

尚界品牌持续推进，海外市场仍是重要增长点

核心观点

- **上半年海外销量同比转正，预计海外市场仍是公司未来大自主重要增长点。**在欧盟对公司加征电动汽车反补贴税后，市场认为公司今年出海增长将面临较大压力，对公司出海的预期普遍不高；我们认为海外市场仍然是公司的重要增长点和盈利贡献点，公司凭借丰富的产品矩阵和前瞻布局，在欧洲市场推出多款不受额外关税影响的 MG 品牌混动车型，成功维持在欧洲市场的销量规模领先地位。从销量上看，公司 6 月海外及出口销量 9.06 万辆，同比增长 11.5%；上半年海外及出口累计销量 49.41 万辆，同比增长 1.3%；上半年 MG 品牌在欧洲市场终端交付超 15 万辆，实现两位数增长，成为欧洲市场中国品牌销冠。
- **公司整体销量同比六连涨。**上汽集团 6 月整体批发销量 36.53 万辆，同比增长 21.6%，环比下降 0.2%，2025 年连续 6 个月实现单月销量同比增长；1-6 月整体批发销量 205.26 万辆，同比增长 12.4%。据公司公众号，公司上半年终端交付 220.7 万辆，终端销量较批发销量高出 15.4 万辆。
- **改革持续见成效，自主板块销量稳步增长，与华为合作尚界品牌新车型下半年将上市。**1 季度上汽乘用车销量表现相对较弱，市场担忧自主板块销量受行业竞争加剧冲击而承压；我们认为，随着公司内部改革及自主板块整合持续推进，公司自主板块在产品力、营销、渠道等领域均将实现改进向上，进而促进自主板块实现逆势上扬。从销量上看，上汽乘用车 6 月批发销量 6.31 万辆，同比增长 15.5%；上汽乘用车 1-6 月累计销量 36.77 万辆，同比增长 9.8%；据公司公众号，上半年上汽乘用车国内市场销量同比增长 54.7%，上汽荣威、MG 品牌上半年零售销量合计超 44.2 万辆，同比增长 5%，6 月零售销量同比增长超 18%。公司 6 月新能源汽车销量 12.07 万辆，同比增长 29.2%；1-6 月新能源汽车累计销量 64.63 万辆，同比增长 40.2%。上汽与华为合作继续推进，6 月 30 日尚界品牌官方微博正式开通，首款车型预计下半年上市，预计华为赋能下公司自主品牌产品力及影响力将有望进一步向上。
- **合资品牌销量同环比回暖，预计合资品牌不会成为公司盈利负担。**市场认为合资品牌燃油车销量下降将会对公司盈利能力形成较大冲击，我们认为现阶段燃油车型仍然能够在国内乘用车市场占据一定份额，据乘联会数据，2025 年 1-5 月国内新能源批发渗透率约为 48%，2024 年约为 45%，2025 年新能源渗透率提升幅度有所放缓。另一方面，合资品牌自去年开始积极去库，并在去年年报中全部计提上汽通用减值准备，公司合资品牌包袱也已经大幅减轻。从合资品牌销量看，上汽大众/上汽通用 6 月销量 9.28/4.70 万辆，同比增长 13.1%/80.6%；上汽大众/上汽通用 1-6 月累计销量 49.21/24.51 万辆，同比-3.9%/+8.6%。上汽通用 6 月终端销量 4.87 万辆，同比增长 7.6%，环比增长 17.6%，终端销量较批发销量高出 0.2 万辆，公司合资品牌销量呈现企稳态势，预计合资品牌将不会成为公司盈利负担。

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

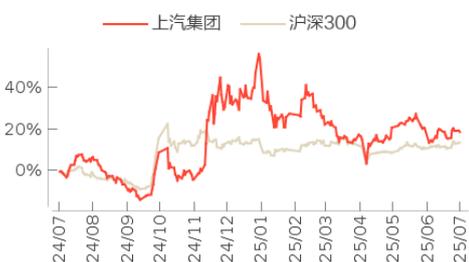
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	726,199	614,074	638,110	687,196	742,172
同比增长(%)	0.7%	-15.4%	3.9%	7.7%	8.0%
营业利润(百万元)	25,937	10,376	18,093	19,735	21,995
同比增长(%)	-0.3%	-60.0%	74.4%	9.1%	11.5%
归属母公司净利润(百万元)	14,106	1,666	11,003	11,980	13,325
同比增长(%)	-12.5%	-88.2%	560.3%	8.9%	11.2%
每股收益(元)	1.22	0.14	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	13.1	110.9	16.8	15.4	13.9
市净率	0.6	0.6	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。

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。

投资评级	买入 (维持)
股价 (2025年07月01日)	15.96 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)	184,742
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2025 年 07 月 02 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-0.75	-1.54	1.53	18.41
相对表现%	-1.74	-4.21	0.11	5.05
沪深 300%	0.99	2.67	1.42	13.36



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

自主国内及出口销量回升，与华为合作持续推进	2025-06-02
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

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	143,636	197,978	161,181	248,743	278,705	营业收入	726,199	614,074	638,110	687,196	742,172
应收票据、账款及款项融资	93,830	90,114	61,259	52,227	56,405	营业成本	657,301	556,450	572,926	612,145	659,585
预付账款	26,663	28,240	38,287	32,689	37,989	营业税金及附加	4,964	4,931	4,467	4,810	5,195
存货	98,604	77,277	63,022	61,214	65,958	营业费用	24,785	20,080	21,696	23,365	25,234
其他	256,875	208,532	239,292	240,394	234,355	管理费用及研发费用	42,606	38,758	37,648	43,981	47,499
流动资产合计	619,609	602,142	563,040	635,267	673,413	财务费用	(157)	3,054	1,070	805	865
长期股权投资	66,701	60,363	60,363	60,363	60,363	资产、信用减值损失	7,952	7,130	3,710	3,775	4,007
固定资产	83,891	84,312	95,806	95,901	94,289	公允价值变动收益	974	2,356	800	800	800
在建工程	13,828	11,409	11,951	12,221	12,357	投资净收益	14,949	7,178	14,701	15,619	16,408
无形资产	20,838	19,403	18,433	17,463	16,493	其他	21,266	17,172	6,000	5,000	5,000
其他	201,783	179,513	202,609	192,969	190,708	营业利润	25,937	10,376	18,093	19,735	21,995
非流动资产合计	387,042	355,001	389,162	378,918	374,209	营业外收入	524	699	600	600	600
资产总计	1,006,650	957,143	952,202	1,014,185	1,047,621	营业外支出	488	564	200	200	200
短期借款	44,921	53,690	45,649	48,087	49,142	利润总额	25,973	10,511	18,493	20,135	22,395
应付票据及应付账款	264,703	241,144	171,878	233,854	247,429	所得税	5,913	4,678	2,774	3,020	3,359
其他	237,817	217,096	244,974	233,296	232,196	净利润	20,060	5,833	15,719	17,114	19,036
流动负债合计	547,440	511,929	462,501	515,236	528,767	少数股东损益	5,954	4,167	4,716	5,134	5,711
长期借款	51,455	36,138	36,138	36,138	36,138	归属于母公司净利润	14,106	1,666	11,003	11,980	13,325
应付债券	11,424	4,661	26,492	23,492	23,492	每股收益(元)	1.22	0.14	0.95	1.03	1.15
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	主要财务比率					
负债合计	663,743	610,408	585,381	631,951	647,845		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	56,588	58,895	63,611	68,745	74,456	成长能力					
实收资本(或股本)	11,683	11,575	11,575	11,575	11,575	营业收入	0.7%	-15.4%	3.9%	7.7%	8.0%
资本公积	53,439	54,147	56,648	56,648	56,648	营业利润	-0.3%	-60.0%	74.4%	9.1%	11.5%
留存收益	208,314	205,702	215,687	224,366	234,097	归属于母公司净利润	-12.5%	-88.2%	560.3%	8.9%	11.2%
其他	12,882	16,416	19,300	20,900	23,000	获利能力					
股东权益合计	342,907	346,735	366,820	382,234	399,776	毛利率	9.5%	9.4%	10.2%	10.9%	11.1%
负债和股东权益总计	1,006,650	957,143	952,202	1,014,185	1,047,621	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	13.1	110.9	16.8	15.4	13.9
						市净率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
						EV/EBITDA	-0.5	-0.7	-0.6	-0.6	-0.5
						EV/EBIT	-0.8	-1.5	-1.1	-1.0	-0.9

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。

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。