

## 上汽集团(600104.SH)

## 上半年改革有成效，下半年尚界促转型

## 推荐（维持）

股价：18.79元

## 主要数据

行业	汽车
公司网址	www.saicmotor.com
大股东/持股	上海汽车工业(集团)有限公司/63.27%
实际控制人	上海市国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	11,495
流通A股(百万股)	11,495
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	2,160
流通A股市值(亿元)	2,160
每股净资产(元)	25.69
资产负债率(%)	61.5

## 行情走势图



## 证券分析师

王德安	投资咨询资格编号 S1060511010006 BQV509 WANGDEAN002@pingan.com.cn
王跟海	投资咨询资格编号 S1060523080001 BVG944 WANGGENHAI964@pingan.com.cn

## 事项：

上汽集团披露 2025 年中报，上半年公司实现营业总收入 2,995.88 亿元（同比+5.23%），归母净利润 60.18 亿元（同比-9.21%），扣非归母净利润 54.31 亿元（同比+432.21%）。经营活动产生的现金流量净额达到 210.37 亿元，同比增长 85.89%。

## 平安观点：

- **上半年整车销量企稳回升，自主品牌占比提升。**根据公司披露数据，2025 年上半年公司实现整车批发销量 205.3 万台，同比增长 12.4%，其中自主品牌（含上汽通用五菱）上半年销量达到 130.4 万台，同比增长 21.1%，自主品牌销量占比提升至 63.5%。上半年新能源车销量达到 64.6 万台，同比增长 40.2%。海外销量达到 49.4 万台，同比增长 1.3%，MG 品牌通过调整产品结构、优化营销渠道，巩固欧洲基盘销量，成为前 6 个月在西欧销量最高的中国品牌，并积极拓展中亚、非洲等新兴市场。
- **合资板块维持稳定，上半年自主业务实现减亏。**根据公司产销数据，2025 年上半年上汽大众、上汽通用销量分别为 49.2 万/24.5 万台，同比分别增长-3.9%/8.6%。合资盈利方面，上半年上汽大众实现净利润 8.8 亿元，与上年同期基本保持一致。自主板块方面，根据母公司报表口径，剔除投资收益后，集团自主业务净亏损达到 13.9 亿元，相比上年同期减亏 12.4 亿元，此外子公司上汽国际上半年净利润达到 9.9 亿元，若考虑上汽国际的利润贡献，公司上半年自主业务（主要是上汽乘用车板块）已接近盈亏平衡。
- **与华为合作的尚界首款车型即将上市。**公司与华为合作的尚界 H5 于 8 月 25 日开启预售，预售价 16.98 万~20.98 万元，将于 9 月 23 日正式上市，尚界 H5 开启预售 18 小时小订突破 5 万台，具备成为爆款的潜力。此外，尚界 H5 目前是鸿蒙智行旗下售价最低的车型，且搭载 HUAWEI ADS 4 辅助驾驶系统。得益于华为的技术、渠道、营销端的赋能，尚界将成为公司新能源转型的领头羊，并将加速公司新能源转型的节奏。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	726,199	614,074	656,338	705,547	777,475
YOY(%)	0.7	-15.4	6.9	7.5	10.2
净利润(百万元)	14,106	1,666	10,292	12,871	14,340
YOY(%)	-12.5	-88.2	517.6	25.1	11.4
毛利率(%)	10.2	9.4	9.2	9.6	9.6
净利率(%)	1.9	0.3	1.6	1.8	1.8
ROE(%)	4.9	0.6	3.5	4.3	4.6
EPS(摊薄/元)	1.23	0.14	0.90	1.12	1.25
P/E(倍)	15.3	129.6	21.0	16.8	15.1
P/B(倍)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

- **盈利预测与投资建议：**公司上半年扣非净利润同比大幅改善，自主品牌实现减亏，体现出公司内部改革的成效，下半年即将上市的尚界 H5 具备爆款潜力，有望成为公司在新能源领域的一款重磅车型，并带动公司的新能源转型。根据公司最新情况，我们调整公司 2025~2027 年净利润预测为 102.9 亿/128.7 亿/143.4 亿元（此前预测值为 74.9 亿/102.2 亿/122.4 亿元），依然维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 内部整合以及对外合作的效果不及预期，新车上市后销量不达预期；2) 合资品牌仍面临较大的转型压力，对公司业绩可能造成不利影响；3) 全球贸易壁垒增加，公司海外市场销量以及业绩面临不确定性。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	602142	631786	682226	737020
现金	197978	209790	234140	250238
应收票据及应收账款	90114	77682	83506	92019
其他应收款	15997	14385	15464	17041
预付账款	28240	24824	26685	29405
存货	77277	84621	90542	99759
其他流动资产	192535	220485	231889	248559
<b>非流动资产</b>	355001	358030	355696	355670
长期投资	60363	69821	79220	89266
固定资产	95927	95532		
无形资产	19403	16783	14040	11175
其他非流动资产	179307	175894	171915	168974
<b>资产总计</b>	957143	989816	1037922	1092690
<b>流动负债</b>	511929	532374	564109	605659
短期借款	53690	55730	59710	58123
应付票据及应付账款	241144	259647	277815	306095
其他流动负债	217096	216997	226585	241442
<b>非流动负债</b>	98479	99929	102819	101019
长期借款	52688	54138	57028	55228
其他非流动负债	45791	45791	45791	45791
<b>负债合计</b>	610408	632303	666928	706678
少数股东权益	58895	63306	68822	74967
股本	11575	11495	11495	11495
资本公积	56648	56728	56728	56728
留存收益	219617	225985	233949	242821
<b>归属母公司股东权益</b>	287840	294208	302172	311045
<b>负债和股东权益</b>	957143	989816	1037922	1092690

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	66595	26641	34685	40389
净利润	5833	14702	18387	20485
折旧摊销	18933	22445	24934	26962
财务费用	3054	-3282	-3528	-3528
投资损失	-7178	-8408	-7509	-8596
营运资金变动	36607	376	1666	4441
其他经营现金流	9345	807	736	625
<b>投资活动现金流</b>	-3503	-17678	-15826	-18965
资本支出	17770	15450	13200	16890
长期投资	4230	-1050	-1890	-1450
其他投资现金流	-25503	-32078	-27136	-34405
<b>筹资活动现金流</b>	-9312	2848	5491	-5326
短期借款	8769	2040	3980	-1587
长期借款	-20856	1450	2890	-1800
其他筹资现金流	2775	-642	-1379	-1939
<b>现金净增加额</b>	53574	11812	24350	16098

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	614074	656338	705547	777475
营业成本	556450	596044	637751	702670
税金及附加	4931	5579	5644	6220
营业费用	20080	19690	20461	22547
管理费用	21108	21659	22578	24879
研发费用	17650	18377	19755	21769
财务费用	3054	-3282	-3528	-3528
资产减值损失	-3164	-3023	-3817	-3607
信用减值损失	-3966	-3185	-3692	-3754
其他收益	5258	4360	5211	5560
公允价值变动收益	2356	1500	2300	2800
投资净收益	7178	8408	7509	8596
资产处置收益	369	0	0	0
<b>营业利润</b>	10376	18278	22823	25436
营业外收入	699	500	520	540
营业外支出	564	400	360	370
<b>利润总额</b>	10511	18378	22983	25606
所得税	4678	3676	4597	5121
<b>净利润</b>	5833	14702	18387	20485
少数股东损益	4167	4411	5516	6146
<b>归属母公司净利润</b>	1666	10292	12871	14340
EBITDA	32498	37541	44389	49041
EPS (元)	0.14	0.90	1.12	1.25

## 主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	-15.4	6.9	7.5	10.2
营业利润(%)	-60.0	76.1	24.9	11.4
归属于母公司净利润(%)	-88.2	517.6	25.1	11.4
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	9.4	9.2	9.6	9.6
净利率(%)	0.3	1.6	1.8	1.8
ROE(%)	0.6	3.5	4.3	4.6
ROIC(%)	2.8	7.5	9.1	10.1
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	63.8	63.9	64.3	64.7
净负债比率(%)	-26.4	-27.9	-31.6	-35.5
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	7.3	9.1	9.1	9.1
应付账款周转率	3.42	3.41	3.41	3.41
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.14	0.90	1.12	1.25
每股经营现金流(最新摊薄)	5.79	2.32	3.02	3.51
每股净资产(最新摊薄)	25.0	25.6	26.3	27.1
<b>估值比率</b>				
P/E	129.6	21.0	16.8	15.1
P/B	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	2.9	1.9	1.5	1.2

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层