

电动化转型加速 自主高端化向上

广汽集团(601238)系列点评三十九

事件概述

公司发布2023年半年报：2023H1公司总营收615.9亿元，同比+27.1%；归母净利润29.7亿元，同比-48.4%；扣非净利润为27.0亿元，同比-52.1%。

其中，2023Q2总营收为353.5亿元，同比+39.1%；归母净利润14.3亿元，同比-47.9%，环比-7.2%；扣非归母净利润12.7亿元，同比-53.8%，环比-11.6%。

分析判断：

► 投资收益拖累业绩 毛利率边际向上

收入端：公司2023H1营收615.9亿元，同比+27.1%，其中2023Q2营收353.5亿元，同比+39.1%，环比+33.1%。自主品牌销量同比大幅增长，2023上半年广汽自主品牌销量为39.7万辆，同比大幅增长45.6%，广汽传祺/广汽埃安批发销量分别为18.8/20.9万辆，同比分别+9.0%/+108.8%。埃安需求向上带动公司ASP持续提升，2023H1公司ASP提升至12.9万元，同比+0.3万元。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2023H1毛利率为5.2%，同比-1.0pct，其中2023Q2毛利率6.0%，同比-0.2pct，环比+2.0pct，表现相对坚挺，我们判断毛利率同比下降主因是2023上半年国补退坡及终端降价影响，环比改善主要因广汽传祺首款插电混动MPV车型上市、广汽埃安销量旺盛带动产品结构改善及原材料价格下降所致。我们认为下半年随着新能源车型的密集上市以及原材料价格进一步下降，毛利率有望回升。

费用端：公司2023H1销售/管理/财务/研发费用率分别为4.2%/3.0%/-0.2%/1.4%，同比分别-0.7pct/-1.2pct/-0.1pct/+0.2pct，我们判断管理费用率同比下降主要因2023上半年公司经营效率持续提升等导致，研发费用率同比上升主因公司加强自主研发能力建设，加大混合动力车型、新能源车型研发项目投入。2023年随着新能源车型的产销规模提升，经营效率持续改善，整体费用率有望稳步下降。

利润端：公司2023H1实现归母净利29.7亿元，同比-48.4%，其中2023Q2，归母净利润14.3亿元，同比-47.9%，环比-7.2%。我们认为归母净利润同比下降主因投资收益下滑，公司2023H1联营合营投资收益达54.5亿元，同比-35.9%。随着合资转型新能源提速，我们判断2023年下半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：	10.08
股票代码：	601238
52周最高价/最低价：	15.0/10.03
总市值(亿)	1,056.89
自由流通市值(亿)	1,056.89
自由流通股数(百万)	10,485.06



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

相关研究

- 【华西汽车】广汽集团(601238.SH)7月销量点评：7月自主表现亮眼 新能源持续发力
2023.08.10
- 【华西汽车】广汽集团(601238.SH)6月销量点评：23H1表现稳健 新能源持续发力
2023.07.08
- 【华西汽车】广汽集团(601238.SH)5月销量点评：自主持续向上 合资电动加速
2023.06.08

▶ **合资短期销量承压 电动化转型提速**

2023 上半年广汽丰田销量保持稳定，持续深化电动化战略。 销量端，2023H1 年广汽丰田批发销量达 45.28 万辆，同比-9.5%，需求稳定；产品端，3 月，首次搭载丰田第五代智能电混双擎系统的全新雷凌上市，相继推出锋兰达智能电混双擎、凌尚智能电混双擎等新车型，根据广汽集团官网，广汽丰田下半年将推动车机与 OTA 升级改装，提升大车型智能座舱配置，强化产品智能化体验。

2023 上半年广汽本田销量小幅承压，下半年需求有望恢复。 销量端，2023H1 广汽本田批发销量为 29.0 万辆，同比-18.9%，短期小幅承压。产品端，新能源产品加速推出，需求有望恢复。上半年，在第四代 i-MMD 技术的加持下，“HEV+PHEV+EV”的电动化全矩阵升级焕新，推出“新能源双子星”全新雅阁 e:PHEV 和皓影 e:PHEV。

▶ **自主销量向上 昊铂引领高端化**

传祺插电混动车型持续丰富，2023 年下半年需求向上。 销量端，2023H1 广汽传祺批发销量 18.6 万辆，同比+9.0%，需求稳健；产品端，5 月，首款插电混动 MPV E9 上市，搭载 2.0TM 混动专用发动机，搭配 P1+P3 双电机 2 档 DHT 和弹匣电池等核心科技，截止 6 月，根据中汽协数据，传祺 PHEV E9 累计销量超 4000 辆；下半年，传祺将推出两款 PHEV 新车型，加速布局全系混动。我们认为随着广汽传祺插电混动车型矩阵不断完善，下半年将驱动需求向上，进一步贡献增量。

埃安需求旺盛，重磅新品加速上市。 销量端，2023H1 广汽埃安批发销量 20.9 万辆，同比+108.8%，需求同比大幅增长；产品端，埃安开启 AION (10-20 万元)+Hyper (25 万元以上) 双品牌运营，7 月，搭载星灵电气架构的 Hyper GT 作为中国新能源汽车第 2000 万辆下线的代表车型正式上市；据昊铂官网及汽车公社新闻，重磅超跑 Hyper SSR 将于 10 月上市，起售价 128.6 万元，引领品牌高端化突破。

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 2023-2025 年营收由 1,291.5/1,523.2/1,698.3 亿元调整为 1,234.1/1,469.1/1781.7 亿元，2023-2025 年归母净利润由 104.5/125.3/135.3 亿元调整为 66.5/81.1/96.2 亿元，对应 EPS 由 0.99/1.18/1.28 元调整为 0.63/0.77/0.91 元，对应 2023 年 8 月 25 日 A 股 10.08 元/股的收盘价，PE 为 16/13/11 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	123,408	146,908	178,171
YoY (%)	19.8%	45.4%	12.2%	19.0%	21.3%
归母净利润(百万元)	7,335	8,068	6,652	8,106	9,618
YoY (%)	22.9%	10.0%	-17.6%	21.9%	18.6%
毛利率 (%)	8.5%	7.5%	6.3%	7.0%	8.5%
每股收益 (元)	0.72	0.78	0.63	0.77	0.91
ROE	8.1%	7.1%	5.5%	6.3%	7.0%
市盈率	14.00	12.92	16.03	13.16	11.09

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	123,408	146,908	178,171	净利润	7,998	6,719	8,188	9,715
YoY (%)	45.4%	12.2%	19.0%	21.3%	折旧和摊销	6,760	6,190	7,455	8,809
营业成本	101,790	115,653	136,668	163,039	营运资金变动	-9,232	7,153	1,179	1,665
营业税金及附加	2,242	2,588	3,205	3,810	经营活动现金流	-5,349	8,953	5,273	9,138
销售费用	4,228	5,030	5,217	6,350	资本开支	-7,873	-8,200	-9,200	-9,700
管理费用	4,168	5,299	5,992	6,568	投资	-5,388	-3,470	-3,475	-4,475
财务费用	-181	-183	-182	-106	投资活动现金流	-3,834	780	425	-1,705
研发费用	1,707	1,949	2,344	2,650	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	12,400	13,050	12,420	筹资活动现金流	24,277	-458	-3,578	-868
营业利润	7,456	6,777	8,379	9,969	现金净流量	15,139	9,275	2,120	6,565
营业外收支	7	150	150	150	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	7,463	6,927	8,529	10,119	成长能力				
所得税	-536	208	341	405	营业收入增长率	45.4%	12.2%	19.0%	21.3%
净利润	7,998	6,719	8,188	9,715	净利润增长率	10.0%	-17.6%	21.9%	18.6%
归属于母公司净利润	8,068	6,652	8,106	9,618	盈利能力				
YoY (%)	10.0%	-17.6%	21.9%	18.6%	毛利率	7.5%	6.3%	7.0%	8.5%
每股收益	0.78	0.63	0.77	0.91	净利率	7.3%	5.4%	5.6%	5.5%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	4.2%	3.1%	3.6%	3.9%
货币资金	39,524	48,800	50,920	57,485	净资产收益率 ROE	7.1%	5.5%	6.3%	7.0%
预付款项	1,310	2,313	2,733	3,261	偿债能力				
存货	12,362	13,288	15,706	18,741	流动比率	1.62	1.50	1.50	1.49
其他流动资产	38,596	46,295	51,351	57,747	速动比率	1.30	1.23	1.22	1.20
流动资产合计	91,792	110,696	120,710	137,234	现金比率	0.70	0.66	0.63	0.62
长期股权投资	37,788	40,788	43,788	47,788	资产负债率	35.7%	39.5%	39.7%	40.8%
固定资产	19,284	19,724	20,122	20,425	经营效率				
无形资产	16,122	17,575	18,515	18,674	总资产周转率	0.58	0.58	0.65	0.72
非流动资产合计	98,229	102,780	106,864	111,135	每股指标 (元)				
资产合计	190,021	213,476	227,574	248,369	每股收益	0.78	0.63	0.77	0.91
短期借款	6,309	6,940	4,547	4,774	每股净资产	10.80	11.34	12.11	13.02
应付账款及票据	17,858	25,982	30,703	36,628	每股经营现金流	-0.51	0.85	0.50	0.86
其他流动负债	32,409	40,916	45,119	50,667	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	56,576	73,839	80,369	92,070	估值分析				
长期借款	4,854	5,154	5,454	5,754	PE	12.92	16.03	13.16	11.09
其他长期负债	6,343	5,413	4,483	3,553	PB	1.02	0.89	0.83	0.77
非流动负债合计	11,196	10,566	9,936	9,306					
负债合计	67,772	84,405	90,305	101,376					
股本	10,487	10,581	10,581	10,581					
少数股东权益	9,014	9,081	9,163	9,260					
股东权益合计	122,248	129,071	137,269	146,993					
负债和股东权益合计	190,021	213,476	227,574	248,369					

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。