

研究所
 证券分析师：薛玉虎 S0350521110005
 xueyh@ghzq.com.cn
 联系人：王琛 S0350121120086
 wangl15@ghzq.com.cn

自主品牌持续发力，海外销量高速增长

——上汽集团（600104）2022 年报&2023 一季报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
上汽集团	-4.4%	-6.7%	-13.1%
沪深 300	-2.1%	-3.0%	0.2%

市场数据

市场数据	2023/05/05
当前价格(元)	13.85
52 周价格区间(元)	13.72-19.29
总市值(百万)	161,815.94
流通市值(百万)	161,815.94
总股本(万股)	1,168,346.14
流通股本(万股)	1,168,346.14
日均成交额(百万)	343.77
近一月换手(%)	0.15

事件：

上汽集团发布 2022 年年度及 2023 年一季度报告：2022 年，公司实现营收 7,440.63 亿元，同比下降 4.59%；归属上市公司股东净利润 161.18 亿元，同比下降 34.30%；扣非后归属母公司股东净利润 89.92 亿元，同比下降 51.59%。

2023 年 Q1，公司实现营收 1,459.16 亿元，同/环比-20.03%/-32.65%；归属上市公司股东净利润 27.83 亿元，同/环比-49.55%/-19.77%；扣非后归属母公司股东净利润 21.63 亿元，同/环比-56.32%/回正。

投资要点：

- 合资业务承压，公司品牌结构积极转型。** 合资板块中，上汽大众全年销量 132 万辆，同比上涨 6.3%；上汽通用全年销量 117 万辆，同比下滑 12.1%，2023 年计划推出新能源产品别克品牌 E5/E4 及凯迪拉克 Ultium 2 来改善产品结构，其销量有望改善。公司销量结构正在积极转变，自主品牌全球销量占比达到 60%。
- 新能源及海外销量实现双增长，实现年销“双百万”。** 2022 年，随国内新能源市场一同发展，公司实现新能源汽车销量 107.3 万辆，同比增长 46.5%。同时，公司海外业务持续发力，实现欧洲、美洲 2 个十万级区域市场，海外销量达到 101.7 万辆，同比增长 45.9%，其中 MG 品牌表现抢眼，海外年销首次突破 50 万辆，产品竞争力不断提高，海外体系持续完善，已初步建成集研发、制造、营销、金融、物流、零部件、二手车等为一体的海外汽车产业链，未来有望持续增长。
- 智能电动带动自主品牌高端向上，智己/飞凡产品谱系逐渐完善。** 2022 年自主品牌高端智能电动车智己 L7、飞凡 R7 相继完成交付；2023 年 Q1，两品牌持续完善产品布局，分别推出定位中大型 SUV 车型智己 LS7 及中大型轿车飞凡 F7。其中智己 LS7 重构车内视野和空间，提供与竞品具有差异化的产品特色，产品竞争力较强，4 月销售 1930 辆。2023 年智己+飞凡双品牌销量目标 10 万辆。
- 盈利预测和投资评级** 公司自主品牌良好发展，积极布局高端智

能电动车型，海外销量保持高增长。基于公司目前正处于转型期的考虑，合资品牌销量承压，我们调整了公司的盈利预测。预计公司2023-2025年实现主营业务收入7546、7710、8018亿元，同比增速为1%、2%、4%；实现归母净利润143、160、183亿元，同比增速-11%、12%、14%；对应EPS为1.22、1.37、1.57元；PE为11.3、10.1、8.8倍，看好公司作为国内行业龙头的转型发展，维持“增持”评级。

- **风险提示** 整体汽车行业恢复不及预期；合资品牌销量恢复不及预期；智己/飞凡品牌销量不及预期；公司海外业务增长不及预期；市场竞争加剧带来的风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	744063	754645	771034	801821
增长率（%）	-5	1	2	4
归母净利润（百万元）	16118	14302	16031	18324
增长率（%）	-34	-11	12	14
摊薄每股收益（元）	1.38	1.22	1.37	1.57
ROE（%）	6	5	5	6
P/E	10.29	11.31	10.09	8.83
P/B	0.60	0.55	0.52	0.49
P/S	0.23	0.21	0.21	0.20
EV/EBITDA	5.55	6.83	3.96	1.38

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:	13.85		投资评级:	增持		日期:	2023/05/05	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
盈利能力					每股指标								
ROE	6%	5%	5%	6%	EPS	1.40	1.22	1.37	1.57				
毛利率	10%	12%	12%	12%	BVPS	23.90	25.12	26.50	28.06				
期间费率	7%	8%	8%	8%	估值								
销售净利率	2%	2%	2%	2%	P/E	10.29	11.31	10.09	8.83				
成长能力					P/B	0.60	0.55	0.52	0.49				
收入增长率	-5%	1%	2%	4%	P/S	0.23	0.21	0.21	0.20				
利润增长率	-34%	-11%	12%	14%									
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
总资产周转率	0.75	0.75	0.73	0.73	营业收入	744063	754645	771034	801821				
应收账款周转率	11.83	13.85	12.80	13.05	营业成本	656308	670705	682761	707270				
存货周转率	8.40	11.28	11.22	11.17	营业税金及附加	5289	5604	5685	5921				
偿债能力					销售费用	30175	31695	32383	33676				
资产负债率	66%	64%	64%	63%	管理费用	25641	27922	29299	31271				
流动比	1.07	1.12	1.16	1.20	财务费用	-764	1317	586	-39				
速动比	0.55	0.62	0.68	0.74	其他费用/(-收入)	18031	18277	19091	19742				
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	26022	24413	27380	31393				
现金及现金等价物	200387	246904	290610	339447	营业外净收支	2049	300	300	300				
应收款项	68789	59501	65923	67787	利润总额	28071	24713	27680	31693				
存货净额	88535	66890	68743	71791	所得税费用	5228	4580	5129	5878				
其他流动资产	224455	225637	225730	229843	净利润	22843	20133	22551	25815				
流动资产合计	582165	598931	651005	708869	少数股东损益	6725	5831	6520	7491				
固定资产	79240	75550	71381	66731	归属于母公司净利润	16118	14302	16031	18324				
在建工程	15736	15736	15736	15736	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
无形资产及其他	248321	248321	248321	248321	经营活动现金流	9505	30793	26766	30956				
长期股权投资	64645	64645	64645	64645	净利润	16118	14302	16031	18324				
资产总计	990107	1003184	1051088	1104302	少数股东权益	6725	5831	6520	7491				
短期借款	38337	44988	52513	60241	折旧摊销	18229	11439	11919	12399				
应付款项	244281	229394	246046	260808	公允价值变动	77	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-20268	16117	9461	10573				
其他流动负债	261356	262610	263786	268623	投资活动现金流	-6779	14343	15043	16177				
流动负债合计	543975	536992	562345	589672	资本支出	-20516	-5436	-4616	-3691				
长期借款及应付债券	49678	48960	48275	47624	长期投资	-3361	0	0	0				
其他长期负债	60155	60799	61483	62207	其他	17098	19779	19659	19868				
长期负债合计	109832	109759	109758	109831	筹资活动现金流	9135	1382	1897	1705				
负债合计	653807	646751	672104	699503	债务融资	27200	6577	7524	7800				
股本	11683	11683	11683	11683	权益融资	2733	0	0	0				
股东权益	336300	356433	378984	404799	其它	-20798	-5196	-5627	-6095				
负债和股东权益总计	990107	1003184	1051088	1104302	现金净增加额	12683	46517	43706	48837				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【汽车小组介绍】

薛玉虎，研究所食品饮料行业首席分析师，十五年消费品从业及研究经验，专注于行业研究，连续多年上榜新财富、金牛奖、水晶球、中国保险资产管理业最受欢迎分析师等奖项。

王琿，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特斯拉产业链。

【分析师承诺】

薛玉虎，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。