

2025Q1 盈利环比改善 牵手华为合作可期

2025 年 04 月 30 日



分析师：崔琰

执业证号：S0100523110002

邮箱：cuiyan@mszq.com

分析师：马天韵

执业证号：S0100524070008

邮箱：matianyun@mszq.com

➤ **事件概述：**公司发布 2024 年年度报告&2025 年一季报：2024 年总营收为 6,275.9 亿元，同比-15.7%；归母净利润 16.7 亿元，同比-88.2%；扣非归母净利润-54.1 亿元，同比-153.8%。2024Q4 总营收为 1,971.1 亿元，同比-11.0%，环比+35.2%；归母净利润-52.4 亿元，同比-294.2%，环比-1971.8%；扣非归母净利润-64.6 亿元，同比-1227.2%，环比-22372.4%；2025Q1 总营收为 1,408.6 亿元，同比-1.5%，环比-28.5%；归母净利润 30.2 亿元，同比+11.4%，环比+157.7%；扣非归母净利润 28.50 亿元，同比+34.4%，环比+144.1%。

➤ **2025Q1 营收、ASP 环比改善明显。收入端，**2024Q4 营收同比-11.0%，环比+35.2%，2024Q4 集团销量 136.4 万辆，同比-15.4%，环比+65.8%，销量环比提升驱动营收环比改善，营收增速环比低于销量增速主要系 ASP 下滑。2025Q1 总营收 1,408.6 亿元，同比-1.5%，环比-28.5%；2025Q1 集团销量 94.5 万辆，同比+13.3%，环比-30.7%，受益批发销量改善、ASP 环比提升及华域收入提升，营收增速环比好于销量增速。**ASP：**2024Q4/2025Q1 单车 ASP 为 9.8/10.1 万元，同比分别+5.4%/-13.1%，环比分别-18.5%/+3.1%，ASP 提升主要受售价偏高的新能源产品占比提升驱动。

➤ **2024Q4 上汽通用减值影响利润 2025Q1 规模效应驱动盈利改善。**

毛利端：2024Q4/2025Q1 毛利率 11.6%/10.2%，同比-0.3/-1.2pct，环比 0.0%/-1.4pct，2024Q4 毛利率下滑主要系 Q4 将相关保证类产品质保费自销售费用重分类至营业成本，规模效应驱动毛利改善；2025Q1 毛利率环比下滑主要原因为竞争加剧下价格竞争激烈。

费用端，2024Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别 0.9%/3.2%/3.1%/0.6%，2025Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别 3.0%/3.2%/2.8%/-0.2%，2024Q4 销售费用低主要系会计政策调整，销售费用重分类至营业成本；2025Q1 各项费用率相对平稳。

投资收益：2024Q4 公司投资净收益为-30.9 亿元，其中对联营/合营企业的投资收益-45.9 亿元，主要系公司 2024Q4 对上汽通用整车相关公司的长期股权投资确认投资损失，影响整体投资利润；分车企看，2024H2 上汽大众、上汽通用五菱单车盈利 0.61、0.12 万元，环比上半年+0.44/+0.11 万元，均有所改善。2025Q1 公司投资净收益为 22.0 亿元，其中对联营/合营企业的投资收益 15.4 亿元，受益大众、通用销量改善，投资收益提升。

利润端，2024Q4 公司归母净利润-52.41 亿元，同比-294.2%，环比-1971.8%，主要系公司合营企业上汽通用汽车有限公司及其控股子公司于 2024 Q4 计提相关资产减值准备，投资收益同比大幅减少；2025Q1 公司归母净利润 30.2 亿元，同比+11.4%，环比+157.7%，同环比改善主要原因是 2025Q1 公司批售 94.5 万辆，产销回升向好势头增强。

推荐

维持评级

当前价格：

15.59 元

相关研究

- 1.上汽集团 (600104.SH) 系列点评九：2024 销量筑底 2025 企稳改善-2025/01/03
- 2.上汽集团 (600104.SH) 深度报告：深化改革决心 加快转型发展-2024/12/16
- 3.上汽集团 (600104.SH) 系列点评九：24Q3：合资亏损收窄 自主新能源转型加速-2024/11/01
- 4.上汽集团 (600104.SH) 系列点评八：合资导致业绩承压 自主新能源转型加速-2024/09/01
- 5.上汽集团 (600104.SH) 系列点评七：智己 L6 上市 中高端纯电市场再突破-2024/05/15

➤ **上汽牵手华为成立“尚界”开拓智能汽车未来。**2025年4月，上汽集团与华为深度合作的智能汽车品牌“尚界”于车展正式亮相，双方采用“智选车模式”，首款车型定位中高端主流市场（售价15万—25万元），搭载华为ADS3.0无图智驾、鸿蒙OS4.0座舱等黑科技，计划2025年秋季上市。我们认为，上汽依托成熟的制造能力与海外布局（如欧洲基地规划），补足华为在量产交付和全球化渠道的短板，同时首款车型定位15-25万元区间，标志着华为从高端市场（问界M9）、中高端市场（智界R7）向大众市场渗透，完善“全价格带覆盖”的生态版图，加速智驾平权；华为则有望以智能驾驶、座舱等核心技术赋能，利用其营销、渠道能力帮助上汽提振销量。

➤ **2025 自主加速新能源转型 合资企稳改善。****自主方面：**上汽将依托“全新一代DMH双电机混动技术、魔方电池系统、星云纯电动系统化平台”等全新技术底座，**荣威（飞凡）**聚焦国内市场，在2025年将推出紧凑型纯电/插混车型、纯电/插混中型SUV等4-5款产品，与飞凡加快在研发、销售、服务等层面的融合，提升品牌影响力；**MG**将加速转型新能源，2025年6款新车实现8-30万元价位段全覆盖，推出全球首款标配半固态电池车型；**智己**加速智驾落地，推出增程车型，进击高端市场。**合资方面，**上汽通用树信心、求生存、谋发展，聚焦别克GL8、昂科威、君越、CT5等重点车型，将加大混动车型推出节奏；上汽大众专注有盈利能力的油车，奥迪积极合作华为提升智驾能力，全新品牌AUDI旗下首款高端智能网联电动车型也将在2025年中推向市场，积极向新能源转型。

➤ **投资建议：**公司受益国企改革，合作华为有望迎来底部反转，预计2025-2027年收入6,878/7,221/7,762亿元，归母净利润122.7/140.7/167.0亿元，对应EPS1.06/1.22/1.44元，对应2025年4月29日15.59元/股的收盘价，PE分别15/13/11倍，PB分别0.6/0.6/0.6倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**合资品牌下行风险；乘用车、新能源转型、海外扩张不及预期；欧盟关税对出口销量及利润可能产生影响。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	627,590	687,763	722,057	776,211
增长率（%）	-15.7	9.6	5.0	7.5
归属母公司股东净利润（百万元）	1,666	12,273	14,070	16,701
增长率（%）	-88.2	636.5	14.6	18.7
每股收益（元）	0.14	1.06	1.22	1.44
PE	108	15	13	11
PB	0.6	0.6	0.6	0.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2025年4月29日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	627,590	687,763	722,057	776,211
营业成本	558,457	615,204	645,519	690,828
营业税金及附加	4,931	4,127	4,332	4,424
销售费用	20,080	22,008	26,716	28,332
管理费用	21,108	20,358	21,662	23,286
研发费用	17,650	16,506	17,329	17,853
EBIT	5,080	15,429	10,495	16,017
财务费用	3,054	713	-1,869	-2,006
资产减值损失	-3,164	-8,807	-1,411	-1,442
投资收益	7,178	13,067	10,831	9,315
营业利润	10,376	18,976	21,784	25,895
营业外收支	135	200	200	200
利润总额	10,511	19,176	21,984	26,095
所得税	4,678	3,835	4,397	5,219
净利润	5,833	15,341	17,587	20,876
归属于母公司净利润	1,666	12,273	14,070	16,701
EBITDA	26,686	38,686	37,792	46,446

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	197,978	322,589	334,019	343,520
应收账款及票据	75,136	60,014	63,304	68,264
预付款项	28,240	20,302	21,302	22,797
存货	77,277	80,596	84,517	94,208
其他流动资产	223,511	143,788	145,029	146,988
流动资产合计	602,142	627,289	648,170	675,778
长期股权投资	60,363	51,863	50,826	49,809
固定资产	84,312	87,790	90,207	92,203
无形资产	19,403	22,313	23,984	24,652
非流动资产合计	355,001	318,540	317,162	316,214
资产合计	957,143	945,830	965,332	991,992
短期借款	53,690	61,103	61,103	61,103
应付账款及票据	241,144	235,969	236,985	240,370
其他流动负债	217,096	198,263	202,844	209,464
流动负债合计	511,929	495,335	500,932	510,937
长期借款	36,138	26,714	26,714	26,714
其他长期负债	62,341	61,061	61,061	61,061
非流动负债合计	98,479	87,775	87,775	87,775
负债合计	610,408	583,110	588,707	598,712
股本	11,575	11,575	11,575	11,575
少数股东权益	58,895	61,963	65,480	69,656
股东权益合计	346,735	362,720	376,625	393,279
负债和股东权益合计	957,143	945,830	965,332	991,992

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-15.73	9.59	4.99	7.50
EBIT 增长率	-52.53	203.72	-31.98	52.62
净利润增长率	-88.19	636.50	14.64	18.70
盈利能力 (%)				
毛利率	9.38	10.55	10.60	11.00
净利润率	0.27	1.78	1.95	2.15
总资产收益率 ROA	0.17	1.30	1.46	1.68
净资产收益率 ROE	0.58	4.08	4.52	5.16
偿债能力				
流动比率	1.18	1.27	1.29	1.32
速动比率	0.72	0.82	0.85	0.86
现金比率	0.39	0.65	0.67	0.67
资产负债率 (%)	63.77	61.65	60.98	60.35
经营效率				
应收账款周转天数	41.41	30.00	30.00	30.00
存货周转天数	50.69	48.00	48.00	50.00
总资产周转率	0.63	0.72	0.76	0.79
每股指标 (元)				
每股收益	0.14	1.06	1.22	1.44
每股净资产	24.87	25.98	26.88	27.96
每股经营现金流	5.98	4.24	2.98	3.30
每股股利	0.09	0.32	0.36	0.43
估值分析				
PE	108	15	13	11
PB	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	4.86	3.36	3.43	2.79
股息收益率 (%)	0.56	2.04	2.34	2.78

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	5,833	15,341	17,587	20,876
折旧和摊销	21,606	23,256	27,298	30,429
营运资金变动	39,642	9,423	-6,007	-10,441
经营活动现金流	69,268	49,118	34,540	38,208
资本开支	-19,804	-23,226	-24,433	-27,975
投资	6,051	83,946	0	0
投资活动现金流	-3,503	85,202	-13,602	-18,660
股权募资	8,337	0	0	0
债务募资	-395	-2,624	0	0
筹资活动现金流	-9,312	-9,709	-9,507	-10,046
现金净流量	56,247	124,611	11,430	9,501

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048