

出口表现亮眼 自主品牌向上

上汽集团(600104)系列点评六十二

事件概述

公司发布 2022 年报及 2023 年一季报：2022 全年实现营收 7,440.6 亿元，同比-4.6%，归母净利 161.2 亿元，同比-34.3%，扣非归母 89.9 亿元，同比-51.6%。其中 22Q4 营收 2,166.5 亿元，同比-4.6%，环比+2.5%，归母净利润 34.7 亿元，同比-17.1%，环比-39.6%，扣非归母净利润-16.5 亿元，同比-395.7%，环比-136.4%。23Q1 营收 1,459.2 亿元，同比-20.0%，环比-32.6%，归母净利润 27.8 亿元，同比-49.5%，环比-19.8%，扣非归母净利润 21.6 亿元，同比-56.3%，环比+231.1%。

分析判断：

► 22Q4&23Q1：合资需求承压 盈利同比下滑

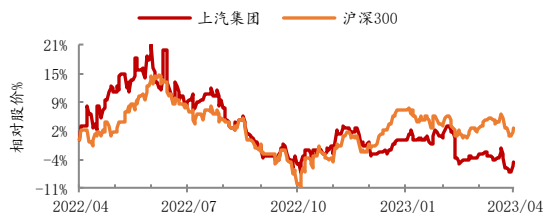
营收端：公司 22Q4 总营收 2,166.5 亿元，同比-4.6%，环比+2.5%。23Q1 总营收 1,459.2 亿元，同比-20.0%，环比-32.6%。主要因公司销量下滑：22Q4/23Q1 公司批发销量分别为 153.2 /89.1 万辆，同比分别-16.9%/-27.0%。自主表现相对较好，合资销量有所承压：22Q4/23Q1 上汽大众销量分别为 35.9/22.6 万辆，同比分别-8.4%/-31.7%；22Q4/23Q1 上汽通用销量分别为 31.6/18.6 万辆，同比分别-26.4%/-32.3%。我们判断主要因燃油购置税减半政策于 2022 年底到期，合资燃油需求承压明显，2023 电气化转型下有望迎来需求提振。

利润端：公司 22Q4 归母净利润/扣非归母净利润分别为 34.7/-16.5 亿元，同比分别-17.1%/-395.7%。23Q1 公司归母净利润/扣非归母净利润分别为 27.8/21.6 亿元，同比分别-49.5%/-56.3%。22Q4/23Q1 公司毛利率分别为 9.5%/9.8%，同比分别+4.4pct/+0.5pct。业绩承压主要因合资板块投资收益下滑：22Q4/23Q1 公司联合营投资收益分别为 33.0/22.7 亿元，同比分别-29.1%/-49.1%。我们预计短期合资盈利仍将面临一定压力，电动化转型成功有望加速盈利释放。

费用端：公司 22Q4 销售/管理/财务/研发费用率分别为 4.4%/4.6%/-0.3%/2.5%，同比分别+3.5pct/+0.9pct/-0.4pct/-0.6pct。23Q1 销售/管理/财务/研发费用率分别为 4.0%/3.8%/0.2%/2.6%，同比分别+0.4pct/+0.4pct/+0.2pct/+0.5pct。我们判断新品加速投放及规模缩量双重影响，公司费用率有一定增加，预计销量环比改善后费用率有望边际下行。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	14.12
股票代码：	600104
52 周最高价/最低价：	19.29/13.72
总市值(亿)	1,649.70
自由流通市值(亿)	1,649.70
自由流通股数(百万)	11,683.46



分析师：崔琰
邮箱：cuiyan@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080006
联系电话：

分析师：胡惠民
邮箱：huhm@hx168.com.cn
SAC NO: S1120522120003
联系电话：

相关研究

- 【华西汽车】上汽集团(600104.SH) 2月销量点评：自主表现稳健 飞凡 F7 即将上市
2023.03.10
- 【华西汽车】上汽集团(600104.SH) 事件点评：LS7 震撼上市 高端化再提速
2023.02.12
- 【华西汽车】上汽集团(600104.SH) 1月销量点评：需求短期波动 智己 LS7 发布在即
2023.02.09

► 智己+飞凡 新能源高端化加速

智己 LS7 惊艳亮相，引领高端化升级。智己 LS7 于 2 月发布，指导价 30.98-45.98 万元，兼具性能与豪华体验：实现百公里加速 4.5s，车内联动电动滑轨、零重力浮感座椅等技术，有效提升座舱舒适度与空间利用率。截至 3 月，LS7 累计订单突破 1.5 万，我们判断销量态势将保持良好，持续贡献公司增量。

飞凡 F7 订单亮眼，五菱缤果空间表现占优。飞凡 F7 于 3 月下旬上市，搭载全感官联动式巴赫座舱，推动品牌高端化升级，亮相首月现金订单超 1.2 万，预计将进一步提升整体需求。五菱缤果于 3 月 29 日上市，指导价 5.98-8.38 万元，车辆轴距达 2560mm，对比同级竞品价格具备比较优势+车内空间宽裕，有望带动公司产销回暖。

► 海外持续热销 新能源提速在即

出口快速增长，欧洲市场领先。2022 年公司累计出口 101.7 万辆，同比+45.9%。2023 年增长持续，3 月公司海外销量达 9.7 万辆，同比+92.1%，环比+15.5%，保持良好态势。在欧洲市场，自主品牌 MG 月销量已实现同比翻番，位列英国、法国等欧洲国家新车销量榜前列，并加速登陆澳洲、墨西哥等地。我们预计公司新能源相对欧洲主流竞品在产品力方面优势明显，出海销量有望稳步向上。

新能源环比向上，预计快速恢复。3 月公司新能源汽车销量 6.5 万辆，同比-12.4%，环比+46.2%。随行业需求回暖，新能源透支效应减弱。展望未来，公司新车将快速上市，产品力持续驱动下，我们判断 4 月起环比有望快速恢复。

投资建议

公司底层技术扎实，平台化能力卓越，自主成长愈发清晰。随着芯片供应的逐渐改善，公司有望迎来自主+合资双轮驱动的新增长周期，乘用车龙头王者归来。考虑行业竞争加剧，调整公司盈利预测，将 2023-2024 年营收由 9,050/10,097 亿元调整为 8,033/8,387 亿元，2023-2024 年归母净利润由 231/298 亿元调整为 163/176 亿元。对应 EPS 由 1.98/2.55 元调整为 1.40/1.50 元，新增 2025 年盈利预测，预计营收、净利润、EPS 分别为 8,533 亿元/190.0 亿元/1.63 元，对应 2023 年 4 月 28 日 14.12 元/股的收盘价，PE 分别为 10/9/9 倍，维持“买入”评级。

风险提示

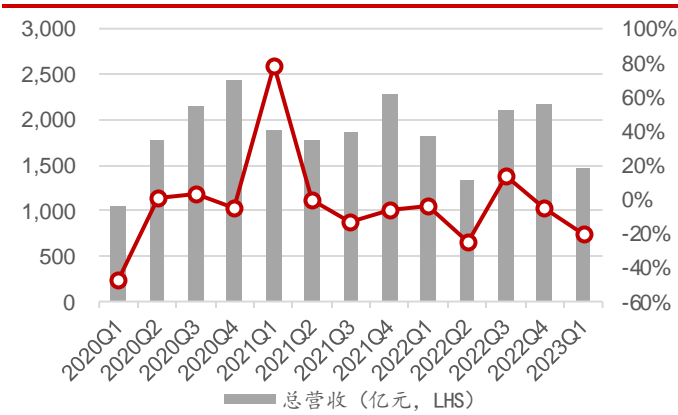
缺芯影响持续；车市下行风险；合资品牌下行风险；电动智能新车型落地不及预期；海外扩张不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	779,846	744,063	803,250	838,694	853,300
YoY (%)	5.1%	-4.6%	8.0%	4.4%	1.7%
归母净利润(百万元)	24,533	16,118	16,328	17,572	18,995
YoY (%)	20.1%	-34.3%	1.3%	7.6%	8.1%
毛利率 (%)	11.3%	11.8%	11.6%	12.1%	12.3%
每股收益 (元)	2.10	1.38	1.40	1.50	1.63
ROE	9.0%	5.8%	5.4%	5.4%	5.4%
市盈率	6.72	10.24	10.10	9.39	8.68

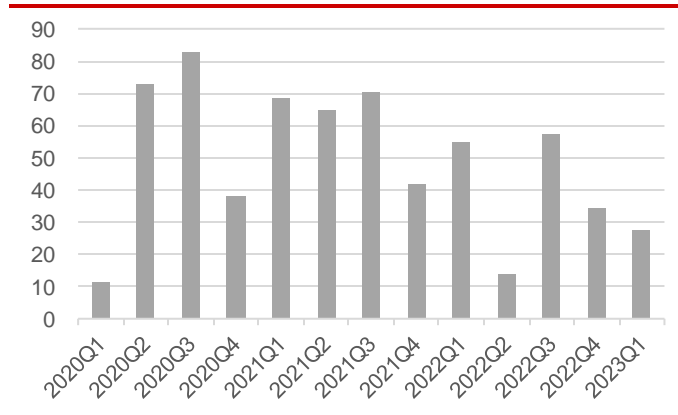
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 1 20-23 年公司单季总营收及增速 (亿元, %)



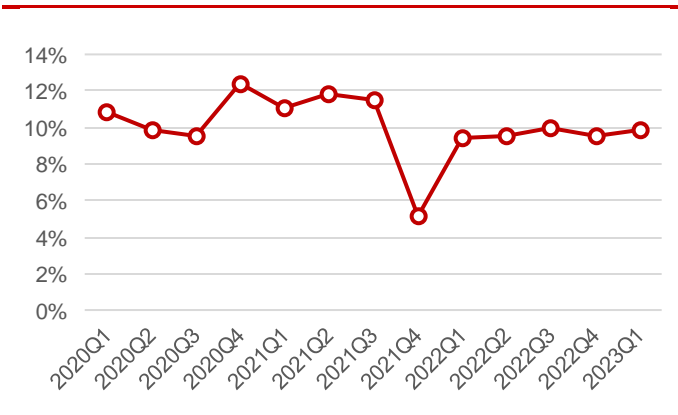
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 2 20-23 年公司单季归母净利润 (亿元)



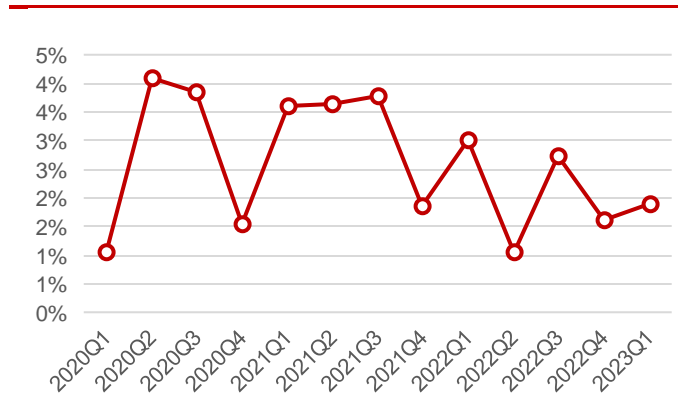
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 3 20-23 年公司单季毛利率 (%)



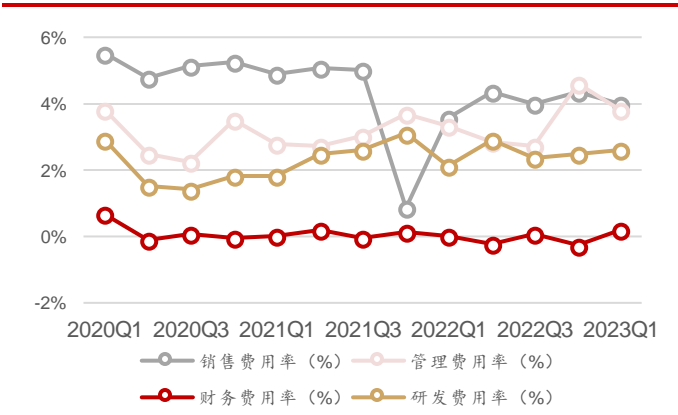
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 4 20-23 年公司单季净利率 (%)



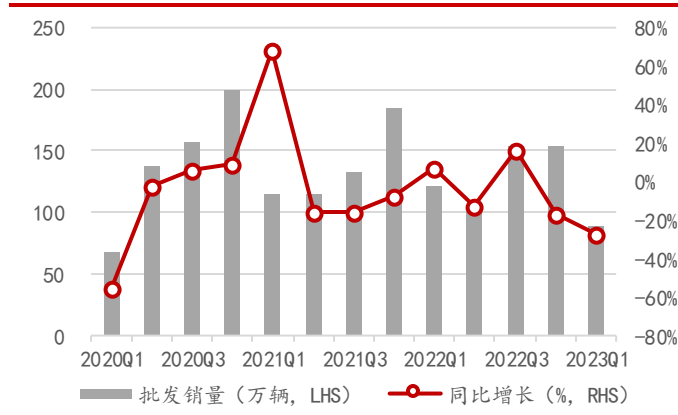
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 5 20-23 年公司单季费用率 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 6 20-23 年公司单季批发销量及增速 (万辆, %)



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	744,063	803,250	838,694	853,300	净利润	22,843	21,205	22,528	23,744
YoY (%)	-4.6%	8.0%	4.4%	1.7%	折旧和摊销	18,229	29,555	22,758	27,024
营业成本	656,308	710,298	737,312	748,492	营运资金变动	-20,268	6,892	-8,322	-3,285
营业税金及附加	5,289	5,708	5,961	6,065	经营活动现金流	9,505	43,193	24,399	35,316
销售费用	30,175	31,483	34,281	35,868	资本开支	-20,516	-14,038	-18,234	-10,968
管理费用	25,641	27,860	29,835	30,402	投资	-3,361	-5,796	-796	-5,296
财务费用	-764	416	28	-306	投资活动现金流	-6,779	-5,017	-5,475	-4,239
研发费用	18,031	21,468	21,967	21,680	股权募资	2,733	0	0	0
资产减值损失	-1,458	-221	-67	-118	债务募资	68,444	3,834	2,109	2,214
投资收益	14,703	15,618	15,156	15,025	筹资活动现金流	9,135	786	-1,143	-1,113
营业利润	26,022	23,983	27,081	28,737	现金净流量	12,683	38,963	17,782	29,965
营业外收支	2,049	2,049	559	416	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	28,071	26,032	27,641	29,153	成长能力				
所得税	5,228	4,827	5,113	5,410	营业收入增长率	-4.6%	8.0%	4.4%	1.7%
净利润	22,843	21,205	22,528	23,744	净利润增长率	-34.3%	1.3%	7.6%	8.1%
归属于母公司净利润	16,118	16,328	17,572	18,995	盈利能力				
YoY (%)	-34.3%	1.3%	7.6%	8.1%	毛利率	11.8%	11.6%	12.1%	12.3%
每股收益	1.38	1.40	1.50	1.63	净利率	3.1%	2.6%	2.7%	2.8%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	1.6%	1.6%	1.6%	1.7%
货币资金	155,157	194,119	211,901	241,866	净资产收益率 ROE	5.8%	5.4%	5.4%	5.4%
预付款项	22,177	24,001	24,914	25,291	偿债能力				
存货	88,535	48,651	50,501	51,267	流动比率	1.07	1.12	1.16	1.21
其他流动资产	316,297	341,997	366,306	384,937	速动比率	0.87	0.99	1.03	1.08
流动资产合计	582,165	608,767	653,622	703,360	现金比率	0.29	0.36	0.38	0.42
长期股权投资	64,645	68,441	72,237	76,033	资产负债率	66.0%	64.2%	63.2%	62.1%
固定资产	79,240	77,887	84,573	80,519	经营效率				
无形资产	18,923	11,446	5,942	-219	总资产周转率	0.75	0.79	0.79	0.77
非流动资产合计	407,942	407,082	412,011	411,450	每股指标 (元)				
资产合计	990,107	1,015,849	1,065,633	1,114,810	每股收益	1.38	1.40	1.50	1.63
短期借款	38,337	42,171	44,280	46,494	每股净资产	23.90	25.82	27.87	30.07
应付账款及票据	244,281	229,575	241,672	255,283	每股经营现金流	0.81	3.70	2.09	3.02
其他流动负债	261,356	270,694	277,347	280,226	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	543,975	542,440	563,299	582,003	估值分析				
长期借款	34,555	34,555	34,555	34,555	PE	10.24	10.10	9.39	8.68
其他长期负债	75,277	75,277	75,277	75,277	PB	0.60	0.55	0.51	0.47
非流动负债合计	109,832	109,832	109,832	109,832					
负债合计	653,807	652,273	673,131	691,835					
股本	11,683	11,683	11,683	11,683					
少数股东权益	57,067	61,944	66,900	71,649					
股东权益合计	336,300	363,577	392,501	422,975					
负债和股东权益合计	990,107	1,015,849	1,065,633	1,114,810					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。