

## 上汽集团 (600104)

## 高端品牌智己发布量产车型、前瞻布局未来

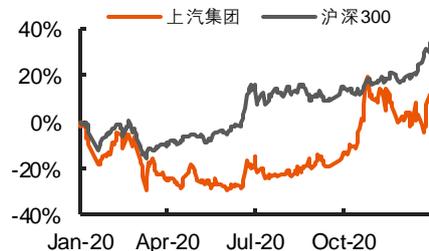
## 推荐 (维持)

现价: 25.05 元

## 主要数据

行业	汽车
公司网址	www.saicmotor.com
大股东/持股	上海汽车工业(集团)总公司 /71.24%
实际控制人	上海市国有资产管理委员会
总股本(百万股)	11,683
流通 A 股(百万股)	11,683
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	2,926.71
流通 A 股市值(亿元)	2,926.71
每股净资产(元)	21.76
资产负债率(%)	64.1

## 行情走势图



## 证券分析师

王德安 投资咨询资格编号  
S1060511010006  
021-38638428  
wangdean002@pingan.com.cn

## 研究助理

李鹤 一般从业资格编号  
S1060119070028  
liyao157@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

## 投资要点

## 事项:

2021年1月13日，上汽集团智己品牌发布两款车型，车辆搭载400kw，700N·m电驱系统，百公里加速时间为3.9s。首款量产车型将于2021年底上市，定位纯电豪华B级车。智己SUV将于2022年上市。

## 平安观点:

- **首创用户权益平台持股。**智己汽车由上汽集团持股 54%，张江高科、阿里巴巴分别持股 18%。并将 10%的股份划分为 5.1%的核心员工持股平台和 4.9%的用户权益平台。实现核心员工和用户的双轮驱动。用户在使用汽车过程中产生的数据经过人工智能的自动化深度学习，推动产品、服务以及品牌的进化与迭代。智己将应用包括区块链在内的前沿科技，以数字权益形式确认用户贡献的数据价值。
- **三电方面。**两个驱动电机，最大输出功率达到 400Wh/kg，峰值扭矩达到 700N·m，零百加速 3.9s。电池采用宁德时代掺硅补锂电芯电池技术，电池能量密度达到 240Wh/kg，单体能量密度 300Wh/kg，具备 93 度和 115 度两款电池包，实现 20 万公里零衰减 (NEDC 工况)，电池容量高于现有量产车型。具备 11 千瓦大功率无线充电功能。
- **智能驾驶方面。**智能纯电轿车量产版车型将搭载英伟达 Xavier (30~60 TOPS)、15 个高清视觉摄像头、5 个毫米波雷达，以及 12 个超声波雷达的融合感知解决方案。兼容激光雷达软硬件架构冗余方案，支持英伟达 Orin X (500~1000+TOPS) 和 3 个激光雷达的升级能力。后续激光雷达进入商业化量产成熟期，该款纯电量产轿车具备立即升级激光雷达系统的能力。硬件方案兼容可有效解决因为自动驾驶感知元件及算力升级导致的旧车型无法应用最新自动驾驶软件的问题 (搭载特斯拉 HW2.5 车型升级 FSD，需更换硬件为 HW3.0)，进一步扩大智己在全生命周期的进化潜力。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	887,626	826,530	733,872	812,620	876,970
YoY (%)	3.5	-6.9	-11.2	10.7	7.9
净利润(百万元)	36,009	25,603	20,273	21,786	23,181
YoY (%)	4.6	-28.9	-20.8	7.5	6.4
毛利率 (%)	13.3	12.2	12.9	13.0	12.9
净利率 (%)	4.1	3.1	2.8	2.7	2.6
ROE (%)	17.0	11.7	8.8	8.9	8.9
EPS(摊薄/元)	3.08	2.19	1.74	1.86	1.98
P/E(倍)	8.1	11.4	14.4	13.4	12.6
P/B(倍)	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0

- **交互硬件体现前瞻性，硬件基础构成护城河：**车型具备车外 HMI（人机交互系统），由 260 万像素+5000 颗 LED 构成智慧灯光系统，可实现智慧大灯进行领航辅助，智慧尾灯结合 V2X 可向后车传递红绿灯、等候行人等信息。车载中控分辨率升级，具备 Carlog 影像系统，能够拍摄车外 4K 视频拍摄，镜头为 180 度无畸变广角镜头，拍摄的视频支持一键分享。汽车智能时代的功能需要软件结合实现，智己汽车率先进行外部 HMI 装置（智慧车灯、LED 矩阵）布局，车内 HMI 升级（39 寸一体场景屏、2K 高分辨率中枢屏），车外摄像头升级（支持 4K、高广角、支持夜景拍摄）为其后续基于软件服务的进一步升级提供基础，构成人无我有的硬件基础护城河。

- **SOA 架构体验优势将逐步释放：**SOA（面向服务的软件架构 Service-oriented architectures）指，在智能网联车辆面对某一个复杂的服务场景时，SOA 能够使车辆使用通信接口实现不同功能域/ECU 之间的协同工作，以满足复杂服务场景下的服务需求。例如在车辆行进到山路过程，通过高精地图判断前方路况，使用底盘控制器进行针对性悬架调节，实现特定的服务（跑山路更安全），多个控制器协同工作（底盘控制器、智能驾驶控制器）。智己汽车实现 SOA“原子化”软件架构，实现了功能跨域融合，可组合出超过千个融合场景。

SOA 的硬件基础是域融合中央计算数字架构，融合四大域控制器：IPD 智能驾驶中心、ICC 智慧计算中心、ICM 智慧座舱中心、IMATE 智慧伙伴，支持 1Gbps 以太网高速传输。SOA 软件架构使智己汽车具备用车体验自学习、自完善、持续进化的软件架构基础。

配合智己汽车在外部 HMI 装置、车内 HMI、Carlog 方面硬件基础以及阿里巴巴在移动互联领域软件生态，智己汽车能够在硬件基础上逐步开发更多玩法，释放智能化潜力。

- **关于智己等若干车企新兴高端品牌。**目前主流车企高端电动新品牌多基于全新电子电气架构，采用高端电池剑指一千公里续航，针对消费者安全及续航痛点下功夫；前瞻性的人机交互系统及自动驾驶硬件系统，具备持续进化基础。智能驾驶的硬件配置未来将走向趋同，差异是车脑进化速度，这又依赖于数据与训练。目前车企发布的高端智能车上市时间都在未来 1-2 年时间，届时能带来何种差异化的用户体验才是真正 PK 时刻。

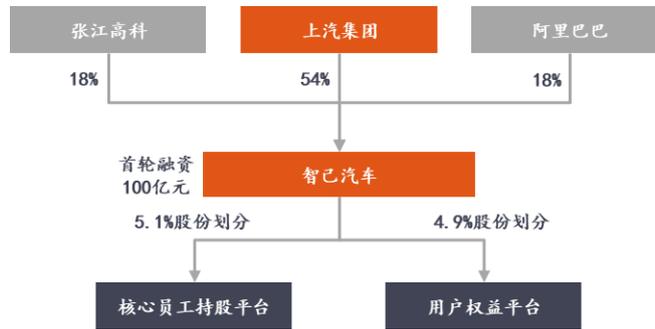
智己汽车是上汽集团面对汽车智能化的重要一步，智己汽车在电池系统、交互硬件、软件架构方面具备前瞻性，在交互硬件和激光雷达硬件可兼容的硬件基础支持下，智己汽车具备持续进化的基础。通过软件的不断迭代，结合阿里巴巴在用户大数据、服务设计方面的基础，智己汽车具备优秀的演进潜力。

- **投资建议与盈利预测。**近期公司公告，2020 年度整车销量 560.0 万辆，同比减少 10.22%。预计 2020 年年度实现归属于上市公司股东的净利润约为 200 亿元，与上年同期相比，将减少约 56 亿元，同比减少 21.89%左右。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润约为 173 亿元，与上年同期相比，将减少约 43 亿元，同比减少 19.84%左右。

鉴于公司业绩低于预期，我们下调公司业绩预测为 2020/2021/2022 年净利润为 202.7/217.9/231.8 亿（原业绩预测为 2020/2021/2022 年净利润为 211.4/242.0/283.2 亿），维持“推荐”评级。

- **风险提示：**1) 新能源汽车市场增长不足，高端纯电动汽车市场竞争进一步激化；2) 软件研发进度不及预期，服务场景挖掘与自动驾驶技术未能及时迭代；3) 国家法律法规对自动驾驶开放程度不足，自动驾驶功能未能合法投放。4) 自主品牌减亏不及预期，自主品牌向上受阻，终端价格景气度拖累其盈利能力。5) 大众 MEB 平台产品销售低于预期，上汽通用产品销售低于预期，进一步影响合资单车盈利，拖累公司利润。

图表1 智己汽车股权架构



资料来源：智己汽车官方公众号、平安证券研究所

图表2 智己汽车轿车车型



资料来源：智己汽车官方公众号、平安证券研究所

图表3 智己电池容量对比

单位：KWH

车型	智己汽车	蔚来	特斯拉 ModelY	小鹏 P7	奥迪 e-tron	奔驰 EQC
最大电池容量	115	100	77	81	95	79.2

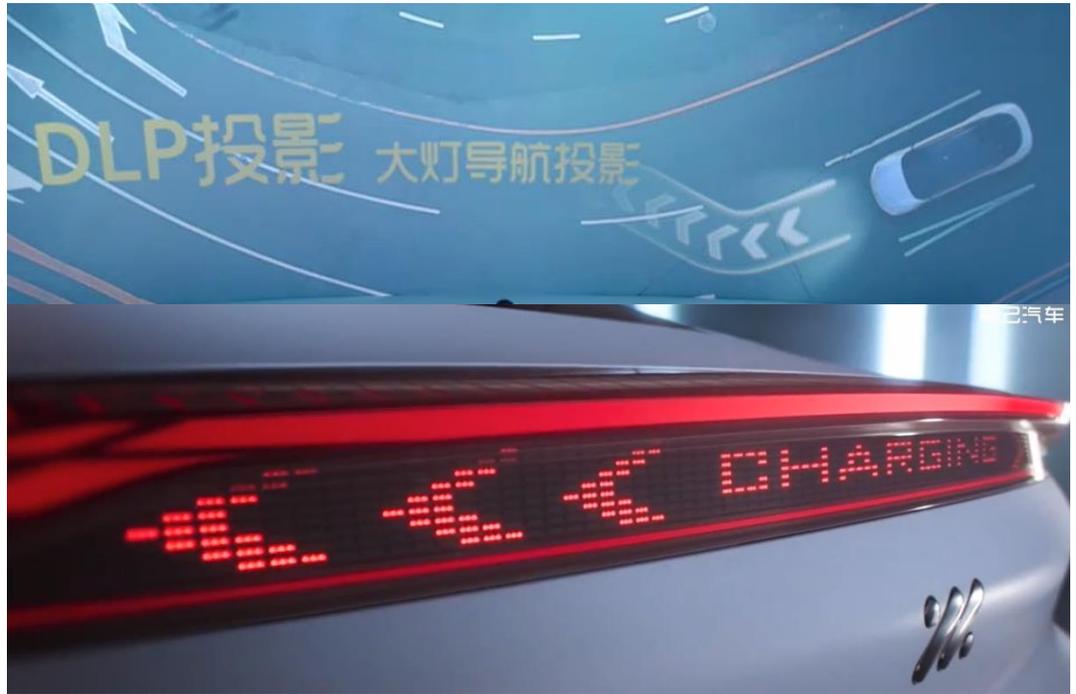
资料来源：智己汽车官方公众号，平安证券研究所

图表4 各汽车品牌中控屏幕规格

汽车品牌	中控尺寸/英寸	中控屏分辨率/像素	每英寸对角线上所拥有的像素数/ppi
智己汽车中枢屏	12.8	1728*1888	200
智己汽车场景屏	39	6240*720	161
蔚来第二代	11.3	1400*1600	188
小鹏 P7	14.96	2400x1200	179
理想 One 中控屏	16.2	2608*720	161
理想 One 功能控制屏	10.1	1280*720	145
理想 One 数字仪表盘/副驾娱乐屏	12.3	1920*720	167
特斯拉 Model3	15	1920*1080	147
iPhone 12	5.4	2532x1170	460

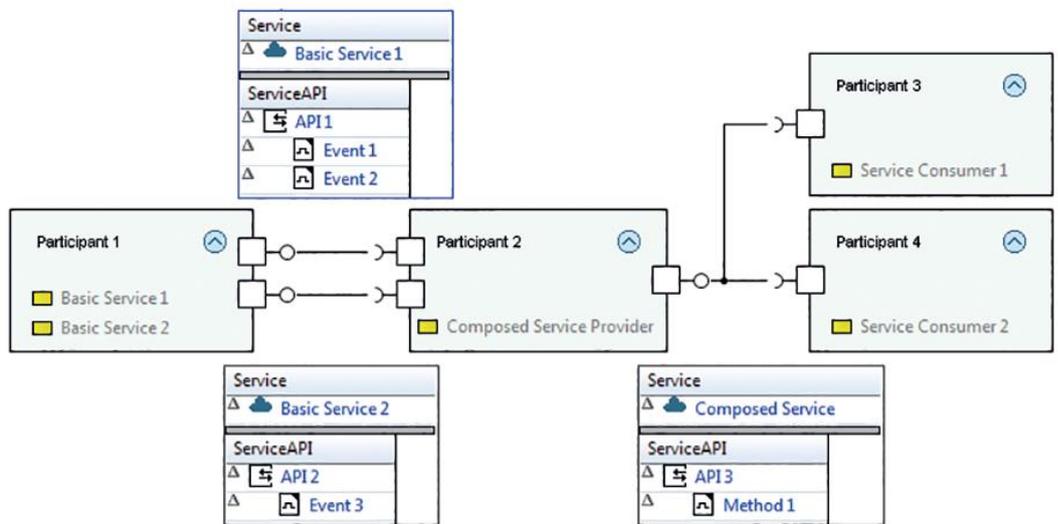
资料来源：智己汽车官方公众号，平安证券研究所

图表5 智己汽车智慧灯光与智能车灯



资料来源：智己汽车官方公众号，平安证券研究所

图表6 SOA 架构实现服务的过程



资料来源：Vector，平安证券研究所

图表7 智己汽车数字架构芯片与算力情况

域控制器	芯片	算力
IPD 智能驾驶中心（视觉感知解决方案）	英伟达 Xavier	30-60TOPS
IPD 智能驾驶中心（激光雷达软硬件架构）	英伟达 OrinX(多个)	500-1000+TOPS
ICC 智慧计算中心	恩智浦 IMX8	2TOPS
ICM 智慧座舱中心	高通 8155	3TOPS
IMATE 智慧伙伴	地平线 J2	4TOPS

资料来源：智己汽车官方公众号、平安证券研究所

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	511158	383155	554584	411958
现金	127827	25043	142808	30527
应收票据及应收账款	47586	48907	57940	57368
其他应收款	14603	12657	17528	15047
预付账款	28939	13354	33477	17062
存货	54399	45389	65027	54149
其他流动资产	237805	237805	237805	237805
<b>非流动资产</b>	338176	336215	350792	363819
长期投资	64617	79529	95714	113024
固定资产	83056	69635	68384	65002
无形资产	16928	17802	18583	19171
其他非流动资产	173575	169248	168111	166623
<b>资产总计</b>	849333	719369	905376	775777
<b>流动负债</b>	462803	324546	498327	354639
短期借款	25588	21157	23373	22265
应付票据及应付账款	170048	92619	210397	109841
其他流动负债	267168	210770	264557	222533
<b>非流动负债</b>	85690	76323	68803	61224
长期借款	35299	25531	18211	10531
其他非流动负债	50392	50793	50592	50692
<b>负债合计</b>	548494	400870	567130	415863
少数股东权益	51138	58807	67048	75817
股本	11683	11683	11683	11683
资本公积	55567	55567	55567	55567
留存收益	166124	182845	200815	219935
<b>归属母公司股东权益</b>	249702	259693	271198	284097
<b>负债和股东权益</b>	849333	719369	905376	775777

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	46272	-71135	137337	-91678
净利润	35289	27941	30028	31950
折旧摊销	13310	11620	12354	13542
财务费用	24	274	-40	-436
投资损失	-24901	-21225	-22499	-23623
营运资金变动	32982	-88829	117901	-112235
其他经营现金流	-10433	-916	-408	-875
<b>投资活动现金流</b>	-39264	12060	-3814	-2176
资本支出	26935	-17084	-1502	-4336
长期投资	-41612	-14912	6313	-17310
其他投资现金流	-53942	-19936	997	-23822
<b>筹资活动现金流</b>	-3094	-43709	-15757	-18427
短期借款	8862	-4431	2215	-1108
长期借款	2766	-9768	-7320	-7680
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	244	0	0	0
其他筹资现金流	-14965	-29510	-10653	-9640
<b>现金净增加额</b>	3605	-102784	117765	-112281

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	826530	733872	812620	876970
营业成本	726100	639273	707361	763478
营业税金及附加	6610	5869	6499	7013
营业费用	57451	49169	56477	60774
管理费用	22308	19668	21855	23544
研发费用	13394	12306	13398	14582
财务费用	24	274	-40	-436
资产减值损失	-1642	0	-807	-436
其他收益	4379	2382	2978	3216
公允价值变动收益	1497	342	430	539
投资净收益	24901	21225	22499	23623
资产处置收益	97	151	189	230
<b>营业利润</b>	40345	31413	33973	36059
营业外收入	767	920	937	875
营业外支出	154	442	351	316
<b>利润总额</b>	40958	31891	34560	36618
所得税	5669	3950	4532	4668
<b>净利润</b>	35289	27941	30028	31950
少数股东损益	9686	7669	8242	8769
<b>归属母公司净利润</b>	25603	20273	21786	23181
EBITDA	54313	43638	46467	49417
EPS(元)	2.19	1.74	1.86	1.98

## 主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>	-6.9	-11.2	10.7	7.9
营业收入(%)	-24.8	-22.1	8.1	6.1
营业利润(%)	-28.9	-20.8	7.5	6.4
归属于母公司净利润(%)				
<b>获利能力</b>	12.2	12.9	13.0	12.9
毛利率(%)	3.1	2.8	2.7	2.6
净利率(%)	11.7	8.8	8.9	8.9
ROE(%)	9.5	8.1	8.4	8.8
ROIC(%)				
<b>偿债能力</b>	64.6	55.7	62.6	53.6
资产负债率(%)	-2.3	19.5	-18.0	11.9
净负债比率(%)	1.1	1.2	1.1	1.2
流动比率	0.5	0.4	0.5	0.4
速动比率				
<b>营运能力</b>	1.0	0.9	1.0	1.0
总资产周转率	15.2	15.2	15.2	15.2
应收账款周转率	4.5	4.9	4.7	4.8
应付账款周转率				
<b>每股指标(元)</b>	2.19	1.74	1.86	1.98
每股收益(最新摊薄)	1.54	-6.09	11.75	-7.85
每股经营现金流(最新摊薄)	21.37	22.23	23.21	24.32
每股净资产(最新摊薄)				
<b>估值比率</b>	11.4	14.4	13.4	12.6
P/E	1.2	1.1	1.1	1.0
P/B	5.3	8.3	5.4	7.3
EV/EBITDA	-6.9	-11.2	10.7	7.9

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033