

智能化新品周期+出海驱动，革新成效渐显

——上汽集团 (600104.SH) 公司销量点评

汽车

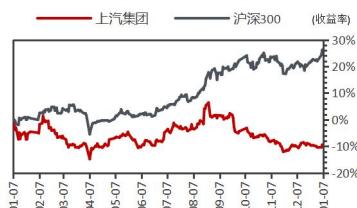
报告原因：

买入 (维持)

	2026年01月08日
收盘价(元)	15.37
一年内最高/最低(元)	20.53/13.92
市净率	0.6
股息率(分红/股价)	0.57
流通A股市值(百万元)	176,682
上证指数/深证成指	4,083/13,959
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算	

	2025年09月30日
每股净资产(元)	25.7
资产负债率%	62.30
总股本/流通A股(百万)	11,495/11,495
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与沪深300指数对比走势：



资料来源：聚源数据

相关研究

《上汽集团(600104.SH)首次覆盖：巨头革新，华为助力》2025-12-17

证券分析师

吴迪

S0820525010001

021-32229888-25523

wudi@ajzq.com

联系人

徐姝婧

S0820124090004

021-32229888-25517

xushujing@ajzq.com

投资要点：

- **销量复盘：自主引领转型，出海与智能化驱动新成长。** 1) 2025年上汽集团销售整车450.7万辆，同比+12.3%，完成年度目标。终端零售467万辆，高于批售口径，渠道库存与终端动销同步改善。25Q3单车ASP为14.9万元。2) 2025年12月，集团销量39.9万辆，同比-17.3%；其中新能源车销量14.4万辆，同比-6.7%；出口及海外基地销量10.1万辆，同比+0.2%。尚界H5月均销量破万。3) 分板块看：12月，上汽乘用车(自主品牌)9.7万辆，同比+25.23%，上汽大众8.8万辆，同比-32.4%，上汽通用4.8万辆，同比-25.4%，上汽通用五菱12.3万辆，同比-31.3%。销量下滑主要由合资燃油车需求走弱所致，自主品牌对冲效应开始显现，结构优化趋势延续。
- **新车前瞻：产品周期重启，智能化能力下沉。** 1) 华为助力智能化：2026年尚界计划推出两款新车，26Q1发布尚界Z7轿跑，搭载激光雷达。26H1上汽通用五菱与华为合作的华境S预计上市，全系标配ADS 4 Pro、鸿蒙座舱、舱内激光视觉(Limera)。2) 合资新车投放节奏提速：2026年上汽大众计划投放7款新能源车型，覆盖纯电、混动、增程路线，其中ID.ERA新序列9系增程车型外观即将发布；AUDIE7X切入高端纯电SUV。上汽通用预计新能源车销量占比2026年超过50%，2027年提升至60%，同期燃油车缩减至约8款，产品结构加速切换。
- **出海规划：体系化扩张，2026年海外目标150万辆。** 1) 2025年，公司实现海外销量107.1万辆，同比+3.1%，累计突破600万辆。欧洲市场领先，MG品牌销量超30万辆，同比增长近30%；其中MG Hybrid+混动车型销售13.7万辆，MG纯电车型销售4.6万辆。多元市场布局，形成1个30万辆级(欧洲)和5个5万辆级(美洲、中东、澳新、东盟、南亚)市场网络，覆盖全球170余国。2) 公司基于“Glocal战略”3.0，即全球+本土组合战略，推动海外业务由边际补充向结构性增长转变。公司已建立伦敦等3大研发创新中心，及泰国、印尼、印度、巴基斯坦4大生产基地。未来三年计划推出17款海外新车型，加快马来西亚、欧洲等地本地化制造与渠道建设。
- **投资建议：**预计2025-2027年公司归母净利润为108/133/162亿元，对应PE为17/14/11倍。考虑公司自上而下积极推动电动智能化转型，并加强对外合作，维持“买入”评级。
- **风险提示：**尚界销量不及预期，自主品牌盈利能力不及预期，海外市场政策风险。

财务数据及盈利预测

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	744,705	627,590	668,572	697,788	746,773
同比增长率(%)	0.1%	-15.7%	6.5%	4.4%	7.0%
归母净利润(百万元)	14,106	1,666	10,751	13,342	16,151
同比增长(%)	-12.5%	-88.2%	545.2%	24.1%	21.1%
每股收益(元/股)	1.23	0.14	0.93	1.15	1.40
毛利率(%)	1.7%	0.4%	10.2%	10.6%	11.1%
ROE(%)	4.9%	0.6%	3.6%	4.3%	4.9%
市盈率	13.1	109.8	17.0	13.7	11.3

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

财务预测摘要：

资产负债表		单位:百万元					现金流量表		单位:百万元				
		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	143,636	197,978	140,580	289,004	234,185		净利润	20,060	5,833	14,335	17,789	21,534	
应收款项	93,830	90,114	82,209	84,439	84,000		折旧摊销	16,682	17,793	9,560	8,838	8,082	
存货	98,604	77,277	94,240	72,057	93,913		营运资本变动	45,846	-116,088	-76,989	95,779	-34,364	
流动资产	619,609	602,142	520,826	656,899	627,108		经营活动现金流	42,334	69,268	-9,941	140,339	-64,084	
长期股权投资	66,701	60,363	60,363	60,363	60,363		资本开支	19,410	20,802	0	0	0	
固定资产	83,891	84,312	78,425	71,889	65,670		投资变动	-40,491	6,051	3,000	2,500	2,000	
在建工程	13,828	11,409	7,606	5,071	3,381		投资活动现金流	-42,234	-3,503	-1,906	-1,647	-1,258	
无形资产	20,838	19,403	17,910	16,516	15,215		银行借款	96,376	89,828	36,138	36,138	36,138	
非流动资产	387,042	355,001	343,601	333,421	325,310		筹资活动现金流	-10,058	-9,312	-43,546	11,825	12,763	
资产合计	1,006,650	957,143	864,427	990,320	952,418		现金净增加额	-9,254	56,247	-57,398	148,424	-54,819	
短期借款	44,921	53,690	0	0	0		期初现金	155,157	143,636	197,978	140,580	289,004	
应付款项	264,703	241,144	174,602	279,643	211,769		期末现金	143,636	197,978	140,580	289,004	234,185	
流动负债	264,703	241,144	174,602	279,643	211,769								
长期借款	51,455	36,138	36,138	36,138	36,138								
应付债券	11,424	4,661	4,561	4,461	4,361								
非流动负债	116,303	98,479	98,188	98,162	98,117								
负债合计	663,743	610,408	503,357	611,461	552,024								
股本	11,683	11,575	11,575	11,575	11,575								
资本公积	57,445	56,648	56,648	56,648	56,648								
留存收益	208,314	205,702	216,453	229,795	245,946								
归母股东权益	286,319	287,840	298,592	311,933	328,084								
少数股东权益	56,588	58,895	62,479	66,926	72,310								
负债和权益总计	1,006,650	957,143	864,427	990,320	952,418								

利润表		单位:百万元					财务比率						
		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	744,705	627,590	668,572	697,788	746,773		成长能力指标						
营业成本	732,188	625,280	600,310	623,613	663,881		营业收入增速	0.1%	-15.7%	6.5%	4.4%	7.0%	
税金及附加	4,964	4,931	4,821	5,055	5,554		营业利润增速	-0.3%	-60.0%	46.2%	27.1%	23.1%	
销售费用	29,879	20,080	21,394	22,329	23,897		归母净利润增速	-12.5%	-88.2%	545.2%	24.1%	21.1%	
管理费用	24,240	21,108	22,397	23,376	25,017	盈利能力指标							
研发费用	18,365	17,650	18,720	19,538	20,910		毛利率	1.7%	0.4%	10.2%	10.6%	11.1%	
财务费用	-157	3,054	846	-783	-1,573		净利率	2.7%	0.9%	2.1%	2.5%	2.9%	
资产减值损失	-4,447	-3,164	2,700	2,700	2,200		ROE	5.9%	1.7%	4.0%	4.7%	5.4%	
公允价值变动	974	2,356	2,000	1,500	1,000		ROIC	4.1%	1.2%	3.2%	3.8%	4.4%	
投资净收益	14,949	7,178	9,054	9,054	9,054	偿债能力							
营业利润	25,937	10,376	15,166	19,278	23,736		资产负债率	65.9%	63.8%	58.2%	61.7%	58.0%	
营业外收支	36	135	1,900	1,900	1,900		净负债比率	1.94	1.76	1.39	1.61	1.38	
利润总额	25,973	10,511	17,066	21,178	25,636		流动比率	1.13	1.18	1.29	1.28	1.38	
所得税	5,913	4,678	2,731	3,388	4,102		速动比率	0.56	0.73	0.76	0.89	0.89	
净利润	20,060	5,833	14,335	17,789	21,534	营运能力							
少数股东损益	5,954	4,167	3,584	4,447	5,384		总资产周转率	0.74	0.66	0.77	0.70	0.78	
归母净利润	14,106	1,666	10,751	13,342	16,151		应收账款周转率	7.94	6.96	8.13	8.26	8.89	
EBITDA	46,102	32,100	32,277	35,773	40,413		存货周转率	7.55	8.12	7.09	9.68	7.95	

资料来源：公司公告，聚源数据，爱建证券研究所



爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话：021-32229888 传真：021-68728700 服务热线：956021

邮政编码：200124 邮箱：ajzq@ajzq.com 网址：<http://www.ajzq.com>

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 个月内公司的股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。