

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

上汽集团(600104)

投资评级 无评级

上次评级

陆嘉敏 汽车行业首席分析师

执业编号: S1500522060001

联系电话: 13816900611

邮箱: lujiamin@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

# 上汽集团(600104): 短期业绩承压, 智能化转型加速

2022年08月30日

**事件:** 2022年H1公司实现营收3159.9亿元, 同比-13.7%; 归母净利润69.1亿元, 同比-48.1%; 其中Q2实现营业收入1335.2亿元, 同比-24.6%, 环比-26.8%; 归母净利润13.94亿元, 同比-78.5%, 环比-74.73%。2022Q2销售毛利率9.56%, 同比-2.3pct, 环比+0.19pct; 销售净利率1.81%, 同比-3.7pct, 环比-2.39pct。

**点评:**

- **22H1公司业绩承压, 实现归母净利润69亿元。** 2022年H1公司实现营收3159.9亿元, 同比-13.7%; 归母净利润69.1亿元, 同比-48.1%; 其中Q2实现营业收入1335.2亿元, 同比-24.6%, 环比-26.8%; 归母净利润13.94亿元, 同比-78.5%, 环比-74.73%。Q1实现销量122.1万辆, Q2销量101.4万辆, 上半年总销量223.4万辆, 同比-2.7%。其中Q2公司业绩环比Q1加速下滑主要由于上海地区疫情影响, 公司4月生产、供应、需求受阻, 影响销量约55-60万辆。4月中旬启动复工复产以来, 公司5、6月份整车销量环比增速已恢复到118%、33%, 下半年有望加快复苏。2022Q2公司销售毛利率9.56%, 同比-2.3pct, 环比+0.19pct; 销售净利率1.81%, 同比-3.7pct, 环比-2.39pct; 销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为4.53%/2.99%/3.00%, 同比-0.71pct/+0.20pct/+0.48pct。总体来看, 公司上半年盈利能力受芯片短缺、电池涨价等因素影响依然承压, 在产品技术架构大转型期间, 开发阶段支出、折旧摊销占比较大。
- **自主品牌加速电动化智能化转型。** 22H1自主品牌实现销量36.6万辆, 同比+22%; 22H1集团新能源车实现销量39.3万辆, 同比+32.9%。**1) 自主品牌新能源新车型:** ①飞凡9月底将上市极智高阶纯电SUV R7, 在新零售和补能生态方面加大探索布局。②智己“轿车+SUV双旗舰”矩阵即将形成, 下半年推出智能豪华电动SUV LS7, 明年继续推出两款纯电智能B级车型, 有望合力贡献销量。③荣威和名爵作为自主品牌销量基盘, 后续将利用混动技术加快推进电动化转型, 第三代RX5及混动版eRX5订单已过万; 纯电车型荣威iMAX8 MPV、纯电超能跨界车MG Mulan也将在下半年上市。**2) 聚力打造七大技术底座, 助力智能电动转型。** 公司围绕智能电动车型打造“星云”纯电专属系统化平台、“珠峰”机电一体化架构、“星河”氢能源专属架构三大整车技术底座, 后续自主品牌硬件产品将归集至7大技术底座, 进一步精细化运作, 减少重复支出, 强化成本优势。
- **合资品牌上半年销售承压, 下半年看好电动化带动营收增长。** 22H1上汽大众/上汽通用/上汽通用五菱分别实现归母净利润28.0亿元/22.8亿元/3.5亿元, 同比-2.8%/-2.9%/-15%, 利润端的同比减少主要由于疫情、

缺芯等不利因素影响销量。下半年看好合资品牌电动化车型：1) 通用凯迪拉克纯电 Lyriq 锐歌，奥特能平台首款豪华电动车，售价 43.97-47.97 万，尺寸 5003\*1977\*1637，轴距 3094，最大功率 255/375kW，最大扭矩 440/710N·m，续航超 600km。2) 大众 ID 系列月销已破万，下半年有望继续放量。3) 上汽通用五菱星辰混动版，第一款低于 10 万元的混动车型，NEDC 续航 1100km，有望成为混动市场爆款产品。

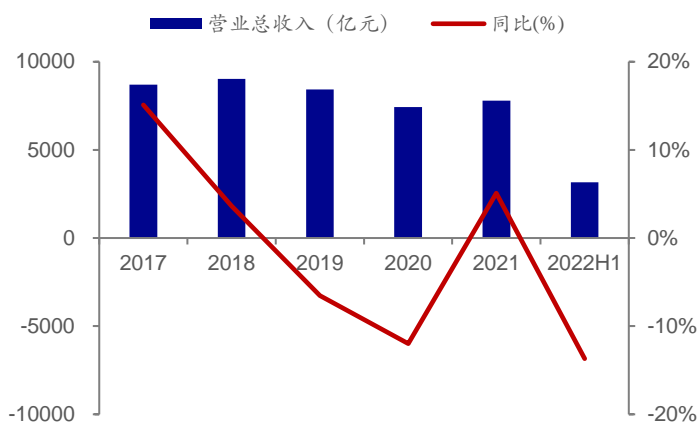
- **盈利预测与投资建议：**我们认为公司已过业绩低点，下半年销量同环比增速有望上行，考虑到上半年疫情对行业和公司的不利影响，我们调整公司 2022-2024 归母净利润预测至 162、183、208 亿元，对应 EPS 分别为 1.39、1.56、1.78 元，对应 PE 分别为 11.2 倍、9.9 倍和 8.7 倍。
- **风险因素：**原材料价格波动、芯片供给短缺、疫情缓解不及预期、车市下行、新能源及海外业务拓展不及预期等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	7421	7798	8368	8808	9138
增长率 YoY %	-12.0%	5.1%	7.3%	5.3%	3.7%
归属母公司净利润 (百万元)	204	245	162	183	208
增长率 YoY%	-20.2%	20.1%	-34.0%	12.9%	13.7%
毛利率%	9.0%	9.6%	7.7%	7.8%	7.8%
净资产收益率 ROE%	7.9%	9.0%	5.8%	6.1%	6.5%
EPS(摊薄)(元)	1.75	2.10	1.39	1.56	1.78
市盈率 P/E(倍)	8.86	7.38	11.19	9.91	8.72
市净率 P/B(倍)	0.70	0.66	0.65	0.61	0.57

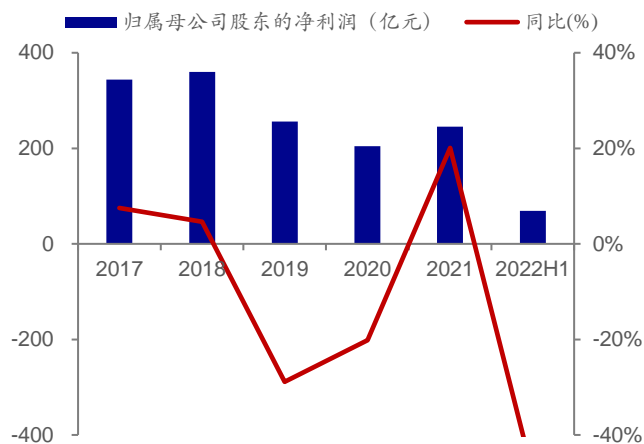
资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 08 月 29 日收盘价

图 1：公司历年收入&同比增速

图 2：公司历年归母净利润&同比增速



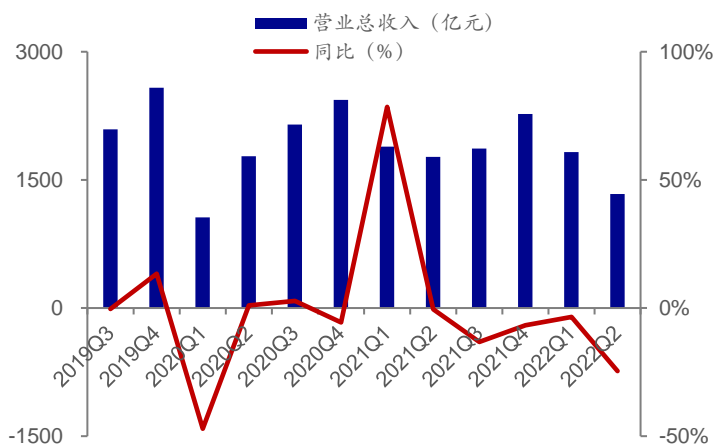
资料来源: Wind, 信达证券研发中心



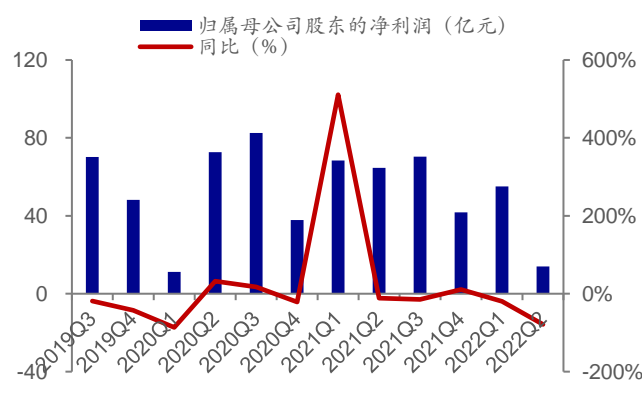
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3: 公司分季度收入&同比增速

图 4: 公司分季度归母净利润&同比增速



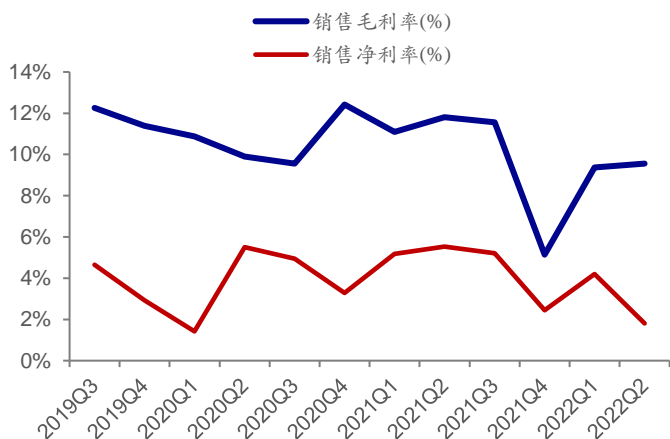
资料来源: Wind, 信达证券研发中心



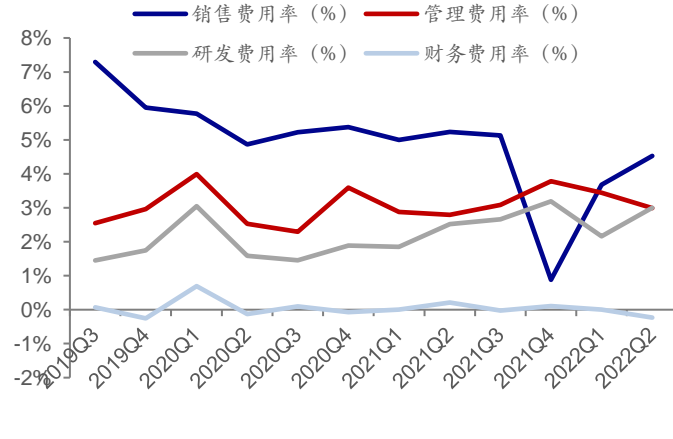
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5: 公司分季度销售毛利率&净利率

图 6: 公司分季度费用率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 财务模型

资产负债表		单位:亿元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	5662	5450	5858	6650	6728	
货币资金	1426	1385	1549	2234	2288	
应收票据	35	44	111	12	117	
应收账款	436	475	424	552	465	
预付账款	391	227	332	361	336	
存货	694	566	749	678	787	
其他	27	28	27	28	27	
<b>非流动资产</b>	3532	3719	3664	3644	3631	
长期股权投资	596	608	575	551	536	
固定资产(合计)	830	784	831	853	867	
无形资产	160	168	178	186	195	
其他	19	22	21	21	20	
<b>资产总计</b>	9194	9169	9522	10294	10358	
<b>流动负债</b>	5109	4805	4976	5469	5204	
短期借款	236	278	150	150	150	
应付票据	561	418	496	560	529	
应付账款	1489	1572	1546	1875	1665	
其他	28	25	28	29	29	
<b>非流动负债</b>	985	1077	1132	1155	1195	
长期借款	236	269	308	344	381	
其他	7	8	8	8	8	
<b>负债合计</b>	6094	5882	6108	6624	6399	
少数股东权益	499	550	614	688	770	
归属母公司股东权益	2601	2738	2800	2982	3190	
<b>负债和股东权益</b>	9194	9169	9522	10294	10358	

重要财务指标		单位:亿元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	7421	7798	8368	8808	9138	
同比(%)	-12.0%	5.1%	7.3%	5.3%	3.7%	
归属母公司净利润	204	245	162	183	208	
同比(%)	-20.2%	20.1%	-34.0%	12.9%	13.7%	
毛利率(%)	9.0%	9.6%	7.7%	7.8%	7.8%	
ROE%	7.9%	9.0%	5.8%	6.1%	6.5%	
EPS(摊薄)(元)	1.75	2.10	1.39	1.56	1.78	
P/E	8.86	7.38	11.19	9.91	8.72	
P/B	0.70	0.66	0.65	0.61	0.57	
EV/EBITDA	8.64	6.92	35.46	13.06	9.62	

利润表		单位:亿元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业总收入</b>	7421	7798	8368	8808	9138	
营业成本	6625	6914	7575	7969	8264	
营业税金及附加	58	55	61	65	67	
销售费用	256	295	310	309	312	
管理费用	218	241	242	255	264	
研发费用	134	197	212	224	232	
财务费用	5	6	1	-3	-13	
减值损失合计	-32	-10	-14	-16	-14	
投资净收益	210	272	291	305	317	
其他	1	1	0	0	0	
<b>营业利润</b>	356	414	269	310	350	
营业外收支	3	1	3	2	2	
<b>利润总额</b>	359	416	272	312	352	
所得税	67	76	46	56	63	
<b>净利润</b>	292	339	226	256	290	
少数股东损益	88	94	64	74	82	
<b>归属母公司净利润</b>	204	245	162	183	208	
EBITDA	275	305	36	47	62	
EPS(当年)(元)	1.75	2.12	1.39	1.56	1.78	

现金流量表		单位:亿元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	375	216	14	385	-281	
净利润	292	339	226	256	290	
折旧摊销	145	177	17	14	13	
财务费用	22	21	25	23	25	
投资损失	-210	-272	-291	-305	-317	
营运资金变动	124	-67	15	378	-310	
其它	0	0	0	0	0	
<b>投资活动现金流</b>	-71	-15	343	301	321	
资本支出	-142	-167	-8	-7	-16	
长期投资	-175	-24	61	2	20	
其他	2	2	3	3	3	
<b>筹资活动现金流</b>	-159	-162	-193	-2	14	
吸收投资	10	61	0	0	0	
借款	576	478	-90	36	37	
支付利息或股息	-196	-172	-103	-23	-25	
<b>现金流净增加额</b>	140	31	164	685	54	

## 研究团队简介

**陆嘉敏**，信达证券汽车行业首席分析师，上海交通大学机械工程学士&车辆工程硕士，曾就职于天风证券，2018 年金牛奖第 1 名、2020 年新财富第 2 名、2020 新浪金麒麟第 4 名团队核心成员。4 年汽车行业研究经验，擅长自上而下挖掘投资机会。汽车产业链全覆盖，重点挖掘特斯拉产业链、智能汽车、自主品牌等领域机会。

**曹子杰**，信达证券汽车行业研究助理，北京理工大学经济学硕士、工学学士，主要覆盖智能汽车、车联网、造车新势力等。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。