下载日志已记录，仅供内部参考

自主品牌稳中向好，全球化纵深发展

投资评级：买入

首次覆盖

报告日期：2026-09-22

收盘价（元）	11.06
近 12 个月最高/最低（元）	19.04/9.44
总股本（百万股）	11,495
流通股本（百万股）	11,495
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	1,271
流通市值（亿元）	1,271

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004

电话：15652947918

邮箱：zhangzhibang@hazq.com

分析师：刘千琳

执业证书号：S0010524050002

邮箱：liuqianlin@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 整车制造底蕴深厚，自主品牌发展加速

公司起步于 1955 年，2011 年实现整体上市，2025 年整车批售 450.7 万辆，继续保持国内行业领先。公司业务涵盖整车、零部件、移动出行和服务、金融、国际经营、创新科技六大板块，形成紧密协同、融合发展的格局。公司构建了自主、海外、新能源三大增长极，自主品牌销量占比已超七成，形成智己、荣威、MG、五菱的梯次矩阵。MG 品牌连续十一年蝉联中国品牌欧洲销量冠军，海外累计销量突破 700 万辆。公司近十年在电动化、智能化领域累计投入近 1900 亿元，拥有超 24000 项有效专利，2026 款 MG4 率先量产搭载半固态电池，并将高阶智驾硬件拉入 20 万级市场。全产业链深度布局与技术持续迭代构成穿越周期的核心护城河。

● 多品牌矩阵成型，自主与合资协同重构估值框架

自主板块方面，公司大乘用车板块整合后效率兑现，智己以科技平权建立差异化壁垒，尚界与华境双品牌进入密集交付期，分别精准切入 20 万级纯电轿跑和 15 万级大六座 SUV 市场。2026 年上半年，公司自主品牌累计销售 146.9 万辆，同比增长 12.6%，占集团总销量比重达 71.8%。合资板块正经历从单向技术输入到中国技术反哺的深度重构，上汽大众与大众集团续约至 2040 年，ID.ERA 9X 全球首发搭载 Momenta R7 世界模型。上汽通用发布合资车企首个由中国团队主导研发的全域融合型新能源架构“逍遥”，覆盖纯电、插混和增程全技术路线，基于该架构的“至境”子品牌在一年内完成轿车、SUV 和 MPV 全品类布局。

● 全球化纵深发展，推进本地制造与全价值链扎根

公司 2026 年上半年海外市场累计销售 73.5 万辆，同比增长 48.7%。公司海外业务已从单一 MG 品牌依赖转向多品牌集团军作战，多品牌、多区域、多品类的均衡布局使海外成为公司抵御国内周期波动的战略缓冲带。物流体系方面，公司旗下安吉物流已建成中国第一、全球领先的整车物流运输自营船队，2026 年外贸远洋船队规模将达 22 艘，航线覆盖西欧、地中海、墨西哥、南美、东南亚、澳新及中东等主要出口目的地，年运力超 60 万辆。同时，公司全球化正从整车贸易向本地制造与供应链扎根升级。公司将在西班牙费罗尔港建设在欧洲的首座电动汽车工厂。在东南亚上汽通用五菱以印尼为核心持续推动“印马泰一体化”战略。

● 投资建议

我们预计 26-28 年公司营业总收入分别为 6906/7419/8006 亿元，同比分别+5.2%/+7.4%/+7.9%；归母净利润分别为 120/138/157 亿元，同比分别+18.3%/+15.0%/+14.1%。公司当前市值对应 26-28 年 PE 分别 11x/9x/8x。考虑到公司出口放量、自主新能源品牌销量爬坡、合资板块反哺，当前估值具备充足安全边际。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

出口放量与本地化进程不及预期；国内价格战持续恶化；新能源品牌盈利修复慢于预期；行业竞争加剧；汇率及贸易壁垒风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

● 重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	656244	690550	741925	800635
收入同比（%）	4.6%	5.2%	7.4%	7.9%
归属母公司净利润	10106	11956	13755	15697
净利润同比（%）	506.5%	18.3%	15.0%	14.1%
毛利率（%）	10.1%	13.4%	13.6%	13.7%
ROE（%）	3.4%	3.9%	4.3%	4.8%
每股收益（元）	0.89	1.04	1.20	1.37
P/E	17.20	10.63	9.24	8.10
P/B	0.59	0.42	0.40	0.39
EV/EBITDA	4.21	1.00	-0.34	-0.30

资料来源： wind，华安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

1 公司概况：整车为核多元协同，自主转型加速 5
1.1 发展历程：七十年合资筑基，新四化加速跃迁 5
1.2 主营业务：整车为核多元协同，新能源出口双轮驱动 6
1.3 股权结构：国资控股地位稳固，股权结构高度集中 7
1.4 经营业绩：营收规模波动收缩，盈利能力触底修复 8
2 行业：总量已达平台期，结构性机会凸显 10
2.1 行业进入存量优化期，增长逻辑从总量驱动转向结构驱动 10
2.2 新能源渗透率超越燃油，智电分化与智驾平权并行 11
2.3 自主上行与合资 2.0 重构，从单向输入到中国技术反哺 13
2.4 产能属地化破局，出海迈入体系期 15
3 公司：合资重构兑现可期，全球化纵深发展 18
3.1 经营拐点：风险逐步出清，整车经营企稳 18
3.2 自主向上：技术底座复用，整合效率持续兑现 18
3.3 合资重构：本土研发车型落地，合资盈利能力改善 21
3.4 全球化纵深：出海矩阵逐步完善，全价值链扎根持续推进 23
4 盈利预测与公司估值 25
4.1 盈利预测 25
4.2 投资建议 26
5 风险提示 26

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1 公司发展历程 5
图表 2 业务板块收入（亿元） 6
图表 3 业务板块毛利率（%） 6
图表 4 新能源销量及同比增长率（万辆/%） 7
图表 5 新能源汽车收入与补贴及占比（亿元/%） 7
图表 6 上汽集团股权结构图（截至 26H1） 7
图表 7 营业收入及增速（亿元/%） 8
图表 8 归母/扣非归母净利润及增速（亿元/%） 8
图表 9 公司毛利率及净利率 9
图表 10 公司各项费用率 9
图表 11 汽车产销量及同比（万辆） 10
图表 12 汽车制造业营业收入及同比（亿元） 11
图表 13 汽车制造业利润总额及同比（亿元） 11
图表 14 新能源汽车年度销量及同比（万辆） 12
图表 15 国内新能源汽车零售渗透率 12
图表 16 新能源乘用车批发销量（万辆） 12
图表 17 新能源乘用车批发销量同比 12
图表 18 自主和合资品牌新能源渗透率 14
图表 19 主流合资品牌新能源国内月度零售同比 15
图表 20 主流合资新能源国内年度零售及同比（辆） 15
图表 21 汽车出口及同比（万辆） 16
图表 22 欧盟《工业加速器法案》制度框架 16
图表 23 新能源分动力类型出口及同比（辆） 17
图表 24 上汽自主乘用车品牌一览 19
图表 25 上汽自主乘用车品牌销量（辆） 19
图表 26 尚界 Z7 示意图 20
图表 27 华境 S 示意图 20
图表 28 智己 LS8 示意图 20
图表 29 智己 LS9 示意图 20
图表 30 上汽集团官网七大技术底座 2.0 整体架构图 21
图表 31 零束银河全栈 3.0 舱驾一体 HPC 架构图 21
图表 32 上汽大众合资续约图 21
图表 33 别克至境新能源子品牌图 21
图表 34 上汽大众 ID.ERA 9X 22
图表 35 别克至境 E7 22
图表 36 MG 全系车型欧洲地标背景官方海报 23
图表 37 等待装船运往澳大利亚的上汽 MG 品牌汽车 23
图表 38 拥有 9500 车位的上汽“安吉安盛号” 24
图表 39 上汽通用五菱印尼工厂外景 24
图表 40 可比公司估值 26

下载日志已记录，仅供内部参考

1 公司概况：整车为核多元协同，自主转型加速

1.1 发展历程：七十年合资筑基，新四化加速跃迁

业务多元协同，迈向世界一流汽车企业。上海汽车集团股份有限公司起步于 1955 年 11 月，上海市内燃机配件制造公司成立。2011 年上汽实现整体上市。上汽集团 2025 年实现整车批售 450.7 万辆，零售 467 万辆，继续保持国内行业领先。目前业务主要涵盖整车、零部件、移动出行和服务、金融、国际经营、创新科技等领域，形成以整车业务为首，六大板块紧密协同、相互赋能、融合发展的业务格局。产品和服务已进入全球 170 余个国家及地区，全球营销服务网点超过 3800 多家。放眼未来，集团正加快向用户型高科技公司转型升级，向成为具有全球竞争力和影响力的世界一流汽车企业的目标大步迈进。

自主海外新能源三极并驱，筑牢转型护城河。与单纯依赖合资的车企不同，上汽集团的核心优势在于构建了自主、海外、新能源三大增长极。自主品牌销量占比已超七成，2026 年上半年达 71.8%，形成智己、荣威、MG、五菱的梯次矩阵；海外市场方面，MG 品牌连续十一年蝉联中国品牌欧洲销量冠军，海外累计销量突破 700 万辆。技术层面，近十年在电动化、智能化领域累计投入近 1900 亿元，拥有超 24000 项有效专利，2026 款 MG4 率先量产搭载半固态电池，成为全球首家实现半固态电池量产上车的汽车品牌，并将华为 ADS 4.1 与 896 线激光雷达拉入 20 万级价格带。同时，合资合作迈入”技术输出”新阶段，2024 年与奥迪、大众签署合作协议，共同为上汽奥迪开发多款高端智能电动新车并联合开发 Advanced Digitized Platform 智能数字平台。深厚的体系能力和业绩强劲反弹，构成了其应对行业变革的最深护城河。

新四化纵深推进，从规模领先迈向生态引领。上汽集团的新四化战略正加速向生态构建纵深推进，从规模领先迈向全链路生态引领。电动化方面，从单车投放转向能源生态，全固态电池研发与光储充一体化布局并行；智能网联化方面，推动高阶智驾向主流价位普及，Robotaxi 3.0 商业化运营，培育人工智能等新增长极；国际化方面，从“产品出海”转向“产业链出海”，扩建海外制造基地，推动本地化运营；生态合作方面，与奥迪、大众联合开发智能数字平台，与华为共建尚界品牌。生态化转型与开放合作，推动上汽从规模领先迈向价值引领。

图表 1公司发展历程



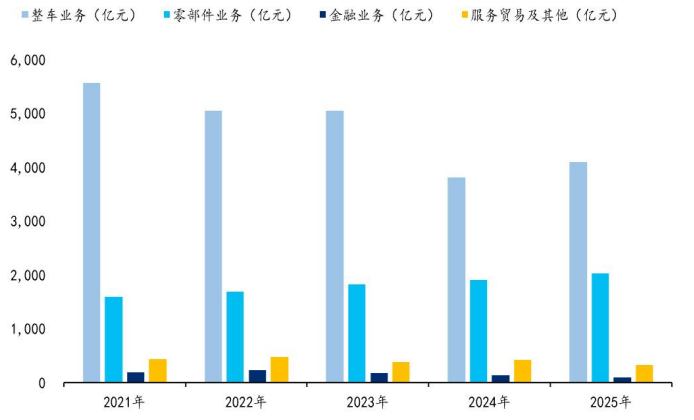
资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2 主营业务：整车为核多元协同，新能源出口双轮驱动

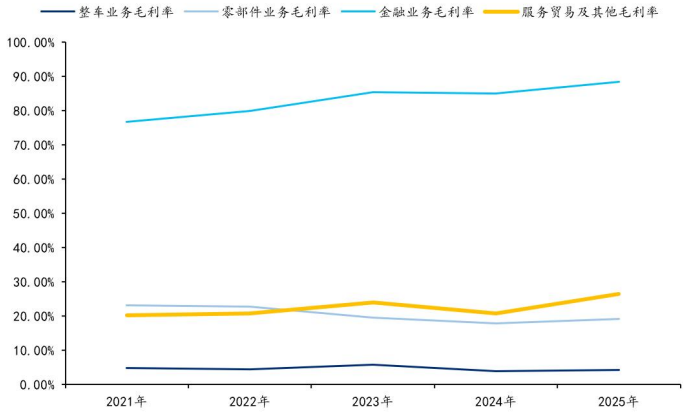
整车贡献收入核心，零部件成利润压舱石。整车业务是公司收入的核心支柱，2021-2025 年收入在 3812.62 亿至 5569.67 亿元区间波动，占比从 71.42%降至 62.51%。整车毛利率长期处于低位，2024 年触底 3.86%后 2025 年小幅回升至 4.30%。其他业务中，零部件板块逆势增长，2021-2025 年收入从 1594.07 亿元持续增至 2030.20 亿元，占比从 20.44%提升至 30.94%，毛利率显著高于整车，成为利润重要支撑。金融业务收入从 2022 年高点 230.75 亿元持续萎缩至 2025 年 100.92 亿元，占比降至 1.54%，但毛利率持续走高，从 2021 年的 76.79%提升至 2025 年的 88.47%。服务贸易及其他收入波动较大，毛利率从 2022 年 20.86%提升至 2025 年 26.38%。整车规模效应与零部件高毛利的互补结构，构成了公司抵御周期波动的基本盘。

图表 2 业务板块收入（亿元）



资料来源： Ifind，公司年报，华安证券研究所

图表 3 业务板块毛利率（%）

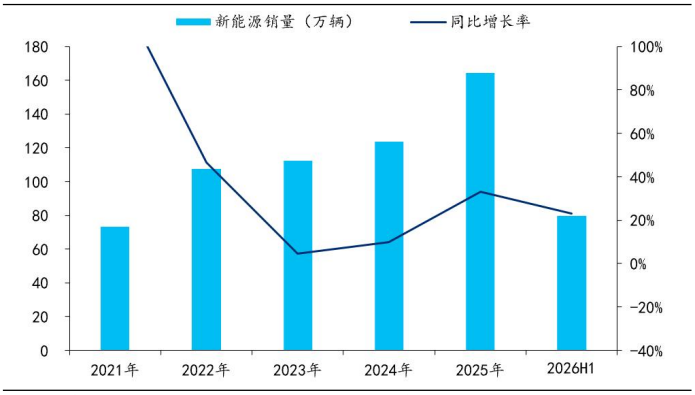


资料来源： Ifind，公司年报，华安证券研究所

新能源销量五年翻倍，补贴归零验证市场化能力。上汽集团新能源销量从 2021 年 73.26 万辆起步，至 2025 年已达 164.3 万辆，五年间实现翻倍增长。增速经历明显波动，2021 年受益于基数效应同比大增 128.93%，此后逐步回落至 2023 年的 4.61%，2025 年随着品牌矩阵完善与产品放量，增速回升至 33.14%。2026H1 新能源销量为 79.6 万辆，同比增加 23.1%，保持增长态势。收入端出现更为显著的结构性跃升。2023 年公司新能源收入从 2022 年的 366.66 亿元大幅增至 1339.35 亿元，收入占比由 5.09%跃升至 18.44%，2025 年进一步提升至 20.66%。同时补贴依赖快速消退，2021 至 2022 年补贴金额尚在 24 至 31 亿元区间，2023 年骤降至 1.38 亿元，2024 至 2025 年则完全归零。补贴退出后收入占比仍突破两成，公司新能源业务迈入以产品力和市场化为核心的新阶段，从过去的“成本中心”变为“第二增长曲线”。

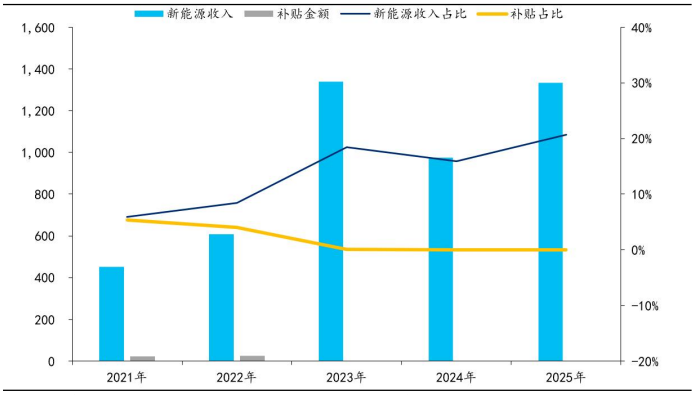
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 4 新能源销量及同比增长率（万辆/%）



资料来源：ifind，公司年报，华安证券研究所

图表 5 新能源汽车收入与补贴及占比（亿元/%）

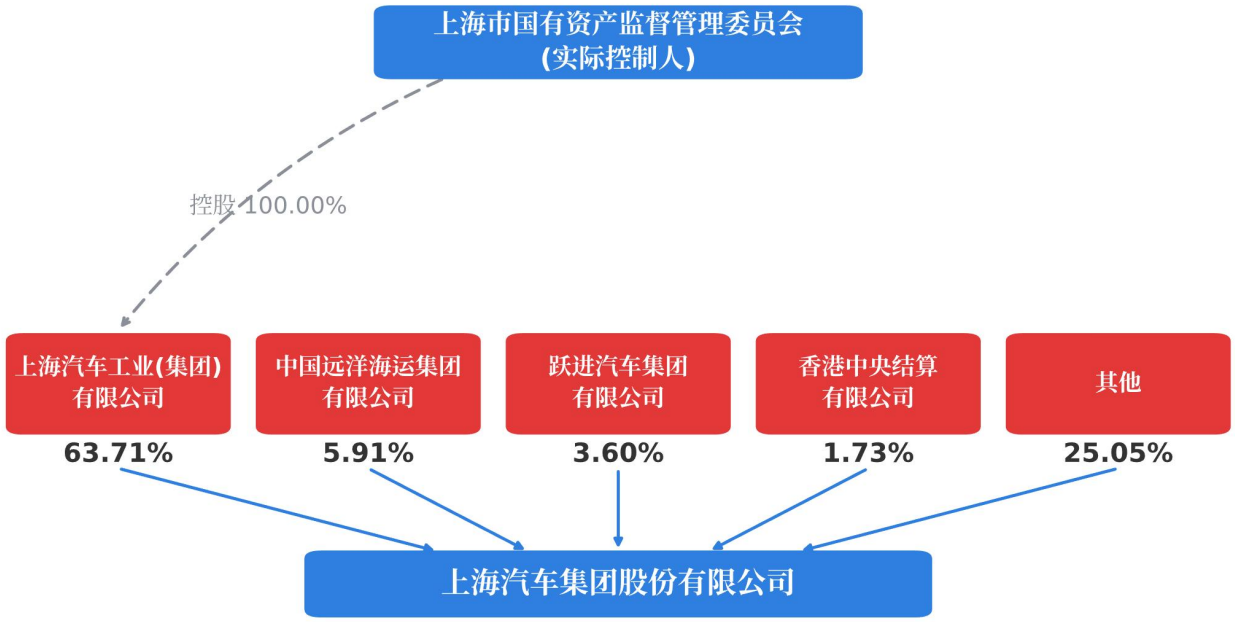


资料来源：ifind，公司年报，华安证券研究所

1.3 股权结构：国资控股地位稳固，股权结构高度集中

上海市国资委实控，股权高度集中。公司的实际控制人为上海市国有资产监督管理委员会。公司第一大股东为上海汽车工业(集团)有限公司，股权占比为 63.71%，上海汽车工业(集团)有限公司的实际控制人为上海市国有资产监督管理委员会，其持有上海汽车工业(集团)有限公司 100%的股权。公司第二大股东为中国远洋海运集团有限公司，股权占比为 5.91%。中国远洋海运集团有限公司的实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，其持有中国远洋海运集团有限公司 90%股权。最新前十大股东合计超 78%，其中上海市国有资产监督管理委员会总占比 63.71%，整体股权集中度较高。

图表 6 上汽集团股权结构图（截至 26H1）



资料来源：ifind，公司公告，华安证券研究所

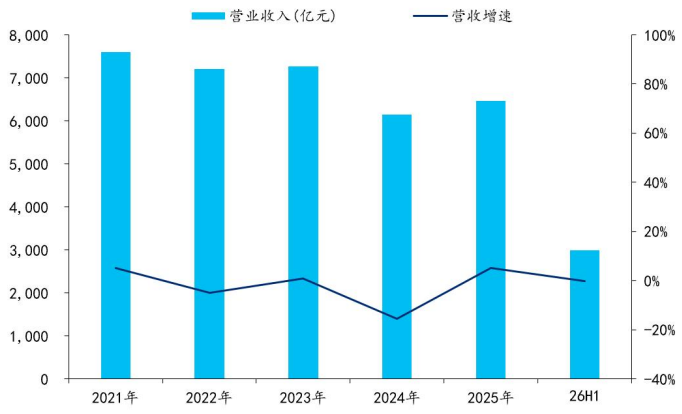
下载日志已记录，仅供内部参考

1.4 经营业绩：营收规模波动收缩，盈利能力触底修复

营收规模波动下行，2025 年企稳回升。2021 年至 2025 年公司营业收入在 7,599.15 亿元至 6,140.74 亿元之间波动，CAGR 为-3.98%。整体来看，公司营收在 2021 年达到阶段性高点后进入调整通道，2022 年同比下滑 5.12%，2023 年基本持平；2024 年受行业竞争加剧及销量下滑影响，营业收入大幅回落 15.44%至 6,140.74 亿元；2025 年随着市场回暖，营收同比增长 5.22%回升至 6,461.52 亿元，但尚未恢复至 2021 年水平；2026H1 公司实现营业收入 2,949.87 亿元，同比仅微增 0.22%，2025 年的营收修复势头有所放缓，收入端大体持平。

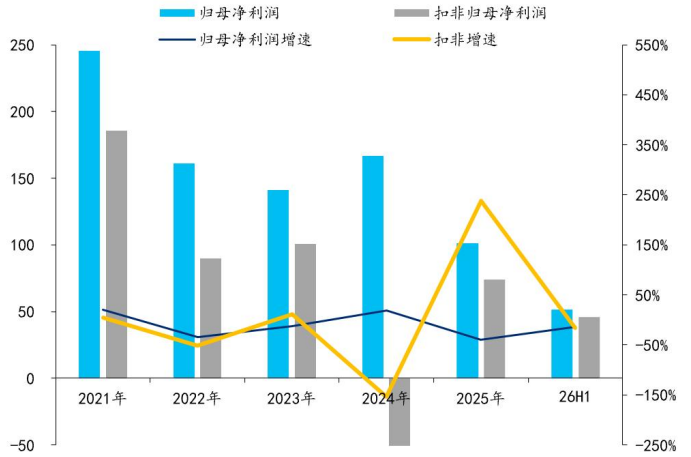
利润端剧烈波动，2024 年触底反弹。2021 年至 2025 年公司归母净利润在 245.33 亿元至 16.66 亿元之间波动，CAGR 为-19.89%，呈下滑趋势。2024 年骤降至 16.66 亿元，同比降幅达 88.19%，2025 年利润端显著修复，归母净利润同比大幅增长 506.45%至 101.06 亿元，但仍仅为 2021 年高点时期的约 41%。从扣非归母净利润来看，2024 年公司出现 54.09 亿元的扣非亏损，为近五年首次扣非净利润为负，主因上汽通用一次性计提 232.12 亿元资产减值导致投资收益由盈转亏，叠加整车业务毛利率受行业价格战影响降至 3.86%的历史低位；2025 年扣非净利润转正至 74.23 亿元，显示主营业务盈利能力有所改善。2026H1 公司归母净利润为 51.52 亿元，同比下降 14.38%，扣非归母净利润为 45.69 亿元，同比下降 15.86%，盈利端有所承压。

图表 7 营业收入及增速（亿元/%）



资料来源：ifind，公司年报，华安证券研究所

图表 8 归母/扣非归母净利润及增速（亿元/%）



资料来源：ifind，公司年报，华安证券研究所

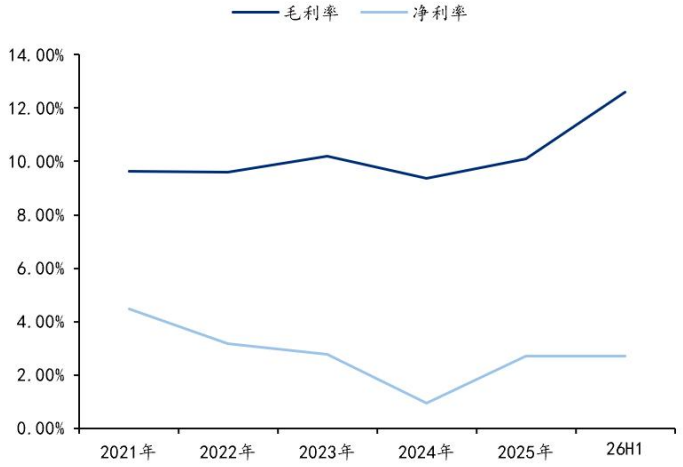
毛利率窄幅波动，净利率持续承压。公司 21-25 年综合毛利率在 9%-10%区间窄幅波动。整车业务毛利率波动较大，2023 年受益于新能源车型放量回升至 5.79%，但 2024 年价格战白热化导致其大幅下滑至 3.86%；2025 年整车毛利率小幅修复至 4.30%，推动综合毛利率回升至 10.09%。净利率下滑更为显著，从 2021 年的 4.47%逐年走低至 2024 年的 0.95%，2025 年回升至 2.70%。净利率走低主要源于整车盈利空间被价格战挤压，以及新能源转型期的产能利用率不足和资产减值增加。2025 年净利率回升主要受益于规模效应释放。26H1 毛利率进一步修复至 11.72%，较上年同期 8.31%提升 3.41 个百分点；但净利率为 2.70%，较上年同期 2.83%小幅回落 0.12 个百分点，毛利率改善尚未充分传导至净利端，盈利质量仍受费用投入、

下载日志已记录，仅供内部参考

投资收益波动及非经常性项目影响。

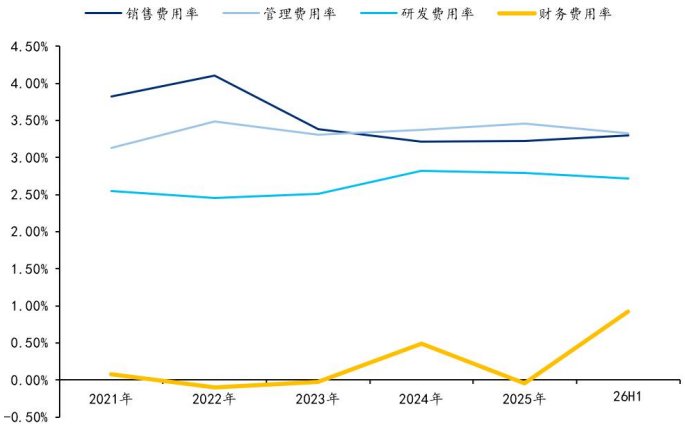
费用管控总体平稳，研发投入持续加码。销售费用率从 2021 年的 3.83%波动上升至 2022 年的 4.11%，此后逐年回落至 2026H1 的 3.34%，主要得益于直销模式占比提升及营销效率改善。管理费用率维持在 3.1%-3.5%区间，整体平稳。财务费用率始终处于极低水平，2026H1 为 0.93%，较 2025H1 的-0.61%由负转正，反映利息收入及汇兑损益变化，但资金成本压力仍可控。研发费用率相对稳定，2026H1 研发费用率为 2.72%，公司持续加码新能源三电、智能驾驶等核心技术投入，以加速产品结构转型。

图表 9公司毛利率及净利率



资料来源：ifind，公司年报，华安证券研究所

图表 10公司各项费用率



资料来源：ifind，公司年报，华安证券研究所

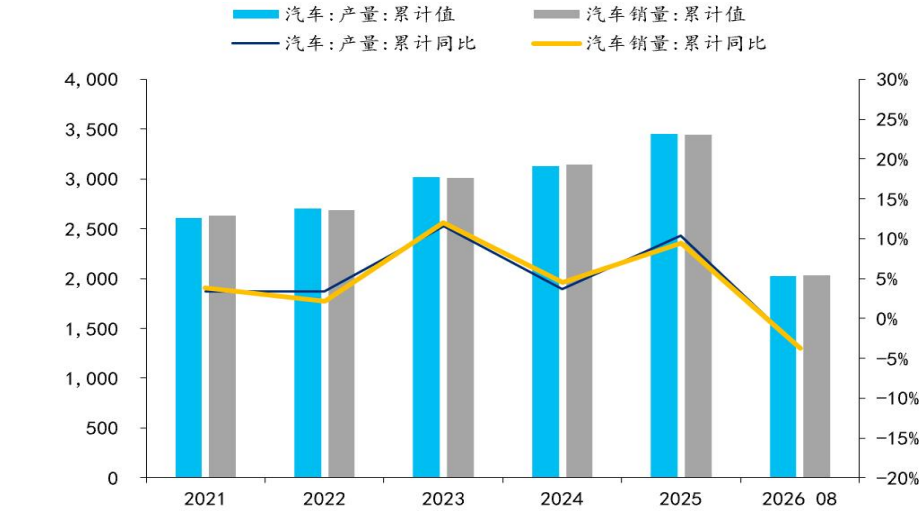
下载日志已记录，仅供内部参考

2 行业：总量已达平台期，结构性机会凸显

2.1 行业进入存量优化期，增长逻辑从总量驱动转向结构驱动

产销规模处于历史高位，但增长属性已从超高速扩张切换至存量优化。中国汽车行业总量规模仍处于历史高位。2025 年我国汽车产销分别完成 3453.1 万辆和 3440 万辆，同比分别增长 10.4%和 9.4%，产销量再创历史新高，连续 17 年稳居全球第一，连续 3 年保持 3000 万辆以上规模。但从更长周期观察，行业增长属性已发生根本变化。2000 年我国汽车产量仅为 207 万辆，2009 年汽车销量跃升至 1364.48 万辆并首次成为全球第一大新车市场。在 2001 年至 2010 年的十年间，我国汽车产销平均每年跨越 100 万辆台阶，完成了从百万级到千万级的跃迁。进入十三五后期，市场逐步进入稳定成熟期，2020 年全年销量约 2531 万辆。中国汽车工业协会预测，2026 年全年汽车销量约为 3475 万辆，同比增长 1%；其中乘用车预计为 3025 万辆，微增 0.5%，商用车预计为 450 万辆，小幅增长 4.7%。2026 年 1-8 月汽车产销分别完成 2025.5 万辆和 2031.5 万辆，同比均下降 3.8%；降幅较 2 月产量-9.5%、销量-8.8%的低点明显收窄，但 8 月单月产销 268.8/271.3 万辆，同比小幅反复，行业仍在弱势筑底。更长期看，行业年复合增速已显著低于早期的超高速增长阶段，潜在增长率大致在 2%-4%区间，增量更多来自结构升级和国际市场扩容，而非内需总量大幅抬升。

图表 11 汽车产销量及同比（万辆）



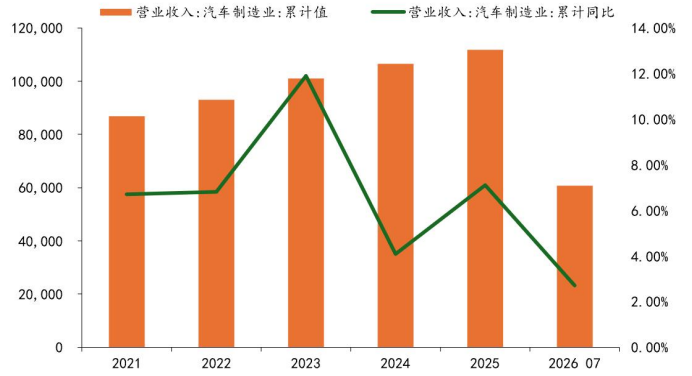
资料来源：ifind，中汽协，华安证券研究所

政策红利边际递减，托底总量但不刺激普涨。在存量市场中，政策对需求节奏的影响显著增强，但红利呈边际递减特征。根据商务部发布的数据，2025 年汽车以旧换新超 1150 万辆，带动新车销售额超 1.6 万亿元，2025 年国内乘用车零售量中半数以上参与了汽车以旧换新。与此同时，新能源汽车购置税减免政策进入新周期。根据财政部、税务总局、工业和信息化部 2023 年第 10 号公告，对购置日期在 2026 年 1 月 1 日至 2027 年 12 月 31 日期间的新能源汽车减半征收车辆购置税，每辆新能源乘用车减税额不超过 1.5 万元。这意味着政策仍在托底内需，但更偏向提质增效，对低价走量模式的支持度边际弱化。

下载日志已记录，仅供内部参考

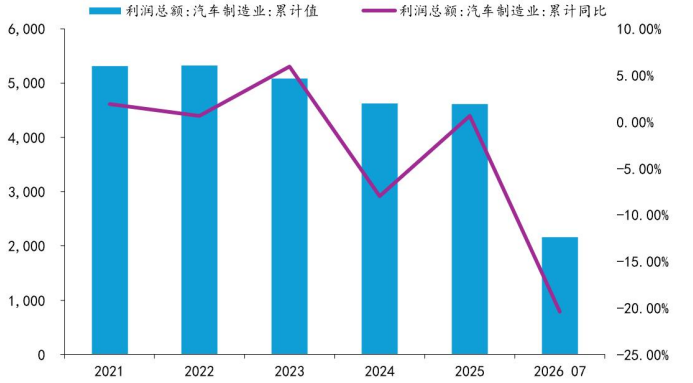
盈利端持续承压，行业从规模竞赛转向利润竞赛。从盈利维度看，行业利润端持续承压。2025 年汽车制造业实现营业收入 111795.6 亿元，同比增长 7.1%；实现利润总额 4610.2 亿元，同比增长 0.6%，利润增速显著低于营收增速，营业收入利润率约为 4.12%。这一压力在 2026 年上半年进一步显现，2026 年 1-7 月汽车制造业实现营业收入 60780.4 亿元，同比增长 2.7%，但利润总额仅为 2162.4 亿元，同比下降 20.4%。成本端多重因素叠加放大经营压力。动力电池原材料剧烈波动，碳酸锂价格 2026 年在 12 万/吨至 20 万/吨震荡，半年内经历两轮大涨大跌。车规级存储芯片因 AI 产能挤占而价格暴涨，2026 年 3 月至 6 月整体涨幅达 180%，一季度 DRAM 合约价环比上涨 90%至 95%，仅 DRAM 和 NAND Flash 两项就给单车增加 7000 至 10000 元成本。在成本上涨与价格战叠加背景下，行业竞争已从规模扩张转向利润竞赛。

图表 12 汽车制造业营业收入及同比（亿元）



资料来源：ifind，华安证券研究所

图表 13 汽车制造业利润总额及同比（亿元）



资料来源：ifind，华安证券研究所

存量竞争下，体系型企业的效率与协同优势凸显。对上汽集团而言，这一行业阶段变化并非单纯压力。行业竞争逻辑已从规模扩张转向效率比拼，市场集中度继续向头部收敛，2025 年销量超过百万辆的车企集团共 10 家，合计销量为 2887.4 万辆，占汽车总销量的 83.9%。上汽集团是中国最大的汽车集团之一，拥有自主、合资、商用车、零部件和物流全产业链布局，在效率与体系深度并重的存量竞争中，相较单一品牌或单一路线企业更具抗波动能力。行业总量的低增速反而有助于其通过体系效率和全球资源协同争取相对优势，而不只是被动卷入单一价格战。

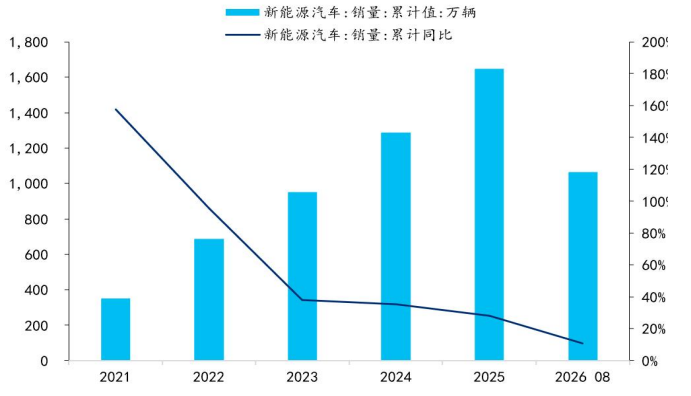
2.2 新能源渗透率超越燃油，智电分化与智驾平权并行

新能源占比超五成，竞争逻辑发生质变。2025 年我国新能源汽车产销分别 1662.6 万辆和 1649 万辆，同比分别增长 29%和 28.2%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 47.9%，较去年同期提高 7 个百分点。2026 年 8 月我国汽车产销分别完成 268.4 万辆和 271.2 万辆，其中新能源汽车产销分别完成 165.3 万辆和 164.3 万辆，同比分别增长 18.9%和 17.8%。2026 年 8 月新能源乘用车国内销量占乘用车国内销量的比重达 68%。当渗透率从 5%提升到 30%时，竞争主要围绕油电替代展开；渗透率跨越 50%后，市场进入电车之间的再分化阶段，决定份额的变量转向产品定义、智能化能力、成本控制与品牌运营。新能源赛道的高增长属性趋于收

下载日志已记录，仅供内部参考

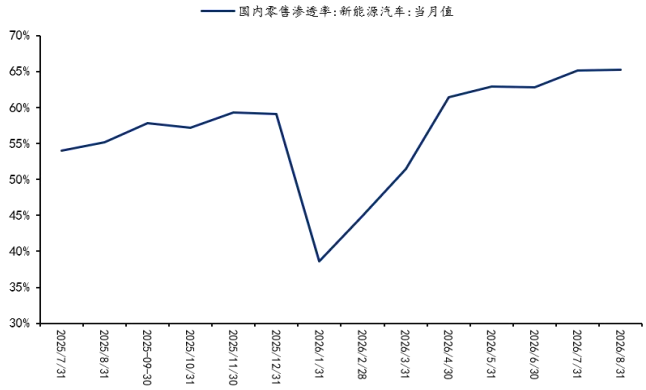
敛，单纯放量对盈利的拉动效应减弱，行业从电动化红利期过渡到智电分层期。

图表 14 新能源汽车年度销量及同比（万辆）



资料来源：ifind，中汽协，华安证券研究所

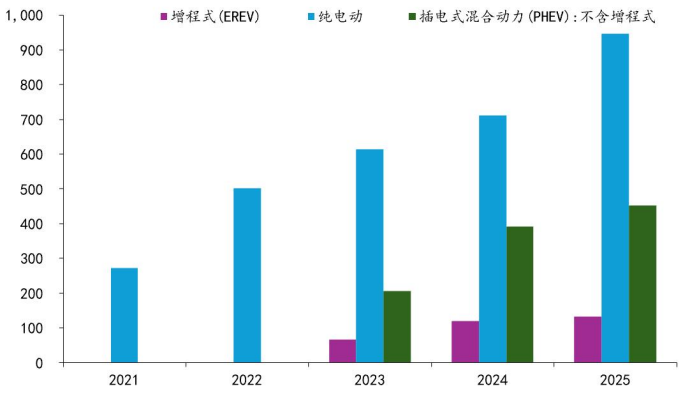
图表 15 国内新能源汽车零售渗透率



资料来源：ifind，乘联会，华安证券研究所

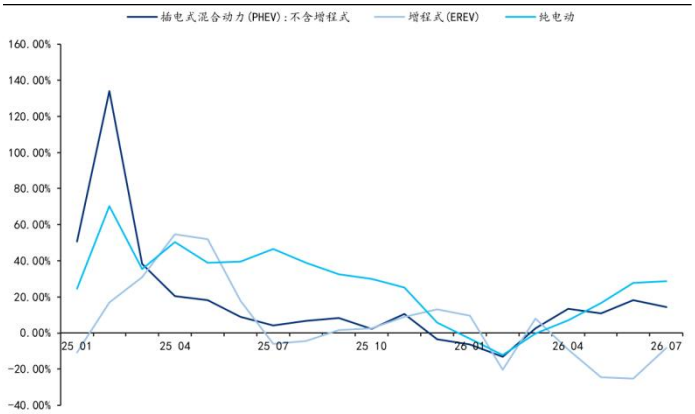
多能源路线并存，单一路线押注承压。纯电、插混、增程、HEV 在不同区域、不同价格带、不同补能条件和不同用户偏好下形成并存竞争格局。2025 年新能源批发结构中，纯电动占比 61.8%，同比+3.6%、狭义插混占比 29.5%，同比-2.5%、增程占比 8.7%，同比-1.1%。2026 年 8 月，纯电动批发销量 103.2 万辆，同比增长 25.9%，占新能源批发份额达 68.3%；狭义插混销量 38.6 万辆，同比增长 3.1%，占比 25.6%；增程批发 9.3 万辆，同比下降 10.9%，占比收缩至 6.1%。三种路线均保持规模化发展。伴随中国新能源车的规模优势显现，纯电动以近六成占比稳居出口主力，插混和增程则以更高增速成为出口扩容的重要补充。2026 年上半年，新能源乘用车出口 223.1 万辆，同比增长 124.3%，其中纯电动出口 130.8 万辆，同比增长 104.9%，狭义插混出口 84.5 万辆，同比增长 153.9%，增程出口 7.9 万辆，同比增长 233.5%。在海外市场和对充电设施依赖度较高的下沉市场，HEV 和插混对纯电形成有效补充；在国内中高端市场，增程和高阶插混快速占领用户心智；在主流纯电市场，快充能力与能耗水平成为纯电车型竞争关键要素。具备多能源路线兼容能力的平台型车企，在不同场景下的市场适应性更强。

图表 16 新能源乘用车批发销量（万辆）



资料来源：乘联会，华安证券研究所

图表 17新能源乘用车批发销量同比



资料来源：乘联会，华安证券研究所

智驾能力加速下沉，平权趋势重塑格局。随着电动化进入主流阶段，智能驾驶和

下载日志已记录，仅供内部参考

智能座舱开始从高端配置向主流价格带快速下沉，行业竞争从电动平权进入智驾平权。2026 年以来我国搭载 L2 级组合驾驶辅助功能的乘用车渗透率达到 70.5%，领航驾驶辅助功能乘用车渗透率达到 34.2%。截止到 2026 年 7 月，具备 L2 级组合驾驶辅助功能的乘用车新车渗透率达 70.5%，领航辅助功能乘用车渗透率达 34.2%。高阶智驾的规模化渗透呈现加速态势。成本下探是智驾下沉的核心驱动力。2026 年，主流 128 线激光雷达的批量采购价已经跌破 1000 元人民币。纯视觉高速 NOA 硬件的 BOM 成本已降至 4000 元以下，搭载激光雷达的城市 NOA 方案硬件成本压缩至 4500 至 5000 元。智能化能力已成为主流市场份额再分配的核心变量。

全价位矩阵与平台化复用，构建上汽体系对抗赛的战略支点。2026 年上半年，中国汽车整车制造利润率跌至 1.5%，行业进入“体系对抗赛”阶段。2026 年 3 月“上汽之夜”从智己的 AI 大模型上车、大众的九大黑科技，到尚界的华为生态满配，再加上荣威、MG、五菱、凯迪拉克的集体落子，传达出自主与合资在智电赛道上协同进化、全面引领的强烈信号。全价位矩阵的核心支撑是技术底座的跨品牌复用。星云纯电平台覆盖 A 级到 D 级全品类，银河全栈 3.0 实现从十几万的五菱到三十万级的智己在电子电气架构上的统一迭代能力。尚界首款车型基于上汽星云平台打造，引入华为智舱和智驾，产品开发周期已缩减到 18 个月。2026 年上半年智己 LS8、ID.ERA 9X、尚界 Z7、五菱缤果 S、荣威 AI 原生高端序列等车型密集投放，体现公司多品牌协同、技术共享、市场卡位的战略逻辑。这意味着平台化能力让每一款新车都站上同一条技术高线，而非靠多品牌各自为战堆车型数量。全价位矩阵的本质是从多品牌内耗转向技术底座共享，从单一车型依赖转向体系化均衡输出，公司依托平台化复用能力实现多品牌协同布局，构筑自主板块长期竞争力的核心壁垒。

2.3 自主上行与合资 2.0 重构，从单向输入到中国技术反哺

自主新能源领跑，合资新能源渗透率偏低。中国汽车行业的品牌权力结构正在向自主品牌倾斜，这一分化在新能源领域尤为突出。根据中国汽车流通协会乘用车市场信息联席分会发布的数据，2025 年 12 月国内零售中，自主品牌中的新能源车渗透率达到 80.9%，而主流合资品牌中的新能源车渗透率仅有 8.2%。进入 2026 年，合资品牌电动化进程有所加速，2026 年 5 月主流合资品牌新能源车渗透率上升至 14.5%，8 月有所回落，仅 13.4%，与同期自主品牌 83.9%的渗透率相比，差距依然显著。自主品牌更快建立了从 A0 级到中高端、从纯电到插混增程、从城市代步到智能化高端场景的完整供给体系。2025 年自主品牌累计零售市场份额高达 65%，较 2024 年同期增长 4.8 个百分点，市场每卖出 10 辆车就有 6.5 辆来自自主品牌，创下历史新高。在这一格局下，合资品牌传统依赖的品牌溢价、渠道优势和燃油技术优势被持续削弱，市场份额面临挤压。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 18 自主和合资品牌新能源渗透率



资料来源：ifind，华安证券

合资进入 2.0 时代，中国技术双向赋能。在自主品牌强势冲击下，合资品牌并未简单退出中国市场，而是进入深度重构阶段。新华社指出，跨国车企的第二轮走进来，其核心特征已经从在中国制造、为中国适配转变为在中国研发、与中国共创，这标志着合资模式从单向技术输入转向双向赋能。这一转变使合资车企得以突破市场换技术的旧有模式束缚，构建起以本土研发为核心的新体系。随着研发重心与产品定义权持续东移，中国汽车产业正从世界工厂向全球汽车技术策源地升级。目前中国技术通过合资方式反哺全球，一条以双向共创为特色的产业发展新路线正愈发清晰。跨国车企已从被动适应中国市场变化，转变为主动依托国内完整产业体系与庞大消费市场调整战略，将中国定位为全球核心战略市场。在合资品牌本土化的趋势下，具备自主技术输出能力的整车集团在合资重构中拥有额外的战略弹性，若完成本土化重构的合资品牌能够在新能源市场保有合理份额，其估值框架有望重构。

合资板块价值重构，利润修复可期。从经营层面看，合资板块在经历 2024 年深度调整后已呈现行业性企稳迹象。2026 年 8 月主流合资品牌零售 31 万辆，同比下降 35%，环比增长 5%。乘联分会秘书长崔东树指出，车企的利润拐点将分梯队出现，拥有完整自研供应链和海外高利润增量的头部自主品牌，有望在四季度末将利润率修复至 4.5%以上；而缺乏核心技术、燃油车占比较高的合资车企，亏损周期可能延续至 2027 年一季度。合资品牌扭转劣势路径有三条，一是油电同智，同步升级座舱和智能驾驶，缩小与自主品牌的智能化差距；二是调整产品结构，快速推出长续航插混和高性价比纯电车型，补齐新能源短板；三是深耕差异化细分市场，如 MPV、大尺寸燃油 SUV 和家用混动赛道，避开 10 万至 20 万元自主品牌红海。长期来看，合资品牌必须放弃对燃油车的单一依赖，构建油电均衡的产品矩阵，否则市场份额将持续被自主品牌挤压。对整车集团而言，合资板块的核心价值正在从过去的利润奶牛，转向低波动、正贡献、可预期的盈利平台。在资产包袱出清、产品向智电转型后，合资企稳回升为自主新能源和海外业务争取了战略窗口期。行业格局从合资单边失血转向分化修复，完成本土化智电重构的合资品牌将在中高端市场仍将保有重要位置。

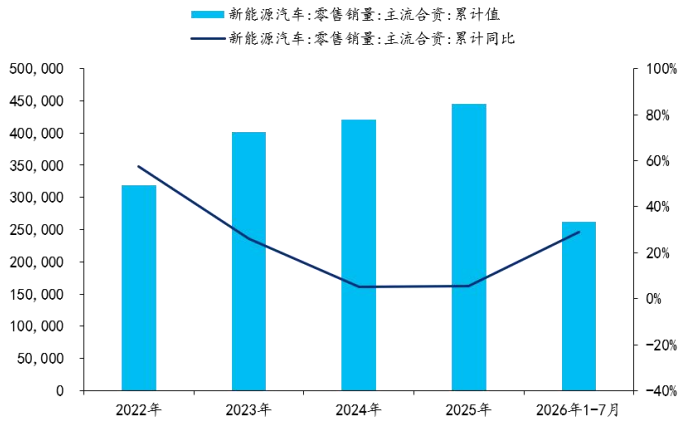
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 19 主流合资品牌新能源国内月度零售同比



资料来源：ifind，乘联会，华安证券研究所

图表 20 主流合资新能源国内年度零售及同比（辆）



资料来源：ifind，华安证券研究所

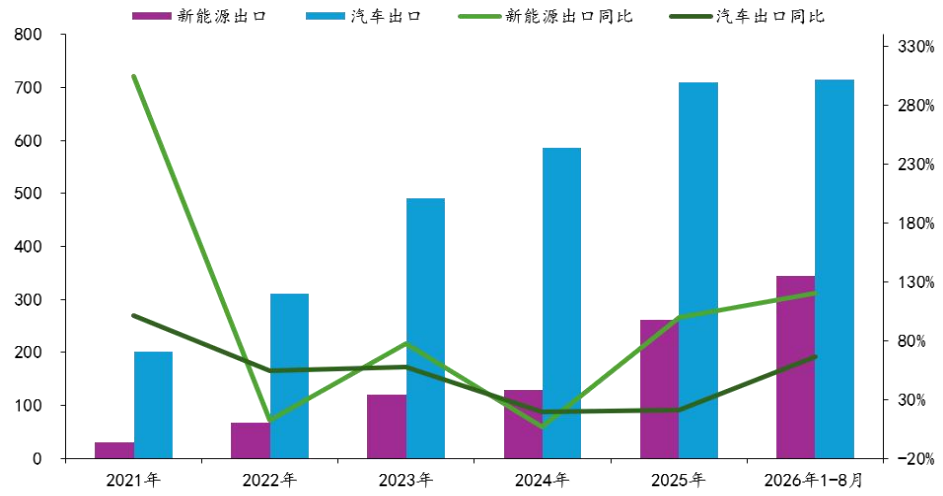
上汽技术反哺路径完整，合资重构战略弹性突出。上汽集团的合资重构路径具备较强的完整性。上汽集团与通用汽车已将合资期限延长至 2047 年，上汽通用推出的逍遥超级融合架构是合资车企首个由中国团队主导研发的全域融合新能源架构，上汽集团的智电技术正加快赋能合资企业。上汽大众与大众汽车集团签署技术合作协议，在中国开发多款插电混动与纯电车型，产品型谱已规划至 2030 年后。在智能化领域，上汽大众 ID.ERA 9X 成为全球首款搭载 Momenta R7 世界模型的量产车型，上汽奥迪 A5L Sportback 搭载华为乾崑智驾，零束银河全栈解决方案向合资体系输出。这种自主技术向合资体系的持续赋能，使上汽在合资 2.0 重构中拥有较为完整的战略弹性。

2.4 产能属地化破局，出海迈入体系期

出口总量创新高，未来增速可能边际放缓。中国汽车出口已进入规模化发展阶段，但增长动能正在切换。中汽协数据显示 2025 年我国汽车出口达 709.8 万辆，同比增长 21.1%，较 2024 年的 585.9 万辆和 2023 年的 491 万辆实现持续跨越式增长。新能源成为核心增长引擎，2025 年新能源汽车出口 261.5 万辆，同比激增 103.7%，几乎翻倍；其中纯电动出口 164.6 万辆，同比增长 66.7%，插混出口 96.9 万辆，同比增长 226.5%。传统燃料汽车出口 448.3 万辆，同比下降 2%，已进入平台期。中国汽车出海将从高速增长期进入结构优化期，行业核心变量从能不能出口，转向能否建立本地化体系并穿越贸易壁垒。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 21 汽车出口及同比（万辆）



资料来源：中汽协，ifind，华安证券研究所

贸易壁垒倒逼升级，本地化成为必选项。贸易壁垒常态化正在重塑全球汽车出海格局。2024 年 10 月，欧盟委员会结束对中国进口电动汽车的反补贴调查，决定对相关产品征收为期五年的最终反补贴税，上汽集团面临 35.3%的关税。2026 年 1 月，中欧围绕电动汽车反补贴案磋商取得重大进展，欧方发布关于提交价格承诺申请的指导文件，企业可通过提交价格承诺申请替代反补贴征税。在关税压力与政策不确定性叠加的背景下，出海模式正从整车贸易向本地化制造升级。2026 年 3 月，欧盟委员会发布《工业加速器法案》（IAA）立法提案，对电池、电动汽车、光伏、关键原材料四大行业设置强制技术转让、外资股比、产品本地含量及本地员工等限制条款，在公共采购领域明确提出“欧盟制造优先”。无论贸易形式如何演变，在目标市场建立本地制造、供应链与品牌运营能力，已成为中国车企规避壁垒、实现可持续经营的必由之路。

图表 22 欧盟《工业加速器法案》制度框架

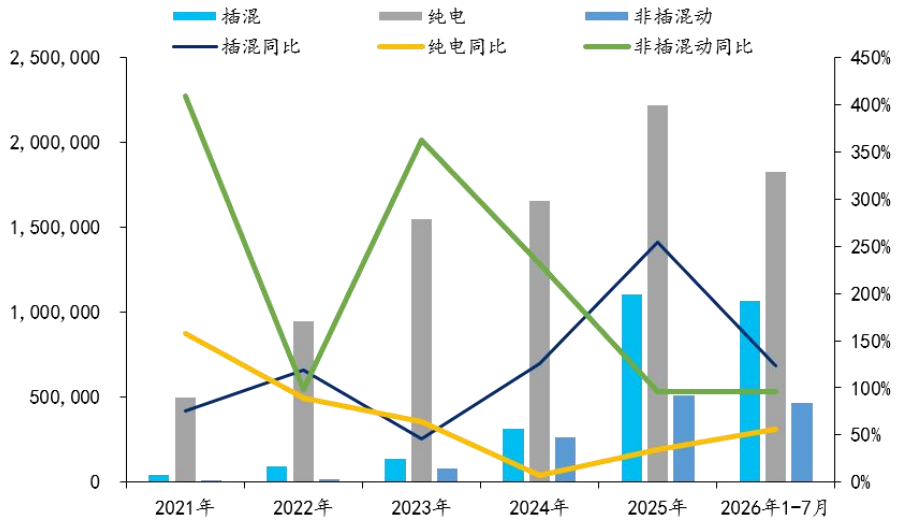


资料来源：公开资料整理，华安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

出海迈入体系期，全链条筑壁垒。在全球化新阶段，出海竞争已从单车出口升级为品牌落地、本地制造、物流履约、金融渗透与渠道深耕的体系化比拼。2025 年插混车型出口 111 万辆，同比激增 254.6%，插混增速亮眼，成为出口增长的新增长点。具备多能源路线适配能力、能够根据目标市场政策与消费偏好动态调整产品组合的车企在全球化竞争中更具韧性。物流与供应链能力成为海外放量的关键壁垒。在全球滚装船运力紧张、物流成本波动的环境下，拥有自营船队与海外制造基地的企业具备更高交付效率与更强成本控制能力。上汽集团作为中国车企中海外体系积累较深的平台型企业，2025 年海外销量达 107.1 万辆，其中 MG 品牌在欧洲销售超过 30 万辆。公司产品和服务遍布全球 170 多个国家和地区，拥有超过 3000 个海外经销商网络、3 大研发创新中心、4 个生产制造中心。从规模扩张到价值链出海，上汽全球化正从先发投入期进入结构回报期。

图表 23 新能源分动力类型出口及同比（辆）



资料来源：ifind，海关总署，华安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3 公司：合资重构兑现可期，全球化纵深发展

3.1 经营拐点：风险逐步出清，整车经营企稳

改革重组代价集中释放，2024 年底部确认。2024 年上汽集团经历了管理层换届与组织体系深度重构。2024 年 7 月 10 日，上汽集团召开第八届董事会第二十三次会议，选举王晓秋为公司第八届董事会董事长，聘任贾健旭担任公司总裁。新一届领导班子履新后，迅速推进《上汽集团全面深化改革工作方案（2024-2027 年）》，提出五大战略任务和五大关键举措。改革核心是将上汽乘用车公司、上汽国际、创新研发总院、零束科技、海外出行五大板块深度整合，形成全新的大乘用车板块，打通产品定义、开发、生产到销售的全业务链条。组织变革的代价在 2024 年财务报表中集中体现。全年归母净利润仅 16.66 亿元，同比下降 88.19%，ROE 降至 0.58%。业绩大幅下滑主要源于上汽通用及其控股子公司计提资产减值准备 232.12 亿元，对上市公司归母净利润影响约 78.74 亿元，导致公司对联营与合营企业的投资收益从 2023 年的盈利 107.2 亿元转为亏损 13.27 亿元，上市公司对上汽通用整车公司的长期股权投资账面价值减记至零。

经营拐点确认，利润修复、现金改善与自主高增共振。公司 2025 年扣非归母净利润从 2024 年的亏损 54.09 亿元转正至 74.23 亿元，整车业务毛利率提升至 4.30%，零部件业务毛利率提升至 19.15%。26H1 经营活动产生的现金流量净额达 543.03 亿元，同比增长 158.13%，现金创造能力显著改善。26 年 1-6 月累计销量 204.5 万辆，成为上半年销量唯一突破 200 万辆大关的中国汽车企业，其中自主品牌乘用车销量同比大涨 49.4%。利润修复、现金流改善与自主品牌高增三者共振，表明经营修复并非一次性财务反弹。主业盈利、现金造血与销量结构的三重改善同向共振，经营修复已具备坚实的基本面支撑。

四条主线共振，静待势能转化。大乘用车整合持续释放组织效率红利，智驾平权迈入规模化量产阶段；合资体系在华角色发生转变，由中国技术反哺取代单向技术输入；全球经营依托本地化生产与全链物流金融配套，从销量扩张切换至结构盈利；七大技术底座完成从研发储备到规模装车与生态外溢的跃迁。这四条主线相互交织，公司正从规模扩张期的被动调整转向体系能力重构期的主动进攻。拐点的持续性最终取决于自主板块能否将经营改善沉淀为长期品牌势能与技术壁垒。

3.2 自主向上：技术底座复用，整合效率持续兑现

大乘用车整合后效率兑现，自主品牌销量占比提升。2026 年上半年，大乘用车板块整合后的效率提升在市场端得到充分验证。1-6 月上汽自主品牌累计销售 146.9 万辆，同比增长 12.6%，占集团总销量比重首次突破七成达 71.8%。自主销量高增并非单纯市场回暖，而是组织整合释放的产品竞争力。过去飞凡处于智己和荣威中间，定位反复摇摆。2021 年上汽集团出资 66.5 亿元设立飞凡汽车科技有限公司，但其 2024 年全年销量仅 7104 辆，同比大降 67%，月均不足 600 辆；2025 年一季度销量 1130 辆，月均仅 377 辆。2024 年 10 月，飞凡汽车正式回归上汽乘用车阵营，其高阶智驾团队也已整合至零束科技。2025 年上汽集团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，大乘用车板块已实现基本盈亏平衡，2026 年将全力冲刺规模性盈利。上半年上汽摘得 2026 年

下载日志已记录，仅供内部参考

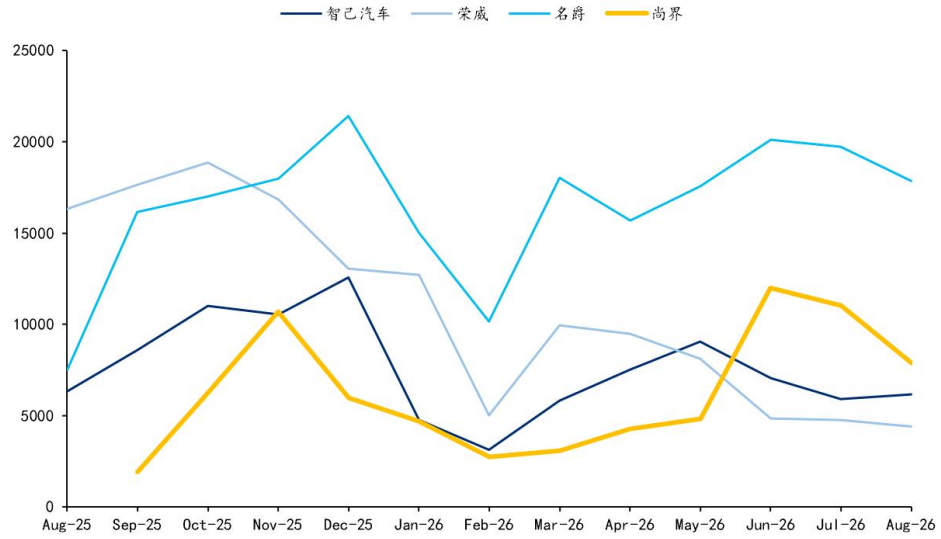
车市半程销量桂冠，自主品牌已从利润拖累转为集团增长的核心支撑。

图表 24 上汽自主乘用车品牌一览

品牌	定位	价格区间（万元）	关键信息
智己 IM	高端智能电动车	约 20 – 50	上汽高端新能源标杆，与阿里、张江高科合作；全系标配激光雷达、灵蜥数字底盘、后轮转向；LS6 累计交付破 10 万辆；2026 年推 LS8、LS9 Hyper 版等
荣威 Roewe	主流新能源 / 国民家轿	约 6 – 20	上汽乘用车核心自主品牌；2026 款 i6 起售价 6.49 万，全系标配 8155 芯片与豆包大模型；D6 限时一口价 7.98–11.98 万；M7 DMH 为超级混动家轿代表
名爵 MG	全球化 / 年轻动感	约 9 – 30	上汽出海核心载体，连续 11 年中国品牌欧洲销量第一；全球首个量产半固态电池（MG4/MG4X，9 万级）；MG4 家族月销稳态破万；2026 年将推全新新能源轿跑
尚界 SHANGJIE	智能电动新品牌（上汽×华为）	约 16 – 30	华为智选车模式成员；Z7/Z7T 搭载华为 ADS 4.1 + 896 线激光雷达，起售价 21.98 万，累计交付破2万；H5 高配车型搭载华为乾崑 ADS 4，起售价 15.98 万

资料来源：上汽官网，汽车之家，华安证券研究所

图表 25 上汽自主乘用车品牌销量（辆）



资料来源：车主之家，华安证券研究所

华为系双品牌的规模化交付，协同布局完善产品价格矩阵覆盖。尚界与华境在 2026 年上半年进入密集交付期，双品牌协同效应开始显现。尚界 Z7 系列 4 月 22 日上市，5 月 30 日启动交付，6 月即突破 1 万辆，7 月 30 日累计交付突破 2 万辆。其热销核心在于“配置降维”的定价策略：21.98 万元起售即全系标配华为乾崑智驾 ADS 4.1、800V 高压快充、896 线激光雷达、鸿蒙座舱和途灵底盘，以“同款定位、更低价格、更优配置”精准截流 20 万级纯电轿跑用户。华境 S 则精准切入了 15-20 万元大六座 SUV 的细分蓝海市场，该价位段长期存在空间与智能不可兼得的结构性矛盾，而华境 S 以 14.98 万元起的超级置换价，成为 15 万级唯一全系标配华为乾崑智驾 ADS Pro 增强版与鸿蒙座舱的全尺寸大六座 SUV，5235mm 车长与 3105mm 轴距带来 87.4%得房率，其用户画像高度聚焦家庭需求，盲订用户中 71%为四口及以上大家庭，92%将家庭全维安全列为首要标准，76%看重华为乾崑智驾与鸿蒙座舱。华境 S 自 5 月上市以来交付量三连涨，7 月交付 7,203 台登顶插混大型 SUV 榜首。双品牌形成“上攻主流轿跑、下拓家庭六座”的协同格局，

下载日志已记录，仅供内部参考

使华为高阶智驾在 15-25 万元区间实现密集覆盖。

图表 26 尚界 Z7 示意图



资料来源：新华网，华安证券研究所

图表 27 华境 S 示意图



资料来源：华为官网，华安证券研究所

智己线控转向科技平权，验证高端市场可持续造血。智己在 2026 年上半年延续高增长态势，26H1 累计交付 4.0 万辆，同比增长 58%。其核心驱动力在于将百万级线控转向技术下放至 30 万级市场，以科技平权建立差异化壁垒。4 月上市的 LS8 以 30 万元内标配“全线控转向+高阶智驾+全域 800V”贡献最大增量；7 月上市的 LS9 Hyper 全系标配线控转向，转向比覆盖 4.5：1 至 14.2：1，配备双向 24° 智慧四轮转向，实现 4.77 米同级最小转弯半径。这是 7 月 1 日线控转向新国标落地后，首款全系标配该技术的大六座旗舰车型，此前配备线控转向的车型普遍集中在 60 万元以上且多为选装。与蔚来、理想相比，智己依托上汽 70 年造车底蕴与供应链体系，将线控转向下沉至全系标配，以高性价比逻辑切入市场。2025 年 12 月智己首次实现全成本口径盈利后，2026 年上半年交付量持续攀升，验证了传统大型车企在高端智能电动市场具备可持续造血能力。

图表 28 智己 LS8 示意图



资料来源：新华网，华安证券研究所

图表 29 智己 LS9 示意图



资料来源：华为官网，华安证券研究所

技术底座实现全价位复用，从成本中心过渡为盈利资产。上汽全价位智能化矩阵的底层支撑是七大技术底座 2.0，涵盖纯电、混动、氢能三大整车平台及电池、电驱、超混系统和智能车全栈解决方案四大系统。近十年上汽在智电领域累计研发投入约 1900 亿元，拥有超 24000 项有效专利。星云平台覆盖 A 级到 D 级全品类，银河全栈智能实现从十几万的五菱到三十万级的智己在电子电气架构上的统一迭代能力。2026 款 MG4 率先量产搭载半固态电池，成为全球首款量产半固态电池车

下载日志已记录，仅供内部参考

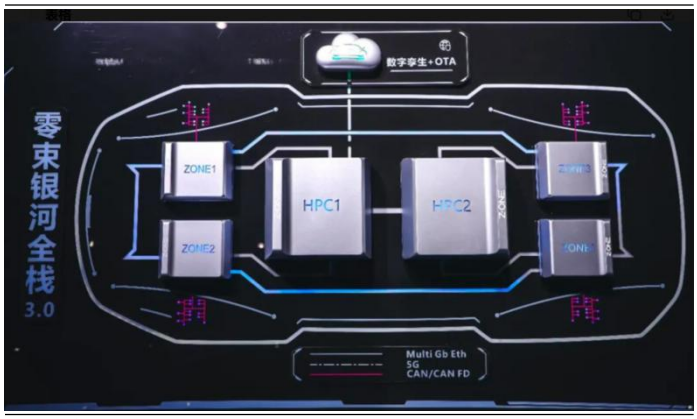
型，将行业前沿的电池技术首次下放到 10 万级市场。智己 L6 搭载全球首批量产的一段式端到端大模型，IM AD 智能辅助驾驶已实现全国无图城市 NOA。这些技术成果被整合为可跨品牌复用的通用能力，支撑 6 万级到 30 万级产品的智能化标配，使技术底座从成本中心转变为自主板块盈利的核心资产。

图表 30 上汽集团官网七大技术底座 2.0 整体架构图



资料来源：上汽官网，华安证券研究所

图表 31 零束银河全栈 3.0 舱驾一体 HPC 架构图



资料来源：新浪汽车，华安证券研究所

3.3 合资重构：本土研发车型落地，合资盈利能力改善

合资板块重构，技术反哺重构主权。上汽合资板块正经历从单向技术输入到中国技术反哺的深度重构。2024 年 11 月，上汽大众与大众汽车集团签署延长合资协议，将合资期延长至 2040 年，双方明确将联合开发全新车型，到 2030 年推出 18 款新车型，其中 15 款将专为中国市场开发，标志着合资模式从全球车型简单导入转向中国研发、全球反哺。上汽通用方面，2025 年 4 月发布“逍遥”超级融合架构，这是合资车企首个由中国团队主导研发的全域融合型新能源架构，覆盖纯电、插混和增程全技术路线，基于该架构的“至境”子品牌在一年内完成轿车、SUV 和 MPV 全品类布局。上汽大众 ID.ERA 9X 搭载由上汽本土团队主导开发的 EA211 黄金增程器，别克至境系列采用泛亚本土正向研发的逍遥架构与 Momenta 智驾方案，标志着中方从技术接受方转为技术输出方。这种中国研发、全球反哺的新范式，使合资板块从单纯的技术引进转向双向共创，重构了合资企业的技术主权边界。

图表 32 上汽大众合资续约图



资料来源：上汽集团官网，华安证券研究所

图表 33 别克至境新能源子品牌图



资料来源：上汽通用官网，华安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

合资代表车型密集落地，技术反哺得到验证。 合资代表车型验证技术反哺的落地深度。上汽大众 ID.ERA 9X 作为大众全球首款 9 系旗舰于 2026 年 4 月 25 日上市，搭载由上汽本土团队主导开发的 EA211 黄金增程器，热效率达 46.3%，并全球首发搭载 Momenta R7 世界模型智驾方案，限时权益价 29.98 万元起。上市 1 小时内收获锁单 11079 台，仅用 5 天交付 2326 台，上市一个月累计交付破 7000 台，第一个完整销售月即登顶大型增程 SUV 销冠。上汽通用别克至境 E7 基于“逍遥”架构打造，2026 年 4 月 22 日上市，搭载 Momenta R6 强化学习大模型与 27 组感知硬件，配合高通骁龙 8775P 座舱芯片及行业首发豆包大模型，预售阶段累计订单突破 3 万台，两周累计交付突破 5000 台。上汽奥迪 A5L Sportback 作为全球首款搭载华为乾崑智驾的燃油车，配备 32 个高性能传感器与 2 颗激光雷达，限时臻享价 25.99 万元起，突破燃油车高阶智驾技术壁垒。这些车型的密集落地，证明中方技术输出已从概念验证进入规模量产阶段。

图表 34 上汽大众 ID.ERA 9X



资料来源：上汽官网，华安证券研究所

图表 35 别克至境 E7



资料来源：长安汽车官网，华安证券研究所

财务企稳与生态外溢，合资重构成果逐步兑现。合资重构的成果在财务与经营两个维度同步兑现，上汽通用与上汽大众呈现差异化修复路径。上汽通用 2025 年全年累计终端销量 56.2 万辆，其中新能源销量 8.9 万辆，新能源销量与渗透率在合资品牌阵营中位列第一，企业已连续五个季度保持盈利。26H1 上汽通用累计批发销量 23.12 万辆，同比下降 5.68%，但跌幅显著优于国内乘用车市场 20.2%的整体降幅，是主流合资车企中销量跌幅最小的企业之一；新能源业务上半年销量近 5 万辆，同比增长 81.1%。通用汽车 26Q2 在中国业务权益收益同比增长 16.9%，已连续七个季度实现盈利。上汽大众 2025 年以 106 万辆终端销量收官，站稳百万销量基盘，ID.家族全年终端销量 14.3 万辆，同比增长 12%，燃油车市占率提升至近 8.3%。2026 年上半年，上汽大众虽受燃油车市场收缩影响销量有所承压，但 ID.ERA 9X 等由本土团队主导开发的车型密集上市并快速上量，证明合资体系已具备自主技术反哺后的产品定义与量产能力。这种新范式使合资品牌的估值框架按低波动盈利平台加技术变现通道重新评估，为公司估值修复提供额外战略弹性。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.4 全球化纵深：出海矩阵逐步完善，全价值链扎根持续推进

多品牌集团军出海，立体矩阵全面成型。上汽海外业务已从单一 MG 品牌依赖转向多品牌集团军作战。MG 品牌仍是出海核心支柱，2026 年上半年在欧洲累计销售超 19 万辆，同比增长超 20%，连续 11 年蝉联中国品牌欧洲销量冠军。在英国、丹麦、罗马尼亚等国，MG 市占率持续攀升，战略车型 MG ZS HEV 今年以来在欧洲累计销售超 2.7 万辆。但上汽出海不再只有 MG。智己汽车正式发布“DRIVE TO THE NEXT”海外战略，推出 IM FUSION NOVA 核心技术架构，目标 2027 年实现 OTA 能力全球覆盖，已进入阿联酋、突尼斯等中东及北非市场。上汽通用五菱海外累计销量突破 150 万辆，2026 年 4 月海外单月销量首次突破 3 万台/套。上汽商用车上半年海外销量同比大增 70%，在轻客、皮卡等细分市场稳居中国品牌前列，并拿下全球物流巨头 DHL 的大额订单。MG、智己、五菱、大通形成高端突破、主流走量、商用扎根的立体出海矩阵。

图表 36 MG 全系车型欧洲地标背景官方海报



资料来源：新浪财经，华安证券研究所

图表 37 等待装船运往澳大利亚的上汽 MG 品牌汽车



资料来源：新华社，华安证券研究所

欧洲建厂东南亚扎根，从卖产品向建体系过渡。上汽全球化正从整车贸易向本地制造与供应链扎根升级。2026 年 6 月，西班牙加利西亚自治区政府宣布，上汽集团将在费罗尔港建设其在欧洲的首座电动汽车工厂，初期投资约 2 亿欧元，规划年产能 12 万辆，预计创造超 2300 个本地就业岗位，计划 2027 年动工、2028 年底前投产。这是上汽应对欧盟高额关税壁垒、从整车出口转向本地化制造的关键落子。物流体系方面，上汽旗下安吉物流已建成中国第一、全球领先的整车物流运输自营船队，2026 年外贸远洋船队规模将达 22 艘，航线覆盖西欧、地中海、墨西哥、南美、东南亚、澳新及中东等主要出口目的地，年运力超 60 万辆。在东南亚，上汽通用五菱以印尼为核心推动“印马泰一体化”战略，业务覆盖马来西亚、泰国，并逐步辐射越南、菲律宾等东盟国家。从西班牙工厂到印尼基地，从自营船队到本地供应链，上汽出海已从“卖产品”转向“建体系”。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 38 拥有 9500 车位的上汽“安吉安盛号”



资料来源：上汽官网，华安证券研究所

图表 39 上汽通用五菱印尼工厂外景



资料来源：长安汽车官网，华安证券研究所

业务量质齐升，海外进入结构回报期。2026 年上半年，上汽海外业务实现量质齐升。26 年 1-6 月海外市场累计销售 73.5 万辆，同比大增 48.7%，在行业中名列前茅；6 月单月海外销量达 14.6 万辆，同比大涨 61.2%，创下历史新高。从区域结构看，上汽已形成 1 个 30 万辆级（欧洲）和 5 个 5 万辆级年销量（美洲、中东、澳新、东盟、南亚）的海外区域市场，产品和服务进入全球 170 多个国家和地区，海外累计销量突破 600 万辆。在欧洲，MG 上半年累计销售超 19 万辆；在泰国，MG 市占率超 20%，超越丰田、本田等传统车企；在印度，MG 销量同比增长 90%。上汽商用车上半年海外销量同比大增 70%，累计突破 6.5 万辆。海外业务已从规模扩张进入结构回报期，多品牌、多区域、多品类的均衡布局使海外成为上汽抵御国内周期波动的战略缓冲带。

下载日志已记录，仅供内部参考

4 盈利预测与公司估值

4.1 盈利预测

营业收入及归母净利润：我们预计 26-28 年公司营业总收入分别为 6906/7419/8006 亿元，同比分别+5.2%/+7.4%/+7.9%；归母净利润分别为 120/138/157 亿元，同比分别+18.3%/+15.0%/+14.1%。2024 年上汽通用资产减值一次性出清后，2025 年扣非净利润已转正至 74 亿元，主营业务盈利能力实质改善。2026 年国内乘用车市场进入存量博弈阶段，价格战对整车盈利仍有压制，但大乘用车板块整合红利持续释放，叠加出口高增、零部件板块稳健、金融业务贡献稳定现金流，共同推动利润稳健增长。27-28 年，随着海外本地化产能释放规模效应、智己/尚界等高端新能源车型爬坡、合资板块技术反哺带来的盈利修复，利润增速有望持续高于收入增速。

整体毛利率：预计 26-28 年公司整体毛利率分别为 13.4%、13.6%和 13.7%，较 2025 年的 10.1%持续抬升。自主品牌盈利改善、高毛利出口车型占比提升、零部件业务规模效应显现以及海外本地化生产降本，共同支撑毛利率改善。

整车业务：预计 26-28 年整车收入分别为 4176/4599/5096 亿元，同比分别+1.8%/+10.2%/+10.8%。预计 26-28 年整车毛利率分别为 5.5%、5.9%和 6.3%。大乘用车板块整合后，自主品牌占比突破七成，飞凡并表减少资源内耗，研发与渠道效率显著提升。2026 年整车毛利率显著修复；27-28 年，随着星云平台上新车型放量、模具摊销下降以及海外基地产能利用率提高，整车毛利率持续提升。

零部件业务：预计 26-28 年零部件业务收入分别为 2180/2320/2460 亿元，同比分别+7.4%/+6.4%/+6.0%。预计 26-28 年零部件业务毛利率分别为 19.5%、20.5%和 21.5%。零部件板块作为集团利润压舱石，受益于新能源三电系统及智能化核心部件的外供比例提升，收入规模稳健增长，毛利率维持行业较高水平并持续上行。

贸易及其他业务：预计 26-28 年贸易及其他业务收入分别为 350/300/300 亿元，同比分别+6.3%/-14.3%/-16.7%。该板块主要涵盖服务贸易、物流及海外 KD 业务，规模较小，预计小幅波动。预计 26-28 年贸易及其他业务毛利率稳定在 27%。

金融业务：预计 26-28 年金融业务收入分别为 200/200/200 亿元，非公司主业，预计规模保持稳定。预计 26-28 年金融业务毛利率分别为 88%、89%和 90%，维持高位稳定。汽车金融与供应链金融业务为集团转型期提供稳定现金流，有效对冲整车周期波动。

下载日志已记录，仅供内部参考

4.2 投资建议

我们预计 26-28 年公司营业总收入分别为 6906/7419/8006 亿元，同比分别+5.2%/+7.4%/+7.9%；归母净利润分别为 120/138/157 亿元，同比分别+18.3%/+15.0%/+14.1%。可比公司估值均值 15x，公司当前市值对应 26-28 年 PE 分别 11x/9x/8x。考虑到公司出口业务进入放量期、自主新能源品牌销量爬坡、合资板块反哺，当前估值具备充足安全边际。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 40 可比公司估值

单位：亿元人民币	总市值	归母净利润			PE		
		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
002594.SZ 比亚迪	7,922.84	399.08	513.98	618.06	19.9	15.4	12.8
601633.SH 长城汽车	1,210.42	107.80	137.95	161.49	11.2	8.8	7.5
000625.SZ 长安汽车	707.78	49.87	66.13	76.88	14.2	10.7	9.2
行业平均		**185.58**	**239.35**	**285.48**	**15.09**	**11.63**	**9.84**
600104.SH 上汽集团	1,271.00	119.56	137.55	156.97	10.6	9.2	8.1

资料来源：可比公司归母净利润来自 ifind 一致预期，上汽集团归母净利润来自华安证券研究所测算，截至 2026-09-22

5 风险提示

出口放量与本地化进程不及预期；国内价格战持续恶化；新能源品牌盈利修复慢于预期；行业竞争加剧；汇率及贸易壁垒风险。



下载日志已记录，仅供内部参考

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	622954	676343	774671	813766
现金	151046	174905	254850	249700
应收账款	82053	22018	22931	24088
其他应收款	16496	9391	9605	9820
预付账款	21042	11960	12827	13818
存货	79640	99171	105588	112848
其他流动资产	272677	358897	368871	403492
非流动资产	337254	318628	300123	281133
长期投资	56585	57185	57785	58385
固定资产	82632	68872	55194	41376
无形资产	20391	18703	16390	13952
其他非流动资产	177646	173869	170755	167422
资产总计	960207	994971	1074794	1094900
流动负债	520469	533413	589202	592205
短期借款	40600	45600	48600	50600
应付账款	173742	191036	231591	220700
其他流动负债	306126	296777	309010	320905
非流动负债	78433	86032	89532	83732
长期借款	14598	19598	22598	16598
其他非流动负债	63836	66434	66934	67134
负债合计	598902	619445	678734	675937
少数股东权益	62493	70464	79634	90099
股本	11495	11495	11495	11495
资本公积	55636	55617	55617	55617
留存收益	231681	237949	249314	261751
归属母公司股东权益	298812	305062	316427	328864
负债和股东权益	960207	994971	1074794	1094900

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	34307	36112	91100	16516
净利润	17444	19927	22925	26162
折旧摊销	21646	26188	27041	27925
财务费用	3651	2002	2245	2297
投资损失	-13433	-6906	-7419	-8006
营运资金变动	2576	-7868	43205	-34741
其他经营现金流	17290	30564	-17177	63783
投资活动现金流	-27561	-3747	-11520	-11309
资本支出	-19693	-8287	-7083	-7460
长期投资	-21687	-11456	-11456	-11456
其他投资现金流	13819	15997	7019	7606
筹资活动现金流	-53218	-7670	365	-10357
短期借款	-13089	5000	3000	2000
长期借款	-21541	5000	3000	-6000
普通股增加	-80	0	0	0
资本公积增加	-1012	-19	0	0
其他筹资现金流	-17496	-17652	-5635	-6357
现金净增加额	-46139	23859	79945	-5150

利润表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	656244	690550	741925	800635
营业成本	582107	598025	641329	690888
营业税金及附加	5641	6215	6677	7206
销售费用	20898	22788	23742	26421
管理费用	22453	24515	25967	28022
财务费用	-266	-264	-379	-1526
资产减值损失	-5682	-1620	-2420	-2120
公允价值变动收益	6605	0	0	0
投资净收益	13433	6906	7419	8006
营业利润	25432	27426	31520	36016
营业外收入	602	350	400	450
营业外支出	1126	100	80	130
利润总额	24909	27676	31840	36336
所得税	7465	7749	8915	10174
净利润	17444	19927	22925	26162
少数股东损益	7338	7971	9170	10465
归属母公司净利润	10106	11956	13755	15697
EBITDA	30074.09	53600.27	58502.45	62735.34
EPS（元）	0.89	1.04	1.20	1.37

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	4.6%	5.2%	7.4%	7.9%
营业利润	145.1%	7.8%	14.9%	14.3%
归属于母公司净利润	506.5%	18.3%	15.0%	14.1%
获利能力				
毛利率（%）	10.1%	13.4%	13.6%	13.7%
净利率（%）	1.6%	1.7%	1.9%	2.0%
ROE（%）	3.4%	3.9%	4.3%	4.8%
ROIC（%）	1.3%	4.1%	4.5%	4.8%
偿债能力				
资产负债率（%）	62.4%	62.3%	63.2%	61.7%
净负债比率（%）	165.8%	165.0%	171.4%	161.3%
流动比率	1.20	1.27	1.31	1.37
速动比率	0.66	0.75	0.83	0.88
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.71	0.72	0.74
应收账款周转率	8.52	13.27	33.01	34.06
应付账款周转率	3.45	3.28	3.03	3.06
每股指标（元）				
每股收益	0.89	1.04	1.20	1.37
每股经营现金流(摊薄)	2.98	3.14	7.92	1.44
每股净资产	25.99	26.54	27.53	28.61
估值比率				
P/E	17.20	10.63	9.24	8.10
P/B	0.59	0.42	0.40	0.39
EV/EBITDA	4.21	1.00	-0.34	-0.30

资料来源：公司公告，华安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师与研究助理简介

分析师：张志邦，华安证券电新&汽车行业首席分析师，所长助理，香港中文大学金融学硕士，8 年卖方行业研究经验，专注于储能/ 新能源车/电力设备工控行业研究。
分析师：刘千琳，华安证券汽车行业联席首席分析师，凯斯西储大学金融学硕士，10 年行业研究经验。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。
本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

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。