

业绩短期承压 合资有望修复

上汽集团(600104)系列点评五十二

事件概述

公司发布 2022 年半年报：2022H1 公司总营收为 3159.9 亿元，同比-13.7%；归母净利润为 69.1 亿元，同比-48.1%；扣非归母净利润为 61.1 亿元，同比-48.5%。其中 2022Q2 实现总营收 1335.2 亿元，同比-24.6%，环比-26.8%；归母净利润 13.9 亿元，同比-78.4%，环比-74.7%；扣非归母净利润 11.5 亿元，同比-79.5%，环比-76.7%。

分析判断：

► 疫情致盈利承压 毛利率环比改善

受疫情及缺芯影响，公司盈利不达预期。公司 2022Q2 总营收为 1335.2 亿元，同比-24.6%；扣非归母净利润为 11.5 亿元，同比-79.5%。主要因整车受疫情及缺芯影响，2022Q2 公司总销量为 101.4 万辆，同比-12.2%、环比-16.9%。其中，3 月底在沪整车企业受疫情影响停产，公司 4 月产量和批发销量分别为 15.8 万辆、16.7 万辆，同比分别-62.0%、-60.3%。4 月 18 日，公司率先启动复工复产压力测试，产能利用率逐步恢复到正常水平，5 月、6 月整车销量环比分别+118.3%、+33.0%。政策刺激叠加生产的恢复，我们判断公司销量有望重拾增长。

毛利率环比提升，合资投资收益下滑。公司 2022Q2 单季度毛利率为 9.6%，同比-2.3pct，环比+0.2pct。主要因上通五菱产销受疫情影响相对较小，叠加自主需求稳健。2022Q2 上汽乘用车批发 17.2 万辆，同比+11.4%，环比-10.3%；合资因疫情销量损失较多，2022Q2 上汽大众批发 24.3 万辆，同比-14.1%，环比-26.5%；上汽通用批发 23.2 万辆，同比-5.6%，环比-15.4%。投资收益下滑明显，2022Q2 公司来自于联营及合营投资收益为 0.2 亿元。燃油车市场逐步被新能源取代，公司合资品牌处于转型的阵痛期。目前公司产能恢复至疫情前水平，合资下半年有望迎来盈利修复。

► 发力国际市场 海外表现亮眼

自主发力国际市场。公司 2022H1 实现整车销售 223.4 万辆，其中，公司出口及海外销量达到 38.1 万辆，同比+47.7%，继续保持国内行业领先地位。MG 品牌在全球累计销售突破 100 万辆，并在众多区域晋升当地主流品牌。MG MULAN 正式发运欧洲，预计将推动欧洲成为上汽今年首个“10 万辆级”海外市场。

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：	16.18
股票代码：	600104
52 周最高价/最低价：	23.45/14.63
总市值(亿)	1,890.38
自由流通市值(亿)	1,890.38
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)7月销量
点评：批发同环比增长 海外表现亮眼
2022.08.08
2. 【华西汽车】上汽集团(600104.SH)6月销量
点评：合资快速恢复 自主加速成长
2022.07.08
3. 【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

► 新能源全面发力 合资新品加速

新能源表现亮眼，自主加快电动化布局。公司7月新能源车销量为10.6万辆，同比+118.1%。新能源新品密集推出：第三代荣威超混eRX5、iMAX8 EV分别启动盲订和预售；MG全球电动车MULAN、上汽大通新能源跨界车MIFA系列集中亮相；智己L7、上汽奥迪Q5 e-tron正式开启交付，飞凡R7、凯迪拉克LYRIQ锐歌蓄势待发，加快开拓高端电动车市场。自主及合资加速导入新能源产品，彰显公司全面转型的决心。

智己携手飞凡，品牌向上步伐加速。智己首款产品L7，售价区间为36.88-40.88万元，于6月18日正式开启全国交付，第二款产品LS7的项目开发工作有序推进，有望加速抢占高端纯电市场。飞凡初步完成独立运营的基础建设，旗舰车型R7预试制车下线，搭载高阶智驾方案及多维感官交互座舱，智能化大幅升级，并已做好上市准备工作，品牌向上步伐加速。

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。由于Q2受疫情影响，调整公司盈利预测，将2022-2024年营收分别由8,619/9,933/11,144亿元调整为7,973/9,050/10,097亿元，归母净利润由269/309/347亿元调整为177/233/302亿元。对应EPS由2.30/2.65/2.97元调整为1.51/2.00/2.58元，对应2022年8月25日16.18元/股的收盘价，PE分别为11/8/6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	797,320	905,031	1,009,726
YoY (%)	-12.0%	5.1%	2.2%	13.5%	11.6%
归母净利润(百万元)	20,431	24,533	17,683	23,341	30,162
YoY (%)	-20.2%	20.1%	-27.9%	32.0%	29.2%
毛利率 (%)	10.7%	11.3%	11.0%	11.9%	12.6%
每股收益 (元)	1.75	2.10	1.51	2.00	2.58
ROE	7.9%	9.0%	6.0%	7.2%	8.3%
市盈率	9.20	7.66	10.62	8.05	6.23

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	797,320	905,031	1,009,726	净利润	33,942	22,965	29,925	37,702
YoY (%)	5.1%	2.2%	13.5%	11.6%	折旧和摊销	17,685	24,961	23,174	25,769
营业成本	691,368	709,953	797,751	882,175	营运资金变动	-6,693	-11,370	18,334	-2,036
营业税金及附加	5,541	5,926	6,578	7,422	经营活动现金流	21,616	22,015	56,927	47,785
销售费用	29,505	28,809	34,376	39,438	资本开支	-16,654	-17,732	-22,255	-14,408
管理费用	24,104	25,637	29,442	33,162	投资	-2,372	-3,199	1,801	-2,699
财务费用	564	75	-624	-1,543	投资活动现金流	-1,498	-4,181	-4,933	-3,584
研发费用	19,668	18,845	20,963	22,686	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	17,550	17,121	16,524	筹资活动现金流	-16,170	241	-1,188	-1,166
营业利润	41,447	27,541	36,172	45,668	现金净流量	3,062	18,075	50,806	43,035
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	27,652	36,486	45,840	成长能力				
所得税	7,616	4,686	6,562	8,138	营业收入增长率	5.1%	2.2%	13.5%	11.6%
净利润	33,942	22,965	29,925	37,702	净利润增长率	20.1%	-27.9%	32.0%	29.2%
归属于母公司净利润	24,533	17,683	23,341	30,162	盈利能力				
YoY (%)	20.1%	-27.9%	32.0%	29.2%	毛利率	11.3%	11.0%	11.9%	12.6%
每股收益	2.10	1.51	2.00	2.58	净利率	4.4%	2.9%	3.3%	3.7%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	2.7%	1.8%	2.2%	2.7%
货币资金	138,526	156,600	207,407	250,442	净资产收益率 ROE	9.0%	6.0%	7.2%	8.3%
预付款项	22,675	23,285	26,164	28,933	偿债能力				
存货	56,636	48,627	54,640	60,423	流动比率	1.13	1.18	1.22	1.28
其他流动资产	327,172	355,568	381,214	409,063	速动比率	0.97	1.04	1.08	1.13
流动资产合计	545,009	584,080	669,425	748,861	现金比率	0.29	0.32	0.38	0.43
长期股权投资	60,849	62,049	63,248	64,447	资产负债率	64.1%	62.7%	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	0.83	0.86	0.90
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	957,882	1,047,886	1,127,375	每股收益	2.10	1.51	2.00	2.58
短期借款	27,849	30,634	32,166	33,774	每股净资产	23.43	25.42	27.90	30.98
应付账款及票据	199,052	196,462	232,451	251,719	每股经营现金流	1.85	1.88	4.87	4.09
其他流动负债	253,579	265,897	282,782	297,877	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	480,481	492,993	547,398	583,371	估值分析				
长期借款	26,911	26,911	26,911	26,911	PE	7.66	10.62	8.05	6.23
其他长期负债	80,759	80,759	80,759	80,759	PB	0.88	0.63	0.58	0.52
非流动负债合计	107,671	107,671	107,671	107,671					
负债合计	588,152	600,664	655,069	691,042					
股本	11,683	11,683	11,683	11,683					
少数股东权益	54,997	60,279	66,862	74,403					
股东权益合计	328,771	357,218	392,818	436,333					
负债和股东权益合计	916,923	957,882	1,047,886	1,127,375					

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。