

上汽集团 (600104)

证券研究报告

2022年11月02日

逆转颓势，第三季度业绩逆势回升

事件：公司发布 2022 三季度报告：

营收方面：今年第三季度，实现营业总收入 2114.2 亿元，同比增长 13.29%，环比增长 58.34%，归属于上市公司股东的净利润 57.4 亿元。Q3 公司实现整车销售 153.6 万辆，同比增长 16.2%，环比第二季度增长 51.5%，上汽自主品牌销量突破 79.4 万辆，同比增长 17.5%，占公司总销量的比重继续保持在 50%以上，拉动业绩稳步增长。

毛利方面：上汽 Q3 季度毛利为 204.08 亿元，环比增长 66.47%，同比下降 2.8%。虽相对于 Q2 所有改善，但是产销结构的改善和产品毛利率的恢复仍有同比下滑。上汽集团前三季度归属于母公司所有者的净利润 126.49 亿元，同比下降 37.84%；营业收入 5102.37 亿元，同比下降 5.23%。

前三季度业绩下滑主要归因于上半年的疫情反弹对汽车产业链供应链造成严重冲击，导致公司销售收入减少；同时，芯片供应紧张、动力电池等原材料价格大幅上涨对产品毛利率造成不利影响。

点评：

三驾马车，助力业绩逆袭。从 2022 年销售数据来看，公司相对于 Q2，无论是在销量、收入、利润等方面皆表现良好，主要指标皆已恢复至第二季度前水平，继续在行业内保持领先。自主品牌、新能源、海外市场仍是拉动上汽集团销量增长的“新三驾马车”。

1) 自主品牌依然稳健，拉动业绩稳步增长。上汽自主品牌表现相对较好，销量突破 79.4 万辆，同比增长 17.5%，占公司总销量的比重继续保持在 50%以上；

2) 创新驱动业绩，加快电动化转型。新能源车销售业绩优异，Q3 销量达 30.6 万辆，同比增长 66.7%，占总销量的比重为 19.9%；智己 L7、飞凡 R7、凯迪拉克 LYRIQ 锐歌等中高端智能电动车新品开启交付，加快推动产品向上、品牌向上。

3) 加快布局海外市场，着手完善新能源车产业链，形成协同优势。海外市场销售 30.7 万辆，同比增长 67.2%。与中远海运开展股权合作，获取更稳定的产业链战略性资源保障。

阴霾未过，背水一战。1) 智己 L7 自 6 月 18 日开启交付，截至 9 月底累计交付 3,077 台。平均每个月交付一千台，如今面临配件缺货，交付将再一次受阻。随着第四季度旺季到来，智己 L7 下游需求放量下新增订单或增长，交付量环比上升。

2) 2022 年 9 月，飞凡汽车单月销量仅为 1253 台。其中，飞凡 MARVEL R 单月销量为 105 台，飞凡 ER6 单月销量为 1148 台。飞凡 R7 或成为第四季度业绩突破点。

投资建议：

疫情过后，下半年公司加速复产，三架马车并驾齐驱，业绩逆势增长，扭转颓势。自主品牌方面公司持续发力，推动核心技术新能源三电系统、高阶智能化、软硬件市场全面布局，飞凡、智己成功晋级新能源赛道“智舱屏霸智驾卷王”。合资高端品牌电动智能加速迭代升级。此外公司作为行业出口领先企业，产销回补不断加快，已深度布局海外市场，持续推动海外业务有高质量发展。

前三季度累计各财务指标总体表现良好，继续领先行业平均水平，有望完成全年增长目标。我们预计 Q4 销量有望达 210 万-215 万。供给端生产制约问题逐步改善，畅销车型交付不畅问题缓解，加上利好政策末端效应显现，四季度消费旺季如期而至，或将迎来销量高峰，促进营收增长。

由于近月销量增速减缓，我们将公司 2022-2024 的归母净利润预期从 264 亿元、297 亿元、348 亿元调整为 198 亿元、234 亿元、276 亿元，对应 PE 分别为 8.3 倍、7.0 倍、6.0 倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行、新业务拓展不及预期、产业链供给存在不确定性、疫情影响车辆销售。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	742,132.45	779,845.79	804,670.74	840,702.22	880,450.09
增长率(%)	(12.00)	5.08	3.18	4.48	4.73
EBITDA(百万元)	72,919.89	79,413.73	52,181.98	57,797.61	63,659.54
归属母公司净利润(百万元)	20,431.04	24,533.10	19,793.33	23,416.13	27,590.80
增长率(%)	(20.20)	20.08	(19.32)	18.30	17.83
EPS(元/股)	1.75	2.10	1.69	2.00	2.36
市盈率(P/E)	8.07	6.72	8.33	7.04	5.97
市净率(P/B)	0.63	0.60	0.58	0.55	0.52
市销率(P/S)	0.22	0.21	0.20	0.20	0.19
EV/EBITDA	0.02	(0.70)	(2.55)	(3.82)	(3.07)

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/乘用车
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	14.11 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	11,683.46
流通 A 股股本(百万股)	11,683.46
A 股总市值(百万元)	164,853.64
流通 A 股市值(百万元)	164,853.64
每股净资产(元)	23.35
资产负债率(%)	65.99
一年内最高/最低(元)	23.45/13.72

作者

于特	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050003	
yute@tfzq.com	
庞博	联系人
pangboa@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《上汽集团-公司点评:产销增长势头依旧，全面电动化稳步推进》
2022-09-06
- 《上汽集团-公司点评:汽车产能恢复疫情前水平，“三驾马车”引领新增长》
2022-08-08
- 《上汽集团-公司点评:汽车产能恢复疫情前水平，“三驾马车”引领新增长》
2022-07-09

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	142,564.97	138,525.92	167,814.96	249,575.44	223,400.16
应收票据及应收账款	47,088.64	51,844.50	50,965.42	56,139.93	55,979.15
预付账款	39,101.80	22,675.15	39,281.99	30,361.39	39,255.09
存货	69,395.47	56,635.91	69,523.51	66,734.17	73,183.41
其他	268,023.82	275,327.66	265,326.06	272,494.59	270,302.38
流动资产合计	566,174.70	545,009.13	592,911.93	675,305.52	662,120.19
长期股权投资	59,649.82	60,849.21	60,849.21	60,849.21	60,849.21
固定资产	82,982.34	78,350.63	71,422.86	62,066.54	51,043.08
在建工程	13,132.60	14,828.79	9,797.27	6,478.36	4,187.02
无形资产	18,467.45	19,576.77	18,634.18	17,251.59	15,448.99
其他	179,007.86	198,308.16	177,399.86	183,818.62	185,258.60
非流动资产合计	353,240.06	371,913.56	338,103.38	330,464.31	316,786.90
资产总计	919,414.76	916,922.70	931,015.31	1,005,769.83	978,907.09
短期借款	23,628.64	27,849.48	25,000.00	22,500.00	20,000.00
应付票据及应付账款	205,047.21	199,052.29	184,828.05	236,572.97	199,235.43
其他	257,385.38	227,065.00	275,544.03	280,968.55	272,220.45
流动负债合计	486,061.23	453,966.77	485,372.09	540,041.52	491,455.87
长期借款	23,608.25	26,911.40	26,000.00	24,000.00	22,000.00
应付债券	23,492.14	19,397.21	19,683.70	20,857.69	19,979.53
其他	51,388.98	61,362.13	54,380.92	55,710.68	57,151.24
非流动负债合计	98,489.38	107,670.73	100,064.62	100,568.36	99,130.77
负债合计	609,373.44	588,151.97	585,436.71	640,609.89	590,586.65
少数股东权益	49,938.36	54,997.06	59,705.21	65,361.61	71,886.37
股本	11,683.46	11,683.46	11,683.46	11,683.46	11,683.46
资本公积	57,027.07	56,539.99	56,758.04	56,758.04	56,758.04
留存收益	175,807.19	189,602.13	201,478.13	215,527.80	232,082.28
其他	15,585.23	15,948.09	15,953.76	15,829.03	15,910.29
股东权益合计	310,041.31	328,770.73	345,578.60	365,159.95	388,320.45
负债和股东权益总计	919,414.76	916,922.70	931,015.31	1,005,769.83	978,907.09

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	29,188.05	33,941.76	19,793.33	23,416.13	27,590.80
折旧摊销	14,461.61	16,180.72	15,601.88	15,857.83	16,017.39
财务费用	2,179.75	2,106.13	(391.62)	(1,518.74)	(2,185.76)
投资损失	(21,009.86)	(27,164.41)	(28,616.40)	(29,485.40)	(30,439.13)
营运资金变动	(6,822.14)	(26,619.64)	(11,176.57)	56,875.89	(57,950.65)
其它	19,520.53	23,171.18	7,846.92	9,427.34	10,874.59
经营活动现金流	37,517.94	21,615.74	3,057.54	74,573.04	(36,092.75)
资本支出	6,102.85	4,726.75	9,681.21	470.24	(540.56)
长期投资	(4,967.19)	1,199.39	0.00	0.00	0.00
其他	(8,245.93)	(7,423.66)	30,841.95	22,292.44	28,492.58
投资活动现金流	(7,110.27)	(1,497.53)	40,523.16	22,762.69	27,952.01
债权融资	5,913.78	5,135.46	(3,459.28)	(2,313.13)	(2,729.65)
股权融资	(6,458.98)	(7,971.20)	(10,832.39)	(13,262.11)	(15,304.89)
其他	(15,306.64)	(13,334.28)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(15,851.83)	(16,170.03)	(14,291.67)	(15,575.24)	(18,034.54)
汇率变动影响	19.63	29.79	26.34	25.25	27.13
现金净增加额	14,575.48	3,977.97	29,315.37	81,785.74	(26,148.15)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	742,132.45	779,845.79	804,670.74	840,702.22	880,450.09
营业成本	645,250.01	686,742.79	712,133.60	739,817.95	770,393.83
营业税金及附加	5,759.79	5,540.54	5,632.70	5,884.92	6,163.15
销售费用	38,066.86	29,505.10	36,210.18	37,831.60	39,620.25
管理费用	21,818.40	24,103.53	24,140.12	25,221.07	26,413.50
研发费用	13,395.04	19,668.50	20,116.77	21,017.56	22,011.25
财务费用	516.92	564.18	(391.62)	(1,518.74)	(2,185.76)
资产/信用减值损失	(4,305.87)	(1,214.62)	(2,100.00)	(2,149.17)	(1,821.26)
公允价值变动收益	3,811.64	1,737.87	0.00	0.00	0.00
投资净收益	21,029.50	27,194.20	28,642.73	29,510.65	30,466.25
其他	(38,817.34)	(55,443.05)	0.00	0.00	0.00
营业利润	35,607.50	41,446.75	33,371.72	39,809.36	46,678.86
营业外收入	749.58	469.24	661.92	626.91	586.02
营业外支出	465.46	358.33	326.02	383.27	355.87
利润总额	35,891.62	41,557.66	33,707.63	40,053.01	46,909.01
所得税	6,703.57	7,615.90	6,067.37	7,209.54	8,443.62
净利润	29,188.05	33,941.76	27,640.26	32,843.46	38,465.39
少数股东损益	8,757.01	9,408.66	7,846.92	9,427.34	10,874.59
归属于母公司净利润	20,431.04	24,533.10	19,793.33	23,416.13	27,590.80
每股收益(元)	1.75	2.10	1.69	2.00	2.36

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-12.00%	5.08%	3.18%	4.48%	4.73%
营业利润	-11.74%	16.40%	-19.48%	19.29%	17.26%
归属于母公司净利润	-20.20%	20.08%	-19.32%	18.30%	17.83%
获利能力					
毛利率	13.05%	11.94%	11.50%	12.00%	12.50%
净利率	2.75%	3.15%	2.46%	2.79%	3.13%
ROE	7.85%	8.96%	6.92%	7.81%	8.72%
ROIC	1594.52%	-144.79%	-119.28%	-256.03%	-42.60%
偿债能力					
资产负债率	66.28%	64.14%	62.88%	63.69%	60.33%
净负债率	-15.61%	-11.76%	-20.78%	-43.11%	-35.06%
流动比率	1.11	1.13	1.22	1.25	1.35
速动比率	0.97	1.02	1.08	1.13	1.20
营运能力					
应收账款周转率	15.68	15.77	15.65	15.70	15.71
存货周转率	11.99	12.38	12.76	12.34	12.59
总资产周转率	0.84	0.85	0.87	0.87	0.89
每股指标(元)					
每股收益	1.75	2.10	1.69	2.00	2.36
每股经营现金流	3.21	1.85	0.26	6.38	-3.09
每股净资产	22.26	23.43	24.47	25.66	27.08
估值比率					
市盈率	8.07	6.72	8.33	7.04	5.97
市净率	0.63	0.60	0.58	0.55	0.52
EV/EBITDA	0.02	-0.70	-2.55	-3.82	-3.07
EV/EBIT	0.03	-0.87	-3.64	-5.26	-4.10

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com