

# 海外持续热销 新能源转型加速

## 上汽集团(600104)系列点评六十四

### 事件概述

7月7日，公司发布2023年6月产销快报：单月批发销量40.6万辆，同比-16.1%，环比+1.2%。公司1-6月累计批发207.2万辆，同比-7.3%；

上汽大众6月批发9.6万辆，同比-24.0%，环比+3.3%。1-6月累计批发50.3万辆，同比-12.4%；

上汽通用6月批发9.3万辆，同比-25.8%，环比+1.1%。1-6月累计批发45.1万辆，同比-11.0%；

上汽乘用车6月批发7.2万辆，同比-12.4%，环比-1.7%。1-6月累计批发41.1万辆，同比+12.3%；

上汽通用五菱6月批发11.2万辆，同比-6.7%，环比+1.5%。1-6月累计批发52.0万辆，同比-16.4%。

### 分析判断：

#### ► 6月需求回暖 新能源转型加速

**6月需求回暖，销量环比向上。**根据乘联会初步统计，6月总体狭义乘用车市场批发223.0万辆，同比+2%，环比+11%。6月公司批发销量40.6万辆，同比-16.1%，环比+1.2%。需求复苏叠加上通五菱驱动，销量环比向上。

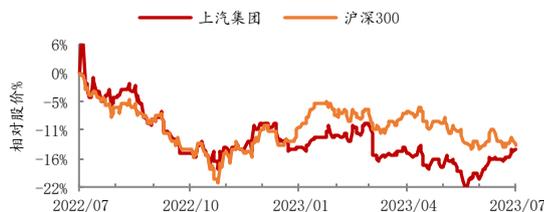
**新能源需求向上，转型加速。**6月公司新能源汽车销量8.6万辆，同比-6.0，环比+13.1%。其中，根据上汽通用五菱公众号，五菱缤果单月销量突破1.9万辆，上市后3个月累计销量6万辆，在A0级轿车中迅速抢占市场份额，新车宝骏云朵也将于7月开启预定。根据别克公众号，中大型SUV别克E5 6月交付（首个完整月）3,587台，中大型轿车别克E4也已经正式发运并将开启交付。展望未来，公司新车将快速上市，E5、E4、缤果、云朵强产品力持续驱动下，我们预计公司产销有望稳步向上，新能源加速转型。

#### ► 智己+飞凡 新能源高端化加速

**智己LS7引领高端化升级。**智己LS7于2月发布，指导价30.98-45.98万元，新车兼具性能与豪华体验，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。供给驱动需求，LS7上市以来需求良好，根据IM智己汽车公众号，LS7 6月销售1,948台，上市4月累计销售7,737台，累计锁单10,688台，平均订单金额35.6万元，继续领跑

### 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：	14.41
股票代码：	600104
52周最高价/最低价：	19.29/13.09
总市值(亿)	1,683.59
自由流通市值(亿)	1,683.59
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：

### 相关研究

- 【华西汽车】上汽集团(600104.SH)5月销量点评：出口表现亮眼 新能源转型向上  
2023.06.11
- 【华西汽车】上汽集团(600104.SH)2022&2023Q1：出口表现亮眼 自主品牌向上  
2023.05.03
- 【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

中大型纯电 SUV 市场。定位中型 SUV 的智己 LS6 将于 Q3 在成都车展正式上市，持续发力高端市场，为公司贡献增量。

**飞凡 F7 销量亮眼，新能源转型加速。**飞凡 F7 于 3 月下旬上市，搭载全感官联动式巴赫座舱，高速领航覆盖 200+城市，推动品牌高端化升级，根据飞凡汽车公众号，新车亮相首月现金订单超 1.2 万辆，从 4 月下旬开启全国多地集中交付，6 月交付达 2,336 辆，我们判断飞凡 F7 对比同级竞品价格具备比较优势+车内空间宽裕，有望带动公司加速新能源转型。

### ► 海外持续热销 全球化海阔天空

**海外销量快速增长，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，6 月公司海外销量达 9.5 万辆，同比+12.9%；1-6 月海外销量达 53.3 万辆，同比+40.0%，保持良好态势。在欧洲市场，自主品牌 MG 销量达 11.5 万辆，同比+143%，新能源占比超 50%。根据证券日报网，7 月 4 日下午，上汽集团宣布公司目前正计划在欧洲地区建立整车工厂，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，海外建厂有助于出海销量进一步向上。

### 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。维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年收入为 8,033/8,387/8,533 亿元，归母净利润为 163.3/175.7/190.0 亿元，对应 EPS 为 1.40/1.50/1.63 元，对应 2023 年 7 月 7 日 14.41 元/股的收盘价，PE 分别为 10/10/9 倍，维持买入评级。

### 风险提示

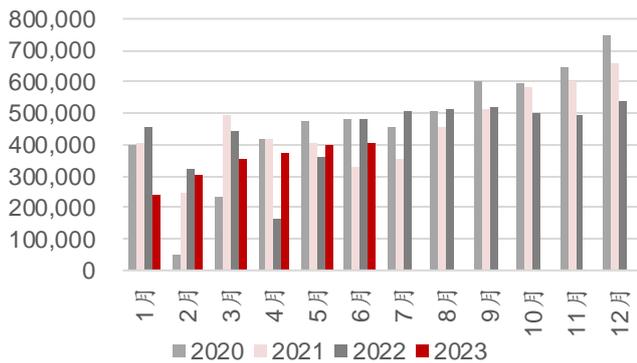
车市下行风险；合资品牌下行风险；电动智能新车型落地不及预期；海外扩张不及预期。

### 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	6.86	10.45	10.31	9.58	8.86

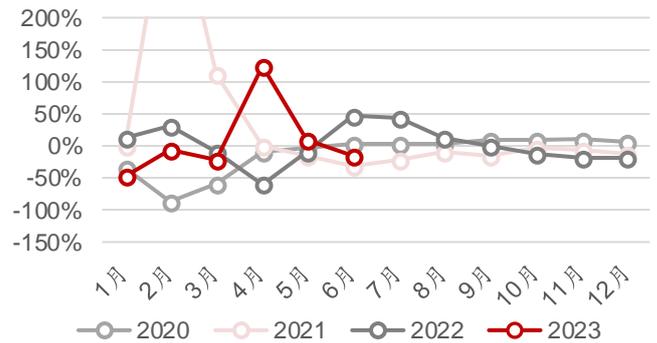
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 1 上汽集团月度批发销量（辆）



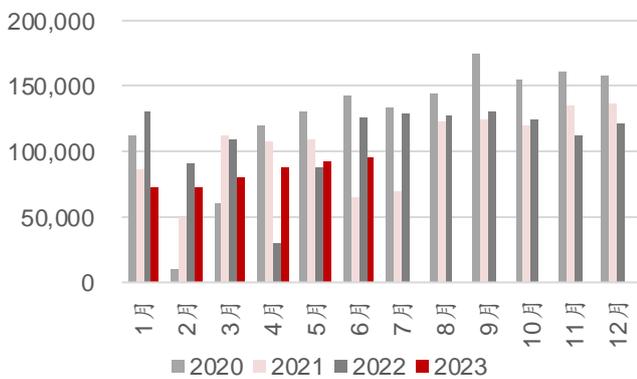
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 上汽集团月度批发销量同比增速（%）



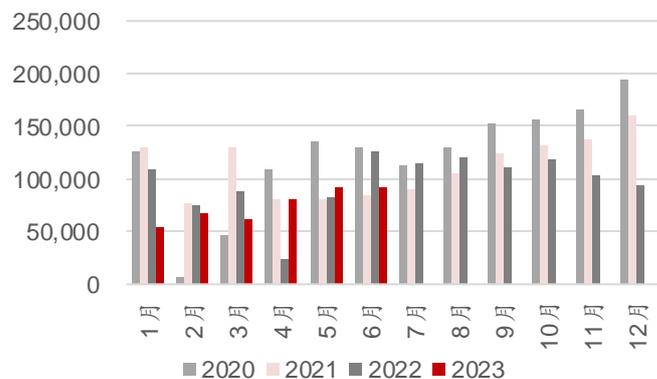
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 上汽大众月度批发销量（辆）



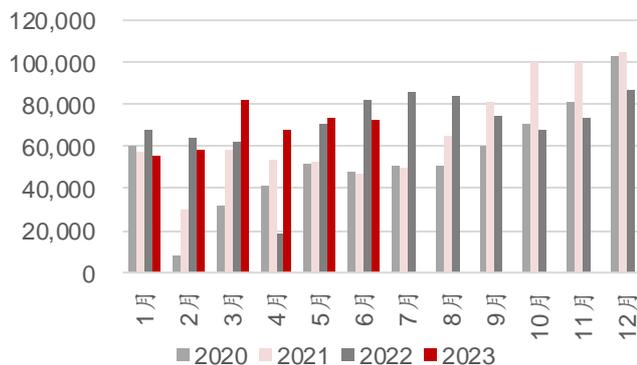
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 上汽通用月度批发销量（辆）



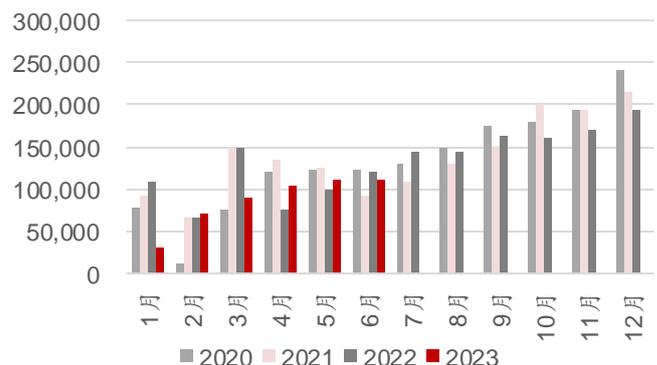
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 上汽乘用车月度批发销量（辆）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 上汽通用五菱月度批发销量（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	24,400	35,317
销售费用	30,175	31,483	34,174	35,690	资本开支	-20,516	-25,901	-26,143	-20,195
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	135	-128	投资活动现金流	-6,779	-16,880	-13,384	-13,466
资产减值损失	-1,458	-221	-67	-118	股权募资	2,733	0	0	0
投资收益	14,703	15,618	15,156	15,025	债务募资	68,444	3,834	2,109	2,214
营业利润	26,022	23,983	27,082	28,737	筹资活动现金流	9,135	786	-1,143	-1,113
营业外收支	2,049	2,049	559	416	现金净流量	12,683	27,100	9,873	20,738
利润总额	28,071	26,032	27,642	29,154	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	5,228	4,827	5,113	5,410	<b>成长能力</b>				
净利润	22,843	21,205	22,528	23,744	营业收入增长率	-4.6%	8.0%	4.4%	1.7%
归属于母公司净利润	16,118	16,328	17,572	18,995	净利润增长率	-34.3%	1.3%	7.6%	8.1%
YoY(%)	-34.3%	1.3%	7.6%	8.1%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	1.38	1.40	1.50	1.63	毛利率	11.8%	11.6%	12.1%	12.3%
					净利率	3.1%	2.6%	2.7%	2.8%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	1.6%	1.6%	1.6%	1.7%
货币资金	155,157	182,256	192,130	212,867	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	<b>偿债能力</b>				
存货	88,535	48,651	50,501	51,267	流动比率	1.07	1.10	1.13	1.16
其他流动资产	316,297	341,997	366,306	384,937	速动比率	0.87	0.96	0.99	1.03
流动资产合计	582,165	596,904	633,850	674,362	现金比率	0.29	0.34	0.34	0.37
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	<b>经营效率</b>				
无形资产	18,923	23,309	25,714	28,780	总资产周转率	0.75	0.79	0.79	0.77
非流动资产合计	407,942	418,945	431,783	440,449	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	990,107	1,015,849	1,065,633	1,114,811	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	<b>估值分析</b>				
长期借款	34,555	34,555	34,555	34,555	PE	10.45	10.31	9.58	8.86
其他长期负债	75,277	75,277	75,277	75,277	PB	0.60	0.56	0.52	0.48
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	392,502	422,976					
负债和股东权益合计	990,107	1,015,849	1,065,633	1,114,811					

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。