

广汽集团(601238)

报告日期: 2023年05月04日

合资+自主共发展, 埃安打造全新增长极

——广汽集团深度报告

投资要点

- 广汽埃安: 电动智能、年轻化协同发展, 打造全新纯电品牌**
 2022年广汽埃安共计销售27万辆, 同比增长125.7%。2023年1-3月份依然保持高速增长趋势, 其中3月份销量同比增长97%。作为埃安主力车型, Aion Y和Aion S从年轻化、空间、配置、性价比等各个维度构成其核心竞争力。
- 广汽埃安: 推出全新车型 Hyper GT, 打造品牌向上**
 Hyper GT作为埃安旗下的高端品牌车型, 基于广汽AEP3.0平台打造, 定位为纯电动中大型轿车, 并采用了年轻化的旋翼门设计, 并搭载激光雷达、毫米波雷达等多项智能化配置。而整个定价区间为21.99~33.99万元, 拥有较高性价比, 有望成为爆款畅销车型。
- 弹匣电池 2.0 打造安全新标准, 成立电池科技公司, 完成产业链闭环**
 弹匣电池分别从电芯、电池包层面, 采用各种安全技术方案, 保证电池的安全性, 打造安全新标准。并成立由广汽埃安控股的因湃电池科技公司, 总投资109亿人民币, 开展电池自研产业链闭环, 保证电池成本和供应链安全。
- 成立锐湃动力, 完成电驱系统的自研自产**
 2022年10月, 成立由广汽埃安控股的锐湃动力科技公司, 总投资21.6亿元, 将实现自主电驱、电控的研发、智造、销售和服务一体化。并推出全新一代高性能集成夸克电驱, 功率密度提升100%, 展现广汽埃安自主研发电驱系统的实力。
- 广汽传祺: “钜浪混动” 加持, 全面进入混动化发展进程**
 “钜浪混动”拥有双混动技术路线, 自研的GMC双电机串并联混动系统经过多次迭代, 采用P1+P3+2AT的综合最优方案, 实现纯电、增程、直驱等多种混动模式。在“钜浪混动”的加持下, 将增强传祺品牌的核心竞争力, 提振销量。
- 合资品牌: “两田” 产品矩阵完善, 保障公司基本盘**
 广汽丰田和广汽本田构成投资收益的核心来源。2022年广汽丰田销量同比增长21.4%, 投资净收益同比增长31.9%。合资品牌汽车在智能化以及座舱设计方面积极改变, 结合原有的动力经济性优势, 将为公司的基本盘保驾护航。
- 盈利预测**
 预计公司2023-2025年营业收入分别为1357.76/1607.24/1752.79亿元, YOY为23.43%/18.37%/9.06%; 预计2023-2025年归母净利润分别为96.75/110.67/122.75亿元, YOY为19.92%/14.39%/10.91%, EPS为0.92/1.06/1.17元/股, 对应PE为11.5/10.0/9.0倍。
- 风险提示**
 合资品牌车型销量不及预期; 单车盈利不及预期; 新车型推进不及预期; 新能源行业发展不及预期。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 施毅
 执业证书号: S1230522100002
 shiyi@stocke.com.cn

研究助理: 张盈
 zhangying03@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 10.57
总市值(百万元)	110,804.36
总股本(百万股)	10,482.91

股票走势图



相关报告

- 1 《广汽集团点评报告: 一季度业绩符合预期, 全年稳定增长可期》2018.05.01
- 2 《广汽集团点评报告: 17年业绩保持高增长, 18年继续突破》2018.04.02
- 3 《广汽集团点评报告: 17年全年业绩预告基本符合预期》2018.01.16

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	110006	135776	160724	175279
(+/-) (%)	45.37%	23.43%	18.37%	9.06%
归母净利润	8068	9675	11067	12275
(+/-) (%)	10.00%	19.92%	14.39%	10.91%
每股收益(元)	0.77	0.92	1.06	1.17
P/E	13.7	11.5	10.0	9.0

资料来源: Wind、浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

1) 盈利预测：预计公司 2023-2025 年营业总收入分别为 1357.76/1607.24/1752.79 亿元，YOY 为 23.43%/18.37%/9.06%；预计 2023-2025 年归母净利分别为 96.75/110.67/122.75 亿元，YOY 为 19.92%/14.39%/10.91%。

2) 投资评级：维持“买入”评级

● 关键假设

1) 国内新能源汽车渗透率不断提升，公司新能源汽车推进顺利；

2) 埃安高端品牌 Hyper 车型得到市场认可，品牌向上提升顺利；

3) 合资品牌能够保持现有市场，保证公司基本盘；

● 股价上涨的催化因素

集团各品牌汽车销量；广汽埃安品牌汽车销量；国内汽车市场整体销量等；

● 风险提示

合资品牌车型销量不及预期；单车盈利不及预期；新车型推进不及预期；新能源行业发展不及预期。

正文目录

1 依托合资技术和市场沉淀，发力自主品牌和新能源	6
1.1 紧扣时代进程，从自主品牌深化发展至新能源	6
1.2 国有控股，董事长汽车行业经验丰富	8
1.3 公司自主品牌逐渐发力，成为拉动营收收入的主力	9
1.4 广汽丰田稳增长，自主新能源汽车齐发力	11
2 合资品牌：“两田”构成投资收益核心来源	12
2.1 行业：“两田”及日产构成日系车的销量主力	12
2.2 广汽丰田：ICE 和 HEV 为主，成熟产品矩阵，深谙市场定位	13
2.3 广汽本田：车型产品系列完善，助推品牌销量	15
3 自主品牌向上，广汽埃安打造新的增长极	17
3.1 广汽传祺：钜浪混动加持，HEV 和 PHEV 双动力路线齐发力	18
3.2 广汽埃安：电动智能、年轻化协同发展，打造全新纯电品牌	21
4 盈利预测与估值	26
4.1 盈利预测	26
4.2 估值和投资建议	27
5 风险提示	28

图表目录

图 1: 公司业务营收及发展历程.....	6
图 2: 公司发展重要时间节点.....	7
图 3: 广汽埃安发展历程.....	8
图 4: 2022 年公司营收同比增长 45.4%.....	9
图 5: 2022 年公司实现归母净利润达到 80.7 亿元.....	9
图 6: 2022 年公司投资净收益同比增长 21.2%.....	10
图 7: 2022 年广汽丰田占其投资收益的 52.5%.....	10
图 8: 2022 年公司 ROE (摊薄)、毛利率、净利率都在 7%左右.....	10
图 9: 公司费用率逐年降低.....	10
图 10: 2022 年公司资产负债率下降至 35.7%.....	11
图 11: 2022 年末公司期末现金及现金等价物余额为 374.8 亿元.....	11
图 12: 2022 年广汽集团汽车销量同比增长 13.5%.....	11
图 13: 2022 年广汽集团自主品牌销量占比为 26%.....	11
图 14: 2022 年国内乘用车销量同比增长 9.5%.....	12
图 15: 自主品牌汽车销量市场份额稳步提升.....	12
图 16: 丰田、本田和日产构成日系车型的销量主力.....	13
图 17: 2022 年广汽集团合资品牌汽车销量增长 5.9%.....	13
图 18: 2022 年广汽丰田车型销量以 ICE 和 HEV 为主.....	14
图 19: 2022 年凯美瑞、雷凌、威兰达等构成广汽丰田主力车型.....	14
图 20: 2022 年广汽丰田营收同比增长 26.3%.....	15
图 21: 2022 年来自广汽丰田投资收益同比增长 31.9%.....	15
图 22: 2022 年广汽本田 HEV 车型销量占比为 6.0%.....	16
图 23: 2022 年广汽主力车型为雅阁、皓影、缤智等.....	16
图 24: 2022 年广汽本田营收同比增长 0.3%.....	17
图 25: 2022 年来自广汽本田投资收益同比下降 16.8%.....	17
图 26: 埃安品牌车型为集团销量增长的主要驱动力.....	18
图 27: 2022 年广汽传祺能源类型占比.....	18
图 28: 2022 年广汽传祺销量结构.....	18
图 29: 广汽传祺全新混动技术品牌“钜浪混动”.....	20
图 30: 广汽传祺 GMC 2.0 双电机串并联混动系统.....	20
图 31: 钜浪混动 GMC2.0 混动系统可实现纯电、增程、直驱等多种模式.....	21
图 32: 2022 年广汽传祺营收微降 9.6%.....	21
图 33: 2022 年广汽传祺销量微增.....	21
图 34: 2022 年 BEV 市场 A 级车型为市场主力.....	22
图 35: 2022 年 BEV 市场 A 级车型市场占比为 29.3%.....	22
图 36: 广汽埃安销量逐月攀升.....	22
图 37: 2022 年埃安 Y 和 S 销量占比合计约 86.8%.....	22
图 38: Aion Y: 紧凑型 SUV.....	23
图 39: Aion S: 紧凑型轿车.....	23
图 40: Aion V: 紧凑型 SUV.....	23
图 41: Aion LX: 中型 SUV.....	23
图 42: 广汽埃安弹匣电池, 打造安全新标准.....	25

图 43: 成立锐湃动力实现自主电驱、电控的研发、智造、销售	25
图 44: 夸克电驱功率密度提升 100%	25
图 45: 广汽埃安全新 logo-AI 神箭	26
图 46: 广汽埃安全新车型 Hyper GT, 引领品牌向上.....	26
表 1: 截止 2023 年一季报公司前十大股东明细	8
表 2: 2022 年公司产能利用率情况.....	12
表 3: 广汽丰田主要车型列表 (按销量排序)	14
表 4: 广汽本田主要车型列表 (按销量排序)	16
表 5: 广汽传祺主力车型列表.....	19
表 6: 埃安 Y 竞品车型对标.....	23
表 7: 埃安 S 竞品车型对标.....	24
表 8: 广汽集团盈利预测 (亿元)	27
表 9: 可比公司估值 (2023/05/04)	28
表附录: 三大报表预测值.....	29

1 依托合资技术和市场沉淀，发力自主品牌和新能源

广州汽车集团股份有限公司总部位于广州市天河区珠江新城，其前身为成立于1997年6月的广州汽车集团有限公司，2005年6月28日，由广州汽车工业集团有限公司、万向集团公司、中国机械工业集团有限公司、广州钢铁企业集团有限公司、广州市长隆酒店集团有限公司作为共同发起人，对原广州汽车集团有限公司进行股份制改造，以发起方式设立的大型国有控股股份制企业集团，是中国汽车行业首家在集团层面引入多家合资伙伴，进行改制设立股份公司的企业。

公司在2010年8月在香港联合交易所成功挂牌上市，2012年3月，成功登录A股市场，成为首家A+H股整体上市的大型国有控股汽车集团。目前拥有员工11.3万人，《财富》世界500强最高排名176名。主营业务涵盖汽车研发、整车、零部件、商贸服务、金融服务、出行服务六大板块，坚持自主创新与合资合作同步推进，目前正全力向科技型企业转型。集团持续拥抱科技转型，进一步朝具有颠覆性、独创性的技术方向着力突破，2022年上半年共新增专利申请564件，累计专利申请超11000件，其中发明专利4200件。在节能与新能源领域，发布了突破型复合电池技术-“基于微晶技术的新一代超能铁锂电池技术”，在电芯质量能量密度、体积能量密度、低温容量、快充、寿命等方面实现电池性能全方位的提升；发布钜浪混动模块化架构，采用平台化、模块化设计，可组合成适配所有类型混动车型的动力总成系统。并在智联化领域、自动驾驶领域，积极进行前瞻技术储备，加快推动科技奔现。

图1：公司业务营收及发展历程



资料来源：Wind、公司官网、浙商证券研究所

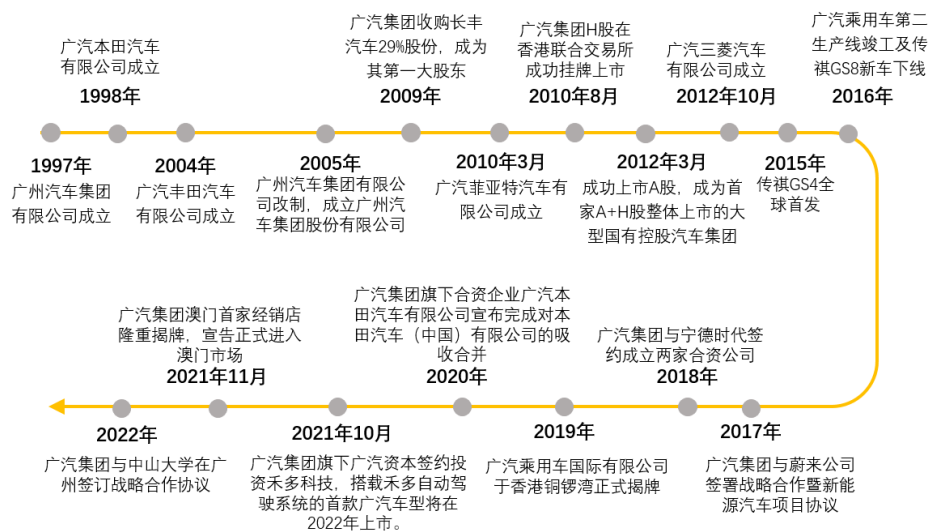
1.1 紧扣时代进程，从自主品牌深化发展至新能源

广汽集团发展历程可分为三个阶段，第一阶段为“合资时代”。1997年广州汽车集团有限公司成立，是广州汽车集团股份有限公司的前身。在1998年7月，重组广州轿车项目，广州本田汽车有限公司成立，开创了广州汽车工业发展的新纪元，引进最新车型，在国内首推四位一体（4S店）的销售模式；2004年9月，广汽丰田汽车有限公司成立，并在2006年，首款轿车Camry正式下线。同时，中国汽车工业进入了高速发展的黄金年代，先后与日野、菲亚特、克莱斯勒、三菱等企业合作，在中国汽车产业布局中扮演着越来越重要的角色。

2005年，公司进入第二阶段“自主研发时代，开启“传祺”篇章”。集团深知在未来要获得长远发展，必须创造自己的品牌。在2005年底，广汽集团召开战略研讨会，共商自主研发和自主品牌的战略方向。为了构建先进的乘用车车型平台、开发具有市场竞争力的自主品牌整车系列产品，在2006年广汽集团成立了汽车工程研究院。2007年12月，广汽集团自主品牌概念车亮相广州车展；2008年7月，广州汽车集团乘用车有限公司成立；2010年，广汽乘用车工厂竣工暨乘用车“传祺”下线，成为广汽集团的首款自主车型。

2015年，公司进入第三阶段“新能源转型时代”。在第十四届上海国际汽车工业展览会上，广汽集团正式发布新能源汽车发展战略及“十二五”期间的新能源汽车发展目标。2017年广汽乘用车新能源分公司正式独立，成为广汽集团下与广汽乘用车并列的子公司，广汽乘用车新能源相关车型都转移到新公司旗下，并在同年与华为公司签订战略合作协议。2018年广汽集团在广州国际车展重磅发布新能源专属产品系列命名为“Aion”和全球首款超长续航AI纯电定制座驾—广汽新能源Aion S，以及广汽新能源APP。

图2：公司发展重要时间节点



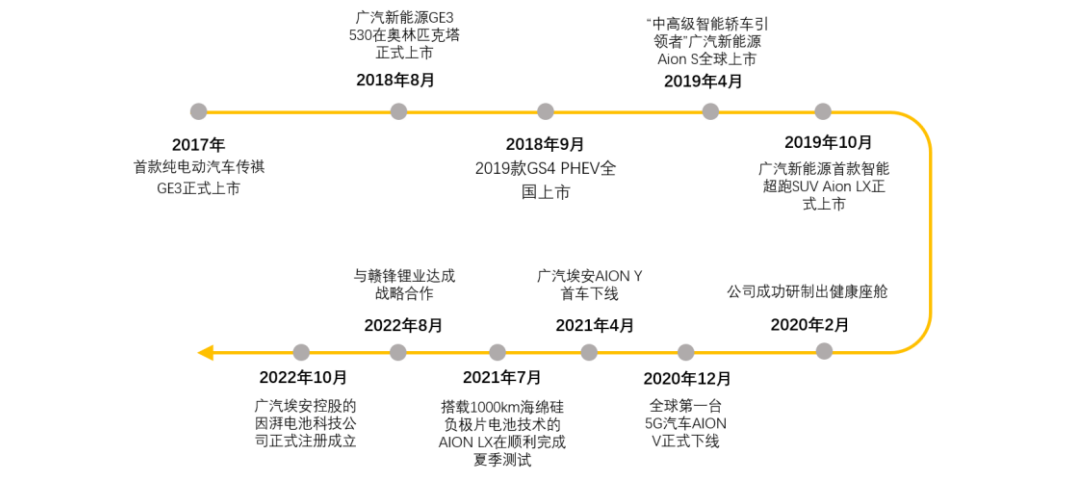
资料来源：公司官网、浙商证券研究所

广汽集团整车业务主要分为自主品牌及合资品牌。自主品牌主要包括广汽传祺和广汽埃安；合资品牌主要包括丰田、本田、三菱等。其自主品牌下乘用车营收进行了合并报表，合资品牌车型主要是通过投资收益的方式在报告中得以体现。广汽乘用车明确向全面混动化和新能源化转型的战略，聚焦“XEV+ICV”双核战略，加速向科技化、年轻化品牌转型。在2022年度发布了传祺影酷、M8宗师版、影豹混动版等新车型及混动车型，打造新产品促进集团汽车销量。广汽传祺整个产品矩阵较为完善，车型覆盖了各个细分市场，在后续向年轻化和新能源的转变将提振传祺品牌销量。广汽埃安目前主要是四款纯电动汽车，其主力畅销车型主要是AION Y和AION S两款紧凑车型。合资品牌主力为广汽丰田和广汽本田，2022年集团合资品牌汽车销量达到180万辆，同比增长5.89%。整个合资品牌阵营持续加快推动车型混动化，节能汽车比例稳步提高。

2020年广汽埃安独立发展，助力广汽新能源战略布局。2017年7月，广汽新能源品牌宣布正式注册成立，首款纯电动汽车传祺GE3成功上市。在2019年4月至2020年12月期间，公司的三款车型Aion S、Aion LX以及Aion V成功上市。2020年11月20日，在2020（第十八届）广州汽车国际展览会上，广汽埃安品牌正式宣布将独立运营，并且定位

为高端智能电动车品牌，同时发布埃安品牌第四款车型 Aion Y，于 2021 年 4 月首车下线。近期，广汽埃安深入对电动化、智能化进行相关的探索和研发。另外坚持品牌向上，推出全新高端品牌系列 Hyper 昊铂以及旗下首款车型，纯电量产超跑 Hyper SSR 和 Hyper GT，开启品牌全面高端化新纪元。在产业链方面，2022 年 8 月公司与赣锋锂业达成战略合作，强强联合，从新能源动力电池最上游材料端展开合作；并于当年 10 月，由广汽埃安、广汽乘用车、广汽商贸联合投资，并由广汽埃安控股的因湃电池科技公司正式注册成立，注册资本 10 亿人民币。埃安将依托电池公司开展电池自研自产产业化建设，实现自主电池研发、试制、试验和量产一体化，全面完成能源生态产业链闭环布局。

图3：广汽埃安发展历程



资料来源：广汽埃安官网、浙商证券研究所

1.2 国有控股，董事长汽车行业经验丰富

截止 2023 年一季报，广州汽车工业集团持股比例为 52.54%，为其第一大股东。广州市国资委和广东省财政厅合计共同持有广州汽车工业集团 100%股权。整体上股权结构较为集中，有利于公司后续进行快速决策。

表1：截止 2023 年一季报公司前十大股东明细

排名	股东名称	持股数量 (股)	占总股本比例 (%)
1	广州汽车工业集团有限公司	5,508,160,069	52.54
2	香港中央结算(代理人)有限公司	3,094,989,926	29.52
3	广州汇垠天粤股权投资基金管理有限公司	396,030,558	3.78
4	广州产业投资控股集团有限公司	143,523,553	1.37
5	广金资产财富管理优选 3 号私募投资基金	140,738,735	1.34
6	普星聚能股份公司	105,999,974	1.01
7	香港中央结算有限公司	76,406,013	0.73
8	广州轻工工贸集团有限公司	51,084,691	0.49
9	袁河	25,418,141	0.24
10	广发中证全指汽车指数型发起式证券投资基金	14,364,318	0.14
	合计	9,556,715,978	91.16

资料来源：公司 2023 年一季报、Wind、浙商证券研究所

集团董事长为曾庆洪，1961年生，汽车行业经验丰富。正高级工程师，管理科学与工程专业博士研究生。现任本公司董事长，党委书记，兼任广汽工业集团董事长，党委书记。于1997年加入本公司，自2005年6月起至2016年10月任本公司副董事长，自2005年6月起至2016年11月任本公司总经理，自2013年6月起至2016年11月任本公司执行委员会主任，自2008年8月至2016年10月兼任广汽工业集团副董事长，自2013年7月至2016年10月兼任广汽工业集团总经理。2016年10月至今任现职。曾于2013年6月至2016年12月兼任广汽丰田董事长及广丰发动机副董事长，2008年8月至2013年6月兼任广汽乘用车董事长，并于2011年1月至2013年6月兼任广汽吉奥汽车有限公司董事长，2010年1月至2013年6月兼任广汽菲克董事长；整体汽车行业经验丰富，有利于公司重大战略部署。

1.3 公司自主品牌逐渐发力，成为拉动营收收入的主力

2022年，公司实现总营收1100亿元，同比增长45.4%；归母净利润为80.7亿元，同比增长10%。回顾公司发展历程，2015年至2018年，公司营业总收入保持增长态势，从294.2亿元增长至723.8亿元，年复合增长率达到35%。后续由于2019年汽车行业低迷，自主乘用车新车周期已过，公司总营收由升转降，下降至597.0亿元。自2020年以来，尽管受疫情冲击影响，公司总营收仍保持持续高速增长，2020年到2022年，公司营收又重新进入新一轮增长期，从2020年的631.6亿元增长至2022年的1100.1亿元，年复合增长率达到32%。而本次增长期的拉动主要是广汽埃安车型逐渐上量带来的业务增长。2022年公司归母净利为80.7亿元，同比增长10%，不及营收增长幅度。主要是因为公司计提的资产减值损失约30亿元，对归母净利造成较大的影响。但整体上，归母净利的增减趋势基本和营收同步。

图4：2022年公司营收同比增长45.4%

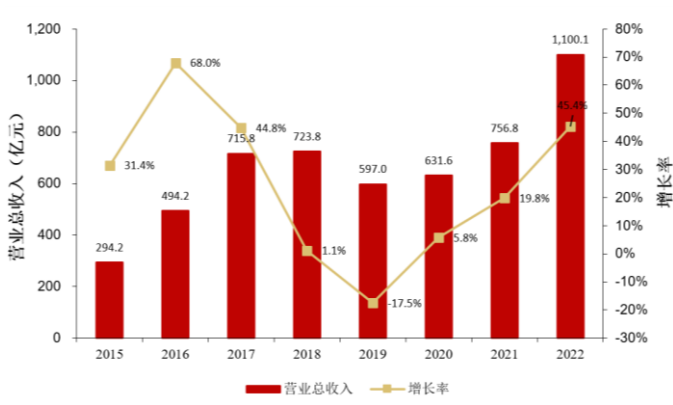
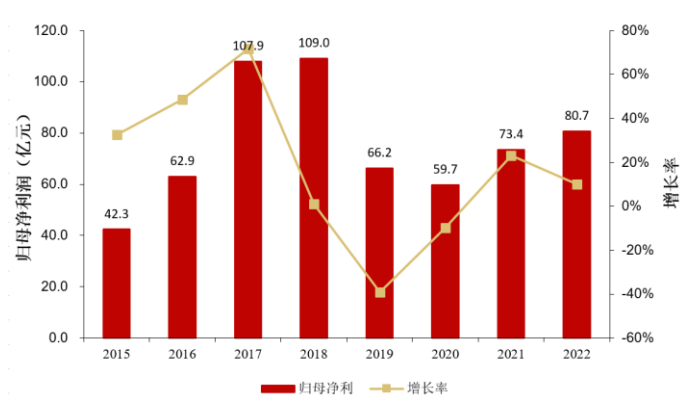


图5：2022年公司实现归母净利润达到80.7亿元



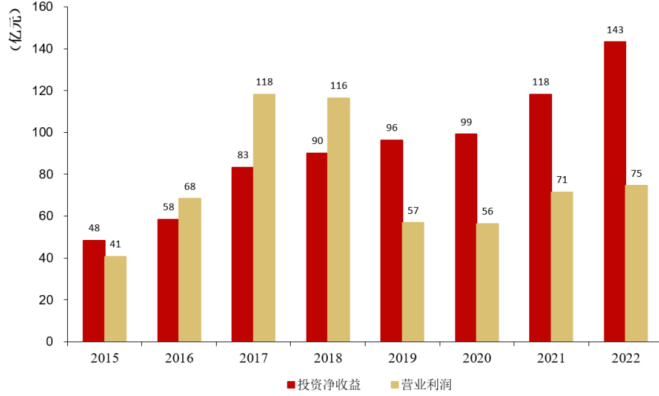
资料来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所

资料来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所

2022年公司投资净收益同比增长21.2%，广汽丰田占其投资总收益的52.5%。公司营业利润的主要来源为投资收益。投资收益主要来源于各大合营企业和联营企业。合营企业主要有广汽本田、广汽丰田、五羊-本田摩托、广汽三菱、广汽日野等；联营企业主要有广汽丰田发动机、上海日野发动机以及其他汽车零部件公司。但合营企业投资收益占据整个投资收益的绝大部分。比如，2022年来自广汽丰田的现金股利或利润达75.2亿元，占公司

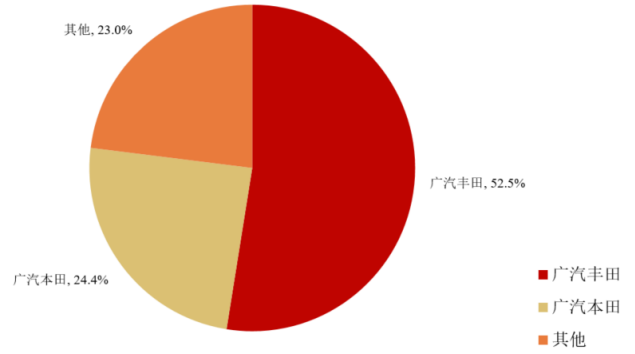
整个投资收益的 52.5%；来自广汽本田的投资收益为 35 亿元，占总投资收益的 24.4%；两者合计投资收益占整个投资收益的 76.9%，为公司投资收益的主要来源。

图6： 2022 年公司投资净收益同比增长 21.2%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

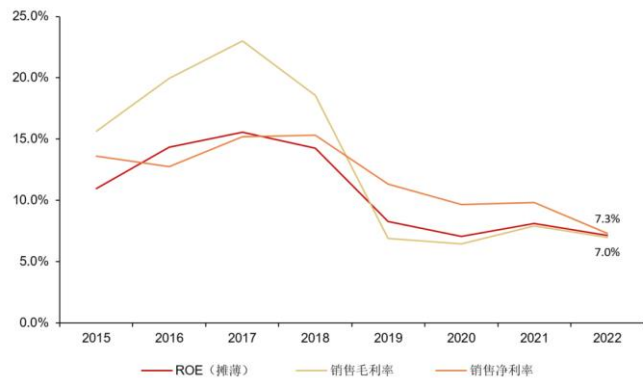
图7： 2022 年广汽丰田占其投资收益的 52.5%



资料来源：公司 2022 年年报、浙商证券研究所

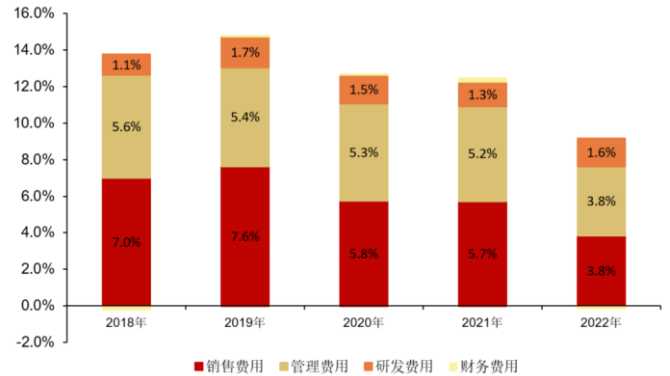
2022 年公司销售毛利率、净利率均为 7%左右，同时费用率逐渐优化。2022 年公司销售毛利率为 7%左右，同比略微下降 0.9 个百分点；销售净利率为 7.3%，同比下降 2.5 个百分点，主要是公司计提资产减值损失所致。总体上，公司在电动化浪潮中，占领了新能源汽车的市场。后续随着公司新能源汽车销量的提升，以及上游原材料的降价，公司自主品牌的盈利能力将逐步得到改善。另外，从费用率的角度来看，随着降本增效逐步推进，公司费用结构逐渐优化。2022 年全年，随着公司总营收的提高，销售费用、管理费用、研发费用、财务费用合计降低至 9%，费用率水平得到了较大程度的降低，公司盈利能力逐步得到改善。

图8： 2022 年公司 ROE (摊薄)、毛利率、净利率都在 7%左右



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图9： 公司费用率逐年降低

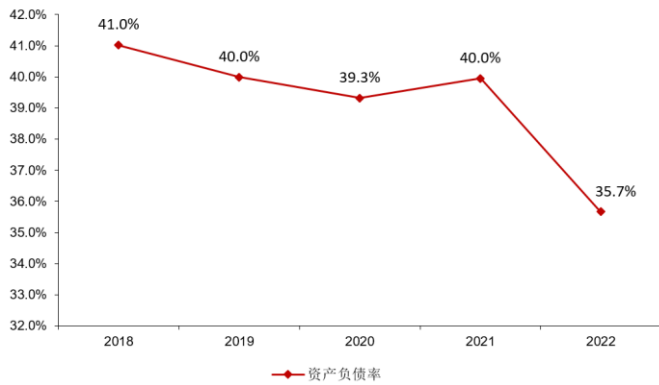


资料来源：Wind、浙商证券研究所

2022 年公司资产负债率下降至 35.7%，期末现金余额为 374.8 亿元。公司资产负债率在 2018 年至 2020 年期间呈现下降趋势，由 41.0%下降至 39.3%。根据公司 2022 年年报，公司资产负债率下降至 35.7%。主要系公司总资产由 2021 年末的 1542 亿元，增长至 2022 年末的 1900 亿元。2022 年公司期末现金及现金等价物余额为 374.8 亿元，其中经营活动产

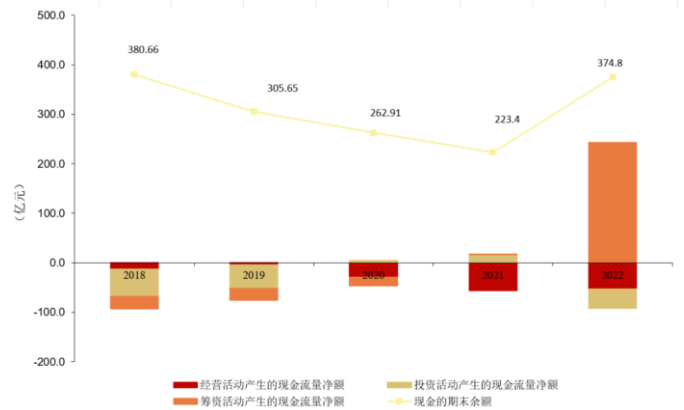
生的现金流为-53.5亿元，投资活动产生的现金流量为-38.3亿元，筹资活动产生的现金流量净额为242.8亿元，主要是2022年报告期内，可转债到期以及投资企业吸收外部投资、发行资产支持证券等综合所致。截止2022年年报，公司在手现金及现金等价物余额为374.8亿元，有利于后续对新车型的研发和投入。

图10：2022年公司资产负债率下降至35.7%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图11：2022年末公司期末现金及现金等价物余额为374.8亿元

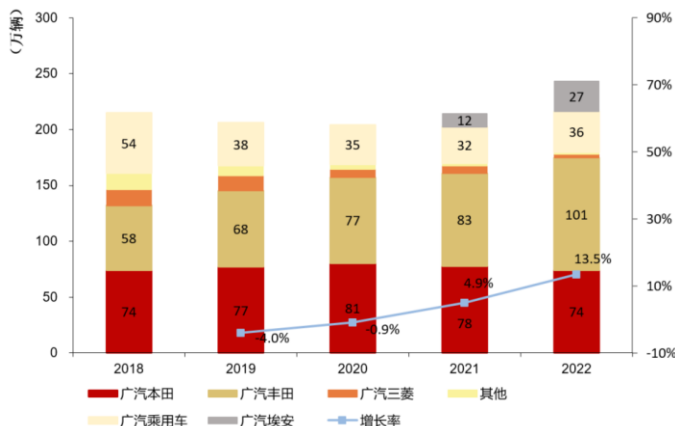


资料来源：Wind、浙商证券研究所

1.4 广汽丰田稳增长，自主新能源汽车齐发力

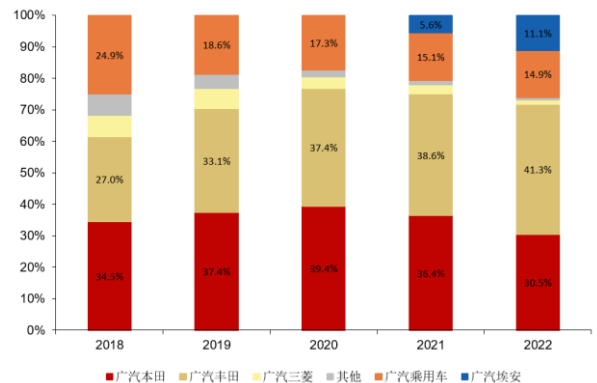
2022年广汽集团汽车总销量为243.4万辆，同比增长13.5%，自主品牌销量占比逐步提高。从整体上来看，2022年广汽本田和广汽丰田占整个集团汽车销售的70%以上，自主品牌占比在26%左右。在2018年至2022年期间，广汽本田的汽车销量占比略有下降，由期初的34.5%下降至30.5%，但汽车销量额仍然维持在70万辆以上，销量较为平稳。同期，广汽丰田的汽车销量增长较为明显，由2018年的58万辆增加至2022年的101万辆，对应的销量占比由27.0%大幅提高至41.3%，现位居广汽集团内部的销量首位。出于集团对新能源发展战略的重视，广汽埃安自2021年起实现规模化销售，并且销量在迅速增长，由2021年的12万辆增长至2022年的27万辆，销量占比提升至11.1%。在2021年之前，集团自主品牌销量主要以广汽乘用车为主，其销量占比由期初的24.9%下降至2020年的17.3%。2021年后，广汽埃安销量的提升拉动了广汽集团自主品牌的销量占比。

图12：2022年广汽集团汽车销量同比增长13.5%



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图13：2022年广汽集团自主品牌销量占比为26%



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

广汽丰田产能利用率破百，自主品牌产能利用率超60%。公司2022年报，广汽丰田设计产能100万辆/年，实际产量达到100.93万辆，产能利用率超过了100%；广汽本田实际产量为76.78万辆，设计产能为77万辆，产能利用同样接近100%。广汽自主品牌，设计产能为108万辆，实际产量达到了66.59万辆，产能利用达到了61.66%。随着后续广汽埃安车型逐渐发力，将充分利用现有产能，提高公司自主品牌的产能利用率。在建产能方面，广汽本田正在进行新能源车产能扩大建设项目，设计产能12万辆/年，预计2024年投产。预计2023年受到汽车消费透支的影响，传统乘用车终端需求较为疲软，目前公司产能不构成影响公司整体销量的瓶颈。

表2：2022年公司产能利用率情况

主要工厂名称	设计产能(万辆)	实际产量(万辆)	产能利用率
广汽本田	77	76.78	99.71%
广汽丰田	100	100.93	100.93%
广汽乘用车(含广汽埃安)	108	66.59	61.66%
广汽三菱	20	3.55	17.75%
其他	1.5	0.05	3.33%

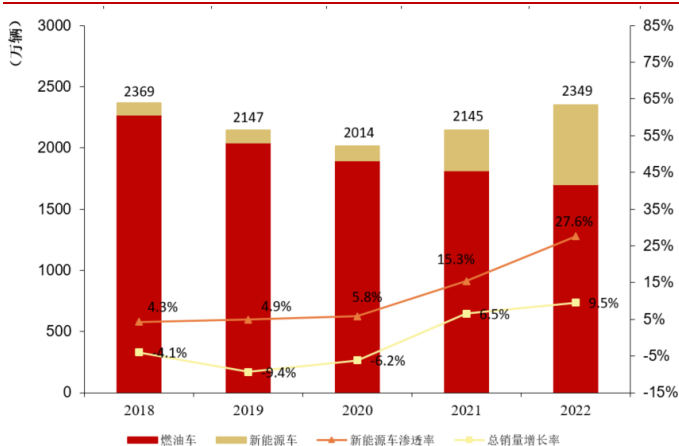
资料来源：公司2022年年报、浙商证券研究所

2 合资品牌：“两田”构成投资收益核心来源

2.1 行业：“两田”及日产构成日系车的销量主力

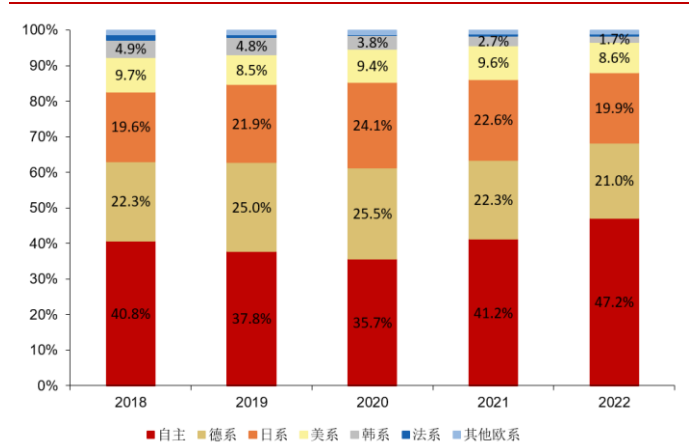
2022年新能源汽车渗透率达到27.6%，自主品牌汽车销量市场份额达到历史新高。根据乘联会数据，2022年乘用车总销量为2349万辆，同比增长9.5%；新能源汽车总销量达到648.1万辆，全年渗透率达到了27.6%，同比增长97%。2020~2022整体汽车消费市场受到国内疫情和汽车政策的双重影响，整体呈现自2018年顶峰下降而后上升的趋势。整体市场份额来看，2018~2020年，随着合资品牌SUV车型的逐渐推出，自主品牌的市场份额出现了一定程度下降。以德系和日系车型为首的合资车企出现了较大的提升。2020年以后，在电动化的发展浪潮中，新势力品牌逐渐出现，传统车企的新能源汽车车型陆续推出，逐渐抢占新能源汽车市场份额，自主品牌市场份额逐渐提升。2022年自主品牌车型市场占有率达到47.2%，达到历史新高。

图14：2022年国内乘用车销量同比增长9.5%



资料来源：乘联会、浙商证券研究所

图15：自主品牌汽车销量市场份额稳步提升



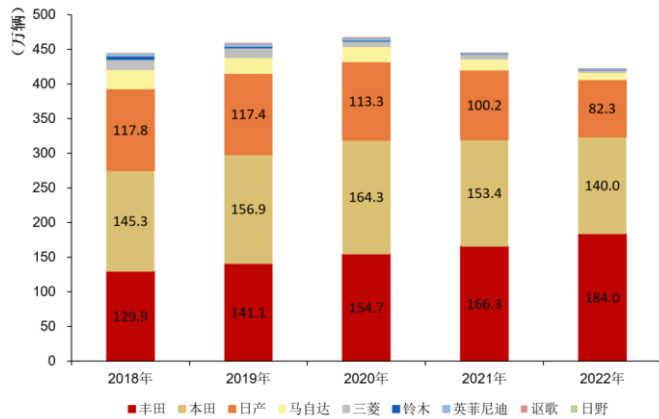
资料来源：乘联会、浙商证券研究所

日系车企主打 HEV 车型，2020-2022 市场份额出现下降趋势。2012-2018 年期间为国内 SUV 汽车市场迅猛发展时期。以长城哈弗 SUV 系列为代表的车型迅速推出，带动自主品牌车企迅速占领市场；2018 年以后，合资品牌陆续推出各个细分市场的 SUV 车型，以德系和日系车型为代表的车企逐渐抢回市场，实现了在市场份额上的提升。但在 2020 年以后，随着国内电动化的进程，自主品牌快速响应，快速推出性价比较高的新能源汽车。并在国家新能源汽车补贴政策的加持下，得到了快速的发展。而日系车型主打 HEV 车型，并不在国家新能源汽车范畴内，不能享受国家政策补贴，且车型更新速度慢，在智能化方面优势较弱，因而市场份额出现一定程度的下滑。

丰田、本田和日产构成日系车型销量主力。在 2018 年至 2022 年期间，日系车型品牌主要以丰田、本田、日产为主，且三者销量之和在日系品牌市场中占比逐步提高。其中，丰田的销量在期间内保持着高速增长趋势，由 2018 年的 129.9 万辆增加至 2022 年的 184.0 万辆。本田的销量在同时段表现为先增加后减少，由期初的 145.3 万辆逐年增加，2020 年达到其峰值 164.3 万辆，随后减少至期末的 140 万辆。日产品牌 2018 年销量为 117.8 万辆，逐年呈现下降趋势，2022 年销量为 82.3 万辆。整体上，丰田品牌车型仍表现出较强的上升趋势。

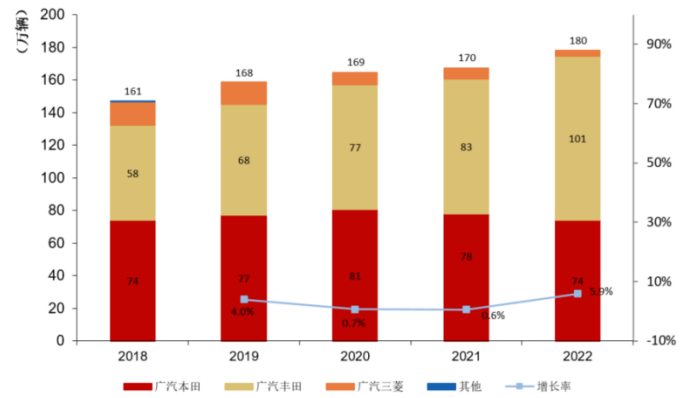
广汽集团合资品牌主要以丰田和本田为主，2022 年广汽丰田销量同比增长 21.4%。广汽集团内部的合资品牌汽车销售同样以广汽丰田和广汽本田为主。在 2018 年至 2022 年期间，广汽集团合资品牌汽车销量略有增长，总销量从期初的 161 万辆增至 2022 年的 180 万辆，2022 年合资品牌总销量同比增长 5.9%。2018 年广汽丰田年销量为 58 万辆，2022 年销量达到 101 万辆，年复合增长率达到 14.9%，表现出了较强的产品竞争力。

图 16： 丰田、本田和日产构成日系车型的销量主力



资料来源：Marklines、浙商证券研究所

图 17： 2022 年广汽集团合资品牌汽车销量增长 5.9%

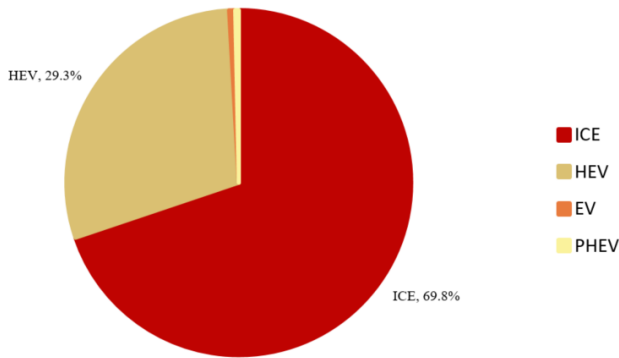


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2.2 广汽丰田：ICE 和 HEV 为主，成熟产品矩阵，深谙市场定位

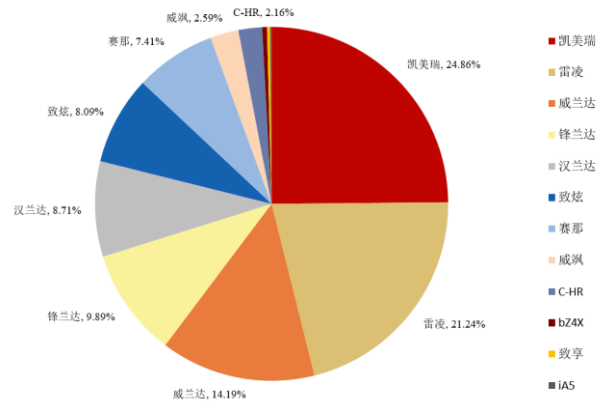
广汽丰田以 HEV 和 ICE 为主，凯美瑞、雷凌、威兰达等为其主力车型。在动力方面，广汽丰田涵盖 ICE、HEV、EV 和 PHEV 四种动力形式，但主力车型以 ICE 和 HEV 为主。2022 年，广汽丰田 ICE 车型销量占比为 69.8%，HEV 车型销量占比为 29.3%。具体车型来讲，在轿车领域，广汽丰田的主打车型是凯美瑞和雷凌，分别在 2022 年车型总销量中占比 24.86%和 21.24%。在 SUV 车型中，占比较大的是威兰达、锋兰达和汉兰达，其占比分别为 14.19%、9.89%和 8.71%。销量排名前五车型合计占总销量的 78.89%。

图18： 2022年广汽丰田车型销量以 ICE 和 HEV 为主



资料来源：Marklines、浙商证券研究所

图19： 2022年凯美瑞、雷凌、威兰达等构成广汽丰田主力车型



资料来源：Marklines、浙商证券研究所

凯美瑞、雷凌等爆款车型打造销量主力，锋兰达、威兰达、汉兰达等 SUV 车型布局各大细分市场。凯美瑞车型定位为中型轿车，推出 ICE 和 HEV 两种动力版本。2023 款凯美瑞车型加强了在智能驾驶、智能座舱、智能互联方面的功能，在座舱方面，采用悬浮屏设计，虽然中控屏幕仅有 10.1 英寸，但在日系合资品牌中，已表现出向智能化发展的步伐。并新增了智能语音交互系统、车载微信等。同时具备 DRCC 动态雷达巡航控制系统，车道循迹辅助系统等辅助驾驶功能。同样，销量较好的威兰达车型，同样在智能座舱、辅助驾驶、智能互联方面，做出了进步。搭配 10.25 英寸中控显示屏，补足短板。可见，广汽丰田同样在紧跟时代步伐，在智能座舱和辅助驾驶方面迈出了新的一步，再结合日系车在动力经济性方面固有的优点，成为支撑其销量的核心竞争力。

表3： 广汽丰田主要车型列表（按销量排序）

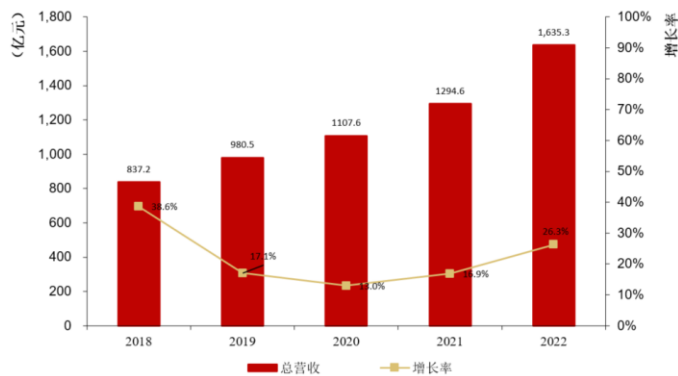
车型	图片	座舱/中控	经销商报价 (万)	级别/车型	能源类型	轴距 (mm)	车型尺寸 (mm)	2022 年销量 (万)
凯美瑞			15.18~24.48	中型轿车	ICE/HEV	2825	4900/1840/1455	25.0
雷凌			8.18~12.58	紧凑型轿车	ICE/HEV	2700	4640/1780/1455	21.3
威兰达			14.28~24.38	紧凑型 SUV	ICE/HEV	2690	4665/1855/1680	14.3
锋兰达			10.98~15.58	紧凑型 SUV	ICE/HEV	2640	4485/1825/1620	9.9
汉兰达			26.88~34.88	中型 SUV	ICE/HEV	2850	4965/1930/1750	8.8

致炫			7.58~9.38	小型车	ICE	2550	4160/1720/1520	8.1
赛那			30.98~41.18	中大型 MPV	HEV	3060	5165/1995/1765	7.5

资料来源：懂车帝、Marklines、浙商证券研究所
注：经销商报价在不同时间和地点略有不同

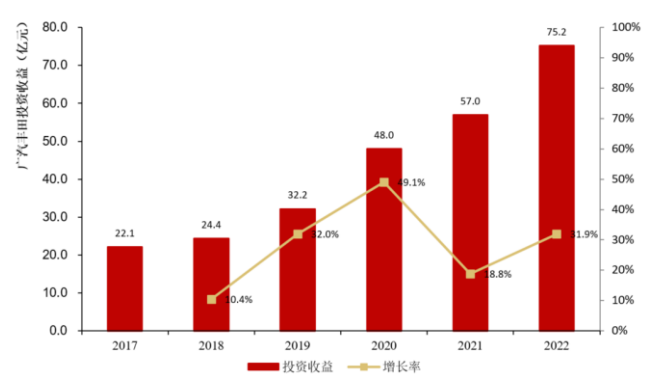
2022年广汽丰田营收1635.3亿元，同比增长26.3%；投资净收益为75.2亿元，同比增长31.9%。在2018年至2022年期间，广汽丰田总营收逐步上涨，从期初的837.2亿元增至1635.3亿元，并且公司在2022年总营收实现同比增长26.3%。投资收益方面，公司投资收益逐年上升，由2017年的22.1亿元上涨至2022年的75.2亿元，年复合增长率达到27.8%，在2022年投资净收益更是同比增长31.9%。可见广汽丰田整个车型的竞争力，以及市场对广汽丰田相关车型的认可。

图20：2022年广汽丰田营收同比增长26.3%



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图21：2022年来自广汽丰田投资收益同比增长31.9%

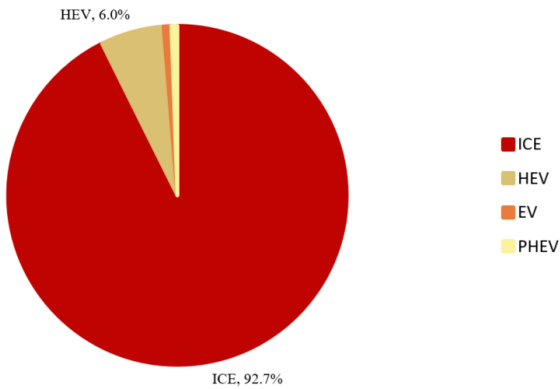


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2.3 广汽本田：车型产品系列完善，助推品牌销量

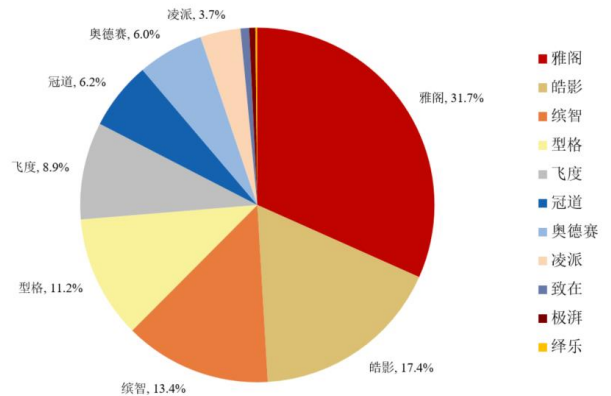
雅阁、皓影、缤智等车型构成广汽本田核心销量主力。广汽本田在节能汽车方向同样选择油电混合为其主要发展方向，在2022年销售的所有车型中，HEV车型占比为6.0%，相较广汽丰田占比较低。具体分车型而言，作为广汽本田的明星车型，中型轿车雅阁在2022年销量占比达到31.7%，为广汽本田车型的销量主力；皓影车型销量占比为17.4%，定位为紧凑型SUV；缤智车型销量占比为13.4%；销量前五车型总共占比为82.6%。

图22： 2022年广汽本田 HEV 车型销量占比为 6.0%



资料来源：Marklines、浙商证券研究所

图23： 2022年广汽主力车型为雅阁、皓影、缤智等



资料来源：Marklines、浙商证券研究所

雅阁车型为广汽本田销量主力，皓影、缤智、型格、飞度等车型构成完整核心产品矩阵。雅阁车型车身长度为 4908mm，轴距为 2830mm，为较为典型的中型轿车车型，懂车帝经销商报价区间为 13.98~22.18 万元，并结合日系车较为优秀的节能效果，在中型轿车领域取得了不错的成绩。皓影车型车身长度为 4634mm，轴距为 2661mm，为较为典型的紧凑型 SUV 车型，其经销商报价区间为 13.48~23.39 万元，主打经济实用性 SUV，借助国内市场对 SUV 车型的青睐，以及日系车质量和节能的优势，同样取得了不错的销量成绩；缤智车型定位为小型 SUV 车型，经销商报价区间为 11.09~13.09 万元，主打较高的性价比；定位为紧凑型轿车的型格车型，定价区间在 10 万以下的飞度车型，构成了广汽本田完善的产品矩阵。由于自主品牌车型在车机智能化方面发展迅速，以及受到国内新能源汽车销量的冲击，广汽本田在智能化和车机方面的劣势慢慢显现出来，所带来的直观表现为整体车型销量的疲软。但在 2023 年，雅阁车型即将推出第一款插混车型 e：PHEV，表现出了在电动化时代的奋力转型。

表4： 广汽本田主要车型列表（按销量排序）

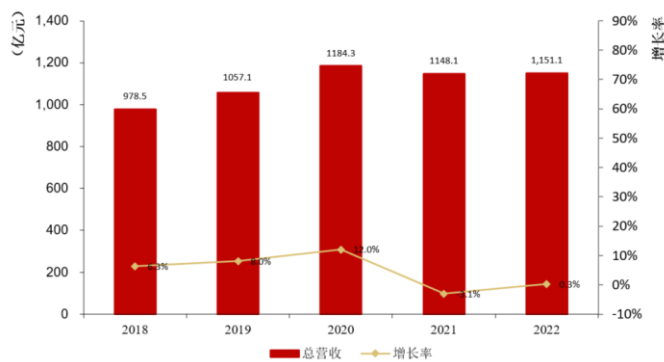
车型	图片	座舱/中控	经销商报价 (万)	级别/车型	能源类型	轴距 (mm)	车型尺寸 (mm)	2022 年销量 (万)
雅阁			13.98~22.18	中型轿车	ICE/HEV	2830	4908/1862/1449	23.4
皓影			13.48~23.39	紧凑型 SUV	ICE/HEV	2661	4634/1855/1679	12.8
缤智			11.09~13.09	小型 SUV	ICE	2610	4380/1790/1590	9.9
型格			10.99~16.69	紧凑型轿车	ICE/HEV	2735	4689/1802/1415	8.3

飞度			7.28~9.98	小型轿车	ICE	2530	4090/1725/1567	6.6
冠道			19.48~30.28	中型 SUV	ICE	2820	4858/1942/1675	4.6
奥德赛			21.58~40.48	中型 MPV	HEV	2900	4861/1820/1712	4.5
凌派			8.08~14.18	紧凑型轿车	ICE/HEV	2730	4766/1804/1509	2.7

资料来源：懂车帝、Marklines、浙商证券研究所
注：经销商报价在不同时间和地点略有不同

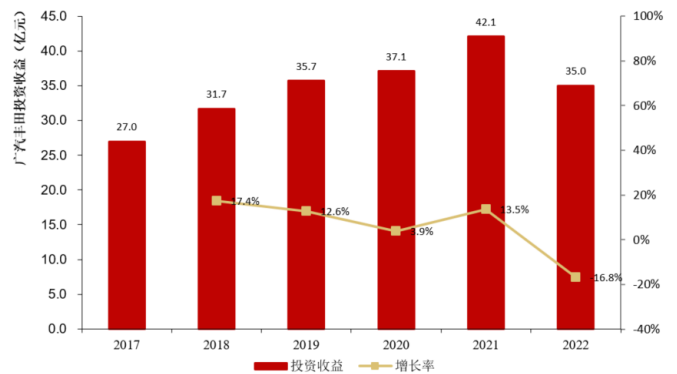
2022年广汽本田总营收1151.1亿元，同比增长0.3%；投资净收益为35亿元，同比下降16.8%。在2018年至2020年期间，广汽本田总营收从期初的978.5亿元增至2020年的1184.3亿元，而在2021~2022年，总营收基本保持平稳。从投资净收益来看，2017年至2021年，投资净收益基本保持稳定提升。而在2022年，广汽本田投资净收益为35亿元，同比下降16.8%。后续随着广汽本田改款车型的推出，有望提振品牌销量。

图24：2022年广汽本田营收同比增长0.3%



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图25：2022年来自广汽本田投资收益同比下降16.8%



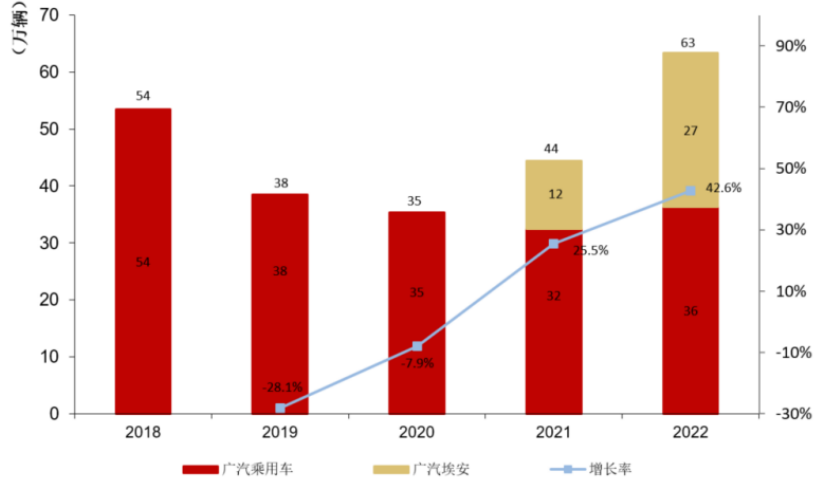
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

3 自主品牌向上，广汽埃安打造新的增长极

2022年，广汽集团自主品牌车型销量达到63万辆，同比增长42.6%，其中广汽埃安同比增长125%，贡献核心增量。其中广汽传祺车型从2018年开始销量逐渐下滑，主要受到整体汽车销量的下滑，以及部分车型竞争加剧的影响。同时，广汽传祺车型采用的节能方案路线主要采用的是丰田第四代THS混动系统，而在整个电动化发展浪潮中，油电混动车型并不在国家制定的新能源汽车目录内，便不能享受到国家新能源汽车的相关政策。因

此，在整个电动化时期，诸多因素导致广汽传祺整体销量表现较为疲软。而广汽埃安品牌，借助于国家整体新能源发展战略，陆续推出 AionS、Aion LX、Aion V、Aion Y 车型，基于自身技术的积累和市场的定位，逐渐发力，形成了广汽集团汽车销量的核心增量。

图26：埃安品牌车型为集团销量增长的主要驱动力

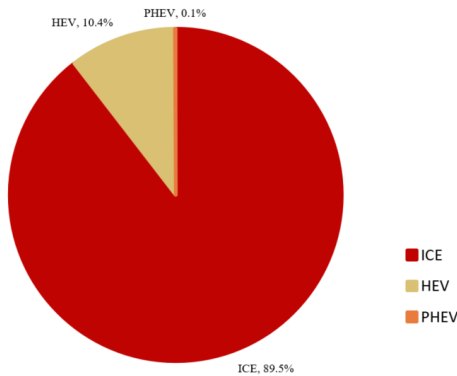


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

3.1 广汽传祺：钜浪混动加持，HEV 和 PHEV 双动力路线齐发力

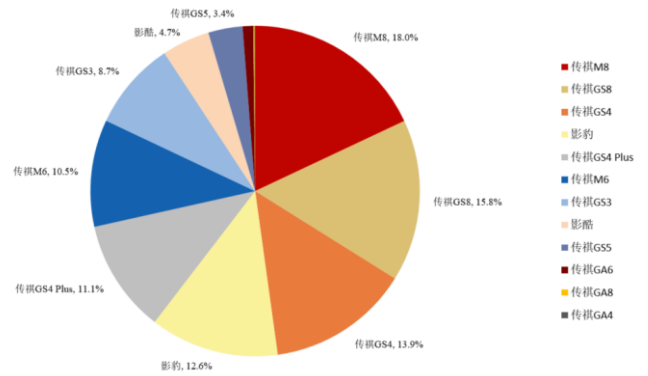
2022 年广汽传祺销售车型以 HEV 混动为主，M8，GS8 等为其主力车型。2022 年广汽传祺在销售的所有车型中，HEV 占比为 10.4%，为其节能汽车的主流动力方式。而对于具体车型来讲，其主力车型为 M8，GS8，GS4 等。其中传祺 M8 销量占比为 18%，作为一款中大型 MPV，车型定价仅为 17.18~36.98 万元，以高性价比带动车型销量；传祺 GS8 销量占比为 15.8%，车型定位为中型 SUV，售价为 17.68~25.98 万元，较为大气的外观和较为豪华的内饰设计，以及强劲动力拉动车型销量。定位为紧凑型 SUV 的 GS4 车型，以及紧凑型轿车的影豹车型，在内外饰以及动力等方面的较好表现，拉动整体广汽品牌的销量。

图27：2022 年广汽传祺能源类型占比



资料来源：Marklines、浙商证券研究所

图28：2022 年广汽传祺销量结构



资料来源：Marklines、浙商证券研究所

广汽传祺 MPV/SUV 车型为其销量主力，差异化竞争助推销量。对于一款车型，影响其销量的因素较多，但较为核心的因素主要是品牌、外观和内饰、空间、价格、动力等。广汽 M8 车型，定位为中大型 MPV，车身长度达到 5089mm，轴距达到 3000mm，其经销商报价为 17.18~36.98 万元，表现出较强的性价比；传祺 GS8，定位为中型 SUV，车身长度 4980，轴距达到 2920，整体尺寸接近中大型 SUV，但其售价区间为 17.68~25.98 万元，基本处于较为典型的中型 SUV 定价区间，从而体现出来较高的性价比。传祺 GS4 定位为紧凑型 SUV，车身长度为 4545mm，轴距为 2680mm，售价区间为 7.78~12.68 万元，同样具备很强的性价比。但广汽传祺目前整体车型在新能源车型上布局较少，在新能源汽车发展的几年时间过程中，未能及时推出响应的新能源车型，而错失了一部分市场；同时目前汽车主流消费人群已逐渐走向年轻化，在座舱设计上，应增添年轻化、智能化元素，从而适应整个市场的发展。广汽传祺推出的钜浪混动、以及影豹车型上，已经看出逐渐向新能源汽车和年轻化设计发力，期待广汽传祺未来的销量表现。

表5： 广汽传祺主力车型列表

车型	图片	座舱/中控	经销商报价 (万)	级别/车型	能源类型	轴距 (mm)	车型尺寸 (mm)	2022 年 销量 (万)
传祺 M8			17.18~36.98	中大型 MPV	ICE/HEV	3000	5089/1884/1822	6.5
传祺 GS8			17.68~25.98	中型 SUV	ICE/HEV	2920	4980/1950/1780	5.7
传祺 GS4			7.78~12.68	紧凑型 SUV	ICE	2680	4545/1856/1700	5.1
影豹			8.83~13.80	紧凑型轿车	ICE/HEV	2736	4700/1850/1440	4.6
传祺 GS4 Plus			11.68~14.28	紧凑型 SUV	ICE	2710	4710/1885/1726	4.0
传祺 M6			10.18~15.18	紧凑型 MPV	ICE	2810	4780/1837/1765	3.8
传祺 GS3			8.28~10.88	小型 SUV	ICE	2560	4350/1825/1685	3.2

影酷

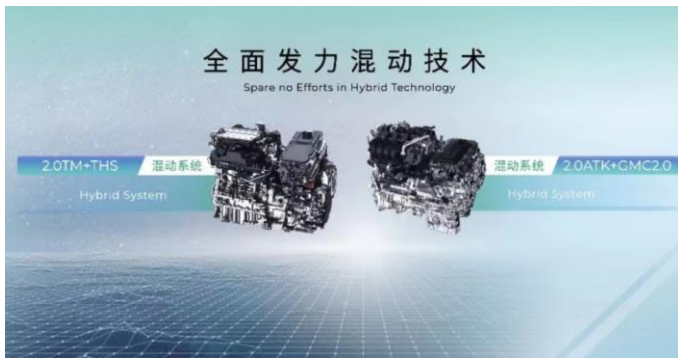


10.98~15.98 紧凑型 SUV ICE/HEV 2750 4680/1901/1670 1.7

资料来源：懂车帝、Marklines、浙商证券研究所
注：经销商报价在不同时间和地点略有不同

2022年4月26日，广汽传祺正式发布电气化战略下全新混动技术品牌——钷浪混动。钷浪混动拥有双混动技术路线，分别为结合丰田最新THS混动系统的油电混动，和正向自研的GMC双电机串并联混动系统。油电混动系统创新突破了涡轮增压发动机和THS系统的完美结合；而自研的GMC混动系统经过了多次迭代，技术愈加全能，具有高品质、低油耗、强动力、更安静、超平顺五大核心优势，且扩展性强，涵盖油电混动、插电混动、增程式混动等。GMC2.0首创集成式双电机平行轴串并联DHT，累计拥有超过400项核心专利，并获得了2022年度“中国心”十佳发动机及混动系统称号。

图29： 广汽传祺全新混动技术品牌“钷浪混动”



资料来源：广汽传祺官微、浙商证券研究所

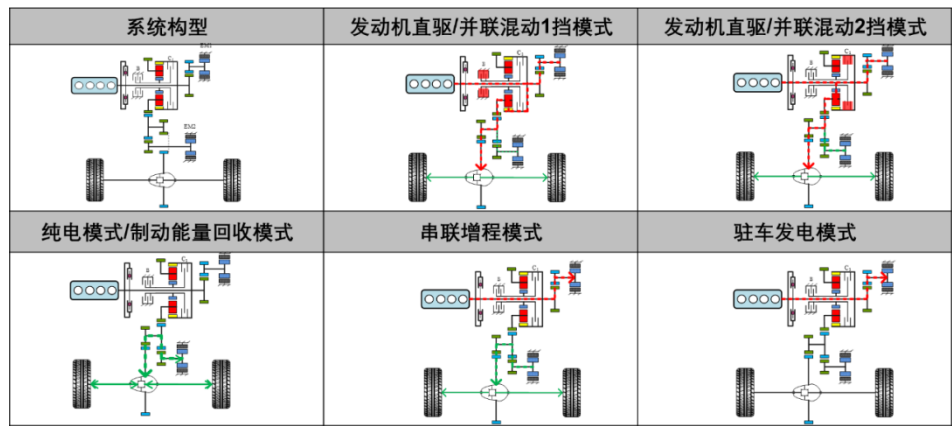
图30： 广汽传祺 GMC 2.0 双电机串并联混动系统



资料来源：广汽传祺官微、浙商证券研究所

GMC 2.0 混动系统可实现纯电、增程、直驱等多种混动模式，实现动力与油耗的完美平衡，WLTC 工况混动系统热效利用率高达 95.5%。GMC2.0 混动系统采用 P1+P3+2AT 的综合最优方案，首创双电机平行轴串并联方案，引领国内 DHT 发展。在此基础上，传祺钷浪混动综合考虑动力性、经济性、平顺性、成本、结构布置等多个维度。从技术特点上来看，P1+P3 架构兼备并联和串联的优势，能够很好地实现发动机和电动机的高效协同、优势互补，在各种场景及路况下，都有着优异的动力和能耗表现。在低速拥堵工况下，由电机直接驱动，规避了发动机的低效率区间，同时又具备电机在低速时的高加速效果；当电量较低时，发动机开始进行发电，进行串联的方式进行工作，发动机多余的动力可以给电池进行充电，充分利用发动机的能量；在高速巡航工况下，车辆由发动机直驱，避免电机高转速带来的低效率，同时避免串联工况下能量转化的损失；在加速超车工况下，电机同时介入，以并联方式提供强劲动力。

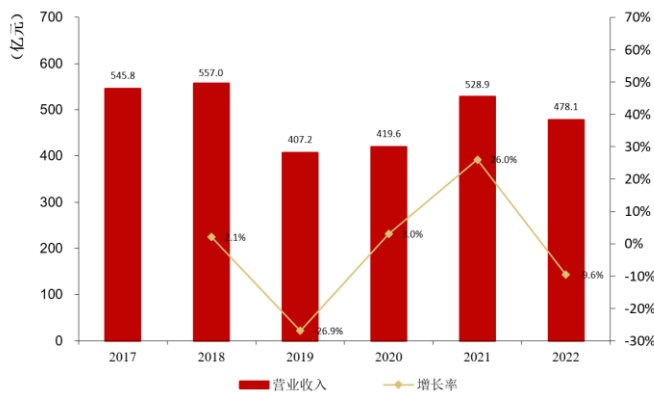
图31： 钜浪混动 GMC2.0 混动系统可实现纯电、增程、直驱等多种模式



资料来源：广汽传祺官微、浙商证券研究所

2022 年广汽传祺营收微降 9.6%，汽车销量微增。 广汽传祺 2022 年营收收入共 478.1 亿元，同比微降 9.6%。汽车总销量达到 36.3 万辆，平均单车售价为 13.2 万元。后续随着更多搭载钜浪混动系统的车型上市，将进一步拉动传祺品牌的汽车销量。如传祺智电 E9，同样定位为中大型 MPV，搭载 2.0T 插混动力，电直驱 2 挡 DHT，新车将在 4 月份上海车展正式亮相并开启预售；2023 款传祺 GS4 联合 2023 款 GS4 Plus 车型，在 4 月 6 日正式上市，在外观、动力、油耗等方面进行了全面的升级；全新一代 GS3 影速等，从内饰、外观等方面进行年轻化设计。以上众多新车型的推出，将提振广汽传祺品牌未来销量。

图32： 2022 年广汽传祺营收微降 9.6%



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图33： 2022 年广汽传祺销量微增

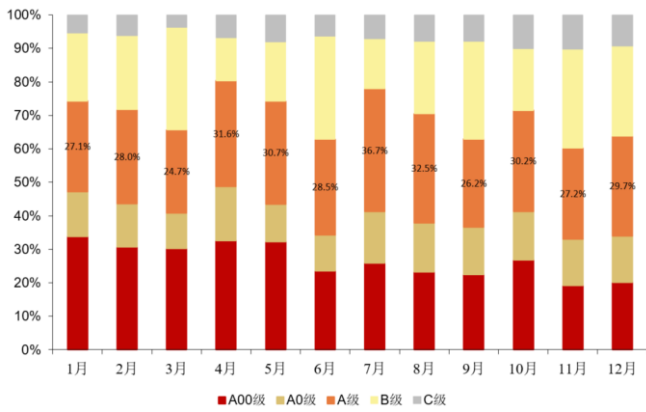


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

3.2 广汽埃安：电动智能、年轻化协同发展，打造全新纯电品牌

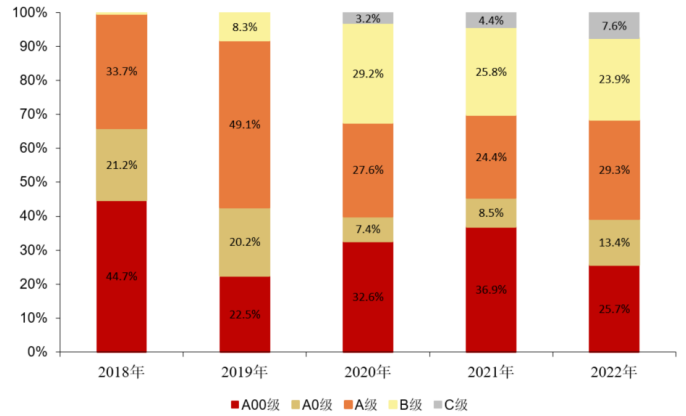
2022 年 BEV 市场 A 级车型占比为 29.3%，埃安 Y/S 处于汽车市场的核心区域。 2022 年 1-12 月份，每个月的汽车销量中，A 级车占比均处于 30% 左右；全年来看，A 级车市场占比更是达到了 29.3%。从 2020 年开始，新能源汽车市场逐渐开始起量，随着纯电动市场的逐渐成熟，A 级车市场逐渐成为主力。根据乘联会数据，2022 年 A 级纯电动汽车零售销量为 124.8 万辆。对于埃安的主力销量车型埃安 Y 和埃安 S 车型正是处于该级别区间。

图34： 2022年BEV市场A级车型为市场主力



资料来源：乘联会、浙商证券研究所

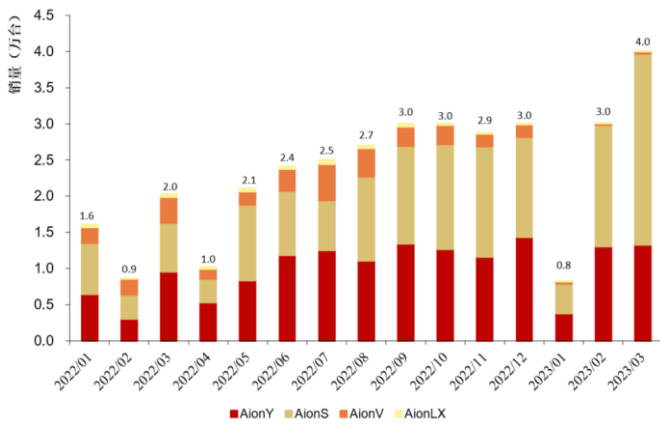
图35： 2022年BEV市场A级车型市场占比为29.3%



资料来源：乘联会、浙商证券研究所

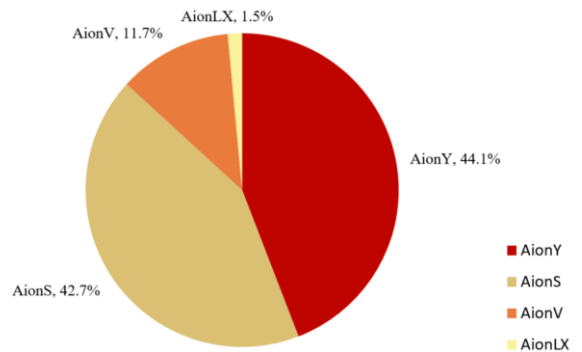
2022年广汽埃安共计销售27万辆，同比增长125.7%；Aion Y和Aion S车型为其销量主力。2023年埃安汽车销量依然保持去年的增长势头，3月份埃安品牌总销量达到4万辆，同比增长97%，环比增长33.0%，主要系Aion S车型销量增长迅速。2022年全年，Aion Y车型销量占比为44.1%，Aion S车型销量占比为42.7%，两者合计占比为86.8%，为埃安车型的销量主力。

图36： 广汽埃安销量逐月攀升



资料来源：Marklines、浙商证券研究所

图37： 2022年埃安Y和S销量占比合计约86.8%



资料来源：Marklines、浙商证券研究所

Aion Y和Aion S从年轻化、空间、配置、性价比等各个维度构成其核心竞争力。Aion Y Younger车型作为一款A级SUV车型，重塑车型年轻化的定位，配置IBCM无感启动“黑科技”，靠近车门自动解锁，前后排还能全平放倒，形成一个5平方米的大空间。并配备弹匣电池，从颜值、空间、配置、性价比等各个方面构成其核心竞争力。Aion S同样无论从外观、座舱，都同样覆盖年轻化审美特点，从空间、配置、性价比等方面打造成为一款较为全面的亲民车型，为其终端销量提供较强的核心竞争力。

图38: Aion Y: 紧凑型 SUV



资料来源: 广汽埃安官网、浙商证券研究所

图39: Aion S: 紧凑型轿车



资料来源: 广汽埃安官网、浙商证券研究所

图40: Aion V: 紧凑型 SUV



资料来源: 广汽埃安官网、浙商证券研究所

图41: Aion LX: 中型 SUV



资料来源: 广汽埃安官网、浙商证券研究所

埃安 Y 在同级别车型中具备较强性价比。埃安 Y 定位为紧凑型 SUV 车型, 售价在 11.98~17.98 万元。与其车身长度相差不大的车型, 如比亚迪元、几何 C、小鹏 G3、哪吒 U、荣威 eRX5 等, 在以上竞品车型中, 埃安 Y 的整体售价最低, 整体的续航里程表现较优, 且在座舱中控屏方面, 配置 14.6 英寸的中控屏幕。在性价比, 年轻化, 座舱智能化方面都体现出了较强的竞争力。另外, Aion Y 的空间还能做得到灵活多变, 拆下头枕, 将前排座椅靠背放平, 可以和后排座椅进行连接, 实现超大空间新体验, 让车辆成为自己另一个移动空间。

表6: 埃安 Y 竞品车型对标

	埃安 Y	比亚迪元	几何 C	小鹏 G3	哪吒 U	荣威 eRX5
经销商报价(万元)	11.98~17.98	13.40~16.20	12.77~20.28	14.89~17.69	11.88~20.68	15.28~16.59
长/宽/高(mm)	4535/1870/1650	4455/1875/1615	4432/1833/1560	4495/1820/1610	4549/1860/1628	4655/1890/1664
基本信息						
轴距(mm)	2750	2720	2700	2625	2770	2765
级别/车型	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV
能源类型	BEV	BEV	BEV	BEV	BEV	PHEV
动力及续航						
NEDC 纯电续航(km)	430~610	430~510	400~550	460~520	400~610	50

	百公里耗电量(kWh/100km)	12.9~13.8	12.2~12.5	13.9~14	13.8~14.2	14.5	18
	电池电量(kWh)	51.9~76.8	49.9~60.5	53~70	55.9~66.2	54.3~81.6	12.3
	电机功率(kW)	100~150	150	150	145	120~170	180
智能座舱	车载智能系统	ADiGO	DiLink 智能网联	GKUI	Xmart OS	/	斑马维纳斯
	车载智能芯片	高通 6125	/	/	高通骁龙 820A	高通骁龙 8155	高通骁龙 8155
	中控屏尺寸(英寸)	14.6	12.8~15.6	12.3	15.6	8~12.3	12.3~27
	热泵空调	/	标配	选配	/	/	/
辅助驾驶	巡航系统	部分配备 ACC	部分配备 ACC	部分配备 ACC	部分配备 ACC	部分配备 ACC	部分配备 ACC
	驾驶辅助影像	部分配备 360° 全景	部分配备 360° 全景	部分配备 360° 全景	部分配备 360° 全景	部分配备 360° 全景	标配 360° 全景
	OTA 升级	标配	标配	标配	标配	标配	标配

资料来源：懂车帝、浙商证券研究所

注：经销商报价在不同时间和地点略有不同

埃安 S 车型基于 GEP2.0 平台打造，竞品车型有秦 Plus EV，几何 A，小鹏 P5 等。埃安 S 售价为 13.98~19.16 万元，在竞品车型中，售价相对较低。其中 Aion S Plus 车型中，配备 14.6 英寸悬浮屏，打造智能化座舱。并搭载了 ADiGO 4.0 智驾互联生态系统，将以前的物理按键全部集成进去，全新的 UI 有着更出色的人机交互表现，同时支持语音唤醒等语音交互功能。埃安 S 还支持 L2 级别的辅助驾驶，配备常见的自适应巡航、车道保持辅助等功能。作为一款紧凑型轿车，诸多配置打造较高性价比。

表7：埃安 S 竞品车型对标

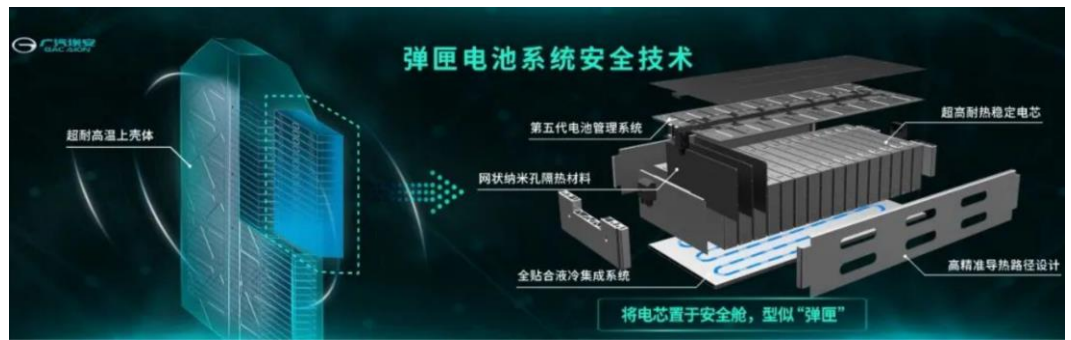
	埃安 S	秦 Plus EV	几何 A	小鹏 P5	微蓝 6	荣威 i6 MAX EV	
	经销商报价(万元)	13.98~19.16	12.98~18.08	12.68~20.78	15.69~20.29	16.79~18.69	14.68~18.18
基本信息	长/宽/高(mm)	4768/1880/1545	4765/1837/1515	4752/1804/1503	4808/1840/1520	4673/1817/1514	4722/1835/1493
	轴距(mm)	2750	2718	2700	2768	2660	2715
	级别/车型	紧凑型轿车	紧凑型轿车	紧凑型轿车	紧凑型轿车	紧凑型轿车	紧凑型轿车
	能源类型	BEV	BEV	BEV	BEV	BEV	BEV
	NEDC 纯电续航(km)	480~610	400~600	430~600	450~550	518	502~605
动力及续航	百公里耗电量(kWh/100km)	12.5~12.9	12~12.9	13~13.3	13.3~13.6	12.6	12.6~12.9
	电池电量(kWh)	55.2~69.9	47.5~71.7	53~70	55.5~66.2	61.1	61.1~69.9
	电机功率(kW)	100~150	100~135	150	155	130	135
	巡航系统	部分配备 ACC	部分配备 ACC	部分配备 ACC	标配 ACC	定速巡航	定速巡航
智能座舱	车载智能系统	ADiGO 4.0	DiLink 智能网联	GKUI	Xmart OS	/	斑马维纳斯
	车载智能芯片	瑞萨 M3	/	/	高通骁龙 8155	/	/
	中控屏尺寸(英寸)	8.0~14.6	10.1~12.8	12.3	15.6	8~10	14.3
	热泵空调	/	/	选配	标配	/	/
辅助驾驶	巡航系统	部分配备 ACC	部分配备 ACC	部分配备 ACC	标配 ACC	定速巡航	定速巡航
	驾驶辅助影像	部分配备 360° 全景	部分配备 360° 全景	部分配备 360° 全景	标配 360° 全景	部分配备倒车影像	部分配备 360° 全景
	OTA 升级	标配	标配	标配	标配	标配	标配

资料来源：懂车帝、浙商证券研究所

注：经销商报价在不同时间和地点略有不同

弹匣电池 2.0 打造安全新标准，成立因湃电池科技公司，完成能源产业链闭环。在电芯层面，采用纳米陶瓷耐热层，大幅降低短路概率；复合集流体，自带“保险丝”；阻燃电解液，切断点火源。在电池包层面，采用阻热相变材料，双层冷却系统等实现超卓隔热性能，打造弹匣电池 2.0 安全新标准。2022 年 10 月，由广汽埃安、广汽乘用车、广汽商贸联合投资，并由广汽埃安控股的因湃电池科技有限公司正式注册成立，总投资 109 亿人民币，开展电池自研自产产业化建设以及自主电池的生产制造和销售。埃安已陆续启动电池研发试制线建设、成立能源科技公司，并与上游材料端头部供应商赣锋锂业、寒锐钴业等达成战略合作，逐渐形成能源产业链闭环。

图42： 广汽埃安弹匣电池，打造安全新标准



资料来源：广汽埃安官方微信公众号、浙商证券研究所

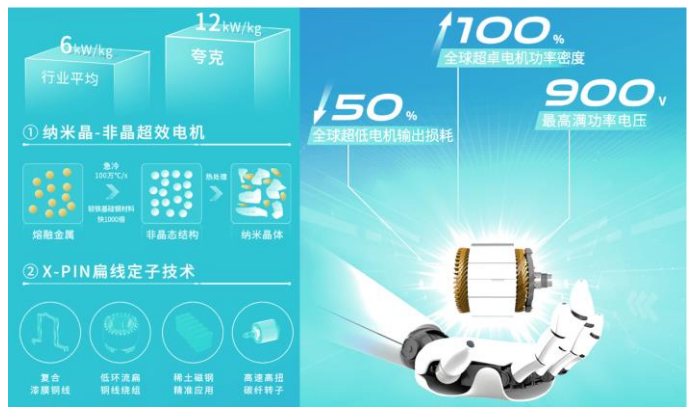
广汽埃安成立锐湃动力，将完成电驱系统的自研自产。2022 年 10 月，由广汽集团、广汽埃安、广汽乘用车联合投资，由广汽埃安控股的锐湃动力科技有限公司成立，总投资 21.6 亿元，占地面积为 10.4 万平方米，将重点围绕 IDU 电驱系统及电控进行自主研发和产业化，实现自主电驱、电控的研发、智造、销售和服务一体化。工厂预计将于 2023 年底完成厂房交付，2025 年实现年产 40 万套 IDU 电驱系统总成以及年产 10 万套 GMC 混动机电耦合系统的电机和电控系统。并推出全新一代高性能集成的夸克电驱，功率密度提升 100%，达到 12kW/kg。采用纳米晶-非晶材料、扁线定子、900V 高效碳化硅等技术，打造高性能电驱系统。未来将搭载于 Hyper 车型，Hyper SSR 可实现零百加速 1.9s 的加速性能，展现出广汽埃安自主研发电驱系统的实力。

图43： 成立锐湃动力实现自主电驱、电控的研发、智造、销售



资料来源：广汽埃安官方微信公众号、浙商证券研究所

图44： 夸克电驱功率密度提升 100%



资料来源：广汽埃安官方微信公众号、浙商证券研究所

广汽埃安发布全新 LOGO—AI 神箭，并推出全新车型 Hyper GT，定位为中大型轿车，预售价格区间为 21.99~33.99 万元，高性价比有望打造爆款车型。AI 神箭源于 AION，形似一个向上的箭头，全新的 logo 代表着广汽埃安的未来将有新的战略部署。另外推出高端品牌 Hyper 以及全新车型 Hyper GT，提升品牌形象。Hyper GT 基于广汽 AEP3.0 平台打造，定位纯电中大型轿车，车身尺寸为 4886/1885/1449mm，轴距为 2920mm。外观方面新车采用封闭式前脸设计，并采用了超跑上才会有的旋翼门设计，且采用无边框设计的电吸门。在智能化方面，除了常用的高清摄像头、毫米波雷达、超声波雷达外，还首创融合了风云三号红外遥感技术以及 3 颗第二代智能可变焦激光雷达。动力方面，单电机版本最高输出功率 250kW。Hyper GT 车型定价区间为 21.99~33.99 万元，作为一款中大型轿车，且搭载激光雷达，旋翼门等炫酷配置，具备高性价比。同时，Hyper GT 车型的推出，打入高端车型市场，引领品牌向上。

图45： 广汽埃安全新 logo-AI 神箭



资料来源：广汽埃安官方微信公众号、浙商证券研究所

图46： 广汽埃安全新车型 Hyper GT，引领品牌向上



资料来源：广汽埃安官网、浙商证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

广汽集团发布 NEXT 战略，整体向 EV 和 XEV 发力。随着后续广汽传祺车型在新能源产品矩阵上的逐渐完善以及广汽埃安在纯电动领域的品牌向上，将逐渐带动公司整体营收向上。

整车制造：

- 1) 广汽乘用车：2022 年由于汽车政策刺激，汽车市场整体透支较为严重，2023 年汽车市场消费较为疲软；根据公司产销快报，广汽乘用车 2023 年 Q1 销量同比下降 7.57%，下半年一般为汽车消费旺季，有望得到恢复。因此预计 2023 年广汽乘用车销量有望同比持平。另外，公司 2023 年推出的全新第二代 GS8，新一代 M8 宗师，传祺 E9 等高端车型，有望抵消价格战的影响，保持原有的毛利率水平。
- 2) 广汽埃安车型在 2023 年 Q1 销量同比增长 74.5%，2023 年全年有望实现销量较大幅度增长，将提高采购议价能力，降低采购成本。且碳酸锂的降价同样有利于毛利率水平的恢复。同时随着产能利用率的提高，人工、能源费用单车均摊成本降

低，同样可以提高埃安车型的毛利率水平。后续随着高端车型 Hyper GT 的推出，其毛利率水平高于原有的紧凑型车，有望进一步提高埃安品牌的毛利率水平。

基于以上，我们预测 2023 年广汽集团在整车制造领域能够达到 29.6% 的营收增速；毛利率水平将逐渐恢复至 7.3% 左右；

零部件制造业务：由于整车业务 2023 年整体能够保持 29.6% 的业务增速，而作为上游的零部件制造业务同样保持稳定的业务增速，维持每年 15% 的业务增长；

商贸服务：汽车出口行业增长将拉动商贸服务业务的增长，给予每年 5% 的业务增长速度；

金融及其他：2022 年该块业务营收同比增长 62.37%，但该块业务灵活性较高，给予每年 20% 的业务增长速度；

基于以上，我们预测 2023~2025 年公司营业收入分别为 1357.8/1607.2/1752.8 亿元，同比增速分别为 23.4%/18.4%/9.1%。

表8：广汽集团盈利预测（亿元）

业务板块	类别	2022A	2023E	2024E	2025E
整车制造	营业收入	786.7	1019.6	1241.3	1355.8
	YOY	59.97%	29.6%	21.7%	9.2%
	毛利率	3.03%	7.3%	8.6%	9.5%
	业务收入占比	71.5%	75.1%	77.2%	77.4%
零部件制造	营业收入	38.3	44.1	50.7	58.3
	YOY	20.17%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	7.5%	8.0%	8.5%	8.5%
	业务收入占比	3.5%	3.2%	3.2%	3.3%
商贸服务	营业收入	239.3	251.27	263.83	277.02
	YOY	13.37%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	7.53%	7.5%	7.5%	7.5%
	业务收入占比	21.8%	18.5%	16.4%	15.8%
金融及其他	营业收入	35.7	42.9	51.4	61.7
	YOY	62.37%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	42.0%	40.0%	40.0%	40.0%
	业务收入占比	3.2%	3.2%	3.2%	3.5%
合计	营业总收入	1100.0	1357.8	1607.2	1752.8
	YOY	45.36%	23.4%	18.4%	9.1%
	毛利率	5.4%	8.4%	9.4%	10.2%

资料来源：公司公告、Wind、浙商证券研究所

4.2 估值和投资建议

广汽集团拥有合资和自主两大阵营，其自主品牌借助长期积累的技术和市场经验，在新能源汽车行业新时代抓住机遇，推出了埃安纯电动新品牌。选取上汽集团、长城汽车、长安汽车作为可比公司，2023~2025 年平均 PE 分别为 18.1/14.5/13.5 倍。我们预计公司 2023~2025 年归母净利润为 96.75/110.67/122.75 亿元，同比增长 19.92%/14.39%/10.91%，对

应当前市值的 PE 为 11.5/10.0/9.0 倍，低于可比公司平均 PE。后续埃安陆续推出中高端车型 Hyper 系列车型，将进一步提高公司单车平均价值，贡献营业收入新增量。基于以上发展趋势，维持公司“买入”评级。

表9：可比公司估值（2023/05/04）

代码	公司名称	现价	EPS			PE		
		2023/05/04	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600104	上汽集团	13.95	1.60	1.75	1.46	8.7	8.0	9.6
601633	长城汽车	26.54	0.81	1.13	1.31	32.5	23.2	20.3
000625	长安汽车	12.00	0.92	0.98	1.14	13.0	12.2	10.5
	可比公司平均		1.11	1.29	1.30	18.1	14.5	13.5
601238	广汽集团	10.57	0.92	1.06	1.17	11.5	10.0	9.0

资料来源：Wind、可比公司采用 Wind 一致预期、浙商证券研究所

5 风险提示

合资品牌车型销量不及预期：日系品牌车型主要技术路线为油电混动，与国内的插电混动、纯电动的主流技术路线有所差异，以及在智能化方面的进展较慢，可能导致合资品牌车型销量不及预期；

单车盈利不及预期：2023 年新能源汽车补贴退坡，将影响公司单车的盈利能力；同时，汽车价格战有可能波及到新能源汽车领域，将影响公司单车盈利能力；

新车型推进不及预期：受到汽车终端消费疲软的影响，新车型销量可能不及预期；

新能源行业发展不及预期：同样受到终端汽车消费的影响，整个新能源汽车行业渗透率不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	91792	115962	136107	154326
现金	39524	59858	72028	87373
交易性金融资产	4220	3013	3486	3573
应收账款	8506	14148	17340	18326
其它应收款	1759	2152	2400	2738
预付账款	1310	1809	1864	2109
存货	12362	14586	17278	18747
其他	24111	20396	21711	21459
非流动资产	98229	92722	91234	89169
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	37788	36025	36906	36906
固定资产	19284	18950	18453	18334
无形资产	16122	14548	12539	10352
在建工程	1234	1187	1110	1048
其他	23801	22013	22226	22529
资产总计	190021	208684	227340	243495
流动负债	56576	62413	70483	74766
短期借款	6309	4054	4220	4861
应付款项	17858	22824	26468	28568
预收账款	0	0	0	0
其他	32409	35536	39795	41337
非流动负债	11196	13960	13368	12841
长期借款	4854	4854	4854	4854
其他	6343	9107	8514	7988
负债合计	67772	76374	83851	87607
少数股东权益	9014	9111	9223	9347
归属母公司股东权益	113235	123199	134266	146541
负债和股东权益	190021	208684	227340	243495

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(5349)	7786	3267	5650
净利润	7998	9773	11179	12399
折旧摊销	6435	4480	4713	4863
财务费用	(181)	369	113	(86)
投资损失	(14317)	(12681)	(12507)	(12021)
营运资金变动	(4810)	7171	2787	3396
其它	(474)	(1326)	(3017)	(2901)
投资活动现金流	(3834)	13770	8637	9481
资本支出	(1280)	(853)	(709)	(1163)
长期投资	(32)	1357	(894)	144
其他	(2522)	13266	10240	10500
筹资活动现金流	24277	(1223)	266	214
短期借款	4013	(2255)	166	641
长期借款	2151	0	0	0
其他	18113	1033	100	(427)
现金净增加额	15095	20334	12170	15345

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	110006	135776	160724	175279
营业成本	101689	124408	145570	157320
营业税金及附加	2242	2716	3214	3506
营业费用	4228	4888	5625	5959
管理费用	4168	4820	5545	5872
研发费用	1707	2037	2411	2629
财务费用	(181)	369	113	(86)
资产减值损失	(3658)	(850)	(900)	(950)
公允价值变动损益	(319)	(118)	(169)	(177)
投资净收益	14317	12681	12507	12021
其他经营收益	1063	1029	1041	1045
营业利润	7456	9281	10725	12019
营业外收支	7	26	24	19
利润总额	7463	9307	10749	12038
所得税	(536)	(465)	(430)	(361)
净利润	7998	9773	11179	12399
少数股东损益	(70)	98	112	124
归属母公司净利润	8068	9675	11067	12275
EBITDA	13911	14153	15580	16824
EPS (最新摊薄)	0.77	0.92	1.06	1.17

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	45.37%	23.43%	18.37%	9.06%
营业利润	4.34%	24.49%	15.55%	12.06%
归属母公司净利润	10.00%	19.92%	14.39%	10.91%
获利能力				
毛利率	6.99%	8.37%	9.43%	10.25%
净利率	7.32%	7.20%	6.96%	7.07%
ROE	7.51%	7.60%	8.03%	8.20%
ROIC	5.90%	7.18%	7.33%	7.39%
偿债能力				
资产负债率	35.67%	36.60%	36.88%	35.98%
净负债比率	28.49%	20.04%	19.79%	19.48%
流动比率	1.62	1.86	1.93	2.06
速动比率	1.40	1.62	1.69	1.81
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.68	0.74	0.74
应收账款周转率	13.99	14.03	13.10	12.64
应付账款周转率	6.36	6.54	6.34	6.11
每股指标(元)				
每股收益	0.77	0.92	1.06	1.17
每股经营现金	(0.51)	0.74	0.31	0.54
每股净资产	10.80	11.75	12.81	13.98
估值比率				
P/E	13.73	11.45	10.01	9.03
P/B	0.98	0.90	0.83	0.76
EV/EBITDA	6.01	5.32	4.14	2.94

资料来源：Wind、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>