

从产品出海到产业链出海，打造大自主第二增长曲线

——上汽系列报告之汽车出海

核心观点

- **乘用车出口是必然趋势，预计未来海外成长空间仍较大。**2023 年我国成为世界第一大汽车出口国，我们认为，我国乘用车出口量快速增长是国际环境变化和我国汽车产业优势凸显的双重结果。根据奇瑞汽车招股说明书测算，预计海外市场未来 6 年汽车销量 CAGR 为 4.0%，仍有超过 1000 万辆汽车的增量空间。我们认为，中国乘用车出海未来增长空间在于市场继续拓展和新能源车出口市占率提升。
- **公司出口处于行业领先地位，预计未来仍将保持稳定增长，是公司盈利的重要组成部分。**公司 2016-2023 年连续 8 年成为中国车企出口销量冠军，2017 至 2024 年公司海外销量占比由 2.5% 提升至 25.9%。预计在出口价差下及经营管理效率提升下，海外车型盈利能力将高于国内，我们认为，出口增长以及较高附加值车型导入将促进海外盈利能力提升，预计海外市场将成为公司销量及盈利的重要组成部分。市场担心欧盟征收电动车反补贴税将会对公司出口造成影响，我们认为，公司能够通过推出混动新品弥补纯电销量缺口，预计混动新车型及拓展新区域将是主要增长点。
- **从产品出海到产业链出海，打造第二增长曲线。**市场担心在欧盟限制以及其他自主品牌海外布局等影响下，公司出海将面临较大挑战。我们认为，公司在出海领域仍然具备独特竞争优势：（1）MG 在全球范围内具备更强的品牌认知度和影响力。（2）公司是国内首家实现从产品出海到全产业链出海的企业，成建制、体系化的出海布局将提升上汽在不同海外市场的落地速度、适应能力以及抗风险能力。预计公司出海仍具备较高的增长潜力，海外市场仍将成为公司重要增长点。
- **预计上汽国际组织架构调整将提升出口盈利能力。**上汽国际是公司旗下的全资子公司，此前独立核算。2025 年公司组建“大乘用车板块”，将乘用车公司、上汽国际、创新开发研究总院、零束科技、海外出行等整合，成立大乘用车执管会进行一体化管理。我们认为，组织架构调整将打通部门壁垒，实现产销研一体、国内与国际业务协同，大乘用车板块实施整体业绩考核，有望促进海外业务运营效率提升。

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

汽车出口政策变化影响、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	14.0	118.3	17.9	16.5	14.8
市净率	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6

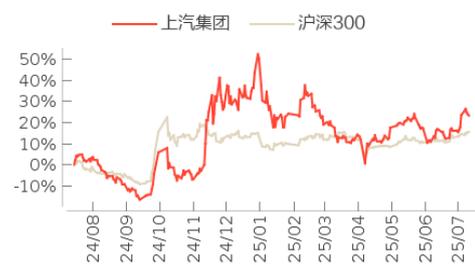
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

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11日）	17.03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）	197,127
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2025年07月13日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-0.18	6.17	12.34	24.9
相对表现%	-1	3.08	5.29	9.14
沪深300%	0.82	3.09	7.05	15.76



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

尚界品牌持续推进，海外市场仍是重要增长点	2025-07-02
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

目录

1 乘用车出口是必然趋势，预计未来海外市场成长空间仍较大.....	4
1.1 预计未来海外市场成长空间较大.....	4
1.2 燃油车目前是出口主力车型，预计新能源车出口比重将快速提升.....	5
2 公司出口处于行业领先地位，预计未来仍将保持稳定增长	6
2.1 公司出口处于行业领先地位.....	6
2.2 出口已成为公司整体销量及盈利的重要组成部分.....	7
2.3 预计混动新车型及拓展新区域将是未来出口主要增长点.....	9
3 公司从产品出海到产业链出海，打造第二增长曲线.....	12
3.1 从产品出海迈向产业链出海.....	13
3.2 出口从“规模扩张”转向“价值创造”.....	14
3.3 MG 在海外具备品牌优势及影响力.....	15
3.4 安吉物流是公司出口的保障.....	16
4 预计上汽国际组织架构调整将提升出口盈利能力	17
5 盈利预测及估值	18
6 主要风险提示.....	18

图表目录

图 1: 2021 年起我国乘用车出口量大幅增长	4
图 2: 2023-2024 年我国成为世界第一大汽车出口国 (单位: 万辆)	4
图 3: 预计海外乘用车市场将持续扩容, 新兴市场将实现较快增长 (单位: 万辆)	5
图 4: 我国新能源乘用车出口占比整体提升较快 (单位: 万辆)	5
图 5: 欧洲和东盟是 2024 年我国新能源汽车主要出口目的地	5
图 6: 预计新能源汽车将是全球乘用车市场主要增长点 (单位: 万辆)	6
图 7: 中汽协口径下, 2024 年、2025 年上半年上汽集团出口量被奇瑞汽车、比亚迪接连超越	7
图 8: 2017-2024 年上汽集团出口及海外销量占比逐年提升	7
图 9: 预计 2025-2026 年上汽集团出口及海外销量将恢复同比增长	8
图 10: 预计混动车型上新及区域扩张将成为上汽出口增长点	9
图 11: 2024 年上汽集团出口销量主要由自主品牌贡献	10
图 12: 上汽集团出海具备品牌优势和全产业链优势, 未来出海增长可期	13
图 13: 上汽集团销售中心遍布全球六大洲	14
图 14: 上汽国际此前为上汽旗下独立子公司	17
图 15: 上汽国际与其他自主品牌核心业务整合, 并入大乘用车板块	18
表 1: 海外车型定价高于国内, Cyberster 等新车型溢价提升	8
表 2: 2024 年上汽集团主要出口车型为燃油/混动车型	10
表 3: 2024 年上汽集团纯电车型出口销量较 2023 年显著下滑	11
表 4: 上汽集团在欧洲市场推出多款不受反补贴税影响的混动车型应对挑战	11
表 5: 上汽集团加强在非洲、南美、拉丁美洲等地布局	12
表 6: 上汽集团在亚洲建立四大生产基地, 全面辐射印度、东盟、中东市场	14
表 7: 上汽集团将积极打造本地化体系生态和全球汽车品牌 MG, 进一步强化出海竞争优势	15
表 8: MG 品牌和车型在全球范围内取得众多成就和奖项, 彰显其全球知名度和影响力	16
表 9: 近半年安吉物流 5 艘远洋滚装船实现交付, 合计车位数量达 4.2 万个	17

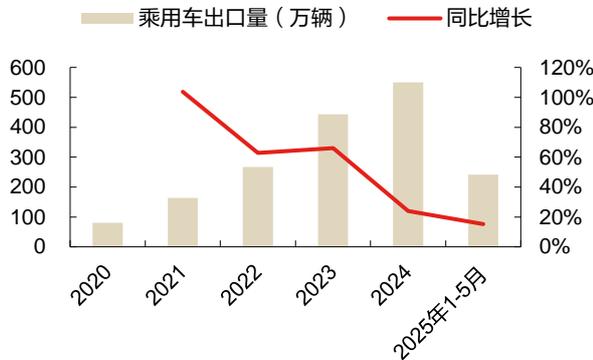
1 乘用车出口是必然趋势，预计未来海外市场成长空间仍较大

1.1 预计未来海外市场成长空间较大

2021 年起我国乘用车出口进入快速增长阶段，2023 年成为世界第一大汽车出口国。据海关总署数据，2020 年我国乘用车出口量为 80.54 万辆，2024 年出口量提升至 549.55 万辆，4 年 CAGR 为 61.6%；2025 年 1-5 月我国实现乘用车出口 241.93 万辆，同比增长 15.2%。横向对比看，2023 年我国乘用车出口 443.32 万辆，超过日本成为世界第一汽车出口大国，到 2024 年差距进一步拉大，中国、日本、德国、韩国、美国分别出口 549.55、421.70、318.34、278.26、83.00 万辆，其中日本和美国出口量较 2023 年有所回落，德国和韩国出口数量微增。

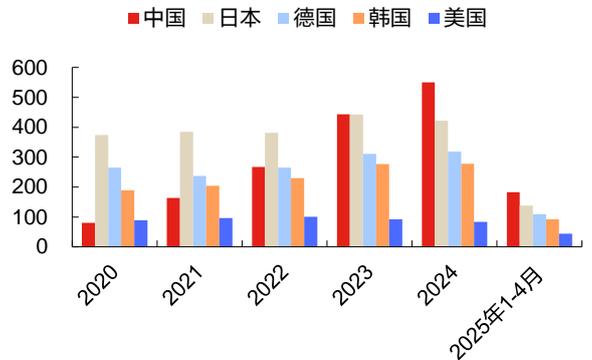
我们认为，我国乘用车出口量快速增长是国际环境变化和我国汽车产业优势凸显的双重结果。2021 年疫情爆发以来，国际汽车供应链遭受严重冲击，我国凭借有力的疫情防控和汽车产业链韧性填补部分供给缺口；2022 年初俄乌冲突爆发，地缘政治危机导致国际车企纷纷宣布退出俄罗斯市场，为我国车企带来大量市场机会；此外，我国汽车产业历经二十余年的发展，自主品牌在产品质量、技术创新和成本控制等方面取得显著进步，燃油车产品力与海外差距逐步缩小，尤其是小排量发动机具备性价比优势，叠加新能源汽车出口蓝海市场被逐步挖掘，多种因素共振使得我国乘用车出口快速增长。

图 1：2021 年起我国乘用车出口量大幅增长



数据来源：Wind、海关总署、东方证券研究所

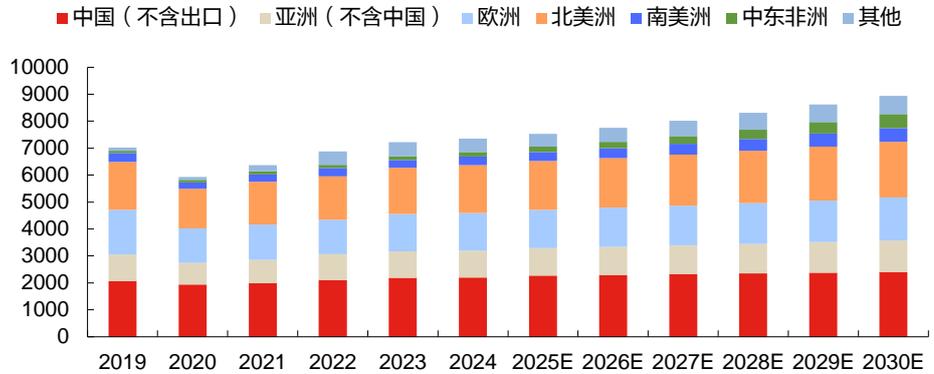
图 2：2023-2024 年我国成为世界第一大汽车出口国（单位：万辆）



数据来源：Wind、海关总署、日本自动车工业协会、美国经济分析局、韩国汽车制造商协会、德国汽车工业联合会、东方证券研究所

预计乘用车出口市场将持续扩容，东南亚、南美、中东非洲等新兴市场增长较快。据奇瑞汽车招股说明书测算，预计 2024 至 2030 年全球乘用车市场 CAGR 为 3.2%，其中中国国内市场 CAGR 为 1.2%，中东非洲 CAGR 为 21.2%、南美洲 CAGR 为 8.6%、亚洲（不含中国）为 2.7%（东南亚地区为 5.3%），北美和欧洲分别为 2.5%和 2.2%。据此测算，海外市场未来 6 年 CAGR 为 4.0%，仍有超过 1000 万辆汽车的增量空间，其中中东非洲增量空间约为 350 万辆，北美洲约为 290 万辆，欧洲和南美洲均约为 200 万辆，亚洲（不含中国）约为 180 万辆，其他地区约为 170 万辆，中国乘用车出海未来增长空间在于市场拓展和市占率的提升。

图 3：预计海外乘用车市场将持续扩容，新兴市场将实现较快增长（单位：万辆）



数据来源：奇瑞汽车招股书、海关总署、OICA、中汽协、东方证券研究所

1.2 燃油车目前是出口主力车型，预计新能源车出口比重将快速提升

从动力类型看，燃油车是我国乘用车出口主力车型，新能源车出口占比持续提升。2020 年我国乘用车出口中燃油车占比 72.6%，纯电占比 24.1%，插混占比 3.1%；到 2024 年燃油车占比降至 59.5%，纯电动车销量增至 165.32 万辆，占比 30.1%，插混占比 5.7%；2025 年 1-5 月，新能源乘用车占比提升至 46.4%，较 2024 年增长 10.6 个百分点，其中插电混动车型占比由 2024 年的 5.7%提升至 13.7%，插混车型占比提升预计与欧盟加征电动汽车反补贴税、海外用户对插混车型接受度提升以及车企调整出口产品策略等相关。

新能源乘用车出口呈现出较强的地域属性，欧洲和亚洲是我国新能源乘用车主要出口地区。2024 年我国向欧洲出口新能源乘用车 63.2 万辆，同比减少 6.0%，占比 32.2%；亚洲地区合计出口 55.5 万辆，占比 28.2%，欧亚地区合计占比 60.4%。其他地区中，中南美、俄罗斯等地、北美新能源出口增长较快，2024 年分别出口 19.9、17.3、10.6 万辆，同比增长 116.3%、57.3%、55.9%。亚洲和东盟地域靠近中国，是我国新能源乘用车出海的桥头堡；欧洲地区对新能源汽车接受程度较高、新能源基础设施较为发达，因此我国向欧洲出口新能源乘用车规模较大。

图 4：我国新能源乘用车出口占比整体提升较快（单位：万辆）

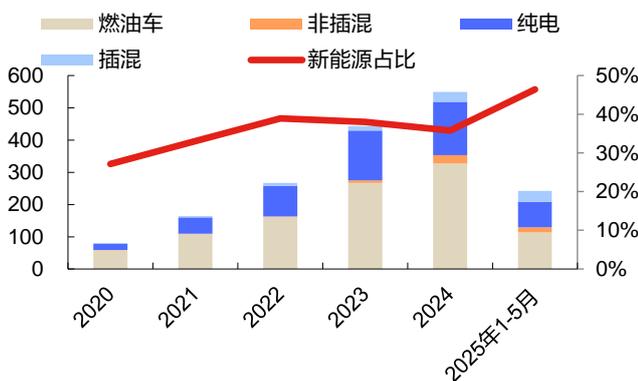
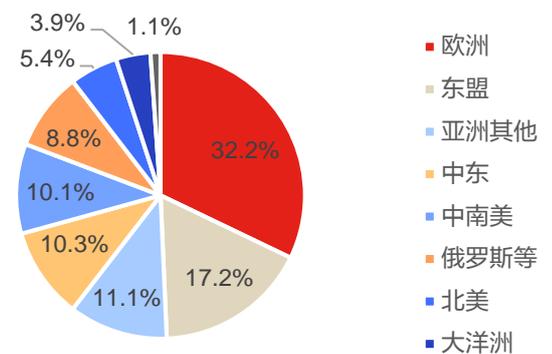


图 5：欧洲和东盟是 2024 年我国新能源汽车主要出口目的地

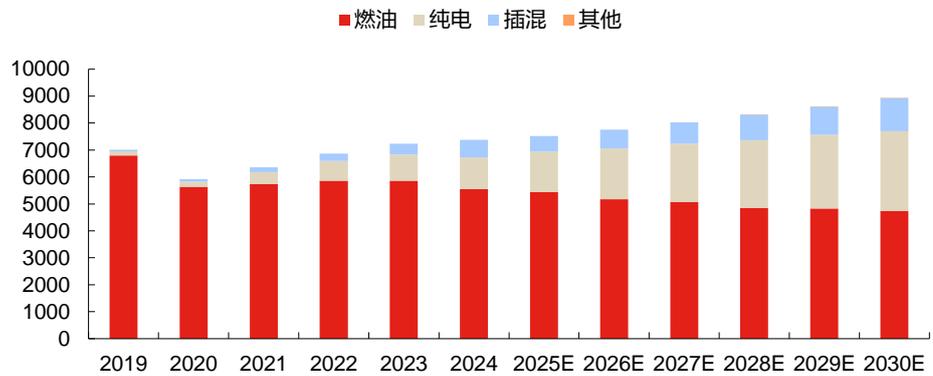


数据来源：Wind、海关总署、东方证券研究所

数据来源：海关总署、盖世汽车、东方证券研究所

参考中国新能源汽车发展进程，预计未来海外新能源渗透率将持续提升，中国汽车品牌有望凭借产品和技术优势获取更多市场份额。由于各国新能源汽车发展进程、充电基础设施以及政策支持力度不同，海外国家新能源汽车渗透率普遍低于中国。据乘联会，2025年上半年全球新能源汽车渗透率为20.3%，其中欧洲区域为20.4%，北美地区为8.4%，亚洲（不含中国）为4.2%，南半球地区为3.8%。预计未来随着海外车企推进新能源转型，全球新能源汽车渗透率将逐渐提升，同时考虑化石燃料仍然是全球最主要的能源形式，预计未来海外国家新能源渗透率仍将低于中国。据奇瑞汽车招股书测算，预计到2030年全球新能源渗透率将达到47.0%，销量为4200万辆，中国、欧洲、北美洲、亚洲（不含中国）、中东非、南美洲新能源渗透率分别为78.3%、61.2%、34.3%、31.3%、23.7%和19.2%。

图 6：预计新能源汽车将是全球乘用车市场主要增长点（单位：万辆）



数据来源：奇瑞汽车招股书、乘联会、东方证券研究所

2 公司出口处于行业领先地位，预计未来仍将保持稳定增长

2.1 公司出口处于行业领先地位

上汽集团是中国汽车出口的领军企业之一，在2016-2023年连续8年成为中国车企出口销量冠军，2022年上汽在国内车企中率先实现出口销量破百万辆，在出口领域具备较强的先发优势。

2024年、2025年上半年上汽集团出口量被奇瑞汽车、比亚迪接连超越，上汽仍为出口第一梯队企业。2024年奇瑞汽车借助多品牌战略、本地化布局、性价比优势等，在俄罗斯、南美、中东等主要市场继续发力，全年实现出口销量114.4万辆（中汽协口径），同比增长24%，超越上汽集团成为2024年出口销量冠军；上汽集团2024年出口销量出现同比下滑，排名下降至第二名，出口销量仍大幅领先于奇瑞以外的其他车企。2025年上半年奇瑞汽车出口销量同比整体微增，继续位列国内车企出口量榜首；比亚迪以产能本土化和插混车型上新两大战略，在南美、欧洲、东南亚等地区快速开拓市场，上半年出口销量同比增长近1.3倍，超越上汽集团成为2025年上半年出口亚军；上汽集团2025年上半年出口销量整体维稳，排名下滑至第三位，上汽出口量与奇瑞、比亚迪差距不大，大幅领先于其他车企，上汽集团仍然是出口第一梯队企业。

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。

图 7：中汽协口径下，2024 年、2025 年上半年上汽集团出口量被奇瑞汽车、比亚迪接连超越



注：车企出口量比较使用中汽协口径，中汽协出口量数据与厂商披露数据存在一定差异

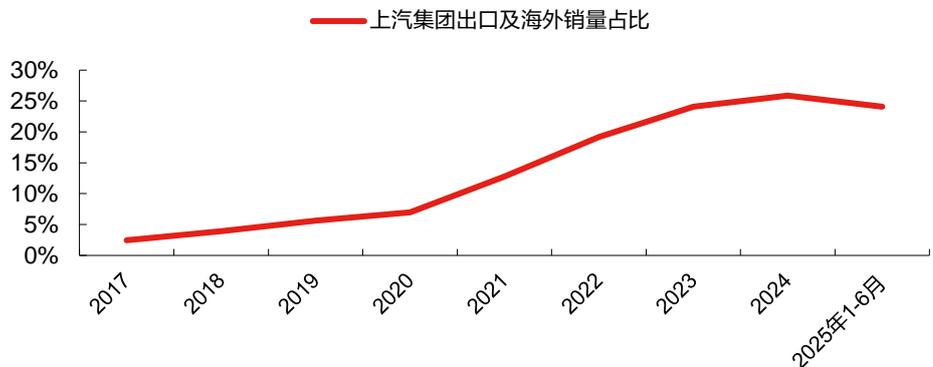
数据来源：中汽协、东方证券研究所

2.2 出口已成为公司整体销量及盈利的重要组成部分

自 2021 年开启出海征程以来，上汽集团不断深耕国际经营体系建设、加快全球汽车产业链建设，出口销量实现持续增长，2017-2023 年公司出口及海外销量由 17 万辆增长至 121 万辆，CAGR 达 38.7%；2024 年公司出口及海外销量为 103.84 万辆，同比下降 14.1%，海外销量同比下降主要原因为公司纯电车型出口销量受欧盟反补贴税影响出现较大幅度下滑。2025 年上半年公司出口及海外销量为 49.41 万辆，同比增长 1.3%，在欧洲市场面临压力、海外市场竞争加剧等不利影响下，公司以产品创新、技术创新积极破局，2025 年上半年海外销量实现维稳向上。

随着海外业务持续发展，上汽集团海外销量占比亦呈现逐年提升态势，2017 至 2020 年公司海外销量占比由 2.5% 稳步提升至 7.0%，2021-2023 年公司海外销量连续实现较快增长，海外销量占比进入快速上升阶段，截至 2023 年公司海外销量占比提升至 24.1%；2024 年公司海外销量占比进一步提升至 25.9%，出口已成为公司整体销量及盈利的重要组成部分。

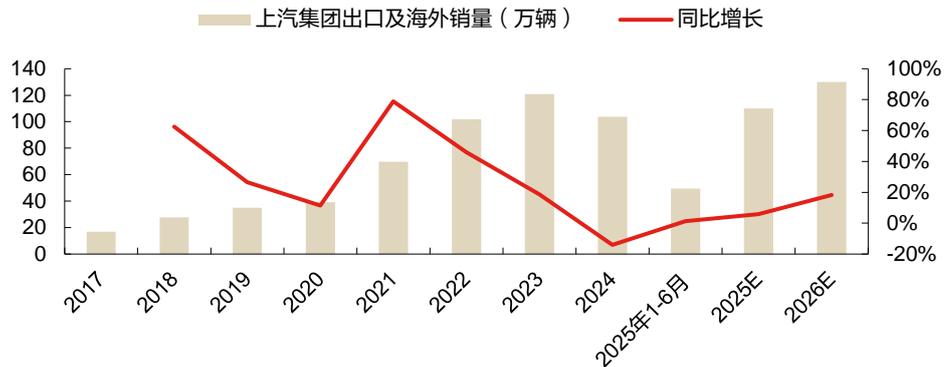
图 8：2017-2024 年上汽集团出口及海外销量占比逐年提升



数据来源：公司公告、东方证券研究所

随着公司海外战略 3.0——“Glocal”战略发布，海外新车型导入、新市场开拓持续推进，预计 2025 年起公司海外业务将重回增长轨道，预测 2025、2026 年公司出口及海外销量分别在 110、130 万辆左右，同比分别增长 6%、18%左右。

图 9：预计 2025-2026 年上汽集团出口及海外销量将恢复同比增长



数据来源：公司公告、东方证券研究所预测

上汽海外车型售价高于国内，高附加值车型持续导入。选取英国、泰国和墨西哥作为欧洲、东南亚以及拉丁美洲市场代表，对上汽主要出口车型进行对比，公司海外汽车销售价格显著高于国内，预计在覆盖汽车出口物流、营销成本后盈利能力将高于国内同当次车型。其次，公司出海产品附加值提升亦将带动海外业绩增长。公司早期出海产品以燃油车为主，其中部分产品在海外热销但在国内已经停产，相关车型国内外价差有限。2024 年下半年开始，公司在海外逐步推出 Cyberster、名爵 ES5、智己 LS6 等纯电产品，产品溢价高于以往车型，有望促进出海产品盈利能力提升。据 Electrifying，名爵在 2024 年革新了英国车型序列，预计未来两年名爵将推出从全新入门级小型电动车到高性能 GT 车型等一系列新车，尤其侧重中高端市场。英国市场变化是上汽集团海外战略缩影，背后是中国新能源汽车产品力的提升，后续其他海外市场均有望导入公司高附加值车型。

预计在出口价差及海外经营效率提升下，公司海外车型盈利能力将高于国内，出口增长以及附加值较高车型导入将促进公司海外盈利能力提升。

表 1：海外车型定价高于国内，Cyberster 等新车型溢价提升

车型	定位	国际上市时间	国内一口价	国内指导价	英国指导价	泰国指导价	墨西哥指导价
名爵 ZS	小型燃油 SUV	2017 年-至今	-	2022 款 8.58 万元	2.00 万英镑 (19.52 万元)	59.90 万泰铢 (13.15 万元)	37.49 万墨西哥比索 (14.49 万元)
名爵 HS	小型燃油 SUV	2019 年-至今	-	2020 款 11.98 万元	2.60 万英镑 (25.37 万元)	-	48.09 万墨西哥比索 (18.58 万元)
名爵 4 EV	紧凑型纯电汽车	2023 年三季度	10.98 万元	13.98 万元	2.70 万英镑 (26.36 万元)	70.99 万泰铢 (15.59 万元)	-
名爵 3	小型两厢混动	2024 年一季度	-	-	1.90 万英镑 (18.54 万元)	57.99 万泰铢 (12.73 万元)	40.99 万墨西哥比索 (15.81 万元)
Cyberster	敞篷纯电跑车	2024 年三季度	-	31.98 万元	5.50 万英镑	249.90 万泰铢	132 万墨西哥比索

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。

				(53.74 万元)	(54.85 万元)	(51.04 万元)
名爵 ES5 紧凑型纯电 SUV	2025 年一季度	8.99 万元	11.69 万元	2.85 万英镑 (27.80 万元)	73.99 万泰铢 (16.27 万元)	-
智己 LS6 中大型纯电轿车	2025 年一季度	19.49 万元	23.99 万元	即将上市	139.99 万泰铢 (30.73 万元)	99 万墨西哥比索 (38.21 万元)

数据来源：公司官网、懂车帝、新浪汽车、东方证券研究所

2.3 预计混动新车型及拓展新区域将是未来出口主要增长点

从产品端上看，此前公司 MG 4 EV、MG ZS EV 等纯电车型在欧洲市场实现热销，但欧盟加征关税使得公司纯电车型出口面临较大冲击，公司在困境中以技术创新破局，在欧洲市场推出多款新混动产品，混动车型能够规避欧盟关税，且满足全球尤其是欧洲市场新能源转型需求。2025 年上半年 MG 混动车型在欧洲市场广受欢迎，助力公司在欧洲市场实现销量逆势增长，预计混动车型上新将成为公司在全球尤其是欧洲市场实现扩张的重要途径。从区域端上看，公司在南美、非洲、东欧等地的布局相对薄弱、出口销量相对较低。近期公司通过导入新车型、举办品牌上市会、开展本地化合作等方式加快在薄弱地区的布局，预计南美、非洲、东欧等新市场将为公司出口打开新增长空间。

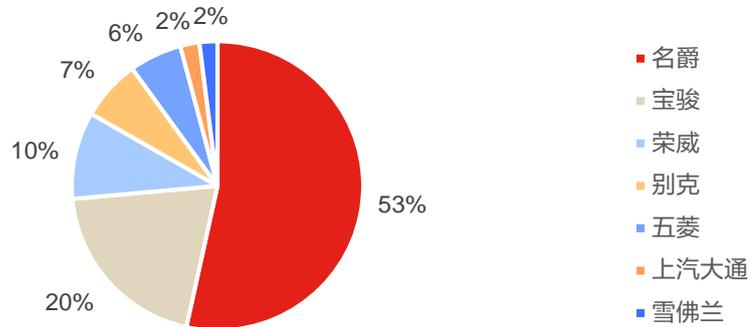
图 10：预计混动车型上新及区域扩张将成为上汽出口增长点



数据来源：东方证券研究所绘制

据乘联会口径，2024 年自主品牌出口占上汽集团总出口销量比例约 90%，其中名爵是上汽集团的出口主力品牌，出口销量占比达 53%；上汽荣威、上汽通用五菱及旗下宝骏品牌出口销量占比分别为 10%、6%、20%。合资品牌方面，上汽通用旗下别克及雪佛兰品牌合计出口销量占比约 10%，上汽大众基本无出口。

图 11：2024 年上汽集团出口销量主要由自主品牌贡献



数据来源：乘联会、易车网、东方证券研究所

市场或担心欧盟征收电动汽车反补贴税将会对上汽集团出口造成深远影响，我们认为，反补贴税是 2024 年上汽集团出口销量下滑的主要原因之一，但纯电动车出口下滑对上汽集团的边际影响在 2025 年起将逐步下降，且上汽集团能够通过混动新品弥补纯电销量缺口，预计欧盟反补贴税对 2025 年上汽集团出口影响相对可控。

公司 2024 年出口车型以燃油/混动车型为主，纯电车型较少。2024 年公司 MG 品牌出口主力车型中，MG ZS、MG 3 两款销量超 10 万辆的车型具备燃油、混动两种动力类型，MG 5、MG 领航为纯燃油车型，仅 MG 4、MG ZS EV 为纯电车型；其他品牌中，宝骏 310、宝骏 530、荣威 RX5、昂科威 Plus、宝骏 510 等出口销量较高的车型均为燃油车型。

表 2：2024 年上汽集团主要出口车型为燃油/混动车型

出口车型	动力类型	2024 年销量（辆）
MG ZS	燃油、混动	167139
MG 3	燃油、混动	116044
MG 5	燃油	74691
宝骏 310	燃油	64835
宝骏 530	燃油	57480
荣威 RX5	燃油	55186
MG 4	纯电	44662
昂科威 Plus	燃油	38511
宝骏 510	燃油	31760
MG 领航	燃油	27624
五菱宏光 V	燃油	21012
荣威 eRX5	插电混动	20601
宝骏云朵	纯电	19335
五菱 Air ev 晴空	纯电	15198
MG ZS EV	纯电	13996
科沃兹	燃油	12870

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。

数据来源：易车网、东方证券研究所

2024 年上汽集团纯电车型出口销量同比下滑。2023 年上汽集团主要纯电车型出口销量近 23 万辆，主力纯电车型 MG 4 在 2023 年的出口销量达 13.9 万辆，占公司纯电出口销量比例近 60%，成为 2023 年欧洲市场紧凑型纯电车型销量冠军及中国新能源车型出口冠军。2024 年受反补贴税影响，MG 4、MG EZS 两款主要出口欧洲市场的纯电车型销量同比大幅下滑 69%，两款车型 2024 年出口销量合计较 2023 年下滑近 13 万辆，而五菱、宝骏品牌纯电车型主要出口印度及东南亚地区，2024 年五菱、宝骏品牌纯电车型整体销量较 2023 年增长 63%。整体而言上汽集团 2024 年纯电车型出口销量为 10.2 万辆，同比下降 54.9%，较 2023 年减少 12.5 万辆，纯电车型销量大幅下滑成为公司 2024 年出口销量承压的主要原因之一。

2023 年纯电车型出口销量占上汽集团总出口销量比例超过 20%，2024 年纯电车型出口销量占比已降至 12%，预计 2025 年起纯电车型销量进一步下滑对公司的边际影响将较 2024 年大幅降低。

表 3：2024 年上汽集团纯电车型出口销量较 2023 年显著下滑

纯电车型	2023 年销量（辆）	2024 年销量（辆）	2024 年同比
MG 4	138736	44662	-67.8%
MG ZS EV	49418	13996	-71.7%
MG Cyberster	-	3060	-
荣威 Ei5	15198	1629	-89.3%
宝骏云朵	-	19335	-
五菱 Air ev 晴空	19729	12458	-36.9%
五菱缤果	2633	7138	171.1%
宏光 MINIEV	1667	221	-86.7%
合计	227381	102499	-54.9%

数据来源：易车网、东方证券研究所

混动车型将助力公司抵御纯电车型出口下降风险。凭借前瞻布局和完整的产品矩阵，公司自 2024 年下半年起推出 MG 3 Hybrid+、MG ZS Hybrid+和 MG HS Hybrid+等多款不受反补贴税影响的混动车型，抵御纯电车型下降压力；公司混动车型凭借高性价比、低使用成本及智能化优势迅速成为欧洲市场的热门车型，以 MG ZS Hybrid+ 为例，其以低于 1.5 万欧元的价格切入雷诺 Clio 与达契亚 Sandero 的价格区间，带动 MG ZS 在西班牙市场实现 5 月销量超 5300 辆，同比增长 114%。2025 年 1-4 月公司混动车型在欧洲市场销量达 3.9 万辆，混动车型助力公司在 2025 年上半年实现欧洲市场终端交付超 15 万辆，同比增长超 10%，稳居中国品牌销量榜首。

表 4：上汽集团在欧洲市场推出多款不受反补贴税影响的混动车型应对挑战

混动车型	动力类型	车型级别	英国售价（万英镑）
MG 3 Hybrid+	HEV	A0 级轿车	1.90
MG ZS Hybrid+	HEV	A0 级 SUV	2.25
MG HS Hybrid+	HEV	A 级 SUV	2.90

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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

MG HS Plug-in Hybrid+	PHEV	A 级 SUV	3.20
-----------------------	------	---------	------

数据来源：MG 英国官网、东方证券研究所

上汽出口布局集中于西欧、东南亚、南亚、中东等地区，在东欧、南美、非洲等地布局相对薄弱。现阶段上汽集团已投产的海外制造基地均设在亚洲（泰国、印尼、印度、巴基斯坦），海外销售公司主要分布在西欧（英国、法国、德国、西班牙、葡萄牙、意大利、荷兰等）、中东（阿联酋、埃及）、巴基斯坦、印尼、澳大利亚、智利等地，整体而言公司在东欧、南美、非洲等地的布局相对薄弱。从销量上看，据乘联会，上汽集团出口主要目的地为西欧、东南亚、中东、墨西哥、印度、澳大利亚等，在俄罗斯、巴西、哈萨克斯坦、南非等国内车企重要出口国家的销量相对较低。

预计上汽将积极加强其他地区布局，开拓海外新增长点。2024 年以来，上汽集团在非洲、南美、拉丁美洲等地加快市场拓展：2024 年 12 月，上汽集团与埃及曼苏尔集团在新行政首都内阁总部签署了战略合作技术协议，正式开启 MG 品牌在埃及本地生产组装项目；埃及工厂初期规划年产能达 5 万辆，二期产能有望翻倍至 10 万辆，预计初期将生产新一代 MG5 车型，后续将导入更多 SUV 及新能源车型。2025 年 1 月，MG 品牌在南非约翰内斯堡举办品牌上市会，在南非市场推出 MG ZS、MG HS、MG Cyberster 三款新车；MG 已在南非建立了辐射全国的零部件配送中心，此外还与 20 余家官方授权经销商合作，并计划在未来 2 年内增加更多经销商，预计南非将成为上汽进一步开拓非洲市场的“桥头堡”。2025 年 6 月，上汽通用五菱向巴西出口首批 210 辆 E260S PLUS 整车，成为五菱新能源产品进军巴西市场的关键里程碑，后续将进一步推进新车型导入及本地化合作。此外，据媒体报道，上汽计划在墨西哥建设制造工厂和研发中心，将墨西哥打造为上汽集团和 MG 品牌在拉美地区扩张的基点。预计后续上汽将进一步加强在南美、非洲、东欧的布局，为公司海外业务长远发展培育新增长点。

表 5：上汽集团加强在非洲、南美、拉丁美洲等地布局

地区	时间	布局详情
非洲	2024 年 12 月	上汽集团与埃及曼苏尔集团在新行政首都内阁总部签署战略合作技术协议，开启 MG 品牌在埃及本地生产组装项目
	2025 年 1 月	MG 品牌在南非约翰内斯堡举办品牌上市会，在南非市场推出 MG ZS、MG HS、MG Cyberster 三款新车
南美	2025 年 6 月	上汽通用五菱向巴西出口首批 210 辆 E260S PLUS 整车，后续将进一步推进新车型导入及本地化合作
拉美地区	2024 年 8 月	计划在墨西哥建设制造工厂和研发中心

数据来源：上汽国际公众号、Mexico News Daily、央广网、新华财经、东方证券研究所

3 公司从产品出海到产业链出海，打造第二增长曲线

2024 年公司出口及海外销量出现同比下降，市场担心在欧盟限制以及其他自主品牌海外布局加强等影响下，公司出海将面临更大的挑战，未来海外销量增速将难以恢复至较高水平。我们认为，相较于其他国内车企，上汽集团在出海领域仍然具备两大独特优势：（1）MG 是源自英国的百年

知名汽车品牌，其英伦风格及赛道基因已深入人心，在全球范围内相较于其他中国品牌具备更强的品牌认知度和影响力。（2）上汽是国内首家实现“全产业链出海”的汽车企业，建立了集研发、营销、物流、零部件、制造、金融、二手车等为一体的面向全球市场的汽车产业链，成建制、体系化的出海布局将提升上汽在不同海外市场的落地速度、适应能力以及抗风险能力，为公司出海扩张提供保障。凭借 MG 品牌的全球影响力以及体系化出海，预计上汽集团出海在中长期维度仍然具备较高的增长潜力，海外市场仍将成为公司重要增长点。

图 12：上汽集团出海具备品牌优势和全产业链优势，未来出海增长可期



数据来源：公司官网、东方证券研究所绘制

3.1 从产品出海迈向产业链出海

上汽集团出海较早，MG 加入后开启海外扩张。上汽集团是国内最早实现汽车出口的企业之一，2001 年上汽将 10 辆乘用车出口至叙利亚，拉开了中国汽车品牌出海大幕；2007 年上汽全面收购南汽集团，南汽旗下的 MG 品牌并入上汽版图，为后续上汽海外扩张奠定基础。在完成资源整合后，上汽正式启动海外发展战略，在欧美市场以 MG 品牌为先锋，以品牌情怀和良好的产品质量实现市场扩张；在新兴市场以智能化技术实现差异化竞争，上汽智能网联车型深受印度、东南亚等地消费者喜爱。

历经多年发展，上汽集团率先迈向“全产业链出海”。2013 年上汽在泰国成立上汽正大有限公司并建立首家海外生产工厂，标志着公司正式从“产品出海”迈向“产能出海”第二阶段。与其他国内车企相比，上汽集团海外布局并非单独的产品出口、产能出海，而是有系统、有规划、成建制“走出去”。截至 2024 年，上汽产品及服务进入全球 100 多个国家和地区，在海外已拥有超过 100 个海外零部件生产基地、超过 20 个销售服务中心、超过 3000 个海外经销商网络，在泰国、印尼、印度、巴基斯坦建立 4 个生产制造中心，在英国伦敦、美国硅谷、以色列特拉维夫打造 3 大研发创新中心，并建立海外出行公司和五菱印尼金融公司，在国内汽车企业中率先从“产能出海”迈向“全产业链出海”第三阶段。

全产业链布局使上汽具备强大的市场适应能力，能够在不同市场“因地制宜”，推出符合当地市场需求的车型。例如在波兰市场，大空间、高通过性的燃油 SUV 是当地消费主流，上汽集团精准把握市场特征，推出 MG HS 燃油版车型，以宽敞空间、欧洲化实用配置及精准定价策略，切入主流 SUV-C 市场；在其他欧洲市场，上汽抢占新能源转型先机，以 MG3 Hybrid+、MG HS、MG ZS Hybrid+ 等混动车型实现破局。

图 13：上汽集团销售中心遍布全球六大洲



数据来源：公司官网、东方证券研究所绘制

表 6：上汽集团在亚洲建立四大生产基地，全面辐射印度、东盟、中东市场

工厂	投产时间	生产品牌	年产能
泰国工厂	2014 年	名爵	20 万辆
印尼工厂	2017 年	五菱、名爵	15 万辆
印度工厂	2019 年	名爵	10 万辆
巴基斯坦 KD 工厂	2020 年	名爵	2.5 万辆

数据来源：公司官网、中国汽车报、东方证券研究所

3.2 出口从“规模扩张”转向“价值创造”

2025 年 4 月 23 日，上汽集团发布海外战略 3.0——“Glocal”战略，即“全球+本土”的组合战略，Glocal 战略以打造本地化体系生态和打造全球汽车品牌 MG 为核心，实现从“规模扩张”转向“价值创造”，从“产品输出”转向“标准输出”。

（1）打造本地化体系生态，加快电动化、智能化技术落地：上汽将利用智能化、电动化技术优势，形成各区域个性化、智慧化产品方案，做到“全球化思维，本地化行动”。产品方面，上汽将在未来 3 年打造 17 款海外车型，HEV 混动车型将覆盖全球主流细分市场；智驾方面，上汽将利用其丰富的智能驾驶技术储备，结合各区域法律法规，加快推进 L2 级高速/城市智能辅助驾驶功能海外落地；座舱方面，上汽将积极推进海外车型智能座舱硬件及软件应用生态升级，实现“生态娱乐一国一策略”。与此同时，上汽将进一步深化海外全产业链布局，在欧洲地区筹建欧洲工程中心，并探索欧洲本土化方案；在东南亚地区将筹建 KD 工厂，在拉美、中东、澳新、非洲等地区继续深化本地化合作。

（2）以新形象、新产品打造全球汽车品牌 MG：在 MG 品牌百年之际，上汽将重塑 MG 品牌定位、实现“in China for Globe”品牌焕新。MG 全新品牌主张为“YOUNG FOREVER 智领风尚”。

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。

旨在进一步强化品牌年轻化形象；同时 MG 将在全球不同区域提出适合海外当地市场的品牌主张，如英国“Get More”，泰国“Passion Drives”，中东“Beyond Expectation”；MG 也将推出多款重磅新品，包括全球汽车设计大师约瑟夫·卡班领衔打造的 MG 首款方盒子 CyberX 以及 MG Cybersterr 特别版——Cyberster Black，同时 MG 品牌将与 OPPO 在座舱领域展开战略合作，携手打造全新一代 MG4 EV 等车型。

预计上汽 Glocal 战略将进一步强化公司体系化出海布局、MG 品牌全球影响力较强的两大出海竞争优势，为公司中长期出海扩张提供保障。

表 7：上汽集团将积极打造本地化体系生态和全球汽车品牌 MG，进一步强化出海竞争优势

工厂	投产时间	生产品牌
打造本地化体系生态	产品矩阵扩张	打造包括 SUV、轿车、MPV、皮卡在内的 17 款全新海外车型
	混动车型覆盖	搭载全新 HEV 混动系统的车型覆盖全球主流细分市场
	智驾升级	推进 L2 级高速/城市智能辅助驾驶功能海外落地
	座舱升级	推进海外车型智能座舱硬件及软件应用生态升级，实现“生态娱乐一国一策略”
打造全球汽车品牌 MG	海外布局深化	在欧洲地区筹建欧洲工程中心，并探索欧洲本土化方案；在东南亚地区将筹建 KD 工厂，在拉美、中东、澳新、非洲等地区继续深化本地化合作
	品牌定位重塑	提出全新品牌主张“YOUNG FOREVER 智领风尚”，并将在全球不同区域提出适合海外当地市场的品牌主张
	新产品发布	MG 首款方盒子 CyberX、MG Cyberster 特别版 Cyberster Black、新一代 MG4 EV 等

数据来源：新华网、东方证券研究所

3.3 MG 在海外具备品牌优势及影响力

MG 是上汽集团出口的代表品牌，我们预计 MG 在全球范围内的高知名度和影响力将在中长期维度成为上汽集团出海的“利器”。

MG 是传承百年的全球知名赛车和跑车品牌，英伦风格和赛道基因深入人心。MG (Morris Garages, 缩写: MG) 品牌于 1924 年成立于英国牛津，以充满激情与活力的英伦设计风格、精湛的工艺以及出色的性能表现深入人心，成为全球知名的跑车和赛车品牌。MG 历史上曾推出多款经典跑车，其中 MGB 全球累计销量突破 50 万辆，打破当时全球单一车型的销量纪录；MG 赛车在赛道上创造 43 项世界速度记录，造就了 MG 品牌性能卓越、速度激情的形象。

在进入中国后，上汽集团在保留 MG 品牌英伦经典风格的同时，在技术研发、产品创新、市场拓展等方面持续发力，推动 MG 品牌崛起复兴。技术端，公司将高效动力系统、辅助驾驶系统、智能座舱等先进科技配置融入 MG 车型，增强其在全球市场的产品竞争力；产品端，公司不断丰富 MG 产品线，涵盖轿车、SUV、跑车等类型，满足不同购车群体的多样化需求；同时公司积极推动 MG 电动化转型，实现 BEV/HEV/PHEV 多动力类型覆盖；市场端，公司依托全球产业链布局优势，将 MG 车型远销至欧洲、东南亚、南美、澳新等 100 多个国家和地区。

MG 品牌成为中国车企在全球市场尤其是欧洲市场的“名片”。在 MG 品牌的全球影响力及上汽集团的全球产业链体系强强联合下，MG 在出海领域取得了多项辉煌成就：MG 自 2019 年起连续 5 年蝉联“中国单一品牌海外销量冠军”，2022 年 MG 车型海外累计销量破百万，是第一家单一品牌海外销量破百万的自主品牌；MG 在全球近 20 个国家跻身当地单一品牌销量前十，2024 年 MG 在欧洲地区销量达 24 万辆，占中国出口欧洲的销量比例近 70%；MG 多次被评为“外国人喜爱的中国品牌”，被人民日报誉为“擦亮中国汽车国际名片”“汽车电动化、智能化走在世界前列的中国品牌”，MG 4 EV、MG Cyberster 等明星车型多次获得海外媒体评选的年度车型和设计奖项。

表 8：MG 品牌和车型在全球范围内取得众多成就和奖项，彰显其全球知名度和影响力

品牌/车型	投产时间
MG	2019 年起连续 5 年蝉联“中国单一品牌海外销量冠军”
	2022 年成为第一家单一品牌海外销量破百万的自主品牌
	在全球近 20 个国家跻身当地单一品牌销量前十，2024 年 MG 销量占中国出口欧洲的销量比例近 70%
	2022-2024 年连续三年入选“外国人喜爱的中国品牌”
MG 4 EV	2023 年欧洲紧凑型 BEV 销量冠军
	2022 年法国 AUTOMOBILE 汽车奖“最佳年度电动车”
	2023 年英国 UKCOTY 汽车奖“英国 2023 年度最佳车型”
	2023 年英国《Top Gear》最佳日用纯电车
	2023 年英国《AutoCar》最佳纯电车
	2023 年英国《AM Awards》年度汽车大奖
	2023 年德国 GCOTY 汽车奖“德国紧凑型年度风云汽车”
MG Cyberster	2023 年澳大利亚 carsales 年度汽车大奖
	2024 年 Top Gear“最佳电动跑车”
	2024 年德国红点产品设计大奖
	2023 年德国 iF 设计奖
	2023 年日本 G-Mark 优良设计奖

数据来源：公司官网、上观新闻、东方证券研究所

3.4 安吉物流是公司出口的保障

上汽安吉物流是全球领先的汽车物流公司，成立于 2000 年，能够为国内外客户提供整车及零部件全方位一体化物流解决方案。安吉物流在泰国、印尼、美国、墨西哥、欧洲大陆、英国、澳大利亚、南美均设有子公司或办事处，是上汽“全产业链出海”的关键环节。

上汽安吉物流拥有国内最大的自营远洋滚装船队，有助于提升公司出海成本竞争力、保障供应链安全。2024 年起上汽将投入 100 亿元建设 14 艘远洋滚装船，到 2026 年安吉物流外贸远洋船队规模将达到 22 艘，航线资源覆盖西欧、地中海区域、墨西哥、南美西、东南亚、澳新、中东等国内车企主要出口目的地，为上汽集团出海扩张提供有力支撑。截至 2025 年 6 月，安吉物流远洋船队规模已达 17 艘，其中两艘为全球最大的 9500 车位滚装船，远洋船队数量及运力远大于其他国内车企。按照年运营 3 个往返欧洲航次计算，预计上汽远洋滚装船单艘年运输量将达 2.34-2.85 万

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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

辆，到 2026 年上汽或将具备超过 50 万辆/年的运输能力，物流成本将较其他依赖外租船的车企大幅降低。除降低物流成本外，安吉物流自营船队将有助于上汽掌握海外物流主动权、保障物流供应链稳定，避免因运力、运价波动而丧失海外市场机会。

表 9：近半年安吉物流 5 艘远洋滚装船实现交付，合计车位数量达 4.2 万个

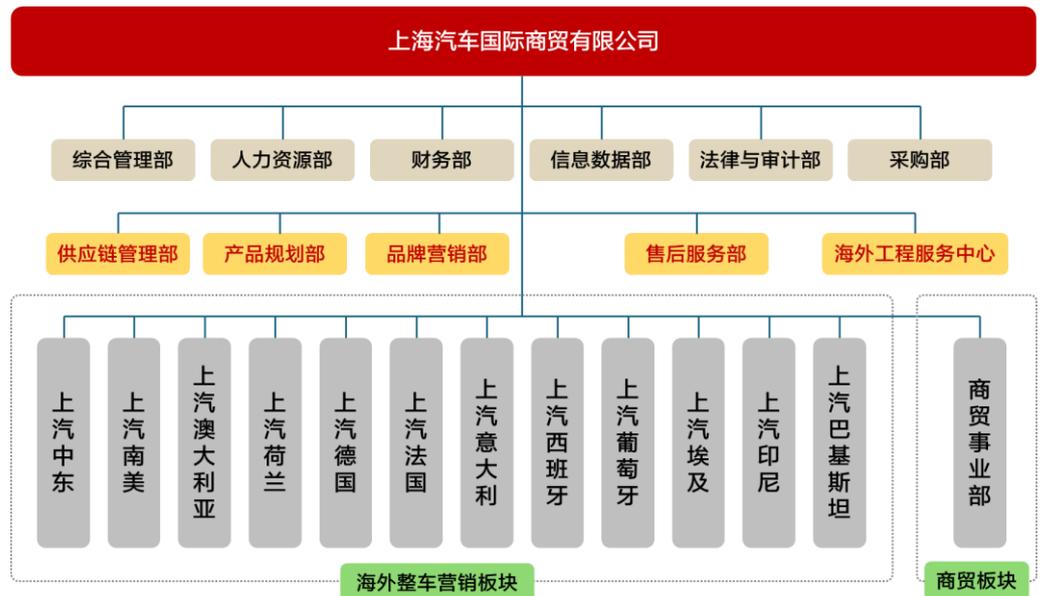
船名	交付时间	车位数量
安吉威信	2024 年 12 月 23 日	7800
安吉德信	2025 年 4 月 15 日	7800
安吉安盛	2025 年 5 月 15 日	9500
安吉宏盛	2025 年 6 月 13 日	9500
安吉齐信	2025 年 6 月 25 日	7800

数据来源：安吉物流官网、东方证券研究所

4 预计上汽国际组织架构调整将提升出口盈利能力

上汽国际是上汽集团主要授权出口经营企业，此前独立核算并接受集团直接管辖。上海汽车国际商贸有限公司（上汽国际）是上汽集团旗下的全资子公司，同时也是上汽集团国际经营的核心企业，包括海外整车营销和国际商贸两大板块。上汽国际主要负责上汽集团汽车及零配件进出口业务，其主要贸易模式为主机厂—国内出口商—境外进口商—终端消费者。在改革前，上汽国际下设财务部、人力资源部、数据信息部、采购部等部门进行独立核算，并直接向集团汇报，具备较强的独立性。

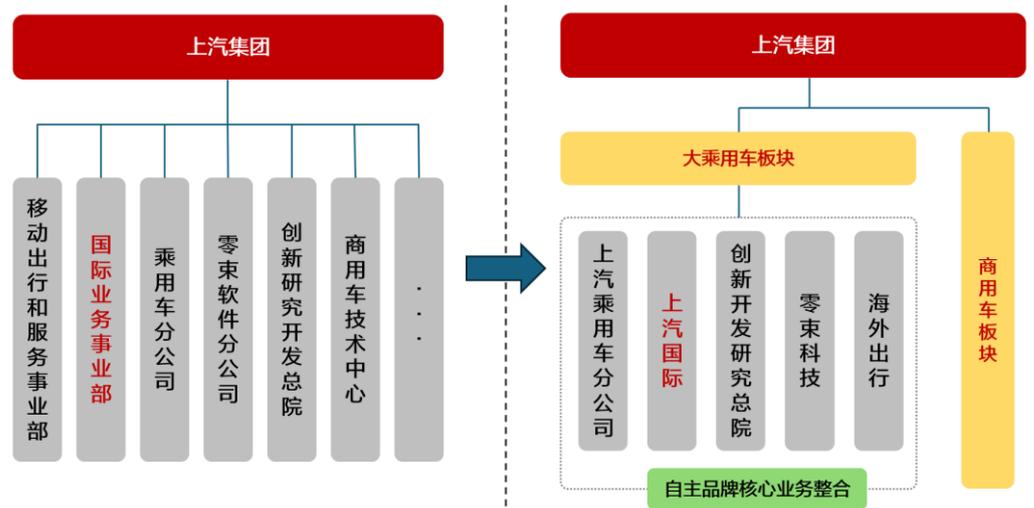
图 14：上汽国际此前为上汽旗下独立子公司



数据来源：公司官网、东方证券研究所绘制

组织架构调整，上汽国际由“大乘用车板块”一体化管理，我们认为，公司海外经营管理能力将显著提升。2025 年上汽集团宣布组建“大乘用车板块”，将乘用车公司、上汽国际、创新开发研究总院、零束科技、海外出行等企业整合，成立大乘用车执管会进行一体化管理，实现产销研一体、国内与国际业务协同。此前上汽乘用车、上汽国际、上汽总院和零束等公司分别向上汽集团进行汇报，公司管理层通常只进行战略管控，较少具体到业务层面。以海外业务为例，上汽乘用车旗下“荣威飞凡”和“MG 名爵”品牌由上汽乘用车经营，但自主品牌海外渠道和大多数海外销量归属于上汽国际，国内外市场割裂导致了激励不相容，部门间协调难度极大。此次公司打通部门壁垒，以扁平化方式整合组织架构，有望统一中后台人员、财务、数据等环节，减少资源浪费；同时大乘用车板块将实施整体业绩考核，推动上述企业加强资源协同，有望促进海外业务运营效率提升。

图 15：上汽国际与其他自主品牌核心业务整合，并入大乘用车板块



数据来源：公司公告、东方证券研究所绘制

5 盈利预测及估值

随着上汽自主内部改革持续推进、新车上市及出口盈利能力提升，预计 2025 年自主品牌销量增长 20%左右，盈利将逐步提升；预计 2025 年上汽大众销量同比增长 5%左右，盈利将维持平稳增长；由于 2024 年上汽通用主要是去库存导致销量较低，去库存正常化后，随着 2025 年新车上市，预计上汽通用销量同比增长 20%左右，盈利将实现改善。

在可比公司估值上，因公司产品主要为乘用车整车，主要选取了乘用车相关公司，如江淮汽车、广汽集团、长城汽车、比亚迪、赛力斯、长安汽车等，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。

6 主要风险提示

汽车出口政策变化影响。若海外关于中国汽车出口的政策（如关税等）发生变化，则将影响公司

汽车出口销量，进而影响公司盈利增长。

公司改革力度低于预期。若公司改革进程及力度低于预期，则将影响公司经营能力提升，进而影响公司盈利增长。

上汽自主及合资品牌销量低于预期。若自主品牌及合资品牌销量低于预期，则将影响自主及合资品牌盈利增长。

汽车行业价格战风险。若汽车行业价格战超市场预期，则将影响公司盈利能力。

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%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	65.9%	63.8%	61.5%	62.3%	61.8%
净利润	20,060	5,833	15,719	17,114	19,036	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	17,367	15,004	12,468	13,989	14,940	流动比率	1.13	1.18	1.22	1.23	1.27
财务费用	(157)	3,054	1,070	805	865	速动比率	0.94	1.02	1.05	1.08	1.11
投资损失	(14,949)	(7,178)	(14,701)	(15,619)	(16,408)	营运能力					
营运资金变动	(42,980)	30,414	(58,295)	64,457	435	应收账款周转率	11.1	8.9	12.1	18.7	18.7
其它	62,994	22,140	11,436	741	7,092	存货周转率	6.8	6.0	7.2	7.8	7.9
经营活动现金流	42,334	69,268	(32,303)	81,487	25,960	总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
资本支出	(19,626)	(5,606)	(12,492)	(12,492)	(12,492)	每股指标(元)					
长期投资	(5,505)	21,085	(8,682)	872	2,312	每股收益	1.22	0.14	0.95	1.03	1.15
其他	(17,103)	(18,982)	7,259	23,602	15,167	每股经营现金流	3.62	5.98	-2.79	7.04	2.24
投资活动现金流	(42,234)	(3,503)	(13,915)	11,982	4,987	每股净资产	24.74	24.87	26.19	27.08	28.10
债权融资	994	(8,804)	17,049	(4,238)	2,419	估值比率					
股权融资	(709)	600	2,501	0	0	市盈率	14.0	118.3	17.9	16.5	14.8
其他	(10,343)	(1,109)	(10,129)	(1,669)	(3,404)	市净率	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
筹资活动现金流	(10,058)	(9,312)	9,420	(5,907)	(985)	EV/EBITDA	-0.2	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2
汇率变动影响	704	(205)	-0	-0	-0	EV/EBIT	-0.3	-0.6	-0.4	-0.4	-0.3
现金净增加额	(9,254)	56,247	(36,798)	87,563	29,962						

资料来源：东方证券研究所

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。