

# 电动化加速 高端化布局

## 广汽集团(601238)系列点评三十二

### 事件概述

公司发布 2022 年年报：2022 年公司总营收 1,100.1 亿元，同比+45.4%；归母净利润 80.7 亿元，同比+10.0%；扣非净利润为 75.0 亿元，同比+25.4%。

其中，2022Q4 总营收为 296.4 亿元，同比+47.0%；归母净利润 0.1 亿元，同比-99.7%，环比-99.7%；扣非归母净利润-2.3 亿元，同比-116.5%，环比-111.1%。

### 分析判断：

#### ▶ 减值拖累业绩 毛利率边际向上

**收入端：**公司 2022 年营收 1,100.1 亿元，同比+45.4%，其中 2022Q4 营收 296.4 亿元，同比+47.0%，环比-6.44%。广汽传祺销量稳健，广汽埃安加速向上，2022Q4 广汽传祺/广汽埃安批发销量分别为 9.5/8.9 万辆，同比分别-7.6%/+113.6%，环比分别+0.4%/+8.2%。埃安需求向上带动公司 ASP 持续提升，2022H2 公司 ASP 提升至 12.6 万元，同比/环比分别+1.4/0.4 万元。我们判断 2023 年埃安销量有望保持高速增长，公司有望迎来量价齐增。

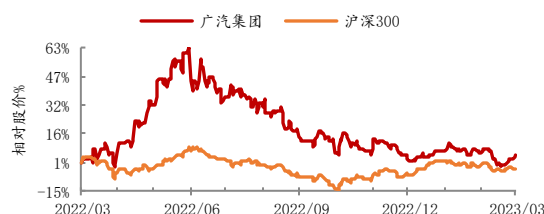
**毛利率：**公司 2022 年毛利率为 7.0%，同比-0.9pct，其中 2022Q4 毛利率 9.4%，同比-0.9pct，环比+3.3pct，我们判断主要因广汽埃安销量提升带动结构改善。2023 年补贴退坡，我们认为埃安需求旺盛销量提升、以及原材料价格下降有望对冲，带动毛利率提升。

**费用端：**公司 2022Q4 销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.9%/3.7%/-0.4%/2.6%，同比分别-3.9pct/-2.4pct/-0.7pct/+1.4pct，环比分别-2.2pct/+0.5pct/-0.2pct/+1.3pct，我们判断销售费用率下降主要因 2022Q4 国补退坡前新能源购买前置，需求旺盛下公司降低广告宣传费用等导致。2023 年随着埃安的产销规模提升，整体费用率有望稳步下降。

**利润端：**公司 2022Q4 实现归母净利 0.1 亿元，同比-99.7%，环比-99.7%。主要因计提较多减值，2022Q4 公司资产减值/信用减值分别为 23.7/5.1 亿元，其中对广汽三菱的资产减值达 15.1 亿元，有望加速包袱出清。合资利润承压，公司 2022Q4 联营合营投资收益达 20.1 亿元，同比-41.0%，环比-46.2%。合资燃油阵营受新能源替代明显，我们预计折扣放开致利润下滑。2022Q4 公司合资单车投资收益为 0.5 万元，同比-29.7%，环比-36.8%。合资转型新能源提速，我们判断 2023 年盈利有望稳步恢复。

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	11.33
股票代码：	601238
52 周最高价/最低价：	18.11/10.16
总市值(亿)	1,187.71
自由流通市值(亿)	830.25
自由流通股数(百万)	7,327.93



分析师：崔琰  
邮箱：cuiyan@hx168.com.cn  
SAC NO：S1120519080006  
联系电话：

分析师：胡惠民  
邮箱：huhm@hx168.com.cn  
SAC NO：S1120522120003  
联系电话：

### 相关研究

- 【华西汽车】广汽集团(601238.SH)2月销量  
点评：埃安表现亮眼 新品导入提速  
2023.03.09
- 【华西汽车】广汽集团(601238.SH)1月销量  
点评：丰田需求稳健 埃安高端提速  
2023.02.10
- 【华西汽车】广汽集团(601238.SH)11月销量  
点评：埃安热度延续 丰田需求向上  
2022.12.09

► **丰田需求稳健 合资新品加速**

**2022 年广汽丰田销量创新高，2023 年电动化加速。**2022 年广汽丰田批发销量达 100.5 万辆，同比+21.4%。广汽丰田已于 2022 年 6 月建成投产新能源车产能扩建项目二期（20 万辆/年），2023 年电动化提速，首款 e-TNGA 纯电中型 SUV 车 bZ4X 于 2022Q4 上市，今年有望贡献增量。

**2022 年广汽本田因供应链影响销量小幅承压，2023 年需求有望恢复。**2022 年广汽本田批发销量为 74.2 万辆，同比-4.9%，主要受供应链影响。2023 年新品有望加速需求恢复，2 月底，INTEGRA 型格 HATCHBACK 五门轿跑上市，定价 13.99-18.69 万元，外形设计采用凌锐贯穿式 LED 尾灯、大开口双出镀铬排气和 18 英寸多幅式运动轮毂等，主打“潮玩”标签，定位年轻市场，有望进一步提振需求。

► **自主销量向上 埃安加速腾飞**

**传祺明星车型持续丰富，2023 年需求向上。**2022 年广汽传祺批发销量 36.3 万辆，同比+11.8%，需求稳健。2023 年 2 月全新一代 GS3·影速上市，指导价 8.58-11.18 万元，主打“省，大，劲”，高性价比+经济性探入年轻人市场。我们认为新品导入有望提振老款燃油需求，对冲燃油市场整体下行压力。

**埃安需求旺盛，重磅新品加速上市。**2022 年广汽埃安批发销量 27.1 万辆，同比+125.7%。2023 年 2 月行业需求小幅承压，埃安逆势上升，2 月批发 3.0 万辆，同比+252.9%，环比+266.6%，销量超预期。3 月上旬，AION Y Younger 改款上市，售价 11.98 万元，CLTC 纯电续航 430km，电池电量 51.9kWh，续航能力同价位领先。重磅轿跑 Hyper GT 即将发布，预计将驱动需求向上，进一步贡献增量。

**投资建议**

公司作为一线日系合资品牌龙头，有望持续受益于换购、增购需求增长；自主竞争力不断提升，在混动及智能双核驱动下加速对燃油车的替代。埃安产品力持续验证，混改激发国企活力，有望借助资本市场迎来腾飞。我们看好公司自主及合资品牌中长期成长，考虑到行业竞争加剧，调整公司盈利预测。将公司 2023-2024 年营收由 1,304.5/1,516.7 亿元调整为 1,291.5/1,523.2 亿元，2023-2024 年归母净利润由 123.5/151.6 亿元调整为 104.5/125.3 亿元，对应 EPS 由 1.18/1.45 元调整为 0.99/1.18 元，新增 2025 年盈利预测，预计营收、归母净利润和 EPS 分别为 1,698.3/135.3 亿元、1.28 元，对应 2023 年 3 月 29 日 A 股 11.33 元/股的收盘价，PE 为 11/10/9 倍，维持公司 A 股“买入”评级。

**风险提示**

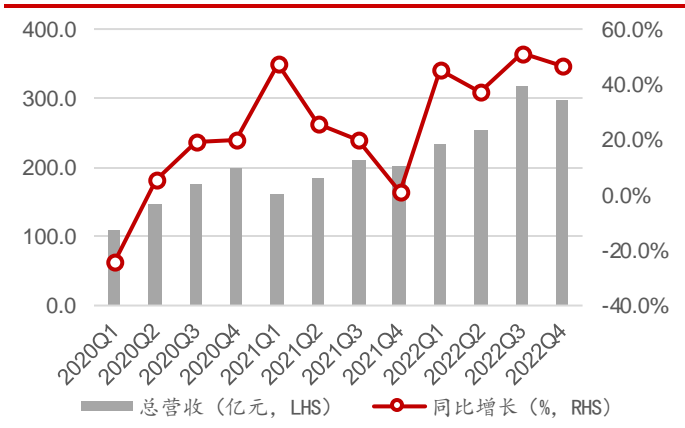
合资车型销量不及预期；自主品牌盈利不及预期；缺芯缓解力度低于预期等。

**盈利预测与估值**

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	75,676	110,006	129,150	152,319	169,826
YoY (%)	19.8%	45.4%	17.4%	17.9%	11.5%
归母净利润(百万元)	7,335	8,068	10,454	12,531	13,528
YoY (%)	22.9%	10.0%	29.6%	19.9%	8.0%
毛利率 (%)	8.5%	7.5%	8.8%	9.7%	10.4%
每股收益 (元)	0.72	0.78	0.99	1.18	1.28
ROE	8.1%	7.1%	8.4%	9.2%	9.0%
市盈率	15.74	14.53	11.47	9.57	8.86

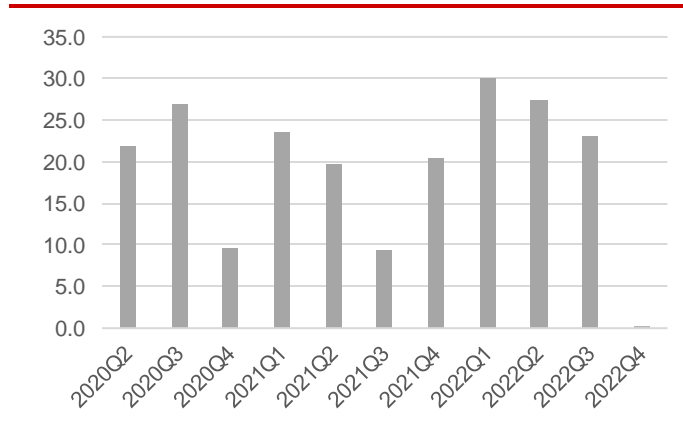
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 1 20-22 年公司单季总营收及增速 (亿元, %)



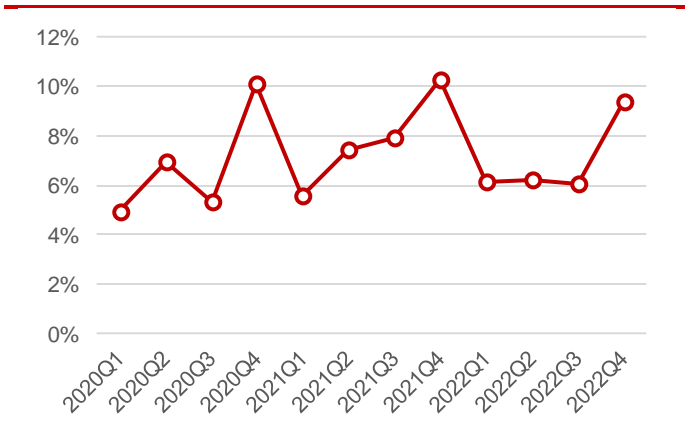
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 2 20-22 年公司单季归母净利润 (亿元)



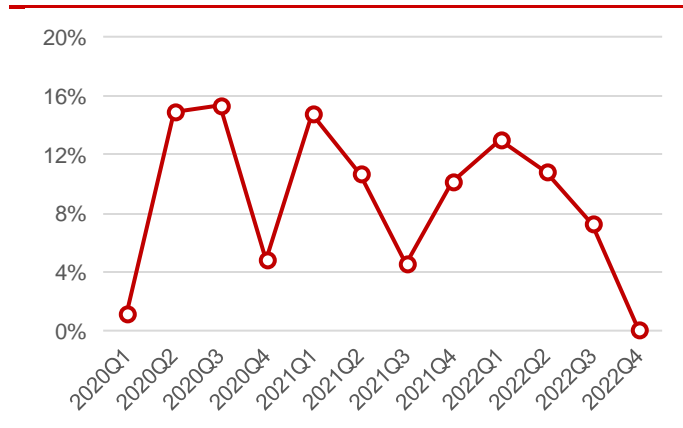
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 3 20-22 年公司单季毛利率 (%)



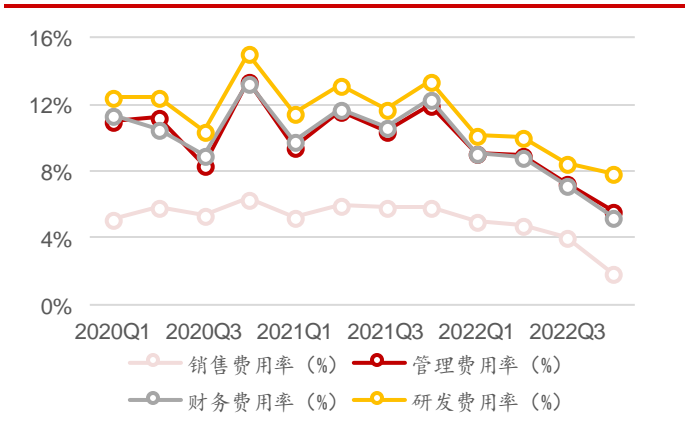
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 4 20-22 年公司单季净利率 (%)



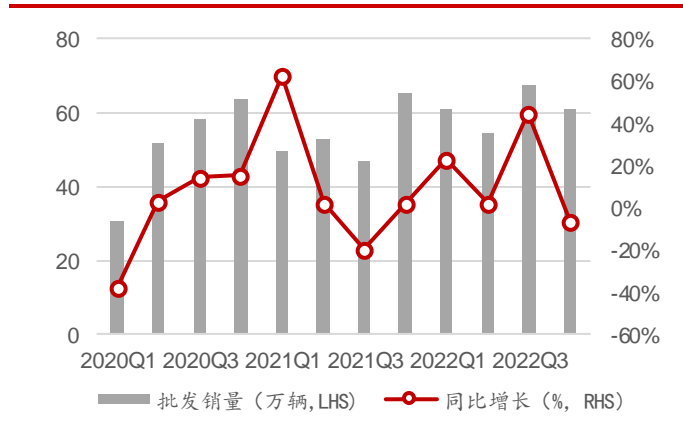
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 5 20-22 年公司单季费用率 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 6 20-22 年公司单季批发销量及增速 (万辆, %)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	110,006	129,150	152,319	169,826	净利润	7,998	10,559	12,658	13,665
YoY (%)	45.4%	17.4%	17.9%	11.5%	折旧和摊销	6,760	6,190	7,455	8,809
营业成本	101,790	117,742	137,521	152,115	营运资金变动	-9,232	6,864	869	307
营业税金及附加	2,242	2,588	3,276	3,579	经营活动现金流	-5,349	11,962	8,983	11,269
销售费用	4,228	5,030	5,318	5,847	资本开支	-7,873	-8,200	-9,200	-9,700
管理费用	4,168	5,545	6,213	6,260	投资	-5,388	-3,470	-3,475	-4,475
财务费用	-181	-183	-207	-145	投资活动现金流	-3,834	1,321	875	-1,245
研发费用	1,707	2,040	2,431	2,526	股权募资	22,324	93	0	0
资产减值损失	-3,023	-843	-1,051	-1,010	债务募资	3,539	1	-3,023	-403
投资收益	14,317	12,941	13,500	12,880	筹资活动现金流	24,277	-458	-3,578	-868
营业利润	7,456	10,736	13,035	14,084	现金净流量	15,139	12,826	6,280	9,157
营业外收支	7	150	150	150	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
利润总额	7,463	10,886	13,185	14,234	<b>成长能力</b>				
所得税	-536	327	527	569	营业收入增长率	45.4%	17.4%	17.9%	11.5%
净利润	7,998	10,559	12,658	13,665	净利润增长率	10.0%	29.6%	19.9%	8.0%
归属于母公司净利润	8,068	10,454	12,531	13,528	<b>盈利能力</b>				
YoY (%)	10.0%	29.6%	19.9%	8.0%	毛利率	7.5%	8.8%	9.7%	10.4%
每股收益	0.78	0.99	1.18	1.28	净利率	7.3%	8.2%	8.3%	8.0%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	4.2%	4.8%	5.3%	5.3%
货币资金	39,524	52,350	58,630	67,787	净资产收益率 ROE	7.1%	8.4%	9.2%	9.0%
预付款项	1,310	2,355	2,750	3,042	<b>偿债能力</b>				
存货	12,362	13,528	15,804	17,484	流动比率	1.62	1.54	1.60	1.66
其他流动资产	38,596	47,286	52,285	56,307	速动比率	<b>1.30</b>	<b>1.27</b>	<b>1.32</b>	<b>1.37</b>
流动资产合计	91,792	115,520	129,470	144,621	现金比率	0.70	0.70	0.73	0.78
长期股权投资	37,788	40,788	43,788	47,788	资产负债率	35.7%	39.1%	38.4%	37.7%
固定资产	19,284	19,724	20,122	20,425	<b>经营效率</b>				
无形资产	16,122	17,575	18,515	18,674	总资产周转率	0.58	0.59	0.64	0.66
非流动资产合计	98,229	102,780	106,864	111,135	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	190,021	218,300	236,334	255,756	每股收益	0.78	0.99	1.18	1.28
短期借款	6,309	6,940	4,547	4,774	每股净资产	10.80	11.70	12.89	14.16
应付账款及票据	17,858	26,452	30,895	34,174	每股经营现金流	-0.51	1.13	0.85	1.07
其他流动负债	32,409	41,431	45,377	48,248	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	56,576	74,823	80,819	87,196	<b>估值分析</b>				
长期借款	4,854	5,154	5,454	5,754	PE	14.53	11.47	9.57	8.86
其他长期负债	6,343	5,413	4,483	3,553	PB	1.02	0.97	0.88	0.80
非流动负债合计	11,196	10,566	9,936	9,306					
负债合计	67,772	85,389	90,755	96,502					
股本	10,487	10,581	10,581	10,581					
少数股东权益	9,014	9,119	9,246	9,382					
股东权益合计	122,248	132,911	145,579	159,253					
负债和股东权益合计	190,021	218,300	236,334	255,756					

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。