

上汽集团 (600104)

改革进行时，困境反转可期

买入 (维持)

2024年12月15日

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001
021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 孟璐

执业证书: S0600524100001

mengl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	744063	744705	620818	643725	677096
同比 (%)	(4.59)	0.09	(16.64)	3.69	5.18
归母净利润 (百万元)	16118	14106	8427	10105	13357
同比 (%)	(34.30)	(12.48)	(40.26)	19.92	32.18
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.39	1.22	0.73	0.87	1.15
P/E (现价&最新摊薄)	13.46	15.38	25.74	21.47	16.24

投资要点

■ **复盘：合资相对承压，自主仍在蓄力中。行业层面：**合资品牌在行业新能源转型浪潮中步伐相对较慢，央企车企市占率/盈利能力随之下滑较快。**公司层面：**2024 前三季度上汽集团扣非后归母净利润 10.5 亿元，同比下滑 89%。从销量角度而言，大众&通用 2024 年销量同比均下滑，其中通用下滑显著，前三季度同比-61.5%。按照制造公司净利润进行近似计算，通用 24H1 单车盈利已为负值，上汽大众单车净利为 0.17 万元；五菱利润波动较大但整体仍为正值；上汽自主（不包含出口盈利贡献）仍处亏损状态。

■ **展望：管理层更换，多方位变革持续推进。1) 变革一：管理层密集更换，改革方案加速推进。**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。涉及调整人员多达十余位高层。同时上海市政府坚定支持上汽转型发展，形成支持上汽坚定转型发展的强大合力，确保各项改革任务顺利实施。**2) 变革二：合资板块推动资产梳理&反向合作。**产能利用率较低背景下合资公司工厂将进行改造/减值。同时合资车企也转变原先“决策、研发在外，生产、销售在华”的传统合资模式，反向取经，与公司共同开发新能源车型，探讨合资合作新路径。此外大众/通用 2024 年集中处理库存问题效果显著，后续有望轻装上阵。**3) 变革三：自主品牌整合&技术持续迭代。**2024 年 5 月上汽集团“七大技术底座”全面跃迁升级进入 2.0 时代，未来两年七大技术底座 2.0 将全面赋能上汽集团旗下整车品牌，推出近 30 款全新车型。品牌方面飞凡回归上汽荣威，作为上汽荣威的高端序列发展。智己或将拓展增程技术路线。产品矩阵拓展&品牌整合背景下自主品牌有望持续向上。

■ **盈利预测与投资评级：**合资逐步触底，集团改革加速。基于对公司 2024 年进一步筑底&进行相关资产减值的预期，我们下调公司 2024 年归母净利润预期至 84 亿元（原为 100 亿元），基于对公司主业逐步改善的预期，我们上调公司 2025 年-2026 年归母净利润预期至 101/134 亿元（原为 93/123 亿元）。选取 A 股上市的车企广汽集团/长城汽车/赛力斯/长安汽车作为公司的可比公司，对应 2024~2026 年 PE 均值为 26/18/14 倍（2024 年 12 月 13 日）。考虑公司合资逐步触底，集团改革加速，我们认为公司应该享受更高估值，仍维持“买入”评级。

■ **风险提示：**全球经济复苏力度低于预期；L3-L4 智能化技术创新低于预期；地缘政治不确定性风险增大；对外合作进展低于预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.74
一年最低/最高价	11.49/19.78
市净率(倍)	0.74
流通 A 股市值(百万元)	216,921.11
总市值(百万元)	216,921.11

基础数据

每股净资产(元,LF)	25.29
资产负债率(% ,LF)	63.33
总股本(百万股)	11,575.30
流通 A 股(百万股)	11,575.30

相关研究

《上汽集团(600104): 2024 年三季度报点评: 业绩低于预期, 静待合资经营改善》

2024-11-04

《上汽集团(600104): 8 月批发同比-39%, 智己同比表现更佳》

2024-09-11

内容目录

1. 复盘：合资相对承压，自主仍在蓄力中	4
1.1. 行业层面：自主渗透率提升，央国企车企市占率下滑明显	4
1.2. 公司层面：合资下滑明显，出口表现较佳	5
2. 展望：管理层更换，多方位变革持续推进	8
2.1. 变革一：管理层更换，改革方案加速推进	8
2.1.1. 上汽集团管理层密集更换	8
2.1.2. 政府层面坚定支持上汽转型发展	9
2.2. 变革二：合资板块资产梳理&反向合作	10
2.2.1. 合资板块资产梳理：改造&减值同步推进	10
2.2.2. 深化合资合作，将电动智能转型的先发优势向合资企业溢出	11
2.2.3. 集中处理库存问题，轻装上阵	12
2.3. 变革三：自主品牌整合&技术持续迭代	12
2.3.1. 技术底座持续升级	12
2.3.2. 飞凡回归荣威，智己拓展能源类型	14
3. 盈利预测与投资建议	15
4. 风险提示	16

图表目录

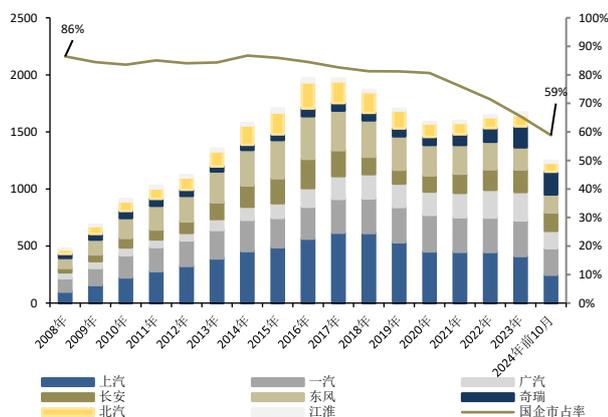
图 1: 央国企车企销量 (左轴/万辆) 及占比情况 (右轴/%)	4
图 2: 央国企车企新能源车销量 (左轴/万辆) 及占比情况 (右轴/%)	4
图 3: 2011-2024Q3 央国企车企对联营和合营企业的投资收益变化/亿元	4
图 4: 2011-2024Q3 年央国企车企扣非后归母净利润变化/亿元	4
图 5: 合资品牌批发口径市占率情况/%	5
图 6: 合资品牌单车净利情况/万元	5
图 7: 上汽集团营收 (亿元/左轴) 及同比增速 (%/右轴)	6
图 8: 上汽各子品牌销量情况汇总 (万辆)	6
图 9: 公司扣非后归母净利润 (左轴/亿元) 及同比增速 (右轴/%) 情况	6
图 10: 上汽集团对联营和合营企业的投资收益/亿元	7
图 11: 上汽大众/通用净利润 (左轴/亿元) 及单车盈利情况 (右轴/万元)	7
图 12: 上汽通用五菱净利润 (左轴/亿元) 及单车盈利情况 (右轴/万元)	7
图 13: 上汽自主净利润 (左轴/亿元) 及单车盈利情况 (右轴/万元)	7
图 14: 上汽集团海外销量 (万辆)	8
图 15: 由上汽集团、上港集团和江苏省港口集团共同打造的海通太仓汽车码头投入生产运营	8
图 16: 上汽集团海外基地	8
图 17: 陈吉宁、龚正调研上汽集团创新研发总院	10
图 18: 上汽大众/上汽通用产能利用率情况梳理	11
图 19: 上汽大众/上汽通用工厂及产能情况梳理	11
图 20: 2024 年 11 月 26 日上汽与大众签署延长合资协议	11
图 21: AUDI 首款概念车 AUDI E	11
图 22: 上汽大众/通用当月渠道库存 (辆)	12
图 23: 上汽集团整车技术底座	13
图 24: 飞凡品牌销量情况 (辆)	14
图 25: 荣耀飞凡合并	14
图 26: 智己销量情况 (辆)	14
表 1: 上汽集团管理层变化梳理	9
表 2: 上汽集团技术目标	12
表 3: 盈利预测关键假设	15
表 4: 可比公司估值表 (2024 年 12 月 13 日)	16

1. 复盘：合资相对承压，自主仍在蓄力中

1.1. 行业层面：自主渗透率提升，央国企车企市占率下滑明显

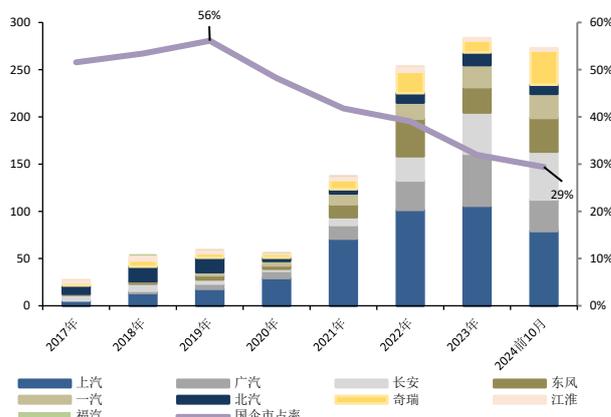
央国企车企在新能源转型中市占率下滑明显。央国企车企 2024 年前十月累计销量为 1246 万辆，市占率为 59%，与高峰时期市占率 86%相比下滑约 27pct。新能源市场中央国企车企 2023 年市占率仅有 29%。新一轮电动化产业创新变革下央国企车企市占率下滑明显。

图1：央国企车企销量（左轴/万辆）及占比情况（右轴/%）



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

图2：央国企车企新能源车销量（左轴/万辆）及占比情况（右轴/%）

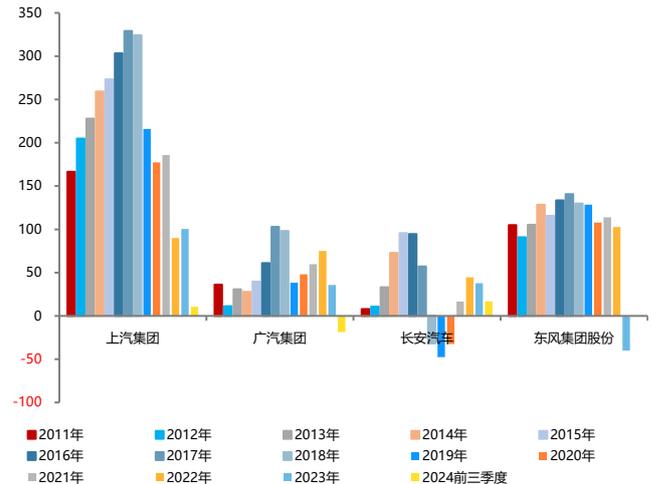
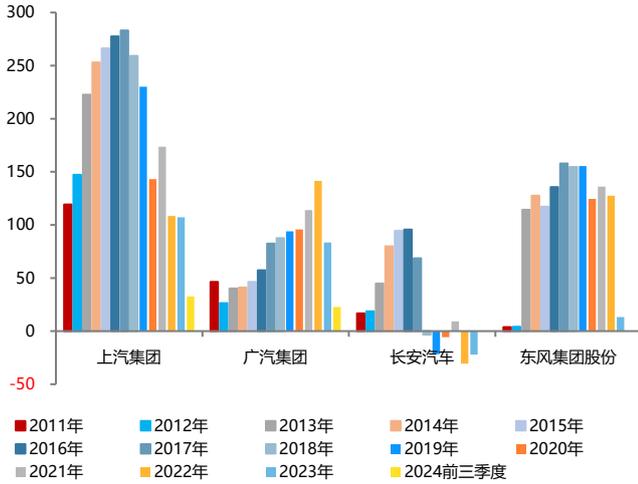


数据来源：乘联会，东吴证券研究所

油车时代央国企合资品牌销量/盈利能力领先，合资品牌在行业新能源转型浪潮中步伐较慢，央国企车企市占率/盈利能力随之下滑较快。2023 年上汽/广汽/东风对联营和合营企业的投资收益之和为 203.9 亿元，同比-46%；扣非后归母净利润之和为 96.21 亿元，同比-64%。

图3：2011-2024Q3 央国企车企对联营和合营企业的投资收益变化/亿元

图4：2011-2024Q3 年央国企车企扣非后归母净利润变化/亿元



数据来源：Wind，东吴证券研究所

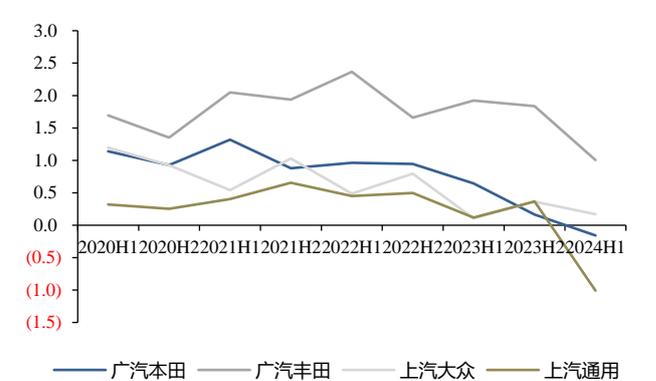
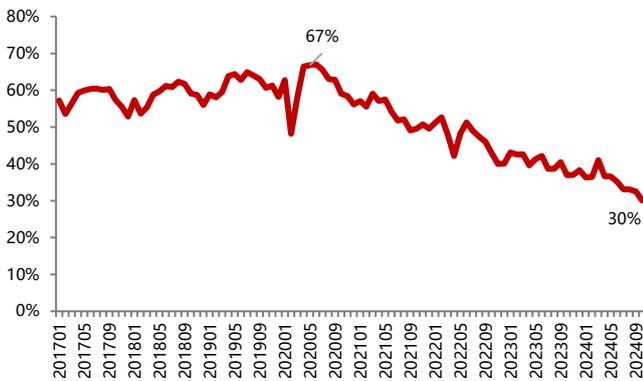
数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：东风集团股份为港股上市公司，对联营和合营企业投资收益采用权益性投资损益科目代替，扣非后归母净利润采用归属于普通股股东净利润科目代替

从盈利能力而言，合资品牌单车盈利下滑较多。随着市场竞争加剧，销量下滑/终端让利损伤合资盈利水平。从 24H1 情况来看，上汽通用/广汽本田均出现亏损，上汽大众/广汽丰田利润下滑较多。

图5：合资品牌批发口径市占率情况/%

图6：合资品牌单车净利情况/万元



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

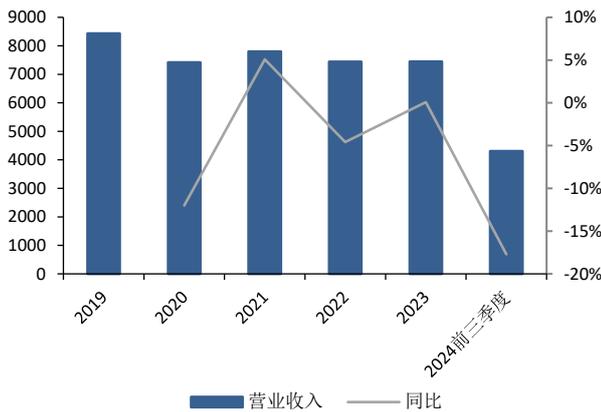
注：合资品牌单车盈利数据由公司报表数据近似计算

1.2. 公司层面：合资下滑明显，出口表现较佳

2019年后公司销量持续下滑。1) 上汽通用：2017年发布三缸机，消费者接受度不高&整体车市下行，上汽通用2017-2020年销量GAGR为-9.8%。雪佛兰销量承压明显，2019年批发销量为51.6万辆，2024年前10月累计销量仅有2.9万辆。2) 上汽大众：2019年底碰撞测试事件影响，上汽大众2019-2021三年销量GAGR为-21.2%。此外斯

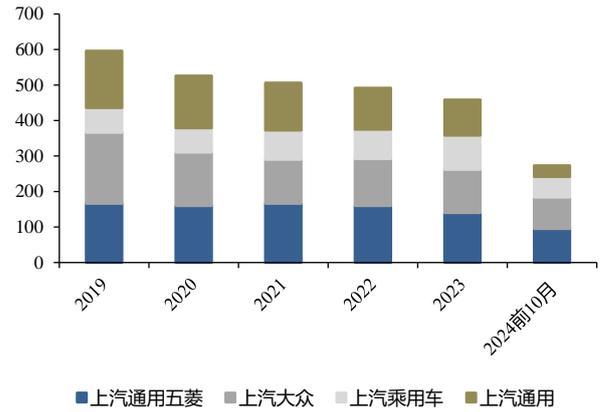
柯达销量承压明显，2019年批发销量为27.8万辆，2024年前10月累计销量仅有1.3万辆。上汽大众ID系列表现较佳。3) 上汽乘用车：上汽乘用车整体前11月累计销量同比-25.9%，主因为出口量同比下滑较多。4) 上汽通用五菱：由于A0级电动小车市场萎缩，宏光MINI 2023年销量快速下滑，五菱缤果/星光/宝骏云朵/悦也等车型表现较佳。2024年由于油车车型（五菱宏光/佳辰/星驰等）销量承压，五菱整体前11月累计销量同比-3.4%。

图7：上汽集团营收(亿元/左轴)及同比增速(%/右轴)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

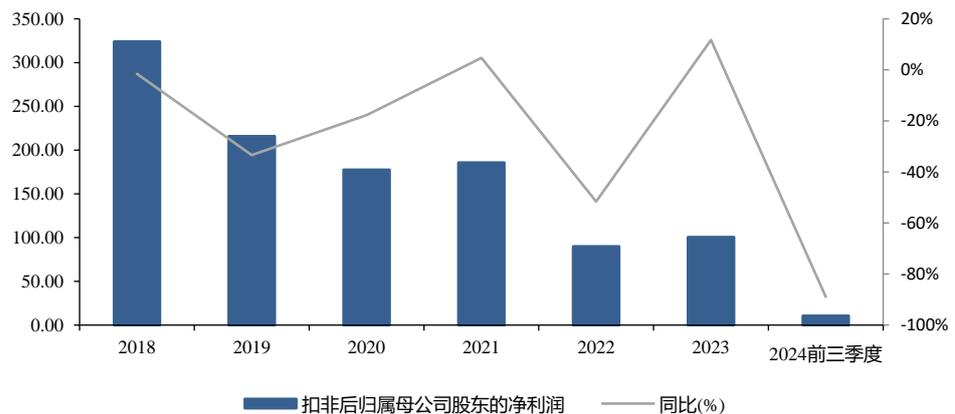
图8：上汽各子品牌销量情况汇总(万辆)



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

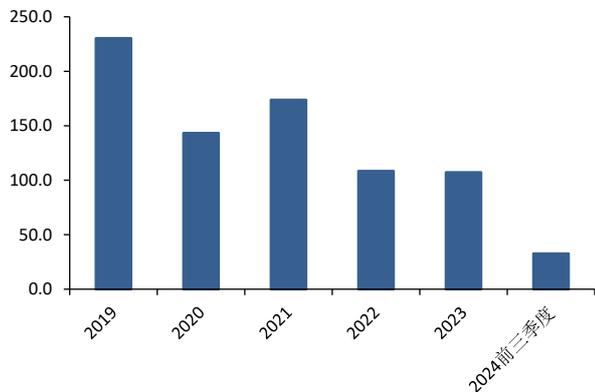
2024前三季度上汽集团扣非后归母净利润10.5亿元，同比下滑89%。单独拆分公司主要品牌盈利能力：按照制造公司净利润进行近似计算，通用24H1单车盈利已为负值，上汽大众单车净利为0.17万元；五菱利润波动较大但整体仍为正值；上汽自主（不包含出口盈利贡献）仍处亏损状态。

图9：公司扣非后归母净利润(左轴/亿元)及同比增速(右轴/%)情况



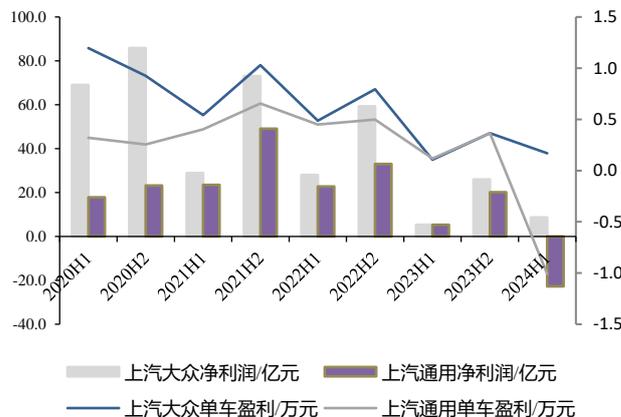
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图10: 上汽集团对联营和合营企业的投资收益/亿元



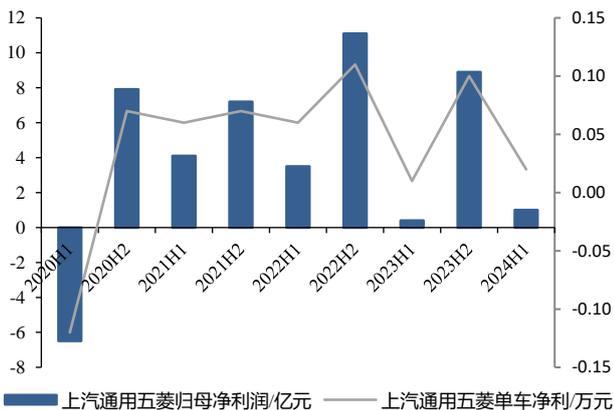
数据来源: 乘联会, Wind, 东吴证券研究所

图11: 上汽大众/通用净利润(左轴/亿元)及单车盈利情况(右轴/万元)



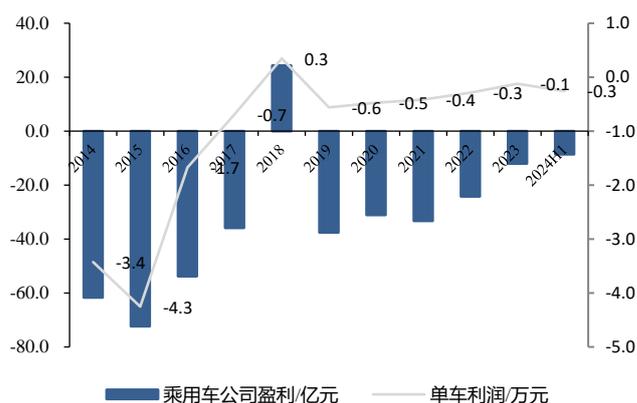
数据来源: 乘联会, Wind, 东吴证券研究所

图12: 上汽通用五菱净利润(左轴/亿元)及单车盈利情况(右轴/万元)



数据来源: 乘联会, Wind, 东吴证券研究所

图13: 上汽自主净利润(左轴/亿元)及单车盈利情况(右轴/万元)

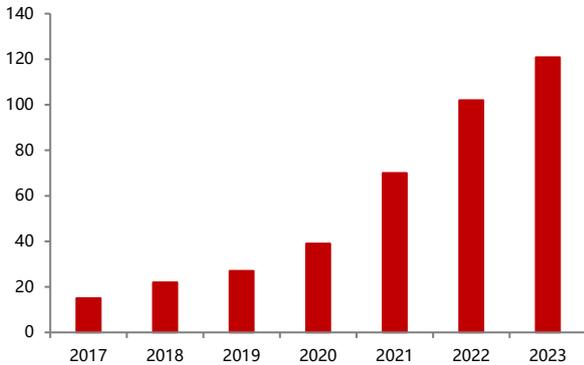


数据来源: 乘联会, Wind, 东吴证券研究所

注: 采用公司母公司报表近似计算, 未包含智己/出口利润

出口表现较佳, 全产业链全面布局。上汽集团 2016-2023 年出口销量排在中国车企出口销量首位, 其中 MG 为出口主力。目前上汽在海外构建了包括创新研发中心、生产基地、营销中心、供应链中心及金融公司在内的汽车产业全价值链, 产品和服务进入全球 100 多个国家和地区; 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; 并在印尼建立首家海外金融服务公司, 为当地经销商及终端消费者提供全面的汽车金融贷款及保险服务。上汽还开通了国内至东南亚、墨西哥、南美西、欧洲等 7 条自营国际航线, 拥有 9 条自营远洋运输船, 未来还将有 10 余条全新远洋运输船陆续投入使用。

图14：上汽集团海外销量（万辆）



数据来源：公司公告，marklines，东吴证券研究所
注：2017-2019年上汽出口销量数据来源为 marklines，
2020-2022年数据来源为公司公告

图15：由上汽集团、上港集团和江苏省港口集团共同打造的海通太仓汽车码头投入生产运营



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图16：上汽集团海外基地



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2. 展望：管理层更换，多方位变革持续推进

2.1. 变革一：管理层更换，改革方案加速推进

2.1.1. 上汽集团管理层密集更换

2024年下半年公司基本完成集团到主要子公司&合联营公司管理层变动。2024年

7月10日上汽集团公告原集团董事长陈虹先生到龄退休，原公司总裁王晓秋先生任公司董事长，原上汽大众总经理贾健旭先生为集团总裁。集团新管理层上任后完成了部分分公司换帅，涉及调整人员多达十余位高层。其中包括薛海涛、周钊等80后高管。

表1：上汽集团管理层变化梳理

时间	上一任	职位	接任者	出生日期	接任者原职位
7月10日	陈虹	上汽集团董事长	王晓秋	1964年8月	上汽集团董事、总裁、党委副书记
	王晓秋	上汽集团总裁	贾健旭	1978年2月	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	1968年3月	华域汽车总经理
	陶海龙	华域汽车总经理	徐平	1969年5月	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
	陆一	上汽通用副总经理 上汽通用党委书记	薛海涛 蔡宾	1982年9月	上汽通用五菱副总经理 上汽集团总裁助理
	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	上汽大众党委书记	陶海龙	1968年3月	上汽大众总经理兼任
		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	1977年	上汽大众品牌营销事业执行总监
		上汽乘用车常务副总经理	俞经民	1974年	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
		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
12月9日		上汽名爵总经理	周钊	1987年	上汽通用五菱产品营销中心副总经理。

数据来源：盖世汽车，晚点 AUTO，东吴证券研究所

2.1.2. 政府层面坚定支持上汽转型发展

上海市积极推动上汽深化改革。2024年11月11日下午，上海市委书记陈吉宁，市委副书记、市长龚正赴上汽集团开展专题调研，召开座谈会深化研究和推动上汽坚定转型发展。陈吉宁指出，要坚定不移聚焦主业、自我革命，聚焦国内市场和新能源汽车发展推进系统性改革。顺应汽车行业高端化、智能化、绿色化趋势，正确处理各个业务板块的关系，以更大力度推进管理、营销、组织架构、企业文化建设等领域改革创新，加快形成具体可操作的改革方案，在推进落实中不断优化完善。全市各有关部门要齐心协力、群策群力，进一步形成支持上汽坚定转型发展的强大合力，确保各项改革任

务顺利实施。

图17：陈吉宁、龚正调研上汽集团创新研发总院



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

自上而下角度，国资委多次表态下央国企车企转型紧迫性/重要性：

1) 提升强调央企市值管理：2024年1月24日国务院国资委有关负责人表示将进一步研究把市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司的市场表现，及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好地回报投资者。

2) 进行新能源汽车业务单独考核：2024年3月5日国务院国资委主任张玉卓在采访中提到：从国资监管来讲主要是要激励企业大胆创新，破除一些影响高质量发展的体制机制障碍。

3) 对央企新能源转型提出更高要求：2024年3月15日国务院有关领导表示，总体上看中央企业发展新能源汽车的步伐还不够快、成效还不够明显，在产品竞争力、市场占有率、前瞻性、引领性技术创新等方面急需加力加速，奋力追赶。

2.2. 变革二：合资板块资产梳理&反向合作

2.2.1. 合资板块资产梳理：改造&减值同步推进

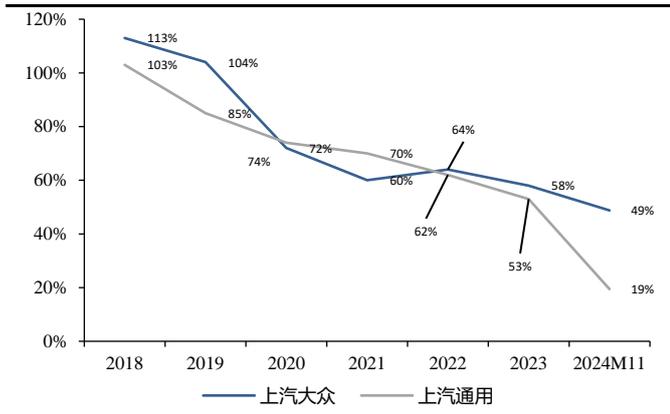
产能利用率较低背景下合资公司工厂进行改造/减值。上汽大众/上汽通用由于销量下滑产能利用率持续降低，2024年前11月累计产能利用率仅有49%/19%。

1) 产能改造升级为新能源工厂：2024年5月24日，汽车二厂原址改造，奥迪汽车与上汽集团联合开发的ADP智能数字平台生产基地全面升级，后续将成为奥迪新一代豪华智能电动产品的专属生产基地。

2) 通用进行产能关闭减值&削减不盈利车型：2024年12月4日通用宣布预计在截至2024年12月31日的三个月里将确认因实施上汽通用重组计划而确认约27亿美元的额外股权损失，其中包括合资公司将确认的与工厂关闭和削减不盈利的车型所产生的费用（此处减值费用等为美国通用报表口径，对上汽集团报表端影响仍

待公布)。上汽通用将进行产能梳理及产品梳理以提升经营质量。

图18: 上汽大众/上汽通用产能利用率情况梳理



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图19: 上汽大众/上汽通用工厂及产能情况梳理

品牌	工厂	产能 (万辆/年)
上汽大众	MEB工厂	24
	安亭二厂	24
	安亭三厂	24
	南京工厂	24
	扬州仪征工厂	24
	宁波工厂	48
	新疆工厂	5
	长沙工厂	24
合计		197
上汽通用	沈阳北盛工厂	45.6
	上海金桥+凯迪拉克工厂	49.2
	烟台东岳工厂	48
	武汉工厂	48
合计		190.8

数据来源: marklines, 公司公告, 东吴证券研究所
注: marklines 所统计产能数据与公司披露口径存在一定差异, 此处分工厂产能情况仅供参考

2.2.2. 深化合资合作, 将电动智能转型的先发优势向合资企业溢出

合资车企转变原先“决策、研发在外, 生产、销售在华”的传统合资模式, 反向取经, 与中方共同开发新能源车型, 探讨合资合作新路径。

1) 延长合作, 缩减燃油车产能: 2024年11月26日, 上汽集团与大众汽车集团在上海签署延长合资协议, 将上汽大众的合资期延长至2040年。双方将共同打造更懂中国市场的产品, 融合各自优势资源, 支持上汽大众基于中国市场开发多款包括纯电、插电混动在内的全新车型。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。在燃油车赛道, 上汽大众聚焦油车智能化。此外将逐步缩减燃油车产能, 加大向智能网联新能源汽车生产转型。2) 合作推出车型: 2023年上汽与奥迪签署合作谅解备忘录, 共同开发面向中国的多款全新智能电动车型; 2024年11月上汽奥迪“Purple”系列首款车型AUDI E亮相, 计划于2025年正式上市。AUDI E概念车基于奥迪与上汽联合开发的全新平台——智能数字平台(Advanced Digitized Platform)打造。

图20: 2024年11月26日上汽与大众签署延长合资协议



图21: AUDI 首款概念车 AUDI E



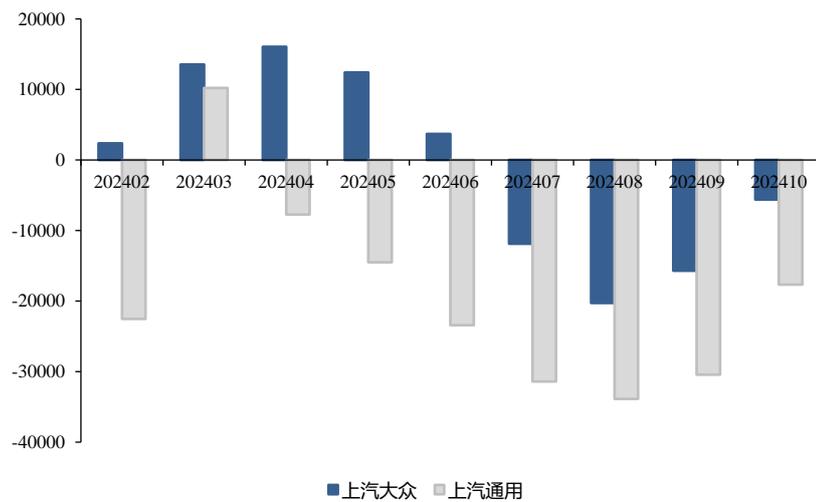
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2.2.3. 集中处理库存问题，轻装上阵

上汽大众/通用于 2024 年终端大幅去库。截至 2024 年 10 月去库效果显著，上汽大众/通用渠道分别去库 6.16/21.5 万辆，大幅减轻终端压力，为 2025 年合资蓄力向上提供较好基础。

图22：上汽大众/通用当月渠道库存（辆）



数据来源：乘联会，交强险，东吴证券研究所

2.3. 变革三：自主品牌整合&技术持续迭代

2.3.1. 技术底座持续升级

七大技术底座持续升级，赋能整车开发。2024 年 5 月上汽集团“七大技术底座”全面跃迁升级进入 2.0 时代，未来两年七大技术底座 2.0 将全面赋能上汽集团旗下整车品牌，推出近 30 款全新车型，加快实现“科技生命体”的全面进化。2025 年，“中央计算+区域控制”智能车全栈解决方案 3.0 将全面落地，实现“舱、驾、算、联”四域合一，支持 L3 级量产自动驾驶；2026 年，能量密度超过 400wh/kg 的全固态电池将实现量产。

表2：上汽集团技术目标

领域	具体目标
固态电池	2026 年，全固态电池量产，能量密度超过 400 wh/kg
能量闭环	挑战纯电整车能耗“每度电 12 公里”行业新纪录
动力总成	2026 年，电驱总成功率密度 4.4kW/kg，领先行业平均水平 40% 以上；混动驱动系统的热效率提升到 46%
智能底盘	至 2026 年，融合整车运动集成控制（VMC）技术的线控底盘系统，将分阶段投入量产应用，为用户提供更安全、更灵敏的驾乘体验

全栈方案 2025 年，“中央计算+区域控制”智能车全栈解决方案 3.0 全面落地，实现“舱、驾、算、联”四域合一，支持 L3 级量产自动驾驶

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

整车技术底座主要包括“上汽星云”纯电专属系列化平台、“上汽珠峰”机电一体化整车架构、“上汽星河”电氢一体化整车架构。1) 星云平台：上汽集团自主研发的纯电专用平台，覆盖多级别/多价格带车型，支持梯度化、可扩展、可迭代升级三大理念。E1 平台为星云架构中定位最高端的平台，采用前双叉臂+后多连杆式，兼容空气弹簧和后轮转向，代表车型为智己品牌车型；E2 平台采用前麦弗逊+后多连杆式，最高兼容 CDC 电磁减振，不支持空悬等，代表车型有飞凡 R7 和即将上市的新车飞凡 RC7；E3 平台采用前麦弗逊+后扭力梁，定位偏入门级车型。2) 珠峰架构：上汽集团“发动机+电机”架构，实现油混到电混产品全覆盖。珠峰架构以 500mm 轴距带宽、150mm 轮距带宽、350mm 车高带宽的全尺寸带宽，实现从紧凑级到中高端车型的全覆盖，从轿车、SUV 到 MPV 的全品类覆盖。

图23：上汽集团整车技术底座

整车技术底座	上汽星云	纯电专属系列化平台	覆盖豪华车/中级车/入门级市场。整车电耗方面，挑战实现行业领先的 12 公里目标，比现有水平提升超过 30%。使用体验方面，线控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%，通过四轮独立控制实现整车操控提升、整车续航提升 3% 以上，通过实现低速转向角度小于 180°支持方向盘收纳，改善座舱空间。
	上汽珠峰	油电一体化整车架构	实现从“发动机为主驱”到“电机为主驱”，从“油混”到“电混”产品全覆盖，无缝链接从“油”到“电”转型，最高油电转化效率超过 3.75kWh/L。
	上汽星河	电氢一体化整车架构	聚焦氢燃料电池乘用车，首创增程型氢燃料电池乘用车架构方案。增程型燃料电池电堆 P4M 系统额定功率 45kW，常用工作点效率大于 50%，最高效率突破 55%

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

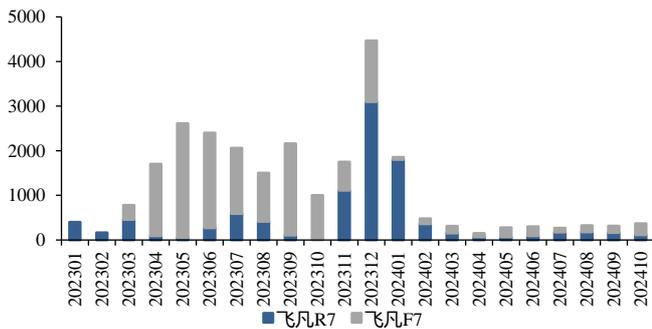
四大关键系统技术底座主要包括蓝芯动力总成系统、平台化魔方电池系统、绿芯电驱系统、“银河”全栈智能车解决方案。1) 全固态电池：基于聚合物-无机物复合电解质技术路线，将于 2026 年实现量产。能量密度更高，能量密度超过 400wh/kg，体积能量密度超过 820wh/L，电池容量能够超过 75Ah；安全性能更好，在针刺以及 200°C 热箱的场景下，能够确保电芯不起火不爆炸；适用范围更广，固态电池低温容量保持率超过 90%；物料成本更低，基于材料和工艺的简化和创新，从电芯端到 PACK 端，单位成本最多可降低 40%。2) 蓝芯混合动力总成：DMH (Dual Mode Hybrid) 超级混动系统，是以软件算法为核心，匹配混动专用高效发动机、变速箱、长续航电池等专用硬件的混动解决方案。具有模块化、集成化、专属化三大技术特点。量产车型方面，荣威 D7 DMH 搭载该系统，混动专属发动机热效率突破 46%，在实测中跑出了 1962 公里的最大续航里程，百公里油耗仅为 2.8L。3) 绿芯电驱总成：迭代后的 NPC 轴，应用独创的网格式油冷技术，并采用镁铝合金壳体极致轻量化设计，总成重量仅为 86kg，在国内同功率段中水平最高；电机有效功率密度超过 9.5kw/kg，高于国家 7kw/kg 的 2035 规划目标；

总成功率密度提升至 4.4kW/kg, 领先行业平均水平至少 40%。4) 银河智能解决方案: 上汽零束银河全栈已进化至 3.0 版本, 全面支持大模型的端侧应用, 支持面向量产的 L3 自动驾驶解决方案。2024 年银河全栈 3.0 正在分步“上车”, 2025 年将全面落地。

2.3.2. 飞凡回归荣威, 智己拓展能源类型

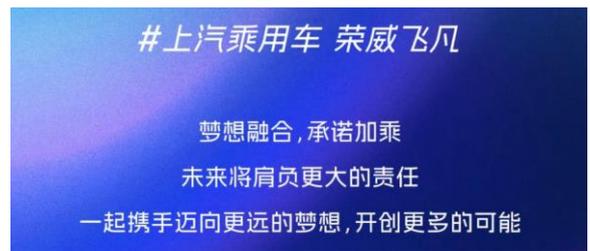
飞凡回归上汽荣威, 作为上汽荣威的高端序列发展。飞凡脱胎于荣威的 R 标, 2021 年正式独立运行, 聚焦 20 万-30 万元之间的中高端市场。2024 年 10 月 28 日上汽乘用车发布《上汽乘用车荣威飞凡, 梦想融合, 承诺加乘》的海报, 飞凡汽车重新回归上汽乘用车阵营, 进行营销/研发/服务等方面的整合, 飞凡未来将定位为荣威品牌高端系列, 同时飞凡将不再局限于纯电动技术路线, 未来将推出插电混动或增程车型, 但不会覆盖纯燃油车型。截至 2024 年 11 月已有 35 家荣威门店、12 家飞凡门店已整合成为荣威飞凡经销商门店。

图24: 飞凡品牌销量情况 (辆)



数据来源: 乘联会, 东吴证券研究所

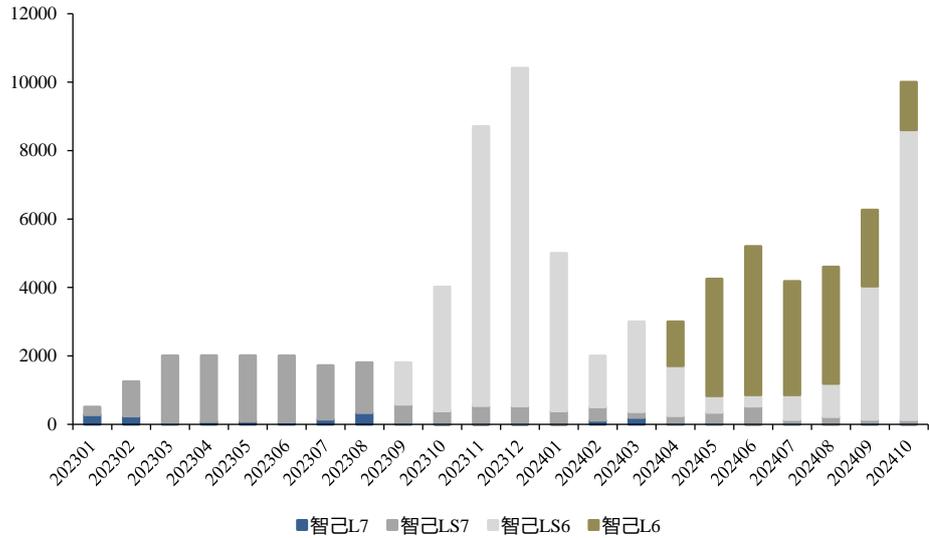
图25: 荣威飞凡合并



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

智己或将拓展增程技术路线。据 36 氪 AUTO 报道, 智己汽车联席 CEO 刘涛此前表示: 未来 3-5 年增程式车型是很有机会的, 智己正在规划中大型 MPV 和 SUV 方面的市场机会和技术路线。智己可能将在 2025 年发布增程式 SUV 车型。

图26: 智己销量情况 (辆)



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

基于以下核心假设，我们对上汽集团 2024~2026 年盈利进行预测。考虑公司本身的去库节奏，我们预期 2024~2026 年公司可分别实现批发销量 396/420/442 万辆，分别同比-21.2%/6.1%/5.4%，结构上我们预期自主品牌销量占比将持续提升。

表3：盈利预测关键假设

	2023	2024E	2025E	2026E
上汽集团并表销量/万辆	502	396	420	442
营业收入/亿元	7447	6208	6437	6771
Yoy	0.1%	-16.6%	3.7%	5.2%
单价/万元	14.8	15.7	15.3	15.3
毛利率	10.19%	10.00%	10.80%	11.50%

数据来源：wind，东吴证券研究所

1) 2024 年 7-8 月完成集团到主要子公司&合联营公司管理层更换，公司将进一步积极降本增效。后续期待内部整合&外部合作多线并举，困境反转。2) 合资板块资产改造&减值同步推进，同时合资车企转变原先“决策、研发在外，生产、销售在华”的传统合资模式，反向取经，与中方共同开发新能源车型，探讨合资合作新路径。3) 自主品牌整合&技术持续迭代。

基于对公司 2024 年进一步筑底&进行相关资产减值的预期，我们下调公司 2024 年归母净利润预期至 84 亿元（原为 100 亿元），基于对公司主业逐步改善的预期，我们上

调公司 2025 年-2026 年归母净利润预期至 101/134 亿元（原为 93/123 亿元）。选取 A 股上市的车企广汽集团/长城汽车/赛力斯/长安汽车作为公司的可比公司，对应 2024-2026 年 PE 均值为 26/18/14 倍（2024 年 12 月 13 日）。考虑公司合资逐步触底，集团改革加速，我们认为公司应该享受更高估值，仍维持“买入”评级。

表4：可比公司估值表（2024 年 12 月 13 日）

证券代码	公司简称	市值/亿元	归母净利润/亿元			PE/倍		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601238.SH	广汽集团	821	24	31	40	35	27	20
601633.SH	长城汽车	1,958	129	149	174	15	13	11
601127.SH	赛力斯	1,965	62	110	159	32	18	12
000625.SZ	长安汽车	1,229	51	84	101	24	15	12
		可比公司平均 PE				26	18	14
600104.SH	上汽集团	2,169	84	101	134	26	21	16

数据来源：wind，东吴证券研究所

注：公司业绩预测来源均来自东吴证券研究所

4. 风险提示

全球经济复苏力度低于预期。如果全球经济复苏不及预期，将影响汽车终端需求。

L3-L4 智能化技术创新低于预期。如果智能化技术创新不及预期，将会影响智能化技术的应用和相关产业链。

地缘政治不确定性风险增大。海外市场地缘政治因素波动可能对汽车出口造成干扰。

对外合作进展低于预期。与奥迪等合作伙伴合作进展低于预期将影响公司业绩表现。

上汽集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	619,609	522,690	565,043	597,644	营业总收入	744,705	620,818	643,725	677,096
货币资金及交易性金融资产	190,324	180,632	208,342	230,456	营业成本(含金融类)	654,896	558,736	574,203	599,230
经营性应收款项	120,494	83,768	83,621	83,770	税金及附加	4,964	4,408	4,570	4,807
存货	98,604	53,577	55,061	57,460	销售费用	29,879	21,729	22,530	23,698
合同资产	0	0	0	0	管理费用	24,240	17,693	18,346	19,297
其他流动资产	210,188	204,712	218,020	225,957	研发费用	18,365	14,279	14,806	15,573
非流动资产	387,042	371,519	372,104	381,971	财务费用	(157)	(367)	445	635
长期股权投资	66,701	64,757	66,757	68,257	加:其他收益	4,204	4,000	3,402	3,353
固定资产及使用权资产	94,304	82,164	78,436	84,251	投资净收益	14,949	11,815	6,313	7,434
在建工程	13,828	11,828	10,828	10,328	公允价值变动	974	17	737	377
无形资产	20,838	19,807	20,787	21,977	减值损失	(7,952)	(6,000)	(1,540)	(1,350)
商誉	1,211	1,194	1,177	1,160	资产处置收益	1,276	745	220	90
长期待摊费用	3,220	3,710	4,341	4,902	营业利润	25,937	14,918	17,957	23,759
其他非流动资产	186,940	188,059	189,777	191,096	营业外净收支	36	177	145	168
资产总计	1,006,650	894,208	937,147	979,615	利润总额	25,973	15,095	18,102	23,927
流动负债	547,440	409,068	421,441	429,999	减:所得税	5,913	3,436	4,121	5,447
短期借款及一年内到期的非流动负债	72,286	72,286	72,286	72,286	净利润	20,060	11,658	13,981	18,480
经营性应付款项	264,703	142,372	151,275	155,663	减:少数股东损益	5,954	3,232	3,875	5,123
合同负债	21,845	14,144	15,000	15,347	归属母公司净利润	14,106	8,427	10,105	13,357
其他流动负债	188,607	180,267	182,880	186,703	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.22	0.73	0.87	1.15
非流动负债	116,303	130,575	147,160	162,589	EBIT	10,702	3,973	9,270	14,490
长期借款	51,455	63,727	78,312	91,741	EBITDA	31,617	29,680	27,458	29,371
应付债券	11,424	13,424	15,424	17,424	毛利率(%)	12.06	10.00	10.80	11.50
租赁负债	10,665	10,665	10,665	10,665	归母净利率(%)	1.89	1.36	1.57	1.97
其他非流动负债	42,759	42,759	42,759	42,759	收入增长率(%)	0.09	(16.64)	3.69	5.18
负债合计	663,743	539,643	568,601	592,588	归母净利润增长率(%)	(12.48)	(40.26)	19.92	32.18
归属母公司股东权益	286,319	294,745	304,851	318,208					
少数股东权益	56,588	59,820	63,696	68,818					
所有者权益合计	342,907	354,565	368,546	387,026					
负债和股东权益	1,006,650	894,208	937,147	979,615					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	42,334	(17,703)	27,381	28,797	每股净资产(元)	24.51	25.23	26.09	27.24
投资活动现金流	(42,234)	(3,687)	(13,564)	(19,621)	最新发行在外股份(百万股)	11,575	11,575	11,575	11,575
筹资活动现金流	(10,058)	10,241	11,908	10,086	ROIC(%)	1.72	0.61	1.35	1.99
现金净增加额	(9,254)	(11,150)	25,725	19,261	ROE-摊薄(%)	4.93	2.86	3.31	4.20
折旧和摊销	20,914	25,707	18,189	14,881	资产负债率(%)	65.94	60.35	60.67	60.49
资本开支	(19,031)	(8,877)	(12,759)	(19,680)	P/E (现价&最新股本摊薄)	15.38	25.74	21.47	16.24
营运资本变动	10,470	(52,462)	(3,679)	(3,250)	P/B (现价)	0.76	0.74	0.72	0.69

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准 -5% 与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>