

上汽集团 (600104)

合资承压自主亮眼，2024 年经营值得期待

行业：汽车/乘用车
 投资评级：买入（首次）
 当前价格：15.29 元
 目标价格：20.30 元

事件：

3 月 29 日，上汽集团发布 2023 年年报，公司 2023 年实现营业收入 7447 亿元，同比增长 0.09%，实现归母净利润 141 亿元，同比下降 12%，实现扣非归母净利润 100 亿元，同比增长 12%。

➤ 整车毛利率改善，扣非利润同比增长

2023 年公司实现营业收入 7447 亿元，同比增长 0.09%，实现归母净利润 141 亿元，同比下降 12%，实现扣非归母净利润 100 亿元，同比增长 12%。2023 年公司毛利率为 10.19%，同比+0.58pct，其中整车毛利率为 5.79%，同比+1.25pct，整车毛利率提升带动公司盈利能力向上。2023 年公司销售/管理/研发费用率分别为 4.01%/3.25%/2.47%，同比-0.04/-0.19/+0.04pct，费用率有所改善；公司销售净利率为 2.76%，同比下降 0.4pct，净利率下滑主要系公司 2023 年计提 79.52 亿元减值。

➤ 营业收入逐季提升，合资承压自主表现亮眼

2023 年公司 Q1-Q4 单季度收入分别为 1459/1806/1968/2214 亿元，对应单季整车销量分别为 89/118/131/164 万辆，销量带动收入逐季增长。2023 年公司对联营和合营企业投资收益为 107 亿元，同比下降 1%，主要系上汽大众和上汽通用受行业竞争加剧影响、盈利能力下滑。2023 年自主销量为 278 万辆，占比超 55%，同比提升 2.5pct，其中上汽乘用车销量为 99 万辆，同比+16%，智己汽车销量为 4 万辆，同比+703%，自主逐步撑起公司销量。

➤ 新能源与出口亮眼，2024 年经营值得期待

2023 年公司实现新能源车销量 112 万辆，YOY+5%，实现出口销量 121 万辆，YOY+19%。公司在电动化和智能化方向持续投入研发，900V 碳化硅平台已在智己 LS6 落地、待上市的智己 L6 将搭载行业领先的半固态电池和中央协同运动控制平台（VMC），2024 年上汽零束银河全栈 3.0 智能车解决方案预计分步落地。公司 2024 年销量目标为 545 万辆，电动化和智能化全面推进有望助力公司销量向上。

➤ 盈利预测、估值与评级

基于公司实际销量表现，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 7447/7784/8228 亿元，同比增速分别为 2.55%/4.52%/5.7%，归母净利润分别为 157/172/185 亿元，同比增速分别为 11%/10%/8%，EPS 分别为 1.35/1.49/1.6 元/股，CAGR-3 为 10%。鉴于公司加速新能源转型，持续布局海外市场，并改善合资经营质量，参考可比公司估值，给予公司 2024 年 15 倍 PE，对应目标价 20.3 元，给予“买入”评级。

风险提示：终端需求下行风险；新能源车型销量不及预期风险；海外销量不及预期风险。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	11,575.30/11,575.30
流通 A 股市值(百万元)	176,986.33
每股净资产(元)	24.51
资产负债率(%)	65.94
一年内最高/最低(元)	15.65/12.92

股价相对走势



作者

分析师：高登
 执业证书编号：S0590523110004
 邮箱：gaodeng@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	720988	726199	744705	778370	822763
增长率(%)	-5.12%	0.72%	2.55%	4.52%	5.70%
EBITDA(百万元)	45402	46584	56442	57857	58317
归母净利润(百万元)	16118	14106	15679	17196	18524
增长率(%)	-34.30%	-12.48%	11.15%	9.68%	7.72%
EPS(元/股)	1.39	1.22	1.35	1.49	1.60
市盈率(P/E)	11.0	12.5	11.3	10.3	9.6
市净率(P/B)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	0.9	1.8	1.4	1.1	0.7

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 04 月 02 日收盘价

相关报告

1、《上汽集团 (600104)：2 月销量短期承压，新能源继续高增长》2024.03.11
 2、《上汽集团 (600104)：1 月零售销量开门红，自主品牌表现亮眼》2024.02.18

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	155157	143636	112135	122013	134557	营业收入	720988	726199	744705	778370	822763
应收账款+票据	80339	93830	80384	84018	88810	营业成本	651701	652207	652207	684872	724024
预付账款	22177	26663	24157	25249	26689	营业税金及附加	5289	4964	5585	5838	6171
存货	88535	98604	80332	84355	89177	营业费用	30175	29879	30161	31524	33322
其他	235958	256875	252752	261798	273727	管理费用	43672	42606	43193	43200	45663
流动资产合计	582165	619609	549760	577432	612960	财务费用	-764	-157	3653	1796	823
长期股权投资	64645	66701	74701	82701	90201	资产减值损失	-1458	-4447	-4560	-4767	-5038
固定资产	89836	94304	82499	71854	61931	公允价值变动收益	-77	974	0	0	0
在建工程	15736	13828	24023	27552	27747	投资净收益	14703	14949	11000	10800	10000
无形资产	18923	20838	14964	8990	2917	其他	21940	17761	11001	12838	14624
其他非流动资产	218802	191371	188617	185863	184720	营业利润	26022	25937	27346	30013	32346
非流动资产合计	407942	387042	384804	376960	367516	营业外净收益	2049	36	204	204	204
资产总计	990107	1006650	934564	954392	980476	利润总额	28071	25973	27550	30217	32550
短期借款	38337	44921	0	0	0	所得税	5228	5913	5484	6015	6479
应付账款+票据	244281	264703	232739	244395	258366	净利润	22843	20060	22066	24202	26070
其他	261356	237817	241737	248524	256912	少数股东损益	6725	5954	6388	7006	7547
流动负债合计	543975	547440	474475	492918	515278	归属于母公司净利润	16118	14106	15679	17196	18524
长期带息负债	60425	73544	55284	35678	16791						
长期应付款	890	1067	1067	1067	1067						
其他	48518	41692	41692	41692	41692						
非流动负债合计	109832	116303	98042	78437	59550						
负债合计	653807	663743	572518	571356	574828						
少数股东权益	57067	56588	62976	69982	77529	成长能力					
股本	11683	11683	11575	11575	11575	营业收入	-5.12%	0.72%	2.55%	4.52%	5.70%
资本公积	57896	57445	57553	57553	57553	EBIT	-35.17%	-5.46%	20.87%	2.59%	4.25%
留存收益	209654	217190	229941	243926	258991	EBITDA	-23.91%	2.60%	21.16%	2.51%	0.80%
股东权益合计	336300	342907	362046	383037	405648	归属于母公司净利润	-34.30%	-12.48%	11.15%	9.68%	7.72%
负债和股东权益总计	990107	1006650	934564	954392	980476	获利能力					
						毛利率	9.61%	10.19%	12.42%	12.01%	12.00%
						净利率	3.17%	2.76%	2.96%	3.11%	3.17%
						ROE	5.77%	4.93%	5.24%	5.49%	5.65%
						ROIC	10.19%	11.19%	11.33%	12.25%	13.11%
						偿债能力					
						资产负债率	66.03%	65.94%	61.26%	59.87%	58.63%
						流动比率	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2
						速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
						营运能力					
						应收账款周转率	9.7	8.6	10.1	10.1	10.1
						存货周转率	7.4	6.6	8.1	8.1	8.1
						总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
						每股指标(元)					
						每股收益	1.4	1.2	1.4	1.5	1.6
						每股经营现金流	0.8	3.6	4.4	3.8	3.8
						每股净资产	24.1	24.7	25.8	27.0	28.3
						估值比率					
						市盈率	11.0	12.5	11.3	10.3	9.6
						市净率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
						EV/EBITDA	0.9	1.8	1.4	1.1	0.7
						EV/EBIT	1.4	3.3	2.6	1.9	1.3

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 04 月 02 日收盘价

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼