

公司研究

1Q25 利润环比改善，重组+对外合作推动自主品牌新发展

——上汽集团（600104.SH）2024 年报及 2025 年一季报业绩点评

要点

2024 业绩承压，1Q25 利润环比改善：2024 年公司营业收入同比-15.4%至 6,140.7 亿元，归母净利润同比-88.2%至 16.7 亿元，扣非后归母净利润同比转亏至-54.1 亿元 (vs. 2023 年扣非后归母净利润 100.4 亿元)，毛利率同比-0.8pcts 至 9.4%。1Q25 公司营业收入同比-0.9%/环比-29.2%至 1,376.8 亿元，归母净利润同比+11.4%/环比转正至 30.2 亿元，扣非后归母净利润同比+34.4%/环比转正至 28.5 亿元，毛利率同比-0.7pcts/环比-2.3pcts 至 8.1%。2024 年公司业绩承压主要受累于整车销量下滑+上汽通用亏损，此外 MG 印度股权转让及增资扩股导致非经常性损益同比大幅增加；1Q25 利润环比改善主要受益于整车产销回升（1Q25 上汽整车批售销量同比+13.3%至 94.5 万辆）。

合资仍面临转型困境，通用五菱成绩亮眼：2024 年对联营与合营企业的投资收益为-13.3 亿元 (vs. 2023 年对联营与合营企业的投资收益为 107.2 亿元)，1Q25 对联营与合营企业的投资收益同比-30.1%/环比转正至 15.4 亿元 (vs. 4Q24 对联营与合营企业的投资亏损为 45.9 亿元)。**1) 上汽大众：**2024 年销量同比-5.5%至 114.8 万辆，净利润同比+51.3%至 47.4 亿元（单车盈利同比+60.2%至 0.41 万元）；2025 年 1-4 月销量同比-8.6%至 31.1 万辆。**2) 上汽通用：**2024 年销量同比-56.5%至 43.5 万辆，净亏损 266.9 亿元（单车亏损 6.14 万元 vs. 2023 年单车盈利 0.25 万元）；2025 年 1-4 月销量同比-6.3%至 15.1 万辆。**3) 上汽通用五菱：**2024 年销量同比-4.5%至 134.0 万辆，净利润同比+12.3%至 10.4 亿元（单车盈利同比+17.6%至 0.08 万元）；2025 年 1-4 月销量同比+45.2%至 50.4 万辆。我们判断，1) 上汽大众/上汽通用仍面临产品结构转型问题，静待燃油效率提升+智能化转型加速；2) 上汽通用五菱销量及利润快速增长主要受益于星光 S 等新车型上市进一步巩固公司紧凑型 SUV 领导者地位。

中欧电动车贸易破局出口或迎转机，重组+对外合作推动自主品牌新发展：1) 出口：2024 年上汽出口零售销量同比+2.6%至 108.2 万辆。2024 年公司通过在欧洲市场新车抢运+新增 HEV 车型、以及拓展南非等新市场积极应对欧盟反补贴调查等不利影响；4/10 欧盟委员会宣布与中国达成共识，将共同研究以“最低进口价格”机制代替现行对华电动汽车关税，预计公司出口业务或迎转机。**2) 自主品牌：**2024 年上汽自主品牌销量占比同比+5pcts 至约 60%。公司已完成荣威和飞凡品牌的融合、并推进一体化网络建设，与华为联合打造智选车品牌尚界首款车型将于 2025E 秋季上市，预计在重组和对外合作的双重推动下上汽自主品牌将迎来新发展。

维持“增持”评级：考虑合资品牌仍待转型，我们下调 2025E-2026E 归母净利润预测 35%/5%至 80.5/131.2 亿元，新增 2027E 归母净利润预测为 165.3 亿元。长期我们看好公司品牌/技术/产业链优势带动自主品牌销量增长前景，维持“增持”评级。

风险提示：自主品牌发展不及预期；合资减亏幅度不及预期；关税波动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	726,199	614,074	643,698	677,919	714,662
营业收入增长率	0.72%	-15.44%	4.82%	5.32%	5.42%
归母净利润（百万元）	14,106	1,666	8,049	13,118	16,531
归母净利润增长率	12.48%	-88.19%	383.02%	62.97%	26.02%
EPS（元）	1.21	0.14	0.70	1.13	1.43
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.93%	0.58%	2.71%	4.22%	5.05%
P/E	14	114	24	14	11
P/B	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-5-6（注：23 年股本 116.83 亿，24 年至今股本 115.8 亿）

增持（维持）

当前价：16.38 元

作者

分析师：倪昱婧

执业证书编号：S0930515090002

021-52523876

niyj@ebscn.com

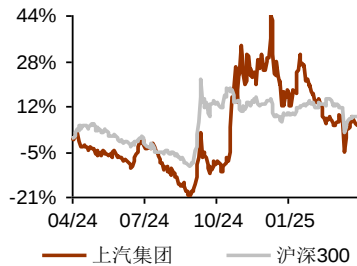
联系人：邢萍

xingping@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	115.75
总市值(亿元):	1896.03
一年最低/最高(元):	11.49/21.30
近 3 月换手率:	31.14%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	11.57	-2.64	9.69
绝对	17.67	-3.53	13.80

资料来源：Wind

相关研报

通用亏损拖累业绩表现，2H24E 大众与通用五菱或边际改善——上汽集团（600104.SH）投资价值分析报告（2024-09-01）

黎明将至，强新品周期正在进行时——上汽集团（600104.SH）投资价值分析报告（2023-12-27）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	726,199	614,074	643,698	677,919	714,662
营业成本	652,207	556,450	583,315	606,838	636,216
折旧和摊销	16,829	17,933	18,105	19,123	20,295
税金及附加	4,964	4,931	4,506	4,745	5,003
销售费用	29,879	20,080	21,886	23,049	24,299
管理费用	24,240	21,108	21,886	23,049	24,299
研发费用	18,365	17,650	17,702	18,643	19,653
财务费用	-157	3,054	1,727	2,367	2,637
投资收益	14,949	7,178	15,397	17,701	19,812
营业利润	25,937	10,376	15,542	23,701	28,940
利润总额	25,973	10,511	15,742	23,951	29,240
所得税	5,913	4,678	4,723	7,185	8,772
净利润	20,060	5,833	11,020	16,765	20,468
少数股东损益	5,954	4,167	2,971	3,648	3,936
归属母公司净利润	14,106	1,666	8,049	13,118	16,531
EPS(元)	1.21	0.14	0.70	1.13	1.43

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	42,334	69,268	7,339	11,426	15,429
净利润	14,106	1,666	8,049	13,118	16,531
折旧摊销	16,829	17,933	18,105	19,123	20,295
净营运资金增加	40,803	-67,042	17,501	20,776	19,315
其他	-29,403	116,711	-36,317	-41,591	-40,712
投资活动产生现金流	-42,234	-3,503	-15,087	-16,570	-17,647
净资本支出	-19,031	-19,804	-24,455	-27,385	-29,581
长期投资变化	66,701	60,363	-3,699	-4,850	-5,906
其他资产变化	-89,904	-44,062	13,066	15,665	17,839
融资活动现金流	-10,058	-9,312	15,754	16,095	13,976
股本变化	0	-108	0	0	0
债务净变化	7,606	-1,409	15,806	17,542	15,894
无息负债变化	2,330	-51,926	20,827	21,898	24,503
净现金流	-9,254	56,247	8,005	10,951	11,758

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	10.2%	9.4%	9.4%	10.5%	11.0%
EBITDA 率	3.2%	3.5%	2.8%	4.0%	4.6%
EBIT 率	0.7%	0.4%	0.0%	1.2%	1.8%
税前净利润率	3.6%	1.7%	2.4%	3.5%	4.1%
归母净利润率	1.9%	0.3%	1.3%	1.9%	2.3%
ROA	2.0%	0.6%	1.1%	1.6%	1.8%
ROE (摊薄)	4.9%	0.6%	2.7%	4.2%	5.0%
经营性 ROIC	1.0%	0.4%	0.0%	1.6%	2.4%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	66%	64%	64%	65%	65%
流动比率	1.13	1.18	1.17	1.17	1.17
速动比率	0.95	1.03	1.02	1.02	1.03
归母权益/有息债务	2.12	2.15	1.99	1.86	1.79
有形资产/有息债务	7.01	6.73	6.35	6.02	5.83

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	1,006,650	957,143	1,006,175	1,062,957	1,123,805
货币资金	143,636	197,978	205,983	216,934	228,692
交易性金融资产	46,688	62,278	64,678	67,078	69,478
应收账款	68,020	69,668	74,433	79,357	81,585
应收票据	9,093	5,468	5,445	5,448	6,050
其他应收款 (合计)	15,946	15,997	15,303	16,084	16,920
存货	98,604	77,277	82,482	86,797	91,369
其他流动资产	153,302	88,411	103,223	120,333	138,705
流动资产合计	619,609	602,142	640,829	685,642	731,354
其他权益工具	13,713	18,265	18,265	18,265	18,265
长期股权投资	66,701	60,363	64,062	68,912	74,818
固定资产	83,891	84,312	87,167	92,625	100,019
在建工程	13,828	11,409	16,002	19,328	22,123
无形资产	20,838	19,403	19,363	19,327	19,294
商誉	1,211	1,198	1,198	1,198	1,198
其他非流动资产	75,791	60,052	63,014	63,014	63,014
非流动资产合计	387,042	355,001	365,345	377,315	392,451
总负债	663,743	610,408	647,041	686,481	726,878
短期借款	44,921	53,690	67,763	84,305	99,199
应付账款	178,673	162,622	176,306	186,450	198,657
应付票据	86,030	78,522	85,230	91,701	99,322
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	86,188	63,633	66,595	70,017	73,691
流动负债合计	547,440	511,929	546,814	584,992	623,883
长期借款	51,455	36,138	37,138	38,138	39,138
应付债券	11,424	4,661	4,661	4,661	4,661
其他非流动负债	38,587	41,159	41,455	41,798	42,533
非流动负债合计	116,303	98,479	100,227	101,489	102,995
股东权益	342,907	346,735	359,134	376,476	396,927
股本	11,683	11,575	11,575	11,575	11,575
公积金	98,288	97,491	97,491	97,491	97,491
未分配利润	167,471	164,859	171,889	182,803	195,981
归属母公司权益	286,319	287,840	297,268	310,962	327,477
少数股东权益	56,588	58,895	61,866	65,514	69,450

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	4.11%	3.27%	3.40%	3.40%	3.40%
管理费用率	3.34%	3.44%	3.40%	3.40%	3.40%
财务费用率	-0.02%	0.50%	0.27%	0.35%	0.37%
研发费用率	2.53%	2.87%	2.75%	2.75%	2.75%
所得税率	23%	45%	30%	30%	30%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.37	0.09	0.19	0.29	0.35
每股经营现金流	3.62	5.98	0.63	0.99	1.33
每股净资产	24.51	24.87	25.68	26.86	28.29
每股销售收入	62.16	53.05	55.61	58.57	61.74

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	14	114	24	14	11
PB	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	18.8	15.6	18.3	12.9	11.0
股息率	2.3%	0.5%	1.2%	1.8%	2.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP