

## 上汽集团(600104.SH)

## 新能源车调整蓄力，海外业务迎来收获期

## 推荐（维持）

股价：14.36元

## 主要数据

行业	汽车
公司网址	www.saicmotor.com
大股东/持股	上海汽车工业(集团)有限公司/62.69%
实际控制人	上海市国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	11,683
流通A股(百万股)	11,683
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	1,678
流通A股市值(亿元)	1,678
每股净资产(元)	24.13
资产负债率(%)	64.1

## 行情走势图



## 证券分析师

王德安 投资咨询资格编号  
S1060511010006  
BQV509  
WANGDEAN002@pingan.com.cn

王跟海 投资咨询资格编号  
S1060523080001  
WANGGENHAI964@pingan.com.cn



## 事项：

公司发布 2023 年半年度业绩报告。2023 年上半年公司实现营业收入 3265.5 亿元（同比+3.3%），实现归母净利润 70.9 亿元（同比+2.5%），实现扣非归母净利润 56.7 亿元（同比-7.2%）。单二季度看，公司二季度实现营业收入 1806.4 亿元，同环比分别增长 35.3%/23.8%，归母净利润 43.0 亿元，同环比 208.6%/54.6%，实现扣非归母净利润 35.1 亿元，同环比分别增长 203.5%/62.1%。

## 平安观点：

- **上半年新能源车结构调整，海外出口业绩亮眼。**上半年公司实现整车销量 207.2 万台，同比下降 7.3%，其中上汽大众/上汽通用/上汽乘用车/上汽通用五菱分别销售 50.3 万/45.1 万/41.1 万/52.0 万，同比增长 -12.4%/-11.0%/+12.3%/-16.4%。公司新能源汽车销量 37.2 万台，同比下滑 5.3%，主要是由于上汽通用五菱新能源车结构调整所致，上汽乘用车凭借新能源出口，上半年新能源车批发销量达到 15.5 万台，同比增长 102.3%（乘联会数据）。出口方面，公司上半年海外销量 53.3 万台，同比增长 40.0%，其中 MG 品牌深耕欧洲市场，上半年销量 11.5 万台，同比增长 143%。
- **合资新能源转型侵蚀利润，国内自主亏损扩大。**上半年公司投资收益达到 62.4 亿元，根据公司业绩电话会内容，上半年公司整车投资收益为 18.9 亿元，同比下降 22.1%，主要是由于两大合资公司上汽大众、上汽通用新能源车亏损，燃油车销量下滑所致。公司上半年自主业务毛利率为 0.8%，根据母公司报表口径，剔除投资收益后，上半年集团自主业务净亏损达到 19.6 亿元，同比 22 年同期由盈转亏，根据公司半年度业绩电话会信息，这主要是由于 22 年同期成本基数较低以及 23 年上半年海外业务的盈利并未体现在母公司报表中。
- **新能源转型坚决，自主、合资双循环。**公司在上海车展期间发布了全新的新能源战略，提出到 2025 年实现新能源车销量 350 万台，其中自主品牌在新能源车整体销量中的占比将达到 70%，基本完成新老赛道的发展动力

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	759915	720988	643138	702900	770528
YOY(%)	5.1	-5.1	-10.8	9.3	9.6
净利润(百万元)	24533	16118	12405	13508	14791
YOY(%)	20.1	-34.3	-23.0	8.9	9.5
毛利率(%)	9.6	9.6	9.3	9.3	9.3
净利率(%)	3.2	2.2	1.9	1.9	1.9
ROE(%)	9.0	5.8	4.3	4.5	4.8
EPS(摊薄/元)	2.10	1.38	1.06	1.16	1.27
P/E(倍)	6.8	10.4	13.5	12.4	11.3
P/B(倍)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5

切换。2023 年下半年智己 LS6 将上市交付，荣威品牌将推出品牌旗下的重磅车型荣威 D7，提供插混和纯电两种动力类型。我们预计以上两款车型将具备较强的价格优势，有望加强和塑造智己、荣威的新能源声浪。合资品牌方面，上汽大众通过 ID.3 降价已打开销量规模，上汽通用预计在四季度将推出凯迪拉克第二款奥特能平台车型 OPTIQ。

- **盈利预测与投资建议：**考虑到公司上半年业绩情况以及下半年汽车行业竞争的激烈程度依然存在，我们调整公司 2023~2025 年净利润预测为 124.1 亿/135.1 亿/147.9 亿元（原净利润预测为 128.9 亿/142.9 亿/151.1 亿元）。我们认为公司目前估值水平低，如果下半年新能源车能够取得成功，公司估值有望得到提升，此外公司在海外市场领先优势大，海外市场有望成为公司改善自主盈利的重要抓手，依然维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**1）燃油车销量下滑程度可能超预期，导致公司盈利能力持续承压；2）智己、飞凡两大新能源品牌销量可能不达预期；3）公司海外市场销量可能不达预期。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	582165	515785	561123	612356
现金	155157	146946	162831	180705
应收票据及应收账款	80339	59587	65124	71390
其他应收款	15901	12415	13569	14874
预付账款	22177	24584	26869	29454
存货	88535	63336	69217	75901
其他流动资产	220057	208915	223513	240031
<b>非流动资产</b>	407942	410928	410476	409034
长期投资	64645	69145	72745	77745
固定资产	89836	95683	99095	98992
无形资产	18923	16224	13435	10554
其他非流动资产	234538	229875	225202	221742
<b>资产总计</b>	990107	926712	971599	1021389
<b>流动负债</b>	543975	466627	496321	530062
短期借款	38337	38337	38337	38337
应付票据及应付账款	244281	190952	208681	228834
其他流动负债	261356	237338	249302	262891
<b>非流动负债</b>	109832	109832	109832	109832
长期借款	60425	60425	60425	60425
其他非流动负债	49408	49408	49408	49408
<b>负债合计</b>	653807	576460	606154	639895
少数股东权益	57067	62383	68172	73924
股本	11683	11683	11683	11683
资本公积	57896	57896	57896	57896
留存收益	209654	218290	227694	237991
<b>归属母公司股东权益</b>	279234	287870	297273	307570
<b>负债和股东权益</b>	990107	926712	971599	1021389

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	7299	13721	35344	37137
净利润	22843	17722	19297	20543
折旧摊销	16024	22524	26551	29442
财务费用	-764	-682	-745	-3082
投资损失	-14703	-11832	-13503	-13683
营运资金变动	-21530	-17203	241	382
其他经营现金流	5430	3192	3503	3535
<b>投资活动现金流</b>	-6779	-18844	-16100	-17852
资本支出	26543	21000	22500	23000
长期投资	-3667	-4500	-3600	-5000
其他投资现金流	-29655	-35344	-35000	-35852
<b>筹资活动现金流</b>	9135	-3087	-3359	-1412
短期借款	10488	0	0	0
长期借款	5770	0	0	0
其他筹资现金流	-7123	-3087	-3359	-1412
<b>现金净增加额</b>	10478	-8210	15885	17873

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	720988	643138	702900	770528
营业成本	651701	583081	637218	698755
税金及附加	5289	4718	5157	5653
营业费用	30175	27012	29522	32362
管理费用	25641	22510	24602	26968
研发费用	18031	16078	17573	19263
财务费用	-764	-682	-745	-3082
资产减值损失	-1458	-1877	-1540	-1725
信用减值损失	-2083	-1144	-1153	-1460
其他收益	3599	3530	3530	3530
公允价值变动收益	-77	-500	-500	-500
投资净收益	14703	11832	13503	13683
资产处置收益	1907	0	0	0
<b>营业利润</b>	26022	21462	23383	24902
营业外收入	2163	500	500	500
营业外支出	114	350	350	350
<b>利润总额</b>	28071	21612	23533	25052
所得税	5228	3890	4236	4509
<b>净利润</b>	22843	17722	19297	20543
少数股东损益	6725	5316	5789	5752
<b>归属母公司净利润</b>	16118	12405	13508	14791
EBITDA	43330	43454	49339	51413
EPS (元)	1.38	1.06	1.16	1.27

## 主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	-5.1	-10.8	9.3	9.6
营业利润(%)	-37.2	-17.5	9.0	6.5
归属于母公司净利润(%)	-34.3	-23.0	8.9	9.5
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	9.6	9.3	9.3	9.3
净利率(%)	2.2	1.9	1.9	1.9
ROE(%)	5.8	4.3	4.5	4.8
ROIC(%)	11.8	11.7	11.6	10.8
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	66.0	62.2	62.4	62.6
净负债比率(%)	-16.8	-13.8	-17.5	-21.5
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.5	0.6	0.6	0.6
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	9.7	11.6	11.6	11.6
应付账款周转率	3.91	4.19	4.19	4.19
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.38	1.06	1.16	1.27
每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	1.17	3.03	3.18
每股净资产(最新摊薄)	23.9	24.6	25.4	26.3
<b>估值比率</b>				
P/E	10.4	13.5	12.4	11.3
P/B	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	0.9	1.0	0.8	0.7

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

### 北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层