

广汽集团深度报告

自主合资蒸蒸日上，传统新能源全方位布局

太平洋汽车团队

首席分析师：白宇 执业证书编号：S1190518020004

联系人：樊夏沛

撰写日期：2021-08-09

- 自主品牌新产品投放周期，新能源有望大幅增长，传祺迎来底部翻转。公司作为国内自主品牌的优势车企之一，地位显著，公司乘用车业务进入新产品投放周期，影豹、传祺 GS4 PLUS、M8 四座定制版、M8 福祉车、M6 PRO、Aion 系列电动车的推出有望拉动自主销量增长，实现自主改善。MPV车型M8、M6逆势上涨，继SUV成为下一代核心产品，传祺 M8 自上市以来，销量稳定提升，连续 17 个月蝉联自主品牌 MPV 20 万级别的销量冠军，有望带来盈利弹性。
- 日系充当现金牛业务，投资收益有望大幅增加。合资品牌打造姊妹款车型，广汽本田思域姊妹款Integra、皓影 PHEV，广汽丰田凌尚、威兰达双擎E+等多款车型均在2021投放；同时通过平台化运营单车利润持续提升；销量和单车利润双向驱动投资收益大幅增加。
- 研发投入大，在传统车上推出全球领先钜浪动力系统、新车搭载ADiGO 4.0智驾互联生态系统；以及前瞻性技术储备如海绵硅负极片电池技术、石墨烯超级快充技术均为企业长足发力奠定了基础。
- 公司作为行业中优质企业，日系与自主齐发力为公司带来业绩弹性。我们预计公司 2021 年/2022 年归母净利润分别为 85亿元/113亿元，对应 PE 估值分别为 17.29倍/12.84倍，给予“买入”评级。

1. 历史回顾，稳扎稳打构筑护城河

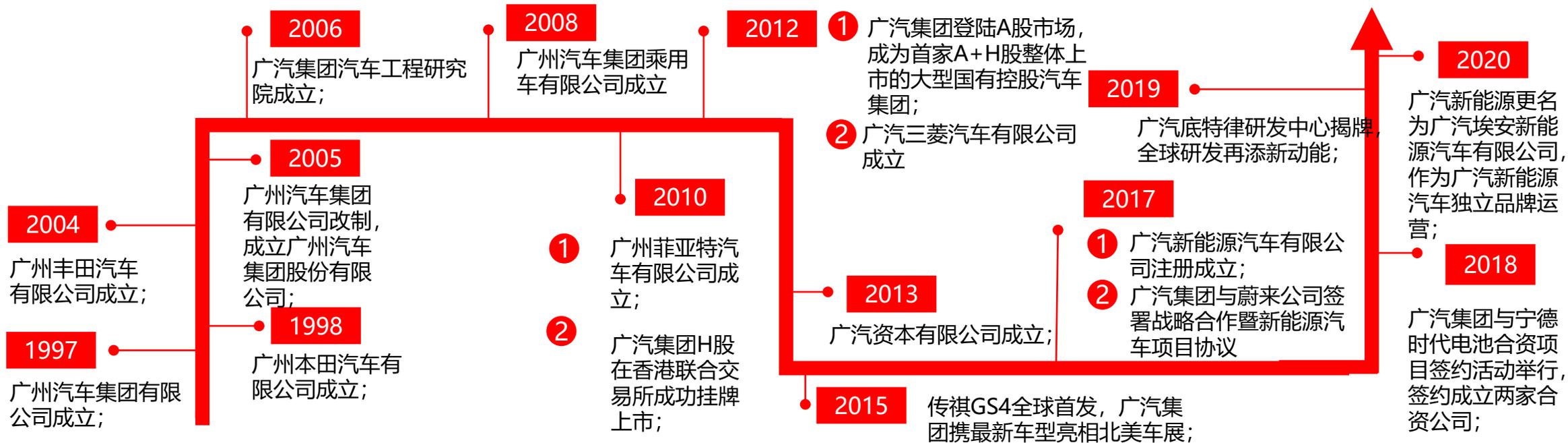
- ◆ 二十四年运筹帷幄，形成三足鼎立局面
- ◆ 股权结构稳定，汽车产业链全覆盖
- ◆ 收入增长迅速，产品力构筑强大护城河
- ◆ 乘用车业务占比最大，投资收益贡献主要利润
- ◆ 2017自主盈利顶峰，日系双田充当现金牛业务



二十四年运筹帷幄，形成三足鼎立局面

- 广汽集团成立于1997年，在2005年以国有控股股份制企业集团发起设立，在2010、2012年于H股、A股上市。
- 公司在二十余年来革故鼎新，攻坚克难，跻身世界500强企业第206名，中国企业500强第58名。
- 广汽集团在发展中形成了自主品牌事业、日系合资、欧美系合资“三足鼎立”的局面。

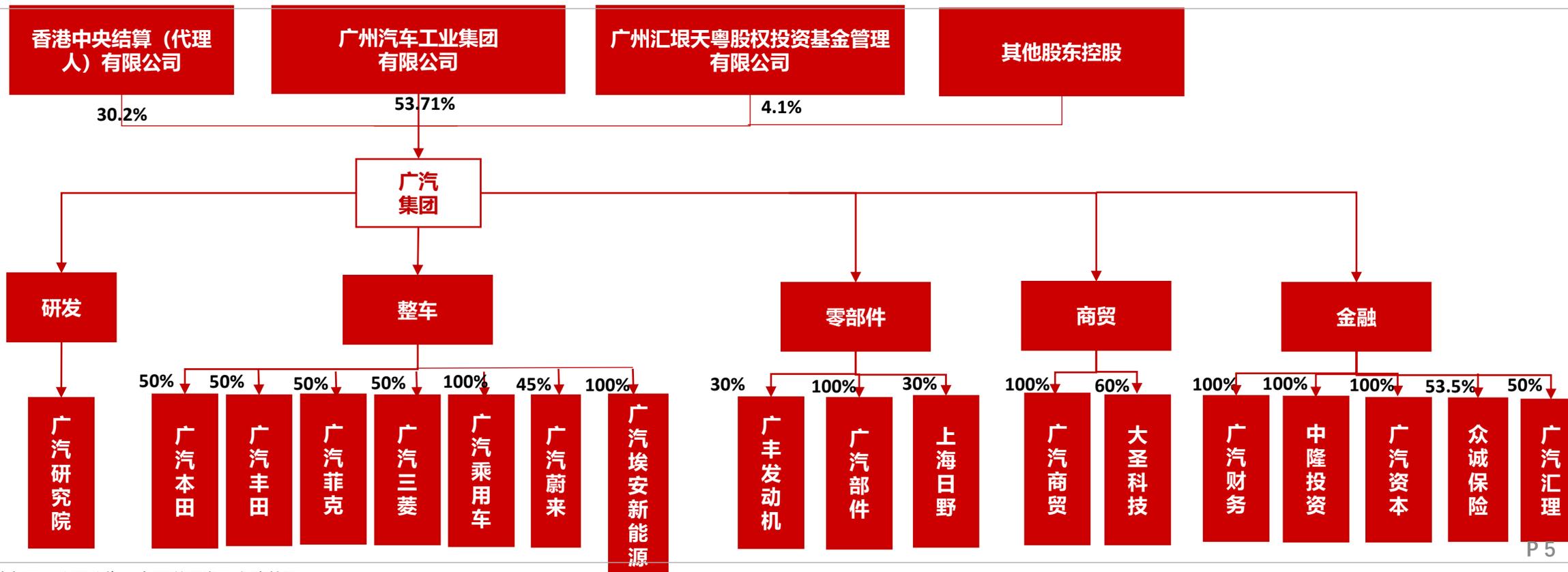
图表：广汽集团发展历程



股权结构稳定，汽车产业链全覆盖

- 整车板块主要通过子公司广汽乘用车，广汽埃安新能源和合营公司广汽本田、广汽丰田、广汽菲克、广汽三菱、广汽蔚来开展；
- 零部件板块主要通过子公司广汽部件及联营公司广丰发动机和上海日野开展；
- 商贸服务板块主要通过子公司广汽商贸、大圣科技等围绕产业链展开配套服务；
- 金融板块主要通过子公司广汽财务、中隆投资、广汽资本、众诚保险及合营公司广汽汇理等开展相关业务。

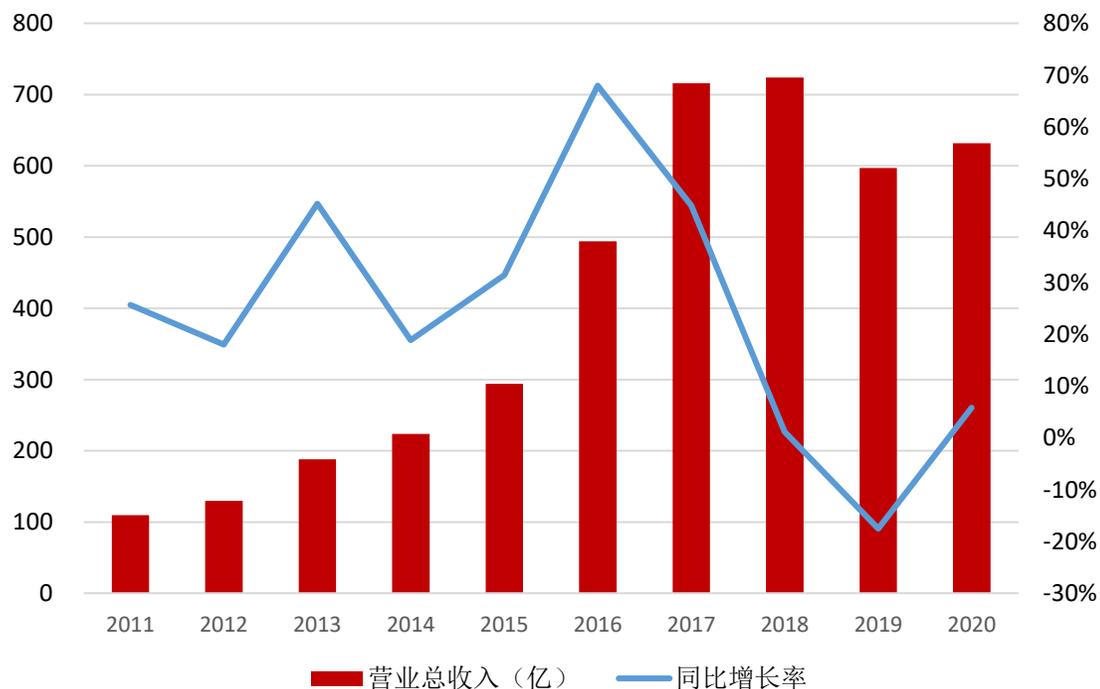
图表：广汽集团股权结构



收入增长迅速，产品力构筑强大护城河

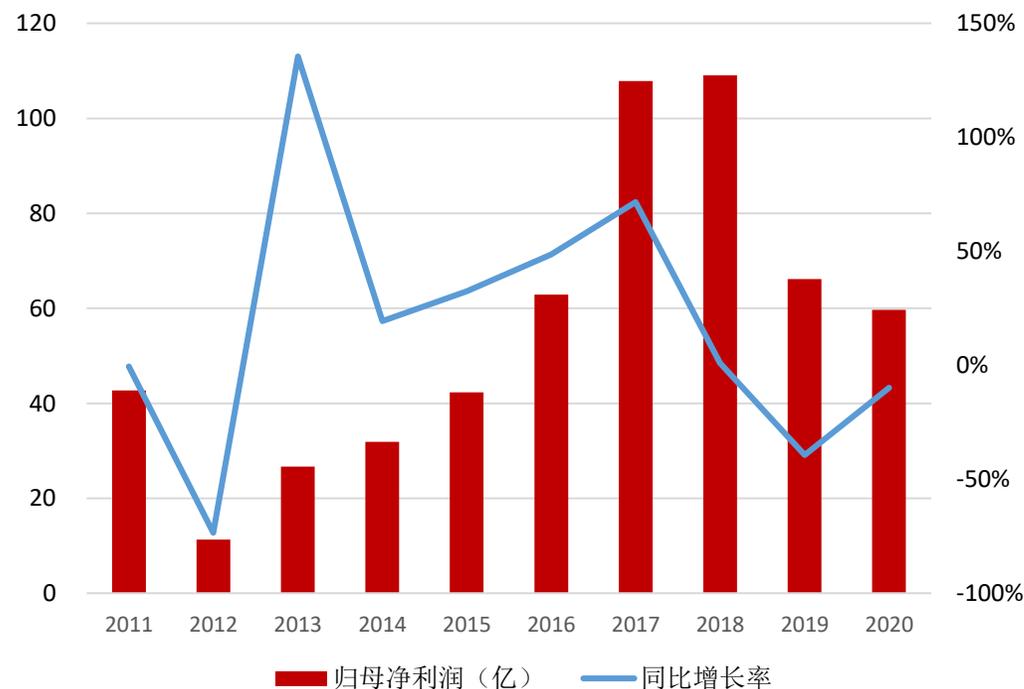
- 广汽集团业务由并表业务与合营联营公司构成。从2011至2020年，公司营业收入从110亿增长到632亿元，年复合增速为21.45 %；归母净利润从42亿元增长至60亿元，年复合增速为3.78%。2019-2020年营业收入和归母净利润大幅回落，主要是由于全球车市进入冰期、新冠疫情等因素。

图表：广汽集团归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：wind，公司年报，太平洋证券研究院整理

图表：广汽集团营业收入及增速（单位：亿元）

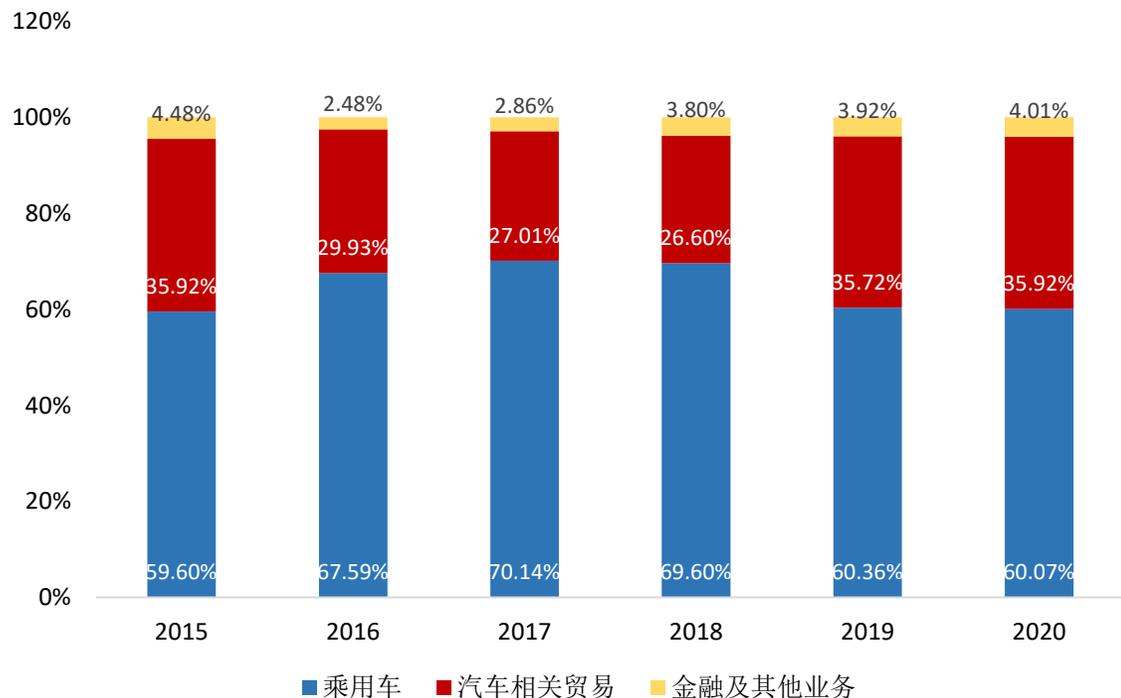


资料来源：wind，公司年报，太平洋证券研究院整理

乘用车业务占比最大，投资收益贡献主要利润

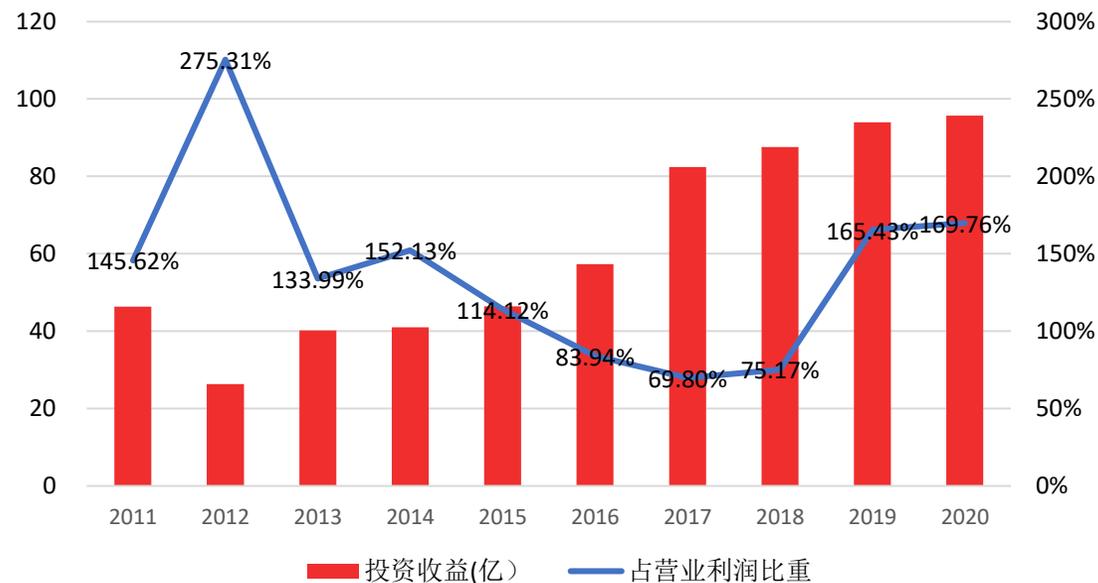
- 广汽集团并表业务主要有三大部分：乘用车业务、汽车贸易和汽车金融及其他服务。从结构上看，乘用车业务占比最大，汽车贸易次之。
- 从广汽集团的发展历史看，联营与合营公司投资收益贡献了主要利润，尤其广汽本田和广汽丰田车型利润情况较好，持续贡献较大投资收益。

图表：并表业务收入结构



资料来源：wind，公司年报，太平洋证券研究院整理

图表：投资收益及其占营业利润比重（单位：亿元）

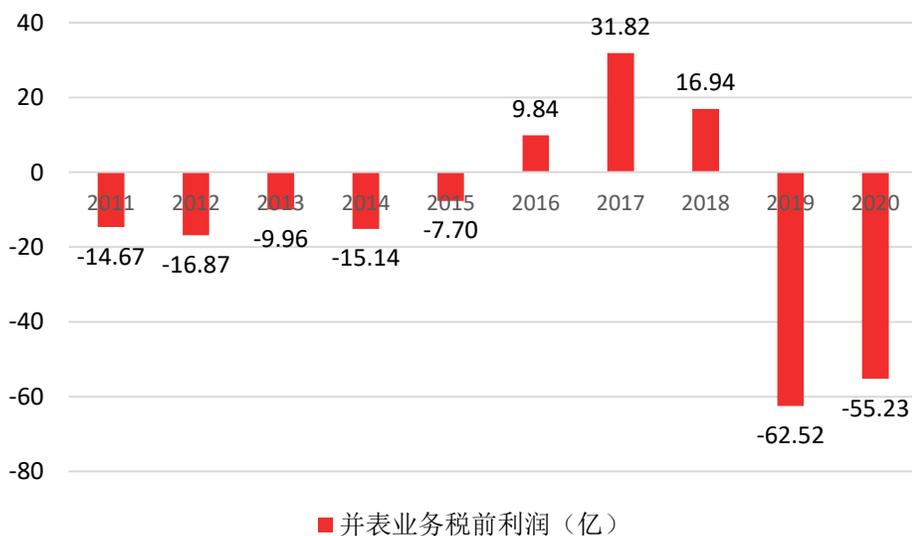


资料来源：wind，公司年报，太平洋证券研究院整理

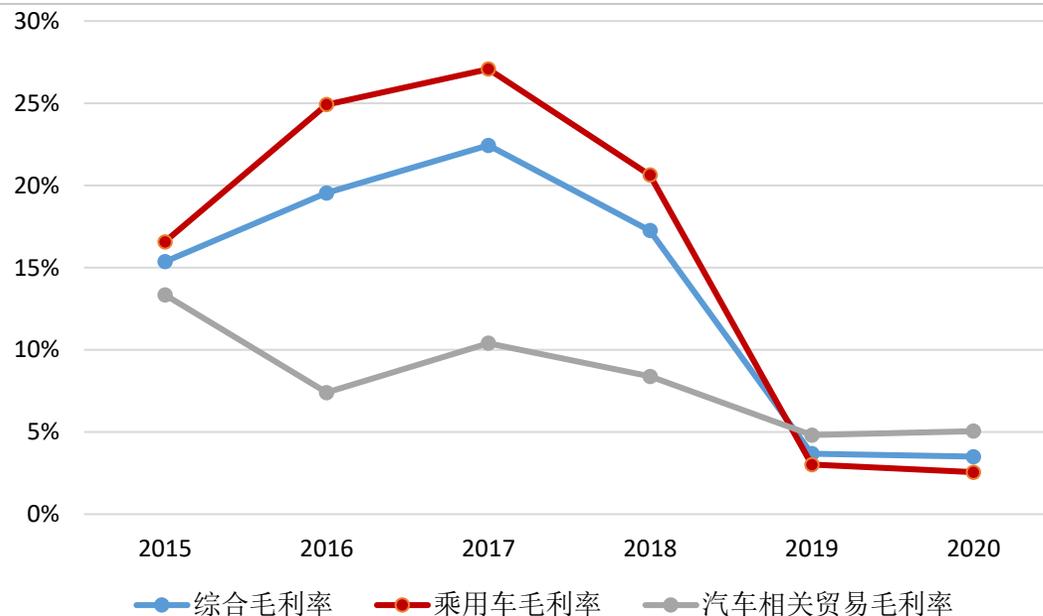
2017自主盈利顶峰，受益于传祺GS4

- 并表业务在 2017 年实现税前盈利顶峰 31.8 亿元，其中2016-2018主要受益于传祺GS4销量一马当先，GS4在2016到2018年分别实现销售：33.3/33.7/23.6万辆；2019、2020分别亏损62.52亿元、55.23亿元；主要因为新能源大幅投资，行业销量下滑，终端折扣加大等多方原因造成。（注：并表业务税前利润=营业利润-投资收益-其他收益）
- 2015-2017乘用车业务毛利率大幅提升至27.1%，带动公司综合毛利率业绩提升；可见，一旦研发出爆款车型，规模效应可带动毛利大幅提升。

图表：并表业务税前利润（单位：亿元）



图表：主要业务毛利率近年变化



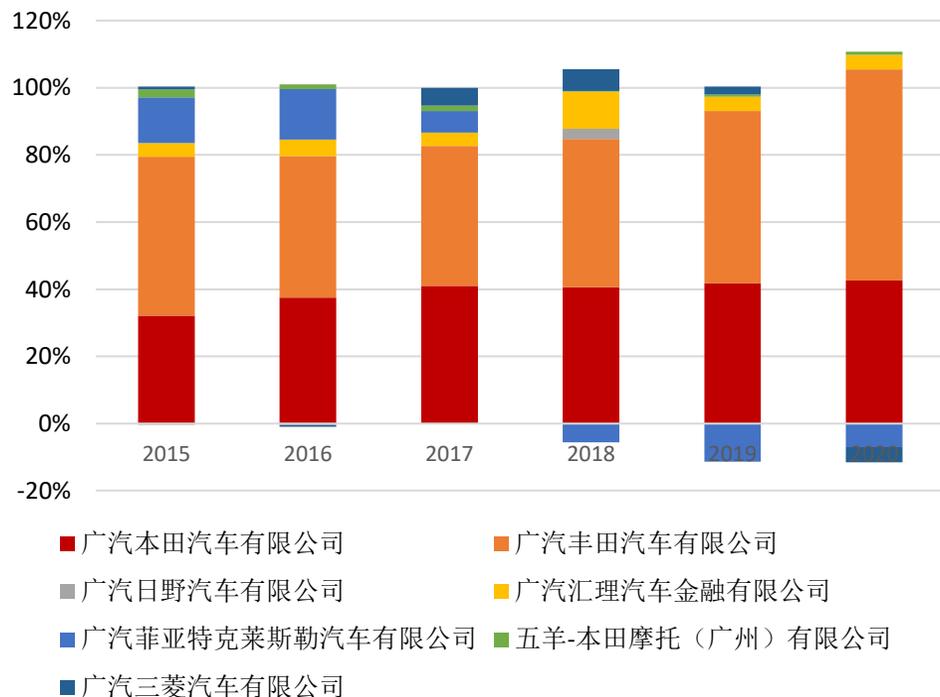
资料来源：wind，公司年报，太平洋证券研究院整理

资料来源：wind，公司年报，太平洋证券研究院整理

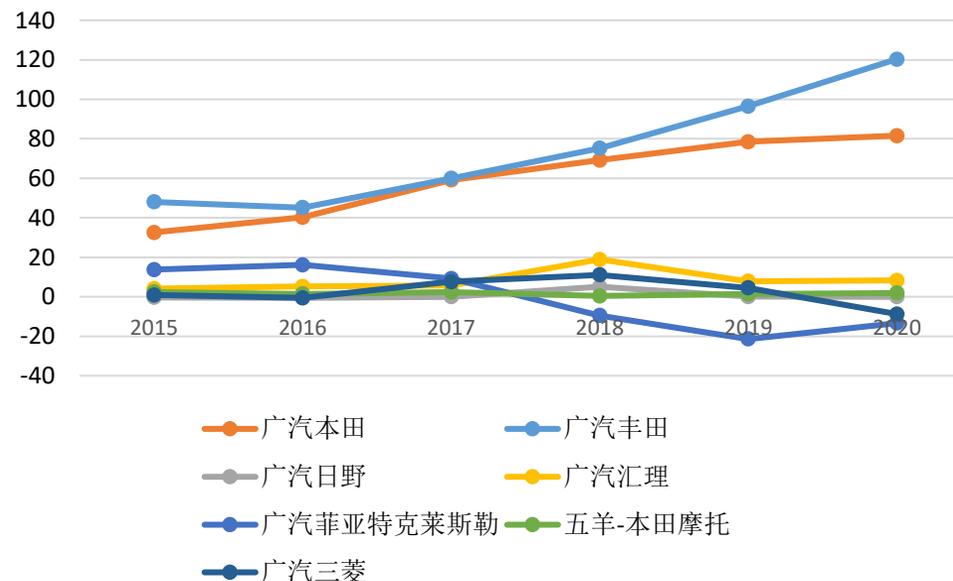
合营联营：日系双田利润攀升，充当现金牛业务

- 联营与合营公司中广汽丰田和广汽本田贡献主要利润。2020年联营与合营企业投资收益为95.71亿元，我们估算其中广汽丰田贡献率为62.84%，广汽本田贡献率为42.61%。
- 根据历年数据，广汽丰田和广汽本田利润贡献逐年走高，说明日系盈利能力不断攀升，其车型深受消费者认可。2020年，广汽丰田贡献利润60.1亿，广汽本田贡献利润40.8亿。

图表：2015-2020年主要联营与合营公司净利润贡献率估算



图表：2015-2020年主要联营与合营公司净利润（亿元）估算



2. 日系划时代产品深入人心，新车大周期已开启

- ◆ 日系产品谱系丰盈，销量逐渐追赶德系
- ◆ 新车型规划丰富，产品不停歇
- ◆ 广丰广本量价齐升，销量增速远超行业
- ◆ 两田产能扩张，营销渠道配合销量快速扩张

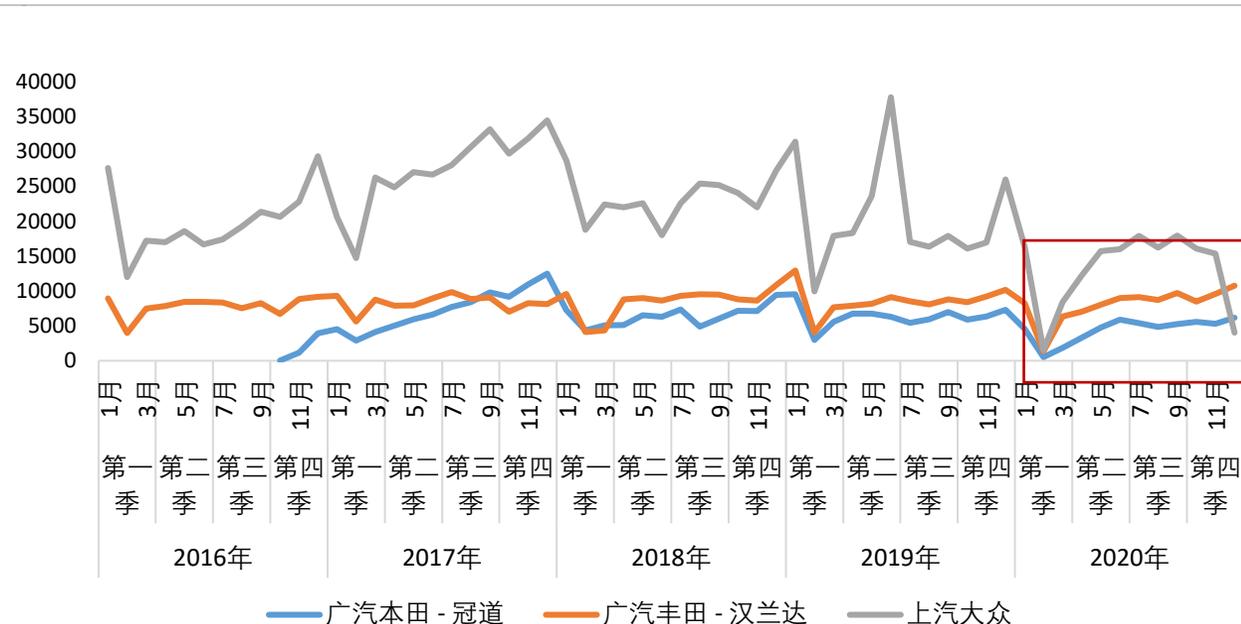
行业周期：日系产品谱系丰盈，销量逐渐追赶德系

- 根据国家信息中心数据测算，2016年开始，中国乘用车市场进入换购周期。日系车凭借油耗低，质量可靠耐用的双重口碑深受消费者欢迎。随着换购周期，以及消费能力提升的情况下，日系车型有望赶超德系车型，改变“世界的丰田，中国的大众”的现象。中汽中心数据显示，换购周期以德系、日系为主，近两年日系份额上升最快。
- 以经典B级车雅阁、凯美瑞、迈腾为例，在2018年第四季度开始广汽本田-雅阁、广汽丰田-凯美瑞开始追平一汽大众-迈腾，未来有望领超。
- 以经典SUV冠道、汉兰达、途观为例，在2020年广汽本田-冠道、广汽丰田-汉兰达和上汽大众-途观的销量差距逐步缩小，并且在2020年底超越。

图表：经典B级车销量变化（单位：辆/月）



图表：经典SUV销量变化（单位：辆/月）



新车型规划丰富，产品不停歇

- 广丰广本过去经营保守，产品导入迟缓，和大众每年投放 2-3款对比，广丰广本平均每年投放的产品不到1款。
- 广本未来也将贯彻姊妹车战略和混动车战略，大幅扩展产品矩阵，公司的产销量、盈利能力有望提升。广丰会新增中高端MPV车型。考虑新车增量，广丰广本均有望在2022年冲击100万台销量。

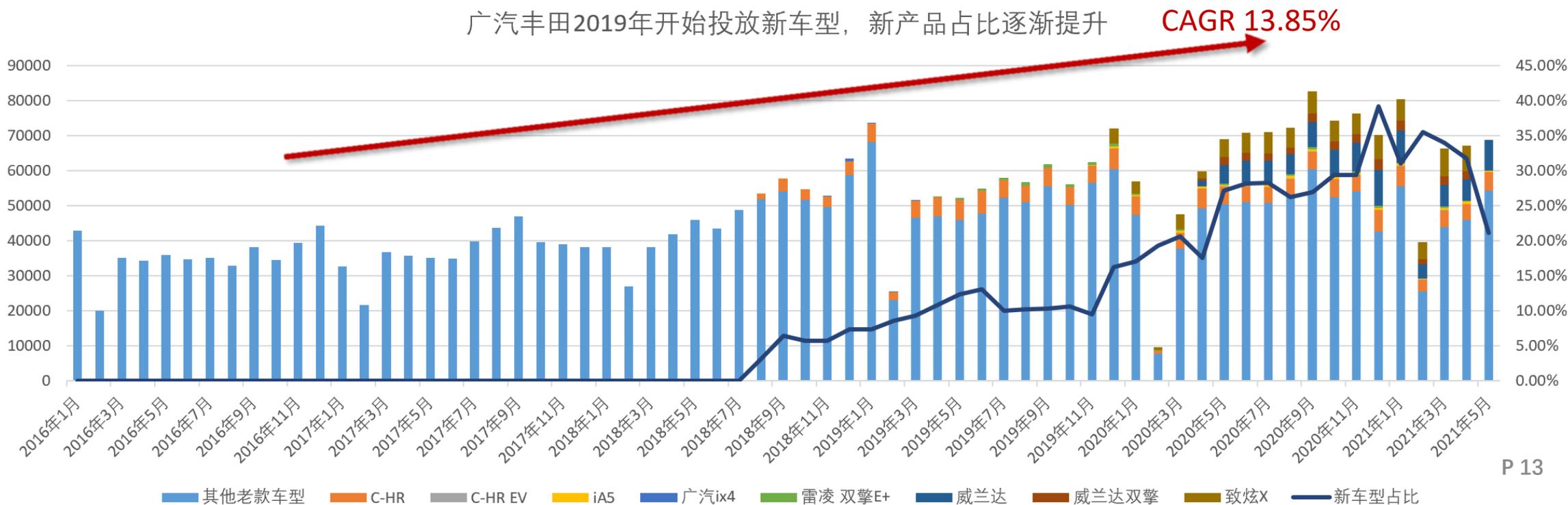
图表：广丰广本车辆投放计划

广汽本田		广汽丰田	
车型	上市时间	车型	上市时间
奥德赛混动中改	2021年下半年	雷凌1.5L	2021年1月
思域姊妹版Integra	2021年年底	第四代汉兰达	2021年三季度
		塞纳MPV	2021年底
纯电动车绎乐 (EA6)	2021年	凌尚	2021年7月
		威兰达双擎E+	2021年5月
		第二代雷凌双擎E+	2021年年内
雅阁中改	2021年下半年	C-HR中改	2021年6月
皓影PHEV	2021年下半年	凯美瑞中改	2021年3月

广汽丰田：老车型经久不衰，新车型表现良好

- 2015-2020年广汽丰田销量由40万辆增长至76.5万辆，销量持续走高，年复合增长率为13.85%。
- 老车型凯美瑞、汉兰达经久不衰；新车型不断丰富，致炫X，威兰达，雷凌双擎E+等从2019年开始批产，表现良好。其中威兰达2020年4月上市，2020年实现销量8.2万台，2021年前五个月已经实现销量5万台，全年有望超12万台，作为汉兰达姊妹款，威兰达也深受消费者青睐。

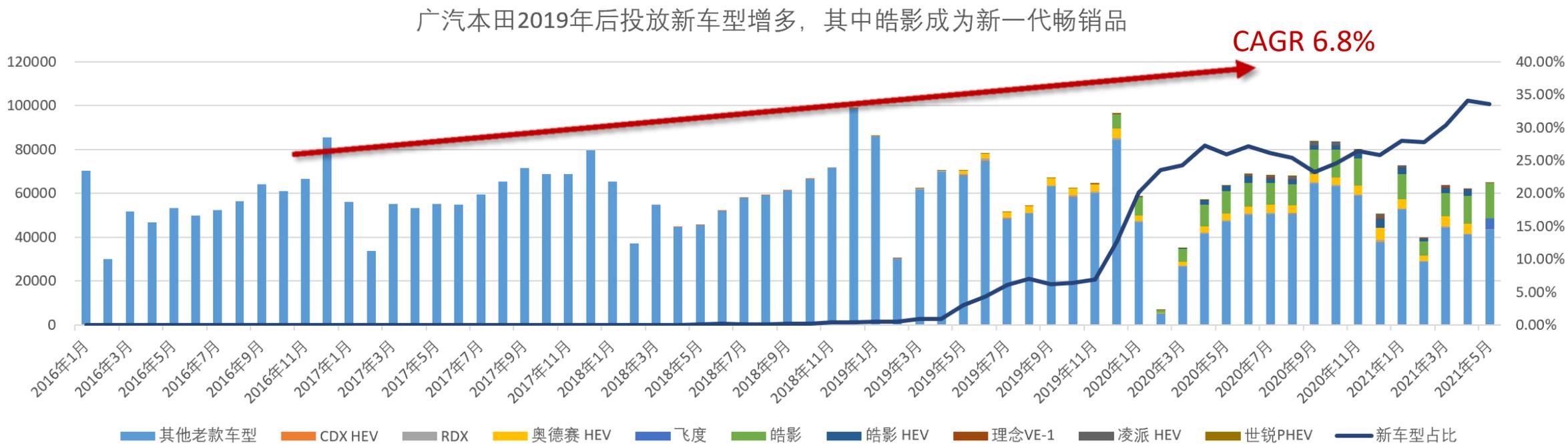
图表：广汽丰田分车型销量变化



广汽本田：增长势头强劲，发力SUV，皓影或成爆款

- 广汽本田近几年销量也呈现增长态势，由2015年58万辆增长至2020年80.6万辆，年复合增长率为6.8%。
- 2019年年底皓影上市，是17-25w左右的SUV，销量一路高走。2021年实现每月过万，1-5月销量5.8w台，全年有望突破17w万台，成为本田第一款爆款B级SUV。

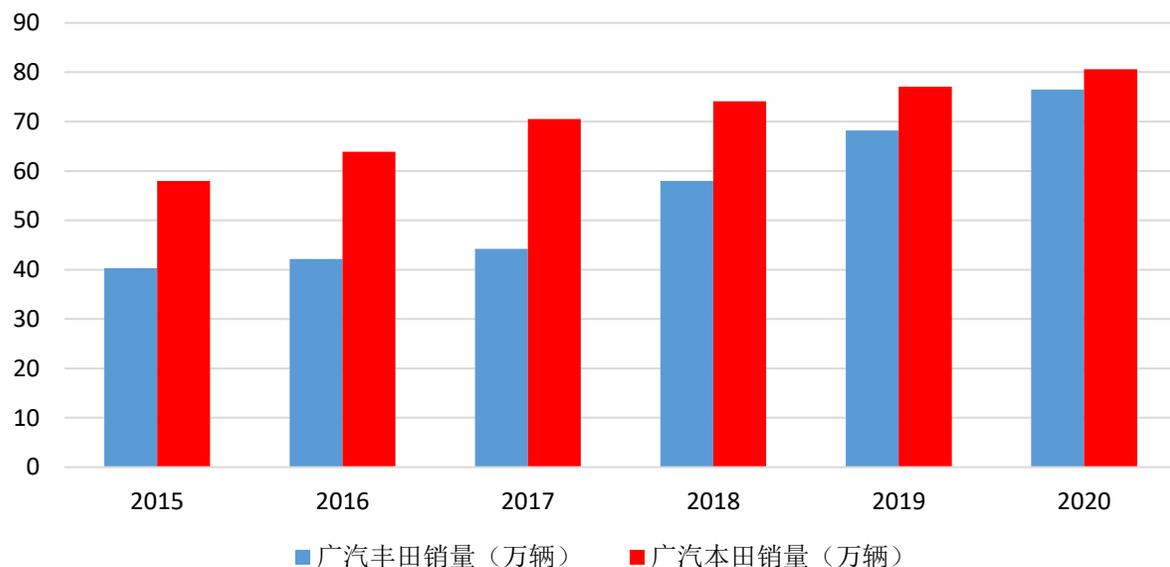
图表：广汽本田分车型销量变化



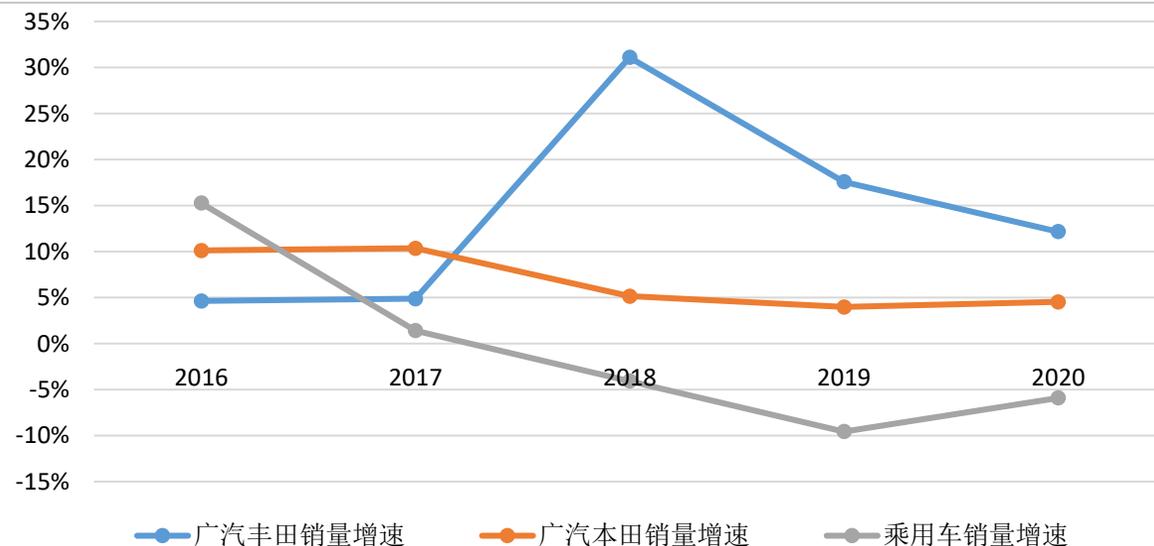
销量带动两田盈利能力向上攀升

- 2015-2020年两田销量稳步提升，在销量增速上，两田大幅好于行业。
- 其中丰田表现更为亮眼。在2015-2018年之间，丰田主要依靠A级轿车雷凌，B级轿车凯美瑞，B级SUV汉兰达带动整体销量上行；自从2019年开始布局新产品周期，iA5，C-HR，威兰达，雷凌双擎E+逐一上市，丰富产品矩阵，销量提升远超行业。
- 本田2015-2018年之间主要依靠轿车来攻占市场，SUV销量占比在2015年仅有20%左右，即使到2018年也只有30%，远低于行业43%的水平。2019年新车皓影主打B级SUV，优化了本田车型结构，作为纯增量车型，到2020年底SUV销量占比已高达47%左右，补齐车型结构短板。

图表：广丰广本销量



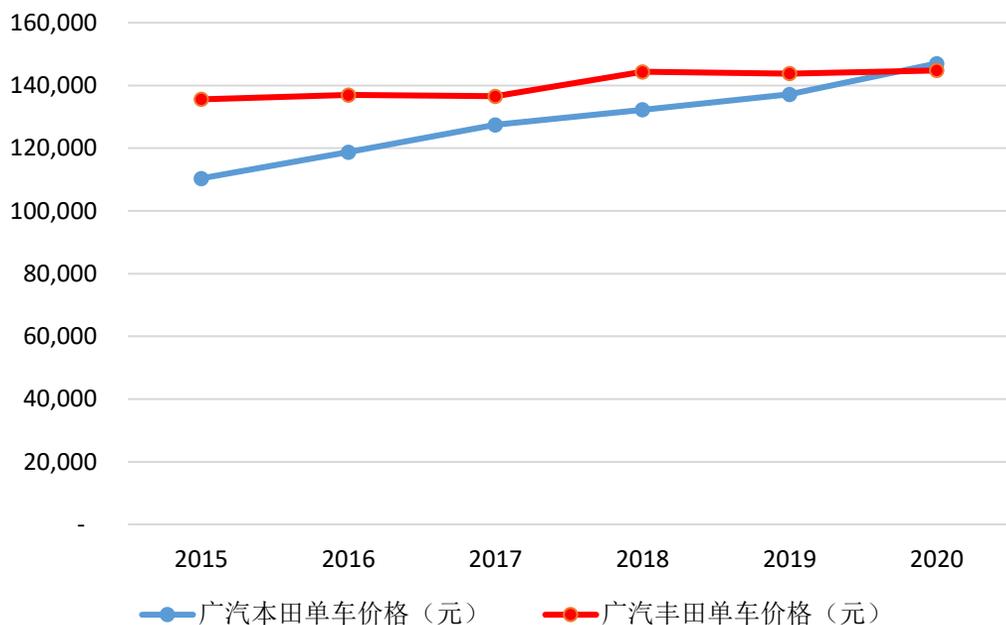
图表：广丰广本销量增速及行业增速



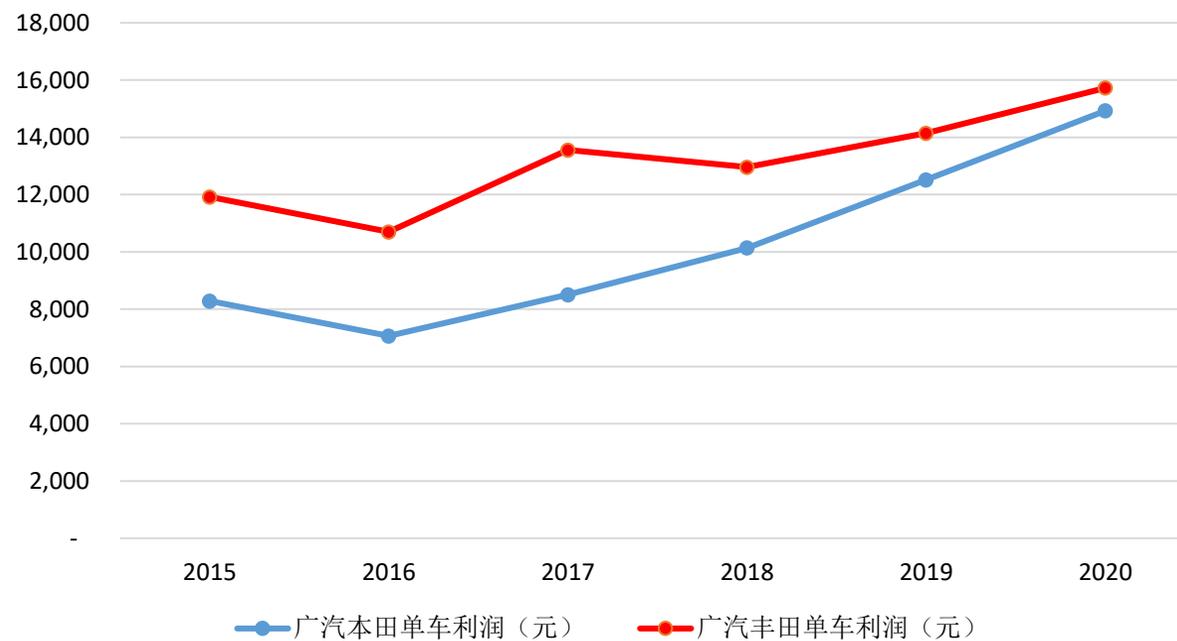
单车价格带动两田盈利能力向上

- 2015 年至今，广汽本田单车价格明显提升，从2015年单车价格11万元左右提升到2020年14.7万元，这也是车型结构优化的表现。我们预测广丰广本的单车盈利能力也在最近几年有所改善，尤其广本单车盈利从2015年8000左右提升至2020年1.5万元左右，显著进步。
- 随着丰田 TNGA 架构的大范围实施，广汽丰田效率不断提升，成本持续下降，我们认为广汽丰田的盈利能力也将进一步提升。

图表：广丰广本单车价格



图表：广丰广本单车利润



资料来源：wind，公司年报，太平洋证券研究院整理

资料来源：wind，公司年报，太平洋证券研究院整理

两田产能扩张，营销渠道配合销量快速扩张

- 广汽两田产能利用率一直维持在行业高位，广汽本田产能合计94万台，广汽丰田现有三条产线提供60万辆产能，预计2022年形成100万产能。
- 广本广丰的经销商网络明显少于南北大众和上汽通用，未来几年，与公司产能扩张和产品周期相适应，广丰广本的渠道也将快速扩充。从分布来看，未来两田的渠道下沉空间还很大，在国内很多县级市尚没有4S店，两田的渠道扩张将带来可带来潜在销量增加。

图表：广丰广本产能

广汽本田	产能	广汽丰田	产能
广汽本田第一工厂	24	广州基地第一/第二生产线	38
广汽本田第二工厂	24	第三生产线	22
广汽本田第三工厂	24	第四生产线 (预计2021年9月投产)	预计20
本田(中国)	8	第五生产线 (预计2022年中投产)	预计20
广汽本田新能源工厂	12		
合计	94	合计	100

资料来源：公司网站，wind，太平洋证券研究院整理

图表：广丰广本销售渠道

车企	截至2021年4月
一汽大众	964
上汽大众	1025
上汽通用	1421
广汽丰田	583
一汽丰田	698
广汽本田	587
东风本田	547

资料来源：汽车之家，太平洋证券研究院整理

3. 广汽传祺，用心打造自主品牌

- ◆ 现有车型丰富，2021迎产品大年
- ◆ 广汽传祺销量降幅大幅收窄，GS4销量企稳回升
- ◆ MPV逆势上涨，新品不断，继SUV成下一代核心产品
- ◆ 广汽集团高研发投入，GPMA架构和钜浪动力为长足发展保障续航

现有车型丰富

- 广汽集团自主业务起步晚，增长快，2015年传祺GS4上市，售价范围为9.98万-14.68万元，成为2016到2018年的爆款车型；2016年推出GS8售价范围为16.98万-25.98万元，逐渐向高端化打造。
- 广汽自主业务已全面布局高中低端市场：传祺 GS4、M6 和 GA6 主打 10 -15万元紧凑型家用市场,传祺 GS8、M8 和 GA8 主打中高端市场， 传祺 GA4 和 GS3 主打入门级市场。

图表：广汽传祺产品谱系



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院整理

2021燃油车迎产品大年，有望拉升销量

- 2021 年公司将投放较多新车型，燃油车包括影豹(针对 10-15 万元市场)，传祺 GS4 PLUS。新车型的不断投放，有望拉升广汽传祺 2021-2022 年销量，从而带动广汽自主业绩回升。
- 基于 GPMA 新平台打造的新车影豹预计2021年7月投产。**在动力方面**，影豹搭载钜浪动力全新第三代 1.5T GDI 发动机，最大功率 130kW，最大扭矩 270N·m，百公里油耗低至 5.7L，百公里加速仅需 6.95 秒。**配置方面**，影豹搭载了广汽集团领先行业的 ADiGO 智能系统，并具备 L2 级智能驾驶辅助系统，还首次推出了 4+X 驾驶模式。
- GS4 家族新成员——GS4 PLUS，相比于 GS4，GS4 PLUS 在**外观、科技和动力**等方面有所升级，上市后将组成 GS4、GS4 PHEV、GS4 COUPE 和 GS4 PLUS 的最强系列组合，GS4 家族销量有望再上新台阶。传祺 GS4 PLUS 是广汽首款搭载**超感交互智能座舱**的车型，传祺 GS4 PLUS 还新增同级**最强的广汽传祺 390T 发动机+ 第三代爱信 6AT 变速器**，提供超越以往的澎湃动力。

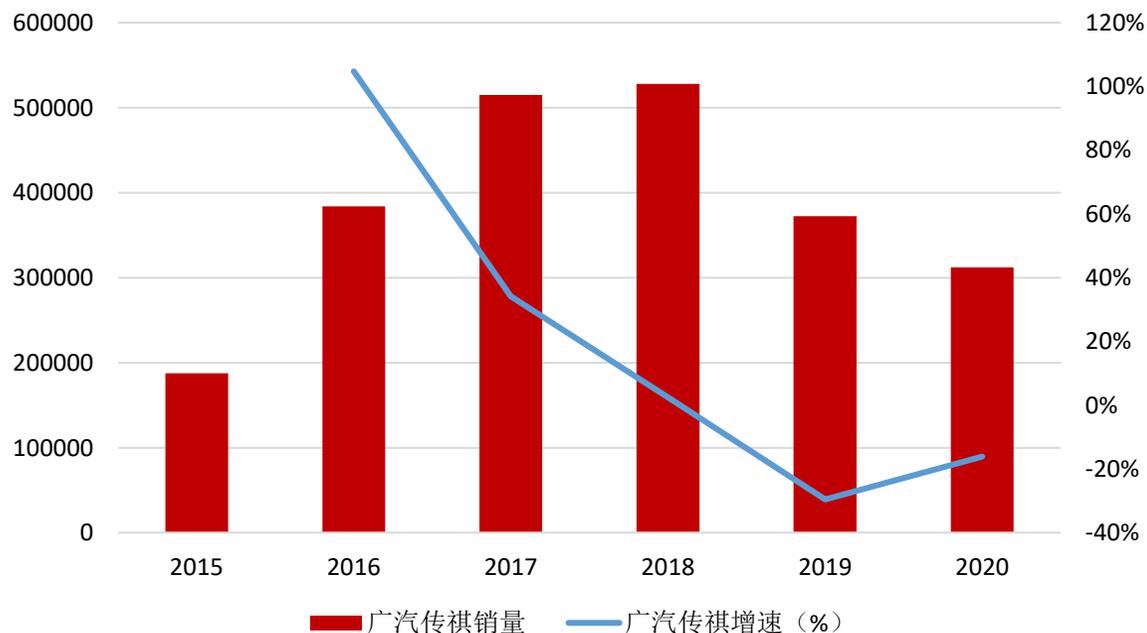
图表：广汽传祺新车影豹、传祺GS4 PLUS



广汽传祺销量降幅大幅收窄，GS4销量企稳回升

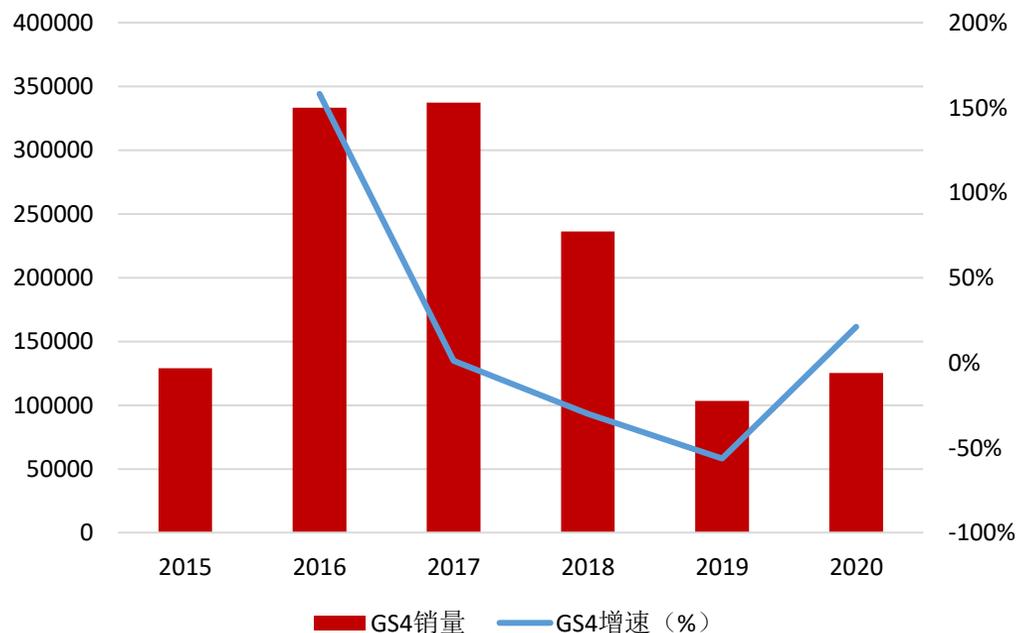
- 2018年汽车行业进入调整期，2019 - 2020 年，乘用车行业销量低迷，公司主力车型相继进入产品周期末端，2020 年广汽传祺销售31.2万辆，下降 16.15%，但降幅相较2019 年的29.51%大幅收窄。
- 2015 - 2018 年，广汽传祺 GS4 销量爆发式增长，在2016-2017年实现月均销量近2.8万辆，占广汽乘用车销量的89.5%。作为一个后来者，GS4创造了车市的传奇。伴随第二代传祺 GS4 上市，基于全新广汽 GPMA 平台设计理念，2020 年传祺 GS4 销量为12.5万辆，增速为21.18%，企稳回升。

图表：广汽传祺销量及增速



资料来源：汽车之家，太平洋证券研究院整理

图表：主力车型GS4销量及增速

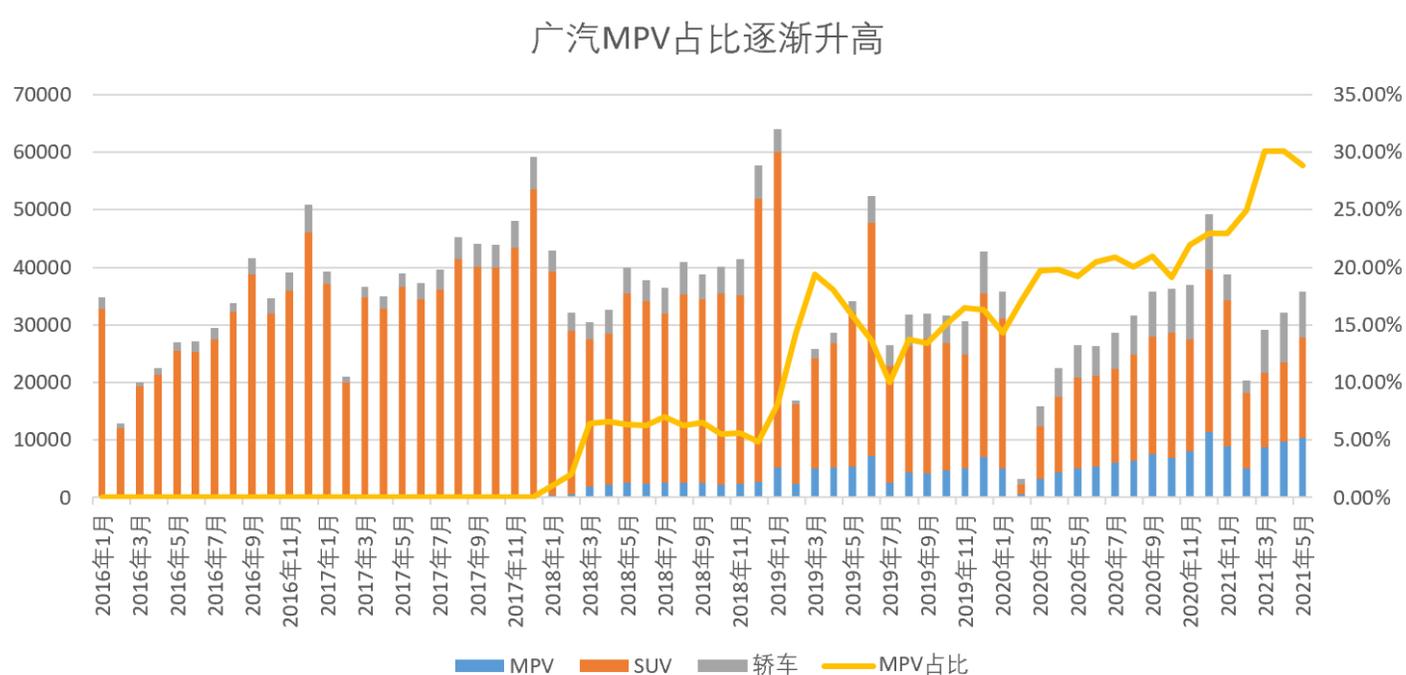


资料来源：汽车之家，太平洋证券研究院整理

MPV逆势上涨，继SUV成下一代核心产品

- MPV在广汽乘用车销量中占比稳步提升，由2018年1月的1%提升至2020年12月的30%。
- 传祺 M8 自上市以来，销量稳定提升，连续 17 个月蝉联自主品牌 MPV 20 万级别的销量冠军。2020 年实现销量约 3.4 万辆，同比大增 47.1%。传祺 M6 定位中端市场，主打家用 MPV，2020 年销售 3.95 万辆，逆势增长 10.8%，2021 销量更是在芯片紧缺的情况下不断攀升，从5月开始已经连续三个月月销过万，占据自主销量已经上升到30%左右（包含新能源）。MPV售价显著高于普通轿车和SUV，销量增长带动了极大的业绩弹性。

图表：广汽乘用车销量及MVP占比



传祺GM8
价格：17.68万
轴距：3000
车型：MPV

传祺GM6
价格：10.98万
轴距：2810
车型：MPV



2021新款MPV重磅上市，有望在MPV高端市场持续突破

- 2021年M8福祉版即将上市，人性化的 M8 福祉车：实现**轮椅折叠轻松放置**、遥控一键升降福祉座椅；福祉座椅是首款带按摩功能的原车航空座椅，用手机蓝牙即可控制。三点式安全带实现上下运行过程中全程呵护，给客户带来更多便捷和关爱。
- M6 PRO版也会于2021年上市：格栅、大灯、腰线、轮毂全新升级，大气锋锐，将满足更多用户对MPV**品质感、时尚感、运动感**的需求。

图表：广汽传祺新款MPV

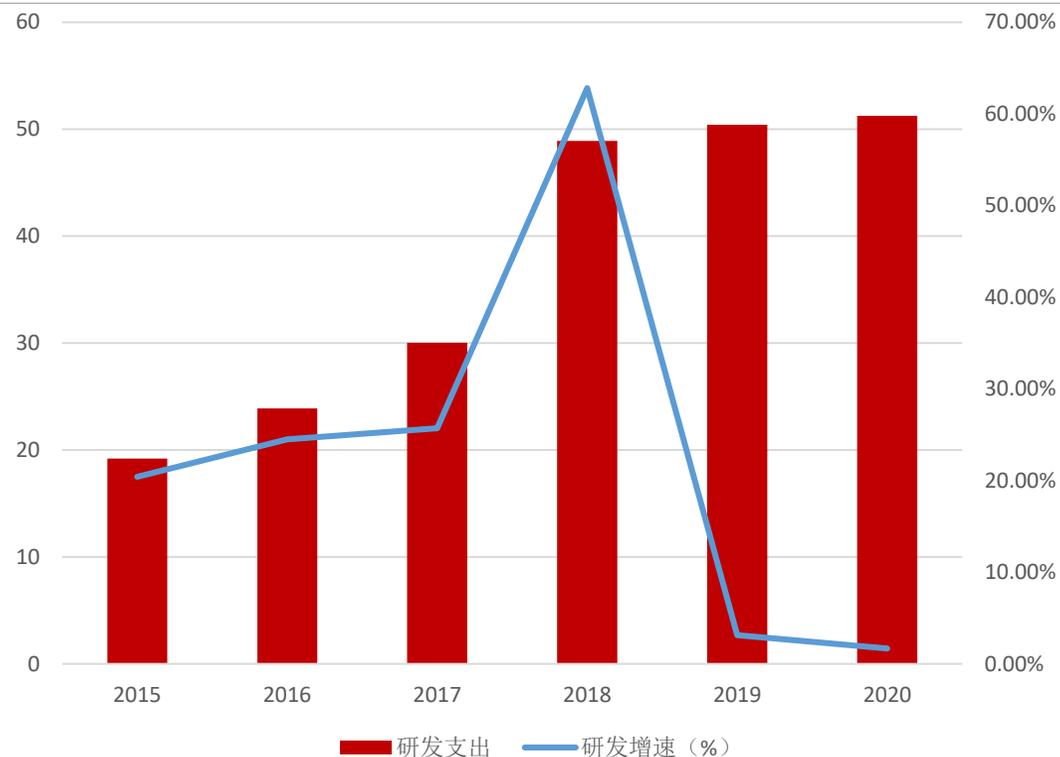


资料来源：广汽集团官微，太平洋证券研究院整理

广汽集团高研发投入，为长足发展保驾护航

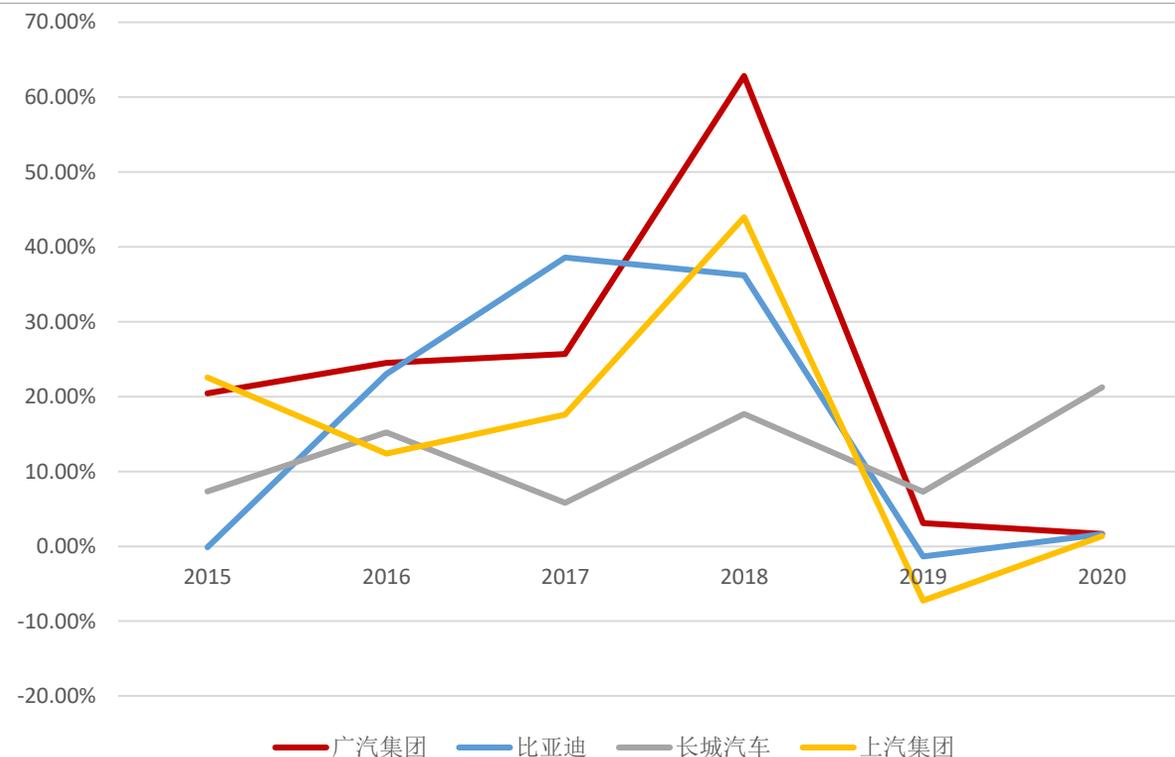
- 自2015年起，广汽连续5年增加研发投入，2020年研发投入高达到51.25亿元，研发增速上看，广汽集团不落后于同行业的比亚迪、长城汽车、上汽集团。

图表：广汽集团研发投入及增速



资料来源：wind，太平洋证券研究院整理

图表：同行业研发增速对比

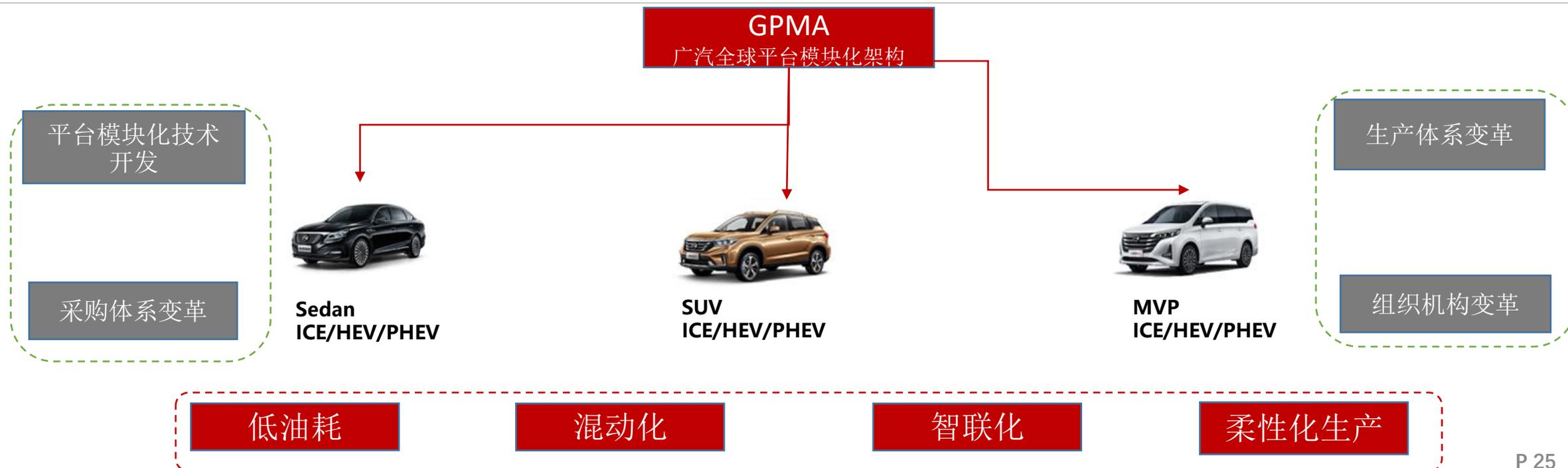


资料来源：wind，太平洋证券研究院整理

高研发投入打造GPMA架构，开启模块化造车新时代

- GPMA 是广汽集团面向全球主要汽车市场开发的平台化模块化架构，包括 R 和 L 两个子平台，涵盖了轿车、SUV、MPV 以及 PHEV、HEV 等车型。
- 此外，GPMA也包含广汽传祺采购体系、生产体系、相应组织机构的变革。例如，在生产体系中，通过车身定位硬点统一，满足 GPMA所有车型混线生产，可以最多6款车型柔性实时切换。
- **应用：** 广汽已经基于该平台推出第二代传祺 GS4、GS4Phev、传祺 GA6、传祺 GA4Plus、传祺 GS3 Power 以及即将推出的影豹。

图表：GPMA架构



推出全新动力系统品牌钜浪动力

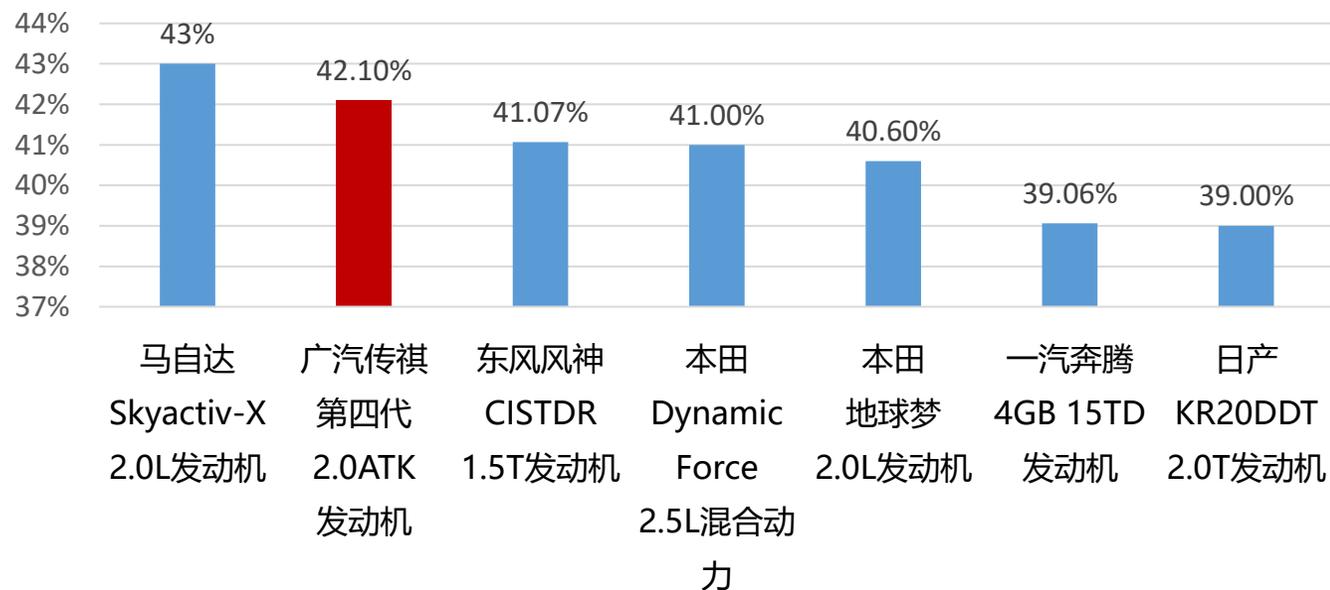
- 2020年09月，广汽集团发布全新总成平台品牌“钜浪动力”，该平台由发动机、变速器两大领域，高效发动机、高效变速器、混动产品三大支撑构建。
- 高效率发动机：广汽推出专为混合动力车型开发的第四代发动机——2.0ATK发动机，热效率达到42.1%，代表了目前世界上汽油机产品热效率的领先水平。
- 高传动效率变速箱：广汽 7WDCT使功耗损耗降低30%以上，实现综合效率96%的高效动力传递，超过行业93%的水平，最大传递扭矩也达到400N·m。

图表：广汽集团推出全新动力系统品牌“钜浪动力”



资料来源：广汽集团官微，太平洋证券研究院整理

图表：发动机热效率排行



资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理

4. 广汽埃安打造自主新能化，探索创新从未停止

- ◆ 组织机构独立，广汽新能源业务获得更多独立性和灵活性
- ◆ 产品不断迭代升级，每年至少一款全新车型
- ◆ 广汽新能源逆市增长，业绩亮眼
- ◆ 联手智能化朋友圈，布局自动驾驶
- ◆ 新技术储备丰富，探索创新从未停止

组织机构独立，广汽新能源业务获得更多独立性和灵活性

- 2017年7月，广汽集团成立广汽新能源有限公司。2020年，广汽新能源更名为广汽埃安新能源汽车有限公司，作为广汽新能源汽车独立品牌运营，广汽埃安定位高端电动汽车品牌。

图表：广汽新能源发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，太平洋证券研究院整理

产品不断迭代升级，每年至少一款全新车型

- 广汽埃安旗下车型包括：Aion LX、Aion S、Aion V 和 传祺GE3。
- 广汽埃安中Aion S是销量主力，2021 年公司将针对 10-15 万元的 SUV 市场推出全新纯电 SUV Aion Y，以及13-17 万元新款轿跑Aion S plus。

图表：广汽埃安产品图谱



AION Y: 多方面打造产品竞争力

- 和小鹏 G3、大众 ID4 等纯电车以及 CS75 plus等燃油车相比，Aion Y 具有个性化、空间大、续航长、更智能、性价比高等优势，目前日均订单超 400 辆，其中女性客户占比达 45%，同时有超 60%的客户选择了 AION Y 悦享科技版，预计上市后有望持续热销。
- 空间大：AION Y 定位紧凑型 SUV，长宽高为 4410*1870*1645mm，后座空间大，可以满足一家出行。
- 续航长：AION Y 提供三种续航版本，NEDC 工况续航分别达到 410km、500km 和 600km，与同价格区间的电动车相比，AION Y 续航优势明显。
- 更智能：AION Y 将率先应用广汽最新一代智能操作系统 G-OS 的 ADiGO4.0 智驾互联生态系统。自动驾驶方面，AION Y 拥有 ADiGO 2.0 自动驾驶及超视距记忆泊车功能，以及可跨层自动找车位的 150 米超长距离记忆泊车和精准的高精地图自主泊车。

图表：AION Y车型及售价

AION Y 10万级科技头等舱
100,000-Yuan-Tier AION Y, a Technology-Based Premium-Class Pure Electric SUV

补贴后官方指导价 The Official Guide Price With AION Y Subsidies	“用车无忧”尊享权益 Exclusive Rights to "Worry-Free Car Use"	超值服务小包 Exclusive Value-Added Services	量身定制 YOUNG FREE金融方案 Customized YOUNG FREE Financial Solution
80悦享科技版 (400km) 80 Superior Technology Model 14.86万元	前任车主三电质保终身免费 (终身质保，仅限首任车主) Life-Long Free Warranty for Electric Drive, Battery, Electric Control System	专享玻璃贴膜 VIP Glass Film	全系0首付，月供低至1852元 Zero Down Payment for AION Y Family Installment Payment of 1,852 Yuan per Month at Minimum
70悦享科技版 (300km) 70 Superior Technology Model 13.56万元	车联网服务终身免费 (含L3) Life-Long Free IoT Service	基础保养服务 Basic Maintenance Service	18期0利率 Zero Interest Rates for 18 Terms
70智领版 (500km) 70 Smart Leadership Model 12.56万元	道路救援终身免费 Life-Long Free Roadside Assistance	事故安全服务 Accident Service for Safety	515/525气球贷 515/525 Balloon Loan
70畅享版 (500km) 70 Enjoy Model 11.56万元	整车OTA升级 常用常新 Vehicle OTA Upgrade for New Experience	健康守护空滤 Exclusive Healthy Air Filter	
60畅享版 (410km) 60 Enjoy Model 10.46万元		前1000名购买者额外赠送精品盲盒 Additional Free Mystery Box for First 1,000 Buyers	

资料来源：广汽集团公众号，太平洋证券研究院整理

图表：AION Y时尚造型



资料来源：广汽集团官网，太平洋证券研究院整理

AION S PLUS: 星空战舰纯电轿跑

- AION S PLUS努力打造新一代性价比轿跑，价格在13-17万元之间，长宽高为4810*1880*1515mm，定位高性价比紧凑型轿跑。
- 1.9平米超大光感天幕，开启新一代智能轿跑先列：搭载全球首发第三代柔性电致变色技术天幕，变色最快，实现车内全景星空房，尽览星河。
- 科技感十足：全球最低风阻量产车型，搭载独有超跑级自适应进气格栅，同级领先的轻量化，超低风阻设计，隐藏式门把手；各种科技感配置叠加使用增加消费者吸引力。
- 动力性更优：AION S PLUS可以实现百米6.8秒加速，最大功率165KW，最大输出扭矩可达350Nm，满足消费对于动力性能的追求。

图表：AION S PLUS车型及售价

登陆战舰 共赴星海		
80科技版	602km	17.26万元
80超长续航版	602km	15.96万元
70科技版	510km	15.96万元
70智领版	510km	14.86万元
60智领版	410km	13.96万元

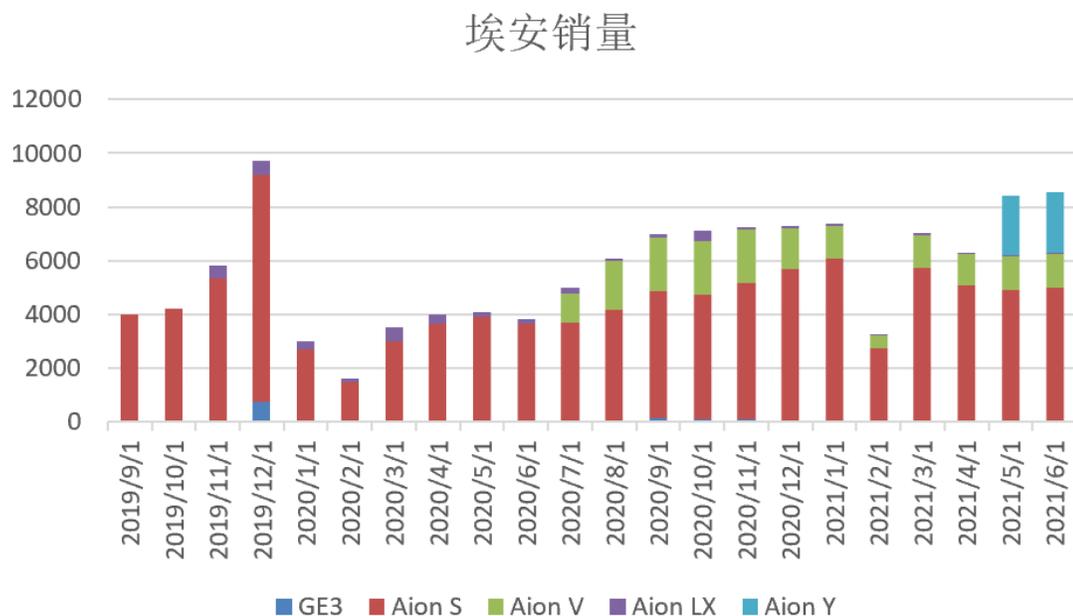
图表：AION S PLUS时尚造型



广汽新能源逆市增长，业绩亮眼

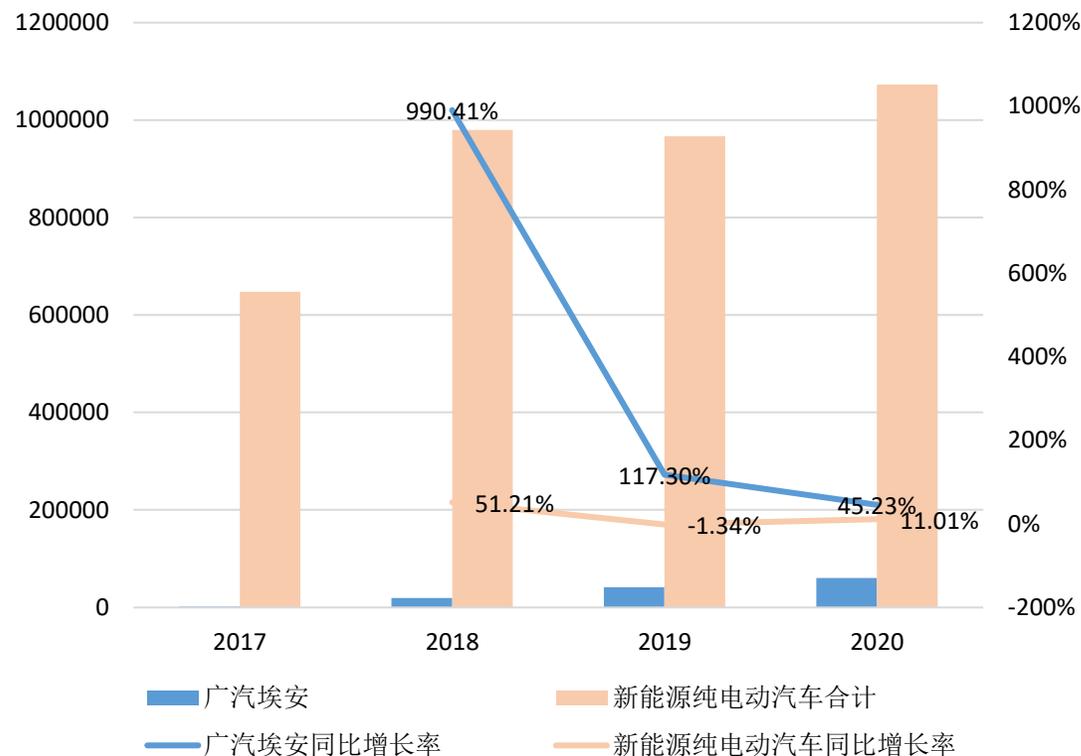
- 2019年 - 2020年上半年，新能源汽车市场整体增速呈下降趋势，步入同比负增长，主要原因在于新能源汽车补贴退坡落地结束行业过渡期及新冠疫情影响。广汽埃安实现逆市正增长，增长率高于新能源行业同比增长率。
- 2020年广汽埃安实现销量约为6万辆，同比增长45.23%，高于纯电动乘用车行业11.01%的增速；2021年1-6月累计实现销量43,013辆，同比大幅增加112%。

图表：广汽埃安分车型销量变化



资料来源: Data Vision, 汽车之家, 太平洋证券研究院整理

图表：广汽埃安和新能源电动车行业的销量及增速

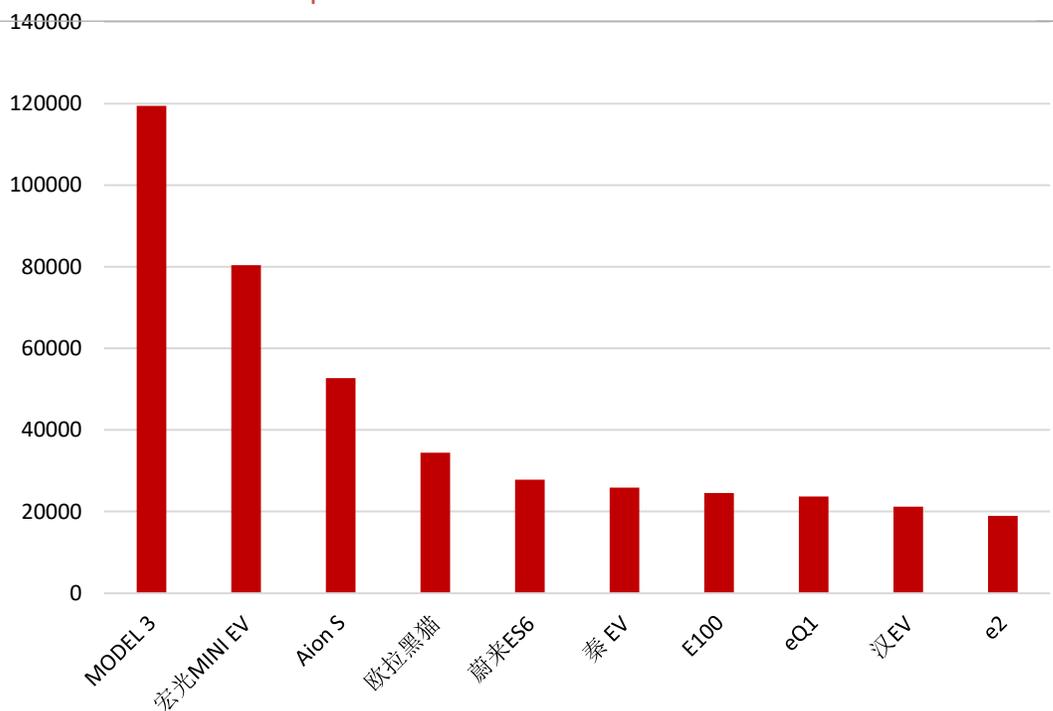


资料来源: wind, 汽车之家, 太平洋证券研究院整理

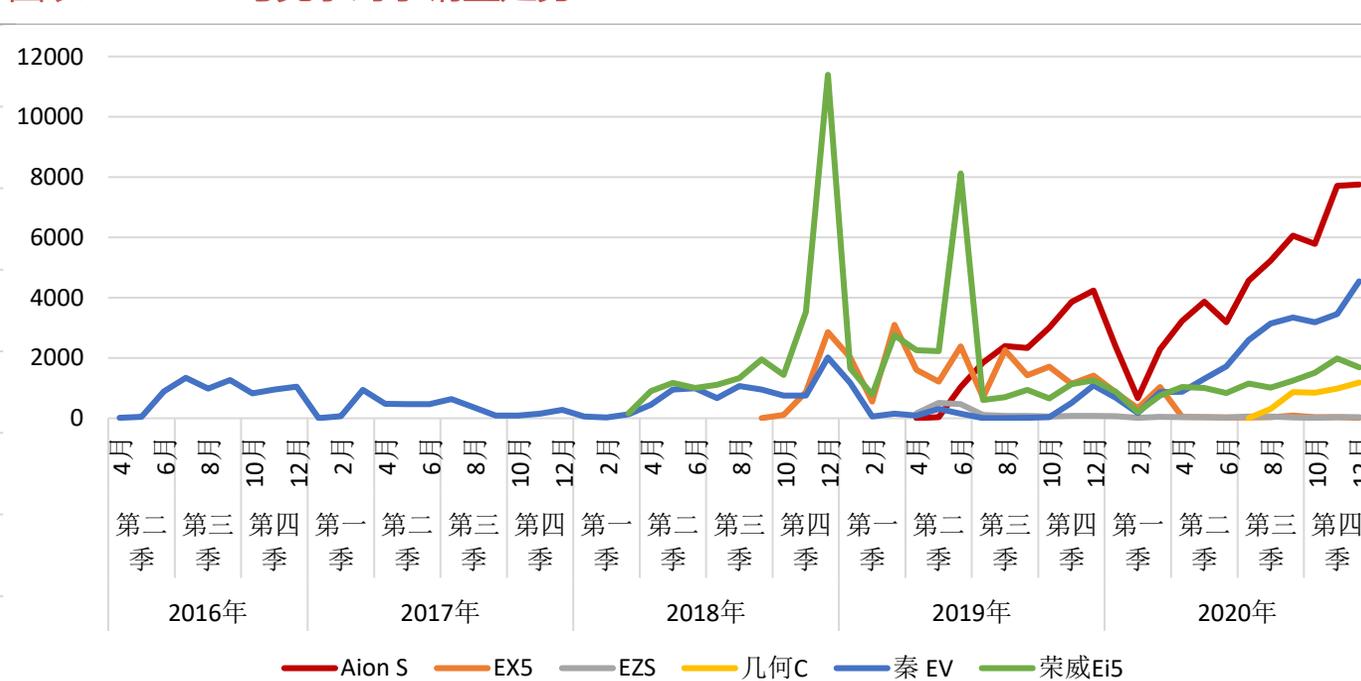
Aion S 站稳 10 -15 万电动车市场

- 2020 年，新能源汽车呈现两极化趋势，特斯拉、蔚来为代表的高端电动车和五菱宏光 Mini、欧拉黑猫为代表低端车型热销。与这两个市场相比，10-15 万元的中端市场主要以出行和家用为主，属于传统燃油车的主战场，竞争更为激烈，但是 Aion S 站稳此阶段的电动车市场，销量数据表现靓丽。
- 从车型参数上看，Aion S 在尺寸、轴距、续航里程、电机扭矩具备优势，产品力表现较强。Aion S 上市以来其销量迅速超过竞争对手。2020 年该车型共销售约 4.6 万台，同比增长 44.3%，成为 10 - 15 万元纯电轿车的销量主力。

图表：销量排名Top10 电动车



图表：Aion S 与竞争对手销量走势



联手智能化朋友圈，布局自动驾驶

- 广汽集团积极扩大互联网朋友圈，和腾讯、华为、科大讯飞、珠江投管等科技型企业缔结战略合作关系。
- 在 2021 广汽科技日活动上，广汽集团宣布和华为公司合作共同开发 L4 级自动驾驶汽车，计划于 2024 年量产。广汽集团和腾讯自 2017 年达成的战略合作也再次升级，并于上海车展揭幕当天签署深化战略合作框架协议。
- 华为已发布Harmony智能座舱、智能驾驶计算平台，MDC 810、4D成像雷达、“华为八爪鱼”自动驾驶开放平台和智能热管理系统TMS五大新产品。华为自动驾驶进步惊人。华为以HI技术品牌为广汽提供自动驾驶/智能座舱/后端云服务等高技术、高价值增量部件，以HUAWEI INSIDE模式打造汽车子品牌，并将在四季度陆续上市。

图表：华为发布自动驾驶五大新品



资料来源：华为智能汽车解决方案公众号，太平洋证券研究院整理

图表：广汽集团智能化朋友圈



资料来源：华为智能汽车解决方案公众号，太平洋证券研究院整理

新技术储备丰富，探索创新从未停止 - ADiGO 4.0智驾互联生态系统

- ADiGO智驾互联生态系统更新至ADiGO 4.0，智能座舱包括推出广汽全新一代智能操作系统 G-OS。自动驾驶系统方面，推出了NDA领航驾驶辅助系统与HPA记忆泊车系统，通过整车的31枚传感器，可实现单车道巡航、自动换道、自动超车、自动上下闸道、中长距离的低速自动驾驶与自动泊车，广汽集团成为了国内首家量产L2.5级自动驾驶的传统OEM。
- **应用：**Aion Y和今年将上市的传祺GS8换代车型将会搭载ADiGO 4.0系统，以后的车型也都会全面升级ADiGO 4.0系统。

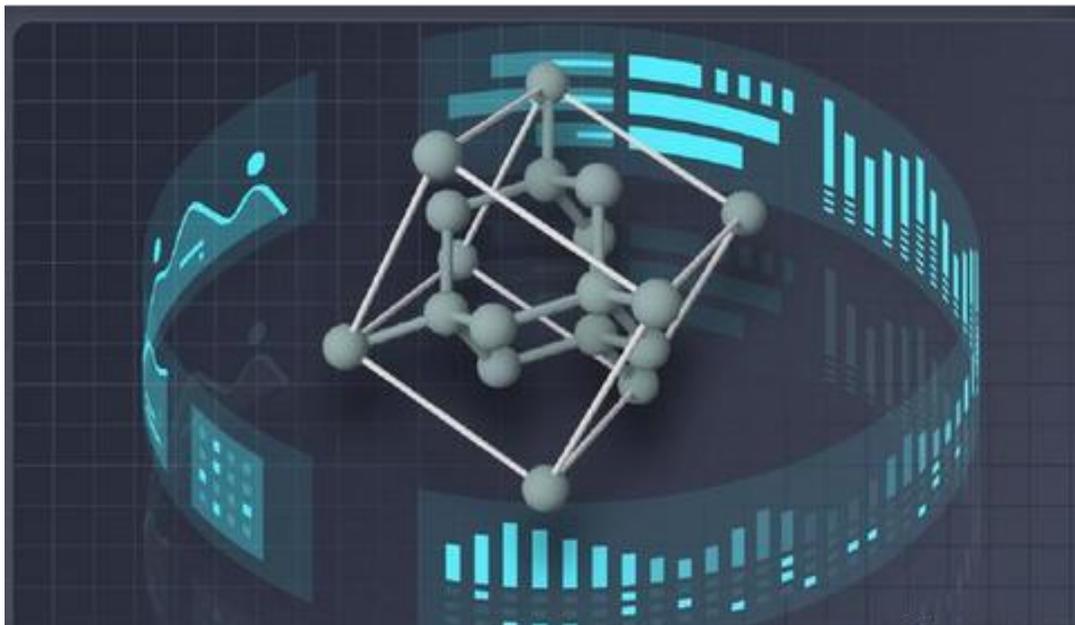
图表：ADiGO 4.0 在传感器方案上的高端配置

		ADiGO 4.0	Cadillac Super Cruise	特斯拉Autopilot 3.0	蔚来NIO Pilot	小鹏Xpilot 3.0
	自动驾驶级别	L2+	L2+	L3	L2+	L3
传感器方案	芯片	Mobli eye EyeQ4	Mobli eye EyeQ3	FSD	Mobli eye EyeQ4	NIVIDIA Xavier
	激光雷达	-	-	-	-	-
	前视摄像头	1	1	3	3	4
	环视摄像头	4	4	5	4	9
	前向毫米波雷达	1	1	1	1	1
	超声波雷达	12	12	12	12	12
	高精地图	√	√	√	√	√

新技术储备丰富，探索创新从未停止 - 海绵硅负极片电池技术

- 公司在新技术上从未停止探索，海绵硅负极片电池技术缓解里程焦虑，电池的负极中加入硅元素，相比于传统负极电池能量可以提升10倍以上。
- 动力电池单体在同等电量的情况下，海绵硅负极电池技术体积可减小20%，重量减轻14%，续航里程达到1000km。搭载海绵硅负极电池技术电池的广汽埃安v将于今年年内量产。

图表：海绵硅负极片电池技术



资料来源：公司官网，公开资料，太平洋证券研究院整理

图表：海绵硅负极片电池技术续航里程



资料来源：公司官网，公开资料，太平洋证券研究院整理

新技术储备丰富，探索创新从未停止 - 石墨烯基超级快充技术

- 广汽埃安与2021年4月发布的石墨烯基快充电池技术，通过在电池材料加入石墨烯添加剂，大幅提升充电效率，使电池达到6C的快充能力，8分钟可充满80%，充电效率是传统普通电池的6倍。
- 广汽研发团队通过三维结构石墨烯（3DG）制备技术和独立的知识产权，实现石墨烯制备成本下降90%以上，总体电芯成本仅比常规电芯成本略高5%-8%。
- 石墨烯基超级快充电池技术将首先应用在AION V车型上，预计9月份投产，可实现续航超过500km。此外，2021年，广汽将布局超100个超级快充站。

图表：石墨烯基超级快充技术工作原理



资料来源：广汽新能源公众号，太平洋证券研究院整理

图表：石墨烯基超级快充技术成本优势

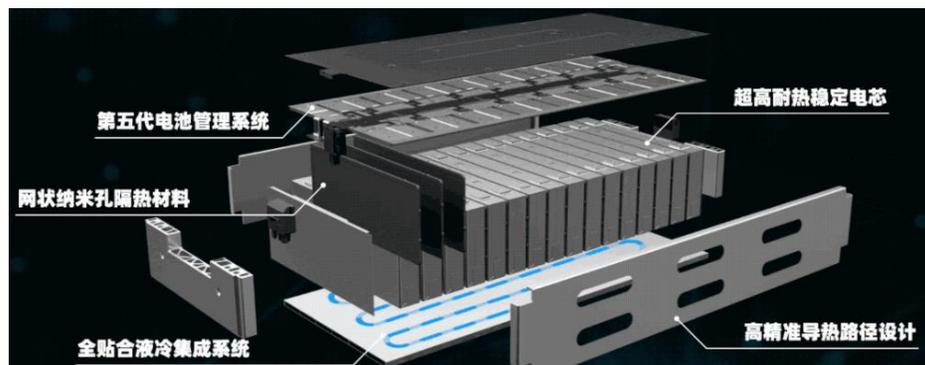


资料来源：广汽新能源公众号，太平洋证券研究院整理

新技术储备丰富，探索创新从未停止 - 弹匣电池系统技术

- 弹匣电池技术旨通过超高耐热稳定电芯、超强隔热电池安全舱、三维冷却系统、第五代电池管理系统四大核心技术，首次实现了三元锂电池整包针刺不起火。
- **成本**：相对于同类普通电池包，成本将下降10%。
- **应用**：相对于同类普通电池包，体积能量密度提升 9.4%，重量能量密度提升 5.7%，弹匣电池系统安全技术将全面搭载 AION 全系车型。

图表：弹匣电池系统技术原理及优势

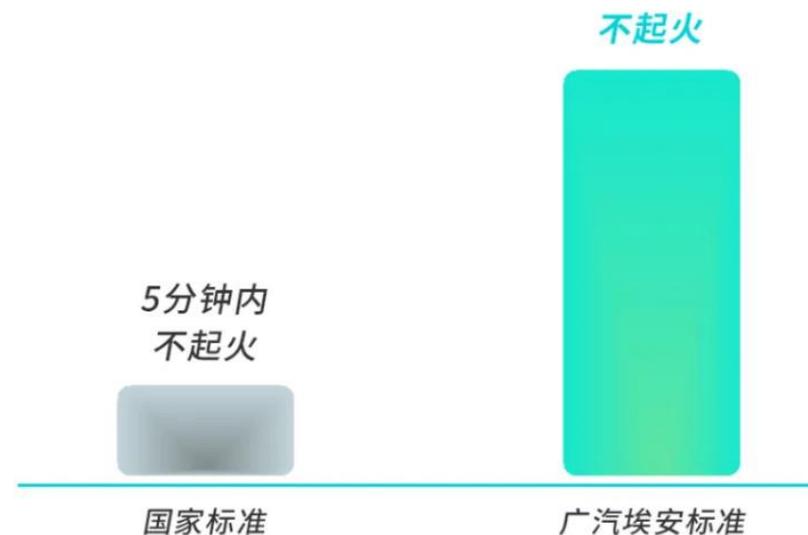


电芯本征安全

被动安全强化

主动安全防控

图表：三元锂电池整包针刺不起火



5. 盈利预测与风险提示

- ◆ 投资建议及盈利预测
- ◆ 风险提示



- 公司作为国内自主品牌的优势车企之一，地位显著。随着公司乘用车业务进入新产品投放周期，影豹、传祺 GS4 PLUS、M8 四座定制版、M8 福祉车、M6 PRO、AION系列电动车的推出有望拉动公司销量增长。2021 年，广汽埃安销量有望大幅增长、广汽传祺有望迎来底部反转、合资品牌重磅车型的上市有望为广汽带来显著业绩弹性。
- 公司作为行业中优质企业，日系与自主齐发力有望不断突破。我们预计公司 2021 年/2022 年归母净利润分别为 85 亿元/113 亿元，对应 PE 估值分别为 17.29 倍/12.84 倍，给予“买入”评级。

图表：公司盈利预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	72,379.78	59,704.32	63,156.99	74525	93157	102472
同比增速 (%)	1.13%	-17.51%	5.78%	18%	25%	10%
归母净利润	10,902.65	6,617.54	5,965.83	8446	11374	13724
同比增速 (%)	1.08%	-39.30%	-9.85%	41.57%	34.67%	20.65%
EPS (元)	1.07	0.65	0.58	0.82	1.10	1.33
PE	13.40	22.08	24.48	17.29	12.84	10.64

资料来源：wind，太平洋证券研究院预测整理



风险提示

- 乘用车行业恢复不及预期
- 终端优惠幅度大于预期
- 芯片影响汽车产量
- 竞争加剧

行业评级

看好 我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上

中性 我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间

看淡 我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下

公司评级

买入 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上

增持 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间

持有 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间

减持 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间

卖出 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com

太平洋证券研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761/88321717

传真：(8610) 88321566



重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。