

# 营收快速增长 静待盈利改善

## 上汽集团(600104)系列点评五十五

### 事件概述

公司发布 2022 年第三季度报告：2022 年前三季度总营收为 5,274.1 亿元，同比-4.6%；归母净利润为 126.5 亿元，同比-37.8%；扣非归母净利润为 106.4 亿元，同比-40.9%。

其中 2022Q3 实现总营收 2,114.2 亿元，同比+13.3%，环比+58.3%；归母净利润 57.4 亿元，同比-18.4%，环比+311.7%；扣非归母净利润 45.3 亿元，同比-26.5%，环比+292.5%。

### 分析判断：

#### ► 营收快速增长 静待盈利改善

产销大幅增长，营收环比迅速恢复。公司 2022Q3 总营收为 2,114.2 亿元，同比+13.3%，环比+58.3%，增速与公司销量整体一致：2022Q3 公司批发销量为 153.6 万辆，同比+16.2%，环比+51.5%。其中，上汽大众环比增速亮眼，2022Q3 批发 38.8 万辆，同比+21.9%，环比+59.2%。受益于燃油车购置税减半政策，合资乘用车需求加速恢复，我们判断 Q4 产销有望进一步上行。

电池成本高涨影响，盈利改善有所滞后。公司整体盈利提升略滞后于销量，2022Q3 公司归母净利润为 57.4 亿元，同比-18.4%；扣非归母净利润为 45.3 亿元，同比-26.5%，对应集团 153.6 万辆的销量，单车盈利同比小幅下滑。公司毛利率仍受制于成本端影响，2022Q3 公司毛利率为 9.9%，同比-1.6pct，环比+0.4pct，我们判断主要因电池涨价影响，成本端相较去年同期有所上涨。

合资盈利边际改善，但同比仍承压。2022Q3 合资板块投资收益为 30.5 亿元，同比-27.4%，环比改善明显。报告期内合资销量快速提升，上汽大众、上汽通用分别批发 38.8 万辆、34.7 万辆，同比分别+21.9%/8.5%，环比分别+59.2%/49.5%。单车投资收益为 0.4 万元，同比-0.2 万元，我们判断主要受上汽通用产品结构里低盈利车型占比提升拖累。

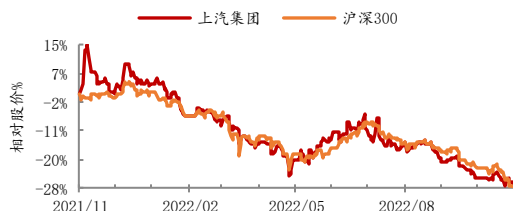
#### ► 自主新品成长加速 合资纯电快速导入

自主新品表现亮眼，飞凡 R7 正式上市。全新第三代荣威 RX5/超混 eRX5 上市前两个月销量近 3 万辆；智己 L7 9 月交付 1,019 辆，环比微增。9 月底，飞凡 R7 也正式上市，主打换电及高阶智能，R7 共推出 4 种版本，售价 30.25-36.95 万元，其中电池租用模式下起售价低至 20.59 万元，提供越级体验。

合资品牌稳固燃油车基盘，纯电加速导入。8 月 26 日，上汽

### 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：	13.75
股票代码：	600104
52 周最高价/最低价：	23.45/13.72
总市值(亿)	1,606.48
自由流通市值(亿)	1,606.48
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)9月销量  
点评：销量环比上行 合作助力全球布局  
2022.10.10
2. 【华西汽车】上汽集团(600104.SH)8月销量  
点评：智己交付提速 合资稳步恢复  
2022.09.07
3. 【华西汽车】上汽集团(600104.SH)2022H1:  
业绩短期承压 合资有望修复  
2022.08.26

通用旗下别克、雪佛兰和凯迪拉克三大品牌，共三十五款展车亮相 2022 成都车展，覆盖 MPV、SUV、轿车全品类。其中，基于奥特能电动车平台开发的首款 SUV 概念车——别克 Electra-X 首次在车展亮相，全新昂扬 Envista 于展台首发并开启预售。雪佛兰全新 SUV 车型 SEEKER 首次亮相。凯迪拉克首款纯电车型 LYRIQ 锐歌，定位豪华中大型 SUV，也首次在车展亮相，合资加速纯电转型。

### ► 交叉持股深化合作 助力全球化布局

**交叉持股深化合作，助力公司全球化布局。**上汽总公司与中远海运集团签署《无偿划转协议》，双方交叉持股，在资本与产业层面深化合作。我们认为通过合作中远海运，公司出海资源有望进一步优化，运力预计将得到进一步保障与支持，从而助力公司自主新能源加速出海，完成全球化布局。

**海外销量再破十万，出口欧洲持续推进。**9 月公司海外销量高达 10.8 万辆，同比+51.2%。1-9 月公司海外市场累计销量达 68.8 万辆，接近去年全年水平。基于“星云”纯电专属系统化平台的 MG MULAN 批量运抵欧洲，9 月在德国、法国、英国等 20 个欧洲国家正式上市，将助力公司在欧洲建成“首个 10 万辆级海外区域市场”，进一步加快全球发展步伐。

### 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。维持公司收入预测不变，预计 2022-2024 年营收分别为 7,973/9,050/10,097 亿元，由于成本上涨相应调整利润预测，将公司 2022-2024 年归母净利润由 177/233/302 亿元调整为 175/231/298 亿元。对应 EPS 由 1.51/2.00/2.58 元调整为 1.50/1.98/2.55 元，对应 2022 年 10 月 31 日 13.75 元/股的收盘价，PE 分别为 9/7/5 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	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	17,541	23,088	29,803
YoY (%)	-20.2%	20.1%	-28.5%	31.6%	29.1%
毛利率 (%)	10.7%	11.3%	11.0%	11.9%	12.6%
每股收益 (元)	1.75	2.10	1.50	1.98	2.55
ROE	7.9%	9.0%	5.9%	7.1%	8.3%
市盈率	7.86	6.55	9.16	6.96	5.39

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	22,781	29,600	37,253
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	21,831	56,603	47,336
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	297	-229	-997	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	27,319	35,776	45,122	现金净流量	3,062	17,890	50,482	42,586
营业外收支	111	111	315	172	<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
利润总额	41,558	27,430	36,091	45,294	<b>成长能力</b>				
所得税	7,616	4,649	6,491	8,041	营业收入增长率	5.1%	2.2%	13.5%	11.6%
净利润	33,942	22,781	29,600	37,253	净利润增长率	20.1%	-28.5%	31.6%	29.1%
归属于母公司净利润	24,533	17,541	23,088	29,803	<b>盈利能力</b>				
YoY (%)	20.1%	-28.5%	31.6%	29.1%	毛利率	11.3%	11.0%	11.9%	12.6%
每股收益	2.10	1.50	1.98	2.55	净利率	4.4%	2.9%	3.3%	3.7%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	总资产收益率 ROA	2.7%	1.8%	2.2%	2.6%
货币资金	138,526	156,416	206,898	249,484	净资产收益率 ROE	9.0%	5.9%	7.1%	8.3%
预付款项	22,675	23,285	26,164	28,933	<b>偿债能力</b>				
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	<b>0.97</b>	<b>1.04</b>	<b>1.07</b>	<b>1.13</b>
流动资产合计	545,009	583,896	668,917	747,903	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	<b>经营效率</b>				
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	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	916,923	957,698	1,047,378	1,126,418	每股收益	2.10	1.50	1.98	2.55
短期借款	27,849	30,634	32,166	33,774	每股净资产	23.43	25.40	27.87	30.91
应付账款及票据	199,052	196,462	232,451	251,719	每股经营现金流	1.85	1.87	4.84	4.05
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	<b>估值分析</b>				
长期借款	26,911	26,911	26,911	26,911	PE	6.55	9.16	6.96	5.39
其他长期负债	80,759	80,759	80,759	80,759	PB	0.88	0.54	0.49	0.44
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	60,237	66,749	74,199					
股东权益合计	328,771	357,034	392,309	435,376					
负债和股东权益合计	916,923	957,698	1,047,378	1,126,418					

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。