

上汽集团 (600104.SH)

与华为就智选模式深度合作，转型积极推进反转可期

2025 年 02 月 21 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

任浪（分析师）

徐剑峰（联系人）

renlang@kysec.cn

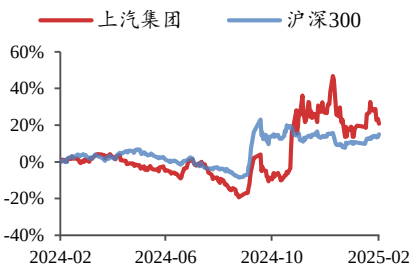
xujianfeng@kysec.cn

证书编号：S0790519100001

证书编号：S0790123070014

日期	2025/2/21
当前股价(元)	17.30
一年最高最低(元)	21.30/11.49
总市值(亿元)	2,002.53
流通市值(亿元)	2,002.53
总股本(亿股)	115.75
流通股本(亿股)	115.75
近 3 个月换手率(%)	63.5

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《国企改革典范，深化电动智能化技术赋能反转可期——公司首次覆盖报告》-2025.2.19

● 公司与华为就智选模式深度合作，自上而下推动电动智能化转型反转可期

2 月 21 日，公司与华为签署深度合作协议，就智选模式展开深度合作。双方将在产品定义、生产制造、供应链管理、销售服务等领域展开战略合作，打造全新新能源智能汽车。我们看好公司在上海市政府的高度支持以及在营销、技术、出海、供应链等领域经验丰富的年轻化管理层的带领下，发挥国企背景以及华为等智能化领军助力的优势，坚定走好电动智能化转型之路。我们维持公司 2024-2026 年业绩预测，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，维持“买入”评级。

● 销售困境倒逼公司拥抱华为，组织架构优化叠加渠道等存优势合作值得期待

公司是燃油车时代国内车企领头羊，曾连续 18 年国内销量第一，但电动化转型偏慢导致近年来销量承压，2024 年销量首次被比亚迪超越。尤其是比亚迪表示全系车型将实现高阶智驾全覆盖，势必引起行业其他车企积极跟进。公司积极引进华为领先的智能化技术以及产品定义、销售服务等，有助于更好地参与智能化时代的竞争。同时，公司作为多年的行业龙头，在产品定义、生产制造、供应链管理、销售服务等方面有多维优势，能在与华为合作过程中提供生产、渠道等资源。目前，公司正推进“大乘用车板块”重组，整合荣威等品牌资源，并引入华为 IPD 体系，优化研发流程与市场响应速度，营造更好的内部环境以迎接华为。

● 以国企资源禀赋/全面改革/华为赋能等为支撑，公司在智能化时代竞争有底气

上海市委书记陈吉宁表示全市要形成支持上汽电动智能化转型的合力，公司有望在智能化时代享受资质审核等便利。同时，公司内部以管理层变革为引领积极推进合资及自主品牌的电动智能化转型，并充分发挥“七大技术底座”、华为智能化技术的价值，摆脱近几年电动化转型偏慢面临的不利形势。具体来看，合资品牌将以公司电动化技术为基础深入推进本土化研发，奥迪品牌将搭载华为智能化技术；自主品牌将加大技术赋能，华为充分赋能有望开启大乘用车板块崛起之路。此外，公司将推动插混、HEV 等更多动力形式车型出海，继续共享海外大市场。

● 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)	12.4	14.2	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

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	582165	619609	404301	646151	435156
现金	155157	143636	60379	147544	68480
应收票据及应收账款	68789	77113	7296	86666	16241
其他应收款	15901	15946	9875	17665	11619
预付账款	22177	26663	12935	29301	15610
存货	88535	98604	56169	107327	65558
其他流动资产	231608	257647	257647	257647	257647
非流动资产	407942	387042	366284	366974	369217
长期投资	64645	66701	74932	82916	92478
固定资产	79240	83891	60456	55639	49810
无形资产	22200	24401	24061	23473	22783
其他非流动资产	241857	212048	206835	204946	204146
资产总计	990107	1006650	770585	1013125	804373
流动负债	543975	547440	332421	580985	371576
短期借款	38337	44921	55371	44921	57694
应付票据及应付账款	244281	264703	74215	306941	104485
其他流动负债	261356	237817	202834	229124	209396
非流动负债	109832	116303	97293	83022	68715
长期借款	49678	62879	43869	29599	15292
其他非流动负债	60155	53424	53424	53424	53424
负债合计	653807	663743	429714	664007	440291
少数股东权益	57067	56588	57258	61354	67365
股本	11683	11683	11683	11683	11683
资本公积	57896	57445	57445	57445	57445
留存收益	197750	208314	209901	219841	234416
归属母公司股东权益	279234	286319	283613	287764	296717
负债和股东权益	990107	1006650	770585	1013125	804373

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	9505	42334	-72790	122517	-67809
净利润	22843	20060	2292	14116	20490
折旧摊销	16024	18274	14367	15021	15030
财务费用	-764	-157	2537	2180	1870
投资损失	-14703	-14949	-10775	-10828	-12706
营运资金变动	-3890	5120	-80021	102835	-91954
其他经营现金流	-10005	13985	-1191	-807	-539
投资活动现金流	-6779	-42234	19747	-2581	-2325
资本支出	22935	19410	-14621	7727	7710
长期投资	-3361	-40611	-8231	-7984	-9562
其他投资现金流	19517	17787	13357	13130	14947
筹资活动现金流	9135	-10058	-40664	-22321	-21703
短期借款	10488	6583	10450	-10450	12773
长期借款	3369	13201	-19010	-14271	-14307
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1356	-451	0	0	0
其他筹资现金流	-6078	-29391	-32105	2401	-20170
现金净增加额	12683	-9254	-93707	97615	-91837

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	744063	744705	603793	644009	684802
营业成本(含其他类金融业务)	656308	654896	541626	572471	605461
营业税金及附加	5289	4964	4323	4514	4784
营业费用	30175	29879	24454	26082	27392
管理费用	25641	24240	19925	21252	21914
研发费用	18031	18365	16302	16744	17120
财务费用	-764	-157	2537	2180	1870
资产减值损失	-1458	-4447	-10115	-1932	-1370
其他收益	3599	4132	3533	3772	3759
公允价值变动收益	-77	974	1612	1062	892
投资净收益	14703	14949	10775	10828	12706
资产处置收益	1907	1276	970	1241	1349
营业利润	26022	25937	2231	16903	24826
营业外收入	2163	524	976	1033	1174
营业外支出	114	488	356	329	322
利润总额	28071	25973	2851	17607	25678
所得税	5228	5913	559	3491	5188
净利润	22843	20060	2292	14116	20490
少数股东损益	6725	5954	670	4096	6011
归属母公司净利润	16118	14106	1623	10020	14479
EBITDA	44800	45596	20962	36103	43951
EPS(元)	1.39	1.22	0.14	0.87	1.25

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-4.6	0.1	-18.9	6.7	6.3
营业利润(%)	-37.2	-0.3	-91.4	657.7	46.9
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
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	12.4	14.2	125.4	20.3	14.1
P/B	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	4.8	4.9	13.8	5.0	6.0

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