

上汽集团(600104.SH)

瘦身转型显成效，对内整合与对外合作并举

推荐（维持）

股价：16.24 元

主要数据

行业	汽车
公司网址	www.saicmotor.com
大股东/持股	上海汽车工业(集团)有限公司/63.27%
实际控制人	上海市国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	11,575
流通 A 股(百万股)	11,575
流通 B/H 股(百万股)	
总市值(亿元)	1,880
流通 A 股市值(亿元)	1,880
每股净资产(元)	25.23
资产负债率(%)	61.8

行情走势图



证券分析师

王德安	投资咨询资格编号 S1060511010006 BQV509 WANGDEAN002@pingan.com.cn
王跟海	投资咨询资格编号 S1060523080001 BVG944 WANGGENHAI964@pingan.com.cn

事项：

公司发布 2024 年年报以及 2025 年一季度业绩报告。2024 年公司实现营业收入 6140.7 亿元（同比-15.4%），实现归母净利润 16.7 亿元（同比-88.2%），实现扣非归母净利润-54.1 亿元（同比-153.9%），分红预案为每 10 股派送现金红利 0.88 元（含税）。2025 年一季度公司实现营业收入 1376.8 亿元（同比-0.9%），实现归母净利润 30.2 亿元（同比+11.4%），实现扣非归母净利润 28.5 亿元（同比+34.4%）。

平安观点：

- 2024 年公司瘦身转型见成效。**根据公司披露数据，2024 年公司实现整车批发销量 401.3 万台，同比下降 20.1%，但全年零售销量达到 463.9 万台，这意味着公司 2024 年全渠道库存下降超 60 万台。大自主板块方面，上汽乘用车、上汽通用五菱销量分别为 70.7 万/134.0 万台，同比分别下滑 28.3%/4.5%。合资板块方面，上汽大众、上汽通用 2024 年销量分别为 114.8 万/43.5 万台，同比分别下滑 5.5%/56.4%。新能源车方面，公司 2024 年销售 123.4 万台，同比增长 9.9%，其中智己销量 6.6 万台，同比增长 71.2%。海外市场方面，公司 2024 年海外销量达到 103.8 万台，同比下滑 14.1%，公司为应对欧盟反补贴调查等不利影响，通过新车抢运、新增 HEV 车型等举措，在欧洲市场销售超过 24 万台。
- 上汽大众业绩维持稳定，上汽通用计提较大规模减值。**根据公司年报以及此前的公告信息，2024 年上汽大众业绩基本保持稳定，全年净利润达到 47.4 亿元（含部分资产处置收益）。但上汽通用由于销量下滑，上汽通用及其控股子公司在 2024 年四季度计提资产减值准备 232.12 亿元，对公司四季度合并报表归属于上市公司股东的净利润减少约 78.74 亿元，其中公司合并口径对上汽通用整车相关公司的长期股权投资账面价值减记至零。
- 对内重组大乘用车板块，对外与华为加强合作。**自主乘用车是公司转型的关键，2024 年公司对自主乘用车板块进行深度改革，设立“大乘用车板块”，对乘用车分公司、上汽国际、研发总院、零束科技、海外出行等企

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	726,199	614,074	641,312	660,468	702,342
YOY(%)	0.7	-15.4	4.4	3.0	6.3
净利润(百万元)	14,106	1,666	7,491	10,224	12,245
YOY(%)	-12.5	-88.2	349.5	36.5	19.8
毛利率(%)	10.2	9.4	9.7	10.3	10.5
净利率(%)	1.9	0.3	1.2	1.5	1.7
ROE(%)	4.9	0.6	2.5	3.4	3.9
EPS(摊薄/元)	1.22	0.14	0.65	0.88	1.06
P/E(倍)	13.3	112.8	25.1	18.4	15.4
P/B(倍)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

业实施一体化管理，提高运营效率。同时通过统一型谱规划、优化开发流程、加强产品定义等举措，完善产品开发过程中各环节管理工具。实施整体业绩考核，以板块业绩为主导，“市场类”、“利润类”指标权重增加。荣威与飞凡深度整合，全面整合中后台职能。此外公司加强对外合作的力度，2025 年上汽与华为终端签署深度合作协议，4 月上汽与华为联合发布了全新品牌尚界，尚界正式成为鸿蒙智行旗下的第 5 个品牌，根据上汽集团公布信息，尚界采用华为智选车模式，将面向主流市场，上汽集团为尚界品牌首期投入 60 亿元，团队人员超过 5000 人，尚界首款车型将于 2025 年下半年正式上市。

- **盈利预测与投资建议：**根据公司 2024 年业绩以及公司最新情况，我们调整公司 2025~2026 年净利润预测为 74.9 亿/102.2 亿元(原净利润预测为 122.1 亿/116.0 亿元)，新增公司 2027 年净利润预测为 122.4 亿元。公司新一届管理层对内改革坚决，在对内整合以及对外合作的战略布局下，公司自主板块转型效果有望逐步显现，考虑到公司目前公司的估值水平，依然维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 内部整合以及对外合作的效果不及预期，新车上市后销量不达预期；2) 合资品牌仍面临较大的转型压力，对公司业绩可能造成不利影响；3) 全球贸易壁垒增加，公司海外市场销量以及业绩面临不确定性。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	602142	619532	650850	687790
现金	197978	206119	227704	242292
应收票据及应收账款	90114	75903	78170	83127
其他应收款	15997	14056	14476	15394
预付账款	28240	24255	24980	26563
存货	77277	82196	84079	89268
其他流动资产	192535	217002	221442	231146
非流动资产	355001	357895	355155	354453
长期投资	60363	69686	78679	88049
固定资产	95927	95532	90521	86255
无形资产	19403	16783	14040	11175
其他非流动资产	179307	175894	171915	168974
资产总计	957143	977427	1006005	1042243
流动负债	511929	521411	534335	557085
短期借款	53690	55730	59710	58123
应付票据及应付账款	241144	252207	257983	273905
其他流动负债	217096	213474	216642	225057
非流动负债	98479	99929	102819	101019
长期借款	52688	54138	57028	55228
其他非流动负债	45791	45791	45791	45791
负债合计	610408	621340	637154	658104
少数股东权益	58895	62105	66487	71735
股本	11575	11575	11575	11575
资本公积	56648	56648	56648	56648
留存收益	219617	225759	234141	244180
归属母公司股东权益	287840	293982	302364	312404
负债和股东权益	957143	977427	1006005	1042243

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	66595	24933	33501	40170
净利润	5833	10701	14605	17493
折旧摊销	18933	22445	24934	26962
财务费用	3054	1283	1321	1321
投资损失	-7178	-8272	-7103	-7920
营运资金变动	36607	-2003	-789	1986
其他经营现金流	9345	780	533	328
投资活动现金流	-3503	-17651	-15623	-18668
资本支出	17770	15450	13200	16890
长期投资	4230	-1050	-1890	-1450
其他投资现金流	-25503	-32051	-26933	-34108
筹资活动现金流	-9312	858	3707	-6914
短期借款	8769	2040	3980	-1587
长期借款	-20856	1450	2890	-1800
其他筹资现金流	2775	-2632	-3163	-3527
现金净增加额	53574	8141	21585	14588

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	614074	641312	660468	702342
营业成本	556450	578967	592226	628776
税金及附加	4931	5130	4623	4916
营业费用	20080	21163	21795	23177
管理费用	21108	22446	22786	23880
研发费用	17650	18919	18955	20157
财务费用	3054	1283	1321	1321
资产减值损失	-3164	-3023	-3545	-3244
信用减值损失	-3966	-3185	-3552	-3568
其他收益	5258	4360	4603	4750
公允价值变动收益	2356	1500	2300	2800
投资净收益	7178	8272	7103	7920
资产处置收益	369	0	0	0
营业利润	10376	13277	18097	21697
营业外收入	699	500	520	540
营业外支出	564	400	360	370
利润总额	10511	13377	18257	21867
所得税	4678	2675	3651	4373
净利润	5833	10701	14605	17493
少数股东损益	4167	3210	4382	5248
归属母公司净利润	1666	7491	10224	12245
EBITDA	32498	37104	44511	50150
EPS (元)	0.14	0.65	0.88	1.06

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入(%)	-15.4	4.4	3.0	6.3
营业利润(%)	-60.0	28.0	36.3	19.9
归属于母公司净利润(%)	-88.2	349.5	36.5	19.8
获利能力				
毛利率(%)	9.4	9.7	10.3	10.5
净利率(%)	0.3	1.2	1.5	1.7
ROE(%)	0.6	2.5	3.4	3.9
ROIC(%)	2.8	7.3	9.1	10.7
偿债能力				
资产负债率(%)	63.8	63.6	63.3	63.1
净负债比率(%)	-26.4	-27.0	-30.1	-33.6
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	7.3	9.1	9.1	9.1
应付账款周转率	3.42	3.41	3.41	3.41
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.14	0.65	0.88	1.06
每股经营现金流(最新摊薄)	5.75	2.15	2.89	3.47
每股净资产(最新摊薄)	24.9	25.4	26.1	27.0
估值比率				
P/E	112.8	25.1	18.4	15.4
P/B	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	2.9	1.2	0.8	0.6

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所			电话：4008866338
深圳	上海	北京	
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层	