

业绩环比增长 经营韧性强劲

上汽集团(600104)

事件概述

公司发布 2021 三季报：前三季度实现营收 5527.13 亿元，同比+10.84%，归母净利润 203.50 亿元，同比+22.24%，扣非归母净利润 180.17 亿元，同比+18.65%；其中 2021Q3 实现营收 1866.16 亿元，同比-13.17%，归母净利润 70.36 亿元，同比-14.75%，扣非归母净利润 61.64 亿元，同比-23.04%。

分析判断

经营韧性强劲 自主高增合资改善

前三季度，公司实现营收 5527.13 亿元，同比+10.84%，整体批发销量 361.90 万辆，同比+0.16%，整体表现稳健，主要系上汽乘用车及上汽大通销量强劲，而上汽大众、上汽通用两大合资品牌分别下滑 17.54%、5.22%。其中，上乘前三季度销量 49.54 万辆，同比+22.84%；上汽大通前三季度销量 16.37 万辆，同比+34.81%。

单季度看，面对 2021Q3 行业性大宗成本上涨以及芯片短缺，公司实现营收 1866.16 亿元，环比+5.43%；归母净利润 70.36 亿元，环比+8.80%，扣非归母净利润 61.64 亿元，环比+9.41%，表现出极强经营韧性。其中，上汽合资（大众、通用）Q3 批发销量在 22 款帕萨特以及全新威朗等爆款车型的带动下，环比劲增+12.26%、+30.07%，呈现出加速复苏态势，同时上汽乘用车环比+27.19%，稳健高增。

公司前三季度毛利率 11.48%，同比+1.54 pct，我们预计主要系公司降本逐渐成效、结构优化 ASP 提升，以及上汽自主于 2021 上半年实现扭亏。公司前三季度期间及财务费用率为 10.17%，同比+0.52 pct，我们判断主要系公司深化组织机制变革，加大研发投入，并对管理及研发人员激励增加所致。

深化体制机制变革 硬核架构迎新车周期

公司把握全球性缺芯契机，砥砺奋进，持续深化体制机制变革，优化企业经营效率。公司面对全球性缺芯的不可抗力，持续深化内功，在股权融资、员工激励、组织优化、产品策略等方面全面革新。有序推进下属企业的市场化融资，并内部员工及下属企业积极推进股权激励、业务分成、跟投共创等多样化约束机制，持续优化组织年龄结构及后备人才培养机制，并在产品策略上由聚焦 B 端的正向开发转变为聚焦 2C

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：买入
目标价格：28.79
最新收盘价：20.28

股票代码：600104
52 周最高价/最低价：28.8/18.03
总市值(亿)：2,369.41
自由流通市值(亿)：2,369.41
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)点评报告：缺芯复苏加速 自主增速领跑 20211011 2021.10.12
- 【华西汽车】上汽集团(600104)点评报告：销量拐点已至 内外兼修迎新机 20210906 2021.09.07
- 【华西汽车】上汽集团(600104)2021 半年报点评：蓄势变革 反转起航 20210829 2021.08.29

的逆向开发模式，实现以效率和用户为导向的研产销体系，并通过内部激励、对赌等协议与前端作战团队利益捆绑。

底层技术方面，公司还发布了 SIGMA 四力合一机电一体化架构。该架构具备四大优势，**1) 全形态模块：**100+高价值模块柔性兼容能力，可覆盖家用、运动、越野等不同风格；**2) 全尺寸带宽：**覆盖 A-D 四大级别，以及 5 大品类；**3) 全能源组合：**兼容燃油、电动、氢能三大能源，以及 9 大动力类型；**4) 全球化市场：**满足全球 100+市场的不同法规和多元需求。

新车型方面，公司下半年有望迎来合资+自主的全系热销。

1) 上汽大众：ID 家族销冠 ID3X 将于四季度上市，有望在电动汽车的核心市场-女性市场实现较好表现。22 款帕萨特，整备质量相比 19 款提升 55KG 至 1620KG，安全性有保障。**2) 上汽奥迪：**上汽奥迪首车型-A7L，已于 9 月 26 日正式下线开售，售价 59.97~77.77 万，有力切入国产豪华轿车阵营，并与定价 42~65 万元的一汽奥迪 A6L 形成姐妹车型销售策略，有效拉动销量表现。**3) 上汽通用：**全新威朗重回四缸，最大输出功率可达 184 马力，可实现 7.7S 破百，动力表现优于思域。整车运动、智能化设计显著增强，有望在年轻单身用户市场实现较好表现。**4) 上汽通用五菱：**宝骏 KIWI EV 已于 8 月 31 日正式上市，新车外观造型更为萌动、精致，车漆采用豪华品牌同规格喷涂工艺。智能化、电动化能力显著升级，具备隐藏门把手、多场景智能泊车、主被动安全配置以及 305KM 续航和 1 小时直流快充（30%~80%电量）功能，在“好看”、“好开”、“安全”等以女性为代表的核心客户中具备极强竞争力。新车 6.98~7.88 万元的售价有望接力宏观 MINI 马卡龙版，实现进一步的价格上探、甚至量稳价升。

投资建议

公司面临行业性缺芯的不可抗力、积极深化内功，在组织力、产品力两大维度全面优化，同时在用户运营和经验策略角度加速转型。公司底层技术扎实，平台化能力卓越，随着芯片供应的逐渐改善，公司有望于迎来自主+合资双轮驱动的新增长周期，乘用车龙头王者归来。公司目前处于盈利、估值的历史大底，我们维持盈利预测：预计公司 2021-23 年营收为 8,302/8,693/9,038 亿元，归母净利为 289/331/379 亿元，EPS 为 2.47/2.83/3.24 元，以 10 月 29 日收盘价 20.28 元每股收盘价对应 PE 8.2/7.2/6.3 倍，对应 PB 0.8/0.7/0.6 倍。给予公司 2021 年 1.2 倍 PB，目标价 28.79 元不变，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 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 843,324 | 742,132 | 830,241 | 869,280 | 903,847 |
| YoY (%) | -6.5% | -12.0% | 11.9% | 4.7% | 4.0% |

| | | | | | |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 归母净利润(百万元) | 25,603 | 20,431 | 28,853 | 33,119 | 37,870 |
| YoY (%) | -28.9% | -20.2% | 41.2% | 14.8% | 14.3% |
| 毛利率 (%) | 13.4% | 12.4% | 13.3% | 13.8% | 13.8% |
| 每股收益 (元) | 2.19 | 1.75 | 2.47 | 2.83 | 3.24 |
| ROE | 10.3% | 7.9% | 9.9% | 10.1% | 10.4% |
| 市盈率 | 9.25 | 11.60 | 8.21 | 7.15 | 6.26 |

资料来源: Wind, 华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|---------|-----------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业总收入 | 742,132 | 830,241 | 869,280 | 903,847 | 净利润 | 29,188 | 38,471 | 44,159 | 50,493 |
| YoY (%) | -12.0% | 11.9% | 4.7% | 4.0% | 折旧和摊销 | 14,462 | 3,761 | 2,511 | 2,927 |
| 营业成本 | 649,972 | 720,108 | 748,942 | 779,116 | 营运资金变动 | 12,415 | -91,874 | -9,305 | -14,836 |
| 营业税金及附加 | 5,760 | 6,475 | 6,763 | 7,041 | 经营活动现金流 | 37,518 | -68,576 | 14,314 | 12,898 |
| 销售费用 | 38,067 | 41,512 | 44,333 | 43,385 | 资本开支 | -14,214 | -4,668 | -1,988 | -3,040 |
| 管理费用 | 21,818 | 23,185 | 24,916 | 25,574 | 投资 | -17,987 | 2,967 | 7,967 | 3,467 |
| 财务费用 | 517 | 1,232 | 815 | 434 | 投资活动现金流 | -7,110 | 18,255 | 28,719 | 24,543 |
| 资产减值损失 | -3,190 | -33 | -22 | -26 | 股权募资 | 986 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 21,010 | 20,756 | 24,340 | 27,115 | 债务募资 | 57,612 | -23,629 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 35,607 | 47,022 | 54,093 | 62,025 | 筹资活动现金流 | -15,852 | -25,768 | -1,649 | -1,649 |
| 营业外收支 | 284 | 284 | 208 | 65 | 现金净流量 | 14,025 | -76,088 | 41,385 | 35,792 |
| 利润总额 | 35,892 | 47,306 | 54,301 | 62,090 | 主要财务指标 | | | | |
| 所得税 | 6,704 | 8,836 | 10,142 | 11,597 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | |
| 净利润 | 29,188 | 38,471 | 44,159 | 50,493 | 成长能力 (%) | | | | |
| 归属于母公司净利润 | 20,431 | 28,853 | 33,119 | 37,870 | 营业收入增长率 | -12.0% | 11.9% | 4.7% | 4.0% |
| YoY (%) | -20.2% | 41.2% | 14.8% | 14.3% | 净利润增长率 | -20.2% | 41.2% | 14.8% | 14.3% |
| 每股收益 | 1.75 | 2.47 | 2.83 | 3.24 | 盈利能力 (%) | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 毛利率 | 12.4% | 13.3% | 13.8% | 13.8% |
| 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 净利率率 | 3.9% | 4.6% | 5.1% | 5.6% | |
| 货币资金 | 142,565 | 66,477 | 107,862 | 143,654 | 总资产收益率 ROA | 2.2% | 3.4% | 3.7% | 3.9% |
| 预付款项 | 39,102 | 18,003 | 18,724 | 19,478 | 净资产收益率 ROE | 7.9% | 9.9% | 10.1% | 10.4% |
| 存货 | 69,395 | 49,322 | 51,297 | 53,364 | 偿债能力 (%) | | | | |
| 其他流动资产 | 315,112 | 355,071 | 373,280 | 396,121 | 流动比率 | 1.11 | 1.24 | 1.36 | 1.47 |
| 流动资产合计 | 566,175 | 488,873 | 551,162 | 612,616 | 速动比率 | 0.90 | 1.07 | 1.19 | 1.30 |
| 长期股权投资 | 59,650 | 54,683 | 49,715 | 44,748 | 现金比率 | 0.28 | 0.17 | 0.27 | 0.34 |
| 固定资产 | 82,982 | 90,394 | 95,241 | 99,561 | 资产负债率 | 66.3% | 58.4% | 55.9% | 53.5% |
| 无形资产 | 16,021 | 16,445 | 16,728 | 17,058 | 经营效率 (%) | | | | |
| 非流动资产合计 | 353,240 | 355,259 | 350,567 | 351,229 | 总资产周转率 | 0.81 | 0.98 | 0.96 | 0.94 |
| 资产合计 | 919,415 | 844,132 | 901,729 | 963,846 | 每股指标 (元) | | | | |
| 短期借款 | 23,629 | 0 | 0 | 0 | 每股收益 | 1.75 | 2.47 | 2.83 | 3.24 |
| 应付账款及票据 | 205,047 | 136,130 | 141,581 | 147,285 | 每股净资产 | 22.26 | 24.98 | 27.97 | 31.28 |
| 其他流动负债 | 282,208 | 258,138 | 264,287 | 269,408 | 每股经营现金流 | 3.21 | -5.87 | 1.23 | 1.10 |
| 流动负债合计 | 510,884 | 394,268 | 405,868 | 416,693 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 23,608 | 23,608 | 23,608 | 23,608 | 估值分析 | | | | |
| 其他长期负债 | 74,881 | 74,881 | 74,881 | 74,881 | PE | 11.60 | 8.21 | 7.15 | 6.26 |
| 非流动负债合计 | 98,489 | 98,489 | 98,489 | 98,489 | PB | 1.10 | 0.81 | 0.73 | 0.65 |
| 负债合计 | 609,373 | 492,757 | 504,357 | 515,183 | | | | | |
| 股本 | 11,683 | 11,683 | 11,683 | 11,683 | | | | | |
| 少数股东权益 | 49,938 | 59,556 | 70,596 | 83,219 | | | | | |
| 股东权益合计 | 310,041 | 351,375 | 397,372 | 448,663 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 919,415 | 844,132 | 901,729 | 963,846 | | | | | |

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。