

上汽集团(600104.SH)

海外销量持续超预期，新能源转型彰显紧迫感

推荐（维持）

股价：14.12元

主要数据

行业	汽车
公司网址	www.saicmotor.com
大股东/持股	上海汽车工业(集团)有限公司/62.69%
实际控制人	上海市国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	11,683
流通A股(百万股)	11,683
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	1,650
流通A股市值(亿元)	1,650
每股净资产(元)	24.08
资产负债率(%)	64.1

行情走势图



证券分析师

王德安 投资咨询资格编号
S1060511010006
BQV509
WANGDEAN002@pingan.com.cn

研究助理

王跟海 一般证券从业资格编号
S1060121070063
WANGGENHAI964@pingan.com.cn



事项：

公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报。2022 年公司实现营收 7209.9 亿 (-5.1%)，实现归母净利润 161.2 亿 (-34.3%)，扣非归母净利润为 89.9 亿 (-51.6%)，分红预案为每 10 股派发现金股利 3.37 元 (含税)，不进行资本公积金转增股本。2023 年一季度公司实现营收 1406.6 亿 (-20.4%)，实现归母净利润 27.8 亿 (-49.6%)，扣非归母净利润为 21.6 亿 (-56.3%)。

平安观点：

- **新能源汽车和海外市场销量均突破 100 万台。**2022 年上汽集团实现整车销量 530.2 万台 (-2.9%)。其中上汽乘用车 83.9 万台 (+4.8%)，上汽大众 132.1 万台 (+6.4%)，上汽通用 1117.0 万台 (-12.1%)，上汽通用五菱 160.0 万台 (-3.6%)。公司 2022 年新能源车销量达到 107.3 万台 (+46.5%)，海外销量达到 101.7 万台 (+45.9%)，新能源汽车和海外市场销量在 2022 年均突破 100 万台。
- **合资公司盈利承压，自主同比实现减亏。**2022 年上汽集团整车业务收入 5050.7 亿 (-9.3%)，投资收益 147.0 亿 (-45.9%)，其中上汽大众/上汽通用 2022 年分别实现净利润 87.3 亿 (-14.3%)/55.8 亿 (-23.2%)，两家合资公司合计贡献投资收益 71.5 亿 (-18.0%)。集团 2022 年自主业务毛利率为 2.4%，同比降低 2.4 个百分点，根据母公司报表口径，剔除投资收益后，集团自主业务净亏损达到 42.3 亿元，同比缩小 49.3%。
- **2023 年一季度公司盈利能力持续承压，海外销量维持高速增长。**2023 年一季度，受汽车行业终端消费下滑，集团在一季度整车销量为 89.1 万台，同比下滑 27.0%，其中上汽乘用车、上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱分别实现销量 19.6 万/22.6 万/18.6 万/19.3 万台，同比分别增长 1.2%/31.7%/-32.3%/-41.0%。新能源车销量 14.2 万台 (-26.0%)，海外销量达到 25.7 万台 (+49.6%)。一季度销量下滑导致公司在一季度归母净利润和扣非归母净利润分别为 27.8 亿/21.6 亿元，同比分别下滑 49.6%/56.3%。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	759915	720988	734474	746028	800478
YOY(%)	5.1	-5.1	1.9	1.6	7.3
净利润(百万元)	24533	16118	12885	14291	15107
YOY(%)	20.1	-34.3	-20.1	10.9	5.7
毛利率(%)	9.6	9.6	9.0	9.2	9.1
净利率(%)	3.2	2.2	1.8	1.9	1.9
ROE(%)	9.0	5.8	4.5	4.8	4.8
EPS(摊薄/元)	2.10	1.38	1.10	1.22	1.29
P/E(倍)	6.7	10.2	12.8	11.5	10.9
P/B(倍)	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5

- **新能源战略发布，智己、飞凡 23 年两款新车竞争力较强。**公司在上海车展期间发布了全新的新能源战略，提出到 2025 年实现新能源车销量 350 万台，较 2022 年增长 2.5 倍，年复合增长率达到 50%，其中自主品牌在新能源车整体销量中的占比将达到 70%，基本完成新老赛道的发展动力切换。2023 年一季度智己、飞凡分别上市了智己 LS7 和飞凡 R7，其中智己 LS7 起售价仅为 30.98 万元，相比同级别车型售价更低，具备较强的竞争力。
- **盈利预测与投资建议：**公司拥有丰富的资源赋能新能源车的发展，从智己、飞凡在 23 年的两款新车定价可以体现出公司新能源转型的紧迫感，公司海外市场起步早，市场规模大，将持续受益于我国汽车出口市场的增长。鉴于公司一季度业绩情况以及大众、通用两大合资公司燃油车销量可能持续下滑，我们调整公司 2023/2024 年净利润预测为 128.9 亿/142.9 亿（原净利润预测为 216.5 亿/236.7 亿），新增公司 2025 年净利润预测为 151.1 亿。维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 燃油车销量下滑程度可能超预期，导致公司盈利能力持续承压；2) 智己、飞凡两大新能源品牌销量可能不达预期；3) 公司在插混车型方面布局相较其他车企动作偏慢；4) 公司海外市场销量可能不达预期。

图表1 上汽集团净利润主要构成 单位：亿元

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
上汽大众	125	129	134	140	100	77	51	44
上汽通用	83	85	77	78	55	21	36	28
上汽通用五菱	25	26	27	21	9	1	6	7
华域汽车	29	35	38	47	38	32	38	42
上汽自主	-65	-48	-45	-36	-71	-75	-83	-42

资料来源：公司财报，平安证券研究所

附：上汽自主盈利测算口径为母公司报表净利润-投资收益

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	582165	563845	586606	633256	营业收入	720988	734474	746028	800478
现金	155157	149755	166962	186658	营业成本	651701	668006	677187	727601
应收票据及应收账款	80339	68050	69120	74165	税金及附加	5289	5388	5473	5872
其他应收款	15901	14178	14401	15452	营业费用	30175	30848	31333	33620
预付账款	22177	28076	28517	30599	管理费用	25641	25707	26111	28017
存货	88535	72561	73558	79035	研发费用	18031	18362	18651	20012
其他流动资产	220057	231225	234047	247347	财务费用	-764	-779	-791	-3202
非流动资产	407942	410928	410476	409034	资产减值损失	-1458	-1877	-1439	-1591
长期投资	64645	69145	72745	77745	信用减值损失	-2083	-1144	-1153	-1460
固定资产	89836	95683	99095	98992	其他收益	3599	3530	3530	3530
无形资产	18923	16224	13435	10554	公允价值变动收益	-77	-500	-500	-500
其他非流动资产	234538	229875	225202	221742	投资净收益	14703	16148	16279	16136
资产总计	990107	974772	997082	1042290	资产处置收益	1907	0	0	0
流动负债	543975	513114	518205	545811	营业利润	26022	22298	24748	25438
短期借款	38337	38337	38337	38337	营业外收入	2163	500	500	500
应付票据及应付账款	244281	218764	221771	238281	营业外支出	114	350	350	350
其他流动负债	261356	256013	258097	269192	利润总额	28071	22448	24898	25588
非流动负债	109832	109832	109832	109832	所得税	5228	4041	4482	4606
长期借款	60425	60425	60425	60425	净利润	22843	18408	20416	20982
其他非流动负债	49408	49408	49408	49408	少数股东损益	6725	5522	6125	5875
负债合计	653807	622947	628038	655643	归属母公司净利润	16118	12885	14291	15107
少数股东权益	57067	62589	68714	74589	EBITDA	43330	44194	50658	51829
股本	11683	11683	11683	11683	EPS (元)	1.38	1.10	1.22	1.29
资本公积	57896	57896	57896	57896	主要财务比率				
留存收益	209654	219657	230751	242478	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
归属母公司股东权益	279234	289236	300331	312058	成长能力				
负债和股东权益	990107	974772	997082	1042290	营业收入(%)	-5.1	1.9	1.6	7.3
					营业利润(%)	-37.2	-14.3	11.0	2.8
					归属于母公司净利润(%)	-34.3	-20.1	10.9	5.7
					获利能力				
					毛利率(%)	9.6	9.0	9.2	9.1
					净利率(%)	2.2	1.8	1.9	1.9
					ROE(%)	5.8	4.5	4.8	4.8
					ROIC(%)	11.8	12.1	11.7	10.8
					偿债能力				
					资产负债率(%)	66.0	63.9	63.0	62.9
					净负债比率(%)	-16.8	-14.5	-18.5	-22.7
					流动比率	1.1	1.1	1.1	1.2
					速动比率	0.5	0.5	0.6	0.6
					营运能力				
					总资产周转率	0.7	0.8	0.7	0.8
					应收账款周转率	9.7	11.6	11.6	11.6
					应付账款周转率	3.91	4.19	4.19	4.19
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.38	1.10	1.22	1.29
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	1.03	2.86	3.06
					每股净资产(最新摊薄)	23.90	24.76	25.71	26.71
					估值比率				
					P/E	10.2	12.8	11.5	10.9
					P/B	0.6	0.6	0.5	0.5
					EV/EBITDA	0.9	1.1	0.8	0.6

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	7299	12007	33437	35715
净利润	22843	18408	20416	20982
折旧摊销	16024	22524	26551	29442
财务费用	-764	-779	-791	-3202
投资损失	-14703	-16148	-16279	-16136
营运资金变动	-21530	-15968	-463	652
其他经营现金流	5430	3969	4003	3977
投资活动现金流	-6779	-15305	-13824	-15841
资本支出	26543	21000	22500	23000
长期投资	-3667	-4500	-3600	-5000
其他投资现金流	-29655	-31805	-32724	-33841
筹资活动现金流	9135	-2104	-2406	-178
短期借款	10488	0	0	0
长期借款	5770	0	0	0
其他筹资现金流	-7123	-2104	-2406	-178
现金净增加额	10478	-5402	17207	19697

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层