

自我革新，逆风向上

核心观点

- 公司盈利驱动要素变化。**2024 年公司自主板块及合资品牌销量、盈利等均有所承压，受益于国企改革，预计公司将加速推进全面深化变革，2025 年有望实现底部反转。大自主板块方面，公司推行一系列转型变革措施：组织架构变革及人事调整，自主品牌整合，降本增效等。公司自主品牌智驾迭代，出海销量维持稳定增长，预计自主板块盈利能力将有望扭亏为盈。合资板块方面，上汽大众与上汽通用加快电动化、智能化转型，盈利将逐步改善。
- 上汽大自主：品牌整合、智驾迭代，降本增效实现盈利改善。**飞凡与荣威品牌合并，助力公司重新理顺自主品牌定位，将促进自主板块经营效率提升。公司是中国乘用车出口的领先企业，2016-2023 年连续 8 年维持国内车企出口市场销量第一。与 Momenta、地平线、大疆车载等合作，打造从 L2 级辅助驾驶到高阶智驾的全场景智驾能力，智己 IM AD 3.0 智驾系统已在全国范围内开通全系车型无图城市 NOA，预计领先的智驾能力将促进公司产品竞争力提升。受益于国企改革及公司自身变革，预计 25 年大自主品牌在规模提升、降本增效下，有望实现扭为盈。
- 合资品牌：加快战略调整，推进电动化、智能化转型。**在经历 2024 年低谷后，上汽通用调整经营策略，去产能、补强经销体系、聚焦重点车型、加快电动智能转型。2025 年上汽通用预计将推出 7 款新车，将在主流轿车市场推出纯电、插混、增程产品，到 2027 年计划推出 12 款新能源车型。上汽大众开启合资 2.0 时代，预计将在未来发布 15 款专为中国市场定制的新能源车型，上汽奥迪品牌发布全新豪华电动品牌 AUDI，首款量产车型将于 2025 年交付。上汽大众积极寻求外部合作，加速智能化转型，大众与大疆车载、地平线、华为等合作布局智能驾驶版图。

盈利预测与投资建议

- 调整收入、毛利率及投资收益等，预测 2024-2026 年 EPS 分别为 0.80、1.07、1.16 元（原 0.89、1.06、1.15 元），可比公司 25 年 PE 平均估值 20 倍，目标价 21.40 元，维持买入评级。

风险提示

公司改革力度低于预期、上汽自主及合资品牌销量低于预期、汽车出口政策变化影响、汽车行业价格战风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	720,988	726,199	611,672	674,246	721,878
同比增长(%)	-5.1%	0.7%	-15.8%	10.2%	7.1%
营业利润(百万元)	26,022	25,937	15,250	20,477	22,295
同比增长(%)	-37.2%	-0.3%	-41.2%	34.3%	8.9%
归属母公司净利润(百万元)	16,118	14,106	9,253	12,362	13,444
同比增长(%)	-34.3%	-12.5%	-34.4%	33.6%	8.7%
每股收益(元)	1.39	1.22	0.80	1.07	1.16
毛利率(%)	9.6%	10.2%	10.1%	10.7%	10.9%
净利率(%)	2.2%	1.9%	1.5%	1.8%	1.9%
净资产收益率(%)	5.8%	5.0%	3.2%	4.1%	4.2%
市盈率	12.1	13.8	21.0	15.7	14.5
市净率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6

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。

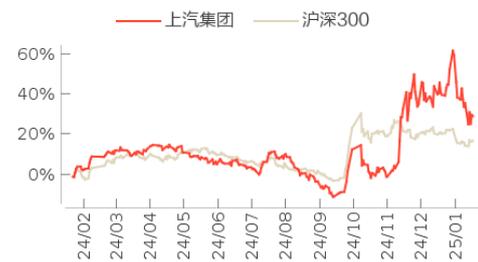
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年01月17日）	16.8元
目标价格	21.40元
52周最高价/最低价	21.3/11.49元
总股本/流通A股（万股）	1,157,530/1,157,530
A股市值（百万元）	194,465
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2025年01月19日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-4.71	-8.05	31.25	30.38
相对表现%	-6.85	-5.25	30.61	12.32
沪深300%	2.14	-2.8	0.64	18.06



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

全年零售量高于批发量，预计受益于国企改革盈利将筑底企稳向上	2025-01-02
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

目录

1 公司盈利驱动要素变化.....	5
2 国改力度加大，实现困境反转.....	6
3 上汽大自主：品牌整合、智驾迭代，降本增效实现盈利改善.....	7
3.1 自主品牌整合、聚焦，将改善盈利能力.....	7
3.2 国内销量规模有望提升，出口具备竞争力.....	9
3.3 智驾能力迭代、技术底座升级，支撑公司产品力向上.....	13
3.4 盈利筑底，有望扭亏为盈.....	15
4 合资品牌：加快战略调整，推进电动化、智能化转型.....	16
4.1 上汽通用：去产能、推新品、收缩产品线，实现盈利改善.....	16
4.2 上汽大众：开启合资 2.0 模式，加快电动化、智能化转型.....	19
5 盈利预测及估值.....	22
6 主要风险提示.....	24

图表目录

图 1: 公司推进全面深化改革, 自主板块及合资板块有望实现底部反转	5
图 2: 上汽集团全面深化改革工作方案要点	7
图 3: 飞凡汽车月度批发销量	8
图 4: 荣威与飞凡整合	8
图 5: 荣威与飞凡整合将促进公司自主板块经营效率提升、盈利能力改善	9
图 6: 上汽乘用车年度销量及同比增速	9
图 7: 上汽乘用车月度销量及同比增速	9
图 8: 智己年度批发销量	10
图 9: 智己月度批发销量及同比增速	10
图 10: 上汽乘用车在国内乘用车市场所占份额	11
图 11: 上汽乘用车在自主品牌乘用车市场所占份额	11
图 12: 公司出口及海外基地年度销量及同比增速	12
图 13: 公司出口及海外基地月度销量及同比增速	12
图 14: 2023 年中国整车出口量前十企业	12
图 15: 2024 年 1-11 月中国整车出口量前十企业	12
图 16: 2024 年 1-11 月上汽分品牌海外销量	13
图 17: 公司七大技术底座	15
图 18: 上汽乘用车营收情况	16
图 19: 上汽乘用车单车收入情况	16
图 20: 上汽乘用车净利润情况	16
图 21: 上汽通用年度批发销量及同比增速	17
图 22: 上汽通用月度批发销量及同比增速	17
图 23: 上汽通用终端月度销量及环比增速	17
图 24: 2024 年上汽通用批发销量及终端销量情况	17
图 25: 上汽通用营业收入及同比增速	18
图 26: 上汽通用归母净利润及同比增速	18
图 27: 上汽通用后续规划	19
图 28: 上汽大众年度批发销量及同比增速	19
图 29: 上汽大众月度批发销量及同比增速	19
图 30: 上汽大众 ID. 家族销量及占比	20
图 31: 上汽大众新能源汽车销量 (万辆)	20
图 32: 上汽大众营业收入及同比增速	20
图 33: 上汽大众归母净利润及同比增速	20
图 34: 上汽大众合资协议延长至 2040 年	21

图 35：奥迪与上汽合作新豪华纯电品牌 AUDI.....	21
表 1：上汽集团近期管理层变动情况	6
表 2：智己汽车智能驾驶发展历程	10
表 3：上汽集团智驾布局	14
表 4：上汽大众后续新车规划	21
表 5：上汽大众智驾布局情况	22
表 6：收入分类预测表.....	22
表 7：可比公司估值比较	23

1 公司盈利驱动要素变化

2024 年公司自主板块及合资品牌销量、盈利等均有所承压，受益于国企改革，预计公司将加速推进全面深化变革，2025 年有望实现底部反转。

大自主板块方面，公司推行一系列转型变革措施：（1）公司积极推进组织架构变革及人事调整，2024 年完成集团换帅及高管密集调整，据媒体报道，2025 年预计公司将全面整合自主板块，有望促进自主板块经营管理效率提升、激发团队活力。（2）公司推进自主品牌整合，飞凡品牌重新回归上汽乘用车体系，荣威与飞凡将在渠道、研发、产品体系等多个层面深度融合，预计将有助于精简自主板块的管理层级、研发团队及渠道体系，提升自主板块经营效率、实现降本增效。（3）公司自主品牌与 Momenta、地平线、大疆车载等伙伴合作，打造从 L2 级辅助驾驶到高阶智驾的全场景智驾能力，智己 IM AD 3.0 智驾系统已在全国范围内开通全系车型无图城市 NOA，预计领先的智驾能力将促进公司产品竞争力持续提升。（4）公司在出海领域展开深入布局，出海车型竞争力较强，预计公司海外销量将有望维持增长趋势。随着公司架构人事调整、品牌整合、智驾升级、出海布局等持续推进，预计公司自主板块盈利能力将有望持续改善。

合资板块方面，2024 年上汽集团与大众汽车签订新合资合作协议，上汽大众品牌于 2024 年开启合资 2.0 时代，预计将在未来发布 15 款专为中国市场定制的新能源车型，涵盖纯电动、插电式混动以及增程动力；上汽奥迪品牌发布全新豪华电动品牌 AUDI，首款量产车型将于 2025 年交付；另一方面，上汽大众积极寻求外部合作，大众品牌与小鹏汽车合作持续深化，上汽奥迪将在 2025 年推出首款搭载华为智驾系统的车型奥迪 A5L，在上汽集团及合作加持下，预计上汽大众新能源车型竞争力将逐步提升。上汽通用 2024 年积极推进去库存、去产能进程，减少经销商压力，实现经营效率提升；此外，上汽通用将坚定推行“大单品”战略，2024 年推出的别克 GL8 PHEV 版本带领别克 GL8 重回 MPV 车型销量第一梯队，凯迪拉克全新 XT5 车型亦实现热销，预计大单品战略将有望提升管理团队士气，提振市场及经销商信心，助力上汽通用品牌实现困境反转。

图 1：公司推进全面深化改革，自主板块及合资板块有望实现底部反转



数据来源：东方证券研究所绘制

2 国改力度加大，实现困境反转

2024 年公司在人事调整、品牌整合、技术升级等领域加速推动改革转型，预计一系列改革转型工作将助力公司销量和经营效率改善，实现困境反转。

上汽集团董事长和总裁换帅完成，下属板块高管密集调整。2024 年 7 月 10 日，上汽集团宣布原董事长陈虹先生到龄退休，辞去董事长及其他职务；公司选举原上汽集团总裁贾健旭先生担任公司新任董事长，原上汽集团副总裁、上汽大众总经理贾健旭先生担任上汽集团总裁。在集团董事长和总裁换帅完成后，上汽集团旗下主要板块上汽乘用车、上汽大众、上汽通用、华域汽车等集中完成了管理层调整，涉及十多位高管成员。

公司启用多位年轻管理层，有望为公司经营管理注入新活力。公司新任总裁贾健旭现年 46 岁，成为上汽集团历史上最年轻的总裁，其在 2023 年 2 月就任上汽大众总经理后提出“促油车、稳电车、上奥迪”的九字方针，2023 年-2024 年上半年带领上汽大众实现销量维稳并推动 ID. 系列及奥迪品牌销量持续向上。上汽通用新任副总经理薛海涛现年 43 岁，在上汽通用五菱任职期间深耕汽车市场营销一线，推动五菱品牌新能源转型及海外拓展，打造宏光 MINI EV、五菱缤果等多款爆款车型及多个新能源技术品牌。上汽名爵新任总经理周钊现年 38 岁，成为上汽集团历史上最年轻的汽车品牌总经理，统管品牌、营销、渠道等事务。周钊此前曾在上汽通用五菱担任品牌塑造、产品开发、市场营销、渠道拓展等多个核心岗位，其带领的团队打造了“人民需要什么，五菱就造什么”等一系列营销活动，并主导宝骏品牌的营销、渠道、产品定义等全面改造，带领宝骏品牌销量快速回升。公司中高管理层的年轻化趋势体现了公司对更有冲劲、敢于挑战的新锐管理层的信任，预计多位能力出众、履历丰富、战绩显赫的年轻骨干将为公司经营管理注入活力，刺激公司管理体系改革焕新。

表 1：上汽集团近期管理层变动情况

板块	职位	上一任	继任者	继任者原职位	调整时间
上汽集团	董事长	陈虹	王晓秋	上汽集团董事、总裁、党委副书记	7 月 10 日
	总裁	王晓秋	贾健旭	上汽集团副总裁、上汽大众总经理	7 月 10 日
上汽乘用车	常务副总经理	-	俞经民	上汽大众党委书记、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	8 月 14 日
	副总经理	-	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	8 月 14 日
上汽名爵	品牌事业部总经理	陆家俊	周钊	上汽通用五菱品牌与传播总经理	12 月 9 日
上汽大众	总经理	贾健旭	陶海龙	华域汽车总经理	7 月 18 日
	党委书记	俞经民	陶海龙	华域汽车总经理	8 月 14 日
	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	俞经民	傅强	上汽大众品牌营销事业执行总监	8 月 14 日
上汽通用	总经理	庄菁雄	卢晓	泛亚汽车技术中心执行副总经理	8 月 9 日
	副总经理	陆一	薛海涛	上汽通用五菱副总经理	8 月 9 日
	党委书记	叶彪	蔡宾	上汽集团总裁助理	8 月 9 日
	泛亚汽车技术中心执行副总经理	卢晓	王从鹤	泛亚汽车技术中心副总经理	8 月 9 日
华域汽车	总经理	陶海龙	徐平	上汽乘用车副总经理	7 月 18 日

数据来源：上汽集团公众号、上汽大众公众号、上汽通用公众号、盖世汽车、凤凰网、东方证券研究所

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。

2024年11月11日，上海市委书记陈吉宁，市委副书记、市长龚正赴上汽集团调研，召开座谈会深化研究和推动上汽坚定转型发展。市领导在调研中对上汽集团的转型方向、工作重点等进行了关键部署，同时强调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，突出了市政府对上汽集团全面深化改革、坚定转型发展的重视和支持。

2024年11月18日，公司召开全面深化改革会议，贯彻市领导调研讲话精神，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”，五大战略任务分别为：（1）以自主品牌为核心，优化业务结构；（2）以智电技术为关键，优化产品结构；（3）以国内市场为依托，优化布局结构；（4）围绕整车主业，增强体系优势；（5）自研、合作并举，拓展产业生态。五大关键举措分别为：（1）突出整车业务，带动转型升级；（2）实施瘦身健体，聚焦主责主业；（3）提升发展能级，增强核心竞争力；（4）强化业务协同，发挥产业链优势；（5）夯实人才队伍，激发动力与活力。

公司董事长王晓秋强调，公司广大干部员工要以“刀刃向内、自我革命”的勇气，扎实工作、奋力拼搏、改革创新，奋力闯出一条突围之路、高质量发展之路。预计在市政府的领导和支持下，公司将加快改革步伐，推进集团组织重构、业务重塑、优势重造，促进经营能力及市场竞争力逐步向上。

图 2：上汽集团全面深化改革工作方案要点



数据来源：上海汽车报、东方证券研究所绘制

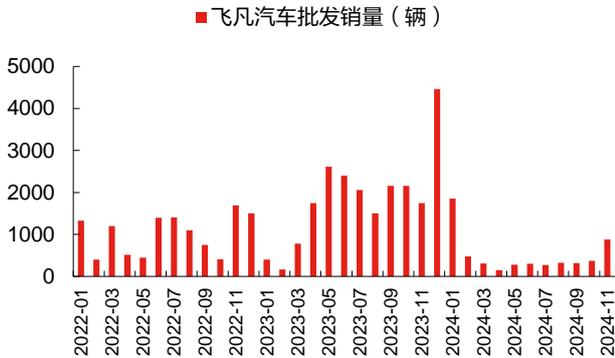
3 上汽大自主：品牌整合、智驾迭代，降本增效实现盈利改善

3.1 自主品牌整合、聚焦，将改善盈利能力

飞凡与荣威品牌合并，助力公司重新理顺自主品牌定位。飞凡汽车前身为上汽乘用车旗下中高端纯电汽车品牌 R 汽车，成立于 2020 年 5 月 10 日，旗下车型包括 ER6、MARVEL R 等。2021 年 10 月 29 日，上汽集团发布公告，宣布成立飞凡汽车科技有限公司，并将 R 汽车品牌通过飞凡汽车以独立品牌、独立公司的方式进行市场化运作，加快开拓中高端智能电动车市场。飞凡汽车独立后推出中大型轿车飞凡 F7 及中大型 SUV 飞凡 R7 两款车型，但由于产品竞争力相对不足、品牌定位与智己重叠等，飞凡汽车销量持续低迷，2022 年、2023 年全年销量分别为 1.21 万辆、2.22 万辆，2024 年 1-11 月累计销量不足 6000 辆。

2024 年 10 月 28 日，上汽乘用车宣布飞凡品牌将与荣威品牌合并，飞凡品牌将重新回归上汽乘用车体系。此次荣威与飞凡整合是公司改革转型的重要一环，将有助于公司重新规划、理顺自主品牌分工定位及产品矩阵，提升集团内部研发及营销效率，加速推动自主品牌新能源转型。

图 3：飞凡汽车月度批发销量



数据来源：易车网、东方证券研究所

图 4：荣威与飞凡整合



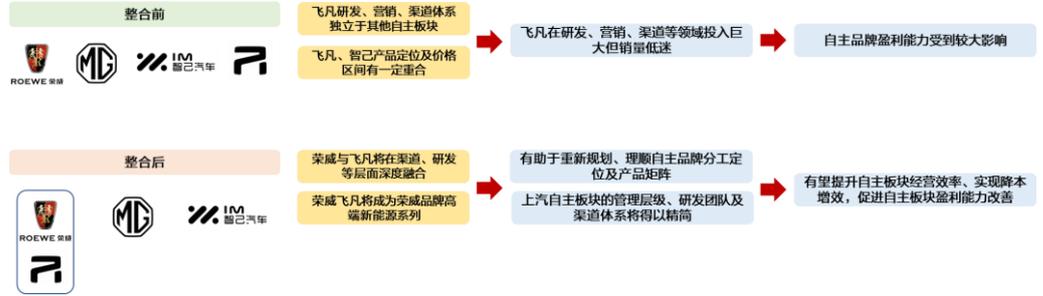
数据来源：上汽乘用车公众号、东方证券研究所

预计荣威与飞凡整合将促进自主板块经营效率提升、盈利能力改善。此前上汽自主品牌旗下拥有荣威、名爵、智己、飞凡四个板块，各板块间的运营相对独立，智己、飞凡均具备独立的研发团队和渠道体系，产品定位及车型价格区间亦有一定重合。在高阶智驾领域，飞凡汽车组建了智驾开发团队 PP-CEM (Pixel-Point Cloud-Comprehensive Environment Model 像素级点云融合高阶智驾系统)，自研飞凡 Rising Pilot 智驾系统；而智己品牌选择与 Momenta 合作打造 IM AD 智驾系统。在渠道端，据杰兰路，截至 2024 年 2 季度，荣威品牌共有 493 家门店，大部分为 4S 门店，覆盖城市 255 个；飞凡汽车共有 172 家销售网点和 100 家售后网点，分别覆盖城市 60 个、55 个；截至 2023 年底，智己汽车共有约 270 家门店。在产品端，飞凡 F7 与智己 L6 均为中大型轿车，定价分别为 18.99-30.99 万元、21.99-34.59 万元；飞凡 R7 与智己 LS6 均为中大型 SUV，定价分别为 18.99-22.99 万元、22.99-30.29 万元，飞凡与智己在产品定位、价格区间等方面有一定重合。飞凡汽车在独立运营期间，在研发、营销、渠道等领域形成了巨大的投入，但其销量长期处于较低水平，难以形成规模效应，从而对公司自主品牌的盈利能力形成了较为显著的影响。

随着飞凡汽车回归荣威旗下，预计荣威与飞凡将在渠道、研发、产品体系等多个层面深度融合：在渠道层面，截止至 2024 年 10 月已有 72 家荣威飞凡双授权店开业，预计 2024 年底将达到 100 家；在研发层面，据媒体报道，2024 年 PP-CEM 团队被整合至上汽研发总院及零束科技，飞凡汽车智驾项目将移交至零束科技；在产品层面，荣威飞凡将承担起荣威品牌高端新能源系列的角色，不再局限于纯电技术路线，未来将推出插混或增程车型。

此次荣威与飞凡整合是公司改革转型的重要一环，将有助于公司重新规划、理顺自主品牌分工定位及产品矩阵，精简自主板块的管理层级、研发团队及渠道体系，提升自主板块经营效率、实现降本增效，促进自主板块盈利能力改善。

图 5：荣威与飞凡整合将促进公司自主板块经营效率提升、盈利能力改善



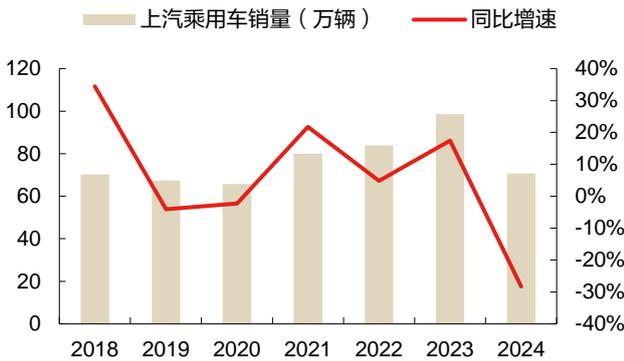
数据来源：公司公告、东方证券研究所

3.2 国内销量规模有望提升，出口具备竞争力

上汽乘用车是上汽集团的全资子公司，旗下拥有荣威、名爵 MG、飞凡等汽车品牌，产品矩阵丰富，覆盖主流乘用车领域各细分市场。上汽乘用车销量在 2020-2023 年持续增长，由 2020 年的 65.79 万辆增至 2023 年的 98.60 万辆，3 年 CAGR 为 14.4%。2024 年受欧盟对华电动汽车反补贴调查、荣威国内销量下滑以及渠道去库存影响，上汽乘用车销量降至 70.70 万辆，同比减少 28.3%。

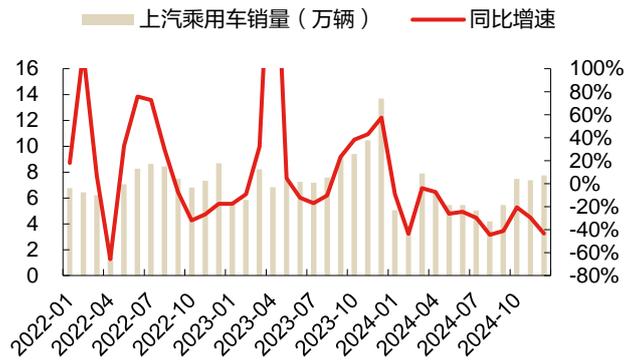
从月度数据来看，2023 年 9-12 月上汽乘用车批发销量较高，分别为 9.23、9.40、10.47、13.69 万辆，预计主要系由于 2023 年底上汽乘用车向经销商压库透支了 2024 年部分销量。2024 年 1-9 月上汽乘用车销量在低位运行，预计主要系渠道库存消化所致；10-12 月上汽乘用车单月销量恢复至 7 万辆以上水平，但仍与 2023 年同期存在较大差距，整体而言上汽乘用车 2024 年各月销量均有所承压。

图 6：上汽乘用车年度销量及同比增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 7：上汽乘用车月度销量及同比增速

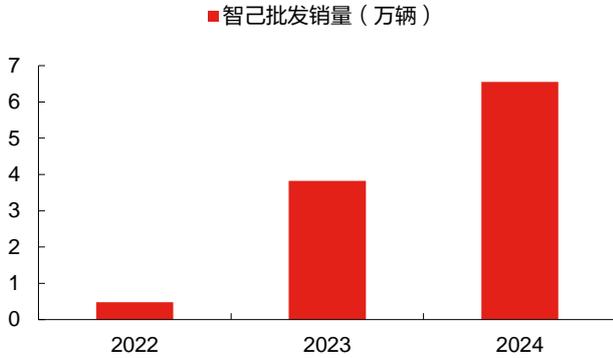


数据来源：公司公告、东方证券研究所

智己是由上汽集团、张江高科和阿里巴巴集团联合打造的高端智能电动车品牌，智己汽车以智能化为标签，致力实现“软件定义汽车”。目前智己在售车型包括智己 L6、智己 L7、智己 LS6 和智己 LS7 四款车型。2024 年智己汽车销量为 6.55 万辆，同比增长 71.2%，其中智己 LS6、智己

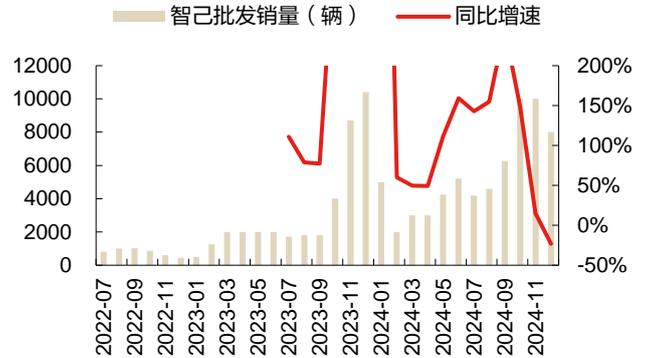
L6 销量分别为 3.86 和 2.24 万辆。从月度数据上看，智己销量与产品周期强相关，2024 年 9 月全新智己 LS6 发布带动智己品牌月销量过万。

图 8：智己年度批发销量



数据来源：公司公告、Wind、东方证券研究所

图 9：智己月度批发销量及同比增速



数据来源：公司公告、Wind、东方证券研究所

2021 年 3 月智己与 Momenta 达成合作开始量产 L2+级智能驾驶辅助方案，2023 年年底智己城市 NOA 正式进行公测。2024 年起智己智驾水平迅速提升，2024 年 9 月智己宣布将交付全国都能开的无图 NOA，成为第四家达成这一里程碑的车企；10 月智己发布与 Momenta 联合打造的基于“一段式端到端大模型”的 IM AD 3.0，智己 L2+级高阶辅助驾驶落地；11 月智己宣布与英伟达合作，行业首批搭载 DRIVE AGX Thor 芯片量产智驾解决方案将于 2025 年正式量产。

智己汽车已成为全国首个同时具备 L2+、L3、L4 智能驾驶量产能力的车企。目前智己 L2+级高阶辅助驾驶已经落地；在 L3 级智驾方面，智己入选全国首批“L3 准入及路试联合体名单”，预计将于 2026 年正式具备 L3 级自动驾驶方案的量产条件；L4 级智驾方面，预计智己将在近期获得首批“L4 级无驾驶人道路测试牌照”，实现无人驾车率先上路。作为上汽旗下探索智能化的核心品牌，智己在高阶智驾上持续发力，有望在接下来的智能化浪潮中获得领先优势。此外，智己还宣布启动欧洲市场的 L2+道路测试，体现了公司未来发展的长远目标。

智己 B 轮融资完美收官，后续将发力增程车型。2024 年 12 月 25 日，智己汽车宣布顺利完成 B1 轮融资，整体 B 轮融资共募集资金 94 亿元，本次募集资金将用于数字智能底盘、线控转向、智能驾驶等核心技术的研发投入并推出全新产品。2025 年智己汽车预计将推出 4 款全新产品，包括 2 款纯电和 2 款增程产品，其中一款增程中大型 SUV 预计将于 2025 年一季度发布。智己汽车本轮投资企业包括宁德时代、Momenta、清陶能源等科技公司和多家国有投资机构，一方面充实了智己汽车的资金储备，体现了市场对智己发展的长期看好；另一方面，相关科技公司的资本运作有助于加深智己与合作伙伴的紧密联系，加速智己汽车电动智能化进程。

表 2：智己汽车智能驾驶发展历程

时间	详情
2021 年 3 月	智己与 Momenta 达成合作，开始量产 L2+级智能驾驶辅助方案
2023 年 4 月	智己高速 NOA 首城落地、城市 NOA 开启内测、去高精地区 NOA 开启内测
2023 年 9-10 月	去高精地图 NOA、城市 NOA 正式公测
2023 年 12 月	智己高速 NOA 辐射全国 333 城
2024 年 6 月	智己入选全国首批“L3 准入及路试联合体名单”，预计将于 2026 年正式具备

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申明。

	L3 级自动驾驶方案的量产条件。
2024 年 9 月	智己宣布 10 月将交付全国都能开的无图 NOA，成为第四家达成这一里程碑的车企
2024 年 10 月	智己发布与 Momenta 联合打造的基于“一段式端到端大模型”的 IM AD 3.0，智己 L2+级高阶辅助驾驶落地。通过联合 Momenta，智己宣布将在年内获得 L4 级无驾驶人道路测试牌照，成为全国首个同时具备 L2+、L3、L4 智能驾驶量产能力的汽车品牌。
2024 年 11 月	智己汽车、NVIDIA 英伟达与 Momenta 三方合作，打造行业首批 DRIVE AGX Thor 芯片量产智驾解决方案，提升 IM AD 3.0 产品体验。方案将于 2025 年搭载于智己汽车量产车型。

数据来源：公司公告、电动汽车观察家、新智驾、东方证券研究所

2017-2021 年，上汽乘用车销量增速持续跑赢行业，在中国乘用车市场所占份额由 2017 年的 2.1% 稳步增长至 2021 年的 3.7%，2022-2023 年上汽乘用车市场份额维持在 3.6%、3.8% 的高位；2024 年 1-11 月上汽乘用车销量承压较大，同期国内乘用车销量实现 5.0% 的同比增长，导致 2024 年 1-11 月上汽乘用车在中国乘用车市场所占份额下降至 2.6%，为 2018 年至今的低点。

2020 年之前自主品牌燃油车整体受合资品牌挤压较为明显，上汽乘用车在出口领域持续发力，销量表现好于自主品牌整体，在自主品牌乘用车市场所占份额由 2017 年的 4.8% 逐步提升至 2020 年的 8.5%。2021 年起自主品牌乘新能源东风实现快速成长，2021 年至 2023 年、2024 年 1-11 月自主品牌乘用车销量连续实现 20% 以上同比增长，上汽乘用车在国内新能源市场竞争力不足，2021 年起销量增速低于自主品牌整体增速，导致上汽乘用车在自主品牌乘用车市场所占份额持续下滑至 2023 年的 6.8%，2024 年 1-11 月市场份额进一步下滑至 4.0%。

图 10：上汽乘用车在国内乘用车市场所占份额



数据来源：公司公告、中汽协、东方证券研究所

图 11：上汽乘用车在自主品牌乘用车市场所占份额

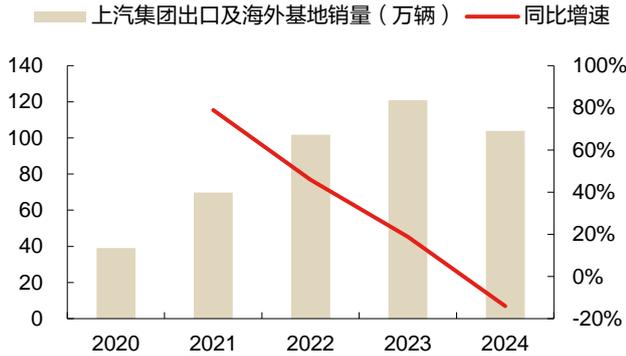


数据来源：公司公告、中汽协、东方证券研究所

公司是中国乘用车出口的领先企业，2016-2023 年连续 8 年维持国内车企出口市场销量第一，2022 年成为首家海外销量破百万的中国车企。2023 年 MG 名爵品牌全球销量超过 84 万辆，连续五年蝉联中国汽车单一品牌出口冠军。公司在泰国、印尼、印度设立了三个海外整车制造基地，建立超过 2000 个海外营销服务网点，并开通了东南亚、墨西哥、南美西、欧洲等 6 条自营国际航线，产品覆盖全球 100 多个国家和地区。

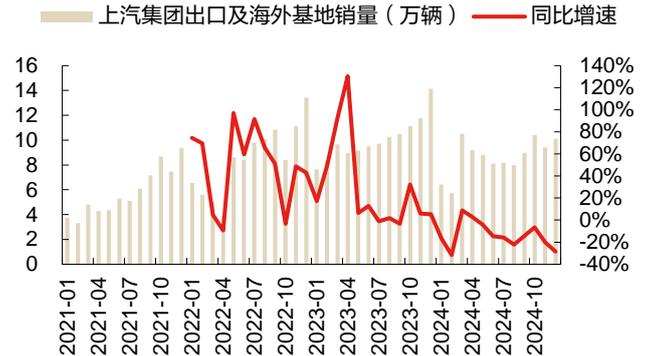
2020至2023年上汽集团出口及海外基地销量持续增长，海外销量由2020年的38.97万辆增至2023年的120.82万辆，3年CAGR为45.8%。分大洲看，上汽集团2023年在美洲销售36万辆，在欧洲销售33万辆，在亚洲销售27万辆，在中东及非洲销售15万辆，在大洋洲销售10万辆。2024年受欧盟对华电动汽车反补贴案调查影响，公司海外销量有所回落，全年出口及海外基地销量为103.84万辆，同比减少14.1%。

图 12：公司出口及海外基地年度销量及同比增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

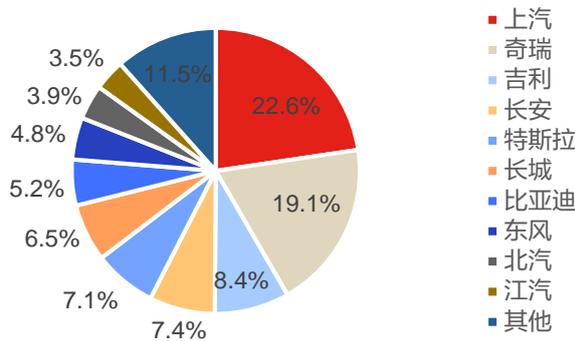
图 13：公司出口及海外基地月度销量及同比增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

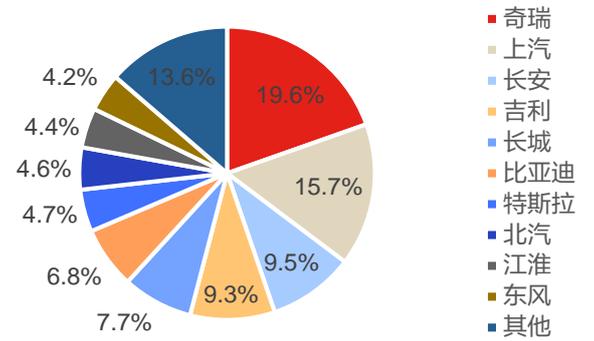
从中国整车出口格局看，据中汽协数据，2022至2024年1-11月中国整车出口量分别为310.66、485.28、534.27万辆，同比分别增长55.1%、56.2%、22.7%。分车企来看，上汽集团（不含海外基地）2022年出口销量份额达29.2%，排名第二的奇瑞汽车销量份额为14.5%，上汽集团出口销量显著高于其他车企；2023年奇瑞汽车出口销量大幅增长，出口销量份额提升至19.1%，上汽集团（不含海外基地）2023年出口销量份额下降至22.6%；2024年1-11月公司出口销量因欧盟反补贴调查有所承压，奇瑞汽车出口销量维持稳步增长，出口销量份额进一步提升至19.6%，排名第一；上汽集团（不含海外基地）2024年1-11月出口销量份额下降至15.7%，排名第二。

图 14：2023 年中国整车出口量前十企业



数据来源：中汽协、东方证券研究所

图 15：2024 年 1-11 月中国整车出口量前十企业

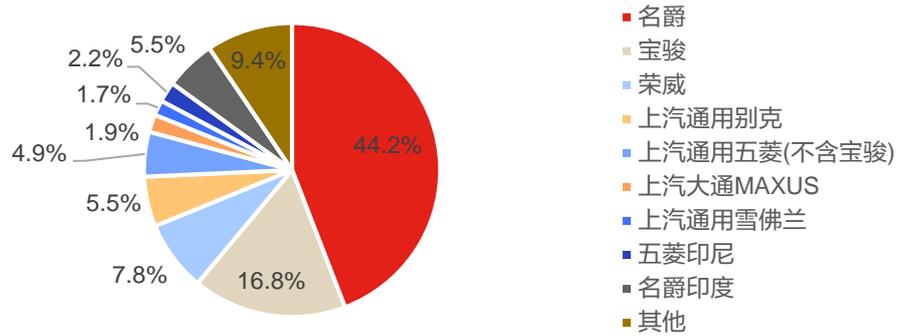


数据来源：中汽协、东方证券研究所

分品牌来看，上汽名爵是公司出口的主力品牌，2024年1-11月累计出口41.42万辆，叠加名爵汽车印度有限公司销量5.19万辆，合计海外销售46.61万辆，占2024年1-11月公司海外销量的49.7%。排名第二为上汽通用五菱（含宝骏），据公司公告，2024年上汽通用五菱合计出口

22.10 万辆，同比增长 6.4%，加上上汽通用五菱汽车印尼有限公司销售 2.42 万辆，2024 全年海外销售合计 24.93 万辆，占 2024 年公司海外销售的 24.0%。荣威品牌 2024 年 1-11 月出口 7.27 万辆，排名第三，同比增长 41.3%，成为上汽出口增长最快的品牌。

图 16：2024 年 1-11 月上汽分品牌海外销量



数据来源：易车网、公司公告、东方证券研究所

3.3 智驾能力迭代、技术底座升级，支撑公司产品力向上

公司携手合作伙伴，打造全场景智驾能力。在智驾领域，公司积极拥抱 Momenta、地平线、原大疆车载等合作伙伴，在 L2 级中低端辅助驾驶、L2+高阶智能驾驶、L3/L4 级自动驾驶等领域均形成深入布局，智驾能力在行业内处于第一梯队。随着消费者对智能驾驶的接受度不断提升、高阶智驾市场逐步下沉，预计消费者对智能驾驶的接受度将不断提升，公司将有望凭借在智驾领域的领先布局提升产品竞争力，助力车型销量向上。

L2 级辅助驾驶领域，公司主要与地平线、大疆车载等参股企业合作。2019 年公司参与地平线 B 轮融资，截至目前公司仍为地平线第三大股东；2020 年，公司与地平线共同成立“上汽集团与地平线人工智能联合实验室”，双方将在智能网联技术领域展开全面深度合作；2021 年 2 月，上汽乘用车与地平线签署战略合作框架协议；2022 年 7 月，公司与地平线签署联合技术研发协议，双方将共同打造面向未来的智能驾驶计算平台，合力推动车规级高性能 AI 芯片的开发应用。地平线芯片及智驾方案已在荣威 RX5、MG ES5、上汽大通 MAXUS 大家 9 等多款车型上实现量产，预计搭载地平线征程 6 系列智驾芯片的车型将于 2025 年上市。

大疆车载与公司合作始于 2021 年，2021 年 4 月大疆车载宣布与大众汽车、上汽通用五菱达成合作；2022 年，大疆车载与上汽通用五菱合作打造的首款车型宝骏 Kiwi EV 上市；2023 年大疆车载发布智能驾驶平台“成行平台”，后续在宝骏云朵、宝骏悦也 Plus、上汽大众途观 L Pro 等车型落地量产，能够实现无图高速 NOA、跨层记忆泊车、100 米循迹倒车等高阶智能驾驶功能；2024 年 12 月，公司参投卓驭科技（原大疆车载），成为其第五大股东，预计其将为公司智驾水平提升持续赋能。

高阶智驾领域，智己携手 Momenta，实现无图城市 NOA 全国开城。公司高阶智驾主要布局于智己品牌以及自动驾驶解决方案公司 Momenta，公司在 2021 年两度参投 Momenta，成为 Momenta 第一大机构投资者；智己品牌与 Momenta 形成深度合作，携手打造智能驾驶系统 IM AD。2023

年 4 月，智己汽车发布行业首个基于数据驱动的 D.L.P. (Deep Learning Planning) 人工智能模型，同时宣布 4 月起推送高速高架 NOA 功能；2024 年 10 月，智己汽车在品牌智能驾驶技术日发布了 IM AD 3.0 智能驾驶系统的最新技术突破。IM AD 3.0 基于智己汽车 & Momenta 联合打造的“一段式端到端直觉智驾大模型”+“安全逻辑网络”技术底座，为智驾系统注入人工智能生成的“直觉”，IM AD 3.0 以更接近人脑结构的思考方式，生成本能反应主导的直觉决策能力，使智能驾驶体验更安全、更高效、更舒适。2024 年 10 月，智己汽车在全国范围内开通全系车型无图城市 NOA，成为行业内第四家量产应用全国无图城市 NOA 的车企；2024 年 7 月，智己汽车开启 L3 级自动驾驶道路测试；2024 年 12 月，智己汽车获得 L4 无驾驶人智能网联汽车道路测试牌照，成为行业内首个同时具备 L2、L3、L4 级智能驾驶量产能力的品牌。

表 3：上汽集团智驾布局

级别	合作伙伴	合作车型	合作内容
L2 级辅助驾驶	地平线	荣威 RX5、MG ES5、上汽大通 MAXUS 大家 9 等	2019 年，公司参与地平线 B 轮融资； 2021 年 2 月，上汽乘用车与地平线签署战略合作框架协议； 2022 年 7 月，公司与地平线签署联合技术研发协议； 预计搭载地平线征程 6 系列智驾芯片的车型将于 2025 年上市。
	大疆车载	宝骏 Kiwi EV、宝骏云朵、宝骏悦也 Plus、上汽大众途观 L Pro 等	2021 年 4 月大疆车载宣布与大众汽车、上汽通用五菱达成合作； 2024 年 12 月，公司参投卓驭科技（原大疆车载），成为其第五大股东
高阶智驾	Momenta	智己全系车型	公司在 2021 年两度参投 Momenta，成为 Momenta 第一大机构投资者； 智己品牌与 Momenta 形成深度合作，携手打造智能驾驶系统 IM AD 2023 年 4 月，智己汽车开始向用户推送高速高架 NOA 功能 2024 年 10 月，智己汽车在全国范围内开通全系车型无图城市 NOA

数据来源：荣威官网、智己官网、爱卡汽车、每日经济信息网、东方证券研究所

七大技术底座升级，全面支撑公司产品力向上。2024 年 5 月，公司举行“向新十年 上汽集团新能源技术发布会”，宣布上汽七大技术底座正式升级进入 2.0 时代。上汽七大技术底座包括星云纯电专属系列化平台、珠峰机电一体化整车架构、星河电氢一体化整车架构、蓝芯混合动力系统、绿芯电驱动系统、魔方电池系统和银河全栈智能车解决方案，公司将借助七大技术底座 2.0，塑造从芯片、操作系统、软件、运动控制系统、三电系统到对应场景的整车集成能力和创新技术优势，全面支撑上汽自主品牌向上突破并实现对合资企业的合作赋能，未来两年将推出近 30 款新车型。

纯电平台领域，星云纯电专属系列化平台是公司电动化战略及“云管端”技术的载体，贯彻“梯度化、可扩展、可迭代升级”的开发理念；最新一代星云平台全面覆盖豪华车、中级车及入门级市场，在整车电耗、整车操控及整车安全等领域进行全面升级。星云平台已在荣威 D7EV、MGES5、MGMULAN 等纯电车型应用，预计后续将持续迭代，促进公司纯电车型竞争力提升。

混动平台领域，珠峰机电一体化整车架构是上汽集团基于全球标准打造的整车技术底座，以 500mm 轴距带宽、150mm 轮距带宽、350mm 车高带宽的全尺寸带宽，实现从紧凑级到中高端车型的全覆盖，从轿车、SUV 到 MPV 的全品类覆盖，从家用、运动到越野的全风格覆盖；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。

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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

动力系统领域，公司自研全固态电池、“绿芯”电驱总成、“蓝芯”混合动力总成等一系列领先三电技术。2024年10月，搭载光年固态电池的智己L6已正式交付，能量密度超过300Wh/kg，续航里程超过1000km；后续公司打造的全固态电池预计将于2026年完成样车测算，能量密度将超过400Wh/kg，高于传统动力电池一倍以上。2027年，搭载全固态电池的智己新车将实现量产交付，后续能量密度有望进一步提升至500Wh/kg。全新“绿芯”电驱总成将采用独创网格式油冷技术、镁铝合金壳体轻量化设计等迭代技术，总成重量降低至86kg，为国内同功率段中的最低水平，电机有效功率密度超过9.5kw/kg，总成功率密度提升至4.4kW/kg，领先行业平均水平至少40%。新一代“蓝芯”混合动力总成持续实现性能突破，混动专属发动机热效率突破46%，混动变速箱采用全新构型“双同轴方案”，新“能量控制大脑”更精确的实现热能、化学能、电能、机械能的转换；在蓝芯混合动力总成加持下，荣威D7DMH世界冠军版实测续航里程达2208km，平均油耗2.49L/100km，刷新单次满油满电行驶最远距离的吉尼斯世界记录。

整车电子架构领域，公司打造的智能车全栈技术解决方案——零束银河全栈解决方案进化至3.0版本，预计将于2025年全面落地，实现“舱、驾、算、联”四域合一。银河全栈3.0的舱驾一体中央计算单元和“整车中央协调运动控制器（VMC）将在电子架构和软件上进行协同开发，VMC能够充分共享整车传感和执行机构的信号，在实现车体3向6自由度集中控制基础上，后续可实现可变驾驶特性、驱动和制动永不打滑等功能，带给用户极致安全、舒适、节能的体验；银河全栈3.0将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；银河全栈3.0能够有效降低整车低压功耗，使整车控制器数量减少一半以上，数据带宽提升5倍，线束长度减少30%，OTA下载和安装时间均可缩短至30分钟以内；此外，公司联手合作伙伴推出“生态域”，将手机等智能终端拓展成为智能汽车的一个域，实现场景连续的极致智能体验，目前公司“生态域”已覆盖OPPO、vivo、小米、华为和苹果等多个手机品牌。

图 17：公司七大技术底座

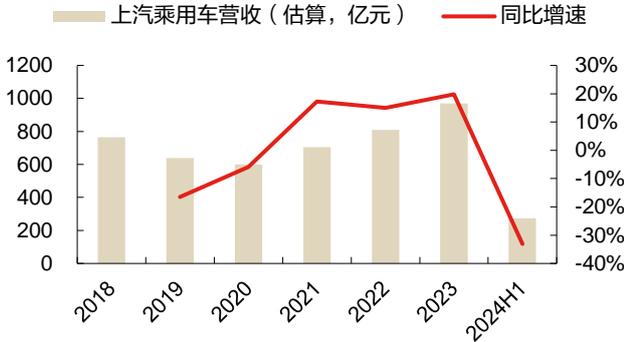


数据来源：公司公众号、东方证券研究所绘制

3.4 盈利筑底，有望扭亏为盈

由于公司并未披露上汽乘用车具体经营情况，我们以母公司报表营收近似代替上汽乘用车收入情况。上汽乘用车2018年至2020年营收呈下降趋势，由764.96亿元降至600.44亿元，后续随着上汽乘用车销量增长回升至2023年的969.05亿元。与上汽乘用车销量变动趋势相同，上汽乘用车营收在2024年上半年有所下滑，为272.61亿元，同比减少33.1%。以此测算上汽乘用车单车营收情况，2018年上汽乘用车单车平均收入为10.90万元，后续逐步降至2021年的8.79万元，2022至2023上汽乘用车单车营收分别增至9.64和9.83万元。2024年上半年上汽乘用车单车营收降至8.14万元，同比减少17.9%，预计主要与当年国内价格战以及出口结构变化有关。

图 18: 上汽乘用车营收情况



数据来源: 公司公告、Wind、东方证券研究所

图 19: 上汽乘用车单车收入情况

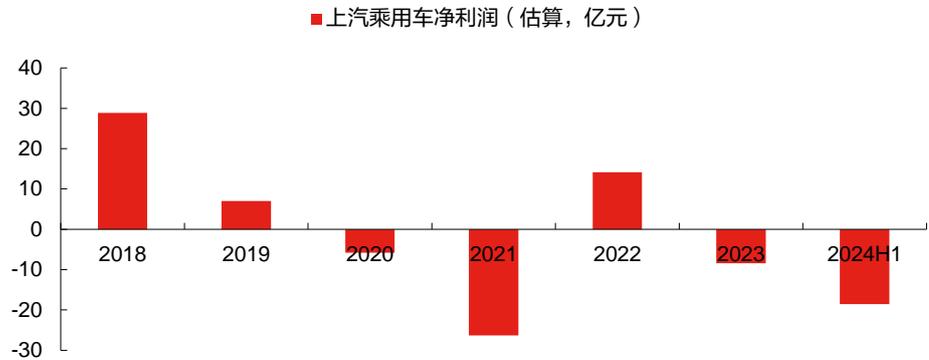


数据来源: 公司公告、Wind、东方证券研究所

由于公司并未披露上汽乘用车财务情况，我们以上汽集团归母净利润减去投资收益粗略估算上汽乘用车的盈利情况。根据估算结果，2023 年上汽乘用车净利润约为-8.43 亿元。由于 2024 年上汽乘用车销量下滑较多，2024 上半年上汽乘用车亏损增大，净利润约为-18.52 亿元。

受益于国企改革及公司自身变革，预计 25 年大自主品牌销量将实现增长，在降本增效下，大自主有望实现扭为盈。

图 20: 上汽乘用车净利润情况



数据来源: 公司公告、Wind、东方证券研究所

4 合资品牌：加快战略调整，推进电动化、智能化转型

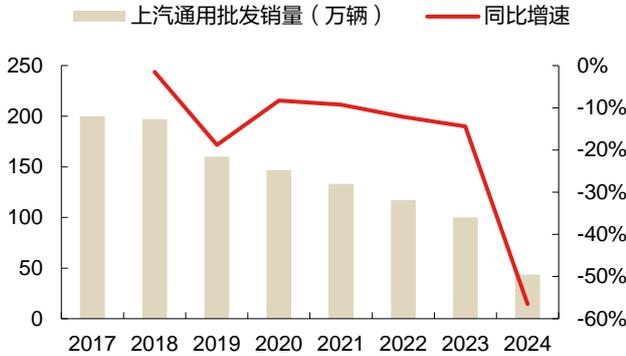
4.1 上汽通用：去产能、推新品、收缩产品线，实现盈利改善

上汽通用成立于 1997 年，由上汽集团与美国通用汽车公司共同出资而成，旗下拥有别克、雪佛兰、凯迪拉克三大品牌。经过多年发展，上汽通用于 2017 年达到销量巅峰 200.02 万辆，后续随着三缸机失利以及新能源转型较慢销量逐渐下滑至 2023 年的 100.10 万辆，6 年 CAGR 为-10.9%。2024 年上汽通用主动降低批发销量以去库存，全年降至 43.50 万辆，同比减少 56.5%。

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申明。

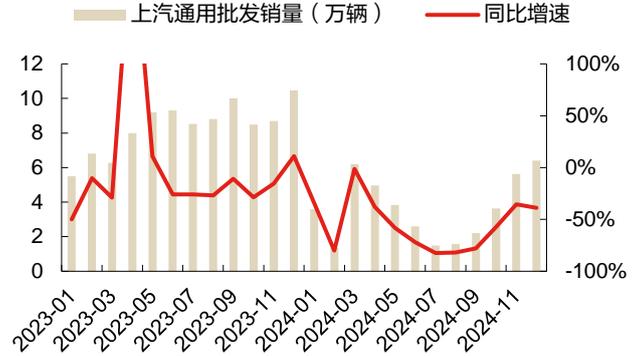
从月度数据上看，2024年1月至10月上汽通用批发销量在低位运行，平均月批发销量仅为3.15万辆。随着上汽通用渠道去库存逐渐完成，2024年11月和12月上汽通用批发销量有所回升，分别为5.62和6.40万辆。

图 21：上汽通用年度批发销量及同比增速



数据来源：公司公告、Wind、东方证券研究所

图 22：上汽通用月度批发销量及同比增速



数据来源：公司公告、Wind、东方证券研究所

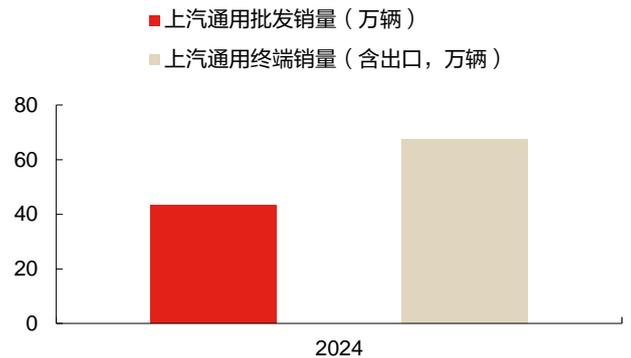
上汽通用终端月度销量持续回暖，2024年全渠道去库存23.8万台。2024年下半年上汽通用终端月销量（含出口）止跌回升，据公司公告上汽通用8月实现终端销量（含出口）5.06万辆，环比增长8.1%，1-8月终端销量（含出口）合计39.90万辆，据此测算1-7月平均月终端销量（含出口）为4.98万辆。9月起上汽通用旗下昂科威Plus、别克君越、GL8、凯迪拉克XT5等车型陆续开启“限时一口价”营销策略，带动上汽通用终端销量增长。2024年12月上汽通用终端销量（含出口）增至7.31万辆，环比增长9.4%，连续6个月实现环比正增长。2024全年上汽通用终端销量（含出口）为67.30万辆，以此测算上汽通用2024年全渠道去库存23.8万辆，随着库存清理和终端销量止跌回升，预计2025年上汽通用批发销量将回暖。

图 23：上汽通用终端月度销量及环比增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 24：2024年上汽通用批发销量及终端销量情况



数据来源：公司公告、Wind、东方证券研究所

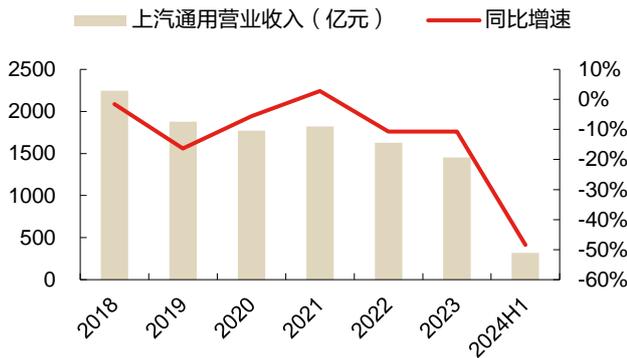
受上汽通用批发销量下滑影响，上汽通用营收进入下行趋势，2018年上汽通用营收为2244.44亿元，到2023年上汽通用营收降至1452.86亿元，5年CAGR为-8.3%。2024年上半年上汽通用营业收入为320.02亿元，同比减少48.4%，主要系公司去库存所致。虽然上汽通用批发销量自2017年以来持续下行，但上汽通用单车平均价格增长。2018年上汽通用单车价格为11.39万元，

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申明。

到 2023 年上汽通用单车价格增至 14.51 万元，5 年 CAGR 为 5.0%，主要系上汽通用品牌高端车型销量占比提升。

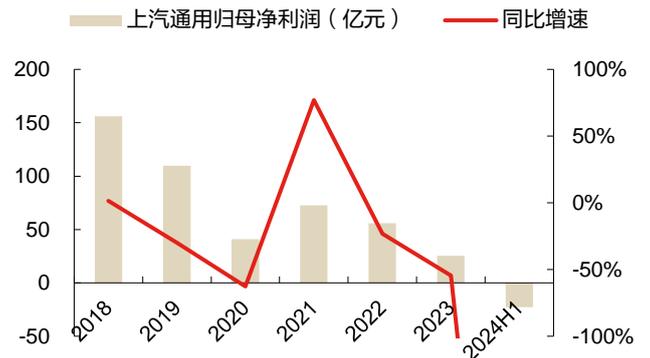
利润方面，2018 年上汽通用归母净利润为 156.21 亿元，后续逐步降至 2023 年的 25.43 亿元。2024 上半年上汽通用因批发销量下降过多失去规模效应，上汽通用归母净利润为-22.75 亿元，利润首次转负。随着渠道去库存完成上汽通用 2024 年四季度批发销量逐步回暖，在经历了产品规划、组织架构、运营成本等深度优化后，预计上汽通用 2024 年 4 季度经营性盈利将实现改善。

图 25：上汽通用营业收入及同比增速



数据来源：公司公告、Wind、东方证券研究所

图 26：上汽通用归母净利润及同比增速



数据来源：公司公告、Wind、东方证券研究所

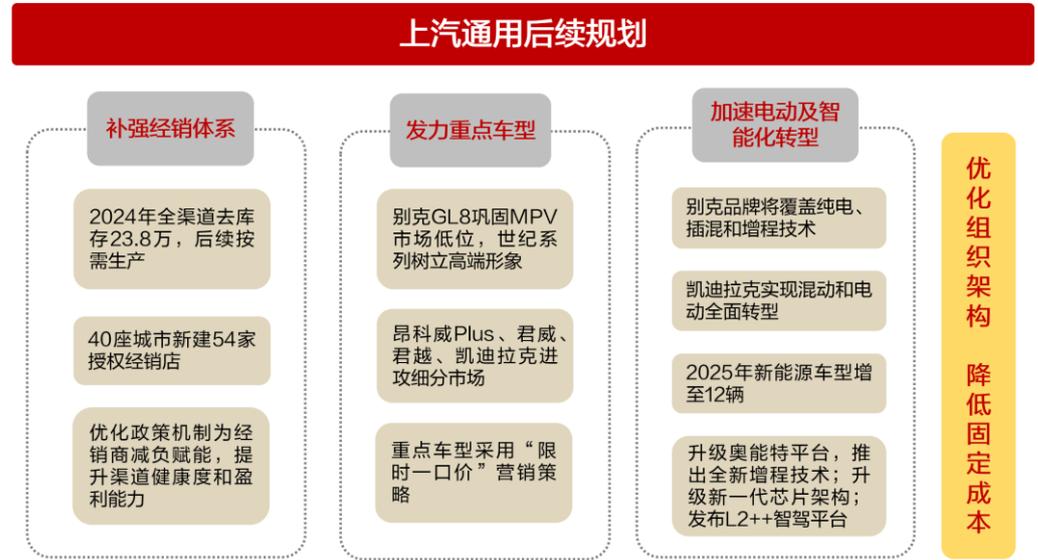
在经历 2024 年低谷后，上汽通用调整经营策略，后续将补强经销体系、聚焦重点车型、加快电动智能转型。2024 年上汽通用全渠道去库存 23.8 万辆，后续上汽通用将按需生产以提升经销渠道的健康度和盈利能力。2024 年 12 月 24 日，上汽通用与全国主流汽车经销商集团投资人签约，在全国 18 个省市自治区的 40 座城市新建 54 家授权经销店，其中有 25% 的经销集团为首次加盟。本次签约将补强上汽通用的经销体系，同时在国内汽车市场竞争日趋激烈的背景下也体现出经销商对上汽通用转型的认可。

在重点车型方面，9 月起上汽通用接连发布全新一代昂科威 Plus、全新 XT 5、别克 E5、别克君越白金款、GL8 陆尊、新 XT 6、世纪 CENTURY 等重点车型，并采用“限时一口价”将终端价格透明化。上汽通用发力重点车型策略取得成功，以 GL8 家族为例 2024 年累计终端销量超 10 万辆，蝉联大型 MPV 销量冠军。

在电动化智能化转型方面，上汽通用选择针对国内市场修正产品。目前，上汽通用三大品牌已实现数字化产品 100% 本土化研发并按照 18 个月速度开发新车，2025 年起上汽通用所有产品将由上汽通用和泛亚汽车技术中心主导，围绕中国用户需求展开以加速智能化升级。2025 年上汽通用预计将推出 7 款新车，将在主流轿车市场推出纯电、插混、增程产品，到 2027 年上汽通用计划推出 12 款全新新能源车型。电动化方面，上汽通用将继续升级奥特能平台并推出全新的增程技术；智能化方面，上汽通用将升级智舱和智驾芯片架构，发布 L2++ 智能驾驶平台。

预计后续上汽通用将补齐在电动化和智能化方面的短板，新能源汽车产品矩阵逐步落地有望带动公司走出困境，实现业绩的改善。

图 27：上汽通用后续规划



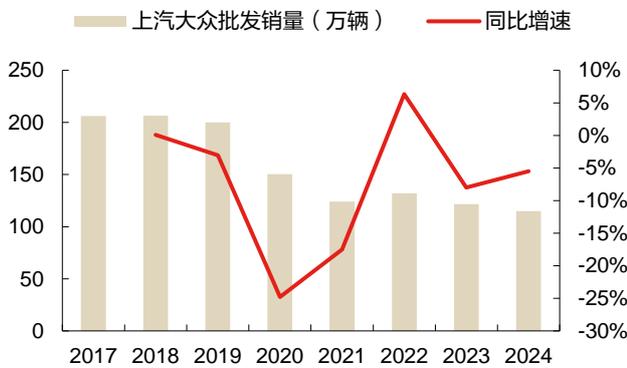
数据来源：公司公告、智电出行、快科技、新华财经、东方证券研究所绘制

4.2 上汽大众：开启合资 2.0 模式，加快电动化、智能化转型

随着国内新能源渗透率持续提升和市场竞争加剧，上汽大众销量于 2023 年起缓慢下行，2023 至 2024 年分别销售 121.50 和 114.81 万辆，同比减少 8.0%和 5.5%。整体来看上汽大众近年来销量下滑较为缓和，在合资车企中具备一定的韧性。

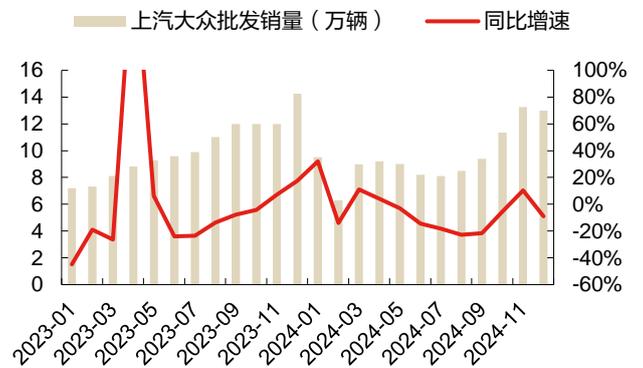
从月度数据来看，2024 年 1-9 月受上汽集团整体去库存战略影响，上汽大众销量处于相对低位，月均销量为 8.58 万辆，10-12 月上汽大众销量有所回升，销量分别增至 11.35、13.25、13.00 万辆。根据公司公告，2024 全年上汽大众整车终端销售达 120 万辆，据此测算 2024 年上汽大众全渠道去库存约 5.2 万辆，整体而言上汽大众库存压力不大。

图 28：上汽大众年度批发销量及同比增速



数据来源：公司公告、Wind、东方证券研究所

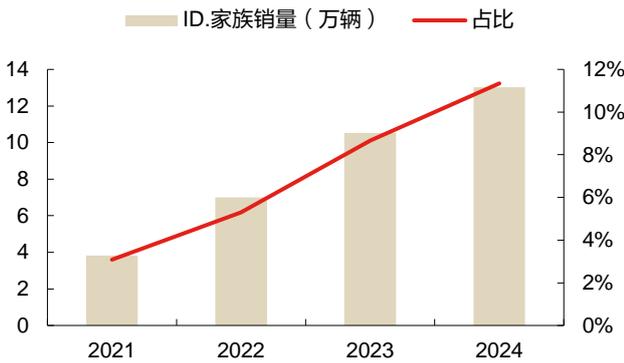
图 29：上汽大众月度批发销量及同比增速



数据来源：公司公告、Wind、东方证券研究所

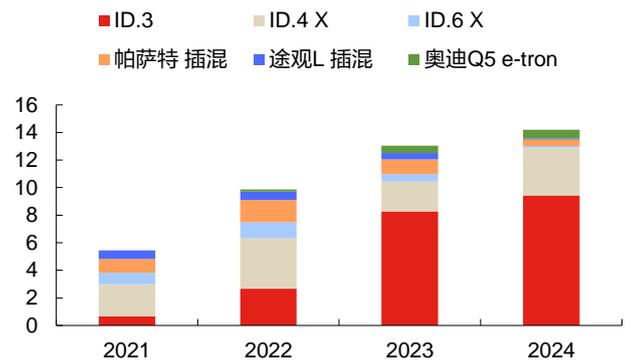
2020年10月上汽大众位于上海安亭的MEB新能源工厂正式建成，新工厂总投资约170亿元人民币，规划年产能为30万辆。2021年上汽大众ID.3、ID.4 X、ID.6 X相继投产完成了上汽大众ID.元年的产品布局。上汽大众ID.家族销量持续上行，2024年销量为13.02万辆，在合资品牌纯电市场中排名第一，销量同比增长23.8%，占上汽大众总销量的11.3%。除ID.家族外，上汽大众在售新能源汽车还包括帕萨特插混版、途观L插混版以及奥迪Q5 e-tron车型，2024年上汽大众新能源汽车合计销量14.20万辆。

图 30: 上汽大众 ID.家族销量及占比



数据来源: 公司公告、东方证券研究所

图 31: 上汽大众新能源汽车销量 (万辆)

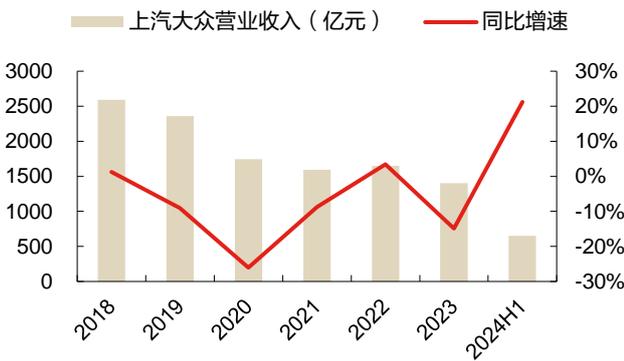


数据来源: 易车网、东方证券研究所

2018年上汽大众营收为2593.01亿元，同比增长1.2%，到2023年上汽大众营收降至1402.75亿元，5年CAGR为-11.6%。2024年上半年上汽大众营收有所回升，同比增长21.2%至650.09亿元。

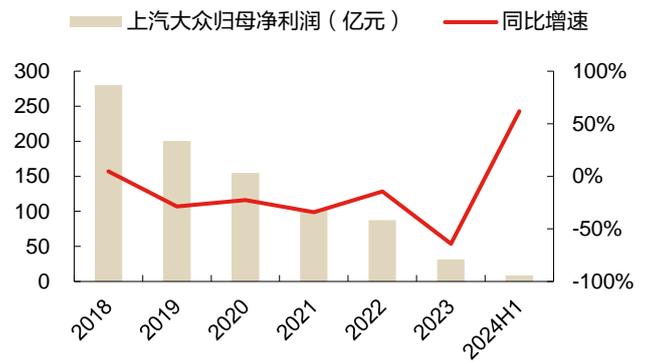
2018年上汽大众归母净利润为280.16亿元，同比增长4.8%，后续上汽大众归母净利润持续下降，到2023年上汽大众归母净利润降至31.32亿元，5年CAGR为-35.5%；2024年上半年上汽大众归母净利润为8.65亿元，同比提升61.9%。整体来看2024年上半年上汽大众经营情况在低位企稳。

图 32: 上汽大众营业收入及同比增速



数据来源: 公司公告、Wind、东方证券研究所

图 33: 上汽大众归母净利润及同比增速



数据来源: 公司公告、Wind、东方证券研究所

上汽集团与德国大众进一步深化战略合作。2024年11月上汽与德国大众签署延长合资协议，将上汽大众合资期延长至2040年，大众集团秉承“在中国，为中国”战略，双方将融合各自优势资源支持上汽大众转型。根据规划，到2030年上汽大众将推出18款新车型，其中有15款将专为中国市场开发，燃油车和新能源车同步推进。同月，奥迪与上汽合作新豪华纯电品牌AUDI发

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。

布，首款量产概念车 AUDI E Concept 公开亮相，新车基于双方联合开发的 ADP 智能数字平台打造。AUDI 品牌将专注于中国市场，由奥迪与上汽联合打造，其中上汽负责汽车的电子电气架构、智能座舱、智能驾驶等方面研发，奥迪则负责外观设计、底盘传动机械素质等部分。整体来看，上汽大众将发挥本土化创新能力，技术路线逐步由“引进、改造、国产化”转向“原创”以适应中国市场，后续上汽大众将在油、电、混三大方向进行多化布局。

图 34：上汽大众合资协议延长至 2040 年



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 35：奥迪与上汽合作新豪华纯电品牌 AUDI



数据来源：公司公告、东方证券研究所

上汽大众将提升产品投放速度，在“ICE+PHEV+BEV”三线并进，加力布局新能源汽车产品。燃油车方面，2025 年上汽大众将推出途昂 Pro 并对朗逸和凌渡 L 车型全面焕新。新能源汽车方面，上汽大众 ID.3 将保持一年两次的更新频率，2025 年上汽奥迪将发布 A5L Sportback 新车预计搭载华为智驾，同时 AUDI 品牌首款 B 级车型将于 2025 年中上市；2026 年上汽大众将推出 2 款基于 CMP 平台的电动汽车、3 款插电式混合动力车型以及 2 款增程版车型，上汽大众与上汽奥迪将几乎以每个月一款车的速度投放新能源产品，以实现新能源领域产品全面落地。整体来看，2026 年将会是上汽大众的产品大年，新能源汽车的集中投放有望带动公司销量增长。

表 4：上汽大众后续新车规划

时间	新车情况
2025 年	上半年途昂 Pro 上市，与途观 L Pro、帕萨特 Pro 构成上汽大众 Pro 家族三部曲
	下半年朗逸和凌渡 L 车型全面焕新；ID.3 保持一年两次的更新频率
2026 年	上汽奥迪发布 A5L Sportback，预计搭载华为智驾
	AUDI 品牌将推出首款 B 级车型（未来 3 年推出三款纯电车型，覆盖 B 级和 C 级市场）
2030 年	2026 年上汽大众将推出 2 款基于 CMP 平台的电动汽车、3 款插电式混合动力车型，2 款增程版车型
	上汽大众+上汽奥迪将以每个月一款产品的投放速度，将全新一代的新能源产品投放到市场，实现新能源领域的全面领跑
2030 年	到 2030 年上汽大众将推出 18 款新车型，其中有 15 款将专为中国市场开发，燃油车和新能源车同步推进。

数据来源：公司公告、乘联会、东方证券研究所

加速智能化转型，大众与小鹏、地平线、华为等公司合作布局智能驾驶版图。2024年5月，大众途观 L PRO 正式搭载大疆 IQ Pilot 智能辅助驾驶系统上市。该系统采用 7V+100Tops 的惯导双目纯视觉智驾方案，成本在 7000 元左右，支持 0-130km/h 全速域的 L2+级驾驶辅助功能。途观 L Pro 作为上汽大众与小鹏合作的首款车型，其智能化表现获得了市场的认可，表明传统燃油车也可以实现高阶智驾，后续上汽大众计划将小鹏的智驾方案推广到更多车型上。在电动车领域，大众集团与地平线成立合资公司酷睿程，计划为大众中国所有电动车型提供智能驾驶解决方案，预计合资公司开发的高阶智能辅助驾驶系统将于 2025 至 2026 年逐步推向中国市场。此外，奥迪品牌与华为达成合作，预计奥迪 A5 L 将搭载华为智驾，新车的智驾系统将基于华为 ADS 2.0 打造。奥迪与华为合作有助于补齐大众高端品牌智驾短板，助力品牌向上。整体来看上汽大众旗下燃油车主流车型、电动车型和高端奥迪品牌均完成了智驾布局，2025 至 2026 年相关智驾车型陆续推出将助力公司加速智能化转型。

表 5：上汽大众智驾布局情况

合作方	智驾系统	搭载车型	基本情况
大疆车载	IQ Pilot	途观 L Pro、帕萨特 Pro 等	2018 年开始大众选择与小鹏合作，2024 年 5 月 30 日上汽大众途观 L PRO 搭载 IQ Pilot 智能辅助驾驶系统正式上市。IQ Pilot 采用 7V+100Tops 的惯导双目纯视觉智驾方案，成本在 7000 元左右，支持 0-130km/h 全速域的 L2+级驾驶辅助功能。
地平线	高阶智能辅助驾驶系统	电动车型	2022 年 10 月，大众汽车集团宣布其软件公司 CARIAD 将与地平线成立合资公司酷睿程（北京）科技有限公司，大众合计投资约 24 亿欧元，持股 60%。合资公司将为大众中国所有电动车型提供智能驾驶解决方案，高阶智能辅助驾驶系统预计将于 2025 至 2026 年逐步推向中国市场。
华为	华为 ADS 2.0	A5L	奥迪 A5 L 确认将搭载华为智驾，这是华为智驾首次上车合资车企和燃油车车型。A5L 的智驾系统将基于华为 ADS 2.0 系统打造，将包含 3 个激光雷达以及算力约 400 多 TOPS 的华为智能驾驶硬件。

数据来源：赛博汽车、自动驾驶之心、东方证券研究所

5 盈利预测及估值

随着上汽自主内部改革及新车上市，预计 2025 年自主品牌销量增长 20%左右，盈利将逐步提升；预计上汽大众销量同比增长 5%左右，盈利维持平稳增长；由于 2024 年上汽通用主要是去库存导致销量较低，去库存正常化后，随着 2025 年新车上市，预计上汽通用销量同比增长 20%左右，盈利实现改善。

表 6：收入分类预测表

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
上海通用销售					
销售收入（百万元）	162,793.0	145,286.0	63,076.0	73,081.2	80,389.3
增长率		-10.8%	-56.6%	15.9%	10.0%
毛利率	6.0%	7.0%	4.0%	5.5%	5.5%
通用五菱					
销售收入（百万元）	80,000.4	63,138.0	73,703.6	77,388.8	81,258.3
增长率		-21.1%	16.7%	5.0%	5.0%
毛利率	11.0%	13.0%	12.0%	13.0%	13.0%
上海大众销售					
销售收入（百万元）	164,715.0	140,275.0	126,290.0	138,632.0	145,563.6
增长率		-14.8%	-10.0%	9.8%	5.0%
毛利率	7.0%	8.0%	6.0%	7.0%	7.3%
华域汽车					
销售收入（百万元）	158,268.0	168,594.0	175,715.0	191,947.0	207,144.0
增长率		6.5%	4.2%	9.2%	7.9%
毛利率	14.2%	13.3%	13.5%	14.0%	14.0%
上汽乘用车					
销售收入（百万元）	92,310.6	118,320.0	77,771.7	93,326.0	102,658.6
增长率		28.2%	-34.3%	20.0%	10.0%
毛利率	7.0%	7.0%	6.0%	7.0%	7.5%
其它					
销售收入（百万元）	62,900.6	90,586.1	95,115.4	99,871.2	104,864.8
增长率		44.0%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	16.3%	15.1%	15.1%	15.1%	15.9%
合计	720,987.5	726,199.1	611,671.8	674,246.2	721,878.5
增长率		0.7%	-15.8%	10.2%	7.1%
综合毛利率	9.6%	10.2%	10.1%	10.7%	10.9%

数据来源：Wind、东方证券研究所

在可比公司估值上，因公司产品主要为乘用车整车，主要选取了相关的公司，如江淮汽车、广汽集团、长城汽车、比亚迪、赛力斯、长安汽车等，以上可比公司 2025 年平均估值为 20 倍左右，因此给予公司 2025 年 PE 20 倍估值，目标价 21.40 元，维持买入评级。

表 7：可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元) 2025年1月17日	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
广汽集团	601238	8.58	0.43	0.20	0.31	0.35	19.99	42.52	27.79	24.29
长安汽车	000625	12.77	1.14	0.68	0.92	1.11	11.18	18.75	13.92	11.55
长城汽车	601633	25.45	0.82	1.49	1.80	2.08	31.01	17.09	14.13	12.24
比亚迪	002594	276.60	10.33	13.29	17.26	21.12	26.79	20.82	16.03	13.10
江淮汽车	600418	38.37	0.07	0.22	0.35	0.53	552.88	177.07	109.44	72.22
赛力斯	601127	135.07	-1.62	3.93	6.35	8.22	-83.25	34.33	21.27	16.43
调整后平均							22.24	29.10	19.81	16.51

数据来源：Wind、东方证券研究所

6 主要风险提示

公司改革力度低于预期。若公司改革进程及力度低于预期，则将影响公司经营能力提升，进而影响公司盈利增长。

上汽自主及合资品牌销量低于预期。若自主品牌及合资品牌销量低于预期，则将影响自主及合资品牌盈利增长。

汽车出口政策变化影响。若海外关于中国汽车出口的政策（如关税等）发生变化，则将影响公司汽车出口销量，进而影响公司盈利增长。

汽车行业价格战风险。若汽车行业价格战超市场预期，则将影响公司盈利能力。

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。