

# 利润表现亮眼 智己LS6加速高端化

## 上汽集团(600104)系列点评六十六

### 事件概述

公司发布 2023 年半年报：2023H1 公司总营收为 3,265.6 亿元，同比+3.3%；归母净利润为 70.9 亿元，同比+2.5%；扣非归母净利润为 56.7 亿元，同比-7.2%。

其中 2023Q2 实现总营收 1,806.4 亿元，同比+35.3%，环比+24.0%；归母净利润 43.0 亿元，同比+208.6%，环比+54.5%；扣非归母净利润 35.1 亿元，同比+203.5%，环比+62.1%。

### 分析判断：

#### ► 需求改善 利润表现亮眼

受需求改善影响，公司收入增幅明显。公司 2023Q2 实现总营收 1,806.4 亿元，同比+35.3%，环比+24.0%；扣非归母净利润 35.1 亿元，同比+203.5%，环比+62.1%。主要受益去年上海因疫情停工停产以及今年 Q1 需求下行导致的低基数，Q2 销量同环比明显回升，2023Q2 公司集团销量 118.0 万辆，同比+16.4%，环比+32.5%。

毛利率环比微降，单车投资收益下滑。公司 2023Q2 单季度毛利率为 9.5%，同比-0.02pct，环比-0.29pct，环比微降主要因上通五菱产销占比环比提升，纯电小车毛利率相对较低。合资销量因前期低基数同环比表现较优，2023Q2 上汽大众批发 27.7 万辆，同比+13.8%，环比+22.4%；上汽通用批发 26.5 万辆，同比+14.1%，环比+42.5%，但由于 Q2 价格战终端折扣明显放大（根据 Thinkercar 折扣数据），投资收益增速低于销量增速，2022Q2 公司来自于联营及合营投资收益为 22.89 亿元，环比+0.8%。燃油车市场逐步被新能源取代，公司合资品牌处于转型的阵痛期。展望下半年，我们预计 7、8 月同比略有下滑，金九银十需求有望向上，Q3 市场表现预计基本持平，Q4 环比有望实现明显提升。

#### ► 智己LS6开启预售，引领高端化升级

8月25日，智己LS6亮相成都车展并开启预售，定价23万-30万元。新车定位中大型的轿跑SUV，轴距2950mm，以空间、颜值、快充、智驾为核心卖点。新车提供“准900V”和“准500V”双平台策略，“准900V”采用双碳化硅高性能充电平台，峰值充电功率达396kW，实现充电5分钟补能200公里；“准500V”可在80%公共充电桩上实现近九成的满功率充电，峰值功率231-250kW。智驾方面，LS6搭载Orin X

### 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：	14.36
股票代码：	600104
52周最高价/最低价：	15.72/13.09
总市值(亿)	1,677.75
自由流通市值(亿)	1,677.75
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：

### 相关研究

- 【华西汽车】上汽集团(600104.SH)7月销量点评：合作奥迪技术输出 电动智能转型加速  
2023.08.09
- 【华西汽车】上汽集团(600104.SH)6月销量点评：海外持续热销 新能源转型加速  
2023.07.09
- 【华西汽车】上汽集团(600104.SH)5月销量点评：出口表现亮眼 新能源转型向上  
2023.06.11

芯片、激光雷达，根据网上车市援引的对智己汽车品牌公关事业群执行总监陆达的采访，LS6 现在已经在全国逐渐铺开高速 NOA 功能，年底将辐射全国 333 城市；同时今年 9、10 月去高精地图 NOA 及城市 NOA 也会分别正式公测；2024 年，百城开放通勤模式，这些功能后续也在 L7 和 LS7 两款车上更新。根据网上车市，智己 LS6 在开启预售后一小时订单超 2,000+，预售后 8 小时订单达 6000 辆。根据明镜 Pro，LS6 将于 10 月中旬将发布并实现上市即交付，我们判断 LS6 产品力、价格竞争力强，有望丰富智己汽车的产品矩阵和售价区间，成为高端纯电的重要增长驱动力。

### ► 海外持续热销 全球化海阔天空

海外销量快速增长，欧洲市场领先。2022 年公司累计出口 101.7 万辆，同比+45.9%。2023 年增长持续，1-7 月海外销量达 63.0 万辆，同比+31.6%，保持良好态势。在欧洲市场，1-7 月自主品牌 MG 销量达 13.5 万辆，同比+148%，表现亮眼。根据证券日报网，7 月 4 日下午，上汽集团宣布公司目前正计划在欧洲地区建立整车工厂，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，海外建厂有助于出海销量进一步向上。

### 投资建议

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。维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年收入为 8,033/8,387/8,533 亿元，归母净利润为 163.3/175.7/190.0 亿元，对应 EPS 为 1.40/1.50/1.63 元，对应 2023 年 8 月 31 日 14.36 元/股的收盘价，PE 分别为 10/10/9 倍，维持买入评级。

### 风险提示

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	779,846	744,063	803,250	838,694	853,300
YoY (%)	5.1%	-4.6%	8.0%	4.4%	1.7%
归母净利润(百万元)	24,533	16,118	16,328	17,572	18,995
YoY (%)	20.1%	-34.3%	1.3%	7.6%	8.1%
毛利率 (%)	11.3%	11.8%	11.6%	12.1%	12.3%
每股收益 (元)	2.10	1.38	1.40	1.50	1.63
ROE	9.0%	5.8%	5.4%	5.4%	5.4%
市盈率	6.84	10.41	10.28	9.55	8.83

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	744,063	803,250	838,694	853,300	净利润	22,843	21,205	22,528	23,744
YoY(%)	-4.6%	8.0%	4.4%	1.7%	折旧和摊销	18,229	29,555	22,758	27,024
营业成本	656,308	710,298	737,312	748,492	营运资金变动	-20,268	6,892	-8,322	-3,285
营业税金及附加	5,289	5,708	5,961	6,065	经营活动现金流	9,505	43,193	24,400	35,317
销售费用	30,175	31,483	34,174	35,690	资本开支	-20,516	-25,901	-26,143	-20,195
管理费用	25,641	27,860	29,835	30,402	投资	-3,361	-5,796	-796	-5,296
财务费用	-764	416	135	-128	投资活动现金流	-6,779	-16,880	-13,384	-13,466
资产减值损失	-1,458	-221	-67	-118	股权募资	2,733	0	0	0
投资收益	14,703	15,618	15,156	15,025	债务募资	68,444	3,834	2,109	2,214
营业利润	26,022	23,983	27,082	28,737	筹资活动现金流	9,135	786	-1,143	-1,113
营业外收支	2,049	2,049	559	416	现金净流量	12,683	27,100	9,873	20,738
利润总额	28,071	26,032	27,642	29,154	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	5,228	4,827	5,113	5,410	<b>成长能力</b>				
净利润	22,843	21,205	22,528	23,744	营业收入增长率	-4.6%	8.0%	4.4%	1.7%
归属于母公司净利润	16,118	16,328	17,572	18,995	净利润增长率	-34.3%	1.3%	7.6%	8.1%
YoY(%)	-34.3%	1.3%	7.6%	8.1%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	1.38	1.40	1.50	1.63	毛利率	11.8%	11.6%	12.1%	12.3%
					净利率	3.1%	2.6%	2.7%	2.8%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	1.6%	1.6%	1.6%	1.7%
货币资金	155,157	182,256	192,130	212,867	净资产收益率 ROE	5.8%	5.4%	5.4%	5.4%
预付款项	22,177	24,001	24,914	25,291	<b>偿债能力</b>				
存货	88,535	48,651	50,501	51,267	流动比率	1.07	1.10	1.13	1.16
其他流动资产	316,297	341,997	366,306	384,937	速动比率	0.87	0.96	0.99	1.03
流动资产合计	582,165	596,904	633,850	674,362	现金比率	0.29	0.34	0.34	0.37
长期股权投资	64,645	68,441	72,237	76,033	资产负债率	66.0%	64.2%	63.2%	62.1%
固定资产	79,240	77,887	84,573	80,519	<b>经营效率</b>				
无形资产	18,923	23,309	25,714	28,780	总资产周转率	0.75	0.79	0.79	0.77
非流动资产合计	407,942	418,945	431,783	440,449	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	990,107	1,015,849	1,065,633	1,114,811	每股收益	1.38	1.40	1.50	1.63
短期借款	38,337	42,171	44,280	46,494	每股净资产	23.90	25.82	27.87	30.07
应付账款及票据	244,281	229,575	241,672	255,283	每股经营现金流	0.81	3.70	2.09	3.02
其他流动负债	261,356	270,694	277,347	280,226	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	543,975	542,440	563,299	582,003	<b>估值分析</b>				
长期借款	34,555	34,555	34,555	34,555	PE	10.41	10.28	9.55	8.83
其他长期负债	75,277	75,277	75,277	75,277	PB	0.60	0.59	0.55	0.51
非流动负债合计	109,832	109,832	109,832	109,832					
负债合计	653,807	652,273	673,131	691,835					
股本	11,683	11,683	11,683	11,683					
少数股东权益	57,067	61,944	66,900	71,649					
股东权益合计	336,300	363,577	392,502	422,976					
负债和股东权益合计	990,107	1,015,849	1,065,633	1,114,811					

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。