

智能化加速落地 出口表现亮眼

上汽集团(600104)系列点评六十七

事件概述

10月9日，公司发布2023年9月产销快报：单月批发销量48.2万辆，同比-6.8%，环比+13.9%。公司1-9月累计批发337.7万辆，同比-10.42%；

上汽大众9月批发12.0万辆，同比-7.8%，环比+9.1%。1-9月累计批发83.2万辆，同比-13.5%；

上汽通用9月批发10.0万辆，同比-10.7%，环比-16.7%。1-9月累计批发72.4万辆，同比-15.8%；

上汽乘用车9月批发9.2万辆，同比+23.4%，环比+22.1%。1-9月累计批发65.1万辆，同比+6.4%；

上汽通用五菱9月批发13.5万辆，同比-17.8%，环比+12.5%。1-9月累计批发88.6万辆，同比-17.7%。

分析判断：

▶ 9月需求释放 新能源持续转型

9月环比表现较好。根据乘联会，9月1-24日总体乘用车市场批发146.1万辆，同比+17%，环比+19%；新能源乘用车批发59.5万辆，同比+40%，环比+17%。9月公司批发销量48.2万辆，同比-6.8%，环比+13.9%，环比表现较好。

新能源需求向上，转型加速。9月公司新能源汽车交付量10.2万辆，同比+29.6%，环比+18.8%；今年1-9月上汽新能源终端交付量达68.3万辆，同比+18.2%，转型持续加速。

▶ 智驾落地加速 估值有望重塑

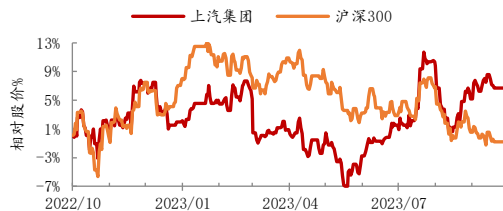
智己LS6预售表现亮眼，智驾即将落地。8月25日，智己LS6亮相成都车展并开启预售，定价23万-30万元。新车定位中大型的轿跑SUV，轴距2950mm，以空间、颜值、快充、智驾为核心卖点。智能座舱方面，智己LS6搭载IM OS 2.0智舱系统，基于Linux内核全栈自研，搭载AI场景代驾功能；智能驾驶方面，智己LS6将全系具备去高精地图NOA能力，2024年通勤模式覆盖全国100多个城市。自8月25日智己LS6开启盲订以来，截止10月4日盲订已突破2.5万台。智己LS6将于10月12日上市，智驾落地加速，有望驱动需求向上，估值重塑。

云朵灵犀版上市，智驾加速普及。9月26日，宝骏云朵灵犀版上市，460 Pro售价12.58万，460 Max售价13.38万元。

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：14.97

股票代码：600104
52周最高价/最低价：15.65/13.09
总市值(亿)：1,749.01
自由流通市值(亿)：1,749.01
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) 2023H1：利润表现亮眼 智己LS6加速高端化
2023.09.03
- 【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

宝骏云朵采用大疆“灵犀智驾”系统，双目视觉+行泊一体 BEV 感知方案可实现覆盖全国的“无图”高速智能领航辅助；拥有行业领先的可跨层记忆泊车、循迹倒车功能。我们判断，宝骏云朵作为行业唯一一款 12 万就具备高阶智驾能力的新能源车，有望促进用户体验感、接受度提升，加速智驾普及。

► 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，9 月公司海外销量达 10.5 万辆，创年内新高，1-9 月海外销量达 83.8 万辆，同比+21.8%，增长态势良好，在国内车企中继续强势领跑。在欧洲市场，9 月自主品牌 MG 销量达 2.8 万辆，实现销量同比翻番。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 10 月 9 日 14.97 元/股的收盘价，PE 分别为 11/10/9 倍，维持买入评级。

风险提示

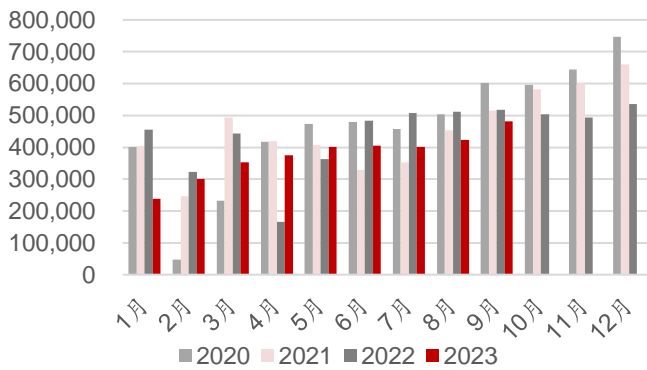
车市下行风险；合资品牌下行风险；电动智能新车型落地不及预期；海外扩张不及预期。

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	7.13	10.85	10.71	9.95	9.21

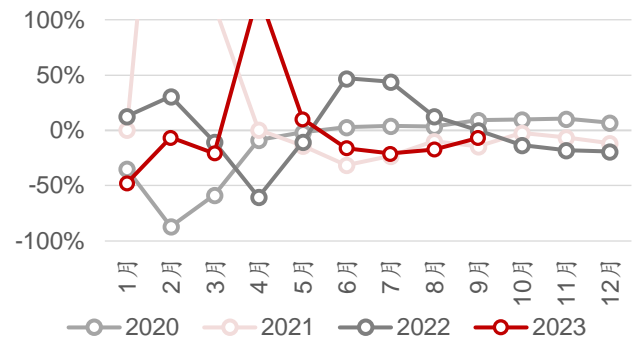
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 1 上汽集团月度批发销量（辆）



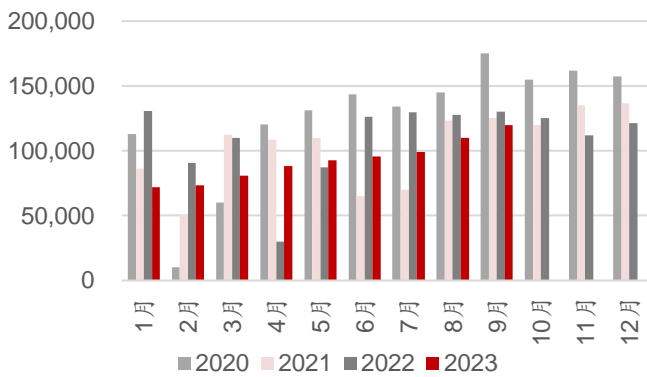
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 上汽集团月度批发销量同比增速（%）



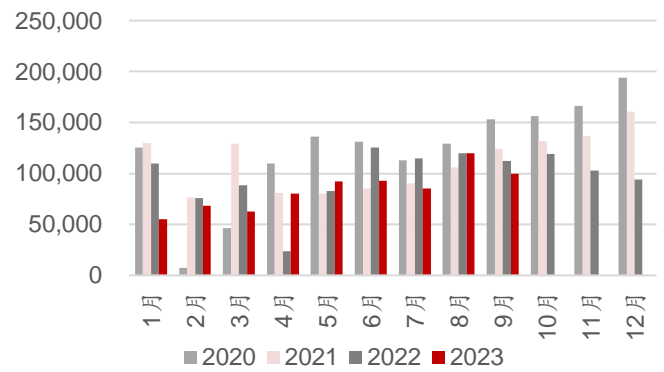
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 上汽大众月度批发销量（辆）



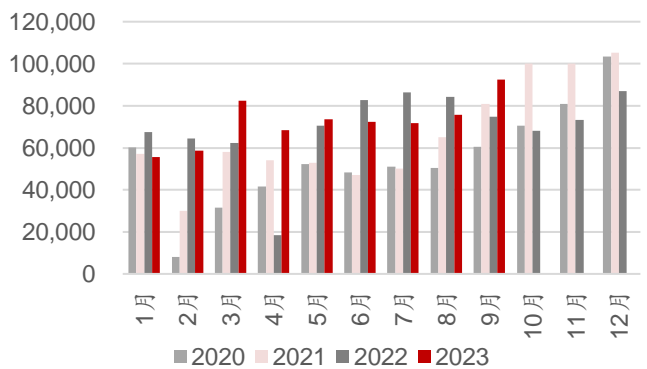
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 上汽通用月度批发销量（辆）



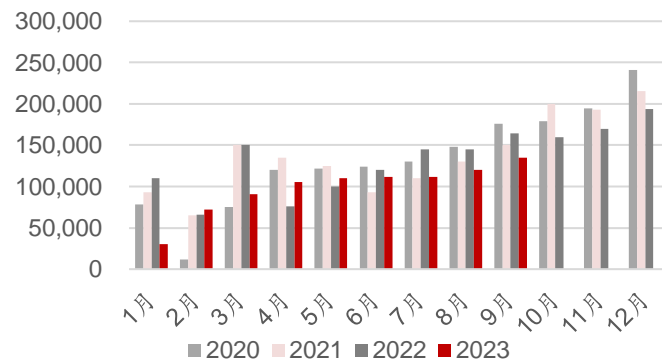
资料来源：公司公告，华西证券研究所

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)	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	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	5,228	4,827	5,113	5,410	成长能力				
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%	盈利能力				
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%
					总资产收益率 ROA	1.6%	1.6%	1.6%	1.7%
					净资产收益率 ROE	5.8%	5.4%	5.4%	5.4%
					偿债能力				
					流动比率	1.07	1.10	1.13	1.16
					速动比率	0.87	0.96	0.99	1.03
					现金比率	0.29	0.34	0.34	0.37
					资产负债率	66.0%	64.2%	63.2%	62.1%
					经营效率				
					总资产周转率	0.75	0.79	0.79	0.77
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.38	1.40	1.50	1.63
					每股净资产	23.90	25.82	27.87	30.07
					每股经营现金流	0.81	3.70	2.09	3.02
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
					估值分析				
					PE	10.85	10.71	9.95	9.21
					PB	0.60	0.58	0.54	0.50

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。