

上汽集团（600104.SH）

国企改革典范，深化电动智能化技术赋能反转可期

2025 年 02 月 19 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

任浪（分析师）

徐剑峰（联系人）

renlang@kysec.cn

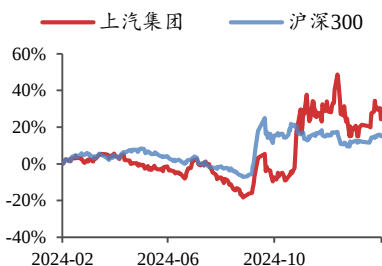
xujianfeng@kysec.cn

证书编号：S0790519100001

证书编号：S0790123070014

日期	2025/2/18
当前股价(元)	17.58
一年最高最低(元)	21.30/11.49
总市值(亿元)	2,034.94
流通市值(亿元)	2,034.94
总股本(亿股)	115.75
流通股本(亿股)	115.75
近 3 个月换手率(%)	65.96

股价走势图



数据来源：聚源

● 转型之路获上海市政府坚定支持，自上而下管理层变革持续推进表转型决心

由于电动智能化转型偏慢，公司近年来销量承压。但作为上海汽车领头羊，公司受上海市政府的高度重视，上海各部门将全力支持上汽转型。目前，公司自上而下推进管理层变革，新任领导层呈年轻化特点，且在营销、技术、出海、供应链等领域经验丰富。未来，在新领导层的带领下，公司合资及自主品牌有望坚定走好转型之路。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 16.2/100.2/144.8 亿元，EPS 为 0.1/0.9/1.3 元，当前股价对应的 PE 为 125.4/20.3/14.1 倍，给予“买入”评级。

● 以“七大技术底座”为支撑并与华为等合作，公司持续推进电动智能化转型

公司推出“七大技术底座”，2024 年以来已实现固态电池等技术量产，未来两年将赋能旗下近 30 款车型，同时与华为、Momenta 等优秀技术供应商展开合作。以核心技术为支撑，公司合资品牌将进行本土化开发，自主品牌将加大技术赋能：(1) 上汽大众 2026 年起基于 CMP 平台将开发 2 款紧凑级纯电车、3 款插混车、2 款增程车，并将聚焦高盈利产品、推动奥迪品牌发展，奥迪 A5L 将搭载华为高阶智驾技术，AUDI 将打造多款豪华智能电动车；(2) 上汽通用 2024 年主动去库存后，2025 年将推 10 款电动车；(3) 荣威将推动 DMH 混动系统等更多技术上车，而飞凡回归荣威后，将推出插混或增程车型，并与荣威在供应链、营销等领域协同，引领荣威向上；(4)智己与 Momenta 合作实现无图 NOA 全国开城，智己 L6 实现固态电池上车，且定位下探后性价比明显提升，未来还将推出增程车；(5) 名爵 2025 年将上车固态电池、插混或增程动力形式，并积极推动油车智能化。

● 出海：连续多年海外销量第一，将推动插混、HEV 等更多动力形式车型出海

公司连续多年海外销量第一。其中名爵凭借欧洲本土基因、产品力及性价比突出等，畅销欧洲。短期，公司受欧盟关税政策影响，但计划在欧洲推出混动车型绕开关税壁垒。同时，公司也正积极开拓澳新、中东、南美、东盟等市场，在全球更多地区布局 HEV 车型。而依托旗下安吉物流，公司在保障出口运力、降低出口成本方面占据优势。此外，公司注重海外本土化供应，有望在欧洲等地建厂。

● 风险提示：国内/海外汽车需求不及预期、行业竞争加剧、改革进程不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	744,063	744,705	603,793	644,009	684,802
YOY(%)	-4.6	0.1	-18.9	6.7	6.3
归母净利润(百万元)	16,118	14,106	1,623	10,020	14,479
YOY(%)	-34.3	-12.5	-88.5	517.6	44.5
毛利率(%)	11.8	12.1	10.7	11.5	12.0
净利率(%)	2.2	1.9	0.3	1.6	2.1
ROE(%)	6.8	5.9	0.7	4.0	5.6
EPS(摊薄/元)	1.39	1.22	0.14	0.87	1.25
P/E(倍)	12.6	14.4	125.4	20.3	14.1
P/B(倍)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 复盘历史：燃油车时代龙头，电动化转型偏慢拖累业绩.....	5
1.1、 国内规模领先的汽车上市公司，从合资经营逐步转为自主开发.....	5
1.2、 电动智能化转型偏慢，2018 年以来销量、业绩有所承压.....	8
1.2.1、 合资板块：巅峰期占九成利润，受大众、通用销量下滑影响近年来贡献下降.....	9
1.2.2、 自主板块：荣威、名爵接续发力推动上汽乘用车销量向上，2024 年有所承压.....	11
2、 转型之路获政府坚定支持，管理层变革持续推进表决心.....	15
2.1、 国资委多次强调央国企车企转型紧迫性，上海市政府力挺上汽发展.....	15
2.2、 自上而下推进管理层变革，领导层呈年轻化、但营销等经验丰富.....	17
3、 以“七大技术底座”为支撑，奋进智能网联新能源赛道.....	22
3.1、 打造“七大技术底座”，上汽合资及自主品牌转型有底气.....	22
3.2、 合资品牌转型：加速开拓电动智能化新产品，积极推进本土化研发.....	28
3.2.1、 上汽大众：合资期延长至 2040 年，坚持“促油车、稳电车、上奥迪”策略.....	28
3.2.2、 上汽通用：主动去库存甩包袱、销量边际改善，本土化推进电动智能化转型.....	32
3.3、 自主品牌转型：丰富动力形式及智能化技术，智己引领品牌向上.....	34
3.3.1、 荣威：更注重技术标签、营销回归到用户，飞凡引领中高端新能源车型发展.....	34
3.3.2、 智己：固态电池上车、拓展增程路线、无图 NOA 全国开城并持续优化体验.....	35
3.3.3、 上汽通用五菱：销量受国家报废更新政策拉动明显，积极探索高端化.....	36
3.3.4、 名爵：丰富动力形式、推动油车智能化，2025 年目标“国内翻番、海外向上”.....	36
3.4、 出海：连续多年海外销量第一，将推动插混、HEV 等动力车型出海.....	37
4、 盈利预测与投资建议.....	40
4.1、 盈利预测.....	40
4.2、 估值与投资建议.....	41
5、 风险提示.....	43
附：财务预测摘要.....	44

图表目录

图 1： 1958 年至今，上汽先后经历进入整车阶段、合资经营阶段、自主开发阶段三个重要发展期.....	5
图 2： 上汽业务主要涵盖整车、零部件、移动出行和服务、金融、国际经营、创新科技等领域.....	6
图 3： 上汽旗下合资品牌中大众、别克、斯柯达、雪佛兰品牌车型偏中低端，奥迪、凯迪拉克品牌偏中高端.....	7
图 4： 上汽旗下自主品牌中荣威、名爵、五菱、宝骏品牌车型偏中低端，智己、飞凡品牌偏中高端.....	7
图 5： 整车销售为上汽主要收入来源，近年来零部件以及其他业务收入占比有所提升.....	8
图 6： 上汽大众、上汽通用近年来乘用车销量占比有所下滑，上汽自主乘用车销量占比明显提升.....	8
图 7： 2018 年达到巅峰后，上汽集团销量受电动智能化转型偏慢影响进入下行通道.....	8
图 8： 2021 年以来，上汽集团新能源车销量占比明显低于行业平均水平.....	8
图 9： 大众 ID 系列 2021 年至今月销量仍未突破 2 万辆，略显平淡.....	9
图 10： 受销量下滑影响，2018 年以来上汽集团营收出现明显下降.....	9
图 11： 营收下滑叠加利润率收窄，2018 年以来上汽集团归母净利润明显下降.....	9
图 12： 2020-2024 年，上汽集团出口销量及占比持续攀升，在行业享受较高市场份额.....	9
图 13： 受合资车企销量下滑影响，公司合联营企业投资收益及其利润占比明显下滑.....	10
图 14： 2018 年以来，上汽大众销量、单车利润明显下降.....	10
图 15： 2018 年以来，上汽大众营收、归母净利明显下滑.....	10
图 16： 2018 年以来，上汽通用销量明显下降、单车均价持续提升.....	11

图 17: 2018 年以来, 上汽通用别克、雪佛兰销量下滑较大, 凯迪拉克销量相对稳定	11
图 18: 2021 年以来, 上汽通用营收、净利润持续下滑, 2024 年上半年甚至出现亏损	11
图 19: 上汽自主板块中上汽乘用车销量持续增长, 上汽通用五菱销量近年来有所下滑	12
图 20: 受五菱净利润下滑明显及新能源品牌持续投入等因素影响, 上汽自主板块 2023 年以来利润大幅下滑	12
图 21: 2019 年以来, 荣威受产品力及网约车市场瓶颈等因素影响销量持续下滑	12
图 22: 2020 年以来, 荣威新能源车销售中营运类车型销量占比持续提升	12
图 23: 飞凡品牌自成立以来, 销量一直较少	13
图 24: 受益海外市场放量, 2014-2023 年名爵轿车及 SUV 销量快速增长	13
图 25: 2018-2023 年, 名爵在英国的销量持续快速增长	13
图 26: 2024 年, 智己销量实现明显改善	14
图 27: 智己 LS6 等车型性价比较高推动销量明显增长	14
图 28: 2018 年以来上汽通用五菱销量下滑明显, 但 2020 年以来单车均价呈持续提升态势	14
图 29: 受销量下滑影响, 上汽通用五菱 2018 年以来营收、归母净利润下滑明显	14
图 30: 2023 年以来, 上海市汽车产量及排名下降明显	16
图 31: 2023 年以来, 汽车产业产值下降对上海市工业总产值造成拖累	16
图 32: 2024 年, 广东新能源车产量快速增长, 上海与广东的新能源车产量差距进一步扩大	16
图 33: 预计 2025 年, 上海新能源车产量规模与合肥等城市仍有较大差距	16
图 34: 2023 年 9 月 26 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	17
图 35: 2024 年 11 月 11 日, 上海市委书记陈吉宁, 市委副书记、市长龚正再赴上汽集团开展专题调研	17
图 36: 上汽成功打造“七大技术底座”, 现已全面进入 2.0 时代	22
图 37: 零束银河智能车全栈解决方案目前已成功进化至 3.0 版本	25
图 38: 零束银河智能车解决方案 3.0 实现舱驾一体的中央计算单元和整车中央协调运动控制器协同运作	25
图 39: 上汽参控股众多智能化领域软硬件公司, 汽车智能化领域基础扎实	25
图 40: 智己携手 Momenta 联合打造 IMAD 智驾系统, 目前已经实现城市 NOA 全国无图开城	26
图 41: 智己、英伟达与 Momenta 三方合作, 打造行业首批基于英伟达 Thor 芯片的量产智驾方案	26
图 42: 上汽直接或间接控股的股权投资机构持股卓驭科技约 3%, 系目前持股大疆比例仅次于比亚迪的车企	26
图 43: 2024 年 7 月 9 日, 宝骏云朵灵犀版新增不依赖高精地图的城市记忆领航功能	26
图 44: 截至 2024 年 10 月 24 日, 上汽是地平线第三大股东, 持股比例为 7.87%	27
图 45: 2024 年 11 月 16 日, 搭载基于地平线征程 3 的 Mono 高级辅助驾驶方案的 MG ES5 正式上市	27
图 46: 奥迪 A5L 将搭载华为智能驾驶系统, 并选择将激光雷达前置以保持流线性	27
图 47: 奥迪 A5L 将搭载华为智能驾驶系统, 并选择将激光雷达前置以保持流线性	28
图 48: 途观 L Pro 搭载的智能座舱在燃油车中处于较为领先的水平	29
图 49: 2025 年初, 产品力全面升级的途昂 Pro 将焕新上市, 有望继续实现智能座舱上车	29
图 50: 2024 年 6 月 27 日, 上汽大众签署系列新能源技术合作协议	30
图 51: 大众 ID 系列 2024 年以来月销量持续攀升, 2024 年下半年月销量持续过万	30
图 52: 2022 年, 安亭技术研发中心二期落成, 成为涵盖新能源、智驾和网联、电子电器等功能的研发试验基地	30
图 53: 大众 ID.3 聪明款引入科大讯飞语音交互系统	31
图 54: 2023 年 12 月 8 日, 地平线与大众 CARIAD 成立合资公司酷睿程, 落地智驾方案将搭载于纯电车型	31
图 55: 上汽奥迪 A5L 车型将搭载华为高阶智能驾驶系统	32
图 56: AUDI 品牌基于智能数字平台 ADP 打造的首款产品预计将于 2025 年中起上市	32
图 57: 2024 年 12 月 4 日, 通用汽车表示将花费超 50 亿美元对上汽通用实施重组, 其中 27 亿美元用于关闭工厂	33
图 58: 主动去库存甩包袱后, 2024 年 8 月以来, 上汽通用月度批发销量迎来明显回升	33
图 59: 上汽通用奥特能平台电池系统国产化率超 95%	33
图 60: 2023 年底成立的软件及数字化中心旨在提升上汽通用本土化数字产品开发的自由度和开发效率	33
图 61: 荣威 D7 DMH 世界冠军版以 2208km 的续航打破吉尼斯“插混轿车单次满油满电行驶最远距离”纪录	34

图 62: 第三代全新荣威 RX5 搭载基于地平线征程 3 的方案, 成为业界首款实现 NGP 的燃油车型.....	34
图 63: 飞凡并入荣威后, 将在研发、销售、服务等多个层面与荣威进行深度融合	35
图 64: 飞凡全新 R7 将于 2025Q1 上市, 将继续搭载飞凡巴赫座舱、宽幅三联屏及 RISING OS 极智交互系统	35
图 65: 搭载第一代光年固态电池的四驱版智己 L6 在 CLTC 工况下续航超 1000km.....	35
图 66: 基于和 Momenta 联合打造的一段式端到端大模型, 智己表示已同时具备 L2、L3、L4 级智驾量产能力.....	35
图 67: 受报废更新政策拉动, 2024 年下半年上汽通用五菱乘用车销量环比明显增长	36
图 68: 宝骏云海上市 3 个多月累计交付突破 1 万辆.....	36
图 69: 名爵总经理周钡表示, 2025 年 MG 品牌将上市的首款新车有望搭载半固态电池.....	37
图 70: 2025 款 MG7 已搭载较为出色的智能泊车功能, 并搭载 NGP 高阶智驾系统、可实现高速领航辅助功能	37
图 71: 2023 年以前上汽海外销量快速增长, 2024 年受红海危机、欧盟关税政策等影响有所下滑、但幅度不大	37
图 72: 在红海危机、欧盟关税政策等的阶段性影响缓和后, 2024 年下半年上汽海外汽车销量迎来环比明显恢复	37
图 73: 除欧洲外, 上汽在美洲、中国以外亚洲、中东及非洲、大洋洲等地区均有较多布局	38
图 74: 上汽目前已在海外建设多个生产基地、营销中心等, 全产业链出海扎实推进	38
图 75: 2023 年名爵品牌在欧洲纯电车市场份额约达 5%	38
图 76: MG4 凭借在安全性、舒适性、智能化、车内气味控制等方面的出色表现, 在欧洲市场十分畅销	38
图 77: 名爵品牌已在欧洲推出插混车型 MG HS PHEV.....	39
图 78: 名爵品牌已在欧洲推出油混车型 MG3 HEV	39
图 79: 2024 年 12 月 23 日, 上汽滚装船“安吉威信号”交付, 拥有 7800 车位, 计划首航欧洲后投入美墨航线.....	39
图 80: 安吉物流已开通欧洲、美洲、中东、澳新等多个区域的航线.....	39
表 1: 中央及地方国资委等高度重视国央企汽车上市公司新能源转型、市值管理等工作	15
表 2: 上汽实施自集团公司至下属分公司的管理层变革, 领导层呈年轻化并拥有营销、技术、出海、供应链等经验 ..	20
表 3: 上汽“七大技术底座”2.0 有望于 2025-2026 年密集上车	23
表 4: 2023 上汽各工厂产能利用率整体偏低, 部分产能有待关闭或转换	29
表 5: 上汽集团业绩拆分与盈利预测	40
表 6: 公司 2024 年受通用大幅减值影响估值高, 2025-2026 年业绩有望恢复、估值低于可比公司均值的 22.1/18.3 倍 ..	43

1、复盘历史：燃油车时代龙头，电动化转型偏慢拖累业绩

1.1、国内规模领先的汽车上市公司，从合资经营逐步转为自主开发

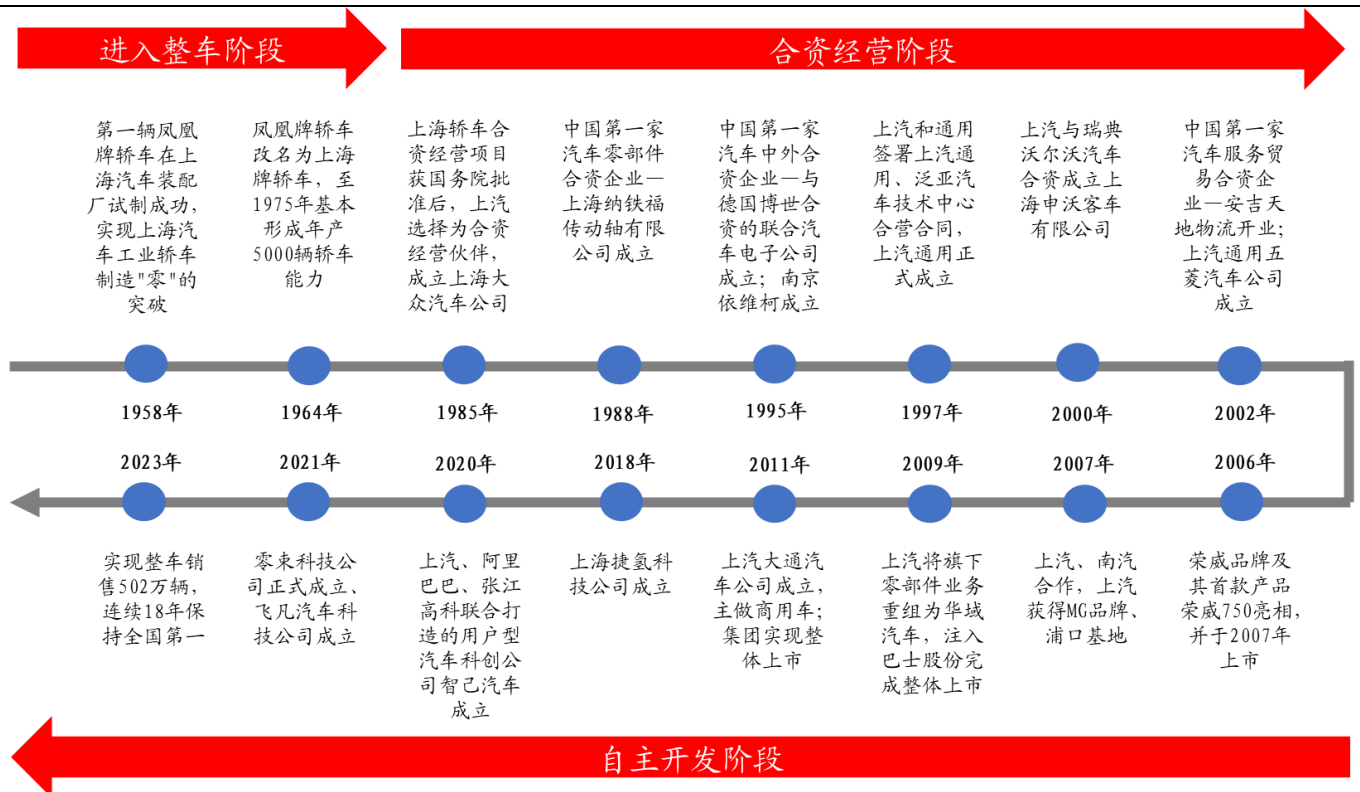
上汽集团为国内规模较为领先的车企，先后经历进入整车阶段、合资经营阶段、自主开发阶段三个重要发展期。上汽集团在国内汽车行业规模较为领先。2023 年，集团实现整车销售 502 万辆，连续 18 年保持全国第一。复盘上汽集团的发展历程，大致可以分为初步布局整车、合资经营、自主开发 3 个重要发展期：

(1) 进入整车阶段：1958 年，第一辆凤凰牌轿车在上海汽车装配厂试制成功，实现上海汽车工业轿车制造“零”的突破，拉开了上汽发展的序幕；

(2) 合资经营阶段：1978 年，上汽响应改革开放的号召，选择利用外资、引进技术的发展道路。具体来看，1985 年，上汽选择德国大众为合作伙伴，成立上海大众公司，要在中国制造大众在美国畅销的桑塔纳车型。不过，此时桑塔纳虽然在国内完成组装，但零部件基本完全依赖进口，每辆的生产成本接近 20 万元，远超国内当时的消费水平，零部件国产化迫在眉睫。因此，上汽先后成立上海纳铁福传动轴公司等，用了约 10 年的时间基本完成桑塔纳的零部件国产化。同时，1997 年，上汽与通用成立上汽通用公司，2000 年与沃尔沃成立申沃客车等，合资品牌为上汽前期的汽车业务发展做出突出性贡献；

(3) 自主开发阶段：进入 21 世纪，上汽积极推动自主研发。2002 年，通用五菱品牌成立；2006 年，荣威品牌成立；2007 年，上汽和南汽合作，上汽获得名爵品牌；2020 年，智己品牌成立；2021 年，飞凡品牌成立。同时，公司还成立捷氢科技、零束科技等公司，积极研发电动智能化技术。此外，公司借助名爵品牌，实现包括欧洲在内的海外主流市场批量销售的突破。2022 年，上汽率先成为中国首个新能源汽车、海外市场“双百万辆企业”，并于 2023 年再创新高，上汽自主创新之路取得丰硕的成果。

图1：1958 年至今，上汽先后经历进入整车阶段、合资经营阶段、自主开发阶段三个重要发展期



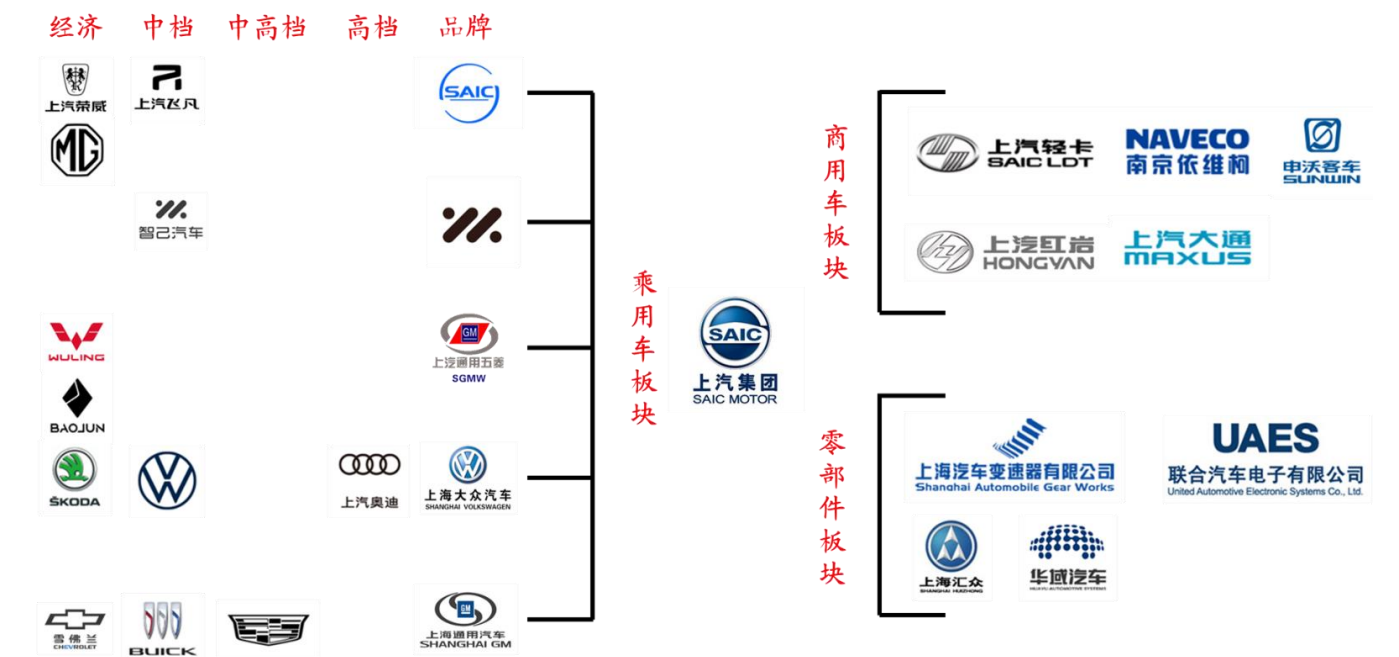
资料来源：上汽集团官网、上汽通用五菱官网、上汽大通官网、捷氢科技官网、零束科技官网、南京依维柯官网等、开源证券研究所

上汽集团的业务包括整车、零部件、移动出行和服务、金融、国际经营、创新科技等，其中整车业务为主体，2023 年整车、零部件板块营收占比分别为 67.9%、24.6%。

整车板块：包括乘用车和商用车两个板块。**(1) 乘用车方面，**公司主要包括合资（大众、通用）和自主（上汽乘用车、上汽通用五菱、智己）两大板块。其中**大众方面，**主要包括分别定位高、中、低端的奥迪、大众、斯柯达品牌。**通用方面，**主要包括分别定位中高、中、低端的凯迪拉克、别克、雪佛兰品牌。**自主板块方面，**其中①**荣威品牌**主要聚焦 30 万以下的价位段，2016-2018 年销量快速增长并成为上汽自主板块乘用车销量增长的重要驱动力。同时，**飞凡品牌**自 2021 年脱离荣威后，想要做电动智能化转型、引领上汽品牌向上，但由于销量提升困难，于 2024 年重新并入荣威体系；**名爵品牌**诞生于英国，2007 年归入上汽集团，主要聚焦 20 万以下价位段，且由于自带海外品牌基因，2023 年在 16 个发达国家热销 38 万台，全球销量超 84 万辆，连续五年蝉联“中国汽车单一品牌出口冠军”，引领上汽出海进程。②**上汽通用五菱**由上汽（持股 50.1%）、通用、广西汽车集团合资成立，主要聚焦 20 万以下价位段的乘用车市场，且在国内拥有 2800 家销售网点，覆盖 98%地级市、79%县级市，网络覆盖率行业第一。其中**五菱品牌**红标和银标分别延续五菱传统造车理念和放眼全球市场，**宝骏品牌**则以年轻、科技、智能网联为品牌基因。此外，五菱于 2017 年成为国内首家在印尼投资建厂的中国车企，也是中国汽车品牌首次在海外投入设备及资源独立建厂，实现全方位海外输出。③**智己品牌**是由上汽、张江高科和阿里巴巴于 2020 年打造的全新用户型智能汽车品牌，主要聚焦 20-30 万价位段，与飞凡共同引领上汽品牌向上。从销量构成来看，近年来上汽自主乘用车销量占比提升趋势明显，2024 年上汽乘用车、五菱销量占比为 17.6%、33.4%，合资品牌大众、通用占比下滑明显；**(2) 商用车方面，**包括上汽大通、南京依维柯、申沃客车等。

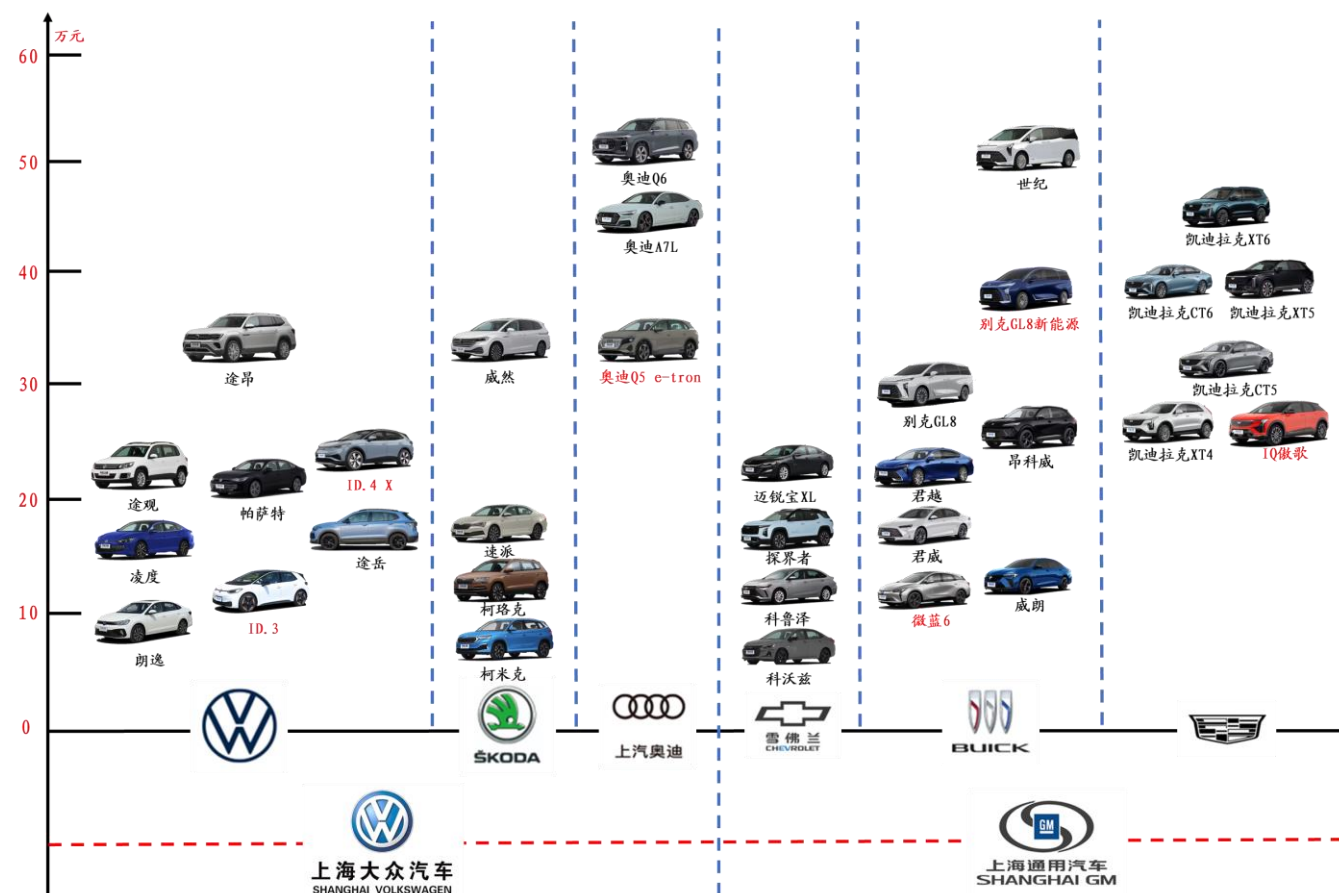
零部件板块：主要包括发动机、变速箱、底盘、电子电气、制动系统、内外饰等领域。其中子公司华域汽车产品涵盖内外饰、金属成型和模具、功能件等，各类主要产品在国内均具有较高市占率，2023 年营收、归母净利润分别达 1686 亿元、72 亿元。

图2：上汽业务主要涵盖整车、零部件、移动出行和服务、金融、国际经营、创新科技等领域



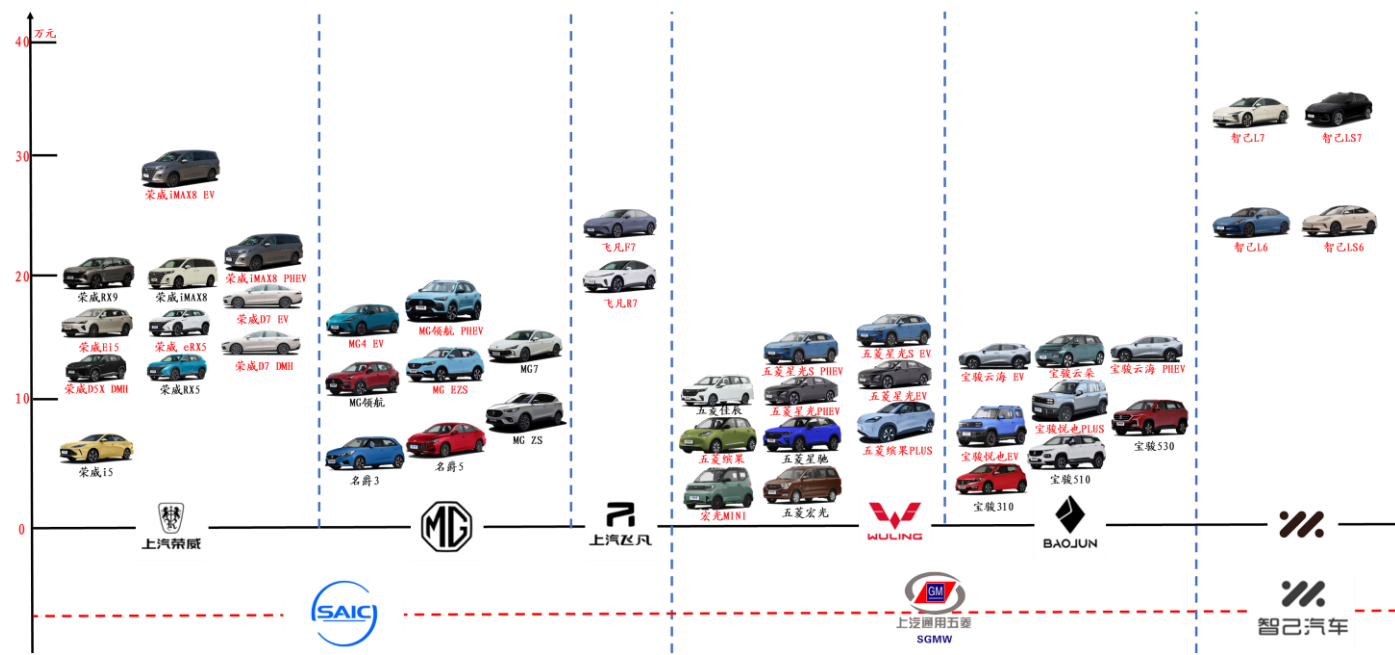
资料来源：上汽集团官网、上汽大众斯柯达官网、上汽红岩官网、杰兰路公众号等、开源证券研究所

图3：上汽旗下合资品牌中大众、别克、斯柯达、雪佛兰品牌车型偏中低端，奥迪、凯迪拉克品牌偏中高端



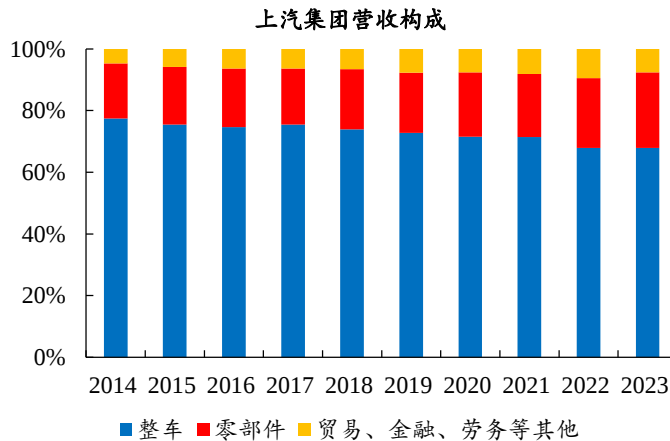
资料来源：汽车之家、开源证券研究所（注：红色字体代表新能源车）

图4：上汽旗下自主品牌中荣威、名爵、五菱、宝骏品牌车型偏中低端，智己、飞凡品牌偏中高端



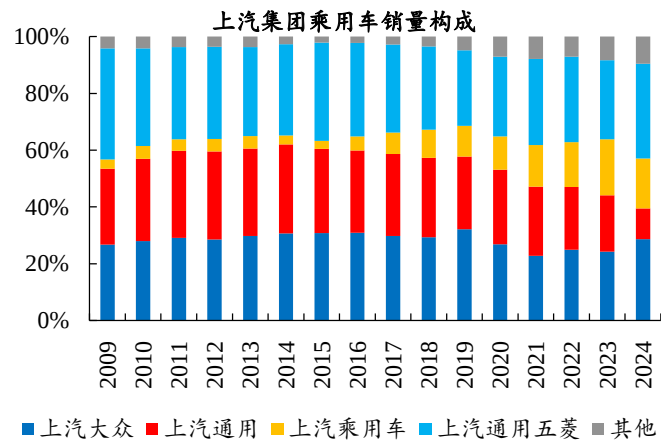
资料来源：汽车之家、开源证券研究所（注：红色字体代表新能源车）

图5：整车销售为上汽主要收入来源，近年来零部件以及其他业务收入占比有所提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：上汽大众、上汽通用近年来乘用车销量占比有所下滑，上汽自主乘用车销量占比明显提升

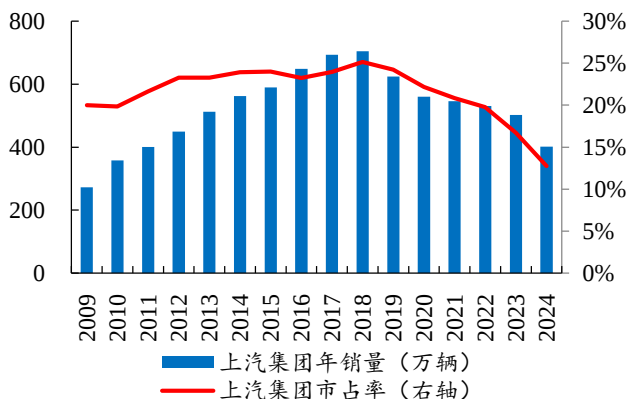


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、电动智能化转型偏慢，2018 年以来销量、业绩有所承压

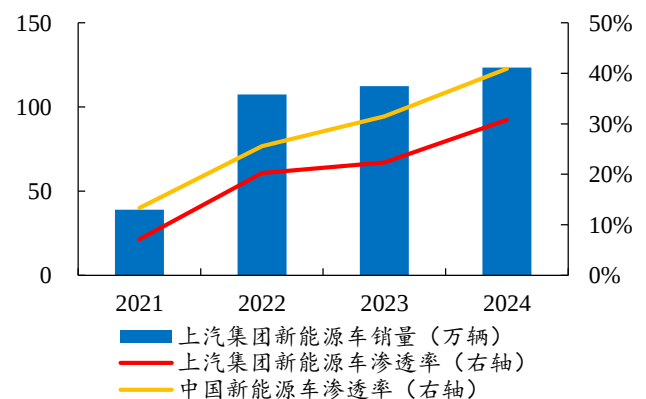
2018 年以前上汽集团汽车销量持续快速增长，2019 年开始受电动智能化转型偏慢影响销量、业绩下滑较为明显。2018 年以前，受大众、通用、五菱等品牌销量持续快速增长推动，上汽集团年销量从 2009 年的 272.46 万辆增长至巅峰期 2018 年的 704.81 万辆，CAGR 高达 11.1%。但 2018 年开始，汽车行业销量开始下滑，对上汽销量造成明显影响。同时，2019 年开始，汽车行业进入电动化转型的关键发展期，而公司在新能源技术及车型布局方面相对偏慢，销量进一步承压。具体来看，公司大众、通用等合资品牌燃油车销量下滑明显，大众 ID 系列新能源车上市以来表现较为平淡，五菱受低价小型车市场规模瓶颈影响销量也有所承压。受此影响，公司营收从 2018 年的 9021.94 亿元下降至 2023 年的 7447.05 亿元，归母净利润从 2018 年的 360.09 亿元下降至 2023 年的 141.06 亿元。进入 2024 年，汽车行业电动化进程继续快速推进，智能化领域方兴未艾，公司合资品牌燃油车继续受到明显冲击，新能源车销量有待大幅突破。因此，2024 年前三季度，公司营收、归母净利润同比分别下降 17.7%、39.4%。尽管销量整体承压，但亮眼的出海业务是公司销量的重要支撑。2020-2023 年，公司海外销量从 6.77 万辆提升至 120.82 万辆，CAGR 高达 161.3%；海外销量市占率从 2020 年的 6.8%提升至 2023 年的 24.9%，2024 年虽有下滑、但仍高达 17.8%。

图7：2018 年达到巅峰后，上汽集团销量受电动智能化转型偏慢影响进入下行通道



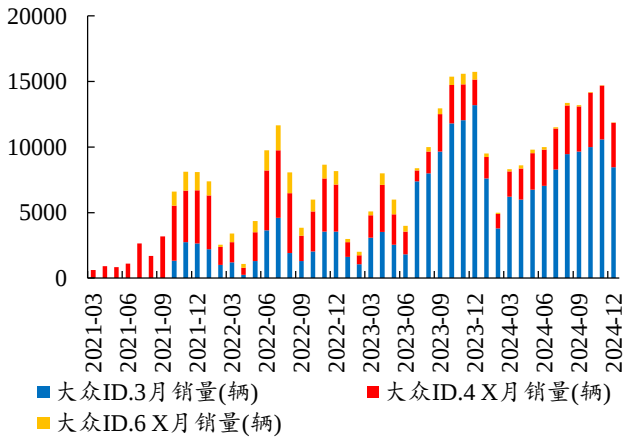
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2021 年以来，上汽集团新能源车销量占比明显低于行业平均水平



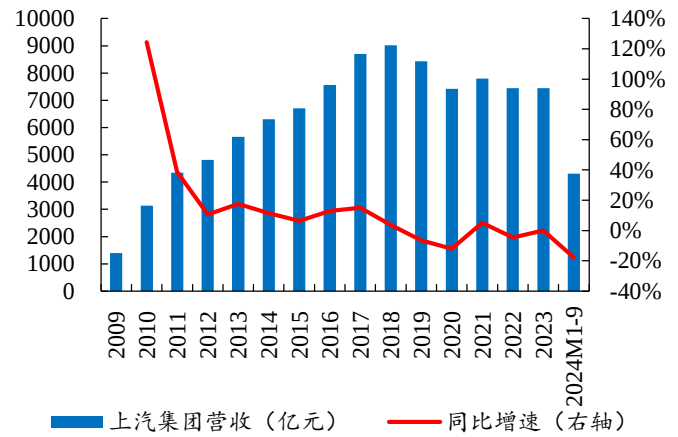
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：大众 ID 系列 2021 年至今月销量仍未突破 2 万辆，略显平淡



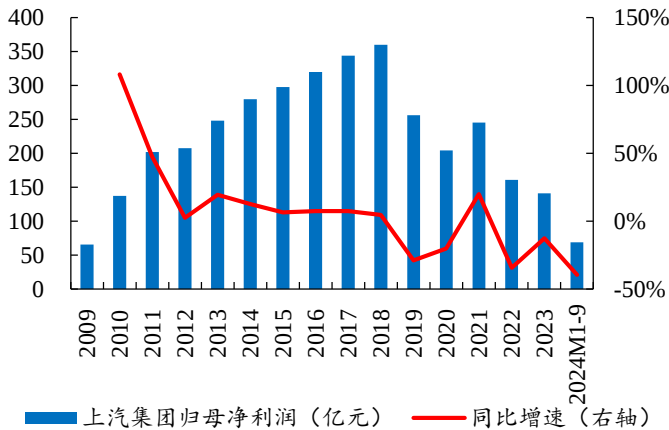
数据来源：车主之家、开源证券研究所

图10：受销量下滑影响，2018 年以来上汽集团营收出现明显下降



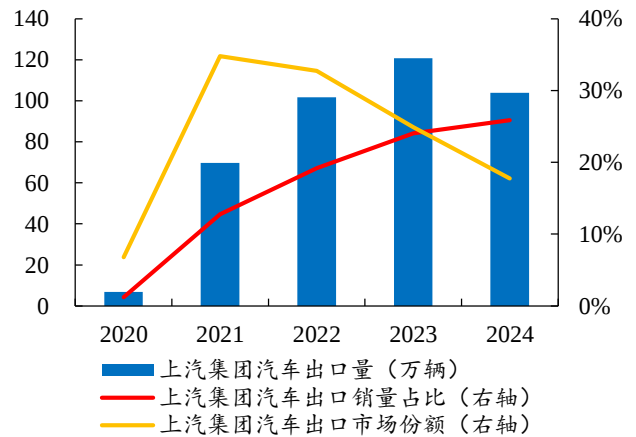
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：营收下滑叠加利润率收窄，2018 年以来上汽集团归母净利润明显下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2020-2024 年，上汽集团出口销量及占比持续攀升，在行业享受较高市场份额

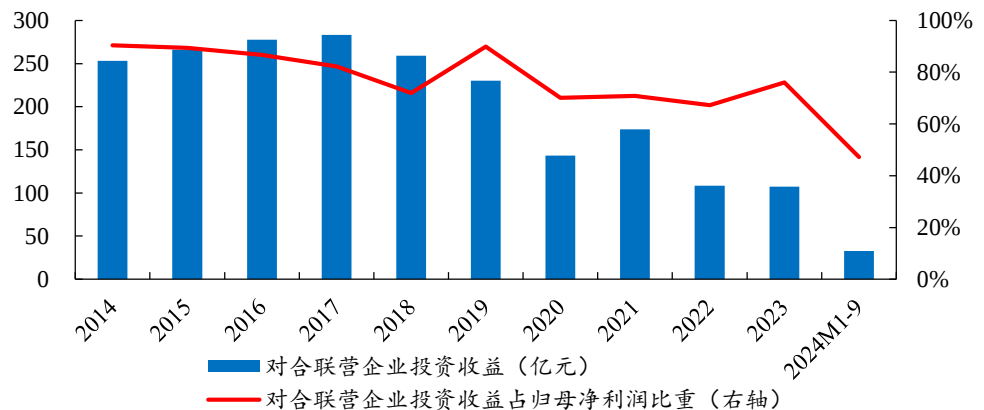


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.1、合资板块：巅峰期占九成利润，受大众、通用销量下滑影响近年来贡献下降

公司合联营企业投资收益巅峰期利润贡献约 9 成，近年来受大众、通用销量下滑明显影响利润贡献快速下降，2024 年前三季度合联营企业投资收益利润占比不足 50%。2018 年以前，受大众、通用等销量持续高增以及自主品牌有待放量影响，公司利润主要由合联营企业投资收益贡献。具体而言，公司合联营企业投资收益从 2010 年的 75.61 亿元增长至 2017 年的峰值 283.04 亿元；利润占比 2010 年仅为 55.1%，但此后快速提升，2013-2019 年期间，除 2018 年外，利润贡献均超 8 成，峰值达 90.4%。2019 年开始，随着合资板块销量下滑以及自主品牌逐步放量，公司合联营企业投资收益从 2019 年的 230.17 亿元快速下降至 2023 年的 107.21 亿元，利润贡献约 7 成。2024 年前三季度，合联营企业投资收益继续下降，利润贡献已下降至 47.3%。

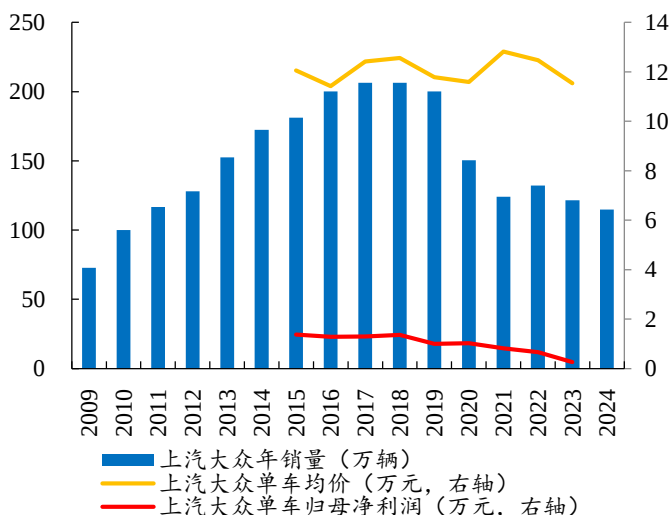
图13：受合资车企销量下滑影响，公司合联营企业投资收益及其利润占比明显下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

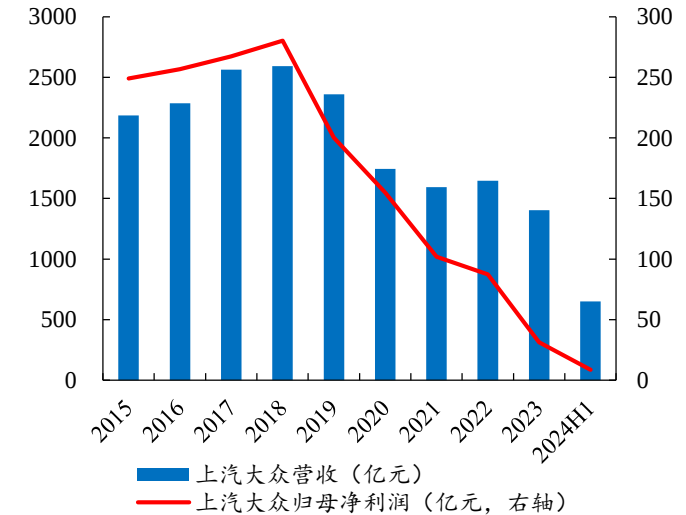
上汽大众：销量从2018年巅峰的约200万辆下滑至2023年的约120万辆，导致净利润持续快速下滑。上汽大众旗下包括斯柯达、大众、奥迪品牌，其中大众品牌为主要的销量支撑。2009-2018年，上汽大众年销量从72.8万辆迅速提升至206.5万辆，CAGR达12.3%，带动上汽大众2018年营收、归母净利润分别达到峰值的2593、280亿元。但2018年开始，上汽大众逐渐面临电动智能化转型不及预期、产品力不足等方面的问题，导致在行业整体下滑及新能源车加速渗透的背景下，2023年销量已下滑至121.5万辆，且单车利润持续下探，营收、归母净利润则分别下滑至1403、31亿元。2024年，受奥迪品牌销量下滑程度小于大众品牌推动，公司单车均价有所提升，但由于规模效应继续减弱，利润进一步下滑。

图14：2018年以来，上汽大众销量、单车利润明显下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2018年以来，上汽大众营收、归母净利润明显下滑



数据来源：公司公告、开源证券研究所

上汽通用：销量从2017年的约200万辆下滑至2023年的约100万辆，带动营收、净利润下滑较大，2024年主动去库存导致销量继续明显下滑、上半年甚至出现亏损。与上汽大众类似，2017年以前，上汽通用迎来销量快速增长的黄金发展期，销量从2009年的72.8万辆想迅速提升至2017年的200.0万辆，CAGR达13.5%，带动上汽通用营收、归母净利润提升至高位。但随着2018年开始汽车行业销量下滑、竞争加剧，上汽通用主力品牌别克、雪佛兰销量出现较为明显的下滑，导致公司业绩承压。

2024 年，新能源车持续抢占燃油车市场份额，上汽通用主动去库存减轻负担，导致规模效应进一步下滑，2024 年上半年甚至亏损。不过，由于上汽通用高端品牌凯迪拉克销量相对较为稳定，中低端品牌别克、雪佛兰的销量下滑带来整体销量结构的改善，单车均价持续提升。后续来看，在上汽通用主动减包袱的背景下，销量有望触底反弹。

图16：2018 年以来，上汽通用销量明显下降、单车均价持续提升

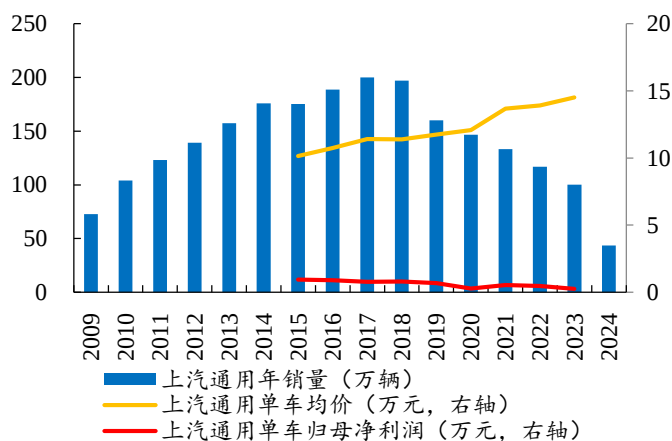


图17：2018 年以来，上汽通用别克、雪佛兰销量下滑较大，凯迪拉克销量相对稳定

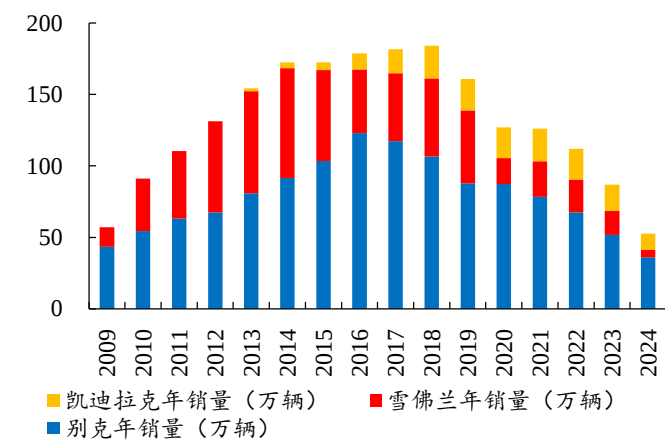
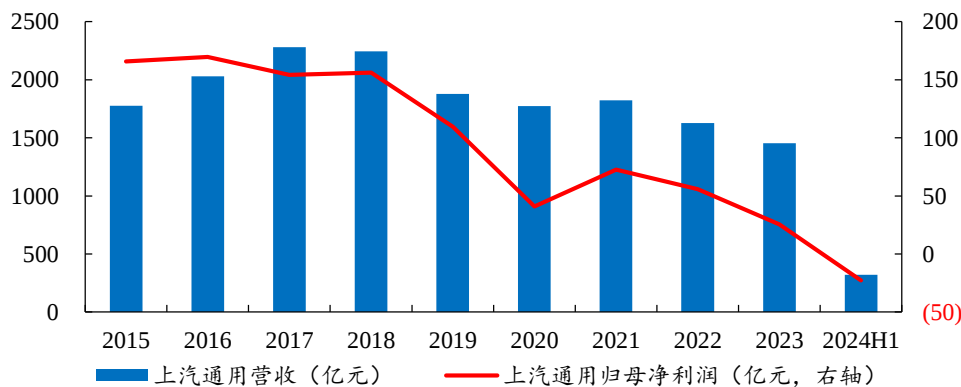


图18：2021 年以来，上汽通用营收、净利润持续下滑，2024 年上半年甚至出现亏损

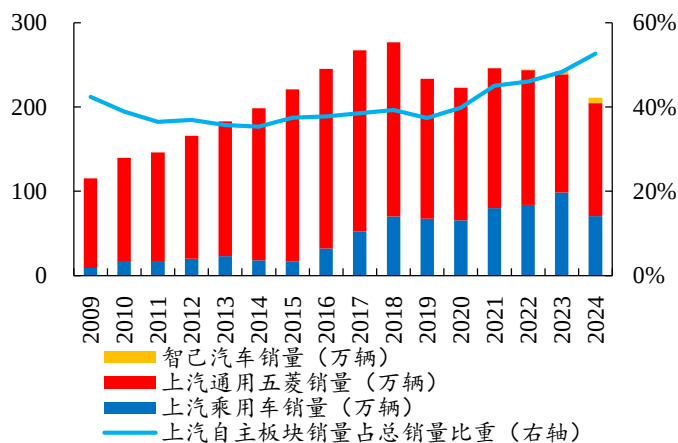


1.2.2、自主板块：荣威、名爵接续发力推动上汽乘用车销量向上，2024 年有所承压

2023 年以前上汽自主板块中上汽乘用车销量势头良好、上汽通用五菱销量有所承压，2024 年受行业竞争加剧、出口波动等影响销量承压，销量压力叠加新能源品牌投入较大等导致上汽自主板块目前面临亏损。上汽自主板块可分为上汽乘用车（包括荣威、名爵、飞凡等）、上汽通用五菱以及智己汽车。2018 年以前，上汽乘用车（前期由荣威销量增长拉动，后期由名爵出口量增长拉动）和上汽通用五菱销量持续增长，分别从 2009 年的 9.0/106.5 万辆增长至 2017 年的 52.2/215.0 万辆，带动上汽自主板块利润达到 2017 年峰值的 36.0 亿元，2018 年继续处于 28.8 亿元的高位。2018 年开始，上汽乘用车销量继续保持良好的发展势头，2023 年销量增长至 98.6 万辆，但五菱销量开始出现下滑，至 2023 年已下滑至 140.3 万辆，叠加智己、飞凡等新能源品

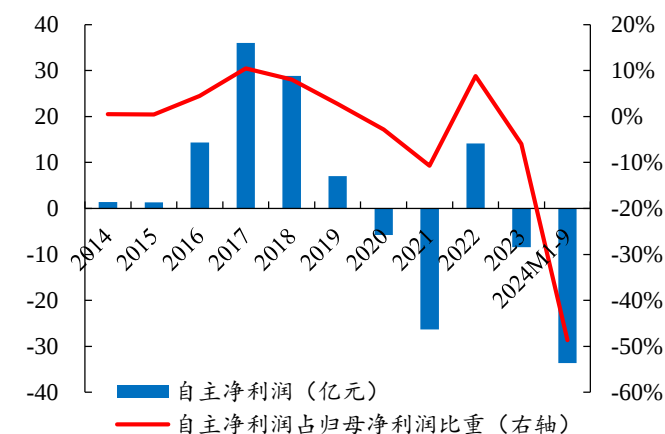
牌投入力度较大、尚未形成明显的销量规模，导致自主板块利润大幅下滑甚至出现亏损。2024 年，受销量下滑影响，上汽自主板块净利润进一步下滑，2024 年前三季度亏损达 33.6 亿元。

图19：上汽自主板块中上汽乘用车销量持续增长，上汽通用五菱销量近年来有所下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

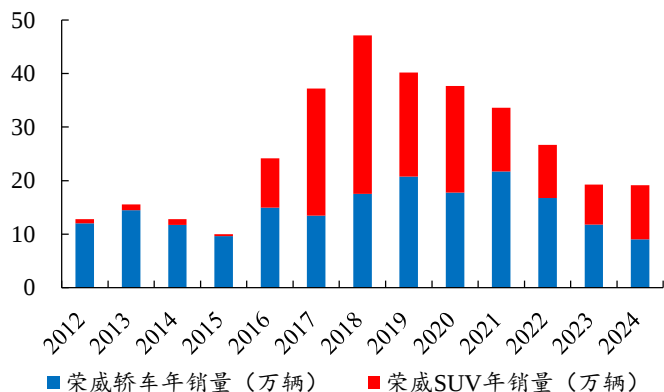
图20：受五菱净利润下滑明显及新能源品牌持续投入等因素影响，上汽自主板块 2023 年以来利润大幅下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

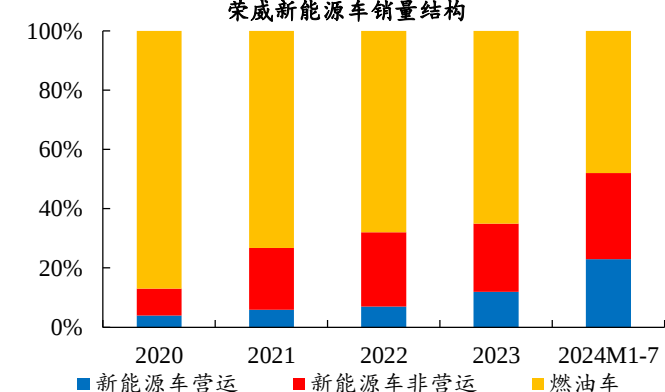
荣威：2016-2018 年荣威 RX5 等车型受益网约车市场快速起量，2019 年开始因行业竞争激烈及产品力不足等销量下滑明显。2016 年 7 月，荣威推出 RX5 车型，定位互联网车型，并且受益网约车市场的发展，成功扭转销量下滑的颓势，2015-2018 年销量突飞猛进式增长，在国产品牌中名列前茅。但 2019 年开始，荣威品牌销量开始持续下行。一方面，国内汽车行业 2018-2020 年出现下滑，并且 SUV 市场竞争持续推出导致竞争相对激烈，新能源车渗透也对传统燃油车造成冲击。另一方面，公司虽新产品持续推出，但 RX3、RX8 等后续车型销量远远不及 RX5，本身产品力方面相对不足。同时，近年来网约车市场增长乏力也对荣威造成明显影响。此外，新能源行业快速发展的背景下，荣威 2018 年推出 MARVEL X 等车型进军中高端新能源车市场，但销售乏力，2020 年推出中高端品牌“R”标仅一年多后，此块业务就被上汽独立成为“飞凡汽车”，进一步限制了荣威新能源车业务的发展。中高端布局失败后，荣威尝试推出微型电动车科莱威等布局中低端市场，但销量仍旧不尽如人意。尤其是网约车的定位对荣威品牌进军 2C 市场造成了限制，近年来销量承压。

图21：2019 年以来，荣威受产品力及网约车市场瓶颈等因素影响销量持续下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

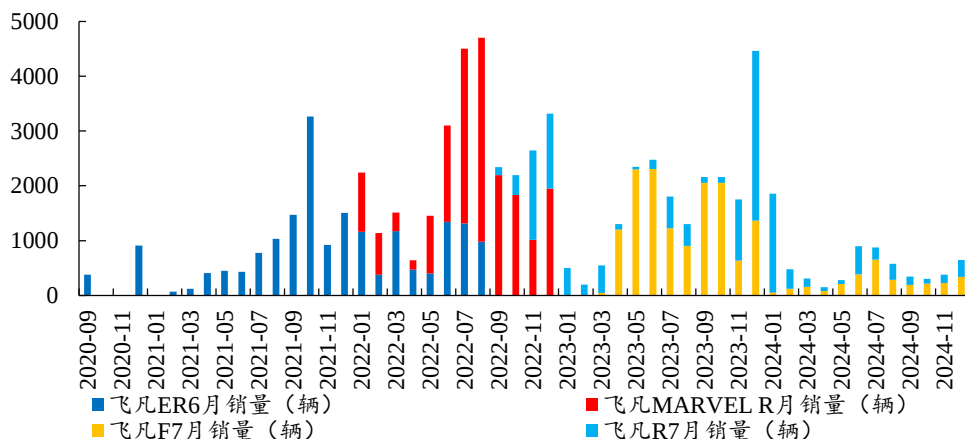
图22：2020 年以来，荣威新能源车销售中营运类车型销量占比持续提升



数据来源：杰兰路公众号、开源证券研究所

飞凡：从荣威品牌独立后销售一直较为乏力，现已重新回归荣威品牌。2021年，上汽将荣威旗下的R品牌独立出来成立飞凡品牌，以进军中高端新能源车市场、引领上汽品牌向上。但飞凡品牌自成立以来月销量均未超过5000辆，无论是最初的Marvel R和ER6还是后来推出的R7和F7销量均不及预期，2024年2月以来的月销量更是持续低于1000辆。分析飞凡销量乏力的原因，品牌知名度较低、新品牌渠道规模不足等是重要原因。目前，为减少资源浪费，飞凡品牌已重新回归荣威体系，有望推动荣威品牌布局中高端新能源车市场。

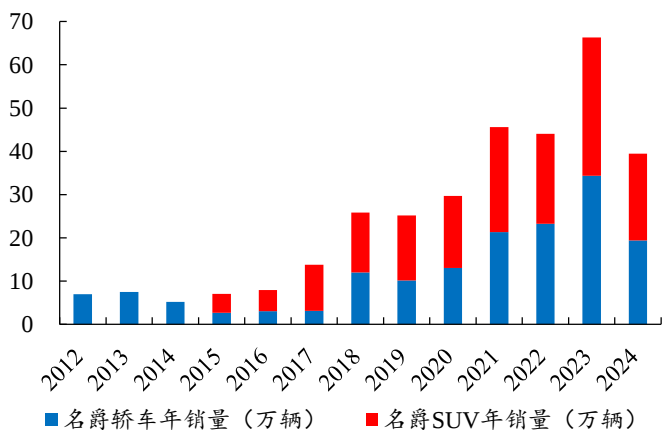
图23：飞凡品牌自成立以来，销量一直较少



数据来源：车主之家、开源证券研究所

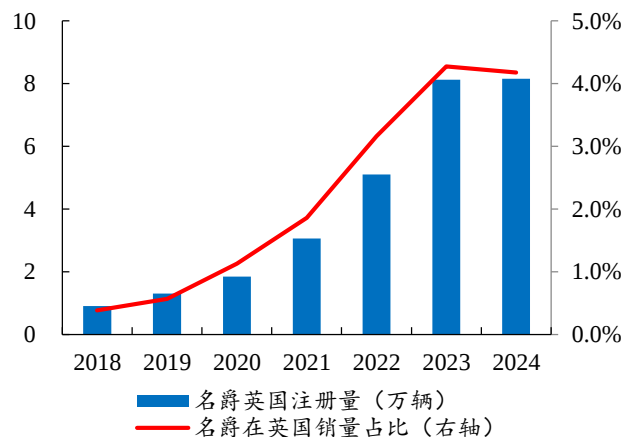
名爵：受益海外市场放量销量快速增长，2024年受欧盟反补贴税政策等影响短期承压。名爵品牌本身在英国起源，由上汽收购自南汽集团。2015年以来，名爵销量持续快速提升，全球年销量从2019年29.8万辆迅速提升至2023年的84万辆，成为上汽乘用车近年来销量增长的重要驱动力，主要受MG ZS、MG6、MG HS、MG 5、MG领航、MG ONE等多款车型拉动。分结构看，名爵在国内市场受竞争激烈影响销量表现相对平淡，但借助英国品牌的基因以及原有的渠道等方面的优势大放异彩。具体来看，名爵在国内市场的销量从2019年的15.9万辆下降至2023年的10万辆，销量占比从2019年的53.3%下降至2023年的11.9%。2024年，受欧盟反补贴税政策等影响，名爵海外销量短期承压，但预计后续有望迎来明显恢复。

图24：受益海外市场放量，2014-2023年名爵轿车及SUV销量快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

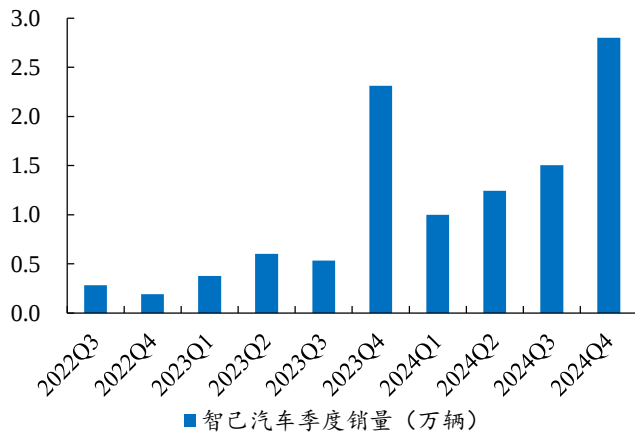
图25：2018-2023年，名爵在英国的销量持续快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

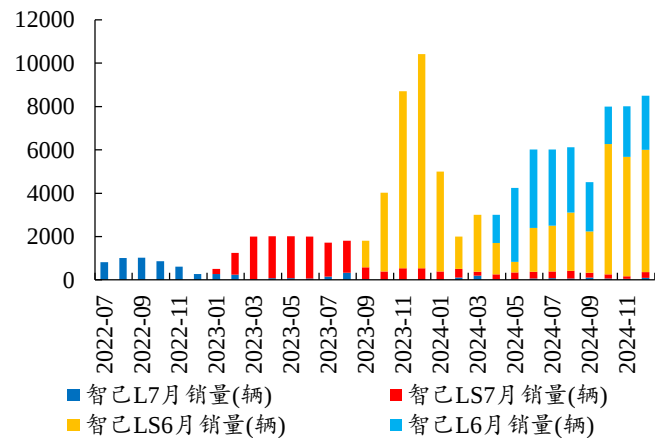
智己：发展初期因定位偏高、品牌知名度不足等销量不及预期，LS6 等性价比车型推出后 2024 年销量明显改善。智己成立后前期聚焦高端新能源车市场，但由于品牌知名度、渠道规模等方面存在不足，叠加前期推出的 L7 与 LS7 车型定位偏高，导致销量不佳。但随着 2023 年下半年 LS6 以及 2024 年上半年 L6 等这些性价比更高、功能进一步提升的车型推出，以及品牌知名度及渠道等方面的积累，2024 年智己销量迎来明显改善。

图26：2024 年，智己销量实现明显改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

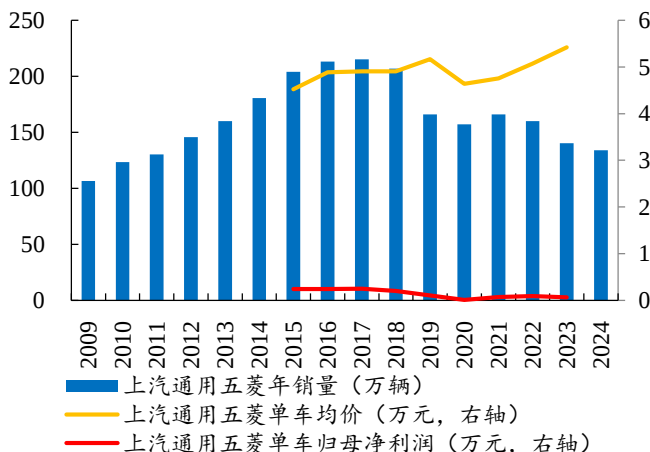
图27：智己 LS6 等车型性价比较高推动销量明显增长



数据来源：车主之家、开源证券研究所

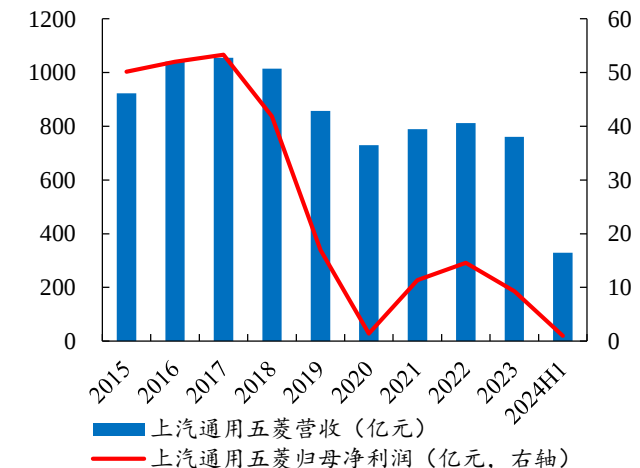
上汽通用五菱：峰值年销量超 200 万辆，2018 年以来受微型车市场相对饱和及竞争激烈等影响销量下滑明显。2017 年以前，上汽通用五菱迎来销量快速增长的黄金发展期，年销量从 2009 年的 106.5 万辆提升至 2017 年峰值的 215.0 万辆，CAGR 达 9.2%，带动五菱 2017 年营收、归母净利润分别达到峰值的 1055.1、53.3 亿元。但 2018 年开始，随着国内微型车市场开始趋于饱和以及竞品不断推出，五菱销量开始下滑，至 2023 年已下滑至 140.3 万辆。2024 年，五菱销量继续下滑，但受益以旧换新政策对微型新能源车销量的拉动，下滑幅度较小。同时，依靠多年的品牌知名度及技术积累，五菱近年来积极推出定位提升的星光、缤果等新能源车产品，推动五菱 2020 年以来单车均价持续提升，盈利能力有望改善。

图28：2018 年以来上汽通用五菱销量下滑明显，但 2020 年以来单车均价呈持续提升态势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：受销量下滑影响，上汽通用五菱 2018 年以来营收、归母净利润下滑明显



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、转型之路获政府坚定支持，管理层变革持续推进表决心

2.1、国资委多次强调央国企车企转型紧迫性，上海市政府力挺上汽发展

国有车企新能源车业务发展偏慢，国资委多次强调央国企车企电动化转型紧迫性。近年来，汽车行业电动化转型快速推进，但一汽、东风、长安三大汽车央企以及上汽、广汽等地方国企跟进速度偏慢，而燃油车底盘业务受冲击较为明显。例如，2023年，一汽、东风、长安约占汽车行业总销量的 30%，但在全国新能源车市场的市占率仅分别为 2.5%、5.5%和 5.1%，低于全行业平均渗透率。汽车行业是经济中最重要的组成部分之一，汽车央企也是国有资产的重要组成部分，受到国家及地方政府的高度重视。2024 年 3 月 5 日，国资委主任张玉卓表示要对三家汽车央企进行新能源车业务的单独考核；2024 年 3 月 16 日，国资委副主任苟坪表示要深入实施国有企业改革深化提升行动，凡是有利于把央企新能源车业务搞上去的政策与举措都要大胆探索。同时，国央企市值管理也是目前国资委非常重视的领域之一。2021 年 5 月 12 日，上海市国资委提出持续优化监管企业市值管理绩效评价，加强行为导向，强化结果运用；2024 年 1 月 25 日，国务院国资委表示要将市值管理纳入中央企业负责人经营业绩考核，强化正向激励。在各级政府的大力推动下，国央企汽车上市公司新能源转型及市值管理等工作迈出坚定的步伐。

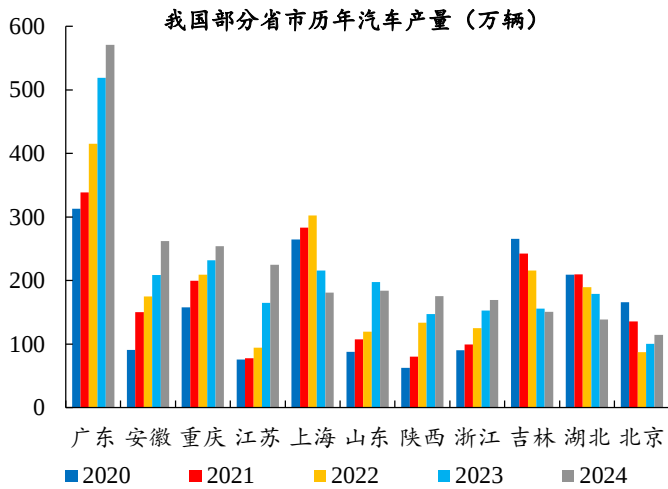
表1：中央及地方国资委等高度重视国央企汽车上市公司新能源转型、市值管理等工作

时间	相关政策/领导	具体内容
2021/5/12	《上海市国资委关于推动提高国有控股上市公司质量的实施意见》	持续优化监管企业市值管理绩效评价，加强行为导向，强化结果运用
2024/1/25	《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》	国务院国资委将加强对中央企业市值管理工作的跟踪指导，将市值管理纳入中央企业负责人经营业绩考核，强化正向激励
2024/3/5	国资委主任张玉卓	国有汽车企业在新能源汽车方面发展还不够快，要调整政策，对三家中央汽车企业，进行新能源汽车业务的单独考核
2024/3/16	国资委副主任苟坪	当前中央企业发展新能源汽车的步伐还不够快、成效还不够明显，在产品竞争力、市场占有率、前瞻性、引领性技术创新等方面急需加力加速，奋力追赶。要深入实施国有企业改革深化提升行动，凡是有利于把央企新能源汽车搞上去的政策与举措我们都要大胆探索，推动企业心无旁骛搞创新、放开手脚促转型

资料来源：上海市国资委官网、中国政府网、中国工业报公众号、21 财经网、开源证券研究所

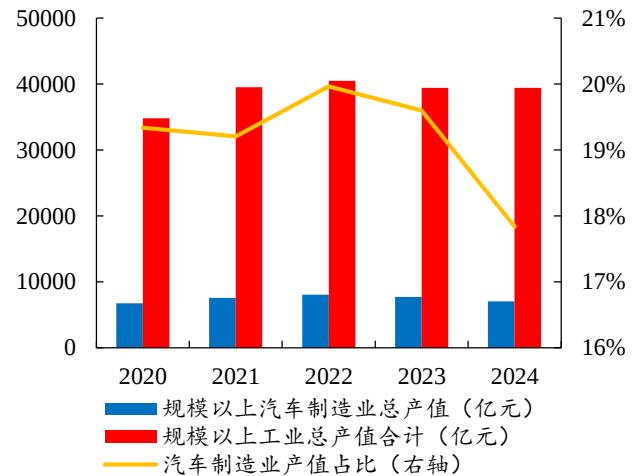
新能源车产业发展慢于行业，上海市汽车产量 2023 年以来下滑明显，排名已从 2022 年的第 2 名下降至 2024 年前 11 月的第 5 名。汽车是制造业的重要组成部分，2020 年以来汽车制造业产值约占上海规模以上工业总产值的两成。但由于新能源产业发展偏慢，上海 2023 年以来汽车产量及排名下降明显，汽车制造业产值占规模以上工业总产值的比重也由 2022 年的 20.0%下降至 2024 年前 11 月的 17.8%。2024 年前 11 月，上海新能源车产量与第一大省广东的产量差距扩大，并且根据亿欧汽车，2025 年上海新能源车产量预计唯有明显提升。

图30：2023 年以来，上海市汽车产量及排名下降明显



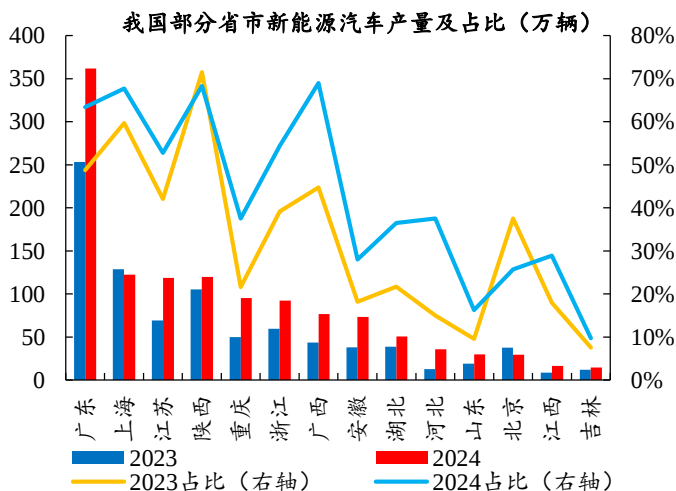
数据来源：国家统计局、我的钢铁网、开源证券研究所

图31：2023 年以来，汽车产业产值下降对上海市工业总产值造成拖累



数据来源：上海市统计局、开源证券研究所

图32：2024 年，广东新能源车产量快速增长，上海与广东的新能源车产量差距进一步扩大



数据来源：国家统计局、观研报告网、我的钢铁网、开源证券研究所

图33：预计 2025 年，上海新能源车产量规模与合肥等城市仍有较大差距

城市	2025 年新能源汽车产量规划
合肥	超 300 万辆
深圳	超 200 万辆
广州	超 200 万辆
西安	超 150 万辆
上海	超 120 万辆
重庆	超 100 万辆
成都	超 100 万辆
南京	超 100 万辆
长沙	超 100 万辆
北京	超 30 万辆

数据来源：亿欧汽车公众号、开源证券研究所

上海汽车产业当前面临的风险引起上海市政府的高度重视，电动智能化转型是重中之重，上汽作为上海汽车领头羊转型之路将获上海市政府大力支持。（1）2023 年 9 月 26 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。陈吉宁表示，当前汽车市场发生新的变化，要切实稳固传统赛道、扩展新赛道市场份额，巩固全产业链发展优势。要顺应高端化、智能化、绿色化方向，聚焦新能源和智能网联汽车发展，持续加大创新投入，掌握更多具有核心竞争力的关键技术、塑造更具品牌辨识度和技术领先性的特色产品。市相关部门要结合重点企业“服务包”制度实施，为上汽集团创新转型和高质量发展提供政策指导和支持；龚正也指出，上汽集团要保持战略定力，强化危机意识，全力打赢创新转型攻坚战，为全市稳增长作出更大贡献。要持续发力新能源汽车，狠抓技术创新、品牌培育、机制改革，努力抢占新赛道、走出新路子。强化品牌差异化定位，打造更具代表性和标识度的品牌车型。（2）2024 年 11 月 11 日，上海市委书记陈吉宁，市委副书记、市长

龚正再赴上汽集团开展专题调研。陈吉宁表示，上汽集团作为汽车行业领头羊，要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。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。龚正也表示，上汽集团要推进集团组织重构、业务重塑、优势重造，持续提升企业能级和核心竞争力，在上海建设世界级汽车产业中心中发挥主力军作用。紧扣乘用车等重点领域，加快发展汽车整车、核心零部件的研发与制造，创新做好汽车服务。顺应行业发展大趋势，加快向产业链、价值链中高端集中。

图34：2023年9月26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



资料来源：上海市国资委官网

图35：2024年11月11日，上海市委书记陈吉宁，市委副书记、市长龚正再赴上汽集团开展专题调研



资料来源：上观新闻网

积极响应上海市政府号召，上汽开启全面深化改革之路。2024年11月18日，上汽部署推进《上汽集团全面深化改革工作方案（2024—2027年）》。上汽集团董事长王晓秋表示，上汽集团肩负着上海工业经济稳增长的重任，全面深化改革这一仗必须打赢。王晓秋表示，上汽全面深化改革工作方案包括“五大战略任务”和“五大关键举措”。其中**五大战略任务方面**：（1）要以自主品牌为核心，优化业务结构；（2）要以智电技术为关键，优化产品结构；（3）要以国内市场为依托，优化布局结构；（4）要围绕整车主业，增强体系优势；（5）要自研、合作并举，拓展产业生态。**五大关键举措方面**：（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。最终，上汽要以实实在在的经营业绩体现全面深化改革的工作成效，向着建设世界一流车企目标迈出坚实步伐。

2.2、自上而下推进管理层变革，领导层呈年轻化、但营销等经验丰富

自上而下管理层变革快速推进，新任领导层呈年轻化特点，并且在营销、技术、出口、供应链等领域拥有丰富的经验。为全面推进深化改革，公司实施自集团公司至下属分公司的管理层变革，新任领导层呈年轻化并拥有营销、技术、出海、供应链等领域的丰富经验。在新的领导层的带领下，公司有望在合资及自主品牌电动智能化转型、引领自主品牌向上、继续夯实出海业务等方面迈出坚实的步伐。

➤ 上汽集团：原总裁王晓秋升任董事长，原副总裁贾建旭升任总裁，智己、飞凡品牌 CEO 升任副总裁

上汽集团“自主乘用车名片”——原总裁王晓秋升任董事长，整车及零部件管理经

验丰富的原副总裁贾建旭升任总裁。7月10日，上汽集团公告称，原董事长陈虹到龄退休，原总裁王晓秋升任董事长、原副总裁贾建旭升任总裁。

(1) **王晓秋董事长**在上汽已工作35年，在上汽体系下的质量、采购、技术、生产及零部件等多个部门，在自主、合资品牌均有相关工作经历。王晓秋董事长工作早期的最大亮点事件是21世纪初作为上汽自主品牌项目负责人，参与收购英国罗孚全系列核心技术产品，为上汽自主乘用车品牌的推出打下坚实的基础。2014年，王晓秋升任上汽集团副总裁兼上汽乘用车总经理。当时，上汽乘用车因产品力问题销量面临较大压力，为此王晓秋对荣威、MG的产品力进行全面提升。2015年，王晓秋提出“3个1”战略，即首款互联网SUV荣威RX5、全新MG6和MG品牌海外扩张战略。2016年，荣威RX5凭借首款互联网汽车这一超前概念爆火，推动上汽乘用车开启崛起之路，并积极向电动智能化转型迈进。此外，王晓秋十分关注上汽自主品牌的海外扩张之路，2019年初任集团总裁时便强调，上汽要成为一个全球品牌，而MG品牌成为上汽海外业务布局的排头兵。

(2) **贾健旭总裁**1978年出生，以开拓上汽欧洲业务成名，并在延锋汽饰、上汽大众等都有重要贡献。其早年于延锋汽饰工作，随后陆续掌管上汽卢森堡、上汽欧洲和上海香港分公司，负责为上汽开拓欧洲整车业务。2018年，贾健旭任延锋汽饰总经理，帮助公司实现智能座舱产品全面落地，并在全球建立200多个生产与研发基地。2023年，贾健旭担任上汽大众总经理，提出“促油车，稳电车，上奥迪”的方针，在稳定传统燃油车市场的同时不断推进新能源产品的布局，使上汽大众近年的新能源车销量在合资品牌中始终排名第一。

(3) **聘请智己CEO蒋峻、飞凡CEO吴冰担任集团副总裁**，体现电动智能化新方向的高度重视。2023年12月22日，上汽集团公告称聘任智己CEO蒋峻、飞凡CEO吴冰担任集团副总裁。智己、飞凡品牌作为引领上汽自主品牌电动智能化转型及品牌向上的排头兵，体现上汽集团对新能源、智能化领域的高度重视。

➤ **上汽大众：华域汽车总经理陶海龙接任党委书记兼总经理，营销经验丰富的傅强接任销售与市场执行副总经理、销售公司总经理**

整车及零部件领域管理经验丰富的陶海龙接任上汽大众党委书记兼总经理，营销经验丰富的傅强接任上汽大众销售与市场执行副总经理。2024年7月18日，上汽集团宣布，原华域汽车总经理陶海龙接任上汽大众总经理。2024年8月14日，上汽大众宣布，上汽大众总经理陶海龙兼任上汽大众党委书记，同时大众品牌营销事业原执行总监傅强接任上汽大众销售与市场执行副总经理、上汽大众销售公司总经理。

(1) **总经理陶海龙**在汽车行业从业30多年，曾在上汽大众质保部、制造部长期工作，工作作风严谨、专业能力突出。随后，陶海龙担任上汽乘用车质保部执行总监、副总经理，推动自主品牌成功建立了面向全球的国际品质标准体系。此后，陶海龙还担任华域汽车总经理，积累了丰富的零部件供应链业务领域管理经验。通过多年在汽车生产制造和质量控制领域的积累，陶海龙熟悉整车和零部件供应链体系的运作。再次回归上汽大众，陶海龙将带领上汽大众加速打通上下游、构建新汽车产业生态链；加快奥迪和大众品牌新能源转型升级。

(2) **销售公司总经理傅强**1999年即进入上汽大众，曾任大众品牌网络发展与管理部部门经理、动力总成与平台管理部门经理、大众品牌ID.营销部门经理、大众品牌营销事业执行总监等，曾参与组建ID.纯电产品营销体系，推进大众品牌营销体系变革等工作，熟悉上汽大众的全业务流程。

➤ **上汽通用：销售经验丰富的蔡宾、薛海涛分别接任党委书记、副总经理，技术经验丰富的卢晓接任总经理**

上汽通用新任管理层在营销、技术等方面有着丰富的经验。2024年8月9日，上汽通用宣布，原泛亚汽车技术中心执行副总经理卢晓接任上汽通用总经理。原泛亚汽车技术中心副总经理王从鹤接任泛亚汽车技术中心执行副总经理。同时，原上汽集团总裁助理蔡宾再度加入上汽通用，担任上汽通用党委书记。同时，原上汽通用五菱副总经理薛海涛接任上汽通用副总经理，负责市场营销方面的工作。作为上汽集团目前承压最为明显的品牌，上汽通用积极通过去库存甩包袱，叠加管理层面引入营销、技术等方面的优秀人才，有望积极推动电动智能化转型及消费者触达，迎来边际改善。

(1) 党委书记蔡宾拥有丰富的销售及管理经验。蔡宾1993年就加入上汽集团，先后在经营管理部、总经理办公室和市场部等多个部门承担管理工作。2002年，蔡宾担任上汽集团质量与经济运行部副总经理、总监等职务。2009年，蔡宾出任上海通用副总经理。此次，蔡宾重回上汽通用，担任党委书记。

(2) 总经理卢晓长期扎根上汽通用旗下泛亚技术中心，技术经验丰富。1996年，卢晓调入泛亚技术中心的前期筹备团队，并被派往德国欧宝全球技术中心进行培训。回国后，卢晓以项目工程师的身份参与了别克新世纪、赛欧国产化、君威和君越换型等上汽通用的重要项目。2010年，卢晓被任命为泛亚技术中心中级车平台总工程师，负责统筹外形、内饰开发、管理系统集成、数据标定以及动力传动系统升级，并成为通用全球平台首位中国籍总工程师。此后，卢晓还担任泛亚技术中心副总经理和执行副总经理等重要职务。作为技术经验丰富的管理人才，卢晓有望推动上汽通用更好地把握中国汽车产业电动智能化转型的大潮，推出更多符合消费者需求的产品，从而扭转销量困局。

(3) 副总经理薛海涛深耕营销一线，曾打造多款五菱爆款车型。自2007年加入上汽通用五菱，薛海涛历任上汽通用五菱行政与公共关系总监、销售公司市场与网络总监、销售公司副总经理、销售公司总经理及上汽通用五菱副总经理等职位。作为一名营销经验丰富的管理人才，薛海涛不仅曾打造了宏光MINI EV、五菱缤果等爆款车型和多个新能源技术品牌，还推动了上汽通用五菱海外业务的拓展，在公关传播、市场营销、经销网络布局等领域经验丰富、见解独到。

(4) 泛亚技术中心新任执行副总经理王从鹤拥有丰富的新能源车项目技术经验。2003年，王从鹤加入上汽通用，历任泛亚技术中心驱动系统部执行总工程师、上汽通用奥特能智电平台电动车项目执行副总经理、泛亚技术中心副总经理等职位。经过多年的积累，目前王从鹤已经拥有丰富的汽车驱动技术、新能源整车产品的研发与项目管理经验。

➤ **上汽乘用车：常务副总经理俞经民、名爵品牌总经理周钊销售经验丰富，副总经理祝勇掌握扎实技术**

上汽乘用车积极引入销售、技术领域优秀管理人才，大自主板块有望迎来蓬勃发展。2024年8月14日，上汽乘用车宣布，原上汽大众党委书记、销售与市场执行副总经理俞经民任上汽乘用车常务副总经理；原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祝勇任上汽乘用车副总经理。同时，2024年12月9日，上汽通用五菱原品牌与传播总经理周钊宣布，将调任名爵品牌事业部总经理。优秀管理人才的加入为上汽自主品牌更好地应对电动智能化时代的竞争打下坚实基础。

(1) 常务副总经理俞经民在汽车销售领域从业近 30 年，对产品、用户、市场有着敏锐的洞察力。2000-2008 年，俞经民历任上汽大众区域总经理、上汽大众斯柯达品牌销售总监、上汽销售公司副总经理等职务；2011 年，俞经民任上汽集团海外经营筹备组组长；2014 年，俞经民任上汽乘用车副总经理，以前瞻的管理思维、创新的营销举措为上汽自主品牌的销量规模增长打下坚实的基础，2020 年上汽乘用车销量较俞经民上任之初增长了 265%；2021 年，俞经民任上汽大众销售与市场执行副总经理兼上汽大众销售公司总经理；2024 年，俞经民任上汽大众党委书记，同时担任上汽大众销售与市场执行副总经理、上汽大众销售公司总经理。在俞经民的带领下，上汽自主品牌有望通过互联网营销等新颖的营销方式触达更多消费者、提升品牌知名度，更好地实现产品销售。

(2) 副总经理祝勇拥有超 20 年的汽车技术研发经验。2002 年，祝勇即在上汽大众工作。此后，祝勇被调任到上汽乘用车，2008-2011 年，历任上汽乘用车业务规划和项目管理部发动机高级经理、业务规划和项目管理部 NLE 项目高级经理等职务。2011 年 11 月，祝勇担任上汽集团技术中心动力总成项目管理部总监，并兼任上汽乘用车业务规划和项目管理部 NLE 项目总监。2014 年 12 月，祝勇被调至上汽乘用车业务规划和项目管理部动力总成平台，先后担任总监、执行总监。凭借在产品研发、技术创新方面的丰富工作经验，祝勇有望为上汽乘用车的新能源转型提供强劲的技术支撑。

(3) 名爵品牌总经理周钊有着丰富的营销、管理经验。2011 年，周钊进入上汽，在上汽通用五菱曾负责品牌塑造、产品开发、市场营销、渠道拓展等多个核心岗位的工作，有着敏锐的市场洞察力以及丰富的营销经验。其中在五菱品牌推进年轻化战略及新能源转型的过程中，周钊领导了一系列精准把握市场需求的营销活动，让五菱宏光 MINI EV 有了“人民代步车”的印象，并积极推动宝骏品牌的快速发展。因此，周钊加入后，名爵品牌迎来年轻血液，有望推动品牌更符合年轻消费者需求、丰富营销形式。

表2：上汽实施自集团公司至下属分公司的管理层变革，领导层呈年轻化并拥有营销、技术、出海、供应链等经验

集团/分公司	职位	上任领导	新任领导	出生年月	履新前职位	过往经历	上任时间
上汽集团	董事长	陈虹	王晓秋	1964年8月	上汽集团董事、总裁、党委副书记	历任上海汽车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，上汽汽车制造有限公司总经理，上汽集团采购部执行总监，上海汽车股份有限公司副总经理、乘用车分公司总经理，上汽乘用车分公司副总经理，上海柴油机股份有限公司总经理、党委副书记，上汽集团副总经济师，上汽通用总经理，上汽集团副总裁兼乘用车分公司总经理、技术中心主任，上汽集团董事、总裁、党委副书记	2024年7月10日
	总裁	王晓秋	贾健旭	1978年2月	上汽集团副总裁兼上汽大众总经理、党委副书记	曾任上海延锋江森座椅有限公司副总经理、常务副总经理，延锋汽饰副总经理，上汽卢森堡公司副总经理（主持工作）、上汽欧洲有限公司副总经理（主持工作）、上海汽车工业香港有限公司副总经理（主持工作），延锋汽车饰件系统有限公司副总经理（主持工作）、总经理，延锋汽饰总经理兼上海实业交通电器有限公司总经理，上汽集团副总裁兼上汽大众总经理、党委副书记	2024年7月10日
	副总裁		蒋峻	1970年	智己汽车 CEO	曾任上汽乘用车副总经理兼营销部执行总监、上汽通用党委副书记、纪委书记，上汽 L 项目（即智己汽车前身）组执行组组长	2023年12月22日

上汽大众	副总裁	吴冰	1976年	上汽乘用车总经理、飞凡汽车 CEO	曾任上汽保险销售公司总经理、党支部书记，上汽网约车项目组组长（厂部级正职），上海赛可出行科技服务有限公司总经理、党总支书记，现任上汽乘用车总经理、飞凡汽车 CEO	2023 年 12 月 22 日	
	党委书记	陶海龙	1968 年	上汽大众总经理兼任	曾在上汽大众质保部、制造部长期工作，培养了严谨的工作作风和突出的专业能力。随后担任上汽乘用车分公司质量保证部执行总监、副总经理，为自主品牌成功建立了面向全球的国际品质标准体系。	2024 年 8 月 14 日	
	总经理	贾健旭	陶海龙	1968 年	华域汽车总经理	此后出任上海汽车变速器有限公司总经理，以及华域汽车总经理，在零部件供应链业务领域积累了丰富的管理经验	2024 年 7 月 18 日
	销售与市场执行副总经理	俞经民	傅强	1977 年	大众品牌营销事业执行总监	1999 年毕业后即进入上汽大众，历任华南销售服务中心销售经理、售后服务客户服务经理、大众品牌网络发展与管理部门经理、动力总成与平台管理部门经理、大众品牌 ID.营销部门经理、大众品牌营销事业执行总监等，曾参与组建 ID. 纯电产品营销体系，推进大众品牌营销体系变革转型等工作	2024 年 8 月 14 日
上汽通用	党委书记		蔡宾	70 后	上汽集团总裁助理	2002 年进入上汽集团层，担任上海集团质量与经济运行部副总经理、总监等职务；2009 年 4 月，出任上海通用副总经理；2015 年 5 月，重新担任上汽集团经济运行部执行总监；此后担任上汽集团总裁助理、移动出行和服务事业部总经理、享道出行董事长等	2024 年 8 月 9 日
	总经理	庄菁雄	卢晓		泛亚汽车技术中心执行副总经理	1997 年加入泛亚汽车技术中心，历任中型车平台总工程师、项目管理执行总监泛亚汽车技术中心副总经理和执行副总经理等重要职务。主导过别克君威、君越，以及雪佛兰迈锐宝等重要车型的研发，并成为通用全球平台里第一位中国籍总工程师	2024 年 8 月 9 日
	副总经理	陆一	薛海涛	1982 年	上汽通用五菱副总经理	2007 年加入上汽通用五菱，历任上汽通用五菱行政与公共关系总监、销售公司市场与网络总监、销售公司副总经理、销售公司总经理、上汽通用五菱副总经理等岗位	2024 年 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	2003 年加入上汽通用，历任泛亚汽车技术中心驱动系统部执行总工程师、上汽通用奥特能智电平台电动车项目执行副总工程师、泛亚汽车技术中心副总经理等职位	2024 年 8 月 9 日
上汽乘用车	常务副总经理		俞经民	1974 年	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	2000-2008 年，历任上汽大众区域总经理、上汽大众斯柯达品牌销售总监、上汽销售公司副总经理等职务；2011 年，任上汽集团海外经营筹备组组长；2014 年，任上汽乘用车副总经理，以前瞻的管理思维、创新的营销举措为上汽自主品牌的发展壮大和上汽乘用车的高质量发展奠定了坚实的基础；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，任上汽大众党委书记，同时担任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	2024 年 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	2008-2011 年，历任上汽乘用车业务规划和项目管理部发动机高级经理、业务规划和项目管理部 NLE 项目高级经理、业务规划和项目管理部 NLE 项目总监（代理）；2012 年 11 月，任上汽集团技术中心动力总成项目管理部总监、兼任上汽乘用车业务规划和项目管理部 NLE 项目总监；2014 年 12 月，任上汽乘用车业务规划和项目管理部动力总成平台总监；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

名爵总 经理	周钊	1987 年	上汽通用五菱品 牌与传播总经理	2011 年加入上汽，工作经历集中在上汽通用五菱，主要负责品牌营 销、公关和市场，让五菱宏光 MINI EV 有了“人民的代步车”的 公众印象；2022 年 6 月，短暂加入小米汽车，担任市场部总经理， 直接向雷军汇报；8 个月后，重回五菱，操盘五菱另一个自主品牌 宝骏的营销、市场工作	2024 年 12 月 9 日
华域 汽车 总经理	陶海 龙	1969 年 5 月	上汽乘用车副总 经理	曾任上海通用工程部项目经理，泛亚汽车技术中心项目总工程师、 总经理高级助理、工程支持部工程规划高级经理、项目管理总监、 动力总成副总监、项目管理执行总监，上海通用规划发展部执行总 监，上汽集团技术中心副主任、常务副主任、上海汽车英国控股有 限公司总经理，泛亚汽车技术中心执行副总经理，上汽乘用车分公 司副总经理	2024 年 7 月 19 日

资料来源：上汽集团官网、上汽大众官网、新浪汽车、IT之家等、开源证券研究所

3、以“七大技术底座”为支撑，奋进智能网联新能源赛道

3.1、打造“七大技术底座”，上汽合资及自主品牌转型有底气

面向智能网联新能源车赛道，上汽推出“七大技术底座”，现已全面进入 2.0 时代。为应对汽车行业电动智能化快速推进的重要发展期，上汽通过整合内部资源，设立创新研究开发总院，并聚合内外部创新资源，成功打造“七大技术底座”，其中包括纯电、混动、氢能三大整车平台，以及电池、电驱、超混系统和智能车全栈解决方案。“七大技术底座”1.0 全面支撑上汽自主品牌业务持续向上突破，并赋能合资品牌。2023 年，上汽新能源车和海外销量分别为 112.3 万辆和 120.8 万辆，自主品牌销量占比为 55.3%，较 2014 年增长 18pct。而目前，借助能量闭环、固态电池、高效动力系统、智能底盘、全栈软件架构、全新电子架构等技术的突破和应用，上汽技术底座已全面进入 2.0 时代。2024 年以来，固态电池、智能车“中央大脑”、数字智慧底盘等最新技术已实现量产应用。未来两年，“七大技术底座”2.0 将全面赋能上汽旗下各整车品牌近 30 款全新车型。

图36：上汽成功打造“七大技术底座”，现已全面进入 2.0 时代



资料来源：盖世汽车官网

表3：上汽“七大技术底座” 2.0 有望于 2025-2026 年密集上车

技术底座	具体规划
固态电池	2026 年，全固态电池量产，能量密度超过 400wh/kg
能量闭环	挑战纯电整车能耗“每度电 12 公里”行业新纪录
动力总成	2026 年，电驱总成功率密度 4.4kW/kg，领先行业平均水平 40%以上；混动驱动系统的热效率提升到 46%
智能底盘	至 2026 年，融合整车运动集成控制（VMC）技术的线控底盘系统，将分阶段投入量产应用，为用户提供更安全、更灵敏的驾乘体验
全栈方案	2025 年，“中央计算+区域控制”智能车全栈解决方案 3.0 全面落地，实现“舱、驾、算、联”四域合一，支持 L3 级量产自动驾驶

资料来源：上汽集团公众号、开源证券研究所

➤ 三大整车技术底座：包括纯电、混动、氢能三大技术路线

(1) “星云”纯电专属系列化平台：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。**1、整车电耗方面**，全新星云平台“一度电续航里程”挑战实现行业领先的 12 公里目标，比现有水平提升超过 30%。**2、使用体验方面**，线控底盘的应用使得整车制动响应时间提升 40%、整车行驶稳定边界提升 20%，通过四轮独立控制实现整车操控提升、整车续航提升 3%以上、整车减重 3%以上，通过实现低速转向角度小于 180° 支持方向盘收纳，改善座舱空间。**3、整车安全方面**，全新星云平台达到欧洲五星碰撞安全标准。

具体来看，星云平台可分为 E1、E2 和 E3 三大平台：**1、E1 平台**是星云架构中定位最高端的，采用前双叉臂+后多连杆式悬架，兼容空气弹簧和后轮转向，在智己已发布的 L7、LS7、LS6、L6 等所有纯电产品以及飞凡 F7 等车型上都有搭载；**2、E2 平台**采用前麦弗逊+后多连杆式悬架，最高兼容 CDC 电磁减振，不支持空悬等。E2 平台代表车型有飞凡 R7 和即将上市的新车飞凡 RC7；**3、E3 平台**采用前麦弗逊+后扭力梁，定位偏入门。

(2) “珠峰”机电一体化整车架构：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。

(3) “星河”电氢一体化整车架构：聚焦氢燃料电池乘用车使用场景，首创增程型氢燃料电池乘用车架构方案。上汽氢燃料电池的研发和产业化近 20 年，量产的燃料电池电堆技术水平全球领先，并已实现燃料电池电堆核心部件和材料的全国产化，增程型燃料电池电堆 P4M 系统额定功率 45kW，常用工作点效率大于 50%，最高效率突破 55%。

➤ 四大关键系统技术底座：包括超混系统、电驱、电池和智能车全栈解决方案

(1) “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，已实现性能突破。荣威 D7 DMH 搭载了集成精度更高的同轴离合器、高效热效率运行区间高达 85%的混动专用发动机，以及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，在实测中跑出 1962 公里的最大续航里程，百公里油耗仅为 2.8L。未来新一代“蓝芯”的总成效率将进一步提升 10%。其中，混动专属发动机热效率突破 46%，混动变速箱采用全新构型的“双同轴方案”，新的“能量控制大脑”将更精确的实现热能、化学能、电能、机械能的转换。

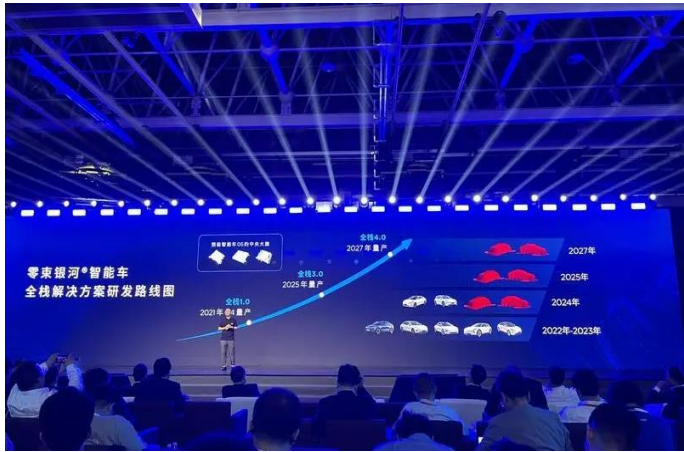
(2) **“绿芯”电驱总成**：经过技术迭代性能进一步跃升。迭代后的 NPC 轴，应用独创的网格式油冷技术，并采用镁铝合金壳体极致轻量化设计，总成重量仅为 86kg，在国内同功率段中水平最高；电机有效功率密度超过 9.5kw/kg，高于国家 7kw/kg 的 2035 规划目标；总成功率密度提升至 4.4kW/kg，领先行业平均水平至少 40%。

(3) **魔方电池**：上汽创新性地开发出魔方电池技术，最显著的特点在于其独特的躺式电芯布局。通过躺式电芯布局，魔方电池在安全性、空间利用率等方面都实现了显著提升，在新能源车行业打造差异化竞争优势。

与清陶能源积极合作，上汽计划分三步走实现全固态电池量产上车。上汽与旗下清陶能源联合进行固态电池开发，计划分三步走最终实现固态电池量产上车：**1、半固态产品阶段**：液含量 10wt%，在高安全的前提下实现 1000 公里以上的单次纯电续航。2024 年 10 月，搭载光年固态电池的智己 L6 正式交付用户；**2、准固态产品阶段**：液含量 5wt%。通过新的干法电极技术量产和高电压新型正极材料引入，实现新的电池结构，2025 年批量交付，在上汽自主品牌实现规模搭载；**3、全固态产品阶段**：基于聚合物-无机物复合电解质技术路线，能量密度有望超过 400wh/kg，体积能量密度有望超过 820wh/L，电池容量有望超过 75Ah；安全性能更好，在针刺以及 200℃热箱的场景下，能够确保电芯不起火不爆炸；适用范围更广，固态电池低温容量保持率超过 90%；物料成本更低，基于材料和工艺的简化和创新，从电芯端到 PACK 端，单位成本最多可降低 40%。其中，2026 年第一阶段产品将实现交付量产，并完成样车测试，能量密度超 400Wh/kg，是传统动力电池的一倍以上。第二阶段产品 2027 年将在智己新车等车型上实现量产，能量密度有望突破 500Wh/kg。

(4) **零束银河智能解决方案**：①2022 年，上汽推出汽车行业首个智能车全栈技术解决方案——**零束银河全栈 1.0**，实现“域集中”，重点攻关 L2++智能驾驶、智能座舱和 OTA。②目前，**零束银河全栈已进化至 3.0 版本**，实现“中央集中式+区域控制”，重点攻关成本控制和 L3 级自动驾驶。具体来看，一方面，零束银河全栈 3.0 “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，VMC 作为区域控制器成为全栈 3.0 的重要节点，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。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。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。目前上汽“生态域”已覆盖 OPPO、vivo、小米、华为和苹果等多个手机品牌。2024 年，银河全栈 3.0 正在分步“上车”，2025 年将全面落地；将有效降低整车低压功耗，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。③未来，**零束全栈 4.0** 解决方案，将重点攻关类智能人架构、AI 大模型、AI OS，支持 L4/L5 级自动驾驶。

图37：零束银河智能车全栈解决方案目前已成功进化至3.0版本



资料来源：易车腾讯官方号

图38：零束银河智能车解决方案 3.0 实现舱驾一体的中央计算单元和整车中央协调运动控制器协同运作



资料来源：易车腾讯官方号

除零束外，上汽还参/控股 Momenta、卓驭科技（原大疆车载）、地平线、黑芝麻等众多智能化领域优秀软硬件公司，提前布局为当前转型打下坚实基础。此外，上汽还有望与智能化领军华为进行合作，快速补齐短板。

图39：上汽参/控股众多智能化领域软硬件公司，汽车智能化领域基础扎实



资料来源：盖世汽车腾讯官方号、易车腾讯官方号、快科技腾讯官方号、上海汽车报天天看公众号、网易新闻新浪财经官方号、芯流智库腾讯官方号等、开源证券研究所

与 Momenta 合作进行高阶智驾开发，目前已实现全国无图 NOA 开城。2024 年 9 月 26 日，全新智己 LS6 上市，全系配备激光雷达、Orin-X 芯片。在 Momenta 智驾大模型的赋能下，智己 IM AD 智驾系统具备交付即开通的全国无图城市 NOA 能力。同时，2024 年 11 月 15 日，智己、英伟达与 Momenta 三方合作，将打造行业首批英伟达 Thor 芯片的量产智驾方案，2025 年将率先搭载于智己量产车型上，大幅提升 IM AD 智驾体验。具体来看，（1）基于 Thor 芯片的算力优势，Momenta 一段式智驾大模型能支持更高分辨率、更长历史的图片及视频输入。更高分辨率的信息输入使得 IM AD 3.0 可以看得更远、更清楚；更长时序的信息让系统对环境理解和综合决策更深刻。（2）基于 Thor 芯片的高性能计算，Momenta 一段式智驾大模型的整体反应速度更快，带来乃至数百毫秒的提升，体验更安全、安心。（3）Thor 芯片具有更高

性能上限，而 Momenta 智驾大模型具有高适配性的特点，可高效适配全级别芯片平台，充分发挥智驾大模型和芯片的关键优势。

图40：智己携手 Momenta 联合打造 IM AD 智驾系统，目前已经实现城市 NOA 全国无图开城



资料来源：Momenta 官网

图41：智己、英伟达与 Momenta 三方合作，打造行业首批基于英伟达 Thor 芯片的量产智驾方案

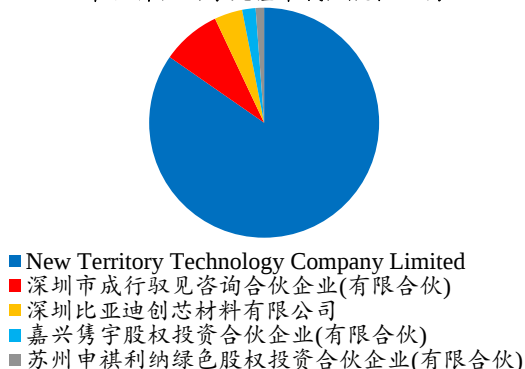


资料来源：Momenta 官网

上汽系目前持股大疆比例仅次于比亚迪的车企，与大疆已有云朵、云海等多款合作车型。根据卓驭科技（原大疆车载）的股权结构，上汽直接或间接控制的两家私募股权投资机构持股卓驭科技约 3%，仅次于比亚迪，有望在大疆智驾技术赋能方面占据先发优势。其实，上汽与大疆已有多款车型合作：（1）2023 年 9 月 26 日，宝骏云朵灵犀版上市，搭载由宝骏与大疆联合打造的“灵犀智驾 2.0”，实现可覆盖全国的高速领航辅助、可跨层记忆泊车 and 循迹倒车等高阶智驾功能。2024 年 7 月 9 日，宝骏云朵灵犀版 OTA 升级，新增不依赖高精地图的城市记忆领航功能；（2）2024 年 9 月 10 日，宝骏云海上市，全系标配和大疆共创的灵眸智驾 2.0 Max 系统，具备 0-130km/h 全速域巡航辅助、车道保持辅助、自动跟车启停、拨杆变道、智能避让绕行、红绿灯读秒及启停等功能，在同级别车型中较为突出。

图42：上汽直接或间接控股的股权投资机构持股卓驭科技约 3%，系目前持股大疆比例仅次于比亚迪的车企

卓驭科技（原大疆车载）股权结构



数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：2024 年 7 月 9 日，宝骏云朵灵犀版新增不依赖高精地图的城市记忆领航功能



资料来源：IT 之家官网

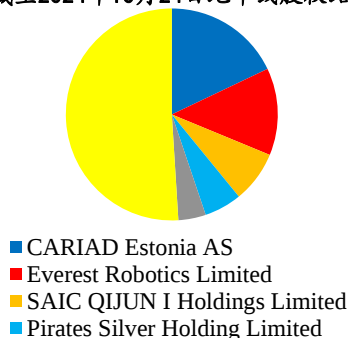
上汽与斑马智行就智能汽车操作系统进行合作。斑马智行是专业研发智能汽车操作系统底层基础软件的公司，由上汽和阿里等共同成立。2014 年，斑马智行开始研发 AliOS 智能汽车操作系统，并于 2016 年率先在全球首款互联网汽车荣威 RX5 上量产。2017 年，上汽乘用车 All in AliOS，首款名爵互联网汽车 MG ZS 上市。2021 年，全

球首个 5G 智能汽车上汽 Marvel R 上市，搭载斑马智行 Venus R 定制版系统。同年，上汽首款豪华智能纯电轿车智己 L7 开启预售，搭载斑马智行异构融合式智舱系统。

上汽系目前地平线第三大股东，已经在荣威、名爵等品牌上有车型合作。上汽早在 2016 年就投资地平线，并于 2018、2022 年两次追加投资。截至 2024 年 10 月 24 日，上汽是地平线第三大股东，持股比例为 7.87%，有望在相关芯片供给方面拥有优先权。上汽与地平线已就征程全家族产品达成定点合作，并已在名爵、荣威、大通等品牌的多款车型上实现量产落地。例如，第三代全新荣威 RX5 搭载同级首创的视觉司南智驾，基于三颗征程 3 组成的智能算力平台，实现了 NGP 功能，成为业界首款搭载智能导航辅助驾驶技术的燃油车型；MG ES5 搭载基于征程 3 的 Mono 高级辅助驾驶方案，可提供多项辅助驾驶及主动安全功能，包括智能巡航辅助、车道保持辅助、智能超速报警等，并覆盖大曲率弯道和匝道通行、车道变化分流通行等更多场景。展望未来，以股权关系为纽带，地平线软硬一体的能力有望在上汽更多车型上展现。

图44：截至 2024 年 10 月 24 日，上汽是地平线第三大股东，持股比例为 7.87%

截至2024年10月24日地平线股权结构



数据来源：Wind、开源证券研究所

图45：2024 年 11 月 16 日，搭载基于地平线征程 3 的 Mono 高级辅助驾驶方案的 MG ES5 正式上市



资料来源：地平线官网

上汽参股黑芝麻智能，目前已在一些领域展开合作。上汽参股黑芝麻智能，目前已在一些智能化方案领域的合作。2023 年 1 月 3 日，黑芝麻宣布与上汽旗下中海庭共同基于高精地图与智能芯片的创新技术结合，在智能网联汽车、车路协同和智慧交通等多领域深度合作。

上汽奥迪与华为就智能化领域展开深度合作，后续上汽与华为的合作还有望进一步加深。2024 年 10 月 25 日，上汽奥迪宣布全新奥迪 A5L 将成为奥迪品牌首款搭载华为智能驾驶系统的车型，配备激光雷达，具备高速及城市高阶辅助驾驶能力，智能化水平有望在燃油车领域相对领先。除奥迪外，上汽与华为还有望有更深入的合作。

图46：奥迪 A5L 将搭载华为智能驾驶系统，并选择将激光雷达前置以保持流线性



资料来源：电车通腾讯官方号

3.2、合资品牌转型：加速开拓电动智能化新产品，积极推进本土化研发

合资品牌长期以来是上汽重要的销量及盈利基盘，但近年来受国内新能源车行业蓬勃发展影响，销量明显承压，亟需转型。目前，大众、通用已经有相当多的电动智能化技术储备，新产品正在加紧研发。并且为了更好地适应中国消费者需求，合资品牌技术研发、产品设计、营销等方面将给予本土团队更多的话语权。

3.2.1、上汽大众：合资期延长至 2040 年，坚持“促油车、稳电车、上奥迪”策略

2024 年 11 月 26 日，上汽集团与大众集团签署延长合资协议，将上汽大众的合资期延长至 2040 年，进一步加强长期合作伙伴关系。目前，上汽大众坚持“促油车、稳电车、上奥迪”的重要发展策略，以更好地适应新时代的竞争态势。

图47：奥迪 A5L 将搭载华为智能驾驶系统，并选择将激光雷达前置以保持流线型



资料来源：上汽集团公众号

➤ 促油车：聚焦高盈利产品、智能化升级，并逐步关闭或转换过剩产能

上汽大众燃油车领域将聚焦高单价及高毛利产品，进行智能化升级等提升产品力，并逐步关闭或转换过剩产能。燃油车是上汽大众目前主要的盈利来源，但后续燃油车规划方面，上汽大众将注重发展盈利能力强的燃油车产品。目前，在燃油车赛道，为提升产品力，上汽大众聚焦油车智能化，2024 年上市的双车途观 L Pro 和帕萨特 Pro 在各细分市场取得非常不错的销量表现，燃油车智能化布局初显成效。2025 年初，产品力全面升级的途昂 Pro 也将上市，有望继续实现相关智能化功能上车。此外，鉴于目前燃油车销量下滑导致工厂产能利用率普遍较低，上汽大众逐步缩减燃油车产能，加大向智能网联新能源汽车生产的转型。

图48：途观 L Pro 搭载的智能座舱在燃油车中处于较为领先的水平



资料来源：上汽大众官网

图49：2025 年初，产品力全面升级的途昂 Pro 将焕新上市，有望继续实现智能座舱上车



资料来源：懂车帝官网

表4：2023 上汽各工厂产能利用率整体偏低，部分产能有待关闭或转换

主要工厂名称	设计产能（万辆）	2023 年产能（万辆）	产能利用率
上汽大众汽车有限公司	208.8	120.2	58%
上汽通用汽车有限公司	190.8	101.8	53%
上汽集团乘用车分公司	104	98.9	95%
上汽通用五菱汽车股份有限公司	176	140.4	80%
上汽大通汽车有限公司	37.5	22.7	61%
上汽正大有限公司	7.2	2	28%
上汽通用五菱汽车印尼有限公司	6	2.6	43%
名爵汽车印度有限公司	5.6	6.1	109%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

➤ 稳电车：进行本土化研发，2026 年起基于 CMP 平台开发的多款车型陆续上市

致力于本土化研发创新，加速推进在电动智能化领域的全面发展。上汽大众坚持本土化研发创新，从投资建设试制试验基地和技术中心，到打造新能源工厂和研发中心，包括积极整合产业链上下游资源进行电动智能化领域的探索。2024 年 6 月 27 日，上汽与大众达成合作协议，共同开发多款智能电动新车，上汽大众成功开启“技术共创”的新阶段。鉴于国内新能源车技术相对领先，合作开发新能源车有利于加速推动上汽大众的电动化转型。

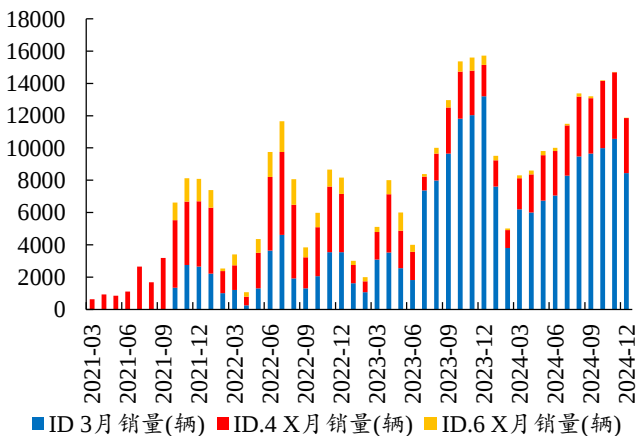
图50：2024年6月27日，上汽大众签署系列新能源技术合作协议



资料来源：上汽集团官网

纯电技术布局多年，基于 MEB 平台打造 ID 系列畅销车型，2024 年 10 月紧跟行业趋势积极布局增程技术。(1) 2015 年，上汽大众开始布局新能源技术；(2) 2018 年，上汽大众安亭新能源车工厂奠基，并于 2020 年正式投产，成为大众在全球范围内首个专为 MEB 平台车型建造的工厂。MEB 平台为大众专门针对纯电车打造的平台，一大优势在于能根据用户需要提供不同电池容量的选择，同时车辆的内部空间相比同尺寸燃油车有着大幅的提升，例如 ID.3 虽为紧凑型车、但内部空间达到中型车的水平。MEB 平台可灵活适配从紧凑型到厢型货车等多种车身类型，如基于 MEB 平台，ID.家族专为中国推出了上汽大众 ID.6 X。目前，ID.4X、ID.6X、ID.3 以及奥迪 Q5 e-tron 等一系列纯电动车都在安亭工厂投产，其中 ID 系列目前在合资品牌新能源车中销量相对领先；(3) 2022 年，安亭基地技术研发中心二期项目落成，集新能源、智能驾驶、网联技术、电子电器等前沿技术于一体，进一步增强上汽大众的研发实力；(4) 在增程车市场快速发展的背景下，2024 年 10 月，上汽大众与大众动力总成、联合电子等合作伙伴积极探索“增程器总成系统”的技术合作。

图51：大众 ID 系列 2024 年以来月销量持续攀升，2024 年下半年月销量持续过万



数据来源：车主之家官网、开源证券研究所

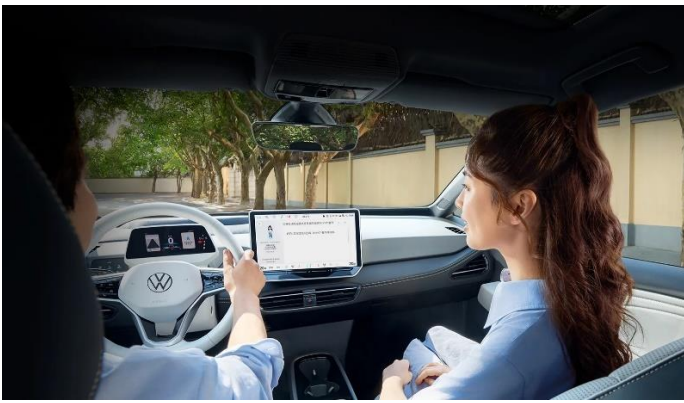
图52：2022 年，安亭技术研发中心二期落成，成为涵盖新能源、智驾和网联、电子电器等功能的研发试验基地



资料来源：中国网汽车官网

智能化领域，上汽大众与科大讯飞、华为、大疆等深度合作，合资方大众集团旗下软件公司 CARIAD 成功投资地平线。智能化领域，上汽大众与科大讯飞、华为、大疆等深度合作，其中（1）与科大讯飞的合作聚焦于 AI 智能座舱，目前上汽大众推出的 ID.3 及 ID.4 X 聪明款车型均引入科大讯飞语音交互系统，座舱体验实现全面跃升；（2）与华为的合作已在手车互联等方面实现上车。2023 年 9 月，首批搭载华为 HiCar 的车型——凌度 L、威然、途昂等成功上市，赢得市场的广泛好评。目前，华为 HiCar 已逐步覆盖途观 L Pro 和帕萨特 Pro 等旗舰车型，上汽大众在智能化、手车互联领域持续取得突破；（3）与大疆的合作聚焦智能驾驶。其中途观 L Pro 搭载的 IQ. Pilot 智驾系统由上汽大众和大疆联合开发，是大疆系统首次在上汽大众车型上搭载，可实现自适应巡航、车道保持、智能拨杆变道、智能加塞应对和智能避障、智能及记忆泊车等功能；（4）地平线是大众集团加速布局中国本土化智能研发的重要合作方。2022 年 10 月，大众宣布旗下软件公司 CARIAD 与地平线成立合资公司酷睿程。地平线将把部分能力放到合资公司，规划业务范围包括 L2 级辅助驾驶、高速领航辅助、自动泊车等。CARIAD 中国子公司 CEO 常青表示，合资公司计划于 2025、2026 年量产 L2+、L2++ 级的智能辅助驾驶产品；（5）此外，2023 年 9 月，上汽大众与零束科技携手成立联合创新研发中心。双方将依托这一平台，在智能车产品定义、软硬件研发、流程体系建设以及运营运维等多个方面深入合作。

图53：大众 ID.3 聪明款引入科大讯飞语音交互系统



资料来源：上汽大众官网

图54：2023 年 12 月 8 日，地平线与大众 CARIAD 成立合资公司酷睿程，落地智驾方案将搭载于纯电车型



资料来源：IT 之家官网

多款车专为中国市场开发，涵盖纯电、增程、插混等多种动力形式。未来，上汽大众将在纯电、增程、插混领域全方位布局：（1）2026 年起，基于专为中国市场打造的 CMP 平台开发的 2 款紧凑级电动车将首次投入市场，3 款插混车、2 款增程车也将陆续推出；（2）到 2030 年，将推出 18 款新车，其中有 15 款专为中国市场开发。

➤ 上奥迪：与华为就智能化合作，AUDI 品牌首款高端智能化车 2025 年中将投放

奥迪 A5L 将搭载华为高阶智能驾驶技术，新品牌 AUDI 将基于智能数字平台 ADP 打造多款豪华智能电动新车。2024 年 9 月 5 日，奥迪官方宣布，基于 PPC 豪华燃油车平台的全新一代本土车型将亮相，包括全新奥迪 A5 家族。奥迪 A5 家族将由奥迪在华两大合作伙伴——中国一汽和上汽集团共同生产，提供不同车身风格。上汽奥迪 A5L 将采用“Sportback”轿跑风格，除了高颜值外，搭载华为高阶智驾将是最大亮点，有望打造目前智驾水平领先的燃油车。同时，上汽奥迪品牌在电动智能化方面将持续发力。2024 年 5 月 20 日，奥迪与上汽集团签订合作协议，启动 Advanced Digitized Platform (ADP) 智能数字平台的联合开发，合作项目的车型会覆盖 B 级和

C 级车市场。5 月 24 日，ADP 平台的生产基地在安亭启动升级焕新，未来将成为奥迪新一代豪华智能电动产品的专属生产基地。与此同时，通过提升研发效率、优化开发流程，ADP 平台车型的推出时间缩短了 30% 以上，首款产品预计将于 2025 年中起上市，未来将基于该平台打造多款豪华智能电动新车。鉴于奥迪品牌定位偏高端，在电动智能化领域持续布局的背景下，有望迎来较好的销量表现，带动上汽大众整体盈利能力的提升。

图55：上汽奥迪 A5L 车型将搭载华为高阶智能驾驶系统


资料来源：汽车之家公众号

图56：AUDI 品牌基于智能数字平台 ADP 打造的首款产品预计将于 2025 年中起上市


资料来源：上汽奥迪官网

3.2.2、上汽通用：主动去库存甩包袱、销量边际改善，本土化推进电动智能化转型

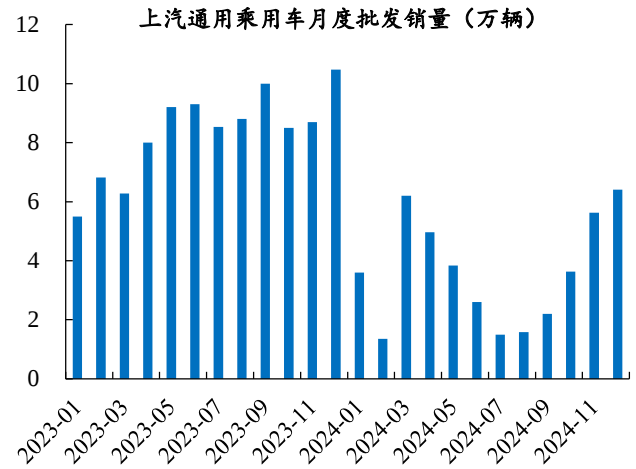
短期核心任务为主动去库存甩包袱，2024Q3 销量迎边际改善。销量下滑明显是 2024 年上汽通用面临的最大问题，其中既有来自新能源车快速渗透的冲击，也有公司主动去库存以求后续更好的发展的影响。上汽通用目前坚持“树信心，求生存、谋发展”策略，要提高员工、经销商、供应商对品牌的信心，短期的核心任务为“去库存”和“为经销商减负”。2024 年 12 月 4 日，通用汽车集团表示上汽通用正采取措施减少库存、按需生产、保护价格体系及降低固定成本，还将花费 27 亿美元实行关闭工厂等重组措施。其实在上汽通用上任总经理庄菁雄在任期间，上汽通用的去库存就在一直推进，而 2024 年 8 月 15 日，上汽通用新任总经理卢晓表示，外界关注的销量大幅下滑主要是给经销商的批发量下降，目前上汽通用的终端零售量已经呈稳步回暖向上的态势。通用中国也表示，2024Q3，通用在中国的销量和市场份额均实现季度环比增长，其中新能源车销量首次超过燃油车。2024 年 11 月，通用连续第五个月实现销量环比增长。自 2024 年年初以来，通用经销商库存已减少 50% 以上，使公司能够更好地管理定价和成本体系。通用汽车集团 CFO 保罗·雅各布森表示，上汽通用关闭工厂等重组工作已进入最后阶段，通用正寻求 2025 年在中国实现盈利。

图57：2024 年 12 月 4 日，通用汽车表示将花费超 50 亿美元对上汽通用实施重组，其中 27 亿美元用于关闭工厂



资料来源：CNBC 官网

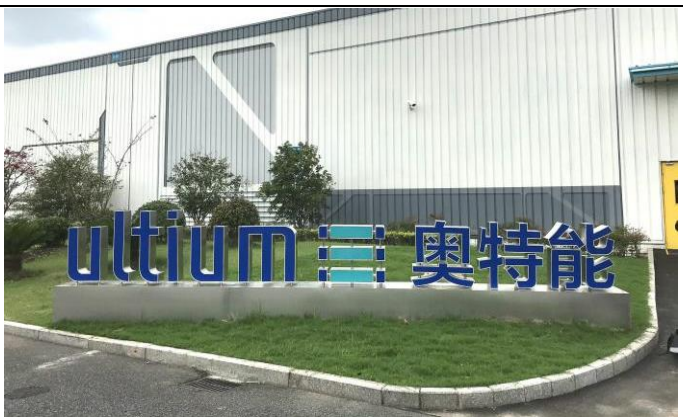
图58：主动去库存甩包袱后，2024 年 8 月以来，上汽通用月度批发销量迎来明显回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

中长期注重本土化研发电动智能化技术，基于奥特能平台 2025 年上汽通用三大品牌将推出 10 款电动车。在短期抓紧去经销商库存、修复并升级渠道网络的基础上，长期来看，上汽通用将坚持本土化研发电动智能化技术、积极推出新能源产品以应对行业的竞争态势。具体来看，（1）**新能源领域**，上汽通用奥特能智电平台零部件本土化率超 95%，该平台的核心——电池系统由泛亚技术中心主导开发，全新一代 PHEV 智电插混系统也由泛亚技术中心自研，未来上汽通用还将推出增程等新技术；（2）**智能网联领域**，2023 年底成立的软件及数字化中心是通用汽车首次在全球范围内针对单个区域市场成立的软件开发中心，旨在提升上汽通用本土化数字产品开发的自由度和开发效率；（3）**智驾领域**，上汽通用成为产品较快落地的合资车企，其中 2024 年 7 月已推出 NOP 领航辅助驾驶功能。以扎实的技术为支撑，纯电领域，到 2025 年，上汽通用将在凯迪拉克、别克和雪佛兰三大品牌中推出 10 款基于奥特能平台的电动车，目前已上市的有凯迪拉克 LYRIQ 锐歌、别克 ELECTRA E5、别克 ELECTRA E4；插电混合领域，搭载新一代 PHEV 智电插混技术的全新 GL8 PHEV 销量表现不错。尽管短期承压，但上汽集团和通用汽车集团将以上汽通用电动智能化技术为支撑，持续赋能凯迪拉克、别克和雪佛兰三大品牌，不断推出更多符合中国消费者需求的新产品。

图59：上汽通用奥特能平台电池系统国产化率超 95%



资料来源：21 经济网官网

图60：2023 年底成立的软件及数字化中心旨在提升上汽通用本土化数字产品开发的自由度和开发效率



资料来源：新民晚报腾讯官方号

3.3、自主品牌转型：丰富动力形式及智能化技术，智己引领品牌向上

在上汽 2024 年度“提质增效重回报”行动方案中，提出加快自主品牌引领发展、加快新能源产品向上突破、加快海外市场增量拓展是公司的三大经营提质举措。可见，推进自主品牌电动智能化转型、品牌向上、继续布局海外市场是目前上汽最为重要的发展任务。

3.3.1、荣威：更注重技术标签、营销回归到用户，飞凡引领中高端新能源车型发展

荣威将把更多电动智能化技术搭载到新车型上，营销层面回归到用户。上汽乘用车常务副总经理俞经民表示，荣威品牌与大众品牌在技术和质量可靠性方面具有相似性。因此，未来荣威品牌将以“7 大技术底座”为支撑，推动更多电动智能化技术上车以提升产品力。例如，2024 年 11 月 8 日，上汽荣威 D7 DMH 世界冠军版上市，搭载 DMH 超级混动系统，以 2208.719km 的续航和 2.49L/100KM 的平均油耗，打破吉尼斯“插混轿车单次满油满电行驶最远距离”世界纪录，荣膺“全球最省混动 B 级车”称号。同时，智能化技术方面，荣威品牌也有望与地平线等优秀供应商合作，大幅提升主流价位段产品的智能化体验。此外，营销层面，荣威品牌营销将回归到用户本身，了解消费者的需求，增强与消费者的互动，提供更好的服务。

图61：荣威 D7 DMH 世界冠军版以 2208km 的续航打破吉尼斯“插混轿车单次满油满电行驶最远距离”纪录



资料来源：上汽集团官网

图62：第三代全新荣威RX5搭载基于地平线征程3的方案，成为业界首款实现 NGP 的燃油车型



资料来源：地平线官网

飞凡并入荣威后主要定位高端新能源车系列，将在研发、销售、服务等多个层面与荣威进行深度融合。2024 年 11 月 7 日，上汽官方宣布荣威与飞凡不再独自奔跑，而是并肩前行，飞凡品牌正式并入荣威品牌，将成为荣威品牌的高端新能源子序列。荣威 DMH 等混动技术将赋能飞凡品牌，因此飞凡未来不再局限于纯电技术路线，将推出插混或增程车型。同时，上汽创新研究开发总院将继续担当荣威与飞凡品牌的研发职责，并且荣威与飞凡将共享核心零部件研发成果，整合生产线，优化生产排期和布局，以有效降低成本。此外，荣威与飞凡将在营销端进行协同，共享销售渠道和市场推广资源，通过双授权店等形式，让消费者在一家店内能同时了解两个品牌的所有车型，提高品牌曝光度和知名度，两个品牌的消费群体将得到明显拓宽。

图63：飞凡并入荣威后，将在研发、销售、服务等多个层面与荣威进行深度融合



资料来源：上汽乘用车公众号

图64：飞凡全新 R7 将于 2025Q1 上市，将继续搭载飞凡巴赫座舱、宽幅三联屏及 RISING OS 极智交互系统



资料来源：智电出行腾讯官方号

3.3.2、智己：固态电池上车、拓展增程路线、无图 NOA 全国开城并持续优化体验

高端新能源品牌智己定位下探后性价比明显提升、已实现固态电池上车、将拓展增程技术路线，无图 NOA 实现全国开城并正持续优化体验。在飞凡回归荣威后，智己作为上汽冲击高端新能源市场的重要发力点，将获得更大的发展空间。目前，智己 L6 和 LS6 两款车已下探至 20 万级别，产品性价比明显提升。并且，在此前仅有纯电动车型导致销量难有明显增长的背景下，2025 年智己除推出 2 款纯电动车型外。还将推出 2 款增程车型，产品矩阵实现翻倍。智己 CEO 刘涛表示，2025 年智己将上马增程车型，决心要颠覆目前市场增程产品纯电续航里程较短的痛点，在过渡阶段赢下消费者、彻底站稳脚跟后，在纯电的终局赛道里锁定赢面。而在纯电续航能力方面，公司积极探索固态电池技术上车，目前搭载第一代光年固态电池的四驱版智己 L6 在 CLTC 工况下续航已超 1000km。智能化方面，智己 IM AD 无图城市 NOA 已实现全国开通，将继续打磨无图城市 NOA 体验，和 Momenta 量产端到端大模型，预计 2025 年实现“门到门”智驾，并且与 IM AD 高阶智驾深度融合的“灵蜥数字底盘”等技术较为突出。营销方面，智己高管纷纷开通视频号、抖音、小红书、哔哩哔哩、微博等，以各自擅长的项目持续输出内容，在各自优势领域打造 IP，品牌声量明显提升。此外，2024 年 12 月 25 日，智己宣布顺利完成 B1 轮股权融资，整体 B 轮融资共募集资金 94 亿元。此次募集的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加快新产品的推出，多措并举下有望迎来明显的销量提升。

图65：搭载第一代光年固态电池的四驱版智己 L6 在 CLTC 工况下续航超 1000km



资料来源：智己汽车官网

图66：基于和 Momenta 联合打造的一段式端到端大模型，智己表示已同时具备 L2、L3、L4 级智驾量产能力



资料来源：智己汽车官网

3.3.3、上汽通用五菱：销量受国家报废更新政策拉动明显，积极探索高端化

五菱受益报废更新政策对低端车型的拉动，积极布局中高端新能源车市场，智能化领域搭载大疆技术。由于国家报废更新政策对不同价位段的车型提供统一的补贴，对低端车型销量形成明显的拉动。受益于此，2024年下半年上汽通用五菱乘用车销量环比明显增长。同时，五菱也在积极探索高端化进程。五菱品牌与传播原总经理周钊表示，五菱将在未来推出全新架构平台，以承载更高端的车型。这些新车预计将于2025年上半年陆续上市。智能化方面，五菱产品营销中心总经理赵奕凡表示，大疆所有智驾系统升级（包括算法和芯片）都会首先应用于五菱品牌，尤其是宝骏品牌的车型上。2024年9月10日，搭载大疆智驾的宝骏云海上市，3个多月交付量成功突破1万辆。

图67：受报废更新政策拉动，2024年下半年上汽通用五菱乘用车销量环比明显增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图68：宝骏云海上市3个多月累计交付突破1万辆



资料来源：太平洋汽车腾讯官方号

3.3.4、名爵：丰富动力形式、推动油车智能化，2025年目标“国内翻番、海外向上”

2025年名爵将上车固态电池、插混或增程动力形式，积极推动油车智能化，海外市场迎难而上。上汽乘用车常务副总经理俞经民表示，2025年，名爵品牌目标实现国内销量翻番、海外销量向上、且单价也要向上。其中国内市场方面，2025年MG品牌将上市的首款新车有望标配半固态电池。并且鉴于目前混动车型增长更快，名爵品牌将陆续投放包括插混、增程技术路线在内的车型。智能化方面，俞经民强调燃油车必须智能化。上汽乘用车副总经理祝勇也表示要为用户提供像家一样的智能座舱体验，同时开展更多技术合作，开发更加完美的智驾功能。目前，2025款MG7已搭载较为出色的智能泊车功能，并搭载NGP高阶智驾系统、可实现高速领航辅助功能。有关燃油车智能化在精准控制方面的难题，MG7在发动机和变速箱的动态调校、速率变化与平顺性方面都是一流的。营销方面，名爵原总经理陆家俊表示，将开展更多用户运营项目上的体验活动，加强品牌推广，同时名爵将不断提升售后服务体验。名爵还将努力拓宽客群、发力女性客群，如俞经民表示新一代MG5可能男性车主较多，但2025款MG7或许会得到不少英姿飒爽的女性车主的青睐。海外市场方面，尽管存在困难，但名爵品牌也会通过丰富动力形式、市场布局等迎难而上。

图69：名爵总经理周钺表示，2025 年 MG 品牌将上市的首款新车有望搭载半固态电池



明年 MG 品牌上市的第一款新车可能搭载半固态电池，先跟大家报告一下，价格还不贵👉
电池这个行业进步很猛，买磷酸铁锂或者三元锂电池车的朋友们可以等等。

查看翻译 · 编辑历史

发布于 上海

资料来源：高工锂电公众号

图70：2025 款 MG7 已搭载较为出色的智能泊车功能，并搭载 NGP 高阶智驾系统、可实现高速领航辅助功能

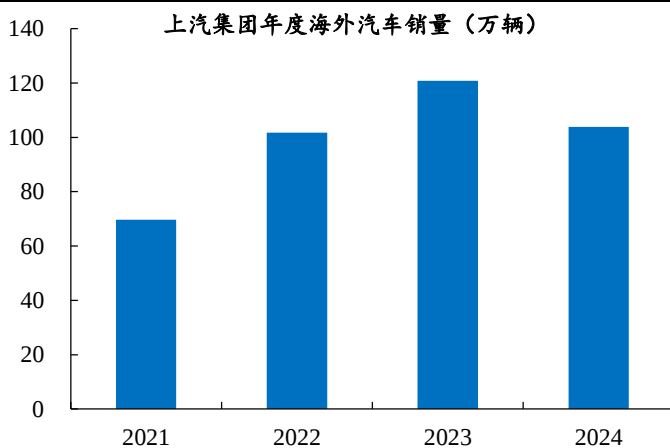


资料来源：名爵官网

3.4、出海：连续多年海外销量第一，将推动插混、HEV 等动力车型出海

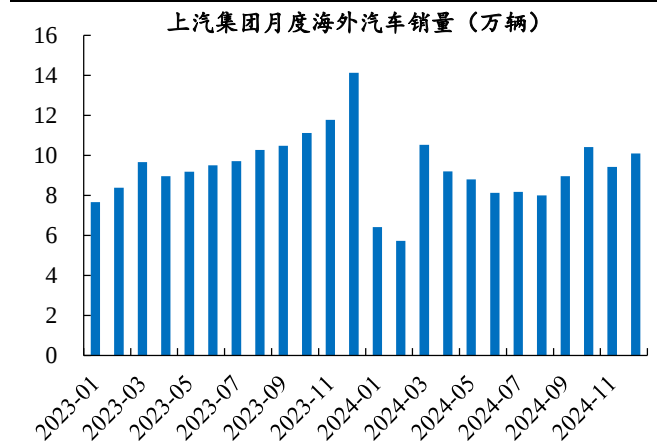
连续多年海外销量第一，在欧洲、美洲等全球多地拥有广泛布局，全产业链出海扎实推进。上汽是中国车企中的海外销量领头羊，连续八年领跑中国车企。2023 年，上汽海外销量约为 121 万辆，同比增长 18.8%，其中美洲、欧洲、中国以外亚洲、中东及非洲、大洋洲销量分别为 36、33、27、15、10 万辆。2024 年，受红海危机、欧盟电车关税政策影响，公司海外销量短期承压，但下半年已实现环比明显恢复，全年海外销量同比下降 14.1%，整体来看影响相对可控。同时，除产品直接出口外，公司积极推进“全产业链出海”，目前在海外已构建包括创新研发中心、生产基地、营销中心、供应链中心及金融公司在内的汽车产业全价值链，产品和服务进入全球 100 多个国家和地区。公司在海外拥有 3 大研发创新中心、3 座整车制造基地和 1 座 KD 工厂（泰国、印尼、印度生产基地设计产能分别为 7.2、6.0、5.6 万辆）、100 余个零部件生产研发基地和 2800 多个营销服务网点，并在印尼建立首家海外金融服务公司。

图71：2023 年以前上汽海外销量快速增长，2024 年受红海危机、欧盟关税政策等影响有所下滑、但幅度不大



数据来源：Wind、开源证券研究所

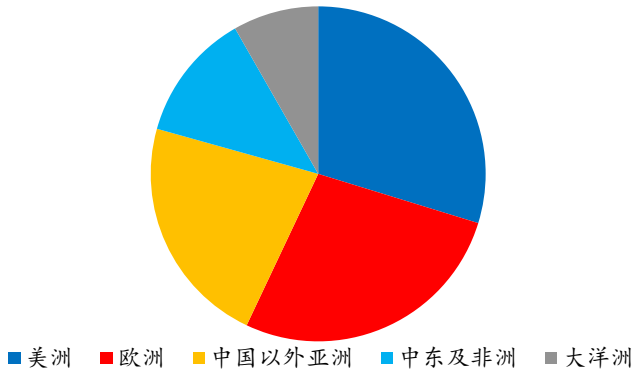
图72：在红海危机、欧盟关税政策等的阶段性影响缓和后，2024 年下半年上汽海外汽车销量迎来环比明显恢复



数据来源：Wind、开源证券研究所

图73：除欧洲外，上汽在美洲、中国以外亚洲、中东及非洲、大洋洲等地区均有较多布局

上汽2023年海外分地区汽车销量构成



数据来源：Wind、开源证券研究所

图74：上汽目前已在海外建设多个生产基地、营销中心等，全产业链出海扎实推进

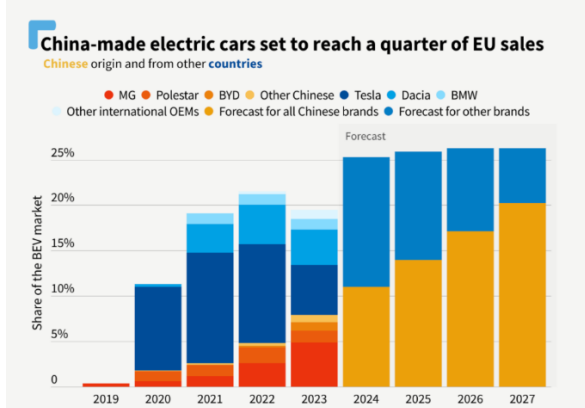


资料来源：上汽集团官网

名爵品牌通过欧洲本土基因、产品力及性价比等方面表现相对突出，在欧洲十分畅销。自2019年起，名爵连续五年位居中国汽车单一品牌出口量第一。即使面临欧盟关税政策压力，2024年1-11月，名爵在欧洲市场的累计销量仍超过22万辆，继续在中国品牌汽车出口中明显领先。名爵品牌在欧洲市场畅销，除了名爵本身作为欧洲本土品牌的基因外，还在于本身产品力及性价比等方面表现突出。以MG4 EV为例，凭借84%的高强度钢车身用料与31568N·m/deg的抗扭刚性、拿下E-NCAP碰撞测试五星认证；凭借原生后驱架构与高规格前后独立悬架、获得喜爱驾驶的欧洲用户的青睐；甚至在欧洲用户没有那么重视的智能化和车内气味方面，MG还将国内更先进的技术更高的标准带到欧洲。

图75：2023年名爵品牌在欧洲纯电车市场份额约达5%

图76：MG4 凭借在安全性、舒适性、智能化、车内气味控制等方面的出色表现，在欧洲市场十分畅销



资料来源：欧洲运输与环境组织、华尔街见闻新浪财经官方号



资料来源：名爵欧洲官网

当地时间2024年10月29日，欧盟委员会关税政策最终落地，在原有10%关税的基础上，上汽集团电车出口欧洲将被加征35.3%的反补贴税，政策有效期为5年。在关税政策最终落地前，外界对于上汽原有优势地区之一的欧洲的出口前景的担忧已经比较大，后续有望迎来边际改善。公司将采取多方面措施应对海外不利因素影响：

(1) 上汽表示，此次欧盟委员会反补贴调查涉及商业敏感信息，对于补贴的认定存在错误，并忽略了上汽提交的部分关键信息和抗辩意见，虚增了多个项目的补贴率。上汽已通过提交调查问卷、书面抗辩、听证会陈述意见等多种方式，提供了数以千计的文件材料和书面证据，进行法律抗辩。

(2) 由于欧盟仅对纯电驱车辆加征关税，上汽计划在欧洲针对性推出混动和燃油车型，以更好地绕开关税壁垒，继续发挥国产车在技术及性价比方面的优势。同时，除欧洲市场外，上汽也在积极进行澳新、中东、南美、东盟以及其他新市场的开拓。尤其是海外新能源车不及国内的背景下，上汽计划在全球更多地区布局 HEV 等动力形式车型，提供性能不输于丰田的优质产品。例如，根据易车，MG3 HEV 的技术指标全面领先日系竞品，已在欧洲 A 级车细分市场崭露头角。

图77：名爵品牌已在欧洲推出插混车型 MG HS PHEV



资料来源：名爵欧洲官网

图78：名爵品牌已在欧洲推出油混车型 MG3 HEV



资料来源：名爵欧洲官网

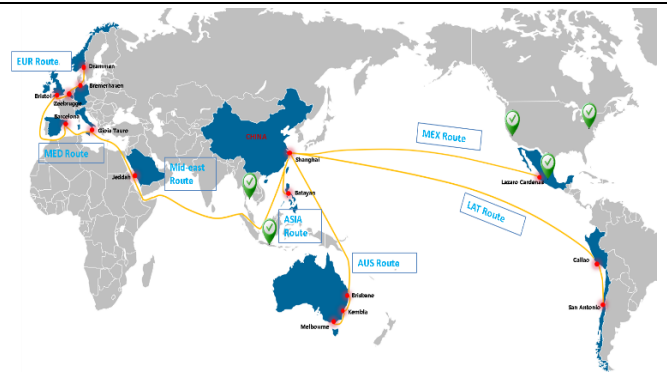
(3) 依托旗下安吉物流，上汽在保障出口运力、降低出口成本方面占据优势。上汽安吉物流总经理金麒麟表示，目前海外一辆车的运输成本在 1 万元左右，在红海危机等运力特别紧张的时段海运成本迅速上升。为此，上汽正持续扩大自身的运输船队规模。目前，上汽旗下安吉物流已建成中国最大的汽车企业自营船队，共拥有包括 11 艘江轮、9 艘内贸海轮、13 艘外贸海轮在内的各类汽车船 33 艘，并开通东南亚、墨西哥、南美西、欧洲、澳新等 8 条国际航线。预计到 2025 年年底，安吉物流预计形成 20 艘以上远洋船的船队规模，在欧洲区域实现每月 3-4 个航次，运输范围包括地中海、南欧、西北欧、英国；墨西哥每月 3 个航次；中东地区每月 1-2 个航次；澳大利亚每月 1-2 航次。未来，随着 7800、9000 车级等 9 艘远洋运输船陆续入列，2026 年上汽安吉物流外贸远洋船队的规模将达到 22 艘，航线资源覆盖东南亚、波斯湾、地中海、英国、墨西哥-美西、美东、南美西、澳新等中国车企主要出口目的地。

图79：2024 年 12 月 23 日，上汽滚装船“安吉威信号”交付，拥有 7800 车位，计划首航欧洲后投入美墨航线



资料来源：上汽集团官网

图80：安吉物流已开通欧洲、美洲、中东、澳新等多个区域的航线



资料来源：安吉物流官网

(4) 除已有海外产能外，2023 年 7 月，上汽总裁助理、国际业务部总经理、上汽国际总经理余德表示，上汽确定在欧洲建厂且已开始选址，有望更好地服务欧洲市场。

4、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测

(1) 合资板块：受新能源车行业持续渗透影响，2024 年上汽大众及上汽通用燃油车销量下滑，尤其是上汽通用主动去库存导致批发端明显下滑。因此，我们预计上汽大众、上汽通用 2024 年营收将有所下滑，尤其是上汽通用营收下滑较明显。但随着合资品牌燃油车注重智能化升级，并基于公司电动化技术进行新能源车型本土化研发，2025 年销量预计企稳，2026 年销量有望回升，尤其是上汽大众奥迪与华为合作等有望进一步推动品牌高端化，进而实现营收同比恢复增长，而上汽通用营收下降程度有望明显放缓。

(2) 自主板块：荣威通过搭载更多电动智能化技术及营销优化，在 2024 年销量触底后有望快速反弹，进而推动营收明显恢复。飞凡通过推出插混或增程车型后，与华为合作智能化技术将明显升级，销量有望迎来实质性突破，推动营收快速增长，并将通过与荣威在生产及营销体系等方面进行协同实现降本。智己增程版车型上车后，产品矩阵进一步丰富，后续销量有望实现明显增长，进而带动营收稳步增长。名爵 2025 年将上车固态电池，推出插混或增程动力形式，积极推动油车智能化，海外市场推出混动车型等，销量有望逐步回暖，进而带动营收稳步增长。五菱 2025 年将继续受益以旧换新政策的刺激，但 2025-2026 年微型车市场萎缩预计将对五菱销量继续造成较为明显的限制，因此预计 2025-2026 年五菱营收将继续下降，尤其是 2026 年下降速度更快。

(3) 毛利率：受 2024 年行业降价潮及公司销量下滑明显的影响，公司 2024 年整车及零部件业务毛利率预计将下滑明显，贸易、金融业务毛利率我们预计受影响较小，因此 2024 年公司整体毛利率将明显下滑。2025 年开始随着公司自主品牌继续起量以及高端车型逐步推出，我们预计公司整车及零部件业务毛利率将持续恢复，贸易、金融业务毛利率预计仍相对稳定。

表5：上汽集团业绩拆分与盈利预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E
营业总收入	7440.63	7447.05	6037.93	6440.08	6848.02
YOY	-4.59%	0.09%	-18.92%	6.66%	6.33%
毛利	877.54	898.09	643.88	742.02	822.72
毛利率	11.79%	12.06%	10.66%	11.52%	12.01%
整车业务	5050.66	5053.63	3665.99	3843.39	4094.39
YOY	-9.32%	-1.64%	-27.34%	4.84%	6.53%
毛利	229.44	292.61	157.13	174.82	204.45
毛利率	4.54%	5.79%	4.29%	4.55%	4.99%
零部件业务	1685.27	1828.83	1920.27	2054.69	2157.43
YOY	5.72%	8.52%	5%	7%	5%
毛利	382.03	355.96	288.04	328.75	355.98
毛利率	22.67%	19.46%	15%	16%	17%
贸易及其他业务	473.94	379.53	303.62	364.35	400.78
YOY	8.85%	-19.92%	-20%	20%	10%
毛利	81.39	91.35	72.87	87.44	96.19

	2022	2023	2024	2025E	2026E
毛利率	17.17%	24.07%	24%	24%	24%
金融业务	230.75	185.06	148.05	177.66	195.42
YOY	15.77%	-19.80%	-20%	20%	10%
毛利	184.68	158.17	125.84	151.01	166.11

数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

4.2、估值与投资建议

公司作为上海汽车行业领头羊，事关上海汽车经济的发展，受到上海市政府的高度重视。上海市委书记陈吉宁表示，上汽要聚焦国内市场和新能源汽车发展推进系统性改革，全市各有关部门要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。

在上海市政府的大力支持下，公司自上而下推进管理层变革，新任领导层呈年轻化特点，并且在营销、技术、出海、供应链等领域拥有丰富的经验。在新领导层的带领下，公司有望在合资及自主品牌电动智能化转型、引领自主品牌向上、继续夯实出海业务等方面取得实质性进展。

电动智能化转型作为目前工作的重中之重，公司已经有着较为长足的技术积累。公司已推出“七大技术底座”，其中包括纯电、混动、氢能三大整车平台，以及电池、电驱、超混系统和智能车全栈解决方案。目前，借助能量闭环、固态电池、高效动力系统、智能底盘、全栈软件架构、全新电子架构等技术的突破和应用，上汽技术底座已全面进入 2.0 时代。2024 年以来，固态电池、智能车“中央大脑”、数字智慧底盘等最新技术已实现量产应用。未来两年，“七大技术底座” 2.0 将全面赋能上汽旗下各整车品牌近 30 款全新车型。

同时，公司注重与优秀技术供应商展开广泛的合作，目前已掌握较为充足的技术资源。公司参/控股 Momenta、卓驭科技（原大疆车载）、地平线、黑芝麻等众多智能化领域优秀软硬件公司，并且与华为就智能化领域将展开深度合作。

以丰富技术资源为支撑，上汽合资及自主品牌将深入推进电动智能化转型。

合资品牌方面，目前大众、通用已经有相当多的电动智能化技术储备，新产品正在加紧研发。并且为了更好地适应中国消费者需求，合资品牌技术研发、产品设计、营销等方面将给予本土团队更多的话语权。具体来看，（1）上汽与大众已将合资期延长至 2040 年，并坚持“促油车、稳电车、上奥迪”策略。燃油车板块，上汽大众将聚焦高单价及高毛利产品，通过智能化升级等提升产品力，并逐步关闭或转换过剩产能。新能源板块，上汽大众在纯电领域已布局多年，基于 MEB 平台打造 ID 系列畅销车型，并于 2024 年 10 月紧跟行业趋势积极布局增程技术。2026 年起，上汽大众基于专为中国市场打造的 CMP 平台开发的 2 款紧凑级电动车将首次投入市场，3 款插混车、2 款增程车也将陆续推出。到 2030 年，上汽大众将推出 18 款新车，其中有 15 款专为中国市场开发。此外，上汽大众将聚焦高盈利产品，积极推动奥迪品牌发展。奥迪 A5L 将搭载华为高阶智能驾驶技术，而新品牌 AUDI 将基于智能数字平台 ADP 打造多款豪华智能电动新车；（2）上汽通用作为上汽目前承压最为明显的品牌，短期核心任务为主动去库存甩包袱，目前销量已有边际改善。中长期来看，上汽通用将更加注重本土化电动智能化技术研发，2025 年基于奥特能平台上汽通用旗下三大品牌将推出 10 款电动车。

自主品牌方面，在目前行业竞争态势下，将是上汽未来最重要的突破口。具体来看，（1）荣威将以“7大技术底座”为支撑，推动 DMH 混动系统等更多电动智能化技术上车。同时，飞凡已正式并入荣威，将成为荣威的高端新能源子序列。受益荣威 DMH 等混动技术，飞凡未来将推出插混或增程车型，并与荣威在供应链、营销等领域进行协同，销量有望迎来突破；（2）高端品牌智己定位下探后性价比明显提升，目前智己 L6 已实现固态电池上车，未来智己将拓展增程技术路线，智能化方面通过与 Momenta 的合作已实现无图 NOA 全国开城并正持续优化体验；（3）五菱方面受益报废更新政策对低端车型的拉动销量迎来明显增长，且目前正积极布局中高端新能源车市场，智能化领域则将获得大疆技术赋能；（4）名爵方面，受益海外市场的发展近几年成为上汽乘用车销量增长的核心，2025 年将上车固态电池、插混或增程动力形式，并积极推动油车智能化，海外市场也将通过推出混动车型等减轻关税政策带来的影响。

海外市场方面，上汽连续多年在自主品牌中海外销量第一，在欧洲、美洲等全球多地拥有广泛布局。名爵品牌通过欧洲本土基因、产品力及性价比等方面表现相对突出，在欧洲十分畅销。短期来看，欧盟关税政策造成一定的影响，但由于欧盟仅对纯电驱车辆加征关税，公司计划在欧洲针对性推出混动和燃油车型。同时，除欧洲市场外，上汽也在积极进行澳新、中东、南美、东盟以及其他新市场的开拓。尤其是海外新能源车不及国内的背景下，上汽计划在全球更多地区布局 HEV 等动力形式车型，提供性能不输于丰田的优质产品。而依托旗下安吉物流，上汽在保障出口运力、降低出口成本方面占据优势。安吉物流已建成中国最大的汽车企业自营船队，预计到 2025 年年底，安吉物流预计形成 20 艘以上远洋船的船队规模。此外，公司注重海外本土化供应。除已有海外产能外，2023 年 7 月，上汽总裁助理、国际业务部总经理、上汽国际总经理余德表示，上汽确定在欧洲建厂且已开始选址，有望更好地服务欧洲市场。

我们选取比亚迪、长安汽车、长城汽车、广汽集团作为可比公司，主要理由如下：比亚迪、长安汽车、长城汽车、广汽集团主营收入来源均为汽车销售，并加速电动智能化转型，其中比亚迪已完成 100% 新能源化，智能化领域通过自研与合作并举的方式积极跟进，出海业务持续开拓；长安汽车打造深蓝、启源、阿维塔三大新能源品牌，发展潜力大；长城汽车通过 Hi4、Hi4-T、Hi4-Z 等积极布局混动技术，智能化领域加速自研城市 NOA 功能的落地；广汽集团旗下有新能源品牌引领电动化转型，与华为就智能化领域展开广泛合作。此外，长安汽车、广汽集团均为国企，受国资委新能源车业务占比、销量、盈利情况以及市值等方面的考核，同时受益政府对其转型的支持，具有较强可比性。我们预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润分别为 16.23/100.20/144.79 亿元，EPS 分别为 0.14/0.87/1.25 元，当前股价对应的 PE 分别为 125.4/20.3/14.1 倍，虽 2024 年受通用大幅减值影响导致公司业绩明显下滑、估值偏高，但 2025 年开始有望明显恢复，从而使公司 2025-2026 年估值低于可比公司均值的 21.8/18.1 倍，看好长期发展，给予“买入”评级。

表6：公司 2024 年受通用大幅减值影响估值高，2025-2026 年业绩有望恢复、估值低于可比公司均值的 21.8/18.1 倍

股票代码	公司简称	最新收盘价	EPS（元）			P/E		
		（元）	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002594.SZ	比亚迪	356.22	13.1	16.9	20.5	27.3	21.1	17.4
601633.SH	长城汽车	25.29	1.5	1.8	2.1	16.7	13.8	11.9
000625.SZ	长安汽车	13.25	0.5	0.9	1.1	24.5	15.2	12.0
601238.SH	广汽集团	8.94	0.1	0.2	0.3	81.3	37.3	30.8
	平均					37.5	21.8	18.1
600104.SH	上汽集团	17.58	0.1	0.9	1.3	125.4	20.3	14.1

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：上汽集团、比亚迪、长城汽车、长安汽车盈利预测来自开源证券研究所，其余来自 Wind 一致预期；截至 2025 年 2 月 18 日）

5、风险提示

- （1）国内汽车需求不及预期：汽车行业整体需求不足会影响公司的销量，进而对影响公司营收增长及规模效应的发挥。
- （2）行业竞争加剧：若行业竞争加剧，将给公司的销量表现、盈利能力带来风险。
- （3）海外汽车需求不及预期：出口是公司优势领域，也是稳固公司传统燃油车基盘及放大新能源品牌增长空间的重要驱动力，若海外汽车需求不及预期，将对公司汽车出口量产生影响。
- （4）改革进程不及预期：若公司自上而下推进改革进展不及预期，将对公司电动智能化转型造成影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	582165	619609	404301	646151	435156	营业总收入	744063	744705	603793	644009	684802
现金	155157	143636	60379	147544	68480	营业成本(含其他类金融业务)	656308	654896	541626	572471	605461
应收票据及应收账款	68789	77113	7296	86666	16241	营业税金及附加	5289	4964	4323	4514	4784
其他应收款	15901	15946	9875	17665	11619	营业费用	30175	29879	24454	26082	27392
预付账款	22177	26663	12935	29301	15610	管理费用	25641	24240	19925	21252	21914
存货	88535	98604	56169	107327	65558	研发费用	18031	18365	16302	16744	17120
其他流动资产	231608	257647	257647	257647	257647	财务费用	-764	-157	2537	2180	1870
非流动资产	407942	387042	366284	366974	369217	资产减值损失	-1458	-4447	-10115	-1932	-1370
长期投资	64645	66701	74932	82916	92478	其他收益	3599	4132	3533	3772	3759
固定资产	79240	83891	60456	55639	49810	公允价值变动收益	-77	974	1612	1062	892
无形资产	22200	24401	24061	23473	22783	投资净收益	14703	14949	10775	10828	12706
其他非流动资产	241857	212048	206835	204946	204146	资产处置收益	1907	1276	970	1241	1349
资产总计	990107	1006650	770585	1013125	804373	营业利润	26022	25937	2231	16903	24826
流动负债	543975	547440	332421	580985	371576	营业外收入	2163	524	976	1033	1174
短期借款	38337	44921	55371	44921	57694	营业外支出	114	488	356	329	322
应付票据及应付账款	244281	264703	74215	306941	104485	利润总额	28071	25973	2851	17607	25678
其他流动负债	261356	237817	202834	229124	209396	所得税	5228	5913	559	3491	5188
非流动负债	109832	116303	97293	83022	68715	净利润	22843	20060	2292	14116	20490
长期借款	49678	62879	43869	29599	15292	少数股东损益	6725	5954	670	4096	6011
其他非流动负债	60155	53424	53424	53424	53424	归属母公司净利润	16118	14106	1623	10020	14479
负债合计	653807	663743	429714	664007	440291	EBITDA	44800	45596	20962	36103	43951
少数股东权益	57067	56588	57258	61354	67365	EPS(元)	1.39	1.22	0.14	0.87	1.25
股本	11683	11683	11683	11683	11683	主要财务比率					
资本公积	57896	57445	57445	57445	57445	成长能力					
留存收益	197750	208314	209901	219841	234416	营业收入(%)	-4.6	0.1	-18.9	6.7	6.3
归属母公司股东权益	279234	286319	283613	287764	296717	营业利润(%)	-37.2	-0.3	-91.4	657.7	46.9
负债和股东权益	990107	1006650	770585	1013125	804373	归属于母公司净利润(%)	-34.3	-12.5	-88.5	517.6	44.5
						获利能力					
						毛利率(%)	11.8	12.1	10.7	11.5	12.0
						净利率(%)	2.2	1.9	0.3	1.6	2.1
						ROE(%)	6.8	5.9	0.7	4.0	5.6
						ROIC(%)	5.4	4.8	1.3	4.3	5.7
						偿债能力					
						资产负债率(%)	66.0	65.9	55.8	65.5	54.7
						净负债比率(%)	0.1	3.7	21.3	-11.3	10.5
						流动比率	1.1	1.1	1.2	1.1	1.2
						速动比率	0.5	0.5	0.4	0.5	0.4
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8
						应收账款周转率	13.5	11.4	16.0	15.1	14.6
						应付账款周转率	4.0	3.8	4.5	4.3	4.2
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.39	1.22	0.14	0.87	1.25
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	3.66	-6.29	10.58	-5.86
						每股净资产(最新摊薄)	24.12	24.74	24.50	24.86	25.63
						估值比率					
						P/E	12.6	14.4	125.4	20.3	14.1
						P/B	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
						EV/EBITDA	4.9	5.0	13.8	5.0	6.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn