

公司研究

1Q26 毛利率同比改善，自主新品陆续推出+出海全面提速

——上汽集团（600104.SH）跟踪报告

要点

1Q26 毛利率同比改善：2025 年公司营业收入同比+5.2%至 6,461.5 亿元，归母净利润同比+506.5%至 101.1 亿元，扣非后归母净利润同比转正至 74.2 亿元（vs. 2024 年亏损 54.1 亿元），毛利率同比+0.7pcts 至 10.1%。其中，4Q25 公司营业收入同比-4.9%/环比+10.8%至 1,849.3 亿元，归母净利润同比转正/环比-3.8%至 20.0 亿元，扣非后归母净利润为 3.0 亿元（vs. 4Q24 亏损 54.4 亿元、3Q25 盈利 16.9 亿元），毛利率同比+3.5pcts/环比+4.9pcts 至 13.9%。1Q26 公司营业收入同比+0.6%/环比-25.1%至 1,385.2 亿元，归母净利润同比+0.1%/环比+50.9%至 30.3 亿元，扣非后归母净利润同比-2.6%/环比+823.7%至 27.8 亿元，毛利率同比+4.7pcts/环比-1.1pcts 至 12.8%。

电动智能化转型加快，合资板块有望企稳：2025 年公司对联营与合营企业的投资收益同比转正至 57.8 亿元（vs. 2024 年亏损 13.3 亿元）；2025 年上汽大众销量同比-10.81%至 102.4 万辆、上汽通用销量同比+23.0%至 53.5 万辆、上汽通用五菱销量同比+20.5%至 161.5 万辆。我们判断，1) 2025 年投资收益增加主要由于处置上汽红岩产生投资收益 35.32 亿元、以及 2024 年同期对上汽通用及相关子公司做计提减值准备；2) 预计合资板块与自主品牌资源协同效应有望进一步加强，随 AUDI E5、别克至境 L7 等中高端智电新品陆续推出，电动智能化转型加快或带动上汽合资板块盈利逐步企稳。

自主品牌改革成效显著，尚界新品陆续推出：2025 年自主品牌销量同比+21.6%至 292.8 万辆，销量占比同比+5pcts 至 65%。我们判断，1) 公司全面深化改革，推进自主乘用车一体化管理、打通研产销全链路，商用车实施扁平化管理、聚焦轻型商用车核心赛道，持续改善经营质量+降本增效；2) 4 月 22 日尚界 Z7/Z7T 正式上市，上市后 27 分钟大定订单突破 1.2 万台，看好上汽深厚底盘功底+全链条供应链优势与华为智能化能力深度赋能。

出海全面提速，Glocal 全球+本土战略引领价值出海新周期：公司出口销量 2025 年同比+3.09%至 107.1 万辆、1Q26 同比+48.3%至 32.5 万辆。我们判断，1) 公司正式启动海外战略 3.0，从产品出海转向全价值链出海，已覆盖全球 170 多个国家和地区；2) MG 品牌出海成效突出，欧洲销量突破 30 万辆，依托 HEV 混动车型有效应对海外关税壁垒，实现量利齐升；3) 海外本土化加速落地，叠加安吉物流自营远洋船队保障运力，看好公司依托全链条体系优势，打开海外市场长期空间。

维持“买入”评级：鉴于行业竞争加剧，我们下调 2026E/2027E 归母净利润预测 24%/21%至 111.1/132.3 亿元，新增 2028E 归母净利润预测 156.1 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，维持“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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	614,074	646,152	691,804	726,003	750,502
营业收入增长率	-15.44%	5.22%	7.07%	4.94%	3.37%
归母净利润(百万元)	1,666	10,106	11,112	13,232	15,608
归母净利润增长率	88.19%	506.45%	9.96%	19.08%	17.95%
EPS(元)	0.14	0.88	0.97	1.15	1.36
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.58%	3.38%	3.59%	4.11%	4.63%
P/E	96	16	14	12	10
P/B	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-4-30（注：2024 年股本 115.8 亿，2025-2028E 按股本 115.0 计算）

买入（维持）

当前价：13.78 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)	1584.05
一年最低/最高(元)	13.55/20.63
近 3 月换手率	23.77%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-9.41	-7.77	-41.66
绝对	-1.15	-4.83	-15.44

资料来源：Wind

相关研报

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（2025-09-01）

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）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	614,074	646,152	691,804	726,003	750,502
营业成本	556,450	580,944	612,601	639,182	656,798
折旧和摊销	17,933	18,220	18,243	19,256	20,450
税金及附加	4,931	5,641	4,843	5,082	5,254
销售费用	20,080	20,898	22,138	23,232	24,016
管理费用	21,108	22,453	23,521	24,684	25,517
研发费用	17,650	18,104	19,371	20,328	21,014
财务费用	3,054	-266	1,840	2,930	2,763
投资收益	7,178	13,433	13,433	18,328	18,880
营业利润	10,376	25,432	26,994	33,197	37,633
利润总额	10,511	24,909	27,194	33,447	37,933
所得税	4,678	7,465	8,158	11,706	13,276
净利润	5,833	17,444	19,036	21,740	24,656
少数股东损益	4,167	7,338	7,924	8,508	9,049
归属母公司净利润	1,666	10,106	11,112	13,232	15,608
EPS(元)	0.14	0.88	0.97	1.15	1.36

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	69,268	34,307	-35,115	17,660	27,404
净利润	1,666	10,106	11,112	13,232	15,608
折旧摊销	17,933	18,220	18,243	19,256	20,450
净营运资金增加	-55,829	34,366	70,434	13,691	6,018
其他	105,498	-28,386	-134,904	-28,519	-14,672
投资活动产生现金流	-3,503	-27,561	-16,210	-16,757	-19,692
净资本支出	-19,804	-19,693	-26,705	-27,992	-31,183
长期投资变化	60,363	56,585	-2,888	-5,164	-5,440
其他资产变化	-44,062	-64,453	13,383	16,399	16,931
融资活动现金流	-9,312	-53,218	52,476	6,621	-2,323
股本变化	-108	-80	0	0	0
债务净变化	-1,409	-43,904	54,410	9,945	614
无息负债变化	-51,926	32,398	3,904	24,037	17,744
净现金流	56,247	-46,139	1,151	7,524	5,390

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	9.4%	10.1%	11.4%	12.0%	12.5%
EBITDA 率	3.5%	4.2%	4.8%	5.5%	6.3%
EBIT 率	0.4%	1.3%	2.2%	2.9%	3.5%
税前净利润率	1.7%	3.9%	3.9%	4.6%	5.1%
归母净利润率	0.3%	1.6%	1.6%	1.8%	2.1%
ROA	0.6%	1.8%	1.8%	2.0%	2.2%
ROE (摊薄)	0.6%	3.4%	3.6%	4.1%	4.6%
经营性 ROIC	0.5%	2.3%	3.2%	3.8%	4.6%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	64%	62%	63%	63%	63%
流动比率	1.18	1.20	1.20	1.20	1.21
速动比率	1.03	1.04	1.05	1.05	1.06
归母权益/有息债务	2.15	3.33	2.14	2.09	2.18
有形资产/有息债务	6.73	10.08	6.80	6.71	6.96

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	957,143	960,207	1,037,006	1,091,993	1,134,344
货币资金	197,978	151,046	152,197	159,721	165,111
交易性金融资产	62,278	71,404	73,804	76,204	78,604
应收账款	69,668	82,053	87,425	90,595	88,801
应收票据	5,468	4,175	4,246	4,234	4,611
其他应收款 (合计)	15,997	16,496	17,504	18,346	19,003
存货	77,277	79,640	85,833	90,151	92,164
其他流动资产	88,411	156,786	179,612	196,711	208,961
流动资产合计	602,142	622,954	691,514	731,512	757,144
其他权益工具	18,265	19,959	19,959	19,959	19,959
长期股权投资	60,363	56,585	59,472	64,636	70,076
固定资产	84,312	82,632	85,286	91,239	99,508
在建工程	11,409	9,805	15,687	19,706	22,902
无形资产	19,403	20,391	20,252	20,126	20,014
商誉	1,198	1,183	1,183	1,183	1,183
其他非流动资产	60,052	46,144	50,709	50,709	50,709
非流动资产合计	355,001	337,254	345,492	360,481	377,199
总负债	610,408	598,902	657,216	691,198	709,557
短期借款	53,690	40,600	83,765	92,710	92,324
应付账款	162,622	173,742	189,336	200,747	209,564
应付票据	78,522	87,013	94,818	102,128	108,226
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	63,633	53,611	58,176	61,596	64,046
流动负债合计	511,929	520,469	578,484	611,336	628,165
长期借款	36,138	14,598	15,598	16,598	17,598
应付债券	4,661	4,900	4,900	4,900	4,900
其他非流动负债	41,159	40,235	40,691	41,033	41,523
非流动负债合计	98,479	78,433	78,732	79,862	81,392
股东权益	346,735	361,306	379,790	400,794	424,787
股本	11,575	11,495	11,495	11,495	11,495
公积金	97,491	96,479	96,479	96,479	96,479
未分配利润	164,859	173,988	182,042	191,467	202,727
归属母公司权益	287,840	298,812	309,373	321,869	336,813
少数股东权益	58,895	62,493	70,417	78,925	87,974

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	3.27%	3.23%	3.20%	3.20%	3.20%
管理费用率	3.44%	3.47%	3.40%	3.40%	3.40%
财务费用率	0.50%	-0.04%	0.27%	0.40%	0.37%
研发费用率	2.87%	2.80%	2.80%	2.80%	2.80%
所得税率	45%	30%	30%	35%	35%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.09	0.27	0.33	0.38	0.43
每股经营现金流	5.98	2.98	-3.05	1.54	2.38
每股净资产	24.87	25.99	26.91	28.00	29.30
每股销售收入	53.05	56.21	60.18	63.16	65.29

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	96	16	14	12	10
PB	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	11.0	8.9	9.2	8.2	7.2
股息率	0.6%	1.9%	2.4%	2.7%	3.1%

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

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 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
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼