

# 需求短期波动 智己LS7 发布在即

## 上汽集团(600104)系列点评五十九

### 事件概述

2月9日，公司发布2023年1月产销快报：单月批发销量23.8万辆，同比-47.8%，环比-55.6%；  
上汽大众2023年1月批发7.2万辆，同比-44.9%，环比40.7%；  
上汽通用2023年1月批发5.5万辆，同比-50.0%，环比41.6%；  
上汽乘用车2023年1月批发5.6万辆，同比-17.6%，环比35.9%；  
上汽通用五菱2023年1月批发3.0万辆，同比-72.7%，环比84.5%。

### 分析判断：

#### ▶ 短期需求波动2月加速恢复

短期销量承压，需求有望改善。1月行业整体承压明显，根据乘联会，2023年1月乘用车批发146.0万辆，同比-33.4%，环比-35.3%。公司1月批发销量23.8万辆，同比-47.8%，环比-55.6%，受合资大幅下滑影响，表现弱于行业整体。

展望2023年，新能源及出口为核心增量。公司2023年目标整车销售600万辆，新能源车销售150万辆，海外销售120万辆。疫后复苏叠加公司新品驱动，我们判断公司需求有望稳步向上。

1) 上汽大众：2023年1月批发7.2万辆，同比-44.9%，环比-40.7%，我们判断受燃油购置税减半政策到期影响，需求短期承压。本月6日上汽大众新款途岳正式亮相，智驾系统升级，预计即将上市，驱动销量上升；

2) 上汽通用：2023年1月批发5.5万辆，同比-50.0%，环比-41.6%，我们判断主要因燃油车型库存压力较大，我们预计新能源转型加速提振整体需求；

3) 上汽乘用车：2023年1月批发5.6万辆，同比-17.6%，环比-35.9%。新品方面，包括荣威RX9、MG7、第三代RX5等重磅产品加速推出，后续我们判断出口预计保持快速增长。

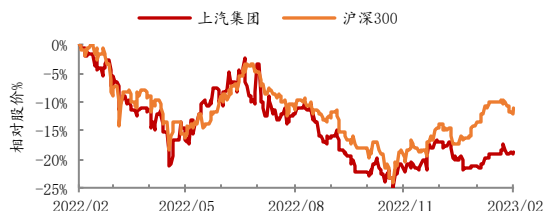
4) 上汽通用五菱：2023年1月批发3.0万辆，同比-72.7%，环比-84.5%。国补退坡后，需求透支在1月较为明显：根据乘联会，1月新能源乘用车批发38.9万辆，同环比分别为-7.3%/-48.2%，我们预计2月起新能源整体有望快速恢复。

#### ▶ 智己+飞凡 新能源高端化加速

智己LS7发布在即，引领高端化升级。智己LS7将于本月发布，预售价35-50万，根据公司官方公众号，盲订订单已破万台。LS7兼具性能与豪华体验：百公里加速4.5s，车内联动电动

### 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：	14.9
股票代码：	600104
52周最高价/最低价：	19.29/13.72
总市值(亿)	1,740.84
自由流通市值(亿)	1,740.84
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)12月销量点评：自主环比向上 高端化提速  
2023.01.10
- 【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

滑轨、零重力浮感座椅等技术，有效提升座舱舒适度与空间利用率。我们预计智己 LS7 将为公司贡献增量，推动品牌高端化升级。

飞凡 R7 车电分离最低价下探至 20 万元以内。今年 2 月 2 日起，飞凡 R7 发布新年焕新价，车电分离模式价格调整至 19.59 万起，购置门槛进一步下探，有望提升整体需求。

### ► 海外表现亮眼 新能源提速在即

海外销量表现稳健，欧洲市场出口领先。2023 年 1 月公司海外销量达 7.6 万辆，同比+17.1%，保持良好态势。MG4 Electric 在欧洲交付近 5,000 辆。我们预计公司新能源相对欧洲主流竞品在产品力方面优势明显，出海销量有望稳步向上。

新能源短期透支，2 月提速在即。2023 年 1 月公司新能源汽车销量达 3.2 万辆，同比-55.4%，环比-57.9%。受新能源政策到期影响，新能源透支效应明显。产品力持续驱动下，我们判断 2 月起环比快速恢复。

### 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 2 月 9 日 14.90 元/股的收盘价，PE 分别为 10/8/6 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

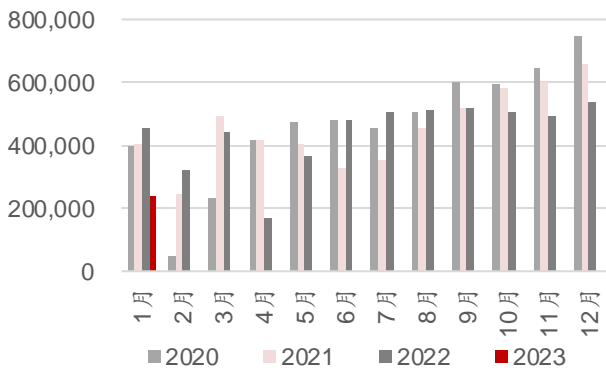
缺芯影响持续；车市下行风险；合资品牌下行风险；电动智能新车型落地不及预期；海外扩张不及预期。

### 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	17,541	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	8.52	7.10	9.92	7.54	5.84

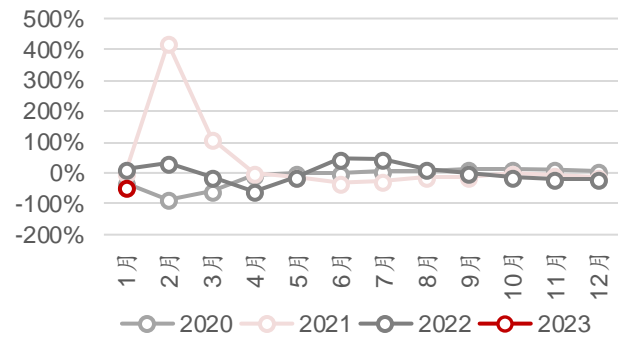
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 1 上汽集团月度批发销量 (辆)



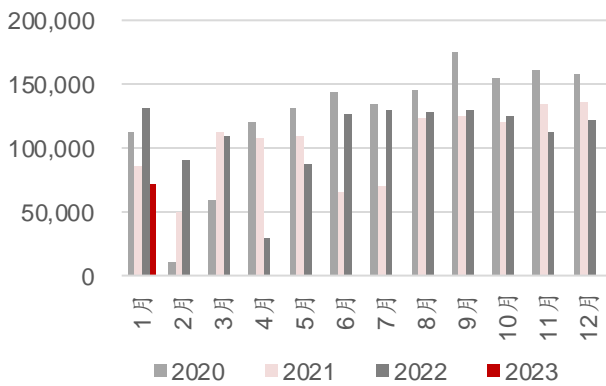
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 上汽集团月度批发销量同比增速 (%)



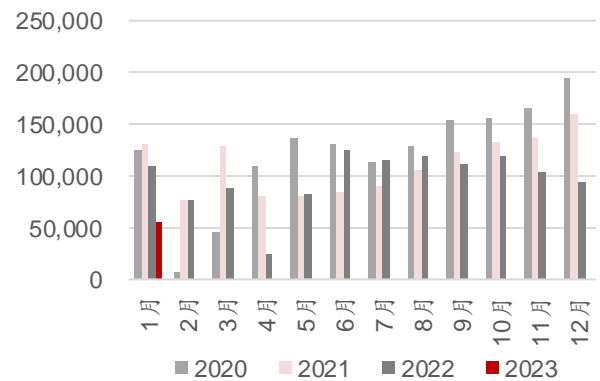
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 上汽大众月度批发销量 (辆)



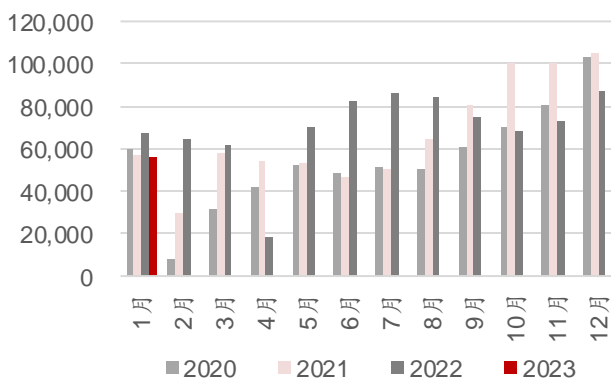
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 上汽通用月度批发销量 (辆)



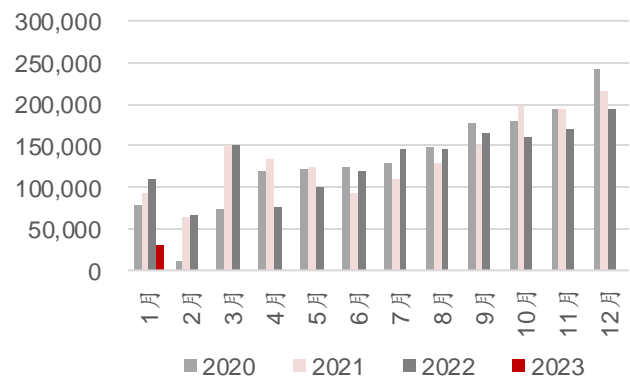
资料来源：公司公告，华西证券研究所

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	<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	7.10	9.92	7.54	5.84
其他长期负债	80,759	80,759	80,759	80,759	PB	0.88	0.59	0.53	0.48
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。