

合资盈利恢复 自主品牌向上

上汽集团(600104)系列点评四十七

事件概述

公司发布 2021 年年报及 2022 年一季报：2021 年公司总营收为 7,798.5 亿元，同比+5.1%；归母净利润为 245.3 亿元，同比+20.1%；扣非归母净利润为 185.8 亿元，同比+4.7%。

2022Q1 公司总营收为 1,824.7 亿元，同比-3.5%；归母净利润为 55.2 亿元，同比-19.4%；扣非归母净利润为 49.5 亿元，同比-20.4%。

同时，公司宣布分红方案：以年报披露日为基准，每 10 股派送现金红利 6.82 元（含税）。根据 4 月 29 日 15.95 元/股的收盘价计算，股息率为 4.3%。

分析判断：

▶ 大众逐步改善 营收表现稳健

公司营收表现总体稳健，疫情及缺芯影响合资销量。公司 2021Q4、2022Q1 总营收分别为 2,271.3 亿元、1,824.7 亿元，同比分别-6.7%、-3.5%。主要因整车受疫情及缺芯影响，销量表现较为低迷，2021Q4 及 2022Q1 公司总销量分别为 184.4 万辆、122.1 万辆，同比分别-7.2%、+6.8%。合资板块中上汽大众逐步改善，上汽通用仍有所承压，上汽大众及上汽通用 2021Q4 销量同比分别-17.4%、-15.3%，2022Q1 两者同比分别+33.0%、-18.2%。我们预计在芯片逐步缓解下，合资有望逐步开启补库，带动营收上行。

上汽大众占比提升，单车收入边际上行。公司单车收入在 2022Q1 快速提升，我们认为主要由于上汽大众销量占比提升及上通五菱销量季节性下滑所致，2022Q1 公司 ASP 为 14.9 万元（全集团口径），环比+2.6 万元。销量结构上，上汽大众销量占比由 2021Q4 的 21.2%提升至 27.1%，上通五菱由 2021Q4 的 33.0%下降至 26.7%。我们预计上通五菱销量快速恢复，短期对 ASP 有一定拖累，但随着合资的销量提升以及智己、飞凡高端车型的销量增长，预计整体 ASP 有望保持稳步增长。

▶ 大宗上涨影响利润 合资利润恢复迅速

大宗上涨持续，毛利率有所下滑。2021Q4 公司毛利率为 5.1%，由于准则调整，销售费用中运费计入成本，还原后相比 2021Q3 下滑约 2.3pct。我们判断主要因公司在 Q4 对供应商进行调价补偿（电池为主）以及加大对智己、飞凡的研发投入。2021Q4 研发费用环比增长 22.3 亿元。2022Q1 公司毛利率为 9.4%，主要因大众的拉动。公司在 3-4 月也针对五菱、

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：	15.95
股票代码：	600104
52 周最高价/最低价：	23.45/14.63
总市值(亿)	1,863.51
自由流通市值(亿)	1,863.51
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）3月销量点评报告：短期产销扰动 品牌向上加速
2022.04.09
- 【华西汽车】上汽集团（600104）2月销量点评报告：自主表现稳健 出海目标彰显决心
2022.03.04
- 【华西汽车】上汽集团（600104）1月销量点评报告：大众恢复迅速 自主稳步成长
2022.02.11

飞凡、荣威品牌展开调价，我们预计盈利有望逐步恢复。

上汽大众单车净利润快速提升，投资收益恢复性增长。2021年公司联营及合营企业投资收益达 173.7 亿元，同比+21.3%。主要因上汽大众在 2H21 盈利快速提升，2H21 上汽大众单车净利润（合并报表口径）为 1.0 万元，环比+0.5 万元。此外，2H21 上汽通用单车净利润达 0.7 万元，环比+0.3 万元。

► 新能源量质齐升 品牌向上步伐加速

公司新能源汽车销量快速提升，自主新能源表现优于行业。2022Q1，公司新能源汽车销量超过 19.2 万辆，同比+27.7%。自主新能源渗透率已达 26.7%，超出行业整体水平。我们认为公司在新能源上技术积淀深厚，爆款产品打造能力不断彰显。

智己携手飞凡，品牌向上步伐加速。智己 L7 Pro 版于 3 月 29 日上市，售价为 40.88 万元。在造型、智能化配置及性能等方面优势明显，有望抢占高端纯电市场。飞凡 R7 预制量产车成功下线，搭载高阶智驾方案及多维感官交互座舱，智能化大幅升级。

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，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。公司目前处于盈利、估值的历史大底。由于成本上涨及疫情因素扰动，我们调整此前盈利预测，将 2022-2023 年收入由 8,693/9,038 亿元调整为 8,619/9,933 亿元，归母净利润由 331/379 亿元调整为 269/330 亿元，EPS 由 2.83/3.24 元调整为 2.30/2.83 元，预计公司 2024 年收入为 11,144 亿元，归母净利润为 405 亿元，EPS 为 3.47 元，对应 2022 年 4 月 29 日 15.95 元/股的收盘价，PE 分别为 7/6/5 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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	742,132	779,846	861,947	993,308	1,114,364
YoY (%)	-12.0%	5.1%	10.5%	15.2%	12.2%
归母净利润(百万元)	20,431	24,533	26,883	33,008	40,535
YoY (%)	-20.2%	20.1%	9.6%	22.8%	22.8%
毛利率 (%)	10.7%	11.3%	11.6%	12.3%	13.0%
每股收益 (元)	1.75	2.10	2.30	2.83	3.47
ROE	7.9%	9.0%	8.8%	9.6%	10.4%
市盈率	9.12	7.60	6.93	5.65	4.60

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)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	779,846	861,947	993,308	1,114,364	净利润	33,942	34,912	42,319	50,669
YoY (%)	5.1%	10.5%	15.2%	12.2%	折旧和摊销	17,685	24,961	23,174	25,769
营业成本	691,368	761,985	871,514	969,326	营运资金变动	-6,693	1,170	24,682	938
营业税金及附加	5,541	6,407	7,220	8,192	经营活动现金流	21,616	38,484	66,644	55,506
销售费用	29,505	31,144	37,729	43,524	资本开支	-16,654	-17,719	-22,237	-14,387
管理费用	24,104	27,715	32,313	36,598	投资	-2,372	-3,199	1,801	-2,699
财务费用	564	75	-844	-1,932	投资活动现金流	-1,498	3,836	4,092	4,636
研发费用	19,668	20,372	23,007	25,037	股权募资	6,135	0	0	0
资产减值损失	-983	-635	-392	-473	债务募资	47,784	2,785	1,532	1,608
投资收益	27,164	25,555	26,128	24,723	筹资活动现金流	-16,170	241	-1,188	-1,166
营业利润	41,447	41,926	51,283	61,434	现金净流量	3,062	42,561	69,548	58,976
营业外收支	111	111	315	172	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
利润总额	41,558	42,037	51,598	61,605	成长能力				
所得税	7,616	7,124	9,279	10,937	营业收入增长率	5.1%	10.5%	15.2%	12.2%
净利润	33,942	34,912	42,319	50,669	净利润增长率	20.1%	9.6%	22.8%	22.8%
归属于母公司净利润	24,533	26,883	33,008	40,535	盈利能力				
YoY (%)	20.1%	9.6%	22.8%	22.8%	毛利率	11.3%	11.6%	12.3%	13.0%
每股收益	2.10	2.30	2.83	3.47	净利率	4.4%	4.1%	4.3%	4.5%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	2.7%	2.7%	3.0%	3.4%
货币资金	138,526	181,087	250,635	309,611	净资产收益率 ROE	9.0%	8.8%	9.6%	10.4%
预付款项	22,675	24,991	28,584	31,791	偿债能力				
存货	56,636	52,191	59,693	66,392	流动比率	1.13	1.20	1.25	1.33
其他流动资产	327,172	360,896	388,663	417,791	速动比率	0.97	1.05	1.10	1.17
流动资产合计	545,009	619,165	727,574	825,586	现金比率	0.29	0.35	0.43	0.50
长期股权投资	60,849	62,049	63,248	64,447	资产负债率	64.1%	62.8%	62.3%	60.7%
固定资产	78,351	81,936	90,337	88,950	经营效率				
无形资产	16,837	11,156	7,121	2,538	总资产周转率	0.85	0.87	0.90	0.93
非流动资产合计	371,914	373,802	378,461	378,514	每股指标 (元)				
资产合计	916,923	992,967	1,106,035	1,204,100	每股收益	2.10	2.30	2.83	3.47
短期借款	27,849	30,634	32,166	33,774	每股净资产	23.43	26.20	29.51	33.48
应付账款及票据	199,052	210,861	253,944	276,587	每股经营现金流	1.85	3.29	5.70	4.75
其他流动负债	253,579	274,635	295,096	312,426	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	480,481	516,130	581,206	622,788	估值分析				
长期借款	26,911	26,911	26,911	26,911	PE	7.60	6.93	5.65	4.60
其他长期负债	80,759	80,759	80,759	80,759	PB	0.88	0.61	0.54	0.48
非流动负债合计	107,671	107,671	107,671	107,671					
负债合计	588,152	623,801	688,877	730,458					
股本	11,683	11,683	11,683	11,683					
少数股东权益	54,997	63,027	72,337	82,471					
股东权益合计	328,771	369,166	417,159	473,641					
负债和股东权益合计	916,923	992,967	1,106,035	1,204,100					

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。