

扣非利润改善明显 尚界 H5 催化可期

2025 年 08 月 29 日

➤ **事件概述：**公司发布 2025 年半年度报告：**2025H1** 总营收为 2,995.9 亿元，同比+5.2%；归母净利润 60.2 亿元，同比-9.2%；扣非归母净利润 54.3 亿元，同比+431.9%。**2025Q2** 总营收为 1,587.3 亿元，同比+12.1%，环比+12.7%；归母净利润 29.9 亿元，同比-23.5%，环比+1.0%；扣非归母净利润 25.8 亿元，同比+334.6%，环比+9.4%。

➤ **2025Q2 营收、ASP 环比改善明显。**收入端，2025Q2 营收同比+12.1%，环比+12.7%，2025Q2 集团销量 110.8 万辆，同比+11.6%，环比+17.2%，销量同环比提升驱动营收同环比改善。**ASP：**2025Q2 单车 ASP 为 9.7 万元，同比分别+0.4%，环比-3.9%，ASP 下降主要受 2025Q2 整体终端折扣下滑所致。展望下半年，上汽乘用车荣威 M7 DMH、全新 MG4，智己全新一代 LS6、LS9 增程新车，尚界 H5，上汽奥迪 AUDI E5 Sportback，别克高端子品牌“至境”等一系列重磅新车将正式上市，进一步助推公司产销结构向好、品牌销量向上。

➤ **2025Q2 扣非利润改善明显。**毛利端：2025Q2 毛利率 9.7%，同比-0.8pct，环比-0.5pct，2025Q2 毛利率环比微降主要原因为当季度价格竞争相对激烈，2025Q3 公司受益反内卷，毛利率有望企稳向好。**费用端**，2025Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别 2.7%/3.2%/2.7%/-0.9%，环比分别-0.3、0.0、-0.1、-0.7pct，财务费用率下降主要系本期公司汇兑收益增加所致。**投资收益：**2025Q2 公司投资净收益为 18.3 亿元，其中对联营/合营企业的投资收益 10.9 亿元，环比-4.5 亿元（2025Q1 为 15.4 亿元）；分车企看，2025H1 上汽大众收入 601.5 亿元，单车 ASP 12.2 万元，单车净利 0.18 万元，同比+0.01 万元，环比-0.43 万元。**利润端**，2025Q2 公司归母净利润 29.9 亿元，同比-23.5%，环比-1.0%；扣非归母净利润 25.8 亿元，同比+334.6%，环比+9.4%，改善明显。

➤ **上汽牵手华为 尚界 H5 上市在即。**公司与华为深度合作的智能汽车品牌首款 SUV 车型尚界 H5 已开启预售，预售价 16.98 万元起，18 小时小订突破 5 万台，尚界 H5 长宽高分别为 4,780/1,910/1,657 (1,664) mm，轴距为 2,840mm，纯电版 CLTC 续航 655km，增程版综合续航 1,300km，搭载 HUAWEI ADS 4 与鸿蒙智能座舱，预计 9 月 23 日正式上市。我们认为，尚界 H5 有助于帮华为完善“全价格带覆盖”的生态版图，加速智驾平权；上汽有望受益华为智能驾驶、座舱等核心技术赋能，利用其营销、渠道能力提振销量。

➤ **投资建议：**公司受益国企改革，牵手华为提升智能化能力，预计 2025-2027 年收入 6,878/7,221/7,762 亿元，归母净利润 122.7/140.7/167.0 亿元，对应 EPS 1.06/1.22/1.44 元，对应 2025 年 8 月 28 日 18.93 元/股的收盘价，PE 分别 18/16/13 倍，当前 PB 为 0.7 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**合资品牌下行风险；乘用车、新能源转型、海外扩张不及预期；欧盟关税对出口销量及利润可能产生影响。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	627,590	687,763	722,057	776,211
增长率 (%)	-15.7	9.6	5.0	7.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,666	12,273	14,066	16,668
增长率 (%)	-88.2	636.5	14.6	18.5
每股收益 (元)	0.14	1.06	1.22	1.44
PE	131	18	16	13
PB	0.8	0.7	0.7	0.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

18.93 元



分析师 崔琰

执业证书：S0100523110002

邮箱：cuiyan@mszq.com

相关研究

- 1.上汽集团 (600104.SH) 系列点评十一：2025H1 销量表现亮眼 自主+出口驱动 -2025/07/04
- 2.上汽集团 (600104.SH) 系列点评十：2025Q1 盈利环比改善 牵手华为合作可期 -2025/04/30
- 3.上汽集团 (600104.SH) 系列点评九：2024 销量筑底 2025 企稳改善 -2025/01/03

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	627,590	687,763	722,057	776,211
营业成本	558,457	615,204	645,519	690,828
营业税金及附加	4,931	4,127	4,332	4,424
销售费用	20,080	22,008	26,716	28,332
管理费用	21,108	20,358	21,662	23,286
研发费用	17,650	16,506	17,329	17,853
EBIT	5,080	15,429	10,495	16,017
财务费用	3,054	713	-1,863	-1,955
资产减值损失	-3,164	-8,807	-1,411	-1,442
投资收益	7,178	13,067	10,831	9,315
营业利润	10,376	18,976	21,778	25,844
营业外收支	135	200	200	200
利润总额	10,511	19,176	21,978	26,044
所得税	4,678	3,835	4,396	5,209
净利润	5,833	15,341	17,582	20,835
归属于母公司净利润	1,666	12,273	14,066	16,668
EBITDA	26,686	38,686	37,792	46,446

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	197,978	322,084	329,786	334,982
应收账款及票据	75,136	60,014	63,304	68,264
预付款项	28,240	20,302	21,302	22,797
存货	77,277	80,596	84,517	94,208
其他流动资产	223,511	143,788	145,029	146,988
流动资产合计	602,142	626,784	643,937	667,239
长期股权投资	60,363	51,863	50,826	49,809
固定资产	84,312	87,790	90,207	92,203
无形资产	19,403	22,313	23,984	24,652
非流动资产合计	355,001	318,540	317,162	316,214
资产合计	957,143	945,324	961,099	983,453
短期借款	53,690	61,103	61,103	61,103
应付账款及票据	241,144	235,969	236,985	240,370
其他流动负债	217,096	198,263	202,844	209,464
流动负债合计	511,929	495,335	500,932	510,937
长期借款	36,138	26,714	26,714	26,714
其他长期负债	62,341	61,061	61,061	61,061
非流动负债合计	98,479	87,775	87,775	87,775
负债合计	610,408	583,110	588,707	598,712
股本	11,575	11,575	11,575	11,575
少数股东权益	58,895	61,963	65,480	69,647
股东权益合计	346,735	362,215	372,392	384,741
负债和股东权益合计	957,143	945,324	961,099	983,453

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-15.73	9.59	4.99	7.50
EBIT 增长率	-52.53	203.72	-31.98	52.62
净利润增长率	-88.19	636.50	14.61	18.50
盈利能力 (%)				
毛利率	9.38	10.55	10.60	11.00
净利率	0.27	1.78	1.95	2.15
总资产收益率 ROA	0.17	1.30	1.46	1.69
净资产收益率 ROE	0.58	4.09	4.58	5.29
偿债能力				
流动比率	1.18	1.27	1.29	1.31
速动比率	0.72	0.82	0.84	0.84
现金比率	0.39	0.65	0.66	0.66
资产负债率 (%)	63.77	61.68	61.25	60.88
经营效率				
应收账款周转天数	41.41	30.00	30.00	30.00
存货周转天数	50.69	48.00	48.00	50.00
总资产周转率	0.63	0.72	0.76	0.80
每股指标 (元)				
每股收益	0.14	1.06	1.22	1.44
每股净资产	24.87	25.94	26.51	27.22
每股经营现金流	5.98	4.24	2.98	3.30
每股股利	0.09	0.64	0.73	0.87
估值分析				
PE	131	18	16	13
PB	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	5.64	3.89	3.98	3.24
股息收益率 (%)	0.46	3.38	3.87	4.59

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	5,833	15,341	17,582	20,835
折旧和摊销	21,606	23,256	27,298	30,429
营运资金变动	39,642	9,423	-6,007	-10,441
经营活动现金流	69,268	49,118	34,535	38,167
资本开支	-19,804	-23,226	-24,433	-27,975
投资	6,051	83,946	0	0
投资活动现金流	-3,503	85,202	-13,602	-18,660
股权募资	8,337	0	0	0
债务募资	-395	-2,624	0	0
筹资活动现金流	-9,312	-10,215	-13,230	-14,312
现金净流量	56,247	124,105	7,703	5,196

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048