

合资快速恢复 自主加速成长

上汽集团(600104)

事件概述

公司发布6月产销快报：单月产量49.2万辆，同比+50.4%，环比+36.7%。单月批发销量48.4万辆，同比+47.2%，环比+33.0%。

上汽大众6月批发12.6万辆，同比+93.9%；上半年累计批发57.5万辆，同比+7.9%；

上汽通用6月批发12.5万辆，同比+47.3%；上半年累计批发50.7万辆，同比-12.9%；

上汽乘用车6月批发8.3万辆，同比+75.8%；上半年累计批发36.6万辆，同比+22.2%；

上汽通用五菱6月批发12.0万辆，同比+29.0%；上半年累计批发62.2万辆，同比-5.9%。

分析判断：

► 供应链快速恢复 合资加速上量

产能利用率快速提升，公司6月产销重回高速增长。疫情加供应链影响减弱，公司产能利用率快速提升，上汽集团6月批发销量同比+47.2%，环比+33.0%，重回快速增长通道。上汽大众、上汽通用、上汽乘用车6月批发环比分别+44.2%、+50.9%、+17.2%，同比分别+93.9%、+47.3%、+75.8%。

上汽大众、上汽通用6月双双突破12万辆。合资品牌克服供应链及疫情影响，销量快速增长。核心车型方面，上汽大众朗逸、帕萨特、途岳、途观6月批发分别为3.2万、1.9万、1.5万、1.3万辆；上汽通用英朗、威朗、昂科威6月批发分别为1.8万、1.4万、1.3万辆。合资品牌核心车型同环比均快速提升，我们判断后续有望逐步开启补库。

► 新能源全面发力 海外市场表现亮眼

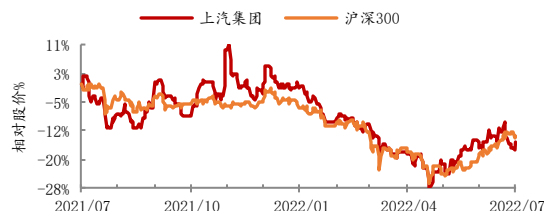
新能源销量持续增长，MINI EV延续热销。公司6月新能源汽车销量为9.1万辆，同比+86.2%，环比+22.8%。MINI EV热度延续，6月批发4.6万辆，同比+53.7%，环比+58.6%，连续22个月蝉联国内新能源汽车销冠。此外，上通五菱全球首款搭载大疆车载系统的新能源量产车即将上市。新能源汽车下乡政策刺激下，我们预计下沉市场新能源渗透率有望快速提升，公司新能源汽车销量提升空间较大。

海外市场表现亮眼，自主加速崛起。公司6月出口汽车8.4万辆，同比+59.4%，环比-2.3%，其中自主品牌新能源车销量1.2万辆，保持行业领先地位。今年上半年出口销量已达38.1

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：17.57

股票代码：600104
52周最高价/最低价：23.45/14.63
总市值(亿)：2,052.78
自由流通市值(亿)：2,052.78
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：

研究助理：胡惠民

邮箱：huhm@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

相关研究

1. 【华西汽车】上汽集团(600104.SH)5月销量
点评：供给快速修复 自主表现亮眼

2022.06.10

2. 【华西汽车】上汽集团(600104.SH)4月销量
点评：静待供给改善 自主新品可期

2022.05.08

3. 【华西汽车】上汽集团(600104.SH)
2021&2022Q1：合资盈利恢复 自主品牌向上

2022.04.30

万辆，同比+47.7%。公司海外步伐提速，基于“星云”纯电平台的首款车型 MG MULAN 正式发布，即将登陆欧洲。我们判断新品上市带动产品力提升，海外预计保持快速扩张，公司今年在欧洲有望诞生首个超 10 万辆级的市场。

▶ 新品加速推出 合资新能源提速

上汽乘用车销量再创新高，新品+出口提速。上汽乘用车 6 月销量再创新高，其中出口主力车型 MG ZS、MG5 系列均实现月销破万。新品相继上市，智己 L7 于 6 月 18 日开启全国交付；飞凡 R7 内饰首次亮相重庆车展，预计下半年正式上市；全新第三代荣威 RX5/超混 eRX5，盲订 10 天订单破 2 万，有望持续提升品牌销量中枢。

合资大力推进新能源，品牌全面转型。上汽通用凯迪拉克纯电 LYRIQ 锐歌 6 月正式开启大定，订单数迅速破万；上汽大众 ID 系列表现抢眼，上汽大众 6 月新能源车销量超 1.3 万辆，同比+337.9%，创单月历史新高。合资加速导入新能源产品，我们判断凭借品牌力与产品力的优势，合资品牌在电动智能化转型下有望迎来快速增长。

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。维持公司盈利预测不变，预计 2022-2024 年营收分别为 8,619/9,933/11,144 亿元，归母净利润为 269/309/347 亿元。对应 EPS 为 2.30/2.65/2.97 元，对应 2022 年 7 月 7 日 17.57 元/股的收盘价，PE 分别为 8/7/6 倍，维持“买入”评级。

风险提示

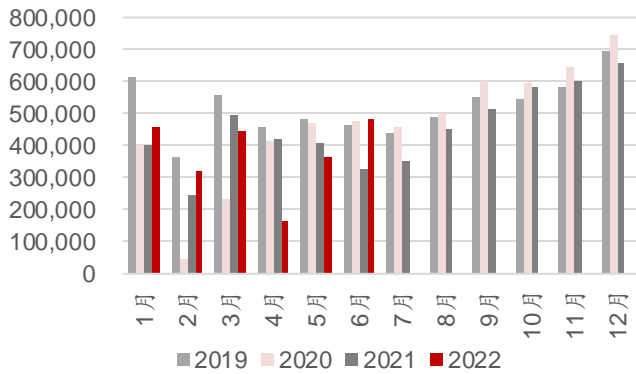
缺芯影响持续；车市下行风险；合资品牌下行风险；电动智能新车型落地不及预期；海外扩张不及预期。

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	30,913	34,738
YoY (%)	-20.2%	20.1%	9.6%	15.0%	12.4%
毛利率 (%)	10.7%	11.3%	11.6%	11.9%	12.2%
每股收益 (元)	1.75	2.10	2.30	2.65	2.97
ROE	7.9%	9.0%	8.8%	9.0%	9.1%
市盈率	10.05	8.37	7.64	6.64	5.91

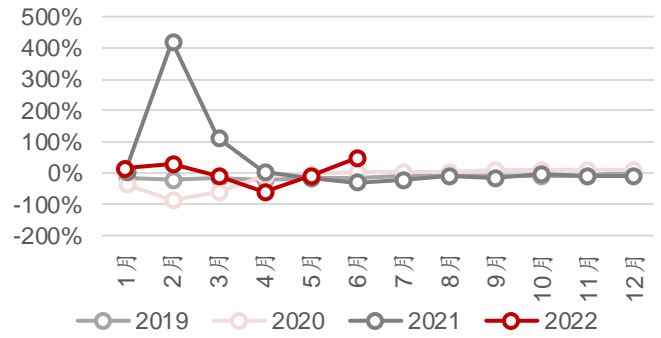
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 1 上汽集团月度批发销量（辆）



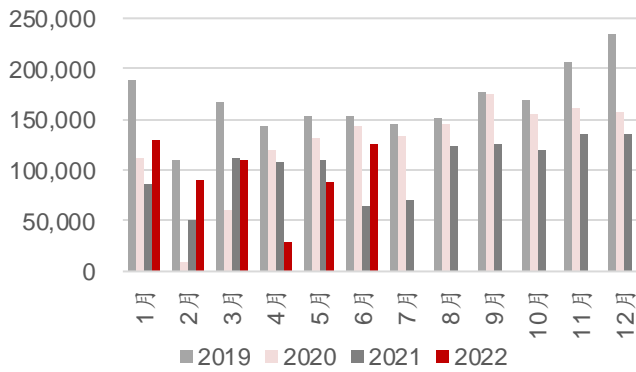
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 上汽集团月度批发销量同比增速（%）



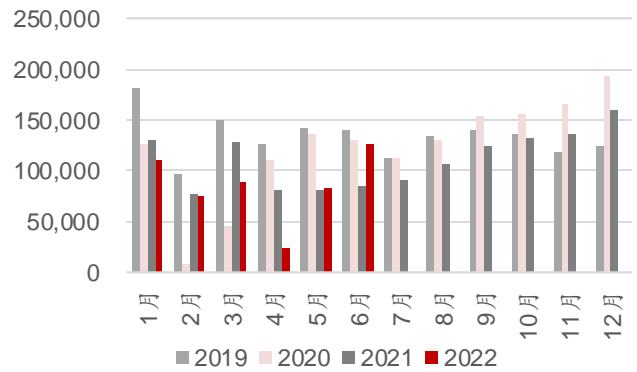
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 上汽大众月度批发销量（辆）



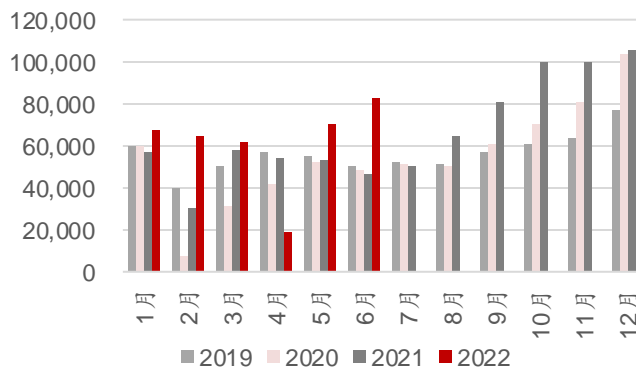
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 上汽通用月度批发销量（辆）



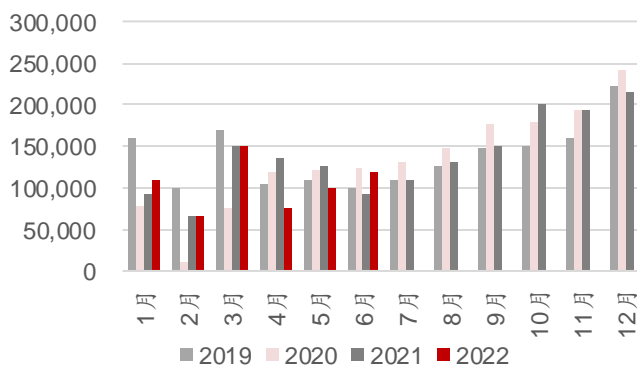
资料来源：公司公告，华西证券研究所

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)	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	39,632	43,422
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	874,790	978,123	营运资金变动	-6,693	1,170	25,746	2,677
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	65,021	49,998
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	-1,917	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	48,008	52,623	现金净流量	3,062	42,561	67,925	53,468
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	48,322	52,794	成长能力				
所得税	7,616	7,124	8,690	9,372	营业收入增长率	5.1%	10.5%	15.2%	12.2%
净利润	33,942	34,912	39,632	43,422	净利润增长率	20.1%	9.6%	15.0%	12.4%
归属于母公司净利润	24,533	26,883	30,913	34,738	盈利能力				
YoY (%)	20.1%	9.6%	15.0%	12.4%	毛利率	11.3%	11.6%	11.9%	12.2%
每股收益	2.10	2.30	2.65	2.97	净利率	4.4%	4.1%	4.0%	3.9%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	2.7%	2.7%	2.8%	2.9%
货币资金	138,526	181,087	249,012	302,480	净资产收益率 ROE	9.0%	8.8%	9.0%	9.1%
预付款项	22,675	24,991	28,691	32,080	偿债能力				
存货	56,636	52,191	59,917	66,995	流动比率	1.13	1.20	1.25	1.31
其他流动资产	327,172	360,896	388,663	417,791	速动比率	0.97	1.05	1.09	1.15
流动资产合计	545,009	619,165	726,283	819,346	现金比率	0.29	0.35	0.43	0.48
长期股权投资	60,849	62,049	63,248	64,447	资产负债率	64.1%	62.8%	62.5%	61.3%
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	1,104,744	1,197,860	每股收益	2.10	2.30	2.65	2.97
短期借款	27,849	30,634	32,166	33,774	每股净资产	23.43	26.20	29.33	32.81
应付账款及票据	199,052	210,861	254,898	279,097	每股经营现金流	1.85	3.29	5.57	4.28
其他流动负债	253,579	274,635	295,537	313,609	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	480,481	516,130	582,601	626,481	估值分析				
长期借款	26,911	26,911	26,911	26,911	PE	8.37	7.64	6.64	5.91
其他长期负债	80,759	80,759	80,759	80,759	PB	0.88	0.67	0.60	0.54
非流动负债合计	107,671	107,671	107,671	107,671					
负债合计	588,152	623,801	690,272	734,152					
股本	11,683	11,683	11,683	11,683					
少数股东权益	54,997	63,027	71,746	80,430					
股东权益合计	328,771	369,166	414,472	463,708					
负债和股东权益合计	916,923	992,967	1,104,744	1,197,860					

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。