

24Q3: 合资亏损收窄 自主新能源转型加速

2024年11月01日

➤ **事件:** 公司发布 2024 年三季度报告: 2024Q1-3 公司总营收为 4,304.8 亿元, 同比-17.7%; 归母净利润 69.1 亿元, 同比-39.5%; 扣非归母净利润 10.5 亿元, 同比-88.9%。2024Q3 公司总营收为 1,458.0 亿元, 同比-25.9%, 环比+3.0%; 归母净利润 2.80 亿元, 同比-93.5%, 环比-92.9%; 扣非归母净利润 0.29 亿元, 同比-99.2%, 环比-102.7%。

➤ **营收环比稳定 ASP 小幅下降。收入端,** 2024Q3 公司总营收为 1,458.0 亿元, 同比-25.9%, 环比+3.0%; 2024Q3 上市公司集团销量 82.2 万辆, 同比-35.7%, 环比-17.2%, 收入增速高于销量增速主要是 1) 上汽产品结构改善 ASP 提升; 2) 华域汽车 Q3 营收增加。**ASP:** 2024Q3 单车 ASP 为 12.1 万元, 同比+15.4%, 环比+24.3%, ASP 提升主要受售价偏高的新能源产品占比提升驱动。

➤ **上汽通用影响盈利 整体业绩承压。毛利端:** 2024Q3 毛利率 9.6%, 同比-0.8pct, 环比+1.4pct, 毛利率同比下滑主要原因为竞争加剧下价格竞争激烈, 环比提升主要受益供应链降本。**费用端,** 2024Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别 4.7%/3.8%/2.6%/0.4%, 环比+0.4/+0.5/+0.0/+0.2pct。**投资收益:** 2024Q3 公司投资净收益为 17.9 亿元, 其中对联营/合营企业的投资收益 10.6 亿元, 同比/环比分别-17.5 / +10.6 亿元, 改善主因为大众经营结构改善。**利润端,** 2024Q3 归母净利润 2.80 亿元, 同比-93.5%, 环比-92.9%; 扣非归母净利润 0.29 亿元, 同比-99.2%, 环比扭亏, 受益毛利提升和大众经营结构改善。

➤ **产销结构优化 新能源转型加速。** 2024Q1-3 实现整车批售 265 万辆, 零售销量达到 323 万辆, 通过着力抓好市场终端高品质交付, 产业链、供应链压力得到有效缓解, 渠道库存压力得到缓解; 随着第四季度进入汽车市场传统销售旺季, 国庆黄金周期间上汽旗下各企业订单需求持续增长。其中, 智己 LS6 订单超过 8000 台; 上汽乘用车荣威、MG 订单同比增长超过 20%, 后续上汽整车产销回升势头将进一步增强。9 月 26 日, 智己 LS6 正式上市, 新车售价 21.69-27.99 万元, 与老款车型相, 新款 LS6 标配了搭载后轮转向系统的灵蜥数字底盘, 实现了“原地掉头”的功能, 并且无图 NOA 功能已经覆盖全国; 10 月 26 日消息, 智己汽车宣布, 全新智己 LS6 上市 30 天锁单量突破 33,000 台, 需求向上, 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 6,769/7,074/7,470 亿元, 归母净利润 104.4/129.0/146.3 亿元, 对应 EPS 0.90/1.11/1.26 元, 对应 2024 年 10 月 31 日 12.87 元/股的收盘价, PE 分别 15/12/10 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; 欧盟关税对出口销量及利润可能产生影响。

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	676,937	707,399	747,013
增长率 (%)	0.1	-9.1	4.5	5.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	14,106	10,437	12,896	14,633
增长率 (%)	-12.5	-26.0	23.6	13.5
每股收益 (元)	1.22	0.90	1.11	1.26
PE	11	15	12	10
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 10 月 31 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

12.87 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

表1: 上汽集团核心财务数据

单位: 亿元	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
营业收入 (亿元)	1,459.2	1,806.4	1,967.9	2,213.6	1,430.7	1,416.1	1,458.0
同比 (%)	-17.5%	40.9%	-4.1%	5.0%	-1.9%	-21.6%	-25.9%
环比 (%)	-30.8%	23.8%	8.9%	12.5%	-35.4%	-1.0%	3.0%
分业务收入 (亿元)							
汽车业务收入 (亿元, 按照全年汽车业务占比折算)	990.8	1226.5	1336.2	1503.1	972.9	963.0	991.4
销量 (万辆)							
上汽集团销量	89.1	118.0	128.0	161.1	83.4	99.3	82.2
同比 (%)	-25.3%	19.3%	-15.2%	7.4%	-6.4%	-15.9%	-35.7%
环比 (%)	-40.6%	32.5%	8.4%	25.9%	-48.2%	19.0%	-17.2%
上汽大众	22.6	27.7	32.9	38.3	24.8	26.4	26.0
上汽通用	18.6	26.5	27.3	27.7	11.2	11.4	5.3
上汽通用五菱	19.3	32.8	36.6	51.7	22.4	34.6	27.0
上汽乘用车	19.6	21.4	24.0	33.6	16.3	17.2	14.6
上汽大通	5.2	5.4	5.6	6.5	4.8	4.8	4.5
智己汽车	0.4	0.6	0.5	2.3	1.0	1.2	1.5
其他	3.4	3.6	1.0	1.2	3.0	3.6	3.3
新能源	14.2	23.0	27.7	47.4	21.0	25.1	28.7
出口及海外基地	25.7	27.6	30.4	37.0	22.7	26.1	25.1
ASP (万元)	11.1	10.4	10.4	9.3	11.7	9.7	12.1
同比 (%)	10.7%	18.2%	13.3%	-2.1%	4.9%	-6.6%	15.4%
环比 (%)	16.7%	-6.5%	0.5%	-10.7%	25.0%	-16.8%	24.3%
营业成本 (亿元)	1315.68	1634.00	1762.20	1976.60	1304.22	1299.90	1317.32
毛利 (亿元)	143.48	172.39	205.67	237.04	126.49	116.25	140.64
毛利率 (%)	9.8%	9.5%	10.5%	10.7%	8.8%	8.2%	9.6%
同比 (%)	0.5%	0.0%	0.5%	1.2%	-1.0%	-1.3%	-0.8%
环比 (%)	0.3%	-0.3%	0.9%	0.3%	-1.9%	-0.6%	1.4%
销售费用 (亿元)	57.80	69.00	78.69	93.30	53.38	60.74	68.43
销售费用率 (%)	4.0%	3.8%	4.0%	4.2%	3.7%	4.3%	4.7%
管理费用 (亿元)	55.15	53.74	58.77	74.74	48.06	45.89	54.88
管理费用率 (%)	3.8%	3.0%	3.0%	3.4%	3.4%	3.2%	3.8%
研发费用 (亿元)	38.13	41.41	42.93	61.19	39.51	37.24	38.53
研发费用率 (%)	2.6%	2.3%	2.2%	2.8%	2.8%	2.6%	2.6%
财务费用 (亿元)	3.00	-4.22	3.15	-3.50	9.58	2.91	5.34
财务费用率 (%)	0.2%	-0.2%	0.2%	-0.2%	0.7%	0.2%	0.4%
期间费用率合计 (亿元)	10.6%	8.9%	9.3%	10.2%	10.5%	10.4%	11.5%
毛利-费用 (亿元)	-10.59	12.45	22.14	11.31	-24.03	-30.52	-26.55
其他收益 (亿元)	6.5	13.4	4.2	17.2	7.7	11.1	12.0
投资净收益 (亿元)	30.5	31.9	46.0	41.1	27.5	57.3	17.9

其中：对联营/合营企业的投资收益 (亿元)	22.7	22.9	28.1	33.5	22.0	0.0	10.6
营业利润 (亿元)	55.78	80.09	81.79	41.71	31.66	54.74	21.72
营业外收入 (亿元)	2.13	0.45	0.76	1.89	2.77	1.13	0.84
营业外支出 (亿元)	0.12	0.49	0.53	3.74	0.53	1.96	0.41
利润总额 (亿元)	57.79	80.06	82.03	39.86	33.91	53.90	22.15
所得税 (亿元)	16.52	19.06	16.99	6.56	5.37	8.06	12.19
归母净利润 (亿元)	27.83	43.02	43.22	26.99	27.14	39.14	2.80
同比 (%)	-49.5%	208.6%	-24.7%	-22.2%	-2.5%	-9.0%	-93.5%
环比 (%)	-19.8%	54.6%	0.5%	-37.6%	0.6%	44.2%	-92.9%
归母净利率 (%)	1.9%	2.4%	2.2%	1.2%	1.9%	2.8%	0.2%
同比	-1.2%	1.3%	-0.6%	-0.4%	0.0%	0.4%	-2.0%
环比	0.3%	0.5%	-0.2%	-1.0%	0.7%	0.9%	-2.6%
扣非归母净利润 (亿元)	21.63	35.06	38.02	5.73	21.21	-11.00	0.29
同比 (%)	-56.3%	203.5%	-16.1%	-134.8%	-2.0%	-131.4%	-99.2%
环比 (%)	-231.1%	62.1%	8.5%	-84.9%	269.9%	-151.9%	102.7%
扣非归母净利率 (%)	1.5%	1.9%	1.9%	0.3%	1.5%	-0.8%	0.0%

上汽大众单体	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
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	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
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	676,937	707,399	747,013
营业成本	654,896	613,982	638,074	672,312
营业税金及附加	4,964	4,062	4,244	4,482
销售费用	29,879	25,385	26,881	28,387
管理费用	24,240	20,308	21,222	22,410
研发费用	18,365	16,246	16,978	17,928
EBIT	10,702	700	3,915	5,628
财务费用	-157	1,886	573	478
资产减值损失	-4,447	-307	-369	-414
投资收益	14,949	17,600	16,978	17,928
营业利润	25,937	16,108	19,951	22,664
营业外收支	36	200	200	200
利润总额	25,973	16,308	20,151	22,864
所得税	5,913	3,262	4,030	4,573
净利润	20,060	13,046	16,120	18,291
归属于母公司净利润	14,106	10,437	12,896	14,633
EBITDA	31,617	23,511	30,843	35,142

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	143,636	177,254	185,147	189,336
应收账款及票据	77,113	59,070	62,019	65,696
预付款项	26,663	20,261	21,056	22,186
存货	98,604	80,436	83,542	91,683
其他流动资产	273,593	225,911	227,013	228,446
流动资产合计	619,609	562,932	578,776	597,348
长期股权投资	66,701	63,701	63,701	63,701
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	374,881	374,465	375,079
资产合计	1,006,650	937,813	953,241	972,427
短期借款	44,921	52,101	52,101	52,101
应付账款及票据	264,703	235,500	234,252	233,928
其他流动负债	237,817	177,771	181,457	186,545
流动负债合计	547,440	465,372	467,810	472,574
长期借款	51,455	50,764	50,764	50,764
其他长期负债	64,848	65,898	65,898	65,898
非流动负债合计	116,303	116,662	116,662	116,662
负债合计	663,743	582,034	584,472	589,236
股本	11,683	11,575	11,575	11,575
少数股东权益	56,588	59,198	62,422	66,080
股东权益合计	342,907	355,779	368,768	383,190
负债和股东权益合计	1,006,650	937,813	953,241	972,427

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	0.09	-9.10	4.50	5.60
EBIT 增长率	17.73	-93.46	459.18	43.76
净利润增长率	-12.48	-26.01	23.56	13.47
盈利能力 (%)				
毛利率	10.19	9.30	9.80	10.00
净利润率	1.94	1.54	1.82	1.96
总资产收益率 ROA	1.40	1.11	1.35	1.50
净资产收益率 ROE	4.93	3.52	4.21	4.61
偿债能力				
流动比率	1.13	1.21	1.24	1.26
速动比率	0.55	0.69	0.71	0.73
现金比率	0.26	0.38	0.40	0.40
资产负债率 (%)	65.94	62.06	61.31	60.59
经营效率				
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	0.70	0.75	0.78
每股指标 (元)				
每股收益	1.22	0.90	1.11	1.26
每股净资产	24.74	25.62	26.47	27.40
每股经营现金流	3.66	1.99	2.12	2.10
每股股利	0.37	0.27	0.33	0.38
估值分析				
PE	11	15	12	10
PB	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	4.15	5.59	4.26	3.74
股息收益率 (%)	2.81	2.05	2.54	2.88

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	20,060	13,046	16,120	18,291
折旧和摊销	20,914	22,811	26,928	29,513
营运资金变动	10,470	-2,091	-7,627	-11,874
经营活动现金流	42,334	23,014	24,557	24,258
资本开支	-19,031	-23,601	-23,708	-27,325
投资	-40,491	-19,647	0	0
投资活动现金流	-42,234	18,698	-6,730	-9,396
股权募资	247	-984	0	0
债务募资	7,770	-1,633	0	0
筹资活动现金流	-10,058	-8,094	-9,934	-10,672
现金净流量	-9,254	33,618	7,892	4,190

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
行业评级	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