



Research and
Development Center

国企改革促发展，智选合作启新章

—上汽集团(600104.SH)公司首次覆盖报告

2025年03月20日

汽车行业首席分析师

邓健全

执业编号：S1500525010002

联系电话：13613012393

汽车行业联席首席分析师

赵悦媛

执业编号：S1500525030001

联系电话：13120151000

汽车行业分析师

丁泓婧

执业编号：S1500524100004

联系电话：13062621910

汽车行业研究助理

徐国铨

联系电话：18506339519

相关研究

1. 上汽集团（600104）：短期业绩承压，智能电动化转型加速
2. 上汽集团（600104.SH）：7月产销同环比双增长，智己L7累计交付破千
3. 上汽集团（600104.SH）：6月销量强势回暖，生产超预期修复

证券研究报告

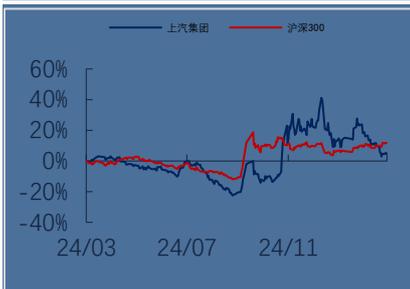
公司研究

公司首次覆盖报告

上汽集团 (600104)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	15.61
52 周内股价波动区间 (元)	11.55-21.04
最近一月涨跌幅 (%)	-11.61
总股本 (亿股)	115.75
流通 A 股比例 (%)	100
总市值 (亿元)	1,806.90

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座

邮编：100031

上汽集团：国企改革促发展，智选合作启新章

2025 年 03 月 20 日

本期内容提要：

◆**以整车业务为核心，铸就燃油时代龙头车企。**上汽前身可追溯 1955 年成立的上海内燃机配件制造公司，2011 年集团实现整体上市。发展初期上汽集团先后与德国大众、美国通用成立合资公司，合资品牌为上汽期初发展起到了巨大贡献；21 世纪以来，上汽确立了建设自主品牌的“四条道路”，全面打响自主开发、技术创新的关键战役，先后推出了荣威、宝骏、智己等自主品牌。2022 年上汽集团销售整车 530.3 万辆，连续十七年保持国内第一，并率先成为中国首个新能源汽车、海外市场“双百万辆企业”。目前，上汽集团的业务主要涵盖整车、零部件、移动出行和服务、金融、国际经营、创新科技等领域，形成了以整车业务为龙头，六大板块紧密协同、相互赋能、融合发展的业务格局。

◆**新能源自主品牌强势崛起，合资板块经营承压。**近年来中国汽车市场正处于智能电动化转型浪潮之中，呈现出新能源渗透率突破临界点、智能化竞争加剧、全球化布局加速等多种趋势，一方面市场规模不断增长，新能源自主品牌市场份额不断扩大，中国汽车工业进入高质量发展新阶段，另一方面合资品牌、央企车企因为电动化转型偏慢、市场竞争激烈等因素，市占率不断下滑，2024 年主流合资品牌累计零售销量 629.9 万辆，同比减少 15.7%，同时市场占有率从 2019 年 51.4% 下降至 2024 年 27.5%。上汽集团合资板块亦出现明显下滑，上汽大众、上汽通用销量、产能利用率、归母净利润等指标均达到历年低值，同时上汽自主板块受到上汽通用五菱销量影响，2024 年销量也出现同比下滑。

◆**从涓流到浩瀚，上汽集团转型再出发。**1) **政策支持，核心管理层注入新动能。**上汽集团转型发展获得国资委、上海市政府高度重视与支持，同时 2024 年下半年公司完成从集团到主要子公司、合联营公司管理层更换，为公司未来发展注入新的管理动能；2) **合资板块转型发展，拥抱智能化、本土化发展。**为了谋求新时代背景下合资车企发展最优解，上汽大众、通用正积极推动自身智能化、本地化发展；与此同时，凭借自身强大的智能电动化领域的技术储备，上汽集团也积极反向赋能合资品牌，领衔中国市场的合资品牌走向合资 2.0 时代；3) **品牌整合、技术底座升级、智驾能力提升全系统推进。**握指成拳，推进荣威、飞凡品牌整合，推进“大乘用车板块”组建，加速推进集团品牌、渠道整合；升级“七大技术底座”，全面赋能上汽旗下各自主品牌全新车型；智驾方面，发布“一段式端到端视觉式智驾大模型”，智己汽车已经成为行业内首个同时具备 L2、L3、L4 级智能驾驶量产能力的品牌；4) **众擎易举，携手华为开启合作新篇章。**2025 年 2 月，上汽集团与华为在上海签署深度合作协议，共同打造“尚界”品牌，一方面“七大技术底座”为整车制造提供底层支持，另一方面华为智驾“类人决策”提供科技支撑，双方团队深度融合、携手共进，合作或将达到“1+1>2”的协同效果。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计 2024-2026 年公司的营收分别为 6549.5、6831.1、7202.6 亿元，归母净利润分别为 16.1、113.4、135.7 亿元，对应 PE 分别为 112.2、15.9、13.3 倍。考虑到公司积极进行电动智能化转型、计提减值轻装上阵、加强对外合作等多重因素，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**风险因素：**汽车销量不及预期，新能源转型不及预期，对外合作不及预期，海外出口受政策影响风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	744,063	744,705	654,947	683,110	720,257
增长率 YoY%	-4.6%	0.1%	-12.1%	4.3%	5.4%
归属母公司净利润	16,118	14,106	1,610	11,335	13,574
增长率 YoY%	-34.3%	-12.5%	-88.6%	604.0%	19.7%
毛利率%	9.6%	10.2%	10.9%	11.1%	11.2%
净资产收益率ROE%	5.8%	4.9%	0.6%	4.0%	4.6%
EPS(摊薄)(元)	1.39	1.22	0.14	0.98	1.17
市盈率 P/E(倍)	11.21	12.81	112.22	15.94	13.31
市净率 P/B(倍)	0.65	0.63	0.65	0.63	0.61

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 3 月 19 日收盘价

目录

1.1 发展历程：老牌汽车龙头国企，产品矩阵布局丰富	5
1.2 股权结构：上海国资控股，股权结构较为集中	7
1.3 财务分析：整体增速放缓，盈利能力承压	8
2.1 行业：自主新能源崛起与央、国企车企市占率下滑	9
2.2 公司：电动智能化转型偏慢，合资板块销量承压，海外出口表现良好	11
3.1 政策层面坚定支持上汽转型，核心管理层变革基本完成	14
3.2 合资品牌转型：领衔合资 2.0 时代，积极拥抱智能化、本土化发展	15
3.3 自主乘用车：品牌整合、技术底座升级、智驾能力提升全系统推进	17
3.4 众擎易举，合谋伟业，携手华为开启新篇章	19
4.1 盈利预测	20
4.2 估值与投资评级	20

表目录

表 1：上汽集团发展历程	5
表 2：上汽集团部分核心参控股子公司	6
表 3：上汽集团部分核心管理层调整	15
表 4：公司各业务收入及毛利率预测（亿元）	20
表 5：可比公司估值对比	21

图目录

图 1：上汽集团主要业务板块及品牌	7
图 2：上汽集团股权结构图（截至 2024 年三季度）	7
图 3：公司营业总收入（亿元）	8
图 4：公司归母净利润（亿元）	8
图 5：公司期间费用率水平	8
图 6：公司毛利率、净利率、ROE 水平	8
图 7：中国汽车销量总量稳步增长（万辆）	9
图 8：新能源汽车销量快速提升（万辆）	9
图 9：自主品牌市占率不断提升	10
图 10：2024 年厂商批发销量排行，自主品牌占比较高	10
图 11：部分央、国企车企汽车销量及市占率情况（万辆）	10
图 12：部分央、国企车企净利率情况	11
图 13：部分央国企车企新能源汽车销量（万辆）及市占率情况	11
图 14：上汽大众销量（万辆）、产能利用率	11
图 15：上汽大众营业收入、归母净利润、单车归母净利润	11
图 16：上汽通用销量（万辆）、产能利用率	12
图 17：上汽通用营业收入、归母净利润、单车归母净利润	12
图 18：对联营企业和合营企业的投资收益（亿元）及其占归母净利润的比重	12
图 19：上汽集团自主品牌销量（万辆）	13
图 20：上汽集团出口销量（万辆）	13
图 21：名爵品牌销量（万辆）	13
图 22：上汽集团海外布局	13
图 23：2023 年 4 月陈吉宁、龚正调研上汽集团	14
图 24：2024 年 11 月陈吉宁、龚正再赴上汽集团调研	14
图 25：上汽大众合资续约	16
图 26：上汽奥迪 AUDI 纯电概念车	16
图 27：上汽通用奥特能平台核心系统	17
图 28：荣威、飞凡品牌合并	17
图 29：飞凡汽车销量（辆）	17
图 30：上汽集团三大整车技术底座	18
图 31：上汽集团四大关键系统底座	18
图 32：智己汽车一段式端到端大模型	19
图 33：上汽集团、华为合作签约	19

1、公司概况：老牌龙头车企，近年经营业绩承压

1.1 发展历程：老牌汽车龙头国企，产品矩阵布局丰富

以整车业务为核心，铸就燃油时代龙头车企。上汽集团前身可追溯 1955 年成立的上海内燃机配件制造公司，1958 年第一辆凤凰牌轿车在上海汽车装配厂试制成功，标志着上海汽车工业轿车制造“零”的突破，上汽正式进入整车阶段；其后集团先后与德国大众、美国通用成立合资公司，合资品牌为上汽初期发展起到了巨大贡献；21 世纪以来，上汽确立了建设自主品牌的“四条道路”，全面打响自主开发、技术创新的关键战役，先后推出了荣威、宝骏、智己等自主品牌。集团于 2011 年实现整体上市，2022 年上汽集团销售整车 530.3 万辆，连续十七年保持国内第一，并率先成为中国首个新能源汽车、海外市场“双百万辆企业”；2024 年 8 月，集团以 2023 年度合并报表 1052 亿美元的营业收入，名列《财富》杂志世界 500 强第 93 位，在此次上榜的中国汽车企业中继续领跑。

表 1：上汽集团发展历程

时间	重要事件
1955 年	上海市内燃机配件制造公司成立，主管业务包括上海汽车零配件行业，上汽开始起步
1958 年	第一辆凤凰牌轿车在上海汽车装配厂试制成功，上汽进入整车阶段
1985 年	上海大众汽车有限公司成立并于同年 9 月正式开业
1997 年	上汽和通用签署上海通用汽车有限公司、泛亚汽车技术中心有限公司合营合同，同年上汽集团在上交所上市交易
2006 年	荣威品牌及其首款产品荣威 750 亮相
2007 年	正式收购南京汽车集团，获得名爵品牌
2011 年	集团实现整体上市，成为国内第一家拥有汽车行业全产业链上市资产的上市公司
2020 年	联合张江高科、阿里巴巴共同打造“智己”品牌，加快集团智能化、电动化转型
2022 年	率先成为中国首个新能源汽车、海外市场“双百万辆企业”
2024 年	与大众汽车集团延长合资协议，合资期延长至 2040 年

资料来源：上汽集团官网，新京报，中国经营报，亿欧网，凤凰网，信达证券研发中心

子公司规模庞大，品牌矩阵覆盖多维市场需求。目前，上汽集团的业务主要涵盖整车、零部件、移动出行和服务、金融、国际经营、创新科技等领域，形成了以整车业务为龙头，六大板块紧密协同、相互赋能、融合发展的业务格局。整车领域涵盖乘用车、商用车两大子版块，其中乘用车板块包含上汽大众、上汽通用、智己汽车、上汽通用五菱等子公司；商用车板块包含上汽大通、南京依维柯、申沃客车等子公司。零部件领域则主要涵盖发动机、变速箱、底盘、电子电气、制动系统、内外饰等汽车部件的研发、生产和销售，主要包括上海汽车变速器有限公司、联合汽车电子有限公司以及华域汽车系统股份有限公司等企业。此外公司在物流、金融领域亦有布局，拥有安吉物流、上汽创投、上汽金控等多家子公司。

表 2：上汽集团部分核心参控股子公司

	参控股子公司名称	投资额（亿元）	持股比例
汽车整车	飞凡汽车科技有限公司	50	100%
	南京汽车集团有限公司	34.24	100%
	上海申沃客车有限公司	9.22	100%
	上汽大通汽车有限公司	103.29	100%
	上汽通用五菱汽车股份有限公司	11.27	50.10%
	智己汽车科技有限公司	30	-
	上汽大众汽车有限公司	90.93	50%
	上汽通用汽车有限公司	73.43	50%
	上汽红岩汽车有限公司	-	100%
	上海汽车变速器有限公司	61.12	100%
零部件	华域汽车系统股份有限公司	128.79	58.32%
	零束科技有限公司	20	93.24%
	联创汽车电子有限公司	-	90.66%
	上海捷氢科技股份有限公司	0.34	70.81%
其他	青岛上汽创新升级产业股权投资基金合伙企业(有限合伙)	132.90	99.96%
	上汽安吉物流股份有限公司	21.18	100%
	东华汽车实业有限公司	6.55	75%

资料来源：iFind，信达证券研发中心

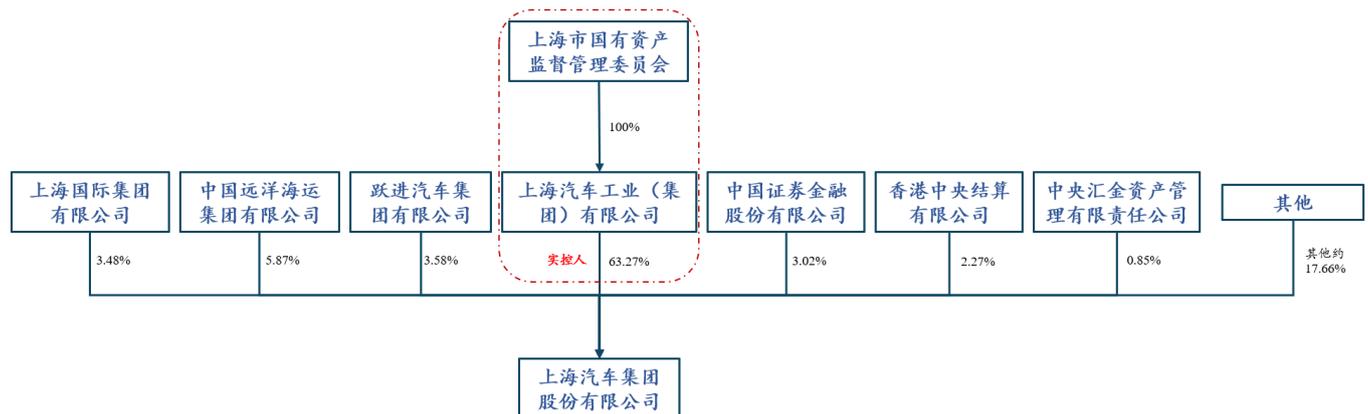
整车乘用车方面，公司旗下品牌主要包括合资（上汽大众、上汽通用）、自主（上汽通用五菱、荣威、智己、名爵等）两大板块。**合资方面**，上汽大众旗下主要有上汽奥迪、大众、斯柯达品牌；**上汽通用**主要有凯迪拉克、别克、雪佛兰品牌（市场定位由高到低）。**自主方面**，上汽通用五菱主攻微型电动车，旗下有五菱、宝骏两大品牌；**荣威**定位中高端市场，2024 年吸收飞凡品牌后，逐步向高端智能电动车市场延伸；**智己**由上汽集团、阿里巴巴与张江高科共同打造，聚焦高端智能化电动车；**名爵品牌**诞生于英国，2007 年上汽收购南汽由此归入上汽集团，名爵品牌自带海外基因，是目前集团出海主力品牌，2023 年名爵品牌在 16 个发达国家热销 38 万台，全球销量超 84 万辆，连续五年蝉联“中国汽车单一品牌出口冠军”。**整车商用车方面**，拥有大通、申沃、上汽红岩、依维柯等品牌。通过丰富的品牌矩阵布局，集团覆盖了从经济型到高端品牌、从乘用车到商用车、从燃油车到新能源、从轿车到 SUV 等多品类、全方位的市场需求。

图 1: 上汽集团主要业务板块及品牌


资料来源: 上汽集团官网, 信达证券研发中心

1.2 股权结构: 上海国资控股, 股权结构较为集中

截至集团 2024 年三季报, 公司实控人为上海市国资委, 其中第一大股东上海汽车工业(集团)有限公司持股 63.27%, 其由上海市国资委全资控股; 第二大股东中国远洋海运集团有限公司所持股份系 2022 年中国远洋海运集团与上汽总公司签署协议无偿划转股份以加强双方股权合作所得; 第三大股东跃进汽车集团与公司合作历史悠久, 2007 年上汽集团与跃进集团签署协议正式并购南汽, 跃进汽车也正式并入上汽, 成为集团在商用车产品线的重要组成部分。集团股权结构较为集中, 单一大股东持股超过 50%, 为集团执行转型发展战略和贯彻落实相关政策部署提供了强有力的支持。

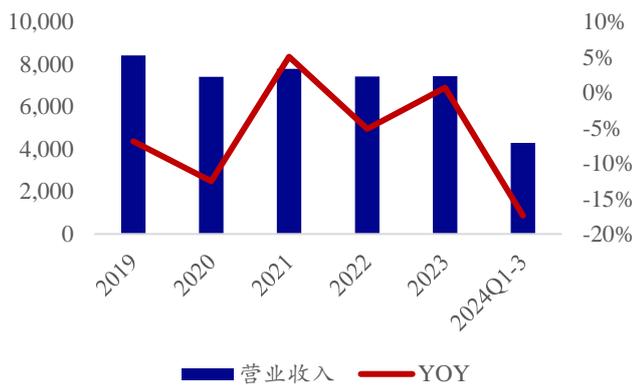
图 2: 上汽集团股权结构图 (截至 2024 年三季报)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

1.3 财务分析：整体增速放缓，盈利能力承压

2024Q1-3 公司营业收入、归母净利润同比下滑。2019 年以来，由于电动智能化转型较慢，同时合资品牌销量受到挤压，公司业绩震荡下滑，2023 年集团实现营业收入 7447.1 亿元，同比增加 0.7%，2024 年 Q1-3，集团实现营业收入 4304.8 亿元，同比下降 17.4%；归母净利润 2023 年实现 141.1 亿元，同比下降 12.5%，2024Q1-3 为 69.1 亿元，同比下滑 39.5%。根据集团 2024 年业绩预告，由于受到燃油车市场下滑、汽车市场价格战持续升级、上汽通用计提资产减值准备等因素影响，预计 2024 年归母净利润为 15 亿元到 19 亿元，同比下降 87%至 90%，将减少 122 亿元至 126 亿元，是自集团上市以来，首次年度归母净利润同比减少超过 120 亿元。

图 3：公司营业总收入（亿元）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 4：公司归母净利润（亿元）

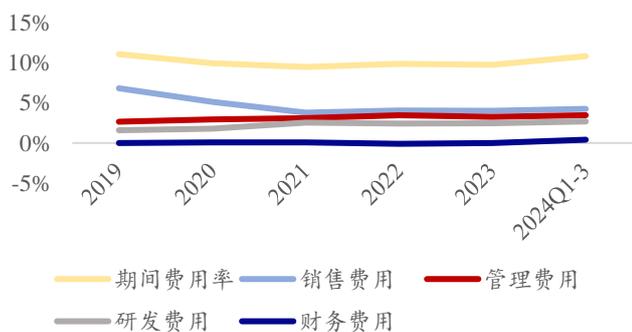


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

期间费用率有所回升，盈利能力承压。公司近年来期间费用率有所回升，整体由 2021 年 9.5% 的低点上升至 2024 年前三季度 10.8%，拆分来看管理费用、研发费用提升较多，其中管理费用由 2019 年 2.7% 提升至 2024 年前三季度 3.5%，研发费用由 2019 年 1.6% 提升至 2024 年前三季度 2.7%。同时集团盈利能力显著下滑，毛利率水平由 2019 年 12.2% 下降至 2024 年前三季度 8.9%，ROE 水平由 2019 年前三季度 10.6% 下降至 2024 年前三季度 2.4%。

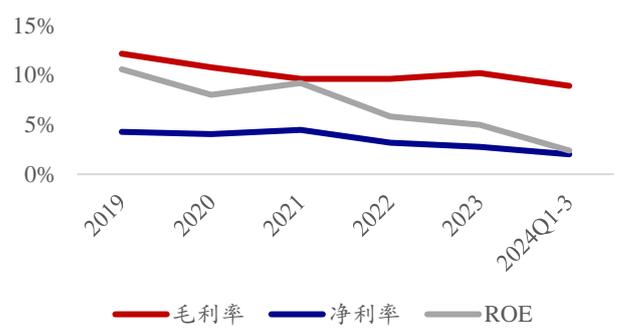
我们认为，集团近年来因市场环境、品牌转型等一系列因素在经营层面遭遇一定困难，但集团技术底蕴积累深厚，未来伴随政策支持、品牌逐渐转型落地、组织架构改革、具备竞争力的新车型推出等利好因子，集团基本面或将迎来较大改善空间。

图 5：公司期间费用率水平



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 6：公司毛利率、净利率、ROE 水平



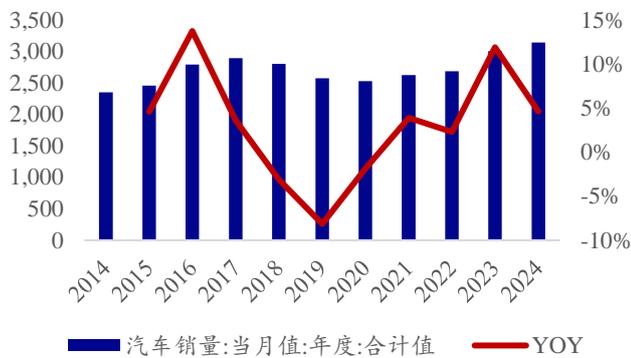
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

2. 行业与公司复盘：自主崛起，合资品牌下滑明显

2.1. 行业：自主新能源崛起与央、国企车企市占率下滑

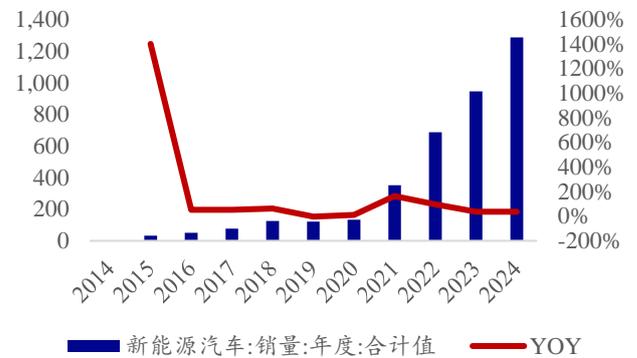
汽车市场总量增长，内部结构深刻变革。近年来中国汽车市场正处于深刻变革的浪潮之中，从技术突破到市场格局重塑，从政策导向到消费趋势转变，市场优胜劣汰加速，中国汽车工业在供给侧结构性改革深化大背景下，呈现新能源渗透率突破临界点、智能化竞争加剧、全球化布局加速等多种趋势，汽车行业正步入高质量发展新格局。一方面市场总量不断增长，根据中汽协数据，2024 年我国汽车销量达到 3143.6 万辆，同比增长 4.5%，产销规模再创新高；汽车出口 585.9 万辆，同比增长 19.3%，汽车出口再上新台阶。另一方面市场结构深化变革，新能源汽车继续快速增长，年产销首次突破 1000 万辆，销量占比超过 40%，迎来高质量发展新阶段；自主品牌乘用车 2024 年销量达到 1797 万辆，市场占有率达到 65.2%，同比增长 9.2pct。

图 7：中国汽车销量总量稳步增长（万辆）



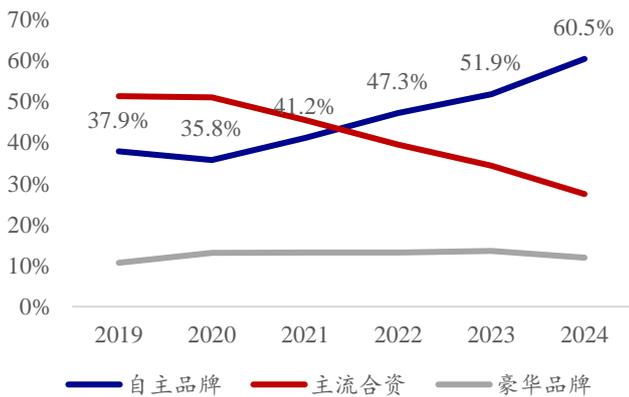
资料来源：iFinD，中汽协，信达证券研发中心

图 8：新能源汽车销量快速提升（万辆）

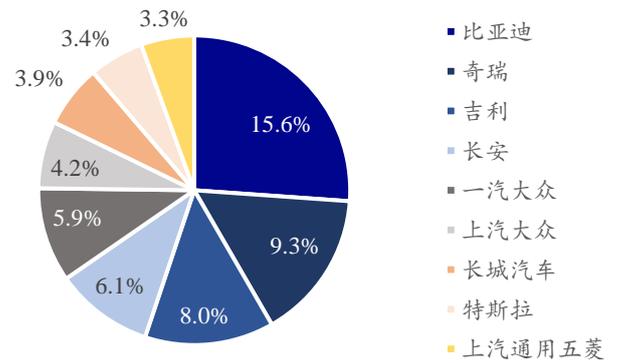


资料来源：iFinD，中汽协，信达证券研发中心

自主品牌强势崛起，合资品牌市占率下滑。我国自主品牌起步虽晚但发展迅速，近年来以电动化、智能化为发展契机，得益于新能源汽车市场爆发和技术创新，国内自主品牌强势崛起，根据乘联会数据，2024 年国内乘用车自主品牌批发份额突破 65%，零售份额突破 60%，较上年增长 9pct，自主车企迅速成为头部绝对主力，比亚迪汽车、吉利汽车、奇瑞汽车、长安汽车持续占据头部领先地位，厂商销量市场份额从 2023 年 32% 上升到 2024 年的 39%，同时自主乘用车高端化突破明显，2024 年 12 月份 20 万元以上自主占比从 2022 年 27%，2023 年 36%，上升到 2024 年的 41%。另一方面，合资品牌因电动化转型缓慢、市场竞争激烈等因素，市占率持续下滑，2024 年主流合资品牌累计零售销量 629.9 万辆，同比减少 15.7%，同时市场占有率从 2019 年 51.4% 下降至 2024 年 27.5%。

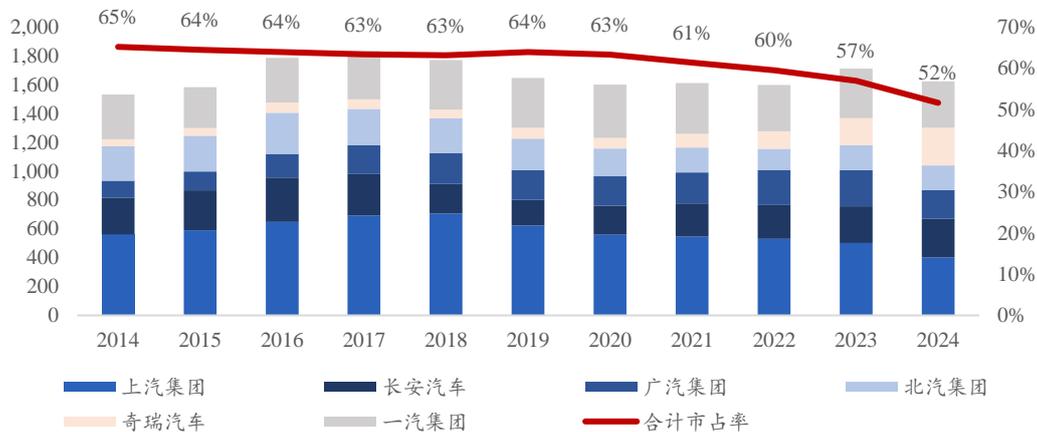
图 9: 自主品牌市占率不断提升


资料来源: 乘联分会, 信达证券研发中心

图 10: 2024 年厂商批发销量排行, 自主品牌占比较高


资料来源: 乘联分会, 信达证券研发中心

央、国企车企转型较慢, 市占率、盈利能力下滑明显。燃油车时代, 央、国企车企凭借品牌影响力、市场渠道建设、技术实力等实现销量领先, 近年来由于决策机制、研发强度以及品牌路径依赖等多重因素, 央、国企车企在新能源浪潮中转型步伐较慢, 市占率和盈利能力出现下滑。我们以上汽、长安、广汽、北汽、奇瑞、一汽六家公司作为央、国企车企代表, 测算发现其 2024 年汽车合计销量达到 1621.3 万辆, 市占率由 2014 年 65.2% 的高点下滑至 2024 年 51.6%。同时其 2024 年新能源汽车合计销量达到 204.3 万辆, 市占率为 15.9%, 占比较低。盈利能力方面, 上汽、广汽、东风净利率指标自 2019 年以来波动下降, 2024Q1-3 均处于历年较低水平。

图 11: 部分央、国企车企汽车销量及市占率情况 (万辆)


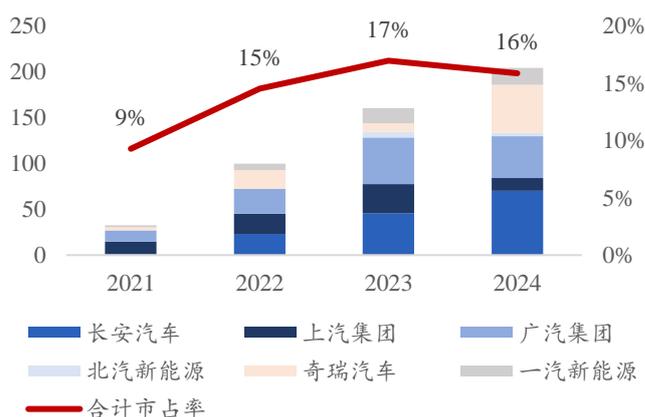
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 12: 部分央、国企车企净利率情况



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 13: 部分央国企车企新能源汽车销量 (万辆) 及市占率情况



资料来源: iFinD, 广汽集团产销快报, 信达证券研发中心

2.2 公司: 电动智能化转型偏慢, 合资板块销量承压, 海外出口表现良好

合资销量承压, 利润贡献下滑。公司对联营企业和合营企业的投资收益巅峰期利润贡献达 90%, 近年来, 由于上汽大众、上汽通用销量下滑明显, 2024Q1-3 公司对联营企业和合营企业的投资收益已由 2017 年高点 283.0 亿元下降至 32.7 亿元, 占比下降至 47%。

上海大众旗下主要有奥迪、大众、斯柯达三个品牌, 其中大众品牌贡献大部分销量。2018 年以后, 上汽大众在新能源转型上节奏偏慢, 公司产品力及新能源技术能力不足, 同时受到 2019 年底碰撞测试事件等多因素影响, 2019 年以来上汽大众销量及产能利用率逐步走低, 2024 年上汽大众销量为 114.8 万辆, 同比 2019 年 200.2 万辆大幅减少, 同时产能利用率也由 2019 年 104% 下降至 2023 年 58%。受销量下滑以及市场竞争加剧影响, 上汽大众 2023 年归母净利润仅实现 31.3 亿元, 同比 2019 年 200.3 亿元大幅下滑, 单车归母净利润 2577.9 元, 创近年新低。

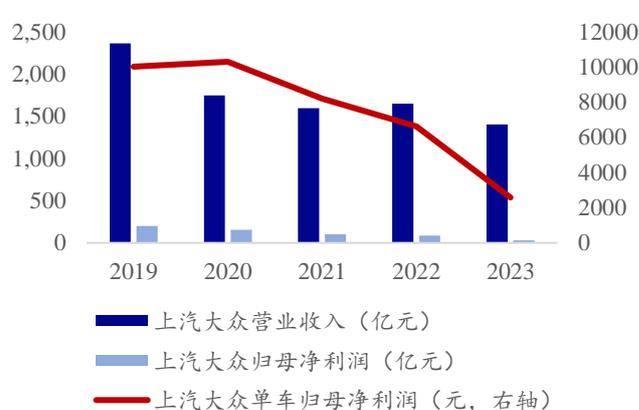
上汽通用亦如上汽大众, 2018 年以后主力品牌别克、雪佛兰销量出现较明显下滑, 导致公司销量走低, 2024 年实现销量 43.5 万辆, 同比 2023 年 100.1 万辆大幅减少, 产能利用率由 2019 年 85% 下降至 2023 年 53%。同时 2023 年归母净利润为 25.4 亿元, 同比 2022 年 55.8 亿元大幅减少, 单车归母净利润下探至 2540.3 元的历年新低。

图 14: 上汽大众销量 (万辆)、产能利用率

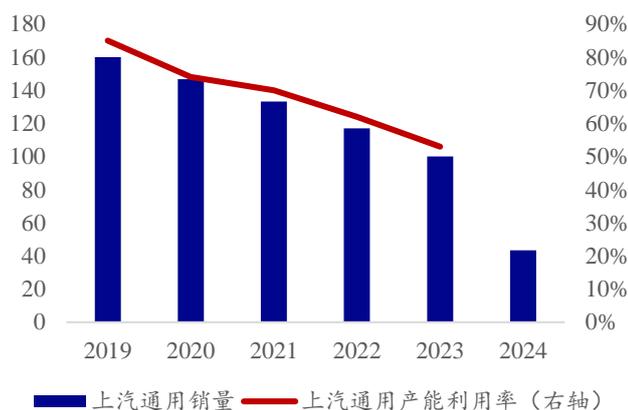


资料来源: iFinD, 上汽集团年报, 信达证券研发中心

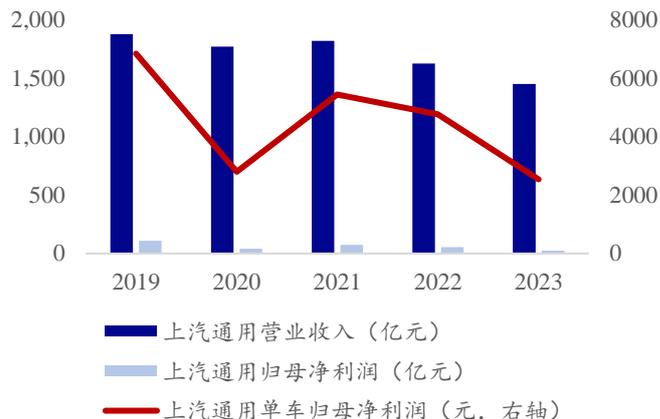
图 15: 上汽大众营业收入、归母净利润、单车归母净利润



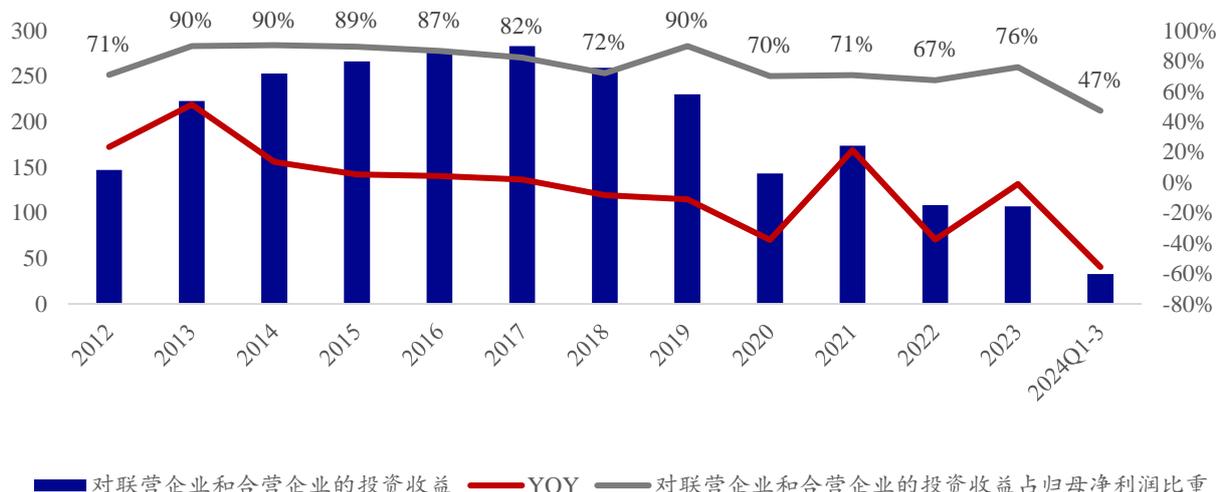
资料来源: iFinD, 上汽集团年报, 信达证券研发中心

图 16: 上汽通用销量 (万辆)、产能利用率


资料来源: iFinD, 上汽集团年报, 信达证券研发中心

图 17: 上汽通用营业收入、归母净利润、单车归母净利润


资料来源: iFinD, 上汽集团年报, 信达证券研发中心

图 18: 对联营企业和合营企业的投资收益 (亿元) 及其占归母净利润的比重


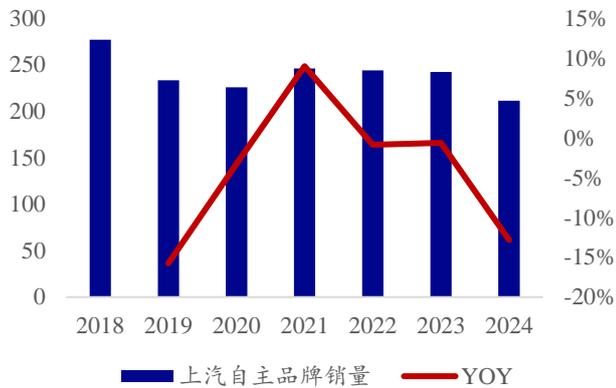
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

自主品牌销量略降，海外出口表现较好。集团拥有上汽乘用车（荣威、名爵）、智己、上汽通用五菱等自主乘用车品牌，整体来看上汽自主乘用车板块 2024 年销量达到 211.3 万辆，同比减少 12.8%。**分品牌看，上汽乘用车 2024 年销量 70.7 万辆，同比减少 28.3%；智己品牌**作为上汽高端新能源的代表，销量表现良好，2024 年实现销量 6.6 万辆，同比接近翻倍；**上汽通用五菱**自 2018 年后销量逐渐下滑，拖累了上汽自主品牌整体销量，2024 年，上汽通用五菱实现年销量 134.0 万辆，同比 2018 年 206.8 万辆大幅减少。

出口方面，通过广泛合作，上汽成为国内首家“全产业链出海”的汽车企业，目前集团在海外拥有 3 大创新研发中心、3 座整车制造基地和 1 座 KD 工厂、100 多个零部件生产研发基地和 2800 多个营销服务网点，并开通了东南亚、墨西哥、南美西、欧洲等 8 条国际航线。**出口销量方面**，上汽集团 2016-2023 年出口销量排在中国车企出口销量榜首，其中名爵品牌 2019-2023 连续五年位居中国汽车单一品牌出口量第一名，占上汽集团海外销量约七成，2024 年，受欧盟反补贴

税政策等影响，名爵海外销量短期承压，后续有望迎来恢复。

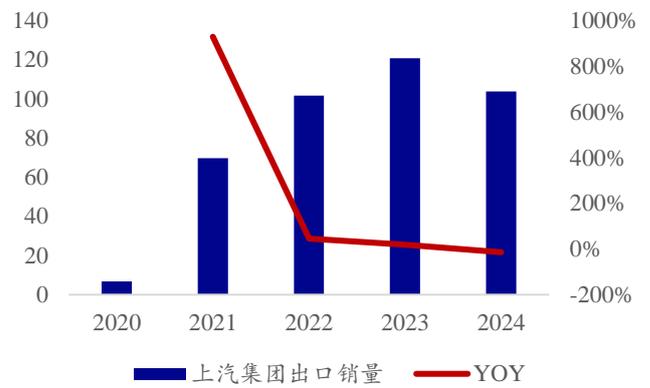
图 19: 上汽集团自主品牌销量 (万辆)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

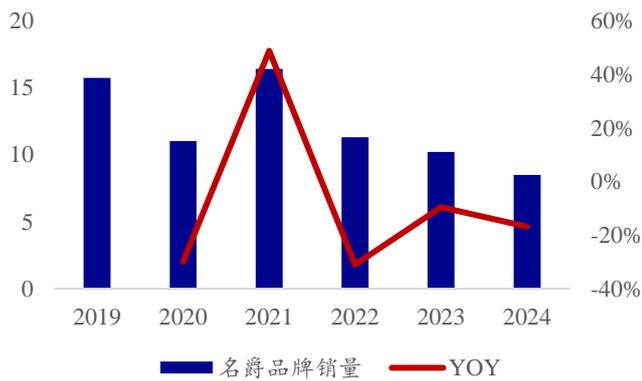
注: 自主品牌统计口径包括上汽乘用车、智己、上汽通用五菱

图 20: 上汽集团出口销量 (万辆)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 21: 名爵品牌销量 (万辆)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 22: 上汽集团海外布局



资料来源: 上汽集团官网, 信达证券研发中心

中高层干部达 63 人。总体看来，集团新管理层偏向年轻化，主打“技术+营销”组合，是上汽集团应对新能源浪潮与电动智能化转型、汽车市场格局变动的重要组织体系变革，也有望为集团转型发展注入新的管理动能。

表 3：上汽集团部分核心管理层调整

时间（2024 年）	上一任	职位	接任者	接任者原职位
7 月 10 日	陈虹	上汽集团董事长	王晓秋	上汽集团董事、总裁、党委副书记
7 月 10 日	王晓秋	上汽集团总裁	贾健旭	上汽集团副总裁兼任上汽大众总经理
7 月 18 日	贾健旭	上汽大众总经理	陶海龙	华域汽车总经理
7 月 18 日	陶海龙	华域汽车总经理	徐平	上汽乘用车副总经理
8 月 9 日	庄菁雄	上汽通用总经理	卢晓	泛亚汽车技术中心执行副总经理
8 月 9 日	陆一	上汽通用副总经理	薛海涛	上汽通用五菱副总经理
8 月 9 日	-	上汽通用党委书记	蔡宾	上汽集团总裁助理
8 月 9 日	卢晓	泛亚汽车技术中心执行副总经理	王从鹤	泛亚汽车技术中心副总经理
8 月 14 日	俞经民	上汽大众销售与市场执行副总经理、上海上汽大众汽车销售有限公司总经理	傅强	上汽大众大众品牌营销事业执行总监
8 月 14 日	-	上汽乘用车常务副总经理	俞经民	上汽大众销售与市场执行副总经理、上海上汽大众汽车销售有限公司总经理
8 月 14 日	-	上汽乘用车副总经理	祝勇	上汽乘用车业务规划和项目管理部动力驱动平台执行总监

资料来源：盖世汽车每日速递，上汽集团，信达证券研发中心

3.2 合资品牌转型：领衔合资 2.0 时代，积极拥抱智能化、本土化发展

合资品牌长期是上汽集团重要的销量及利润来源，巅峰时期对联营企业和合营企业的投资收益占上汽集团归母净利润的比重高达 90%，近年来受到电动智能化转型偏慢、市场竞争加剧等因素影响，上汽大众、上汽通用销量受到较大影响，销量、利润皆回落至历年较低水平。为了谋求新时代背景下合资车企发展最优解，上汽大众、通用正积极推动自身智能化、本地化发展；与此同时，凭借自身强大的智能电动化领域的技术储备，上汽集团也积极反向赋能合资品牌，领衔中国市场的合资品牌走向合资 2.0 时代。

上汽大众：延长合资期，携手开启合资合作 2.0，引领中国汽车产业合资合作迈入从“技术引进”到“技术共创”的全新时代

1) 延长合资期限，深化战略合作。2024 年 11 月，上汽集团与大众汽车集团签署了延长合资协议，将上汽大众合资期延长至 2040 年，大众汽车集团管理董事会主席奥博穆强调会继续扎根中国，锚定“2030 目标”夺取智能电车时代的高地。

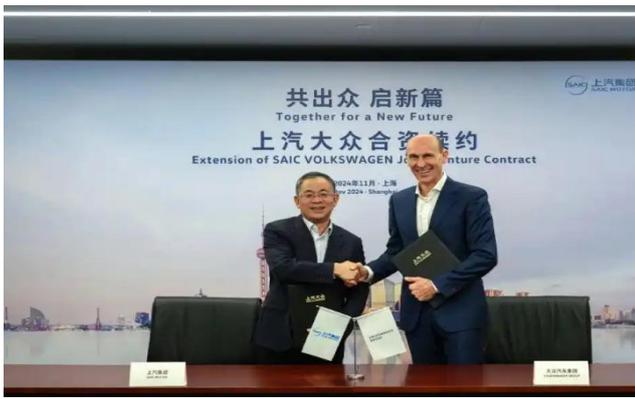
2) 拥抱电动智能化，推动产品转型升级。在接下来的上汽大众合资合作中，新能源汽车是重点

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 15

方向，2025 年年中，作为奥迪与上汽的合作项目，AUDI 品牌首款电动车型将推向市场；2026 年起，基于专为中国市场打造的 CMP 平台开发的两款紧凑级电动汽车将首次投入市场，3 款插电式混合动力车型、2 款增程版车型也将陆续上市；到 2030 年，上汽大众将推出 18 款新车型，其中有 15 款将专为中国市场开发。

3) 淘汰落后产能与营销渠道扩容。上汽大众将逐步缩减燃油车产能，规划更优的产能布局以加速向智能网联新能源汽车生产的转型，例如上海嘉定安亭作为上汽大众最早的生产基地，已经在做相应的规划调整，着力打造成“电动化生产中心、研发创新中心、智能制造中心”。同时上汽大众计划继续加强经销商网络建设，目前上汽大众约有经销商网络 900 家，上汽奥迪约 220 家，计划 2025 年在淘汰一批的情况下，净增 100 家网点。

图 25: 上汽大众合资续约



资料来源：上汽集团官方公众号，信达证券研发中心

图 26: 上汽奥迪 AUDI 纯电概念车



资料来源：上汽奥迪官网，信达证券研发中心

上汽通用：聚焦“向好、向新”，以创新领跑合资企业转型

1) 主动去库存，优化经销商盈利结构，实现轻装上阵。2024 年上汽通用实现“去库存”超 20 万辆，渠道健康度快速回升，经销商盈利情况得到显著改善，同时上汽通用公司经营效益也实现回暖，2024Q4，其利润已经回正。

2) 新能源与智能化并行，以技术推动企业转型。2025 年上汽通用将以全新一代超级融合整车架构为核心，全面推进奥特能 2.0 多元驱动平台、全新一代智能座舱平台、全新一代智能驾驶平台三大技术域迭代升级。该架构专为中国市场打造，融合了车身、底盘、动力总成和电子电气架构等多项先进技术，支持纯电、插混、增程等多种动力形式，为未来产品开发提供了强大支撑。

3) 拥抱电动智能化，推动产品转型升级。上汽通用计划在 2025 至 2027 年推出 12 款全新新能源车型，覆盖轿车、SUV、MPV 等多种车身形式，全面满足消费者多元化需求。与此同时，上汽通用将实现所有车型数字化功能 100%本土化开发，从产品定义到智能化功能，全部围绕中国客户进行设计，进一步提升用户体验。

4) 计提减值，实现轻装上阵。2025 年 1 月，上汽集团发布《关于合营企业计提资产减值准备的公告》，宣布为应对市场挑战，集团在评估稳定市场份额和聚焦盈利能力所采取的业务重整行动的影响后，将在 2024 年第四季度计提资产减值准备 232.1 亿元人民币，减记预计将影响上市公司股东的净利润约 78.7 亿元，同时上汽通用整车相关公司长期股权投资账面价值预计减记至零。

图 27: 上汽通用奥特能平台核心系统


资料来源: 别克汽车官网, 信达证券研发中心

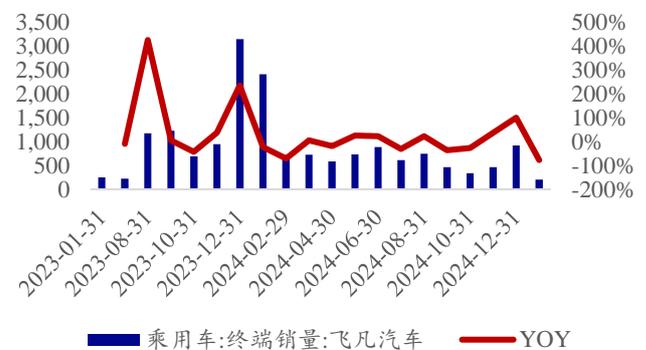
3.3 自主乘用车: 品牌整合、技术底座升级、智驾能力提升全系统推进

1) **握指成拳, 荣威、飞凡品牌合并, 打响整合运动第一枪。**2024 年 10 月, 上汽乘用车发布《上汽乘用车荣威飞凡, 梦想融合, 承诺加乘》, 荣威和飞凡品牌合并正式官宣, 合并后荣威将把更多电动智能化技术搭载到新车型上, 营销层面回归到用户, 飞凡并入荣威后则主要定位上汽荣威的高端序列发展, 未来将在纯电与混动领域全面发力, 截至 2024 年 10 月, 已有 35 家荣威门店、12 家飞凡门店整合成为荣威飞凡经销商门店, 加速推动品牌、渠道的内部整合。

随后, 集团宣布将乘用车公司(荣威飞凡、名爵)、上汽国际、研发总院、零束科技、海外出行等 5 家公司组建为“大乘用车板块”, 并由集团总裁亲自挂帅执管会主席; 在研发层面将智己、飞凡的研发业务并入研发总院, 新产品从立项到整体开发均由研发总院统一负责, 动力电池、智能驾驶、底盘等技术项目也会集中迁移到上汽研发总院统一管理统筹。2025 年 1 月, 在上汽大乘用车第一次干部大会上, 贾健旭表示, 上汽大乘用车板块的重组, 已经迈出了改革突围第一步。

图 28: 荣威、飞凡品牌合并


资料来源: 齐鲁壹点, 信达证券研发中心

图 29: 飞凡汽车销量(辆)


资料来源: iFInD, 信达证券研发中心

2) 依托深厚技术积累, 上汽“七大技术底座”升级至 2.0 时代。2024 年 5 月, 上汽第二代“技术底座”正式发布, 包含三大整车技术底座与四大关键系统底座, 全面赋能上汽旗下各自主品牌全新车型。

全新“星云”纯电专属系列化平台, 线控数字底盘的应用使得整车制动响应时间提升 40%、整车行驶稳定边界提升 20%。**全新“珠峰”机电一体化整车架构**, 面向全球市场、面向全场景、面向全天候, 最高油电转化效率超过 3.75kWh/L, 显著优于行业主流竞品水平, 同时还实现高水平低排放, 作为第一家在欧洲实现碳排放低于 100g/km 的中国车企, 上汽旗下“珠峰”架构产品也将满足欧 7 排放。**全新“星河”电氢一体化整车架构**, 聚焦氢燃料电池乘用车的使用场景, 首创增程式氢燃料电池乘用车的架构方案, 真正实现“碳零排放”。

全新“蓝芯”混合动力系统, 混动专属发动机的热效率达到 46.3%, 混动变速箱采用全新构型的“双同轴方案”, 新的“能量控制域控制器”将更精确的实现热能、化学能、电能、机械能的转换, 混合动力系统效率将进一步提升 10%。**全新“绿芯”电驱系统**, 应用独创的网格式油冷技术, 实现超高电机有效功率密度超过 9.5kw/kg, 系统功率密度提升至 4.4kW/kg, 领先行业平均水平至少 40%。**全新平台化魔方电池**, 全新一代全固态电池, 能量密度超过 400wh/kg、体积能量密度超过 820wh/L, 在针刺以及 200°C 热箱的场景下, 能够确保电芯不起火不爆炸, 固态电池低温容量保持率超过 90%。**“银河”全栈 3.0 智能车解决方案**, 舱驾一体的中央计算单元“大脑”和整车中央协调运动控制器 (VMC) “小脑”进行协同开发, 并全面支持大模型的端侧应用, 支持国内首款面向量产的 L3 自动驾驶解决方案的推出。

图 30: 上汽集团三大整车技术底座



资料来源: 上汽集团官方公众号, 信达证券研发中心

图 31: 上汽集团四大关键系统底座



资料来源: 上汽集团官方公众号, 信达证券研发中心

智己领街高阶智驾, 推动智驾能力全方位升级。智能驾驶方面, IM AD 3.0 率先完成从“最像人”到“有直觉”的断代式进化, 为智驾系统率先注入人工智能生成的“直觉”, 正式迈入“直觉”智驾新时代。同时基于智己汽车 & Momenta 联合打造的“一段式端到端直觉式智驾大模型”, 智己汽车已经成为行业内首个同时具备 L2、L3、L4 级智能驾驶量产能力的品牌, 该模型拥有行业首创的“长短期记忆模式”独特架构, 在将模型训练成本节省 10-100 倍的同时, 大幅提升迭代速度, 让产品获得“专家级直觉”。上汽赛可智能主导研制的 L4 级 Robotaxi 在上海、苏州和深圳落地运营, 累计行驶里程达 400 万公里, 上汽集团副总裁、总工程师祖似杰表示, 上汽计划到 2026 年底发布面向量产的 L3 级自动驾驶解决方案。**智能底盘方面**, 上汽集团凭借行业首创的整车中央协调运动控制平台 (VMC), 再次展现出卓越的创新能力。VMC 融合了线控转向、后轮转向、四轮干式 emb 制动、四驱电机以及电控悬架等先进技术, 全面整合制动、驱动、转向、悬架控制等功能, 实现车体 6 自由度 (上下前后左右) 的集中控制。

图 32: 智己汽车一段式端到端大模型


资料来源: 智己汽车官网, 信达证券研发中心

3.4 众擎易举，合谋伟业，携手华为开启新篇章

2025年2月，上汽集团与华为在上海签署深度合作协议。双方将在产品定义、生产制造、供应链管理、销售服务等领域展开战略合作，打造全新新能源智能汽车。据太平洋汽车网，上汽集团与华为深度合作的品牌定名“尚界”，首款车型售价为15-25万价格区间，预计于2025年第四季度上市，及时有效的填补了鸿蒙智行当下亟需补齐的市场空白。

不同于此前合作双方分工明确的“四界”，此次华为与上汽集团之间的融合要更为深度，一方面，上汽自研的“七大技术底座”（如魔方电池、星云平台）为整车制造提供底层支撑，形成“软硬一体”的技术壁垒；另一方面，鸿蒙生态的无缝互联与华为智驾的“类人决策”，精准满足年轻用户对科技感的追求。华为与上汽的联合研发，能充分整合双方的优势资源，或将达到“1+1>2”的协同成果。

在深度合作签约仪式上，上汽集团表示，此次上汽与华为开启战略合作，将进一步发挥各自优势，推动中国汽车产业在智能化时代迈向新的高度。双方团队将深度融合、携手共进，共同探索智能汽车技术创新与商业模式创新的新路径。

图 33: 上汽集团、华为合作签约


资料来源: 上汽集团官网, 信达证券研发中心

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

公司各业务收入及毛利率预测假设如下：

整车业务：由于受到燃油车市场下滑、新能源车市场激烈竞争及上汽通用减值影响，预计集团整车业务毛利率情况有所下滑，我们预计 2024-2026 年公司整车业务收入分别为 4062.5、4227.5、4476.4 亿元，该业务的毛利率分别为 3.0%、5.0%、6.0%；

零部件业务：预计集团零部件业务增长及毛利率维持稳定，我们预计 2024-2026 年此业务收入分别为 1911.1、2016.2、2127.1 亿元，毛利率分别为 20.0%、20.0%、20.0%；

贸易及其他业务：由于海外政策不确定性，预计集团贸易及其他业务毛利率略有下滑，我们预计 2024-2026 年该业务收入分别为 387.1、394.9、402.8 亿元，毛利率分别为 20.0%、20.0%、20.0%；

金融业务：由于受到集团乘用车销量下降影响，预计与之相关的汽车金融等业务毛利率略降，我们预计 2024-2026 年公司金融业务收入分别为 188.8、192.5、196.4 亿元，毛利率分别为 70.0%、70.0%、70.0%。

表 4：公司各业务收入及毛利率预测（亿元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
整车业务营收（亿元）	5050.7	5053.6	4062.5	4227.5	4476.4
YOY		0.1%	-19.6%	4.1%	5.9%
毛利率	4.5%	5.8%	3.0%	5.0%	6.0%
零部件业务营收（亿元）	1685.3	1828.8	1911.1	2016.2	2127.1
YOY		8.5%	4.5%	5.5%	5.5%
毛利率	22.7%	19.5%	20.0%	20.0%	20.0%
贸易及其他业务营收（亿元）	473.9	379.5	387.1	394.9	402.8
YOY		-19.9%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率	17.2%	24.1%	20.0%	20.0%	20.0%
金融业务营收（亿元）	230.8	185.1	188.8	192.5	196.4
YOY		-19.8%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率	80.0%	85.5%	70.0%	70.0%	70.0%
总营收（亿元）	7440.6	7447.1	6549.5	6831.1	7202.6
YOY		0.1%	-12.1%	4.3%	5.4%
毛利率	11.8%	12.1%	10.9%	11.1%	11.2%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4.2 估值与投资评级

综上，我们预计 2024-2026 年公司的营收分别为 6549.5、6831.1、7202.6 亿元，归母净利润分别为 16.1、113.4、135.7 亿元，对应 PE 分别为 112.2、15.9、13.3 倍。考虑到主业的相似性，选取长安汽车、广汽集团、比亚迪作为可比公司，根据 2025 年 3 月 19 日收盘价，可比公司 2024-2026 年 PE 均值分别为 32.4、22.4、18.8 倍。考虑到公司积极进行电动智能化转型、计提减值轻装上阵、加强对外合作等多重因素，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5: 可比公司估值对比

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	归母净利润 (亿元)			PE(倍)		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
000625.SZ	长安汽车	1,144.56	13.16	56.0	77.2	92.9	20.4	14.8	12.3
601238.SH	广汽集团	721.63	8.62	15.7	24.7	28.6	46.0	29.2	25.2
002594.SZ	比亚迪	11,916.56	397.07	388.5	515.9	631.2	30.7	23.1	18.9
可比公司平均 PE							32.4	22.4	18.8
603809.SH	上汽集团	1,806.90	15.61	16.1	113.4	135.7	112.2	15.9	13.3

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 (收盘日期为 2025/03/19, 上汽集团盈利预测来自信达证券研发中心, 其他来自 Wind 一致预测)

5、风险因素

汽车行业销量不及预期风险: 公司主营业务为整车研发、制造与销售, 如果汽车行业销量下滑、价格战加剧, 或将对公司的生产经营产生不利影响;

新能源转型不及预期风险: 公司积极进行新能源转型, 但面临合资企业历史包袱较重, 新能源转型偏慢等不利因素, 或对公司整体转型造成不利影响。

对外合作不及预期风险: 公司与华为公司开展智选模式合作, 但合作品牌或将面临激烈市场竞争, 或将造成合作品牌盈利能力不及预期风险。

海外出口受政策影响风险: 公司海外出口销量较多, 近年来贸易争端加剧, 海外国家政策限制或将对公司乘用车出口造成不利影响。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	582,165	619,609	652,477	623,457	671,457	
货币资金	155,157	143,636	187,777	196,431	242,599	
应收票据	5,875	9,093	9,077	7,080	7,471	
应收账款	62,913	68,020	82,984	64,733	69,712	
预付账款	22,177	26,663	29,115	24,149	24,261	
存货	88,535	98,604	97,010	91,018	87,174	
其他	247,509	273,593	246,514	240,045	240,240	
非流动资产	407,942	387,042	357,428	348,218	340,988	
长期股权投资	64,645	66,701	59,232	58,690	58,906	
固定资产(合计)	79,240	83,891	85,626	79,896	74,307	
无形资产	18,923	20,838	19,326	18,039	17,149	
其他	245,134	215,611	193,243	191,592	190,626	
资产总计	990,107	1,006,650	1,009,905	971,675	1,012,445	
流动负债	543,975	547,440	557,912	506,339	530,875	
短期借款	38,337	44,921	45,021	45,061	45,101	
应付票据	77,636	86,030	97,050	82,817	96,023	
应付账款	166,645	178,673	194,100	158,075	163,310	
其他	261,356	237,817	221,741	220,386	226,442	
非流动负债	109,832	116,303	117,462	117,461	117,460	
长期借款	34,555	51,455	51,450	51,450	51,450	
其他	75,277	64,848	66,012	66,011	66,010	
负债合计	653,807	663,743	675,374	623,800	648,336	
少数股东权益	57,067	56,588	57,244	61,955	67,588	
归属母公司股东权益	279,234	286,319	277,287	285,920	296,521	
负债和股东权益	990,107	1,006,650	1,009,905	971,675	1,012,445	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	744,063	744,705	654,947	683,110	720,257	
同比(%)	-4.6%	0.1%	-12.1%	4.3%	5.4%	
归属母公司净利润	16,118	14,106	1,610	11,335	13,574	
同比(%)	-34.3%	-12.5%	-88.6%	604.0%	19.7%	
毛利率(%)	9.6%	10.2%	10.9%	11.1%	11.2%	
ROE%	5.8%	4.9%	0.6%	4.0%	4.6%	
EPS(摊薄)(元)	1.39	1.22	0.14	0.98	1.17	
P/E	11.21	12.81	112.22	15.94	13.31	
P/B	0.65	0.63	0.65	0.63	0.61	
EV/EBITDA	5.55	5.07	6.36	3.39	1.92	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	744,063	744,705	654,947	683,110	720,257	
营业成本	656,308	654,896	584,949	599,223	631,277	
营业税金及附加	5,289	4,964	4,575	4,695	4,955	
销售费用	30,175	29,879	27,449	28,171	29,019	
管理费用	25,641	24,240	22,874	22,805	24,065	
研发费用	18,031	18,365	17,645	18,110	19,818	
财务费用	-764	-157	281	-436	-781	
减值损失合计	-1,458	-4,447	-566	-514	-348	
投资净收益	14,703	14,949	4,637	5,066	7,464	
其他	3,395	2,918	1,521	4,477	4,406	
营业利润	26,022	25,937	2,766	19,571	23,426	
营业外收支	2,049	36	-3	-3	-3	
利润总额	28,071	25,973	2,763	19,568	23,423	
所得税	5,228	5,913	497	3,522	4,216	
净利润	22,843	20,060	2,266	16,046	19,207	
少数股东损益	6,725	5,954	656	4,711	5,633	
归属母公司净利润	16,118	14,106	1,610	11,335	13,574	
EBITDA	27,320	31,617	20,545	36,016	39,583	
EPS(当年)(元)	1.40	1.23	0.14	0.98	1.17	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	9,505	42,334	17,003	15,737	53,035	
净利润	22,843	20,060	2,266	16,046	19,207	
折旧摊销	18,229	20,914	17,501	16,884	16,941	
财务费用	2,706	2,211	2,428	2,372	2,157	
投资损失	-14,703	-14,949	-4,637	-5,066	-7,464	
营运资金变动	-20,268	10,470	-1,872	-13,892	22,711	
其它	697	3,627	1,317	-606	-516	
投资活动现金流	-6,779	-42,234	47,806	-2,048	-1,777	
资本支出	-20,516	-19,031	-17,192	-8,022	-9,062	
长期投资	-3,361	-40,491	7,640	907	-181	
其他	17,098	17,289	57,358	5,067	7,465	
筹资活动现金流	9,135	-10,058	-7,775	-5,035	-5,090	
吸收投资	2,733	247	-2,792	0	0	
借款	18,132	23,483	95	40	40	
支付利息或股息	-17,698	-14,073	-2,428	-5,074	-5,129	
现金流净增加额	12,683	-9,254	57,438	8,654	46,168	

研究团队简介

邓健全，信达证券汽车行业首席分析师，中山大学金融硕士，8年证券研究经验，对整车、零部件具有完善的研究框架，擅长通过上下游产业变化挖掘投资机会。曾就职于民生证券、开源证券等。获得2022年度Wind金牌分析师第4名、第十届choice最佳汽车行业分析师等。

赵悦媛，信达证券汽车行业联席首席分析师，8年证券研究经验。2016-2022年供职于招商证券、华泰证券研究所通信团队，2017年金牛奖第一名，新财富第四名，2019年第一名，2020年第二名。2022-2025年开源证券、德邦证券汽车团队一助、资深分析师，主要覆盖商用车、汽车零部件。

丁泓婧，信达证券汽车行业分析师，墨尔本大学金融硕士，主要覆盖智能座舱、电动化、整车等领域。所属团队荣获2024年Wind“金牌分析师”评选汽车行业第三名。

徐国铨，信达证券汽车行业研究助理，中国社会科学院大学应用经济学硕士，2023年加入信达证券研究所，主要覆盖智能驾驶、商用车等领域。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 15% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。