

汽车

2025 年 08 月 12 日

上汽集团 (600104)

——海外市场品牌力厚积薄发

报告原因：有新的信息需要补充

增持 (维持)

投资要点：

- 上汽累计出口 100 多个国家和地区，海外累计销量超 550 万台，连续 8 年保持中国车企出口第一。从总量以及分地区销量来看，因受航运影响，月销量一直在 30000~60000 辆波动。但在中国车企海外市场的份额呈小幅度下降，从 2023 年的 20%~25%降低到 2025 年的 15%~20%。集团主要海外市场是欧洲、东南亚等地区。在海外市场新能源汽车的月销量也在不断攀升，从 2023 年 1 月 8520 辆增加到 2025 年 3 月的 27738 辆（峰值），占比也从 23.4%增加到最近数月 45%左右。
- 欧洲：欧洲作为上汽在海外的最大市场，月销量占有海外销量的 50%以上。自 2023 年 1 月开始，上汽集团在欧洲的月销量呈上升趋势，在整个欧洲市场的份额也在不断扩大。自 2023 年 1 月至 2025 年 5 月，燃油车是总销量最高车型，但在欧洲各国对新能源汽车的各种补贴政策下，新能源车型销量稳步上涨（HV 车型在 2024 年 12 月至 2025 年 3 月总销量超过燃油车，成为欧洲销量最高车型）。在欧洲各国中，上汽在英国有着最高的市场份额，常年保持在 20%左右，远超欧洲其他国家的不到 3%。MG 4，MG HS 和 MG ZS SUV 是欧洲的主要销售车型，凭借着同级别车型较低的价格以及成熟的智能化系统，在欧洲竞争力较强，超国产竞品 BYD Dolphin、BYD 元 PLUSi。
- 东南亚：东南亚作为上汽在海外的另一主要市场，份额较为稳定，在 1.2%左右小范围波动。近年来受车市整体低迷的影响，月销量呈下降趋势。其原因主要是泰国作为东南亚最大的销量市场销量持续下跌。与欧洲地区较为相似，燃油车目前还是市场需求量最大的车型，销量平均占比达到了 55.6%，但是在东南亚新能源汽车的各种补贴政策下，新能源汽车销量逐渐上升（EV 车辆最为明显）。MG 4、MG ZS SUV 和 MG-5 是东南亚的主要销售车型，但竞争力略逊于国产/进口竞品。
- 维持盈利预测，维持增持评级。自主品牌、新能源汽车、海外经营“三驾马车”，共助集团完成新老赛道转换。考虑到转型期的投入较大，以及合资品牌燃油车当前销量下滑带来收入和利润的影响，维持 25~27 年营收预测 7010/7496/8007 亿元，利润预测 105/120/140 亿元，对应 PE 为 19/17/15 倍。考虑后续华为赋能带来的估值弹性，维持增持评级。
- 核心风险：需求恢复不及预期、汽车价格战加剧、合资盈利不及预期

市场数据：2025 年 08 月 11 日

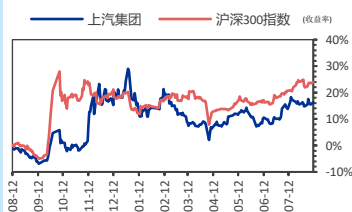
收盘价 (元)	17.60
一年内最高/最低 (元)	21.30/11.49
市净率	0.7
股息率% (分红/股价)	2.60
流通 A 股市值 (百万元)	203,725
上证指数/深证成指	3,647.55/11,291.43

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	25.23
资产负债率%	61.79
总股本/流通 A 股 (百万)	11,575/11,575
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《上汽集团 (600104) 点评：轻装上阵，拥抱转型》 2025/05/05
《无锡振华 (605319) 点评：Q4 业绩超预期，2025 年小米、理想、上汽有望带动公司进一步高速增长》 2025/01/22
《“三个公司的变革”（长城，吉利，上汽）——周一刻钟，大事快评 (W082)》 2024/11/20

证券分析师

戴文杰 A0230522100006
daiwj@swsresearch.com

联系人

戴文杰
(8621)23297818x
daiwj@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	627,590	140,860	700,954	749,584	800,697
同比增长率 (%)	-15.7	-1.6	11.7	6.9	6.8
归母净利润 (百万元)	1,666	3,023	10,485	12,002	14,022
同比增长率 (%)	-88.2	11.4	529.2	14.5	16.8
每股收益 (元/股)	0.15	0.26	0.91	1.04	1.21
毛利率 (%)	9.4	8.1	10.7	10.8	10.9
ROE (%)	0.6	1.0	3.6	4.0	4.5
市盈率	122		19	17	15

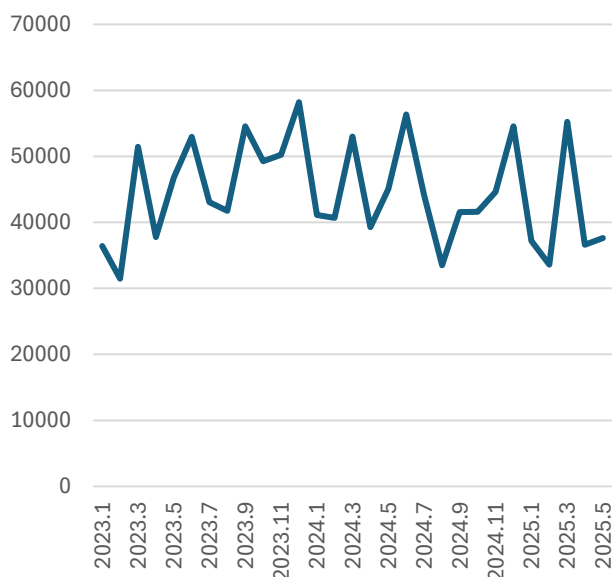
注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

1. 出口总览：出海目的地一超（欧洲）多强

上汽集团作为中国最早出海的车企之一，海外累计销售超 550 万辆，连续 8 年保持中国车企出口第一。至今驰骋海外市场 24 年，累计出口到全球 100 多个国家和地区，海外销售渠道超过 3,000 家。

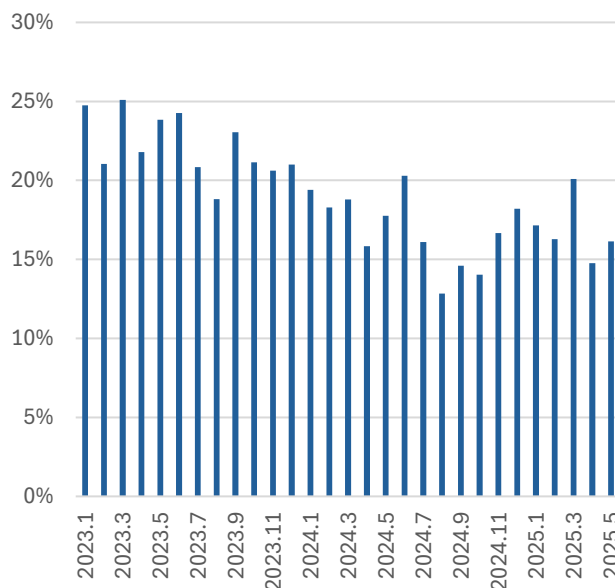
自 2023 年开始，上汽在海外市场月销量并无明显的涨跌，受航运周期影响，月销量一直在 30000~60000 辆波动。而在中国车企海外市场占比却呈小幅度下降，从 2023 年 20%~25% 的月销量占比降低到今年 15%~20% 的占比。

图 1：上汽在海外市场月销量走势（辆）



资料来源：Marklines，申万宏源研究

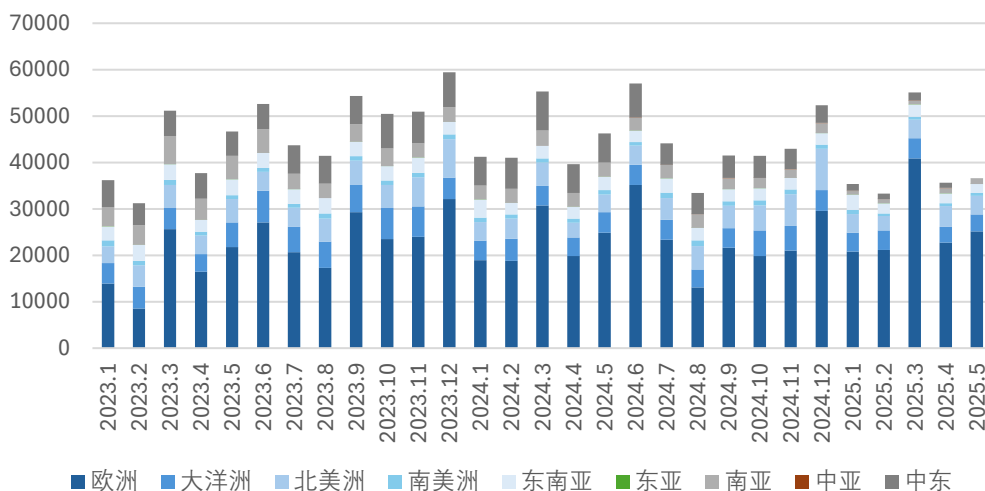
图 2：上汽在中国车企海外市场月销量占比



资料来源：Marklines，申万宏源研究

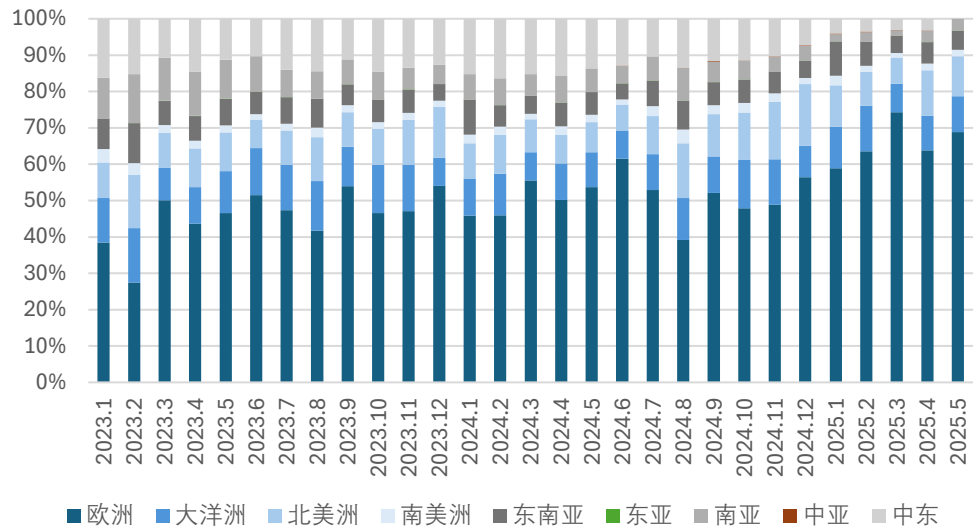
从总量及地区销量来看，海外主力市场是欧洲地区，常年销量占比超过 50%

图 3：上汽分地区出口月销量（辆）



资料来源：Marklines，申万宏源研究

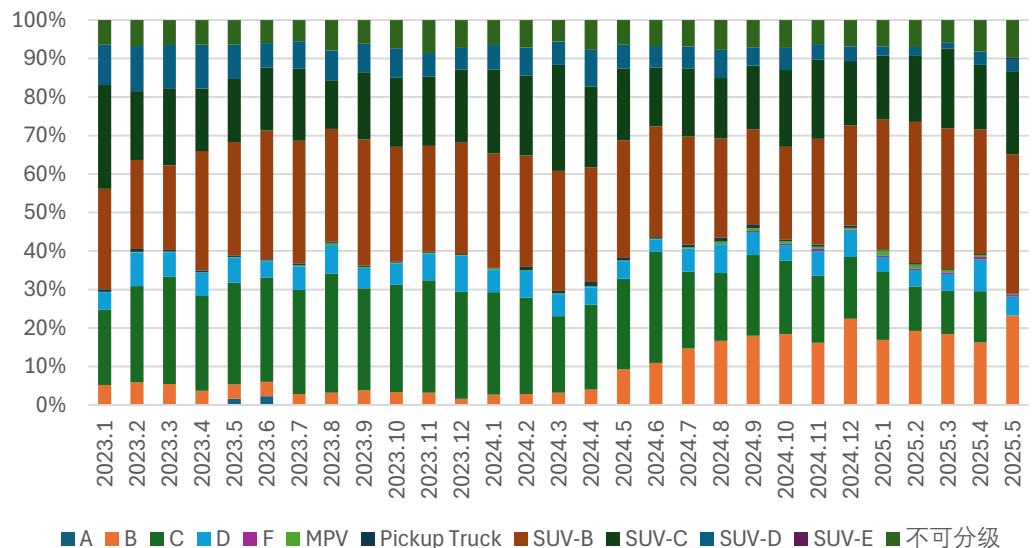
图 4：上汽分地区销量占比



资料来源：Marklines，申万宏源研究

在上汽出口的众多级别车型中，销量最高是 SUV-B 级，C 级和 SUV-C 级车，自 2023 年 1 月来平均销量占比分别是 29.5%，22.2%和 18.7%，其中增量最高车型分别是 MG ZS SUV、MG 4 和 MG HS，对应最高增量地区都来自于欧洲。

图 5：上汽在海外市场各级别车型销量占比

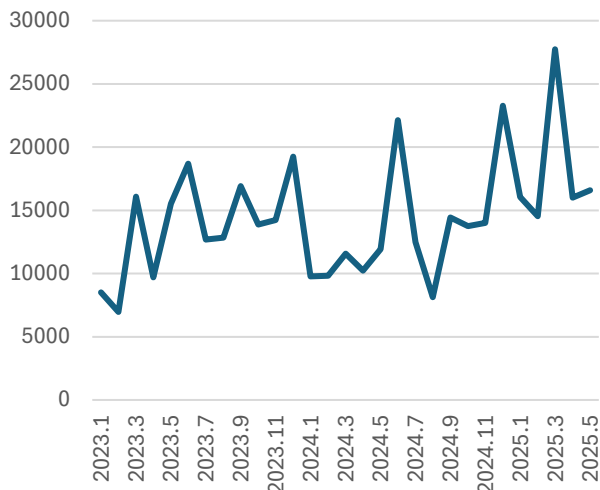


资料来源：Marklines，申万宏源研究

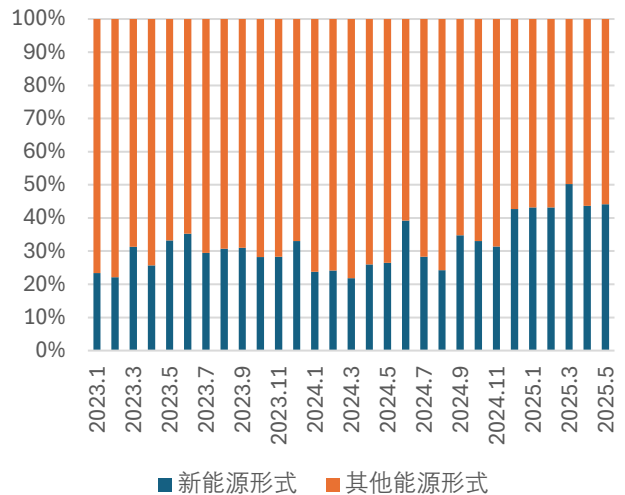
随着世界各地对新能源汽车的不断支持，上汽在海外市场新能源汽车的销量也在不断攀升。销量从 2023 年 1 月 8520 辆增加到 2025 年 3 月的 27738 辆（峰值），占比也从 23.4%增加到最近数月 45%左右。

图 6：上汽在海外新能源车型销量走势（辆）

图 7：上汽在海外新能源车型销量占比



资料来源：Marklines，申万宏源研究



资料来源：Marklines，申万宏源研究

2. 欧洲：强势市场销量复盘与展望（不含俄罗斯）

2.1 欧洲不同能源形式汽车销量走势及占比

近年来，欧洲部分国家都开始收紧（或取消）新能源汽车购车补贴。但英国为了实现2030年前分阶段停止销售新型汽油车和柴油车，政府批准了6.5亿英镑的最新电动车补贴，补贴自2025年7月16日开始，将持续到2028至2029财年。

2023年欧盟委员会正式颁布“碳边境调节机制”（CBAM），旨在避免“碳泄漏”，更进一步地降低全球温室气体的排放总量向更有利于欧洲的方向发展。英国政府在2024年10月30日宣布了与欧盟相似的CBAM实施计划，预计将在2027年生效。

2025年5月21日，欧盟委员会推出两项议案，主要是推迟《新电池法案》的时间表和部分条款，降低合规难度、简化合规流程，为电池行业经济运营商提供更好的指导。此外，提案还修改了尽职调查义务的适用范围，显著提高了豁免标准，具体的豁免门槛由之前的年净营业额小于4000万欧元标准，修改为年净营业额小于1.5亿欧元即可豁免。这无疑为欧洲电池产业链和新能源行业带来了显著影响，反映了欧盟在推行其宏大绿色议程时，对现实执行瓶颈、行业准备需求以及与其他关键立法协同性的务实考量。

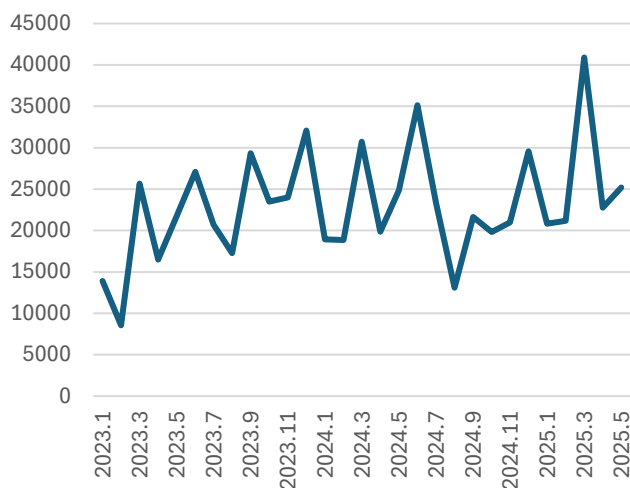
表 1：欧洲各国电动车补贴政策变化

直接补贴	国家	补贴情况	补贴金额
无	瑞典	24 年取消	-
	德国	23 年 8 月 tob 取消，24 年 toc 取消	-
	挪威	23 年取消，改为增值税减免	-
有	英国	25 年 7 月 16 日重启对售价不超过 3.7 万英镑电动车补贴	最高 3750 英镑
	法国	24 年引入碳考核，大部分国内出口车型无补贴，且金额下降	4000/7000（低收入）欧元
	意大利	24 年补贴金额未退坡，25 年预计不变	2000~3000 欧元
	西班牙	IDEA 将资金分配给自治区，总预算为 4 亿欧元	7000~9000 欧元

资料来源：Marklines，申万宏源研究

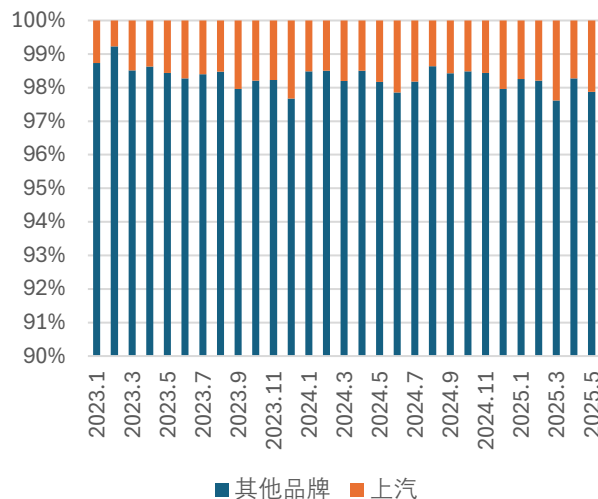
自 2023 年 1 月开始，上汽集团在欧洲的月销量呈上升趋势，在整个欧洲市场的份额也在不断扩大。

图 8：上汽在欧洲销量走势（辆）



资料来源：Marklines，申万宏源研究

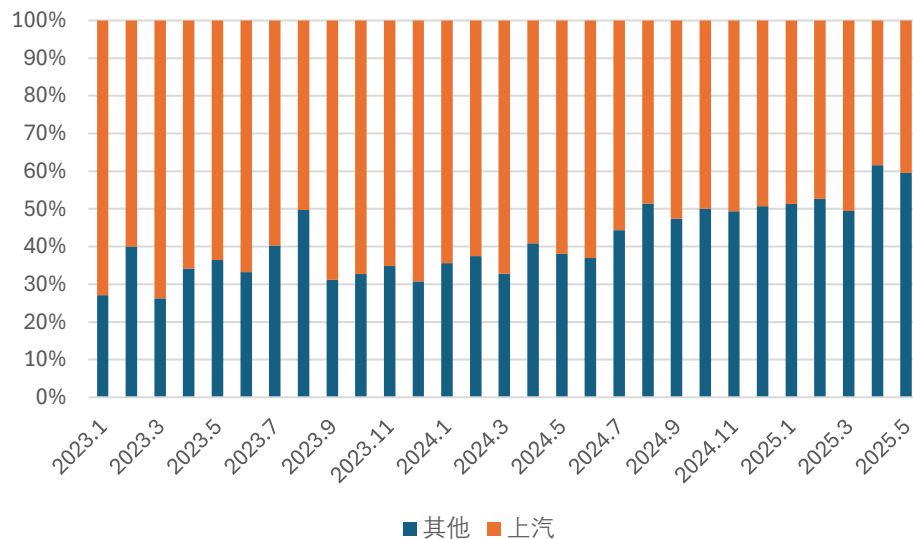
图 9：上汽在欧洲的市场份额



资料来源：Marklines，申万宏源研究

虽然中国品牌在欧洲的拓展十分积极，但是自 2023 年开始，上汽集团在欧洲的中国品牌的份额却出现了缓慢下行的态势。

图 10：上汽在欧洲的市场份额（国内品牌，吉利不包含沃尔沃）



资料来源：Marklines，申万宏源研究

表 2：国内车企在欧洲销量排行

	2023 年销量 (辆)	2024 年销量 (辆)	2025 年 1-5 月销量 (辆)
上汽	260269	276795	130802
吉利（不含沃尔沃）	60416	44032	21415
比亚迪	16728	51926	53320

奇瑞	1317	17604	28681
小鹏	2022	8182	6103
长城汽车	6901	4852	1180
零跑	513	1254	6307
东风汽车	1025	3068	2697
赛力斯	1814	1352	1351
蔚来	2371	1693	324

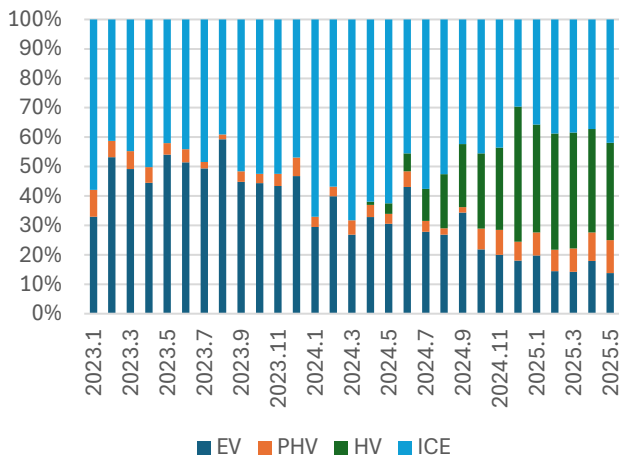
资料来源：Marklines，申万宏源研究

燃油车目前依然是上汽在欧洲的销量主力，但销量走势略有下降。ICE 车辆自 24 年 3 月结束销量开始大量减少，从 3 月份占比 68.24%减少到 2025 年 1-5 月占比不到 40%左右。

EV 车辆是欧洲第二大销量主力。欧洲 EV 销量从 2023 年 3 月开始激增，从一二月的 4 千辆左右上升到 3 月的 12598 辆，并且销量持续上涨，在 2023 年 12 月达到 14955 辆，随后销量回落，除了 2024 年 6 月销量到达顶峰，为 15122 辆，其他时间销量维持在 3000~7000 辆/月。PHV 车辆销量较为稳定。欧洲 PHV 销量一直在 500~2000 辆/月起伏。

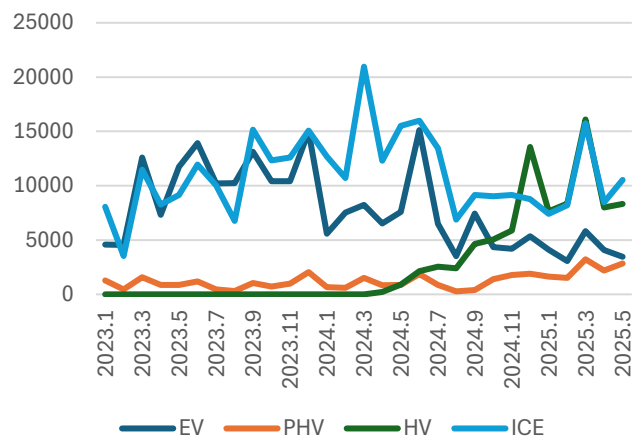
HV 车辆销量稳步上涨。自 2024 年 4 月开始，HV 车辆的销量总趋势开始上升，分别在 24 年 12 月和 25 年 3 月达到顶峰，在 2025 年的某些月份销量占比甚至反超 EV 和燃油车。

图 11：上汽在欧洲不同能源形式汽车销量占比



资料来源：Marklines，申万宏源研究

图 12：上汽在欧洲不同能源形式汽车销量走势（辆）



资料来源：Marklines，申万宏源研究

2.2 欧洲主要七国的份额及不同能源形式汽车销量走势

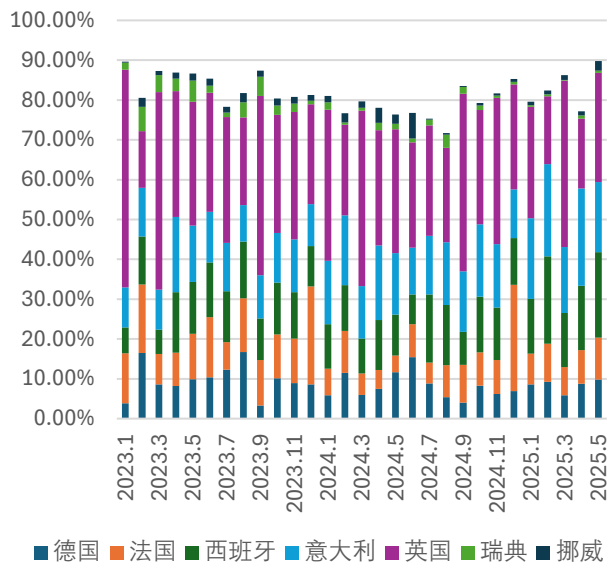
欧洲主要七国：德国、法国、西班牙、意大利、英国、瑞典和挪威为上汽在欧洲地区主要销量市场，七国合计销量常年占欧洲总销量的 80%~90%。

英国是上汽在欧洲最大的销售市场，2023-2025 年销量平均占集团欧洲业务的比重为 31.28%。在 2023 年 1 月和 2023 年 3 月，销量占比分别是 54.67%和 49.64%，拥有着欧洲超过一半的市场份额。

意大利为上汽在欧洲第二大消费市场，2023-2025 年销量平均占比为 14.94%，且销量走势总体上为上升。2023 年 1 月销量 1395，2025 年 3 月销量为 6745，期间只有两次大幅度的销量回落。西班牙为上汽在欧洲第三大消费市场，2023-2025 年销量平均占比为 12.65%，略低于意大利，且销量走势总体上为上升。

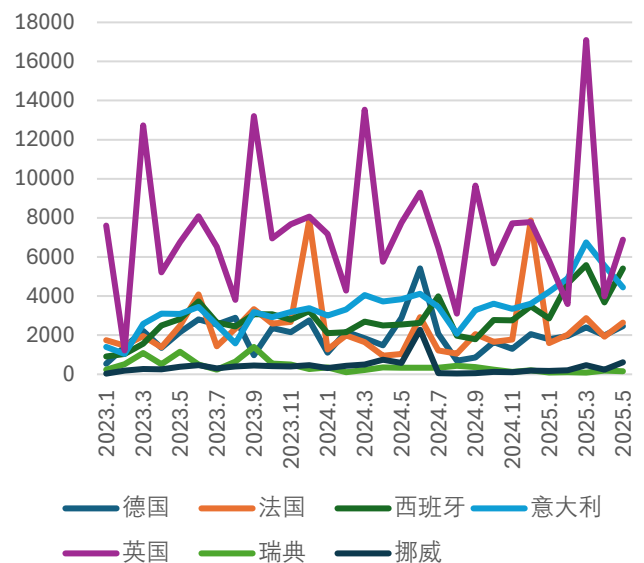
其次是德国和法国，两国的份额相似，2023-2025 年平均各占欧洲市场的约 10%。法国销量走势起伏较大，有着和英国一样的周期性，而德国市场较为稳定。

图 13：欧洲主要七国在欧洲总销量占比



资料来源：Marklines，申万宏源研究

图 14：欧洲主要七国的销量走势(辆)



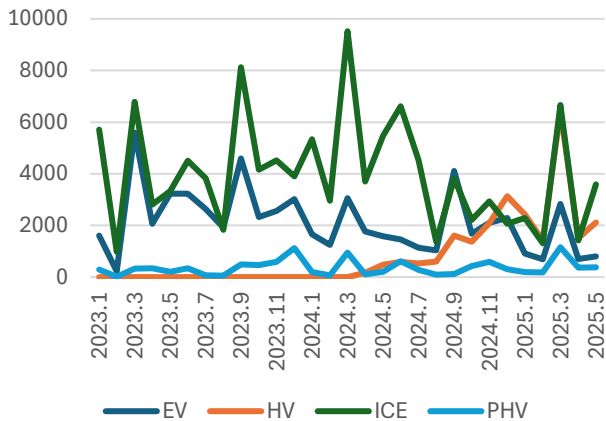
资料来源：Marklines，申万宏源研究

内燃机在英国仍最受青睐，销量在 2023 年至 2024 年上半年波动剧烈，但销量始终是各类中最高，几次峰值超过 8000 辆/月，2024 年中后期起销量开始下滑且波动幅度变小，2025 年销量明显减少。EV 车辆在 2023 年起初稳定增长，销量维持在 2000~4000 之间。在 2024 年多次下滑后有小幅反弹（例如 2024.9），整体呈现波动，2025 年 5 月稍有回升。HV 车辆从 2024 年底开始快速增长，2025.3 达峰值（约 6500 辆）。PHV 车辆销量变化不明显。

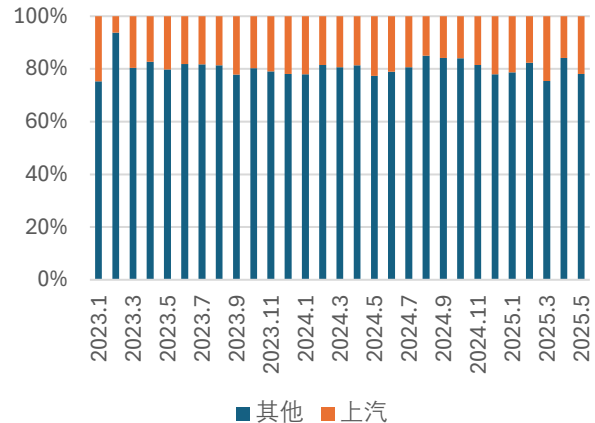
上汽在英国的市场份额常年保持在 20%左右，无明显变化趋势。

图 15：英国各车型销量走势（辆）

图 16：上汽在英国的市场份额



资料来源：Marklines，申万宏源研究

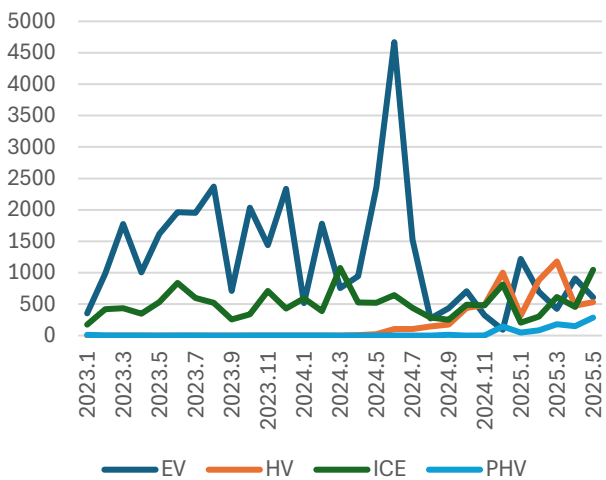


资料来源：Marklines，申万宏源研究

EV 车辆是德国的销量主力, 2023-2024 是 EV 高速增长期, 在 2024.6 达到峰值约 4800 辆, 2024.7 后迅速下滑, 在 2025 年稳定在 500~1000 之间。**HV 在 2025 年初出现明显上涨**。内燃机销量持续低位运行, 除 24 年 3 月和 25 年 5 月, 基本未超过 1000 辆。PHV 销量平稳, 波动很小, 整体在 100~300 之间。

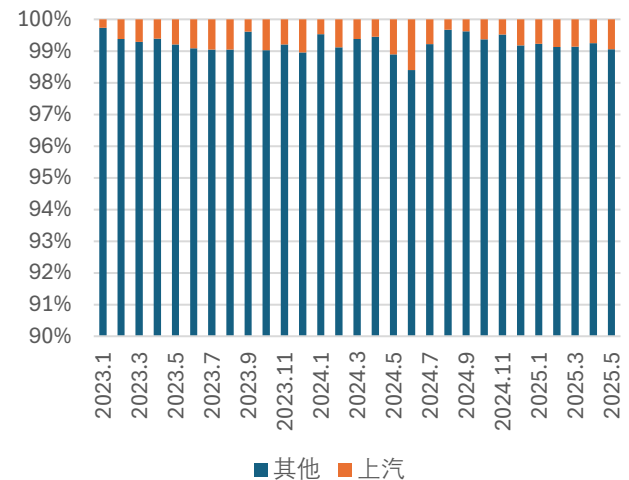
上汽在德国的市场份额前期呈微增长, 在 2024 年 6 月达到 1.6% 的份额占比, 随后回落, 保持在不到 1% 的份额占比。

图 17: 德国各车型销量走势 (辆)



资料来源：Marklines，申万宏源研究

图 18: 上汽在德国的市场份额

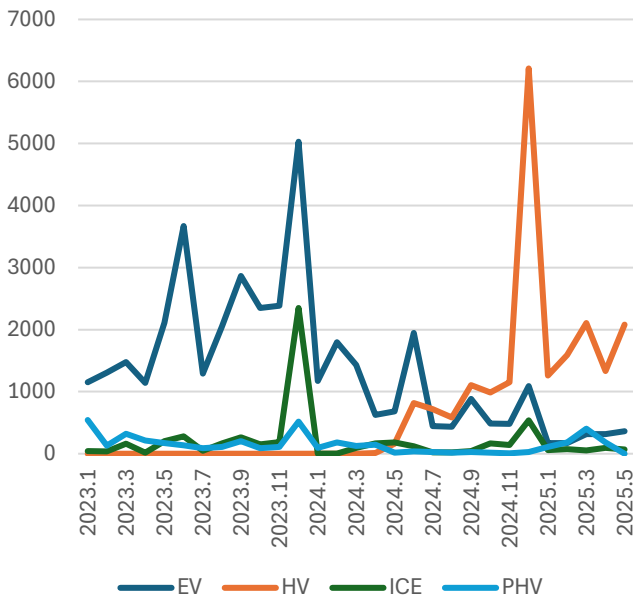


资料来源：Marklines，申万宏源研究

HV 车辆销量在法国后来居上, 销量自 2024 年 5 月开始快速上升, 在 同年 12 月突破 6000 辆随后逐渐回落, 销量在 1200~2100 辆之间波动。而 EV 车辆在 23 年迅速上升之后一直下滑, 2025 年月销量已不足 400 辆/月。内燃机销量在 2023 年一直低迷, 月销量始终低于 1000, 仅 2023 年 12 月有短暂峰值 (2349 辆), 随后又迅速下跌。

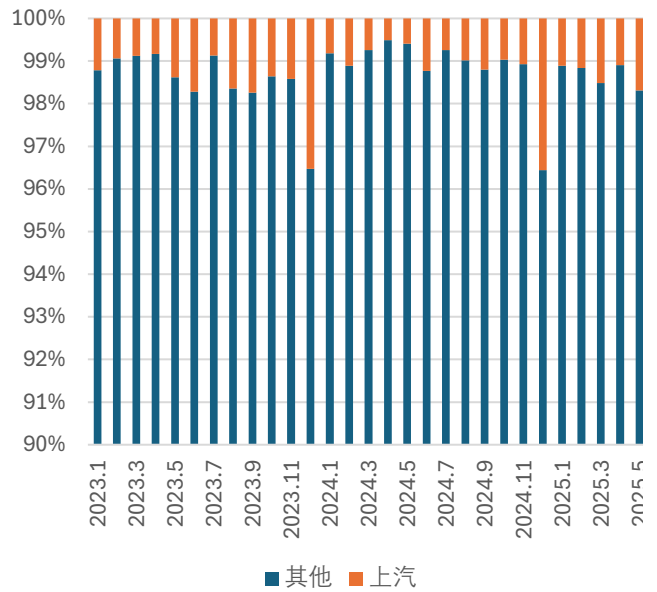
上汽在法国的市场份额有下滑风险。

图 19：法国各车型销量走势（辆）



资料来源：Marklines，申万宏源研究

图 20：上汽在法国的市场份额

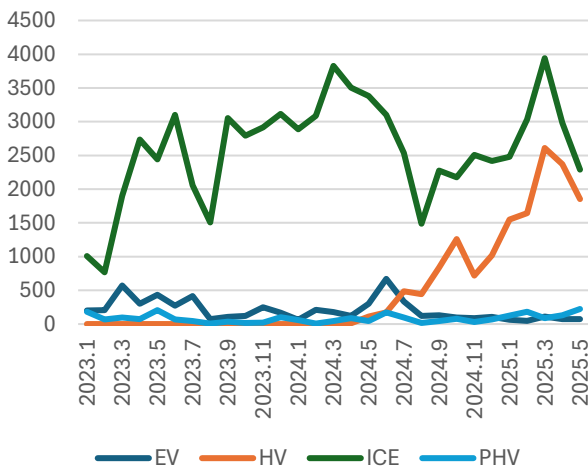


资料来源：Marklines，申万宏源研究

HV 车辆开始蚕食内燃机在意大利的主导地位。内燃机销量 2023 年快速增长，从约 1000 辆跃升至 3000~3500 辆之间，2024 年中达到阶段性高点，随后显著下滑，但在 25 年 3 月再创峰值。HV 车辆在 2024 年中期起开始爬升，到 2025 年 3 月达到约 2500 辆的高峰，2025 年 5 月略有下降，但仍处高位。EV 和 PHV 车辆表现低迷，无明显上升或下降趋势。

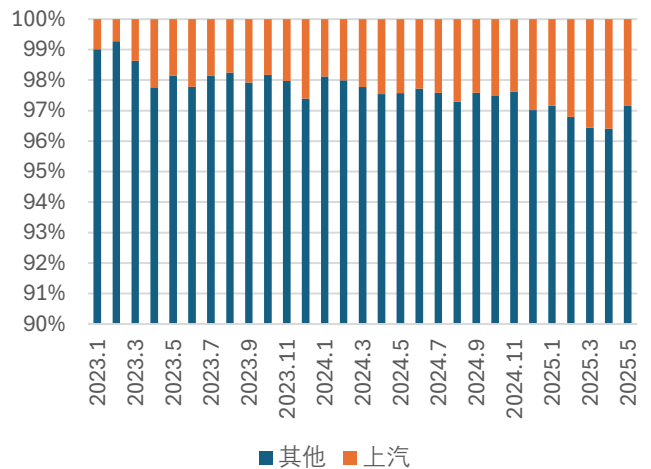
上汽在意大利的市场份额为增长趋势。

图 21：意大利各车型销量走势（辆）



资料来源：Marklines，申万宏源研究

图 22：上汽在意大利的市场份额



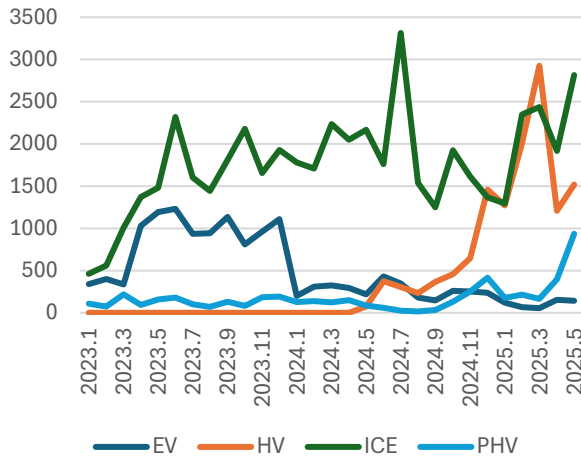
资料来源：Marklines，申万宏源研究

内燃机在西班牙逐渐开始被新能源汽车代替。内燃机在 2023 年快速增长并多次达到高峰，但在 2025 年表现震荡，显示出被新能源车逐步替代的趋势。HV 车辆从 2024 年中

起强势崛起，2025 年初达到销量高峰，成为增长最快的类型。EV 车辆在 2023 年增长后于 2024 年起持续下滑，显示出市场热度减退。PHV 车辆始终处于低位，未形成规模。

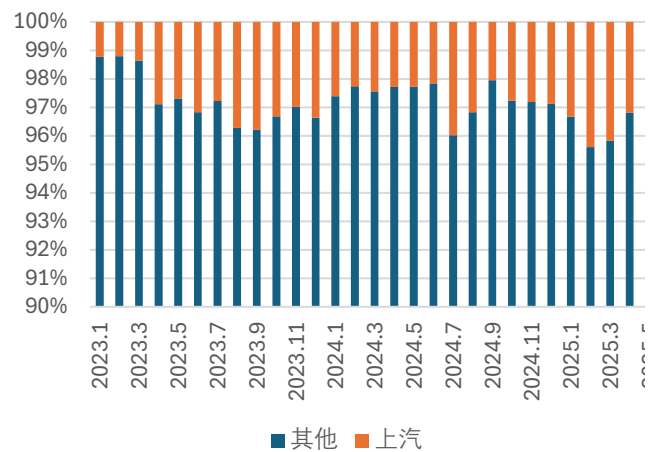
随着 HV 车型销量的上涨，24 年下半年后上汽在西班牙的市场份额稳定在 3%~4%。

图 23：西班牙各车型销量走势（辆）



资料来源：Marklines，申万宏源研究

图 24：上汽在西班牙的市场份额

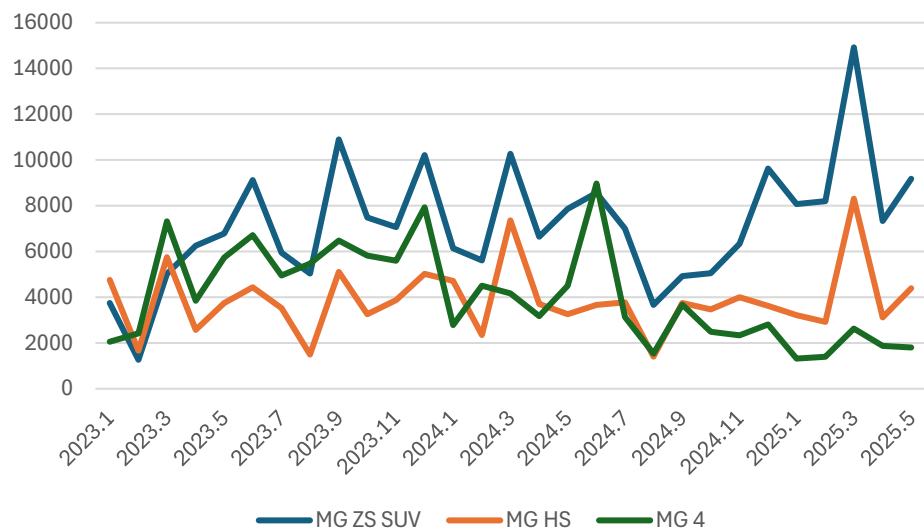


资料来源：Marklines，申万宏源研究

2.3 主要销售车型的销量走势及其竞品

在欧洲市场，MG 4，MG HS 和 MG ZS SUV 成为其主要销售车型。MG 4 曾在 24 年 6 月达到峰值为 8791 辆，到 25 年 5 月销量已不足 2000 辆。MG HS 总体趋势呈现小幅度的上升，在 25 年 3 月左右达到峰值 8307 辆。MG ZS SUV 在 24 年 1 月开始迅速上升，在 25 年 3 月销量达到峰值 14922 辆。

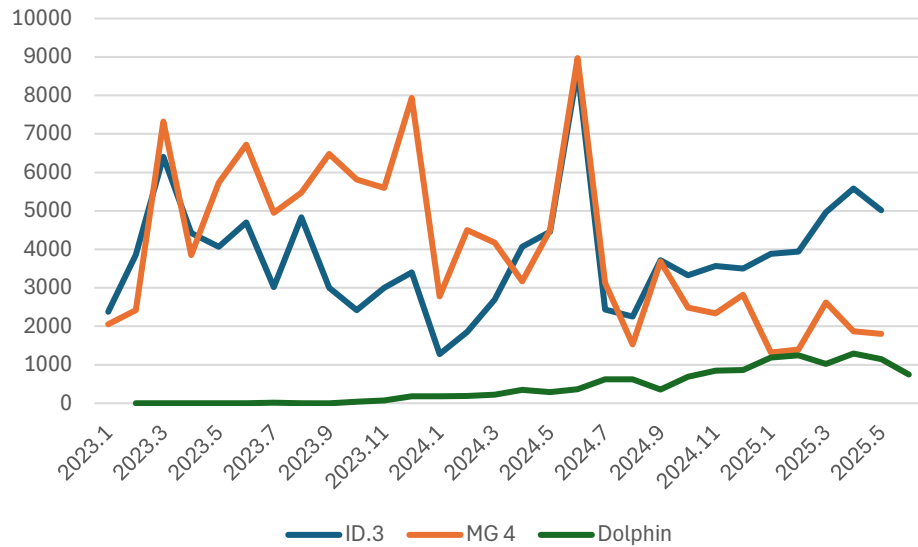
图 25：主流车型在欧洲销量走势（辆）



资料来源：Marklines，申万宏源研究

MG 4 在欧洲的类似竞品车型是大众的 ID.3。两者销量在一些月份高度重合 (23 年 3 月, 24 年 5 月、6 月、9 月), 在 2023 年 5 月至 2024 年 4 月期间, MG 4 的销量高于 ID.3, 而 2024 年 9 月后, MG 4 销量被反超。

图 26: MG 4、ID.3 和 Dolphin 在欧洲的销量走势 (辆)



资料来源: Marklines, 申万宏源研究

以下是这三款车的具体参数分析:

表 3: MG 4 EV、大众 ID.3、BYD Dolphin 各参数对比

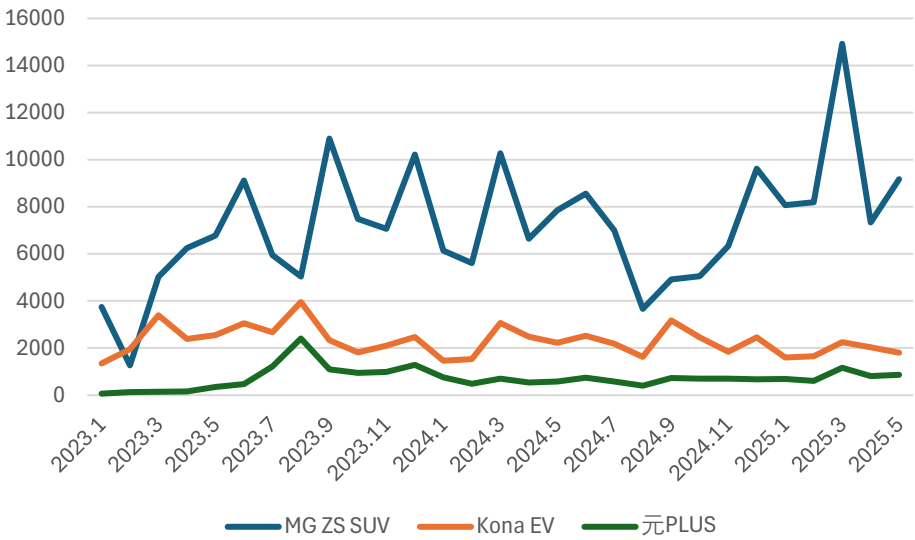
		MG 4 EV	大众 ID.3	BYD Dolphin
定位	类型	紧凑型跨界车	紧凑型跨界车	紧凑小型车
	售价	32,717 欧元	35,765 欧元	36,640 欧元
	能源类型	纯电	纯电	纯电
空间	空间/mm	4287*1836*1516	4264*1809*1564	4290*1770*1570
	轴距/mm	2705	2770	2700
电池/续航	电池类型	三元锂	三元锂	磷酸铁锂
	电芯品牌	宁德时代	LG	比亚迪
	电池能量/kWh	64	59	60.48
	百公里电耗 kWh	16.6	15.3	9.6
	WLTP 纯电续航/KM	450	433	559
	纯电续航/km	\	\	\
	高压平台	400V	400V	400V
	电池快充时间/h	0.54	0.4	0.5
驾控	风阻系数/Cd	0.279	0.267	0.29
	驱动电机	后置单电机	后置单电机	前置单电机
	电动机总马力/Ps	204	204	204
	零百加速/s	7.9	7.6	7
智能化	智驾系统	MG PILOT	IQ.DRIVE	DiPilot
	屏幕大小	10.25 英寸中控	12 英寸中控	12.8 英寸中控屏

摄像头数量	6	1	12
超声波雷达数量	8-12	8	12
毫米波雷达数量	3	1	5
激光雷达数量	\	\	\

资料来源：Marklines，申万宏源研究

MG ZS SUV 一度成为欧洲市场最畅销的混动小型 SUV 车型。它大幅度的销量增长让新能源对手望尘莫及。虽然中间经历过几次销量缩水，但总体趋势呈上升。

图 27：MG ZS SUV、Kona EV 和元 PLUS 的欧洲销量对比（辆）



资料来源：Marklines，申万宏源研究

以下是这三款车的各参数对比：

表 4：MG ZS SUV、Kona EV、比亚迪元 PLUS 各参数对比

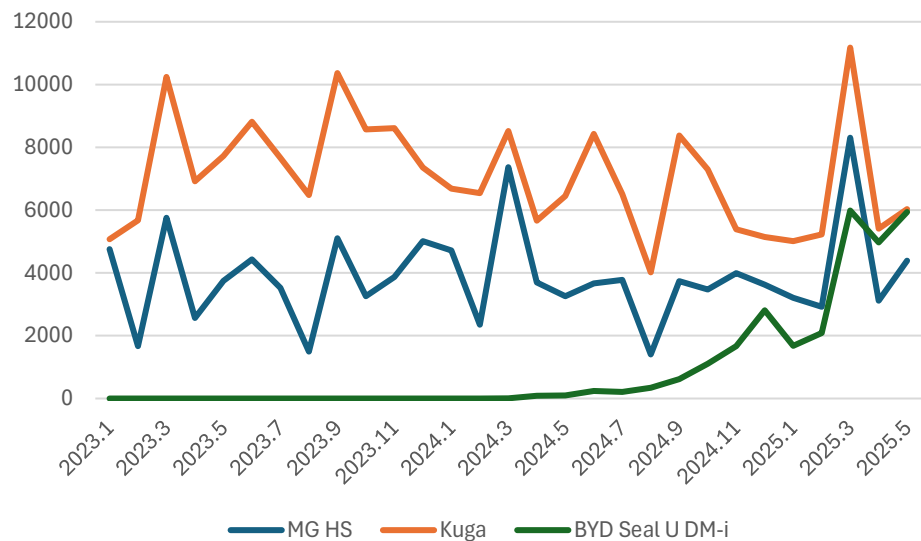
		MG ZS SUV	现代 Kona Electric	BYD 元 PLUS
细分车型		Comfort	TOP Trim	Comfort
定位	类型	小型 SUV	小型 SUV	小型 SUV
	售价	26,998.41 欧元	39,425 欧元	37,900 欧元
	能源类型	混合动力	纯电	纯电
空间	空间/mm	4430*1818*1635	4355*1825*1575	4455*1875*1615
	轴距/mm	2610	2660	2720
电池/续航	电池类型	\	三元锂	磷酸铁锂
	电芯品牌	\	LG	比亚迪
	电池能量/kWh	\	65.4	60.48
	百公里电耗 kWh	\	14.7-16.6	16
	WLTP 纯电续航/KM	\	514	420
	纯电续航/km	\	\	\
	高压平台	\	400V	400V
	电池快充时间/h	\	0.68	0.5
发动机/续航	油耗 L/KM	5.1	\	\
	发动机排量 cm³	1498	\	\

驾控	组合马力 Ps	197	\	\
	风阻系数/Cd	0.31	0.27	0.29
	驱动电机	\	前置单电机	前置单电机
智能化	电动机总马力/Ps	\	204	204
	零百加速/s	8.7	7.8	7.3
	智驾系统	MG Pilot	Smart Sense	DiPilot
	屏幕大小	12.3 英寸中控屏	12.3 英寸中控屏	15.6 英寸中控屏
	摄像头数量	6	5~6	12
	超声波雷达数量	8-12	具体数量未公布	12
	毫米波雷达数量	3	具体数量未公布	5
	激光雷达数量	\	\	\

资料来源：Marklines，申万宏源研究

而作为 MG 旗下在欧洲销量第三高的车型 MG HS 却在紧凑型 SUV 这一赛道中始终被竞品福特 Kuga 压一头，但乐观的是，这个差距已在逐步缩小。从 2023 年 9 月约 5200 辆的销量差距，到今年来差距稳定在 1000~2000 辆/月。比亚迪 Seal U DM-i 自发售以来冲劲不小，在 2025 年 3 月的月销量来到了 5988 辆，略低于 MG HS。

图 28：MG HS、福特 Kuga 和 BYD Seal U DM-i 的欧洲销量对比（辆）



资料来源：Marklines，申万宏源研究

以下是这三款车的各参数对比分析：

表 5：MG HS、福特 Kuga 和 BYD 宋 Pro 各参数对比

		MG HS	福特 Kuga	BYD Seal U DM-i
		豪华	Titanium	Comfort
定位	细分车型	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV
	类型	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV
	售价	32,298 欧元	39,515.56 欧元	429,900 欧元
	能源类型	燃油	燃油	插混
空间	空间/mm	4655*1890*1664	4715*1882*1675	4775*1890*1670
	轴距/mm	2767	2711	2765
电池/续航	电池类型	\	\	磷酸铁锂

	电芯品牌	\	\	比亚迪
	电池能量/kWh	\	\	26.6
	百公里电耗 kWh	\	\	11
	WLTP 纯电续航/KM	\	\	125
	纯电续航/km	\	\	\
	高压平台	\	\	400V
	电池快充时间/h	\	\	0.57
发动机/续航	油耗 L/KM	6.9	6.4	3.79 (亏电油耗)
	发动机排量 cm ³	1496	1496	1498
	(发动机+电机) 马力 Ps	170	150	264
驾控	风阻系数/Cd	0.36	0.32	0.35
	驱动电机	\	\	前置单电机
	电动机总马力/Ps	\	\	164
	零百加速/s	9.4	9.5	8.9
智能化	智驾系统	MG Pilot	Co-Pilot360	天神之眼 C
	屏幕大小	12.3 英寸中控屏	13.2 英寸中控屏	12.3 英寸中控屏
	摄像头数量	6	6	12
	超声波雷达数量	8-12	8-12	12
	毫米波雷达数量	3	3	5
	激光雷达数量	\	\	\

资料来源：Marklines，申万宏源研究

3. 东南亚：上汽另一大强劲市场

3.1 东南亚地区不同能源形式汽车销量走势及占比

东南亚各国对新能源汽车行业都已开展了不同方式的补贴。

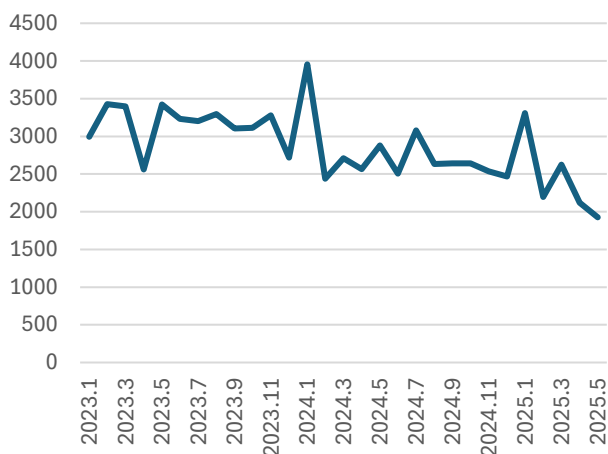
表 6：东南亚主要国家的电动车补贴情况

直接补贴	国家	补贴情况	补贴金额
无	菲律宾	从 2023 年开始，菲律宾对进口的电动摩托车和零部件都不收关税，这个政策要延续到 2028 年	-
	新加坡	电动汽车早期使用激励计划将延长至 2025 年 12 月。在该激励措施下，符合条件的纯电动汽车购买者可以获得高达 45% 的注册附加费退税，退税上限为 15000 新元。	-
	马来西亚	纯电动车免进口税+消费税+注册税	-
	印度尼西亚	2023 年 4 月 1 日，印尼政府还正式确定了购买电动汽车的增值税补贴政策。自 2023 年 4 月起至 2023 年 12 月，消费者购买电动四轮客车的，仅需缴纳 1% 的增值税	-
有	泰国	EV3.5 计划（2024~2027 年），政府将根据车型和电池容量对电动汽车、电动皮卡和电动摩托车的购买提供补贴；价格不超过 20 万美元的电动乘用车将获得消费税从 8% 降至 2% 的激励。	11~22.5 万泰铢

资料来源：Marklines，申万宏源研究

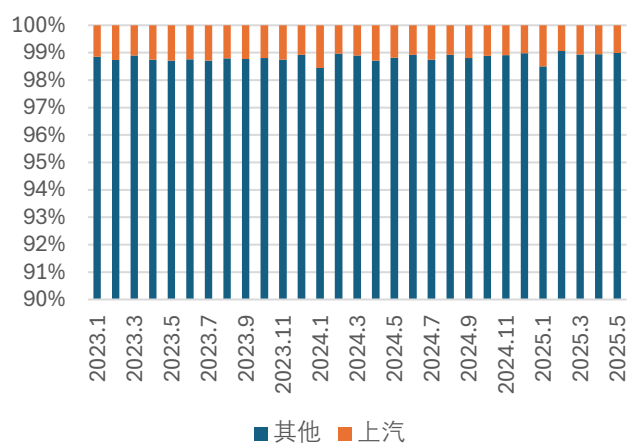
自 2023 年 1 月至今，受车市整体低迷的影响，上汽在东南亚地区的销量波动明显，但呈略微下降趋势。市场份额较为稳定，在 1.2% 附近小范围波动。2024 年 1 月最高，达到了 3955 辆。

图 29：上汽在东南亚地区销量走势（辆）



资料来源：Marklines，申万宏源研究

图 30：上汽在东南亚地区的市场份额

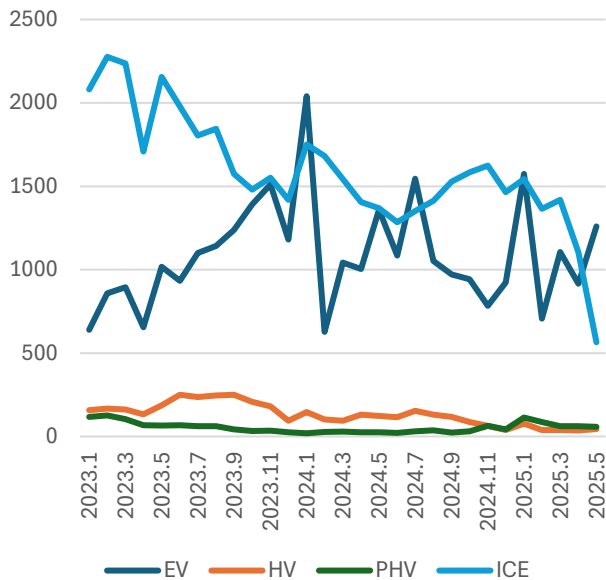


资料来源：Marklines，申万宏源研究

与欧洲地区较为相似，燃油车目前还是市场需求量最大的车型。上汽在东南亚的销量结构里，燃油车销量平均占比达到了 55.6%。2023 年 1 月至 11 月销量远超其他能源形式车型，2024 年 1 月销量短暂被 EV 车型赶超，总体呈下降趋势。

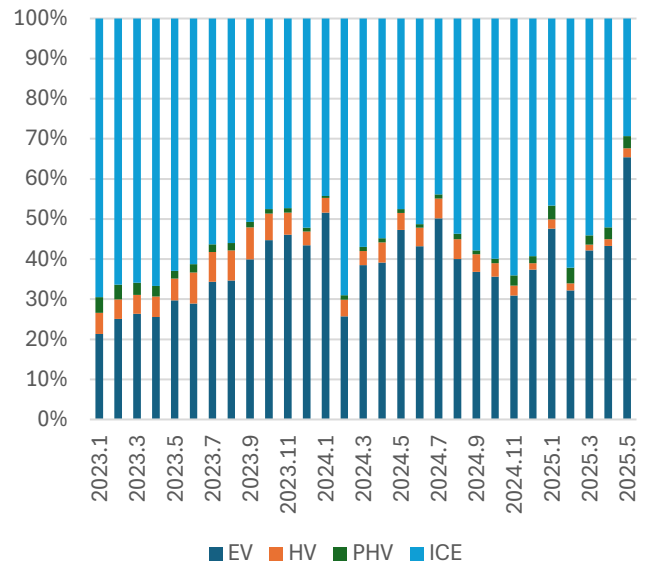
EV 车型作为地区第二大销量车型,越来越受消费者青睐。从 2023 年 1 月销量仅为 639 辆到 2025 年销量稳定在 1000~2000 辆,增长趋势明显,曾在 2024 年 1 月销量赶超燃油车。上汽的 PHV 和 HV 车辆在东南亚市场一直表现低迷。常年月销量仅为两位数且没有较大的波动。

图 31: 上汽在东南亚各能源形势车销量走势 (辆)



资料来源: Marklines, 申万宏源研究

图 32: 上汽在东南亚地区各能源形势车辆销量占比



资料来源: Marklines, 申万宏源研究

3.2 各国的份额及不同能源形式汽车销量走势

在东南亚各国里,泰国是上汽最大的销量市场,近三年来平均月销量占总销量的 66.62%,但是销量呈负增长趋势。2023 年 1 月至 12 月较为稳定,除了 4 月有一次回落,但是很快回到正常水平。销量在 2024 年 1 月达到峰值,为 3248 辆,但是很快在 2 月降低到 1516 辆,自后在 2024 年度便无明显上涨趋势。2025 年有着小幅度上涨,但是依旧不及 2023 年月销量。

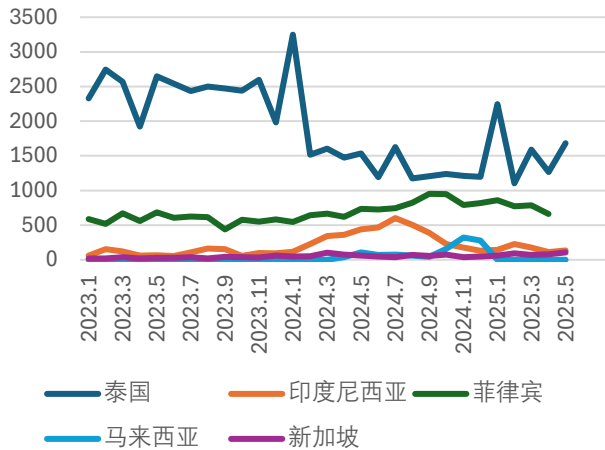
菲律宾市场“稳中上涨”。作为东南亚第二大消费市场,近三年来平均月销量占总销量的 23%,近年来月销量一直稳定在 500~1000 辆。在 2024 年 7 月开始有着小幅度增长,并月销量一直保持在 800 辆,高于 2023 年 500~600 辆的月销量。

印度尼西亚平均月销量占总销量的 7.17%。大部分时间销量较为低迷,月销量在 100 辆左右,但在 2024 年 1 月开始销量增长,在同年 7 月达到峰值,为 601 辆,然后销量一直缩水,到 2025 年 5 月销量只剩下 136 辆。

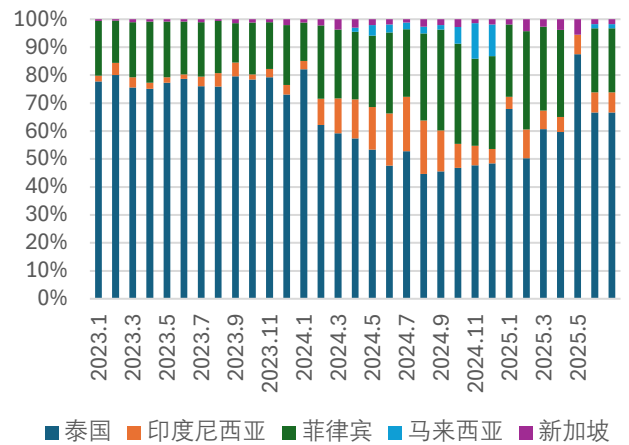
马来西亚和新加坡是东南亚最小的销量市场,各占 1%左右,且都无明显增长或者减少趋势。

图 33: 上汽在东南亚各国销量走势 (辆)

图 34: 上汽在东南亚各国销量占比



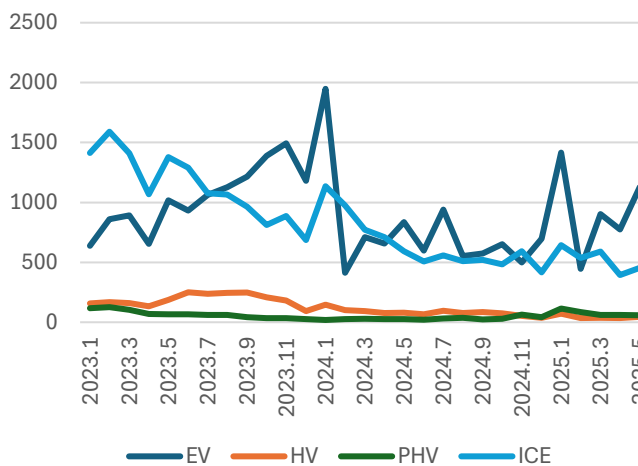
资料来源：Marklines，申万宏源研究



资料来源：Marklines，申万宏源研究

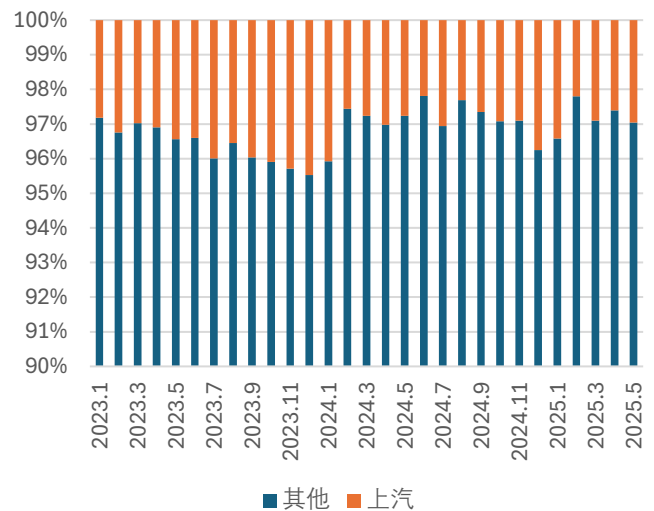
泰国市场 EV 车辆销量蒸蒸日上。在 2023 年 1 月至 7 月，燃油车是销量最高车型，月销量稳定在 1000~1500 辆，但销量呈下降趋势，在同年 8 月开始低于 EV 车辆，到 2025 年，月销量已跌至 500 辆左右。EV 车辆在 2024 年 1 月销量达到峰值，为 1948 辆，随后迅速回落，但仍是销量最高车型。HV 和 PHV 车辆销量低迷，且并无大的波动。

图 35：上汽在泰国各能源形式车辆销量走势（辆）



资料来源：Marklines，申万宏源研究

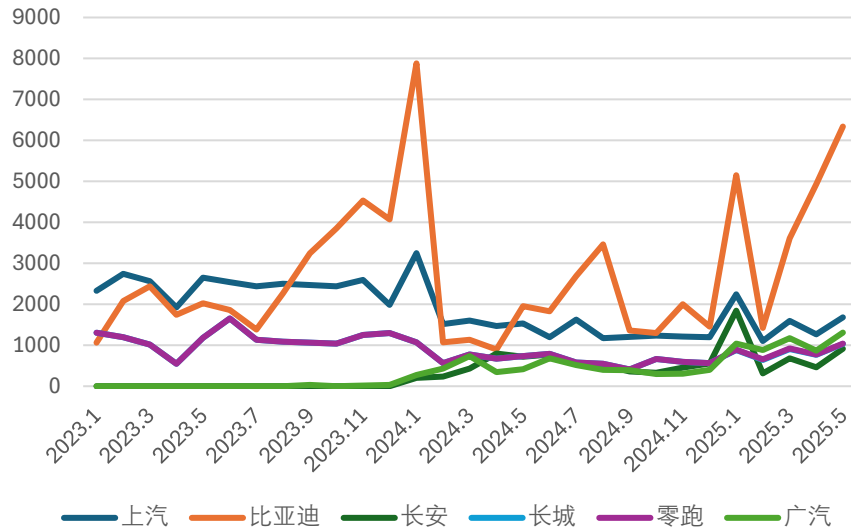
图 36：上汽在泰国的市场份额



资料来源：Marklines，申万宏源研究

但上汽在泰国的市场份额逐渐走弱。随着各车企大力拓展海外市场，国内车企开始抢占泰国海外市场，竞争压力增加。

图 37：中国各车企在泰国销量走势（辆）

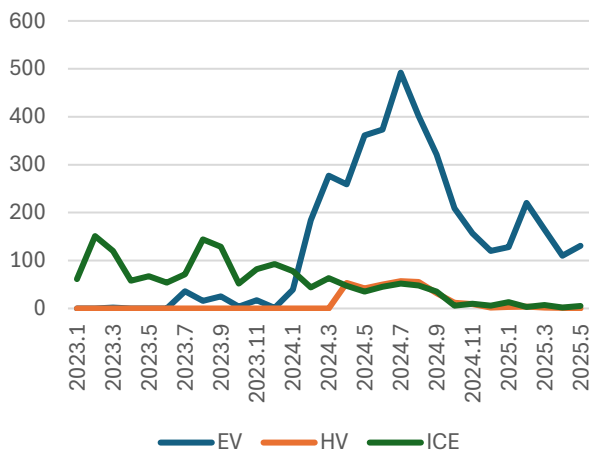


资料来源：Marklines，申万宏源研究

与泰国一致，印度尼西亚的 EV 车辆月销量在 2024 年 1 月开始迅速上涨，成为最高的销量车型，并在同年 7 月达到 492 辆的峰值，随后销量回落，月销量稳定在 100~200 辆。燃油车销量持续走低，在 2024 年开始销量被 EV 车赶超，2025 年月销量仅剩个位数。HV 车辆在 2024 年 4 月开始销售，4 月~8 月的月销量在 40~60 辆之间波动，随后开始回落，自同年 11 月开始销量只有个位数。

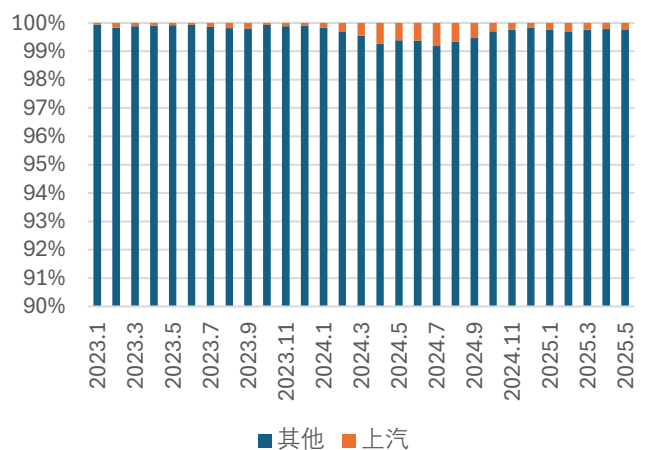
上汽在印度尼西亚的市场份额一直很低。自 2024 年 1 月开始增加，到同年 7 月达到峰值，随后回落。

图 38：上汽在印度尼西亚各能源形式销量走势（辆）



资料来源：Marklines，申万宏源研究

图 39：上汽在印度尼西亚市场份额

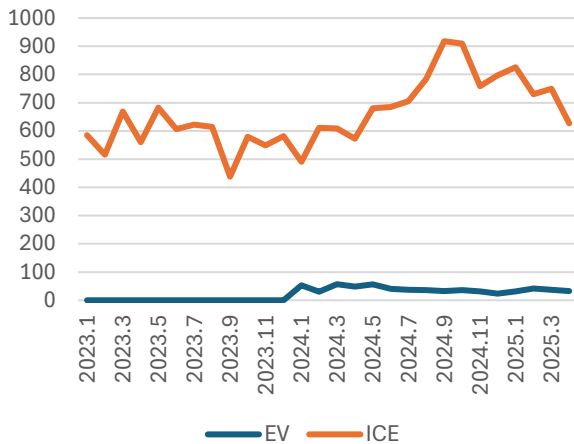


资料来源：Marklines，申万宏源研究

菲律宾的销售车型几乎为燃油车。2023 年 1 月至 2024 年 7 月的月销量稳定在 500~700 辆，随后上涨，并在 2024 年 9 月至 2025 年 1 月销量上涨至 900 辆左右，之后销量回落，稳定在 600~800 辆。

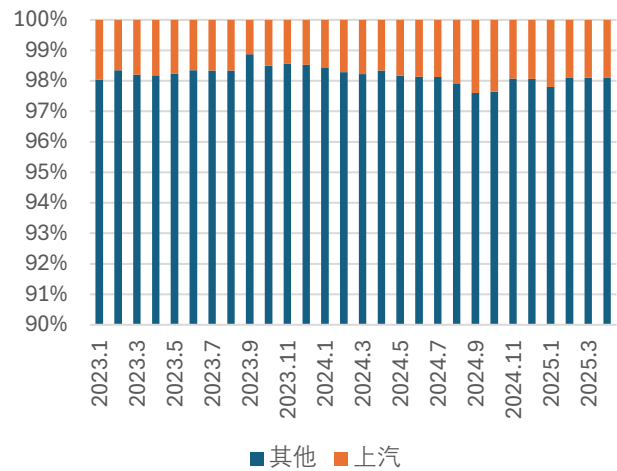
上汽在菲律宾的市场份额在 1.8%左右小范围波动。

图 40：上汽在菲律宾各能源形式车辆销量走势（辆）



资料来源：Marklines，申万宏源研究

图 41：上汽在菲律宾的市场份额



资料来源：Marklines，申万宏源研究

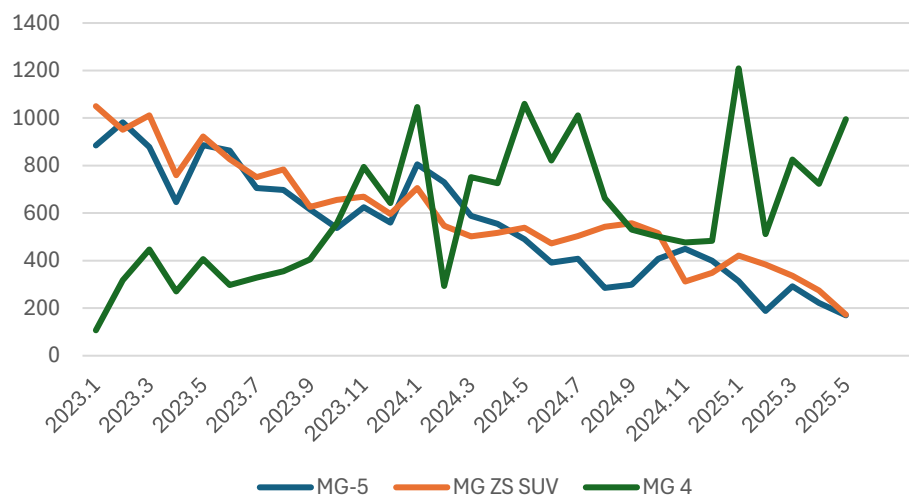
3.3 主要销售车型的销量走势及其竞品

自 2023 年 1 月以来,平均月销量最高的三款车型分别是 MG 4、MG ZS SUV 和 MG-5, 分别占东南亚总销量比 21.16%, 20.79%, 19.14%, 总计占比 61.09%。

MG 4 作为一款 EV 车型,受到东南亚市场新能源政策的影响,成为市场销量黑马,销量虽然有着较大波动,但整体销量为大幅度增长趋势,从 2023 年 1 月 107 辆的月销辆,到 2025 年月销量稳定在 800~1000 辆,且在同年 1 月,销量来到了 1209 辆的峰值。

MG ZS SUV 和 MG-5 这两款车销量持续走低,从 2023 年 1 月 1000 辆左右的月销量降低到 2025 年 5 月 200 辆左右的销量。

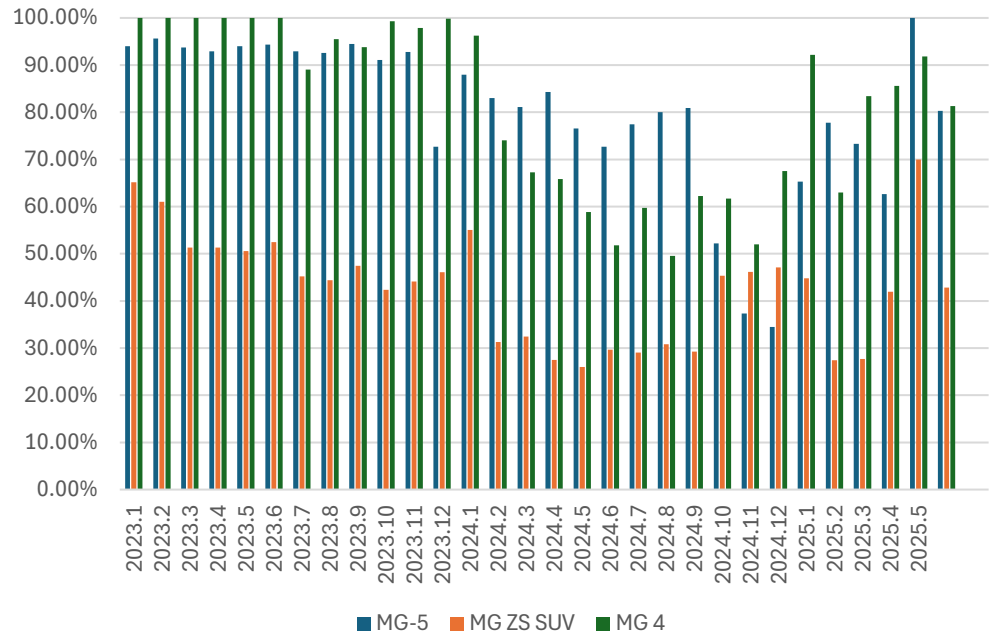
图 42：MG-5、MG ZS SUV 和 MG4 的销量走势（辆）



资料来源：Marklines，申万宏源研究

而泰国恰好是这三款车的主要销售市场。MG-5、MG ZS SUV 和 MG4 这三款车在泰国市场近 3 年的总销量分别占这三款车在东南亚总市场总销量的 80.28%、42.86%和 81.32%

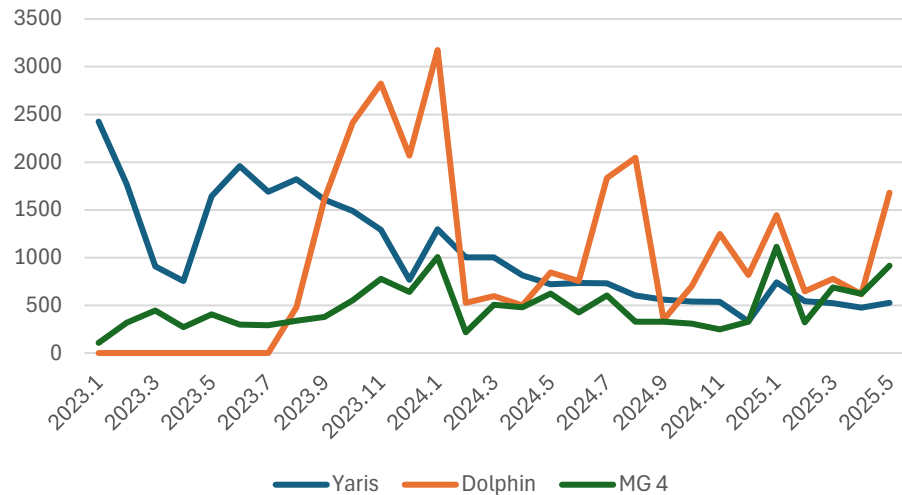
图 43：泰国 MG-5、MG ZS SUV 和 MG4 的销量在东南亚占比



资料来源：Marklines，申万宏源研究

MG 4 在泰国的主要竞品是比亚迪的 Dolphin 和丰田的 Yaris。Dolphin 自 2023 年 8 月上市，销量激增，并在 2024 年 1 月销量来到了 3175 辆，是 MG 4 当月销量 3 倍左右，虽然之后销量回落，但仍高于 MG 4。在 2023 年 1 月至 9 月，丰田 Yaris 几乎垄断泰国紧凑车市场，但是在 Dolphin 发售后销量迅速跌落，近年来月销量与 MG 4 相近，维持在 500~1000 辆。

图 44：MG 4、比亚迪 Dolphin 和丰田 Yaris 在泰国销量走势（辆）



资料来源：Marklines，申万宏源研究

以下是这三款车的各参数对比：

表 7：MG 4、比亚迪 Dolphin 和丰田 Yaris 各参数对比

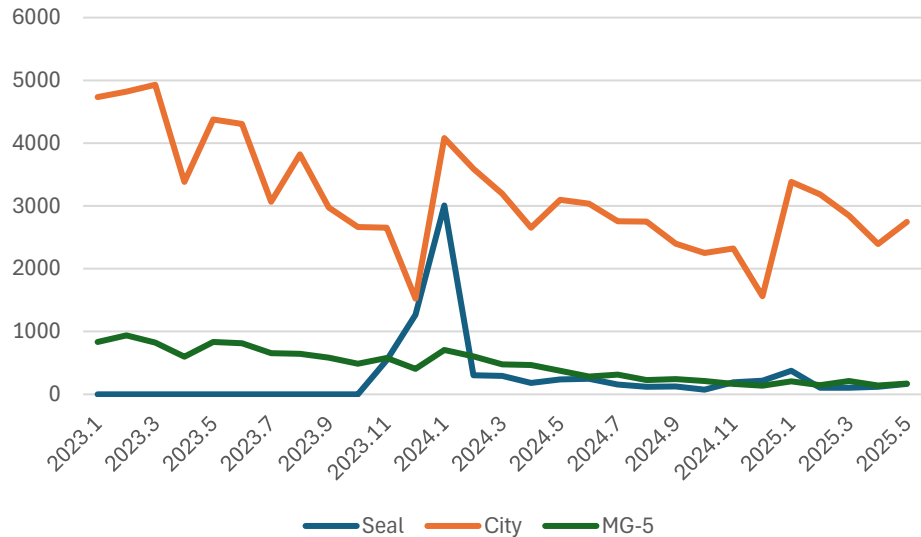
		MG 4 EV	BYD Dolphin	丰田 Yaris
细分车型		Long Range	Extended Range	Premium S
定位	类型	紧凑型跨界车	紧凑型车	紧凑型车
	售价	889,900 泰铢	709,900 泰铢	694,000 泰铢
	能源类型	纯电	纯电	燃油
空间	空间/mm	4287*1836*1516	4290*1770*1570	4171*1730*1500
	轴距/mm	2705	2700	2550
电池/续航	电池类型	三元锂	磷酸铁锂	\
	电芯品牌	宁德时代	比亚迪	\
	电池能量/kWh	64	60.48	\
	百公里电耗 kWh	16.6	9.6	\
	WLTP 纯电续航/KM	450	490	\
	纯电续航/km	\	\	\
	高压平台	400V	400V	\
	电池快充时间/h	0.54	0.5	\
发动机/续航	油耗 L/KM	\	\	4.3
	发动机排量 cm ³	\	\	1197
	(发动机+电机) 马力 Ps	\	\	92
驾控	风阻系数/Cd	0.279	0.29	0.267
	驱动电机	后置单电机	前置单电机	\
	电动机总马力/Ps	204	204	\
	零百加速/s	7.9	7	7.6
智能化	智驾系统	MG PILOT	DiPilot	Toyota Safety Sense
	屏幕大小	10.25 英寸中控	12.8 英寸中控屏	9 英寸中控
	摄像头数量	5	12	2
	超声波雷达数量	8-12	12	4
	毫米波雷达数量	3	5	1

激光雷达数量

资料来源：Marklines，申万宏源研究

MG-5 作为上汽在泰国最畅销的燃油车，但在销量上还是少于同级别竞品本田 City 很多（两者销量趋势都为减少）。比亚迪海鸥自发售销量持续上涨，在 2024 年 1 月突破 3000 辆的月销量，但随后尽显颓势，近年来月销量与 MG-5 相近。

图 45：MG-5、本田 City 和比亚迪 Seal 在泰国销量走势（辆）



资料来源：Marklines，申万宏源研究

以下是这三款车的各参数对比：

表 8：MG-5、本田 City 和比亚迪 Seal 的各参数对比

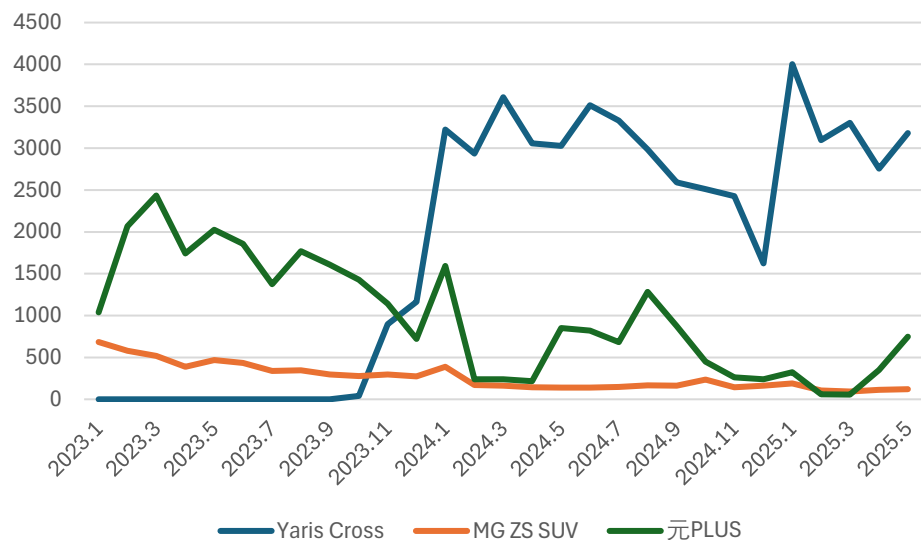
		MG-5	本田 City	比亚迪 Seal
细分车型		Pro D	V	Dynamic
定位	类型	紧凑轿车	紧凑轿车	小型轿车
	售价	629,900 泰铢	629,900 泰铢	1,325,000 泰铢
	能源类型	燃油	燃油	纯电
空间	空间/mm	4675*1842*1480	4580*1748*1467	4800*1875*1460
	轴距/mm	2680	2589	2920
电池/续航	电池类型	\	\	磷酸铁锂
	电芯品牌	\	\	比亚迪
	电池能量/kWh	\	\	61.44
	百公里电耗 kWh	\	\	16.6
	WLTP 纯电续航/KM	\	\	510
	纯电续航/km	\	\	\
	高压平台	\	\	800V
	电池快充时间/h	\	\	0.5
发动机/续航	油耗 L/KM	5.7	3.6	\
	发动机排量 cm ³	1498	988	\
	(发动机+电机) 马力 Ps	114	122	\
驾控	风阻系数/Cd	0.268–0.28	0.31	0.24

	驱动电机	\	\	前置单电机
	电动机总马力/Ps	\	\	201
	零百加速/s	\	\	7.5
智能化	智驾系统	MG Pilot	Honda SENSING	DiPilot
	屏幕大小	10 英寸中控屏	8 英寸中控屏	15.6 英寸中控屏
	摄像头数量	4	2	12
	超声波雷达数量	3	4~6	12
	毫米波雷达数量	未公布	\	5
	激光雷达数量	\	\	\

资料来源：Marklines，申万宏源研究

相似的是，因为同级别竞品丰田 Yaris Cross 的发布，MG ZS SUV 销量持续走低，从 2023 年 1 月销量为 648 辆到今年每月销量只剩下百余辆。而 Yaris Cross 销量在 2024 年年初剧增，同年 1 月至 8 月销量稳定在 3000~3500 辆，虽然之后销量有着回落，但很快销量再次上升，在 2025 年 1 月销量突破 4000 辆大关。而作为同样竞品的比亚迪元 PLUS 销量也持续走低。

图 46：MG ZS SUV、丰田 Yaris Cross 和元 PLUS 泰国销量走势（辆）



资料来源：Marklines，申万宏源研究

以下是这三款车的各参数对比：

表 9：MG ZS SUV、丰田 Yaris Cross、BYD 元 PLUS 各参数对比

		MG ZS SUV	丰田 Yaris Cross	BYD 元 PLUS
细分车型		X	HEV 智能	Premium
定位	类型	小型 SUV	小型 SUV	小型 SUV
	售价	649,000 泰铢	789,000 泰铢	949,900 泰铢
	能源类型	燃油	HV	纯电
空间	空间/mm	4323*1809*1649	4310*1770*1615	4455*1875*1615
	轴距/mm	2585	2620	2720
电池/续航	电池类型	\	\	磷酸铁锂

	电芯品牌	\	\	比亚迪
	电池能量/kWh	\	\	60.48
	百公里电耗 kWh	\	\	16
	WLTP 纯电续航/KM	\	\	480
	纯电续航/km	\	\	\
	高压平台	\	\	400V
	电池快充时间/h	\	\	0.5
发动机/续航	油耗 L/KM	6.4	3.8	\
	发动机排量 cm³	1498	1496	\
	(发动机+电机) 马力 Ps	114	116	\
驾控	风阻系数/Cd	0.31	0.35-0.36	0.29
	驱动电机	\	\	前置单电机
	电动机总马力/Ps	\	\	204
	零百加速/s	8.6	约 10.1	7.3
智能化	智驾系统	MG Pilot	Toyota Safety Sense	天神之眼 C
	屏幕大小	10 英寸中控屏	10.1 英寸中控屏	12.8 英寸中控屏
	摄像头数量	5	2	12
	超声波雷达数量	3	4~6	12
	毫米波雷达数量	3	1	5
	激光雷达数量	\	\	\

资料来源：Marklines，申万宏源研究

4. 投资分析意见

自主品牌、新能源汽车、海外经营“三驾马车”，共助集团完成新老赛道转换。考虑到转型期的投入较大，以及合资品牌燃油车当前销量下滑带来收入和利润的影响，维持25~27年营收预测7010/7496/8007亿元，利润预测105/120/140亿元，对应PE为19/17/15倍。考虑后续华为赋能带来的估值弹性，维持增持评级。

5. 风险提示

需求恢复不及预期：若终端市场需求恢复不及预期，将会对公司销量带来负面影响

汽车价格战加剧：若价格战加剧，可能同时冲击公司销量及利润

合资盈利不及预期：合资品牌份额下滑可能影响公司利润

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	744,705	627,590	700,954	749,584	800,697
其中：营业收入	726,199	614,074	682,588	732,788	784,471
减：营业成本	657,301	556,450	609,476	653,310	699,061
减：税金及附加	4,964	4,931	5,507	5,889	6,291
主营业务利润	63,934	52,693	67,605	73,589	79,119
减：销售费用	24,785	20,080	24,533	25,486	26,423
减：管理费用	24,240	21,108	25,234	25,486	25,622
减：研发费用	18,365	17,650	21,730	22,488	23,220
减：财务费用	-157	3,054	18	-310	-736
经营性利润	-3,299	-9,199	-3,910	439	4,590
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-3,505	-3,966	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-4,447	-3,164	-2,340	212	-206
加：投资收益及其他	19,081	12,436	11,508	11,751	11,898
营业利润	25,937	10,376	20,954	26,783	29,874
加：营业外净收入	36	135	740	304	393
利润总额	25,973	10,511	21,694	27,087	30,267
减：所得税	5,913	4,678	2,903	3,783	4,156
净利润	20,060	5,833	18,791	23,304	26,111
少数股东损益	5,954	4,167	8,306	11,303	12,089
归属于母公司所有者的净利润	14,106	1,666	10,485	12,002	14,022

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。