

销量领先行业，广汽丰田再创新高

投资要点

- **事件:** 公司发布2022年年报, 全年营收1093.3亿元, 同比+45.6%; 全年归母净利润80.7亿元, 同比+10.0%。分拆看, Q4营收为293.6亿元, 同比+46.8%, 环比-6.9%; Q4归母净利润0.06亿元, 同比-99.7%, 环比-99.7%。
- **销量增速优于行业, 广汽丰田、埃安贡献主要增量。** 2022年, 公司汽车实现销量243.4万辆, 逆势大幅增长13.5%, 优于行业11.4pp, 市场份额提升至约9.1%。其中广汽丰田销量创历史新高, 22销量达100.5万辆, 同比增长21.38%, 主力车型供不应求, 本报告期新推出锋兰达、威飒以及首款e-TNGA纯电中型SUV车bZ4X, 新能源和节能产品的结构比例持续提高; 广汽埃安新能源汽车持续热销, 22年实现销量27.1万辆, 同比增长125.67%。
- **新能源及智能网联研发能力领先, 助力产品推陈出新。** 在新能源领域, 公司打造了基于全新纯电专属平台的AION系列和Hyper系列新能源汽车产品体系, 并已成功向合资企业导入了多款新能源产品; 在智能网联领域, 自主研发了ADiGO PILOT智能驾驶系统以及车云一体化集中计算电子电气架构“星灵架构”。2022年, 广汽自主高性能GMC混动系统已实现搭载传祺影豹和影酷混动版上市; ADiGO PILOT NDA高级辅助驾驶、超级泊车等功能已搭载AION LX plus、传祺影酷等车型量产; ADiGO SPACE智能座舱已搭载传祺影酷、AION Y Plus等多款车型量产。
- **Q4净利率大幅下降。** 22Q4公司毛利率9.4%, 同比-0.9pp, 环比+3.3pp。Q4公司投资净收益为20.5亿元, 同比-41.9%, 环比-45.6%, 主要系合资品牌销量下降, 广汽本田及广汽丰田综合销量分别同比/环比下降12.7%/7.1%。Q4公司资产减值损失计27.3亿元, 损失规模同比+255.1%, 环比+291.2%, 主要系公司对广汽三菱的长期股权投资计提减值15.1亿元。综合来看, Q4公司净利率20.0%, 同比-10.7pp, 环比-7.2pp, Q4净利率下降, 主要系投资收益下降叠加资产减值损失规模上升导致。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2023-2025年EPS为0.87/0.95/1.03元, 对应PE为13/12/11倍, 未来三年归母净利润年复合增速10.3%, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新客户、新产品开拓低于预期的风险; 汇率波动风险; 原材料价格波动风险; 产能扩张不及预期的风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	110006.44	114393.61	119077.29	124083.60
增长率	45.37%	3.99%	4.09%	4.20%
归属母公司净利润(百万元)	8068.19	9104.41	9988.29	10820.94
增长率	10.00%	12.84%	9.71%	8.34%
每股收益EPS(元)	0.77	0.87	0.95	1.03
净资产收益率ROE	6.54%	6.91%	7.04%	7.09%
PE	14	13	12	11
PB	0.96	0.89	0.83	0.77

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声
执业证号: S1250522040001
电话: 010-57758531
邮箱: zllans@swsc.com.cn
联系人: 冯安琪
电话: 021-58351905
邮箱: faz@swsc.com.cn
联系人: 白臻哲
电话: 010-57758530
邮箱: bzzyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	104.83
流通A股(亿股)	73.28
52周内股价区间(元)	10.66-17.78
总市值(亿元)	1,167.80
总资产(亿元)	1,541.97
每股净资产(元)	8.68

相关研究

1. 广汽集团(601238): 22年产销突破243万辆, 新能源表现强劲 (2023-01-08)
2. 广汽集团(601238): 11月产销回落, 期待广本新品表现 (2022-12-11)
3. 广汽集团(601238): 10月埃安销量再创新高, 电动智能化持续推进 (2022-11-07)
4. 广汽集团(601238): Q3业绩同比高增, 电动智能化打开成长空间 (2022-10-31)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：23-25 年公司自主品牌销量每年增长 3%。

假设 2：23-25 年公司自主品牌单车售价每年下降 1%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
整车	收入	78,672.00	80221.84	81802.21	83413.71
	增速	59.97%	1.97%	1.97%	1.97%
	毛利率	3.03%	3.00%	3.00%	3.00%
商贸服务	收入	23,932.00	26325.20	28957.72	31853.49
	增速	13.37%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	7.53%	7.00%	7.20%	7.40%
零部件制造业	收入	3,831.00	4060.86	4304.51	4562.78
	增速	20.17%	6.00%	6.00%	6.00%
	毛利率	7.47%	7.00%	7.00%	7.00%
其他	收入	3,571.00	3785.26	4012.38	4253.12
	增速	62.47%	6.00%	6.00%	6.00%
	毛利率	41.98%	40.00%	40.00%	40.00%
内部抵消	营业成本	2343.25	2516.65	2619.69	2729.83
	占总收入比重	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%
合计	收入	110,006.44	114393.16	119076.82	124083.10
	增速	45.37%	3.99%	4.09%	4.20%
	毛利率	7.56%	7.45%	7.57%	7.71%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 1143.9 亿元（+4.0%）、1190.8 亿元（+4.1%）和 1240.8 亿元（+4.2%），归母净利润分别为 91.0 亿元（+12.8%）、99.9 亿元（+9.7%）、108.2 亿元（+8.3%），EPS 分别为 0.87 元、0.95 元、1.03 元，对应动态 PE 分别为 13 倍、12 倍、11 倍。

综合考虑业务范围，选择上汽集团、长安汽车、长城汽车作为可比公司，2023 年三家公司的平均 PE 为 16 倍。考虑到公司持续发力新能源及智能网联，产品持续推陈出新，给予公司 2023 年 16 倍 PE，对应目标价 13.9 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A/E	23E	24E	25E	22A/E	23E	24E	25E
600104.SH	上汽集团	1,677.75	14.36	2.10	1.80	2.02	-	6.84	7.96	7.12	-
000625.SZ	长安汽车	1,182.68	11.92	0.36	0.92	1.06	-	33.29	12.89	11.27	-
601633.SH	长城汽车	2,370.30	27.93	0.97	1.01	1.33	1.32	28.68	27.54	21.05	21.22
平均值								-	16.13	13.14	-
601238.SH	广汽集团	1,167.80	11.14	0.77	0.87	0.95	1.03	14.47	12.83	11.69	10.79

数据来源：Wind，西南证券整理；注：上汽集团长安汽车未出 2022 年年报，长城汽车已出 2022 年年报

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	110006.44	114393.61	119077.29	124083.60	净利润	7998.05	9025.26	9901.46	10726.87
营业成本	101688.75	105875.64	110059.69	114521.86	折旧与摊销	6435.03	2906.95	2983.75	3031.25
营业税金及附加	2242.20	2331.62	2427.09	2529.13	财务费用	-180.92	-464.55	-806.18	-1125.01
销售费用	4228.46	4397.10	4577.13	4769.57	资产减值损失	-3023.18	0.00	0.00	0.00
管理费用	4167.80	6062.86	6311.10	6576.43	经营营运资本变动	-8607.27	6751.70	-1559.51	-287.43
财务费用	-180.92	-464.55	-806.18	-1125.01	其他	-7970.59	-12117.31	-12726.89	-13209.00
资产减值损失	-3023.18	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-5348.88	6102.05	-2207.37	-863.32
投资收益	14317.33	12213.00	12713.00	13200.00	资本支出	-6461.63	-1000.00	-1000.00	-1000.00
公允价值变动损益	-318.66	0.00	0.00	0.00	其他	2627.83	16812.48	12713.00	13200.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3833.79	15812.48	11713.00	12200.00
营业利润	7455.57	8403.94	9221.47	10011.61	短期借款	4012.59	-6309.02	0.00	0.00
其他非经营损益	6.94	17.00	17.00	-3.00	长期借款	2151.43	0.00	0.00	0.00
利润总额	7462.51	8420.94	9238.47	10008.61	股权融资	17354.49	0.00	0.00	0.00
所得税	-535.54	-604.32	-662.99	-718.26	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	7998.05	9025.26	9901.46	10726.87	其他	758.74	-8275.23	806.18	1125.01
少数股东损益	-70.14	-79.15	-86.83	-94.07	筹资活动现金流净额	24277.25	-14584.24	806.18	1125.01
归属母公司股东净利润	8068.19	9104.41	9988.29	10820.94	现金流量净额	15139.02	7330.28	10311.81	12461.69
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	39524.43	46854.70	57166.51	69628.19	成长能力				
应收和预付款项	11575.03	12158.29	12591.10	13141.31	销售收入增长率	45.37%	3.99%	4.09%	4.20%
存货	12361.83	12624.48	13194.63	13741.19	营业利润增长率	4.34%	12.72%	9.73%	8.57%
其他流动资产	28330.89	23972.66	24781.42	25645.88	净利润增长率	8.21%	12.84%	9.71%	8.34%
长期股权投资	37788.36	37788.36	37788.36	37788.36	EBITDA 增长率	6.55%	-20.89%	5.10%	4.55%
投资性房地产	1019.90	1019.90	1019.90	1019.90	获利能力				
固定资产和在建工程	20517.15	19922.22	19250.50	18531.28	毛利率	7.56%	7.45%	7.57%	7.71%
无形资产和开发支出	19976.81	18719.18	17461.54	16203.91	三费率	7.47%	8.74%	8.47%	8.24%
其他非流动资产	18926.36	18871.97	18817.58	18763.20	净利率	7.27%	7.89%	8.32%	8.64%
资产总计	190020.75	191931.77	202071.53	214463.21	ROE	6.54%	6.91%	7.04%	7.09%
短期借款	6309.02	0.00	0.00	0.00	ROA	4.21%	4.70%	4.90%	5.00%
应付和预收款项	21989.42	26873.07	27407.71	28279.32	ROIC	19.94%	19.84%	23.23%	24.88%
长期借款	4853.55	4853.55	4853.55	4853.55	EBITDA/销售收入	12.46%	9.48%	9.57%	9.60%
其他负债	34620.47	29522.55	29226.22	30019.41	营运能力				
负债合计	67772.46	61249.17	61487.48	63152.28	总资产周转率	0.64	0.60	0.60	0.60
股本	10487.16	10482.91	10482.91	10482.91	固定资产周转率	5.98	5.84	6.08	6.57
资本公积	41240.56	41244.81	41244.81	41244.81	应收账款周转率	13.82	13.30	13.26	13.27
留存收益	61209.59	70314.00	80302.29	91123.23	存货周转率	9.84	8.44	8.47	8.45
归属母公司股东权益	113234.68	121748.14	131736.42	142557.37	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	117.66%	—	—	—
少数股东权益	9013.61	8934.46	8847.63	8753.56	资本结构				
股东权益合计	122248.29	130682.60	140584.05	151310.93	资产负债率	35.67%	31.91%	30.43%	29.45%
负债和股东权益合计	190020.75	191931.77	202071.53	214463.21	带息债务/总负债	16.47%	7.92%	7.89%	7.69%
					流动比率	1.62	1.91	2.14	2.35
					速动比率	1.40	1.66	1.88	2.09
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	13709.68	10846.33	11399.03	11917.85	每股收益	0.77	0.87	0.95	1.03
PE	14.47	12.83	11.69	10.79	每股净资产	11.66	12.47	13.41	14.43
PB	0.96	0.89	0.83	0.77	每股经营现金	-0.51	0.58	-0.21	-0.08
PS	1.06	1.02	0.98	0.94	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	5.18	4.53	3.40	2.21					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心
上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn