

广汽集团(601238.SH/02238.HK)

三季度盈利受缺芯扰动，埃安销量攀升

核心观点：

- **三季度营收稳健增长，投资收益下滑。**公司前三季度营业收入为 551.2 亿元，同比增长 28.6%；投资收益为 80.01 亿元，同比增长 8.1%；归母净利润为 52.84 亿元，同比增长 5.6%。其中，Q3 营业收入为 207.99 亿元，同比增长 19.5%，主要由于自主品牌均价有显著提升；由于芯片供应问题，Q3 公司投资收益为 16.8 亿元，同比下降 50.9%；Q3 公司归母净利润为 9.47 亿元，同比下降 64.7%。
- **受到“缺芯”因素扰动，公司季度销量下滑，广汽埃安销量攀升。**公司 Q3 汽车销量同比下降 19.8%；其中，广汽本田/广汽丰田 Q3 销量分别同比下降 23.7%/25.3%；广汽乘用车 Q3 销量为 70192 辆，同比下降 29.0%。Q3 广汽埃安销量为 35728 辆，同比大幅上升 99.9%。
- **公司总体费用上升，销管费用率可控。**Q3 销售费用为 12.26 亿元，销售费用率为 5.85%，同比上升 0.51pct，主要由于广告宣传费用增加，以及售后服务费的相应增加。Q3 管理费用为 9.59 亿元，管理费用率为 4.58%，同比上升 1.56pct，主要是股权激励费用摊销导致。
- **盈利预测与投资建议：**对应短期芯片供应因素影响，公司采取灵活应对方式积极处理芯片供应情况，预期随着芯片供应紧张局面得到缓解，公司有望提升车型生产及供给。公司积极提升在新能源汽车及动力电池的自研能力，有望进一步提升市场竞争力。我们预计公司 21-23 年 EPS 为 0.68/0.89/1.02 元/股。结合公司历史估值水平，我们给予 A 股 22 年 25 倍 PE，合理价值为 22.30 元人民币/股；考虑 A/H 股溢价情况，给予 H 股 15 倍 PE，合理价值为 16.35 港元/股，维持 A/H 股“买入”评级。
- **风险提示。**乘用车行业竞争加剧，公司新车销量不及预期。

盈利预测：

百万元人民币	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	59,704	63,157	64,154	79,838	85,828
增长率(%)	-17.5	5.8	1.6	24.4	7.5
EBITDA(百万元)	-1,338	263	255	435	699
归母净利润(百万元)	6,618	5,966	7,035	9,251	10,540
增长率(%)	-39.3	-9.8	17.9	31.5	13.9
EPS(元/股)	0.65	0.58	0.68	0.89	1.02
市盈率(P/E)	18.09	23.06	25.89	19.69	17.28
ROE(%)	8.3	7.1	7.7	9.2	9.5

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

备注：本报告采用汇率：港元兑人民币：1:0.82

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	17.60 元/7.42 港元
合理价值	22.30 元/16.35 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2021-11-04

相对市场表现



分析师：

邓崇静



SAC 执证号：S0260518020005

SFC CE No. BEY953



020-66335145



dengchongjing@gf.com.cn

分析师：

张乐



SAC 执证号：S0260512030010

021-38003686



gfzhangle@gf.com.cn

分析师：

闫俊刚



SAC 执证号：S0260516010001

021-38003682



yanjungang@gf.com.cn

请注意，张乐、闫俊刚并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

广汽集团:21H1 点评：自主	2021-09-09
品牌销量增速突出	
广汽集团:加速智能新能源布局，赋能自主品牌向上	2021-07-30
广汽集团:21Q1 点评：业绩	2021-05-03
同比高增，盈利能力改善	

一、三季度营收稳健增长，投资收益下滑

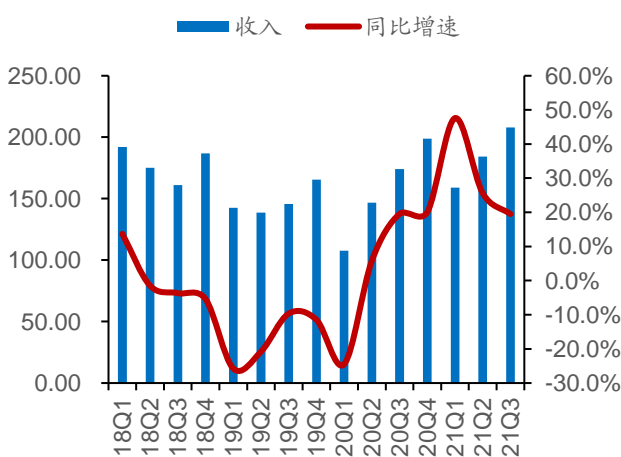
根据公司三季度财报数据，公司前三季度营业收入为551.2亿元，同比增长28.6%；归母净利润为52.84亿元，同比增长5.6%。其中，Q3营业收入为207.99亿元，同比增长19.5%；Q3归母净利润为9.47亿元，同比下降64.7%，主要由于公司三季度的投资收益出现较大的下滑波动。

21Q1-3公司投资收益为80.01亿元，同比上升8.1%；3Q21公司投资收益为16.8亿元，同比下降50.9%。芯片的供应紧张情况导致广汽本田、广汽丰田车型整体的生产供应未能满足市场需求，销量出现明显下滑，从而导致投资收益下降。1Q20-3Q21公司的季度投资收益分别为8.93/30.94/34.17/21.67/33.32/29.93/16.76亿元，3Q21的投资收益仅高于1Q20的季度投资收益。公司正积极解决芯片供应情况，以尽快实现车型排产的正常开展。

自主品牌方面，公司前三季度毛利为29.56亿元，同比增长96.3%。其中，Q3毛利为13.26亿元，同比增长145.7%，公司毛利呈现稳健的增长态势。公司Q3毛利率为6.33%，同比增长3.25pct，高于19Q3的3.99%和20Q3的3.08%。随着广汽埃安的销量增长，公司自2020年以来，季度毛利率呈现波动上升的态势。

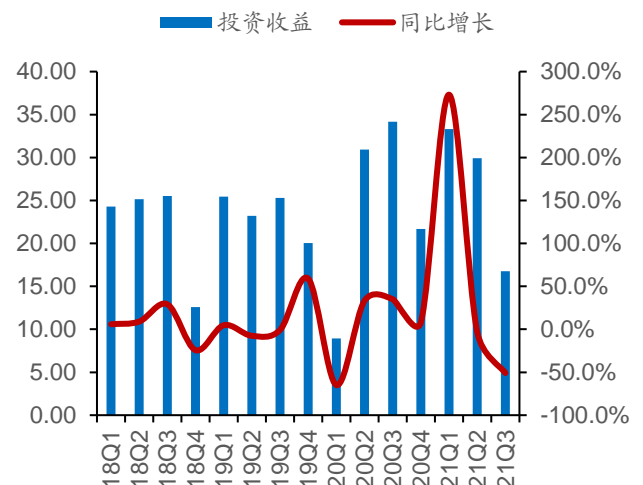
我们以“扣非归母净利润减投资收益”反映广汽自主品牌的盈利状况。Q3公司“扣非归母净利润减投资收益”为-11.45亿元，同比下降6.3%，与去年同期基本持平。1Q20-3Q21该值分别为-9.73/-9.9/-10.77/-17.24/-11.06/-11.74/-11.45亿元，公司自主品牌亏损情况可控。

图 1：广汽集团营业收入及增速（单位：亿元/%）



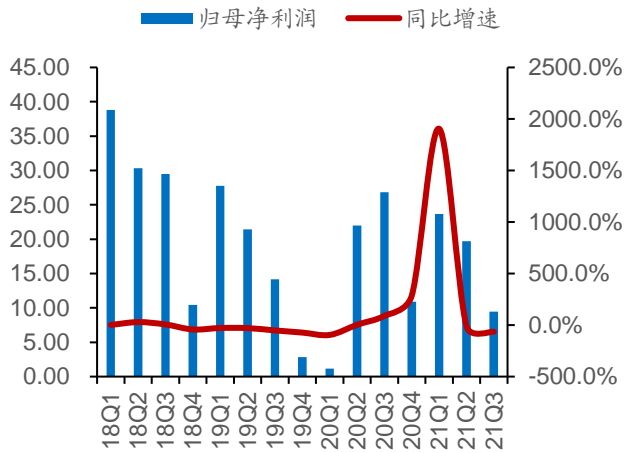
数据来源：公司第三季度报告，广发证券发展研究中心

图 2：广汽集团投资收益及增速（单位：亿元/%）



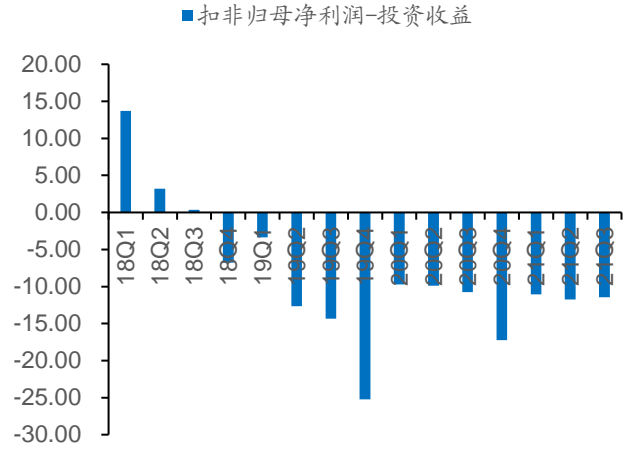
数据来源：公司第三季度报告，广发证券发展研究中心

图 3: 广汽集团归母净利润及增速 (单位: 亿元/%)



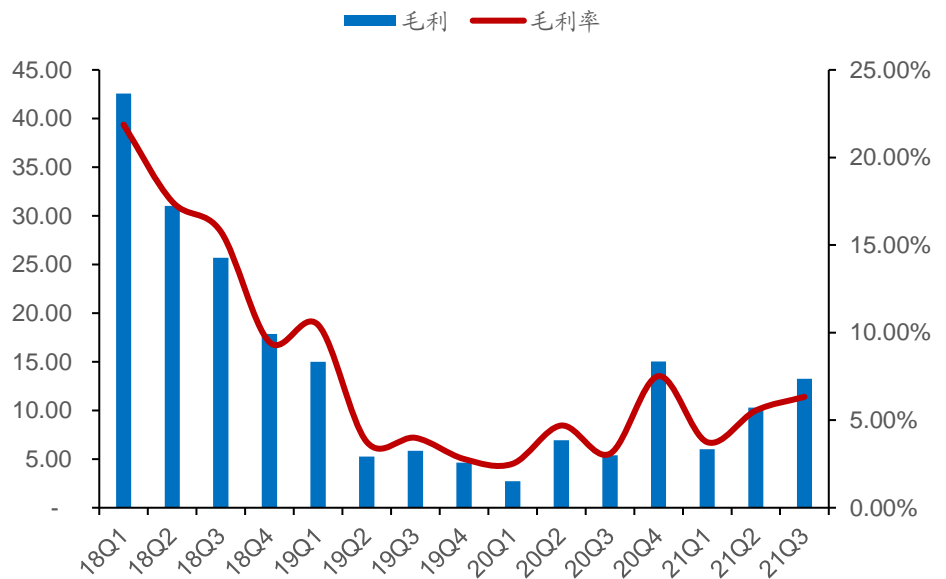
数据来源: 公司第三季度报告, 广发证券发展研究中心

图 4: 广汽集团扣非归母净利润减投资收益 (单位: 亿元)



数据来源: 公司第三季度报告, 广发证券发展研究中心

图 5: 广汽集团毛利及毛利率水平 (单位: 亿元/%)



数据来源: 公司第三季度报告, 广发证券发展研究中心

二、受“缺芯”因素扰动, 合资季度销量下滑, 广汽埃安逆势增长带动自主 ASP 显著提升

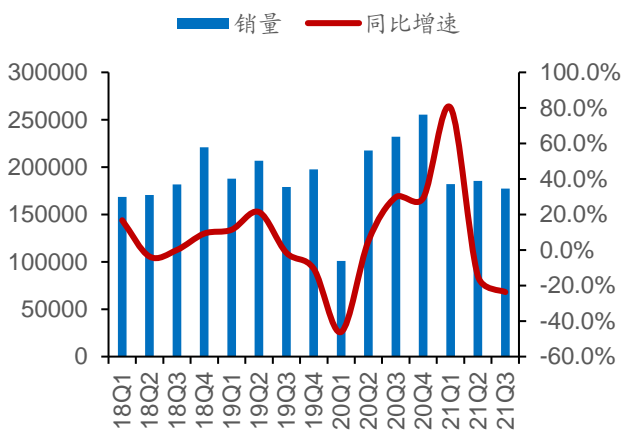
根据公司销量公告, 公司 Q3 汽车销量为 467221 辆, 同比下降 19.8%, 主要受到芯片

供应因素扰动。公司旗下日系车型中，广汽本田Q3销量为177164辆，同比下降23.7%，9M21累计销量为544553辆，同比下降1.1%；广汽丰田销量为166249辆，同比下降25.3%，9M21累计销量为580959辆，同比上升6.9%。广汽三菱Q3销量为14576辆，同比下降19.2%，9M21累计销量为44582辆，同比下降4.6%。

自主品牌广汽乘用车Q3销量为70192辆，同比下降29.0%；9M21累计销量为221166辆，同比下降6.6%。公司旗下高端智能电动车品牌广汽埃安销量逆势增长。Q3广汽埃安销量为35728辆，同比上升99.9%；9M21销量为78741辆，同比增长107.0%，保持良好的增长态势。公司高度重视自主研发，以助力广汽埃安持续发展。2021年10月29日，公司推进广汽埃安自研动力电池试制线建设，项目计划总投资3.36亿元。自研电池试制线的建设，是公司在动力电池技术领域自研能力提升的里程碑，有利于进一步提升广汽埃安市场竞争力。

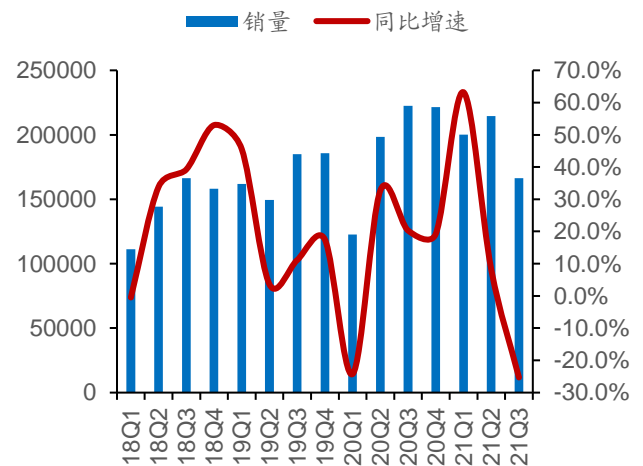
公司Q3单车均价同比增长显著，公司单车均价一直呈现波动上升的趋势，特别是在20Q4之后，单车均价的增长态势较快，主要原因是由于定位高端智能电动车的广汽埃安销量持续上涨，广汽埃安在广汽自主整体销量（广汽乘用车+广汽埃安）的占比从20Q1的11.3%持续上升至21Q3的33.7%，公司单车盈利能力不断增强。

图 6: 广汽本田销量及同比增速 (单位: 辆/%)



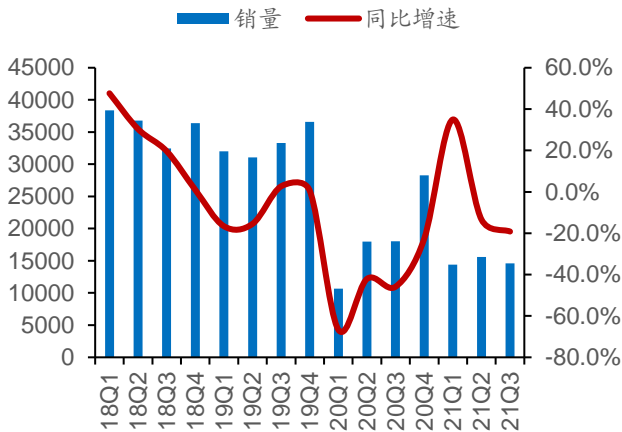
数据来源: 公司产销快报, 广发证券发展研究中心

图 7: 广汽丰田销量及同比增速 (单位: 辆/%)



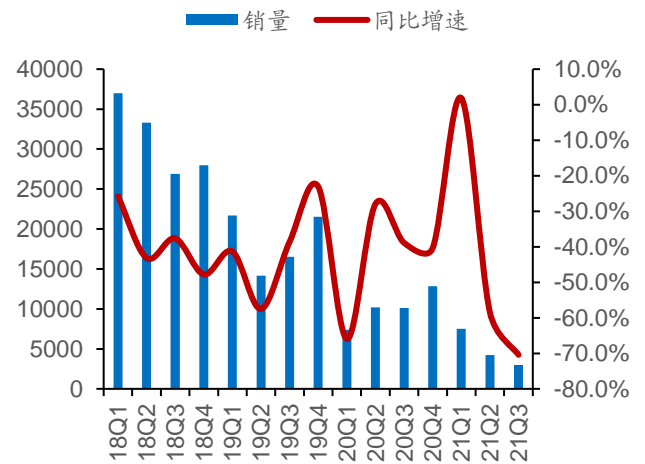
数据来源: 公司产销快报, 广发证券发展研究中心

图 8: 广汽三菱销量及同比增速 (单位: 辆/%)



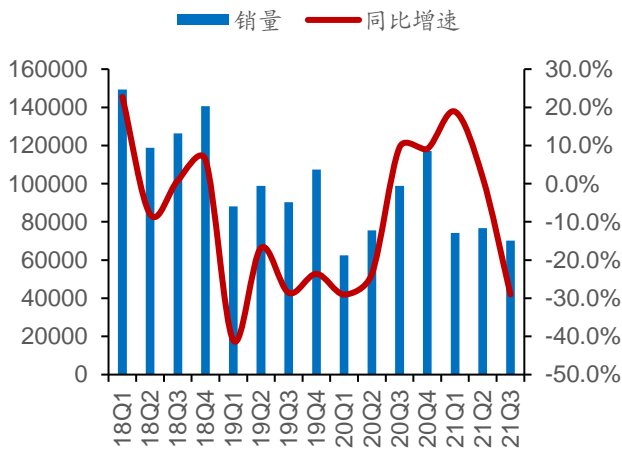
数据来源: 公司产销快报, 广发证券发展研究中心

图 9: 广汽菲克销量及同比增速 (单位: 辆/%)



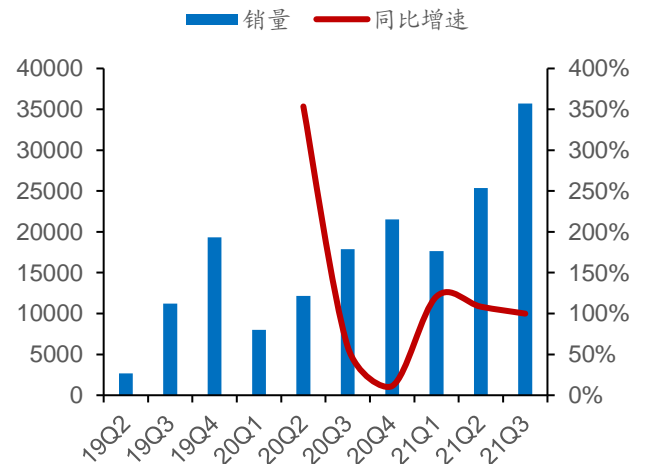
数据来源: 公司产销快报, 广发证券发展研究中心

图 10: 广汽乘用车销量及同比增速 (单位: 辆/%)



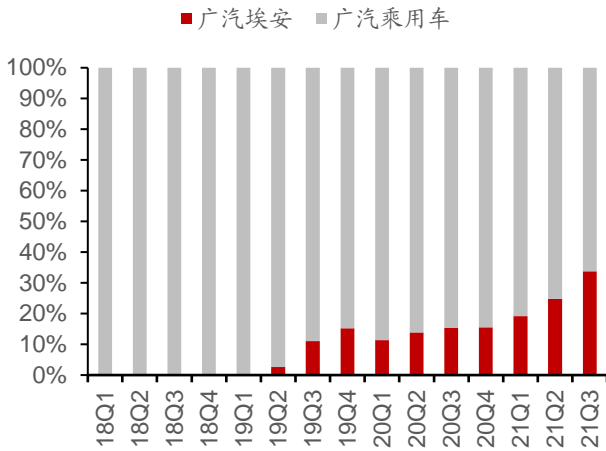
数据来源: 公司产销快报, 广发证券发展研究中心

图 11: 广汽埃安销量及同比增速 (单位: 辆/%)



数据来源: 公司产销快报, 广发证券发展研究中心

图 12: 广汽埃安在广汽自主品牌 (广汽乘用车+广汽埃安) 整体销量占比



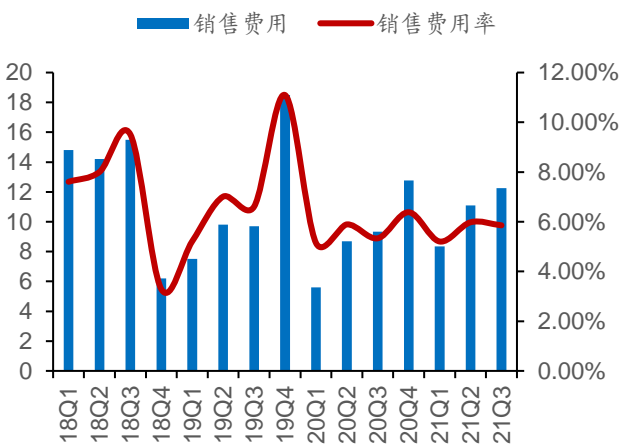
数据来源: 公司产销快报, 广发证券发展研究中心

注: 我们以广汽乘用车与广汽埃安的销量之和计算广汽自主品牌总销量

三、公司总体费用上升, 销管费用率可控

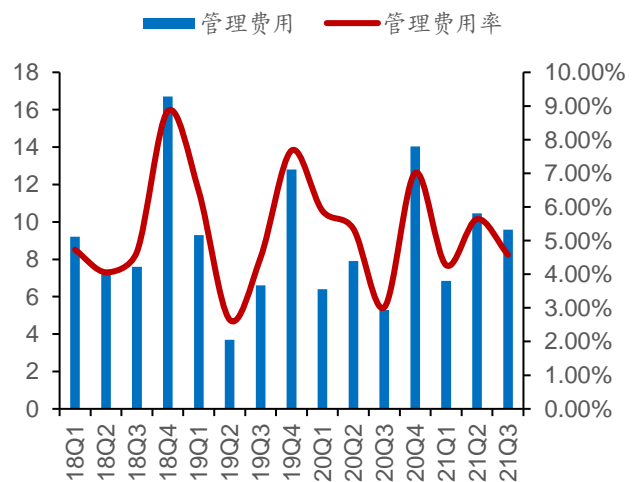
公司总体费用上升, 其中Q3销售费用为12.26亿元, 同比上升31.3%。销售费用率为5.85%, 同比上升0.51pct。主要是由于广告宣传费用增加, 以及随着销量增加, 售后服务费的相应增加。Q3管理费用为9.59亿元, 同比上升81.6%。管理费用率为4.58%, 同比上升1.56pct, 主要是股权激励费用摊销导致。

图 13: 广汽集团销售费用及销售费用率水平 (单位: 亿元/%)



数据来源: 公司第三季度报告, 广发证券发展研究中心

图 14: 广汽集团管理费用及管理费用率水平 (单位: 亿元/%)



数据来源: 公司第三季度报告, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测及投资建议

受到短期芯片供应因素影响，公司整体销量出现季度波动；公司采取灵活应对方式积极处理芯片供应情况，预期随着芯片供应紧张局面得到缓解，公司有望提升车型生产及供给。公司积极提升在新能源汽车及动力电池的自研能力，有望进一步提升市场竞争力。我们预计公司 21-23 年 EPS 为 0.68/0.89/1.02 元/股。结合公司历史估值水平，我们给予 A 股 22 年 25 倍 PE，合理价值为 22.30 元人民币/股；考虑 A/H 股溢价情况，给予 H 股 15 倍 PE，合理价值为 16.35 港元/股，维持 A/H 股“买入”评级。

五、风险提示

汽车行业景气度下降；乘用车行业竞争加剧；芯片供应紧张情况未能得到有效解决；公司新车销量不及预期。

资产负债表		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	56,865	56,643	60,347	72,279	82,952	
货币资金	32,243	28,500	32,000	39,536	48,427	
应收及预付	6,992	7,360	7,468	9,267	9,947	
存货	6,928	6,622	6,938	8,318	8,949	
其他流动资产	10,702	14,161	13,941	15,158	15,629	
非流动资产	80,545	86,164	90,434	93,589	96,910	
长期股权投资	31,982	33,381	33,381	33,381	33,381	
固定资产	17,474	18,360	20,115	21,004	21,934	
在建工程	1,653	1,452	1,652	1,852	2,052	
无形资产	11,667	13,887	16,553	18,996	21,550	
其他长期资产	17,768	19,084	18,733	18,357	17,993	
资产总计	137,410	142,807	150,781	165,868	179,862	
流动负债	41,585	42,385	42,095	46,559	48,499	
短期借款	1,884	3,556	3,179	1,643	1,479	
应付及预收	13,265	12,880	13,384	16,111	17,297	
其他流动负债	26,436	25,949	25,532	28,805	29,722	
非流动负债	13,370	13,763	14,890	16,131	17,496	
长期借款	1,854	2,879	4,007	5,247	6,612	
应付债券	5,838	5,594	5,594	5,594	5,594	
其他非流动负债	5,678	5,289	5,289	5,289	5,289	
负债合计	54,955	56,147	56,986	62,690	65,994	
股本	10,238	10,350	10,350	10,350	10,350	
资本公积	22,704	23,030	23,030	23,030	23,030	
留存收益	46,641	50,762	57,798	67,049	77,589	
归属母公司股东权益	80,134	84,321	91,356	100,608	111,147	
少数股东权益	2,320	2,339	2,439	2,570	2,721	
负债和股东权益	137,410	142,807	150,781	165,868	179,862	

利润表		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	59,704	63,157	64,154	79,838	85,828	
营业成本	55,271	58,783	58,304	71,816	76,218	
营业税金及附加	1,356	1,364	1,283	1,756	2,060	
销售费用	4,553	3,641	3,657	4,710	5,150	
管理费用	3,244	3,356	3,400	4,231	4,549	
研发费用	1,002	976	994	1,277	1,459	
财务费用	26	35	-18	-61	-109	
资产减值损失	-555	-715	-533	-540	-537	
公允价值变动收益	95	293	0	0	0	
投资净收益	9,626	9,911	9,674	11,976	12,702	
营业利润	5,682	5,638	6,644	8,748	9,963	
营业外收支	612	57	60	75	85	
利润总额	6,294	5,695	6,704	8,823	10,048	
所得税	-417	-356	-432	-560	-642	
净利润	6,711	6,051	7,136	9,383	10,690	
少数股东损益	94	85	100	132	150	
归属母公司净利润	6,618	5,966	7,035	9,251	10,540	
EBITDA	-1,338	263	255	435	699	
EPS (元)	0.65	0.58	0.68	0.89	1.02	

现金流量表		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	-381	-2,887	3,069	5,094	4,584	
净利润	6,711	6,051	7,136	9,383	10,690	
折旧摊销	4,384	5,227	4,978	5,348	5,555	
营运资金变动	-2,220	-4,740	-117	1,605	321	
其它	-9,255	-9,425	-8,926	-11,242	-11,981	
投资活动现金流	-4,826	469	-39	3,015	3,383	
资本支出	-10,057	-6,483	-9,714	-8,961	-9,319	
投资变动	-3,405	-2,425	0	0	0	
其他	8,637	9,377	9,674	11,976	12,702	
筹资活动现金流	-2,325	-1,794	470	-573	923	
银行借款	4,445	8,527	752	-296	1,200	
股权融资	1,116	625	0	0	0	
其他	-7,887	-10,946	-282	-277	-277	
现金净增加额	-7,501	-4,274	3,500	7,536	8,891	
期初现金余额	38,066	30,565	28,500	32,000	39,536	
期末现金余额	30,565	26,291	32,000	39,536	48,427	

主要财务比率						
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
成长能力						
营业收入增长	-17.5%	5.8%	1.6%	24.4%	7.5%	
营业利润增长	-51.2%	-0.8%	17.8%	31.7%	13.9%	
归母净利润增长	-39.3%	-9.8%	17.9%	31.5%	13.9%	
获利能力						
毛利率	7.4%	6.9%	9.1%	10.0%	11.2%	
净利率	11.2%	9.6%	11.1%	11.8%	12.5%	
ROE	8.3%	7.1%	7.7%	9.2%	9.5%	
ROIC	-3.8%	-3.9%	-3.3%	-3.5%	-2.9%	
偿债能力						
资产负债率	40.0%	39.3%	37.8%	37.8%	36.7%	
净负债比率	66.6%	64.8%	60.8%	60.8%	58.0%	
流动比率	1.37	1.34	1.43	1.55	1.71	
速动比率	1.14	1.10	1.18	1.29	1.44	
营运能力						
总资产周转率	0.43	0.44	0.43	0.48	0.48	
应收账款周转率	17.22	14.63	15.82	15.20	15.51	
存货周转率	8.62	9.54	9.25	9.60	9.59	
每股指标 (元)						
每股收益	0.65	0.58	0.68	0.89	1.02	
每股净资产	7.83	8.15	8.83	9.72	10.74	
估值比率						
P/E	18.09	23.06	25.89	19.69	17.28	
P/B	1.49	1.63	1.99	1.81	1.64	

广发汽车行业研究小组

- 张乐：首席分析师，暨南大学企业管理专业硕士，华中科技大学发动机专业学士，5年半汽车产业工作经历，11年卖方研究经验，2012年加入广发证券发展研究中心。
- 闫俊刚：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，13年汽车产业工作经历，7年卖方研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 李爽：资深分析师，复旦大学金融硕士，南京大学理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 徐鸣爽：研究助理，波士顿大学经济学硕士，复旦大学文学学士，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。