

上汽集团（600104）

2024 年报&2025 年一季报点评：Q1 业绩改善显著，集团改革加速

买入（维持）

2025 年 04 月 30 日

证券分析师 黄细里

执业证书：S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 孟璐

执业证书：S0600524100001

mengl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	744,705	627,590	640,209	688,713	784,541
同比（%）	0.09	(15.73)	2.01	7.58	13.91
归母净利润（百万元）	14,106	1,666	9,749	12,773	16,728
同比（%）	(12.48)	(88.19)	485.07	31.01	30.97
EPS-最新摊薄（元/股）	1.22	0.14	0.84	1.10	1.45
P/E（现价&最新摊薄）	12.79	108.29	18.51	14.13	10.79

投资要点

■ **公司公告：**2024Q4 公司实现营业总收入 1,971.1 亿元，同环比分别-11%/+35%；投资净收益-30.9 亿元；归母净利润-52.4 亿元，扣非后归母净利润-64.6 亿元，同环比均转亏。

■ **2024Q4 业绩基本符合预期：**1) **营收：**2024Q4 上汽集团批发销量为 136.4 万辆，同环比分别-17%/+66%；单车 ASP 14.5 万元，同环比分别+7%/-18%。2) **毛利率&费用率：**2024Q4 集团毛利率为 10.4%，同环比分别 0/+1pct。2024Q4 销售/管理/研发费用率分别为 0.9%/3.2%/3.1%，同比分别-3.3/-0.2/+0.3pct，环比分别-4/-1/+0.5pct。会计准则变更影响 Q4 单季度毛利率和销售费用率表现。3) **投资收益：**2024Q4 公司投资净收益-30.9 亿元，其中对联营和合营企业的投资收益为-45.9 亿元。上汽大众 Q4 批发销量为 37.6 万辆，同环比分别-2%/+45%，上汽通用 Q4 批发销量为 15.4 万辆，同环比分别-43%/+196%。合资品牌 Q4 单季度批发环比均大幅改善。2024H2 大众单车净利为 0.61 万元，同环比分别+67%/+261%。上汽通用及其控股子公司于 2024Q4 计提相关资产减值准备 232.12 亿元，上市公司不确认长期股权投资余额之外的超额亏损，因此该事项预计将减少公司归母净利润约 78.74 亿元人民币。减值完成后上市公司对上汽通用整车公司的股权投资账面价值减记至零。

■ **公司公告：**2025Q1 公司实现营业总收入 1,408.6 亿元，同环比分别-2%/-29%；投资净收益 22 亿元，同比-20%；归母净利润 30.2 亿元，同比+11%；扣非后归母净利润 28.5 亿元，同比+34%。

■ **2025Q1 业绩符合我们预期：**1) **营收：**2025Q1 上汽集团批发销量为 94.5 万辆，同环比分别+13%/-31%；单车 ASP 14.9 万元，同环比分别-13%/+3%。2) **毛利率&费用率：**25Q1 集团毛利率为 8.1%，同环比分别-1/-2pct。销售费用率环比+2pct 主因仍为会计准则调整影响 Q4 基数。3) **投资收益：**2025Q1 公司投资净收益 22 亿元，其中对联营和合营企业的投资收益为 15.4 亿元。上汽大众 Q1 批发销量为 22.8 万辆，同环比分别-8%/-39%，上汽通用 Q1 批发销量为 10.9 万辆，同环比分别-2%/-30%。4) **公允价值变动损益：**25Q1 为 15.7 亿元，同环比均大幅增长，主要来自公司持有的地平线股权市场价值增加所致。

■ **盈利预测与投资评级：**合资逐步触底，集团改革加速。公司 2025 年销量目标 450 万辆，考虑公司在年报中指引每年 3%左右的研发投入强度（200 亿元以上）略高于我们之前的预期，我们下调公司 2025/2026 年归母净利润预期为 97/128 亿元（原为 109/145 亿元），我们预测公司 2027 年归母净利润为 167 亿元，对应 PE 为 19/14/11 倍，维持公司“买入”评级。

■ **风险提示：**终端价格战超预期；出口相关贸易风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.59
一年最低/最高价	11.49/21.30
市净率(倍)	0.62
流通 A 股市值(百万元)	180,458.92
总市值(百万元)	180,458.92

基础数据

每股净资产(元,LF)	25.23
资产负债率(% ,LF)	63.33
总股本(百万股)	11,575.30
流通 A 股(百万股)	11,575.30

相关研究

《上汽集团(600104)：2024 年业绩预告点评：通用减值事项落地，利空出尽》

2025-01-27

《上汽集团(600104)：改革进行时，困境反转可期》

2024-12-15

上汽集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	602,142	533,616	574,138	622,906	营业总收入	627,590	640,209	688,713	784,541
货币资金及交易性金融资产	260,256	272,182	314,497	351,155	营业成本(含金融类)	558,457	578,109	619,842	702,164
经营性应收款项	118,355	86,538	89,860	97,655	税金及附加	4,931	3,969	4,132	4,786
存货	77,277	55,435	59,437	67,331	销售费用	20,080	17,926	17,907	19,614
合同资产	0	0	0	0	管理费用	21,108	14,725	14,587	16,868
其他流动资产	146,254	119,462	110,344	106,765	研发费用	17,650	19,206	20,661	23,536
非流动资产	355,001	345,461	349,315	359,210	财务费用	3,054	2,277	2,473	2,022
长期股权投资	60,363	59,250	61,250	62,750	加:其他收益	5,324	5,523	5,799	6,089
固定资产及使用权资产	95,927	82,938	75,752	74,556	投资净收益	7,178	6,613	5,907	5,739
在建工程	11,409	9,409	8,409	7,909	公允价值变动	2,356	1,982	2,073	2,027
无形资产	19,403	17,021	18,001	19,191	减值损失	(7,130)	(2,000)	(1,540)	(1,350)
商誉	1,198	1,186	1,173	1,161	资产处置收益	369	384	413	471
长期待摊费用	2,077	1,881	1,202	764	营业利润	10,376	16,499	21,764	28,529
其他非流动资产	164,623	173,775	183,527	192,878	营业外净收支	135	247	175	204
资产总计	957,143	879,078	923,452	982,116	利润总额	10,511	16,746	21,939	28,733
流动负债	511,929	417,341	440,934	473,246	减:所得税	4,678	3,014	3,949	5,172
短期借款及一年内到期的非流动负债	92,957	92,957	92,957	92,957	净利润	5,833	13,732	17,990	23,561
经营性应付款项	241,144	147,308	163,298	182,402	减:少数股东损益	4,167	3,982	5,217	6,833
合同负债	22,095	14,635	16,192	17,983	归属母公司净利润	1,666	9,749	12,773	16,728
其他流动负债	155,734	162,441	168,486	179,903	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.14	0.84	1.10	1.45
非流动负债	98,479	101,271	104,062	106,854	EBIT	5,080	6,274	11,584	17,574
长期借款	36,138	36,930	37,721	38,513	EBITDA	26,686	35,568	30,907	33,151
应付债券	4,661	6,661	8,661	10,661	毛利率(%)	11.02	9.70	10.00	10.50
租赁负债	11,889	11,889	11,889	11,889	归母净利率(%)	0.27	1.52	1.85	2.13
其他非流动负债	45,791	45,791	45,791	45,791	收入增长率(%)	(15.73)	2.01	7.58	13.91
负债合计	610,408	518,611	544,996	580,099	归母净利润增长率(%)	(88.19)	485.07	31.01	30.97
归属母公司股东权益	287,840	297,590	310,362	327,091					
少数股东权益	58,895	62,877	68,094	74,927					
所有者权益合计	346,735	360,467	378,456	402,017					
负债和股东权益	957,143	879,078	923,452	982,116					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	69,268	24,638	58,695	55,496	每股净资产(元)	24.87	25.71	26.81	28.26
投资活动现金流	(3,503)	(28,919)	1,926	(19,171)	最新发行在外股份 (百万股)	11,575	11,575	11,575	11,575
筹资活动现金流	(9,312)	(1,384)	(1,552)	(1,718)	ROIC(%)	0.57	1.03	1.83	2.65
现金净增加额	56,247	(5,665)	59,070	34,608	ROE-摊薄(%)	0.58	3.28	4.12	5.11
折旧和摊销	21,606	29,294	19,323	15,577	资产负债率(%)	63.77	58.99	59.02	59.07
资本开支	(19,804)	(10,560)	(10,215)	(12,953)	P/E (现价&最新股本摊薄)	108.29	18.51	14.13	10.79
营运资本变动	39,642	(15,419)	24,014	18,914	P/B (现价)	0.63	0.61	0.58	0.55

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(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,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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>