

汽车

2025年08月29日

上汽集团 (600104)

——拐点已现，大象转身正当时

报告原因：有信息公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

- **上汽集团发布 25H1 半年报。**公司实现合并营业总收入 2995.9 亿元，同比+5.2%；扣非归母净利润 54.3 亿元，同比+432.2%。**整体经营符合预期。**
- **整车零售达到 220.7 万辆，继续保持国内行业第一。**其中，自主品牌销售 130.4 万辆，同比+21.1%，销量占比提升至 63.5%；新能源车销售 64.6 万辆，同比+40.2%；海外市场销售 49.4 万辆，同比+1.3%。
- **收入端，2025Q2 营收 1,587 亿元 (+12.1% YoY)，扣非归母净利润 25.8 亿元，同比 +334.6%，表明规模效应开始兑现。**毛利率 8.7% (母公司口径)，较 2024H1 提升 6 个百分点；**三项费用率合计下降 1.7 个百分点，资产负债率降至 61.5%，经营现金流净流入 210 亿元 (+86%)，财务安全边际进一步夯实。**
- **国际经营“拓市场”。**今年上半年，上汽 MG 品牌通过调整产品结构、优化营销渠道，积极克服欧盟反补贴税不利影响，在欧洲市场累计交付 15.3 万辆，同比+16%，成为欧洲市场销量最好的中国品牌。**上汽华为“强合作”。**作为华为智选车模式的最新成员，专注为消费者打造超耐用、高安全和高可靠的车辆，为千家万户打造高品质的出行生活。目前，首款产品尚界 H5 已于 8 月 25 日启动预售，18 小时内订单突破 5 万台。
- **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，上汽与华为合作的首款车型尚界 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。**
- **上调盈利预测，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。考虑到公司降本控费的实际成果，以及合资品牌转型期效果略见起色，**维持 25 年营收预测 7001 亿元，上调利润预测由 105 亿元至 114 亿元。维持 26-27 年营收预测 7496/8007 亿元，上调同期利润预测由 120/140 亿元至 139/162 亿元，对应 PE 为 19/16/14 倍。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28日

收盘价(元)	18.93
一年内最高/最低(元)	21.30/11.49
市净率	0.8
股息率(分红/股价)	0.46
流通 A 股市值(百万元)	219,120
上证指数/深证成指	3,843.60/12,571.37

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025年06月30日

每股净资产(元)	25.51
资产负债率%	61.49
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：海外市场品牌力厚积薄发》 2025/08/12
- 《上汽集团 (600104) 点评：轻装上阵，拥抱转型》 2025/05/05
- 《上汽集团 (600104) 点评：合资触底，海外向上，新能源转型加速》 2023/10/27

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	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	627,590	299,588	700,954	749,584	800,697
同比增长率(%)	-15.7	5.2	11.7	6.9	6.8
归母净利润(百万元)	1,666	6,018	11,401	13,857	16,230
同比增长率(%)	-88.2	-9.2	584.2	21.5	17.1
每股收益(元/股)	0.15	0.53	0.99	1.21	1.41
毛利率(%)	9.4	8.3	10.0	10.5	10.7
ROE(%)	0.6	2.0	3.9	4.5	5.1
市盈率	131		19	16	14

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

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	614,544	656,115	700,327
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	62,537	70,784	77,853
减：销售费用	24,785	20,080	21,029	21,888	22,420
减：管理费用	24,240	21,108	22,080	23,237	24,341
减：研发费用	18,365	17,650	20,328	21,738	22,820
减：财务费用	-157	3,054	-11	-392	-870
经营性利润	-3,299	-9,199	-889	4,313	9,142
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	24,846	31,230	34,890
加：营业外净收入	36	135	740	304	393
利润总额	25,973	10,511	25,586	31,534	35,283
减：所得税	5,913	4,678	5,154	4,628	5,059
净利润	20,060	5,833	20,432	26,906	30,224
少数股东损益	5,954	4,167	9,031	13,050	13,994
归属于母公司所有者的净利润	14,106	1,666	11,401	13,857	16,230

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，可以向我们的销售员索取。

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。