

公司研究

改革初显成效，合资修复+尚界上市共驱经营向上

——上汽集团（600104.SH）2025年半年报业绩点评

要点

扣非后归母净利润同比大幅改善：1H25 公司营业收入同比+6.2%至 2,943.4 亿元，归母净利润同比-9.2%至 60.2 亿元，扣非后归母净利润同比+432.2%至 54.3 亿元，毛利率同比+0.4pcts 至 8.3%。其中，2Q25 公司营业收入同比+13.4%/环比+13.8%至 1,566.6 亿元，归母净利润同比-23.5%/环比-1.0%至 29.9 亿元，扣非后归母净利润同比转正/环比-9.4%至 25.8 亿元，毛利率同比+0.3pcts/环比+0.3pcts 至 8.5%。我们判断，公司 1H25 归母净利润同比下滑主要由于公司改变以往四季度集中减值做法、计提 12 亿元减值准备；扣非后归母净利润同比大幅改善主要受益于整车销量回升（1H25 上汽整车批售销量同比+12.4%至 205.3 万辆，其中 2Q25 上汽整车批售销量同比+11.6%至 110.8 万辆）。

合资板块风险出清，通用五菱盈利修复显著：1H25 公司对联营与合营企业的投资收益同比+19.0%至 26.3 亿元。**1) 上汽大众：**1H25 销量同比-3.9%至 49.2 万辆，归母净利润同比+2.3%至 8.8 亿元（单车盈利同比+6.4%至 0.18 万元）。**2) 上汽通用五菱：**1H25 销量同比+32.2%至 75.3 万辆，归母净利润同比+492.4%至 5.8 亿元（单车盈利同比+348.3%至 0.08 万元）。**3) 上汽通用：**公司已于 4Q24 对上汽通用汽车有限公司及其控股子公司的长期股权投资减值至零，历史包袱出清，对公司报表不再形成拖累。我们判断，合资板块经营风险已基本出清，上汽大众保持稳健，通用五菱强劲复苏，公司合资板块盈利有望持续修复。

自主品牌改革成效显著，尚界合作开启全新增长曲线：1H25 自主品牌销量同比+21.1%至 130.4 万辆，销量占比提升至 63.5%。我们判断，1) 公司积极深化改革，推进自主品牌一体化管理（乘用车对标学习华为 IPD 和 IPMS 模式、优化业务流程；商用车设立上汽商用车董事会和执管会、聚焦轻型商用车+提高运营效率），或持续改善自主品牌经营质量+实现降本增效，逐步实现扭亏为盈；2) 公司与华为合作的“SAIC 尚界”品牌首款车型 H5 将于 9 月上市，首次将华为 ADS 4.0 下探至 20 万元级市场，预售火爆（开启预售 18 小时订单破 5 万台），看好上汽底盘+华为智能化能力双重赋能下尚界车型走量前景。

维持“增持”评级：鉴于公司改革成效显著，我们上调 2025E/2026E/2027E 归母净利润预测 57%/11%/2%至 126.4/145.6/168.2 亿元。我们看好公司品牌/技术/产业链优势带动自主品牌销量增长前景、以及华为赋能下尚界有望开启公司全新增长曲线，上调至“买入”评级。

风险提示：自主品牌发展不及预期；合资减亏幅度不及预期；关税波动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	726,199	614,074	675,799	753,247	800,370
营业收入增长率	0.72%	-15.44%	10.05%	11.46%	6.26%
归母净利润（百万元）	14,106	1,666	12,638	14,559	16,823
归母净利润增长率	12.48%	-88.19%	658.40%	15.20%	15.55%
EPS（元）	1.21	0.14	1.10	1.27	1.46
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.93%	0.58%	4.19%	4.61%	5.06%
P/E	16	132	17	15	13
P/B	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-9-1（注：2023 年股本 116.83 亿，2024 年股本 115.8 亿，2025-2027E 按股本 115.0 计算）

买入（上调）

当前价：19.04 元

作者

分析师：倪昱婧

执业证书编号：S0930515090002

021-52523876

niyj@ebscn.com

分析师：邢萍

执业证书编号：S0930525050001

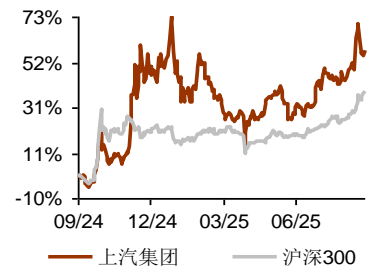
021-52523838

xingping@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	114.95
总市值(亿元)	2188.70
一年最低/最高(元)	11.43/21.19
近 3 月换手率	34.69%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.51	7.98	18.71
绝对	9.61	25.41	57.26

资料来源：Wind

相关研报

1Q25 利润环比改善，重组+对外合作推动自主品牌新发展——上汽集团（600104.SH）2024 年报及 2025 年一季报业绩点评（2025-05-07）

通用亏损拖累业绩表现，2H24E 大众与通用五菱或边际改善——上汽集团（600104.SH）投资价值分析报告（2024-09-01）

黎明将至，强新品周期正在进行时——上汽集团（600104.SH）投资价值分析报告（2023-12-27）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	726,199	614,074	675,799	753,247	800,370
营业成本	652,207	556,450	611,525	673,096	711,170
折旧和摊销	16,829	17,933	18,105	19,123	20,295
税金及附加	4,964	4,931	4,731	5,273	5,603
销售费用	29,879	20,080	20,274	22,597	24,011
管理费用	24,240	21,108	21,626	24,104	25,612
研发费用	18,365	17,650	18,922	21,091	22,410
财务费用	-157	3,054	2,077	3,478	4,225
投资收益	14,949	7,178	18,400	18,872	19,511
营业利润	25,937	10,376	22,570	28,196	32,010
利润总额	25,973	10,511	22,770	28,446	32,310
所得税	5,913	4,678	6,831	9,956	11,309
净利润	20,060	5,833	15,939	18,490	21,002
少数股东损益	5,954	4,167	3,301	3,931	4,179
归属母公司净利润	14,106	1,666	12,638	14,559	16,823
EPS(元)	1.21	0.14	1.10	1.27	1.46

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	42,334	69,268	1,943	5,714	17,442
净利润	14,106	1,666	12,638	14,559	16,823
折旧摊销	16,829	17,933	18,105	19,123	20,295
净营运资金增加	40,803	-67,042	37,581	46,345	23,620
其他	-29,403	116,711	-66,382	-74,313	-43,296
投资活动产生现金流	-42,234	-3,503	-16,796	-15,984	-17,798
净资本支出	-19,031	-19,804	-24,455	-27,385	-29,581
长期投资变化	66,701	60,363	-5,200	-5,436	-5,755
其他资产变化	-89,904	-44,062	12,858	16,837	17,538
融资活动现金流	-10,058	-9,312	33,131	35,053	15,435
股本变化	0	-108	-80	0	0
债务净变化	7,606	-1,409	33,291	38,165	19,079
无息负债变化	2,330	-51,926	37,880	45,642	30,712
净现金流	-9,254	56,247	18,278	24,783	15,079

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	10.2%	9.4%	9.5%	10.6%	11.1%
EBITDA 率	3.2%	3.5%	3.3%	4.4%	5.0%
EBIT 率	0.7%	0.4%	0.6%	1.9%	2.5%
税前净利润率	3.6%	1.7%	3.4%	3.8%	4.0%
归母净利润率	1.9%	0.3%	1.9%	1.9%	2.1%
ROA	2.0%	0.6%	1.5%	1.6%	1.7%
ROE (摊薄)	4.9%	0.6%	4.2%	4.6%	5.1%
经营性 ROIC	1.0%	0.4%	0.9%	2.3%	3.0%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	66%	64%	65%	67%	67%
流动比率	1.13	1.18	1.17	1.16	1.16
速动比率	0.95	1.03	1.02	1.02	1.02
归母权益/有息债务	2.12	2.15	1.81	1.54	1.48
有形资产/有息债务	7.01	6.73	5.92	5.31	5.18

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	1,006,650	957,143	1,045,553	1,147,442	1,217,873
货币资金	143,636	197,978	216,256	241,039	256,118
交易性金融资产	46,688	62,278	64,678	67,078	69,478
应收账款	68,020	69,668	77,977	86,745	87,893
应收票据	9,093	5,468	5,716	6,053	6,776
其他应收款 (合计)	15,946	15,997	15,945	17,591	18,634
存货	98,604	77,277	86,962	97,246	103,468
其他流动资产	153,302	88,411	119,273	157,997	181,559
流动资产合计	619,609	602,142	677,642	771,335	827,353
其他权益工具	13,713	18,265	18,265	18,265	18,265
长期股权投资	66,701	60,363	65,563	70,999	76,754
固定资产	83,891	84,312	87,167	92,625	100,019
在建工程	13,828	11,409	16,002	19,328	22,123
无形资产	20,838	19,403	19,363	19,327	19,294
商誉	1,211	1,198	1,198	1,198	1,198
其他非流动资产	75,791	60,052	66,224	66,224	66,224
非流动资产合计	387,042	355,001	367,911	376,108	390,520
总负债	663,743	610,408	681,580	765,387	815,177
短期借款	44,921	53,690	85,248	122,413	140,492
应付账款	178,673	162,622	184,832	206,807	222,062
应付票据	86,030	78,522	89,352	101,714	111,023
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	86,188	63,633	69,805	77,550	82,262
流动负债合计	547,440	511,929	581,032	663,144	711,221
长期借款	51,455	36,138	37,138	38,138	39,138
应付债券	11,424	4,661	4,661	4,661	4,661
其他非流动负债	38,587	41,159	41,777	42,551	43,493
非流动负债合计	116,303	98,479	100,548	102,242	103,956
股东权益	342,907	346,735	363,973	382,055	402,696
股本	11,683	11,575	11,495	11,495	11,495
公积金	98,288	97,491	97,491	97,491	97,491
未分配利润	167,471	164,859	176,478	187,849	200,974
归属母公司权益	286,319	287,840	301,777	315,928	332,390
少数股东权益	56,588	58,895	62,196	66,127	70,306

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	4.11%	3.27%	3.00%	3.00%	3.00%
管理费用率	3.34%	3.44%	3.20%	3.20%	3.20%
财务费用率	-0.02%	0.50%	0.31%	0.46%	0.53%
研发费用率	2.53%	2.87%	2.80%	2.80%	2.80%
所得税率	23%	45%	30%	35%	35%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.37	0.09	0.28	0.32	0.37
每股经营现金流	3.62	5.98	0.17	0.50	1.52
每股净资产	24.51	24.87	26.25	27.48	28.92
每股销售收入	62.16	53.05	58.79	65.53	69.63

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	16	132	17	15	13
PB	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	20.2	17.1	16.8	12.5	10.9
股息率	1.9%	0.5%	1.5%	1.7%	1.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP