

以用户为中心，核心软件自研及全栈式解决方案打造新上汽



东方证券
ORIENT SECURITIES

事件：6月11日上汽集团举办2021年资本市场沟通会，公司高管团队参加交流会议。

核心观点

- **加快转型、打造以用户为中心的新上汽。**上汽加快转型，打造以用户为中心的全新上汽，业务模式从B2B转向B2C，加快建设2C能力，带动业务模式、产品定义、传播方式、营销能力、组织架构全面调整。智能网联方面，设立软件、大数据、人工智能、云计算、网络安全五大中心，有效提升用户数字化体验；新能源方面E2电池实现可充、可换、可升级，解决用户安全焦虑、充电焦虑兼顾经济性；智能驾驶方面，SOA软件平台将为用户提供千人千面更好体验，真正做到以用户为中心，一切从用户体验出发，为用户创造价值。
- **全域核心软件自研助力打造自动驾驶全栈式解决方案。**公司核心优势在于全域核心软件自研，依托零束、联创电子等五大科技公司形成云管端一体化的全栈式解决方案。包括五大技术：中央集中式电池架构、SOA软件平台、智能车数据工程、芯片和人工智能算法、全栈OTA和网络安全。SOA软件平台希望打造为计算机行业的安卓，将硬件抽象为可调用的公共原子服务，实现软件服务个性化功能，同时为不同水平的开发者提供专属开发平台和工具，保证车辆持续进化并带来无限可能，全栈式解决方案助力提升智能汽车竞争力。
- **加强合作拓展朋友圈，重塑汽车产业生态圈。**公司入股Momenta共同开发智驾算法，投资地平线、黑芝麻等芯片公司，加快芯片产业链变革。与阿里、腾讯、华为、英伟达合作形成从感知、决策到执行的智能网联系统级解决方案，围绕电动智能网联投资布局，为保障供应链安全、提升技术水平、降低成本提供有利条件，重塑汽车产业生态圈。
- **出口销量持续增长，芯片短缺缓解后，预计产销规模将逐步提升。**5月公司销售40.7万辆，同比下降14%，预计主要是受芯片短缺影响。2020年上汽集团出口39万辆，同比增长11.3%，2021年5月出口4.4万辆，同比大增175.1%，1-5月累计出口20.5万辆。预计下半年芯片短缺缓解后，荣威、R标、智己等新车型上市后，整体销量和盈利将逐步提升。

财务预测与投资建议：预测2021-2023年EPS为2.29、2.54、2.85元，参照可比公司平均估值水平，可比公司PE平均估值13倍，给予2021年13倍PE估值，目标价29.77元，维持买入评级。

风险提示：自主乘用车销量低于预期、上汽大众、上汽通用销量低于预期影响盈利。

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	826,530	723,043	799,778	855,432	918,443
同比增长(%)	-6.9%	-12.5%	10.6%	7.0%	7.4%
营业利润(百万元)	40,345	35,607	44,494	49,445	55,558
同比增长(%)	-24.8%	-11.7%	25.0%	11.1%	12.4%
归属母公司净利润(百万元)	25,603	20,431	26,741	29,658	33,325
同比增长(%)	-28.9%	-20.2%	30.9%	10.9%	12.4%
每股收益(元)	2.19	1.75	2.29	2.54	2.85
毛利率(%)	12.2%	10.8%	12.4%	12.5%	12.7%
净利率(%)	3.1%	2.8%	3.3%	3.5%	3.6%
净资产收益率(%)	10.6%	8.0%	9.9%	10.3%	10.8%
市盈率	9.2	11.5	8.8	7.9	7.0
市净率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年06月11日)	19.91元
目标价格	29.77元
52周最高价/最低价	28.8/16.81元
总股本/流通A股(万股)	1,168,346/1,168,346
A股市值(百万元)	232,618
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2021年06月14日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-0.74	-2.25	-2.11	16.37
相对表现	-0.93	-5.16	-2.47	-2.32
沪深300	0.19	2.91	0.36	18.69



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 姜雪晴

jiangxueqing@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860512060001

相关报告

合资品牌盈利改善，自主纯电动新车陆续上市	2021-05-09
业绩符合预期，预计投资收益有望逐季改善	2021-03-27
自主和通用销量均实现高速增长，预计明年大众有望扭转下降趋势	2020-12-04

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	127,827	142,565	159,956	171,086	198,594	营业收入	826,530	723,043	799,778	855,432	918,443
应收票据、账款及款项融资	58,988	60,257	76,779	65,013	69,802	营业成本	726,100	645,250	700,937	748,814	801,672
预付账款	28,939	39,102	43,988	41,087	48,099	营业税金及附加	6,610	5,760	6,398	6,843	7,348
存货	54,399	69,395	77,103	74,881	80,167	营业费用	57,451	38,067	39,989	42,772	45,922
其他	241,005	254,855	218,743	230,410	233,070	管理费用及研发费用	35,702	35,213	38,389	43,627	46,841
流动资产合计	511,158	566,175	576,568	582,478	629,732	财务费用	24	517	354	254	179
长期股权投资	64,617	59,650	59,650	59,650	59,650	资产、信用减值损失	3,507	4,306	1,779	1,168	755
固定资产	83,056	82,982	96,000	97,530	96,256	公允价值变动收益	1,497	3,812	3,600	4,000	3,000
在建工程	16,188	13,133	15,503	13,976	13,213	投资净收益	24,901	21,010	26,013	30,540	33,782
无形资产	15,281	16,021	15,219	14,418	13,617	其他	16,812	16,856	2,950	2,950	3,050
其他	159,034	181,455	97,270	98,820	100,993	营业利润	40,345	35,607	44,494	49,445	55,558
非流动资产合计	338,176	353,240	283,643	284,395	283,730	营业外收入	767	750	850	800	850
资产总计	849,333	919,415	860,211	866,873	913,462	营业外支出	154	465	400	400	400
短期借款	25,588	23,629	85,588	44,351	23,114	利润总额	40,958	35,892	44,944	49,845	56,008
应付票据及应付账款	170,048	205,047	210,281	215,152	244,538	所得税	5,669	6,704	6,742	7,477	8,401
其他	267,168	282,208	121,365	133,681	135,177	净利润	35,289	29,188	38,202	42,368	47,607
流动负债合计	462,803	510,884	417,235	393,184	402,828	少数股东损益	9,686	8,757	11,461	12,710	14,282
长期借款	19,137	23,608	23,608	23,608	23,608	归属于母公司净利润	25,603	20,431	26,741	29,658	33,325
应付债券	16,162	23,492	26,492	23,492	23,492	每股收益(元)	2.19	1.75	2.29	2.54	2.85
其他	50,392	51,389	51,199	54,314	56,381						
非流动负债合计	85,690	98,489	101,299	101,414	103,482						
负债合计	548,494	609,373	518,534	494,599	506,310						
少数股东权益	51,138	49,938	61,399	74,109	88,391						
实收资本(或股本)	11,683	11,683	11,683	11,683	11,683						
资本公积	55,567	54,987	57,027	57,027	57,027						
留存收益	166,124	175,807	192,267	208,554	227,050						
其他	16,328	17,625	19,300	20,900	23,000						
股东权益合计	300,840	310,041	341,677	372,274	407,152						
负债和股东权益总计	849,333	919,415	860,211	866,873	913,462						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	35,289	29,188	38,202	42,368	47,607
折旧摊销	11,802	11,712	11,730	13,980	16,032
财务费用	24	517	354	254	179
投资损失	(24,901)	(21,010)	(26,013)	(30,540)	(33,782)
营运资金变动	(20,114)	21,514	(151,267)	15,365	11,644
其它	44,171	(4,403)	71,383	1,883	1,923
经营活动现金流	46,272	37,518	(55,611)	43,309	43,602
资本支出	(20,947)	(7,930)	(17,874)	(12,449)	(12,449)
长期投资	29,179	1,093	2,938	(667)	(534)
其他	(47,496)	(273)	35,648	36,465	33,848
投资活动现金流	(39,264)	(7,110)	20,711	23,348	20,864
债权融资	14,618	9,831	(1,074)	(665)	(714)
股权融资	244	(579)	2,040	0	0
其他	(17,956)	(25,104)	51,324	(54,862)	(36,244)
筹资活动现金流	(3,094)	(15,852)	52,290	(55,527)	(36,958)
汇率变动影响	(308)	(531)	-0	-0	-0
现金净增加额	3,605	14,025	17,391	11,131	27,508

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-6.9%	-12.5%	10.6%	7.0%	7.4%
营业利润	-24.8%	-11.7%	25.0%	11.1%	12.4%
归属于母公司净利润	-28.9%	-20.2%	30.9%	10.9%	12.4%
获利能力					
毛利率	12.2%	10.8%	12.4%	12.5%	12.7%
净利率	3.1%	2.8%	3.3%	3.5%	3.6%
ROE	10.6%	8.0%	9.9%	10.3%	10.8%
ROIC	9.4%	7.4%	8.4%	8.6%	9.6%
偿债能力					
资产负债率	64.6%	66.3%	60.3%	57.1%	55.4%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.10	1.11	1.38	1.48	1.56
速动比率	0.98	0.97	1.17	1.26	1.34
营运能力					
应收账款周转率	20.3	17.0	19.1	20.7	20.7
存货周转率	12.3	10.2	9.0	8.7	9.0
总资产周转率	1.0	0.8	0.9	1.0	1.0
每股指标(元)					
每股收益	2.19	1.75	2.29	2.54	2.85
每股经营现金流	3.96	3.21	-4.76	3.71	3.73
每股净资产	21.37	22.26	23.99	25.52	27.28
估值比率					
市盈率	9.2	11.5	8.8	7.9	7.0
市净率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBIT	0.7	0.8	0.7	0.6	0.5

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn