

# 上汽集团 (600104.SH)

## 盈利能力企稳回升，智能电动项目取得新进展

**买入**

### 核心观点

**2021年销量稳中有进，业绩增长20%。**公司发布2021年年报及2022年一季报。公司全年实现整车批售546万辆(-2%)，零售581万辆(+5.5%)，其中自主品牌整车销量达到286万辆(+10%)。公司2021年实现营收7798亿元(+5%)，实现归母净利润245亿元(+20%)。21年Q4实现营收2271亿元(-7%)，实现归母净利润41亿元(+11%)。公司2021年毛利率为9.63%(-1.13pct)，净利率为4.47%(+0.43pct)。2021年Q4毛利率为5.14%(同比-7.28pct，环比-6.41pct)，净利率为2.45%(同比-0.83pct，环比-2.76pct)。

**22年Q1销量稳健增长，盈利能力企稳回升。**2022年Q1公司销量为122万辆(+7%)，其中上汽乘用车销售19.4万辆(+34%)，实现营收1825亿元(-4%)，归母净利润55亿元(-19%)。2022年Q1毛利率为9.37%(同比-1.72pct，环比+4.23pct)，净利率为4.20%(同比-0.97pct，环比+1.75pct)。

**公司坚持创新竞速新赛道，重大标志性项目取得新进展。**智己汽车首款产品L7首批体验版产品正式下线，公司新一代三电系统以及智能车电子架构、面向服务的SOA软件平台等“云-管-端”全栈方案实现应用落地。飞凡汽车加快推进首款纯电动B级SUV产品R7项目开发，通过软硬结合、高低选配、数据驱动，探索实现产品自定义、自学习、自成长。Robotaxi项目首批60台自动驾驶出租车先后在上海、苏州启动示范应用，助力公司L4级自动驾驶技术在乘用车场景下尽快量产落地。智能重卡项目完成洋山港4万标箱年度运输任务及“一拖四”编队行驶，集装箱智能转运车项目实现批量示范运营，成立上海友道智途科技有限公司，加快港口、厂区和干线物流等商用车场景L4级自动驾驶技术商业化落地。

**风险提示：**汽车销量不及预期风险，海外疫情控制不及预期风险。

**投资建议：下调盈利预测，维持买入评级。**考虑到缺芯以及原材料涨价的影响，我们下调公司盈利预测，预计2022-2024年归母公司净利润255/290/351亿元（前次预测2022-2023年归母净利润为264/303亿元）。更新一年期（2023年）目标估值20-22元（前次目标估值2022年21-23元），考虑到公司产品矩阵完善，多款车型陆续上市，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	742,132	779,846	858,421	934,458	1,000,964
(+/-%)	-12.0%	5.1%	10.1%	8.9%	7.1%
净利润(百万元)	20431	24533	25535	29032	35087
(+/-%)	-20.2%	20.1%	4.1%	13.7%	20.9%
每股收益(元)	1.75	2.10	2.19	2.48	3.00
EBIT Margin	2.4%	1.8%	2.1%	2.7%	3.6%
净资产收益率(ROE)	7.9%	9.0%	9.3%	10.6%	12.8%
市盈率(PE)	9.1	7.6	7.3	6.4	5.3
EV/EBITDA	25.3	26.0	22.0	17.4	13.2
市净率(PB)	0.72	0.68	0.68	0.68	0.68

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 汽车·乘用车

**证券分析师：唐旭霞**

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

**证券分析师：戴仕远**

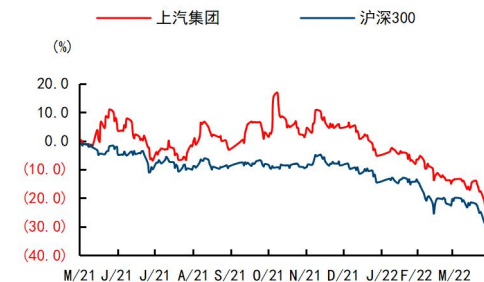
daishiyuan@guosen.com.cn

S0980521060004

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	20.00 - 22.00元
收盘价	15.95元
总市值/流通市值	186344/186344百万元
52周最高价/最低价	23.45/14.63元
近3个月日均成交额	546.39百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《上汽集团(600104.SH)-深度报告之二：自主品牌转型，智能电动推进》——2022-04-05

《上汽集团-600104-2021年三季度报点评：单三季度业绩环比增长，设立飞凡汽车》——2021-11-03

《国信证券-上汽集团-600104-2021年中报点评：二季度业绩略有承压，新能源车和出口表现亮眼》——2021-08-31

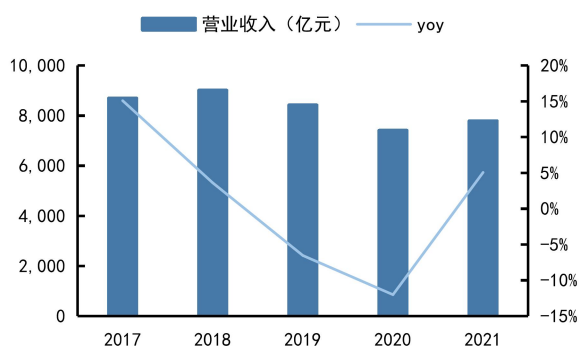
《上汽集团-600104-2020年年报点评：业绩符合预期，电动智能新品表现可期》——2021-03-29

《上汽集团-600104-重大事件快评：IM智己新车发布，电动时代后发品牌战略探讨》——2021-01-15

**2021 年公司实现 7789 亿营收，全年业绩同比上升 20%。**上汽集团发布 2021 年年报，公司 2021 年实现营收 7798.46 亿元，同比+5.08%；实现归母净利润 245.33 亿元，同比+20.08%。2021 年 Q4 实现营业收入 2271.33 亿元，同比-6.71%；实现归母净利润 41.83 亿元，同比+10.57%。

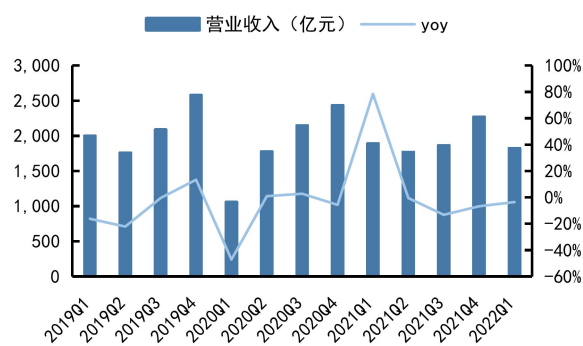
**2022 年 Q1 营收同比微降，业绩短期承压。**上汽集团 2022 年一季度报，2022 年 Q1 实现营业收入 1824.72 亿元，同比-3.50%；实现归母净利润 55.16 亿元，同比-19.44%。

图1：公司营业收入（亿元）及增速



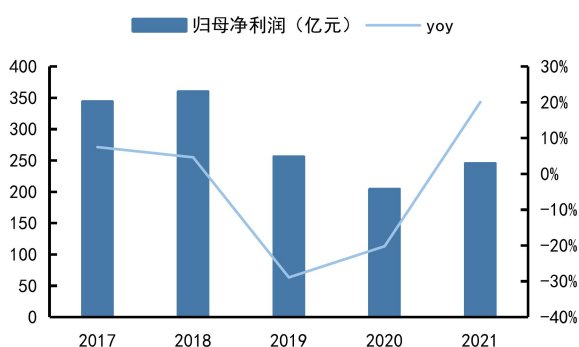
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入（亿元）及增速



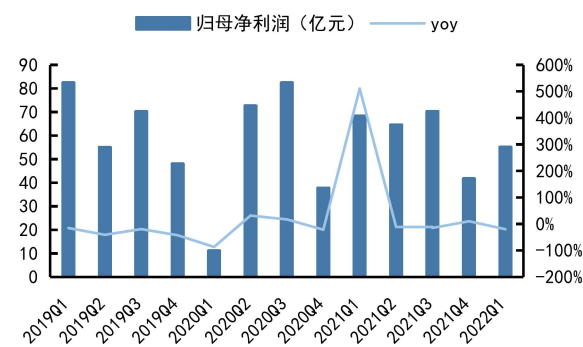
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润（亿元）及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润（亿元）及增速

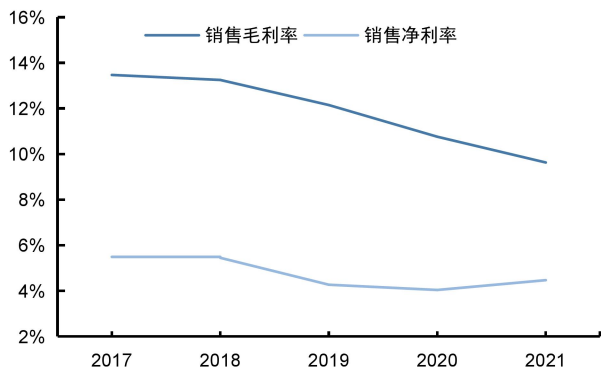


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**21 年公司毛利率同比下跌，净利率小幅上涨。**公司 2021 年毛利率为 9.63%，同比下降 1.13pct，净利率为 4.47%，同比上升 0.43pct。2021 年 Q4 毛利率为 5.14%，同比下降 7.28pct，环比下降 6.41pct；净利率为 2.45%，同比下降 0.83pct，环比下降 2.76pct。2022 年 Q1 毛利率为 9.37%，同比下降 1.72pct，环比上升 4.23pct；净利率为 4.20%，同比下降 0.97pct，环比上升 1.75pct。

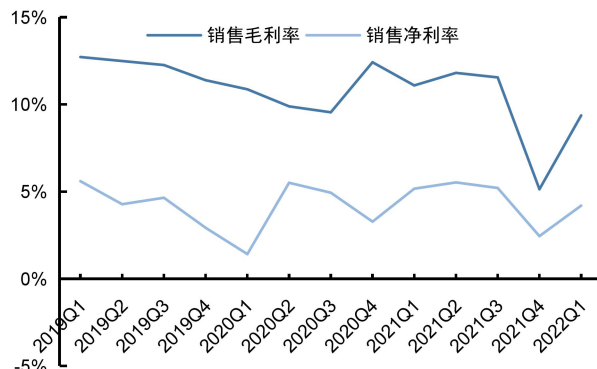
**研发持续投入。**2021 年公司四费率为 9.47%，同比下降 0.48pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.78/3.09/2.52/0.07pct，财务费用率同比持平，销售/管理/研发费用率同比变动-1.35/+0.15/+0.72pct，研发费用明显上升，主要因为公司进一步增加新能源、智能网联、数字化等技术的研发投入。

图5: 公司毛利率和净利率



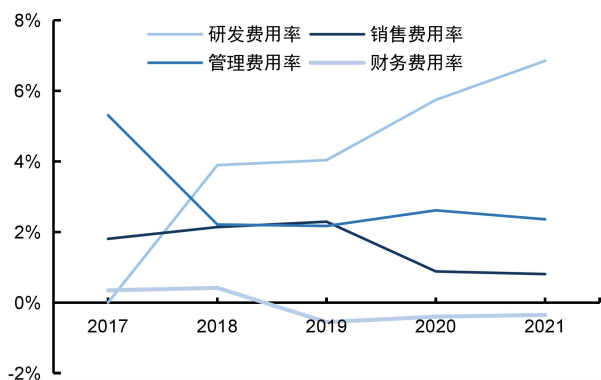
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 公司季度毛利率和净利率



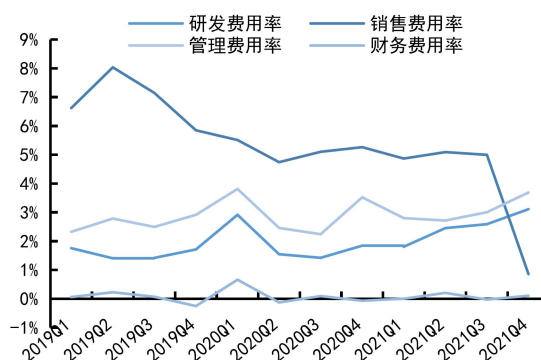
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图7: 公司四项费用率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 公司单季度四项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**整车销量稳中有进。**2021年面对缺芯、疫情、限电以及原材料价格大幅上涨等多重严峻挑战,公司全力以赴保供应、稳增长、调结构、增效益,实现了“十四五”平稳开局。报告期内,公司整车销量“稳中有进”,全年实现整车批售546.4万辆,终端零售达到581.1万辆,同比增长5.5%,整车销量连续16年保持全国第一;其中自主品牌整车销量达到285.7万辆,同比增长10%,占公司总销量的比重首次突破50%,达到52.3%。

表1: 上汽集团分品牌销量(万辆)

	2017	2018	2019	2020	2021
上海大众	206	209	200	151	124
上海通用	200	197	160	147	133
上汽乘用车	14	24	67	66	80
上汽通用五菱	215	207	166	160	166
上汽大通	7	13	15	19	23
其他	51	55	15	18	20
上汽集团	693	705	624	560	546

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**坚持稳中求进总基调，不断增强经营韧性，提高发展质量**

**深化营销体系变革。**公司通过开设城市展厅、快闪店，推进数字营销、直播带货、跨界合作等措施，打造更多新零售的生态触点，并积极探索“用户共创”新模式，拓展用户参与产品定义的新途径。

**抢抓新能源车增量机遇。**公司 2021 年新能源汽车销售 73.3 万辆，同比增长 128.9%，排名国内第一、全球前三。新能源车销量占比从 2020 年的 5.7% 提升至 2021 年的 13.4%，其中自主品牌销量中的新能源车占比已达 22.7%；上汽通用五菱 GSEV 微型电动车年销量突破 45 万辆在细分市场排名全球第一，乘用车分公司新能源车全球年销量突破 16 万辆，上汽大众 ID. 系列电动车月销量持续攀升，上汽通用推出“奥特能”平台首款产品凯迪拉克 Lyriq，自主品牌及合资企业持续提升新能源产品力和销量规模，确保公司继续领跑国内新能源车市场。

**深耕拓展海外市场。**2021 年公司产品服务已拓展至全球 80 余个国家和地区，并形成欧洲、澳新、美洲、中东、东盟、南亚 6 个“五万辆级”区域市场，海外销量达到 69.7 万辆，同比增长 78.9%，整车出口连续 6 年保持国内行业第一。同时其中 MG 品牌海外年销量达到 36 万辆，继续保持“中国单一品牌海外销量冠军”，并已在全球 17 个国家跻身单一品牌销量前十。

**坚持创新竞速新赛道，不断壮大新动能，共筑产业新生态**

**重大标志性项目取得新进展。**智己汽车首款产品 L7 首批体验版产品正式下线，公司新一代三电系统以及智能车电子架构、面向服务的 SOA 软件平台等“云-管-端”全栈方案实现应用落地。飞凡汽车加快推进首款纯电动 B 级 SUV 产品 R7 项目开发，并通过软硬结合、高低选配、数据驱动，探索实现产品的自定义、自学习、自成长。Robotaxi 项目首批 60 台自动驾驶出租车先后在上海、苏州两地启动示范应用，为公司 L4 级自动驾驶技术在乘用车场景下尽快量产落地提供助力。智能重卡项目完成洋山港 4 万标箱年度运输任务及“一拖四”编队行驶，AIV（集装箱智能转运车）项目实现批量示范运营，成立了上海友道智途科技有限公司，加快港口、厂区和干线物流等商用车场景 L4 级自动驾驶技术商业化落地。

**电动智能网联核心能力持续提升。**电动化方面，公司加快推进可快充、可快换、可升级的平台化电池以及新一代电轴、800V 电驱动和电池包系统等项目开发；捷氢科技发布了新一代燃料电池电堆 M4 和 P4 系统产品，关键性能参数已跻身全球前列，建成了全球首条万台级“卷对卷”膜电极生产线，核心零部件国产化水平持续提升，并联合上汽红岩在鄂尔多斯启动全球首个“万辆级”氢能重卡产业链项目；公司与清陶等国内外伙伴开展合作，加快固态电池产品研发和上车应用；公司还通过合作推进“车电分离”项目，加快在换电、储能及锂电池回收等领域的布局。在智能网联方面，公司把握“数据决定体验、软件定义汽车”的发展趋势，着力建设软件、大数据、人工智能、云计算、网络及数据安全五大中心，零束科技发布银河全栈 1.0 解决方案，联创电子“6i”智能驾驶核心部件（智能转向系统、智能制动系统、智能驾驶决策控制系统、智能车载网联终端系统、智能轮胎安全系统、智能控制系统）推进规模化应用，中海庭高精电子地图成为首个获得国家自然资源部批准的商用产品。此外，公司深化与地平线、Momenta 等战略伙伴的合作，并加快推进实施车规级芯片国产化策略，共有 75 款芯片完成国产化开发进入整车量产应用。公司还绘制投资战略地图，创新采用战略直投模式，聚焦新能源、智能网联、芯片等战略性关键领域进行产业投资，深化产融结合、为创新增强赋能。

**数字化转型扎实推进。**在数字化制造方面，公司持续推进标杆工厂建设，乘用车分公司入选国家第五批“智能制造标杆企业”；技术中心运用数字孪生技术搭建数字化研发平台，被评为国务院国资委“国有企业数字化转型 100 个典型案例”，

并入选第五批国家级工业设计中心。在数字化服务方面，享道出行网约车业务已全面覆盖长三角“一核五圈”六大都市群，平台合规率在90%以上；申程出行“一键叫车智慧屏”已覆盖上海40余个社区、医院等公共场所。在数字化生态方面，公司举办全球首个汽车SOA开发者大会，携手百度、阿里、腾讯、华为、OPPO等数十家生态伙伴，开展智能网联、网络及数据安全、5G赋能、汽车芯片等领域合作，共创智能汽车数字生态，共赢未来发展。

**盈利预测：**考虑到原材料涨价以及缺芯的影响，我们下调盈利预测，预计2022-2024年归属母公司净利润255/290/351亿元（前次预测2022-2023年归母净利润为264/303亿元）。

**估值建议：**我们选取长安汽车、广汽集团、长城汽车、上汽集团四家自主乘用车企业龙头作为可比公司。销量方面，长安汽车、广汽集团、长城汽车、上汽集团2021年销量分别为230、214、127、546万辆，均为自主品牌龙头；数字化、电动化转型方面，长安汽车、广汽集团、长城汽车、上汽集团布局较早，爆款打造能力强。参考可比公司估值，我们更新一年期（2023年）目标估值20-22元（前次目标估值2022年21-23元），当前股价距目标估值有25%-40%的提升空间，考虑到公司产品矩阵完善，多款車型陆续上市，维持“买入”评级。

表2：同类公司估值比较（20220430）

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
000625.SZ	长安汽车	买入	10.47	799	0.47	0.78	0.85	22.3	13.4	12.3
601238.SH	广汽集团	买入	12.24	1,281	0.72	0.95	1.15	17.0	12.8	10.6
601633.SH	长城汽车	买入	24.82	2,292	0.73	0.98	1.38	34.0	25.2	18.0
	平均				0.64	0.91	1.13	24.4	17.2	13.6
600104.SH	上汽集团	买入	15.95	1,864	2.10	2.19	2.48	7.6	7.3	6.4

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	142565	138526	136306	139132	137988	营业收入	742132	779846	858421	934458	1000964
应收款项	56925	65531	65851	71684	76786	营业成本	645250	686743	741786	807441	855608
存货净额	69395	56636	70904	66068	69916	营业税金及附加	5760	5541	6496	7072	7575
其他流动资产	189482	168585	5086	5536	5930	销售费用	38067	29505	44638	46723	50048
<b>流动资产合计</b>	<b>566175</b>	<b>545009</b>	<b>393879</b>	<b>398153</b>	<b>406352</b>	管理费用	21818	24104	25720	25045	26708
固定资产	96115	93179	106458	115706	124089	研发费用	13395	19668	21461	23361	25024
无形资产及其他	16021	16837	15155	13472	11789	财务费用	517	564	803	1202	1830
投资性房地产	181455	201048	201048	201048	201048	投资收益	21010	27164	25000	25000	25000
长期股权投资	59650	60849	60844	60838	60833	资产减值及公允价值变动	7001	2721	2000	2000	2000
<b>资产总计</b>	<b>919415</b>	<b>916923</b>	<b>777383</b>	<b>789217</b>	<b>804111</b>	其他收入	(23124)	(21829)	(21461)	(23361)	(25024)
短期借款及交易性金融负债	47055	53547	41525	71903	70361	营业利润	35607	41447	44518	50614	61170
应付款项	205047	199052	202584	176182	186443	营业外净收支	284	111	0	0	0
其他流动负债	258782	227882	97114	105022	111248	<b>利润总额</b>	<b>35892</b>	<b>41558</b>	<b>44518</b>	<b>50614</b>	<b>61170</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>510884</b>	<b>480481</b>	<b>341223</b>	<b>353107</b>	<b>368052</b>	所得税费用	6704	7616	8904	10123	12234
长期借款及应付债券	47100	46309	46079	46079	46079	少数股东损益	8757	9409	10079	11459	13849
其他长期负债	51389	61362	61311	61260	61209	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>20431</b>	<b>24533</b>	<b>25535</b>	<b>29032</b>	<b>35087</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>98489</b>	<b>107671</b>	<b>107390</b>	<b>107339</b>	<b>107288</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>负债合计</b>	<b>609373</b>	<b>588152</b>	<b>448613</b>	<b>460446</b>	<b>475340</b>	净利润	20431	24533	25535	29032	35087
少数股东权益	49938	54997	54997	54997	54997	资产减值准备	1548	(2206)	142	119	102
股东权益	260103	273774	273774	273774	273774	折旧摊销	13652	15544	10534	12367	14221
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>919415</b>	<b>916923</b>	<b>777383</b>	<b>789217</b>	<b>804111</b>	公允价值变动损失	(7001)	(2721)	(2000)	(2000)	(2000)
						财务费用	517	564	803	1202	1830
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	营运资本变动	(1885)	(23669)	21765	(19873)	7194
每股收益	1.75	2.10	2.19	2.48	3.00	其它	(1203)	5016	(142)	(119)	(102)
每股红利	1.68	1.47	2.19	2.48	3.00	<b>经营活动现金流</b>	<b>25541</b>	<b>16497</b>	<b>55834</b>	<b>19526</b>	<b>54502</b>
每股净资产	22.26	23.43	23.43	23.43	23.43	资本开支	0	(11100)	(20273)	(18052)	(19023)
ROIC	12%	12%	13%	16%	19%	其它投资现金流	(4818)	(7924)	0	0	0
ROE	8%	9%	9%	11%	13%	<b>投资活动现金流</b>	<b>149</b>	<b>(20224)</b>	<b>(20267)</b>	<b>(18046)</b>	<b>(19017)</b>
毛利率	13%	12%	14%	14%	15%	权益性融资	(531)	6135	0	0	0
EBIT Margin	2%	2%	2%	3%	4%	负债净变化	4471	3303	(230)	0	0
EBITDA Margin	4%	4%	3%	4%	5%	支付股利、利息	(19627)	(17207)	(25535)	(29032)	(35087)
收入增长	-12%	5%	10%	9%	7%	其它融资现金流	19891	21361	(12022)	30378	(1542)
净利润增长率	-20%	20%	4%	14%	21%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(10952)</b>	<b>(312)</b>	<b>(37787)</b>	<b>1346</b>	<b>(36629)</b>
资产负债率	72%	70%	65%	65%	66%	<b>现金净变动</b>	<b>14738</b>	<b>(4039)</b>	<b>(2220)</b>	<b>2826</b>	<b>(1144)</b>
息率	10.5%	9.2%	13.7%	15.6%	18.8%	货币资金的期初余额	127827	142565	138526	136306	139132
P/E	9.1	7.6	7.3	6.4	5.3	货币资金的期末余额	142565	138526	136306	139132	137988
P/B	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	企业自由现金流	0	(7558)	26683	(5705)	31193
EV/EBITDA	25.3	26.0	22.0	17.4	13.2	权益自由现金流	0	17106	13789	23712	28187

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032