

自主合资齐发力，加速国企改革步伐

核心观点

2024年，上汽集团加速深化改革，提出“五大战略任务”和“五大关键举措”，包括以自主品牌为核心，以智电技术为关键，自研、合作并举等。分品牌来看，自主品牌加速整合，飞凡正式回归荣威品牌，智己品牌月销量连续破万，顺利完成B轮94亿融资，2025年将推出2款纯电和2款增程共计4款全新产品；合资品牌方面，上汽大众正式宣布合资协议延长至2040年，并计划在2030年前推出18款新能源车型，新品牌“AUDI”首款车型将于2025年推出，上汽通用发力新能源转型。11月，上汽集团整车销量合计47.9万辆，环比大幅19.1%。

事件

2024年，上汽集团部署推进《上汽集团全面深化改革工作方案（2024—2027年）》，提出“五大战略任务”和“五大关键举措”，包括以自主品牌为核心，以智电技术为关键，自研、合作并举等。上汽集团迅速落实各项改革举措，积极创新转型发展，上汽整体态势持续向好发展，向着建设世界一流车企目标迈出坚实步伐。

简评

陈吉宁视察上汽集团，加快国企改革节奏

11月1日，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，陈吉宁指出，当前，汽车行业正处于深度变革期。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。

11月销量环比增长19.1%，自主合资齐头并进

24年11月，上汽集团整车销量合计47.9万辆，环比+19.1%，同比-7.06%，相较10月同比跌幅收窄11.2pct，其中上汽大众/上汽通用/上汽乘用车/上通五/智己汽车环比分别+16.7/55.1/-1.4/28.1/+0.1%。

24年1-11月，上汽集团乘用车销量合计353.0万辆，同比-14.5%，主要受合资品牌表现下滑拖累，上汽大众销量101.8万辆，同比-5.1%，上汽通用销量89.6万辆，同比-58.6%。

上汽集团(600104.SH)

维持

买入

程似骐

chengsiqizgs@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号:S1440520070001

SFC 编号:BQR089

陶亦然

taoyiran@csc.com.cn

010-56135200

SAC 编号:S1440518060002

胡天颢

hutiankuang@csc.com.cn

010-56135198

SAC 编号:S1440523070010

发布日期：2025年01月02日

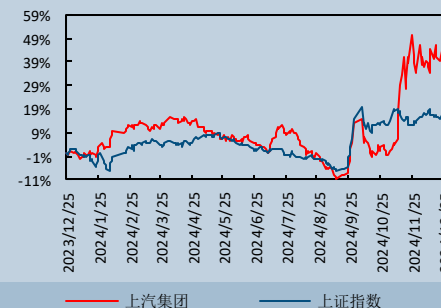
当前股价：20.76元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1个月	3个月	12个月
4.84/0.98	54.13/35.61	40.67/24.25
12月最高/最低价(元)		19.50/11.55
总股本(万股)		1,157,529.94
流通A股(万股)		1,157,529.94
总市值(亿元)		2,181.94
流通市值(亿元)		2,181.94
近3月日均成交量(万)		11040.77
主要股东		
上海汽车工业(集团)有限公司		63.27%

股价表现



自主品牌加速整合，飞凡正式回归荣威品牌

2024 年 11 月上汽集团宣布飞凡回归上汽荣威，作为上汽荣威的高端序列发展，品牌方面深度整合，后台研发更加聚焦，优化效率，未来将在纯电与混动领域全面发力，我们认为二者重新合并能够充分共享资源，降本增效，有效提升自主品牌经营效率。

智己品牌销量连续破万，顺利完成 B 轮 94 亿融资

24 年 1-11 月，智己品牌累计销量达 5.75 万辆，同比+106.5%，11 月 10007 辆，同比+15%，其中 LS6 销量超 7 千辆。12 月 25 日，智己汽车宣布顺利完成 B1 轮股权融资，整体 B 轮融资共募集资金 94 亿元，实现完美收官。本轮融资由国有投资机构和市场化投资机构继续加持，充分体现了资本市场对智己长期发展潜力和广阔前景的坚定看好。2025 年，智己汽车将推出 2 款纯电和 2 款增程，共计 4 款全新产品。

合资品牌稳步推进电动化转型

1) 上汽大众：11 月 26 日，上汽集团与大众汽车集团正式宣布合资协议延长至 2040 年，并计划在 2030 年前推出 18 款新能源车型，其中 15 款专为中国市场定制。双方合作的新品牌“AUDI”首款高端智能网联车型将于 2025 年推出，进一步推动奥迪在华电动化布局。上汽大众凭借“促油车、稳电车、上奥迪”的策略，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；奥迪则进一步提升智驾能力，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：发力新能源转型，4 月别克首款新能源车型 GL8 陆尊 PHEV 上市，迅速带领 GL8 回归此前的销量高位。

投资建议：我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别约 6564.1/6875.4/7113.3 亿元。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别约 75.1/90.7/99.8 亿元，对应 PE 分别约 32.01/26.50/24.07 倍，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动的风险、行业竞争加剧的风险、需求不达预期的风险。

重要财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	720,987.53	726,199.11	656,411.39	687,541.76	711,334.26
YoY(%)	-5.12	0.72	-9.61	4.74	3.46
净利润(百万元)	16,117.55	14,106.17	7,508.02	9,069.17	9,984.45
YoY(%)	-34.30	-12.48	-46.77	20.79	10.09
毛利率(%)	9.61	10.19	10.38	10.33	10.39
净利率(%)	2.24	1.94	1.14	1.32	1.40
ROE(%)	5.77	4.93	2.57	3.04	3.27
EPS(摊薄/元)	1.39	1.22	0.65	0.78	0.86
P/E(倍)	14.91	17.04	32.01	26.50	24.07
P/B(倍)	0.86	0.84	0.82	0.81	0.79

资料来源：iFinD，中信建投证券

风险分析

- 1) 原材料价格波动的风险。公司新能源乘用车电池成本中碳酸锂成本占比较高，如果碳酸锂价格未来降幅较低或再度上涨，公司材料成本回落速度将不及预期，若原材料价格大幅上行，乘用车业务毛利率下降。
- 2) 行业竞争加剧的风险。目前各个主机厂新能源乘用车产品投放明显加速，竞争对手降低产品价格，如果市场竞争显著加剧，公司销量增长将受影响，公司营业收入将不及预期。
- 3) 需求不达预期的风险。公司主要业务增量来自新能源乘用车，如果新能源车渗透率增长不及预期，或乘用车整体需求下降，公司营业收入将不及预期。

分析师介绍

程似骐

汽车行业首席分析师，上海交通大学车辆工程硕士，师从发动机所所长，曾任职于东吴证券、国盛证券，四年证券行业研究经验。2017年新财富第二团队核心成员，2020年新浪财经新锐分析师第一名，2020年金牛最佳汽车行业分析师团队第五名。深度覆盖新能源整车，智能化零部件，把握智能化电动化浪潮，对智能驾驶全产业链最前沿研究，深度跟踪从产业链最上游车载芯片到下游最前沿的 L4 的商业模式前沿演变。2021年新财富最佳分析师汽车行业第四名。

陶亦然

汽车行业联席首席分析师。曾任银河证券汽车分析师，2018年加入中信建投汽车团队，2018/19年万得金牌分析师团队核心成员，2019/20年新浪财经新锐分析师团队核心成员，2020年金牛最佳行业分析团队核心成员，2021/22年新财富、水晶球最佳分析师团队核心成员。

胡天颢

中国人民大学经济学硕士，华中科技大学经济统计学学士，2021年加入中信建投证券。2021年新财富、水晶球团队成员，2022年新财富、水晶球、金牛奖团队成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话: (8610) 56135088
联系人: 李祉瑶
邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话: (8621) 6882-1600
联系人: 翁起帆
邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话: (86755) 8252-1369
联系人: 曹莹
邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话: (852) 3465-5600
联系人: 刘泓麟
邮箱: charleneliu@csci.hk