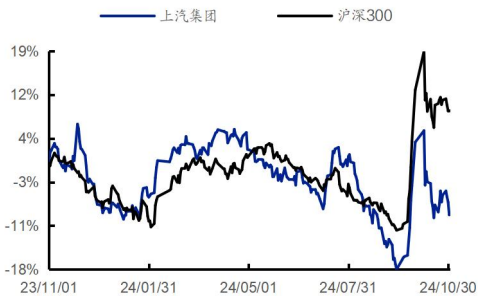


研究所：
 证券分析师：戴畅 S0350523120004
 daic@ghzq.com.cn

智己突破合资承压，海外和新能源稳中向好

——上汽集团（600104）2024年三季度报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
上汽集团	-11.9%	-10.0%	-8.7%
沪深300	-3.2%	13.8%	8.9%

市场数据

市场数据	2024/11/01
当前价格(元)	12.89
52周价格区间(元)	11.49-16.07
总市值(百万)	149,205.61
流通市值(百万)	149,205.61
总股本(万股)	1,157,529.94
流通股本(万股)	1,157,529.94
日均成交额(百万)	388.70
近一月换手(%)	0.34

事件：

上汽集团 2024 年 10 月 30 日发布 2024 年三季度报告：公司 2024 年前三季度实现营业总收入 4304.82 亿元，同比-17.74%。2024 年前三季度实现归母净利润 69.07 亿元，同比-39.45%；扣非后归母净利润 10.50 亿元，同比-88.92%；公司 2024 年前三季度总销量 264.93 万辆，同比-21.56%。

投资要点：

- 2024Q3 经营业绩承压，集团 ASP 同环比向上。** 2024Q3 集团营业总收入 1457.96 亿元，同/环比-25.91%/+2.95%；Q3 归母净利润 2.80 亿元，同/环比-93.53%/-92.86%；Q3 扣非归母净利润 0.29 亿元，同比-99.23%，环比转正。2024Q3 实现毛利 137.52 亿元，同/环比-31.3%/+21.3%；毛利率 9.65%，同/环比-0.8pct/+1.4pct。公司业绩承压主要是由于燃油车市场下滑、价格战激烈所致。2024Q3 集团平均单车营收（ASP）为 17.34 万元，同/环比+2.66/+3.42 万元。2024Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.80%/3.85%/2.70%/0.37%，同比分别+0.69pct/+0.78pct/+0.46pct/+0.21pct，环比分别+0.40pct/+0.53pct/+0.01pct/+0.16pct。
- 2024Q3 合资车系承压，高端自主智己销量提升。** 2024Q3 上汽集团总销量 82.24 万辆，同/环比分别-37.02%/-17.17%，销量减少主要是因为合资车系承压。1) 合资方面：上汽通用、上汽大众等合资品牌销量降幅明显。分品牌看，上汽大众 2024Q3 销量为 26.00 万辆，同/环比-20.98%/-1.52%；上汽通用 2024Q3 销量 5.29 万辆，同/环比-80.64%/-53.62%；上汽通用五菱 Q3 销量为 27.00 万辆，同/环比-26.29%/-21.97%。2024Q3 企业对合联营投资收益为 10.60 亿元，同比-62.31%，环比大幅改善。2) 自主方面：上汽集团自主品牌销量占比持续上升，2024Q3 销量 22.73 万辆，占比达 27.64%，同/环比+2.72pct/+1.96pct。其中，上汽乘用车 2024Q3 销量 14.65 万辆，同/环比-38.90%/-14.99%；智己汽车销量为 1.50 万辆，同/环比+182.18%/+20.79%，智己汽车品牌 9 月交付量超 4500 辆，同比增长超 150%。
- 公司海外业务稳健，自主智能电动转型可期。** 上汽集团海外销量稳健增长，2024Q3 海外销量为 25.13 万辆，同/环比-17.45%/

-3.77%，出海占比 30.56%，同/环比+7.24pct/+4.25pct。上汽集团 MG ZS 等主力车型在西班牙、澳大利亚等地获中国出海单品冠军，MG 品牌 2024 年 1-9 月欧洲累计交付量超 18 万辆。此外，公司深研核心技术赋能产品，电动转型进展顺利。2024Q3 新能源销量 28.70 万辆，同/环比+3.68%/14.39%，新能源占比 34.90%，同/环比+13.70pct/+9.63pct。智能电动技术加持下，自主产品销量表现突出，智己 LS6 搭载全国无图 NOA，自 9 月 26 日上市以来最高日锁单量超 1600 台，荣威 D 系列搭载全新一代 DMH 超级混动系统，9 月销量环比增长 12.6%。预计 2024 年底前，还将有荣威、MG 品牌多款车型上市，有望助力销量增长。

- **盈利预测和投资评级** 公司短期承压，但上汽自主新能源转型阶段性进展顺利，且海外业务保持强劲，我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 6077、6677、7184 亿元，同比增速为-18%、10%、8%；实现归母净利润 89.27、109.25、111.79 亿元，同比增速为-37%、22%、2%；EPS 为 0.77、0.94、0.97 元，对应当前股价的 PE 估值分别为 17、14、13 倍。虽然公司短期内盈利承压，但转型过程仍有所突破，长期看好公司未来发展，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示** 汽车（新能源汽车）销量增速不及预期；公司电动化转型不及预期；公司合资开发新产品不确定性；自主品牌高端化进程不及预期；自主品牌盈利能力不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	744705	607738	667749	718369
增长率(%)	0	-18	10	8
归母净利润（百万元）	14106	8927	10925	11179
增长率(%)	-12	-37	22	2
摊薄每股收益（元）	1.22	0.77	0.94	0.97
ROE(%)	5	3	4	4
P/E	11.04	16.71	13.66	13.35
P/B	0.55	0.51	0.50	0.48
P/S	0.21	0.25	0.22	0.21
EV/EBITDA	5.07	2.88	2.50	2.53

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：上汽集团盈利预测表

证券代码:	600104		股价:	12.89	投资评级:	增持	日期:	2024/11/01	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					每股指标				
ROE	5%	3%	4%	4%	EPS	1.23	0.77	0.94	0.97
毛利率	10%	10%	10%	10%	BVPS	24.51	25.39	25.99	26.61
期间费率	7%	9%	9%	8%	估值				
销售净利率	2%	2%	2%	2%	P/E	11.04	16.71	13.66	13.35
成长能力					P/B	0.55	0.51	0.50	0.48
收入增长率	0%	-18%	10%	8%	P/S	0.21	0.25	0.22	0.21
利润增长率	-12%	-37%	22%	2%					
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产周转率	0.75	0.60	0.63	0.65	营业收入	744705	607738	667749	718369
应收账款周转率	11.09	9.65	11.41	11.27	营业成本	654896	533821	586173	632558
存货周转率	6.97	6.03	7.12	7.04	营业税金及附加	4964	3523	3882	4051
偿债能力					销售费用	29879	27013	30412	32129
资产负债率	66%	65%	66%	67%	管理费用	24240	22315	22647	22351
流动比	1.13	1.28	1.29	1.30	财务费用	-157	2721	2159	2260
速动比	0.55	0.72	0.72	0.69	其他费用/(-收入)	18365	16443	17470	18859
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	25937	15517	19041	19553
现金及现金等价物	190324	290216	314183	325077	营业外净收支	36	200	193	128
应收款项	77113	60247	67159	72216	利润总额	25973	15717	19233	19682
存货净额	98604	77542	86179	92693	所得税费用	5913	3143	3847	3936
其他流动资产	253569	230557	262813	304060	净利润	20060	12573	15387	15745
流动资产合计	619609	658562	730333	794047	少数股东损益	5954	3646	4462	4566
固定资产	83891	84636	82884	83360	归属于母公司净利润	14106	8927	10925	11179
在建工程	13828	11753	9990	8492	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
无形资产及其他	222622	198264	190196	182904	经营活动现金流	42334	-9280	27651	32200
长期股权投资	66701	68701	70701	72701	净利润	14106	8927	10925	11179
资产总计	1006650	1021916	1084105	1141504	少数股东损益	5954	3646	4462	4566
短期借款	44921	94921	114921	134921	折旧摊销	20914	25811	27997	30505
应付款项	264703	209957	232662	250490	公允价值变动	-974	0	0	0
合同负债	21845	18657	20193	21929	营运资金变动	10470	-45236	-14282	-13666
其他流动负债	215972	192783	199345	205433	投资活动现金流	-42234	40526	-11437	-28359
流动负债合计	547440	516318	567120	612773	资本支出	-19031	-23544	-23121	-28185
长期借款及应付债券	62879	93879	93879	93879	长期投资	-40491	3630	-2000	-2000
其他长期负债	53424	57584	57584	57584	其他	17289	60440	13684	1826
长期负债合计	116303	151463	151463	151463	筹资活动现金流	-10058	68241	7753	7053
负债合计	663743	667781	718583	764236	债务融资	7770	75878	20000	20000
股本	11683	11575	11575	11575	权益融资	247	-2792	0	0
股东权益	342907	354136	365522	377268	其它	-18076	-4845	-12247	-12947
负债和股东权益总计	1006650	1021916	1084105	1141504	现金净增加额	-9254	99892	23967	10894

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【汽车小组介绍】

戴畅，首席分析师，上海交通大学本硕，9年汽车卖方工作经验，全行业覆盖，深耕一线，主攻汽车智能化和电动化，善于把握行业周期拐点，技术突破节奏，以及个股经营变化。

吴铭杰，汽车行业分析师，上海财经大学金融专业硕士，2年汽车市场研究经验，擅长发现个股边际变化，从底部挖掘潜力个股，目前主要覆盖汽车热管理及机器人产业链。

王琿，汽车行业分析师，中国人民大学管理学硕士、新加坡管理大学财务分析专业硕士、吉林大学汽车设计专业学士。3年主机厂汽车设计经验，2年汽车市场研究经验。曾任职于一汽汽研负责自主品牌造型设计工作，目前主要覆盖整车及重点主机厂产业链。

【分析师承诺】

戴畅，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。