

合资品牌盈利承压，自主新能源拓展海外市场

核心观点

- 业绩符合预期。**公司上半年营业收入 2770.86 亿元，同比下降 12.4%；归母净利润 66.28 亿元，同比下降 6.5%；扣非归母净利润 10.20 亿元，同比下降 82.0%。2 季度营业收入 1381.02 亿元，同比下降 21.4%，环比下降 0.6%；归母净利润 39.14 亿元，同比下降 9.0%，环比增长 44.2%；扣非归母净利润 -11.00 亿元，同比下降 131.4%，环比下降 151.9%。
- 毛利率及费用率承压，现金流大幅改善。**上半年毛利率 8.5%，同比下降 1.1 个百分点；2 季度毛利率 8.2%，同比下降 1.3 个百分点，环比下降 0.6 个百分点，毛利率下降预计主要系燃油车销量承压、行业价格竞争加剧等所致。上半年期间费用率 10.7%，同比提升 0.8 个百分点，其中研发费用率提升 0.3 个百分点，财务费用率同比提升 0.5 个百分点，主要系汇兑收益减少所致（上半年汇兑损失 6.70 亿元，去年同期为汇兑收益 7.44 亿元）。上半年经营活动现金流净额 113.17 亿元，同比增长 64.2%，主要系财务公司调整贷款规模、优化存款结构所致。
- 上汽通用销量承压影响投资收益，合资品牌结构转型持续推进。**2 季度投资收益 57.27 亿元，同比增长 79.5%，环比增长 108.0%，投资收益增加主要系子公司 MGI 通过股权转让和增资扩股方式引入印度本土投资者，对公司增利 51.3 亿元；2 季度对联营合营企业投资收益 0.04 亿元，去年同期为 22.89 亿元，今年 1 季度为 22.03 亿元。上汽大众上半年归母净利润 8.65 亿元，同比增长 61.9%；上汽通用上半年归母净利润 -22.75 亿元，去年同期为 5.28 亿元。2 季度上汽大众/上汽通用分别实现销量 26.40/11.41 万辆，同比分别下降 4.7%/57.0%，环比分别增长 6.4%/2.3%。公司紧抓终端零售，通过市场促销、金融优惠、营销创新等措施刺激消费需求，上半年零售销量高出批发销量近 30 万辆；继续推进合资品牌新能源转型，大众 ID 系列维持良好销量表现，别克 GL8 陆尊 PHEV 上市后 72 小时订单破万，助力别克 GL8 重回 MPV 周销量冠军。随着渠道库存压力逐步出清，别克 GL8 PHEV、凯迪拉克 XT5 等多款重点车型上市交付，期待下半年合资品牌边际改善。
- 下半年将开启自主新能源新品周期，深耕海外市场应对挑战。**2 季度上汽乘用车销量 17.23 万辆，同比下降 19.6%，环比增长 6.0%；2 季度集团新能源销量 25.09 万辆，同比增长 9.1%，环比增长 15.2%。公司加大新能源市场开拓力度，上半年推出荣威 D5X、智己 L6 等多款重点车型，下半年新智己 LS6/LS7、荣威 iMAX8 DMH、MG HS DMH、五菱星光 S 等重磅新能源新品亦将陆续上市。2 季度出口销量 26.12 万辆，同比下降 5.5%，环比增长 15.2%。下半年公司将向海外市场投放新 MG HS/eHS、MG ZS HEV 等新车型，巩固西欧、南美等基盘市场，加快东欧等新兴市场开拓；同时积极应对欧盟反补贴调查，欧洲选址建厂工作亦在加快推进。

盈利预测与投资建议

- 调整收入、毛利率及投资收益预测等，预测 2024-2026 年 EPS 分别为 1.21、1.22、1.34 元（原 1.27、1.44、1.58 元），可比公司 25 年 PE 平均估值 13 倍，目标价 15.86 元，维持买入评级。

风险提示

上汽乘用车销量低于预期、上汽大众、上汽通用销量低于预期、行业价格战加剧、海外贸易保护政策影响出口风险。

公司主要财务信息

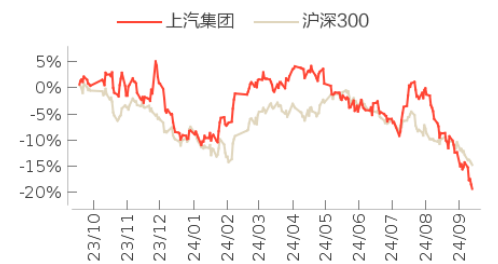
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	720,988	726,199	738,063	770,275	804,845
同比增长(%)	-5.1%	0.7%	1.6%	4.4%	4.5%
营业利润(百万元)	26,022	25,937	23,186	23,376	25,722
同比增长(%)	-37.2%	-0.3%	-10.6%	0.8%	10.0%
归属母公司净利润(百万元)	16,118	14,106	13,974	14,087	15,483
同比增长(%)	-34.3%	-12.5%	-0.9%	0.8%	9.9%
每股收益(元)	1.39	1.22	1.21	1.22	1.34
毛利率(%)	9.6%	10.2%	10.4%	10.7%	11.0%
净利率(%)	2.2%	1.9%	1.9%	1.8%	1.9%
净资产收益率(%)	5.8%	5.0%	4.7%	4.5%	4.8%
市盈率	8.3	9.5	9.6	9.5	8.6
市净率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年09月13日）	11.55 元
目标价格	15.86 元
52 周最高价/最低价	15.34/11.49 元
总股本/流通 A 股（万股）	1,157,530/1,157,530
A 股市值（百万元）	133,695
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2024 年 09 月 17 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-5.94	-12.99	-14.99	-20.19
相对表现%	-3.71	-7.74	-4.59	-4.74
沪深 300%	-2.23	-5.25	-10.4	-15.45



证券分析师

姜雪晴	jiangxueqing@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860512060001
袁俊轩	yuanjunxuan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523070005

相关报告

业绩符合预期，自主新能源及出海推动自主整体销量规模提升	2024-04-07
与奥迪签署合作谅解备忘录，彰显公司智能网联电动车技术实力	2023-07-29
业绩符合预期，3 季度盈利环比改善明显	2022-11-06

表 1：可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元) 2024年9月13日	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
广汽集团	601238	7.15	0.43	0.43	0.48	0.54	16.73	16.80	14.89	13.34
华域汽车	600741	15.59	2.29	2.27	2.48	2.71	6.81	6.86	6.30	5.75
长安汽车	000625	11.65	1.14	0.83	1.06	1.25	10.20	14.10	11.03	9.32
长城汽车	601633	23.13	0.82	1.43	1.73	2.00	28.14	16.20	13.40	11.54
比亚迪	002594	254.99	10.33	12.85	16.38	20.03	24.69	19.84	15.57	12.73
调整后平均							17.21	15.70	13.11	11.20

数据来源：Wind、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	155,157	143,636	147,613	236,196	258,586	营业收入	720,988	726,199	738,063	770,275	804,845
应收票据、账款及款项融资	80,339	93,830	70,854	58,541	61,168	营业成本	651,701	652,207	661,190	687,780	716,646
预付账款	22,177	26,663	44,284	32,730	37,347	营业税金及附加	5,289	4,964	5,166	5,392	5,634
存货	88,535	98,604	72,731	68,778	71,665	营业费用	30,175	29,879	29,523	30,811	32,194
其他	235,958	256,875	260,238	257,174	262,480	管理费用及研发费用	43,672	42,606	40,593	42,365	44,266
流动资产合计	582,165	619,609	595,719	653,419	691,245	财务费用	(764)	(157)	893	309	297
长期股权投资	64,645	66,701	66,701	66,701	66,701	资产、信用减值损失	3,541	7,952	2,506	584	722
固定资产	79,240	83,891	96,100	96,699	94,125	公允价值变动收益	(77)	974	800	800	800
在建工程	15,736	13,828	13,186	12,865	11,520	投资净收益	14,703	14,949	19,194	14,542	14,836
无形资产	18,923	20,838	19,796	18,754	17,712	其他	24,023	21,266	5,000	5,000	5,000
其他	229,398	201,783	210,897	212,403	206,199	营业利润	26,022	25,937	23,186	23,376	25,722
非流动资产合计	407,942	387,042	406,680	407,422	396,258	营业外收入	2,163	524	500	500	500
资产总计	990,107	1,006,650	1,002,399	1,060,842	1,087,503	营业外支出	114	488	200	200	200
短期借款	38,337	44,921	40,554	40,098	40,685	利润总额	28,071	25,973	23,486	23,676	26,022
应付票据及应付账款	244,281	264,703	198,357	250,052	257,854	所得税	5,228	5,913	3,523	3,551	3,903
其他	261,356	237,817	258,135	252,380	249,541	净利润	22,843	20,060	19,963	20,125	22,119
流动负债合计	543,975	547,440	497,045	542,530	548,080	少数股东损益	6,725	5,954	5,989	6,037	6,636
长期借款	34,555	51,455	51,455	51,455	51,455	归属于母公司净利润	16,118	14,106	13,974	14,087	15,483
应付债券	15,122	11,424	26,492	23,492	23,492	每股收益(元)	1.39	1.22	1.21	1.22	1.34
其他	60,155	53,424	60,671	59,096	60,215						
非流动负债合计	109,832	116,303	138,618	134,043	135,162	主要财务比率					
负债合计	653,807	663,743	635,663	676,573	683,243		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	57,067	56,588	62,577	68,615	75,250	成长能力					
实收资本(或股本)	11,683	11,683	11,575	11,575	11,575	营业收入	-5.1%	0.7%	1.6%	4.4%	4.5%
资本公积	54,149	53,439	55,305	55,305	55,305	营业利润	-37.2%	-0.3%	-10.6%	0.8%	10.0%
留存收益	197,750	208,314	217,977	227,873	239,129	归属于母公司净利润	-34.3%	-12.5%	-0.9%	0.8%	9.9%
其他	15,651	12,882	19,300	20,900	23,000	获利能力					
股东权益合计	336,300	342,907	366,736	384,268	404,261	毛利率	9.6%	10.2%	10.4%	10.7%	11.0%
负债和股东权益总计	990,107	1,006,650	1,002,399	1,060,842	1,087,503	净利率	2.2%	1.9%	1.9%	1.8%	1.9%
						ROE	5.8%	5.0%	4.7%	4.5%	4.8%
						ROIC	4.6%	4.2%	4.1%	3.8%	4.1%
						偿债能力					
						资产负债率	66.0%	65.9%	63.4%	63.8%	62.8%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.5%	0.0%	0.0%
						流动比率	1.07	1.13	1.20	1.20	1.26
						速动比率	0.90	0.95	1.03	1.05	1.11
						营运能力					
						应收账款周转率	13.1	11.1	14.1	20.4	20.4
						存货周转率	8.6	6.8	7.2	8.3	8.6
						总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
						每股指标(元)					
						每股收益	1.39	1.22	1.21	1.22	1.34
						每股经营现金流	0.81	3.62	0.25	7.87	1.56
						每股净资产	24.12	24.74	26.28	27.27	28.42
						估值比率					
						市盈率	8.3	9.5	9.6	9.5	8.6
						市净率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
						EV/EBITDA	-1.8	-1.7	-2.0	-1.9	-1.7
						EV/EBIT	-2.8	-2.8	-3.0	-3.0	-2.7

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。