

国改及与华为合作智选模式，困境反转可期

核心观点

事件：公司与华为终端有限公司签署深度合作协议。

- **与华为展开深度合作，有望促进自主品牌困境反转。**2月21日，公司与华为终端有限公司在上海签署深度合作协议，公司总裁贾健旭与华为终端智选车业务部总裁汪严旻代表双方签约，公司董事长王晓秋和华为智能汽车解决方案 BU 董事长余承东见证签约，侧面反映了双方合作将采用智选车模式。据公司公众号，公司与华为为双方将共同探索智能汽车技术创新与商业模式创新的新路径，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，致力于打造具有全球竞争力的智能汽车产品，共同为用户带来领先的智能化出行体验。华为是智能汽车领域的领先企业，在华为乾崮智驾、鸿蒙座舱等智能化技术加持下，预计双方合作车型在国内市场将具备较强竞争力，亦不排除合作车型将走向海外市场的可能；另一方面，预计华为将在产品和品牌定义、供应链管理、销售渠道等领域为公司持续赋能，有望促进公司自主品牌销量、盈利及品牌认知度大幅提升，实现困境反转。
- **公司销量持续边际向好，预计1季度基本面将迎来改善。**公司2025年1月总销量26.42万辆，同比增长7.9%，2024年3月以来首次实现销量同比正增长；据乘联会，1月乘用车行业批发销量同比下降0.3%，公司1月销量表现好于行业。随着公司改革逐步推进，2024年8月至12月公司总销量实现环比5连增，预计2025年1季度公司销量及盈利亦有望迎来改善。
- **自主板块密集改革调整，预计国企改革下公司2025年将企稳向上。**2024年公司自主板块及合资品牌销量、盈利等均有所承压，在国企改革推动下，公司加快推进全面深化改革，据媒体报道，公司将组建“大乘用车板块”，计划将上汽乘用车公司（荣威、飞凡、MG名爵）、上汽国际、研发总院、零束科技、海外出行等多个板块进行合并，并成立“大乘用车执管会”，未来对自主板块的重大事项集体决策；大乘用车板块管理层将采用全员竞聘模式，近期公司对大乘用车板块进行了大规模人事调整；此外，自主板块在调整后将更有利于导入华为IPD体系，进一步提升管理效率。随着公司内部改革持续推进，预计2025年公司将实现底部反转，销量及盈利表现有望企稳向上。

盈利预测与投资建议

- 预测2024-2026年EPS分别为0.15、1.07、1.16元，维持可比公司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	2,577	20,402	22,102
同比增长(%)	-37.2%	-0.3%	-90.1%	691.7%	8.3%
归属母公司净利润(百万元)	16,118	14,106	1,771	12,377	13,389
同比增长(%)	-34.3%	-12.5%	-87.4%	598.8%	8.2%
每股收益(元)	1.39	1.22	0.15	1.07	1.16
毛利率(%)	9.6%	10.2%	10.6%	10.8%	11.0%
净利率(%)	2.2%	1.9%	0.3%	1.8%	1.9%
净资产收益率(%)	5.8%	5.0%	0.6%	4.1%	4.3%
市盈率	12.4	14.2	113.1	16.2	15.0
市净率	0.7	0.7	0.7	0.7	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。

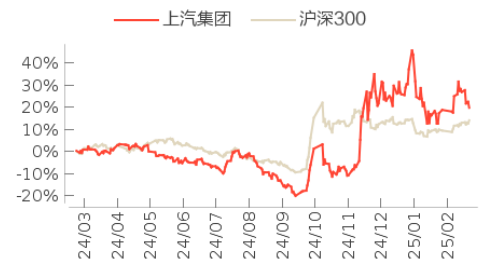
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年02月21日）	17.3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）	200,253
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2025年02月22日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-5.62	2.31	-5.36	20.77
相对表现%	-6.62	-1.49	-5.09	5.68
沪深300%	1	3.8	-0.27	15.09



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

1月整体销量实现正增长，零售销量好于批发量	2025-02-04
盈利筑底回升，4季度经营性盈利环比大幅改善	2025-01-26
自我革新，逆风向上	2025-01-19

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	155,157	143,636	127,220	211,193	232,899	营业收入	720,988	726,199	611,672	674,246	721,878
应收票据、账款及款项融资	80,339	93,830	58,720	51,243	54,863	营业成本	651,701	652,207	547,049	601,551	642,482
预付账款	22,177	26,663	36,700	28,650	33,497	营业税金及附加	5,289	4,964	4,282	4,720	5,053
存货	88,535	98,604	60,175	60,155	64,248	营业费用	30,175	29,879	24,467	26,970	28,875
其他	235,958	256,875	256,446	254,293	259,991	管理费用及研发费用	43,672	42,606	33,642	40,455	43,313
流动资产合计	582,165	619,609	539,262	605,534	645,497	财务费用	(764)	(157)	2,533	1,224	1,466
长期股权投资	64,645	66,701	66,701	66,701	66,701	资产、信用减值损失	3,541	7,952	22,643	732	846
固定资产	79,240	83,891	96,100	96,699	94,125	公允价值变动收益	(77)	974	800	800	800
在建工程	15,736	13,828	13,186	12,865	11,520	投资净收益	14,703	14,949	18,721	16,006	16,458
无形资产	18,923	20,838	19,796	18,754	17,712	其他	24,023	21,266	6,000	5,000	5,000
其他	229,398	201,783	210,897	212,403	206,199	营业利润	26,022	25,937	2,577	20,402	22,102
非流动资产合计	407,942	387,042	406,680	407,422	396,258	营业外收入	2,163	524	600	600	600
资产总计	990,107	1,006,650	945,942	1,012,956	1,041,755	营业外支出	114	488	200	200	200
短期借款	38,337	44,921	37,036	40,098	40,685	利润总额	28,071	25,973	2,977	20,802	22,502
应付票据及应付账款	244,281	264,703	164,115	218,703	231,170	所得税	5,228	5,913	447	3,120	3,375
其他	261,356	237,817	256,871	252,060	249,172	净利润	22,843	20,060	2,530	17,681	19,127
流动负债合计	543,975	547,440	458,021	510,860	521,027	少数股东损益	6,725	5,954	759	5,304	5,738
长期借款	34,555	51,455	51,455	51,455	51,455	归属于母公司净利润	16,118	14,106	1,771	12,377	13,389
应付债券	15,122	11,424	26,492	23,492	23,492	每股收益（元）	1.39	1.22	0.15	1.07	1.16
其他	60,155	53,424	60,671	59,096	60,215						
非流动负债合计	109,832	116,303	138,618	134,043	135,162	主要财务比率					
负债合计	653,807	663,743	596,639	644,903	656,189		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	57,067	56,588	57,348	62,652	68,390	成长能力					
实收资本（或股本）	11,683	11,683	11,575	11,575	11,575	营业收入	-5.1%	0.7%	-15.8%	10.2%	7.1%
资本公积	54,149	53,439	55,305	55,305	55,305	营业利润	-37.2%	-0.3%	-90.1%	691.7%	8.3%
留存收益	197,750	208,314	205,774	217,620	227,296	归属于母公司净利润	-34.3%	-12.5%	-87.4%	598.8%	8.2%
其他	15,651	12,882	19,300	20,900	23,000	获利能力					
股东权益合计	336,300	342,907	349,303	368,053	385,566	毛利率	9.6%	10.2%	10.6%	10.8%	11.0%
负债和股东权益总计	990,107	1,006,650	945,942	1,012,956	1,041,755	净利率	2.2%	1.9%	0.3%	1.8%	1.9%
						ROE	5.8%	5.0%	0.6%	4.1%	4.3%
						ROIC	4.6%	4.2%	0.9%	3.6%	3.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	66.0%	65.9%	63.1%	63.7%	63.0%
净利润	22,843	20,060	2,530	17,681	19,127	净负债率	0.0%	0.0%	5.3%	0.0%	0.0%
折旧摊销	15,097	17,367	12,370	14,450	16,197	流动比率	1.07	1.13	1.18	1.19	1.24
财务费用	(764)	(157)	2,533	1,224	1,466	速动比率	0.90	0.95	0.98	1.01	1.06
投资损失	(14,703)	(14,949)	(18,721)	(16,006)	(16,458)	营运能力					
营运资金变动	9,866	(38,831)	(48,875)	62,960	(7,236)	应收账款周转率	13.1	11.1	12.0	18.9	18.6
其它	(22,833)	58,844	38,269	(1,570)	3,363	存货周转率	8.6	6.8	5.8	6.8	7.0
经营活动现金流	9,505	42,334	(11,893)	78,739	16,459	总资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7
资本支出	(16,533)	(19,626)	(12,544)	(12,544)	(10,175)	每股指标（元）					
长期投资	(27,187)	(5,505)	10,096	(5,581)	355	每股收益	1.39	1.22	0.15	1.07	1.16
其他	36,942	(17,103)	(8,016)	23,546	21,944	每股经营现金流	0.81	3.62	-1.03	6.80	1.42
投资活动现金流	(6,779)	(42,234)	(10,464)	5,421	12,124	每股净资产	24.12	24.74	25.22	26.38	27.40
债权融资	16,250	994	18,912	(1,494)	(2,286)	估值比率					
股权融资	387	(709)	1,758	0	0	市盈率	12.4	14.2	113.1	16.2	15.0
其他	(7,502)	(10,343)	(14,729)	1,307	(4,592)	市净率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
筹资活动现金流	9,135	(10,058)	5,941	(187)	(6,877)	EV/EBITDA	-0.1	-0.1	-0.3	-0.1	-0.1
汇率变动影响	822	704	-0	-0	-0	EV/EBIT	-0.2	-0.2	-1.0	-0.2	-0.2
现金净增加额	12,683	(9,254)	(16,416)	83,973	21,706						

资料来源：东方证券研究所

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。