

全年零售量高于批发量，预计受益于国改盈利将筑底企稳向上

核心观点

- **上汽集团 12 月整体批发销量环比微增，全年终端销量高出批发销量超 60 万辆。**上汽集团 12 月整体销量 48.30 万辆，同比减少 24.2%，环比增长 0.9%；1-12 月累计销量 401.30 万辆，同比减少 20.1%。据公司公众号，12 月公司终端销量达 50.6 万辆，高于 12 月批发销量；2024 年公司终端销量达 463.9 万辆，较 2024 年批发销量高出超过 60 万辆，预计公司今年批发销量表现承压的主要系持续去库所致。随着公司去库存逐步完成，8-12 月公司连续 5 个月实现批发销量环比增长，2025 年批发销量筑底回升值得期待，预计批发销量持续改善也将带动 2025 年业绩企稳向上。
- **上汽奥迪及 ID. 家族表现亮眼，上汽通用批发及终端销量连续多月环比改善。**上汽大众 12 月销量 13.00 万辆，同比减少 8.9%，环比减少 1.9%；1-12 月累计销量 114.81 万辆，同比减少 5.5%。上汽通用 12 月销量 6.40 万辆，同比减少 38.9%，环比增长 13.8%，销量连续 5 个月实现环比正增长；1-12 月累计销量 43.50 万辆，同比减少 56.5%。据上汽大众公众号，上汽奥迪 2024 全年累计新车交付同比增长 70%，上汽大众 ID. 家族 2024 全年销量 13.02 万辆，同比增长 23.8%，成为合资品牌纯电销冠；在国内合资品牌整体承压较大的背景下，上汽大众豪华品牌及新能源品牌表现不俗；据上汽通用公众号，12 月上汽通用终端销量达 7.31 万辆，连续 6 个月实现环比增长；上汽通用 2024 全年终端销量达 67.30 万辆，较批发销量高出近 55%；随着合资品牌去库完成，预计合资品牌 2025 年销量将有望企稳回升。
- **2024 年公司海外终端销量逆势增长，上汽智己将于 2025 年进入新车周期。**上汽乘用车 12 月销量 7.74 万辆，同比减少 43.4%，环比增长 5.2%；1-12 月累计销量 70.70 万辆，同比减少 28.3%。公司 12 月新能源汽车销量 15.41 万辆，同比减少 29.8%，环比减少 11.9%；1-12 月累计销量 123.41 万辆，同比增长 9.9%。上汽智己 12 月销量 8003 辆，同比减少 23.1%，环比减少 20.0%；1-12 月累计销量 6.55 万辆，同比增长 71.2%。公司 12 月海外及出口销量 10.09 万辆，同比减少 28.6%，环比增长 7.2%；1-12 月累计销量 103.84 万辆，同比减少 14.1%。公司 2024 年海外终端销量 108.2 万辆，在欧洲反补贴不利影响下仍然实现终端销量同比增长。12 月 15 日，上汽智己宣布完成 B1 轮融资，整体 B 轮融资金额合计 94 亿元。根据规划，上汽智己将于 2025 年推出 4 款全新产品，包括 2 款纯电和 2 款增程产品。预计智己首款增程车型将于 2025 年一季度发布。
- **受益于上海国企改革，公司有望加快推进改革、促进经营能力及竞争力改善。**公司在下半年积极推进落实各项改革举措，推动荣威与飞凡整合，与大众集团延长合资合作并将携手打造多款中国市场专供车型；预计在市政府支持下，公司有望加大改革力度，推进集团组织重构、业务重塑、优势再造，促进经营能力及市场竞争力逐步企稳向上。

盈利预测与投资建议

- 预测 2024-2026 年 EPS 分别为 0.89、1.06、1.15 元，可比公司 25 年 PE 平均估值 21 倍，目标价 22.26 元，维持买入评级。

风险提示

上汽乘用车销量低于预期、上汽大众、上汽通用销量低于预期、行业价格战加剧、海外贸易保护政策影响出口风险。

公司主要财务信息

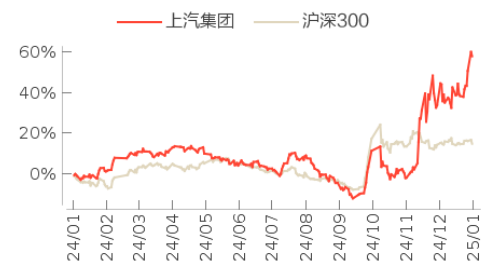
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	720,988	726,199	659,813	714,524	760,302
同比增长(%)	-5.1%	0.7%	-9.1%	8.3%	6.4%
营业利润(百万元)	26,022	25,937	17,060	20,364	22,001
同比增长(%)	-37.2%	-0.3%	-34.2%	19.4%	8.0%
归属母公司净利润(百万元)	16,118	14,106	10,329	12,295	13,269
同比增长(%)	-34.3%	-12.5%	-26.8%	19.0%	7.9%
每股收益(元)	1.39	1.22	0.89	1.06	1.15
毛利率(%)	9.6%	10.2%	10.2%	10.7%	10.9%
净利率(%)	2.2%	1.9%	1.6%	1.7%	1.7%
净资产收益率(%)	5.8%	5.0%	3.5%	4.0%	4.2%
市盈率	14.9	17.0	23.3	19.5	18.1
市净率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级	买入 (维持)
股价 (2024 年 12 月 31 日)	20.76 元
目标价格	22.26 元
52 周最高价/最低价	21.31/11.49 元
总股本/流通 A 股 (万股)	1,157,530/1,157,530
A 股市值 (百万元)	240,303
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2025 年 01 月 02 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	11.49	18.09	41.9	57.77
相对表现%	12.71	17.62	43.96	43.09
沪深 300%	-1.22	0.47	-2.06	14.68



证券分析师

姜雪晴	jiangxueqing@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860512060001
袁俊轩	yuanjunxuan@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860523070005

相关报告

整体销量持续环比改善，预计盈利将季度环比向上	2024-12-02
受益于上海国企改革，预计公司有望困境反转	2024-12-01
合资品牌盈利承压，自主新能源拓展海外市场	2024-09-17

表 1：可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元) 2024年12月31日	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
广汽集团	601238	9.34	0.43	0.22	0.29	0.33	21.77	42.51	31.76	27.90
长安汽车	000625	13.36	1.14	0.68	0.92	1.11	11.69	19.62	14.56	12.08
长城汽车	601633	26.33	0.82	1.50	1.80	2.06	32.06	17.55	14.63	12.78
比亚迪	002594	282.66	10.33	13.20	17.12	20.89	27.37	21.42	16.51	13.53
江淮汽车	600418	37.5	0.07	0.22	0.35	0.53	540.35	173.05	106.96	70.58
赛力斯	601127	133.39	-1.62	3.93	6.35	8.22	-82.21	33.94	21.02	16.23
调整后平均							23.22	29.37	20.98	17.61

数据来源：Wind、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	155,157	143,636	139,575	224,513	245,684	营业收入	720,988	726,199	659,813	714,524	760,302
应收票据、账款及款项融资	80,339	93,830	63,342	54,304	57,783	营业成本	651,701	652,207	592,325	638,070	677,413
预付账款	22,177	26,663	39,589	30,361	35,280	营业税金及附加	5,289	4,964	4,619	5,002	5,322
存货	88,535	98,604	65,156	63,807	67,741	营业费用	30,175	29,879	26,393	28,581	30,412
其他	235,958	256,875	257,890	255,502	261,143	管理费用及研发费用	43,672	42,606	41,568	42,871	45,618
流动资产合计	582,165	619,609	565,552	628,487	667,632	财务费用	(764)	(157)	2,199	530	761
长期股权投资	64,645	66,701	66,701	66,701	66,701	资产、信用减值损失	3,541	7,952	1,273	653	694
固定资产	79,240	83,891	96,100	96,699	94,125	公允价值变动收益	(77)	974	800	800	800
在建工程	15,736	13,828	13,186	12,865	11,520	投资净收益	14,703	14,949	19,823	15,748	16,119
无形资产	18,923	20,838	19,796	18,754	17,712	其他	24,023	21,266	5,000	5,000	5,000
其他	229,398	201,783	210,897	212,403	206,199	营业利润	26,022	25,937	17,060	20,364	22,001
非流动资产合计	407,942	387,042	406,680	407,422	396,258	营业外收入	2,163	524	500	500	500
资产总计	990,107	1,006,650	972,232	1,035,909	1,063,890	营业外支出	114	488	200	200	200
短期借款	38,337	44,921	37,036	40,098	40,685	利润总额	28,071	25,973	17,360	20,664	22,301
应付票据及应付账款	244,281	264,703	177,698	231,980	243,738	所得税	5,228	5,913	2,604	3,100	3,345
其他	261,356	237,817	257,352	252,194	249,343	净利润	22,843	20,060	14,756	17,565	18,956
流动负债合计	543,975	547,440	472,085	524,271	533,766	少数股东损益	6,725	5,954	4,427	5,269	5,687
长期借款	34,555	51,455	51,455	51,455	51,455	归属于母公司净利润	16,118	14,106	10,329	12,295	13,269
应付债券	15,122	11,424	26,492	23,492	23,492	每股收益(元)	1.39	1.22	0.89	1.06	1.15
其他	60,155	53,424	60,671	59,096	60,215						
非流动负债合计	109,832	116,303	138,618	134,043	135,162						
负债合计	653,807	663,743	610,703	658,315	668,928						
少数股东权益	57,067	56,588	61,015	66,285	71,971						
实收资本(或股本)	11,683	11,683	11,575	11,575	11,575						
资本公积	54,149	53,439	55,305	55,305	55,305						
留存收益	197,750	208,314	214,332	223,529	233,109						
其他	15,651	12,882	19,300	20,900	23,000						
股东权益合计	336,300	342,907	361,528	377,594	394,961						
负债和股东权益总计	990,107	1,006,650	972,232	1,035,909	1,063,890						

现金流量表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	22,843	20,060	14,756	17,565	18,956
折旧摊销	15,097	17,367	12,370	14,450	16,197
财务费用	(764)	(157)	2,199	530	761
投资损失	(14,703)	(14,949)	(19,823)	(15,748)	(16,119)
营运资金变动	9,866	(38,831)	(27,375)	66,688	(7,472)
其它	(22,833)	58,844	16,899	(1,649)	3,211
经营活动现金流	9,505	42,334	(975)	81,837	15,533
资本支出	(16,533)	(19,626)	(12,544)	(12,544)	(10,175)
长期投资	(27,187)	(5,505)	10,096	(5,581)	355
其他	36,942	(17,103)	(6,913)	23,287	21,605
投资活动现金流	(6,779)	(42,234)	(9,361)	5,162	11,786
债权融资	16,250	994	18,912	(1,494)	(2,286)
股权融资	387	(709)	1,758	0	0
其他	(7,502)	(10,343)	(14,395)	(567)	(3,863)
筹资活动现金流	9,135	(10,058)	6,275	(2,061)	(6,148)
汇率变动影响	822	704	-0	-0	-0
现金净增加额	12,683	(9,254)	(4,061)	84,938	21,171

主要财务比率					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-5.1%	0.7%	-9.1%	8.3%	6.4%
营业利润	-37.2%	-0.3%	-34.2%	19.4%	8.0%
归属于母公司净利润	-34.3%	-12.5%	-26.8%	19.0%	7.9%
获利能力					
毛利率	9.6%	10.2%	10.2%	10.7%	10.9%
净利率	2.2%	1.9%	1.6%	1.7%	1.7%
ROE	5.8%	5.0%	3.5%	4.0%	4.2%
ROIC	4.6%	4.2%	3.3%	3.4%	3.6%
偿债能力					
资产负债率	66.0%	65.9%	62.8%	63.5%	62.9%
净负债率	0.0%	0.0%	1.7%	0.0%	0.0%
流动比率	1.07	1.13	1.20	1.20	1.25
速动比率	0.90	0.95	1.04	1.06	1.10
营运能力					
应收账款周转率	13.1	11.1	13.1	20.8	20.6
存货周转率	8.6	6.8	6.8	8.5	8.8
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
每股指标(元)					
每股收益	1.39	1.22	0.89	1.06	1.15
每股经营现金流	0.81	3.62	-0.08	7.07	1.34
每股净资产	24.12	24.74	25.96	26.89	27.90
估值比率					
市盈率	14.9	17.0	23.3	19.5	18.1
市净率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	0.9	0.8	1.1	1.0	0.9
EV/EBIT	1.4	1.4	1.8	1.7	1.5

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。