

自主环比向上 高端化提速

上汽集团(600104)系列点评五十八

事件概述

1月9日，公司发布2022年12月产销快报：单月批发销量53.6万辆，同比-18.8%，环比+8.9%；1-12月累计批发530.3万辆，同比-2.9%；

上汽大众2022年12月批发12.2万辆，同比-11.0%，环比+8.7%；1-12月累计批发132.1万辆，同比+6.3%；

上汽通用2022年12月批发9.4万辆，同比-41.4%，环比-8.5%；1-12月累计批发117.0万辆，同比-12.1%；

上汽乘用车2022年12月批发8.7万辆，同比-17.5%，环比+18.7%；1-12月累计批发83.9万辆，同比+4.8%；

上汽通用五菱2022年12月批发19.4万辆，同比-10.3%，环比+13.9%；1-12月累计批发160.0万辆，同比-3.6%。

分析判断：

► 终端平稳过渡 静待需求恢复

2022年12月消费缓慢恢复，2023年需求仍有韧性。疫情管控放开后消费水平还未恢复到正常水平，行业整体翘尾行情不明显，根据乘联会，2022年12月乘用车批发227.3万辆，同比-4.0%，环比+12%。公司2022年12月批发销量53.6万辆，同比-18.8%，环比+8.9%，表现弱于行业整体，主要因合资需求疲软。我们判断2022年12月行业需求透支力度不明显，2023年需求有望逐步恢复。

► 自主环比向上 合资表现承压

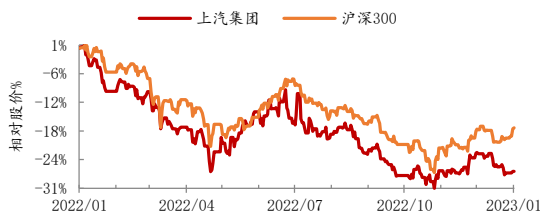
自主环比有所提升，合资表现相对承压。自主方面，上汽乘用车2022年12月批发8.7万辆，同比-17.5%，环比+18.7%；上汽通用五菱2022年12月批发19.4万辆，同比-10.3%，环比+13.9%。新能源及出口为核心增长点。合资方面，2022年12月上汽大众/通用分别批发12.2/9.4万辆，环比分别+8.7%/-8.5%。我们判断合资燃油车终端库存较高，一定程度限制了年底批发上量，2023年份额预计仍将承压。

展望2023，重磅车型预计驱动需求向上。高端品牌方面，飞凡R7、F7，智己L7和LS7预计将加速提升需求及品牌力。2022年12月飞凡R7交付1,523辆，环比+1.5%。飞凡F7上市在即，定位中大型电动轿车，新车提供500km和600km两种续航版本，竞争力再度提升。智己LS7已启动预售，目前订单超7000个，有望完善豪华SUV布局。我们判断智己和飞凡预计2023年销量稳步上升并且会继续在豪华市场加速布局。

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：14.48

股票代码：600104
52周最高价/最低价：20.85/13.72
总市值(亿)：1,690.60
自由流通市值(亿)：1,690.60
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：

分析师：胡惠民
邮箱：huhm@hx168.com.cn
SAC NO：S1120522120003
联系电话：

相关研究

- 【华西汽车】上汽集团(600104.SH)11月销量点评：合资小幅承压 出口表现亮眼 2022.12.11
- 【华西汽车】上汽集团(600104.SH)10月销量点评：销量短期波动 新品上量在即 2022.11.11
- 【华西汽车】上汽集团(600104.SH)2022Q3：营收快速增长 静待盈利改善 2022.11.01

► **出口持续提升 新能源表现强势**

海外销量保持上升，出口保持领先地位。2022年12月公司海外销量达13.4万辆，同比+42.9%，环比+20.8%，继续保持快速上升趋势。2022年累计海外销量达101.7万辆，同比+45.9%，继续保持国内行业领先地位。我们判断上汽集团自主新能源产品力相较欧洲本土主流车企更强，欧洲已成为公司首个“十万辆级”区域市场，将在2023年保持快速增长。

新能源表现强势，自主合资快速放量。2022年12月公司新能源汽车销量达14.3万辆，同比+51.6%，环比+10.2%；2022年新能源汽车累计销量达107.3万辆，同比+46.5%。其中，上汽乘用车新能源车销量为24.3万辆，同比+50.0%；上汽大通新能源车销量为3.7万辆，同比+72.1%；上汽大众新能源车销量为9.9万辆，同比+72.7%；上汽通用新能源车销量为4.9万辆，同比+81.9%；上汽通用五菱新能源车销量为62.2万辆，同比+35.9%。新能源加速渗透，我们判断公司新能源有望保持快速增长。

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7,973/9,050/10,097亿元，归母净利润为175/231/298亿元。对应EPS为1.50/1.98/2.55元，对应2023年1月9日14.48元/股的收盘价，PE分别为10/7/6倍，维持“买入”评级。

风险提示

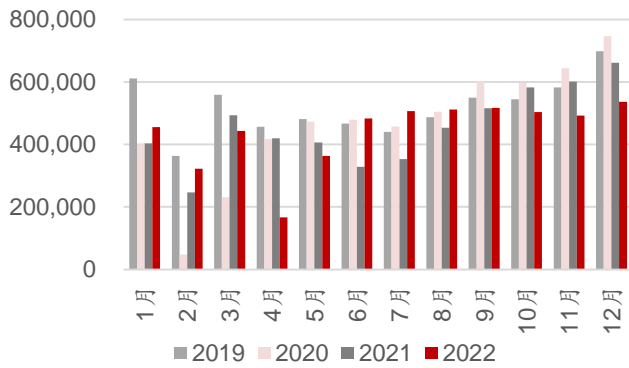
缺芯影响持续；车市下行风险；合资品牌下行风险；电动智能新车型落地不及预期；海外扩张不及预期。

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	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	8.28	6.90	9.64	7.33	5.68

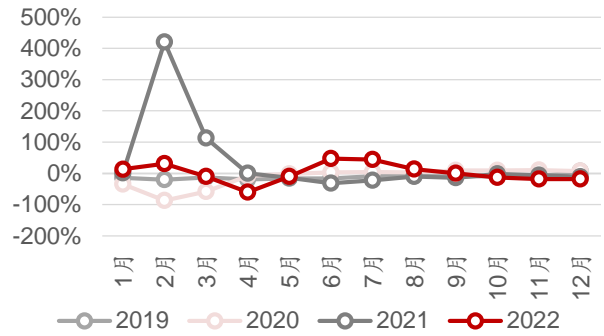
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 1 上汽集团月度批发销量（辆）



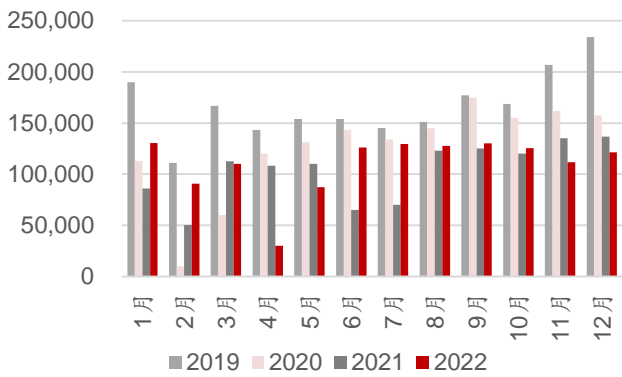
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 上汽集团月度批发销量同比增速（%）



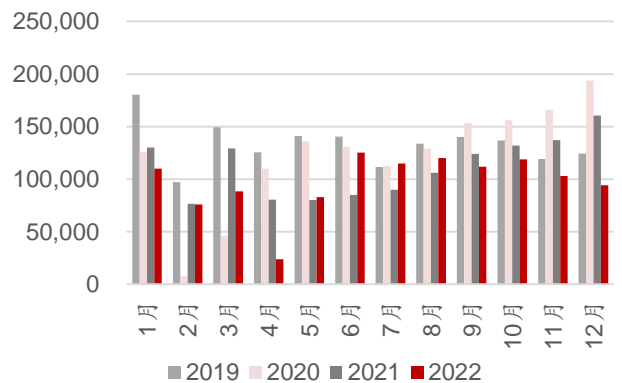
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 上汽大众月度批发销量（辆）



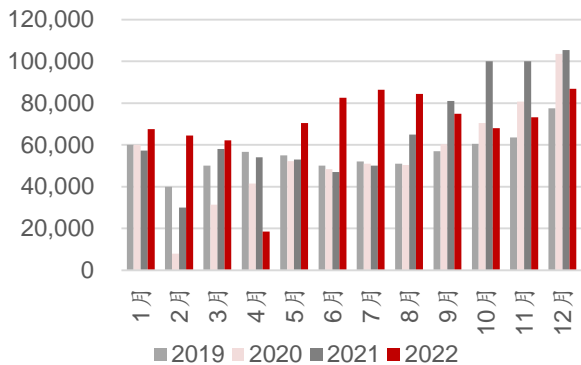
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 上汽通用月度批发销量（辆）



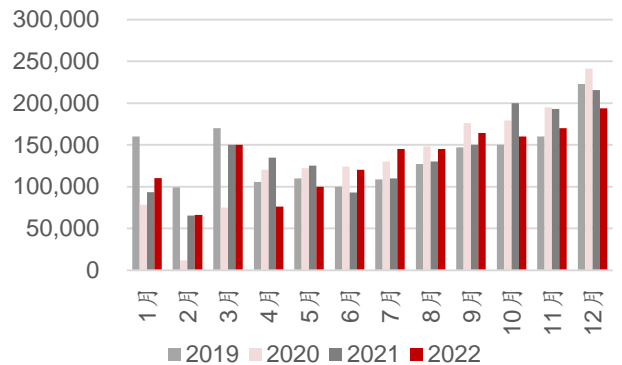
资料来源：公司公告，华西证券研究所

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	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	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
利润总额	41,558	27,430	36,091	45,294	成长能力				
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	盈利能力				
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%
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%	2.6%
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	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	1.07	1.13
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	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	957,698	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	估值分析				
长期借款	26,911	26,911	26,911	26,911	PE	6.90	9.64	7.33	5.68
其他长期负债	80,759	80,759	80,759	80,759	PB	0.88	0.57	0.52	0.47
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。