

深化改革决心 加快转型发展

2024 年 12 月 16 日

► **新管理层上任积极变革 三大板块管理层更替。**近期公司顺应国企改革，组织人员发生重大调整：**1) 强化国企改革：**上海市委书记陈吉宁，市委副书记、市长龚正赴公司开展专题调研时，指出公司要牢牢把握主战场和主攻方向，聚焦国内市场和新能源汽车发展推进系统性改革；**2) 管理层更替：**7 月，公司董事会选举原总经理王晓秋先生为公司第八届董事会董事长，聘任公司原副总裁贾健旭先生担任公司总裁，随后上汽乘用车、上汽通用五菱、上汽大众、上汽通用等多个重要板块管理层更替，新管理层拥有技术、营销、供应链、出海等方面一线业务经验，呈现出年轻化态势；**3) 聚焦资源整合协同：**新总裁上任后提出强调资源整合，加强协同，强化营销等转型思路。**我们认为，在上海市政府的支持和新管理层的大力推动下，公司有望加快改革步伐，加速智电转型，实现困境反转。**

► **合资品牌：大众积极转型 通用重拾信心。**2024M1-11，上汽大众批发销量 101.8 万辆，同比-5.1%；上汽通用批发销量 37.1 万辆，同比-58.6%；盈利方面，2024H1，上汽大众单车盈利 0.17 万元，上汽通用单车亏损 1.01 万元，受去库、竞争加剧影响销量、利润整体下滑。上汽大众、上汽通用积极调整战略：**1) 上汽大众：促油车、稳电车、上奥迪。**上汽大众后续将更加专注有盈利能力的油车，同时加强本土化创新发展，2026 年将推出两款基于 CMP 平台、搭载 CEA 电子电气架构的纯电动车型，奥迪积极合作华为提升智驾能力，全新品牌 AUDI 旗下首款高端智能网联电动车型也将在 2025 年中推向市场，积极向新能源转型；**2) 上汽通用：树信心、求生存、谋发展。**上汽通用在品牌方面以别克、凯迪拉克为主，逐渐减少雪佛兰低端车型，更加重视别克 GL8、昂科威、君越、CT5 等重点车型，同时将加大混动车型推出节奏，加速新能源转型。

► **自主品牌：聚焦资源整合 智驾加速开拓。**2024M1-11，受 MG 出口销量下滑、荣威燃油车下降等影响，上汽自主乘用车合计销量 195.8 万辆，同比-25.1%，盈利也有所承压。后续公司将重点进行品牌整合，研发集中，效率优化。未来上汽将依托“全新一代 DMH 双电机混动技术、全新一代魔方电池系统、全新一代上汽星云纯电动系统化平台”三大全新技术底座，在纯电与混动领域全面发力，荣威（飞凡）聚焦国内市场和混动；智己加速智驾落地，推出增程车型，进击高端市场；MG 重视出海，加大海外生产布局，进一步迈向全球化。

► **投资建议：**公司受益国企改革，有望迎来底部反转，预计 2024-2026 年收入 6,769/7,074/7,470 亿元，归母净利润 104.4/129.0/146.3 亿元，对应 EPS 0.90/1.11/1.26 元，对应 2024 年 12 月 13 日 18.74 元/股的收盘价，PE 分别 21/17/15 倍，PB 为 0.7 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**合资品牌下行风险；乘用车、新能源转型、海外扩张不及预期；欧盟关税对出口销量及利润可能产生影响。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	744,705	676,937	707,399	747,013
增长率 (%)	0.1	-9.1	4.5	5.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	14,106	10,437	12,896	14,633
增长率 (%)	-12.5	-26.0	23.6	13.5
每股收益 (元)	1.22	0.90	1.11	1.26
PE	15	21	17	15
PB	0.8	0.7	0.7	0.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 12 月 13 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

18.74 元



分析师 崔琰

执业证书：S0100523110002

邮箱：cuiyan@mszq.com

分析师 马天韵

执业证书：S0100524070008

邮箱：matianyun@mszq.com

相关研究

- 1.上汽集团 (600104.SH) 系列点评九：24Q3：合资亏损收窄 自主新能源转型加速-2024/11/01
- 2.上汽集团 (600104.SH) 系列点评八：合资导致业绩承压 自主新能源转型加速-2024/09/01
- 3.上汽集团 (600104.SH) 系列点评七：智己 L6 上市 中高端纯电市场再突破-2024/05/15
- 4.上汽集团 (600104.SH) 系列点评六：新能源持续热销 智己 L6 上市在即-2024/05/12
- 5.上汽集团 (600104.SH) 系列点评五：销量环比显著提升 新能源表现亮眼-2024/04/10

目录

1 新管理层上任积极变革 三大板块管理层更替	3
1.1 新管理层上任 核心参控股公司管理层更替	3
1.2 转型思路：重视资源整合 强化营销转化	6
2 合资品牌：上汽大众积极转型 上汽通用重拾信心	8
2.1 现状：上汽大众相对坚挺 上汽通用下滑明显	8
2.2 整合措施：大众强化本地化及新能源转型 通用重点树信心、谋发展	9
3 自主品牌：聚焦资源整合 智驾加速开拓	12
3.1 现状：自主销量承压 盈利偏弱	12
3.2 整合：聚焦平台 发挥平台优势	14
3.3 自主出海：多区域加速拓展 重视海外基地	16
3.4 智能驾驶：智己领航高阶智驾 奥迪积极拥抱华为	18
4 投资建议	20
4.1 盈利预测假设与业务拆分	20
4.2 估值分析及投资建议	21
5 风险提示	23
插图目录	25
表格目录	25

1 新管理层上任积极变革 三大板块管理层更替

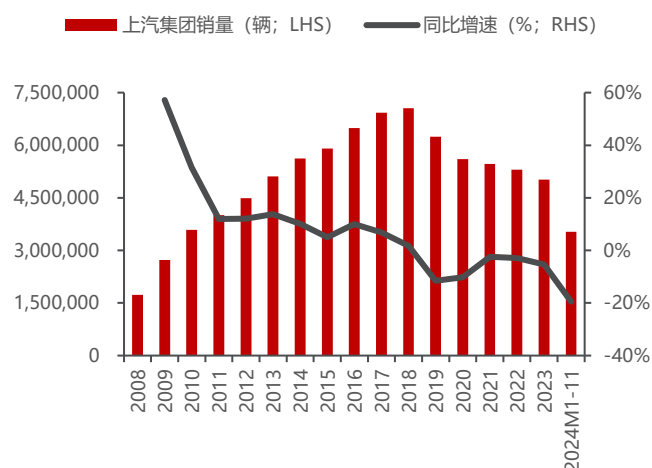
1.1 新管理层上任 核心参控股公司管理层更替

1.1.1 受益于上海国企改革 公司有望加快改革步伐

坚定不移聚焦主业，在多领域推进改革创新。11月11日，上海市委书记陈吉宁，市委副书记、市长龚正就进一步抓好国企改革深化提升行动，赴公司开展专题调研，召开座谈会深化研究和推动公司坚定转型发展。陈吉宁指出，当前汽车行业正处于深度变革期，公司作为我国改革开放的产物和汽车行业领头羊，要牢牢把握主战场和主攻方向，聚焦国内市场和新能源汽车发展推进系统性改革；顺应高端化、智能化、绿色化趋势，处理好业务板块关系，在多领域推进改革创新。同时要求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。

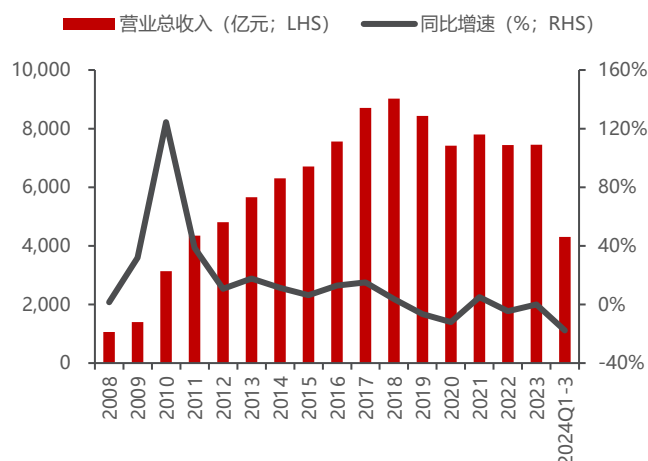
公司2024年以来销量、业绩有所承压，亟需全面改革创新激活。预计在上海市政府的支持下，公司有望加快改革步伐，推进集团组织重构、业务重塑、优势再造，实现困境反转。

图1：公司批发销量及同比增速（辆；%）

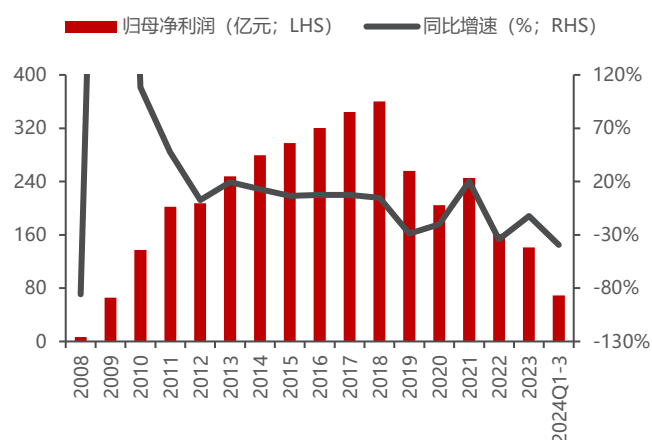


资料来源：中汽协，民生证券研究院

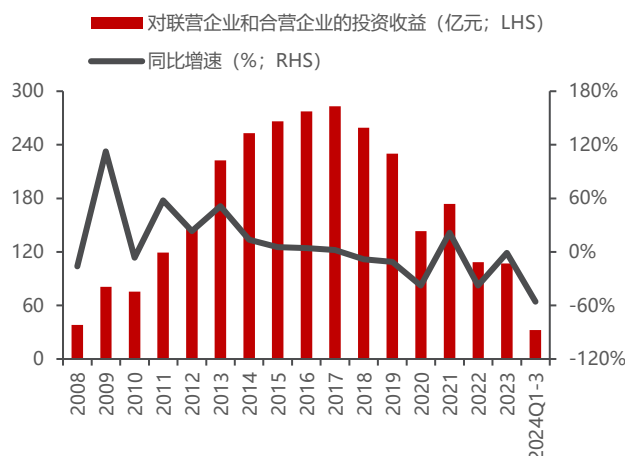
图2：公司营业总收入及同比增速（亿元；%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图3：公司归母净利润及同比增速（亿元；%）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图4：公司对联营合营企业的投资收益（亿元；%）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.1.2 新管理层趋向年轻化 打造“技术+营销”互补组合

公司完成换帅：陈虹退休，王晓秋接任董事长，贾健旭升任总裁。7月10日，公司发布公告：原董事长陈虹先生由于到龄退休，辞去董事长及其他职务。公司董事会选举原总经理王晓秋先生为公司第八届董事会董事长，**聘任公司原副总裁贾健旭先生担任公司总裁。**贾健旭先生为75后，2023年底从原上汽大众总经理升任上汽集团副总裁。在主管上汽大众期间，制定“促油车、稳电车、上奥迪”的战略方针，同时进行内部组织架构调整，带动上汽大众ID.家族销量上升，拥有丰富的整车和零部件企业管理经验。在此前的2023年12月，与贾健旭一同升任上汽集团副总裁的还有两位高管，**分别是智己汽车CEO蒋峻、上汽乘用车分公司总经理兼飞凡汽车CEO吴冰**，管理层年轻化体现了公司进一步加快新赛道创新转型步伐，推动新能源三年行动计划扎实落地的决心。

新管理层上任后积极变革，上汽大众、上汽通用和上汽乘用车三大重要板块管理层更替。

1) 上汽通用：8月9日，上汽通用宣布，原泛亚汽车技术中心执行副总经理卢晓接替庄菁雄，担任上汽通用总经理。原上汽集团总裁助理蔡宾再度加入上汽通用，担任上汽通用党委书记。同时，由原上汽通用五菱副总经理薛海涛接替陆一担任公司副总经理一职，负责市场营销的相关工作。作为公司目前下滑最为严重的板块，上汽通用的一、二把手同时更替，明显反映出新董事长王晓秋急于扭转上汽通用的颓势。

2) 上汽乘用车：8月14日，上汽乘用车宣布管理层人事任命，原上汽大众有限公司党委书记、销售与市场执行副总经理俞经民任上汽乘用车分公司常务副总经理；原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督祝勇任上汽

乘用车分公司副总经理。

3) 上汽大众：上汽大众总经理陶海龙兼任上汽大众党委书记；上汽大众品牌营销事业原执行总监傅强接替俞经民担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。

整体看，三大板块的新管理层呈现出年轻化态势，拥有技术、营销、供应链、出海等方面一线业务经验，管理层调整将有利于公司加快自主品牌引领发展，推动合资品牌在新能源方向的转型升级。

表1：公司迎来最大规模高层调整

调整						
序号	调整职位	人员	调整前职位	调整后职位	人物履历	调整日期
1	一把手新老交替	王晓秋	上汽通用总经理、上汽集团副总裁	上汽集团董事长	曾任 上汽集团副总裁兼乘用车分公司总经理、技术中心主任 。现任上海汽车集团股份有限公司董事、总裁、党委副书记。	2024/7/10
2	核心管理层调整	贾健旭	上汽大众总经理	上汽集团副总裁	曾任上汽卢森堡公司副总经理（主持工作）、上汽欧洲有限公司副总经理（主持工作）、上海汽车工业香港有限公司副总经理（主持工作），延锋汽车饰件系统有限公司副总经理（主持工作）、总经理，延锋汽车饰件系统有限公司总经理兼上海实业交通电器有限公司总经理。现任上海汽车集团股份有限公司副总裁兼上汽大众汽车有限公司总经理、党委副书记。	2023/12/22
3	核心管理层调整	蒋峻	智己汽车首席执行官	上汽集团副总裁	曾任上汽通用有限公司党委副书记、纪委书记，上海汽车集团股份有限公司 L 项目组执行组组长。现任上海汽车集团股份有限公司副总裁兼智己汽车科技有限公司首席执行官(CEO)。	2023/12/22
4	核心管理层调整	吴冰	上汽乘用车分公司总经理、飞凡汽车 CEO	上汽集团副总裁	曾任上海汽车集团保险销售有限公司总经理、党支部书记，上汽网约车项目组组长，上海赛可出行科技服务有限公司总经理、党总支书记，上海汽车集团股份有限公司乘用车分公司总经理、飞凡汽车科技有限公司首席执行官（CEO）。现任上海汽车集团股份有限公司副总裁兼移动出行和服务事业部总经理。	2023/12/22
5	上汽乘用车分公司	俞经民	上汽大众有限公司党委书记、销售与市场执行副总经理	上汽乘用车分公司常务副总经理	曾任上汽销售公司副总经理，上汽集团海外经营筹备组组长，上汽乘用车副总经理， 上汽大众有限公司党委书记、销售与市场执行副总经理 。现任上汽乘用车分公司常务副总经理。	2024/8/14
6	上汽乘用车分公司	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	上汽乘用车分公司副总经理	曾任上汽集团技术中心动力总成项目管理部总监、上汽乘用车业务规划和项目管理部 NLE 项目总监， 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 。现任上汽乘用车分公司副总经理。	2024/8/14
7	上汽大众	陶海龙	上汽大众总经理	上汽大众总经理兼党委书记	曾任 上海汽车集团股份乘用车分公司副总经理 ，华域汽车系统股份有限公司董事、董事会战略委员会委员、总经理，上汽大众总经理。现任上汽大众总经理兼党委书记。	2024/8/14

8	上汽大众	傅强	上汽大众大众品牌营销事业执行总监	上汽大众销售与市场执行副总经理	曾任上汽大众品牌网络发展与管理部门经理，大众品牌ID.营销部门经理， 大众品牌营销事业执行总监 。现任上汽大众销售与市场执行副总经理。	2024/8/14
9	泛亚汽车技术中心	王从鹤	泛亚汽车技术中心副总经理	泛亚汽车技术中心执行副总经理	曾任泛亚汽车技术中心驱动系统部执行总工程师，上汽通用汽车奥特能智电平台电动车项目执行副总工程师， 泛亚汽车技术中心副总经理 。现任泛亚汽车技术中心执行副总经理。	2024/8/9
10	上汽通用汽车	卢晓	泛亚汽车技术中心执行副总经理	上汽通用汽车总经理	曾任泛亚汽车技术中心中型车平台总工程师、项目管理执行总监， 泛亚汽车技术中心副总经理、执行副总经理 。现任上汽通用汽车总经理。	2024/8/9
11	上汽通用汽车	蔡宾	上汽集团总裁助理	上汽通用汽车党委书记	曾任上海通用汽车副总经理，上汽集团质量与经济运行部执行总监，上汽集团总裁助理。现任上汽通用汽车党委书记。	2024/8/9
12	上汽通用汽车	薛海涛	上汽通用五菱副总经理	上汽通用汽车副总经理	曾任上汽通用五菱行政与公共关系总监， 销售公司市场与网络总监、副总经理、总经理 ，上汽通用五菱副总经理。现任上汽通用汽车副总经理。	2024/8/9

资料来源：iFinD，民生证券研究院

1.2 转型思路：重视资源整合 强化营销转化

新总裁发言提出转型思路：资源整合，加强协同，强化营销。2024年10月，公司举行了2024年年中干部大会，新任总裁贾建旭在会上表示，在从燃油车向新能源转型的压力之下，公司要实现整零协同，强调公司各板块业务协同和成本分摊，强调：

- 1) 自主协同：把自主业务视为主攻方向，乘用车、上汽国际、研发总院、上汽零束和整车企业形成大自主；
- 2) 强调资源整合，平台化降本，最大化扩大用户分摊成本；
- 3) 强调营销：所有主机厂总经理、副总、销售总经理要打造IP，降低获客成本，提高转化率，并针对公司旗下各个整车板块智己、上汽乘用车、上汽通用五菱、上汽大众、上汽通用提出了发展重心和阶段性工作目标、思路。

表2：公司新总裁贾健旭提出各个整车子品牌阶段性工作目标

整车子品牌		2023 年销量 (辆)	2024M1-11 销量(辆)	2024M1-11 同 比增速 (%)	未来发展重心	整车企业阶段性工作目标
上汽集团		5,020,865	3,529,993	-19.5%	公司各板块业务协同和成本分摊，用合资品牌总量分摊成本，尽快化清整车和零部件的博弈	1) 合资品牌要把控所有新品投产，宁可推迟，赢得更多的时间降低成本，也不能盲目投产车型； 2) 把自主业务视为主攻方向，乘用车、上汽国际、研发总院、上汽零束和整车企业形成大自主； 3) 强调资源整合，平台化降本。最大化扩大用户分摊成本； 4) 强调整合系统，强调零部件企业要作为成本中心，要把利润让给整车企业； 5) 强调营销：所有主机厂总经理、副总、销售总经理要打造 IP。新营销：结果指标，降低获客成本，提高转化率。
合资品牌	上汽大众	1,215,003	1,018,101	-5.1%	促油车（赚钱的燃油车要提高销量）、稳电车、上奥迪	
	上汽通用	1,001,017	370,989	-58.6%	树信心、求生存、谋发展	
	上汽乘用车	986,018	629,597	-25.9%	提效能、理型谱、谋协同	
	上汽通用五菱	1,403,066	1,160,509	-3.4%	品牌向上、单车售价向上、利润向上	
	上汽大通	226,664	168,168	-16.8%		
自主品牌	智己汽车	38,253	57,500	106.5%	担创新、强声量、上规模	
	上汽正大汽车	22,210	24,167	24.5%		
	上汽通用五菱汽车印尼公司	25,065	20,858	0.5%		
	名爵汽车印度	62,010	51,923	-9.2%		

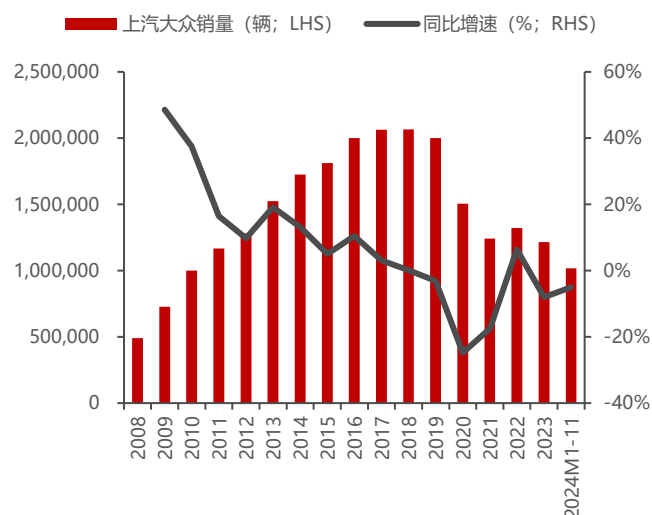
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 合资品牌：上汽大众积极转型 上汽通用重拾信心

2.1 现状：上汽大众相对坚挺 上汽通用下滑明显

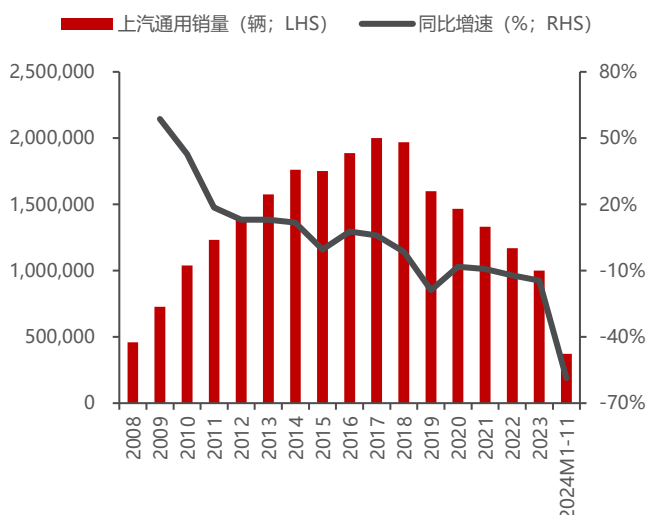
销量：上汽大众相对坚挺，上汽通用下滑明显。公司很大部分销量、利润来自两家合资企业，上汽大众和上汽通用，过去几年两家合资企业销量下滑明显。2018年最高时期，集团销量超 700 万辆，上汽大众、上汽通用分别批发 206.5、197.0 万辆。2024M1-11，上汽大众批发销量 101.8 万辆，同比-5.1%；2024M1-10，上险销量 94.7 万辆，同比+0.8%，迈腾、途观 L 保持坚挺，虽然承压但整体相对坚挺。2024M1-11，上汽通用批发销量 37.1 万辆，同比-58.6%；2024M1-10，上险销量 43.7 万辆，同比-38.1%，终端去库导致批发下滑幅度大于上险，整体压力相对较大。

图5：上汽大众批发销量及同比增速（辆；%）



资料来源：中汽协，民生证券研究院

图6：上汽通用批发销量及同比增速（辆；%）



资料来源：中汽协，民生证券研究院

盈利：上汽大众韧性较强，上汽通用量、利下滑。2023 年以来，受行业竞争加剧影响，上汽大众、上汽通用整体盈利情况有所下滑，2024H1，上汽大众单车盈利 0.17 万元，同比+0.06 万元，环比-0.2 万元，同比改善主要得益于奥迪 A7L 销量增长，环比改善主要受销量环比下滑与竞争加剧影响。2024H1，上汽通用单车亏损 1.01 万元，主要系批发销量大幅下滑、行业竞争加剧影响。

表3：上汽大众、上汽通用收入及盈利情况

上汽大众单体	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1
营业收入 (亿元)	635.8	1011.3	536.3	866.4	650.1
ASP (万元)	12.1	13.6	10.7	12.2	12.7
归母净利润 (亿元)	28.0	59.2	5.3	26.0	8.6
单车净利 (万元)	0.53	0.79	0.11	0.37	0.17
上汽通用单体	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1
营业收入 (亿元)	675.2	952.7	620.5	832.4	320.0
ASP (万元)	14.6	14.4	13.7	15.1	14.2
归母净利润 (亿元)	22.8	33.0	5.3	20.1	-22.7
单车净利 (万元)	0.49	0.50	0.12	0.37	-1.01

资料来源：中汽协，民生证券研究院

2.2 整合措施：大众强化本地化及新能源转型 通用重点树信心、谋发展

上汽大众：促油车（赚钱的燃油车要提高销量）、稳电车、上奥迪。根据公司发展规划，上汽大众后续将更加专注又盈利能力的油车，同时加强本土化创新发展，积极向新能源转型。11月27日，公司与大众集团双双官宣，上汽大众合资协议延长至2040年。根据协议，到2030年，上汽大众将推出18款新车型，其中15款专为中国市场开发，包括纯电、插电、增程三种动力形式，其中，2026年将推出两款基于CMP平台、搭载CEA电子电气架构的纯电动车型。大众中国CEO贝瑞德现场表示，大众汽车集团将为上汽大众在新兴技术领域注入更多研发资源，充分发挥本地创新能力，更有针对性地为中国客户打造专属产品。目前，ID.家族已经形成了由ID.4X、ID.3和ID.6X组成的产品矩阵，覆盖了从紧凑型到中大型SUV的不同细分市场，后续2026年新车型的推出有望丰富上汽大众的产品线，促进新能源销量提升。

奥迪方面，奥迪与上汽展开合作推出全新品牌AUDI，车标由原先的四个圈，改为了AUDI，标志与公司展开深度合作的AUDI已全面向着新势力的方向靠拢，同时，新奥迪A5L在设计和智能化方面都进行了全面革新，将搭载华为高阶驾驶辅助系统，配备激光雷达，具备高速及城市高阶辅助驾驶能力，也标志着奥迪进一步深耕中国市场的决心。AUDI品牌首款高端智能网联电动车型也将在2025年中推向市场，夯实上汽大众在豪华电动车领域的布局。

图7：上汽大众合资协议延长至 2040 年



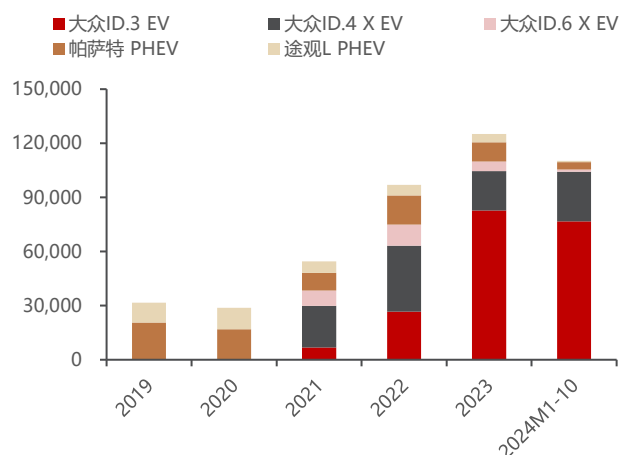
资料来源：牛车网，民生证券研究院

图8：奥迪与公司展开合作推出全新品牌 AUDI



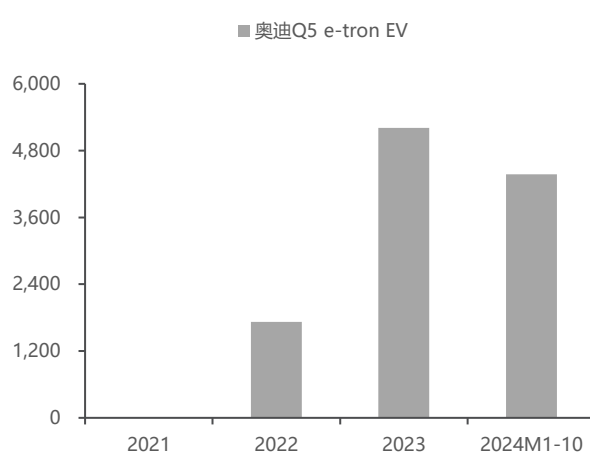
资料来源：汽车点评 AC，民生证券研究院

图9：上汽大众新能源车型销量（辆）



资料来源：中汽协，民生证券研究院

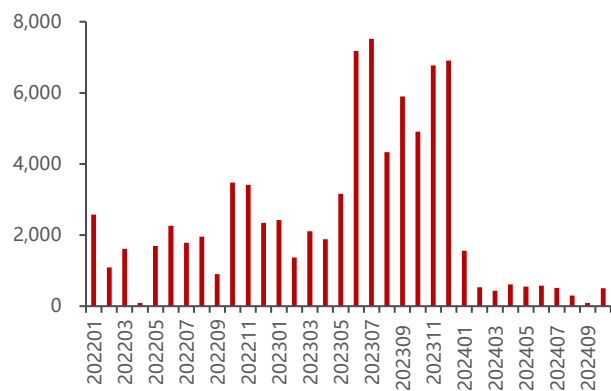
图10：上汽大众-奥迪新能源车型销量（辆）



资料来源：中汽协，民生证券研究院

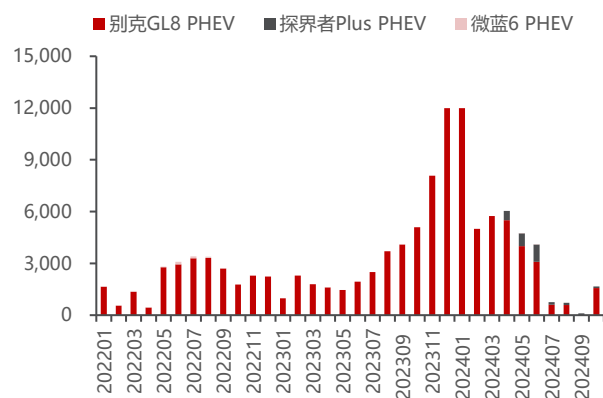
上汽通用：树信心、求生存、谋发展。2024M1-11，上汽通用批发销量下滑严重，公司领导层切换后，从 2024Q3 开始通用市场表现见底回升。后续，上汽通用将进一步聚焦重点车，树信心、求生存，品牌方面以别克、凯迪拉克为主，逐渐减少雪佛兰低端车型，更加重视别克 GL8、昂科威、君越、CT5 等重点车型。新能源转型方面，2024 年 4 月 24 日，上汽通用汽车别克推出长续航插混 MPV 全新 GL8 陆尊 PHEV 上市，新车搭载上汽通用汽车全新一代 PHEV 智电插混系统，拥有超越同级的 1,370km 综合续航里程，售价 35.99 万~41.99 万元，上市后实现热销，2025 年，公司将加大混动车型推出节奏，加速新能源转型。

图11：上汽通用纯电车型销量（辆）



资料来源：中汽协，民生证券研究院

图12：上汽通用插混车型销量（辆）



资料来源：中汽协，民生证券研究院

3 自主品牌：聚焦资源整合 智驾加速开拓

3.1 现状：自主销量承压 盈利偏弱

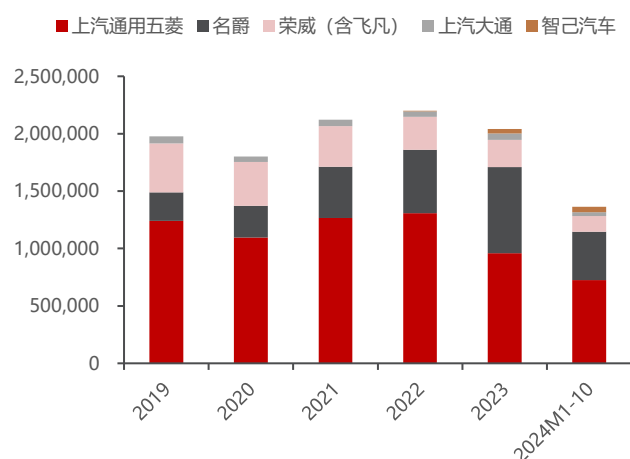
公司整车自主板块主要包括上汽乘用车（包含荣威、MG、飞凡等品牌）以及上汽通用五菱，2018-2023 年上汽乘用车销量整体保持向上通道，得益于荣威 RX5 等车型销量向上和 MG 出口高增，2023 年整个自主品牌销量达 265.4 万辆。2024M1-11，受 MG 出口销量下滑、荣威燃油车下降等影响，上汽自主品牌合计销量 195.8 万辆，同比-25.1%。各品牌分类中：

1) **上汽乘用车**：包含荣威 MG 品牌，荣威主要面向国内市场，合并后飞凡已经并入荣威，MG 主要面向出口市场（出口占比 70%以上）；2024M1-11 上汽乘用车销量 63.0 万辆，同比-25.9%，主要受 MG 出口下滑及国内荣威燃油车下降影响；

2) **上汽通用五菱**：主要面向精品小车市场，2024M1-11 销量 116.1 万辆，同比-3.4%；

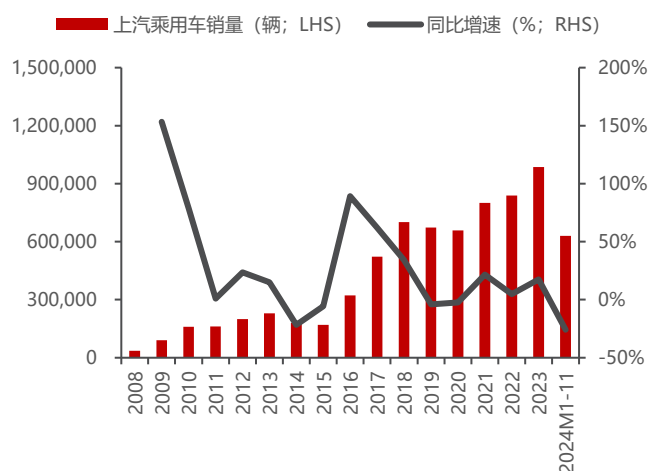
3) **智己**：主要面向高端新能源车市场，2024M1-11 销量 5.8 万辆，同比+106.5%。

图13：上汽自主分品牌销量（辆）

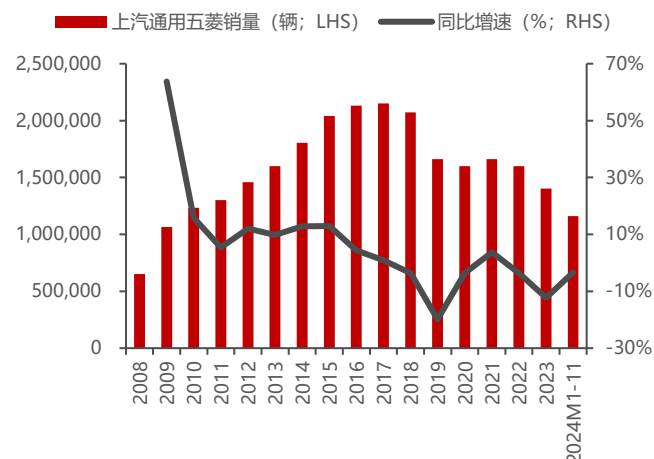


资料来源：中汽协，民生证券研究院

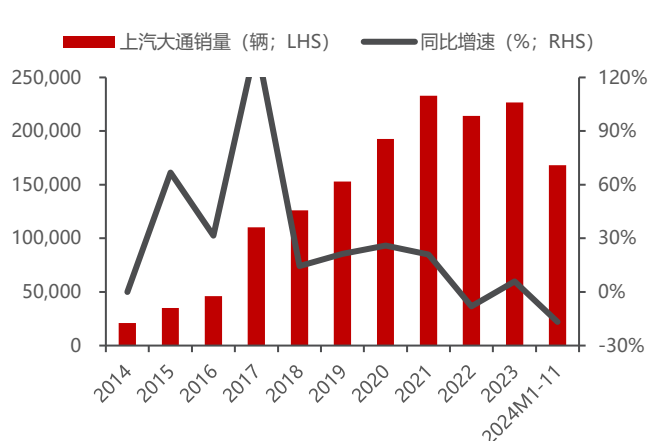
图14：上汽乘用车销量及同比增速（辆；%）



资料来源：中汽协，民生证券研究院

图15：上汽通用五菱销量及同比增速（辆；%）


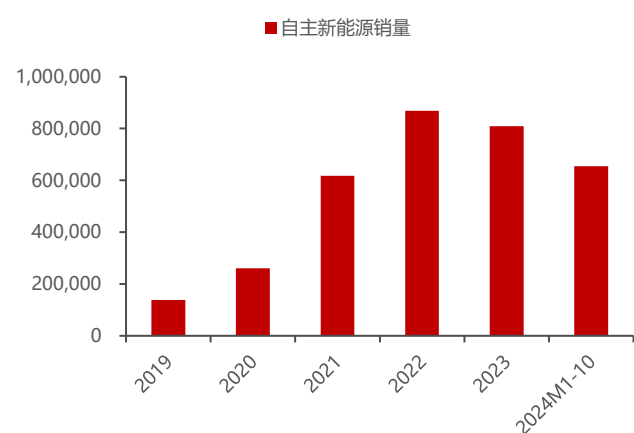
资料来源：中汽协，民生证券研究院

图16：上汽大通销量及同比增速（辆；%）


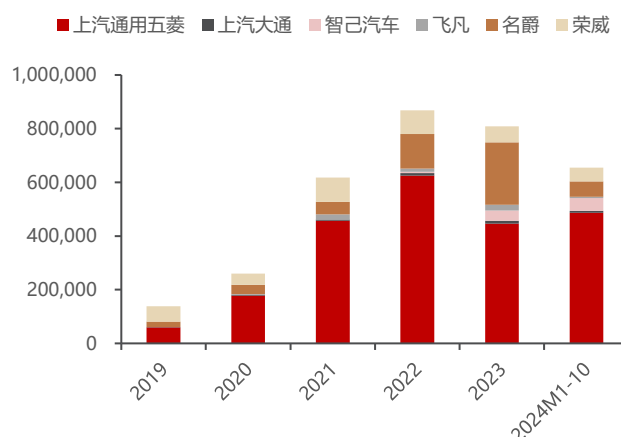
资料来源：中汽协，民生证券研究院

备注：上汽大通 2014 年前数据不全

自主新能源品牌销量向上，五菱、MG、智己分别面向精品小车、出海、高端市场。新能源方面，2023 年公司自主新能源累计销量 80.9 万辆，同比-6.9%；2024M1-10 公司自主新能源累计销量 65.4 万辆，同比+23.7%，其中上汽通用五菱贡献主要销量。

图17：公司自主新能源销量（辆）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

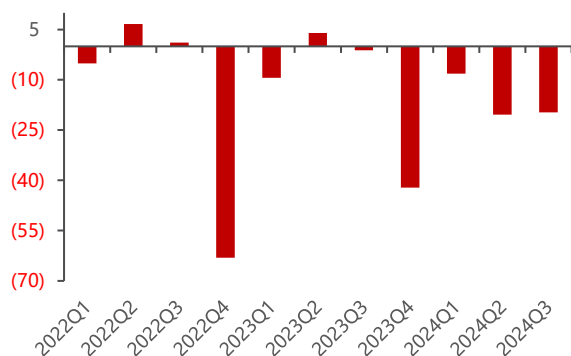
图18：公司自主新能源分品牌销量（辆）


资料来源：中汽协，民生证券研究院

国内市场竞争较为激烈，自主盈利相对较弱。盈利方面，公司仅披露上汽通用五菱利润，未单独披露上汽乘用车分公司及上汽大通利润，我们用归母净利润减去投资收益及华域汽车对应股权的利润贡献，粗略看作自主品牌的净利润。2023、

2024Q1-3 自主亏损分别 48.8、48.2 亿元，受国内激烈竞争影响，整体自主盈利相对承压。

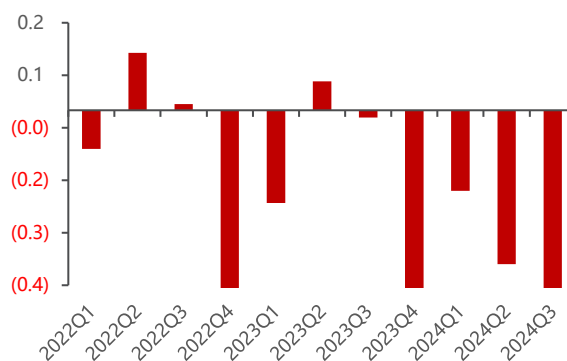
图19：上汽集团自主品牌净利润（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

备注：扣非归母净利润减去投资收益及华域汽车对应股权的利润贡献，粗略看作自主品牌的净利润

图20：上汽集团自主品牌单车净利润（万元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

备注：扣非归母净利润减去投资收益及华域汽车对应股权的利润贡献，粗略看作自主品牌的净利润，自主净利润/（上汽乘用车+通用五菱+上汽大通+智己）销量，计算做单车自主净利润

表4：上汽通用五菱收入及盈利情况

上汽通用五菱单体	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1
营业收入（亿元）	329.7	481.7	269.9	490.2	329.6
ASP（万元）	5.3	4.9	5.2	5.6	5.8
归母净利润（亿元）	3.51	11.09	0.40	8.90	0.97
单车净利（万元）	0.06	0.11	0.01	0.10	0.02

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2 整合：聚焦平台 发挥平台优势

自主品牌方面，后续公司将重点放在资源整合与聚焦方面，品牌方面深度整合，后台研发更加聚焦，更加集中，优化效率。品牌方面，2024 年 11 月公司宣布飞凡汽车和荣威合并，合并后，荣威与飞凡的产品线需要进行重新规划和协调，以确保产品之间的差异化和互补性，未来飞凡（R 标）将承担荣威品牌高端系列的一个角色和担当。技术方面，后续公司将依托“全新一代 DMH 双电机混动技术、全新一代魔方电池系统、全新一代上汽星云纯电动系统化平台、”三大全新技术底座，在纯电与混动领域全面发力，加速自主新能源化转型。

插混：聚焦模块化、集成化、专属化的 DMH 超级混动技术。上汽自主发布的 DMH 超级混动系统，提出了整车“能量域”管理的理念，通过行业首创的“五合一”动力总成大脑 PICU，成功实现了全车能量的精细化管理，上汽的集成控制器动力响应迅速，仅需 0.26 秒，运算速度提升 50%，网络冗余降低 70%，极大地提升了 DMH 超级混动系统的动态响应，实现性能突破，为用户带来极致的驾

驶体验。上汽混动专用发动机全系热效率超过 43%，最高量产热效率已突破至 46.3%。

11 月 9 日，荣威 D7 和荣威 iMax8DMH (PHEV 版本) 上市，荣威 D7 DMH 续航长达 2208km，并凭借 2.49L/100km 的超低油耗夺得“最省混动 B 级车”称号，荣威 iMAX8 DMH 新陆尊作为 MPV，突破续航 1500km 的门槛，CLTC 综合续航里程达到 1536km，CLTC 亏电油耗为 4.71L/100km，后续公司将基于插混系统推出新款车型，加速抢占混动市场份额。

纯电方面，聚焦星云平台，提升竞争力。公司打造“星云”纯电专属系列化平台、全新“珠峰”机电一体化整车架构、全固态电池、全新“蓝芯”混合动力总成、全新“绿芯”电驱总成，助力公司新能源产品竞争力提升。“星云”纯电平台具备模块化可扩展性、高安全性能、整车电耗优等技术特性，已经搭载于 MG4、飞凡 R7 等车型，后续有望进行进一步技术升级，提高竞争力。

增程：智己将通过推出增程版本，提振销量。增程带电量相对于插混需求更大，适用于中高端车型，后续公司将通过智己布局增程市场。根据 36 氪报道，智己首款增程车型将是一款 SUV 车型，新车计划在 2025Q1 发布，并对标理想 L7。我们认为，当前里程焦虑依然存在，提供增程版本有助于推动智己销量得到进一步提升。

图21：上汽全新“蓝芯”混合动力总成



资料来源：腾讯新闻，民生证券研究院

图22：上汽 DMH 混动专用发动机



资料来源：腾讯新闻，民生证券研究院

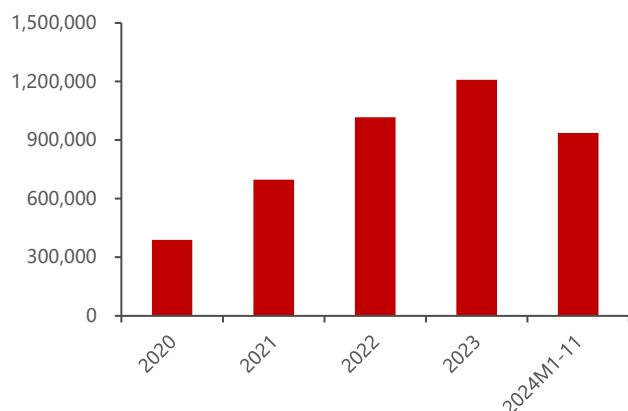
表5：公司纯电星云平台技术优势

技术优势	
模块化可扩展性	上汽“星云”平台支持电池系统的能量可扩展（44~150kWh 超宽范围能量矩阵）和驱动系统的可扩展性（150~600kW 超宽功率范围），能够覆盖全球市场多级别、多种类整车产品
高价值模块梯度化	平台提供不同级别的纯电架构，具有性能梯度、智能梯度和成本梯度的系列化产品，以满足不同市场需求
技术延展性	兼容高压铸造、固态电池、线控底盘、全栈电气架构、无人驾驶等前沿科技，具备面向未来的高度灵活的技术延展性
安全性能	纯电平台生产的电动汽车安全性更高，如使用多层结构设计的电池组，坚硬的壳体可以更好地保护电池组，降低冲击和碰撞的影响。同时采用先进的 BMS 电池管理系统，为车主提供全方位的保护
电池技术	颠覆性地采用固态电池技术，安全性能达到新的高度，单体能力密度可达到 368Wh/kg，理论上最大续航里程可以达到 1,083km
动力性能	采用 800V 碳化硅电轴技术，总成最大功率可达到 400kW，峰值扭矩 500 牛·米，最高转速达到 21,000rpm
整车电耗	全新星云平台“一度电续航里程”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	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、整车减重 3%以上

资料来源：marklines，民生证券研究院

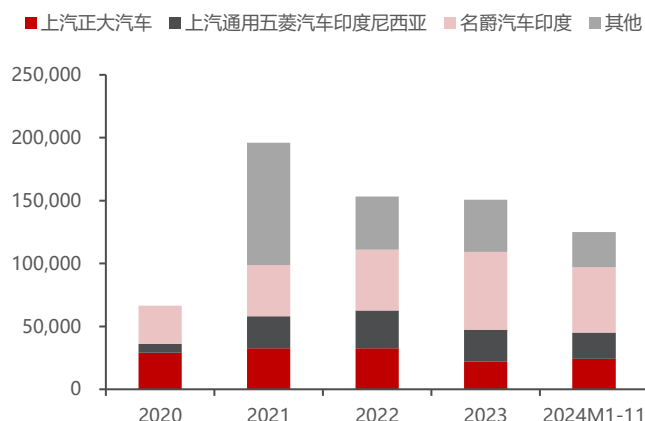
3.3 自主出海：多区域加速拓展 重视海外基地

公司整车自主板块主要包括上汽乘用车（包含荣威、MG、飞凡等品牌）以及上汽通用五菱，2020-2023 年，受益自主乘用车出口增长，公司出口及海外基地销量从 40.0 万辆增长到 120.8 万辆，2024M1-11，受 MG 与上汽通用出口下滑的影响，公司出口及海外基地销量 93.7 万辆，同比-12.1%。海外基地方面，公司在海外有 3 个生产基地，包括 1) 上汽正大有限公司（泰国），设计年产能 4 万辆；2) 上汽通用五菱汽车印尼有限公司（印尼）：设计年产能 6 万辆；3) 名爵汽车印度有限公司（印度）：设计年产能 5.6 万辆，2023、2024M1-11，上汽三个海外基地产量分别为 10.9、9.7 万辆。

图23：公司出口及海外基地销量（辆）


资料来源：中汽协，民生证券研究院

备注：集团出口及海外基地销量包括合资（通用出口）

图24：公司海外基地生产销量（辆）


资料来源：中汽协，民生证券研究院

出口车型以性价比燃油车为主，欧洲、印度、中东为自主品牌主要出口区域。

公司主要出口品牌为 MG，代表车型包括 MG 4、MG ZS SUV、MG HS、MG-5、MG-3 等车型，新能源占比不足 20%；上汽通用五菱主要出口车型包括爱唯欧、宝骏 530、宝骏 510 等小型燃油车。从出口区域来看，由于 MG 品牌于 1924 年起源于英国，2007 年 4 月被公司收购，因此整体海外品牌知名度较强，欧洲用户接受度较高，故 2023 年欧洲海外上险占据自主品牌的 43%，印度、中东占据 30%。

表6：公司分品牌出口销量（辆）

所有类型	2,023（辆）	2024M1-10（辆）	2023M1-10（辆）	同比增速（%）	2023 占比（%）	2024M1-10 占比（%）
上汽乘用车	685,018	437,581	525,552	-17%	67%	63%
MG	647,770	375,204	498,934	-25%	64%	54%
智己	0	1,000	0		0%	0%
荣威	37,250	61,377	26,618	131%	4%	9%
上汽大通	21,318	16,700	17,913	-7%	2%	2%
上汽通用	100,006	60,382	84,198	-28%	10%	9%
上汽通用五菱	210,718	183,114	169,040	8%	21%	26%
合计	1,017,229	697,777	796,703	-12%	100%	100%

资料来源：marklines，民生证券研究院

表7：公司自主品牌海外上险销量（辆）

	2,023（辆）	2024M1-10（辆）	2023M1-10（辆）	2023 占比（%）	2024M1-10 占比（%）
欧洲	245,395	207,782	194,134	43%	49%
英国	87,830	72,700	72,096	16%	17%
意大利	31,428	34,461	24,859	6%	8%
西班牙	29,821	25,141	23,792	5%	6%
德国	24,170	20,182	19,254	4%	5%
法国	33,374	15,795	22,800	6%	4%
其他亚洲（印度、中东）	167,180	109,684	138,060	30%	26%
北美洲	60,128	44,415	45,507	11%	10%
大洋洲	64,435	43,819	53,298	11%	10%
非洲	16,214	10,821	12,880	3%	3%
南美洲	11,746	9,973	9,772	2%	2%
总计	565,098	426,494	453,651	100%	100%

资料来源：marklines，民生证券研究院

欧盟关税影响有限，新车型+海外建厂加速成长。10月4日，欧盟投票通过对中国产电动车加征关税的政策，公司被加征的关税最高，高达35.3%，并开始加征关税。11月，欧洲议会贸易委员会主席贝恩德·朗格在接受德国媒体采访时表示，欧盟与中国之间进行的关于电动汽车的谈判已经接近达成协议，中国可以承诺对向欧盟出口的电动汽车设立最低价格。根据上汽乘用车常务副总经理俞经民表示，为应对高额关税带来的影响，上汽MG电动车在欧洲的价格体系可能做一些调整，即不得不加价销售，这可能会影响MG电动车在欧洲的销量，但由于MG出口的汽车以汽油以及混动车型为主，且仍有新产品推出，预计MG明年出口量不会出现同比负增长。我们预计，后续如果欧洲贸易条件再收紧，截至2023年末公司海外基地设计产能18.8万辆，后续将加大海外生产布局，进一步迈向全球化。

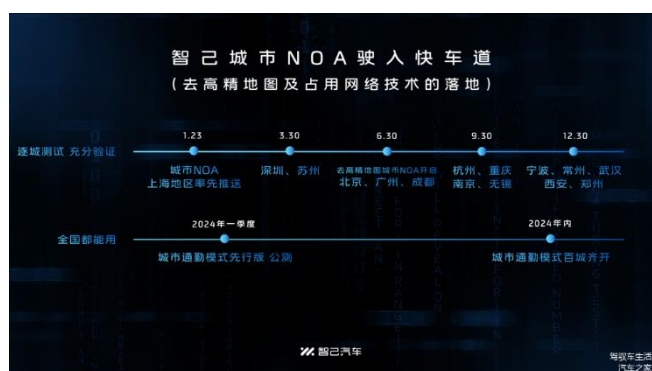
3.4 智能驾驶：智己领航高阶智驾 奥迪积极拥抱华为

公司智驾布局清晰，智己领航高阶智驾，奥迪积极拥抱华为。智能驾驶方面，公司对于合作方的选择呈开放态度，目前合作供应商包括地平线、华为、momenta、大疆等，高阶智驾采用Orin芯片+momenta算法，通过智己品牌布局；中端智驾主要基于地平线方案；上汽通用五菱此前使用过基于32TOPS算力的大疆高速NOA方案，成功落地宝骏云朵。合资品牌方面，新奥迪A5L将搭载华为高阶驾驶辅助系统，配备激光雷达，具备高速及城市高阶辅助驾驶能力，预计将在2025Q1到店。

公司的高阶智驾通过智己品牌布局，目前已经实现城市NOA全国开城，先发优势助力销量向上。2024年10月17日，IM AD无图城市NOA正式开通

全国，并推送全系车型。智己IM AD 是全行业第四家落地“全国都能开”的无图城市 NOA。其率先量产端到端大模型，能真正做到城市覆盖率 100%的“全国城市都好开”，包括村路、盘山路、施工道路、无车道线道路等各种特殊路况有导航就能开的“全国道路都好开”，以及端到端大模型算法赋能 NOA 覆盖环岛、掉头、ETC 收费站 2 等极端场景的“全国路况都好开”。高阶智能驾驶正逐步成为消费者购车的重要考虑因素，公司较早实现城市 NOA 落地有助于形成先发优势，助力销量向上。

图25：智己城市 NOA 开通进程



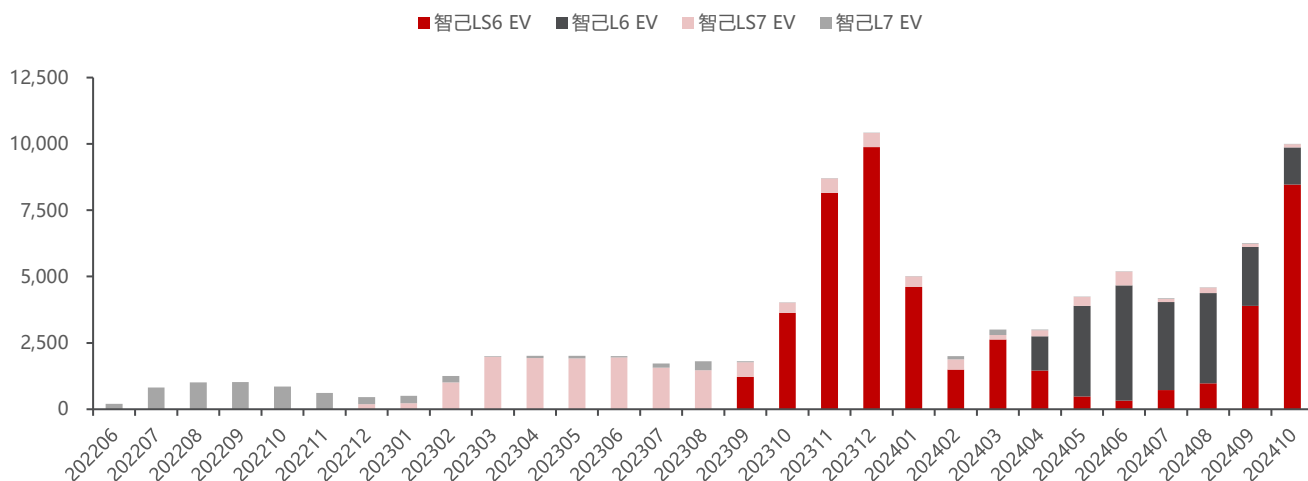
资料来源：汽车之家，民生证券研究院

图26：智己无图城市 NOA 十月全国开通



资料来源：智己汽车公众号，民生证券研究院

图27：智己分车型销量（辆）



资料来源：中汽协，民生证券研究院

4 投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

汽车业务：主要为乘用车销售，2023 年收入 7,447 亿元、毛利率 12.4%。受国内合资车去库、海外自主销量调整影响，2024 年收入有所下滑，但 2025 年后，随着合资品牌、自主品牌加速修复，我们预计汽车业务 2024-2026 年收入为 6,769/7,074/7,470 亿元，同比增速为-9.10%/4.50%/5.60%。

零部件业务：主要包含汽车零部件业务，2023 年收入 1,871 亿元、毛利率 17.2%，2024 年受上汽集团及行业整体销量影响，收入小幅提升，后续有望受益上汽销量提升，迎来增长。我们预计零部件业务 2024-2026 年收入为 1,871/1,974/2,069 亿元，同比增速为 2.30%/5.52%/4.82%。

其他主营业务：该部分业务收入规模较小，2023 年收入 5.7 亿元，毛利率 49.0%，预计后续依然维持该收入体量。我们其他主营业务 2024-2026 年收入为 3.39/3.12/3.74 亿元，同比增速为-40.03%/-7.87%/19.74%。

表8：公司分业务盈利预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总收入 (亿元)	7,441	7,447	6,769	7,074	7,470
收入增速 (%)	-4.59%	0.09%	-9.10%	4.50%	5.60%
毛利率(%)	12.4%	12.4%	9.30%	9.80%	10.00%
汽车					
收入 (亿元)	5051	5054	4,560	4,788	5,027
收入增速 (%)	-9.32%	0.06%	-9.77%	5.00%	5.00%
毛利率(%)	4.5%	5.8%	4.01%	4.62%	4.93%
零部件业务					
收入 (亿元)	1685	1829	1,871	1,974	2,069
收入增速 (%)	5.72%	8.51%	2.30%	5.52%	4.82%
毛利率(%)	22.7%	19.5%	17.25%	17.58%	17.45%
其他业务					
收入 (亿元)	705	565	339	312	374
收入增速 (%)	11.01%	-19.86%	-40.03%	-7.87%	19.74%
毛利率(%)	44.3%	49.0%	36.6%	40.1%	37.0%

资料来源：iFind，公司公告，民生证券研究院预测

4.2 估值分析及投资建议

4.2.1 估值分析

公司为自主乘用车龙头，我们选取同为自主乘用车企业的比亚迪、长城汽车、赛力斯、理想汽车、吉利汽车、长安汽车、广汽集团，与公司估值进行对比分析。

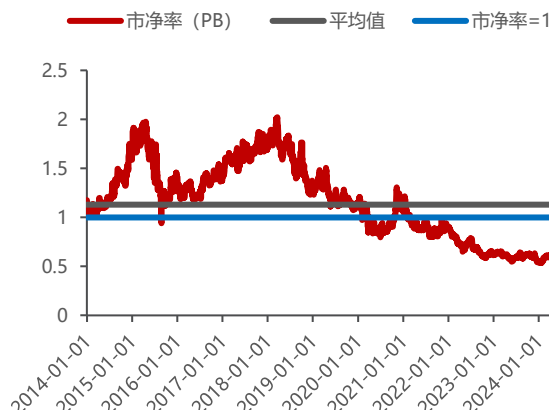
2024-2026 年可比公司 PE 估值均值为 23/16/13 倍，我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.90、1.11、1.26 元/股，当前股价对应 PE 分别为 21/17/15 倍，2024 年估值低于可比公司估值，2025、2026 略高于可比公司估值；但我们认为公司当前 PB 仅为 0.7 倍，后续受益国企改革，有望迎来底部反转。

图28：公司历史市盈率



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图29：公司历史市净率



资料来源：iFinD，民生证券研究院

表9：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002594.SZ	比亚迪	8,044	276.51	13.71	19.05	22.55	20	15	12
601633.SH	长城汽车	2,287	26.75	1.54	1.88	2.11	17	14	13
601127.SH	赛力斯	1,965	130.16	2.75	5.07	6.93	47	26	19
2015.HK	理想汽车	1,686	85.95	4.03	6.35	8.37	21	14	10
0175.HK	吉利汽车	1,423	15.28	1.59	1.25	1.62	10	12	9
000625.SZ	长安汽车	1,405	14.17	0.61	0.83	1.09	23	17	13
可比公司估值							23	16	13
600104.SH	上汽集团	2,169	18.74	0.90	1.11	1.26	21	17	15

资料来源：wind，民生证券研究院；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2024 年 12 月 13 日

4.2.2 投资建议

新管理层上任积极变革 三大板块管理层更替。近期公司顺应国企改革，组织人员发生重大调整：**1) 强化国企改革：**上海市委书记陈吉宁，市委副书记、市长龚正赴公司开展专题调研时，指出公司要牢牢把握主战场和主攻方向，聚焦国内市场和新能源汽车发展推进系统性改革；**2) 管理层更替：**7月，公司董事会选举原总经理王晓秋先生为公司第八届董事会董事长，聘任公司原副总裁贾健旭先生担任公司总裁，随后上汽乘用车、上汽通用五菱、上汽大众、上汽通用等多个重要板块管理层更替，新管理层拥有技术、营销、供应链、出海等方面一线业务经验，呈现出年轻化态势；**3) 聚焦资源整合协同：**新总裁上任后提出强调资源整合，加强协同，强化营销等转型思路。**我们认为，在上海市政府的支持和新管理层的大力推动下，公司有望加快改革步伐，加速智电转型，实现困境反转。**

合资品牌：大众积极转型 通用重拾信心。2024M1-11，上汽大众批发销量101.8万辆，同比-5.1%；上汽通用批发销量37.1万辆，同比-58.6%；盈利方面，2024H1，上汽大众单车盈利0.17万元，上汽通用单车亏损1.01万元，受去库、竞争加剧影响销量、利润整体下滑。上汽大众、上汽通用积极调整战略：**1) 上汽大众：促油车、稳电车、上奥迪。**上汽大众后续将更加专注有盈利能力的油车，同时加强本土化创新发展，2026年将推出两款基于CMP平台、搭载CEA电子电气架构的纯电动车型，奥迪积极合作华为提升智驾能力，全新品牌AUDI旗下首款高端智能网联电动车型也将在2025年中推向市场，积极向新能源转型；**2) 上汽通用：树信心、求生存、谋发展。**上汽通用在品牌方面以别克、凯迪拉克为主，逐渐减少雪佛兰低端车型，更加重视别克GL8、昂科威、君越、CT5等重点车型，同时将加大混动车型推出节奏，加速新能源转型。

自主品牌：聚焦资源整合 智驾加速开拓。2024M1-11，受MG出口销量下滑、荣威燃油车下降等影响，上汽自主乘用车合计销量195.8万辆，同比-25.1%，盈利也有所承压。后续公司将重点进行品牌整合，研发集中，效率优化。未来上汽将依托“全新一代DMH双电机混动技术、全新一代魔方电池系统、全新一代上汽星云纯电动系统化平台”三大全新技术底座，在纯电与混动领域全面发力，荣威（飞凡）聚焦国内市场和混动；智己加速智驾落地，推出增程车型，进击高端市场；MG重视出海，加大海外生产布局，进一步迈向全球化。

公司受益国企改革，有望迎来底部反转，预计2024-2026年收入6,769/7,074/7,470亿元，归母净利104.4/129.0/146.3亿元，对应EPS 0.90/1.11/1.26元，对应2024年12月13日18.74元/股的收盘价，PE分别21/17/15倍，PB为0.7倍，维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 行业需求不及预期：宏观经济恢复不及预期可能导致消费者可支配收入不足，延迟购车决策，从而影响各个车企销量水平，导致销量不及预期；

2) “价格战”加剧：汽车行业竞争日益激烈，市场竞争环境更加复杂多变，如果价格战加剧，可能导致公司盈利不及预期；

3) 合资品牌下行风险：目前公司上汽大众、上汽通用新能源转型进度有待验证，燃油车面临行业下滑风险，可能对公司销量、营收、利润带来不利影响；

4) 自主乘用车、新能源转型、海外扩张不及预期：公司自主品牌荣威、MG、智己、五菱等新能源转型进度、海外销量提升速度可能不及预期，影响公司销量、营收、利润；

5) 欧盟关税对出口销量及利润可能产生影响：欧盟委员会决定对从中国进口的电动汽车征收临时反补贴税，其中对上汽集团加征的关税税率最高可达 38.1%，若加上原有的 10% 关税，总税率可能达到 48.1%，将直接影响上汽集团产品在欧洲市场的竞争力，可能影响公司在欧洲市场份额。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	744,705	676,937	707,399	747,013
营业成本	654,896	613,982	638,074	672,312
营业税金及附加	4,964	4,062	4,244	4,482
销售费用	29,879	25,385	26,881	28,387
管理费用	24,240	20,308	21,222	22,410
研发费用	18,365	16,246	16,978	17,928
EBIT	10,702	700	3,915	5,628
财务费用	-157	1,886	573	478
资产减值损失	-4,447	-307	-369	-414
投资收益	14,949	17,600	16,978	17,928
营业利润	25,937	16,108	19,951	22,664
营业外收支	36	200	200	200
利润总额	25,973	16,308	20,151	22,864
所得税	5,913	3,262	4,030	4,573
净利润	20,060	13,046	16,120	18,291
归属于母公司净利润	14,106	10,437	12,896	14,633
EBITDA	31,617	23,511	30,843	35,142

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	143,636	177,254	185,147	189,336
应收账款及票据	77,113	59,070	62,019	65,696
预付款项	26,663	20,261	21,056	22,186
存货	98,604	80,436	83,542	91,683
其他流动资产	273,593	225,911	227,013	228,446
流动资产合计	619,609	562,932	578,776	597,348
长期股权投资	66,701	63,701	63,701	63,701
固定资产	83,891	89,231	92,318	95,030
无形资产	20,838	23,597	25,185	26,217
非流动资产合计	387,042	374,881	374,465	375,079
资产合计	1,006,650	937,813	953,241	972,427
短期借款	44,921	52,101	52,101	52,101
应付账款及票据	264,703	235,500	234,252	233,928
其他流动负债	237,817	177,771	181,457	186,545
流动负债合计	547,440	465,372	467,810	472,574
长期借款	51,455	50,764	50,764	50,764
其他长期负债	64,848	65,898	65,898	65,898
非流动负债合计	116,303	116,662	116,662	116,662
负债合计	663,743	582,034	584,472	589,236
股本	11,683	11,575	11,575	11,575
少数股东权益	56,588	59,198	62,422	66,080
股东权益合计	342,907	355,779	368,768	383,190
负债和股东权益合计	1,006,650	937,813	953,241	972,427

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	0.09	-9.10	4.50	5.60
EBIT 增长率	17.73	-93.46	459.18	43.76
净利润增长率	-12.48	-26.01	23.56	13.47
盈利能力 (%)				
毛利率	10.19	9.30	9.80	10.00
净利率	1.94	1.54	1.82	1.96
总资产收益率 ROA	1.40	1.11	1.35	1.50
净资产收益率 ROE	4.93	3.52	4.21	4.61
偿债能力				
流动比率	1.13	1.21	1.24	1.26
速动比率	0.55	0.69	0.71	0.73
现金比率	0.26	0.38	0.40	0.40
资产负债率 (%)	65.94	62.06	61.31	60.59
经营效率				
应收账款周转天数	34.19	30.00	30.00	30.00
存货周转天数	55.18	48.00	48.00	50.00
总资产周转率	0.73	0.70	0.75	0.78
每股指标 (元)				
每股收益	1.22	0.90	1.11	1.26
每股净资产	24.74	25.62	26.47	27.40
每股经营现金流	3.66	1.99	2.12	2.10
每股股利	0.37	0.27	0.33	0.38
估值分析				
PE	15	21	17	15
PB	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	6.19	8.32	6.35	5.57
股息收益率 (%)	1.98	1.44	1.78	2.02

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	20,060	13,046	16,120	18,291
折旧和摊销	20,914	22,811	26,928	29,513
营运资金变动	10,470	-2,091	-7,627	-11,874
经营活动现金流	42,334	23,014	24,557	24,258
资本开支	-19,031	-23,601	-23,708	-27,325
投资	-40,491	-19,647	0	0
投资活动现金流	-42,234	18,698	-6,730	-9,396
股权募资	247	-984	0	0
债务募资	7,770	-1,633	0	0
筹资活动现金流	-10,058	-8,094	-9,934	-10,672
现金净流量	-9,254	33,618	7,892	4,190

插图目录

图 1: 公司批发销量及同比增速 (辆; %)	3
图 2: 公司营业总收入及同比增速 (亿元; %)	3
图 3: 公司归母净利及同比增速 (亿元; %)	4
图 4: 公司对联营合营企业的投资收益 (亿元; %)	4
图 5: 上汽大众批发销量及同比增速 (辆; %)	8
图 6: 上汽通用批发销量及同比增速 (辆; %)	8
图 7: 上汽大众合资协议延长至 2040 年	10
图 8: 奥迪与公司展开合作推出全新品牌 AUDI	10
图 9: 上汽大众新能源车型销量 (辆)	10
图 10: 上汽大众-奥迪新能源车型销量 (辆)	10
图 11: 上汽通用纯电车型销量 (辆)	11
图 12: 上汽通用插混车型销量 (辆)	11
图 13: 上汽自主分品牌销量 (辆)	12
图 14: 上汽乘用车销量及同比增速 (辆; %)	12
图 15: 上汽通用五菱销量及同比增速 (辆; %)	13
图 16: 上汽大通销量及同比增速 (辆; %)	13
图 17: 公司自主新能源销量 (辆)	13
图 18: 公司自主新能源分品牌销量 (辆)	13
图 19: 上汽集团自主品牌净利润 (亿元)	14
图 20: 上汽集团自主品牌单车净利润 (万元)	14
图 21: 上汽全新“蓝芯”混合动力总成	15
图 22: 上汽 DMH 混动专用发动机	15
图 23: 公司出口及海外基地销量 (辆)	17
图 24: 公司海外基地生产销量 (辆)	17
图 25: 智己城市 NOA 开通进程	19
图 26: 智己无图城市 NOA 十月全国开通	19
图 27: 智己分车型销量 (辆)	19
图 28: 公司历史市盈率	21
图 29: 公司历史市净率	21

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 3: 上汽大众、上汽通用收入及盈利情况	9
表 4: 上汽通用五菱收入及盈利情况	14
表 5: 公司纯电星云平台技术优势	16
表 6: 公司分品牌出口销量 (辆)	17
表 7: 公司自主品牌海外上险销量 (辆)	18
表 8: 公司分业务盈利预测	20
表 9: 可比公司 PE 数据对比	21
公司财务报表数据预测汇总	24

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048