

巨头革新，华为助力

——上汽集团(600104.SH)首次覆盖

汽车

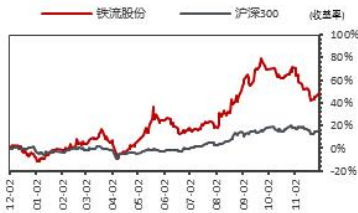
报告原因:

买入 (首次评级)

市场数据:	2025 年 12 月 12 日
收盘价 (元)	15.72
一年内最高/最低 (元)	21.04/13.92
市净率	0.6
股息率 (分红/股价)	0.56
流通 A 股市值 (百万元)	180,706
上证指数/深证成指	3,889/13,258
注:“股息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据:	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

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:

- **投资建议:** 预计 2025-2027 年公司归母净利润为 106/131/159 亿元,对应 PE 为 17/14/11 倍。公司估值低于可比公司均值,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,首次覆盖,给予“买入”评级。
- **行业与公司情况:** 中国汽车行业正处于电动智能化转型的关键阶段,自主品牌崛起,合资品牌承压,行业竞争加剧,传统车企面临转型压力。公司拥有完整的汽车产业链和丰富的品牌矩阵,整车业务包括上汽乘用车(荣威、飞凡、智己等)、上汽大众、上汽通用、上汽五菱、大通等,零部件业务为集团内各品牌提供支持。公司重组大乘用车板块,整合荣威和飞凡品牌,提升运营效率和资源协同;同时,与华为深度合作推出全新品牌“尚界”,切入 15-20 万主流智能电动车市场,借鉴消费电子企业经验,提升产品力与用户体验;此外,公司加速推进固态电池等前沿技术产业化。预计公司改革成效将逐步显现,经营表现有望逐步回升。
- **有别于大众的认识:** 1) **公司作为大型国企,内部变革的决心与执行力可能被低估:** 公司在上海市国资委支持下进行了较大规模的人事与组织架构调整,并制定了《上汽全面深化改革工作方案(2024-2027 年)》。2025 年业绩强劲反弹和销量的持续回暖是改革成效渐显的直接证据; 2) **“尚界”合作的战略意义超越单一车型:** 公司全面深化与华为鸿蒙智行的战略合作,有望获得华为在技术、生态、渠道上的全面赋能,是智能化转型和高端化突破的关键战略举措,其长期价值将逐步显现。
- **关键假设点:** 1) **收入增长:** 2025-2027 年公司总营收同比增速约为 6.5%、4.4%、7.0%,其中整车收入增速约为 6.0%、3.0%、6.0%,零部件收入增速约为 8.0%、6.0%、8.0%; 2) **毛利率提升:** 公司通过优化产品结构和费用率,综合毛利率逐步回升,2025-2027 年约为 10.2%、10.6%、11.1%。其中,整车毛利率从 3.9%逐步增长至 4.8%,零部件毛利率从 16.5%逐步增长至 16.9%,贸易及其他毛利率维持在 19%以上。
- **催化剂:** 1) 尚界、智己等自主品牌核心车型上市后月销快速攀升稳定过万; 2) 合资品牌上汽大众及上汽通用月销同比增速稳定回正; 3) 出口及海外基地销量持续稳定正增长。
- **风险提示:** 1) **尚界销量不及预期:** 若与华为合作重点品牌车型销量不及预期,对公司未来增长将有一定挑战; 2) **自主品牌盈利能力不及预期:** 若自主品牌高端化受阻,盈利能力不及预期,对公司整体业绩预计造成一定影响; 3) **海外市场政策风险:** 关税政策变化可能影响公司海外业务发展。

财务数据及盈利预测

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (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	13.0	109.2	16.9	13.6	11.3

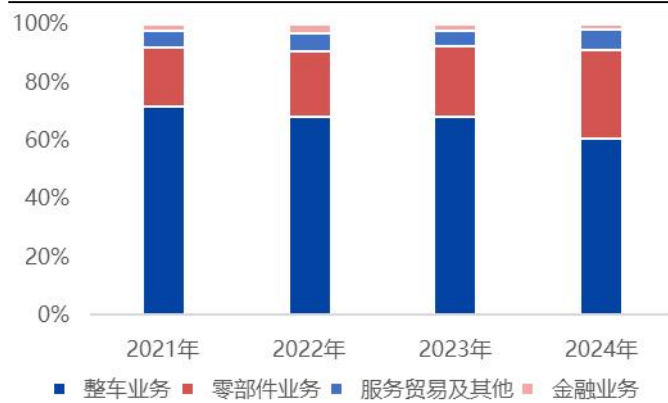
注:“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益;“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

图表 1: 上汽集团 2025 年 1-10 月汽车累计销量位列中国市场车企集团第二 (单位: 万辆、%)

1-10月市场集中度	企业名称	10月销量	环比	同比	1-10月销量	累计同比	市场份额
前三家36.8%	比亚迪	44.2	11.5	-11.6	370.2	14.1	13.4
	上汽	44.3	3.1	13.5	355.1	19.8	12.8
	吉利	35.7	10.2	31.7	292.6	41.4	10.6
前五家55%	一汽	30.5	1.1	8.1	268.9	5.8	9.7
	长安	27.8	3.4	11.0	237.4	10.1	8.6
	奇瑞	28.1	0.3	3.3	228.6	12.9	8.3
前十家84.1%	东风	24.1	4.5	15.7	194.5	-3.2	7.0
	北汽	15.9	0.4	9.9	138.8	1.5	5.0
	广汽	17.1	-1.4	-8.0	135.4	-10.8	4.9
	长城	14.3	7.1	22.5	106.6	9.9	3.9
	特斯拉	6.1	-32.3	-9.9	66.8	-10.2	2.4
前十五家92.4% 同比+12.5%	零跑	7.0	5.4	84.1	46.6	123.2	1.7
	华晨宝马	4.2	-11.9	-18.9	43.7	-13.6	1.6
	重汽	4.1	-3.3	58.8	37.5	25.9	1.4
	小鹏	4.2	1.0	75.7	35.5	190.0	1.3

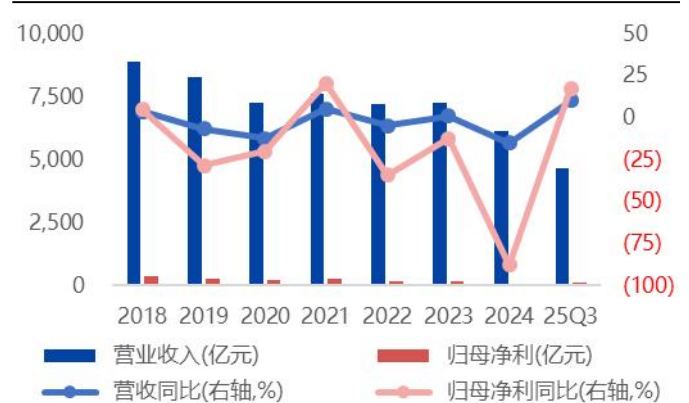
资料来源: 中汽协, 爱建证券研究所

图表 2: 公司整车及零部件业务收入占比 80%以上



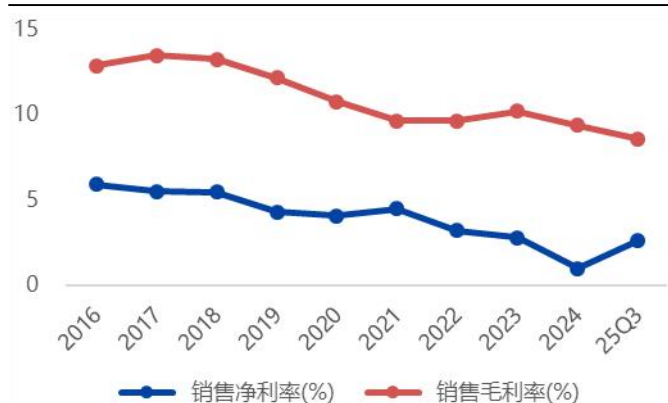
资料来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 3: 25Q3 公司归母净利润同比显著改善



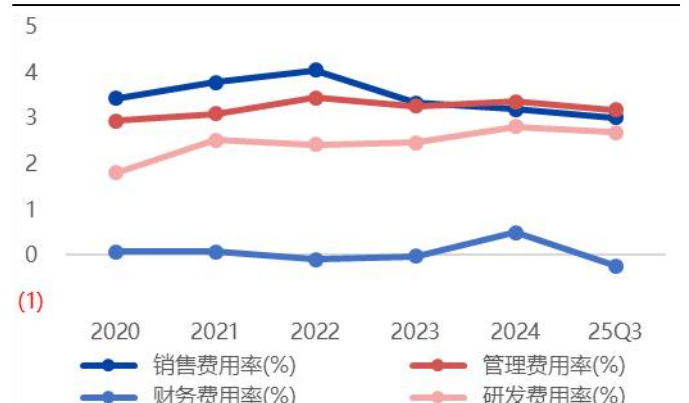
资料来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 4: 25Q3 公司净利率同比改善



资料来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 5: 公司销售费用率稳中有降



资料来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 6：公司分部营收及毛利率预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(亿元)	7440.63	7447.05	6275.90	6685.82	6977.95	7467.62
YoY	-4.59%	0.09%	-15.73%	6.53%	4.37%	7.02%
汽车制造业	7209.87	7261.99	6140.74	6564.17	6859.96	7346.08
YoY	-5.12%	0.72%	-15.44%	6.90%	4.51%	7.09%
整车业务	5,050.66	5,053.63	3,812.62	4,041.38	4,162.62	4,412.38
YoY	-9.3%	0.1%	-24.6%	6.0%	3.0%	6.0%
零部件业务	1,685.27	1,828.83	1,906.76	2,059.30	2,182.86	2,357.49
YoY	5.7%	8.5%	4.3%	8.0%	6.0%	8.0%
贸易及其他	473.94	379.53	421.4	463.50	514.48	576.22
YoY	8.8%	-19.9%	11.0%	10.0%	11.0%	12.0%
金融业	230.75	185.06	135.16	121.64	117.99	121.53
YoY	15.77%	-19.80%	-26.96%	-10.00%	-3.00%	3.00%
金融业务	230.75	185.06	135.16	121.64	117.99	121.53
YoY	15.8%	-19.8%	-27.0%	-10.0%	-3.0%	3.0%
毛利率合计(%)	11.79	12.06	11.02	10.21	10.63	11.10
汽车制造业	9.61	10.19	9.38	8.92	9.39	9.88
整车业务	4.54	5.79	3.86	3.90	4.30	4.80
零部件业务	22.67	19.46	17.91	16.50	16.70	16.90
贸易及其他	17.18	24.07	20.77	19.00	19.50	20.00
金融业	80.03	85.47	85.15	80.00	83.00	85.00
金融业务	80.03	85.47	85.15	80.00	83.00	85.00

资料来源：Wind，公司年报，爱建证券研究所

图表 7：可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价(元)		EPS(元)					PE(倍)	
		2025/12/12	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
000625.SZ	长安汽车	11.64	0.74	0.60	0.80	1.03	15.76	19.49	14.48	11.33
601127.SH	赛力斯	122.37	3.94	5.28	7.24	8.86	31.07	23.16	16.90	13.82
002594.SZ	比亚迪	97.00	13.84	4.18	5.44	6.69	7.01	23.18	17.84	14.51
平均值							17.95	21.94	16.41	13.22

资料来源：Wind，爱建证券研究所（可比公司业绩均为 Wind 一致预期，基于 2025/12/12 日数据）

财务预测摘要:

资产负债表						现金流量表					
单位:百万元						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						财务比率					
单位:百万元											
	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

每股指标						估值比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	1.21	0.14	0.93	1.15	1.40	市盈率	13.02	109.20	16.92	13.64	11.27
每股经营性现金流	3.62	5.98	-0.86	12.12	-5.54	市销率	0.25	0.29	0.27	0.26	0.24
每股净资产	29.35	29.95	31.19	32.73	34.59	市净率	0.54	0.52	0.50	0.48	0.45
						EV/EBIT	23.92	41.54	23.98	18.73	15.46
						EV/EBITDA	15.27	18.52	16.88	14.10	12.37

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 个月内的公司股价（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

600104

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间更改。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。