

上汽集团 (600104.SH)

国企改革加速推进，合资自主迎新机遇

政策推动央国企整合，公司积极调整管理层与经营战略。中央和上海市等地国资委 2020 年来通过多种政策手段推动国有企业改革深化，公司积极响应，在人事与经营战略方面均有变化：1) 人事方面，公司管理层“换血”，上汽乘用车、上汽大众、上汽名爵均引入新高管，新管理层在技术、供应链管理、市场定位方面经验丰富；2) 经营方面，公司前期去库减值，实现轻装上阵，此外调整全国产业布局，推动长三角、中西部生产基地的转型升级，加强本土化研发，提高车型竞争力，响应市场需求变化。

大众品牌积极转型，公司旗下合资有望迎改善。公司上汽大众旗下包括大众、奥迪和斯柯达三个品牌。其中，大众品牌车型包括 Polo、朗逸新锐、朗逸、凌渡等产品系列；上汽奥迪车型包括 A7L、Q5 e-tron、Q6 等产品系列。公司此前与大众汽车集团签署延长合资协议，将上汽大众的合资期延长至 2040 年，后续新车型有望加速导入，公司 CMP 平台有望加强大众车型在国内的竞争力。

自主技术积累深厚，国内+海外市场同步开拓。技术层面，公司布局七大技术底座，其中纯电“星云”平台与“绿芯”电驱总成，混动“珠峰”价格与 DMH 动力总成，实力居行业第一梯队。国内市场，2024 年 10 月飞凡重回上汽乘用车体系，除了渠道整合之外，后续有望对双品牌的定位和产品线的重新梳理，后续车型值得期待。海外市场，公司名爵+MAXUS 持续发力，2023 年启动欧洲整车制造基地的选址工作，未来本地化生产，销量规模有望维持高增长。

盈利预测与估值：预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 104、119、131 亿元，对应 PE 分别为 20、18、16 倍，当前 PB 仅为 0.7 倍，折价明显。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：出口业务增速不及预期；行业需求不及预期；乘用车转型不及预期。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	720,988	726,199	633,246	675,040	710,817
增长率 yoy (%)	-5.1	0.7	-12.8	6.6	5.3
归母净利润 (百万元)	16,118	14,106	10,419	11,908	13,122
增长率 yoy (%)	-34.3	-12.5	-26.1	14.3	10.2
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.39	1.22	0.90	1.03	1.13
净资产收益率 (%)	5.8	4.9	3.5	3.9	4.2
P/E (倍)	13.2	15.0	20.4	17.8	16.2
P/B (倍)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 12 月 19 日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	乘用车
12月19日收盘价(元)	18.33
总市值(百万元)	212,175.24
总股本(百万股)	11,575.30
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	176.42

股价走势



作者

分析师 丁逸滕

执业证书编号: S0680521120002

邮箱: dingyimenteng@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	582165	619609	617325	672128	721989
现金	155157	143636	209809	248789	288867
应收票据及应收账款	68789	77113	64967	70064	73493
其他应收款	15901	15946	13925	14837	15626
预付账款	22177	26663	22228	24140	25136
存货	88535	98604	84124	90637	94622
其他流动资产	231608	257647	222272	223662	224245
非流动资产	407942	387042	367006	364405	361804
长期投资	64645	66701	66701	66701	66701
固定资产	79240	83891	83891	83891	83891
无形资产	18923	20838	20838	20838	20838
其他非流动资产	245134	215611	195575	192974	190373
资产总计	990107	1006650	984331	1036533	1083793
流动负债	543975	547440	498500	528070	551341
短期借款	38337	44921	52018	59115	66213
应付票据及应付账款	244281	264703	227778	244697	255704
其他流动负债	261356	237817	218704	224258	229424
非流动负债	109832	116303	126745	136028	145310
长期借款	34555	51455	60737	70019	79302
其他非流动负债	75277	64848	66008	66008	66008
负债合计	653807	663743	625245	664098	696651
少数股东权益	57067	56588	60969	65983	71505
股本	11683	11683	11683	11683	11683
资本公积	57896	57445	57445	57445	57445
留存收益	201672	212236	219934	228269	237454
归属母公司股东权益	279234	286319	298116	306452	315637
负债和股东权益	990107	1006650	984331	1036533	1083793

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	9505	42334	-3605	14693	15524
净利润	22843	20060	14800	16921	18644
折旧摊销	18229	20914	2601	2601	2601
财务费用	2706	2211	0	0	0
投资损失	-14703	-14949	-9499	-10126	-10662
营运资金变动	-20268	10470	-11134	6651	6390
其他经营现金流	697	3627	-373	-1355	-1449
投资活动现金流	-6779	-42234	59716	11481	12111
资本支出	-20516	-19031	935	1355	1449
长期投资	-3361	-40491	0	0	0
其他投资现金流	17098	17289	58781	10126	10662
筹资活动现金流	9135	-10058	9657	12807	12443
短期借款	10488	6583	7097	7097	7097
长期借款	7644	16899	9282	9282	9282
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1356	-451	0	0	0
其他筹资现金流	-10353	-33090	-6723	-3573	-3937
现金净增加额	12683	-9254	66173	38980	40078

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	720988	726199	633246	675040	710817
营业成本	656308	654896	578588	616021	645461
营业税金及附加	5289	4964	4434	4690	4951
营业费用	30175	29879	26204	27880	29377
管理费用	25641	24240	21599	22860	24129
研发费用	18031	18365	15955	17029	17925
财务费用	-764	-157	0	0	0
资产减值损失	-1458	-4447	0	0	0
其他收益	3599	4132	3456	3736	3916
公允价值变动收益	-77	974	0	0	0
投资净收益	14703	14949	9499	10126	10662
资产处置收益	1907	1276	1300	1319	1412
营业利润	26022	25937	18789	21615	23772
营业外收入	2163	524	524	524	524
营业外支出	114	488	488	488	488
利润总额	28071	25973	18826	21651	23809
所得税	5228	5913	4026	4730	5165
净利润	22843	20060	14800	16921	18644
少数股东损益	6725	5954	4381	5013	5522
归属母公司净利润	16118	14106	10419	11908	13122
EBITDA	27320	31617	21427	24252	26410
EPS (元/股)	1.39	1.22	0.90	1.03	1.13

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	-5.1	0.7	-12.8	6.6	5.3
营业利润 (%)	-37.2	-0.3	-27.6	15.0	10.0
归属母公司净利润 (%)	-34.3	-12.5	-26.1	14.3	10.2
获利能力					
毛利率 (%)	9.6	10.2	9.1	9.1	9.6
净利率 (%)	2.2	1.9	1.6	1.8	1.8
ROE (%)	5.8	4.9	3.5	3.9	4.2
ROIC (%)	1.6	1.7	2.9	3.1	3.2
偿债能力					
资产负债率 (%)	66.0	65.9	63.5	64.1	64.3
净负债比率 (%)	-5.0	0.6	-15.5	-21.1	-26.4
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.5	0.5	0.7	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	13.1	11.1	10.1	11.2	11.1
应付账款周转率	4.0	3.8	3.5	3.8	3.8
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.39	1.22	0.90	1.03	1.13
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.82	3.66	-0.31	1.27	1.34
每股净资产 (最新摊薄)	24.12	24.74	25.75	26.47	27.27
估值比率					
P/E	13.2	15.0	20.4	17.8	16.2
P/B	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	5.5	5.1	7.3	5.5	4.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 12 月 19 日收盘价

内容目录

一、上汽集团：老牌龙头车企，国企改革落地在即	5
二、现状：行业竞争激烈，自主合资经营承压	10
2.1 行业：总量韧性较强，自主新能源优势明显	10
2.2 公司：合资品牌销量承压，自主竞争力有待提升	11
三、变化：技术有积累，改革激发新动能	15
3.1 政策推动央国企整合，公司调整人事配合改革	15
3.2 积极调整战略，去库减值迎轻装上阵	16
3.3 自主技术积累深厚，国内+海外市场同步开拓	17
四、盈利预测与估值	21
风险提示	22

图表目录

图表 1: 上汽集团发展历程	5
图表 2: 上汽集团股权结构 (截至 2024 年 9 月 30 日)	5
图表 3: 上汽集团部分参控股子公司	6
图表 4: 上汽集团整车品牌矩阵	7
图表 5: 2023 年公司品牌销售结构	7
图表 6: 2024 年前 11 月公司品牌销售结构	7
图表 7: 上汽集团分品牌、新能源、海外销量及增速 (万辆)	8
图表 8: 公司收入及同比增速	9
图表 9: 公司净利润及同比增速	9
图表 10: 毛利率、净利率 (2014-2024 前三季度)	9
图表 11: 费用率 (2014-2024 前三季度)	9
图表 12: 上汽集团销量&市占率	10
图表 13: 上汽新能源销量及市占率	10
图表 14: 比亚迪销量及市占率	10
图表 15: 特斯拉、赛力斯、理想、小鹏合计销量及市占率	10
图表 16: 头部新势力&自主品牌主力车型与核心卖点	11
图表 17: 上汽集团销量&市占率 (万辆)	12
图表 18: 上汽新能源销量及市占率 (万辆)	12
图表 19: 上汽大众&通用&通用五菱销量&合计市场份额 (万辆)	12
图表 20: 归属于母公司净利润&投资收益 (亿元)	13
图表 21: 上汽乘用车销量&市占率 (万辆)	13
图表 22: 上汽乘用车经营概况 (亿元)	13
图表 23: 上汽海外布局	14
图表 24: 出口销售及出口占比	14
图表 25: 国企改革相关政策	15
图表 26: 上汽集团管理班子调整情况	16
图表 27: 报告期内产能&产能利用率 (2020-2023)	16
图表 28: 上汽战略规划与近期经营策略调整	17
图表 29: 公司七大技术底座	17
图表 30: “星云”纯电专属系列化平台	18
图表 31: “珠峰”机电一体化整车架构	18
图表 32: “绿芯”电驱总成	18
图表 33: “蓝芯”混合动力总成	18
图表 34: 公司车载域控制器	19
图表 35: 荣威&飞凡渠道融合	19
图表 36: 上汽名爵持续发力海外市场	20
图表 37: 公司收入及毛利率预测 (亿元)	21

图表 38: 盈利预测简表21

图表 39: 可比公司 (亿元)21

一、上汽集团：老牌龙头车企，国企改革落地在即

公司以整车业务为核心，零部件等业务协同发展。公司前身最早可追溯到1955年成立的上海市内燃机配件制造公司，上世纪50-70年代逐步进入整车制造阶段，发展成为批量制造基地；1984年后，加大对国际化的投入，形成上汽大众、上汽通用等合资品牌；2006年后，上汽加强品牌建设，积极发展新能源车，深化智能网联汽车的研发，推出荣威、智己、名爵、飞凡等自主品牌。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，整车业务为核心，2023年收入占比68%，2023年上汽集团实现整车销售502万辆，连续18年保持全国第一，涵盖燃油车、混合动力车、电动车等多种车型，轿车、SUV、MPV等多个细分市场。

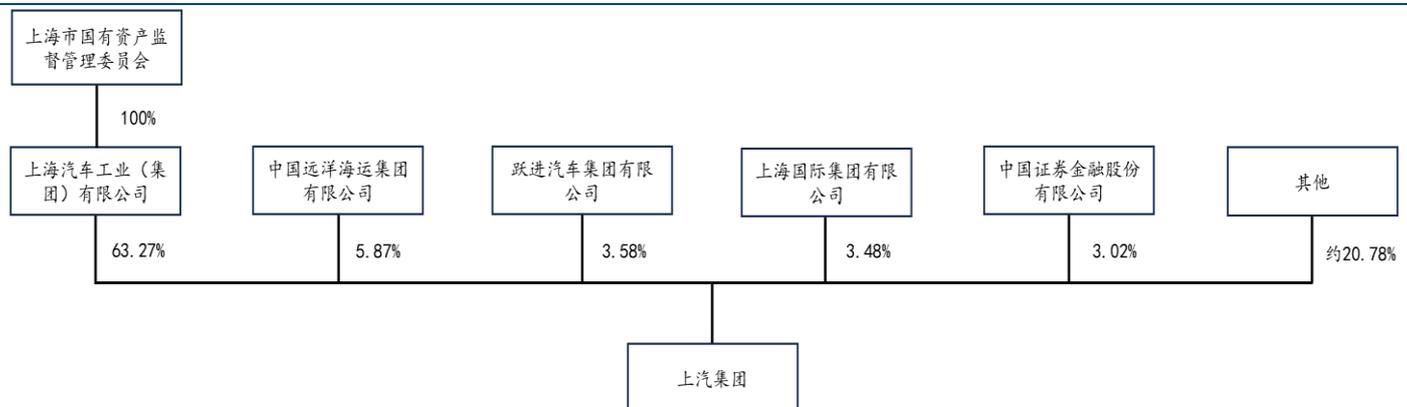
图表1: 上汽集团发展历程

时间	重要事件
1958年	上海生产的第一辆轿车——凤凰牌轿车在上海汽车装配厂试制成功
1975年	“上海”牌轿车形成年产5000辆的生产能力
1984年	成立上汽大众汽车有限公司，上汽集团持有50%
1997年	公司于1997年在上交所上市
2002年	入股通用大宇项目，占有10%的股份，中国汽车资本第一次参与国际汽车工业重组；
2002年	成立上汽通用五菱，为大型中外合资公司
2006年	首个国际化自主品牌“ROEWE荣威”诞生
2007年	成为了MG名爵品牌的新主人
2020年	智己汽车科技有限公司成立
2021年	成立零束科技有限公司和飞凡汽车科技有限公司
2024年	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

资料来源：科技导报、上海证券报、上汽大众官网、Wind、经济参考报、河南省人民政府、荣威官网、名爵官网、天眼查、上观新闻、上汽通用五菱官网、零束官网、国盛证券研究所

公司为国资控股，股权结构高度集中。截至2024年9月30日，公司第一大股东为上海汽车工业（集团）有限公司，持股比例为63.27%，而上海汽车工业（集团）有限公司由上海市国资委全资持股，具备高度集中的话语权。第三大股东跃进汽车持有公司3.6%股权，与上汽集团合作历史悠久，上汽通过整合跃进品牌，促进商用车产品线的完善和资源整合，是上汽在商用车板块的重要布局。

图表2: 上汽集团股权结构（截至2024年9月30日）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

上汽集团旗下拥有多家子公司，负责整车和零部件等业务。整车领域，主要包括智己汽车、飞凡汽车、上汽大众汽车、上海申沃客车等，涵盖商用车和乘用车。零部件领域，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、联创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，公司持续拓展公司在创新科技，金融领域相关业务，拥有上海捷氢科技股份有限公司，上海汽车集团股权投资有限公司等公司。

图表3: 上汽集团部分参控股子公司

	子公司名称	持股比例 (至 24H1)
整车	飞凡汽车科技有限公司	100%
	智己汽车科技有限公司	54%
	上汽大众汽车有限公司	50%
	上汽通用汽车有限公司	50%
	南京汽车集团有限公司	100%
	上汽通用五菱汽车股份有限公司	50.10%
	上汽大通汽车有限公司	100%
	上汽红岩汽车有限公司	100%
	上海申沃客车有限公司	100%
	南京依维柯汽车有限公司	80.10%
	零部件	上海汽车变速器有限公司
华域汽车系统股份有限公司		58.32%
联创汽车电子有限公司		91%
其他	上海捷氢科技股份有限公司	70.81%
	上海汽车集团股权投资有限公司	100%
	零束科技有限公司	93.24%
	上海汽车工业活动中心有限公司	100%

资料来源: Wind, 汽车行业关注, 国盛证券研究所

实行多品牌战略，覆盖广泛市场需求。公司旗下品牌包括合资品牌（上汽大众、上汽通用、上通五菱），及自主品牌（智己、飞凡、荣威、MG 名爵、MAXUS 大通等）。其中，上汽大众和上汽通用涵盖从经济型轿车到高端 SUV，上通五菱主攻商用车和微型电动车。自主品牌中，智己汽车聚焦高端智能电动汽车，注重智能驾驶；飞凡汽车主推高端智能电动车；荣威兼售燃油车与电动车，覆盖中级车与中高级车市场；MG 名爵定位年轻化和运动化，主打智能网联电动汽车；MAXUS 大通专注商用车和 MPV。通过多品牌布局，上汽集团覆盖了从低端到高端、乘用车到商用车、燃油车到新能源车的广泛市场需求。

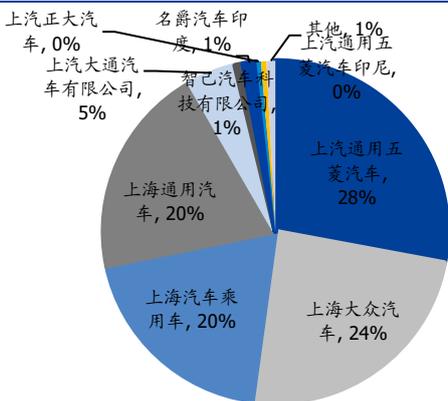
图表4: 上汽集团整车品牌矩阵



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

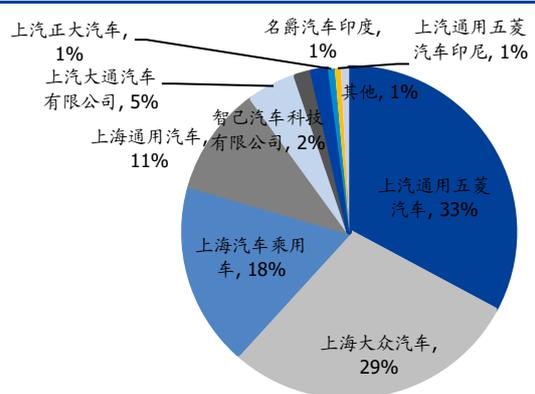
整体销量增速放缓, 新能源车表现亮眼。由于市场竞争激烈, 燃油车受到电车冲击, 公司销售增速放缓, 2023/2024年前11月上汽整体销量分别为502/353万辆, 同比增速-5.3%/-19.5%, 上通五菱、上海大众为销售主力, 2024年前11月销量占比分别为33%/29%, 较2023年+4.9/+4.6pct, 销售占比呈提升趋势, 销量同比增速分别为-3%/-5%。电动化率持续提升的市场背景下, 公司新能源汽车表现亮眼, 2024年前11月销量108万辆, 同比增长20%, 智己贡献6万辆, 同增107%。海外地区, 2024年前11月出口销量94万辆, 同比下滑12%。

图表5: 2023年公司品牌销售结构



资料来源: 产销快报, 国盛证券研究所

图表6: 2024年前11月公司品牌销售结构



资料来源: 产销快报, 国盛证券研究所

图表7: 上汽集团分品牌、新能源、海外销量及增速(万辆)

旗下整车公司	2023 销量	同比	2024 年前 11 月销量	同比
上海大众汽车	122	-8.01%	102	-5.06%
上海通用汽车	100	-14.45%	37	-58.61%
上海汽车乘用车	99	17.50%	63	-25.85%
上汽通用五菱汽车	140	-12.31%	116	-3.40%
上汽大通汽车有限公司	23	5.84%	17	-16.76%
智己汽车科技有限公司	4	665.06%	6	106.53%
上汽正大汽车	2	-31.83%	2	24.48%
上汽通用五菱汽车印尼	3	-16.55%	2	0.54%
名爵汽车印度	6	27.86%	5	-9.17%
其他	4	-1.61%	3	-24.98%
合计	502	-5.31%	353	-19.48%
其中: 新能源汽车	112	4.61%	108	19.53%
出口及海外基地	121	18.75%	94	-12.13%

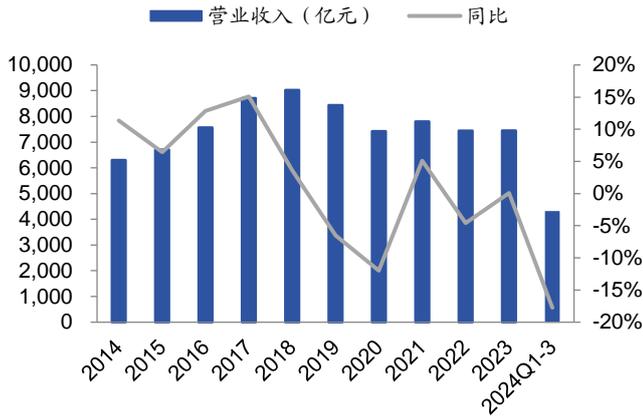
资料来源: 产销快报, 国盛证券研究所

2014-2018 年: 行业景气、车型丰富, 销量创新高。公司传统汽车业务稳步发展, 并积极布局新能源车、智能化及国际化业务, 荣威和名爵品牌陆续推出多款新能源车型。同时, 受益汽车消费支持政策, 2014-2018 年, 集团销量从 562 万辆到 705.2 万辆, CAGR 为 6%, 营收从 6300 亿增至 9022 亿元, CAGR 达 9%; 净利润由 2014 年 382.5 亿增长至 484 亿, CAGR 达 6%, 受益于高毛利新能源车型销量的增长以及规模效应提升, 盈利能力稳中有升。

2019-2024 年: 电动化加剧市场竞争, 合资经营承压。随着国内市场电动化率快速提升, 老牌燃油车市场收到较大冲击, 合资品牌应对不够, 份额下滑明显, 其中叠加价格战、关税等影响, 公司销售表现不佳。虽然公司加大了对新能源、智能化领域的投入, 也有五菱 MINIEV 等爆款车型, 但相较行业竞争者, 公司电动化、智能化进展相对较慢, 且产品创新、用户体验创新方面也有所滞后, 产品竞争力不足, 公司销量自 2018 年创新高后, 2019-2023 年销量从 623.8 万辆下降至 502 万辆, CAGR 为 -5%, 随着销量变化, 营收 CAGR 为 -3%, 净利润 CAGR 为 -13%, 盈利能力逐步下滑, 2024 年前三季度毛利率为 8.9%。

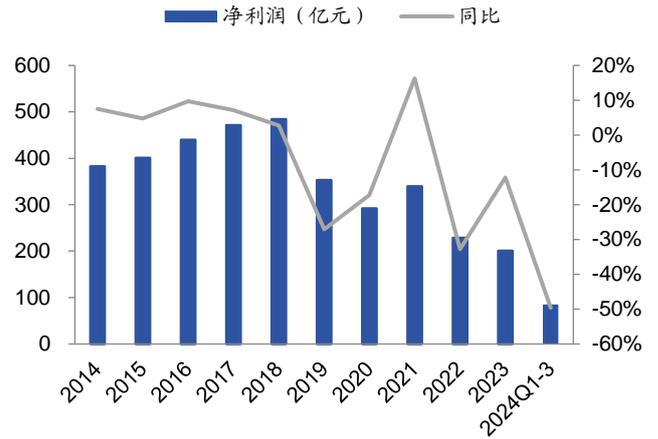
展望未来, 在国企改革浪潮下, 公司迎来转型期, 将在核心技术攻破、全球化布局、品牌高端化、商业模式拓展等多个维度持续推进, 有望迎来新一轮发展机遇。

图表8: 公司收入及同比增速



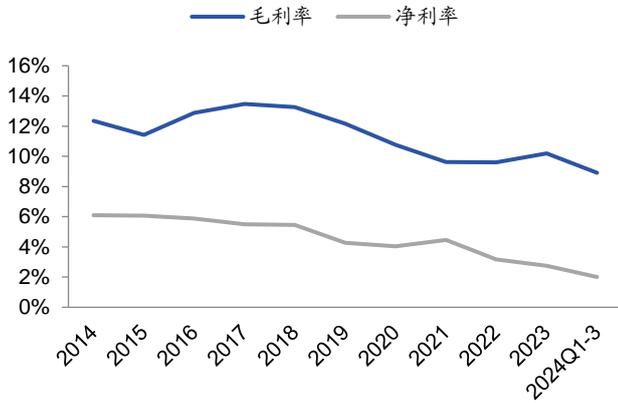
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 公司净利润及同比增速



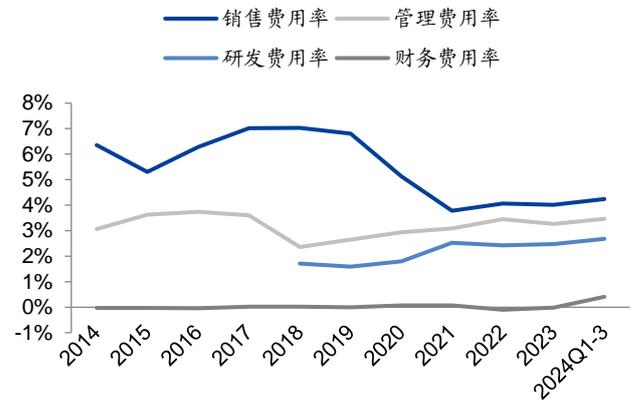
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表10: 毛利率、净利率 (2014-2024 前三季度)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表11: 费用率 (2014-2024 前三季度)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

二、现状：行业竞争激烈，自主合资经营承压

2.1 行业：总量韧性强，自主新能源优势明显

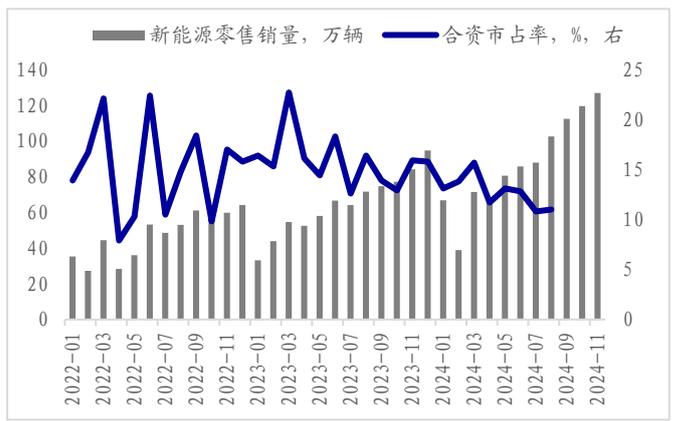
由于在新能源与智能驾驶方面的迭代缓慢，合资品牌近几年的车型竞争力下滑。根据Wind数据，截至2024年11月，合资品牌市占率从2022年初的54%，降至32%。新能源方面，自主品牌近两年大部分时间保持80%以上的市场份额，优势明显。

图表12: 上汽集团销量&市占率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 注: 采用100%-自主份额测算合资市占率

图表13: 上汽新能源销量及市占率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 注: 采用100%-自主份额测算合资市占率

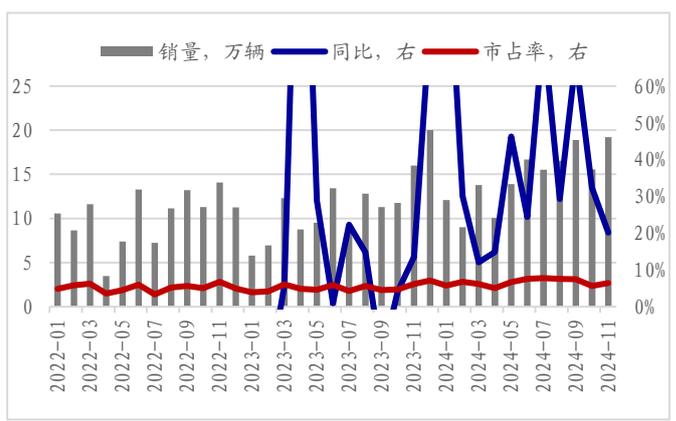
头部新势力&自主品牌的客户画像&品牌清晰, 技术品牌已显著强于合资品牌。技术方面, 比亚迪推出 DM 混动+刀片电池, 实现行业领先的高性价比; 理想汽车锚定家庭用车赛道, 从产品设计阶段实现客户需求的精确定位; 特斯拉、小鹏、华为在智能驾驶方面, 都树立了各自的品牌形象。

图表14: 比亚迪销量及市占率



资料来源: Wind, 比亚迪公告, 国盛证券研究所

图表15: 特斯拉、赛力斯、理想、小鹏合计销量及市占率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表16: 头部新势力&自主品牌主力车型与核心卖点

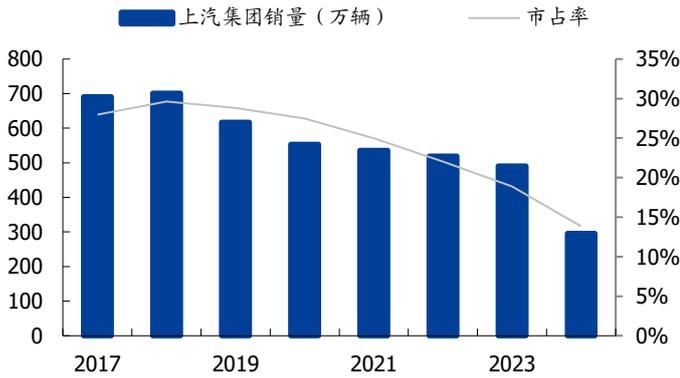
品牌	部分主力车型	核心卖点
特斯拉	 Model Y 24.99-35.49万  Model 3 23.19-33.59万  Model S 68.49-81.49万  Model X 72.49-82.49万	智能驾驶
鸿蒙智行	 问界M7 24.98-32.98万  问界M9 46.98-56.98万  智界R7 24.98-33.98万  问界M5 24.98-27.98万  赛界S800 100.00-150.00万  智界S7 22.98-34.98万  享界S9 39.98-44.98万	华为赋能、智能驾驶
理想汽车	 理想L6 24.98-27.98万  理想L9 40.98-43.98万  理想L7 30.18-35.98万  理想L8 32.18-37.98万  理想MEGA 52.98万	家庭用车
小鹏汽车	 小鹏MONA M03 11.98-15.58万  小鹏P7 22.39-33.99万  小鹏P7+ 18.68-21.88万  小鹏G6 19.99-27.69万  小鹏G9 26.39-35.99万  小鹏X9 35.98-41.98万  小鹏P5 15.69-17.49万	高性价比智能驾驶
比亚迪	 秦PLUS 7.98-17.58万  海豹 6.98-8.58万  汉 16.58-25.98万  唐新能源 17.98-26.98万  宋PLUS新能源 12.98-18.98万  元PLUS 11.98-14.78万  秦L 9.98-13.98万  海豹06DM-i 9.98-13.98万	高性价比混动、纯电技术
小米	 小米SU7 21.59-29.99万	外形设计、高性价比

资料来源: 太平洋汽车, 国盛证券研究所

2.2 公司: 合资品牌销量承压, 自主竞争力有待提升

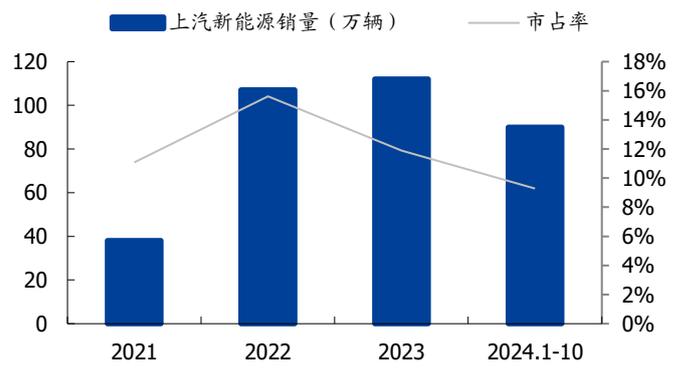
合资销售承压, 利润贡献逐年下降。2017-2024年前10月, 电动化加速叠加行业竞争加剧, 燃油车市场持续收缩, 合资作为集团的销售主力, 受到较大影响, 主力合资(上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱)销量及份额均大幅下行, 上汽集团销量从692万辆下降至296万辆, 市占率由28%下降至14%。其中, 2021年-2024年前10月, 上汽新能源汽车市占率由11%下降至9%。

图表17: 上汽集团销量&市占率 (万辆)



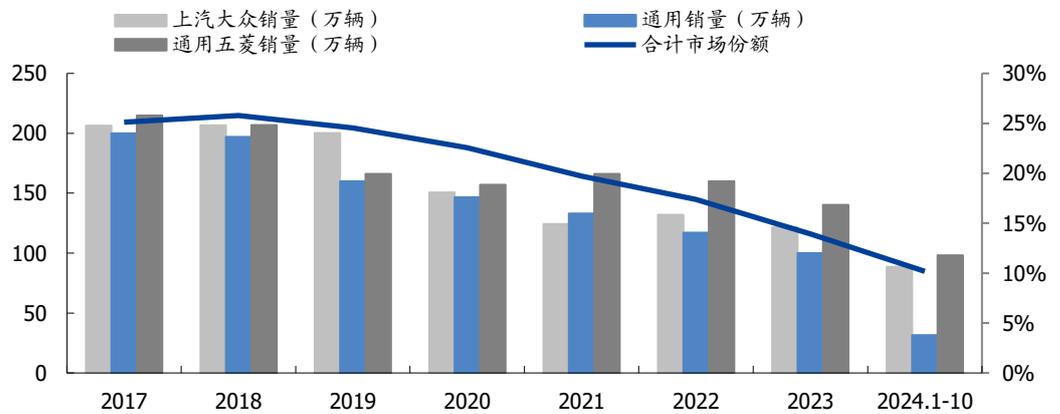
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表18: 上汽新能源销量及市占率 (万辆)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表19: 上汽大众&通用&通用五菱销量&合计市场份额 (万辆)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

上汽大众: 目前生产与销售大众、奥迪和斯柯达三个品牌。其中,大众品牌车型包括 Polo、朗逸新锐、朗逸、凌渡等产品系列;上汽奥迪车型包括 A7L、Q5 e-tron、Q6 等产品系列;斯柯达品牌车型包括明锐 Pro、速派、柯迪亚克家族等产品系列。2017-2024 年前 10 月,上汽大众销量从 206 万辆下降至 89 万辆,主要系公司在新能源转型上的步伐相对滞后,车型市场契合度有待提升。

上汽通用: 旗下拥有别克、雪佛兰、凯迪拉克三大品牌。别克品牌车型包括昂科拉 Plus、昂扬世纪等;雪佛兰品牌车型有新迈锐宝、创酷、探界者等;凯迪拉克品牌的车型包括凯雷德、凯迪拉克 ATS-L 等。2017-2024 年前 10 月,销量从 200 万辆下降至 31 万辆,主要系品牌定位和价格策略趋同性以及“三缸机”技术市场接受度有限的影响。

上汽通用五菱: 旗下拥有五菱红标、五菱银标、宝骏汽车三大品牌。五菱红标的车型包括五菱荣光、五菱宏光、五菱扬光等;五菱银标的车型包括五菱星光、五菱星辰、五菱缤果、五菱星云等;宝骏汽车的车型包括宝骏云海、宝骏悦也、宝骏云朵、KiWi EV 等。公司携手宁德时代联合发布了全球首个商用车换电战略,其车型将采用宁德时代巧克力换电整体解决方案。2017-2024 年前 10 月,销量从 215 万辆下降至 98 万辆,主要系微型车市场的萎缩趋势、市场偏好的转变,以及行业竞争与政策标准的双重压力。

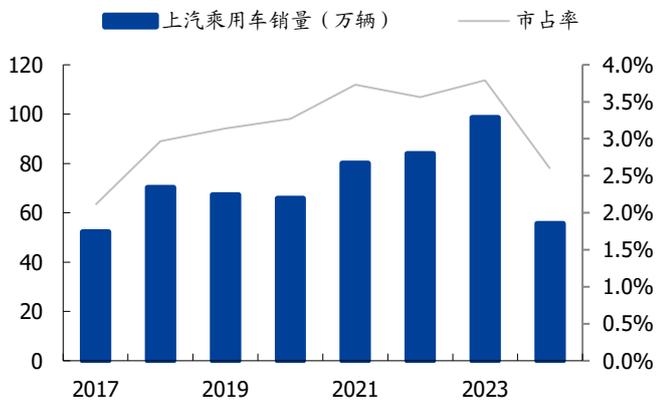
图表20: 归属于母公司净利润&投资收益 (亿元)

归母净利润 (亿元)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
上汽大众	280.2	200.2	154.9	101.9	87.3	31.3
上汽通用	156.2	109.6	41.0	72.6	55.8	25.4
上汽通用五菱	41.9	17.0	1.4	11.4	14.6	9.3
投资收益 (亿元)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
上汽大众	140.1	100.1	77.5	51.0	43.7	15.7
上汽通用	78.1	54.8	20.5	36.3	27.9	12.7
上汽通用五菱	21.0	8.5	0.7	5.7	7.3	4.7
合计投资收益	239.2	163.4	98.7	93.0	78.9	33.0
合计投资收益在上汽集团归母 净利润中的占比	66.43%	63.83%	48.29%	37.89%	48.93%	23.40%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

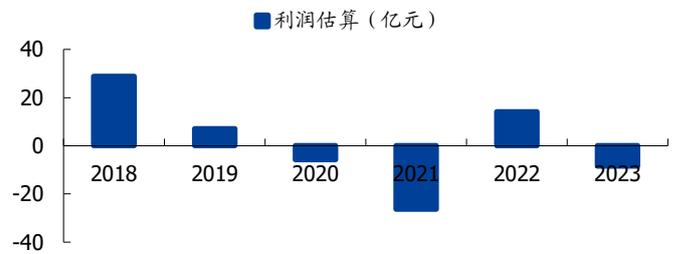
上汽乘用车: 关税扰动出口, 盈利仍需提升。公司旗下有荣威飞凡、MG 名爵品牌两大品牌。荣威飞凡的车型包括荣威 Rx5、荣威 iMAX8、荣威 D7、R7、F7 等; MG 名爵的车型包括 MG5、MG7、MG4 EV 等。公司在海外同时布局生产及营销基地, 受益 MG 名爵的良好表现, 出口销量持续增长。2017 年-2023 年, 上汽乘用车销量从 52 万辆上升至 99 万辆。2024 前 10 月, 荣威燃油车受电动化影响销量进一步下滑, 同时出口受关税扰动 (2024 年 7 月起欧盟加征关税), 在国内市场激烈的竞争环境下, 上汽乘用车虽有技术积累, 但车型销售及盈利仍有待改善。

图表21: 上汽乘用车销量&市占率 (万辆)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表22: 上汽乘用车经营概况 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

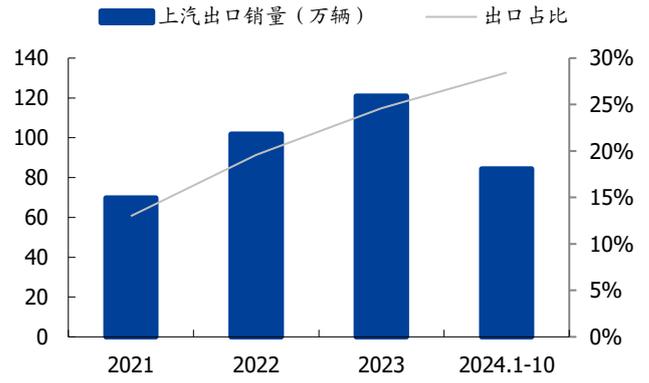
备注: 图中数据为上汽集团的归母净利润-投资收益, 粗略估算上汽乘用车的经营趋势

图表23: 上汽海外布局



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表24: 出口销售及出口占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

三、变化：技术有积累，改革激发新动能

3.1 政策推动央国企整合，公司调整人事配合改革

政策鼓励央国企重组整合。中央和上海市等地国资委 2020 年来通过多种政策手段推动国有企业改革深化：1) 推动国企资源整合，强调“一企一业、一业一企”，强化主业管理，剥离非主业、非优势业务；2) 推动国企做优监管、做活机制，灵活开展多种方式的中长期激励，完善考核评价指标；3) 推动国企科技创新，布局战略性新兴产业。

图表25: 国企改革相关政策

时间	政策
2024 年 12 月	12 月 13 日，国务院国资委党委召开专题会议。会议提出，要推动中央企业提升改革攻坚突破能力，突出抓好国企改革深化提升行动，确保明年年底前全面完成，取得经得起检验的改革成果；突出抓好新一轮改革方案谋划，释放更加积极的改革信号，更好提振企业发展信心，在进一步全面深化改革中走在前、作表率。
2024 年 12 月	上海市《关于进一步深化我市区属国有企业改革的指导意见》，鼓励区属国有企业根据各区产业基础、区位优势和资源禀赋，布局战略性新兴产业。强化战略规划与主业管理，推动国有资本向主业企业、优势企业集中，推动企业内部资源整合，有序推进“一企一业、一业一企”，打造业务清晰、管理统一、运营一体的专业化发展模式。
2024 年 12 月	《上海市支持上市公司并购重组行动方案（2025—2027 年）》指出，力争到 2027 年落地一批重点行业代表性并购案例，在集成电路、生物医药、新材料等重点产业领域培育 10 家左右具有国际竞争力的上市公司，形成 3000 亿元并购交易规模，激活总资产超 2 万亿元；聚焦新质生产力强链补链，推动传统行业转型升级；鼓励包括金融、物流在内的现代服务业、专业服务业等传统行业上市公司，开展同行业、上下游并购和吸收合并，合理提升产业集中度。
2024 年 12 月	12 月 3 日下午，上海市国资委召开上海国有企业改革深化提升行动工作推进会，对冲刺年度国企改革深化提升行动目标进行再动员、再部署、再推动。
2024 年 12 月	国务院国资委印发《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》，明确市值管理目标和方向，强调控股上市公司积极贯彻落实党中央、国务院关于深化国资国企改革的重大部署，围绕国有经济布局优化和结构调整主动作为，增强核心功能、提升核心竞争力，切实发挥在建设现代化产业体系、构建新发展格局中的科技创新、产业控制、安全支撑作用。
2023 年 12 月	《上海市贯彻〈国有企业改革深化提升行动方案（2023-2025 年）〉的实施方案》指出，要准确把握新一轮国资国企改革战略定位，以做强做优做大国有资本和国有企业为目标，聚焦主责主业，优化结构布局，突出科技创新，健全治理体系，完善考核评价，培育一流人才，“一企一策”推动改革取得实质性突破，增强核心功能，提高核心竞争力。
2021 年 6 月	《上海市国资国企发展“十四五”规划》指出，国有企业要以做强主业、做实创新、做活机制、做优监管、打响品牌为主线，以市场化、专业化、法治化、国际化为导向，聚焦国资国企历史使命和主责主业，加快国有企业数字化转型。
2020 年 6 月	国务院《国企改革三年行动方案（2020—2022 年）》指出，要积极推动国有资本向重要行业和关键领域集中，向前瞻性战略性新兴产业集中，加快不具备竞争优势、缺乏发展潜力的非主业、非优势业务剥离，抓好无效资产、低效资产处置。

资料来源：求是网，腾讯网，财联社，新浪财经，上海国资委，国务院国资委，国盛证券研究所

公司管理层“换血”，人事调整频繁。管理层的“换血”，是公司面对汽车行业新能源和智能化转型、市场格局重塑等挑战的重要策略，上汽名爵品牌事业部总经理周钊等新锐管理层的任命，也将为公司注入新的发展活力。

图表26: 上汽集团管理班子调整情况

管理层	职位	简介
王晓秋	董事长	男, 1964年生, 中共党员, 研究生, 工学博士, 高级工程师。曾任上汽股份有限公司副总经理, 上汽仪征汽车有限公司总经理、党委书记等。2024年7月10日履新上汽集团股份有限公司党委书记、董事长。
贾建旭	总裁	男, 1978年生, 中共党员, 在职研究生, 工商管理硕士。曾任上汽卢森堡公司副总经理、上汽欧洲有限公司副总经理等。2024年7月10日履新上海汽车集团股份有限公司总裁、党委副书记。
俞经民	乘用车分公司常务副总经理	男, 1974年生, 中共党员, 硕士学位。2014年, 任上汽乘用车副总经理。2021年3月, 任上汽大众销售与市场执行副总经理兼上海上汽大众汽车销售有限公司总经理。2024年2月, 任上汽大众汽车有限公司党委书记。2024年8月14日, 履新乘用车分公司常务副总经理。
祝勇	乘用车分公司副总经理	男, 博士学位。2022年7月, 任上汽乘用车业务规划和项目管理部动力总成平台执行总监。2024年7月, 任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。2024年8月14日, 履新乘用车分公司副总经理。
傅强	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	男, 1977年生, 在职研究生、工商管理硕士、经济师。1999年进入上汽大众。2024年8月14日履新上汽大众销售与市场执行副总经理。
陶海龙	上汽大众总经理、党委书记	男, 1968年生, 工学学士学位, 正高级工程师职称。曾长期供职于上汽大众质保部、制造部、上汽集团乘用车分公司, 先后担任质量保证部执行总监、副总经理等职务。7月, 履新上汽大众总经理。2024年8月14日, 兼任上汽大众党委书记。
周钊	上汽名爵品牌事业部总经理	男, 1987年生。2011年加入上汽, 工作经历集中在上汽通用五菱。2022年6月加入小米汽车, 担任市场部总经理。后回到五菱, 负责五菱自主品牌宝骏的营销、市场工作。2024年12月9日, 履新上汽名爵品牌事业部总经理。

资料来源: 中国证券报、太平洋汽车、新浪财经、北京青年报、中商产业研究院、晚点 Auto、网易、国盛证券研究所

3.2 积极调整战略, 去库减值迎轻装上阵

产能利用率持续下滑, 多数工厂产能已远低于满产水平。以上汽通用汽车有限公司为例, 产能利用率自2020年的74%下降到2023年的53%, 降幅达21个百分点。海外的上汽通用五菱汽车印尼有限公司产能利用率长期位于低位。

图表27: 报告期内产能&产能利用率 (2020-2023)

工厂	产能 (万辆)				产能利用率 (%)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
上汽大众	149.6	124.7	134.0	120.2	72	60	64	58
上汽通用	141.0	133.1	117.5	101.8	74	70	62	53
上汽乘用车	64.1	80.2	84.61	98.9	80	100	106	95
上汽通用五菱	155.5	167.2	158.7	140.4	88	95	90	80

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

公司正积极调整经营策略, 轻装上阵。 1) 去库存: 本年度上汽通用已完成经销商库存15万辆, 显著缓解库存压力, 提升渠道健康度; 2) 车型调整: 11月, 自立门户三年的飞凡品牌, 重新回归到上汽荣威旗下。上汽荣威iMAX8 DMH新陆尊与D7 DMH世界冠军版双车上市, 意在进军混动市场; 3) 经营战略调整: 未来, 公司将调整全国产业布局,

推动长三角、中西部生产基地的转型升级，加强本土化研发，提高竞争力，响应市场需求变化。

图表28: 上汽战略规划与近期经营策略调整

时间	事件
2024年12月	12月10日，上汽集团董事长王晓秋宣布，上汽集团与大众汽车集团将共同支持上汽大众在电动化、智能化领域的发展，标志着中德汽车合作进入2.0阶段。上汽大众计划到2030年推出18款新车型，其中15款专为中国市场设计。上汽大众还将调整全国产业布局，推动长三角、中西部生产基地的转型升级。
2024年12月	上汽通用今年以来已成功“去库存”超15万辆，经销商库存已减少50%以上，渠道健康度得到显著改善。
2024年10月	公司公告飞凡汽车重新纳入乘用车体系，与荣威品牌进行合并。
2024年11月	上汽荣威正在全面转向混动。11月8日，上汽荣威iMAX8 DMH新陆尊与D7 DMH世界冠军版双车上市。其中，iMAX8 DMH新陆尊是一款MPV，售价19.99万元至24.99万元，D7 DMH则是一款B级轿车，售价12.38万元至14.38万元。
2024年5月	上汽集团和奥迪汽车正式签订合作协议，基于智己汽车的技术优势，联合开发“Advanced Digitized Platform”智能数字平台，将为上汽奥迪开发多款豪华智能纯电动新车。

资料来源：上汽乘用车公众号、经济观察报、中国锻压网、腾讯网、奥迪官网、中国日报、国盛证券研究所

3.3 自主技术积累深厚，国内+海外市场同步开拓

布局七大技术底座，迈入“2.0”时代。2024年5月24日举行的“向新十年 上汽集团新能源技术发布会”上，上汽集团正式发布面向“新赛道”的新一代底座技术。依托固态电池、能量闭环、高效动力总成、智能底盘、全栈软件架构、全新电子架构等创新技术的突破和应用，上汽“七大技术底座”全面跃迁升级进入2.0时代。

图表29: 公司七大技术底座



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

纯电平台：“星云”纯电专属系列化平台，实现更大范围车型梯度的覆盖，不仅覆盖豪华车和中级车市场，还针对入门级市场的用户需求对平台进行全面升级。全新星云平台“一度电续驶里程”挑战实现行业领先的12公里目标，比现有水平提升超过30%。

混动平台：“珠峰”机电一体化整车架构，实现场景全覆盖。面向全场景、全天候、全球市场，珠峰架构实现从“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，显著优于行业主流竞品水平。

图表30：“星云”纯电专属系列化平台



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表31：“珠峰”机电一体化整车架构



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

动力总成：

- 电驱：“绿芯”电驱总成，经过技术迭代性能进一步跃升。迭代后的 NPC 轴，应用独创的网格油冷技术，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。
- 混动：“蓝芯”混合动力总成，聚焦模块化、集成化、专属化的 DMH 超级混动技术，已经实现性能突破。行业首创集成发动机、变速箱、混动策略、热管理、空调等控制于一体的 PICU 模块。

图表32：“绿芯”电驱总成



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表33：“蓝芯”混合动力总成



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

智能驾驶：2022 年，上汽推出汽车行业首个智能车全栈技术解决方案——上汽零束银河全栈 1.0，目前已成功进化至 3.0 版本。一方面，“大脑”舱驾一体的中央计算单元和“小脑”整车中央协调运动控制器（VMC）在电子架构和软件上进行协同开发。另一方面，全栈 3.0 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。以此，上汽正将智能电动车打造成高速移动的智能机器人。此外，上汽联手合作伙伴推出

“生态域”，将手机等智能终端拓展成为智能车的一个域，越来越多品牌的智能终端将接入银河全栈，实现场景连续的极致智能体验。

图表34: 公司车载域控制器



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

飞凡重回上汽乘用车体系，与荣威整合预计持续深入。2024年10月，公司公告飞凡汽车重新纳入乘用车体系，与荣威品牌进行深度整合。除了渠道整合之外，我们认为后续有望对双品牌的定位和产品线的重新梳理。荣威品牌目前在售车型包括燃油车和新能源汽车，产品线较为杂乱。而飞凡汽车则主攻中高端新能源市场，但销量一直未能起色。通过合并，上汽乘用车将重新规划两个品牌的定位和产品线，避免内部竞争和资源浪费。

图表35: 荣威&飞凡渠道融合



资料来源: 公司微信公众号, 国盛证券研究所

名爵+MAXUS持续发力，海外市场预计维持高增。截至2023年，公司自主品牌占海外销量的比重达92%，MG品牌全球年销量超80万辆，拳头产品ZS/AP/HS系列继续保持

较快增长，特别是在欧洲市场，MG 品牌单月交付量稳定在 2 万辆以上，欧洲成为公司首个“20 万辆级”海外区域市场，MG 品牌不仅在英国、西班牙纯电市场跻身前二，而且已在全球各大主要市场跻身前十，主力产品 MG4EV 成功揽获“英法德澳年度车型大满贯”等 30 多个海外权威奖项。此外，公司 MAXUS 等商用车产品全年出口销量也已站上 10 万辆新台阶。

图表36: 上汽名爵持续发力海外市场



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

四、盈利预测与估值

收入端，受行业竞争影响，公司 2024 年主力合资（上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱）销量及份额均大幅下行。2025 年起，受益于大众品牌积极转型与自主品牌的改革整合，自主&合资板块销量、利润有望同步改善，预计 2024-2026 实现收入 6333、6750、7108 亿元。毛利率方面，受益于销量规模的修复，预计公司未来 2024-2026 年毛利率分别为 9.06%、9.14%、9.57%。费用率方面，行业竞争加剧下，预计销售费用率有所波动，而管理/研发费用率预计未来维持平稳。

图表37: 公司收入及毛利率预测 (亿元)

项 目	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	7599.1	7209.9	7262.0	6332.5	6750.4	7108.2
yoy (%)	5.10%	-5.12%	0.72%	-12.80%	6.60%	5.30%
毛利率	9.63%	9.61%	10.19%	9.06%	9.14%	9.57%
销售费用率	3.88%	4.19%	4.11%	4.14%	4.13%	4.13%
管理费用率	3.17%	3.56%	3.34%	3.41%	3.39%	3.39%
研发费用率	2.59%	2.50%	2.53%	2.52%	2.52%	2.52%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表38: 盈利预测简表

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	720,988	726,199	633,246	675,040	710,817
增长率 yoy (%)	-5.1	0.7	-12.8	6.6	5.3
归母净利润 (百万元)	16,118	14,106	10,419	11,908	13,122
增长率 yoy (%)	-34.3	-12.5	-26.1	14.3	10.2
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.39	1.22	0.90	1.03	1.13
净资产收益率 (%)	5.8	4.9	3.5	3.9	4.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 截至 2024/12/19

选择同为整车龙头的比亚迪、长城汽车、江淮汽车、理想汽车、吉利汽车作为可比公司。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 104、119、131 亿元，对应 PE 分别为 20、18、16 倍，当前 PB 仅为 0.7 倍，折价明显。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表39: 可比公司 (亿元)

代码	简称	市值	PB	归母净利润			PE		
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
002594.SZ	比亚迪	7,898	5.3	300	384.0	498.1	26.3	20.6	15.9
601633.SH	长城汽车	1,991	3.0	70	128.3	153.9	28.4	15.5	12.9
600418.SH	江淮汽车	827	6.0	2	4.6	7.4	545.6	179.5	112.4
2015.HK	理想汽车	1,932	2.9	117	80.2	131.0	16.5	24.1	14.7
0175.HK	吉利汽车	1,559	1.8	53	153.6	124.8	29.4	10.2	12.5
600104.SH	上汽集团	2,122	0.7	141	104	119.1	15.0	20.4	17.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 截至 2024/12/19; 注: 可比公司预测数据来自 Wind 一致预期

风险提示

出口业务增速不及预期。欧盟关税对公司出口销量及利润可能产生影响。

行业需求不及预期。宏观经济增速波动及外部环境不确定性或影响居民整体消费能力，而汽车作为消费占比最大的细分领域，行业需求或受到一定抑制而不及预期。

乘用车转型不及预期。公司对下属品牌战略重心进行了一定调整，调整效果可能不及预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com