

上汽集团(600104.SH)

自主高端纯电车箭在弦上

推荐 (维持)

股价: 20.95 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 /67.66%
实际控制人	上海市国有资产监督管理委员会
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)	
总市值(亿元)	2,448
流通 A 股市值(亿元)	2,448
每股净资产(元)	23.18
资产负债率(%)	62.8

行情走势图



相关研究报告

《上汽集团*600104*R与智己均独立运营、合资车企第三季度业绩环比改善》 2021-10-31
 《上汽集团*600104*公司供应端受限,净利润同比改善明显》 2021-08-27
 《上汽集团*600104*期待自主品牌分层发展成效》 2021-03-27
 《上汽集团*600104*高端品牌智己发布量产车型、前瞻布局未来》 2021-01-14

证券分析师

王德安
 投资咨询资格编号
 S1060511010006
 BQV509
 WANGDEAN002@pingan.com.cn



平安观点:

- **窗口期仍在,上汽自主高端新能源车箭在弦上。**我国高端车容量较大,高端新能源车竞争尚不激烈,新能源车消费结构暂呈不成熟的“哑铃型”。上汽自主品牌分层发展,主打“科技”的飞凡和主打“智能豪华”的智己独立运营,兼具丰富产业资源与新机制活力,入场尤未晚。上汽自主具备打造单品爆款的成功经验与实力,2022 量产的高端智能车智能硬件处于第一梯队,在零束、Momenta 等科技企业加持下,上汽新一轮高端突破有望获得成功。
- **体制改革释放灵活性,内生+外合掌控智能车核心技术。**较早组建软件、云计算、人工智能、大数据和网络安全五大中心,零束科技独立,预计 2024 实现电子电气架构中央集中+区域控制,支持 L4+智能驾驶。与无人驾驶独角兽 Momenta 深度合作,上汽自主量产车高阶辅助驾驶与 Robotaxi 齐头并进。推动集团 14 家科创型公司分拆上市、解放市值。
- **合资底部已现,重整旗鼓再出发。**2021 年上汽大众和上汽通用的业绩或已见底,2022 年两大合资有望迎来业绩边际改善。短期看上汽大众 ID.3 上市将带动 ID 系列再上新台阶,奥迪品牌有望成为上汽大众新的盈利动能,长期看大众全球战略转型坚决,有望在智能新能源时代赢得一席之地。上汽通用三缸切换为四缸,品牌价值逐渐修复,商务车龙头地位稳固,奥特能纯电平台车型陆续上市有望提振上汽通用新能源车销量。
- **盈利预测与投资建议:**上汽自主高端智能车量产上市将开启上汽自主品牌市值重估通道,合资公司利润底部即将迎来边际修复。我们认为公司估值处历史底部,市场缺乏对上汽高端新能源品牌的重估。鉴于公司 2022 年自主与合资有望迎来边际改善,我们调整公司 2021/2022/2023 年净利润预测为 260/300/324 亿元(原盈利预测为 260 亿/279 亿/292 亿),维持“推荐”评级。
- **风险提示:**1) 缺芯影响超出预期;2) 飞凡、智己新车销量不及预期;3) 公司海外销量不及预期;4) 合资品牌销量下滑,公司造血能力减弱。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	826530	723043	755789	908404	1009368
YOY(%)	-6.9	-12.5	4.5	20.2	11.1
净利润(百万元)	25603	20431	26015	29950	32408
YOY(%)	-28.9	-20.2	27.3	15.1	8.2
毛利率(%)	12.2	10.8	11.3	11.3	11.3
净利率(%)	3.1	2.8	3.4	3.3	3.2
ROE(%)	10.3	7.9	9.4	10.2	10.3
EPS(摊薄/元)	2.19	1.75	2.23	2.56	2.77
P/E(倍)	9.6	12.0	9.4	8.2	7.6
P/B(倍)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8

正文目录

一、	简介：自主+合资双轮驱动的汽车行业巨头	5
二、	自主品牌分层发展、高端纯电车蓄势待发	6
2.1	自主高端纯电品牌双箭齐发	7
2.2	荣威名爵探索个性消费趋势	11
2.3	体制改革释放灵活性，掌控智能车时代核心技术	14
2.4	全球业务多点开花，海外布局进入收获期	18
三、	合资底部已现，重整旗鼓再出发	20
3.1	上汽大众：ID.3 带动 MEB 放量，大众战略转型坚决	20
3.2	上汽通用：商务车优势突出，奥特能平台 2022 年量产	23
3.3	上汽通用五菱：宏光 MINI EV 引领小型新能源车市场	26
四、	盈利预测与投资建议	28
五、	风险提示	29

图表目录

图表 1	上汽集团营业收入及净利润	单位：亿元	6
图表 2	上汽集团主要销量构成	单位：万辆	6
图表 3	上汽集团净利润主要构成	单位：亿元	6
图表 4	上汽乘用车销量结构	单位：辆	6
图表 5	上汽集团 2021 年 1~11 月新能源车销量结构		7
图表 6	上汽乘用车销量	单位：万辆	8
图表 7	上汽母公司报表营收与毛利率	单位：亿元	8
图表 8	飞凡汽车 R-TECH 高能智慧体		8
图表 9	R 品牌 2021 年月销量	单位：辆	9
图表 10	搭载 R-TECH 的飞凡 R7		9
图表 11	智己 L7 外饰		9
图表 12	智己 L7 内饰		9
图表 13	智己 L7 与主要竞争对手性能对比		10
图表 14	智己当前车型开发推进情况		11
图表 15	上汽集团 SIGMA 架构		12
图表 16	荣威品牌销量	单位：万辆	13
图表 17	荣威 ME 系列首款车型——荣威鲸		13
图表 18	SIGMA 架构首款 SUV 车型 MG ONE 外观		14
图表 19	SIGMA 架构首款 SUV 车型 MG ONE 内饰		14
图表 20	电子电气架构变化重构汽车价值链并加速软件迭代		15
图表 21	零束科技全栈 3.0 解决方案 2024 上车，实现中央计算+区域控制器，可支持 L4+ 智能驾驶		16
图表 22	零束科技全栈 3.0		16
图表 23	Momenta 的“飞轮”模式		17
图表 24	上汽与其他车企的自动驾驶系统对比		18
图表 25	上汽集团海外市场布局		19
图表 26	2021 年中国汽车出口销量增长迅速		19
图表 27	2025 年上汽集团海外销量目标 150 万台		19
图表 28	上汽大众销量/市占率	单位：万辆	20
图表 29	上汽大众营业收入/净利润	单位：亿元	20
图表 30	上汽大众 ID 系列销量	单位：辆	21
图表 31	大众 ID.3		21
图表 32	上汽大众 ID.3 与主要竞争对手对比		21
图表 33	上汽奥迪 A7L		21
图表 34	上汽奥迪 Q5 e-tron		21
图表 35	大众未来收入为硬件+软件+电池与充电+移动服务		22
图表 36	大众汽车简化硬件平台		22

图表 37	产品差异化由不同高价值模块组成	22
图表 38	大众电子电气架构路线图.....	23
图表 39	大众软件自研比例提升至 60%	23
图表 40	上汽通用销量/市占率 单位：万辆	23
图表 41	上汽通用营业收入/净利润 单位：亿元.....	23
图表 42	2021 年 1-11 月 MPV 车型销量 单位：辆.....	24
图表 43	奥特能平台电池包安全性设计	25
图表 44	凯迪拉克 Lyriq 外饰	26
图表 45	凯迪拉克 Lyriq 内饰	26
图表 46	Lyriq 与主要竞争对手参数对比	26
图表 47	上汽通用五菱销量 单位：万辆.....	27
图表 48	上汽通用五菱营业收入/净利润 单位：亿元	27
图表 49	MINI EV 与主要竞品参数对比.....	27
图表 50	五菱星辰	28
图表 51	银标五菱 2021 年月销量 单位：辆.....	28
图表 52	上汽集团重点公司经营业绩预测 单位：万辆、亿元	28
图表 53	上汽集团可比公司估值	29

上汽集团高端新能源车上市在即，我们认为上汽集团站在一个边际改善的重要时点。对于上汽集团，我们有如下主要观点：

- 1) **自主高端智能车竞赛刚刚开始，窗口期仍在。**2025 年之前国内智能车发展还处于初级阶段，电子电气架构总体还处于走向中央集成前的过渡阶段。上汽自主 2022 年初推出高端纯电车型，从时间节点上来看并不晚，上汽高端自主品牌新车搭载的智能化硬件属国内第一梯队，已公开的市区智驾视频显示其智能驾驶体验不输于人。另外从市场容量和竞争格局来看，中国高端智能车市场空间较大，但目前玩家还不多，主要是特斯拉、新势力，其它车企的高端智能车品牌也在 2022 才开始陆续落地。上汽拥有丰富的资源来赋能自己的智能车高端品牌，两个高端智能车全新品牌独立运营，较早成立软件、人工智能、大数据、云计算、网络安全五大中心，实现了智能网联技术的战略布局，在自动驾驶领域上汽是 Momenta 最大的机构股东，在量产车辅助驾驶和 Robotaxi 无人驾驶解决方案上与 Momenta 紧密合作。
- 2) **解决束缚发展的体制障碍,释放活力。**上汽过去在自主品牌发展历程中走过一些弯路，但近几年上汽加快了体制改革步伐，整车品牌飞凡、智己独立运营，基于软件中心成立零束科技，从根本上解放体制束缚，激发团队活力,更好投身智能车竞赛中。上汽全面向高科技企业转型，到 2025 年将在智能电动等创新领域先后投入 3000 亿元，重点培育了 14 家科创型公司，并积极筹划登陆资本市场，以改革激发创新转型的内生动力。管理层激励也逐渐市场化，强化干部队伍的激励约束退出机制，运用项目制、首席顾问等合作新模式，吸引更多的跨界领军人才。我国地方政府支持新能源汽车市场化发展的积极性强，上汽作为上海市国资委控股的国有企业，能如此快速推进体制改革适应新形势，离不开地方政府的大力支持。
- 3) **合资车企业绩或已见底，大众 MEB 与通用奥特能加持，电动车渗透率有望提升。**过去几年多重因素叠加导致上汽大众和上汽通用的销量和利润下滑较大,上汽大众 MEB 开局不及预期。随着大众、通用自身转型战略的推进和供应链紧缺的逐步缓解，我们认为上汽大众和上汽通用的基本面或已见底，2022 年两大合资公司将迎来业绩边际改善期。上汽大众方面，短期来看上市不久的 ID.3 有望成为大众 2022 年 ID 系列增长的新动能，上汽奥迪未来三年将会推出四款新车型，有望成为上汽大众新的业绩增长点，长期看，大众汽车集团是转型动作最坚决的国际汽车巨头，大众依然有望在智能新能源时代赢得一席之地。上汽通用方面，三缸机已切换为四缸，品牌口碑有望重塑，GL8 在所在细分领域地位稳固，盈利能力稳居高位。上汽通用将在 2022 年基于奥特能平台推出纯电车型，到 2025 年将打造 10 款，覆盖旗下三大品牌，奥特能平台有望成为推动上汽通用在新能源领域发展的强劲动能。
- 4) **自主高端新能源品牌的成功有望成为公司市值的催化剂。**自从 2018 年上汽自主的光之翼高端突破失败后上汽集团股价一直表现不佳，这几年公司自主电动车高端突破失利，加上两大合资公司销量利润下滑，可谓“屋漏偏逢连夜雨”。站在目前时点，上汽集团的高端智能纯电车蓄势待发，合资品牌纯电车陆续渗透，边际改善拐点渐行渐近，上汽集团有望迎来估值提升。

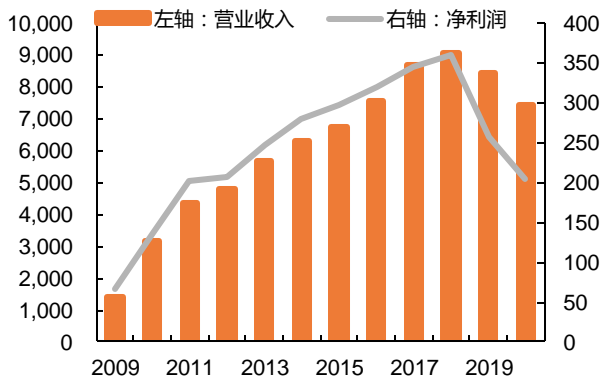
一、简介：自主+合资双轮驱动的汽车行业巨头

上汽集团前身可以追溯到 1955 年成立的上海市内燃机配件制造公司，当时主要经营汽车零配件。1958 年，第一辆凤凰牌轿车（后更名为上海牌）在上海汽车装配厂试制成功，上海汽车工业由此从零配件进入轿车制造的时代。1985 年，与德国大众合资组建上海大众，合资生产桑塔纳轿车。1997 年，合资组建上海通用，深化合资经营道路。2002 年，上汽集团与美国通用汽车和广西汽车集团有限公司合资组建上汽通用五菱，开始进入微型车制造领域。2006 年，上汽集团推出自主品牌“荣威”，上汽集团正式迈入自主+合资共同发展的时代。

上汽集团是目前我国规模最大的汽车公司，主要业务涵盖整车、零部件、汽车物流、进出口等汽车服务贸易业务，以及汽车金融业务等。公司的整车业务主要包括上汽乘用车、上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱和商用车等。零部件业务主要由下属子公司华域汽车开展。

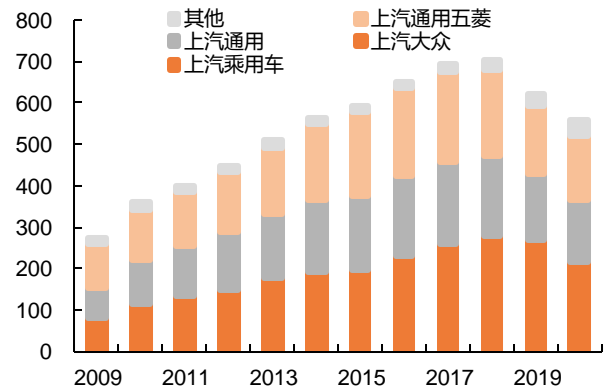
2020 年，上汽集团实现整车销售 560 万辆，国内市场占有率 21.9%，集团营收 7421 亿元，位居世界 500 强第 52 位。

图表1 上汽集团营业收入及净利润 单位：亿元



资料来源：公司财报，平安证券研究所

图表2 上汽集团主要销量构成 单位：万辆



资料来源：公司公告，平安证券研究所

自主业务长期亏损，利润主要来自合资企业以及投资收益。上汽集团的自主业务（包括自主乘用车、商用车和本部费用等）常年处于亏损状态，其利润主要来自上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱、华域汽车等企业。

图表3 上汽集团净利润主要构成 单位：亿元

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
上汽大众	140	125	129	134	140	100	77
上汽通用	74	83	85	77	78	55	21
上汽通用五菱	26	25	26	27	21	9	1
华域汽车	27	29	35	38	47	38	32
上汽自主	-63	-65	-48	-45	-36	-71	-75

资料来源：公司财报，平安证券研究所

附：上汽自主盈利测算口径为母公司报表净利润-投资收益

二、自主品牌分层发展、高端纯电车蓄势待发

上汽自主品牌乘用车的销量目前主要由荣威、名爵贡献，2018~2020年的公司两大自主品牌合计销量在66~70万台之间，2021年1~11月，上汽乘用车销量接近70万台。目前荣威品牌的主销车型主要包括SUV车型RX5、RX3、RX8、轿车i5、i6，名爵品牌的主销车型包括轿车MG5、MG6，SUV车型MG ZS、MG HS等，其主销车型的售价主要在8~15万元之间。

图表4 上汽乘用车销量结构 单位：辆

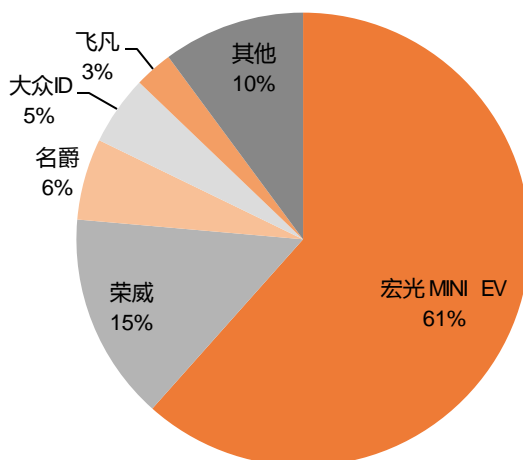
	2018A	2019A	2020A
合计	701885	673255	657867
SUV	414421	371839	342173
轿车	287464	301416	305338
MPV			10356
年度主销车型	SUV:荣威RX5、RX3、RX8、Marvel X、MG ZS、MG HS、MG GS	SUV:荣威RX5、RX5 Max、RX3、RX8、Marvel X、MG ZS、MG HS、MG GS	SUV:荣威RX5、RX5 Max、RX3、RX8、MG ZS、MG HS、MG领航

轿车：荣威 i6、荣威 i5、荣威 360、荣威 950、MG 6、MG3、MG GT 轿车：荣威 i5、荣威 i6、荣威 360、荣威 950、MG 6、MG3、MG GT 轿车：荣威 i5、荣威 i6、科莱威、MG 6、MG 3、MG 5、ER6
MPV：荣威 iMAX 8

资料来源：中汽协，平安证券研究所

过去上汽集团新能源汽车大而不强。2020年，公司新能源车销量32万台，新能源销量占比5.7%。2021年1~11月上汽集团新能源车销量达到63.8万台，新能源销量占比提升至13.3%。但从销量结构来看，A00级新能源车宏光MINI EV占比超过60%，另外在荣威品牌新能源车销量结构中，售价不足5万元的A00级纯电科莱威占比达到50%左右，上汽过去在中高端新能源车领域一直表现欠佳。

图表5 上汽集团2021年1~11月新能源车销量结构



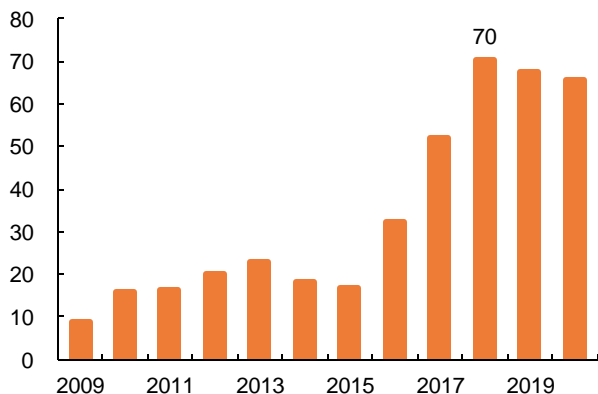
资料来源：中汽协，平安证券研究所

2.1 自主高端纯电品牌双箭齐发

历史证明上汽自主有实力打造爆款单品。从上汽自主品牌的发展历程来看，公司不缺乏打造爆款车型的潜力。2016年上汽与阿里合作推出首款互联网汽车荣威RX5，首次定义了“互联网汽车”这一全新品类，RX5一经上市便大获成功，上汽乘用车销量由2015年的17万辆，增长到2018年的70万辆，年平均增长率达到60%。

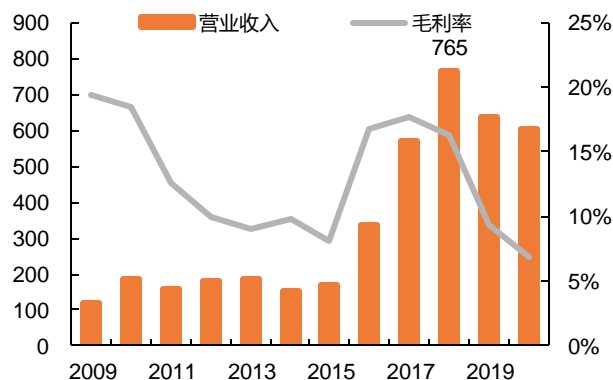
Marvel X探索高端纯电市场折戟。2018年，荣威推出了全新纯电SUV Marvel X，续航里程370~400公里，官方指导价26.88~30.88万元，但此后Marvel X销量不及预期，2019年销量仅为2184台，宣告荣威冲击高端纯电市场失败，随后上汽自主品牌销量进入平台期。高端纯电冲击失败的主要原因还是这款产品与竞品对比优势不足，劣势明显：Marvel X续航里程偏低、售价偏高，在我国电动车发展的初级阶段，荣威当时的品牌溢价能力尚不足以弥补续航短板，因此未能承担起高端新能源车突破的使命。

图表6 上汽乘用车销量 单位：万辆



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 上汽母公司报表营收与毛利率 单位：亿元



资料来源: 公司财报, 平安证券研究所

■ 飞凡独立运营，主打科技路线

上汽集团在 2020 年推出 R 品牌，并在 2021 年 10 月正式独立运营，品牌名称改为飞凡汽车。上汽持有飞凡汽车 95% 的股权，员工持股平台占 5% 的股权。

2021 年 3 月上汽集团发布了历时 5 年研发，总投入超 200 亿元的 R-TECH 高能智慧体，总结来说，R-TECH 是集自动驾驶、智能座舱、动力电池和充电补能的一系列解决方案，可实现硬件可插可换可升级，软件可买可卖可定义，电池可充可换可升级。R-TECH 将首次搭载到飞凡 R7 上，一定程度上代表着飞凡汽车的科技属性和品牌定位。

图表8 飞凡汽车 R-TECH 高能智慧体

自动驾驶	智能驾驶系统 PP-CEM，感知设备包含 1 个激光雷达、2 个 4D 毫米波雷达、6 个长距离毫米波雷达、12 个高清摄像头、12 个超声波雷达，标配高精地图、5G V2X，采用英伟达 Orin 芯片，算力达到 500~100TOPS。
智能座舱	智能座舱定义权交给用户。SOA 软件平台：应用开发者可对汽车进行软件自定义；AIoT 硬件即插即用，用户能够“像玩乐高一样玩车”。
动力电池	零热失控管理，电池支持换电与升级服务
充电补能	可快充、可快换、可升级、可互充； 充电 5 分钟，续航里程增加 135 公里； 建立“1 公里能源补给生态”，中心城区的用户在 1 公里的范围之内能找到飞凡汽车 APP 接入的公共充电桩； 2 分钟快速换电服务，成为继蔚来之后又一家向私人用户提供换电服务的新能源车企； 引入自动补给机器人

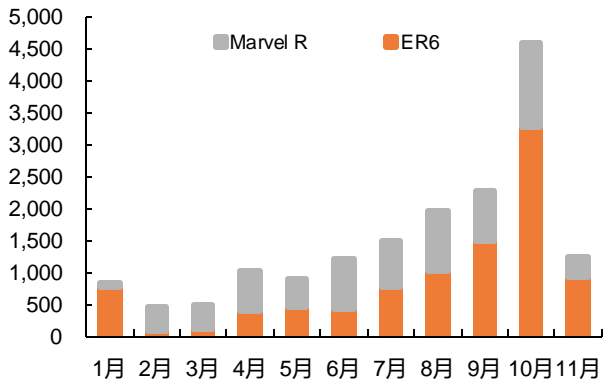
资料来源: 飞凡汽车官网, 平安证券研究所

主打中高端新能源市场，市场空间广阔。飞凡汽车的品牌定位是覆盖荣威品牌无法覆盖到的中高端新能源市场，主打“科技”标签。从市场定位以及产品售价区间来看，飞凡与小鹏汽车具有一定的重叠，我们认为该价格区间的新能源汽车市场空间巨大，并且智能化对传统汽车的颠覆也最强烈，飞凡有望通过差异化的技术与服务与新势力展开竞争，抢占市场份额。

飞凡汽车的“开山之作”——飞凡 R7 拥有多项黑科技加持。飞凡目前在售的两款车型更像是基于荣威的纯电车型的改款升级，与荣威品牌并没有明显的区隔，从两款车型的定位以及销量来看，已经难以继续维持飞凡品牌的市场定位，飞凡品牌需

要强有力的产品塑造品牌定位。飞凡独立后的首款车型飞凡 R7 将于 2022 年下半年上市，定位纯电轿跑 SUV，是首款搭载 R-TECH 高能智慧体的车型。飞凡 R7 提供单电机、双电机版本，搭载容量为 77/90kwh 的三元锂电池，是首款搭载 R-TECH 高能智慧体的车型。多个智能硬件首发于飞凡，R7 的科技硬件配置属于第一梯队，飞凡 R7 搭载全球首发的 1550nm Luminar Iris 激光雷达，以及两颗中国首发的采埃孚 4D 毫米波雷达，算力方面搭载的是英伟达的 Orin 芯片，算力达到 500~1000TOPS。基于 R-TECH 加持，飞凡 R7 能够实现智能硬件实现可插拔、可扩展、可持续性的迭代升级；软件方面基于零束科技研发的“SOA 软件平台”，支持可自定义，用户可定制专属数字化应用服务。

图表9 R 品牌 2021 年月销量 单位：辆



资料来源：中汽协，平安证券研究所

图表10 搭载 R-TECH 的飞凡 R7



资料来源：汽车之家，平安证券研究所

■ 智己汽车定位纯电豪华、探索自主品牌新高度

首创用户持股，实现员工与用户的双轮驱动。智己汽车成立于 2020 年 12 月，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。2021 年上海国际车展期间，智己汽车正式启动用户权益计划，公司拿出 4.9% 的股权收益回馈给为智己汽车贡献数据的用户，用于收集用户的“行驶数据”和“养成数据”，通过用户共享行驶数据，解决自动驾驶长尾场景。

首款车型 2022 年一季度交付，定位豪华智能纯电轿车。智己 L7 车身尺寸超过 5m，轴距达到 3.1m，风阻系数仅为 0.21，全系标配 93kwh 动力电池，续航里程 615km。同时是全球首款支持大功率无线充电的量产车型，支持最大 11kW 的充电功率，配合智能泊车，用户可以享受到高效快捷的补能体验。搭载华域汽车研发的 DLP 数字投影大灯可以自定义投射灯语、导航、警示等交互信息，ISC 智能交互尾灯能够支持丰富多变的表情能力。内饰搭载 39 英寸巨幅智慧场景屏和 12.8 英寸中控屏。

图表11 智己 L7 外饰



资料来源：汽车之家，平安证券研究所

图表12 智己 L7 内饰



资料来源：汽车之家，平安证券研究所

自动驾驶与 Momenta 深度合作。智己 L7 搭载 IMAD 智能驾驶系统，芯片选择的是英伟达 Xavier 芯片，搭载 12 颗高精度摄像头，5 颗毫米波雷达和 12 颗超声波雷达，同时智己 L7 拥有英伟达 Orin 和三颗激光雷达的升级能力，算力超过 500TOPS，自动驾驶算法主要来自与自动驾驶初创公司 Momenta 的合作。

市区智驾路测 40 分钟全程 0 接管。此前智己公布了智己 L7 在上海市区的路测视频，智己 L7 在 40 分钟的自动驾驶过程中，全程 0 接管，路况包括市区拥堵路、高速路、上下匝道、人车混流道路等各种复杂驾驶场景，这充分显示了 Momenta 和上汽集团在自动驾驶方面合作的实力。

配置丰富，性能参数强劲。智己 L7 搭载前后双永磁同步电机，后桥的主驱电机同时采用了 8 层 Hair-pin 扁线绕组和直瀑式油冷两项前沿技术，百公里加速 3.87s。搭载 Brembo 高性能对向四活塞全铝卡钳和倍耐力 P ZERO 高性能轮胎，百公里制动距离 32.69m，同时智己 L7 还拥有稳态最大侧向加速度 0.968g 的极限操控能力，支持四轮转向，转弯半径仅为 10.8m。

智己 L7 全面对标蔚来 ET7，有望打开自主品牌中高级轿车市场空间。智己 L7 是上汽集团整合其产业资源优势打造的一款高端纯电动汽车，从性能参数来看，L7 无疑是一款硬件配置丰富、性能强劲的高端纯电轿车，与蔚来旗舰轿车 ET7 具有很高的可比性，两款车在市场定位、车身尺寸、动力性能、硬件配置具有很高的相似性。自动驾驶方面，低配版智己 L7 搭载英伟达 Xavier 计算平台，无激光雷达，但高配版 L7 拥有三颗激光雷达的升级能力，计算平台选用的也是与 ET7 同样的英伟达 Orin 计算平台，ET7 则全系标配一颗激光雷达。底盘方面，ET7 搭载空气悬架，智己 L7 则标配 CDC 电控减震器，同时搭载后轮转向技术，转向更加灵活。动力系统方面，智己 L7 标配 93kwh 电池，比 ET7 的 75kwh 更具优势，入门版电池容量和续航里程都更有竞争力，智己 L7 低配版采用后驱单电机，续航里程可以达到 708km，ET7 则全系搭载双电机四驱。座舱方面，智己 L7 搭载的是 12.8 英寸中控屏以及可升降的 39 英寸的巨幅场景屏，蔚来在屏幕尺寸上稍逊，但搭载有蔚来专属的 NOMI 人车交互系统。总体来看，智己 L7 与 ET7 各有优势，两款车是 2022 年国内高端纯电轿车市场的重磅车型。在燃油车时代，自主品牌始终难以突破中高级轿车的天花板，而在智能新能源时代，以小鹏 P7、比亚迪汉 EV 为代表的中级轿车在 2021 年已经占据相当份额，接下来定位更高端的智己 L7 和蔚来 ET7 有望在 2022 年进一步打开高端轿车的市场空间。

图表 13 智己 L7 与主要竞争对手性能对比

	智己 L7	ET7	极氪 001	小鹏 P7
交付时间	1Q22	2022.03	2021.10	2020.04
售价 (万元)	40.88 (预售价)	44.8-52.6	29.9-36.8	21.99-40.99
长 (mm)	5098	5098	4970	4880
宽 (mm)	1960	1987	1999	1896
高 (mm)	1482	1505	1560	1450
轴距 (mm)	3100	3060	3005	2998
电池容量 (kwh)	93	75/100/150	86/100	60.2/70.8/80.9
续航里程 (km)	615	550/705/1000+	526/606/712	480/586/706/670/562
最大功率 (kw)	425 (双电机)	480 (双电机)	400 (单电机) 200 (单电机)	196 (单电机) 316 (双电机)
百公里加速 (s)	3.87	3.8	3.8/6.9	6.7/4.3

资料来源：汽车之家，平安证券研究所

根据智己统计数据，预订智己 L7 的天使轮用户中，年龄集中在 26 岁至 40 岁之间，40 岁以下人群占比超 72%，整体呈年轻化态势。另外，天使轮用户中，增换购用户占比 78%，其中 75% 以上拥有以 BBA 为代表的传统豪华品牌，即近 60% 的天使轮用户是传统豪华车主。我们认为，智己作为全新的汽车品牌，首款车型智己 L7 在配置性能方面竞争力较强，在起步阶段的用户运营和品牌塑造也较为成功，作为上汽集团首款豪华智能纯电车型，在公司自主品牌向上突破的道路上任重道远。

品牌定位高举高打，发展思路或可借鉴蔚来汽车。智己在 2022 年将推出两款新车，除智己 L7 外，三季度智己还将推出第一款 SUV 车型——智己 LS7。智己定位豪华纯电品牌，目前该市场的玩家主要包括特斯拉、蔚来以及理想汽车。我们认为智己的发展思路或许可以借鉴蔚来品牌的发展历程，2022 年智己将通过两款高端车型培育起市场认知，从 2023 年起或将推出售价相对较低的车型，进而扩大市场规模，这与蔚来品牌的发展思路大致是相同的。

图表14 智己当前车型开发推进情况



资料来源：智己汽车，平安证券研究所

■ 看好公司高端新能源车发展，飞凡、智己有望成为公司市值催化剂

智能车发展窗口期仍在，飞凡智己 2025 年销量有可能达到 60 万台销量。我们认为 2025 年之前国内智能车发展还处于初级阶段，上汽集团在 2022 年将推出高端智能纯电车型，从时间节点上来看并不晚，而且新车搭载的智能化硬件以及智能化体验都处于行业第一梯队。从市场的竞争格局来看，目前智能高端纯电的竞争尚不激烈，从 2022 年开始传统自主品牌成立的高端新能源车将陆续落地，主要包括上汽智己/飞凡、吉利极氪、长城沙龙、长安阿维塔等。另外新能源车目前“哑铃形”的销量结构显示新能源车的消费结构还不成熟，与传统车的“纺锤形”结构还有很大差异。上汽集团规划到 2025 年集团新能源车销量将超过 270 万台（包含自主与合资品牌），以飞凡、智己为代表的高端纯电品牌目前处于起步阶段，但上汽集团在汽车产业链所拥有的资源优势 and 雄厚的资金实力是大部分造车新势力所不拥有的优势。考虑到公司即将推出的新车数量（估计飞凡汽车将有 4 款车在 2023 年年底前面世，智己已公开披露的车型有 3 款），并考虑对标车型目前销量规模，我们预计到 2023 年底智己、飞凡的年销量分别达 10 万台左右，到 2024 年两品牌年销量分别达 20 万台，2025 年两品牌年销量分别达 30 万台。

自主高端新能源品牌的成功有望成为公司市值的催化剂。随着智己、飞凡新车上市，上汽自主业务有望获得市值重估，传统车企孵化的新势力估值可参考吉利汽车的极氪科技，极氪科技目前估值接近 600 亿人民币，极氪 001 于 2021 年 10 月开启交付，2021 年内累计交付 6007 台，估计单车成交均价 34 万元左右，规划是 2025 年实现 65 万台销量。

2.2 荣威名爵探索个性消费趋势

■ SIGMA 架构开启上汽乘用车智能新时代

上汽早在 2010 年就启动了 A 架构的开发工作，积累了丰富的架构开发经验，在 A 架构基础上，上汽于 2015 年正式启动了第二代架构的开发，并命名为 SIGMA，相较于 A 架构，SIGMA 架构新增了驱动架构及智联架构。SIGMA 作为上汽集团面向智能时代开发的全新一代架构，不仅代表着燃油车时代的终极高度，也奠定了上汽进入智能时代的起始厚度。

车型覆盖方面，SIGMA 架构是上汽集团研发的智能全球模块化架构，通过百余种高价值模块梯度柔性组合，SIGMA 可打造家用、运动、越野等多种风格的车型，满足用户的多场景、多元化使用需求，SIGMA 架构的轴距范围为 2600~3050mm，轮距范围 1550~1700mm，可以覆盖从 A 级到 D 级 4 个尺寸级别，覆盖 SUV、轿车、MPV 等 5 大品类，实现紧凑级到中高级的全覆盖。

动力系统方面，SIGMA 架构可支持燃油、电动和氢动三大能源组合，可提供 9 大动力类型和 18 款动力组合。为助力车型所提供的新一代发动机，响应速度比上一代提升 20%；混动四驱车型最大输出功率 510kW，百公里加速仅需 4.5 秒，实现极致的动力性能；新一代 CVT 和湿式 DCT，传动效率高，响应快，换挡更平顺。

底盘方面，SIGMA 架构能提供多种前后桥组合，打造运动、舒适及经济多种驾驶模式，满足多种驾驶风格需求。同时，SIGMA 架构乘坐空间效率最高可达 70%，能让造型发挥到极值。

安全性方面，SIGMA 架构在安全上进一步升级，高强度钢的应用比例高达 87%，满足全球最高安全标准和保险星级，在安全方面可以比肩国际品牌。

智能化方面，SIGMA 架构采用了全新一代电子电器架构，融合 CAN FD、千兆以太网、5G 等不同的网络通讯技术，确保车辆拥有足够强大的脑通路，支持整车级别的 OTA 升级，通过雷达、摄像头、高精地图、高精定位等智驾系统的多传感融合，可实现高速、低速全场景智能驾驶。

未来 SIGMA 架构将主要搭载在荣威和名爵品牌上，基于 SIGMA 架构，荣威和名爵的零部件共用比例将逐渐提高，降低整车成本，提高研发效率。另外 SIGMA 架构还可以满足全球市场的不同法规和多元需求，进一步助力上汽集团海外战略达成。

图表 15 上汽集团 SIGMA 架构



资料来源：上汽集团，平安证券研究所

■ 荣威：做好国民车的同时，向个性化转型

荣威品牌 SUV：据中汽协数据，2021 年前三季度荣威 SUV 车型销量为 7 万辆，其中荣威 RX5 销量的比重达到 74%。荣威 RX5 之于荣威的发展意义重大，其成功定义了“互联网汽车”这一全新品类，凭借 RX5，荣威销量和品牌热度逐渐高涨。

荣威品牌轿车：荣威的轿车主要包括荣威 i5、i6，其中荣威 i5 占据荣威轿车销量的比重较大，但荣威 i5 售价较低（指导价 6.79~9.99 万元），利润空间有限。荣威品牌轿车 2021 年前三季度销量达到 15 万台，其中荣威 i5 销量达到 9.8 万台，另外荣威科莱威（A00 级纯电动车）2021 年前三季度销量达到 3.5 万台。

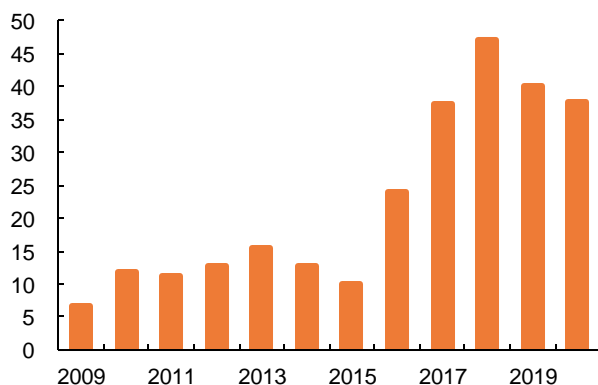
荣威品牌 MPV：荣威 MPV 车型 iMAX8 于 2020 年 10 月上市，2020 年销量超过 1 万台。2021 年前三季度销量仅为 9894 辆，销量难言成功，作为对比，广汽传祺 MPV 车型 M8 前三季度销量则达到 5 万辆。

荣威品牌聚焦的主流大众市场，定位国民车，但荣威在做好国民车的同时，也在尝试突破固有的品牌形象，向年轻化转型。2021 年上海车展，荣威发布全新系列 ME，ME 系列是荣威品牌年轻化、个性化的宣言，承载着荣威开辟新市场的使命。

ME 系列首款 SUV——荣威鲸将于 2022 年上市，荣威鲸采用全新的设计语言，避免造型的同质化，与荣威其他车型相比，荣威鲸具有鲜明的特点，辨识度明显更高，侧面溜背造型，营造出运动感，车身尺寸达到 4702×1903×1691mm，轴距 2765mm。动力方面，荣威鲸将搭载 1.5T 和 2.0T 两款涡轮增压发动机。另外，荣威鲸是首款搭载斑马智行天瀑 AI 平台的车型，该平台融合达摩院、天猫精灵和斑马智行自研技术，沉淀 AI 交互，AI 感知，AI 场景化服务能力，可实现高效的自动化流程、在线持续自学习成长和灵活输出。同时，在多个毫米波雷达和高清摄像头的支持下，荣威鲸将拥有比以往车型更高端的智能驾驶体验。

“荣威的定位始终是打造国民车，但不代表没有个性。将来，荣威产品将会越来越潮，在做好国民车的同时，向个性化转型。”上汽乘用车公司孙亦炯说。

图表16 荣威品牌销量 单位：万辆



资料来源：中汽协，平安证券研究所

图表17 荣威 ME 系列首款车型——荣威鲸



资料来源：上汽集团，平安证券研究所

■ 名爵：海外市场业绩亮眼，品牌定位年轻时尚

名爵近几年发展势头良好，一方面得益于名爵年轻、时尚的品牌定位，更加符合当下年轻用户的消费趋势。另一方面是受益于名爵布局的海外市场，公司在泰国和印度拥有两个生产基地生产和销售名爵汽车，两家生产基地的合计产能 9.6 万辆。同时名爵也是中国海外市场单一品牌销量冠军，海外销量占品牌的比重逐渐增加，2021 年 1~11 月，名爵品牌海外销量超过 31 万台（含出口 24.5 万台，海外生产 6.6 万台），持续扩张的海外市场将使名爵品牌不断受益。

基于 SIGMA 平台的首款 SUV MG ONE 已于 2021 年 12 月上市，MG ONE 搭载 1.5T 涡轮增压发动机，匹配 CVT 无极变速箱，车身尺寸为 4579mm×1866mm×1617mm，轴距 2670mm。可以提供两种外观设计风格，分别是主打数智运动的 α 以及科技时尚的 β。搭载高通骁龙第三代汽车数字座舱平台和 8155 芯片，标配 AI 语义和高阶智能驾驶辅助等 20 项智能科技，内饰 30 英寸环抱式三联屏设计，集成斑马智行首款异构融合式智能座舱操作系统——洛神 OS。

图表18 SIGMA 架构首款 SUV 车型 MG ONE 外观



资料来源：上汽集团，平安证券研究所

图表19 SIGMA 架构首款 SUV 车型 MG ONE 内饰



资料来源：汽车之家，平安证券研究所

SIGMA 架构的推出将赋能荣威和名爵品牌，未来荣威品牌将聚焦国民车定位，主打性价比，同时 ME 系列承担荣威品牌向年轻化转型的任务，同时基于 SIGMA 架构打造的全新 RX5 将于 2022 年上市，有望提振荣威品牌的 SUV 车型销量。名爵品牌定位年轻、时尚，近几年发展态势较好，另外名爵将持续受益于不断增长的海外市场，首款基于 SIGMA 架构的 SUV 车型 MG ONE 已经上市，我们认为 MG ONE 竞争力较强，有望进一步提升名爵品牌的销量。

2.3 体制改革释放灵活性，掌控智能车时代核心技术

■ 积极推动机制变革，激发创新活力

历史上上汽不缺乏打造单品爆款的实力与成功经验，比如 RX5 首次成功定义了“互联网汽车”这一全新品类，但公司在电动车高端化及智能化产品之路上步伐慢了，我们认为这或许与公司的国有体制灵活性欠缺有关，纠错节奏较慢，创新性不强，在市场总体低迷、群狼环伺的逼迫下，上汽集团加快体制改革步伐，有望释放活力。

高端新能品牌独立运营：上汽将飞凡与智己独立运营，充分释放两个品牌的自主权，同时在两个品牌的发展过程中又给予足够的资源支持，另外独立的品牌更便于吸引人才以及核心员工股权激励，智己推出的用户权益计划也有利于激发用户参与到品牌共创中来。

科创型公司分拆上市解放市值：上汽全面向高科技企业转型，到 2025 年，上汽集团将在智能电动等创新领域先后投入 3000 亿元，推动集团重点培育的 14 家科创型公司登陆资本市场，计划在三年内对捷氢科技（主业为氢能与燃料电池研发生产）、中海庭（高精度地图全产业链服务供应商）、联创电子（主业为智能网联汽车业务）等企业完成分拆上市。

管理层激励市场化，跨界吸引人才：上汽的管理层激励也已逐渐市场化，强化干部队伍的激励约束退出机制，干部的大部分收入来自可浮动的激励薪酬，每年有一定比例的干部将被“末位淘汰”，上汽还将突破“为我所有”的传统人才引进模式，运用项目制、首席顾问等合作新模式，吸引更多的跨界领军人才，实现对外脑的“为我所用”，共建开放合作的新型朋友圈。

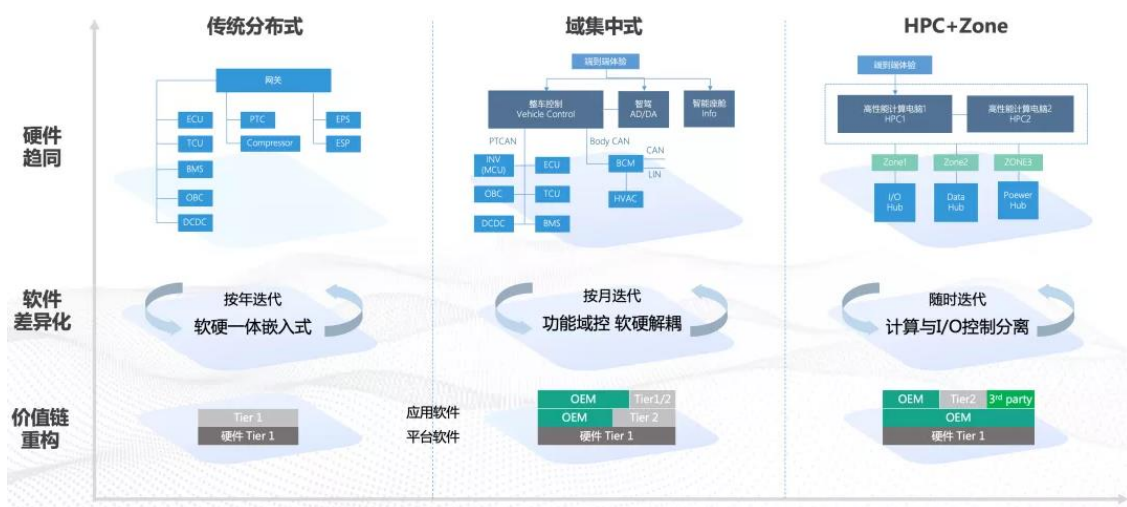
■ 零束成为上汽“软件定义汽车”的主要载体

五大中心赋能，软件中心已实现独立运营。在智能网联方面，上汽组建了软件、云计算、人工智能、大数据、网络安全等“五大中心”，构建起智能车时代的数字化能力。2020 年 5 月，上汽软件中心成立为零束软件分公司，2021 年 12 月，零束科技有限公司成立，其中上汽集团股权占比 93.24%，员工持股平台股权占比 6.76%，零束的独立将有助于激发组织效率，提升对软件高端人才的吸引力。

中央集中式电子电气架构与 SOA 软件平台将于 2022 年率先落地。2021 年 4 月，零束发布“零束银河全栈解决方案”，涵盖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 和网络安全以及智能车数据工厂，其中中央集中式电子架构、SOA 软件平台将在智己汽车和飞凡汽车的高端智能电动产品上落地。

基于全新电子电气架构，软硬件解耦，将硬件抽象为可被调用的服务，比如一颗摄像头，在分布式电子电气架构时代，仅为 AEB/ACC 等功能服务，现在可被任何功能调用。上汽零束将 SOA 架构理念引入车端软件设计，并以此为基础打造云管端一体化 SOA 软件平台，作为实现软件定义汽车的技术基础平台。SOA 软件平台的价值不仅限于在技术层面的实现软硬件解耦，更关键的是推动整个汽车产业商业模式的转变，未来围绕智能汽车有望形成以 SOA 平台为基础，以用户体验为核心，OEM 与先进 Tier1/2、科技公司、其他行业领先企业合作共创软件定义汽车新生态。基于 SOA 软件平台，用户在购车后仍能够通过 OTA 方式购买软件增值服务，丰富的应用能够为 OEM 打造差异化的品牌特征。

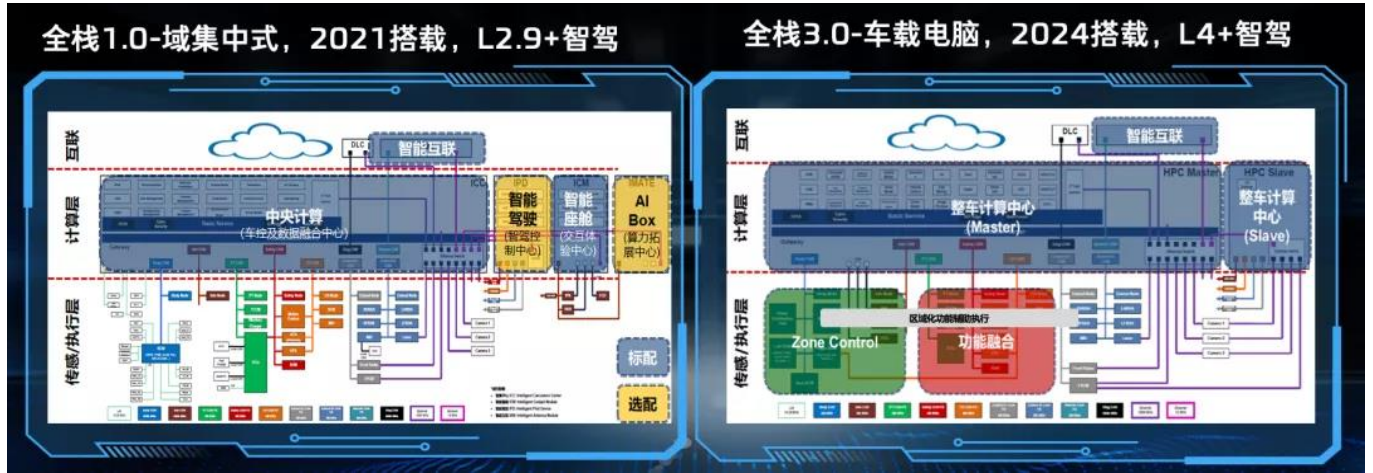
图表 20 电子电气架构变化重构汽车价值链并加速软件迭代



资料来源：零束科技，平安证券研究所

零束银河全栈 3.0 启动研发，电子架构进一步集中，并支持 L4 级自动驾驶。零束科技已经启动“零束银河全栈 3.0 技术解决方案”的自主研发，所搭载车型将于 2024 年上市。零束银河全栈 3.0 的电子架构进一步中央集中化，成为主从两个 HPC，主要实现智能驾驶、智能座舱、智能计算、智能驾驶备份功能，再加上 4 个区域控制器，实现各自不同区域的相关功能，以全面支撑 L4 以上智能驾驶技术；底层狭义操作系统 (OS) 由异构升级为同构；骨干通信带宽扩容至千兆甚至万兆；智能车数据工厂全面实现数字孪生镜像，持续夯实云、管、端智能车网络安全防护体系，加速智能车自学习，自成长和自进化，使车真正成为直连用户的载体和入口、移动的 AIoT 平台和数字化体验空间。零束云管端电子架构通过全面分解，纵向实现云管端一体化车云协同，横向实现深度跨域融合，满足产品需求-功能/服务-系统-产品-测试-运维的整体链路打通，提供智能车端到端的系统性解决方案。

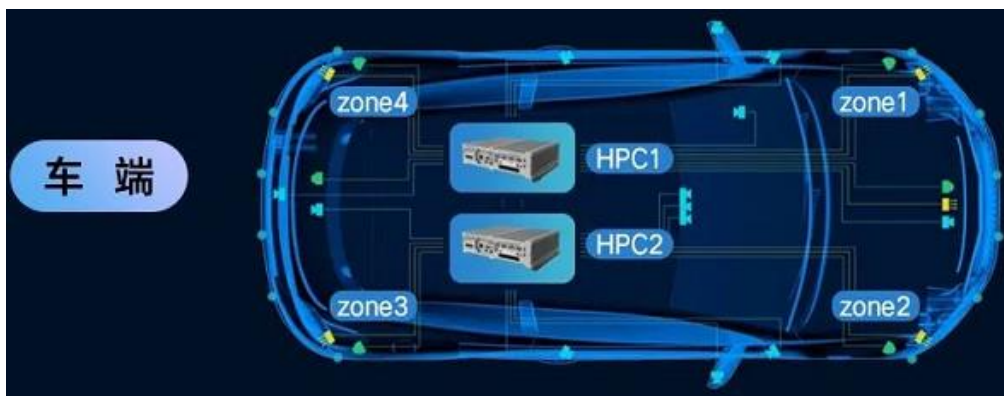
图表21 零束科技全栈 3.0 解决方案 2024 上车，实现中央计算+区域控制器，可支持 L4+智能驾驶



资料来源：零束科技，平安证券研究所

图表22 零束科技全栈 3.0





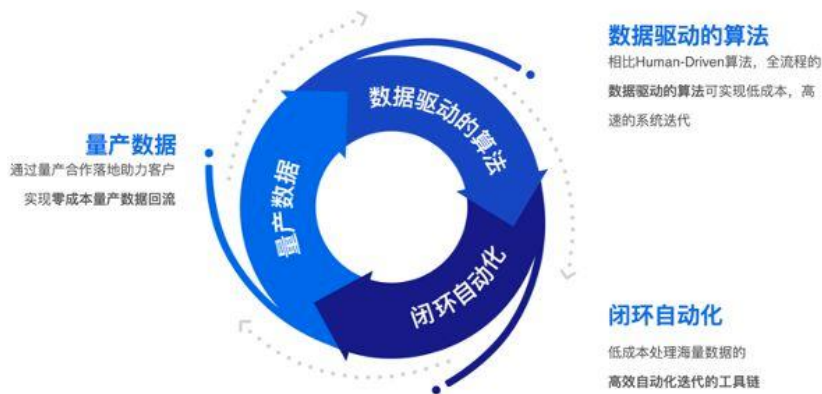
资料来源:零束科技, 平安证券研究所

■ 与 momenta 深度合作，量产车高阶辅助驾驶与 Robotaxi 齐头并进

上汽集团在自动驾驶领域拥有强大的合作伙伴。公司投资中海庭，布局高精地图；战略投资地平线，加快布局车规级 AI 芯片；投资自动驾驶创业公司 Momenta，共同开发全栈智能驾驶算法。

与 Momenta 深度合作，打造自动驾驶“中国方案”。车企、Tier1 成为 Momenta 的投资方，包括上汽、丰田、奔驰、通用、博世等，其中上汽是 Momenta 最大的机构股东。在自动驾驶路线选择方面，一条路线是以 OEM 为主导的渐进式辅助驾驶，另一条是由自动驾驶初创公司主导的 L4 级完全无人驾驶，前者落地难度相对较低，后者发展空间虽大但受制于车队规模，需要持续输血生存。因此国内做无人驾驶的算法公司近年在组建无人车队之外积极进行场景落地，与车企合作量产车，在家用轿车、公交、干线物流、园区物流方面扩大量产规模，无人车与量产车双轮驱动优化算法。自动驾驶独角兽 Momenta 认为自建无人驾驶车队成本太高，采取“一个飞轮+两条腿”的模式，通过与车企合作量产自动驾驶 (Mpilot)，并随着搭载 Mpilot 的车型保有量逐渐增多，获得海量驾驶数据，并对“飞轮”算法进行训练和优化，最终赋能完全无人驾驶 (MSD)，Momenta 量产自动驾驶 (Mpilot) 搭载量产的首款车型正是上汽的智己 L7。Momenta 也与上汽合作 Robotaxi 业务，借助上汽的汽车制造经验和车辆平台，扩大算法的搭载规模。在自动驾驶技术方面，据出行一客评测，与其他自动驾驶公司的车辆相比，Momenta 的无人驾驶策略在保证安全的情况下更加激进，比如主动超越前车、转弯过匝道也以较高速度前进，与人类司机驾驶习惯接近，这一程度体现了 Momenta 自动驾驶技术的成熟度。

图表23 Momenta 的“飞轮”模式



资料来源: Momenta, 平安证券研究所

得益于上汽集团在自动驾驶领域布局全面，上汽在高阶辅助驾驶和无人驾驶方面都已取得了较大进展：

乘用车高阶辅助驾驶有望于 2022 年落地。2022 年上市的智己 L7 和飞凡 R7 都将搭载各自的辅助驾驶系统，硬件配置上搭载激光雷达和英伟达 Orin 芯片。我们认为在 2025 之前国内智能车发展处于智能硬件军备竞赛阶段，从智能硬件角度来讲，上汽两个高端品牌是处于第一梯队的。另外在智能体验方面，此前公布的智己 L7 自动驾驶系统在上海市区实现了 40 分钟“0 接管”，这充分说明了上汽自主高端品牌在智能化硬件配置还是智能化体验方面都是不落后于竞争对手的。

图表 24 上汽与其他车企的自动驾驶系统对比

	蔚来	小鹏	理想	沙龙	飞凡	智己
自动驾驶系统	NAD	X Pilot 3.5		Captain-Pilot	PP-CEM	IM AD
激光雷达	1	2	1	4	1	3(激光雷达版)
毫米波雷达	5	5	5	5	6	5
摄像头	11	13	12	11	12	12
超声波雷达	12	12	12	12	12	12
4D 毫米波雷达					2	
计算平台	Orin	Xavier	Orin	华为双 MDC	Orin	Orin(激光雷达版)
算力	1016	30	200-400	500	500-1000	500
搭载车型	ET7/ET5	P5	X01	机甲龙	R7	智己 L7

资料来源：公司官网，平安证券研究所

上汽成为国内首个落地 Robotaxi 的车企。上汽集团旗下 L4 自动驾驶运营平台“享道 Robotaxi”在上海嘉定正式启动运营，首批部署的 20 台享道 Robotaxi 运营车辆，到 2025 年，上汽集团将组建商业化 Robotaxi 车队，并实现可持续盈利的商业模式，而上汽 Robotaxi 的自动驾驶解决方案正是由 Momenta 提供。

商用车自动驾驶方面：2019 年，上汽顺利完成全球首次“5G+L4 级智能驾驶重卡”示范运营，实现了东海大桥和洋山深水港区间的无人驾驶。2020 年，上汽智能重卡累计行程超过 42 万公里，完成 2.1 万个标箱商业化试运营，在全场景下的平均接管里程超过 5500 公里/次，在东海大桥的平均接管里程超过 20000 公里/次，达到国际商用车行业领先水平。2021 年 8 月，上汽正式成立商用车智能驾驶科创公司——上海友道智途科技公司，将充分依托洋山港“5G+L4”智能重卡项目的技术积累和成功经验，聚焦港口、厂区等特定场景与干线物流场景的 L4 级和 L3 级自动驾驶产品，打造“技术+产品+运营”的全新业务模式，成为全球商用车领域全场景自动驾驶解决方案和网络货运平台的创领者。

2.4 全球业务多点开花，海外布局进入收获期

上汽在泰国、印尼和印度建立了三个海外生产制造基地，在硅谷、特拉维夫和伦敦设立 3 个创新研发中心，在欧洲、南美、中东、北非、澳新和东盟等地设立了多个区域营销服务中心，建成近 810 个海外营销服务网点，已经形成泰国、英国、欧盟、印尼、智利、澳新、中东、印度、埃及 9 个“规模级”海外市场。针对不同市场环境，上汽海外市场拓展采取不同的发展思路。在欧洲等成熟市场，以新能源汽车为主，满足消费者的绿色移动出行需求，并积极构建车联及互联的汽车生态圈；在新兴市场，提供差异化的品牌定位及产品性能，用更便捷的维修保养及金融等服务，满足新兴市场的需求。

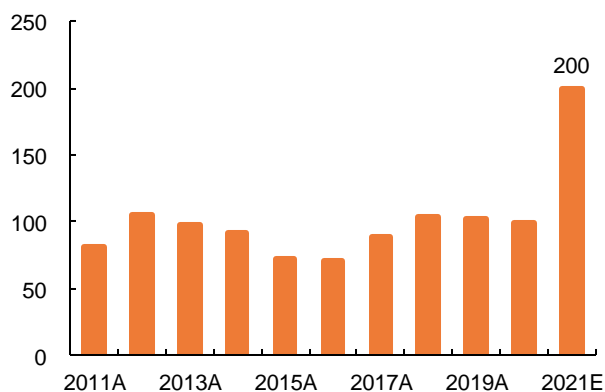
图表25 上汽集团海外市场布局



资料来源：上汽集团官网，平安证券研究所

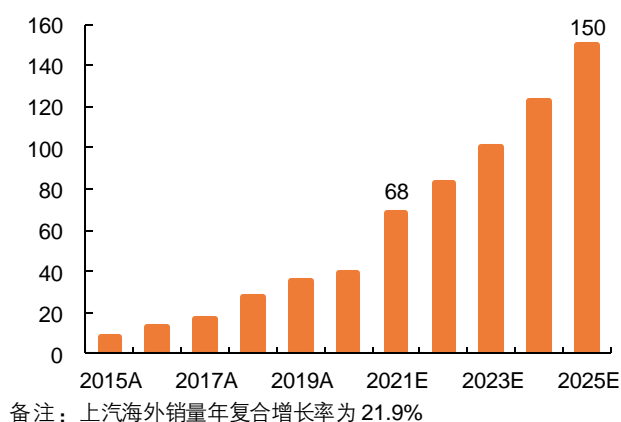
2021年海外销量超预期，看好公司海外市场空间。2021年1-11月份公司海外销量已经达到60万台，预计2021年公司全年海外销量有望达到68万台。中国车企年出口销量此前一直维持在100万台左右，2021年我国出口销量迈入快速增长期，预计2021年全年整车出口销量超过200万台，同比实现翻番，长远来看我们估计中国汽车市场的海外市场能达到1000万台空间，2025年上汽海外年销量目标为150万台，我们认为具有合理性与可实施性。

图表26 2021年中国汽车出口销量增长迅速



资料来源：中汽协，平安证券研究所

图表27 2025年上汽集团海外销量目标150万台



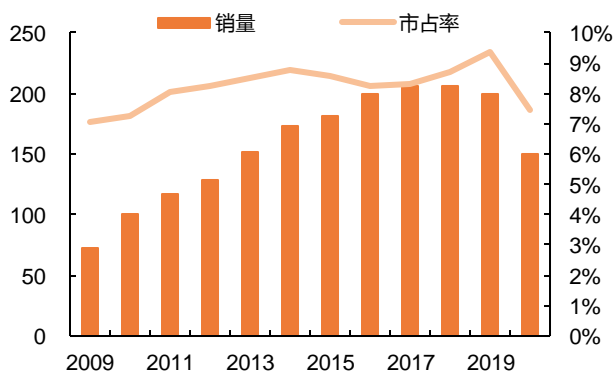
资料来源：公司公告，平安证券研究所

三、 合资底部已现， 重整旗鼓再出发

3.1 上汽大众： ID.3 带动 MEB 放量， 大众战略转型坚决

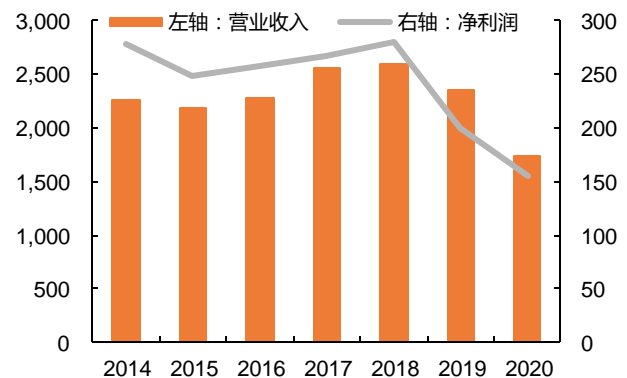
多重因素叠加导致上汽大众燃油车业务销量遇冷。2019年底，中保研帕萨特A柱事件使上汽大众的口碑受损，叠加疫情影响，2020年上汽大众销量仅为151万辆，同比下滑25%，跌幅大于2020年乘用车市场全年6%的下跌幅度。2021年上汽大众受芯片短缺影响较大，2021年1-11月上汽大众销量110.5万台，同比下滑18%。另外上汽大众近几年推出的新车销量也不及预期，以大众全新MPV大众威然为例，在威然上市之前市场给予其非常高的期望，有望打破别克GL8在商务车领域的霸主地位，但威然上市后销量却不及预期，2021年1-11月，大众威然累计销量仅为9391辆（同期GL8销量达到14.9万台）。

图表28 上汽大众销量/市占率 单位：万辆



资料来源：公司公告，中汽协，平安证券研究所

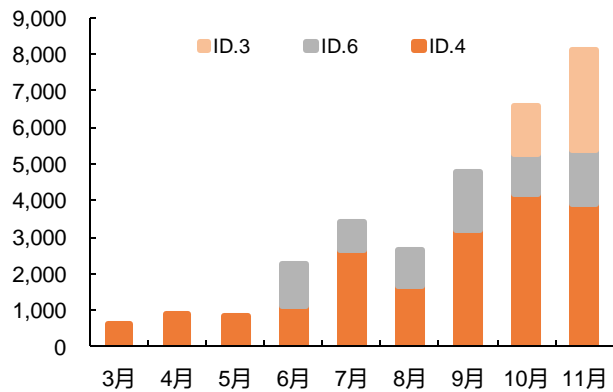
图表29 上汽大众营业收入/净利润 单位：亿元



资料来源：公司财报，平安证券研究所

ID系列销量稳步攀升，ID.3将成为大众ID系列新的增长动能。2020年10月，上汽大众全新MEB工厂落成投产，工厂投资170亿元，年产能30万台。2021年3月，首款MEB车型ID.4X上市，定位5座中型纯电SUV，售价19.98~27.28万元，6月份6座大型纯电SUV ID.6X上市，售价23.98~33.58万元。目前大众ID.4和ID.6合计月交付量（包含一汽大众和上汽大众ID.4、ID.6车型）已经超过万台，但我们认为大众的这两款纯电车型智能化体验相比国内竞争对手有一定差距，其后续的增长或将承压。上汽大众第三款MEB车型ID.3于2021年10月上市，售价15.98~17.38万元，外观方面，国产版ID.3基本沿用欧版ID.3的造型。在国内15万元以上的纯电动市场，ID.3目前的直接竞品并不多，该价位区间的纯电车型大多是轿车或者SUV，而类似ID.3这种两厢A0级车，市场上的价格区间一般在10万元左右。由于ID.3在设计上更加符合女性和年轻用户的消费偏好，且相比ID.4和ID.6售价更低，终端市场对ID.3的市场预期好于ID.4和ID.6。2021年11月ID.3交付量达到2755台，后续随着ID.3交付量的逐步攀升，大众ID系列的销量有望再上一个台阶。

图表30 上汽大众 ID 系列销量 单位：辆



资料来源：中汽协，平安证券研究所

图表31 大众 ID.3



资料来源：上汽大众官网，平安证券研究所

图表32 上汽大众 ID.3 与主要竞争对手对比

	大众 ID.3	广汽 AION S	广汽 AION Y
售价 (万元)	15.98~17.38	13.96~17.26	10.96~15.76
长 (mm)	4261	4810	4410
宽 (mm)	1778	1880	1870
高 (mm)	1568	1515	1645
轴距 (mm)	2765	2750	2750
电池容量 (kwh)	57.3	50.6/58.8/69.9	55.5/63.98/76.8
续航里程 (km)	430	410/510/602	410/500/600
最大功率 (kw)	125(单电机后驱)	100/150/165 (单电机前驱)	70/135 (单电机后驱)

资料来源：汽车之家，平安证券研究所

奥迪品牌或成为上汽大众新的盈利增长点。未来 3 年上汽奥迪将陆续推出四款车型，包括燃油车和纯电动车。2022 年上汽奥迪将推出两款新车型，包括旗舰轿车 A7L 和纯电 SUV Q5 e-tron。奥迪品牌将成为上汽大众发力豪华市场的重要抓手，目前的首要任务是做好品牌运营，短期来看奥迪品牌的销量可能不高，但长期看，随着上汽奥迪车型的增加以及品牌认知的逐步建立，有望成为上汽大众新的业绩增长点。

图表33 上汽奥迪 A7L



资料来源：汽车之家，平安证券研究所

图表34 上汽奥迪 Q5 e-tron



资料来源：汽车之家，平安证券研究所

短期来看，上汽大众销量将维持在 160 万台左右。上汽大众近几年销量和盈利有所下滑，但其传统燃油车业务基本盘仍在，且口碑也在逐渐恢复，随着芯片供给的改善，公司燃油车业务有望见底回升。新能源方面，ID.3 已经上市，我们预计其市场表现将好于 ID.4 和 ID.6，ID 系列销量将得到改善。奥迪品牌将助力上汽大众在高端品牌发力，随着奥迪品牌销量增长，上汽大众的价格中枢和盈利能力有望得到提升。但自主品牌推出的新能源车型也将进一步挤压大众在华燃油车份额，因此我们认为，上汽大众销量恢复到 200 万台将面临诸多挑战，短期来看有望维持在 160 万台左右。

从 2021 年大众 ID 系列的销量来看，大众在国内的初步转型难言成功，但智能新能源车的发展才刚刚开始，而且大众也是传统巨头转型最坚决且速度较快的车企，大众也已经制定了全面的以软件为中心的转型战略，大众将在 2025 年左右用一个平台 SSP 囊括所有旗下品牌车型，同时采用全新一代的电子电气架构 E³2.0，软件公司独立后致力于将自研软件比例由不足 10% 提升至 60%，从而形成新的商业模式组合——集团利润由整车、软件、电池和充电、移动出行解决方案组成。

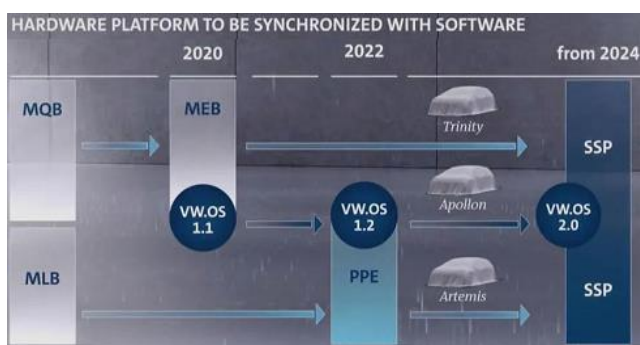
图表35 大众未来收入为硬件+软件+电池与充电+移动服务



资料来源：大众汽车 2030NEW AUTO，平安证券研究所

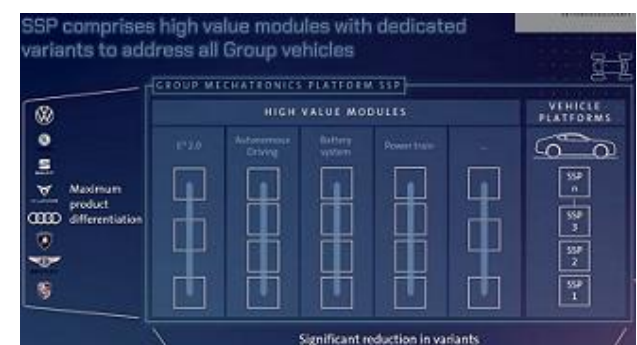
车型平台方面，大众将在 5 年内将目前的 3 个燃油车平台 (MQB/MSB/MLB) 和两个纯电平台 (MEB/PPE) 整合为一个 SSP 平台，大幅降低机械硬件的复杂度。未来大众汽车不同档次的品牌差异将不依赖于不同的车型平台，而是通过组合不同“价值模块”来形成差异化，价值模块包括不同动力驱动、软件、移动解决方案、金融服务等。由于车型种类的大幅简化，规模效应将大幅凸显。

图表36 大众汽车简化硬件平台



资料来源：大众汽车，平安证券研究所

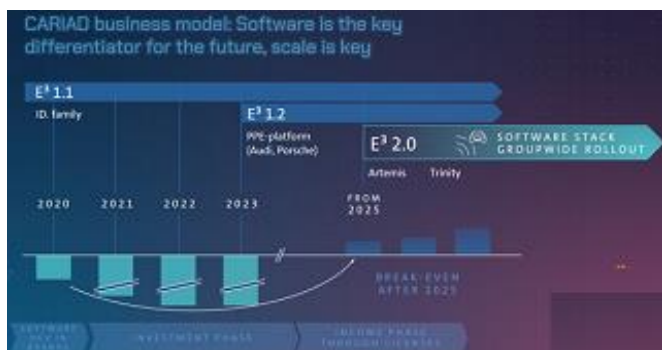
图表37 产品差异化由不同高价值模块组成



资料来源：大众汽车，平安证券研究所

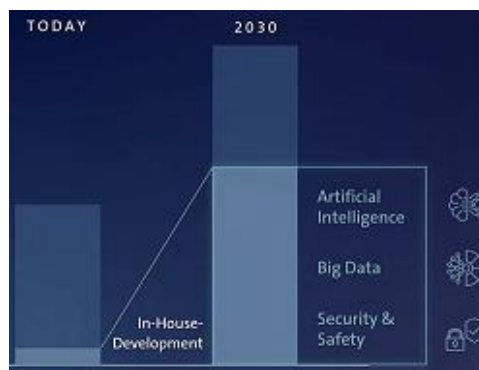
软件公司独立运作，大幅提高软件自研比例。软件公司 CARIAD 业务主要覆盖：1) 电子电气架构；2) VW.OS (大众汽车操作系统)；3) VW.AC (大众汽车云)；4) 关键应用。大众 2025 年将推出 E³2.0 电子电气架构，适配大众汽车集团旗下所有车型，搭载 L3 级自动驾驶技术，并为 L4 级别自动驾驶做好准备。到 2030 年大众汽车软件自研比例将达到 60%。大众计划在中国、北美都将进行本土化团队组建和成立本地化的软件公司，拟成立中国的 CARIAD。

图表38 大众电子电气架构路线图



资料来源：大众汽车，平安证券研究所

图表39 大众软件自研比例提升至 60%



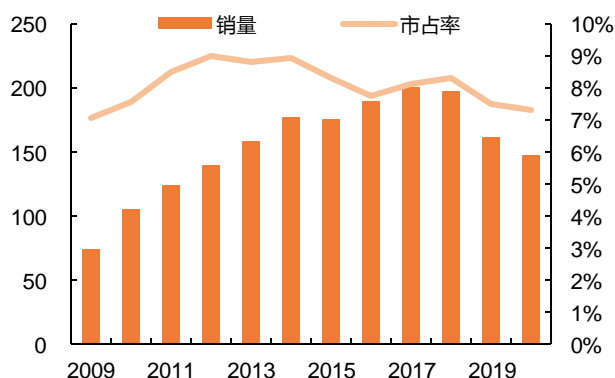
资料来源：大众汽车，平安证券研究所

长期来看大众依然有望在智能新能源时代赢得一席之地，外资股比放开后将形成新的中外方关系。大众是传统汽车巨头中转型最坚决的车企，但转型之路多险阻，大众在欧洲的转型会受到工会的制约，相对而言中国大众的转型包袱更轻。相比燃油车时代资源集中在南北大众的资源布局来看，大众在新能源布局要更加分散，且有向大众安徽和奥迪一汽两家控股公司倾斜资源的趋势，但大众安徽和奥迪一汽的新车型要到 2023/2024 年量产，且短期销量、产能也很难达到目前南北大众的规模，大众转型的同时非常注重造血能力，这意味着大众在华并不会偏废原有的合资车企，而是随着中外方力量的相互博弈采取更适合大众品牌在华立足的全新合作方式。智能车时代车企的本土效应很强，大众应已在 ID 国产之初表现不佳中吸取教训，预计未来将谋求更多本地化合作，而上汽集团在智能新能源领域的资源积累较为雄厚，有望在未来新合资时代占据有利位置。

3.2 上汽通用：商务车优势突出，奥特能平台 2022 年量产

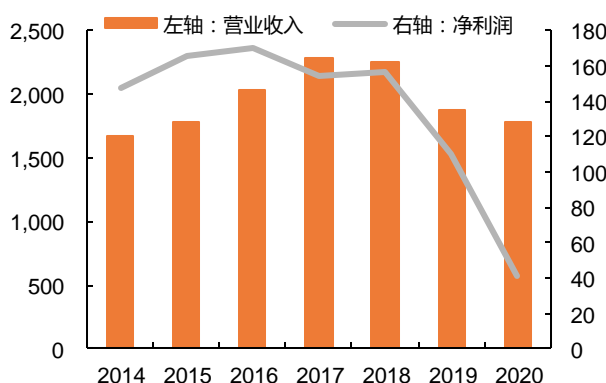
三缸换四缸，上汽通用将走出至暗时刻。上汽通用由于之前的三缸机战略导致销量下滑严重，2019 年上汽通用销量 160 万辆，同比大幅下滑 19%，引起销量下滑的主要原因正是上汽通用的三缸机战略。2020 年上汽通用开始全面将三缸机切换回四缸机，并且满足国六排放标准，四缸发动机的切换有助于上汽通用恢复市场口碑，公司业绩有望见底回稳。

图表40 上汽通用销量/市占率 单位：万辆



资料来源：公司公告，中汽协，平安证券研究所

图表41 上汽通用营业收入/净利润 单位：亿元

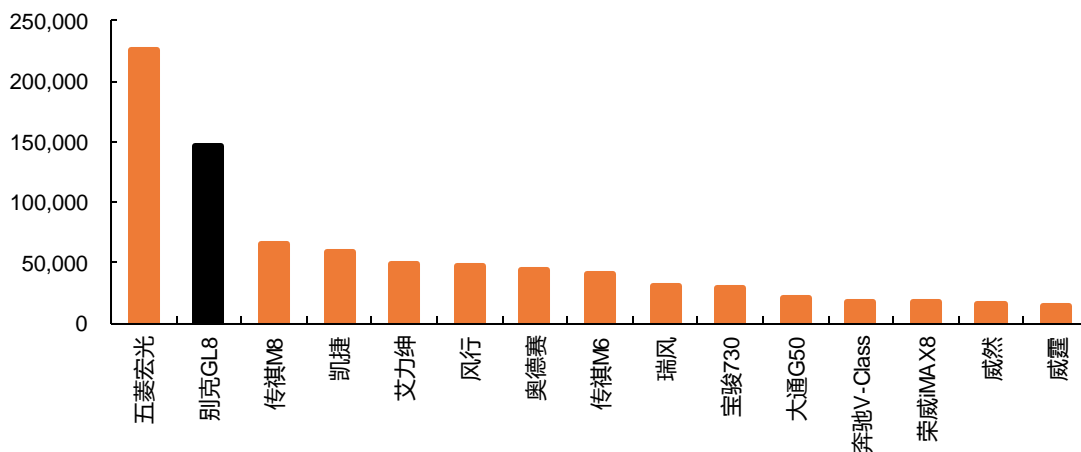


资料来源：公司财报，平安证券研究所

GL8是上汽通用的拳头产品，地位稳固。上汽通用从2000年在国内推出别克GL8，目前已在商务MPV领域耕耘20多年，车型也已经迭代到第5代。在商务MPV发展初期，GL8凭借精准的市场定位以及合资品牌的品牌优势，快速建立起品牌认知。2021年1~11月GL8销量达到14.7万台，居MPV车型销量第二位。从整个MPV市场供给端来看，国内MPV市场主要由中高端商务MPV（GL8为代表）和低端MPV（五菱宏光为代表）构成，本田艾力绅、奥德赛以及2021年上市的国产丰

田赛那更多聚焦家用 MPV 市场，在中高端商务领域，GL8 目前鲜有对手。GL8 通过不断细化产品布局，目前拥有陆上公务舱、ES 陆尊和艾维亚三大系列，覆盖 20~50 万 MPV 市场。2021 年，GL8 的动力系统全线升级，全系搭载 2.0T+9AT+48V 轻混系统，我们认为 GL8 具有较强的品牌认知和销量优势，且短期来看依然难以撼动，其市场份额稳定，盈利能力突出，GL8 仍将是上汽通用未来几年重要的利润支柱车型。

图表42 2021年1-11月MPV车型销量 单位：辆



资料来源：乘联会，平安证券研究所

上汽通用将基于奥特能纯电平台推出超 10 款纯电动车型。2021 年 9 月，通用向中国市场发布了全新的第三代纯电动平台 Ultium 平台，并公布其“奥特能”的中文命名。根据上汽通用规划，到 2025 年，上汽通用将投资超过 500 亿元，基于奥特能电动车平台打造的国产电动车共 10 款以上，覆盖别克、雪佛兰和凯迪拉克三大品牌，涵盖轿车、SUV 和豪华 SUV 等多个细分市场。目前上汽通用奥特能超级工厂已在上海浦东新区金桥正式投产，负责奥特能电动车平台动力电池组的生产。全球方面，通用汽车将基于奥特能平台推出超过 30 款纯电动车，超 20 款将进入中国。

奥特能平台是通用汽车全面电动化的基石，荟萃了通用汽车 26 年的电气化经验和前瞻技术，上汽通用和泛亚汽车技术中心全程参与该平台及相关车型的同步开发。通过运用高度本地化的业务链体系，上汽通用实现了奥特能平台车型的国产和超过 95% 零部件的本土化采购。奥特能平台是上汽通用乃至通用汽车电动化战略的重要技术支撑，其拥有智能、安全、灵活三大优势：

奥特能平台更加智能。奥特能平台首次在业内采用无线电池管理系统 (wBMS)，可减少 90% 的线束，电池布局和配置更灵活，开发空间和技术升级能力得到大幅提升，此外，在生产端，电池包的生产工艺获得大幅简化，电芯的无线通讯能力提升了电池自动化装配的效率和质量。奥特能平台搭载通用汽车全新一代 VIP 智能电子架构，支持整车进行更精细化的管理和功能的不断迭代升级。

奥特能平台更加安全。奥特能电动车平台满足 ASIL-D 系统安全的最高等级，这是汽车行业电子电气系统安全层面的最高标准。拥有七重核心电池热管理技术，包括实时智能监控系统、电芯间隔热墙、抑制热扩散技术、防拉弧设计、后置大面积防爆阀、乘客舱保护、模组集成式液冷系统；同时拥有强化的全新电池物理防护架构：电池包内横梁及上盖总成侧边防护梁采用 1500MPa 超高强度钢，托盘总成采用 1000MPa 高强度钢，整个电池包壳体超高强度钢占比 37.5%，高强度钢占比 61%。

奥特能平台更加灵活。奥特能平台具备强大兼容性和可拓展性，满足消费者多元化、个性化的需求。电池方面，奥特能平台支持 2 种电芯 (方形电芯和软包电芯)、2 种模组和 3 种电池包 (8 模组/10 模组/12 模组)，不同的搭配可以实现不同等级的续航与性能配置。动力方面，奥特能电驱动技术基于三款通用自主研发的电机组成 7 种驱动组合，实现前驱、后驱、经济四驱和性能四驱的驱动模式，可以为大众化车型、豪华车、性能车打造各具特点的驾乘体验，采用奥特能平台的 GMC 悍马 EV 百公里加速最快 3 秒。

图表43 奥特能平台电池包安全性设计



资料来源：上汽通用，平安证券研究所

凯迪拉克 Lyriq 代表目前合资电动车新高度。Lyriq 后驱长续航豪华版已于 2021 年 11 月开启预售，预售价格 43.97 万元，将于 2022 年在国内交付，后续还将推出百公里加速不超过 4.9 秒的四驱版本。凯迪拉克 Lyriq 是基于奥特能平台打造的首款豪华智能纯电车型，定位中大型 SUV。从车型定位以及定价来看，Lyriq 瞄准的是蔚来 ES8/ES6 和 Model Y 引领的高端纯电 SUV 市场。

从车身尺寸来看，Lyriq 仅比 6 座/7 座版的 ES8 略逊，强于蔚来 ES6 和 Model Y。

动力电池与续航里程方面，Lyriq 电池容量 95.7kwh，强于 Model Y 和低配版 ES6/ES8，高配版 ES6/ES8 搭载 100kwh 电池，略强于 Lyriq，但 Lyriq CLTC 续航里程达到 650km，蔚来 ES6 搭载 100kwh 电池包的续航里程 NEDC 续航里程为 610km，Model Y 的 NEDC 续航里程 566km。

座舱方面，Lyriq 搭载了 33 英寸环幕式超视网膜屏，提供 9K 超高分辨率，座舱芯片采用的是当下最先进的高通 8155 芯片，从硬件层面来看，Lyriq 的智能座舱有竞争优势，但智能座舱的 UI 设计以及应用的丰富度有待进一步观察。

自动驾驶方面，Lyriq 搭载了增强型 Super Cruise 超级智能驾驶辅助系统，增加了驾驶员自动变道和指令变道等智能驾驶辅助功能，并支持 OTA 升级，但相比新势力目前的高速导航辅助驾驶功能，Lyriq 的自动驾驶功能还有提升空间。总的来说，我们认为凯迪拉克 Lyriq 是目前合资车企推出的比较有竞争力的一款纯电车型，代表了传统合资车企纯电车型的新高度，产品竞争力较强。

图表44 凯迪拉克 Lyriq 外饰



资料来源：上汽通用官网，平安证券研究所

图表45 凯迪拉克 Lyriq 内饰



资料来源：上汽通用官网，平安证券研究所

图表46 Lyriq 与主要竞争对手参数对比

	Lyriq	蔚来 ES6	蔚来 ES8	Model Y 高性能版	奥迪 Q5 e-tron
售价 (万元)	43.97(预售价)	35.8~52.6	46.8~62.4	38.79	40.00~52.00(预售价)
长 (mm)	5003	4850	5022	4750	4876
宽 (mm)	1977	1965	1962	1921	1860
高 (mm)	1637	1758	1756	1624	1675
轴距 (mm)	3094	2900	3010	2890	2965
电池容量 (kwh)	95.7	75/100	75/100	78.4	83.4
续航里程 (km)	650	455/465/600/610	450/580	566	520/560
最大功率 (kw)	255 (单电机版)	320 (双电机) 400 (双电机)	400 (双电机)	357 (双电机)	150 (单电机) 225 (双电机)
百公里加速 (s)	6.9(单电机版) 4.9(双电机版)	5.6/4.7	4.9	3.7	—

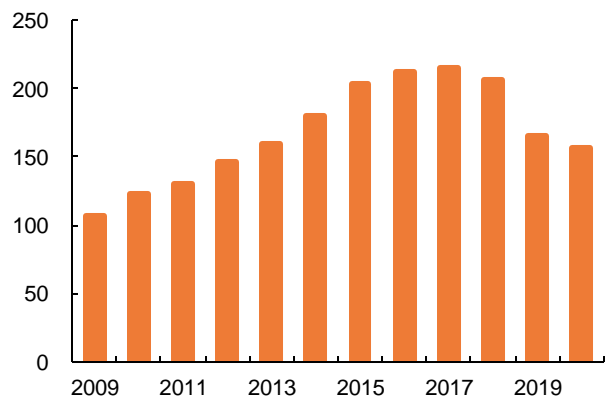
资料来源：汽车之家，平安证券研究所

上汽通用由于此前的三缸机战略，导致其市场份额和口碑出现下滑，目前上汽通用已经切换为四缸机，市场份额和业绩将得到恢复。上汽通用在 MPV 拥有较强的竞争力，GL8 市场份额稳定，盈利能力强，是上汽通用未来几年重要的利润支柱车型。全新奥特能平台将助力上汽通用转型，依托于股东方美国通用的技术优势，奥特能平台具有更智能、更安全和更性能的优势，奥特能平台的推出将提升上汽通用在新能源市场的竞争力。

3.3 上汽通用五菱：宏光 MINI EV 引领小型新能源车市场

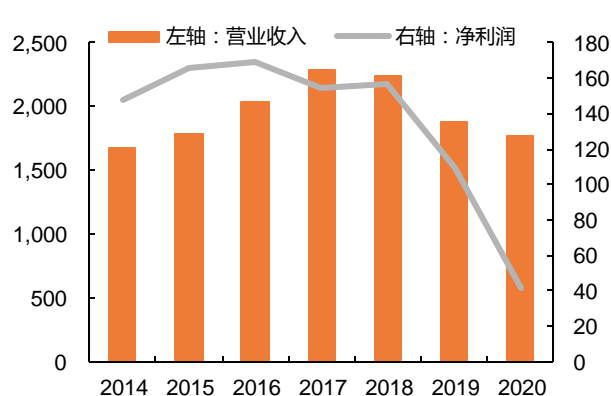
上汽通用五菱成立于 2002 年，是由上汽集团、通用汽车、柳州五菱三方共同组建的中外合资汽车公司，旗下产品覆盖交叉乘用车、MPV、SUV、小型新能源汽车等细分领域。上汽通用五菱 2017 年销量达到 215 万台，但从 2018 年开始销量出现下滑。2021 年 1~11 月，上汽通用五菱销量 144 万台，同比增加 6.31%，重点车型五菱宏光 MINI EV、五菱凯捷、五菱宏光终端销量表现较好。

图表47 上汽通用五菱销量 单位：万辆



资料来源：上汽通用官网，平安证券研究所

图表48 上汽通用五菱营业收入/净利润 单位：亿元



资料来源：上汽通用官网，平安证券研究所

MINI EV 引领 A00 级新能源汽车市场，多款新能源车型上新有望推高公司新能源车价格中枢，2022 年上汽通用五菱新能源车销量增速或将放缓。上汽通用五菱在 2020 年推出了 A00 级新能源车五菱宏光 MINI EV，并迅速成为国内汽车市场热销的纯电车型。2021 年 1~11 月 MINI EV 销量超过 37 万台，居国内新能源车销量首位，成功开拓出小型新能源车的蓝海市场。上汽通用五菱很好地抓住了用户当下出行的痛点：用户出行大部分以短途出行为主，但面临停车难、出行成本高的问题，MINI EV 的推出很好地解决了这部分用户的出行需求。从上汽通用五菱的新品战略来看，公司的新能源车采取从下往上的打法，依靠 MINI EV 的流量热度培育起市场认知，进而通过多款个性化的产品向上拓展更加年轻个性化的消费群体。2021 年先后推出了宏光 MINI EV 马卡龙版、五菱 Nano EV、宝骏 KiWi EV 等新能源车型，2022 年公司还将推出宏光 MINI EV 敞篷版车型，我们认为公司在小型新能源车市场的发力有望推高新能源车的价格中枢。尽管 2022 年 A00 级竞争会加剧，但上汽通用五菱显然在规模、成本和市场认知度上具有更强的竞争优势，但从整个 A00 级市场容量来看，目前 A00 级新能源车渗透率已经基本饱和，销量趋于稳定，上汽通用五菱 2022 年新能源车销量增速或将放缓。

图表49 MINI EV 与主要竞品参数对比

	MINI EV	QQ 冰淇淋	奇瑞小蚂蚁	欧拉黑猫	零跑 T03
售价 (万元)	2.88~4.36	2.99~4.39	6.69~8.29	6.98~8.48	5.98~8.49
长 (mm)	2920	2980	3200	3945	3620
宽 (mm)	1493	1486	1670	1660	1652
高 (mm)	1621	1637	1550	1560	1592
轴距 (mm)	1940	1960	2150	2475	2400
电池容量 (kwh)	9.2/13.8	9.6/13.9	30.6/40.6	28.5~36	31.9/38/41
电池类型	三元锂/磷酸铁锂	磷酸铁锂	三元锂/磷酸铁锂	三元锂/磷酸铁锂	三元锂/磷酸铁锂
续航里程 (km)	120/170	120/170	301/408	301/351/405	301/403
最大功率 (kw)	20	20	30/55	35/45	55/80

资料来源：汽车之家，平安证券研究所

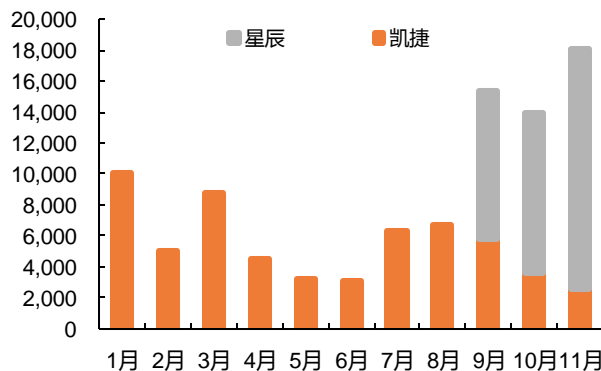
银标五菱助力五菱品牌价值和单车营收提升。上汽通用五菱在 2020 年 5 月发布全球银色五菱车标，代表五菱正式进军全球市场。五菱目前共推出两款银标车型：五菱凯捷和五菱星辰。凯捷定位 6 座家用 MPV，售价 8.58~13.48 万元；星辰于 2021 年 9 月上市，定位紧凑级 SUV，售价 6.98~9.98 万元，并首次搭载上汽通用五菱自研的 Ling OS 灵犀系统，11 月星辰销量超过 1.5 万台，有望成为五菱品牌又一走量车型，助力银标五菱再上新台阶。银标五菱的发布代表着五菱品牌开始冲击中端市场，后续随着 Ling OS 灵犀系统逐渐覆盖五菱车型，五菱的品牌价值和单车营收有望提升，但从五菱的品牌定位以及市场竞争环境来看，性价比依然是五菱品牌的核心竞争力。

图表50 五菱星辰



资料来源：汽车之家，平安证券研究所

图表51 银标五菱 2021 年月销量 单位：辆



资料来源：汽车之家，平安证券研究所

上汽通用五菱盈利有望见底回暖。MINI EV 的成功代表着上汽通用五菱成功地走出了一条属于自己的发展道路，小型新能源车的密集推出有望进一步巩固其护城河。五菱银标的两款车型销量表现较好，有望进一步带动五菱品牌价格中枢上移。2021 年上半年，上汽通用五菱实现归母净利润 4.1 亿元（2020 年全年净利润仅为 1.4 亿元），随着公司在小型新能源车的不断发力以及五菱银标的进一步放量，公司盈利能力将进一步改善。

四、盈利预测与投资建议

品牌、体制、技术全方位赋能，高端新能源车亮相在即。自主品牌分层发展，品牌矩阵雏形初现，2022 年上汽自主高端新能源车迎量产元年，飞凡和智己汽车在 2022 年均有重磅新车型落地。公司在体制改革方面卓有成效，高端新能源品牌实现独立运营，并向高科技企业转型，通过内生+投资的方式实现了智能新能源时代的核心技术布局，另外上汽的海外市场也将为公司带来可观增量。我们认为上汽在 2022 年落地的高端新能源车有望带动公司在自主新能源领域的边际改善。

合资底部已现，重整旗鼓再出发。2021 年上汽大众和上汽通用的业绩或已见底，2022 年两大合资公司将迎来业绩边际改善期。短期看上汽大众 ID.3 上市将带动 ID 系列再上新台阶，奥迪品牌有望成为上汽大众新的盈利动能，长期看大众全球战略转型坚决，未来有望在智能新能源时代赢得一席之地。上汽通用三缸切换为四缸，品牌价值逐渐修复，GL8 地位稳固盈利贡献较高，2022 年基于全新奥特能纯电平台量产纯电动车，有望提振上汽通用新能源车销量。

目前公司估值处于历史底部，2022 年上汽全新的高端自主车上市或将使上汽集团迎来关键的市值重估机遇。我们认为 2025 年上汽高端自主品牌有望达成 60 万台年销量规模；合资车企基本盘有望维稳，上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱贡献的权益净利润中期有望复苏至 150 亿，对应 1500 亿左右市值；零部件方面，华域汽车与其它零部件贡献收益合计将超过 100 亿元，对应市值在 1000 亿以上。

智能新能源时代，上汽集团在技术能力与品牌塑造方面相较竞争对手并不落后，上汽作为一家国企背景的汽车企业集团，在过去的发展历程中，走过一些弯路，但公司正在努力打破体制束缚，重新焕发活力。飞凡和智己两个品牌在 2022 年迎来新车型周期，有望带动上汽自主新能源的边际改善，另外迅速增长的海外市场也将为公司贡献较大增量，外加合资车企底部已现，盈利迎来恢复期，能够为公司战略达成提供稳定的资金支持。鉴于公司 2022 年自主与合资有望迎来边际改善，我们调整公司 2021/2022/2023 年净利润预测为 260/300/324 亿元（原盈利预测为 260 亿/279 亿/292 亿），维持“推荐”评级。

图表52 上汽集团重点公司经营业绩预测 单位：万辆、亿元

		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
自主业务	乘用车销量(含智己/飞凡)	67	66	80	95	110
	自主净利润	-71	-75	-69	-63	-61

上汽大众	销量	200	151	125	155	166
	权益净利润	100.1	77.4	40.4	74.0	82.5
上汽通用	销量	160	147	131	156	167
	权益净利润	54.8	20.5	35.8	50.1	54.0
上汽通用五菱	销量	166	157	158	179	188
	权益净利润	8.5	0.7	8.0	9.3	10.0
华域汽车	权益净利润	37.7	31.5	40.1	46.3	52.3

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表53 上汽集团可比公司估值

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E			
		2022-01-05	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
长城汽车	2333.HK	19.56	0.58	0.88	1.38	1.79	33.7	22.3	14.2	10.9
吉利汽车	0175.HK	17.42	0.55	0.75	1.24	1.39	29.5	21.6	13.1	11.7
广汽集团	601238.SH	15.03	0.58	0.74	1.03	1.18	26.1	20.4	14.5	12.8
长安汽车*	000625.SZ	15.11	0.44	0.61	0.75	0.89	34.7	25.0	20.2	17.0
平均							31.0	22.3	15.5	13.1
上汽集团	600104.SH	20.95	1.75	2.23	2.56	2.77	12.0	9.4	8.2	7.6

资料来源：WIND，平安证券研究所

注：长安汽车 EPS 预测为 WIND 一致预期，其余为平安证券研究所预测值

五、风险提示

- 1) 芯片紧缺影响周期超出预期，将对公司生产造成的负面影响；
- 2) 自主品牌新品推出后，销量不及预期，飞凡汽车、智己汽车品牌塑造以及销量不及预期；
- 3) 多家自主品牌也纷纷布局海外市场，海外市场竞争加剧，同时海外政治经济局势存在不稳定风险，将直接影响公司的海外市场战略的达成；
- 4) 合资公司市场份额恢复程度不及预期，导致合资公司造血能力下滑，影响公司转型战略。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	566175	541211	632782	706065
现金	142565	169554	198722	230718
应收票据及应收账款	60257	56314	67685	75208
其他应收款	11192	12920	15529	17254
预付账款	39102	27751	33354	37062
存货	69395	57889	69580	77318
其他流动资产	243663	216783	247911	268504
非流动资产	353240	346050	342680	338954
长期投资	59650	62204	65792	66428
固定资产	82982	80261	79847	80956
无形资产	16021	13690	11292	8826
其他非流动资产	194587	189895	185750	182744
资产总计	919415	887262	975462	1045019
流动负债	510884	452398	512204	551789
短期借款	23629	23629	23629	23629
应付票据及应付账款	205047	168304	202293	224790
其他流动负债	282208	260465	286283	303370
非流动负债	98489	98489	98489	98489
长期借款	47100	47100	47100	47100
其他非流动负债	51389	51389	51389	51389
负债合计	609373	550887	610694	650279
少数股东权益	49938	60330	70371	80484
股本	11683	11683	11683	11683
资本公积	57027	57027	57027	57027
留存收益	191392	207334	225687	245546
归属母公司股东权益	260103	276045	294397	314257
负债和股东权益	919415	887262	975462	1045019

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	37518	29687	39201	44178
净利润	29188	36407	39991	42521
折旧摊销	14462	19197	21958	24363
财务费用	517	378	454	505
投资损失	-21010	-17374	-19908	-21956
营运资金变动	7454	-7985	-2596	-1702
其他经营现金流	6907	-935	-698	449
投资活动现金流	-7110	7753	2018	871
资本支出	14140	10000	15000	20000
长期投资	-18323	10000	15000	20000
其他投资现金流	-2928	-12247	-27982	-39129
筹资活动现金流	-15852	-10451	-12051	-13054
短期借款	-1959	0	0	0
长期借款	11802	0	0	0
其他筹资现金流	-25694	-10451	-12051	-13054
现金净增加额	14025	26989	29168	31996

资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位: 百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	723043	755789	908404	1009368
营业成本	645250	670488	805893	895519
税金及附加	5760	6046	7267	8075
营业费用	38067	44592	53596	59553
管理费用	21818	22674	27252	30281
研发费用	13395	13604	16351	18169
财务费用	517	378	454	505
资产减值损失	-3190	3023	3634	4037
信用减值损失	-1116	0	0	0
其他收益	2580	2500	2500	2500
公允价值变动收益	3812	5000	4500	3500
投资净收益	21010	17374	19908	21956
资产处置收益	-111	0	0	0
营业利润	35607	42084	46251	49193
营业外收入	750	750	750	750
营业外支出	465	500	500	500
利润总额	35892	42334	46501	49443
所得税	6704	5927	6510	6922
净利润	29188	36407	39991	42521
少数股东损益	8757	10392	10041	10112
归属母公司净利润	20431	26015	29950	32408
EBITDA	50870	61908	68913	74310
EPS (元)	1.75	2.23	2.56	2.77

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入(%)	-12.5	4.5	20.2	11.1
营业利润(%)	-11.7	18.2	9.9	6.4
归属于母公司净利润(%)	-20.2	27.3	15.1	8.2
获利能力				
毛利率(%)	10.8	11.3	11.3	11.3
净利率(%)	2.8	3.4	3.3	3.2
ROE(%)	7.9	9.4	10.2	10.3
ROIC(%)	16.0	24.5	27.1	26.7
偿债能力				
资产负债率(%)	66.3	62.1	62.6	62.2
净负债比率(%)	-23.2	-29.4	-35.1	-40.5
流动比率	1.1	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.5	0.6	0.7	0.7
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	12.7	16.0	16.0	16.0
应付账款周转率	4.33	5.15	5.15	5.15
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.75	2.23	2.56	2.77
每股经营现金流(最新摊薄)	3.21	2.54	3.36	3.78
每股净资产(最新摊薄)	22.26	23.63	25.20	26.90
估值比率				
P/E	12.0	9.4	8.2	7.6
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	3.09	1.66	1.44	1.17

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，股价表现强于市场表现 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 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。

免责条款：

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 16 层
邮编：100033