

2024 销量筑底 2025 企稳改善

2025 年 01 月 03 日

➤ **事件概述:** 公司发布 12 月产销快报, 2024 年 12 月上汽集团批发销售 48.3 万辆, 2024 全年 401.3 万辆, 同比-20.1%。分品牌看: 12 月上汽大众销量 13.0 万辆, 2024 全年 114.8 万辆, 同比-5.5%; 12 月上汽通用销量 6.4 万辆, 2024 全年 43.5 万辆, 同比-56.5%; 12 月上汽乘用车销量 7.7 万辆, 2024 全年 70.7 万辆, 同比-28.3%; 12 月上汽通用五菱销量 17.9 万辆, 2024 全年 134.0 万辆, 同比-4.5%; 12 月上汽新能源整体销量 15.4 万辆, 2024 全年 123.4 万辆, 同比+9.9%; 12 月上汽海外销量 10.1 万辆, 2024 全年 103.8 万辆, 同比-14.1%。

➤ **2024 平稳去库 终端销量高于批发。** 2024 年上汽集团终端交付量 463.9 万辆, 高于批发销量 401.3 万辆, 稳步去库后当前库存水平安全。结构端, 新能源方面, 2024 全年累计 123.4 万辆, 同比+9.9%, 其中智己销量 6.6 万辆, 同比+71.2%, 实现大幅增长; 自主品牌方面, 销量占比提升至 60%, 同比+5.3pct。海外市场终端交付达 108.2 万辆, 同比+2.6%, 在欧盟反补贴等不利影响下实现稳定增长。2024 年, 公司整体终端强于批发, 平稳去库, 有效降低经营风险。

➤ **2025 自主加速新能源转型 合资企稳改善。自主方面:** 上汽将依托“全新一代 DMH 双电机混动技术、魔方电池系统、星云纯电动系统化平台”等全新技术底座, **荣威 (飞凡)** 聚焦国内市场, 在 2025 年将推出紧凑型纯电/插混车型、纯电/插混中型 SUV 等 4-5 款产品, 与飞凡加快在研发、销售、服务等层面的融合, 提升品牌影响力; **MG** 将加速转型新能源, 2025 年 6 款新车实现 8-30 万元价位段全覆盖, 推出全球首款标配半固态电池车型; **智己** 加速智驾落地, 推出增程车型, 进军高端市场。**合资方面,** 上汽通用树信心、求生存、谋发展, 聚焦别克 GL8、昂科威、君越、CT5 等重点车型, 将加大混动车型推出节奏; 上汽大众专注有盈利能力的油车, 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。

➤ **管理层更替 强化国企改革。** 2024 年, 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指出公司要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:** 公司董事长、总裁及多个重要板块管理层更替, 新管理层呈现年轻化态势; **3) 聚焦资源整合协同:** 新总裁上任后提出强调资源整合, 加强协同等转型思路。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。

➤ **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 2025 年 1 月 2 日 19.03 元/股的收盘价, PE 分别 21/17/15 倍, 当前 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	16	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 2025 年 1 月 2 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

19.03 元



分析师 **崔琰**

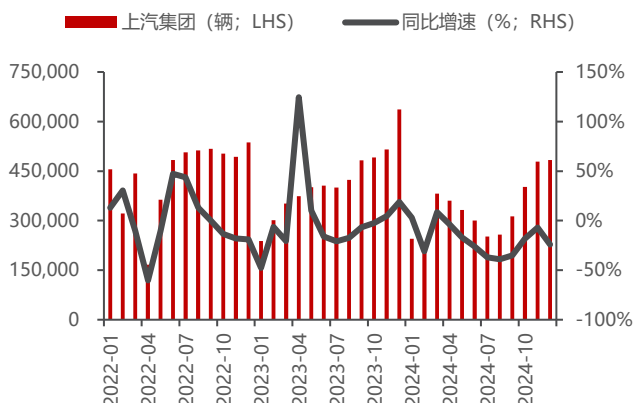
执业证书: S0100523110002

邮箱: cuiyan@mszq.com

相关研究

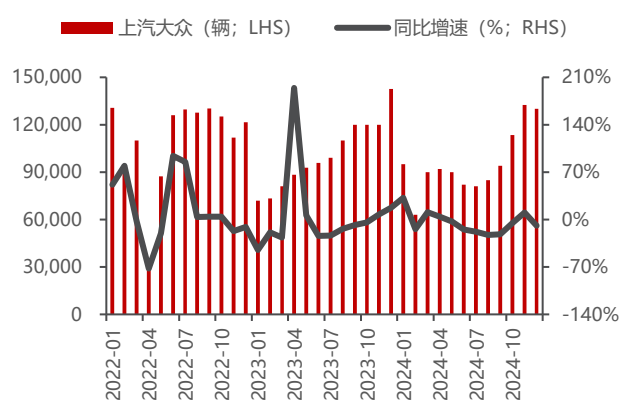
1. 比亚迪 (002594.SZ) 系列点评一: 月销持续突破 出海海阔天空 -2023/12/04
2. 比亚迪 (002594.SZ) 系列点评二: 2023 销量突破 300 万 2024 看高端+出海演绎 -2024/01/02
3. 比亚迪 (002594.SZ) 系列点评三: 出口支撑利润 2024 看高端化+智能化演绎 -2024/01/30
4. 比亚迪 (002594.SZ) 系列点评四: 高端销量亮眼 出海稳步推进 -2024/02/02

图1: 上汽集团批发销量及同比增速 (辆; %)



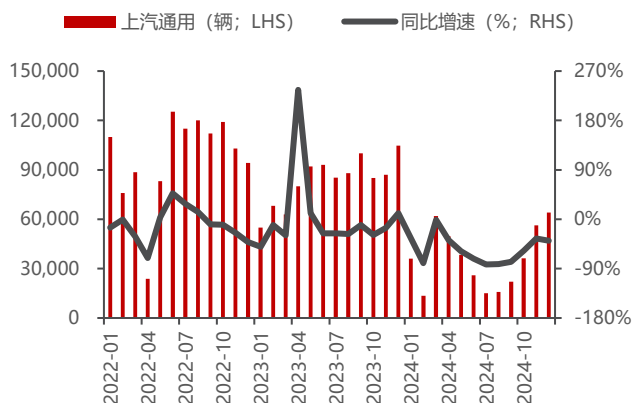
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图2: 上汽大众批发销量及同比增速 (辆; %)



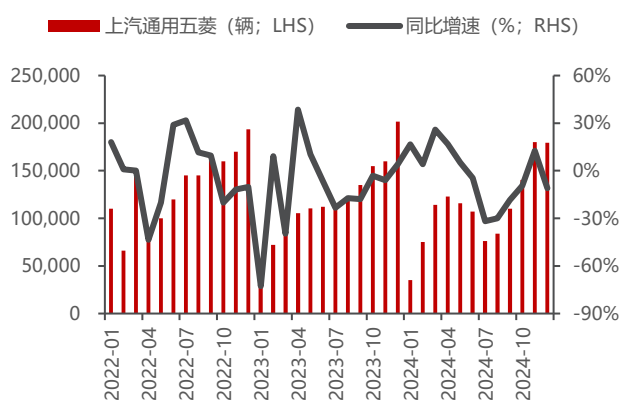
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图3: 上汽通用批发销量及同比增速 (辆; %)



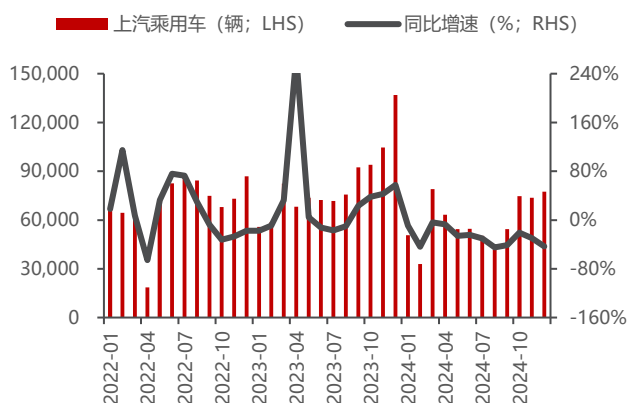
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图4: 上汽通用五菱批发销量及同比增速 (辆; %)



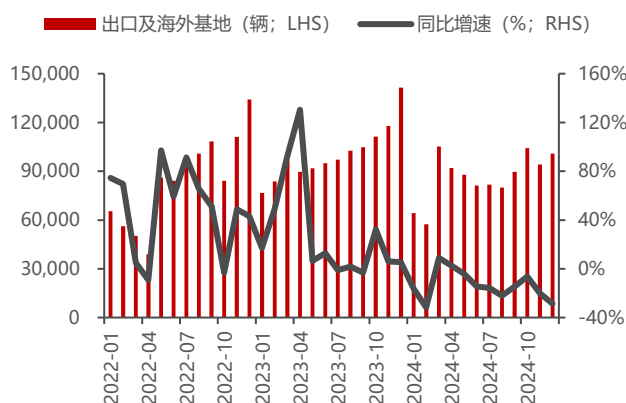
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图5: 上汽乘用车批发销量及同比增速 (辆; %)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图6: 上汽出口及海外基地批发销量及同比增速 (辆; %)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

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

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
净利润率	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	16	21	17	15
PB	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	6.30	8.47	6.45	5.67
股息收益率 (%)	1.95	1.42	1.76	1.99

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

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

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。	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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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