



智己 L7 首发 龙头全面转型

上汽集团 (600104)

事件概述

2021年4月9日，全球首个汽车 SOA 开发者大会——上汽零束 SOA 平台开发者大会正式揭幕，百度、阿里、腾讯、京东、华为、OPPO、Momenta、地平线、科大讯飞、东软、商汤等五百名各界“开发者”共聚一堂。

同日发布3月产销快报：单月汽车批发总产量49.9万辆，同比+142.0%，Q1累计产量120.3万辆，同比+83.0%；单月汽车批发总销量49.3万辆，同比+112.9%，Q1累计销量114.2万辆，同比+68.2%。其中，上汽乘用车（自主）单月销量5.8万辆，同比+84.7%，Q1累计销量14.5万辆，同比+46.1%；上汽大众11.3万辆，同比增长87.5%，Q1累计销量24.9万辆，同比+36.1%；上汽通用12.9万辆，同比+179.9%，Q1累计销量33.6万辆，同比+87.4%；上汽通用五菱销量15.0万辆，同比+100.0%，Q1累计销量16.5万辆，同比+87.0%。

分析判断：

► 3000亿元转型高科技企业 智己 L7 亮相

公司于上汽零束 SOA 平台开发者大会上正式宣布：十四五期间，将在智能电动等创新领域投入3000亿元，全面向高科技企业转型。同时正式推出“零束银河全栈解决方案”，涵盖四大基础技术解决方案（中央集中式电子架构+SOA 软件平台+智能汽车数据工厂+全栈 OTA 和网络安全方案）以及端到端为用户带来极致体验的智能化场景服务平台。其中中央集中式电子架构、SOA 软件平台等最新技术，将于今明两年在智己汽车和 R 汽车高端智能电动产品上陆续落地。我们认为公司作为龙头，转型决心坚定，将逐步实现“数据决定体验、软件定义汽车”。

智己汽车首款车型正式定名为智己 L7，将于4月19日上海车展接受全球预订，2022H1 开始交付。SOA“原子化”软件架构+域融合中央计算数字架构+iO“原点平台”构筑深度智能化底层：1) 定位：中大型轿车，长宽高分别5098/1960/1482mm，轴距3100mm，核心竞品锁定奔驰 E 级、宝马 5 系、奥迪 A6L 等传统豪华燃油车和蔚来 ET7、极氪 001 等电动车。2) 动力：电机最大功率 400kW，峰值扭矩 700 N·m，百公里加速 3.9 秒。3) 续航：全系标配 93KWh 电池，续航里程达 615 公里；高配选用 118kWh 电池，采用掺硅补锂技术，可实现单体 300Wh/kg 能量密度，NEDC 续驶里程近 1000 公里；还配备 11KW 大功率无线充电功能。4) 智能座舱：39 英寸的智慧联屏+12.8 英寸的 AMOLED 超算中枢屏；

评级及分析师信息

| | |
|--------------|-----------|
| 评级： | 买入 |
| 上次评级： | 买入 |
| 目标价格： | 28.79 |
| 最新收盘价： | 20.03 |
| 股票代码： | 600104 |
| 52 周最高价/最低价： | 28.8/16.9 |
| 总市值(亿) | 2,340.20 |
| 自由流通市值(亿) | 2,340.20 |
| 自由流通股数(百万) | 11,683.46 |



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

联系人：郑青青

邮箱：zhengqq@hx168.com.cn

相关研究

- 上汽集团 (600104) 2020 年报点评：龙头底部蓄力 加速推进新四化
2021.03.26
- 上汽集团 (600104) 2 月销量点评：销量同比高增 新能源增量可期
2021.03.08
- 上汽集团 (600104) 1 月销量点评：销量短期承压 电动车增量可期
2021.02.09

5) 自动驾驶: 12 颗摄像头+5 颗毫秒波雷达+12 颗超声波雷达+高精地图+预留了激光雷达接口。

► 销量持续改善 新能源增量可期

- 1) **上汽大众:** 3 月销量达 11.3 万辆, 同比 19/20 年分别为-36.6%/+87.5%, 缺芯影响或导致 2021Q2 销量有所承压。分车型看, 途观、途岳、朗逸同比显著增加, 3 月销量分别为 2.1 万辆、1.0 万辆、4.1 万辆, 同比+329.3%、+241.0%、+66.8%。今年将推出 3 款 MEB 平台电动车, 包括 ID.4X (紧凑型 SUV)、ID.6 (中型 SUV) 和 ID.3 (紧凑型轿车), 其中 ID.4X 已于 1 月 21 日正式开启预售, 补贴后的售价 199,888-272,888 元, 定价较有竞争力, 增量可期。
- 2) **上汽通用:** 3 月销量达 12.9 万辆, 同比 19/20 年分别为+1.0%/+179.9%, 呈现持续改善态势。其中别克 GL8、全新英朗、凯迪拉克 3 月销量分别为 1.6 万辆、3.8 万辆、2.3 万辆, 同比+626.8%、+340.1%、+294.7%。今年计划上市多款新车型补充市场空白, 预计销量有望改善。
- 3) **上汽通用五菱:** 3 月销量达 15.0 万辆, 同比 19/20 年分别为+17.4%/+179.9%, 其中售价低于 3 万元的五菱宏光 Mini 月销近 4 万辆, 90 后用户占比高达 72%, 持续贡献增量。
- 4) **上汽乘用车:** 3 月销量达 5.8 万辆, 同比 19/20 年分别为+16.0%/+84.7%, 其中海外销量 3 万辆, 同比+83.5%, “中国单一品牌出口冠军” MG 品牌在英国、荷兰、挪威等国细分市场名列前茅, 还将在欧洲上市 MG 品牌纯电动休旅车和纯电动 SUV, 预计海外销量有望保持快速增长。

► 布局高端电动智能车 加速新四化发展

公司将继续深入推进“电动化、智能网联化、共享化、国际化”的新四化战略, 具体来看:

- a) **电动化:** 与阿里等成立智己汽车发力高端电动智能汽车, 上汽乘用车发布新能源 R 品牌; 加快提升三电系统的自主核心能力, 上汽英飞凌实现全球最先进的第七代 IGBT 量产, 新一代燃料电池电堆产品 PROME M3 的一级零部件已全部实现国产化并搭载到上汽大通 EUNIQ7 上实现批量上市, 与宁德时代、QuantumScape、SolidEnergy、清陶等战略合作加快新一代电池和固态电池的国内布局等;
- b) **智能网联化:** 发布全球首款整舱交互 5G 的量产车型 MARVEL-R, 斑马智行 VENUS 搭载在荣威 RX5 PLUS 上; 核心技术产业化持续推进, 包括智驾“4i 核心技术”一域控制器 iECU、5G 智能网关 iBOX、智驾底盘 iEPS 和 iBS 已实现产业化落地等;
- c) **共享化:** 享道出行的注册用户数已突破 2600 万人, 较年初增长超过 160%, 日订单量超 15 万;
- d) **国际化:** 2020 海外整体销量达到 39 万辆, 同比增长 11.3%, 不惧疫情逆势增长, 全球化不断加速。

投资建议

公司目前处于盈利和估值历史底部, 维持盈利预测: 预计公司 2021-23 年营收为 8,302/8,693/9,038 亿元, 归母净利润为 289/331/379 亿元, EPS 为 2.47/2.83/ 3.24 元, 对应 PE

8/7/6 倍，对应 PB 0.8/0.7/0.6 倍。给予公司 2021 年 1.2 倍 PB，目标价 28.79 元不变，维持“买入”评级。

风险提示

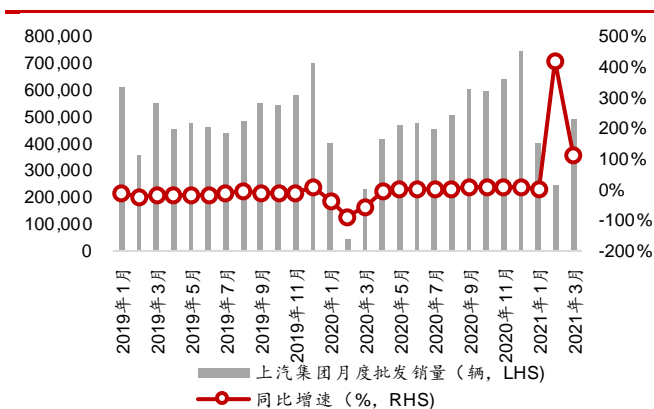
缺芯影响超预期；车市下行风险；老车型销量不达预期；新车型上市不达预期等。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 843,324 | 742,132 | 830,241 | 869,280 | 903,847 |
| YoY (%) | -6.5% | -12.0% | 11.9% | 4.7% | 4.0% |
| 归母净利润(百万元) | 25,603 | 20,431 | 28,853 | 33,119 | 37,870 |
| YoY (%) | -28.9% | -20.2% | 41.2% | 14.8% | 14.3% |
| 毛利率 (%) | 13.9% | 12.4% | 13.3% | 13.8% | 13.8% |
| 每股收益 (元) | 2.19 | 1.75 | 2.47 | 2.83 | 3.24 |
| ROE | 10.3% | 7.9% | 9.9% | 10.1% | 10.4% |
| 市盈率 | 9.14 | 11.45 | 8.11 | 7.07 | 6.18 |

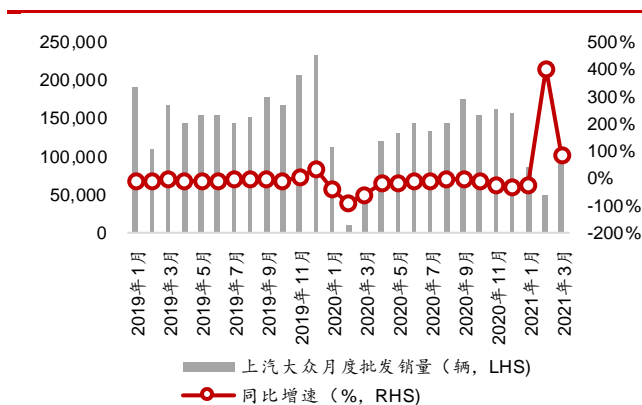
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 1 上汽集团月度批发销量及同比 (辆; %)



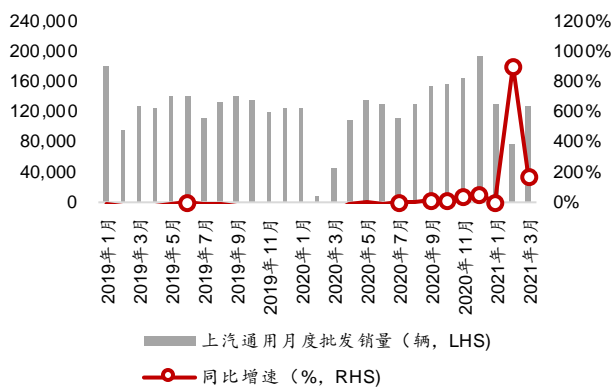
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 上汽大众月度批发销量及同比 (辆; %)



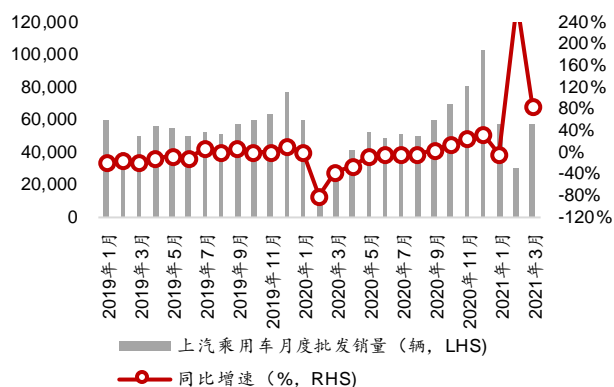
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图3 上汽通用月度批发销量及同比 (辆; %)



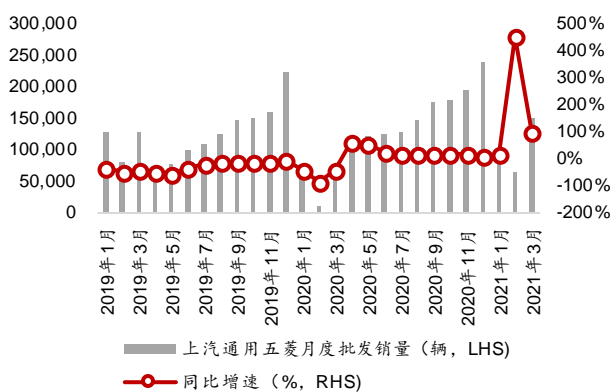
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图4 上汽乘用车月度批发销量及同比 (辆; %)



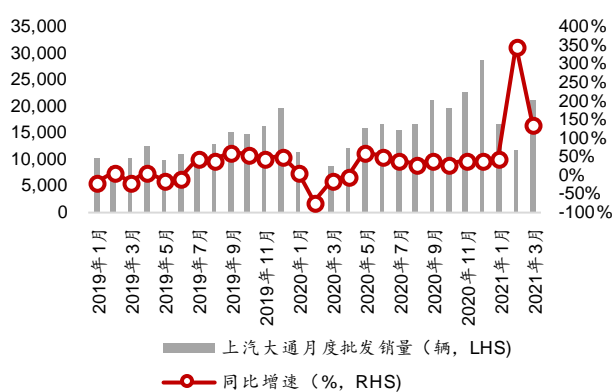
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 上汽通用五菱月度批发销量及同比 (辆; %)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 上汽大通月度批发销量及同比 (辆; %)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|-----------------|--------------|--------------|--------------|---------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业总收入 | 742,132 | 830,241 | 869,280 | 903,847 | 净利润 | 29,188 | 38,471 | 44,159 | 50,493 |
| YoY (%) | -12.0% | 11.9% | 4.7% | 4.0% | 折旧和摊销 | 14,344 | 3,761 | 2,511 | 2,927 |
| 营业成本 | 649,972 | 720,108 | 748,942 | 779,116 | 营运资金变动 | 12,533 | -91,874 | -9,305 | -14,836 |
| 营业税金及附加 | 5,760 | 6,475 | 6,763 | 7,041 | 经营活动现金流 | 37,518 | -68,576 | 14,314 | 12,898 |
| 销售费用 | 38,067 | 41,512 | 44,333 | 43,385 | 资本开支 | -14,214 | -4,668 | -1,988 | -3,040 |
| 管理费用 | 21,818 | 23,185 | 24,916 | 25,574 | 投资 | -17,987 | 2,967 | 7,967 | 3,467 |
| 财务费用 | 517 | 1,232 | 815 | 434 | 投资活动现金流 | -7,110 | 18,255 | 28,719 | 24,543 |
| 资产减值损失 | -3,190 | -33 | -22 | -26 | 股权募资 | 986 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 21,010 | 20,756 | 24,340 | 27,115 | 债务募资 | 57,612 | -23,629 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 35,607 | 47,022 | 54,093 | 62,025 | 筹资活动现金流 | -15,852 | -25,768 | -1,649 | -1,649 |
| 营业外收支 | 284 | 284 | 208 | 65 | 现金净流量 | 14,025 | -76,088 | 41,385 | 35,792 |
| 利润总额 | 35,892 | 47,306 | 54,301 | 62,090 | 主要财务指标 | | | | |
| 所得税 | 6,704 | 8,836 | 10,142 | 11,597 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | |
| 净利润 | 29,188 | 38,471 | 44,159 | 50,493 | 成长能力 (%) | | | | |
| 归属于母公司净利润 | 20,431 | 28,853 | 33,119 | 37,870 | 营业收入增长率 | -12.0% | 11.9% | 4.7% | 4.0% |
| YoY (%) | -20.2% | 41.2% | 14.8% | 14.3% | 净利润增长率 | -20.2% | 41.2% | 14.8% | 14.3% |
| 每股收益 | 1.75 | 2.47 | 2.83 | 3.24 | 盈利能力 (%) | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 毛利率 | 12.4% | 13.3% | 13.8% | 13.8% |
| 货币资金 | 142,565 | 66,477 | 107,862 | 143,654 | 净利率 | 3.9% | 4.6% | 5.1% | 5.6% |
| 预付款项 | 39,102 | 18,003 | 18,724 | 19,478 | 总资产收益率 ROA | 2.2% | 3.4% | 3.7% | 3.9% |
| 存货 | 69,395 | 49,322 | 51,297 | 53,364 | 净资产收益率 ROE | 7.9% | 9.9% | 10.1% | 10.4% |
| 其他流动资产 | 315,112 | 355,071 | 373,280 | 396,121 | 偿债能力 (%) | | | | |
| 流动资产合计 | 566,175 | 488,873 | 551,162 | 612,616 | 流动比率 | 1.11 | 1.24 | 1.36 | 1.47 |
| 长期股权投资 | 59,650 | 54,683 | 49,715 | 44,748 | 速动比率 | 0.90 | 1.07 | 1.19 | 1.30 |
| 固定资产 | 82,982 | 90,394 | 95,241 | 99,561 | 现金比率 | 0.28 | 0.17 | 0.27 | 0.34 |
| 无形资产 | 16,021 | 16,445 | 16,728 | 17,058 | 资产负债率 | 66.3% | 58.4% | 55.9% | 53.5% |
| 非流动资产合计 | 353,240 | 355,259 | 350,567 | 351,229 | 经营效率 (%) | | | | |
| 资产合计 | 919,415 | 844,132 | 901,729 | 963,846 | 总资产周转率 | 0.81 | 0.98 | 0.96 | 0.94 |
| 短期借款 | 23,629 | 0 | 0 | 0 | 每股指标 (元) | | | | |
| 应付账款及票据 | 205,047 | 136,130 | 141,581 | 147,285 | 每股收益 | 1.75 | 2.47 | 2.83 | 3.24 |
| 其他流动负债 | 282,208 | 258,138 | 264,287 | 269,408 | 每股净资产 | 22.26 | 24.98 | 27.97 | 31.28 |
| 流动负债合计 | 510,884 | 394,268 | 405,868 | 416,693 | 每股经营现金流 | 3.21 | -5.87 | 1.23 | 1.10 |
| 长期借款 | 23,608 | 23,608 | 23,608 | 23,608 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他长期负债 | 74,881 | 74,881 | 74,881 | 74,881 | 估值分析 | | | | |
| 非流动负债合计 | 98,489 | 98,489 | 98,489 | 98,489 | PE | 11.45 | 8.11 | 7.07 | 6.18 |
| 负债合计 | 609,373 | 492,757 | 504,357 | 515,183 | PB | 1.10 | 0.80 | 0.72 | 0.64 |
| 股本 | 11,683 | 11,683 | 11,683 | 11,683 | | | | | |
| 少数股东权益 | 49,938 | 59,556 | 70,596 | 83,219 | | | | | |
| 股东权益合计 | 310,041 | 351,375 | 397,372 | 448,663 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 919,415 | 844,132 | 901,729 | 963,846 | | | | | |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|----------------------------------|------|---------------------------------|
| 以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。