

上汽集团 (600104)

证券研究报告

2023年05月06日

业绩受多重因素扰动，自主、新能源及出口表现亮眼

事件：公司发布 2022 年报和 2023 年一季报，2022 年实现营收 7440.63 亿元，同比-4.59%；归母净利润 161.18 亿元，同比-34.30%；23Q1 实现营收 1459.16 亿元，同比-20.03%，归母净利润 27.83 亿元，同比-49.55%。

点评：

全年业绩受多重因素扰动，自主、新能源及出口表现亮眼。(1) 公司 2022 年实现营收 7440.63 亿元，同比-4.59%；归母净利润 161.18 亿元，同比-34.30%；全年联营和合营企业投资收益 108.40 亿元，同比-37.6%。(2) 2022 年业绩承压，主要系产业链供应链运转受阻、市场出现大幅波动、原材料价格高位运行等超预期因素的叠加影响。(3) 2022 年全年公司实现整车销售 530.3 万辆，其中自主品牌整车销量 278.5 万辆，占比 52.5%；新能源汽车 107.3 万辆，同比增长 46.5%；海外销量 101.7 万辆，同比增长 45.9%。

23Q1 合资销量受市场竞争影响，盈利水平继续承压。(1) 公司 23Q1 实现营收 1459.16 亿元，同比-20.03%，归母净利润 27.83 亿元，同比-49.55%；一季度业绩同比下滑主要受汽车市场竞争影响。(2) 自主表现稳定，合资车企受市场竞争影响销量下滑较多。从销量结构上看，一季度上汽大众、上汽通用、上汽乘用车、上汽通用五菱、上汽大通销量分别为 22.6/18.6/19.6/19.3/5.2 万台，同比-31.67%/-32.26%/+1.2%/-40.96%/+1.2%。

加大技术研发深度，构建自主核心能力。(1) 公司着力打造新一代智能电动车的整车架构，并以此拉动多个整车技术攻关项目，加快关键技术研发和落地，塑造从芯片、操作系统、软件、数据闭环到对应场景的全新整车集成能力，具备中央集中式控制结合区/域控制、云管端一体化、数据驱动和迭代、智能感知、智能驾驶、智能座舱、整车运动智能控制、一体式铸造、分布式制造等产品和制造技术的最新特征。(2) 公司紧盯技术发展趋势，在固态电芯、800V 高压、ChatGPT 人工智能和机器学习的技术应用、可再生能源和材料科学等领域，加大技术研发深度，加快形成自主核心能力。

全面布局海外，出口有望持续驱动公司成长。(1) 公司已初步建成集研发、制造、营销、金融、物流、零部件、二手车等为一体的海外汽车产业链，在泰国、印尼、印度设立了 3 个海外整车制造基地，建立起超过 2000 个海外营销服务网点，并开通了东南亚、墨西哥、南美西、欧洲等 6 条自营国际航线。(2) 公司产品和服务已进入全球 90 余个国家及地区，并形成了欧洲、美洲 2 个“十万辆级”和澳新、中东、东盟、南亚 4 个“五万辆级”区域市场。

投资建议：自主、新能源及出口表现亮眼，有望长期驱动公司成长。考虑合资车企受市场竞争影响，公司短期盈利水平持续承压，我们预计公司 2023-2025 的归母净利润为 169.7、176.5、186.7 亿元(2023-2024 年归母净利润前值为 234、276 亿元)，对应 PE 分别为 9.5、9.2、8.7 倍，维持“买入”评级。

风险提示：汽车行业景气度下行、新车型推广及销售不及预期、行业竞争格局恶化。

| 财务数据和估值 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入(百万元) | 779,845.79 | 744,062.88 | 768,392.86 | 796,499.18 | 813,787.18 |
| 增长率(%) | 5.08 | (4.59) | 3.27 | 3.66 | 2.17 |
| EBITDA(百万元) | 79,413.73 | 62,726.17 | 49,116.31 | 48,143.27 | 49,588.39 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 24,533.10 | 16,117.55 | 16,968.39 | 17,650.59 | 18,671.87 |
| 增长率(%) | 20.08 | (34.30) | 5.28 | 4.02 | 5.79 |
| EPS(元/股) | 2.10 | 1.38 | 1.45 | 1.51 | 1.60 |
| 市盈率(P/E) | 6.60 | 10.04 | 9.54 | 9.17 | 8.67 |
| 市净率(P/B) | 0.59 | 0.58 | 0.55 | 0.53 | 0.51 |
| 市销率(P/S) | 0.21 | 0.22 | 0.21 | 0.20 | 0.20 |
| EV/EBITDA | (0.70) | (2.13) | (3.14) | (4.23) | (4.33) |

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 | 13.85 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) | 161,815.94 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 161,815.94 |
| 每股净资产(元) | 24.08 |
| 资产负债率(%) | 64.14 |
| 一年内最高/最低(元) | 19.29/13.72 |

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-季报点评:逆转颓势, 第三季度业绩逆势回升》2022-11-02
- 《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

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|---------------------|-------------------|
| 货币资金 | 138,525.92 | 155,156.63 | 177,665.75 | 217,357.63 | 225,729.09 |
| 应收票据及应收账款 | 51,844.50 | 68,788.52 | 37,905.54 | 75,686.77 | 44,644.00 |
| 预付账款 | 22,675.15 | 22,176.56 | 37,108.45 | 20,304.53 | 36,531.66 |
| 存货 | 56,635.91 | 88,535.00 | 45,668.29 | 95,193.54 | 53,089.57 |
| 其他 | 275,327.66 | 247,508.63 | 255,920.41 | 259,600.26 | 253,202.86 |
| 流动资产合计 | 545,009.13 | 582,165.34 | 554,268.45 | 668,142.72 | 613,197.16 |
| 长期股权投资 | 60,849.21 | 64,645.14 | 64,645.14 | 64,645.14 | 64,645.14 |
| 固定资产 | 78,350.63 | 79,239.75 | 66,858.89 | 54,428.03 | 41,947.18 |
| 在建工程 | 14,828.79 | 15,736.21 | 16,936.21 | 17,936.21 | 18,736.21 |
| 无形资产 | 19,576.77 | 22,200.37 | 21,484.04 | 20,090.82 | 18,291.47 |
| 其他 | 198,308.16 | 226,120.58 | 198,482.60 | 204,389.82 | 208,097.18 |
| 非流动资产合计 | 371,913.56 | 407,942.04 | 368,406.87 | 361,490.01 | 351,717.16 |
| 资产总计 | 916,922.70 | 990,107.38 | 922,675.32 | 1,029,632.74 | 964,914.33 |
| 短期借款 | 27,849.48 | 38,337.48 | 26,000.00 | 22,100.00 | 18,785.00 |
| 应付票据及应付账款 | 199,052.29 | 244,281.07 | 170,808.71 | 267,687.13 | 189,838.06 |
| 其他 | 227,065.00 | 236,012.30 | 267,049.90 | 266,949.99 | 269,681.37 |
| 流动负债合计 | 453,966.77 | 518,630.84 | 463,858.61 | 556,737.12 | 478,304.43 |
| 长期借款 | 26,911.40 | 34,555.46 | 26,000.00 | 22,100.00 | 18,785.00 |
| 应付债券 | 19,397.21 | 15,122.42 | 19,337.26 | 17,952.30 | 17,470.66 |
| 其他 | 61,362.13 | 60,154.52 | 57,635.21 | 59,717.28 | 59,169.00 |
| 非流动负债合计 | 107,670.73 | 109,832.40 | 102,972.47 | 99,769.58 | 95,424.66 |
| 负债合计 | 588,151.97 | 653,807.14 | 566,831.08 | 656,506.70 | 573,729.10 |
| 少数股东权益 | 54,997.06 | 57,066.71 | 62,157.23 | 67,452.40 | 73,053.97 |
| 股本 | 11,683.46 | 11,683.46 | 11,683.46 | 11,683.46 | 11,683.46 |
| 资本公积 | 56,539.99 | 57,896.39 | 57,896.39 | 57,896.39 | 57,896.39 |
| 留存收益 | 189,602.13 | 197,750.43 | 209,628.30 | 221,983.71 | 235,054.03 |
| 其他 | 15,948.09 | 11,903.25 | 14,478.86 | 14,110.07 | 13,497.39 |
| 股东权益合计 | 328,770.73 | 336,300.24 | 355,844.24 | 373,126.03 | 391,185.23 |
| 负债和股东权益总计 | 916,922.70 | 990,107.38 | 922,675.32 | 1,029,632.74 | 964,914.33 |

| 现金流量表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------------------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 净利润 | 33,941.76 | 22,842.65 | 16,968.39 | 17,650.59 | 18,671.87 |
| 折旧摊销 | 16,180.72 | 16,157.62 | 15,671.35 | 15,768.57 | 15,846.91 |
| 财务费用 | 2,106.13 | 2,706.13 | (396.59) | (1,603.45) | (2,367.47) |
| 投资损失 | (27,164.41) | (14,702.76) | (14,949.87) | (15,353.64) | (16,296.46) |
| 营运资金变动 | (26,619.64) | (44,160.17) | 15,045.97 | 18,649.52 | (18,408.65) |
| 其它 | 23,171.18 | 26,661.07 | 7,272.17 | 7,564.54 | 8,002.23 |
| 经营活动现金流 | 21,615.74 | 9,504.54 | 39,611.41 | 42,676.13 | 5,448.43 |
| 资本支出 | 4,726.75 | 24,720.90 | 6,293.47 | 862.42 | 2,914.98 |
| 长期投资 | 1,199.39 | 3,795.93 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (7,423.66) | (35,295.62) | 7,570.22 | 9,625.09 | 11,399.88 |
| 投资活动现金流 | (1,497.53) | (6,778.78) | 13,863.69 | 10,487.51 | 14,314.86 |
| 债权融资 | 5,135.46 | 28,468.25 | (26,269.43) | (5,538.43) | (2,776.91) |
| 股权融资 | (7,971.20) | (2,688.45) | (4,696.56) | (7,933.33) | (8,614.91) |
| 其他 | (13,334.28) | (16,644.42) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | (16,170.03) | 9,135.38 | (30,965.98) | (13,471.76) | (11,391.82) |
| 汇率变动影响 | 29.79 | 49.19 | 32.87 | 37.28 | 39.78 |
| 现金净增加额 | 3,977.97 | 11,910.33 | 22,541.99 | 39,729.16 | 8,411.24 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 营业收入 | 779,845.79 | 744,062.88 | 768,392.86 | 796,499.18 | 813,787.18 |
| 营业成本 | 686,742.79 | 651,700.78 | 673,112.15 | 697,733.28 | 712,877.57 |
| 营业税金及附加 | 5,540.54 | 5,289.32 | 5,628.35 | 5,718.38 | 5,862.77 |
| 销售费用 | 29,505.10 | 30,175.40 | 31,504.11 | 32,656.47 | 33,365.27 |
| 管理费用 | 24,103.53 | 25,641.38 | 24,273.27 | 25,742.60 | 26,684.26 |
| 研发费用 | 19,668.50 | 18,030.92 | 17,289.73 | 19,104.09 | 19,183.48 |
| 财务费用 | 564.18 | (764.41) | (396.59) | (1,603.45) | (2,367.47) |
| 资产/信用减值损失 | (1,214.62) | (3,541.02) | (3,020.50) | (2,592.05) | (3,051.19) |
| 公允价值变动收益 | 1,737.87 | (76.84) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 27,194.20 | 14,751.95 | 14,982.74 | 15,390.92 | 16,336.24 |
| 其他 | (55,443.05) | (23,166.82) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 41,446.75 | 26,022.23 | 28,944.09 | 29,946.68 | 31,466.34 |
| 营业外收入 | 469.24 | 2,162.53 | 1,127.11 | 1,252.96 | 1,514.20 |
| 营业外支出 | 358.33 | 113.67 | 312.48 | 261.49 | 229.22 |
| 利润总额 | 41,557.66 | 28,071.08 | 29,758.72 | 30,938.15 | 32,751.33 |
| 所得税 | 7,615.90 | 5,228.43 | 5,518.16 | 5,723.02 | 6,077.22 |
| 净利润 | 33,941.76 | 22,842.65 | 24,240.56 | 25,215.13 | 26,674.11 |
| 少数股东损益 | 9,408.66 | 6,725.10 | 7,272.17 | 7,564.54 | 8,002.23 |
| 归属于母公司净利润 | 24,533.10 | 16,117.55 | 16,968.39 | 17,650.59 | 18,671.87 |
| 每股收益(元) | 2.10 | 1.38 | 1.45 | 1.51 | 1.60 |

| 主要财务比率 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|----------|---------|----------|----------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 5.08% | -4.59% | 3.27% | 3.66% | 2.17% |
| 营业利润 | 16.40% | -37.22% | 11.23% | 3.46% | 5.07% |
| 归属于母公司净利润 | 20.08% | -34.30% | 5.28% | 4.02% | 5.79% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 11.94% | 12.41% | 12.40% | 12.40% | 12.40% |
| 净利率 | 3.15% | 2.17% | 2.21% | 2.22% | 2.29% |
| ROE | 8.96% | 5.77% | 5.78% | 5.77% | 5.87% |
| ROIC | -144.79% | -90.65% | -101.64% | -104.13% | -39.79% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 64.14% | 66.03% | 61.43% | 63.76% | 59.46% |
| 净负债率 | -11.76% | -8.21% | -21.57% | -33.13% | -35.05% |
| 流动比率 | 1.13 | 1.07 | 1.19 | 1.20 | 1.28 |
| 速动比率 | 1.02 | 0.91 | 1.10 | 1.03 | 1.17 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 15.77 | 12.34 | 14.40 | 14.02 | 13.53 |
| 存货周转率 | 12.38 | 10.25 | 11.45 | 11.31 | 10.98 |
| 总资产周转率 | 0.85 | 0.78 | 0.80 | 0.82 | 0.82 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 2.10 | 1.38 | 1.45 | 1.51 | 1.60 |
| 每股经营现金流 | 1.85 | 0.81 | 3.39 | 3.65 | 0.47 |
| 每股净资产 | 23.43 | 23.90 | 25.14 | 26.16 | 27.23 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 6.60 | 10.04 | 9.54 | 9.17 | 8.67 |
| 市净率 | 0.59 | 0.58 | 0.55 | 0.53 | 0.51 |
| EV/EBITDA | -0.70 | -2.13 | -3.14 | -4.23 | -4.33 |
| EV/EBIT | -0.87 | -2.82 | -4.61 | -6.28 | -6.36 |

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 |