

上汽集团 (600104.SH)

Q3 自主品牌普遍表现亮眼，鸿蒙智行尚界启新篇

2025 年 11 月 04 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

邓健全（分析师）

赵悦媛（分析师）

徐剑峰（分析师）

dengjianquan@kysec.cn

zhaoyueyuan@kysec.cn

xujianfeng@kysec.cn

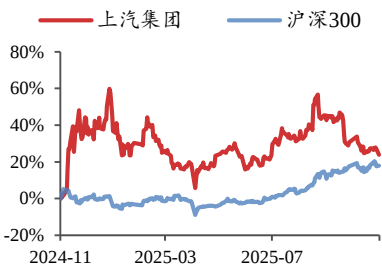
证书编号：S0790525090003

证书编号：S0790525100003

证书编号：S0790525090004

日期	2025/11/3
当前股价(元)	16.22
一年最高最低(元)	21.30/12.86
总市值(亿元)	1,864.53
流通市值(亿元)	1,864.53
总股本(亿股)	114.95
流通股本(亿股)	114.95
近 3 个月换手率(%)	38.95

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2024 年主动筑底，全面深化改革 2025Q1 起成效显著——公司信息更新报告》-2025.5.8

《Q1 业绩预计同比明显增长，全面深化改革成效显著——公司信息更新报告》-2025.4.11

《与华为就智选模式深度合作，转型积极推进反转可期——公司信息更新报告》-2025.2.21

● Q3 营收同比高增，归母净利润环比有所下滑

公司发布 2025 年三季报，前三季度实现营收 4689.90 亿元，同比+9.0%；归母净利润 81.01 亿元，同比+17.3%。单 Q3 实现营收 1694.03 亿元，同环比+16.2%/+6.7%；归母净利润 20.83 亿元，同环比+644.9%/-30.4%，鉴于行业竞争激烈背景下公司深化改革有望实现降本增效、各品牌持续推新，我们上调公司 2025-2027 年业绩预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 107.2(+8.3)/136.8(+14.9)/172.0(+29.9)亿元，当前股价对应 PE 为 17.4/13.6/10.8 倍，看好公司销量继续回暖，维持“买入”评级。

● Q3 自主品牌普遍表现亮眼，计提资产减值损失等影响业绩

Q3 公司共实现销量 114.07 万辆，同环比+38.7%/+3.0%，其中(1)上汽乘用车板块实现销量 22.83 万辆，+50.2%/+11.9%，荣威非凡、名爵品牌均实现同环比增长，上汽通用五菱销量同比+37.8%；(2)合资品牌方面，上汽大众销量同环比相对稳定，上汽通用在低基数影响下销量同比+154.2%。盈利能力方面，主要受以下因素影响：(1)Q3 毛利率环比+0.5pct，反内卷背景下促销力度有所收窄；(2)财务费用率环比+1.3pct，主要由于 Q2 汇兑收益较多带来低基数；(3)联合营企业收益达 17.82 亿元，同环比+68.4%/63.8%，大众、通用销量提升贡献明显业绩；(4)Q3 公司计提较多资产减值准备，使 Q3 资产减值损失达 21.34 亿元，而 2024Q3/2025Q2 资产减值损失分别为 1.91/8.02 亿元，对利润拖累较为明显。

● **组建大乘用车板块提质增效，自主新能源、海外多点开花，尚界开启新篇章**
公司已组建上汽大乘用车板块，目标是全面提升提升决策效率，同时实现优化资源配置、避免重投入和浪费。目前，公司多领域快速发展，1-9 月自主品牌、新能源车、海外销量同比分别增长 29.2%、44.8%、3.5%，尤其是新能源车海外销量同比+69.7%。同时，公司积极布局前沿技术，半固态电池、“银河”全栈智能车解决方案、数字底盘、DMH 超级混动、恒星超级增程、“端到端”智驾大模型、“手车互联”智能座舱等加速量产上车。此外，公司正迎强劲新车周期，新一代智己 LS6、全新 MG4、尚界 H5、荣威 M7 DMH、别克至境 L7 等多款重磅智电车型上市，尚界 2026 年还将推出与华为合作开发的全新车型，销量增长可期。

● **风险提示：**国内/海外汽车需求不及预期、行业竞争加剧、改革进程不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	744,705	627,590	658,462	732,946	777,968
YOY(%)	0.1	-15.7	4.9	11.3	6.1
归母净利润(百万元)	14,106	1,666	10,719	13,680	17,197
YOY(%)	-12.5	-88.2	543.3	27.6	25.7
毛利率(%)	11.1	10.9	10.6	10.2	10.8
净利率(%)	1.9	0.3	1.6	1.9	2.2
ROE(%)	5.9	1.7	4.2	5.2	6.2
EPS(摊薄/元)	1.23	0.14	0.93	1.19	1.50
P/E(倍)	13.2	111.9	17.4	13.6	10.8
P/B(倍)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	619609	602142	545798	679301	618321
现金	143636	197978	152021	224580	189746
应收票据及应收账款	77113	75136	30547	93550	47680
其他应收款	15946	15997	17517	19788	19808
预付账款	26663	28240	29364	34757	33303
存货	98604	77277	108835	99112	120271
其他流动资产	257647	207514	207514	207514	207514
非流动资产	387042	355001	348319	346502	340321
长期投资	66701	60363	62845	65813	68864
固定资产	83891	84312	78647	76677	70016
无形资产	24401	23822	22582	21170	19660
其他非流动资产	212048	186504	184244	182842	181779
资产总计	1006650	957143	894117	1025803	958642
流动负债	547440	511929	444900	570612	492662
短期借款	44921	53690	53690	53690	53690
应付票据及应付账款	264703	241144	188114	316269	228196
其他流动负债	237817	217096	203096	200653	210777
非流动负债	116303	98479	88187	78895	68487
长期借款	62879	40799	30508	21215	10807
其他非流动负债	53424	57680	57680	57680	57680
负债合计	663743	610408	533087	649507	561149
少数股东权益	56588	58895	63489	69352	76722
股本	11683	11575	11495	11495	11495
资本公积	57445	56648	56648	56648	56648
留存收益	208314	205702	215321	227368	241657
归属母公司股东权益	286319	287840	297541	306945	320771
负债和股东权益	1006650	957143	894117	1025803	958642

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	42334	69268	-7476	87477	-24796
净利润	20060	5833	15313	19543	24568
折旧摊销	18274	18933	15076	16339	16902
财务费用	-157	3054	3059	2854	2562
投资损失	-14949	-7178	-13320	-14306	-14889
营运资金变动	5120	36607	-27593	62240	-54978
其他经营现金流	13985	12018	-12	808	1040
投资活动现金流	-42234	-3503	6996	1504	6302
资本支出	19410	20802	5912	11554	7670
长期投资	-40611	4230	-2482	-2968	-3051
其他投资现金流	17787	13069	15390	16026	17024
筹资活动现金流	-10058	-9312	-45477	-16422	-16341
短期借款	6583	8769	0	0	0
长期借款	13201	-22080	-10292	-9293	-10408
普通股增加	0	-108	0	0	0
资本公积增加	-451	-797	0	0	0
其他筹资现金流	-29391	4904	-35185	-7129	-5933
现金净增加额	-9254	56247	-45957	72559	-34834

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	744705	627590	658462	732946	777968
营业成本(含其他类金融业务)	661909	559139	590827	659524	695541
营业税金及附加	4964	4931	4730	5280	5623
营业费用	24785	20080	19754	18690	19449
管理费用	24240	21108	17120	16125	15559
研发费用	18365	17650	20412	21988	23339
财务费用	-157	3054	3059	2854	2562
资产减值损失	-4447	-3164	-1975	-1466	-778
其他收益	4132	5258	4203	4298	4473
公允价值变动收益	974	2356	1248	1125	1425
投资净收益	14949	7178	13320	14306	14889
资产处置收益	1276	369	822	596	709
营业利润	25937	10376	20126	26437	34898
营业外收入	524	699	964	1087	819
营业外支出	488	564	381	387	455
利润总额	25973	10511	20709	27138	35262
所得税	5913	4678	5396	7595	10694
净利润	20060	5833	15313	19543	24568
少数股东损益	5954	4167	4594	5863	7370
归属母公司净利润	14106	1666	10719	13680	17197
EBITDA	45596	29762	38186	45598	53948
EPS(元)	1.23	0.14	0.93	1.19	1.50

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	0.1	-15.7	4.9	11.3	6.1
营业利润(%)	-0.3	-60.0	94.0	31.4	32.0
归属于母公司净利润(%)	-12.5	-88.2	543.3	27.6	25.7
获利能力					
毛利率(%)	11.1	10.9	10.6	10.2	10.8
净利率(%)	1.9	0.3	1.6	1.9	2.2
ROE(%)	5.9	1.7	4.2	5.2	6.2
ROIC(%)	4.8	1.4	4.2	5.1	6.2
偿债能力					
资产负债率(%)	65.9	63.8	59.6	63.3	58.5
净负债比率(%)	3.7	-12.3	-10.6	-31.9	-24.1
流动比率	1.1	1.2	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.5	0.7	0.6	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	11.4	9.1	13.7	13.0	12.1
应付账款周转率	3.8	3.3	4.0	3.9	3.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.23	0.14	0.93	1.19	1.50
每股经营现金流(最新摊薄)	3.68	6.03	-0.65	7.61	-2.16
每股净资产(最新摊薄)	24.91	25.04	25.88	26.70	27.90
估值比率					
P/E	13.2	111.9	17.4	13.6	10.8
P/B	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	4.6	4.8	3.9	1.6	2.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn