



业绩筑底企稳，自主和海外盈利提升可期

—— 2025 年年报业绩点评

2026 年 04 月 02 日

核心观点

- 事件：**公司发布 2025 年年度报告，2025 年实现营业总收入 6562.44 亿元，同比+4.57%，实现归母净利润 101.06 亿元，同比+506.45%，实现扣非归母净利润 74.23 亿元，同比大幅扭亏。2025Q4，实现营业收入 1872.53 亿元，同比-5%，环比+10.54%，实现归母净利润 20.05 亿元，同比+138.25%，环比-3.76%，扣非归母净利润 3 亿元，同比+104.65%，环比-82.24%。
- 经营实现筑底企稳，自主品牌销量占比提升，新能源与出口贡献增量，盈利能力显著修复。**销量端，2025 年公司实现整车销售 450.7 万辆，同比+12.3%；其中自主品牌销量达到 292.8 万辆，同比+21.6%，占公司整体销量的比重提升至 65%；新能源车销售 164.3 万辆，同比+33.1%；出口及海外销售 107.1 万辆，同比+3.1%。**收入端**，2025Q4 集团各品牌平均单车售价（ATP）企稳回升，其中智己因 LS9 推出 ATP 环比提升 0.2 万元至 23.3 万元，别克、大众、荣威、名爵、五菱和宝骏售价基本稳住，公司主要通过产品结构优化实现 ATP 企稳回升。**盈利端**，全年利润同比实现大幅改善，主要原因包括：1) 受益于集团资源高效整合带来的降本控费，自主品牌减亏显著，全年管理口径下大乘用车板块基本实现盈亏平衡；2) 2024 年上汽通用计提相关资产减值准备导致基数较低；3) 加速“去风险”，推动子公司上汽红岩完成司法重整，并于 2025 年 12 月出表，集团产生投资收益 35.32 亿元。2025 年综合毛利率为 10.09%，同比+0.71pct；净利率为 2.70%，同比+1.75pct。2025Q4 综合毛利率为 13.91%，同比+3.5pct，环比+4.92pct；净利率为 2.94%，同比实现转正，环比+0.73pct。**费用端**，25Q4 期间费用率为 11.2%，同比+3.25pct，环比+1.61pct，其中 25Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.67%/4.08%/2.97%/0.47%，分别同比+2.73/+0.88/-0.18/-0.18pct，分别环比+0.38/+0.84/+0.30/+0.09pct。
- 自主品牌盈利迎历史拐点，携手华为打造尚界品牌，新品开启带动销量向上。**2025 年通过大乘用车板块一体化整合，自主品牌国内销售基本稳固，叠加海外利润反哺，2025 年大乘用车板块实现基本盈亏平衡。整合后自主品牌管理效能进一步提升，2026 年将全力冲刺规模性盈利。与华为深度合作的尚界品牌迎来新品周期，2025 年推出的首款车型 H5 月销实现破万，快速跻身国内 15-20 万元级市场主流产品阵营；2026 年推出全新 Z7，目前订单已突破 4 万台；今年还将推出 Z7T 和中大型纯电+增程 SUV 等车型，有望进一步带动自主品牌销量向上突破。2026 年公司自主品牌销量目标为 330 万辆，同比增长 13%。
- 合资品牌包袱出清加速转型，2026 年大众迎来新品周期，通用新能源车占比有望持续提升。**经历了深度调整与计提减值，上汽大众与上汽通用两大合资公司正轻装上阵。上汽大众 2026 年迎来产品大年，计划密集投放 7 款新能源车型，包括奥迪 E7X、途观 L ePro、帕萨特 ePro 等，全面对标国内强势新能源竞品。上汽通用依托集团横向一体化的本土供应链与技术赋能，预计 2026 年新能源车型占比达 50%，并有望在华合资车企中率先实现新能源车型

上汽集团（股票代码：600104）**推荐** 维持评级

分析师

石金漫

✉: shijinman_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030002

张禄荻

☎: 02120252651

✉: zhangludi_sh@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524060002

市场数据

2026 年 04 月 02 日

股票代码	600104
A 股收盘价(元)	14.31
上证指数	3,919.29
总股本(万股)	1,149,528
实际流通 A 股(万股)	1,149,528
流通 A 股市值(亿元)	1,645

相对沪深 300 表现图

2026 年 04 月 02 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河汽车】公司深度报告_汽车_上汽集团：重组改革扭转局面，拥抱华为破界新生
- 【银河汽车】公司点评_上汽集团(600104.SH)：疫情扰动下业绩承压，经营整体稳健展现韧性
- 【银河汽车】公司点评报告_上汽集团(600104.SH)：芯片短缺扰动合资品牌销售拖累业绩，新车型上市有望提振收入

的独立盈利。产能方面，合资品牌优化基地布局，释放出的产能用于生产尚界等自主品牌产品，着力提高产能利用率，降低运营成本。

- **海外销量稳健增长，MG 在欧洲市场的份额提升是销量增长的核心动力，出口价差带动海外盈利能力提升。**面对欧洲市场针对纯电车型的超高关税壁垒，公司灵活调整产品策略，以 HEV 混动车型作为破局点，有效弥补了加征关税对纯电出口的影响。2025 年海外销量的增量主要来自 MG 品牌动力类型不断丰富后在欧洲市场份额的进一步扩大，以及海外产能的进一步扩张。MG 品牌在欧洲市场销量超过 30 万辆，成为欧洲最畅销的中国品牌，并在澳新、中东、拉美、东南亚等地区的 18 个国家乘用车市场排名跻身当地前十。2026 年公司出口及海外销量目标为 130 万辆，其中欧洲市场销量目标 40 万台，较 2025 年增加 10 万台。2025 年海外地区毛利率 12.88%，较 2024 年提升 1.61pct，主要因海外车型售价相对国内较高，MG 品牌海外销售价格普遍高于国内指导价约 40% 以上。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有较大的提升空间。近期，欧盟关于中国纯电动车的超高关税有望通过价格承诺等方式迎来松动，叠加公司出海多年积累的国际产业链综合优势，如海外物流方面安吉物流自营远洋滚装船已达 21 艘，公司海外市场份额有望进一步提升。
- **投资建议：**公司 2026 年销量目标为 500 万辆，同比增长 11%。业绩主要受益于：1) 自主品牌销量稳步提升，有望实现规模性盈利，尚界新车型投放带来销量弹性；2) 合资品牌轻装上阵，加速新能源转型，资产包袱大幅减轻；3) 全球化布局深化，关税边际改善叠加海外新车型投放，将带来销量增量与利润贡献。预计公司 2026-2028 年营收分别为 7020.05/7429.97/7768.52 亿元；归母净利润分别为 116.95/129.32/137.03 亿元，EPS 分别为 1.02/1.13/1.19 元，对应 PE 分别为 14.07/12.72/12.00 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**产业链价格波动风险；新能源渗透率不及预期的风险；产品销量不及预期的风险；技术升级不及预期的风险等。

主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	656,244	702,005	742,997	776,852
收入增长率%	4.57	6.97	5.84	4.56
归母净利润(百万元)	10,106	11,695	12,932	13,703
利润增长率%	506.45	15.72	10.58	5.96
分红率%	30.07	40.14	43.51	37.91
毛利率%	10.09	10.65	10.75	10.80
摊薄 EPS(元)	0.88	1.02	1.13	1.19
PE	16.28	14.07	12.72	12.00
PB	0.55	0.54	0.52	0.51
PS	0.25	0.24	0.22	0.21

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	622,954	648,669	697,275	745,247
现金	151,046	153,210	170,068	171,853
应收账款	82,053	76,169	85,672	91,114
其它应收款	16,496	16,985	18,638	19,362
预付账款	21,042	26,321	28,306	27,919
存货	79,640	86,913	90,367	94,830
其他	272,677	289,070	304,225	340,170
非流动资产	337,254	326,829	312,351	297,889
长期投资	103,573	107,962	112,925	116,768
固定资产	82,632	74,390	61,007	45,250
无形资产	20,391	22,270	24,073	25,710
其他	130,658	122,208	114,346	110,161
资产总计	960,207	975,498	1,009,626	1,043,136
流动负债	520,469	520,871	540,841	558,787
短期借款	40,600	41,355	40,166	39,949
应付账款	173,742	178,137	192,160	201,508
其他	306,126	301,379	308,514	317,330
非流动负债	78,433	80,179	81,465	83,159
长期借款	14,598	14,598	14,598	14,598
其他	63,836	65,581	66,868	68,562
负债总计	598,902	601,050	622,306	641,947
少数股东权益	62,493	67,997	73,026	78,094
归属母公司股东权益	298,812	306,451	314,294	323,095
负债和股东权益	960,207	975,498	1,009,626	1,043,136

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	34,307	18,872	36,879	18,463
净利润	17,444	17,198	17,962	18,771
折旧摊销	21,292	26,008	27,364	28,624
财务费用	3,651	2,202	2,227	2,255
投资损失	-13,433	-12,256	-12,287	-14,173
营运资金变动	46,292	-854	3,886	6,121
其他	-40,939	-13,426	-2,272	-23,135
投资活动现金流	-27,561	-12,946	-12,798	-11,002
资本支出	-19,693	-15,106	-12,682	-12,593
长期投资	-21,687	-10,218	-12,829	-12,769
其他	13,819	12,378	12,714	14,360
筹资活动现金流	-53,218	-3,762	-7,223	-5,676
短期借款	-13,089	754	-1,189	-217
长期借款	-21,541	0	0	0
其他	-18,588	-4,516	-6,034	-5,458
现金净增加额	-46,139	2,164	16,858	1,785

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	656,244	702,005	742,997	776,852
营业成本	580,944	619,145	655,813	687,120
税金及附加	5,641	5,450	6,032	6,369
销售费用	20,898	22,906	24,029	25,189
管理费用	22,453	23,675	25,300	26,537
研发费用	18,104	18,951	20,602	21,416
财务费用	-266	-819	-838	-1,146
资产减值损失	-5,682	-2,475	-2,440	-2,703
公允价值变动收益	6,605	0	0	0
投资收益及其他	15,986	15,299	16,608	19,082
营业利润	25,432	25,563	26,272	27,794
营业外收入	602	609	637	616
营业外支出	1,126	726	805	886
利润总额	24,909	25,446	26,104	27,524
所得税	7,465	8,248	8,142	8,753
净利润	17,444	17,198	17,962	18,771
少数股东损益	7,338	5,503	5,029	5,068
归属母公司净利润	10,106	11,695	12,932	13,703
EBITDA	45,935	50,635	52,630	55,002
EPS (元)	0.88	1.02	1.13	1.19

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入增长率	4.6%	7.0%	5.8%	4.6%
营业利润增长率	145.1%	0.5%	2.8%	5.8%
归母净利润增长率	506.5%	15.7%	10.6%	6.0%
毛利率	10.1%	10.6%	10.8%	10.8%
净利率	2.7%	2.5%	2.4%	2.4%
ROE	3.4%	3.8%	4.1%	4.2%
ROIC	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%
资产负债率	62.4%	61.6%	61.6%	61.5%
净资产负债率	165.8%	160.5%	160.7%	160.0%
流动比率	1.20	1.25	1.29	1.33
速动比率	0.66	0.67	0.72	0.74
总资产周转率	0.67	0.72	0.74	0.75
应收账款周转率	8.52	8.76	9.08	8.71
应付账款周转率	3.45	3.52	3.54	3.49
每股收益(元)	0.88	1.02	1.13	1.19
每股经营现金流(元)	2.98	1.64	3.21	1.61
每股净资产(元)	25.99	26.66	27.34	28.11
P/E	16.28	14.07	12.72	12.00
P/B	0.55	0.54	0.52	0.51
EV/EBITDA	2.53	2.28	1.88	1.80
PS	0.25	0.24	0.22	0.21

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。11 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

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

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

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

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

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn