

## 合资导致业绩承压 自主新能源转型加速

2024年09月01日

➤ **事件:** 公司发布 2024 年半年报: 2024H1 公司总营收为 2,846.9 亿元, 同比-12.8%; 归母净利润 66.3 亿元, 同比-6.5%; 扣非归母净利润 10.2 亿元, 同比-82.0%。2024Q2 公司总营收为 1,381.0 亿元, 同比-21.4%, 环比-0.6%; 归母净利润 39.1 亿元, 同比-9.0%, 环比+44.2%; 扣非归母净利润-11.0 亿元, 同比-131.4%, 环比-151.9%。

➤ **营收环比稳定 ASP 小幅下降。收入端,** 2024Q2 公司总营收为 1,381.0 亿元, 同比-21.4%, 环比-0.6%; 2024Q2 上市公司集团销量 99.3 万辆, 同比-15.9%, 环比+19.0%, 收入增速低于销量增速主要受终端折扣放大、单车收入下降影响; **ASP:** 2024Q2 单车 ASP 为 9.5 万元, 同比-6.4%, 环比-16.5%。**毛利端,** 2024Q2 毛利率 8.2%, 同比-1.3pct, 环比-0.6pct, 毛利率同环比下滑主要原因为竞争加剧下价格竞争激烈。**费用端,** 2024Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别 4.4%/3.3%/2.7%/0.2%, 环比+0.6/-0.1/-0.1/-0.5pct。

➤ **上汽通用影响盈利 整体业绩承压。投资收益:** 2024Q2 公司投资净收益为 57.3 亿元, 其中对联营/合营企业的投资收益 0.04 亿元, 同比/环比分别-22.9/-22.0 亿元, 主要受通用亏损影响。2024H1 大众单车净利 0.17 万元, 同比/环比分别+0.06/-0.20 万元; 上汽通用单车亏损 1.0 万元, 同比/环比分别-1.13/-1.37 万元。此外 MG 印度引入印度本土投资者, 通过股权转让、增资扩股获得非经常投资收益 51.3 亿元。**利润端,** 2024Q2 归母净利润 39.1 亿元, 同比-9.0pct, 环比+44.2pct; 扣非归母净利润-11.0 亿元, 同比-131.4%, 环比-151.9%, 扣非利润下滑主要受上汽通用、上汽通用销售公司业绩下滑影响, 其他非经常损益来非流动性资产处置损益、政府补助等。

➤ **产销结构优化 新能源转型加速。** 2024H1, 上汽集团努力激活消费需求, 着力抓好终端零售, 上半年批比售高出近 30 万辆, 渠道库存压力得到缓解; 同时相继推出智己 L6、荣威 D5X、别克 GL8 插混等多款新能源重磅产品, 1-6 月份上汽新能源汽车终端交付量达 52.4 万辆, 同比增长 29.9%。近期, 五菱星光 S (纯电+插混轿车) 正式上市, 插混版定价 9.98-11.98 万元, 纯电版定价 11.98-12.98 万元; 2024 年 8 月 30 日, 智己汽车于成都车展正式发布首款同时配备「灵蜥」数字底盘和“智慧四轮转向系统”的 SUV 车型-“全新智己 LS6”, 预售权益价 22.99 万-29.99 万元, 看好公司后续新能源转型加速。

➤ **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, 调整盈利预测, 预计 2024-2026 年收入 7,067/7,385/7,799 亿元, 归母净利润 141.3/153.0/172.2 亿元, 对应 EPS 1.22/1.32/1.49 元, 对应 2024 年 8 月 29 日 12.55 元/股的收盘价, PE 分别 10/9/8 倍, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 合资品牌下行风险; 乘用车、新能源转型、海外扩张不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	744,705	706,725	738,528	779,885
增长率 (%)	0.1	-5.1	4.5	5.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	14,106	14,134	15,297	17,224
增长率 (%)	-12.5	0.2	8.2	12.6
每股收益 (元)	1.22	1.22	1.32	1.49
PE	10	10	9	8
PB	0.5	0.5	0.5	0.5

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 8 月 29 日收盘价)

### 推荐

### 维持评级

### 当前价格:

### 12.56 元



分析师 崔琰

执业证书: S0100523110002

邮箱: cuiyan@mszq.com

### 相关研究

- 1.上汽集团 (600104.SH) 系列点评一: 自主新能源表现亮眼 2024 加速向新-2024/01/08
- 2.上汽集团 (600104.SH) 系列点评二: 1月零售表现较好 星光、荣威混动表现亮眼-2024/02/09
- 3.上汽集团 (600104.SH) 系列点评四: 利润相对稳健 出海持续向上-2024/03/31

## 公司财务报表数据预测汇总

单位: 亿元	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
<b>营业收入 (亿元)</b>	<b>1,406.6</b>	<b>1,757.5</b>	<b>1,915.6</b>	<b>2,182.3</b>	<b>1,389.8</b>	<b>1,381.0</b>
同比	-20.4%	37.0%	-6.7%	3.5%	-1.2%	-21.4%
环比	-33.3%	25.0%	9.0%	13.9%	-36.3%	-0.6%
汽车业务收入	955.1	1193.4	1300.7	1481.8	945.1	939.1
<b>上汽集团销量 (万辆)</b>	<b>89.1</b>	<b>118.0</b>	<b>128.0</b>	<b>161.1</b>	<b>83.4</b>	<b>99.3</b>
同比	-25.3%	19.3%	-15.2%	7.4%	-6.4%	-15.9%
环比	-40.6%	32.5%	8.4%	25.9%	-48.2%	19.0%
上汽大众 (万辆)	22.6	27.7	32.9	38.3	24.8	26.4
上汽通用 (万辆)	18.6	26.5	27.3	27.7	11.2	11.4
上汽通用五菱 (万辆)	19.3	32.8	36.6	51.7	22.4	34.6
上汽乘用车 (万辆)	19.6	21.4	24.0	33.6	16.3	17.2
上汽大通 (万辆)	5.2	5.4	5.6	6.5	4.8	4.8
智己汽车 (万辆)	0.4	0.6	0.5	2.3	1.0	1.2
其他 (万辆)	3.4	3.6	1.0	1.2	3.0	3.6
新能源 (万辆)	14.2	23.0	27.7	47.4	21.0	25.1
出口及海外基地 (万辆)	25.7	27.6	30.4	37.0	22.7	26.1
<b>ASP (万元)</b>	<b>10.7</b>	<b>10.1</b>	<b>10.2</b>	<b>9.2</b>	<b>11.3</b>	<b>9.5</b>
<b>营业成本 (亿元)</b>	<b>1268.26</b>	<b>1589.80</b>	<b>1715.40</b>	<b>1948.61</b>	<b>1266.96</b>	<b>1267.65</b>
毛利 (亿元)	138.31	167.72	200.21	233.68	122.88	113.36
<b>毛利率</b>	<b>9.8%</b>	<b>9.5%</b>	<b>10.5%</b>	<b>10.7%</b>	<b>8.8%</b>	<b>8.2%</b>
销售费用 (亿元)	57.80	69.00	78.69	93.30	53.38	60.74
销售费用率	4.1%	3.9%	4.1%	4.3%	3.8%	4.4%
管理费用 (亿元)	55.15	53.74	58.77	74.74	48.06	45.89
管理费用率	3.9%	3.1%	3.1%	3.4%	3.5%	3.3%
研发费用 (亿元)	38.13	41.41	42.93	61.19	39.51	37.24
研发费用率	2.7%	2.4%	2.2%	2.8%	2.8%	2.7%
财务费用 (亿元)	3.00	-4.22	3.15	-3.50	9.58	2.91
财务费用率	0.2%	-0.2%	0.2%	-0.2%	0.7%	0.2%
<b>期间费用率合计</b>	<b>11.0%</b>	<b>9.1%</b>	<b>9.6%</b>	<b>10.3%</b>	<b>10.8%</b>	<b>10.6%</b>
毛利-费用 (亿元)	-15.77	7.78	16.67	7.95	-27.64	-33.41
<b>其他收益 (亿元)</b>	<b>6.5</b>	<b>13.4</b>	<b>4.2</b>	<b>17.2</b>	<b>7.7</b>	<b>11.1</b>
<b>投资净收益 (亿元)</b>	<b>30.5</b>	<b>31.9</b>	<b>46.0</b>	<b>41.1</b>	<b>27.5</b>	<b>57.3</b>
<b>其中: 对联营/合营企业的投资收益 (亿元)</b>	<b>22.7</b>	<b>22.9</b>	<b>28.1</b>	<b>33.5</b>	<b>22.0</b>	<b>0.0</b>
<b>营业利润 (亿元)</b>	<b>55.78</b>	<b>80.09</b>	<b>81.79</b>	<b>41.71</b>	<b>31.66</b>	<b>54.74</b>
营业外收入 (亿元)	2.13	0.45	0.76	1.89	2.77	1.13
营业外支出 (亿元)	0.12	0.49	0.53	3.74	0.53	1.96
利润总额 (亿元)	57.79	80.06	82.03	39.86	33.91	53.90

所得税 (亿元)	16.52	19.06	16.99	6.56	5.37	8.06
<b>归母净利润 (亿元)</b>	27.83	43.02	43.22	26.99	27.14	39.14
同比	-49.5%	208.6%	-24.7%	-22.2%	-2.5%	-9.0%
环比	-19.8%	54.6%	0.5%	-37.6%	0.6%	44.2%
<b>归母净利率</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.3%</b>	<b>1.2%</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.8%</b>
同比	-1.1%	1.4%	-0.5%	-0.4%	0.0%	0.4%
环比	<b>0.3%</b>	<b>0.5%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.9%</b>
<b>扣非归母净利润 (亿元)</b>	21.63	35.06	38.02	5.73	21.21	-11.00
同比	-56.3%	203.5%	-16.1%	-134.8%	-2.0%	-131.4%
环比	-231.1%	62.1%	8.5%	-84.9%	269.9%	-151.9%
<b>扣非归母净利率</b>	1.5%	2.0%	2.0%	0.3%	1.5%	-0.8%

上汽大众单体	2023H1	2023H2	2024H1
营业收入 (亿元)	536.3	866.4	650.1
ASP (万元)	10.7	12.2	12.7
归母净利润 (亿元)	5.3	26.0	8.6
单车净利 (万元)	0.11	0.37	0.17
上汽通用单体单位	2023H1	2023H2	2024H1
营业收入 (亿元)	620.5	832.4	320.0
ASP (万元)	13.7	15.1	14.2
归母净利润 (亿元)	5.3	20.1	-22.7
单车净利 (万元)	0.12	0.37	-1.01

资料来源：公司公告，民生证券研究院

备注：汽车业务收入按照全年汽车业务占比\*当季度总收入折算

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	744,705	706,725	738,528	779,885
营业成本	654,896	631,106	658,619	694,098
营业税金及附加	4,964	4,240	4,431	4,679
销售费用	29,879	26,502	28,064	29,246
管理费用	24,240	21,202	22,156	23,397
研发费用	18,365	16,961	17,725	18,717
EBIT	10,702	9,212	10,143	12,505
财务费用	-157	892	640	668
资产减值损失	-4,447	-1,649	-1,608	-1,631
投资收益	14,949	16,961	17,725	18,717
营业利润	25,937	24,338	26,358	29,703
营业外收支	36	200	200	200
利润总额	25,973	24,538	26,558	29,903
所得税	5,913	4,908	5,312	5,981
净利润	20,060	19,631	21,246	23,922
归属于母公司净利润	14,106	14,134	15,297	17,224
EBITDA	31,617	32,023	37,071	42,018

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	143,636	165,811	169,147	172,123
应收账款及票据	77,113	61,669	64,748	68,587
预付款项	26,663	20,826	21,734	22,905
存货	98,604	82,679	86,232	94,654
其他流动资产	273,593	250,498	254,649	259,145
流动资产合计	619,609	581,484	596,509	617,415
长期股权投资	66,701	61,367	60,140	58,937
固定资产	83,891	89,231	92,318	95,030
无形资产	20,838	23,597	25,185	26,217
非流动资产合计	387,042	367,547	368,903	369,815
资产合计	1,006,650	949,031	965,412	987,229
短期借款	44,921	45,921	46,421	46,921
应付账款及票据	264,703	242,068	241,794	241,508
其他流动负债	237,817	193,400	195,548	198,819
流动负债合计	547,440	481,389	483,764	487,248
长期借款	51,455	50,947	50,947	50,947
其他长期负债	64,848	60,520	57,520	56,520
非流动负债合计	116,303	111,467	108,467	107,467
负债合计	663,743	592,856	592,231	594,715
股本	11,683	11,575	11,575	11,575
少数股东权益	56,588	62,085	68,034	74,732
股东权益合计	342,907	356,176	373,181	392,514
负债和股东权益合计	1,006,650	949,031	965,412	987,229

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	0.09	-5.10	4.50	5.60
EBIT 增长率	17.73	-13.93	10.11	23.28
净利润增长率	-12.48	0.20	8.23	12.60
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	10.19	10.70	10.82	11.00
净利润率	1.94	2.00	2.07	2.21
总资产收益率 ROA	1.40	1.49	1.58	1.74
净资产收益率 ROE	4.93	4.81	5.01	5.42
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.13	1.21	1.23	1.27
速动比率	0.55	0.64	0.66	0.68
现金比率	0.26	0.34	0.35	0.35
资产负债率 (%)	65.94	62.47	61.34	60.24
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	34.19	30.00	30.00	30.00
存货周转天数	55.18	48.00	48.00	50.00
总资产周转率	0.73	0.72	0.77	0.80
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.22	1.22	1.32	1.49
每股净资产	24.74	25.41	26.36	27.45
每股经营现金流	3.66	2.74	2.44	2.36
每股股利	0.37	0.37	0.40	0.45
<b>估值分析</b>				
PE	10	10	9	8
PB	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	4.14	4.09	3.53	3.12
股息收益率 (%)	2.95	2.92	3.16	3.56

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	20,060	19,631	21,246	23,922
折旧和摊销	20,914	22,811	26,928	29,513
营运资金变动	10,470	-832	-9,017	-14,295
经营活动现金流	42,334	31,727	28,253	27,345
资本开支	-19,031	-22,894	-22,969	-26,545
投资	-40,491	-3,979	-6,000	-4,500
投资活动现金流	-42,234	15,362	-11,245	-12,328
股权募资	247	-984	0	0
债务募资	7,770	-12,592	-2,500	-500
筹资活动现金流	-10,058	-24,914	-13,673	-12,041
现金净流量	-9,254	22,175	3,335	2,977

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026