自主国内及出口销量回升，与华为合作持续推进

核心观点

- **上汽集团批发销量维持同比增长态势，终端销量超出批发销量。**上汽集团 5 月整体批发销量 36.60 万辆，同比增长 10.2%，环比下降 2.8%，2025 年连续 5 个月实现单月销量同比增长；1-5 月整体批发销量 168.74 万辆，同比增长 10.5%。据公司公众号，上汽集团 5 月终端交付 38.9 万辆，同环比均实现 10%以上增长，终端销量较批发销量高出 2.3 万辆。
- **上汽乘用车销量及海外销量同比回暖，新能源销量同比高增长。**上汽乘用车 5 月批发销量 7.30 万辆，同比增长 34.1%，环比增长 7.4%，其中国内市场销量同比增长 62.8%；上汽乘用车 1-5 月累计销量 30.47 万辆，同比增长 8.7%；据公司公众号，上汽荣威、MG 品牌零售销量合计超 8.19 万辆，荣威品牌、MG 品牌 5 月零售销量同比分别增长超 31%、超 60%。上汽通用五菱 5 月批发销量 12.25 万辆，同比增长 5.6%，环比下降 18.9%；上汽通用五菱 1-5 月累计销量 62.65 万辆，同比增长 35.3%。公司 5 月新能源汽车销量 12.46 万辆，同比增长 50.3%，环比下降 2.8%；1-5 月新能源汽车累计销量 52.56 万辆，同比增长 43.0%。上汽智己 5 月销量 4385 辆，同比增长 3.2%，环比增长 31.8%。公司 5 月海外及出口销量 9.78 万辆，同比增长 11.2%；1-5 月海外及出口累计销量 40.35 万辆，同比下降 0.8%。上汽与华为合作继续推进，据媒体报道，华为已将尚界商标转让至上汽集团；上汽总裁贾健旭在第三届未来汽车先行者大会上提出，尚界品牌聚焦“体验至尚、用户至尚”，上汽和华为强强联合下，华为智能解决方案技术、鸿蒙智行严苛的质量体系、上汽的精密制造工艺以及垂直一体化产业整合能力将使得尚界能够聚焦“体验至尚、用户至尚”，为主流市场用户带来智慧出行的体验及高品质的产品。
- **合资品牌销量环比回暖，上汽通用销量持续改善。**上汽大众 5 月销量 8.87 万辆，同比下降 1.4%，环比增长 7.5%；上汽大众 1-5 月累计销量 39.94 万辆，同比下降 7.1%。上汽通用 5 月销量 4.70 万辆，同比增长 22.4%，环比增长 11.7%；上汽通用 1-5 月累计销量 19.81 万辆，同比下降 0.7%。据上汽通用公众号，上汽通用 5 月终端销量 5.00 万辆，同比增长 2.8%，环比增长 17.6%，终端销量较批发销量高出 0.3 万辆。新车方面，途观 L Pro 2025 款正式上市，新凌渡 L GTS 完成工信部申报，搭载华为乾崑智驾的上汽奥迪 A5L Sportback 开启预订，多款新车将有望带动合资品牌销量继续向好。

盈利预测与投资建议

- 预测 2025-2027 年 EPS 分别为 0.95、1.03、1.15 元，维持可比公司 25 年 PE 平均估值 25 倍，目标价 23.75 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

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	726,199	614,074	638,110	687,196	742,172
同比增长(%)	*0.7%*	*-15.4%*	*3.9%*	*7.7%*	*8.0%*
营业利润(百万元)	25,937	10,376	18,093	19,735	21,995
同比增长(%)	*-0.3%*	*-60.0%*	*74.4%*	*9.1%*	*11.5%*
归属母公司净利润(百万元)	14,106	1,666	11,003	11,980	13,325
同比增长(%)	*-12.5%*	*-88.2%*	*560.3%*	*8.9%*	*11.2%*
每股收益（元）	1.22	0.14	0.95	1.03	1.15
毛利率(%)	9.5%	9.4%	10.2%	10.9%	11.1%
净利率(%)	1.9%	0.3%	1.7%	1.7%	1.8%
净资产收益率(%)	5.0%	0.6%	3.7%	3.9%	4.2%
市盈率	13.3	112.6	17.1	15.7	14.1
市净率	0.7	0.7	0.6	0.6	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.

投资评级	买入 （维持）
股价（2025年05月30日）	16.21 元
目标价格	23.75 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）	187,636
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2025 年 06 月 02 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-3.91	-0.18	-1.46	17.13
相对表现%	-2.83	-2.03	-0.18	10.29
沪深 300%	-1.08	1.85	-1.28	6.84

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

联系人

刘宇浩 liuyuhao@orientsec.com.cn

相关报告

自主品牌销量同比向上，新能源车表现亮眼	2025-05-17
1 季度改革见成效，逐步深化与华为合作	2025-05-11
改革逐步见成效，1 季度盈利实现正增长	2025-04-08

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。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	143,636	197,978	161,181	248,743	278,705
应收票据、账款及款项融资	93,830	90,114	61,259	52,227	56,405
预付账款	26,663	28,240	38,287	32,689	37,989
存货	98,604	77,277	63,022	61,214	65,958
其他	256,875	208,532	239,292	240,394	234,355
流动资产合计	**619,609**	**602,142**	**563,040**	**635,267**	**673,413**
长期股权投资	66,701	60,363	60,363	60,363	60,363
固定资产	83,891	84,312	95,806	95,901	94,289
在建工程	13,828	11,409	11,951	12,221	12,357
无形资产	20,838	19,403	18,433	17,463	16,493
其他	201,783	179,513	202,609	192,969	190,708
非流动资产合计	**387,042**	**355,001**	**389,162**	**378,918**	**374,209**
资产总计	**1,006,650**	**957,143**	**952,202**	**1,014,185**	**1,047,621**
短期借款	44,921	53,690	45,649	48,087	49,142
应付票据及应付账款	264,703	241,144	171,878	233,854	247,429
其他	237,817	217,096	244,974	233,296	232,196
流动负债合计	**547,440**	**511,929**	**462,501**	**515,236**	**528,767**
长期借款	51,455	36,138	36,138	36,138	36,138
应付债券	11,424	4,661	26,492	23,492	23,492
其他	53,424	57,680	60,250	57,085	59,448
非流动负债合计	**116,303**	**98,479**	**122,880**	**116,715**	**119,078**
负债合计	**663,743**	**610,408**	**585,381**	**631,951**	**647,845**
少数股东权益	56,588	58,895	63,611	68,745	74,456
实收资本（或股本）	11,683	11,575	11,575	11,575	11,575
资本公积	53,439	54,147	56,648	56,648	56,648
留存收益	208,314	205,702	215,687	224,366	234,097
其他	12,882	16,416	19,300	20,900	23,000
股东权益合计	**342,907**	**346,735**	**366,820**	**382,234**	**399,776**
负债和股东权益总计	**1,006,650**	**957,143**	**952,202**	**1,014,185**	**1,047,621**

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	20,060	5,833	15,719	17,114	19,036
折旧摊销	17,367	15,004	12,468	13,989	14,940
财务费用	(157)	3,054	1,070	805	865
投资损失	(14,949)	(7,178)	(14,701)	(15,619)	(16,408)
营运资金变动	(42,980)	30,414	(58,295)	64,457	435
其它	62,994	22,140	11,436	741	7,092
经营活动现金流	**42,334**	**69,268**	**(32,303)**	**81,487**	**25,960**
资本支出	(19,626)	(5,606)	(12,492)	(12,492)	(12,492)
长期投资	(5,505)	21,085	(8,682)	872	2,312
其他	(17,103)	(18,982)	7,259	23,602	15,167
投资活动现金流	**(42,234)**	**(3,503)**	**(13,915)**	**11,982**	**4,987**
债权融资	994	(8,804)	17,049	(4,238)	2,419
股权融资	(709)	600	2,501	0	0
其他	(10,343)	(1,109)	(10,129)	(1,669)	(3,404)
筹资活动现金流	**(10,058)**	**(9,312)**	**9,420**	**(5,907)**	**(985)**
汇率变动影响	704	(205)	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	**(9,254)**	**56,247**	**(36,798)**	**87,563**	**29,962**

利润表

单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	**726,199**	**614,074**	**638,110**	**687,196**	**742,172**
营业成本	657,301	556,450	572,926	612,145	659,585
营业税金及附加	4,964	4,931	4,467	4,810	5,195
营业费用	24,785	20,080	21,696	23,365	25,234
管理费用及研发费用	42,606	38,758	37,648	43,981	47,499
财务费用	(157)	3,054	1,070	805	865
资产、信用减值损失	7,952	7,130	3,710	3,775	4,007
公允价值变动收益	974	2,356	800	800	800
投资净收益	14,949	7,178	14,701	15,619	16,408
其他	21,266	17,172	6,000	5,000	5,000
营业利润	**25,937**	**10,376**	**18,093**	**19,735**	**21,995**
营业外收入	524	699	600	600	600
营业外支出	488	564	200	200	200
利润总额	**25,973**	**10,511**	**18,493**	**20,135**	**22,395**
所得税	5,913	4,678	2,774	3,020	3,359
净利润	**20,060**	**5,833**	**15,719**	**17,114**	**19,036**
少数股东损益	5,954	4,167	4,716	5,134	5,711
归属于母公司净利润	**14,106**	**1,666**	**11,003**	**11,980**	**13,325**
每股收益（元）	1.22	0.14	0.95	1.03	1.15

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	0.7%	-15.4%	3.9%	7.7%	8.0%
营业利润	-0.3%	-60.0%	74.4%	9.1%	11.5%
归属于母公司净利润	-12.5%	-88.2%	560.3%	8.9%	11.2%
获利能力					
毛利率	9.5%	9.4%	10.2%	10.9%	11.1%
净利率	1.9%	0.3%	1.7%	1.7%	1.8%
ROE	5.0%	0.6%	3.7%	3.9%	4.2%
ROIC	4.2%	1.6%	3.3%	3.4%	3.6%
偿债能力					
资产负债率	65.9%	63.8%	61.5%	62.3%	61.8%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.13	1.18	1.22	1.23	1.27
速动比率	0.94	1.02	1.05	1.08	1.11
营运能力					
应收账款周转率	11.1	8.9	12.1	18.7	18.7
存货周转率	6.8	6.0	7.2	7.8	7.9
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
每股指标（元）					
每股收益	1.22	0.14	0.95	1.03	1.15
每股经营现金流	3.62	5.98	-2.79	7.04	2.24
每股净资产	24.74	24.87	26.19	27.08	28.10
估值比率					
市盈率	13.3	112.6	17.1	15.7	14.1
市净率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	-0.4	-0.6	-0.6	-0.5	-0.5
EV/EBIT	-0.7	-1.3	-0.9	-0.9	-0.8

资料来源：东方证券研究所

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。

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。

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。

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。