

重组改革扭转局面，拥抱华为破界新生

——上汽集团深度报告

2025 年 9 月 8 日

核心观点

- 整车与零部件制造起步较早，从合资经营到自主开发：**公司的历史可以追溯到 1955 年，经历约七十年发展，成长为国内老牌领军车企。复盘公司的发展历程，可以大致划分为四个阶段。公司前期通过合资经营的模式迅速成长，初步构建了完整的整车制造和零部件供应链和生态体系。2011 年以来，公司依托在合资阶段的技术积累，加快自主创新，建设并壮大一系列自主品牌，朝新能源、智能化、国际化的方向持续迈进。
- 人事业务重整并举，转型改革成果显著：****人事方面**，2024 年以来公司开启了新一轮自上而下的超大规模人事调整，涵盖集团高管、旗下多个重要板块的核心领导，管理层朝年轻化方向发展，有助于构建人才梯队，为公司带来新的管理理念和业务思路；**业务方面**，公司设立大乘用车板块，包括乘用车分公司、上汽国际、研发总院、零束科技、海外出行等企业，对其实施一体化管理，以平台化、扁平化方式，梳理整合现有组织机构，提高运营效率。
- 自主+合资形成多品牌矩阵，尚界 H5 等新车有望提振销量。****自主品牌：1) 定位：**荣威聚焦中高端市场，飞凡回归荣威旗下，双方将在渠道、研发、产品体系等多个层面深度融合。**智己**定位集团内唯一高端智电品牌，品牌向上+技术突围引领销量增长。**2) 结构：**新能源渗透率稳健提升，插电混动对纯电动形成有效动能补充。2025H1 公司自主品牌新能源车销量达 10.01 万辆，占比达 59.96%，呈现稳健提升态势。**3) 技术：**强化自主研发，“七大技术底座”跃迁升级。**合资品牌：1) 上汽大众：**优化产能增效降本，稳销量提盈利，MEB 平台助力上汽大众电动化转型，带动 ID.家族系列销量向上；**2) 上汽通用：**2019 年以来销量业绩双承压，2024 年主动去库带动销量筑底回稳，2025 年将优化产能精简产线，将资源集中于新能源与智能化赛道。尚界 H5 预计 9 月上市，华为高阶智驾渗透至 20 万元以下市场，有望带动公司销量向上。
- 夯实海外经营基础，MG 占领欧洲市场，混动车型成为出口增长新动能。**公司是国内首家“全产业链出海”的汽车企业，目前在海外构建了包括创新研发中心、生产基地、营销中心、供应链中心及金融公司在内的汽车产业全价值链。2025 年，公司发布“Glocal 战略”，正式进入以全球+本土为核心的 3.0 时代。MG 名爵为公司出口销量主力，欧英市场构成 MG 海外销量的底盘，2024 年，MG 品牌在欧洲市场销量达到 24.31 万辆，同比增长 5.5%，其中英国销量达 8.15 万辆，欧洲销量占 MG 品牌海外市场总销量的 22.93%，MG 品牌在欧洲地区的份额持续提升。伴随 MG 品牌海外车型动力形式不断丰富，混动车型的接续推出有助于抵御欧盟对华纯电车型征收 35%关税的不利影响，混动车型将成为 MG 出口欧洲的增长新动能。
- 投资建议：**预计 2025 年~2027 年公司将分别实现营收 6860.11 亿元、7253.66 亿元、7710.00 亿元，分别实现归母净利润 113.87 亿元、129.09 亿元、146.27 亿元，对应 EPS 分别为 0.98 元、1.12 元、1.27 元。综合考虑绝对估值与相对估值，公司合理每股价值区间 23.54 元-27.86 元，对应市值区间为 2707.46 亿元-3202.73 亿元，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**1、新能源汽车销量不及预期的风险；2、市场竞争加剧的风险；3、智能化技术不及预期的风险。

公司盈利预测表（截至 2025.9.7）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	6275.90	6860.11	7253.66	7710.00
收入增长率（%）	-15.73	9.31	5.74	6.29
归母净利润（亿元）	16.66	112.19	129.09	146.27
利润增速（%）	-88.19	573.24	15.07	13.31
EPS（元）	0.14	0.98	1.12	1.27
PE	130.72	19.42	16.87	14.89

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

上汽集团（股票代码：600104.SH）

推荐 首次评级

分析师

石金漫

☎：010-80927689

✉：shijinman_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030002

张禄获

✉：zhangludi_sh@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060002

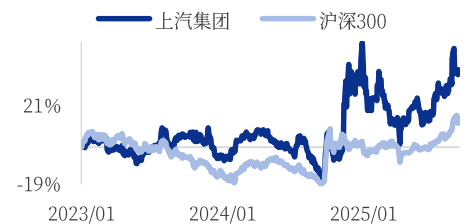
市场数据

2025-9-8

股票代码	600104.SH
收盘价(元)	18.95
上证综指	3,826.84
总股本（亿股）	114.95
实际流通 A 股(亿股)	114.95
流通 A 股市值(亿元)	2,178.36

相对沪深 300 表现图

2025-9-8



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

相关研究

目录

Catalog

一、国内老牌汽车行业领军企业，业绩反转破局新生.....	3
（一）整车与零部件制造起步较早，从合资经营到自主开发.....	3
（二）25H1 销量重回正增长，自主品牌、新能源、海外新三驾马车齐头并进	4
（三）财务分析：业绩拐点已至，费用管控良好	5
二、人事业务重整并举，转型改革成果显著.....	7
（一）超大规模人事调整完毕，业务重组与品牌整合同步推进	7
（二）汽车央企转型迫在眉睫，上海市国资委赋能变革	8
三、自主+合资形成多品牌矩阵，下半年开启新车周期.....	10
（一）自主品牌：品牌焕新激发活力，智能化电动化进阶崛起	10
（二）合资品牌：转入技术输出下半场，奋力开创合资新局面	13
（三）尚界 H5 等新车周期开启，下半年销量有望提振	17
（四）Robotaxi 服务进入准商业化阶段	20
四、夯实海外经营基础，持续开拓全球新市场.....	21
（一）从产品出海到体系出海，Glocal 海外战略 3.0 开启	21
（二）MG 名爵为出口销量主力，欧洲地区和混动车型是份额提升的关键	22
五、投资建议及估值	24
（一）盈利预测	24
（二）估值	26
六、风险提示	27

一、国内老牌汽车行业领军企业，业绩反转破局新生

（一）整车与零部件制造起步较早，从合资经营到自主开发

公司的历史可以追溯到 1955 年，经历约七十年的发展，成长为国内老牌领军车企。复盘公司的发展历程，可以大致划分为四个阶段，公司前期通过合资经营的模式迅速成长，初步构建了完整的整车制造和零部件供应链和生态体系。2011 年以来，公司依托在合资阶段的技术积累，加快自主创新，建设并壮大一系列自主品牌，朝新能源、智能化、国际化的方向持续迈进。

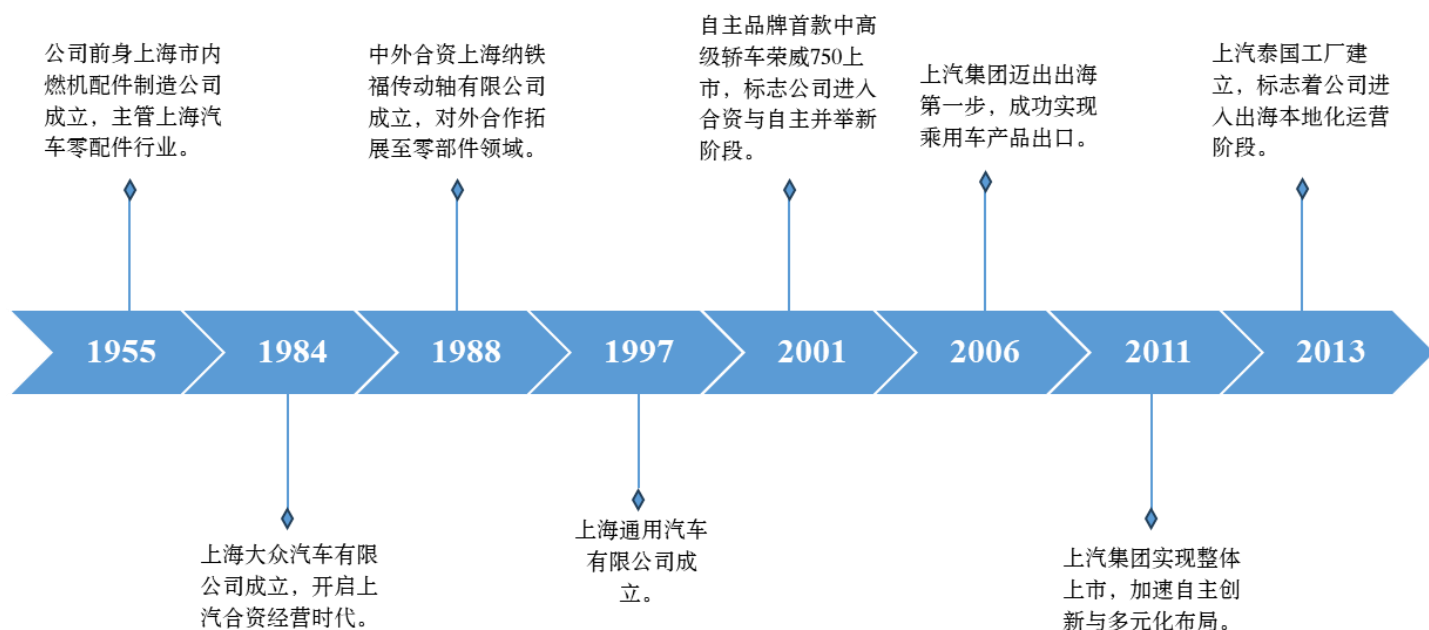
（1）起步与整车制造探索阶段（1955-1978 年）：公司前身为 1955 年 11 月成立的上海市内燃机配件制造公司，主要主管上海汽车零配件行业。1958 年，第一辆凤凰牌轿车在上海汽车装配厂试制成功，标志上海汽车工业轿车制造正式起步。1964 年，凤凰牌轿车改名为上海牌轿车，至 1975 年形成 5000 辆年生产能力，上海成为当时中国批量最大的轿车生产基地之一。

（2）联营与合资经营起步阶段（1979-1997 年）：1984 年 7 月，上海汽车拖拉机工业联营公司成立，成为上汽历史上第一个实质意义上的企业性公司。公司响应改革开放的号召，选择以市场换技术的发展道路，分别于 1985 年、1997 年与德国大众、美国通用成立合资公司，标志着上海汽车工业正式进入对外开放历史新阶段。零部件方面，为降低成本实现国产替代，1988 年公司成立国内首家汽车零部件领域中外合资企业上海纳铁福传动轴有限公司，专注乘用车传动系统的研发生产。

（3）快速发展与多元化阶段（1998-2010 年）：公司不断拓展合资合作领域，成立了多家合资企业，如联合汽车电子有限公司、上海上汽大众销售总公司、安吉天地汽车物流有限公司等，业务涵盖汽车制造、零部件生产、销售、物流等多个领域，逐渐建立了完整的汽车供应链和生态体系。

（4）自主创新与国际化阶段（2011 年至今）：2011 年公司实现整体上市。自主品牌建设方面，公司先后推出了荣威、宝骏、智己等自主品牌；新年源与智能网联方面，公司加大了在相关领域的研发投入，与阿里、华为、中兴通讯等企业开展合作，致力于实现电动化、智能化转型；出海与全球化布局方面，公司积极开展国际化布局，在海外设立工厂、建立研发中心等。

图1：公司的历史可以追溯到 1955 年，经历约七十年的发展，成长为国内老牌领军车企



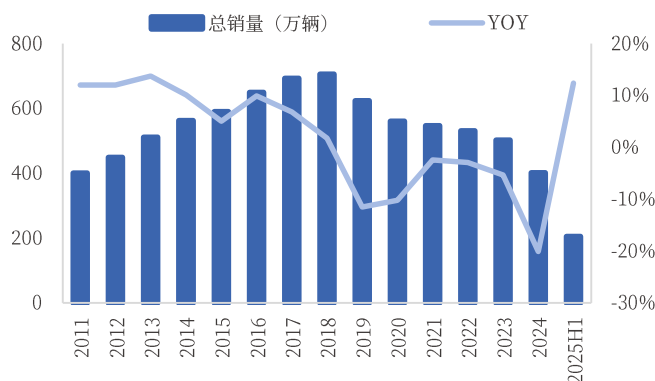
资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

(二) 25H1 销量重回正增长，自主品牌、新能源、海外新三驾马车齐头并进

2019 以来销量承压，2025H1 重回正增长。2019 年以来，国内汽车市场面临车市调整、疫情冲击、芯片短缺等严峻挑战，整体汽车销量进入下行通道，公司整车销量持续承压，2019-2024 年连续六年销量下滑。2025 年上半年，随着宏观经济企稳回升以及一系列促进汽车消费政策利好的延续，国内车市开始回暖，公司 2025H1 实现总销量 205.26 万辆，同比+10.54%，销量重回正增长，今年以来单月销量实现同比六连涨。

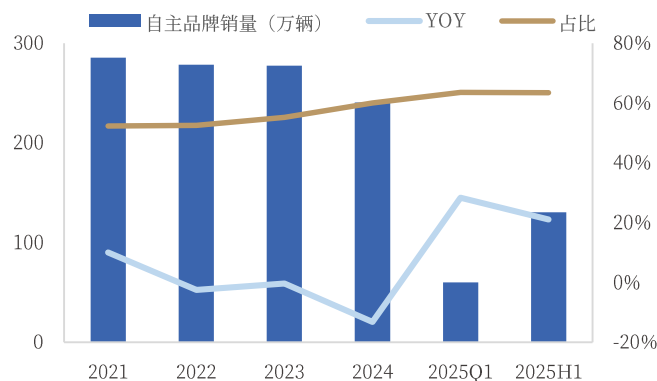
自主品牌销量占比提升，长期目标稳定在 60%以上。2024 年，公司实现总销量 401.30 万辆，同比-20.07%，其中自主品牌销量 240.8 万辆，占公司总销量比重为 60%，较 2023 年提升约 5pct。2025H1，公司实现总销量 205.26 万辆，同比+10.54%，其中自主品牌销售 130.4 万辆，同比+21.1%，占销量比重进一步上升至 63.53%。公司自主品牌销量占比逐步向上，品牌结构持续优化。根据公司全面深化改革工作方案，公司设定了到 2027 年的目标，自主品牌销量占比稳定在 60%以上。

图2：2019 以来销量承压，2025H1 重回正增长



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：2021-2025H1 公司自主品牌销量情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

海外市场继续保持稳健增长势头，出口数量排名仍处于国内领先地位。2015 年以来，公司积极布局海外市场，国际经营步伐全面提速，海外销量占比从 2015 年的 1.46% 上升至 2024 年的 25.88%。2024 年，公司海外销量同比增长 2.60% 至 103.84 万辆，占总销量比重为 25.88%，2025H1 公司实现海外销量 49.41 万辆，同比+1.27%，继续保持稳健增长势头，占销量比重为 24.07%。公司 2016-2023 年连续 8 年成为中国车企出口销量冠军，连续 3 年海外年销量超 100 万辆，欧洲发达国家销量占比达 25%，2024&2025H1 出口销量排名虽有所下滑，但保持前三，仍然处于国内领先地位。

图4：2015-2025H1 公司海外销量情况

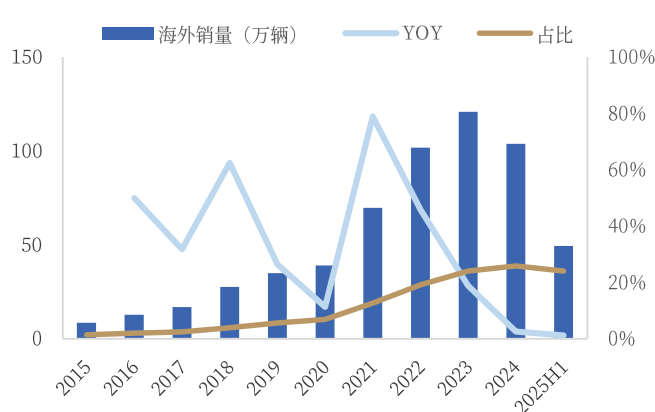
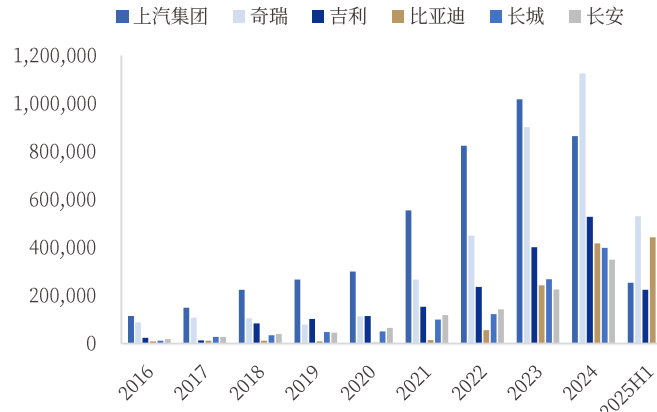


图5：2025H1 公司乘用车出口数量（辆）位居第三

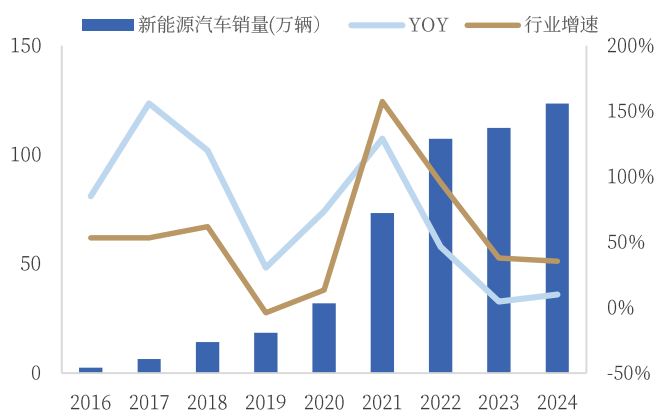


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

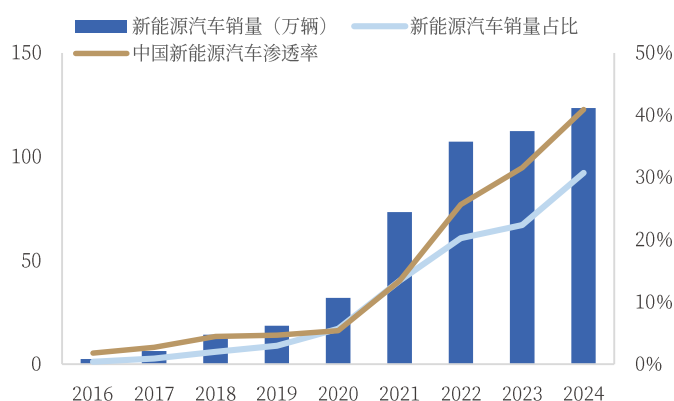
新能源销量暂时落后于行业，2025 年设定更高目标。2019 年起，汽车行业进入电动化转型的关键发展期。虽然公司在 2015 年便率先提出“电动化、智能网联化、共享化和国际化”的“新四化”战略，但在电动化转型的过程中，新能源关键系统和核心部件的布局节奏相对偏慢，因此新能源汽车销量的增速慢于行业增速，对整体销量形成了一定的拖累。2024 年，公司实现新能源汽车销售 123.41 万辆，同比增长 9.89%，占公司总销量比重为 30.75%；2025H1，公司实现新能源汽车销售 64.63 万辆，同比增长 40.19%，占公司总销量比重提升至 31.49%。根据公司全面深化改革工作方案，提出到 2027 年智能电动产品销量占比不低于 60%的目标，公司新能源渗透进程有望提速。

图6：2016-2024 年公司新能源销量及增速情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图7：2016-2024 年中国新能源销量及渗透率情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

（三）财务分析：业绩拐点已至，费用管控良好

以 2018 年为分水岭，2024 年调整筑底，2025H1 实现反转。公司自 2011 年上市以来，营收和归母增速有所放缓，但仍保持正增长。直至 2019 年，国内自主品牌在新能源领域实现弯道超车，公司合资品牌销量承压，自主品牌电动化节奏偏慢，公司业绩呈震荡下滑趋势。2024 年营收 6275.9 亿元，同比-15.73%，2025H1 营收 2995.9 亿元，同比+5.2%；2024 年归母净利润 16.66 亿元，同比-88.19%，2025H1 归母净利润 60.2 亿元，同比-9.21%，扣非后归母净利润 54.31 亿元，同比大幅+432.21%。2024 年业绩下滑较多，主要受到价格战持续升级、新能源增速慢于行业、上汽通用减值计提等因素的影响；2025H1 因自主品牌大幅减亏、合资板块风险出清，业绩企稳，主业经营得到实质性改善。

图8：2011-2025H1 公司营业收入及同比情况

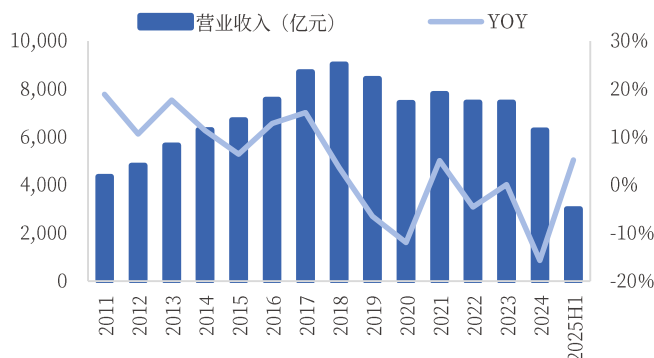
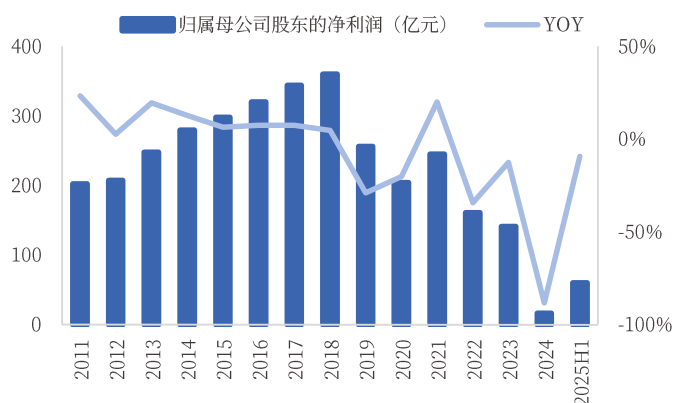


图9：2011-2025H1 公司归母净利润及同比情况

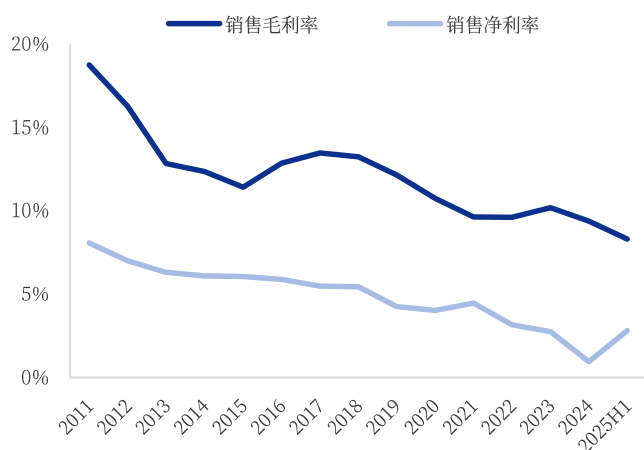


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

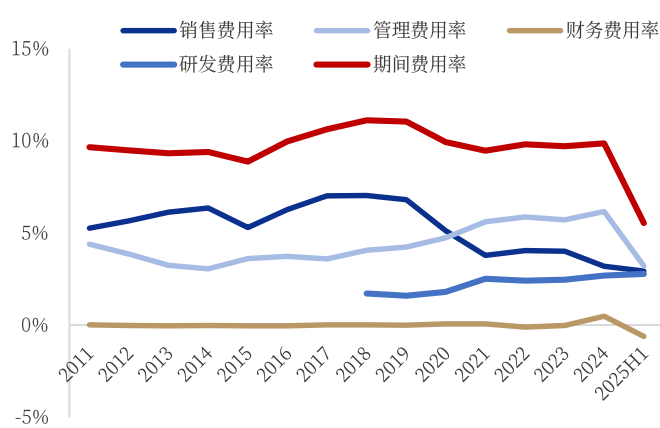
内部整合带动费用率下行，盈利能力有望提升。2011年以来由于行业竞争加剧，价格战愈演愈烈，公司毛利率整体呈下降趋势，由上市时的18.75%下滑至2024年的9.38%，净利率从8.08%下滑至0.95%。2025H1毛利率/净利率分别为8.31%/2.83%，同比分别-0.22pct/+0.15pct，公司运营效率提升，盈利能力有所修复。费用端，公司费用率整体呈下降趋势。2024年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为3.20%、6.18%、0.49%，同比分别-0.81pct、+0.45pct、+0.51pct，2025H1公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为2.93%、3.22%、-0.61%，分别同比-1.19pct、-0.17pct、-1.06pct，公司因内部整合，在费用管控方面取得了一定的成效，整体盈利能力有所提升。

图10: 2011-2025H1 公司毛利率及净利率情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

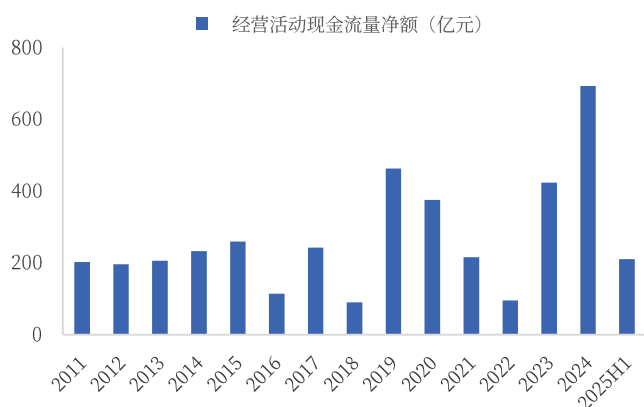
图11: 2011-2025H1 公司费用率情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2025H1 经营现金流净额实现转正，资产负债率进一步下降。2024年公司经营活动现金流量净额为692.68亿元，同比+63.62%，2025H1公司经营活动现金流量净额为210.37亿元，较去年同期改善85.89%，主要得益于利润的增加。2024年公司资产负债率为63.77%，较2023年下降2.17pct；2025H1为61.48%，较2024H1下降2.91pct，资产负债率延续下降趋势。

图12: 2025H1 公司经营活动现金流量净额同比改善 85.89%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: 2025 年 H1 公司资产负债率为 61.48%，同比下降 2.91pct



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、人事业务重整并举，转型改革成果显著

（一）超大规模人事调整完毕，业务重组与品牌整合同步推进

新任管理层排兵布阵，覆盖集团内核心业务板块和岗位。2024年以来，公司开启了新一轮自上而下的超大规模人事调整。**高管层面**，原董事长陈虹退休，原总裁王晓秋接任董事长，原副总裁贾健旭升任公司总裁；**中层方面**，本轮调整涵盖了旗下多个重要板块的核心领导，包括上汽乘用车、上汽名爵、上汽大众、上汽通用、华域汽车等；**业务板块内部**，乘用车板块进行了大规模的梳理，涵盖营销、制造、研发、财务、海外等几乎全部岗位。整体来看，本次公司管理层调整朝年轻化方向发展，有助于公司构建人才梯队，为公司带来新的管理理念和业务思路。

表1：公司进行超大规模人事调整，覆盖核心业务板块和岗位

板块	职位	上一任	继任者	出生年份	年龄	继任者原职位	调整时间
上汽集团	董事长	陈虹	王晓秋	1964 年	61	上汽集团董事、总裁、 党委副书记	7 月 10 日
上汽集团	总裁	王晓秋	贾健旭	1978 年	47	上汽集团副总裁、上汽 大众总经理	7 月 10 日
上汽乘用车	常务副总经理	-	俞经民	1974 年	51	上汽大众党委书记、上 汽大众销售与市场执行 副总经理、上海上汽大 众汽车销售有限公司总 经理	8 月 14 日
上汽乘用车	副总经理	-	祝勇	/		上汽乘用车业务规划和 项目管理部动力驱动平 台执行总监	8 月 14 日
上汽名爵	品牌事业部总经理	陆家俊	周钊	1987 年	38	上汽通用五菱品牌与传 播总经理	12 月 9 日
上汽大众	总经理	贾健旭	陶海龙	1968 年	57	华域汽车总经理	7 月 18 日
上汽大众	销售与市场执行副 总经理、上海上汽 大众汽车销售有限 公司总经理	俞经民	傅强	1977 年	48	上汽大众品牌营销事业 执行总监	8 月 14 日
上汽通用	总经理	庄菁雄	卢晓	/		泛亚汽车技术中心执行 副总经理	8 月 9 日
上汽通用	副总经理	陆一	薛海涛	1982 年	43	上汽通用五菱副总经理	8 月 9 日
上汽通用	党委书记	叶彪	蔡宾	/		上汽集团总裁助理	8 月 9 日
华域汽车	泛亚汽车技术中心 执行副总经理	卢晓	王从鹤	/		泛亚汽车技术中心副总 经理	8 月 9 日
华域汽车	总经理	陶海龙	徐平	1969 年	56	上汽乘用车副总经理	7 月 18 日
上汽大众	销售与市场执行副 总经理、上海上汽 大众汽车销售有限 公司总经理	俞经民	傅强	1977 年	48	上汽大众品牌营销事业 执行总监	8 月 14 日

资料来源：财经汽车公众号，中国银河证券研究院

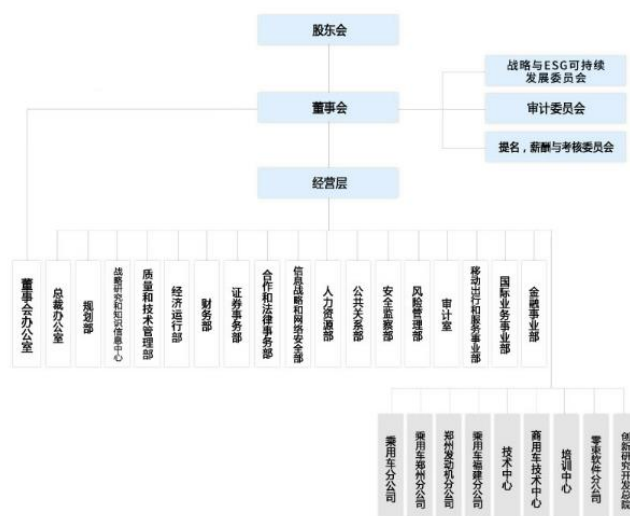
业务整合同步推进，大乘用车板块重组率先突围。公司架构重组主要涉及整车板块和零部件体系，其中大乘用车板块肩负着公司改革攻坚、率先突围的主力军重任。**业务整合方面**，公司设立大乘用车板块，包括乘用车分公司、上汽国际、研发总院、零束科技、海外出行等企业，对其实施一体化管理，以平台化、扁平化方式，梳理整合现有组织机构，提高运营效率。同时，通过统一型谱规划、优化开发流程、加强产品定义等举措，完善产品开发过程中各环节管理工具。**品牌整合方面**，2024年10月，荣威与飞凡两大汽车品牌正式合并，在品牌内涵上，飞凡脱胎于荣威R标，未来将承担荣威品牌高端新能源汽车系列的角色；**业绩考核方面**，为保障重组实际效果，公司实施整体业绩考核，以板块业绩为主导，推动相关企业增强协同、形成合力；**研发体系方面**，零束科技与上汽创新研发总院已经完成合并，上汽总院并入大乘用车板块，成为其下属的研发部门，形成了更加高效的研发资源配置。

图14：公司重组大乘用车板块 致力自主品牌新发展



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

图15：公司组织架构图



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

（二）汽车央国企转型迫在眉睫，上海市国资委赋能变革

中央及地方政府高度重视央国企汽车上市公司改革转型、市值管理等工作。汽车行业作为国民经济支柱产业，与整个国家经济发展、人民生活的改善有着密切的关系，对稳定经济大盘具有重要意义。汽车产业链长、关联度高、辐射面广，与其相关的上下游产业极多，汽车消费在拉动国内需求、提振国民经济方面发挥了不可或缺的作用。近年来，面对全球汽车行业电动化方兴未艾，智能化席卷而来的发展趋势，我国汽车央国企电动化、智能化转型步伐偏慢，在产品竞争力、市场占有率、前瞻性、引领性技术创新等方面还有较大提升空间，受到中央及地方政府的高度重视。2021年以来，国资委、各级政府分别从方向指引、业务考核、市值管理等方面加强对汽车央国企的管理和激励。

表2：中央及地方政府高度重视国央企汽车上市公司改革转型、市值管理等工作

时间	层级	相关政策/领导	具体内容
2021/5/12	上海市	《上海市国资委关于推动提高国有企业上市公司质量的实施意见》	持续优化管企业市值管理绩效评价，加强行为导向，强化结果运用。
2024/3/5	中央	国资委主任张玉卓	国有汽车企业在新能源汽车方面发展还不够快，要调整政策，对三家中央汽车企业，进行新能源汽车业务的单独考核。

2024/4/12	中央	《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	推动上市公司提升投资价值。制定上市公司市值管理指引。研究将上市公司市值管理纳入企业内外部考核评价体系。引导上市公司回购股份后依法注销。鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量。依法严厉打击以市值管理为名的操纵市场、内幕交易等违法违规行为。
2024/3/16	中央	国资委副主任苟坪	当前中央企业发展新能源汽车的步伐还不够快、成效还不够明显，在产品竞争力、市场占有率、前瞻性、引领性技术创新等方面还需加力加速，奋力追赶。要深入实施国有企业改革深化提升行动，凡是有利于把央企新能源汽车搞上去的政策与举措我们都要大胆探索，推动企业心无旁骛搞创新、放开手脚促转型。
2024/7/16	上海市	上海市国资委市值管理工作座谈会	充分认识加强上海国有控股上市公司市值管理工作的特殊重要性，坚持多措并举，提升上海国有控股上市公司市值管理能力和水平。
2024/11/15	中央	《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》	要求上市公司以提高上市公司质量为基础，提升经营效率和盈利能力，并结合实际情况依法合规运用并购重组、股权激励、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方式，推动上市公司投资价值提升。要求主要指数成份股公司披露市值管理制度、长期破净公司披露估值提升计划。
2024/12/17	中央	《关于改进和加强中央企业股上市公司市值管理工作的若干意见》	提出“1+1+3”路径：以质量结构改革为核心，通过优质资产注入、分拆上市、战新布局提升价值；要求增加现金分红、建立回购机制。

资料来源：中国政府网，中国证监会，国资委，上海市国资委，新京报，中国银河证券研究院

公司作为上海龙头车企，在改革和转型过程中获上海市政府的大力支持。上海市政府对公司的支持涵盖政策、市场、技术多个方面，既有地方补贴刺激汽车消费，又以战略规划引导技术攻关，既注重属地化产业链协同，又通过股权合作助力国际化布局。在产业政策方面，鼓励整车企业积极参与汽车芯片投资与布局，支持组建汽车芯片专家组和产业联盟，建立车规级芯片设计和中试的公共服务平台，推动解决汽车芯片研发环节的难题；在产业协同方面，推动上汽集团与中远海运集团、上港集团股权合作，促进三方在汽车供应链、零部件进出口物流等领域深度协同，助力公司拓展海外市场。2024 年，上海市政府领导班子（市委书记陈吉宁，市委副书记、市长龚正）、市国资委分于 11 月和 7 月对公司开展了调研活动，为公司实现转型发展指明方向、出谋划策、提供支持。在上海市政府的赋能下，公司提高核心竞争力，持续巩固了在新能源、智能网联等领域的领先地位，为其向世界一流车企迈进提供了坚实保障。

图16：2024 年 7 月，上海市国资委调研上汽通用



资料来源：上海市国资委，中国银河证券研究院

图17：2024 年 11 月，上海市政府领导班子调研上汽集团



资料来源：上海市国资委，中国银河证券研究院

三、自主+合资形成多品牌矩阵，下半年开启新车周期

（一）自主品牌：品牌焕新激发活力，智能化电动化进阶崛起

1、定位：各品牌主力车型形成错位竞争，定位精准匹配细分市场需求。公司旗下主要包括荣威、名爵、五菱、智己、宝骏、上汽大通六大自主品牌，在定位上既存在关联性，又形成差异化互补，共同构建了公司自主品牌的市场布局。**荣威**主打国潮风格，主要聚焦 30 万以下的价格带，面向追求品质生活、注重科技体验的广泛消费群体；**名爵**主打年轻化、运动化与全球化，主要聚焦 20 万以下价格带，目标群体为追求驾驶乐趣、个性时尚的年轻消费者；**智己**定位高端智能电动领域，面向对前沿科技、高端品质有高要求的消费者；**五菱**以打造“人民的好车”为定位，受众广泛，尤其受追求高性价比、实用车型的消费者喜爱；**宝骏**定位为提供智能舒适出行的品牌，目标客户为追求舒适驾乘体验与智能配置的消费者；**上汽大通**专注商用车领域。

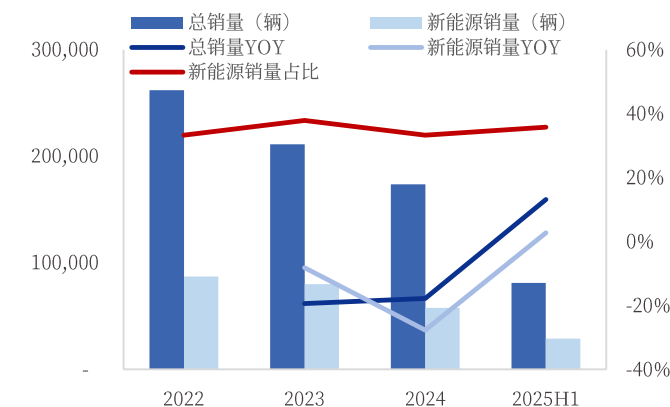
表3：自主品牌定位清晰，精准匹配细分市场需求

品牌	主打风格	用户群体	价格带	主要车型
荣威	国潮、智能网联	追求品质生活、注重科技体验的广泛消费群体	30 万元以下	紧凑型、中大型轿车、SUV 为主为主
名爵	年轻化、运动化与全球化	追求驾驶乐趣、个性时尚的年轻消费者	20 万元以下	小型、紧凑型轿车、SUV 为主为主
智己	中高端新能源	对前沿科技、高端品质有高要求的消费者	20-40 万元	中大型新能源 SUV、轿车
五菱	大众化	追求高性价比、实用车型的消费者	5-15 万元	MPV、SUV、轿车等多个车型
宝骏	智能舒适	追求舒适驾乘体验与智能配置的消费者	5-15 万元	微型、小型、紧凑型新能源车

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

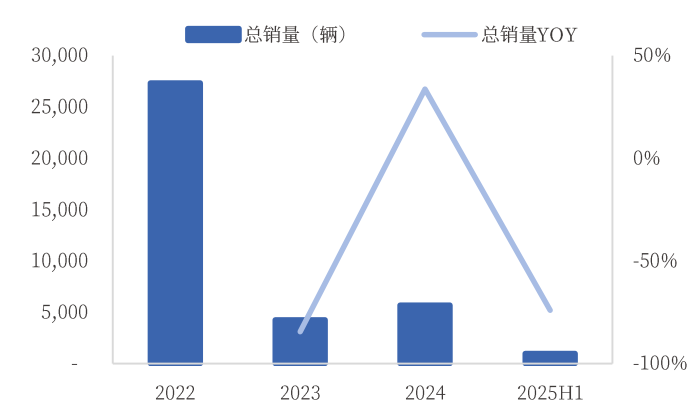
飞凡回归荣威，重塑荣威高端新能源品牌形象。飞凡品牌曾因规划问题自 2018 年以来经历三次品牌变更，从 2018 年的“荣威 MARVEL X”到 2020 年的“R 品牌”，再到 2021 年独立为“飞凡汽车”，频繁更名导致市场和消费者难以对品牌形成清晰有效的辨识和认知。因而飞凡产品市场表现仍然长期不达预期，销量惨淡并且持续下滑，未能在高端新能源细分市场中占领一席之地。荣威的品牌定位也曾发生过多转转变，从初期的“英伦豪华”到 2016 年推出 RX5 向“智能网联”转变，切入紧凑型互联网 SUV 细分市场，2020 年推出新狮标开启“国潮荣威”塑造。不断调整的品牌定位虽顺应市场趋势，但缺乏连贯性与深度聚焦，产品线布局缺乏区分度，不利于品牌形象塑造与口碑积累。随着市场竞争加剧，荣威后续发展未能持续保持优势，在智能网联领域逐渐落后于部分竞争对手。根据 Marklines 数据统计，2024 年荣威品牌销量 17.37 万辆，同比减少 13.13%，新能源车型销量 5.78 万辆，同比减少 27.07%，新能源车型占比为 33.3%；飞凡品牌 2024 年销量仅 5672 辆，较 2022 年下降 79.25%，2025H1 销量仅 964 辆，较 2024H1 下降 74.08%，

图18: 荣威品牌 2024 年销量同比减少 13.13%



资料来源: MarkLines, 中国银河证券研究院

图19: 飞凡品牌销量持续低迷, 2024 年销量不足 6000 辆



资料来源: MarkLines, 中国银河证券研究院

随着飞凡回归荣威旗下，预计荣威与飞凡将在渠道、研发、产品体系等多个层面深度融合。**产品层面**，飞凡将承担荣威品牌高端系列的角色，并且未来将依托荣威 DMH 等混动技术扩大产品线推出插混或增程车型，而荣威将继续发挥其在智能化、年轻化等方向的优势。**渠道层面**，截至 2024 年年底，已有超过 100 家荣威飞凡经销商门店开业，试图通过扩大销售网络来提升品牌影响力和产品销量；**研发层面**，荣威和飞凡将由集团创新研究开发总院共同负责研发工作，有望通过整合研发资源，提高研发效率，推出更具竞争力的产品。

图20: 荣威飞凡品牌融合



资料来源: 上汽乘用车公众号, 中国银河证券研究院

图21: 荣威飞凡双授权店相继开业

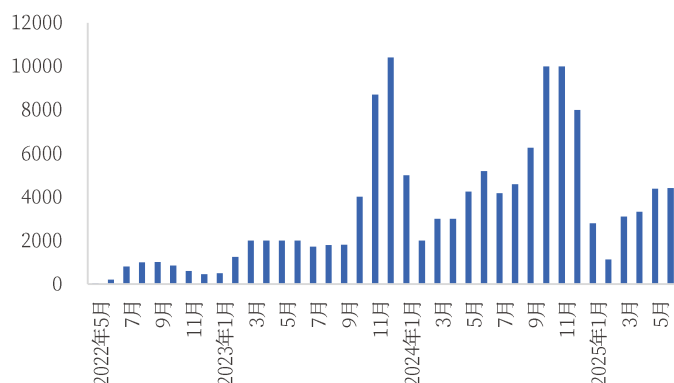


资料来源: 中国汽车报, 中国银河证券研究院

智己定位集团内唯一高端智电品牌，品牌向上+技术突围引领销量增长。智己定位为公司高端电动化的技术尖兵，品牌自 2020 年由上汽集团、张江高科和阿里巴巴集团联合创立以来，在高端智能电动领域迅速崛起。**产品方面**，智己构建了丰富且针对性强的产品矩阵，涵盖纯电、增程等动力形式，以及轿车、SUV 等车种。2023 年上市的热款车型 LS6 在中大型纯电 SUV 市场表现出色，2024 年成为该细分市场销量冠军，满足家庭出行及对空间、通过性有需求的消费者。2025 年规划推出 3 款纯电车型与 2 款增程车型，涵盖轿车、SUV 等细分市场，如全新智己 L6 定位中大型轿车，凭借顶尖科技配置吸引追求性能与智能体验的用户；下半年即将推出的增程版车型搭载下一代超级增程技术，将进一步拓宽用户群体。**技术方面**，智己选择以“全栈自研+生态合作”双轮驱动，一方面自研线控底盘、数字座舱等底层架构，另一方面引入阿里 AI 大模型，构建“可插拔式 AI 矩阵”，固态电池、灵蜥数字底盘、800V 高压平台、高阶辅助驾驶等关键技术均已实现突破。2025 年 4 月 23 日，智己于上海车展正式发布线控数字底盘技术，近 5 米长的车身可实现 4.69 米的极致转弯半径，响应速度比传统液压系统快 2~3 倍，制动距离缩短 6%~8%，是 L3、L4 级高阶智驾的完美搭

档。四季度，搭载前后纯线控转向的第三代技术将在智己全新旗舰车型上首发，届时智己将成为今年下半年率先实现纯线控转向技术量产上车的品牌。

图22：2023 年伴随 LS6 推出智己销量增长显著



资料来源：MarkLines，中国银河证券研究院

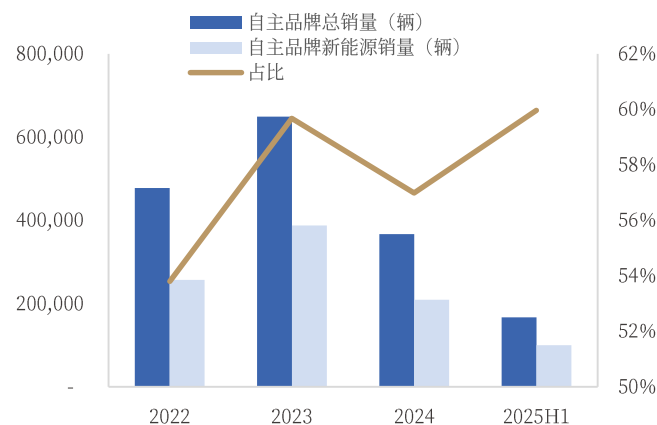
图23：智己发布线控数字底盘技术，下半年率先量产上车



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

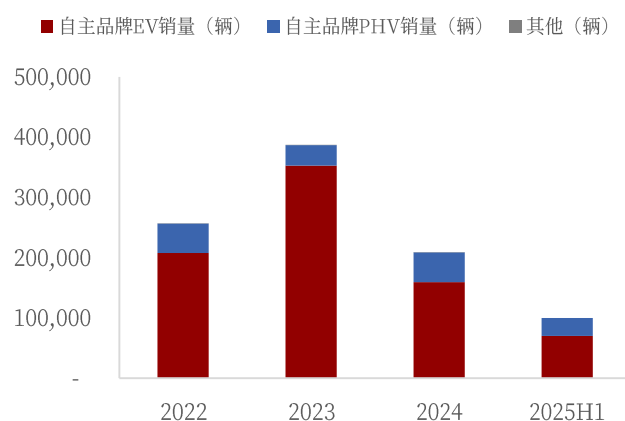
2、结构：新能源渗透率稳健提升，插电混动对纯电动形成有效动能补充。2025H1 公司自主品牌新能源车型销量达 10.01 万辆，占比达 59.96%，呈现稳健提升态势；分结构来看，新能源车型以纯电动为主，2025H1 纯电动与插电混动车型分别销售了 7.03 万辆与 2.97 万辆，占新能源车型的比例分别为 70.28 与 29.72%。从趋势上看，插电混动占比逐步提升，2025H1 插电混动占比 2024 年提升了 6.07pct，主要得益于公司先后发布荣威 D5X DMH、iMAX8 DMH 等车型，进一步完善自主品牌插电混动产品布局。预计随着飞凡、智己等全新车型的上市放量，自主品牌将在新能源各个细分动能领域形成更为完善的产品矩阵，新能源车型占比有望持续提升。

图24：公司自主品牌新能源渗透率呈上升态势



资料来源：MarkLines，中国银河证券研究院

图25：自主品牌新能源销量结构中，PHV 占比逐步提升



资料来源：MarkLines，中国银河证券研究院

3、技术：强化自主研发，“七大技术底座”跃迁升级。多年以来，公司专注打造纯七大技术底座，包括纯电（上汽星云）、混动（上汽珠峰）、氢能平台（上汽星河）三大整车技术底座和电池（魔方）、电驱（绿芯）、动力总成（蓝芯）系统、智能车全栈解决方案（零束银河）四大关键系统技术底座，在智能网联新能源汽车新赛道跑出创新发展加速度。**全新星云平台**“一度电续驶里程”挑战实现行业领先的 12 公里目标，比现有水平提升超过 30%；**全新“珠峰”机电一体化整车架构**最高油电转化效率超过 3.75kWh/L，已在荣威 D7 DMH 上得以体现；**全新“星河”电氢一体化整车架构**增程型燃料电池电堆 P4M 系统额定功率 45kW，常用工作点效率大于 50%，最高效率突破 55%，荣威 iMAX8 氢燃料增程式混合动力 MPV 基于此架构开发。**动力系统方面**，公司规划 2026 年全固态电池量产，能量密度超过 400wh/kg；电驱总成功率密度 4.4kW/kg，领先行业平均水平 40%

以上；混动驱动系统总效率将进一步提升 10%，其中混动专属发动机热效率突破 46%。**智能车全栈解决方案方面**，零束全栈 3.0 全面落地，将有效降低整车低压功耗，控制器数量减少一半以上，数据带宽提升 5 倍，线束长度减少 30%，OTA 下载和安装时间均可缩短至 30 分钟以内。目前，3.0 方案能够实现“中央集中式+区域控制”，重点攻关成本控制和 L3 级自动驾驶，未来 4.0 方案将重点攻关类智能人架构、AI 大模型、AI OS，支持 L4/L5 级自动驾驶。

表4：公司“七大技术底座”包括三大整车技术底座和四大关键系统技术底座



资料来源：盖世汽车，中国银河证券研究院

“七大技术底座”2.0 全面赋能公司旗下各自主品牌全新车型。2024 年 5 月 24 日，公司正式发布 2.0 版本的新一代底座技术，2.0 版本在 1.0 版本基础上新增了固态电池、能量闭环系统、高效动力总成、智能底盘、全栈软件架构和全新电子架构等六大核心技术，形成完整的电动智能网联解决方案，未来将全面赋能公司旗下各自主品牌全新车型。

表5：“七大技术底座”2.0 未来将全面赋能公司旗下各自主品牌全新车型

技术底座	具体规划
固态电池	2026 年，全固态电池量产，能量密度超过 400wh/kg。
能量闭环	挑战纯电整车能耗“每度电 12 公里”行业新纪录。
动力总成	2026 年，电驱总成功率密度 4.4kW/kg，领先行业平均水平 40%以上；混动驱动系统的热效率提升到 46%。
智能底盘	至 2026 年，融合整车运动集成控制（VMC）技术的线控底盘系统，将分阶段投入量产应用，为用户提供更安全、更灵敏的驾乘体验。
全栈方案	2025 年，“中央计算+区域控制”智能车全栈解决方案 3.0 全面落地，实现“舱、驾、算、联”四域合一，支持 L3 级量产自动驾驶。

资料来源：上汽集团公众号，中国银河证券研究院

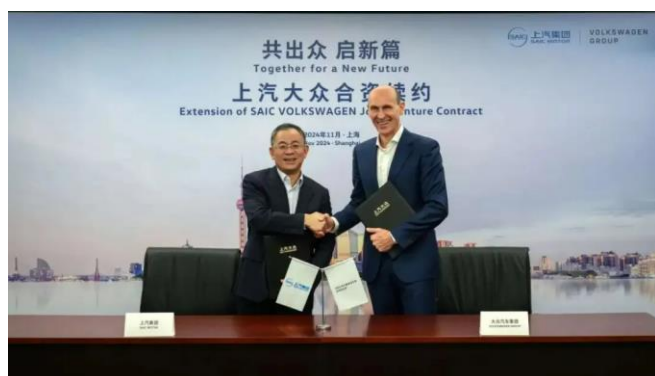
（二）合资品牌：转入技术输出下半场，奋力开创合资新局面

1、上汽大众：优化产能增效降本，稳销量提盈利。

合资合营期限再次延长至 2040 年，“AUDI”发布首款高端智能网联车型。2024 年 11 月，公司和德国大众提前续签合资协议，将合资合营期限再次延长至 2040 年，进一步稳定长期合作伙伴关系。奥迪与公司宣布合资创办新品牌“AUDI”，并推出了概念车型 AUDI E，将基于智能数字平

台 ADP 打造多款豪华智能电动新车。2025 年 8 月，首款高端智能网联车型奥迪 A5L 上市，该车型搭载华为高阶驾驶辅助系统，开启全新的本土化开发合作模式。

图26：公司与德国大众合资合营期限再次延长至 2040 年



资料来源：公司公众号，中国银河证券研究院

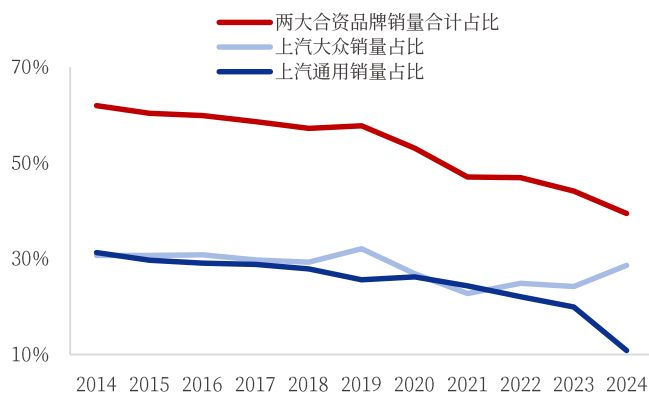
图27：公司与奥迪创办新品牌“AUDI”并推出概念车型 AUDI E



资料来源：公司公众号，中国银河证券研究院

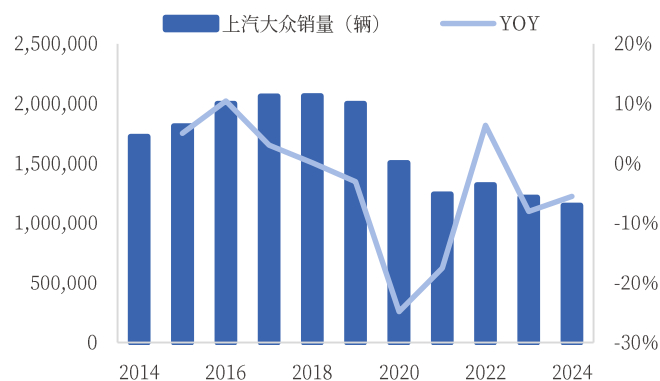
2019 年起销量业绩承压，盈利性挑战较大。在 2014 年-2018 年期间，集团的销量与利润曾高度依赖大众和通用两大合资品牌，2014 年上汽通用、上汽大众合计销量占集团总销量的比例超过 60%。2018 年上汽大众营收和利润规模达到顶峰，分别为 2593 亿元和 280.16 亿元。但随着国内新能源渗透率持续提升和市场竞争加剧，国内自主品牌新能源汽车销量对合资品牌燃油车形成挤压，销量和业绩开始下滑，2024 年上汽大众实现营业总收入 1357.35 亿元，较 2018 年下滑 47.65%，归母净利润 47.4 亿元，较 2018 年下滑 83.08%。

图28：2014 年上汽通用、上汽大众合计销量占比超过 60%



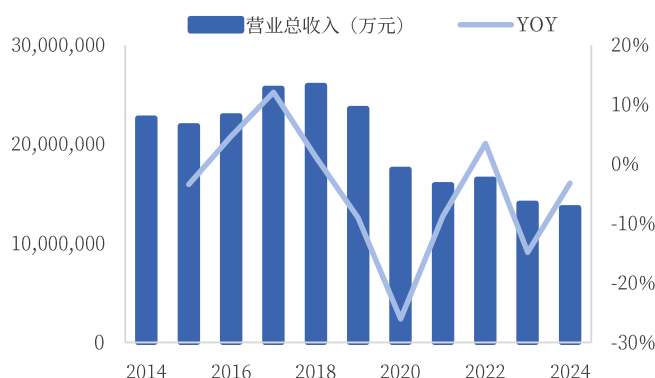
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图29：2020 年起上汽大众销量开始下滑



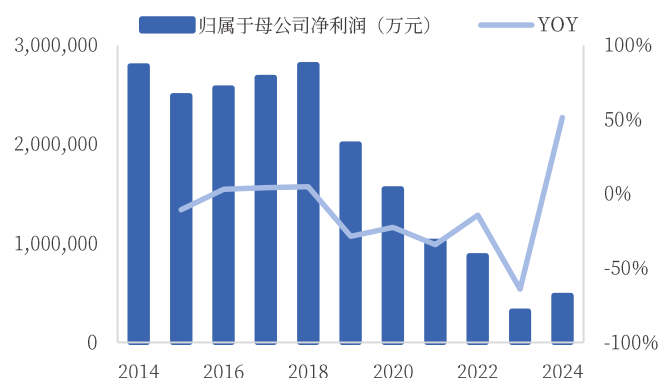
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图30：2019 年起上汽大众营业收入开始下滑



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图31：2019 年起上汽大众归母净利润快速下滑



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

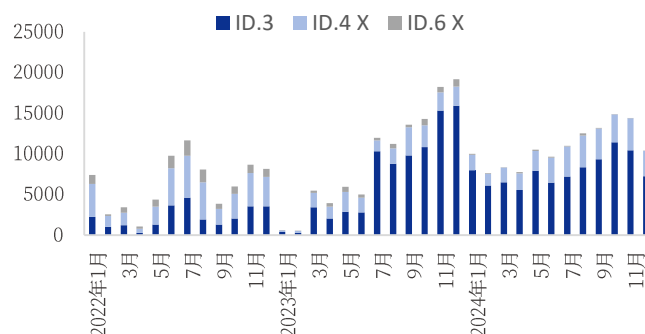
MEB 平台助力上汽大众电动化转型，带动 ID.家族系列销量向上。MEB 平台是大众汽车集团专为电动汽车打造的模块化平台，为上汽大众的电动化转型提供了多方面的有力支持。MEB 平台具有极强的扩展性，可根据不同车型的用途，配置不同容量的电池，适配从紧凑型到厢型货车等多种车身类型。基于此平台上汽大众推出了 ID.家族车型，包括 ID.4X、ID.6X、ID.3 等，满足不同消费者的需求。ID.家族车型受到市场认可，销量稳步提升。根据 MarkLines 数据统计，2024 年 ID.家族系列销量达 13.02 万辆，同比增长 23.8%。其中 ID.3 表现最为亮眼，于 2024 年 11 月达成了累计销量 20 万辆的里程碑，拿下年度“合资纯电销冠”及“A 级两厢车销冠”两个桂冠。我们认为在 MEB 平台赋能下，ID.家族系列市场影响力将不断攀升，带动销量持续向上，助力上汽大众加快电动化和智能化升级步伐。

图32：MEB 平台是大众首款为大规模生产开发的电动车模块化平台



资料来源：上汽大众官网，中国银河证券研究院

图33：ID.家族车型销量稳步提升，ID.3 销量占比最高

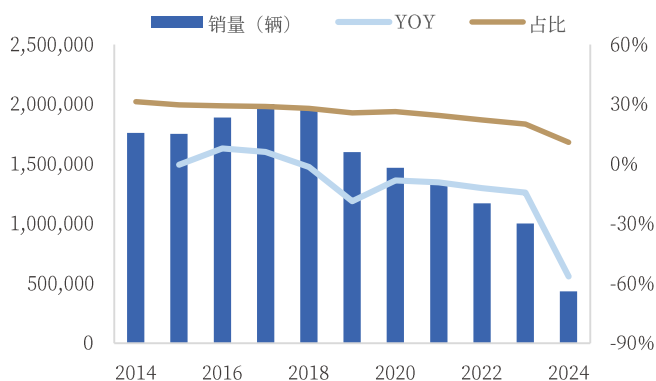


资料来源：MarkLines，中国银河证券研究院

2、上汽通用：去库压力充分释放，轻装上阵重新出发。

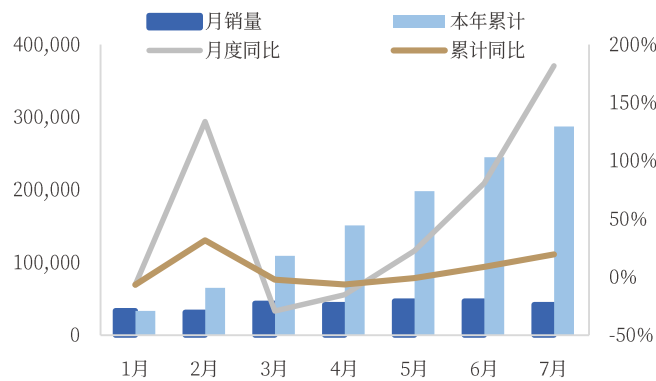
2019 年以来销量业绩双承压，2024 年主动去库带动销量筑底回稳。上汽通用于 2017 年达到销量巅峰 200.02 万辆，后续因新能源转型较慢销量逐渐下滑，2023 年销量下降至 100.1 万辆，6 年 CAGR 为-10.90%。2024 年上汽通用主动降低批发销量以去库存，全年销量降至 43.50 万辆，同比减少 56.54%。2024 年上汽通用实现营业总收入 687.47 亿元，较巅峰 2018 年下滑 69.86%，归母净利润-266.88 亿元，较巅峰 2016 年下滑 257.47%。2024Q4 上汽通用计提资产减值准备 232.12 亿元，其中存货减值 4.56 亿元，主要用于处理滞销燃油车库存。2025 年 1-7 月，上汽通用累计销量 28.73 万辆，同比增长 19.43%，销量有望实现筑底回稳。

图34：2019 年起上汽通用销量开始下滑



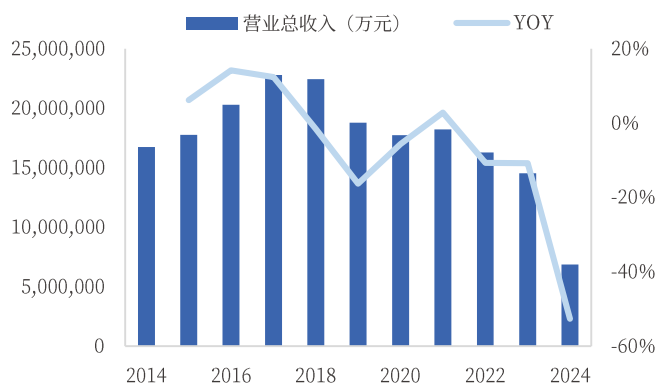
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图35：2025 年 1-7 月，上汽通用累计销量 28.73 万辆，同增 19.43%



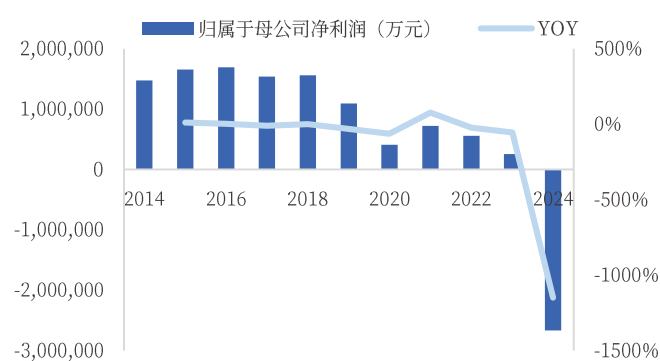
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图36：2018年起上汽通用营业收入开始下滑



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图37：2018年起上汽通用归母净利润快速下滑



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

稳燃油与促电车同步进行，本土化开发合作模式再升级。2024年下半年起，上汽通用启动“大单品策略”，积极“做减法”，精简产品序列。**别克品牌**稳住基本盘，以GL8、昂科威等车型为支柱，2024年4月，重磅车型别克GL8陆尊PHEV上市，实现新旧动能转换的同时守住了别克的基本盘，帮助GL8重回MPV销量榜首；**凯迪拉克**突围高端市场，推出XT5、CT5等车型的增换购政策，大幅提升品牌竞争力；**雪佛兰**聚焦收缩与转型，大幅削减燃油车产品线，聚焦新能源（如Equinox EV），通过清仓策略为转型腾出资源。2025年4月，由中国团队100%本土研发的架构“逍遥超级融合架构”正式发布。这款架构可覆盖MPV、SUV、轿车三种全车身形式，兼容纯电、插混、增程三种动力形式，并支持前驱、后驱、四驱三种驱动模式，专门针对中国市场，能根据用户需求多维拓展。下半年，基于该款架构打造的别克至境（新能源高端子品牌）首款车型L7面向30万元级豪华轿车市场，将成为上汽通用下半年转型的重中之重。

图38：别克GL8陆尊PHEV帮助GL8重回MPV销量榜首



资料来源：别克官网，中国银河证券研究院

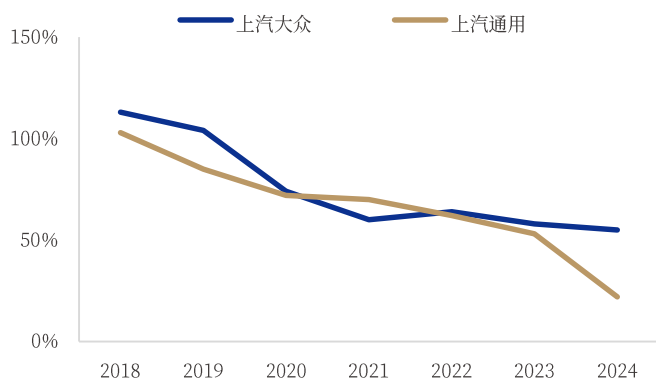
图39：别克至境首款车型L7基于“逍遥超级融合架构”打造



资料来源：别克官网，中国银河证券研究院

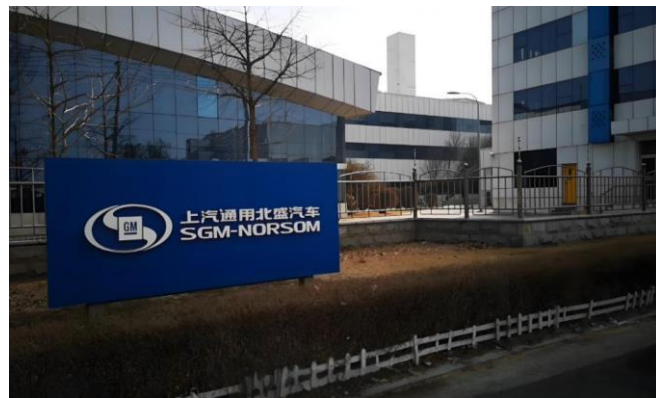
优化产能精简产线，将资源集中于新能源与智能化赛道。上汽通用产能主要分布在上海、烟台、武汉、沈阳等地，2024年上汽通用设计产能为190.8万辆，产能利用率仅为22%。2024年12月4日，通用汽车宣布计划对其在中国合资企业录得26亿美元至29亿美元的非暂时性减值，此外计提因实施重组计划导致的约27亿美元额外股权损失，其中包括合资公司将确认的与工厂关闭和削减不盈利的车型所产生的费用。2025年上半年，经经济观察网确认，上汽通用即将关闭沈阳北盛工厂，北盛工厂成立于2004年，是上汽通用在中国的四大生产基地之一，主要生产别克GL8、昂科威、昂科旗等车型，年产能50万辆。我们认为伴随过剩产能的削减，上汽通用将把资源集中于新能源与智能化赛道，公司销量与业绩有望迎来长期转型和发展。

图40：2024 年上汽通用产能利用率仅为 22%



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图41：上汽通用即将关闭沈阳北盛工厂



资料来源：金融界，中国银河证券研究院

（三）尚界 H5 等新车周期开启，下半年销量有望提振

新车型规划方面，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。

表6：上汽集团 2025 年下半年新车发布计划

	分公司	品牌	车型	级别	能源类型	价格带	计划上市时间
自主品牌	上汽通用五菱	五菱	五菱星光 2025 款	中型车	PHEV/EV	10-15 万元	8 月
	上汽乘用车	荣威	荣威 M7 DMH	中大型车	PHEV	15-20 万元	预计下半年
	智己汽车	智己	智己 LS9	大型 SUV	PHEV	30-50 万元	预计四季度
	上汽乘用车	名爵	全新 MG 4	紧凑型车	EV	5-15 万元	8 月
	上汽乘用车	尚界	尚界 H5	中型 SUV	PHEV/EV	15-25 万元	9 月
合资品牌	上汽大众	大众	朗逸 Pro	紧凑型车	ICE	5-15 万元	预计下半年
		大众	新凌渡 L	紧凑型车	ICE	15-20 万元	预计下半年
	上汽奥迪	奥迪	E5 Sportback	中型车	EV	25-35 万元	8 月 18 日预售
	上汽通用	别克	至境 L7	中大型车	PHEV	30-40 万元	预计下半年
		别克	全新 GL8 陆尊 PHEV	中大型 MPV	PHEV	35-45 万元	8 月

资料来源：上汽集团公众号，汽车之家，中国银河证券研究院

尚界 H5 依托上汽增程系统（综合续航 1360km）+华为 ADS 4.0 智驾（192 线激光雷达+4D 毫米波雷达），实现“同级低价、同价高配”的差异化竞争，打造爆款。预计稳态月销量可维持在 2 万台/月。H5 自 2025 年 8 月 25 日开启预售以来，订单表现极为强劲，预售价 16.98 万元起，1 小时内小订突破 2.5 万台，18 小时内订单量突破 5 万台，展现出极高的市场热度。作为华为与上汽深度合作的首款车型，尚界 H5 凭借全系标配鸿蒙座舱、HUAWEI ADS 4 智驾系统、大空间与高性价比等优势，迅速成为 20 万元级 SUV 市场的焦点。

表7：尚界品牌定位及特色

一、产品战略：技术下沉与市场覆盖	
定价与定位	尚界首款车型 H5 定位 15-20 万级主流 SUV 市场（增程版 16.98 万起，纯电顶配 20.98 万），是鸿蒙智行价格下探的关键棋子。依托上汽增程系统（综合续航 1360km）+华为 ADS 4.0 智驾（192 线激光雷达

	+4D 毫米波雷达)，实现“同级低价、同价高配”的差异化竞争，直面比亚迪宋 PLUS、特斯拉 Model Y 等竞品。
技术整合路径	短期：首款 H5 基于上汽存量车型（荣威 ES39 雏形）快速优化，主打成本控制与智驾方案下沉。 长期：2026 年规划三款全新车型，覆盖更多细分市场，采用华为全链路主导的“纯血鸿蒙智行”模式（独立研发+产销服一体化）。
产能	上汽临港超级工厂改造完成，年产能规划 40 万台
二、渠道革命：重构经销商生态	
渠道扩张爆发	超 1500 家经销商报名入局，单月新增 500 家，含保时捷、沃尔沃等豪华品牌 4S 店转投。主因传统燃油车毛利率降至不足 4%，而尚界渠道毛利超 15%。
双网服务模式创新	专属用户中心：提供豪华级服务（如保时捷管家体系）； 鸿蒙智行中心：依托华为 2000 余家门店快速下沉，支持 IoT 生态互联（手表/手机控车）。 三四线城市覆盖率已达 40%，服务响应时效缩短至行业均值 1/3。
三、行业影响：改写市场格局	
销量预期	短期：H5 预售 1 小时订单破 2.5 万台，18 小时达 5 万台，若渠道交付能力兑现（单店月均 100 台），首月销量可突破 1.5 万辆；2025 年内交付量或达 5-8 万台。 长期：三款车型目标年销 50 万辆，有望成为 20 万级 SUV “现象级爆款”。
产品力降维打击	智能配置碾压同级：对比零跑 C11、比亚迪宋 PLUS 等竞品，华为 ADS 4.0 系统（支持无图城市 NOA、跨层泊车）形成 3-5 万元溢价空间。

资料来源：上汽集团公众号，中国银河证券研究院

尚界 H5 预计 9 月上市，华为高阶智驾渗透至 20 万元以下市场。2025 年 4 月，公司与华为深度合作智能汽车品牌“尚界”于上海国际车展正式亮相，双方采用“智选车模式”。7 月，工信部发布第 397 批《道路机动车辆生产企业及产品公告》，尚界 H5 定位中型 SUV，尺寸为 4780/1910/1657mm，轴距 2840mm。提供纯电与增程版本，纯电版 CLTC 续航 655km，电机功率 150/180kW；增程版综合续航超 1300km，搭载 1.5L 增程器（72kW）+150kW 电机。智能化方面搭载华为 ADS 4 辅助驾驶系统、鸿蒙 OS4.0 座舱等科技。我们认为，尚界品牌是公司和华为的强强联合，公司具备领先的整车制造能力和海外布局，有望补足华为在量产交付和全球化渠道的短板；首款车型定位 15-25 万元区间，标志着华为从中高端市场向大众市场渗透，覆盖全价格带，产品矩阵更加完善；华为以智能驾驶、座舱等核心技术赋能，强大营销和渠道能力有望带动公司销量向上。

图42：尚界 H5 定位中型 SUV，预计 9 月上市



资料来源：公司公众号，中国银河证券研究院

图43：尚界 H5 一小时小订突破 2.5 万台



资料来源：公司公众号，中国银河证券研究院

华为汽车的竞争力主要体现在其强大的全栈自研技术能力、深度的生态整合以及清晰的战略定位。依托在 ICT 领域的深厚积累，华为将智能驾驶、智能座舱、动力系统和车云协同等核心技术全面融入汽车业务，形成了以“鸿蒙智行”为核心的智能汽车解决方案。在智能驾驶方面，华为 ADS 系统采用“激光雷达+视觉融合”技术路线，结合自研 MBC 芯片与升腾算力平台，已在无高精地图的城市领航场景中实现领先落地，具备高安全性和稳定性。尽管特斯拉在数据闭环和纯视觉算法上具有先发优势，但华为凭借全栈自研能力和本土化适配，在中国市场展现出强劲竞争力。

华为汽车业务的核心竞争力建立在技术、生态整合与战略合作三大支柱之上，在当前新能源和智能化汽车市场展现出独特优势。

表8：华为汽车核心竞争力分析

核心优势	具体情况
智能驾驶与算力优势	乾崮智驾 ADS 系统（ADS 4.0 为代表）在无高精地图环境下实现全场景城市 NCA，支持自动泊车、跨层巡航等复杂功能。通过激光雷达+多传感器融合感知技术，实测事故率降低 37%。 数据飞轮效应： 海量用户驾驶数据反哺算法优化，形成技术迭代闭环，拉开与竞品代际差（如系统响应延时降低 50%）。
鸿蒙智能座舱生态	支持手机、平板、家居设备无缝互联，超级桌面实现应用跨端流转，语音交互支持多意图指令连续执行。岚图知音、智界 R7 等车型搭载鸿蒙 5.0 座舱后，交互体验获年轻用户认可。
三电与底盘技术	DriveONE 电驱平台实现 98%能效转化率，问界 M9 搭载后续航达 1402km（增程版）；

途灵智能底盘融合空气悬架+CDC 阻尼调节，奔驰 GLS 用户实测反馈优于传统豪车底盘表现。

资料来源：鼎帷咨询，中国银河证券研究院

(四) Robotaxi 服务进入准商业化阶段

公司在 Robotaxi 领域已形成从技术研发、车辆量产到商业运营的完整生态闭环。2025 年 5 月，上汽享道出行与自动驾驶企业 Momenta 达成战略合作，基于上汽智己 LS6 的硬件平台打造 Robotaxi 车队。该方案复用量产车传感器（激光雷达、摄像头等），显著提升硬件稳定性，降低改装成本，为规模化落地奠定基础。

表9：公司 Robotaxi 进展与核心优势分析

核心优势	具体情况
技术突破：前装量产与无图方案	飞轮大模型”实现多城市快速适配： Momenta 的飞轮大模型技术突破传统高精地图限制，通过数据驱动实现不同城市道路环境的快速适配。目前已在上海、苏州等地验证复杂场景处理能力，如环岛通行、高速变道、避让行人等“零接管”表现。 自研 L4 级智驾系统： 公司旗下赛可智能（SAIC AI LAB）研发的高阶自动驾驶系统，搭载于智己 L7 定制车型，具备道路理解与长尾场景应对能力，2024 年 7 月获上海首批无驾驶人示范应用许可。
商业化落地：双牌照与场景创新	上海唯一“双牌照”企业： 2025 年 7 月，上汽集团同时获得乘用车（享道 Robotaxi）和商用车（友道智途）示范运营牌照，成为上海唯一覆盖两大领域的自动驾驶运营主体。牌照允许在特定区域开展收费服务，标志商业化进入新阶段。 首创文旅-机场联动机场景： 2025 年 8 月开通上海迪士尼度假区至浦东机场 L4 专线，成为全国首个打通高快速路与地面道路的自动驾驶旅游专线。用户通过享道 APP 一键呼叫，全程免费（示范阶段），覆盖迪士尼酒店、生态园路等热门点位。 规模化运营数据领先： 车队规模：近 100 台（2025 年 6 月数据）；累计订单：超 30 万单，自动驾驶里程达数百万公里；安全记录：自 2021 年 12 月上线以来安全运营近 5 年。
生态协同	公司构建了车辆（智己）+技术（Momenta/赛可智能）+平台（享道出行） 的闭环生态。 车辆端：智己 L7/LS6 提供定制化前装平台，硬件与量产车同源； 技术端：Momenta 主攻算法与飞轮模型，赛可智能负责系统集成与路测； 运营端：享道出行整合网约车调度经验，实现精细化场景运营（如迪士尼专线潮汐派车）
战略意义与未来规划	技术反哺量产车：Robotaxi 路测数据直接用于优化智己 IM AD 辅助驾驶系统，加速 L2-L4 技术迭代 定义“技术平权”目标：推动自动驾驶从“实验室”走向“城市动脉”，目标是让 Robotaxi 成为市民日常出行选择。 2025-2027 年关键目标：据上海《模速智行》计划，2027 年实现 L4 载客超 600 万人次，上汽计划扩大车队至千台级，并探索海外复制模式。

资料来源：上汽集团公众号，中国银河证券研究院

图44：公司打造的全球首个基于前装量产的 Robotaxi 车队



资料来源：上汽集团公众号，上汽出行与服务公众号，中国银河证券研究院

四、夯实海外经营基础，持续开拓全球新市场

（一）从产品出海到体系出海，Glocal 海外战略 3.0 开启

积极布局海外市场，建立完备的出海体系。公司是国内首家“全产业链出海”的汽车企业，目前在海外构建了包括创新研发中心、生产基地、营销中心、供应链中心及金融公司在内的汽车产业全价值链，产品和服务进入全球 100 多个国家和地区。**生产研发销售方面**，公司在海外拥有 3 大创新研发中心（伦敦、硅谷、特拉维夫）、3 座整车制造基地（泰国、印尼、印度）和 1 座 KD 工厂（巴基斯坦）、100 多个零部件生产研发基地和 3000 多个营销服务网点；**生态链协同方面**，公司在印尼建立首家海外金融服务公司，为当地经销商及终端消费者提供全面的汽车金融贷款及保险服务；安吉海外全价值链汽车物流业务覆盖近 40 个国家，开通东南亚、墨西哥、南美西、欧洲 6 条自营国际航线。

表10：公司已在亚洲建立四大生产基地，并计划拓展非洲、拉美等地区

	工厂	投产/规划时间	品牌	年产能	规划布局
已有产能	泰国工厂	2014 年	名爵	20 万辆	-
	印尼工厂	2017 年	五菱、名爵	15 万辆	-
	印度工厂	2019 年	名爵	10 万辆	-
	巴基斯坦 KD 工厂	2020 年	名爵	2.5 万辆	-
规划产能	埃及工厂	2024 年 12 月	名爵	-	公司与埃及曼苏尔集团签署战略合作技术协议，开启 MG 品牌在埃及本地生产组装项目。
	墨西哥工厂	2024 年 8 月	名爵	-	计划在墨西哥建设制造工厂和研发中心。

资料来源：公司官网，新浪财经，中国银河证券研究院

图46: 安吉物流投资建造的全球最大汽车滚装船“安吉安盛”号交付首航



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

“全球+本土”出海模式跃迁，公司海外战略开启 3.0 时代。2025 年 4 月 23 日，公司正式发布海外战略 3.0——“Glocal 战略”，即“全球+本土”的组合战略。公司海外战略经历了以产品出口为核心的 1.0 时代、以本地化运营为核心的 2.0 时代，将正式进入以全球+本土为核心的 3.0 时代。公司物流体系的全球化布局为区域联动提供了强力支撑，5 月公司依托旗下安吉物流投资建造的全球最大的汽车滚装船“安吉安盛”及其姐妹船“安吉宏盛”交付首航，有助于公司降低单车物流成本，掌握出海物流供应链的主动权。未来 3 年，公司将依托自身深厚的电动智能网联技术积累，打造包括 SUV、轿车、MPV、皮卡在内的 17 款全新海外车型，搭载全新 HEV 混合动力系统的车型将覆盖全球主流细分市场，固态电池等颠覆性技术也将实现落地应用。

战略阶段	时间	战略定位	标志事件
1.0	2001-2012 年	产品出口	2001 年，上汽第一次实现乘用车产品出口； 2006 年，上汽通用五菱开始出海，早期主要是往南美国国家少量出口； 2007 年，60 辆 MG 新车出口智利，开启“海外第一步”； 2012 年，MG 焕新回归诞生地英国，上汽成功在欧洲市场投放新车。
2.0	2013-2024 年	本地化运营	2013 年，上汽泰国工厂建立； 2015 年，确立以印尼为重心的出海策略，开始在当地建立整车工厂； 2019 年，印度整车基地正式建成投产，MG 品牌以新能源产品大举进入欧洲市场，全球销售 30 万辆，MG ZS 首次成为“中国单一车型海外销量冠军”； 2023 年，公司自营的宁德-墨西哥航线首发启航，上汽通用五菱与印尼政府签署新能源项目投资谅解备忘录，公司宣布将在欧洲建厂； 2024 年，公司旗下高端纯电品牌智己汽车正式进军全球市场。
3.0	2025 年起	全球+本土	4 月 23 日，公司正式发布海外战略 3.0——“Glocal 战略”； 5 月 15 日，公司旗下安吉物流投资建造的全球最大汽车滚装船“安吉安盛”交付首航； 5 月 23 日，上汽通用五菱全球第 300 万辆新能源汽车在印尼下线，神炼电池正式在印尼生产线投产； 6 月 13 日，“安吉宏盛”轮正式命名交付并开启首航，远赴欧洲。

资料来源：上汽集团公众号，上海国资委，中国银河证券研究院

（二）MG 名爵为出口销量主力，欧洲地区和混动车型是份额提升的关键

MG 品牌出海产品线不断丰富，海外车型高售价带动盈利提升。公司分别于 2004、2007 年收购罗孚 75 平台和 MG 品牌，名爵曾属于英国皇室御用品牌，具备一定的海外认知度，为出口奠定了良好的品牌基础。2022 年，MG 品牌推出中国汽车工业首款全球车 MG4 EV。截至目前，MG 品牌已推出轿车、SUV 等十多款产品，全球累计销量超 500 万辆，在海外 20 多个国家位列销量 TOP10。从售价看，MG 品牌海外销售价格普遍高于国内指导价约 40% 以上，预计在出口价差、规模效应和精细化管理的带动下，公司海外市场盈利能力会有较大的提升空间。

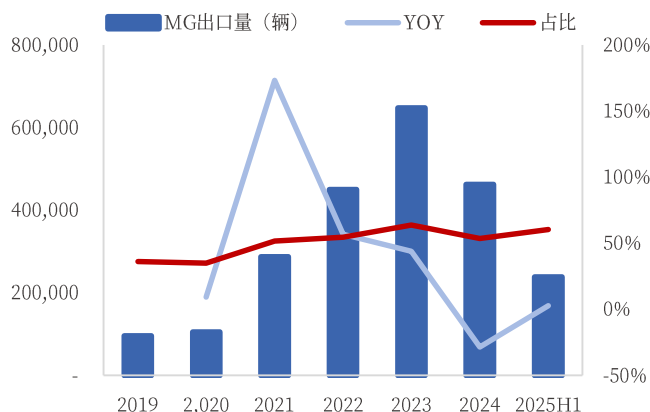
表12: MG 品牌海外销售价格普遍高于国内

车型	定位	国际上市时间	国内指导价	英国指导价	泰国指导价	墨西哥指导价
名爵 ZS	小型燃油 SUV	2017 年-至今	2022 款 8.58 万元	2.00 万英镑 (19.52 万元)	59.90 万泰铢 (13.15 万元)	37.49 万墨西哥比索 (14.49 万元)
名爵 HS	小型燃油 SUV	2019 年-至今	2020 款 11.98 万元	2.60 万英镑 (25.37 万元)	-	48.09 万墨西哥比索 (18.58 万元)
名爵 4EV	紧凑型纯电汽车	2023 年三季度	13.98 万元	2.70 万英镑 (26.36 万元)	70.99 万泰铢 (15.59 万元)	-
名爵 3	小型两厢混动	2024 年一季度	-	1.90 万英镑 (18.54 万元)	57.99 万泰铢 (12.73 万元)	40.99 万墨西哥比索 (15.81 万元)
Cyberster	敞篷纯电跑车	2024 年三季度	31.98 万元	5.50 万英镑 (53.74 万元)	249.90 万泰铢 (54.85 万元)	132 万墨西哥比索 (51.04 万元)
名爵 ES5	紧凑型纯电 SUV	2025 年一季度	11.69 万元	2.85 万英镑 (27.80 万元)	73.99 万泰铢 (16.27 万元)	-

资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

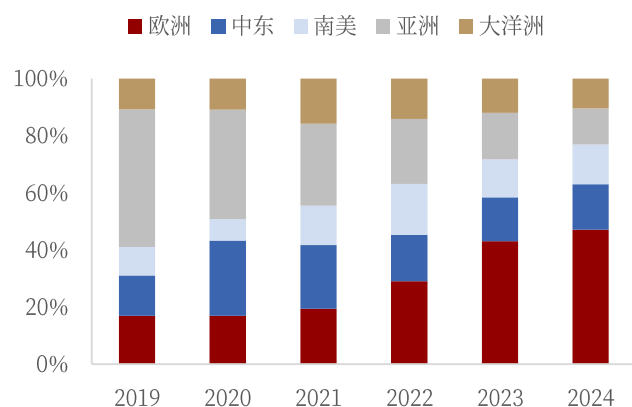
MG 成为公司出口销量主力品牌，欧英市场构成 MG 海外销量的基盘。从出口数量看，MG 出口数量在 2023 年达到顶峰，超过 64 万辆，2025H1，MG 出口数量为 23.86 万辆，同比增长 2.75%，实现维稳向上；**从销量占比看**，MG 出口数量在公司出口总量的占比从 2019 年的 36.17% 提升至 2025H1 的 60.40%；**从出口地区看**，欧英市场是公司全球化战略基盘，目前已建有欧洲设计中心，正在筹建欧洲工程中心，以及探索欧洲本土化方案。2024 年，MG 品牌在欧洲市场销量达到 24.31 万辆，同比增长 5.5%，其中英国销量达 8.15 万辆，欧洲销量占 MG 品牌海外市场总销量的 22.93%，MG 品牌在欧洲地区的份额持续提升。

图47: 2025H1 MG 出口数量 23.86 万辆，同比增长 2.75%



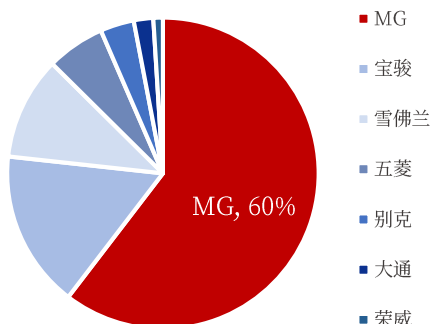
资料来源: MarkLines, 中国银河证券研究院

图48: 2019-2024 年 MG 欧洲销量占比持续提升



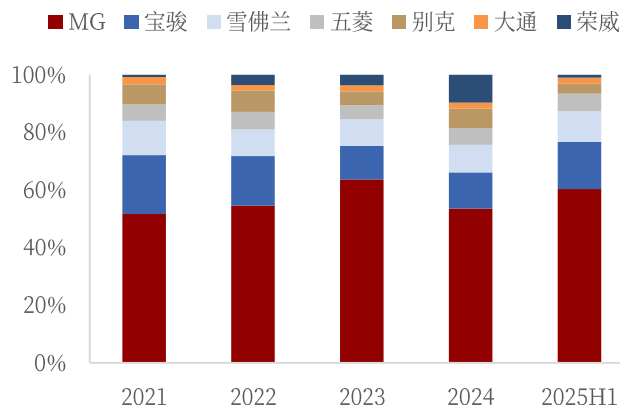
资料来源: MarkLines, 中国银河证券研究院

图49：2025H1 MG 出口数量占公司出口总量的 60.4%



资料来源：MarkLines，中国银河证券研究院

图50：2021-2025H1，MG 持续成为公司出口销量主力品牌



资料来源：MarkLines，中国银河证券研究院

混动车型助力规避欧洲关税，将成为 MG 出口新的增长点。此前 MG 4 EV、MG ZS EV 等纯电车型在欧洲市场实现热销，自 2024 年下半年起，因纯电车型受欧盟反补贴税影响销量有所下滑，公司调整出口战略，多款混动车型相继上市，成为出口欧洲的主力，凭借高性价比、低使用成本及智能化优势，赢得海外用户青睐。以 MG ZS Hybrid+ 为例，其以低于 1.5 万欧元的价格切入雷诺 Clio 与达契亚 Sandero 的价格区间，带动 MG ZS 在西班牙市场实现 5 月销量超 5300 辆，同比增长 114%，成为当地增速最快的车型之一。我们认为伴随 MG 品牌海外车型动力形式不断丰富，混动车型的接续推出有助于抵御欧盟对华纯电车型征收 35% 关税的不利影响，混动车型将成为 MG 出口欧洲的增长新动能。

图51：2025 年 MG ZS Hybrid+ 混动车型在欧洲市场实现热销



资料来源：搜狐汽车，中国银河证券研究院

图52：未来 2 年 MG 将推出 13 款纯电、插混、增程的新能源产品



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

五、投资建议及估值

（一）盈利预测

（1）合资板块：上汽大众 2025 年聚焦稳销量、稳盈利、稳市占率，下半年伴随新产品发力，预计销量与去年基本持平，盈利保持平稳；上汽通用 2024 年主动去库存导致批发端明显下滑，2025 年风险因素已基本消除，销量有望筑底企稳，营收降幅有望收窄。整体来看，合资品牌智能化电动

化不断升级，尤其是上汽奥迪与华为合作等有望进一步推动品牌高端化，2025 年合资品牌销量预计企稳，2026 年销量有望回升，进而实现营收恢复增长。

(2) 自主板块：荣威经过与飞凡品牌的整合，定位注重性价比的下沉市场，受益于更加丰富的产品矩阵，在 2024 年销量触底后有望快速反弹，带动营收修复；品牌渠道、研发等方面的整合有望实现协同降本，毛利率有望提升。智己增程车型上市后，动力形式进一步丰富，海外布局提速，成功切入欧洲新能源汽车高增长赛道，后续销量有望实现明显增长，进而带动营收稳步增长。名爵在海外市场重点发力，混动车型的接续推出有助于抵御欧盟对华纯电车型征收 35%关税的不利影响，出口有望带动销量逐步回暖，进而带动营收稳步增长。尚界新车发布有望借力华为智能驾驶、座舱等核心技术、强大营销和渠道能力，带动销量打开新局面。预计 2025-2027 年整车板块收入同比将分别增长 4.91%、3.62%、6.15%，毛利率分别为 3.75%、4.46%、5.00%。

(3) 零部件板块：公司零部件板块聚焦新赛道，加快提升技术能级，加大新市场开拓，通过数智化能力搭建等举措，跟踪用户需求变化，强化穿透式管控，切实增强全链条的成本竞争力和抗风险能力。预计 2025-2027 年零部件板块收入同比将分别增长 8.56%、8.70%、6.67%，毛利率分别为 17.39%、18.22%、18.75%。

表13： 预计 2025 年公司收入同比增长 9.31%至 6860.11 亿元

		2024	2025E	2026E	2027E
整车业务	收入（亿元）	3,812.62	4,000.00	4,145.00	4,400.00
	YOY	-24.56%	4.91%	3.62%	6.15%
	毛利率	3.86%	3.75%	4.46%	5.00%
零部件业务	收入（亿元）	1,906.76	2,070.00	2,250.00	2,400.00
	YOY	4.26%	8.56%	8.70%	6.67%
	毛利率	17.91%	17.39%	17.78%	18.75%
贸易及其他业务	收入（亿元）	421.36	500.00	550.00	600.00
	YOY	11.02%	18.66%	10.00%	9.09%
	毛利率	20.77%	19.00%	18.18%	20.00%
金融业务	收入（亿元）	135.16	130.00	125.00	110.00
	YOY	-26.96%	-3.82%	-3.85%	-12.00%
	毛利率	85.15%	84.62%	84.80%	85.45%
合计	收入（亿元）	6275.90	6860.11	7253.66	7710.00
	YOY	-15.73%	9.31%	5.74%	6.29%
	毛利率	9.38%	11.09%	11.47%	12.04%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

预计 2025 年~2027 年公司将分别实现营收 6860.11 亿元、7253.66 亿元、7710.00 亿元，分别实现归母净利润 113.87 亿元、129.09 亿元、146.27 亿元，其中 2025 年利润增长较快原因是 2024 年公司合资品牌上汽通用因去库存计提大额减值对利润造成拖累，2025 年减值拖累减轻，叠加自主品牌逐步减亏、与华为合作新车上市带动销量向上，公司盈利能力有望持续回升。对应 EPS 分别为 0.98 元、1.12 元、1.27 元。

表14： 预计 2025 年公司实现营收 6860.11 亿元，实现归母净利润 113.87 亿元

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	6275.90	6860.11	7253.66	7710.00
收入增长率（%）	-15.73	9.31	5.74	6.29
归母净利润（亿元）	16.66	112.19	129.09	146.27
利润增速（%）	-88.19	573.24	15.07	13.31

EPS (元)	0.14	0.98	1.12	1.27
PE	130.72	19.42	16.87	14.89

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 估值

绝对估值法: 采用 DCF 绝对估值法进行估值, 在加权平均资本成本 (WACC) 正负波动 0.5%、永续增长率 (g) 正负波动 0.5% 的情况下, 公司合理每股价值区间为 27.75 元-27.86 元, 对应市值区间为 3189.96 亿元-3202.73 亿元。

表15: 基本假设及关键参数

估值假设	假设参数	说明
预测期年数	20	-
过渡期年数	3	-
过渡期增长率	3.00%	假设公司永续增长率为 3%
永续增长率 g	1.50%	假设公司永续增长率为 1.5%
贝塔值 (β)	1.90	取公司上市以来 Beta (频率为周度), 标的指数为沪深 300
无风险利率 Rf (%)	1.50%	取 2025 年 9 月 8 日 10 年期国债收益率
市场的预期收益率 Rm (%)	18.00%	参考沪深 300 历史平均收益率, 假设市场预期收益率为 18%
有效税率 T (%)	40.00%	参考公司近几年平均有效税率
债务资本成本 Kd	2.89%	-
债务资本比重 Wd	38.16%	-
股权资本成本 Ke	32.85%	-
加权平均资本成本 WACC	20.98%	-

资料来源: 中国银河证券研究院

表16: 现金流折现估值表

估值假设	
FCFF 预测期现值 (亿元)	261.74
FCFF 过渡期现值 (亿元)	2.46
FCFF 永续价值现值 (亿元)	3.61
企业价值 (亿元)	267.82
加: 非核心资产价值 (亿元)	4,783.26
减: 付息债务 (亿元)	1,243.96
减: 少数股东权益 (亿元)	611.45
股权价值 (亿元)	3,195.67
总股本 (亿股)	114.95
每股价值 (元)	27.80

资料来源: 中国银河证券研究院

表17: 敏感性分析

永续增长率	WACC						
	19.48%	19.98%	20.48%	20.98%	21.48%	21.98%	22.48%
0.00%	27.85	27.83	27.81	27.80	27.78	27.77	27.75

0.50%	27.85	27.83	27.82	27.80	27.78	27.77	27.75
1.00%	27.86	27.84	27.82	27.80	27.78	27.77	27.75
1.50%	27.86	27.84	27.82	27.80	27.78	27.77	27.75
2.00%	27.86	27.84	27.82	27.80	27.78	27.77	27.75
2.50%	27.86	27.84	27.82	27.80	27.78	27.77	27.75
3.00%	27.86	27.84	27.82	27.80	27.79	27.77	27.75

资料来源：中国银河证券研究院

相对估值法：我们选取具有代表性的整车制造龙头企业比亚迪、长城汽车、长安汽车、江淮汽车作为可比公司。截至 2025 年 9 月 7 日，2024-2026 年可比公司 PE 均值分别为-5.74 倍、124.26 倍、29.01 倍。当前公司受通用大幅减值影响导致业绩明显下滑、估值偏高，但 2025 年开始有望明显恢复。考虑到公司新能源转型以及出海的销量增长潜力，给予公司 2025 年 20-22 倍 PE，合理每股价值区间为 23.54 元-25.90 元，对应市值区间为 2707.46 亿元-2978.20 亿元。综合考虑绝对估值与相对估值，公司合理每股价值区间 23.54 元-27.86 元，对应市值区间为 2707.46 亿元-3202.73 亿元，给予“推荐”评级。

表18：可比公司估值（数据截至 2025 年 9 月 7 日）

代码	名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
002594.SZ	比亚迪	107.26	9,371.90	13.84	5.34	6.08	7.75	20.09	17.64
601633.SH	长城汽车	26.07	2,034.10	1.49	1.63	1.92	17.50	15.99	13.58
000625.SZ	长安汽车	12.46	1,096.85	0.74	0.76	0.91	16.84	16.39	13.69
600418.SH	江淮汽车*	53.35	1,165.17	-0.82	0.12	0.75	-65.06	444.58	71.13
	平均		3,417.00				-5.74	124.26	29.01

资料来源：Wind，中国银河证券研究院（*采用 Wind 一致预期）

六、风险提示

- 1、新能源汽车销量不及预期的风险。**当前国内新能源市场发展逐渐成熟，新能源市场可能出现销量增长放缓的风险，使得公司可能面临产品销量不及预期的风险，影响公司的业绩增长；
- 2、市场竞争加剧的风险。**当前新能源车市场参与者众多，公司可能面临市场竞争加剧的风险，影响公司的销量增速与产品价格，进而影响公司营收与盈利能力的增长；
- 3、智能化技术不及预期的风险。**智能化技术是公司产品的核心竞争力，但高阶智能驾驶等技术难度较高，发展不及预期可能影响公司核心竞争力的提升。

图表目录

图 1: 公司的历史可以追溯到 1955 年, 经历约七十年发展, 成长为国内老牌领军车企	3
图 2: 2019 以来销量承压, 2025H1 重回正增长	4
图 3: 2021-2025H1 公司自主品牌销量情况	4
图 4: 2015-2025H1 公司海外销量情况	4
图 5: 2025H1 公司乘用车出口数量 (辆) 位居第三	4
图 6: 2016-2024 年公司新能源销量及增速情况	5
图 7: 2016-2024 年中国新能源销量及渗透率情况	5
图 8: 2011-2025H1 公司营业收入及同比情况	5
图 9: 2011-2025H1 公司归母净利润及同比情况	5
图 10: 2011-2025H1 公司毛利率及净利率情况	6
图 11: 2011-2025H1 公司费用率情况	6
图 12: 2025H1 公司经营活动现金流量净额同比改善 85.89%	6
图 13: 2025 年 H1 公司资产负债率为 61.48%, 同比下降 2.91pct	6
图 14: 公司重组大乘用车板块 致力自主品牌新发展	8
图 15: 公司组织架构图	8
图 16: 2024 年 7 月, 上海市国资委调研上汽通用	9
图 17: 2024 年 11 月, 上海市政府领导班子调研上汽集团	9
图 18: 荣威品牌 2024 年销量同比减少 13.13%	11
图 19: 飞凡品牌销量持续低迷, 2024 年销量不足 6000 辆	11
图 20: 荣威飞凡品牌融合	11
图 21: 荣威飞凡双授权店相继开业	11
图 22: 2023 年伴随 LS6 推出智己销量增长显著	12
图 23: 智己发布线控数字底盘技术, 下半年率先量产上车	12
图 24: 公司自主品牌新能源渗透率呈上升态势	12
图 25: 自主品牌新能源销量结构中, PHV 占比逐步提升	12
图 26: 公司与德国大众合资合营期限再次延长至 2040 年	14
图 27: 公司与奥迪创办新品牌 “AUDI” 并推出概念车型 AUDI E	14
图 28: 2014 年上汽通用、上汽大众合计销量占比超过 60%	14
图 29: 2020 年起上汽大众销量开始下滑	14
图 30: 2019 年起上汽大众营业收入开始下滑	14
图 31: 2019 年起上汽大众归母净利润快速下滑	14
图 32: MEB 平台是大众首款为大规模生产开发的电动车模块化平台	15
图 33: ID.家族车型销量稳步提升, ID.3 销量占比最高	15
图 34: 2019 年起上汽通用销量开始下滑	15
图 35: 2025 年 1-7 月, 上汽通用累计销量 28.73 万辆, 同增 19.43%	15

图 36: 2018 年起上汽通用营业收入开始下滑	16
图 37: 2018 年起上汽通用归母净利润快速下滑	16
图 38: 别克 GL8 陆尊 PHEV 帮助 GL8 重回 MPV 销量榜首	16
图 39: 别克至境首款车型 L7 基于“逍遥超级融合架构”打造	16
图 40: 2024 年上汽通用产能利用率仅为 22%	17
图 41: 上汽通用即将关闭沈阳北盛工厂	17
图 42: 尚界 H5 定位中型 SUV, 预计 9 月上市	19
图 43: 尚界 H5 一小时小订突破 2.5 万台	19
图 44: 公司打造的全球首个基于前装量产的 Robotaxi 车队	21
图 45: 公司全球化经营布局	22
图 46: 安吉物流投资建造的全球最大汽车滚装船“安吉安盛”号交付首航	22
图 47: 2025H1 MG 出口数量 23.86 万辆, 同比增长 2.75%	23
图 48: 2019-2024 年 MG 欧洲销量占比持续提升	23
图 49: 2025H1 MG 出口数量占公司出口总量的 60.4%	24
图 50: 2021-2025H1, MG 持续成为公司出口销量主力品牌	24
图 51: 2025 年 MG ZS Hybrid+混动车型在欧洲市场实现热销	24
图 52: 未来 2 年 MG 将推出 13 款纯电、插混、增程的新能源产品	24
公司盈利预测表 (截至 2025.9.7)	1
表 1: 公司进行超大规模人事调整, 覆盖核心业务板块和岗位	7
表 2: 中央及地方政府高度重视国央企汽车上市公司改革转型、市值管理等工作	8
表 3: 自主品牌定位清晰, 精准匹配细分市场需求	10
表 4: 公司“七大技术底座”包括三大整车技术底座和四大关键系统技术底座	13
表 5: “七大技术底座” 2.0 未来将全面赋能公司旗下各自主品牌全新车型	13
表 6: 上汽集团 2025 年下半年新车发布计划	17
表 7: 尚界品牌定位及特色	17
表 8: 华为汽车核心竞争力分析	19
表 9: 公司 Robotaxi 进展与核心优势分析	20
表 10: 公司已在亚洲建立四大生产基地, 并计划拓展非洲、拉美等地区	21
表 11: 公司海外战略经历了 1.0 到 3.0 时代	22
表 12: MG 品牌海外销售价格普遍高于国内	23
表 13: 预计 2025 年公司收入同比增长 9.31%至 6860.11 亿元	25
表 14: 预计 2025 年公司实现营收 6860.11 亿元, 实现归母净利润 113.87 亿元	25
表 15: 基本假设及关键参数	26
表 16: 现金流折现估值表	26
表 17: 敏感性分析	26
表 18: 可比公司估值 (数据截至 2025 年 9 月 7 日)	27

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6021.42	6156.64	6309.48	6614.24
现金	1979.78	2285.84	2294.00	2459.25
应收账款	696.68	674.69	726.04	777.62
其它应收款	159.97	160.93	172.18	184.18
预付账款	282.40	265.50	287.68	305.83
存货	772.77	834.39	876.88	921.91
其他	2129.82	1935.29	1952.70	1965.45
非流动资产	3550.01	3607.23	3787.68	3889.10
长期投资	603.63	583.63	603.63	623.63
固定资产	843.12	965.97	1077.62	1115.74
无形资产	194.03	222.53	249.53	275.03
其他	1909.23	1835.10	1856.90	1874.70
资产总计	9571.43	9763.87	10097.16	10503.34
流动负债	5119.29	5253.03	5448.47	5652.32
短期借款	536.90	526.90	516.90	506.90
应付账款	1626.22	1664.10	1767.52	1869.65
其他	2956.18	3062.04	3164.05	3275.77
非流动负债	984.79	844.68	779.68	739.68
长期借款	361.38	261.38	211.38	181.38
其他	623.41	583.30	568.30	558.30
负债合计	6104.08	6097.71	6228.15	6392.00
少数股东权益	588.95	703.48	855.13	1039.43
归属母公司股东权益	2878.40	2962.68	3013.89	3071.91
负债和股东权益	9571.43	9763.87	10097.16	10503.34

现金流量表(亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	692.68	239.89	293.17	355.79
净利润	58.33	226.72	280.74	330.58
折旧摊销	216.06	19.03	38.51	51.05
财务费用	43.36	28.70	24.70	22.47
投资损失	-71.78	-107.90	-108.73	-112.70
营运资金变动	396.42	50.22	56.76	74.33
其它	50.29	23.12	1.19	-9.94
投资活动现金流	-35.03	250.92	-107.42	-29.82
资本支出	-198.04	-189.65	-196.16	-122.52
长期投资	60.51	20.00	-20.00	-20.00
其他	102.50	420.58	108.73	112.70
筹资活动现金流	-93.12	-200.91	-177.58	-160.72
短期借款	87.69	-10.00	-10.00	-10.00
长期借款	-153.16	-100.00	-50.00	-30.00
其他	-27.65	-90.91	-117.58	-120.72
现金净增加额	562.47	306.06	8.16	165.24

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

利润表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6275.90	6860.11	7253.66	7710.00
营业成本	5584.57	5988.01	6284.99	6631.69
营业税金及附加	49.31	50.36	53.55	57.31
营业费用	200.80	232.50	239.95	255.24
管理费用	211.08	229.41	241.38	256.94
财务费用	30.54	-20.80	-32.45	-34.88
资产减值损失	-31.64	-18.08	-9.98	-1.41
公允价值变动收益	23.56	0.00	0.00	0.00
投资净收益	71.78	107.90	108.73	112.70
营业利润	103.76	333.90	429.96	513.18
营业外收入	6.99	8.85	7.63	7.93
营业外支出	5.64	4.64	5.01	4.99
利润总额	105.11	338.11	432.57	516.12
所得税	46.78	111.39	151.84	185.54
净利润	58.33	226.72	280.74	330.58
少数股东损益	41.67	114.53	151.64	184.31
归属母公司净利润	16.66	112.19	129.09	146.27
EBITDA	266.86	336.34	438.64	532.29
EPS (元)	0.14	0.98	1.12	1.27

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	-15.73%	9.31%	5.74%	6.29%
营业利润	-59.99%	221.79%	28.77%	19.36%
归属母公司净利润	-88.19%	573.24%	15.07%	13.31%
毛利率	9.38%	11.09%	11.47%	12.04%
净利率	0.27%	1.67%	1.83%	1.95%
ROE	0.58%	3.79%	4.28%	4.76%
ROIC	0.57%	4.25%	5.05%	5.78%
资产负债率	63.77%	62.45%	61.68%	60.86%
净负债比率	-15.09%	-25.69%	-26.49%	-30.17%
流动比率	1.18	1.17	1.16	1.17
速动比率	0.72	0.75	0.74	0.76
总资产周转率	0.64	0.71	0.73	0.75
应收账款周转率	8.92	9.77	10.09	9.99
应付账款周转率	3.26	3.62	3.65	3.63
每股收益	0.14	0.98	1.12	1.27
每股经营现金	6.03	2.09	2.55	3.10
每股净资产	25.04	25.77	26.22	26.72
P/E	130.72	19.42	16.87	14.89
P/B	0.76	0.74	0.72	0.71
EV/EBITDA	7.04	3.68	2.63	1.76
P/S	0.35	0.33	0.31	0.29

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

石金漫 汽车行业首席分析师。香港理工大学理学硕士、工学学士。8 年汽车、电力设备新能源行业研究经验。曾供职于国泰君安证券研究所，2016-2019 年多次新财富、水晶球、II 上榜核心组员。2022 年 1 月加入中国银河证券研究院。

张录获 汽车行业分析师。杜兰大学金融硕士，5 年投资银行从业经验，2023 年 2 月加入银河证券研究院，主要从事汽车行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn