

# 广汽集团 (601238.SH)

## 埃安开拓纯电市场，混动技术蓄势待发

### 核心观点

**自主品牌销售收入快速增长，合资品牌贡献投资收益。** 广汽集团是大型国有控股整车企业，旗下品牌主要包括自主板块的广汽埃安和广汽传祺以及合资板块的广汽丰田和广汽本田等。1) 销量方面，2021年公司汽车销量214万辆，近8年复合增长率10%，埃安/传祺/广丰/广本销量分别为12/32/83/78万辆。2) 收入方面，2021年公司营业收入757亿元，近8年复合增长率为19%，主要由并表的自主品牌汽车收入贡献。3) 利润方面，2021年公司归母净利润73亿元，近8年复合增长率13%，主要来源于合资品牌的投资收益。

**新能源与高性价比车市共振，广汽集团全面受益。** 1) 新能源乘用车渗透率屡创新高，消费主力逐渐转为普通居民，未来三四线城市仍有较大提升空间，消费结构有望从哑铃型转向橄榄型，埃安高性价比车型符合这一阶段的市场需求。2) 宏观经济下行，油价高企，汽车消费刺激政策全面覆盖高性价比车型，以省油和高性价比著称的传祺和日系品牌将全面受益。

**自主纯电定位清晰，终端销量快速增长。** 广汽埃安为公司旗下的纯电品牌，在售车型包括AION S、AION Y、AION V和AION LX，主力车型精准卡位15-25万元级市场，顺应新能源车市场结构转变。广汽埃安自研弹匣电池系统、超能铁锂电池等技术，现有车型均基于纯电平台GEP 2.0打造，2022年内将迭代至3.0版本。2022年6月埃安品牌交付24,109辆，同比增长182%，其中AION S/Y/V/LX分别交付8,903/11,801/3,002/403辆，上半年埃安品牌累计交付超10万辆。

**自主燃油推陈出新，混动平台开拓未来。** 广汽传祺历经14年发展，在轿车、SUV和MPV市场形成全覆盖，价格区间涵盖10-35万元。技术方面，传祺品牌打造GPMA平台架构，孵化钜浪混动品牌，聚焦优质混动车型，兼顾燃油经济性和动力性能。轿跑车型传祺影豹具备爆款潜质，2022年6月批发销量为5,069辆，同比增长329%，上半年累计批发2.3万辆。

**盈利预测：纯电混动同步发力，维持“买入”评级。**

埃安发力纯电，传祺发力混动，自主品牌周期向上。广汽丰田和广汽本田经营稳健，持续贡献投资收益。考虑到2022年原材料价格上涨，我们小幅下调盈利预测，预计2022/2023/2024的归母净利润为109/126/143亿元，EPS为1.05/1.22/1.38元（原为1.13/1.25/1.59），对应PE为14/12/11倍，总体低于可比公司平均水平，维持“买入”评级。

**风险提示：新能源乘用车销量增速放缓，公司产品更新换代不及预期**

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	63,157	75,676	100,812	114,967	136,058
(+/-%)	5.8%	19.8%	33.2%	14.0%	18.3%
净利润(百万元)	5966	7335	10909	12645	14348
(+/-%)	-9.8%	22.9%	48.7%	15.9%	13.5%
每股收益(元)	0.58	0.71	1.05	1.22	1.38
EBIT Margin	-7.7%	-6.0%	-4.9%	-4.3%	-3.7%
净资产收益率(ROE)	7.1%	8.1%	11.3%	12.1%	12.7%
市盈率(PE)	26.2	21.4	14.4	12.4	10.9
EV/EBITDA	-1986.8	279.7	-100.7	-124.0	-152.7
市净率(PB)	1.85	1.74	1.62	1.50	1.39

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·深度报告

#### 汽车·乘用车

证券分析师：唐旭霞  
0755-81981814  
tangxx@guosen.com.cn  
S0980519080002

联系人：余晓飞  
0755-81981306  
yuxiaofei1@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	18.13 - 19.64元
收盘价	15.11元
总市值/流通市值	158111/158111百万元
52周最高价/最低价	21.00/10.16元
近3个月日均成交额	754.26百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《广汽集团(601238.SH)-2022年一季度归母净利润同比增长27%，广汽埃安持续发力》——2022-04-28
- 《广汽集团-601238-重大事件快评：11月产销创新高，埃安增资重组方案落地》——2021-12-09
- 《广汽集团-601238-2021年三季报点评：合资品牌承压，自主表现亮眼》——2021-11-07
- 《国信汽车-广汽集团-601238-2021年中报点评：二季度净利润处于高位，业绩超预期》——2021-09-03
- 《广汽集团-601238-2020年年报点评：减值拖累业绩，两本增长稳健》——2021-03-29

## 内容目录

<b>优质国有整车企业，整体盈利能力领先</b> .....	<b>8</b>
老牌整车国企实力雄厚，管理层和员工团队素质高.....	8
整车业务为公司营收支柱，合资品牌为公司盈利基石.....	11
合资贡献稳定收益，自主恢复盈利可期.....	13
<b>新能源与高性价比车市共振，广汽将全面受益</b> .....	<b>20</b>
新能源车加速渗透，消费结构有望转变.....	20
经济下行叠加政策刺激，高性价比车型将迎来爆发期.....	26
<b>自主崛起，合资稳健</b> .....	<b>36</b>
埃安：自主纯电定位清晰，终端销量快速增长.....	36
传祺：自主推陈出新，混动平台开拓未来.....	50
合资：日系品牌混动领先，加快布局电动转型.....	59
<b>盈利预测</b> .....	<b>67</b>
假设前提.....	67
未来 3 年业绩预测.....	69
盈利预测情景分析.....	69
<b>估值与投资建议</b> .....	<b>71</b>
相对估值：16-24 元.....	71
投资建议.....	73
<b>风险提示</b> .....	<b>74</b>
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	<b>76</b>
<b>免责声明</b> .....	<b>77</b>

## 图表目录

图 1: 广汽集团历史沿革大事记.....	8
图 2: 广汽集团股权结构.....	9
图 3: 广汽集团按专业划分员工结构.....	11
图 4: 广汽集团按学历划分员工结构.....	11
图 5: 广汽集团按学历划分研发人员结构.....	11
图 6: 广汽集团按年龄划分研发人员结构.....	11
图 7: 广汽集团五大业务板块形成汽车产业链闭环.....	12
图 8: 广汽集团主要业务各年度营业收入（亿元）.....	13
图 9: 广汽集团主要整车品牌各年度销量（辆）.....	13
图 10: 广汽集团主要业务各年度毛利（亿元）.....	13
图 11: 广汽集团主要业务各年度毛利率.....	13
图 12: 广汽集团年度营业总收入及同比.....	14
图 13: 广汽集团年度归母净利润及同比.....	14
图 14: 广汽集团季度营业总收入及同比.....	14
图 15: 广汽集团季度归母净利润及同比.....	14
图 16: 国内主要乘用车企业营业收入对比（亿元）.....	15
图 17: 国内主要乘用车企业归母净利润对比（亿元）.....	15
图 18: 广汽集团年度投资收益及同比.....	15
图 19: 广汽集团年度投资收益占营收及归母净利润比重.....	15
图 20: 广汽集团季度投资收益及同比.....	16
图 21: 广汽集团季度投资收益占营收及归母净利润比重.....	16
图 22: 广汽集团年度毛利率及净利率.....	17
图 23: 广汽集团季度毛利率及净利率.....	17
图 24: 国内主要乘用车企业毛利率对比.....	17
图 25: 国内主要乘用车企业净利率对比.....	17
图 26: 广汽集团年度期间费用率.....	18
图 27: 广汽集团季度期间费用率.....	18
图 28: 国内主要乘用车企业期间费用率对比.....	18
图 29: 2021 年广汽集团销售费用构成.....	19
图 30: 2021 年广汽集团管理费用构成.....	19
图 31: 中国智能手机渗透率.....	20
图 32: 2011-2019 中国智能手机厂商市场份额变化.....	21
图 33: 2010-2017 中国智能手机市占率排名.....	21
图 34: 中国新能源乘用车销量及渗透率.....	22
图 35: 2022 年以来广汽埃安周度交付量及市占率.....	22
图 36: 2022 年以来比亚迪周度交付量及市占率.....	22
图 37: 国内一线城市及行业整体新能源乘用车渗透率.....	23

图 38: 国内三四线城市新能源乘用车渗透率.....	23
图 39: 城镇单位就业人员平均工资 (元) .....	24
图 40: 城镇单位就业人员平均工资 (元) .....	24
图 41: 2021 年北京、上海、河南、河北上牌量前十名的车型及均价.....	24
图 42: 2021 年北京、上海、河南、河北新能源上牌量前十名的车型及均价.....	25
图 43: 202101-202203A 级车销量占比.....	25
图 44: 2021 年全年各级别乘用车销量占比.....	25
图 45: 2021 年各级别 BEV 占新能源销量比例.....	26
图 46: 2021 年各级别 PHEV 占新能源销量比例.....	26
图 47: 各级别新能源轿车销量占比变化.....	26
图 48: 各级别新能源 SUV 销量占比变化.....	26
图 49: 2000-2021 年中国 GDP 及同比.....	27
图 50: 2000-2021 年中国人均 GDP 及同比.....	27
图 51: 2000-2021 年全国城镇居民可支配收入及同比.....	27
图 52: 2000-2021 年全国城镇居民恩格尔系数.....	27
图 53: 2013-2020 年全国居民人均消费支出构成.....	28
图 54: 2013-2021 年全国居民人均现金消费支出构成.....	28
图 55: 2010-2021 年中国乘用车销量及同比.....	28
图 56: 2010-2021 年中国限额以上企业社会消费品零售总额.....	28
图 57: 社会汽车消费增速与 GDP 增速对比.....	29
图 58: 前两轮补贴对整车消费提振作用.....	31
图 59: 本轮补贴范围相比预期有较大提升.....	32
图 60: 2021 年 2.0L 排量及以下与 30 万元以下车型结构占比.....	32
图 61: 2022 年购置税提振销量基本估算过程.....	32
图 62: 施加购置税政策下今年乘用车销量大致走势图 (辆) .....	33
图 63: 施加购置税政策下今年乘用车销量同比增速大致走势图.....	33
图 64: 吉利、长安、长城、广汽燃油乘用车销量.....	34
图 65: 吉利、长安、长城、广汽排量结构分布.....	34
图 66: 比亚迪、长安汽车、广汽集团新品周期不完全列举.....	35
图 67: 2021 年不同排量燃油车销量前十中日系车型占比.....	35
图 68: 2022 年日系车型新品周期不完全列举.....	35
图 69: 广汽埃安发展历程.....	36
图 70: 引入战投前广汽埃安股权结构.....	37
图 71: 引入战投后广汽埃安股权结构.....	37
图 72: 广汽埃安新车上市历程 (单位: 万元) .....	37
图 73: 广汽埃安主力车型价格定位.....	38
图 74: 2021 年不同价格区间 (万元) 新能源乘用车销量.....	38
图 75: 广汽埃安弹匣电池系统安全技术.....	38
图 76: 弹匣电池技术重新定义三元锂电池安全标准.....	39
图 77: 采用弹匣电池技术的三元锂电池首次通过整包针刺试验.....	39
图 78: 海绵硅负极片电池能量提升 10 倍以上.....	39

图 79: 海绵硅负极电池技术可减小体积 20%，减轻重量 14%.....	39
图 80: 3C 快充电池系统 30%-80%充电时间 10 分钟.....	40
图 81: 6C 超级快充电池系统 0%-80%充电时间仅需 8 分钟.....	40
图 82: 广汽微晶超能铁锂电池性能展示.....	40
图 83: 广汽埃安 GEP 2.0 平台.....	41
图 84: 广汽集团发布广汽普赛 OS.....	42
图 85: 广汽集团发布 ADiGO (智驾互联) 生态系统.....	42
图 86: 广汽集团 ADiGO 系统智能交互体验.....	42
图 87: 广汽集团联手科大讯飞打造 G-OS 智能操作系统.....	43
图 88: 广汽集团 ADiGO 4.0 系统升级内容.....	43
图 89: 广汽埃安月度销量及同比增速.....	44
图 90: 广汽埃安分车型月度销量 (辆) .....	44
图 91: 自主品牌造车新势力月度销量 (辆) .....	44
图 92: 2021 年广汽埃安销量结构 (辆) .....	45
图 93: 2022 年 6 月广汽埃安销量结构 (辆) .....	45
图 94: 2021 年 AION S 上险销量结构 (按所有权分类) .....	45
图 95: 2021 年 AION S Plus 上险销量结构 (按所有权分类) .....	45
图 96: 埃安 S 和埃安 S Plus 销量对比 (辆) .....	46
图 97: 埃安 S Plus 上市前后埃安 S (含 Plus) 销量对比.....	46
图 98: 2021 年 AION Y 上险销量结构 (按所有权分类) .....	47
图 99: 2021 年埃安品牌各车型个人销量占比.....	47
图 100: AION Y 外形设计潮流时尚.....	47
图 101: AION Y 量产个性搭配, 放开多种配件选型.....	47
图 102: 汽车之家热门对比车系口碑排行.....	48
图 103: AION Y 月销量 (辆) 超越 AION S 成为第一大主力车型.....	48
图 104: 广汽埃安直营体验中心.....	49
图 105: 广汽埃安分地区月度销量.....	49
图 106: 广汽埃安分地区月度销量结构.....	49
图 107: 全国新能源乘用车分地区月度销量结构.....	50
图 108: 全国传统能源乘用车分地区月度销量结构.....	50
图 109: 广汽传祺在售车型矩阵 (截至 2022 年 6 月) .....	50
图 110: 传祺 GS4 月度销量 (万辆) .....	51
图 111: 传祺影豹月度销量 (辆) .....	51
图 112: 2021 年传祺品牌分类别销量结构 (辆) .....	52
图 113: 2022 年上半年传祺品牌分类别销量结构 (辆) .....	52
图 114: 2021 年传祺品牌分车型销量结构 (辆) .....	52
图 115: 2022 年上半年传祺品牌分车型销量结构 (辆) .....	52
图 116: 传祺品牌分车型月度销量 (辆) .....	53
图 117: 传祺 GS8 改款前后月度零售销量对比.....	53
图 118: 传祺 M8 月度零售销量 (辆) .....	53
图 119: 影豹周度交付量 (辆) .....	54

图 120: GPMA 模块化平台架构.....	55
图 121: GMC+THS 双混动技术路线.....	56
图 122: 钜浪混动 GMC2.0 首款 SUV 传祺影酷.....	57
图 123: GMC 双电机串并联混动系统.....	57
图 124: 全新第二代传祺 GS8.....	57
图 125: 传祺 GS8 改款前后月度零售销量对比.....	57
图 126: 全新第二代 GS8 动力系统分析.....	58
图 127: 广汽集团钜浪混动模块化架构.....	58
图 128: 广汽集团钜浪-氢混动系统.....	59
图 129: 2021 年广汽丰田销量结构 (辆) .....	60
图 130: 2021 年广汽本田销量结构 (辆) .....	60
图 131: 按厂商性质划分汽车销量月度市占率.....	61
图 132: 按厂商性质划分新能源汽车销量月度市占率.....	61
图 133: 按厂商性质划分传统能源汽车销量月度市占率.....	61
图 134: 2021 年合资品牌新能源化进展.....	62
图 135: 2022 年 1-5 月合资品牌新能源化进展.....	62
图 136: 2022 年 1-5 月油电混动汽车销量.....	62
图 137: 2022 年 1-5 月油电混动汽车销量结构.....	62
图 138: 广汽丰田 YARiS L 致炫汽车之家口碑评分.....	63
图 139: 国内成品油价格走势.....	64
图 140: 国内紧凑型轿车油耗对比.....	64
图 141: 国内紧凑型 SUV 油耗对比.....	64
图 142: 广汽丰田 bz4X 预售价格.....	65
图 143: 广汽本田 e:NP1 综合补贴后售价.....	65
图 144: 丰田在车载动力电池领域的研发规划.....	66
图 145: 广汽丰田新能源车产能布局.....	66
图 146: 广汽本田新能源车产能扩建项目公示.....	66
图 147: “蔚小理” 历史滚动市销率 (滚动 12 个月) .....	71
图 148: 丰田汽车和本田汽车历史滚动市盈率 (滚动 12 个月) .....	72

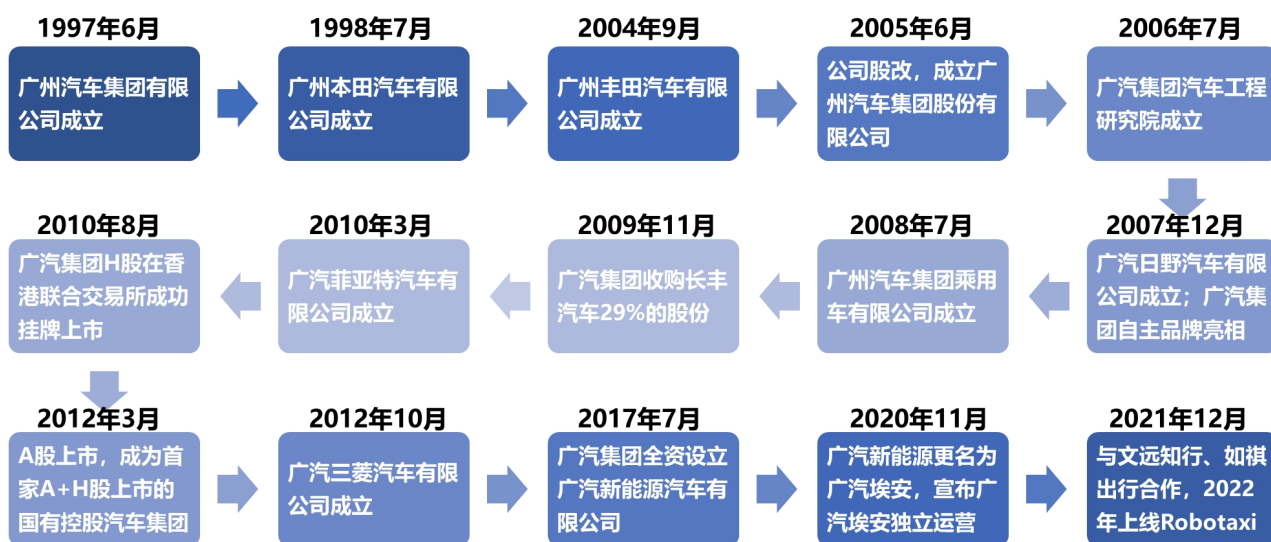
表 1: 广汽集团管理层主要成员背景及简介.....	10
表 2: 2021 年广汽集团七家重要合营企业主要情况.....	16
表 3: 我国近期相关支持政策.....	30
表 4: 前两轮购置税内容.....	30
表 5: 中国前两轮汽车购置税政策影响定量分析.....	31
表 6: 购置税补贴对汽车消费的测算及敏感性分析.....	32
表 7: 2021 年 2.0L 及以下燃油轿车及 SUV 销量 TOP10 情况.....	33
表 8: 2021 年 1.6L-2.0L 排量区间 (不包含 1.6L, 价格低于 30w) 销量 (辆) 车型 TOP10.....	34
表 9: 2017-2021 年广汽埃安与科技巨头合作情况.....	41
表 10: AION S 及 AION S Plus 与竞品车型对比.....	46
表 11: AION Y 与竞品车型对比.....	48
表 12: 2021 年 MPV 分车型零售销量统计.....	51
表 13: 影豹与竞品车型对比.....	54
表 14: 广汽集团主要合资车企现有产能情况.....	59
表 15: 广汽集团主要合资车企在建产能情况.....	60
表 16: 2022 年 5 月合资厂商车系保值率排名.....	63
表 17: 广汽集团旗下主要车企产能规划预测 (万辆) .....	67
表 18: 广汽集团汽车销量预测 (万辆) .....	67
表 19: 广汽集团各业务收入、成本和毛利预测.....	68
表 20: 广汽集团主要合资公司投资收益预测.....	69
表 21: 未来 3 年盈利预测表 (百万元) .....	69
表 22: 情景分析 (乐观、中性、悲观) .....	70
表 23: “蔚小理” 历史滚动市销率 (滚动 12 个月) 分阶段统计.....	72
表 24: 广汽集团相对估值简表.....	73
表 25: 可比公司估值表.....	73

## 优质国有整车企业，整体盈利能力领先

### 老牌整车国企实力雄厚，管理层和员工团队素质高

历经 24 年积淀，跻身世界 500 强 176 名。1997 年，广州市国有资产管理局以广州骏达汽车企业集团、羊城汽车集团公司、广州广客汽车企业集团有限公司、广州安迅投资公司、广州弹簧厂和广州气门厂占用的国有资产 8.1 亿元成立公司前身广州汽车集团有限公司（广汽有限）。2005 年，广汽有限股东由广州市国有资产管理局变更为广州汽车工业集团有限公司（广汽工业），同年，广汽工业进行混改，将广汽有限不超过 10% 的股权协议转让给万向集团、国机集团、广钢集团和长隆酒店，并将广汽有限整体改制为广州汽车集团股份有限公司（广汽集团）。2009 年和 2012 年，公司分别于 H 股和 A 股完成上市。历经 24 年发展，公司已成为华南地区最大的汽车制造商，也是国内领先的汽车制造商之一。2021 年公司位居世界 500 强企业第 176 名，连续 9 年上榜的同时同比前进 30 位。

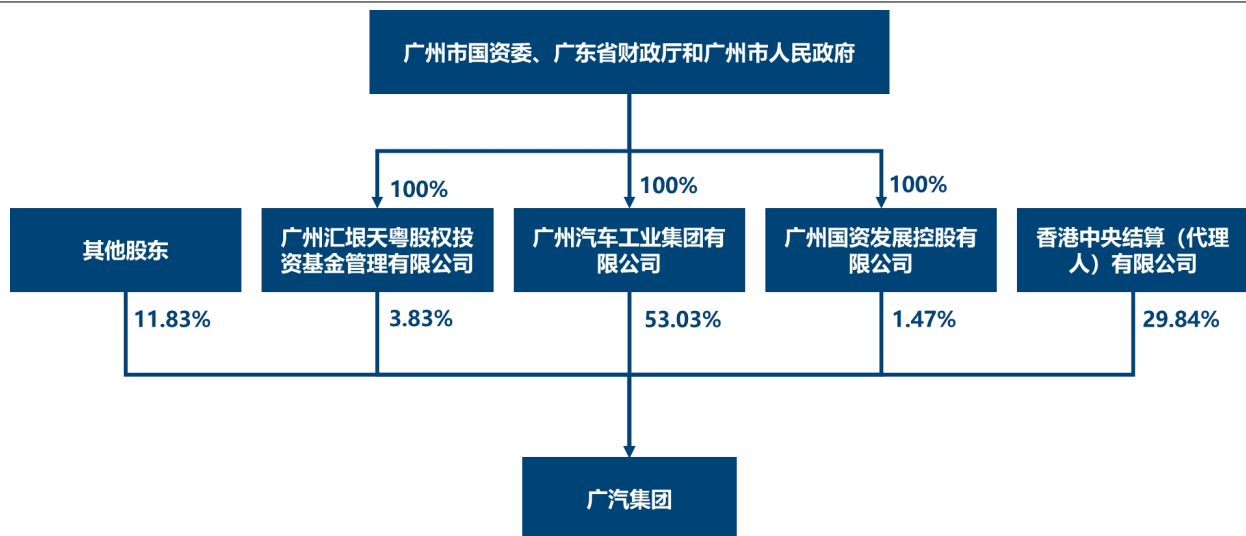
图 1：广汽集团历史沿革大事记



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

**国有资产背书，股权结构集中。**截至 2022 年 3 月，广汽集团前四大股东分别为广汽工业（53.03%）、香港中央结算（代理人）有限公司（29.84%）、广州汇垠天粤股权投资基金管理有限公司（3.83%）和广州国资发展控股有限公司（1.47%）。其中香港中央结算（代理人）有限公司所持股份为大部分 H 股股东账户的股份总和，广汽工业、广州汇垠天粤和广州国资发展控股合计持有 58.33%，由广州市国资委、广东省财政厅和广州市人民政府全资控股。

图2: 广汽集团股权结构



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

**管理层经验丰富且背景多元，激励机制绑定高管利益。**公司管理层多数在集团内长期任职，工作经验丰富；12名主要成员中10名拥有硕士及以上学历，受教育程度高且专业背景多样化，有利于不同业务间的协同管理。截至2021年底公司管理层主要成员平均持有公司42.4万股，2021年税前报酬平均245万元，市场化的激励机制有效绑定高管个人利益与公司整体发展相一致。

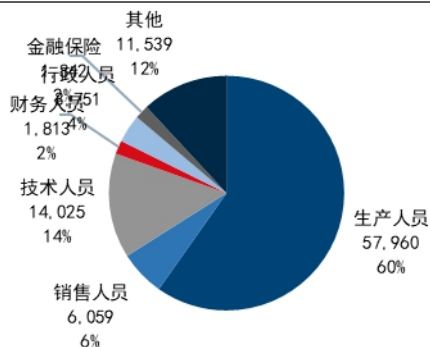
**表1：广汽集团管理层主要成员背景及简介**

姓名	职位	性别	年龄	年末持股数	税前报酬 (万元)	教育经历	工作经历
曾庆洪	董事长、 党委书记	男	60	531,000	119.44	管理科学与工程专业博士研究生	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；此前还曾任广汽商贸董事长、广汽部件董事长、广汽日野董事长、广汽本田董事及执行副总经理、广汽工业集团及广汽集团副总经理等职
冯兴亚	董事、总 经理	男	52	766,533	316.62	西安交通大学工学学士学位； 工商管理硕士学位	2004年起在本集团任职，先后任广汽丰田销售部副部长、副总经理、执行副总经理、董事，广汽三菱董事、同方环球副董事长，2008年起任公司副总经理、2015年3月25日起任公司董事。曾任广汽菲克董事长、广汽菲克销售董事长、广爱经纪董事长、众诚保险董事长、大圣科技董事长
陈小沐	董事、党 委副书记	男	46	97,367(A股) 98,000(H股)	114.91	吉林工业大学工学学士学位； 华南理工大学工商管理硕士学位； 吉林大学管理学博士学位	曾任公司人力资源部部长，广汽三菱汽车有限公司党委书记、 纪委书记、工会主席、董事，广汽三菱汽车销售有限公司董事
陈茂善	职工董 事、工会 主席	男	57	586,868(A股) 111,274(H股)	271.73	-	曾任公司副总经理、公司执行委员会副主任；曾任广汽本田 总务部部长、本田(中国)副总经理、广州摩托集团公司副 总经理、五羊本田常务董事及常务副总经理、广汽部件董事长
吴松	常务副总 经理	男	58	595,800	271.68	华中工学院(后改为华中科技 大学)工学学士学位；西安交 通大学管理工程专业研究生； 高级经济师	曾任公司副总经理、董事，历任广州五羊一本田有限公司董事、 副总经理、广汽丰田董事、广汽丰田发动机董事及副总经理、 广汽乘用车董事长及总经理、广汽菲克董事、广汽乘用车(杭 州)公司董事长、同方环球副董事长等职务；曾任冶钢集团有 限公司董事及总经理
李少	副总经理	男	59	595,767	272.43	华南理工大学工程学士学位； 香港公开大学工商管理硕士 学位；正高级经济师、高级工 程师	历任广州市政府汽车办计划处长，广州汽车集团投资处长兼外 经处长、办公室主任、总经理助理及副总经理，广州骏威客车 党委书记，广汽工业总经理助理和副总经理，广汽丰田董事， 广汽日野董事、执行副总经理及广汽部件董事长、五羊本田董 事长等职位
严壮立	副总经理	男	53	260,000	263.65	中南工业大学法学学士；中山 大学工商管理硕士；正高级经 济师职称	曾任公司董事、党委副书记，广汽工业集团董事，智诚实业董 事长、广汽商贸董事长、广汽丰田党委书记、广汽本田董事、 广汽部件董事长、广汽日野董事
王丹	副总经 理、财务 负责人	女	51	715,868	270.78	中山大学学士学位；中山大 学行政管理硕士学位；高级 会计师，非执业注册会计师	曾任广州骏达汽车企业集团财审处科员、广州汽车集团有限公 司财审处副处长、广汽乘用车监事会主席、广汽长丰监事会主 席、广汽新能源监事会主席、广悦资产董事长
高锐	副总经理	男	42	160,000	264.79	工商管理硕士	曾任公司资产管理部部长，中隆投资有限公司董事长、总经理， 广汽集团(香港)有限公司董事长、总经理，骏威汽车有限公 司董事、总经理
陈汉君	副总经理	男	59	274,220	270.42	华南理工大学工学学士；华南 理工大学工学硕士学位；英国 考文垂大学进修先进制造管 理技术；正高级工程师、正高 级经济师职称	曾任广州骏达汽车集团总经理助理、投资管理处处长，广州华 理汽车弹簧有限公司董事长，广州汽车技术中心总经理，广汽 日野汽车有限公司党委书记、董事、执行副总经理，广汽日野 (沈阳)汽车有限公司董事长，上海日野发动机有限公司董 事长，广汽比亚迪新能源客车有限公司董事长
睦立	董事会秘 书、公司 秘书	女	53	295,353	262.79	暨南大学工商管理硕士学位； 澳门科技大学工商管理博士 学位；高级经济师职称；广州 高层次金融人才(高级管理人 才)；特许公司治理公会资深 会士；香港公司治理公会资深 会士	曾任广州汽车集团股份有限公司证券部部长、投资部部长、 董事会办公室主任(总助级)，广汽长丰董事，广发证券股份 有限公司投行部广州区域总经理，曾在广州市人民政府办公厅 秘书处工作、任职
江秀云	总会计师	女	54		243.94	广东商学院会计系审计专业 大专学历；厦门大学经济学专 业大学学历	曾任本公司职工代表监事、合规本部副部长、风险控制部部 长、审计部部长(总助级)，广州智诚实业有限公司监事会主 席、广州广悦资产管理有限公司监事会主席、广州市审计局财 政税务审计处处长

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

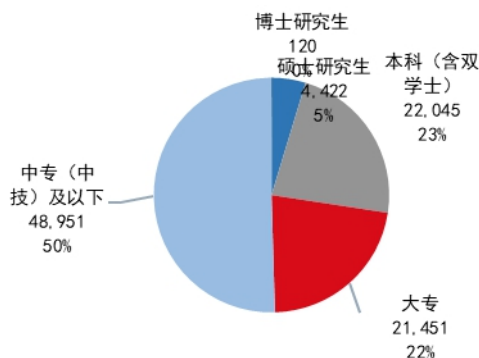
**公司员工结构合理，研发团队质量高。**截至2021年末，集团全体员工合计近10万人，其中生产人员占60%，与之相匹配的大专及以下学历员工占72%，员工结构较为合理，符合整车企业基本情况。公司总人数的17.31%为研发人员(共5,529名)，其中本科及以上学历占比接近90%，硕士及以上学历占37%，30-40岁的研发人员为主力军(占比66%)，研发团队质量较高。

图3: 广汽集团按专业划分员工结构



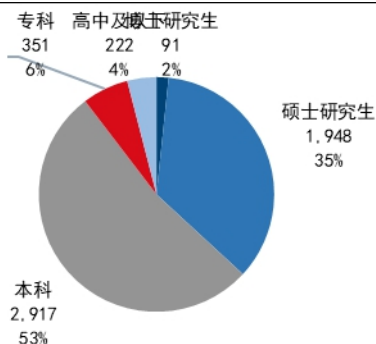
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 广汽集团按学历划分员工结构



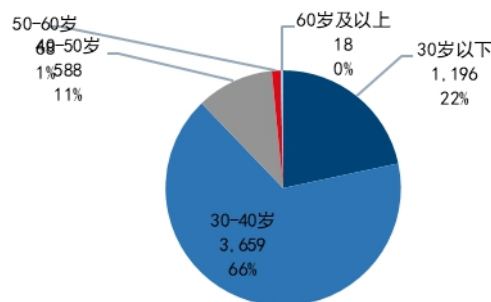
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 广汽集团按学历划分研发人员结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 广汽集团按年龄划分研发人员结构

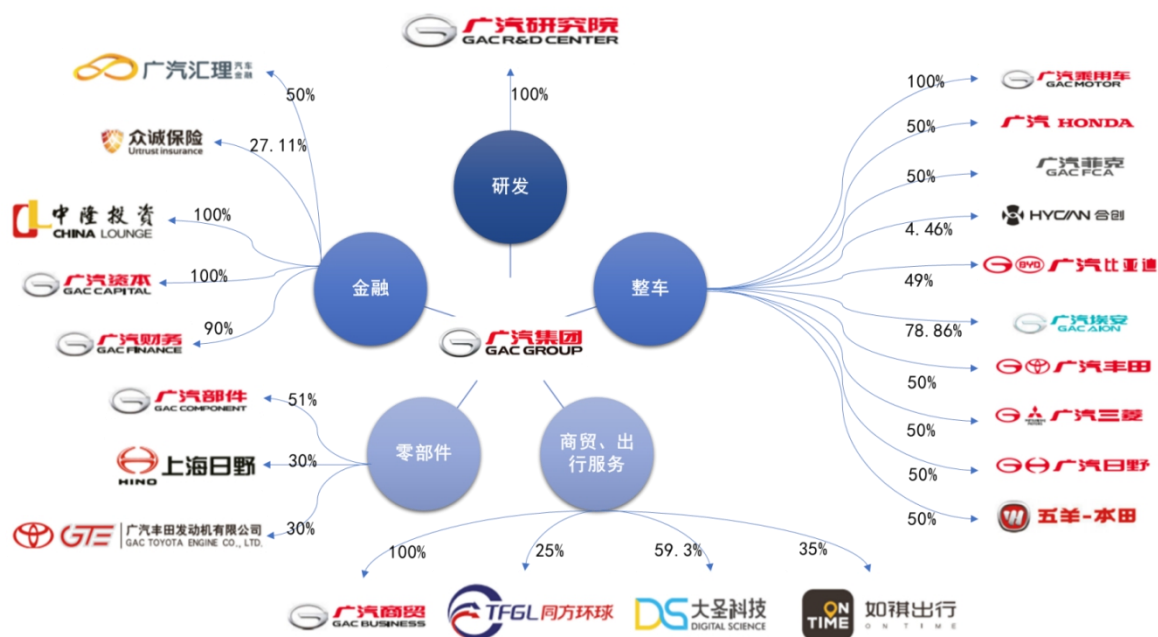


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 整车业务为公司营收支柱, 合资品牌为公司盈利基石

**五大业务板块协同互补。**公司目前已形成研发、整车(汽车、摩托车)、商贸出行服务、零部件和金融五大业务, 各业务板块优势互补, 构成完整的汽车产业链闭环。**整车业务**以乘用车为主, 既包括本田、丰田等传统合资品牌, 又不乏传祺、埃安等优势自主品牌。**商贸出行服务**主要通过广汽商贸、如祺出行等公司开展汽车销售、汽车后市场和移动出行等业务。**零部件业务**通过控股、参股部分供应商为集团整车提供发动机、变速器等零部件配套。**金融业务**在投资、保险、融资租赁、汽车信贷等领域有所布局。**研发业务**方面, 公司以广汽研究院为主体, 进行整车产品、常规动力总成、关键技术与核心零部件开发以及先导性技术研究。

图7：广汽集团五大业务板块形成汽车产业链闭环



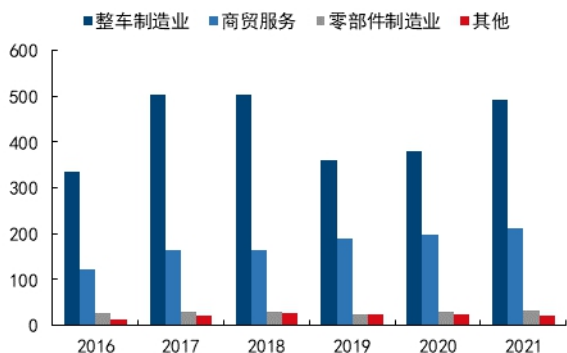
资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理 注：图中数据均为广汽集团直接持股比例

### 整车业务为公司营收支柱，合资品牌为公司盈利基石

1) **从收入角度看：**2021 年公司营业收入 757 亿元，近 8 年复合增长率为 19%。整车业务是公司的基本盘，2021 年整车制造业/商贸服务/零部件制造业/其他的营业收入分别为 492/211/32/22 亿元，分别占比 65%/28%/4%/3%。公司整车业务收入来自传祺和埃安两大自主品牌贡献，合资品牌的营业收入不作并表处理。2021 年广汽集团旗下品牌广汽丰田/广汽本田/广汽乘用车（传祺+埃安）/其他销量分别约 83/78/44/9 万辆，分别占比 39%/36%/21%/4%，表外的合资品牌贡献近 80% 销量。

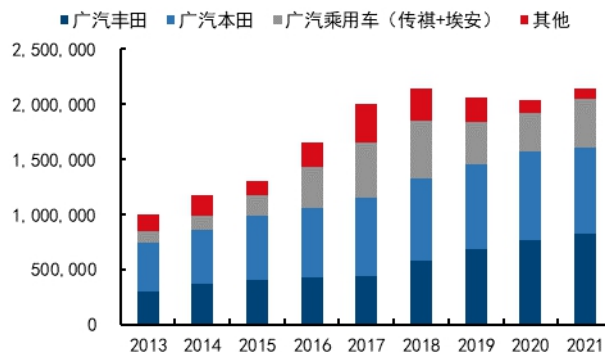
2) **从利润角度看：**受 2017-2018 年我国汽车产销量见顶回落、上游原材料成本攀升、公司自主品牌研发支出增加等原因拖累，近年来公司自主品牌整车业务毛利率大幅下降至 5% 以下。2021 年公司归母净利润 73 亿元，近 8 年复合增长率 13%。2021 年整车制造业/商贸服务/零部件制造业/其他的毛利分别为 20/13/2/12 亿元，分别占比 44%/28%/4%/25%，表内业务处于亏损状态，公司盈利主要靠合资品牌带来的投资收益维持，2021 年投资收益占归母净利润的比重达 161%。

图8: 广汽集团主要业务各年度营业收入 (亿元)



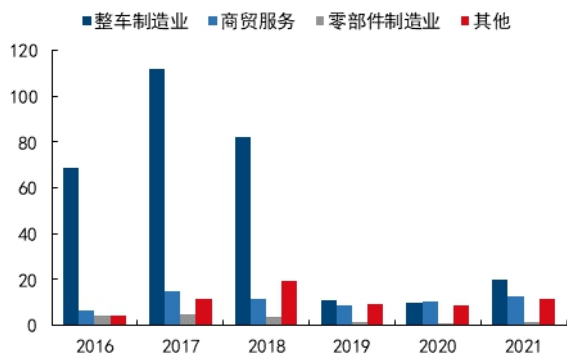
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 广汽集团主要整车品牌各年度销量 (辆)



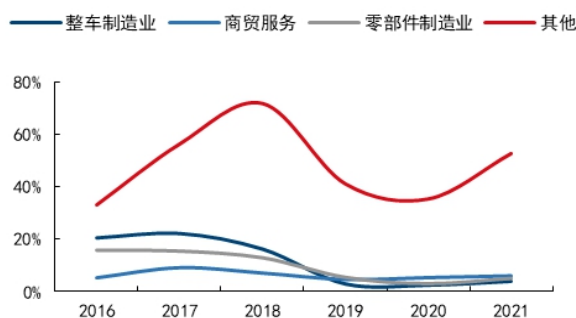
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 广汽集团主要业务各年度毛利 (亿元)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 广汽集团主要业务各年度毛利率



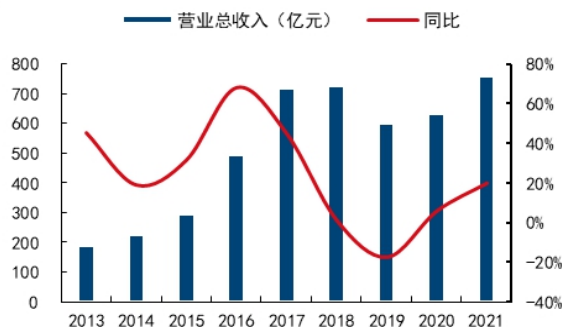
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

## 合资贡献稳定收益, 自主恢复盈利可期

### 业绩中长期保持高速增长, 规模处于国内第二梯队

营收利润同步增长, 广汽自主销量持续发力。2021 全年公司营收 756.76 亿元, 同比增长 20%, 归母净利润 73.35 亿元, 同比增长 23%。中长期维度看, 公司业绩亦保持高速增长, 2013-2021 年公司营收 CAGR 为 19%, 归母净利润 CAGR 为 13%。

图 12: 广汽集团年度营业总收入及同比



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

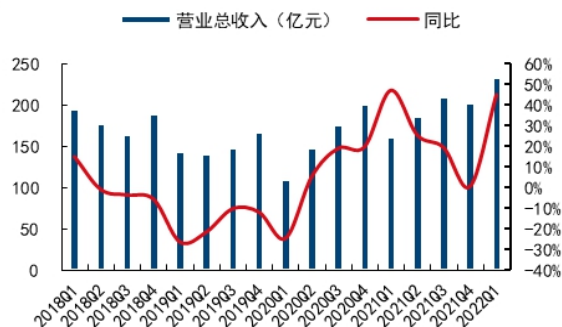
图 13: 广汽集团年度归母净利润及同比



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

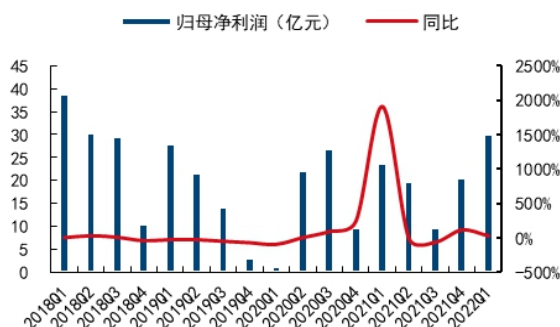
**连续两个季度盈利同环比均高增长。**分季度看，2021 年四季度公司营收 201.63 亿元，同/环比增长 1%/-4%，归母净利润 20.51 亿元，同/环比增长 113%/117%；2022 年一季度公司营收 232.68 亿元，同/环比增长 46%/15%，归母净利润 30.09 亿元，同/环比增长 27%/47%。公司一季度收入大幅增长主要因为自主品牌销量喜人，埃安新能源车销量同比增长 1.5 倍，净利润大幅增长主要由于合营/联营企业的投资收益（主要来源于广汽丰田、广汽本田）大幅增加。

图 14: 广汽集团季度营业总收入及同比



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

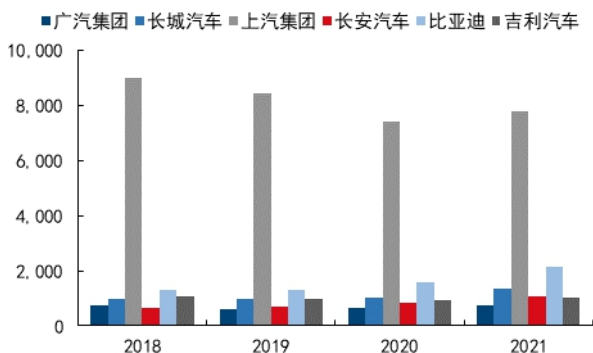
图 15: 广汽集团季度归母净利润及同比



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

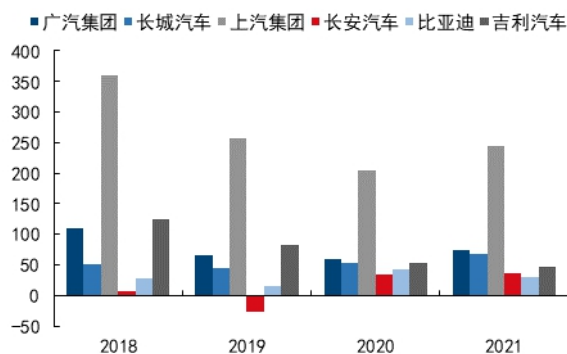
**营收体量处于第二梯队，归母净利润仅次于上汽集团。**从营业收入的维度看，由于公司的合营和联营企业的营业收入不纳入合并报表，因此营收体量相对较小，但仍保持在第二梯队的水平。从归母净利润的维度看，公司并表的投资收益贡献较多盈利，2020 年以来归母净利润在国内乘用车厂商中排名第二，仅次于上汽集团。

图 16: 国内主要乘用车企业营业收入对比 (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 17: 国内主要乘用车企业归母净利润对比 (亿元)

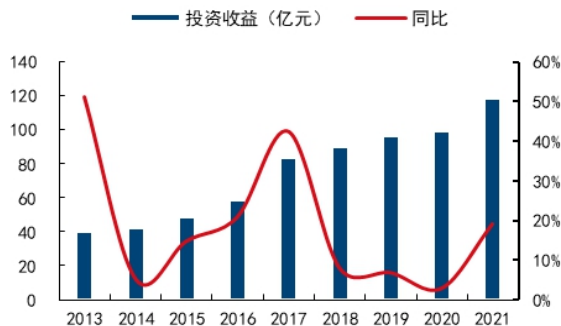


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 投资收益贡献稳定盈利, 自主毛利率稳中有升

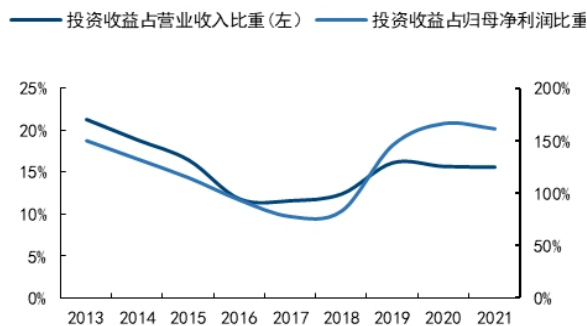
**投资收益稳定增长, 贡献公司主要盈利。**2021 全年公司投资收益 118.14 亿元, 同比增长 19%, 占营业收入/归母净利润比例分别为 16%/161%。分季度看, 2021 年四季度公司投资收益 35.30 亿元, 同比增长 57%, 环比增长 98%, 占营业收入/归母净利润比例分别为 18%/172%; 2022 年一季度公司投资收益 42.27 亿元, 同比增长 23%, 环比增长 20%, 占营业收入/归母净利润比例分别为 18%/140%。**2013-2021 年公司投资收益 CAGR 为 15%, 主要源于广汽丰田和广汽本田等重要合资公司, 近 8 年投资收益占归母净利润比重均值为 125%。**

图 18: 广汽集团年度投资收益及同比



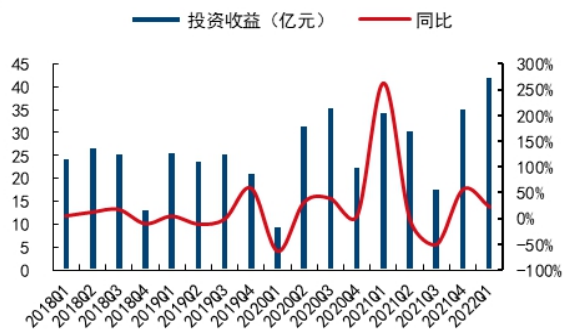
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 19: 广汽集团年度投资收益占营收及归母净利润比重



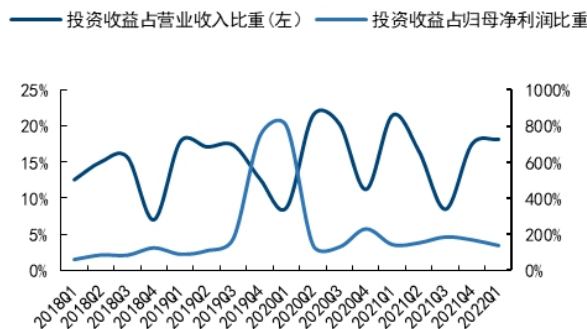
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图20：广汽集团季度投资收益及同比



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图21：广汽集团季度投资收益占营收及归母净利润比重



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

表2：2021年广汽集团七家重要合营企业主要情况

合营企业	收入总额 (亿元)	收到来自合营企业的股利 (亿元)	持股比例
广汽丰田	1294.65	57.01	50%
广汽本田	1148.10	37.10	50%
广汽三菱	82.72	0.00	50%
五羊本田	59.54	0.91	50%
广汽汇理	43.47	2.00	50%
广汽菲克	38.61	0.00	50%
广汽日野	7.12	0.00	50%
合计	2674.20	97.02	-

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

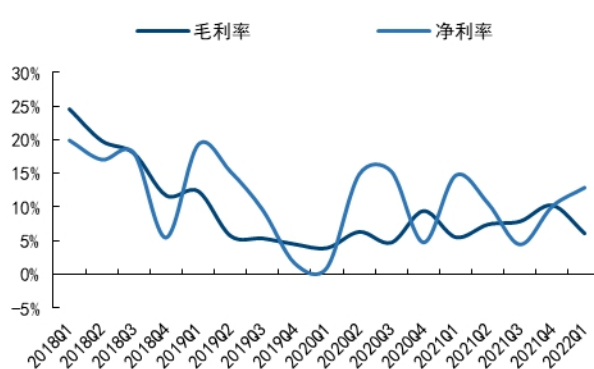
**毛利率和净利率稳中有升。**2021 全年公司毛利率为 7.9%，同比提高 1.4 个百分点，净利率为 9.7%，同比提高 0.2 个百分点。分季度看，2021 年四季度公司毛利率为 10.3%，同/环比提高 0.8/2.4 个百分点，净利率为 10.2%，同/环比提高 5.4/5.6 个百分点；2022 年一季度公司毛利率为 6.1%，同比提高 0.6 个百分点，环比降低 4.2 个百分点，净利率为 12.9%，同比降低 1.8 个百分点，环比提高 2.8 个百分点。在缺芯和原材料涨价等背景下，2021 年公司毛利率和净利率提高，主要得益于自主品牌车型产销量增长，实现规模效益。

图22：广汽集团年度毛利率及净利率



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

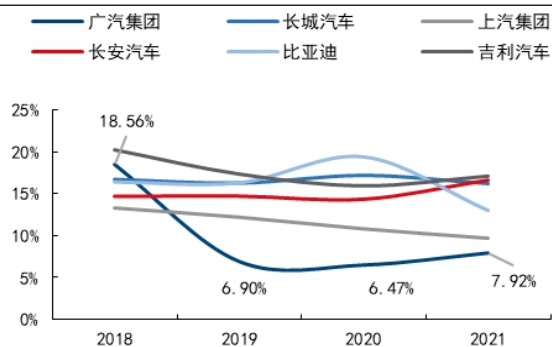
图23：广汽集团季度毛利率及净利率



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

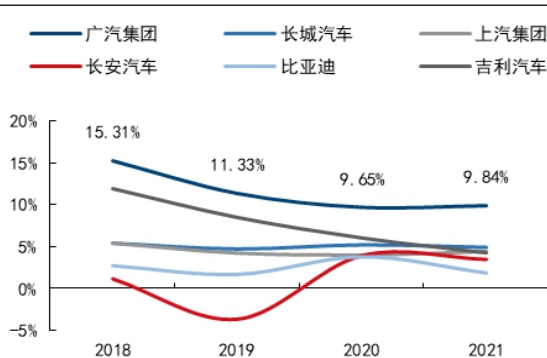
**多重因素致毛利率低于行业均值，净利率始终保持行业领先地位。**横向比较来看，公司毛利率 2018 年在主要乘用车企业中最高，而 2019-2021 年为行业最低，主要受产销量减少、降价促销增多、新能源车补贴退坡以及原材料成本提高等因素综合影响。净利率方面，公司始终处于行业领先地位，比行业平均水平高 4 个百分点以上，主要由于公司合资品牌广汽丰田、广汽本田盈利能力出色，并表带来的投资收益提高公司净利率水平。

图24：国内主要乘用车企业毛利率对比



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图25：国内主要乘用车企业净利率对比

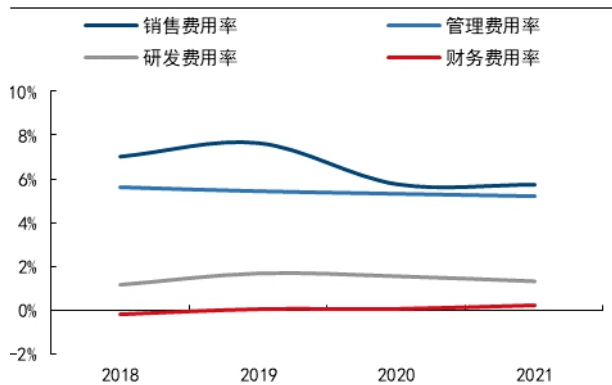


资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

**费用管控良好，期间费用率将受益于规模效应而下降**

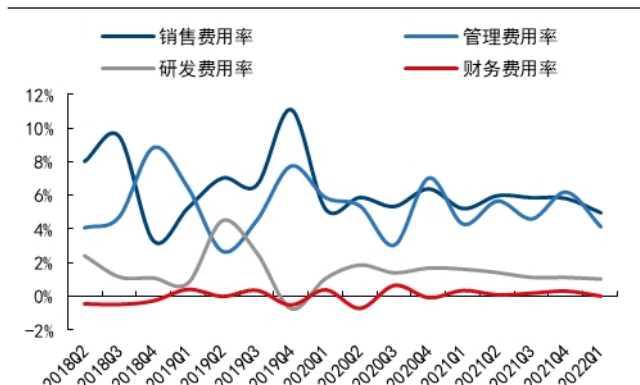
**纵向来看，期间费用率稳中有降。**2021 全年公司期间费用率为 12.5%，同比降低 0.2 个百分点，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.7%/5.2%/1.3%/0.2%，同比分别变动+0.0/-0.1/-0.2/+0.2 个百分点。分季度看，2021 年四季度公司期间费用率为 13.4%，同/环比分别变动-1.6/1.7 个百分点，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.8%/6.2%/1.1%/0.3%，同比分别变动-0.6/-0.8/-0.6/+0.4 个百分点，环比分别提高 0.0/1.6/0.0/0.1 个百分点；2022 年一季度公司期间费用率为 10.1%，同/环比分别降低 1.3/3.3 个百分点，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.0%/4.1%/1.0%/0.0%，同比分别降低 0.2/0.2/0.6/0.3 个百分点，环比分别降低 0.9/2.1/0.1/0.3 个百分点。**公司业务稳定发展，期间费用保持与营收体量同步的增长节奏，期间费用率随规模效应逐渐显现而稳中有降。**

图26: 广汽集团年度期间费用率



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

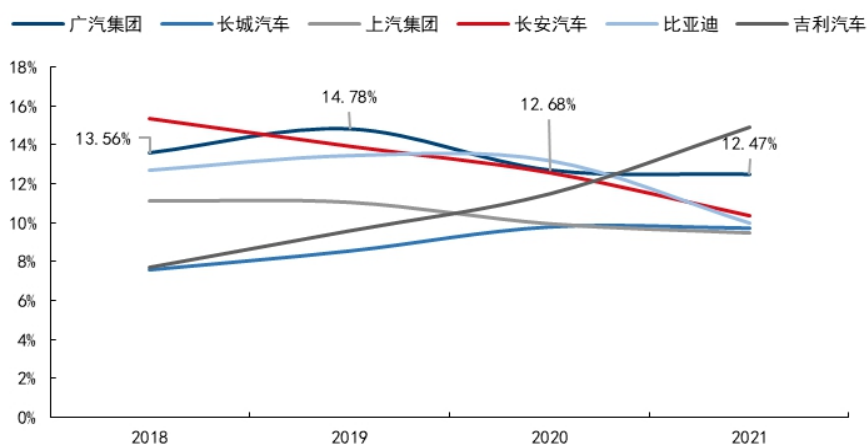
图27: 广汽集团季度期间费用率



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

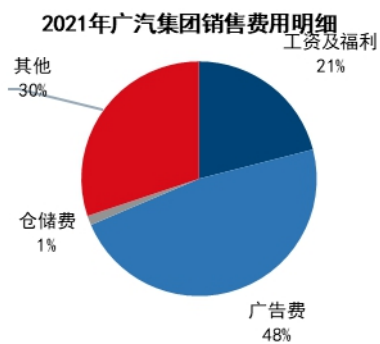
**横向来看，公司期间费用率高于行业平均水平。**2018-2021年，公司期间费用率均高于行业平均水平，主要是因为公司销售费用和管理费用率较高。1) **销售费用方面**，公司销售费用主要投放于广告费和销售人员工资福利，2021年占营业收入比重分别为2.73%和1.20%，均为主要乘用车厂商中最高。截至2021年底，公司共有6,059名销售人员，占员工总数的6.25%，为主要乘用车厂商中最高。2) **管理费用方面**，公司管理费用主要来自管理人员工资福利和折旧摊销，2021年占营业收入比重分别为2.73%和1.20%，均高于行业平均水平，主要由于行政管理员工人均薪酬较高，公司产销规模效应仍有提升空间等。

图28: 国内主要乘用车企业期间费用率对比



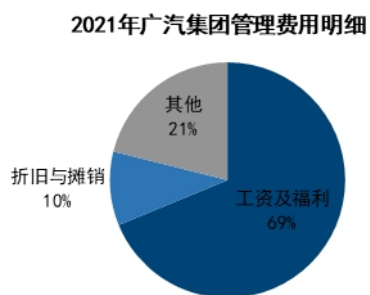
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 29：2021 年广汽集团销售费用构成



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图 30：2021 年广汽集团管理费用构成



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

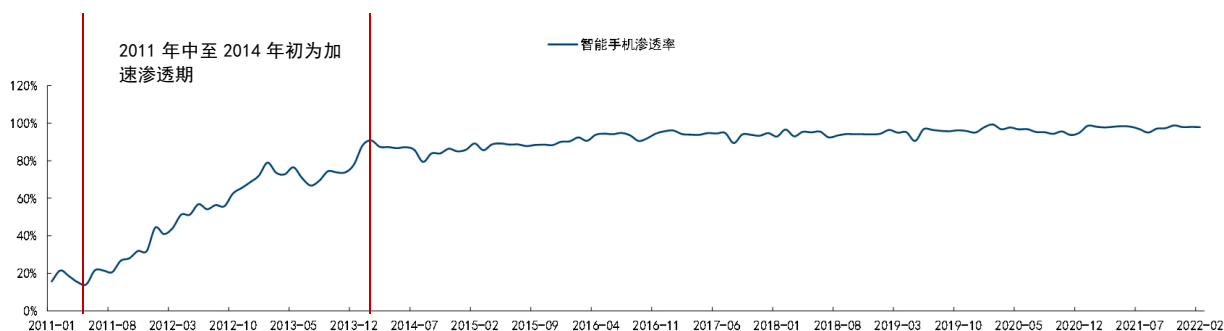
## 新能源与高性价比车市共振，广汽将全面受益

### 新能源车加速渗透，消费结构有望转变

#### 新能源汽车消费主力逐渐转为普通居民

回顾智能手机的发展历程，在渗透率超过 20%后，一方面智能机会进入加速渗透阶段，另一方面消费主力会从技术极客、科技爱好者转向普通居民，大规模渗透在一定程度上依赖于高性价比的平价机型涌现。2011 年 1 月至 2022 年 2 月，中国的智能手机渗透率从 16%增长至 98%。其中，2011 年 2 月智能手机的渗透率首次超过 20%，并在随后几个月于 20%上下波动。2011 年 6 月，智能手机渗透率再度超过 20%后，一路走高，呈现出明显的加速渗透趋势。

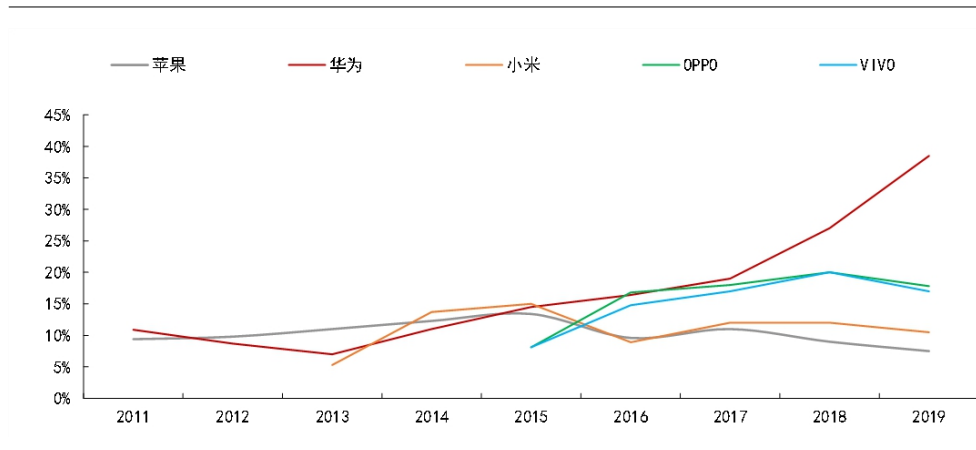
图 31：中国智能手机渗透率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

伴随着智能手机的加速渗透，智能手机行业的出货主力也在发生变化。2011 年之前，智能手机行业正处于早期导入阶段，此时的主力消费人群往往是购买力较强的科技爱好者，有能力为先进的智能手机产品支付高溢价。因此，软硬件全面自研、综合实力最强、品牌定位最高端的苹果作为出货主力，引领行业前行。2011 年以后，行业进入高速增长阶段，智能手机进入普通消费者的视野，行业出货量增长的主要贡献者明显转变。

图32: 2011-2019 中国智能手机厂商市场份额变化

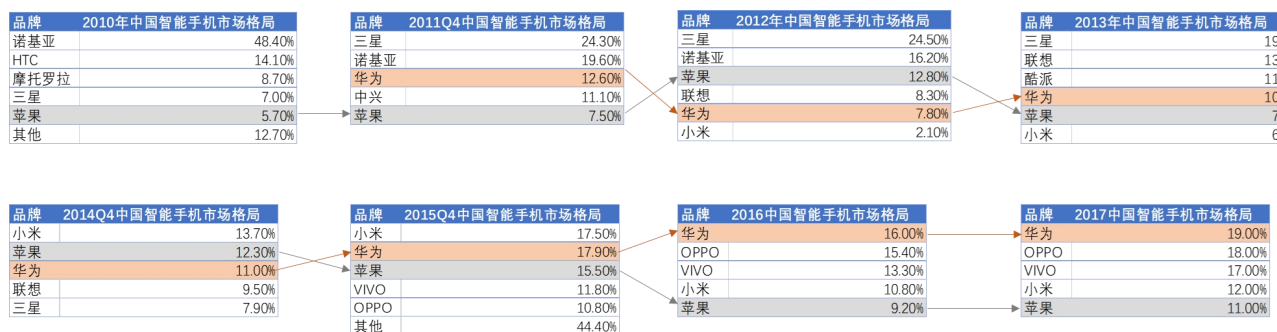


资料来源: IDC, Counterpoint, Gartner, 国信证券经济研究所整理

由于普通消费者对于科技潮流的追求没有那么极致, 细分需求又较为多样, 品牌定位相对亲民、产品性价比相对较高、细分市场客户相对明确的追随者们在这一时期出货量迅速增长。

这一时期, 受益于传统手机巨头衰落、智能手机市场整体高速扩张, 苹果在中国市场的出货量与市场份额总体仍然提升, 但市占率排名却波动向下。早期的“中华酷联”, 后期的“华米OV”, 本土品牌在这一时期的出货量与市占率增长更快, 在销售规模方面成为行业扩张的主要贡献力量。

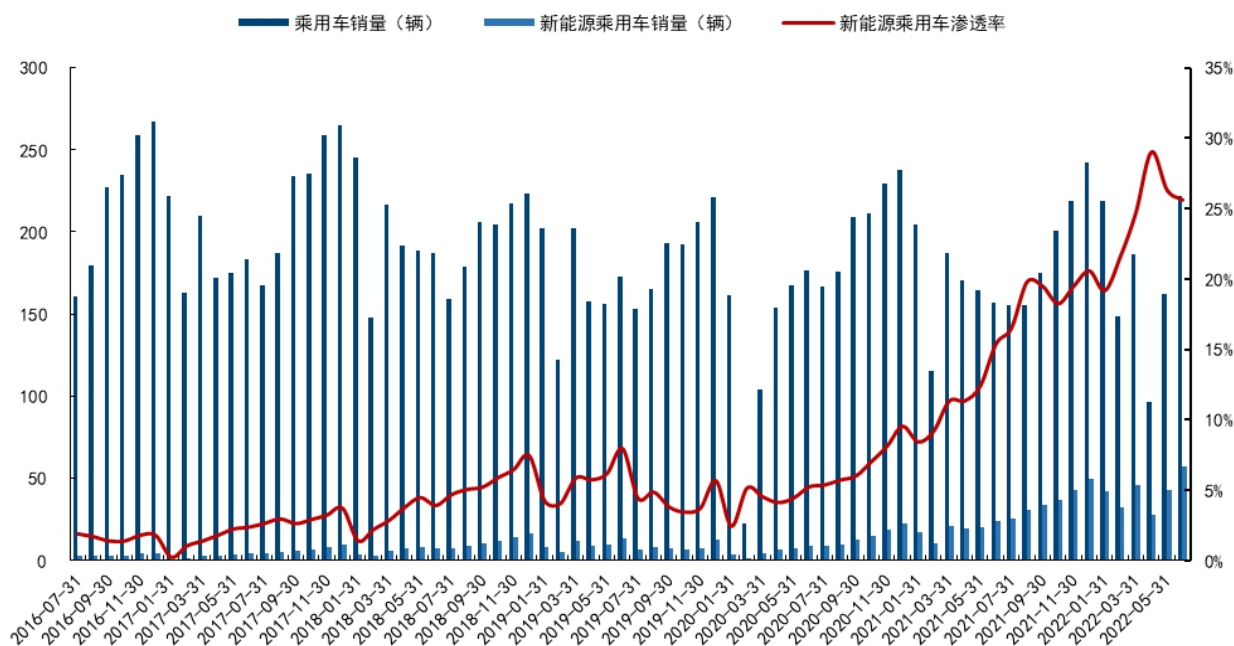
图33: 2010-2017 中国智能手机市占率排名



资料来源: IDC, GFK, Counterpoint, Trendforce, 国信证券经济研究所整理

根据中汽协的数据, 2021 年 12 月, 中国的新能源乘用车渗透率首次超过 20%, 达到 20.57%。截至 2022 年 6 月, 中国的新能源乘用车渗透率已达到 26%, 呈现出类似于智能手机的加速渗透趋势。

图34：中国新能源乘用车销量及渗透率



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

类似于智能手机在加速阶段所表现的行业出货特点，2022年以来，伴随着新能源乘用车的加速渗透，定位相对中高端、产品主打性价比、面向广大普通消费者的广汽埃安和比亚迪销量与市占率都呈波动上升趋势（2022年1月底销量下降是由于春节假期，2022年4月初销量下降是由于上海疫情影响全行业的生产与交付）。

图35：2022年以来广汽埃安周度交付量及市占率



资料来源：交强险，国信证券经济研究所整理

图36：2022年以来比亚迪周度交付量及市占率



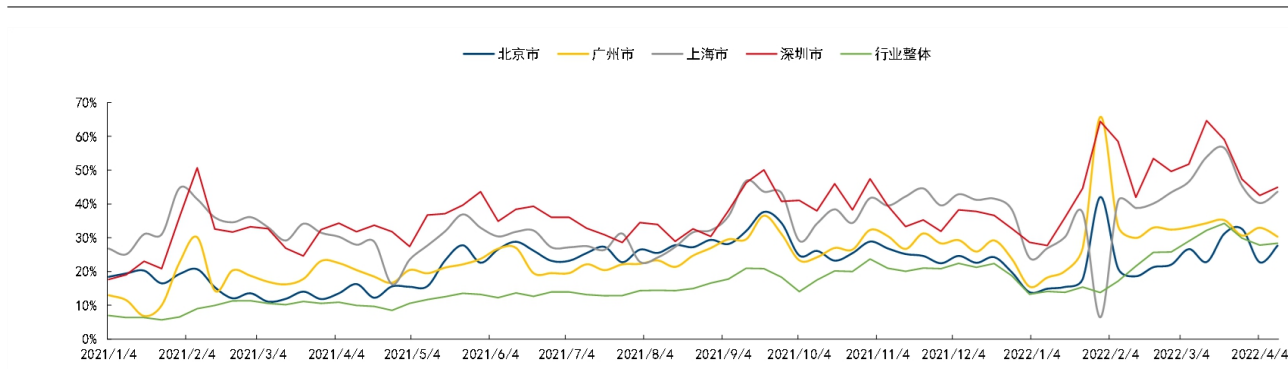
资料来源：交强险，国信证券经济研究所整理

### 一线城市渗透率已较高，三四线城市仍有较大提升空间

根据交强险的数据，2021年1月第1周至2022年4月第2周，国内新能源乘用车的渗透率已从7%提升至28%，增长了21个百分点。其中，北京/上海/广州/深圳四大一线城市的渗透率，分别从18%/27%/13%/18%提升至28%/44%/30%/45%，分别提升了10/17/17/27个百分点。受限于充电基础设施建设、城市电网载荷能力、

人口密度与交通拥挤程度、部分消费者更偏爱燃油车等因素，我们认为四大一线城市的新能源乘用车渗透率已达阶段性高峰，后续增速可能放缓，对整个市场的增量贡献也难以进一步提高。

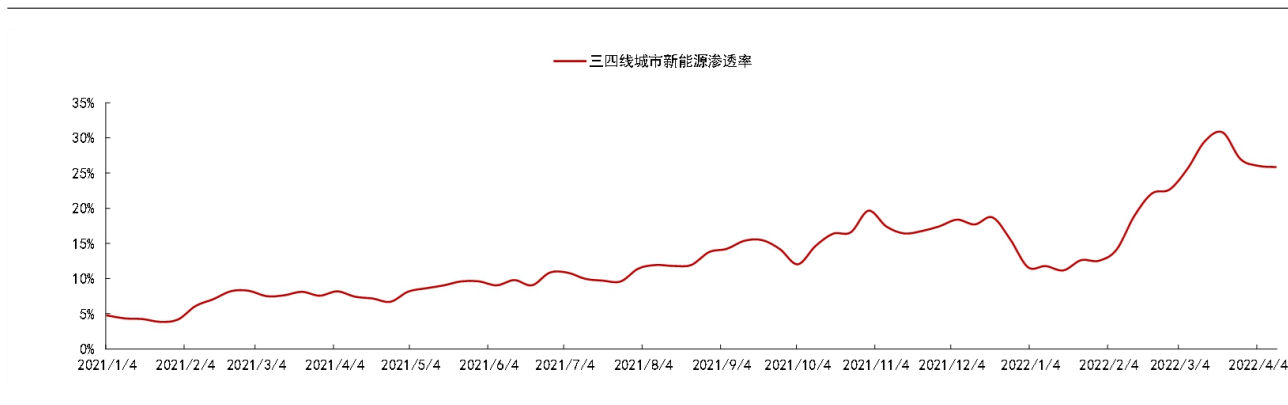
图 37: 国内一线城市及行业整体新能源乘用车渗透率



资料来源：交强险，国信证券经济研究所整理

排除北京、上海、广州、深圳、成都、杭州、重庆、西安、苏州、武汉、南京、天津、郑州、长沙、东莞、佛山、宁波、青岛、沈阳共 19 个全国主要一二线城市，国内三四线城市的新能源乘用车渗透率从 2021 年 1 月第 1 周的 5% 增长到了 2022 年 4 月第 2 周的 26%，并一度于 2022 年 3 月第 3 周达到 31% 的阶段性峰值。进入 2022 年以来，三四线城市的新能源乘用车渗透率从 2022 年 1 月第 1 周的 12% 大幅提升至 2022 年 4 月第 2 周的 26%，大约 4 个月的时间提升了 14 个百分点，呈现出明显的加速提升趋势。考虑到目前三四线城市的新能源乘用车渗透率距离一线城市仍有较大差距（大约 2-19 个百分点），并且三四线城市的人口密度相对较低、交通拥挤程度相对较轻，我们认为往后几年三四线城市的新能源乘用车需求有望迎来较大幅度的增长，成为国内新能源乘用车销售增量的重要贡献力量。

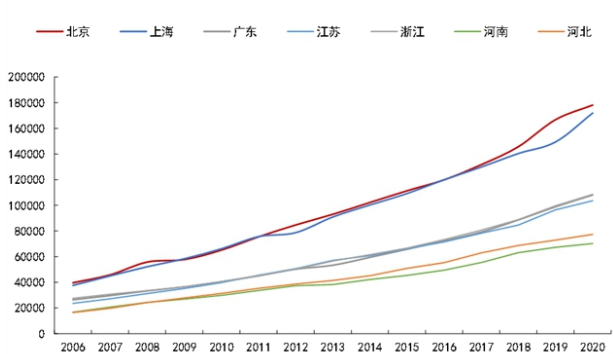
图 38: 国内三四线城市新能源乘用车渗透率



资料来源：交强险，国信证券经济研究所整理

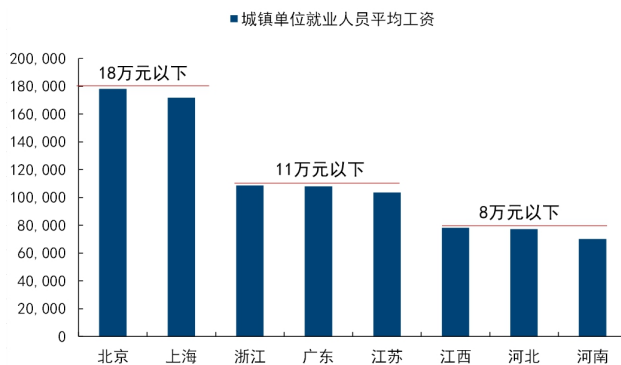
从居民收入来看，2020 年，以北京/上海为代表的一线城市城镇单位就业人员平均工资分别为 18/17 万元，而经济较发达省份广东/江苏/浙江的城镇单位就业人员平均工资分别为 11/10/11 万元，为北京、上海的大约 60%。更进一步看，经济发展水平相对普通的河北/河南/江西的城镇单位就业人员平均工资为 8/7/8 万元，为经济发达省份的大约 80%，为北京上海的大约 45%。

图39: 城镇单位就业人员平均工资 (元)



资料来源: 国家统计局, choice, 国信证券经济研究所整理

图40: 城镇单位就业人员平均工资 (元)



资料来源: 国家统计局, choice, 国信证券经济研究所整理

收入水平差异直接带来了乘用车的消费偏好差异, 一线城市的畅销车型均价大约比普通省份高 15-17 万元。根据交强险的数据, 2021 年北京/上海两个一线城市上牌量最高的 10 款车型加权平均售价分别为 27/26 万元, 起售价在 20 万元以上的豪华车型分别有 4/4 款, 其中特斯拉 Model Y、特斯拉 Model 3、比亚迪汉 EV 在两个城市同时上榜。河北/河南两个经济实力较为普通的省份上牌量最高的 10 款车型的加权平均售价分别为 11/10 万元, 没有一款车型的起售价超过 15 万元, 起售价超过 10 万元的车型分别有 3/3 款。

图41: 2021 年北京、上海、河南、河北上牌量前十名的车型及均价

2021北京上牌前十名	售价 (万元)	平均价 (万元)	销量 (辆)	2021上海上牌前十名	售价 (万元)	平均价 (万元)	销量 (辆)
BEIJING-EU5 PLUS	12.99-14.99	13.99	16,586	Model Y	31.69-41.79	36.74	27,432
Model Y	31.69-41.79	36.74	12,321	Model 3	29.10-36.79	32.95	23,812
Altima	17.98-26.98	22.48	7,976	荣威 eRX5	15.28-16.28	15.78	11,963
奥迪 A6	30.80-54.17	42.49	7,938	朗逸	9.99-15.89	12.94	11,957
汉 EV	21.48-32.98	27.23	7,688	荣威 Ei5	14.48-15.88	15.18	9,881
Model 3	29.10-36.79	32.95	7,483	英朗GT	11.99-12.59	12.29	9,743
GLC级	40.25-47.68	43.97	7,420	君威	19.68-24.98	22.33	8,933
帕萨特	17.99-25.09	21.54	7,055	ES6	35.80-52.60	44.20	7,783
宋Plus EV	18.08-19.78	18.93	6,631	ID.4 X	19.99-27.83	23.91	7,746
轩逸 经典版	9.98-17.49	13.74	6,592	汉 EV	21.48-32.98	27.23	7,681
加权平均售价 (万元)			<b>26.81</b>	加权平均售价 (万元)			<b>26.34</b>

2021河北上牌前十名	售价 (万元)	平均价 (万元)	销量 (辆)	2021河南上牌前十名	售价 (万元)	平均价 (万元)	销量 (辆)
朗逸	9.99-15.89	12.94	37,839	宏光mini	3.28-6.98	5.13	60,612
宝来	9.88-15.70	12.79	27,641	速腾	13.35-16.59	14.97	27,429
哈弗H6	9.89-15.70	12.80	27,631	朗逸	9.99-15.89	12.94	27,102
宏光mini	3.28-6.98	5.13	26,824	哈弗H6	9.89-15.70	12.80	25,069
桑塔纳	8.69-11.59	10.14	25,486	英朗GT	11.99-12.59	12.29	21,519
速腾	13.35-16.59	14.97	17,225	宝来	9.88-15.70	12.79	20,607
轩逸 经典版	9.98-17.49	13.74	14,342	小蚂蚁eQ1	7.39-9.40	8.40	16,658
英朗GT	11.99-12.59	12.29	14,083	长安 CS75 PLUS	11.79-15.49	13.64	14,840
荣威 i5	14.48-15.88	15.18	13,199	科鲁泽	8.99-12.29	10.64	14,785
哈弗M6	7.19-9.29	8.24	12,656	荣威 i5	6.79-9.99	8.39	14,461
加权平均售价 (万元)			<b>11.64</b>	加权平均售价 (万元)			<b>10.46</b>

资料来源: 交强险, 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

在新能源乘用车方面, 一线城市与经济普通省份的消费偏好差异更大, 北京/上海的畅销车型均价比河南/河北高 17-21 万元。上牌量前十名的新能源车型中, 北京/上海的单车平均售价分别为 26/30 万元, 起售价 20 万元以上的车型分别有 6/6 款; 河北/河南的单车平均售价为 9/9 万元, 起售价在 20 万元以上的车型分别有 1/1 款, 都是理想 ONE。

图42：2021年北京、上海、河南、河北新能源上牌量前十名的车型及均价

2021年北京上牌量前十名的新能源车型	售价 (万元)	平均售价 (万元)	销量 (辆)	2021年上海上牌量前十名的新能源车型	售价 (万元)	平均售价 (万元)	销量 (辆)
BEIJING-EU5 PLUS	12.99-14.99	13.99	16586	Model Y	31.69-41.79	36.74	27432
Model Y	31.69-41.79	36.74	12321	Model 3	29.10-36.79	32.95	23812
汉 EV	21.48-32.98	27.23	7688	荣威 eRX5	15.28-16.28	15.78	11963
Model 3	29.10-36.79	32.95	7483	荣威 Ei5	14.48-15.88	15.18	9881
宋Plus EV	18.08-19.78	18.93	6631	ES6	35.80-52.60	44.2	7783
秦PLUS EV	11.18-17.58	14.38	4276	ID.4 X	19.99-27.83	23.91	7746
理想 ONE	34.98	34.98	3514	汉 EV	21.48-32.98	27.23	7681
小鹏P7	23.99-42.99	33.49	3484	理想 ONE	34.98	34.98	6282
ES6	35.80-52.60	44.2	3445	荣威 ei6 MAX	13.68-18.88	16.28	5939
埃安 V	18.76-26.59	22.68	2928	EC6	36.80-52.60	44.7	5807
加权平均售价 (万元)			26.13	加权平均售价 (万元)			30.14

2021年河北上牌量前十名的新能源车型	售价 (万元)	平均售价 (万元)	销量 (辆)	2021年河南上牌量前十名的新能源车型	售价 (万元)	平均售价 (万元)	销量 (辆)
宏光mini	3.28-6.98	3.28	26824	宏光mini	3.28-6.98	5.13	60612
奔奔 EV	4.98-17.18	4.98	5420	小蚂蚁eQ1	7.39-9.40	8.4	16658
欧拉黑猫	5.98-10.28	5.98	4921	欧拉黑猫	5.98-10.28	8.13	14182
秦PLUS DM-i	11.18-15.18	11.18	3886	奔奔 EV	4.98-17.18	11.08	10993
科莱威	4.50-6.00	4.5	3644	荣威 Ei5	14.48-15.88	15.18	6417
理想 ONE	34.98	34.98	3319	哪吒V	6.59-12.38	9.49	6129
小蚂蚁eQ1	7.39-9.40	7.39	2401	思皓E10X	6.99-7.99	7.49	6103
欧拉好猫	12.79-15.79	12.79	2394	理想 ONE	34.98	34.98	5957
元 EV	8.99-13.99	8.99	2113	秦PLUS DM-i	11.18-15.18	13.18	5442
宋Plus DM-i	15.28-20.58	15.28	1869	零跑 T03	7.39-8.99	8.19	4635
加权平均售价 (万元)			9.44	加权平均售价 (万元)			8.8

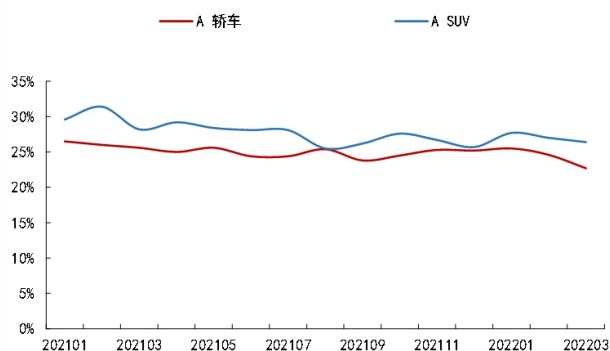
资料来源：交强险，汽车之家，国信证券经济研究所整理

我们认为，国内的一线城市、经济发达省份与经济普通省份之间的城镇单位平均工资存在着明显的阶梯式差距，新能源乘用车的增量主力从一线城市向三四线城市转移，可能伴随着由收入水平差异带来的消费偏好差异。相较于品牌定位较高、科技感较强的车型，品牌定位更亲民、性价比更高的车型可能更受三四线城市消费者的欢迎。

### 新能源乘用车消费结构有望从哑铃型转向橄榄型

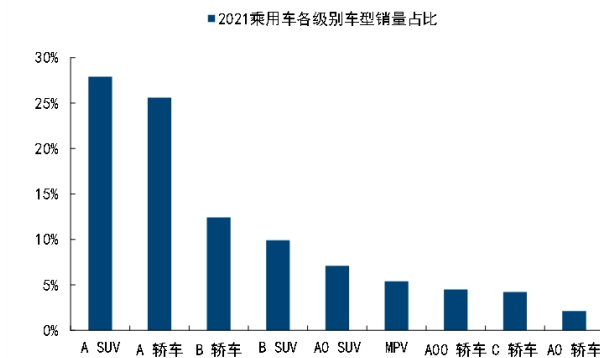
传统汽车市场总体呈橄榄型结构，以售价普遍在 10-20 万元之间的高性价比车型为销量主力，具体反映在车型级别上就是 A 级紧凑型车占比较高。这一特点符合基本的消费规律，即平价产品往往拥有最广阔的细分市场。

图43：202101-202203A 级车销量占比



资料来源：乘联会，国信证券经济研究所整理

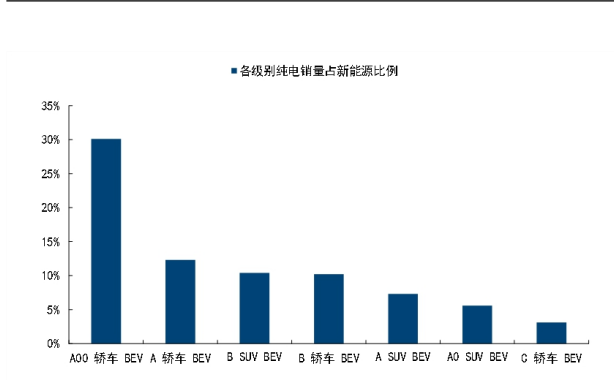
图44：2021 全年各级别乘用车销量占比



资料来源：乘联会，国信证券经济研究所整理

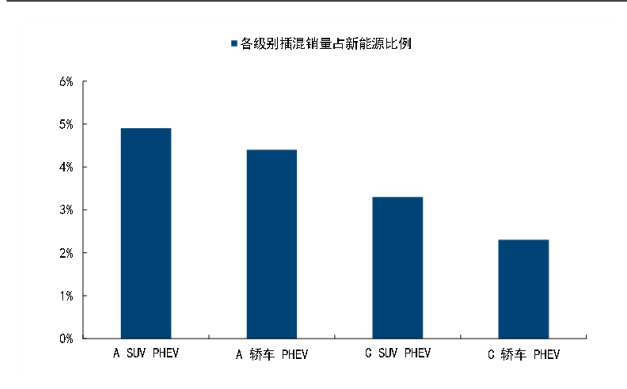
新能源乘用车则呈哑铃结构，售价在 10 万元甚至 5 万元以下的低端车型与售价在 20 万元以上的高端车型销量占比高，而中间价位段的车型占比低。造成这一现象的主要原因在于 10-20 万元价位段是传统燃油车竞争最激烈、性价比最高的价位段，早期的电动车受制于成本及产品力问题难以在这一区间有效替代燃油车。

图45: 2021年各级别BEV占新能源销量比例



资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所整理

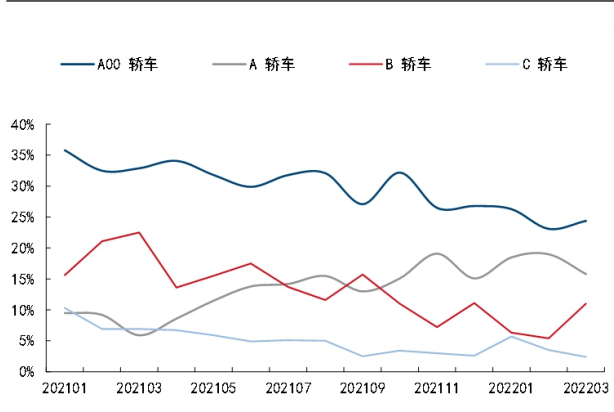
图46: 2021年各级别PHEV占新能源销量比例



资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所整理

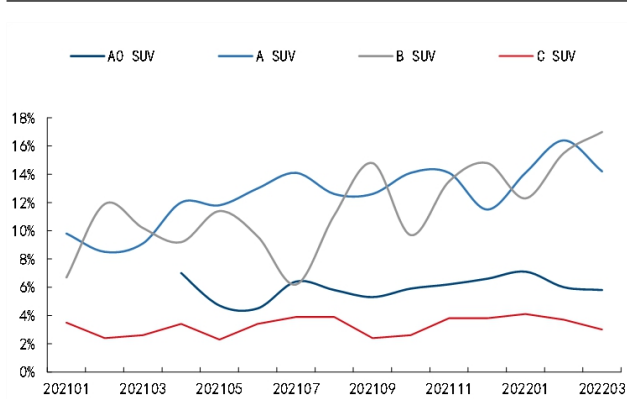
2020年以来, 新能源汽车的补贴大幅退坡, 行业由政策驱动转向市场驱动, 整车厂普遍加强成本管控、提高产品性价比。种种利好因素促进新能源乘用车成本下降、性价比提升, 新能源乘用车有望在10-20万元价位段市场具备越来越强的竞争力。从实际销售结构来看, 伴随着平价车型的产品力提升, 新能源乘用车的销售结构呈现明显的从哑铃型向橄榄型转型的趋势。A00级别的微型车和C级中大型车的占比逐渐下降, A级紧凑型车的占比持续提升, 新能源乘用车的销量结构在向传统燃油车靠拢。

图47: 各级别新能源轿车销量占比变化



资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所整理

图48: 各级别新能源SUV销量占比变化



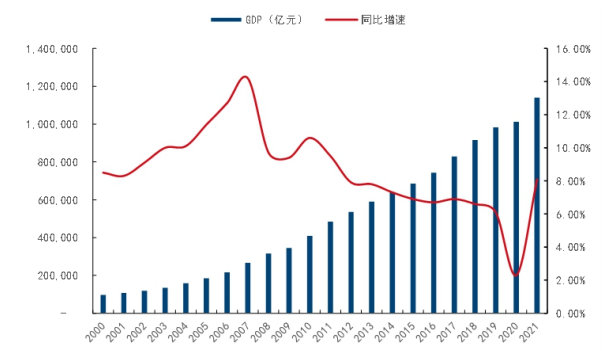
资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所整理

## 经济下行叠加政策刺激, 高性价比车型将迎来爆发期

### 宏观经济增速放缓, 新常态下高性价比车型迎利好

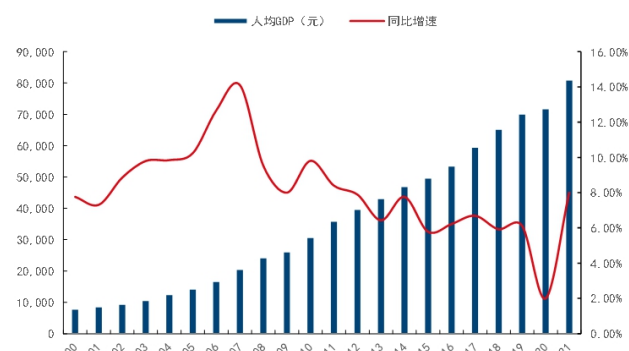
从经济总量来看, 2000-2021年, 中国的GDP从10万亿元增长至114万亿元, 年均复合增长率12.29%。同时, GDP同比增速逐步放缓, 自2007年达到14.20%的峰值后波动下滑, 自2011年开始降至个位数, 并于2020年受疫情影响, GDP增速降至2.30%的低谷。2000-2021年, 中国的人均GDP从7,846元增长至80,976元, 年均复合增速11.76%。人均GDP的同比增速相较于GDP下降更快, 自2008年开始降至个位数, 并于2020年降至2.00%。受益于2020年的经济基数较低, 2021年的GDP增速为8.10%, 大致相当于2011-2012年的水平。我国GDP与人均GDP增速放缓的趋势已日渐明朗, 低增速或成新常态。

图49：2000-2021年中国GDP及同比



资料来源：国家统计局，choice，国信证券经济研究所整理

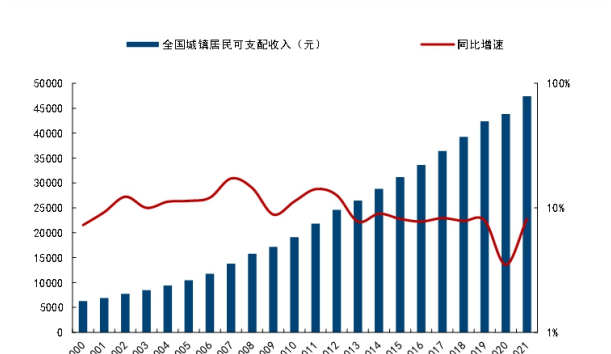
图50：2000-2021年中国人均GDP及同比



资料来源：国家统计局，choice，国信证券经济研究所整理

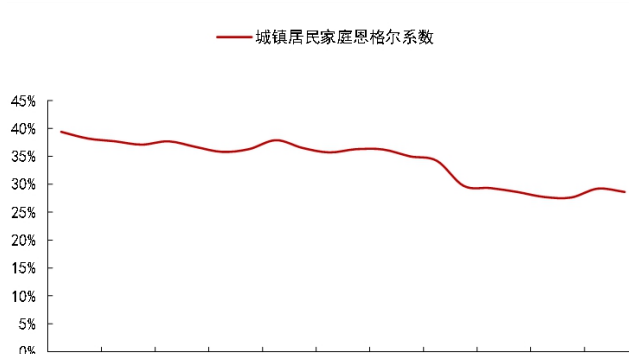
从居民收入来看，2000-2021年，我国的城镇居民可支配收入从6,280元增长至47,412元，年均复合增长率为10.10%。自2012年以后我国的城镇居民可支配收入增速已降至个位数，并于2020年低至3.48%。同时，我国城镇居民家庭的恩格尔系数自2015年起降至30%以下后，长期在28%上下波动，下降趋势明显减弱。城镇居民的可支配收入增速放缓，同时城镇居民的食物支出占比无明显下降，意味着居民可用于购买汽车等大宗可选消费品的收入有限。

图51：2000-2021年全国城镇居民可支配收入及同比



资料来源：国家统计局，choice，国信证券经济研究所整理

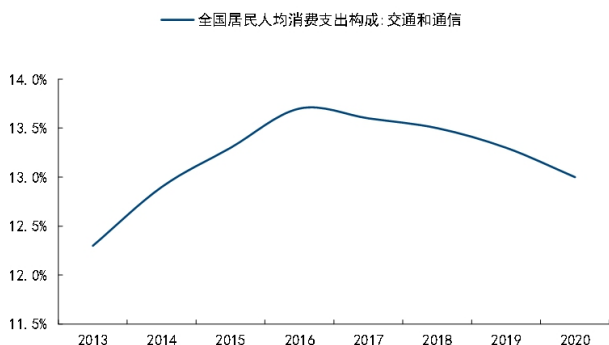
图52：2000-2021年全国城镇居民恩格尔系数



资料来源：国家统计局，choice，国信证券经济研究所整理

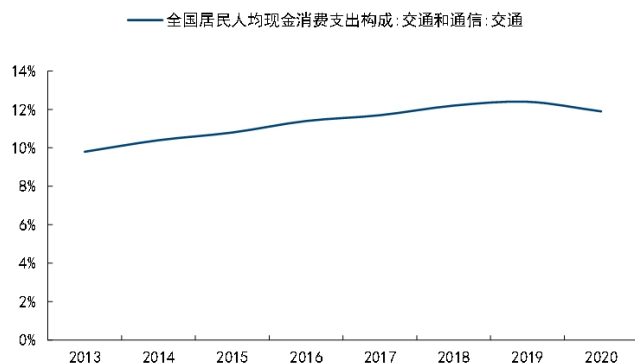
从人均消费来看，全国居民人均消费支出构成（交通和通信）于2013-2016年从12.3%增长至13.7%，此后持续回落，至2020年已降至13.0%。全国居民人均现金消费支出（交通）于2013-2019年从9.8%增长至12.4%，增速逐渐放缓，并于2020年回落至11.9%。普通消费者用于汽车相关消费的支出占比减少。

图53：2013-2020年全国居民人均消费支出构成



资料来源：国家统计局，choice，国信证券经济研究所整理

图54：2013-2021年全国居民人均现金消费支出构成

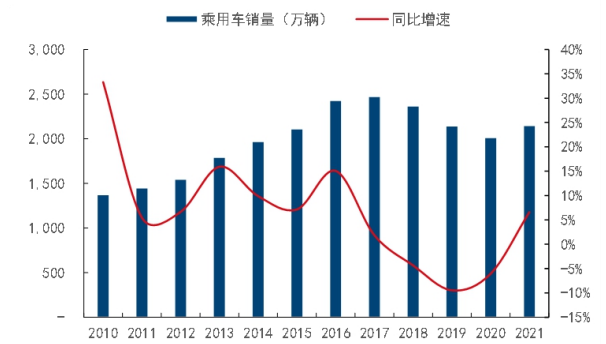


资料来源：国家统计局，choice，国信证券经济研究所整理

从乘用车销量来看，2010-2021年，中国乘用车销量从1,375万辆增长至2,147万辆，年均复合增长率为4.13%。2017-2020年，中国乘用车销量连续3年负增长，同比分别为-4.34%/-9.45%/-6.05%。受益于2020年的低基数，2021年中国乘用车销量同比增长6.61%，大约相当于2019年的水平。中国乘用车销量的增速水平相较于GDP增速，放缓的速度和程度都更加明显。

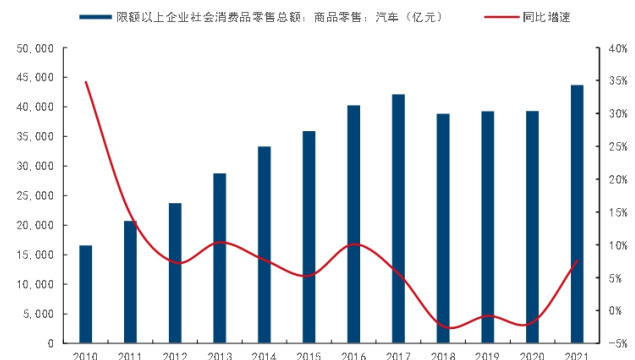
从限额以上企业社会消费品零售总额（汽车）来看，2010-2021年，中国限额以上企业社会消费品零售总额（汽车）从1.67万亿元增长至4.38万亿元，年均复合增速为9.17%。2018-2020年，限额以上企业社会消费品零售总额（汽车）连续3年负增长，至2021年转正，走势与汽车销量趋同，增速同样明显放缓。

图55：2010-2021年中国乘用车销量及同比



资料来源：国家统计局，choice，国信证券经济研究所整理

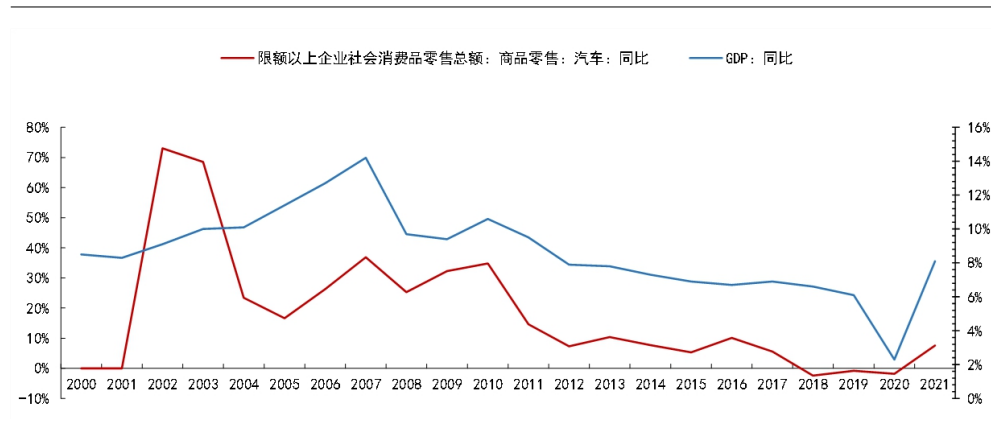
图56：2010-2021年中国限额以上企业社会消费品零售总额



资料来源：国家统计局，choice，国信证券经济研究所整理

直观来看，限额以上企业社会消费品零售总额（汽车）的增速与GDP增速的走势高度一致。在宏观经济增速放缓的背景下，汽车消费同样增长乏力，购置价格更优惠、维护使用成本更低、性价比更高的车型有望脱颖而出。

图57：社会汽车消费增速与 GDP 增速对比



资料来源：国家统计局，choice，国信证券经济研究所整理

### 购置税减征与各地方补贴政策相继出台，全面覆盖高性价比车型

受疫情等多方面因素影响，2022 年一季度国内经济下行压力大，具体到汽车行业，由于疫情封控、物流受阻、经销商停止经营活动等，产业供需两端持续承压，汽车产销形势不容乐观。汽车作为提振消费的重要抓手，近段时间以来，从中央到地方密集出台刺激汽车消费的举措。2022 年 2 月，国务院印发《“十四五”推进农业农村现代化规划》，在第五章第六节内容中明确提到：鼓励有条件的地区开展农村家电更新行动、实施家具家装下乡补贴和新一轮汽车下乡，促进农村居民耐用消费品更新换代，完善县城和中心镇充换电基础设施建设。2022 年 5 月 31 日晚财政部、税务总局发布购置税细则《关于减征部分乘用车车辆购置税的通知》，对购置日期在 2022 年 6 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日期间内且单车价格（不含增值税）不超过 30 万元的 2.0 升及以下排量乘用车，减半征收车辆购置税，惠及范围约 84%。

**表3: 我国近期相关支持政策**

序号	时间	发布主题	主要内容
1	2月11日	国务院	国务院印发《“十四五”推进农业农村现代化规划》，第六节明确提到：鼓励有条件的地区开展农村家电更新行动、实施家具家装下乡补贴和新一轮汽车下乡，促进农村居民耐用消费品更新换代，完善县城和中心镇充电基础设施建设。
2	3月23日	深圳市	增加1万个购车指标，同时对符合要求的以旧换新车主给予补贴，购买燃油车价格在30万元（含）以上奖励5000元、30万元以下奖励3000元，购买新能源汽车统一奖励5000元。
3	4月1日	山东省	对2022年符合条件的非公共领域新能源汽车最高补贴5.04万元/辆，公共领域新能源汽车最高补贴6.48万元/辆。
4	4月13日	国务院	国务院常务会议指出，鼓励汽车、家电等大宗消费，各地不得新增汽车限购措施，已实施限购的逐步增加汽车增量指标。支持新能源汽车消费和充电桩建设。
5	4月20日	晋中市	个人购车者给予补贴，全市上限1万辆。新能源车最高补贴6000元，汽油车最高补贴5000元/辆，每辆汽油车再配套奖励800元汽油消费券。
6	4月21日	商务部	商务部例行新闻发布会透露，将鼓励汽车、家电等大宗消费，深化汽车流通领域的改革，扩大二手车流通，支持新能源汽车加快发展，鼓励地方开展绿色智能家电下乡和以旧换新。
7	4月25日	国务院	国务院办公厅印发《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》提出，“巩固拓展重点领域消费，鼓励有条件的地区开展新能源汽车和智能家电下乡，推动品牌消费、品质消费进农村”。
8	4月28日	广东省	广东省政府办公厅近日印发《广东省进一步促进消费若干措施》的通知，其中包括鼓励汽车消费、推动家电消费、发放消费券等。通知称，5-6月期间，在原有基础上，广州增加3万个购车指标、深圳增加1万个购车指标，且各地不得出台限制汽车购买的措施。
9	4月28日	中山市	补贴方式分为“直接购买新汽车”、“以旧换新”和“以摩托车换汽车”三类，均按新车售价分档次给予补贴。购车最高补贴2.2万元。
10	4月29日	南昌市	南昌经开区今年安排300万元汽车消费补贴，最高补贴3000元。
11	4月30日	晋江市	晋江市政府统筹3000万元购车补贴资金，消费者到晋江指定商家购车，除享受企业促销优惠外，还可获得每辆车3000元或6000元的补贴。
12	4月30日	沈阳市	沈阳市政府投入资金1亿元，补贴各区间分别为2000元、3000元、5000元。汽车消费补贴实行先到先得，发完即止。
13	5月3日	海口市	对在海口市完成机动车上牌的购车者进行补贴。其中通过以旧换新方式、直接购置、通过团购购置发放汽车消费券，最高5000元。
14	5月7日	汕头市	汽车补贴总额限定为500万元，销售10万元（人民币，含税价）及以上“国六”标准轻型汽车和新能源轻型汽车，每台车给予5000元资金补助。
15	5月12日	义乌市	对车价含增值税3万元（含）至10万元（不含）的，每辆补贴3000元；10万元（含）至20万元（不含）的，每辆补贴5000元；20万元（含）至30万元（不含）的，每辆补贴8000元；30万元（含）以上，每辆补贴1万元。
16	5月31日	工信部	关于鼓励开展2022新能源汽车下乡的政策出台，引导地方上加大对购买新能源车的补贴力度，鼓励各地出台更多新能源车下乡支持政策，下乡城市为山西、吉林、江苏、浙江、河南等地的选择三四线城市、县区。

资料来源：国务院，商务部，国信证券经济研究所整理

**在本轮减征之前，我国已有2轮阶段性购置税减免。在2009/01/20-2010/12/31及2015/10/01-2017/12/31期间，我国对购置1.6升及以下排量乘用车，减按5%，第二年调至7.5%的税率征收车辆购置税，以实现汽车消费市场的提振。**

**表4: 前两轮购置税内容**

时间段	长度	购置税	政策名称
2001.01.01		10.0%	《中华人民共和国车辆购置税暂行条例》
2009.01.20-2009.12.31	约24个月	5.0%	《财政部、国家税务总局关于减征1.6升及以下排量乘用车车辆购置税的通知》财税〔2009〕12号
2010.01.01-2010.12.31		7.5%	《财政部、国家税务总局关于减征1.6升及以下排量乘用车车辆购置税的通知》财税〔2009〕154号
2011.01.01		10.0%	《关于1.6升及以下排量乘用车车辆购置税减征政策到期停止执行的通知》财税〔2010〕第127号
2015.10.01-2016.12.31	27个月	5.0%	《关于减征1.6升及以下排量乘用车车辆购置税的通知》财税〔2015〕104号
2017.01.01-2017.12.31		7.5%	《关于减征1.6升及以下排量乘用车车辆购置税的通知》财税〔2016〕136号

资料来源：财政部，国家税务总局，国信证券经济研究所整理

**前两轮刺激效应复盘：经测算第一轮（2009-2010）购置税优惠政策，政府利用约435亿财政收入刺激约368万辆汽车增量消费；第二轮（2015-2017）购置税优惠政策，政府利用约1,553亿财政收入刺激约374万辆汽车增量消费。我们测算的关键在于通过计算补贴年限乘用车实际销量（施加减征税后）与对照销量（假设无减征税）的差额，估算出购置税减免对于1.6L及以下排量乘用车销量的提振效益。以2009-2010年第一次购置税减征为例：**

**1) 弹性销量：**假设2009-2010年未施加购置税减征的情况下1.6L及以下乘用车的销量增速为33%（过去3年增速波动较大，因而采用复合增速），而实际销量增速（减税后）分别为71%、34%，计算差额得出2009年、2010年因购置税政策

刺激而带来乘用车增量销量分别为 155.7 万辆、212.4 万辆（合计 368 万辆），销量弹性分别为 15%、15%；

2) 税收补贴: 通过购置税减免幅度\*实际销量\*优惠期单车均价, 测算出 2009-2010 年政府购置税税收补贴分别为 257.0 亿元、178.2 亿元（合计 435 亿元）。

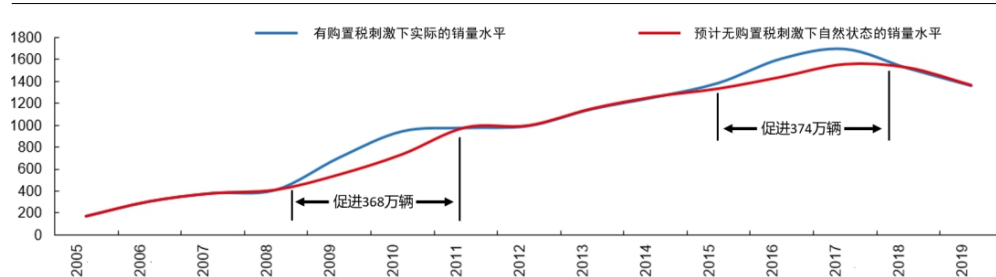
根据以上算法, 可算得第二轮补贴国家以政府利用约 1,553 亿财政收入刺激约 374 万辆汽车增量消费, 边际促进效应约为 0.24 万辆/亿元。

表5: 中国前两轮汽车购置税政策影响定量分析

	2008	2009	2010	2015. 1-9	2015. 10-12	2016	2017
销量: 乘用车 (万辆)	674.0	1031.0	1374.0	1453.3	657.6	2429.0	2474.0
销量: 乘用车: 国内制造: 排量≤1.6L (辆)	4,134,593	7,072,174	9,480,280	9,488,859	4,397,282	16,112,097	16,990,749
1.6L 及以下乘用车销量合计 (万辆)	413.5	707.2	948.0	948.9	439.7	1611.2	1699.1
1.6L 及以下乘用车销量实际增速	8%	71%	34%	5%	24%	16%	5%
1.6L 及以下乘用车销量预计自然增速	33%	33%	33%	8%	8%	8%	8%
1.6L 及以下乘用车销量预计自然销量 (万辆)		551.5	735.6		383.26	1438.7	1553.8
购置税优惠幅度		5.0%	2.5%		5%	5.0%	2.5%
购置税政策刺激下的增量销量 (万辆)		155.7	212.4		56.5	172.5	145.3
购置税政策刺激下的乘用车销量弹性		15%	15%		9%	7%	6%
1.6L 及以下乘用车购置税优惠期单车均价 (万元)		7.27	7.52		10.26	10.60	11.15
购置税优惠政策下的政府税收补贴 (亿元)		257.03	178.23		225.60	853.69	473.60

资料来源: Wind, 财政部, 国家税务总局, 国信证券经济研究所整理

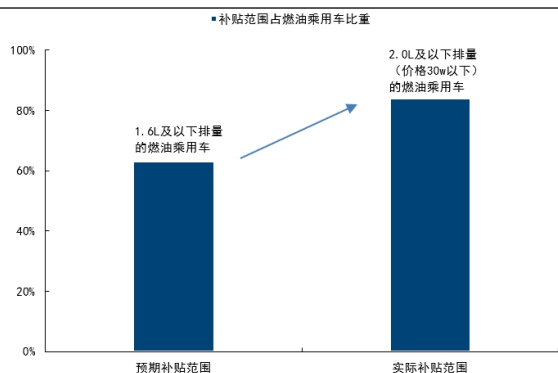
图 58: 前两轮补贴对整车消费提振作用



资料来源: Wind, 财政部, 国家税务总局, 国信证券经济研究所整理

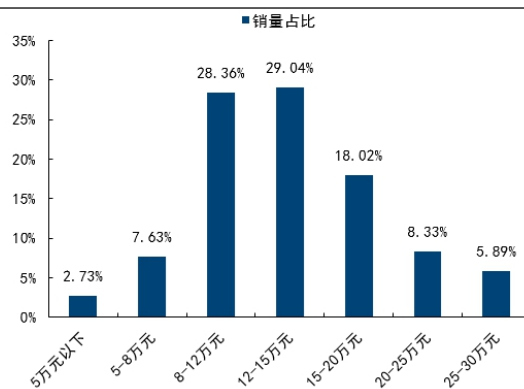
**本轮补贴政策力度整体超预期。**1) 从补贴范围来看, 结合前两轮补贴内容, 市场普遍预期本轮补贴对象为 1.6L 及以下排量燃油乘用车, 而实际补贴政策本次框定到 2.0L 以下 (小于 30w), 将惠及范围从预期的 65% 提升到 84% (占 2021 年燃油乘用车比重), 几乎成为普惠政策; 2) 从补贴时限来看, 坐实之前市场普遍预测的年内消耗完补贴优惠, 本轮补贴有望作为下半年车市“强心剂”, 快速、高效提振市场消费。

图 59: 本轮补贴范围相比预期有较大提升



资料来源: 乘联会, 中汽协, 国信证券经济研究所整理; 注: 考虑到价格需剔除增值税, 而 30 万元及以上车型暂无更细分、准确数据, 因此这里对本区间车型简化省略处理。

图 60: 2021 年 2.0L 排量及以下与 30 万元以下车型结构占比

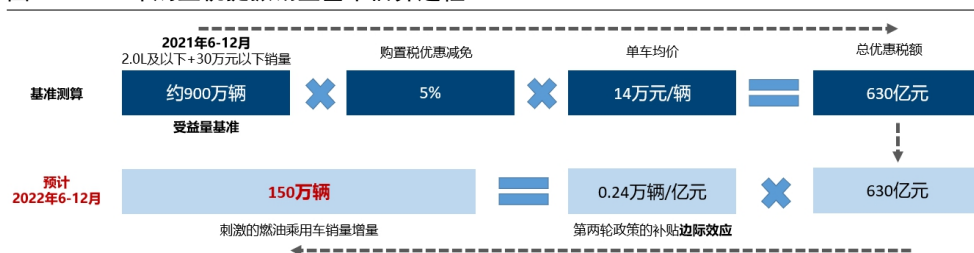


资料来源: 乘联会, 中汽协, 国信证券经济研究所整理

我们预计本轮购置税减征有望促进约 150 万辆左右燃油乘用车销量增量。2021 年 6-12 月受益车型 (2.0L 排量及以下、价格低于 30 万元的燃油乘用车) 销量为销量为 898 万辆, 占 2021 年 6-12 月燃油乘用车比重 84.7%, 以此为基准:

- 测算出补贴基准金额为 630 亿元 (=900 万辆\*5%\*14 万元/辆);
- 结合第二轮补贴时的边际促进效应: 0.24 万辆/亿元 (考虑到当下汽车市场保有量较高, 降低汽车消费对政策刺激的敏感性, 本轮刺激的边际效用应有所衰减);
- 测算出本轮补贴有望带来约 150 万辆, 刺激 2022 年 6-12 月燃油乘用车销量增速约 15%。

图 61: 2022 年购置税提振销量基本估算过程



资料来源: 中汽协, 乘联会, 财政部, 国信证券经济研究所整理 注: 本测算以 2021 年 6-12 月数据为基准金额进行测算, 目的为展现刺激效应的大概数量级, 仅供参考。

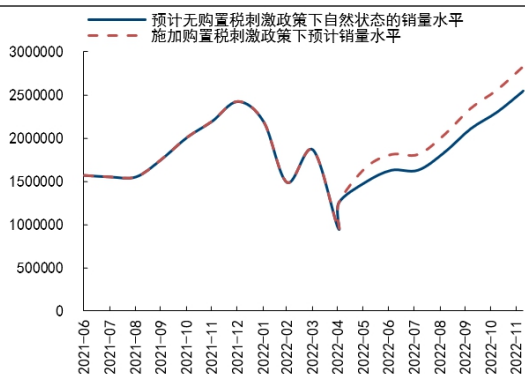
更详细的测算方案: 设销量增量为 M 万辆 (相较于 2021 年 6-12 月); 以“总补贴额\*刺激边际效应=销量增量”的思路, 即  $\{(900 \text{ 万辆} + M \text{ 万辆}) * 5% * 14 \text{ 万元}\} * (0.18 \sim 0.24 \text{ 万辆/亿元}) = M \text{ 万辆}$ , 测算出销量增长增量约 130-180 万辆。

表 6: 购置税补贴对汽车消费的测算及敏感性分析

	敏感性假设及测算情况						
	100%	95%	90%	85%	80%	75%	70%
相对于 15-17 年效用变动	100%	95%	90%	85%	80%	75%	70%
补贴边际效用 (万辆/亿元)	0.24	0.23	0.22	0.21	0.20	0.19	0.18
弹性销量 (万辆)	181.7	172.7	163.8	155.1	146.5	138.1	129.7

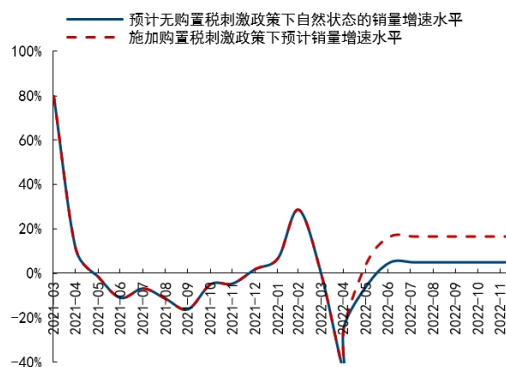
资料来源: Wind, 财政部, 国家税务总局, 国信证券经济研究所整理

图 62: 施加购置税政策下今年乘用车销量大致走势图 (辆)



资料来源: 乘联会, 中汽协, 国信证券经济研究所整理; 注: 以今年新增 150 万辆燃油乘用车为假设

图 63: 施加购置税政策下今年乘用车销量同比增速大致走势图



资料来源: 乘联会, 中汽协, 国信证券经济研究所整理; 注: 以今年新增 150 万辆燃油乘用车为假设

**政策提振之下, 具备丰富产品矩阵的优质燃油车企及具备强产品力和新品周期的新能源车企有望优先收益。**

以车型为出发点, 1) 梳理 2021 年 2.0L 及以下排量的燃油轿车及 SUV 车型销量情况, 在轿车中, 2.0L 及以下排量的车型销量达 743 万辆, 占比 74.8% (其中≤1.6L 排量占比 54.7%, 1.6-2L 排量占比 20.0%); 在 SUV 车型中, 2.0L 及以下排量的车型销量达 842 万辆, 占比为 83.3% (其中≤1.6L 排量占比 50.7%, 1.6-2L 排量占比 32.7%), 热销车型对应车企主要是合资车企 (日系亮眼) 及部分自主车企 (长城、长安等); 2) 1.6L (不含)-2.0L 排量新增车型中, 主要对应 20-30 万元的燃油市场, 涵盖多数合资及自主高端化、入门豪华车型。

表 7: 2021 年 2.0L 及以下燃油轿车及 SUV 销量 TOP10 情况

排名	车企	轿车车型	2021 年销量 (辆)	排名	车企	SUV 车型	2021 年销量 (辆)
1	上汽大众	朗逸 1.5L	254, 278	1	长城汽车	哈弗 H6 二驱汽油 1.5	311, 771
2	上汽通用别克	新英朗 GT1.5L	251, 259	2	吉利汽车	博越 1.8T	219, 717
3	东风日产	十四代轩逸 1.6L	250, 376	3	长安汽车	CS75Plus2.0T	208, 015
4	一汽大众	新宝来 1.5L	229, 041	4	广汽本田	缤智二驱 1.5L	173, 870
5	一汽丰田	卡罗拉 1.2L	202, 645	5	东风日产	新逍客二驱 2.0L	156, 890
6	一汽大众	速腾 1.4T	196, 707	6	东风本田	新 CR-V 二驱 1.5T	155, 246
7	东风日产	新轩逸经典 1.6L	185, 268	7	吉利汽车	缤越 1.5T	144, 367
8	广汽本田	雅阁 1.5T	165, 605	8	长安汽车	CS55Plus1.5T	138, 899
9	东风日产	七代天籁 2.0	162, 010	9	一汽大众	途观 L 二驱 2.0T	137, 307
10	长安汽车	逸动 1.6L	149, 676	10	广汽本田	皓影二驱 1.5T	134, 023

资料来源: 太平洋汽车网, 汽车之家, 中汽协, 乘联会, 百度有驾, 国信证券经济研究所整理

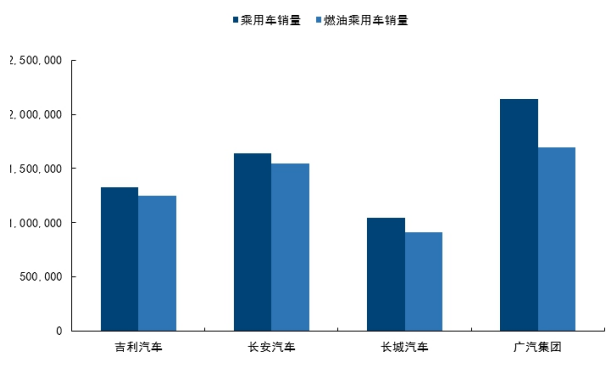
表8: 2021年 1.6L-2.0L 排量区间 (不包含 1.6L, 价格低于 30w) 销量 (辆) 车型 TOP10

排名	车企	车型	2021年销量	价位区间
1	吉利汽车	博越 1.8T	219,717	12-15 万元
2	长安汽车	CS75p plus 2.0T	208,015	12-15 万元
3	东风日产	七代天籁 2.0	162,010	20-25 万元
4	东风日产	新逍客二驱 2.0L	156,890	5-20 万元
5	上汽大众	途观 L 二驱 2.0T	137,307	25-30 万元
6	一汽丰田	RAV4 二驱 2.0L	133,697	15-20 万元
7	吉利汽车	星瑞 2.0T	133,596	12-15 万元
8	一汽大众	迈腾 (Magotan) 2.0T	116,461	25-30 万元
9	广汽丰田	新凯美瑞 2.0L	105,576	15-20 万元
10	上汽大众	全新帕萨特 2.0T	94,983	20-25 万元

资料来源: 太平洋汽车网, 汽车之家, 中汽协, 乘联会, 百度有驾, 国信证券经济研究所整理

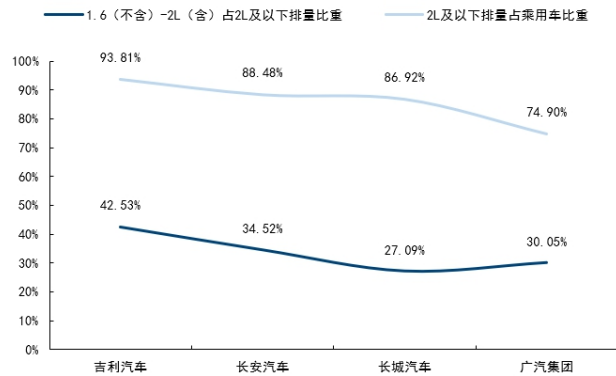
从车企角度来看, 选取近几年具备丰富产品矩阵的优质燃油车企广汽集团、长安汽车、长城汽车以及吉利汽车, 四者 2L 及以下排量的车型占乘用车比重由低到高分别为广汽集团 (74.9%)、长城汽车 (86.9%)、长安汽车 (88.5%)、吉利汽车 (93.8%); 1.6L (不含)-2L 排量占比由低到高依次为长城汽车 (27.1%)、广汽集团 (30.1%)、长安汽车 (34.5%)、吉利汽车 (42.5%)。我们认为综合来看, “双高” (2L 及以下排量结构占比高, 1.6L-2L 排量结构占比高) 车企有望在本次购置税补贴中充分享受政策红利。

图64: 吉利、长安、长城、广汽燃油乘用车销量



资料来源: 乘联会, 中汽协, 国信证券经济研究所整理;

图65: 吉利、长安、长城、广汽排量结构分布



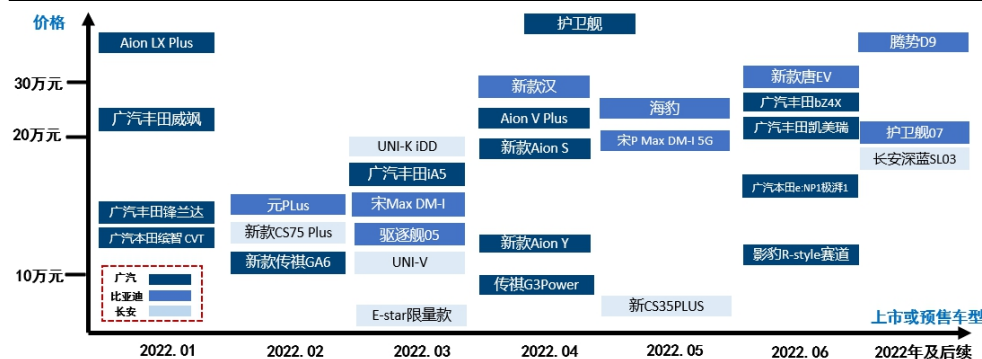
资料来源: 乘联会, 中汽协, 国信证券经济研究所整理

对于新能源车而言, 近期新能源车利好政策频出, 5月31日四部门关于鼓励开展2022新能源汽车下乡的政策同步出台, 活动旨在2022年5月-2022年12月期间, 引导地方上加大对购买新能源车的补贴力度, 鼓励各地出台更多新能源车下乡支持政策, 下乡城市为山西、吉林、江苏、浙江等地的三四线城市、县区, 目前已有26家车企 (近70款车型) 参与活动。另外上海市对置换纯电动汽车的个人消费者给予一次性10000元补贴 (上海2021年新能源销量全国占比约7-8%)。在新能源车高增长势头下叠加政策催化、油价高企以及下半年产品周期强等因素, 我们认为本轮燃油车购置税减免对新能源车的挤兑影响有限。当前面临供给受阻、需求转弱的“双向压力”, 纾困燃油车车型销量 (购置税补贴)+稳固新能源车增势 (汽车下乡+电车置换等消费补贴) 是本阶段政策对汽车市场提振的“组合拳”, 叠加供给端产业链各环节复工复产, 下半年汽车销量有望快速修复。

### 埃安新能源与高性价比传祺和日系车型将全面受益

综合上述，我们认为在本轮政策补贴下，具备丰富产品矩阵的优质燃油车企、具备强产品力和新品周期的新能源车有望优先受益。通过梳理各车企新品周期，**比亚迪**（新能源车高增长+产品周期强）、**广汽集团**（日系受益购置税+传祺新车有亮点+埃安持续高增）、**长安汽车**（1.6-2.0L 排量受益车型占比高，自主品牌UNI系列+CS系列新车周期，叠加新能源深蓝品牌首发）等整车企业产品周期相对优异，有望充分享受本轮整车行情。在所列三大受益车企的30款主要新品中，有14款为广汽集团旗下车型，预计将为其带来高于行业平均水平的增量贡献。

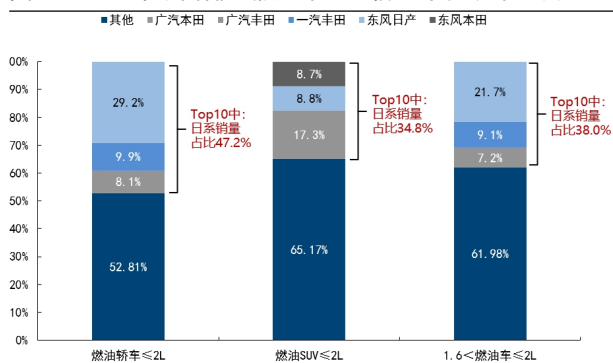
图66: 比亚迪、长安汽车、广汽集团新品周期不完全列举



资料来源：汽车之家，公司官网，国信证券经济研究所整理 注：部分车型如深蓝 SL03 等暂无明确价格

**广汽日系品类有望拔得头筹。**在本轮补贴中，日系品类车型凭借 1) 油耗相对较低，受油价波动的影响打折；2) 新款、换代车型周期较强，如凯美瑞等车型均为之前产品力较强的畅销车型；3) 叠加日系品类车型占比较高（top10 轿车车型中日系车型占比 47%），我们认为日系车型有望成本本轮补贴的受益“先锋”，取得更大的销量提振份额。

图67: 2021年不同排量燃油车销量前十中日系车型占比



资料来源：乘联会，国信证券经济研究所整理

图68: 2022年日系车型新品周期不完全列举

车型	预售&上市时间	价格(万元)
广汽丰田威飒	2022.01	21.68-30.38
广汽丰田锋兰达	2022.01	12.58-16.98
广汽丰田iA5	2022.03	15.98-19.28
广汽丰田bZ4X	2022.06	22.00-30.00
广汽丰田凯美瑞	2022.06	17.98-26.98
广汽本田e:NP1极湃1	2022.06	17.5
广汽本田缤智1.5L CVT	2022.01	13.58
一汽丰田卡罗拉锐放	2022.01	12.98-16.98
一汽丰田新款丰田亚洲龙	2022.03	19.98-27.98
一汽丰田-RAV4荣放	2022.05	17.58-26.08
东风本田-享域	2022.03	10.98-16.99
东风本田-艾力绅	2022.03	31.18
东风本田-本田e:NS1	2022.04	17.5-21.8

资料来源：汽车之家，公司官网，国信证券经济研究所整理

## 自主崛起，合资稳健

### 埃安：自主纯电定位清晰，终端销量快速增长

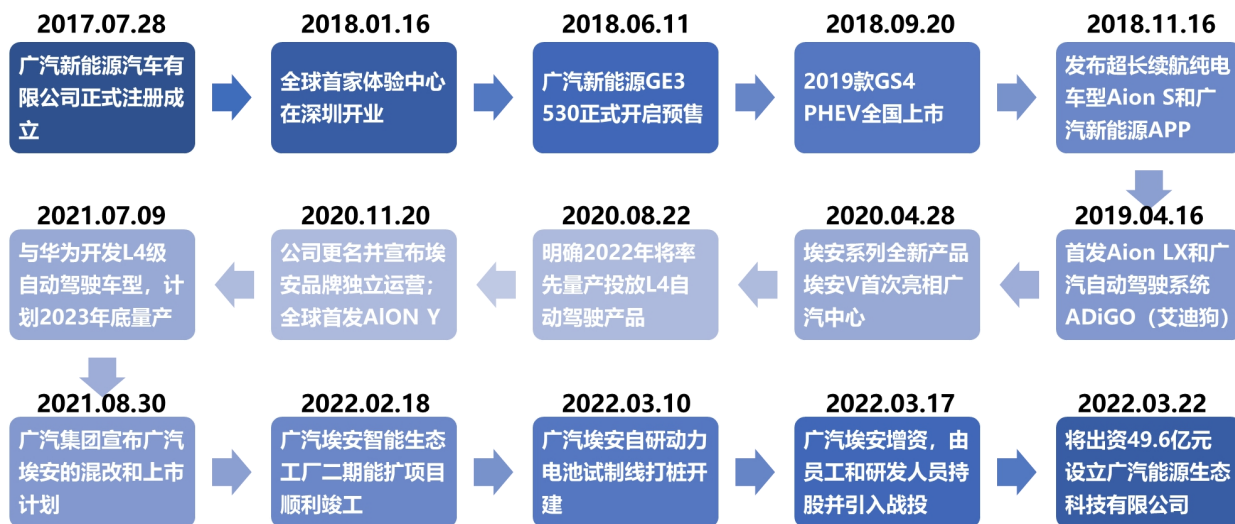
#### 广汽埃安快速成长，混改融资顺利推进

脱胎于广汽集团，埃安品牌加速成长。广汽埃安的前身广汽新能源成立于 2017 年 7 月，主要面向新能源汽车。2018 年 11 月，广汽新能源发布全球首款超长续航纯电车型 AION S（紧凑型轿车，13.96-19.16 万），标志埃安品牌的诞生。随后陆续推出 AION LX（中型 SUV，28.66-46.96 万）、AION V（紧凑型 SUV，18.76-26.59 万）和 AION Y（紧凑型 SUV，13.76-18.98 万）等车型，以及电池自研、单车智能和车路协同等战略目标。2020 年 11 月，广汽新能源正式更名为广汽埃安，将埃安品牌独立运营。从广汽新能源第一款车型 GE3 530 预售到广汽埃安 4 款车型月销突破 2 万辆，仅历时不到 4 年时间。

**产能布局：**广汽埃安智能生态第一工厂二期已于 2022 年 2 月建成，现有年产能 20 万辆，第二工厂有望在今年四季度实现投产，届时达到年产 40 万辆的水平。

**销量概况：**2021 年埃安品牌交付 120,155 辆，同比增长 102%，其中 AION S/Y/V/LX 分别交付 69,219/34,108/15,825/1,003 辆；2022 年 6 月埃安品牌交付 24,109 辆，其中 AION S/Y/V/LX 分别交付 8,903/11,801/3,002/403 辆，上半年埃安品牌累计交付超 10 万辆。

图 69：广汽埃安发展历程

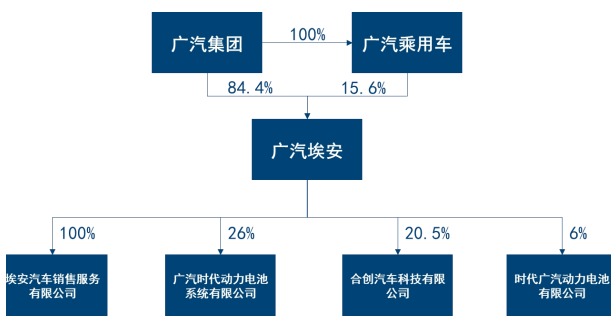


资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

**推动股权激励混改，明年将择机启动 IPO。**2022 年 3 月 17 日，广汽埃安采取非公开协议增资的方式融资 25.66 亿元，实施 679 名员工股权激励及广汽研究院 115 名科技人员“上持下”持有广汽埃安股权，同步引入诚通集团、南网动能、广州爱安作为战略投资者。7 月 18 日，广汽埃安开启新一轮引战增资项目，正式在

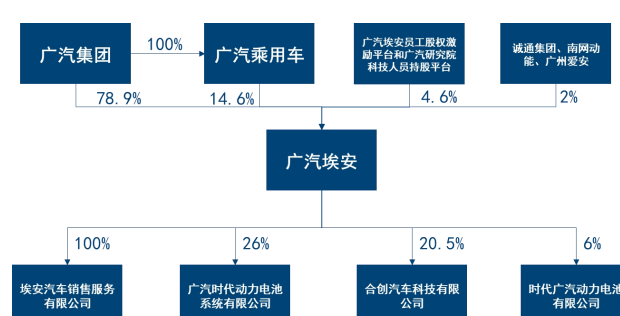
广东联合产权交易中心开始预挂牌。此次募集资金将重点用于新产品开发、新一代电池、电驱研发及产业化建设、智能驾驶、智能座舱、能源生态及产能扩建等核心技术的研发和产业化布局。根据公司规划，2022年内将全面完成混改，2023年或将择机上市，计划为研发投入融资500亿元。

图70: 引入战投前广汽埃安股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图71: 引入战投后广汽埃安股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 精准定位潜力市场，顺应新能源车销量结构转变

回顾埃安新车发布史，车型定位清晰。2018年，广汽埃安前身广汽新能源运营广汽传祺的新能源改款车型，先后于6月和9月上市纯电SUV车型传祺GE3和插混SUV车型传祺GS4 PHEV。2019年，埃安品牌正式面世，纯电轿车AION S成为旗下首款产品，2021年平均月销量达6,000辆；同年10月，中高端纯电SUV埃安LX正式上市，打入30万元级别市场。2020年，广汽埃安推出首款紧凑型SUV车型AION V。2021年，埃安品牌独立运营后的首款新车型AION Y上市，2022年3月销量接近1万辆，成为继AION S后的又一爆款车型。目前4款主力在售车型市场定位清晰，均覆盖不同价格区间或不同级别类型。

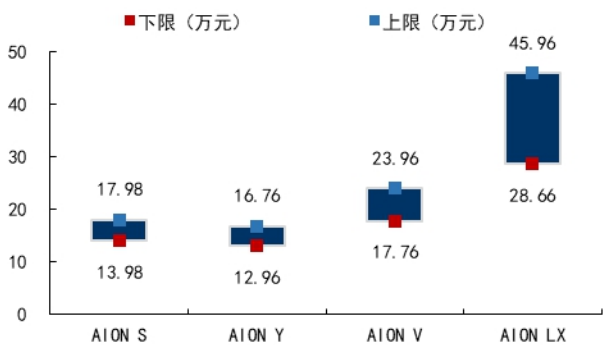
图72: 广汽埃安新车上市历程（单位：万元）



资料来源：公司官网，太平洋汽车，国信证券经济研究所整理 注：车型参数配置均为最初上市时的版本

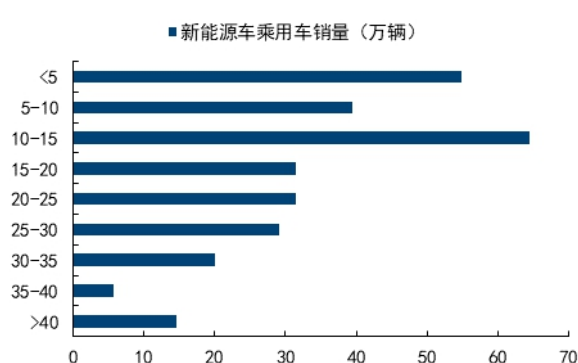
**精准卡位 15-25 万元级市场，顺应新能源车市场结构转变。**广汽埃安的在售车型除 AION LX 外，其余主力车型的官方指导价均不超过 25 万元。2021 年 A00 级纯电动车销量占比约 30.1%，B 级纯电动车销量占比约 20.6%，新能源乘用车市场呈现出“哑铃形”的销量结构。随着消费者对新能源车的认可程度提高和主流大众定位的新能源车型产品力增强，未来 A0 级和 A 级新能源车销量将逐渐提高，新能源车市场将加速向成熟燃油车的“橄榄形”市场优化。广汽埃安的主力车型面向 15-25 万元级市场，抓住新能源车市场结构转型的机遇。

图 73：广汽埃安主力车型价格定位



资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

图 74：2021 年不同价格区间（万元）新能源乘用车销量

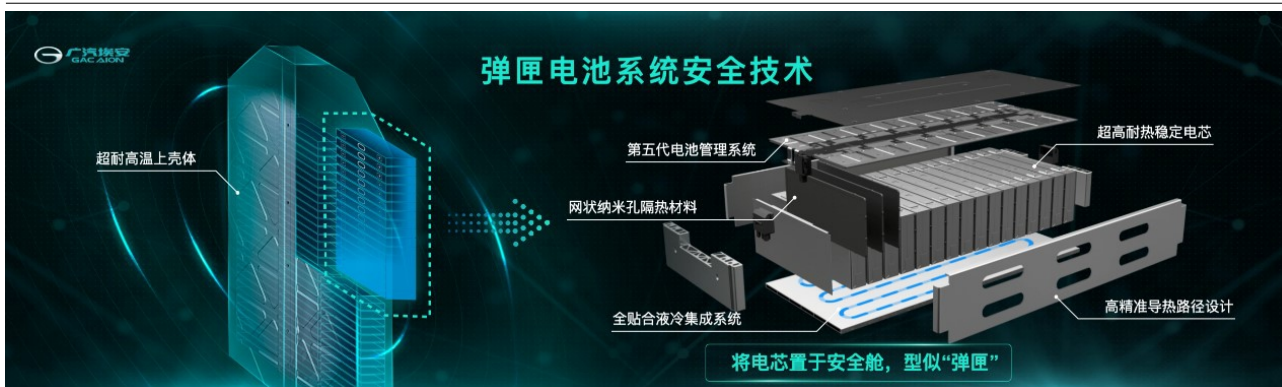


资料来源：乘联会，国信证券经济研究所整理

### 电池技术不断迭代，纯电平台持续升级

**1) 弹匣电池的创新实现安全、性能与成本的兼顾：**2021 年 3 月 10 日，广汽埃安发布弹匣电池系统安全技术，从电芯材料、电池结构、冷却系统和电池管理系统四个纬度提升动力电池的安全性，并通过整包针刺试验，创造三元锂电池包首次在针刺测试中不起火和爆炸的记录。弹匣电池能量密度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%，成本下降 10%，实现在提升安全性的同时兼顾续航和降本。弹匣电池技术可以应用于磷酸铁锂和三元锂两种材料的电池包中，目前埃安全系车型已搭载该技术。

图 75：广汽埃安弹匣电池系统安全技术



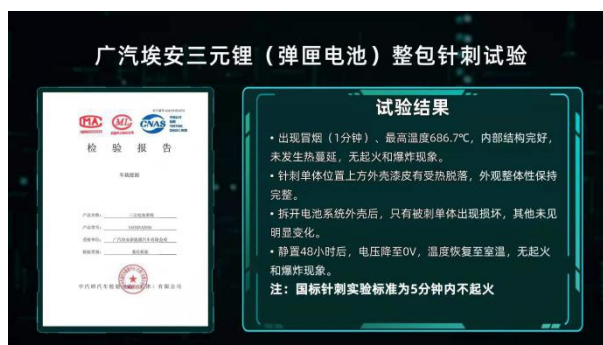
资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

图76：弹匣电池技术重新定义三元锂电池安全标准



资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

图77：采用弹匣电池技术的三元锂电池首次通过整包针刺试验



资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

2021年4月9日，公司发布中子星战略，在电芯和快充技术等方面实现突破。

2) **海绵硅负极片电池技术**：向电池的负极加入硅，相比传统负极能量提升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可减小体积20%，减轻重量14%。经第三方权威测试机构按照国家标准工况进行续航测试，采用海绵硅负极片电池技术，续航里程达到1,000km。目前海绵硅负极片电池技术的车载实验已进行两年，2021年底起已搭载于AION LX Plus长续航车型上。

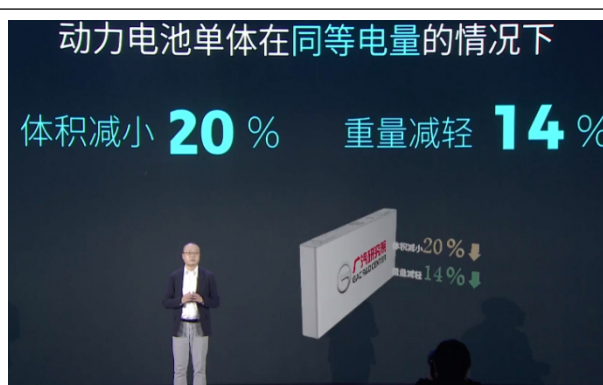
3) **石墨烯基快充电池技术**：通过在电池材料加入石墨烯添加剂，从而大幅提升充电效率和散热性能。石墨烯基超级快充电池技术首先应用在AION V车型上，提供两个版本：3C快充电池系统续航超过500km，0%-80%充电时间16分钟，30%-80%充电时间10分钟，采用双层液冷系统，并已完成冬标验证，兼容现有快充站；6C超级快充电池系统最大电压900V，最大充电电流超500A，0%-80%充电时间仅需8分钟。

图78：海绵硅负极片电池能量提升10倍以上



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图79：海绵硅负极电池技术可减小体积20%，减轻重量14%



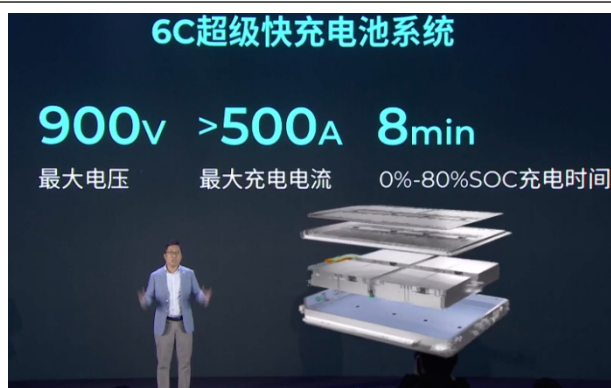
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图80: 3C 快充电池系统 30%-80%充电时间 10 分钟



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图81: 6C 超级快充电池系统 0%-80%充电时间仅需 8 分钟



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

继 2021 年发布了“海绵硅负极片电池技术、超级快充技术以及弹匣电池系统安全技术”三大原创电池科技，分别为用户解决了续航、充电、安全三大痛点的基础上，2022 年广汽科技日上公司发布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（SmLFP）。

4) 基于微晶技术的新一代超能铁锂电池技术（SmLFP）：超能铁锂电池相比当前市面上量产的磷酸铁锂电芯，电芯质量能量密度提升 13.5%，体积能量密度提升 20%，-20° C 低温容量提升约 10%，快充可达到 2C 以上，动力电池寿命可达 150 万公里以上（>4000 周@80%），有效解决了“性能均衡”的锂电技术难题，为动力电池的解决方案提供了新方向。

图82: 广汽微晶超能铁锂电池性能展示



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

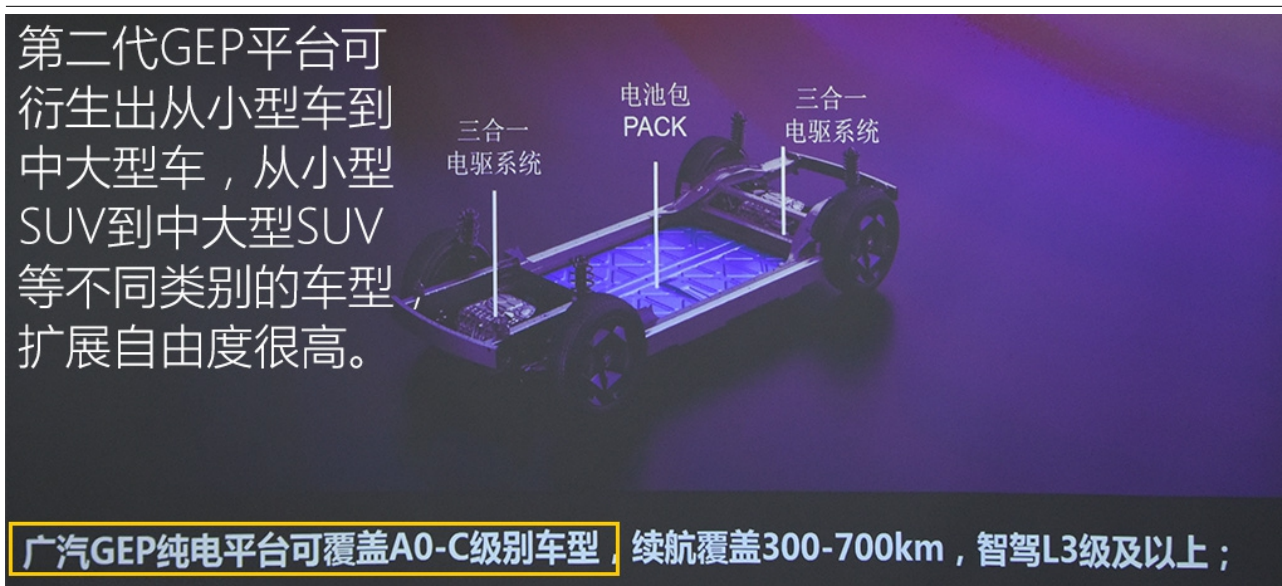
**GEP 2.0 平台将迭代升级至 3.0 版本。**广汽新能源的 GEP 平台（GAC Electric Platform）经过多年发展，目前已更新至第二代。

- 1) 第一代 GEP 平台的代表车型为广汽传祺 GE3，属于“油改电”产品。
- 2) 第二代 GEP 平台经历 30 个月的开发周期，衍生车型可覆盖 A0-C 级车型，续航范围从 300-700km，并能够实现 L3 级别的自动驾驶辅助功能。相比第一代平台的

“油改电”架构，GEP 2.0 平台以“电池+电驱”为中心布局，采用三合一式的集成式电驱系统，打造出全新的纯电气化平台，主要在空间利用率、电耗和性能等方面实现优化。目前埃安品牌旗下车型均产自 GEP 2.0 平台。

3) 第三代 GEP 平台有望于 2022 年内亮相。公司在 2021 年报发布会上透露 2022 年内将亮相 GEP3.0 首款车型纯电超跑埃安 AS9，该车零百加速时间仅 1.9 秒，售价超 100 万，2023 年正式上市。此外，公司公告披露广汽埃安与华为（AH8 车型）项目的实施，后续双方将联合开发首款中大型智能纯电 SUV 车型，并计划于 2023 年底量产。根据此前广汽与华为签署的战略合作协议，双方将基于广汽 GEP 3.0 底盘平台、华为 CCA（计算与通信架构）构建的新一代智能汽车数字平台，搭载华为全栈智能汽车解决方案。

图83：广汽埃安 GEP 2.0 平台



资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

### 普赛 OS 和 ADiGO 继续优化，埃安智能网联进展顺利

广汽埃安携手科技巨头在智能化领域加强合作。2017 年以来，广汽埃安先后与华为、腾讯、滴滴、百度等科技巨头联手，在智能化、网联化、自动驾驶、智驾互联生态系统等方面展开合作。2021 年 7 月 27 日，广汽埃安披露将与华为合作打造豪华高端品牌，推出基于同平台打造的三款系列产品，首款车型 AH8 于 2023 年推出，定位中大型 SUV，另外两款车型分别为 MPV 和高端轿跑。

表9：2017-2021 年广汽埃安与科技巨头合作情况

企业	合作领域	合作时间	合作内容
华为	智能化、网联化及自动驾驶	2017 年 6 月	云计算、大数据、车联网、智能驾驶等
		2020 年 9 月	智能网联车
		2021 年 3 月	下一代智能纯电车
		2021 年 4 月	自动驾驶车
腾讯	智能化、网联化	2017 年 9 月	车载 AI 系统
		2021 年 4 月	大数据、车载内容和服务生态、智能座舱
滴滴	智能出行生态及自动驾驶	2019 年 6 月	移动出行
百度	智能化、网联化及自动驾驶	2021 年 5 月	全无人驾驶车
		2020 年 12 月	智能驾驶、智能车联、数字化营销
科大讯飞	智能化、网联化	2020 年 11 月	智能座舱、车联网、汽车数字化服务

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

2022 年 6 月 28 日，广汽发布基于星灵架构研发的广汽普赛 OS，其是行业首创的

**面向全车的跨域标准化操作系统。**普赛 OS 包括 SOA 跨域服务引擎、高性能中间件引擎、车云镜像引擎以及异构执行调度引擎，将使得中央计算机、智能驾驶计算机和信息娱乐计算机在软件层面有机融合。普赛 OS 具备高效协同（跨域之间的高效协同）、极简复用（提高软件开发效率）及车云统一（车云数据无缝衔接）的特点，有效提升软件的兼容性和复用性，大大提升软件开发的效率，使软件迭代从以月为单位变成以分钟为单位。

图84：广汽集团发布广汽普赛 OS



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

2019年7月28日，公司在广汽智能科技大会发布了“ADiGO（智驾互联）生态系统”，该系统包含“ADiGO 自动驾驶系统”、“ADiGO 智能物联系统”，未来还将陆续推出“ADiGO 云平台”和“ADiGO 大数据平台”等子系统。ADiGO 系统由公司主导，腾讯、华为等多个战略合作伙伴支持，自主研发的集智能工厂生态、自动驾驶系统、物联系统于一身的智驾互联生态系统。

图85：广汽集团发布 ADiGO（智驾互联）生态系统



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图86：广汽集团 ADiGO 系统智能交互体验



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

2021年4月，公司亮相在智能网联领域最新成果的 ADiGO 4.0 智驾互联生态系统。  
1) **在智能物联系统方面**，ADiGO 4.0 推出由广汽集团与科大讯飞联合成立的星河智联汽车科技有限公司自主研发的广汽全新一代智能操作系统 G-OS。智能座舱提升人机交互逻辑，用户 80%的功能与服务被优化；全系应用 14.6/15.6 寸屏幕；新增电影模式、休息模式、SPA 模式、暴雨模式、游戏模式等选择，提供用户多元化切换；ADiGO 4.0 实现国内首款 AR-HUD 的量产搭载；通过 AI、大数据赋能，

个性化推送，达到千车千面、千人千面的效果，为用户提供“全新感知、大有智慧”的场景服务。

2) 在自动驾驶系统方面，ADiGO 4.0 推出 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，成为国内首家量产 L2.5 级自动驾驶的传统 OEM。

图87：广汽集团联手科大讯飞打造 G-OS 智能操作系统



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图88：广汽集团 ADiGO 4.0 系统升级内容



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

2022 年 6 月 28 日，全新升级的 ADiGO 亮相广汽科技日，聚焦于 ADiGO SPACE（智能座舱）和 ADiGO PILOT（智能驾驶）两大用户体验的核心。

1) ADiGO SPACE 智能座舱系统以具体应用场景为驱动，力求打造“更懂用户的智能座舱”。新一代的 ADiGO SPACE 实现了四大提升和跨越，包括更自然的语音能力、更极致的音效体验、更新锐的生态内容以及更智能的场景解决方案。例如，免唤醒功能覆盖率达到 95%，唤醒时间低于 0.6 秒；引入了车载黑胶音乐，使用户在方寸的座舱内享受现代科技与百年经典碰撞出的全新听觉体验；在娱乐功能方面引入了头部生态内容，联合腾讯、喜马拉雅、哔哩哔哩等品牌，打造好听、好看、好玩的娱乐座舱；此外，全新的智能场景解决方案，覆盖出行场景，支持用户自定义，让用户享受独一无二的出行体验。

2) ADiGO PILOT 智能驾驶系统充满着成长性，也在不断拓展功能和场景。最新的 ADiGO PILOT 配备了业内最先进的 39 个高性能传感器，包括 3 个智能可变焦固态激光雷达，6 个 800 万像素的高清摄像头，在行业首搭红外摄像头，配备了业内领先的 8 大冗余系统，搭载了高性能计算平台，确保在高级辅助驾驶、超级泊车、无人驾驶三大应用领域，真正从用户体验出发，打造人机共驾全旅程，实现全场景智能出行。

- ADiGO PILOT 高级辅助驾驶，实现了行业内功能场景最全的高级智能驾驶。可按照导航路径，实现自动上下匝道、自动换道、自动超车、自动避障等功能，目前已覆盖全国所有高速公路，以及核心城市的快速路。
- ADiGO PILOT 超级泊车，以解决泊车痛点为目标，聚焦实现“最后一公里”的智能驾驶。支持超过 50 种复杂的泊车场景，在行业首创极限位置泊入功能，不仅仅支持 15cm 间距的极小车位，还能支持墙角车位的全自动泊入，给用户带来“召之即来、挥之即去”的极致体验。

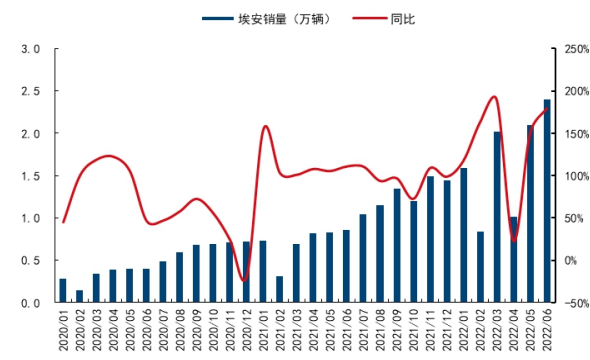
**销量领跑新势力，AION S 和 AION Y 有望持续热销**

**广汽埃安销量表现亮眼。**1) 纵向来看，埃安销量增长态势明显，未来稳态月销量将突破 2.5 万。除 2022 年 2 月受春节假期影响，2021 年 7 月-2022 年 6 月的 12 个月中的其余 11 个月销量均破万辆，2022 年 3 月、5 月和 6 月更是突破 2 万辆。

2) 横向来看，埃安在自主品牌造车新势力中出众，常年登顶月销量冠军宝座。从 2021 年 4 月到 2022 年 6 月，除 2021 年 11 月和 12 月销量略低于小鹏汽车，剩余

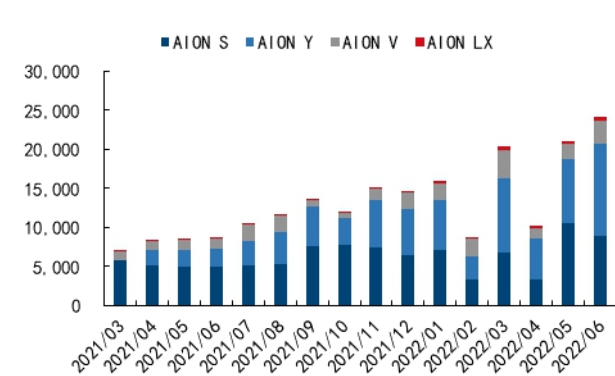
13个月埃安销量始终领跑新势力车企。

图89: 广汽埃安月度销量及同比增速



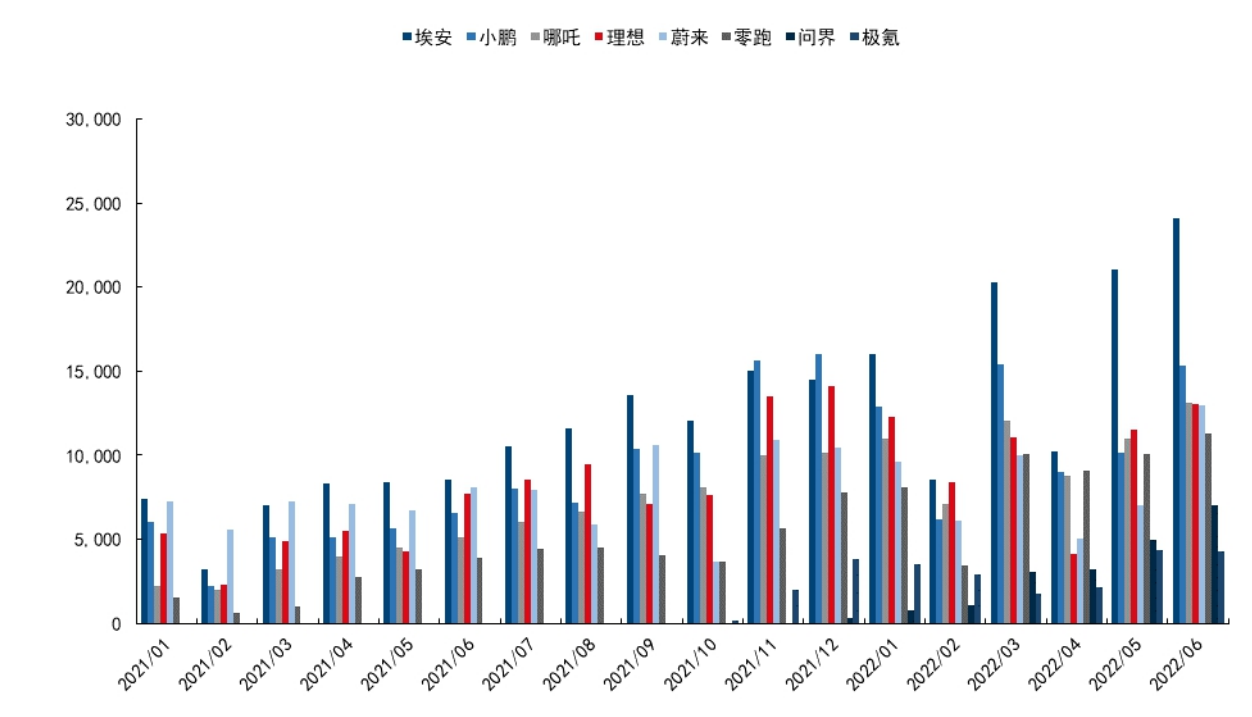
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图90: 广汽埃安分车型月度销量 (辆)



资料来源: 盖世汽车, 国信证券经济研究所整理

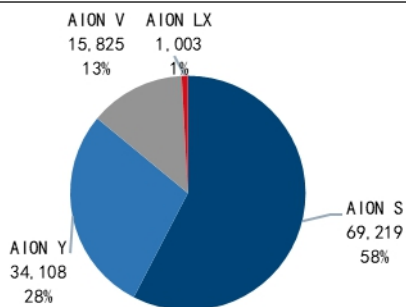
图91: 自主品牌造车新势力月度销量 (辆)



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

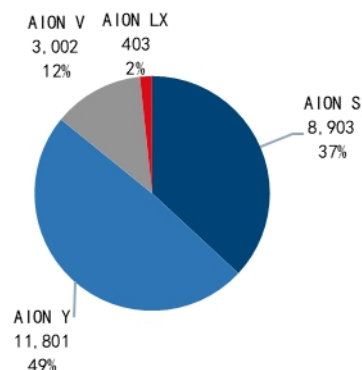
**AION S 和 AION Y 为埃安品牌重点车型。**2021年AION S/AION Y/AION V/AION LX 分别销售 6.9/3.4/1.6/1.0 万辆, 分别占比 58%/28%/13%/1%, AION S 和 AION Y 贡献广汽埃安 86% 的销量。2022年6月AION S/Y/V/LX 分别交付 8,903/11,801/3,002/403 辆, 分别占比 37%/49%/12%/2%, AION Y 超越 AION S 成为埃安品牌第一大主力车型。

图92：2021年广汽埃安销量结构（辆）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图93：2022年6月广汽埃安销量结构（辆）

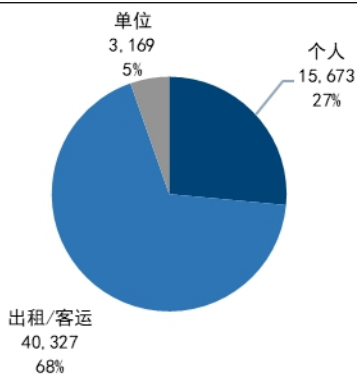


资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

### 1) AION S 向 AION S Plus 升级打开 C 端市场

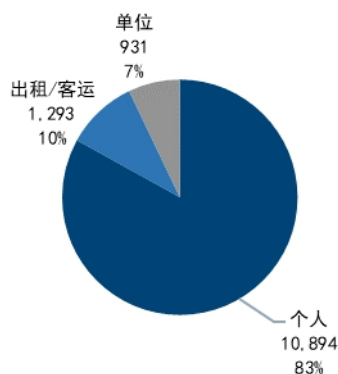
**销量结构转变印证升级版 AION S 产品竞争力提升。** AION S 为埃安品牌的首款车型，定位紧凑型轿车，官方指导价为 13.98-17.98 万元，于 2019 年 4 月正式上市。早期 AION S 主要作为 B 端产品，销量由如祺出行等网约车平台和出租车企业支撑。进一步拆分 AION S 销量，其可分为原款 AION S 和升级改款后的 AION S Plus。AION S Plus 是埃安品牌独立运营后的升级换代车型，官方指导价比 AION S 略有提升（16.38-19.16 万元），于 2021 年 6 月 23 日正式上市。对比 AION S 和 AION S Plus 的销量结构可知，AION S 为典型的 to B 车型，出租/客运销量占比接近七成，而 AION S Plus 有 83% 的销量由个人消费者贡献，成功转型为 to C 车型。我们认为，AION S 销量结构的转变主要由于改款后车型竞争力的提升。

图94：2021年AION S上险销量结构（按所有权分类）



资料来源：交强险，国信证券经济研究所整理

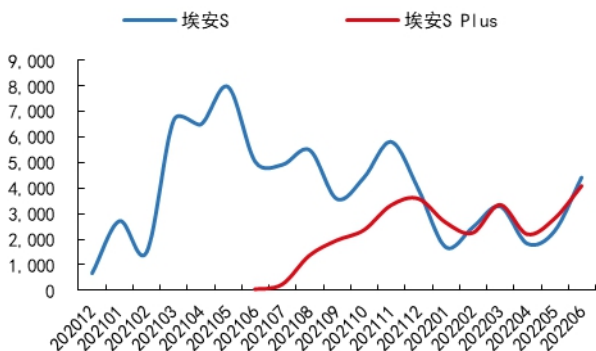
图95：2021年AION S Plus上险销量结构（按所有权分类）



资料来源：交强险，国信证券经济研究所整理

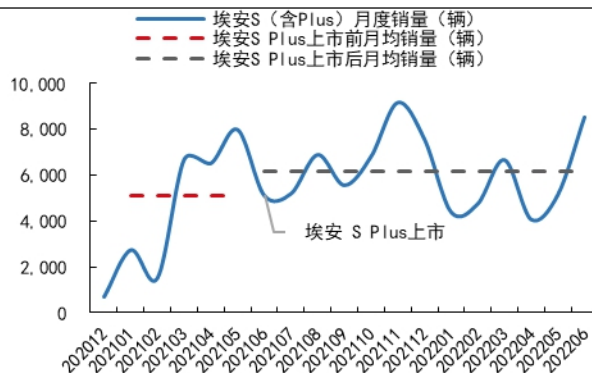
AION S Plus 上市前 AION S 的月均销量约 5,085 辆，上市后月均合计销量提升至 6,145 辆，且 AION S 和 AION S Plus 之间存在此消彼长的关系，我们可以进一步推断 AION S Plus 的产品竞争力较原款车型提升带来增量销量。

图96: 埃安 S 和埃安 S Plus 销量对比 (辆)



资料来源: 交强险, 国信证券经济研究所整理

图97: 埃安 S Plus 上市前后埃安 S (含 Plus) 销量对比



资料来源: 交强险, 国信证券经济研究所整理

以最高配车型为例, 对比 AION S 及 AION S Plus 与竞品的参数配置, AION S Plus 在动力性能、车身尺寸等方面处于领先地位, 续航里程、百公里电耗等指标均不亚于竞品车型, 而在价格方面有较大优势, 性价比在同级别竞品中较为突出。反映至终端销售数据, AION S 与 AION S Plus 合计月销量仅次于秦 PLUS EV, 远超其余竞品车型。我们预计, AION S Plus 打开 C 端市场后销量将有更大贡献, 与 AION S 合计月销量在 8,000 辆以上。

表10: AION S 及 AION S Plus 与竞品车型对比

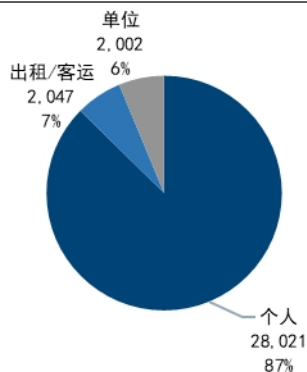
	AION S	AION S Plus	秦 PLUS EV	几何 A	飞凡 ER6
厂商	广汽埃安	广汽埃安	比亚迪	几何汽车	上汽集团
级别	紧凑型车	紧凑型车	紧凑型车	紧凑型车	紧凑型车
能源类型	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动
指导价 (万元)	13.98-17.98	16.38-19.16	13.88-17.58	12.68-20.78	15.98-20.18
快充时间 (小时)	0.78	0.75	0.5	0.63	0.5
电池类型	三元锂电池	三元锂电池	磷酸铁锂电池	三元锂电池	三元锂电池
电池能量 (kWh)	58.8	69.9	71.7	70	69.9
百公里电耗 (kWh/100km)	12.9	13.1	12.9	13	12.2
续航里程 (km)	460	602	600	600	620
电机类型	永磁同步前置单电机	永磁同步前置单电机	永磁同步前置单电机	永磁同步前置单电机	永磁同步前置单电机
最大功率 (kW)	100	165	135	150	135
最大扭矩 (N·m)	225	350	280	310	280
电动机 (Ps)	136	224	184	204	184
零百加速 (s)	-	6.8	9	6.9	8.3
长*宽*高 (mm)	4768*1880*1530	4810*1880*1515	4765*1837*1515	4752*1804*1503	4724*1835*1493
轴距 (mm)	2750	2750	2718	2700	2715
2022年5月销量 (辆)	2,327	2,818	6,848	4,461	404

资料来源: 汽车之家, 太平洋汽车, 盖世汽车, 国信证券经济研究所整理 注: 除指导价外, 其余参数均选自各车型最高配置

## 2) 美观+安全+长续航, AION Y 有望保持热销态势

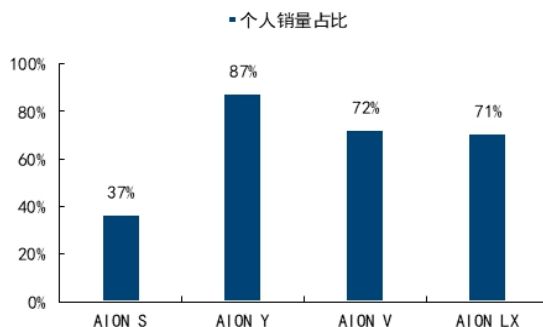
AION Y 为埃安品牌独立运营后的首款车型, 定位紧凑型 SUV, 官方指导价为 13.76-18.98 万, 于 2021 年 4 月正式上市。AION Y 新车搭载弹匣电池、ADiGO 4.0 等最新技术成果, 上市后又相继在 2021 年 6 月、8 月、11 月和 2022 年 4 月进行改款上新。与埃安品牌首款走量车型 AION S 不同, AION Y 直接主攻 C 端市场, 2021 年个人消费者销量占比为 87%, 为埃安所有在售车型中最高。

图98：2021年AION Y上险销量结构（按所有权分类）



资料来源：交强险，国信证券经济研究所整理

图99：2021年埃安品牌各车型个人销量占比



资料来源：交强险，国信证券经济研究所整理

AION Y 定位年轻群体和女性用户，外观设计理念潮流前卫且颜值超高，打破行业日趋同质化的外形设计，具有极强的辨识度，迎合 Z 世代的个性化需求。根据埃安披露，AION Y 在 2021 年 3 月 29 日预售至 4 月 19 日上市的时间段日均订单超 400 辆，其中 95 后 Z 世代预订客户占比超 50%，女性客户占比达 45%，同时 60% 以上的客户选择 AION Y 悦享科技版。

图100：AION Y 外形设计潮流时尚



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图101：AION Y 量产个性搭配，放开多种配件选型



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

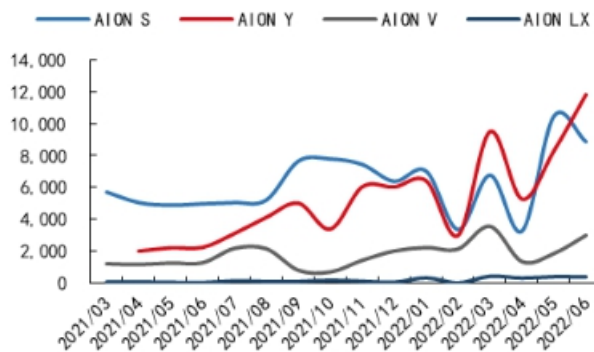
**AION Y 好评如潮，销量爬坡迅速。**在汽车之家热门对比车系口碑排行中，AION Y 以突出的性价比优势高居口碑综合分第一。AION Y 上市以来销量快速爬坡，上市半年月销量突破 5,000 辆，上市一年月销量接近万辆水平，并在 2022 年 3 月接力 AION S 成为埃安品牌第一大热销车型。短期来看，AION Y 月销量仍处于快速成长阶段，预计未来将继续爬坡。

图 102: 汽车之家热门对比车系口碑排行

对比车系	口碑综合分	单项最高分
1. AION Y	4.56分	性价比 4.70分
2. 几何C	4.52分	电耗 4.73分
3. 元PLUS	4.51分	外观 4.70分
4. 零跑C11	4.49分	空间 4.77分
5. 哪吒U	4.44分	空间 4.69分

资料来源: 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

图 103: AION Y月销量(辆)超越 AION S 成为第一大主力车型



资料来源: 盖世汽车, 国信证券经济研究所整理

AION Y 同级别的竞争车型较少, 产品力和品牌力占优。通常来说, 10-20 万元预算的购车消费者主要考虑汽车的美观、实用、安全和实惠等方面, 而对品牌价值、智能配置等高端需求不高。横向对比纯电动紧凑型 SUV 车型, AION Y 在外形设计上独具一格, 在续航里程、空间舒适度等实用性需求方面领先, 搭载通过针刺试验的弹匣电池更能解决消费者对电池安全的担忧, 而平均售价低于竞品车型均值, 性价比较为突出。2022 年 5 月 AION Y 销量为 8,289 辆, 仅次于元 PLUS EV。在广汽集团可靠的背书, AION Y 更易于获得消费者信任, 在产品力和品牌力均占上风的情况下, 估计 AION Y 月销量将持续在 1 万辆以上, 在车型生命周期的成熟阶段有望突破 2 万辆。

表 11: AION Y 与竞品车型对比

	AION Y	元 PLUS EV	小鹏 G3i	几何 C	哪吒 U
厂商	广汽埃安	比亚迪	小鹏汽车	几何汽车	合众汽车
级别	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV
能源类型	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动
指导价(万元)	13.76-18.98	13.78-16.58	16.89-20.39	12.98-20.78	10.58-20.18
快充时间(小时)	-	0.5	0.58	0.63	0.5
电池类型	三元锂电池	磷酸铁锂电池	三元锂电池	三元锂电池	三元锂电池
电池能量(kWh)	76.8	60.48	66	70	-
百公里电耗(kWh/100km)	13.8	12.5	-	14	-
续航里程(km)	600	510	500	550	610
电机类型	永磁同步前置单电机	永磁同步前置单电机	永磁同步前置单电机	永磁同步前置单电机	永磁同步前置单电机
最大功率(kW)	135	150	145	150	150
最大扭矩(N·m)	225	310	300	310	310
电动机(PS)	184	204	197	204	204
零百加速(s)	-	7.3	8.6	7	7
长*宽*高(mm)	4410*1870*1645	4455*1875*1615	4495*1820*1610	4432*1833*1560	4530*1860*1628
轴距(mm)	2750	2720	2625	2700	2770
2022年5月销量(辆)	8,289	11,500	2,215	1,964	3,125

资料来源: 汽车之家, 太平洋汽车, 盖世汽车, 国信证券经济研究所整理 注: 除指导价外, 其余参数均选自各车型最高配置

### 渠道创新变革, 销量结构下沉

“线上+线下”、“车城+商超”、“直营+经销”渠道布局, 广汽埃安营销新生态进入 2.0 时代。广汽埃安将新势力的直营模式和传统车企的经销模式相结合, 打破传统车企单一的经销模式, 在商圈设立直营中心, 打造“前沿科技体验”、

“生活美学空间”、“未来出行服务”、“场景汽车展示”四大功能体验，既能通过直营模式塑造品牌形象，制衡经销商，又能利用经销模式降低销售成本，快速进行市场布局，以扩大市场份额。

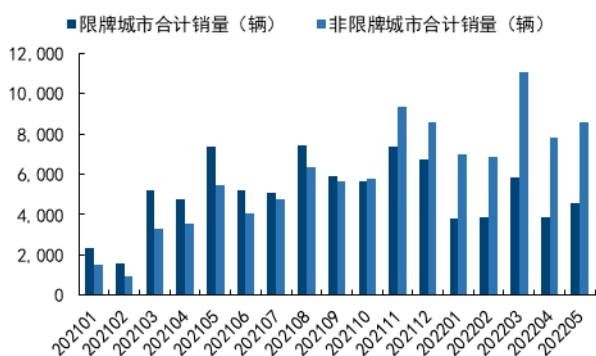
图104：广汽埃安直营体验中心



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

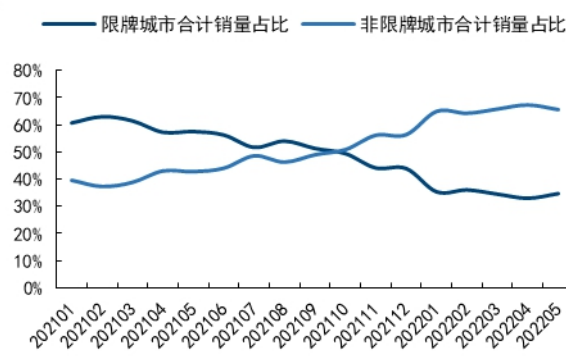
在新能源车导入期，由于限牌规定、消费水平、补贴政策、充换电基础设施等因素在不同地方的区别，新能源车主要消费主力为一线城市和限牌城市。截至2022年6月，我国限牌城市包括北京、上海、广州、深圳、天津、杭州、贵阳、海口。随着新能源车消费由政策引导向市场驱动转变，广汽埃安产品力和渠道建设愈发完善，其销量逐渐摆脱对限牌城市的依赖，非限牌城市月度销量于2021年10月反超限牌城市，2022年5月非限牌城市销量占比已达到65%。从全国角度来看，新能源乘用车在限牌和非限牌城市的销量亦呈现此消彼长的态势，2022年5月非限牌/限牌城市销量占比分别为18%/82%，而同期传统能源乘用车的对应销量占比为11%/89%。与之对比，广汽埃安的非限牌城市销量仍有较大增长空间，未来随着其“线上+线下”、“车城+商超”、“直营+经销”的渠道体系框架深化，销量结构有望进一步下沉至更多非限牌城市。

图105：广汽埃安分地区月度销量



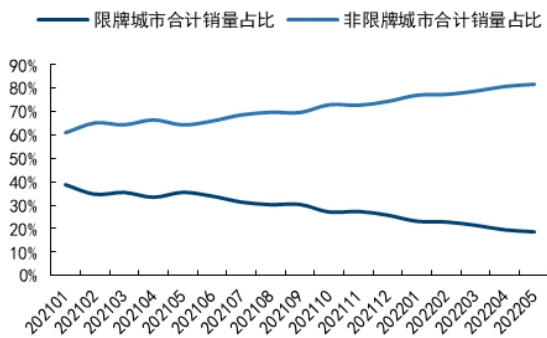
资料来源：交强险，国信证券经济研究所整理

图106：广汽埃安分地区月度销量结构



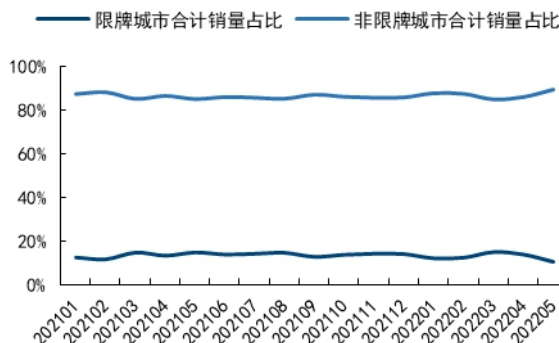
资料来源：交强险，国信证券经济研究所整理

图 107: 全国新能源乘用车分地区月度销量结构



资料来源: 交强险, 国信证券经济研究所整理

图 108: 全国传统能源乘用车分地区月度销量结构



资料来源: 交强险, 国信证券经济研究所整理

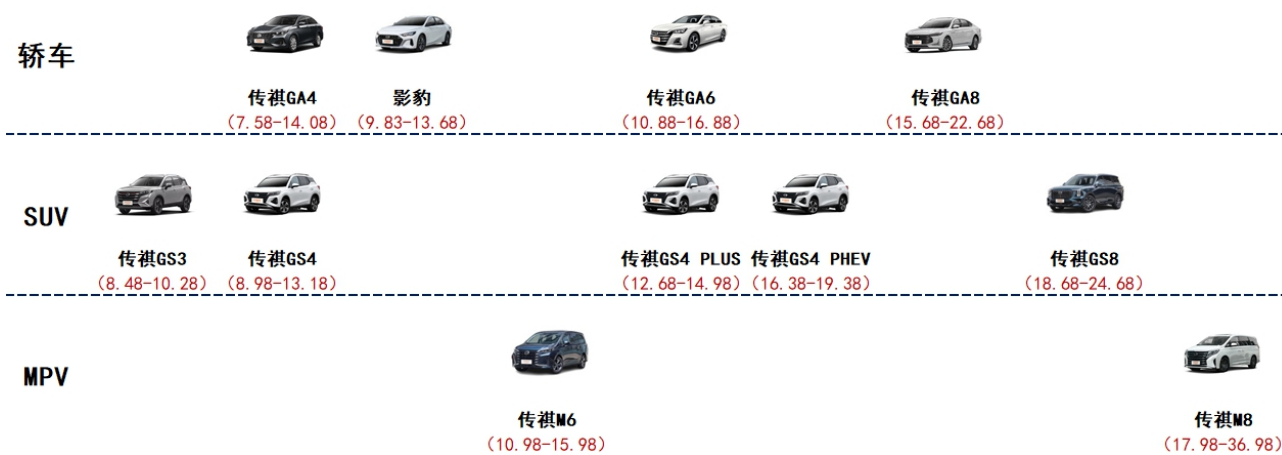
## 传祺: 自主推陈出新, 混动平台开拓未来

### 轿车、SUV 和 MPV 多点开花, 车型销量结构优化

**传祺品牌起步早, 车型布局全面。**广汽传祺是广汽集团首个自主品牌, 由广汽乘用车有限公司运营, 成立于 2008 年, 目前已形成丰富的在售车型矩阵。历经 14 年发展, 传祺品牌在轿车、SUV 和 MPV 细分市场全覆盖, 对主流、中高端定位车型均有所布局, 价格区间涵盖 10-35 万元。

**销量概况:** 2021 年广汽传祺批发销量为 324, 201 辆, 其中前四大车型 GS4/M8/M6/影豹销量分别为 95, 204/66, 397/48, 158/43, 772 辆。2022 年 6 月广汽传祺批发销量为 32, 665 辆, 其中前四大车型 GS4/GS8/M8/影豹销量分别为 6, 596/6, 550/5, 503/5, 069 辆。

图 109: 广汽传祺在售车型矩阵 (截至 2022 年 6 月)



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理 注: 括号内红字为官方指导价 (万元), 车型均价从左往右递增

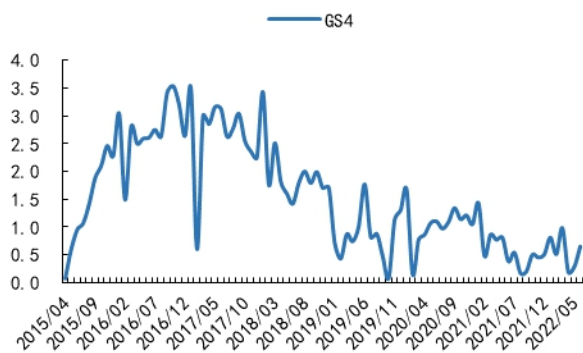
### 回顾历史销量, 传祺 SUV 和 MPV 表现优异, 轿车实现突破。

- 1) 在 SUV 市场, 传祺品牌打造过 GS4、GS8 等爆款车型, GS4 在 2016-2017 年间一度月销量超 3 万辆, GS8 稳居 2022 年第一季度 20 万级中国混动 SUV 销冠;
- 2) 在轿车市场, 受合资品牌围攻及自主品牌竞争激烈影响, 传祺稍显逊色, 但 2021 年影豹上市后爬坡迅速, 交付半年内月销量突破万辆。2021 年底影豹销量大

幅下滑主要因为采埃孚 DP-EPB 转向系统芯片供应短缺，近期供应链逐渐好转，月销量恢复至 5,000 以上；

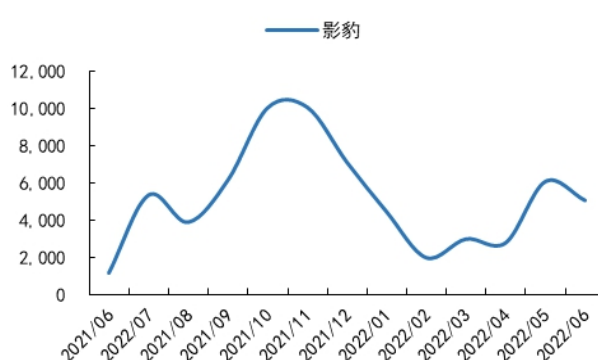
3) 在 MPV 市场，传祺推出的 M6 和 M8 均比较成功，M8 常年位居高端自主品牌 MPV 头名宝座，2021 年 MPV 零售销量中传祺 M6 和 M8 合计市占率达到 10% 以上。

图 110: 传祺 GS4 月度销量 (万辆)



资料来源: 盖世汽车, 国信证券经济研究所整理

图 111: 传祺影豹月度销量 (辆)



资料来源: 盖世汽车, 国信证券经济研究所整理

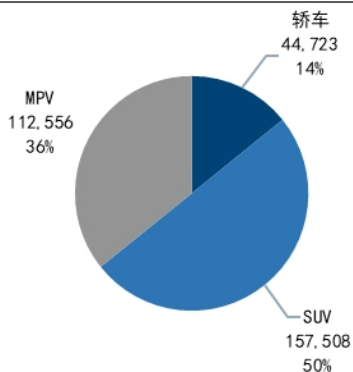
表 12: 2021 年 MPV 分车型零售销量统计

车型	2021 年销量 (辆)	市占率	售价 (万元)	国别
五菱宏光	252,214	23.37%	5.88-7.98	自主
别克 GL8	161,308	14.95%	23.29-53.39	美系
传祺 M8	66,153	6.13%	17.98-36.98	自主
凯捷	62,616	5.80%	8.58-13.48	自主
艾力绅	52,214	4.84%	27.98-33.18	日系
风行	49,303	4.57%	12.69-26.99	自主
传祺 M6	47,791	4.43%	10.98-15.98	自主
奥德赛	45,155	4.18%	23.58-35.48	日系
瑞风	31,344	2.90%	15.98	自主
宝骏 730	30,825	2.86%	6.38-10.28	自主
大通 G50	23,767	2.20%	8.68-16.58	自主
奔驰 V-Class	20,186	1.87%	47.88-64.68	德系
荣威 iMAX8	19,416	1.80%	18.88-25.38	自主
威然	17,351	1.61%	28.98-40.28	德系
威霆	15,839	1.47%	29.38-34.78	德系
Top15 合计	895,482	82.99%		
总计	1,079,000	100.00%		

资料来源: 乘联会, 汽车之家, 国信证券经济研究所整理 注: 加粗字体为均价 30 万元以上的中高端 MPV

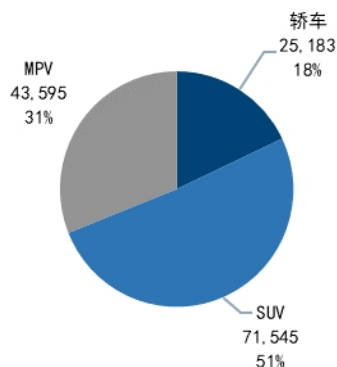
减少对单一产品的依赖，传祺销量结构趋于优化。按类别分，过去传祺品牌的销量过度依赖 SUV 车型 GS4 和 MPV 双子星 M6 和 M8，叠加轿车短板明显，销量结构失衡，2021 年传祺 SUV/MPV/轿车销量占比分别为 50%/36%/14%。2021 年下半年以来随着传祺在轿车端的发力，销量结构趋于健康，2022 年上半年销量占比中，SUV/MPV/轿车分别为 51%/31%/18%。按车型分，传祺销量结构也呈现更均衡趋势，2021 年 GS4、M6 和 M8 的合计销量占比为 64%，2022 年上半年该占比收窄至 48%，且前 5 大主力车型销量占比均在 12%-17% 之间，对单一车型销量的依赖程度降低，销量结构更合理。

图 112: 2021 年传祺品牌分类别销量结构 (辆)



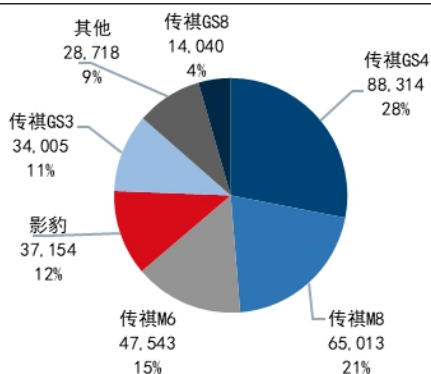
资料来源: 交强险, 国信证券经济研究所整理

图 113: 2022 年上半年传祺品牌分类别销量结构 (辆)



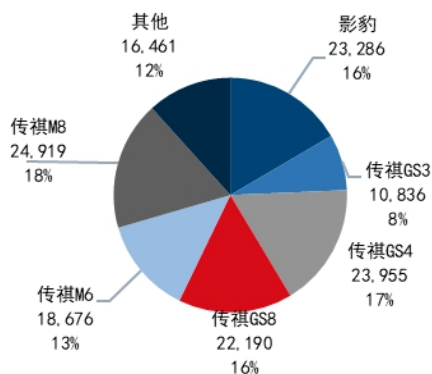
资料来源: 交强险, 国信证券经济研究所整理

图 114: 2021 年传祺品牌分车型销量结构 (辆)



资料来源: 交强险, 国信证券经济研究所整理

图 115: 2022 年上半年传祺品牌分车型销量结构 (辆)

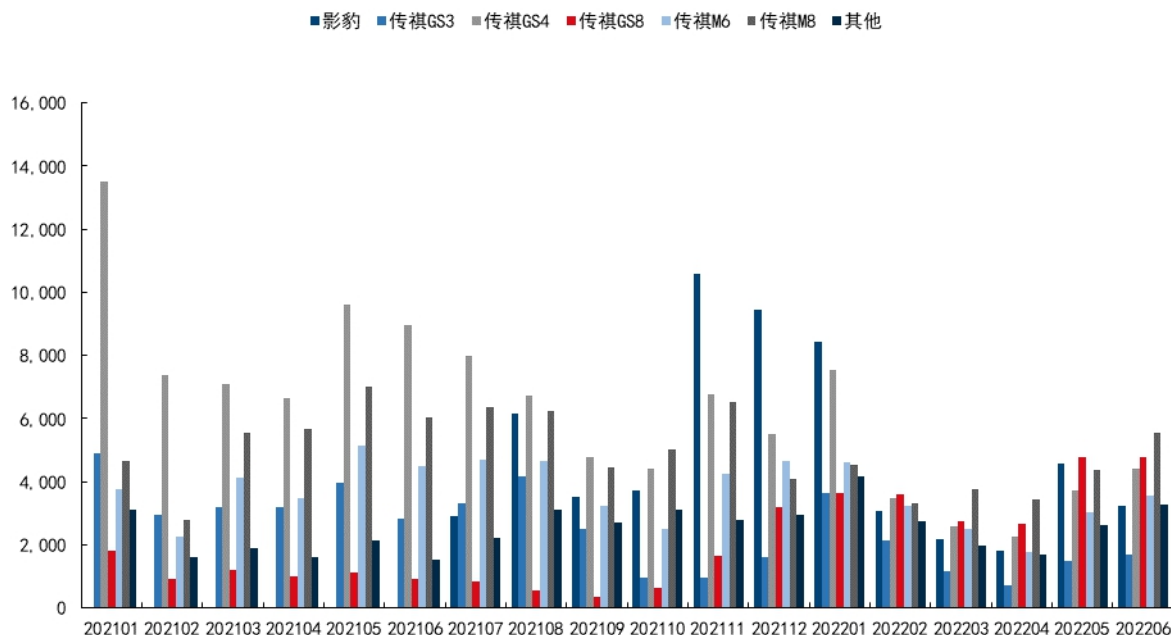


资料来源: 交强险, 国信证券经济研究所整理

**多重不利因素下仍保持销量稳定, 传祺品牌韧性强劲。**2021 年传祺品牌月均零售销量约 2.6 万辆, 2022 年上半年月均零售销量约 2.3 万辆, 在疫情阻碍汽车产销和芯片等原材料紧缺的情况下同比 2021 年上年只减少 1,000 辆左右, 显示出传祺品牌的较强韧性。

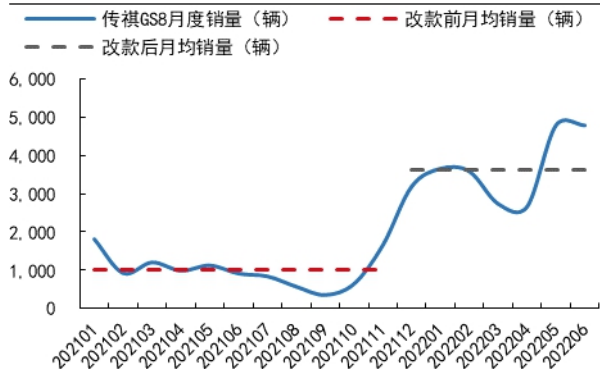
**从主力车型看, 大单品 GS4 销量下滑或将由影酷替代, 影豹、改款 GS8 和 M8 相继发力贡献销量。**1) GS4: 2021 年前 9 个月 GS4 为销量最高的车型, 但由于 GS4 及其改款车型已进入生命周期末段, 难阻销量下滑态势, 预计新品影酷将作为其平替车型。2) 影豹: 运动轿跑车型影豹于 2021 年 6 月上市, 随后销量迅速爬坡, 年末月度上险量破万, 接力 GS4 成为传祺最畅销车型, 但 2022 年 2 月以来受春节假期、芯片供应和疫情扰动等影响销量下滑, 近期疫情和供应链逐渐好转后销量爬坡至去年同期水平, 预计后续将恢复高销量。3) GS8: 2016 年定位高端中型 SUV GS8 上市, 2021 年底推出全新第二代改款。2021 年改款前 GS8 已进入车型周期的成熟阶段, 月均销量仅 1,002 辆, 12 月改款后至 2022 年 6 月平均月销量达到 3,625 辆。4) M8: 高端 MPV M8 在自主品牌 MPV 中优势明显, 是巩固传祺销量基本盘的重要支撑。全新一代 M8 预计在 2022 年下半年上市, 将搭载与丰田合作研发的 THS 混动系统, 有望带来增量贡献。

图 116: 传祺品牌分车型月度销量 (辆)



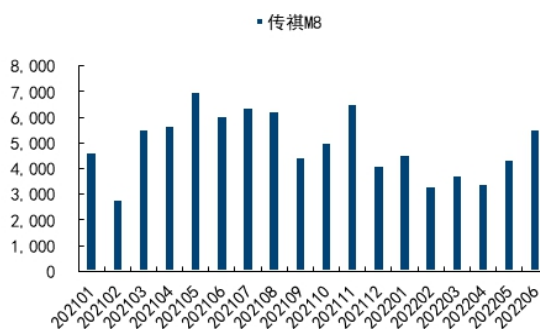
资料来源: 交强险, 国信证券经济研究所整理

图 117: 传祺 GS8 改款前后月度零售销量对比



资料来源: 交强险, 国信证券经济研究所整理

图 118: 传祺 M8 月度零售销量 (辆)



资料来源: 交强险, 国信证券经济研究所整理

**影豹车型定位高性能且高 PVA 运动轿跑, 具备爆款潜质。**影豹是传祺品牌“影”系列的首款车型, 上市以来终端需求旺盛, 但受供应链影响销量表现有起伏。与主要竞品车型相比, 影豹在售价、油耗、零百加速、车身宽度、轴距长度和外观颜值等方面具有比较优势。这些优势也最终反映在销量上, 影豹 2022 年 5 月批发量仅略低于东风本田的思域和长安汽车的 UNI-V。因此我们预计, 随着后续疫情和供应链影响边际减弱, 公司产能爬坡顺利, 影豹车型将回归月销量过万的爆款属性。

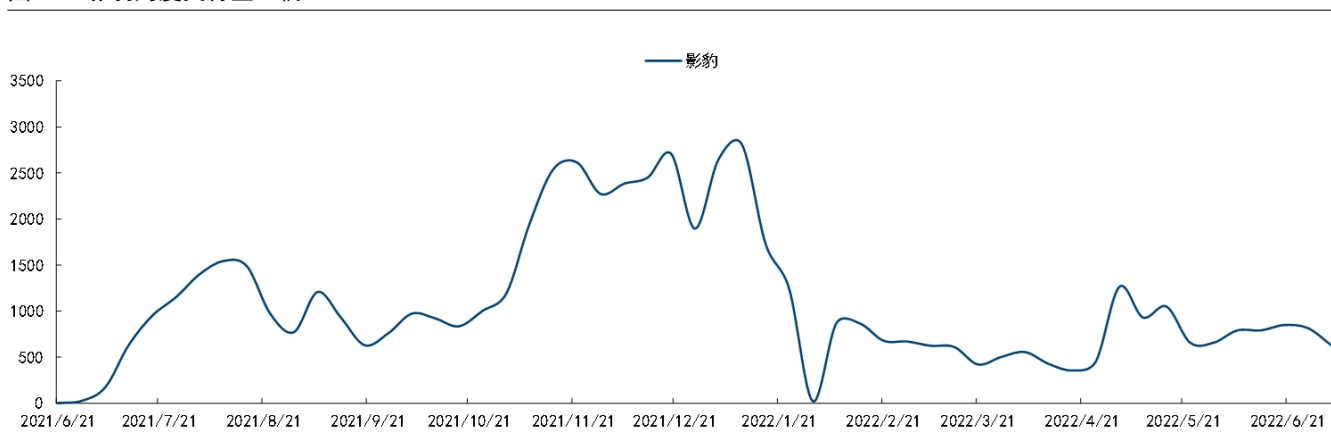
表 13: 影豹与竞品车型对比

	影豹	思域	缤瑞	名爵 6	UNI-V
					
厂商	广汽传祺	东风本田	吉利汽车	上汽集团	长安汽车
级别	紧凑型车	紧凑型车	紧凑型车	紧凑型车	紧凑型车
能源类型	汽油	汽油	汽油	汽油	汽油
指导价 (万元)	9.83-13.68	11.99-16.99	7.98-10.98	10.38-13.98	10.89-13.99
发动机	1.5T 177 马力 L4	1.5T 177 马力 L4	1.5T 181 马力 L4	1.5T 181 马力 L4	2.0T 233 马力 L4
变速箱	7 挡湿式双离合 DCT	CVT 无级变速	7 挡湿式双离合 DCT	7 挡湿式双离合 DCT	8 挡手自一体 AT
百公里油耗 (L/100km)	5.96	5.7	5.9	6.2	6.9
最大功率 (kW)	130	130	133	133	171
最大扭矩 (N·m)	270	220	290	285	390
零百加速 (s)	6.95	8.6	7.1	7.83	-
长*宽*高 (mm)	4700*1850*1432	4658*1800*1416	4710*1795*1455	4727*1848*1470	4705*1838*1430
轴距 (mm)	2736	2700	2670	2715	2750
2022 年 5 月销量 (辆)	6,079	8,870	4,230	1,933	7,818

资料来源: 汽车之家, 太平洋汽车, 盖世汽车, 国信证券经济研究所整理 注: 除指导价外, 其余参数均选自各车型最高配置

根据交强险的数据, 自 2021 年 6 月上市以来, 截至 2022 年 7 月 10 日, 影豹已累计交付 6.03 万辆。

图 119: 影豹周度交付量 (辆)



资料来源: 交强险, 国信证券经济研究所整理

### 打造 GPMA 平台架构, 孵化钜浪混动品牌, 聚焦优质混动车型

GPMA (GAC Global Platform Architecture) 是广汽面向全球主要汽车市场开发的模块化平台架构, 涵盖轿车、SUV、MPV 车型, 包括 HEV 和 PHEV 版本。GPMA 架构包含 R 平台和 L 平台两个子平台, 具有全球化、安全性、舒适性、低油耗、混动化、年轻化、智联化、可靠耐久性以及通用化等亮点。

1) **全球化及安全性:** GPMA 模块化架构是面向全球的主要市场开发的, 一方面, 它能满足全球最严苛的安全标准和排放标准, 如美国 IIHS 安全标准, 国内 C-NCAP、C-IASI 安全标准等; 另一方面, 能兼顾左舵车和右舵车的开发需求, 满足全球不同市场的需求。

2) **舒适性:** 主要体现在视觉、听觉、嗅觉、触觉和体验的五感舒适座舱, 车内空间更大、车厢更静谧、座舱用料更环保、座椅用料更舒适以及底盘调校更平顺, 致力提供全方位的舒适感。

3) **智联化:** 搭载广汽研究院最新研发的 ADiGO 智驾互联生态系统, 集智能工厂生

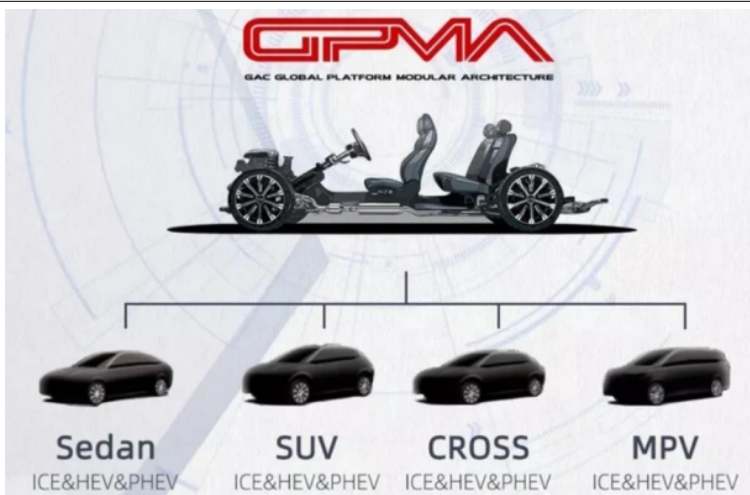
态、自动驾驶系统、物联系于一身的智驾互联生态系统。

4) **低油耗**：通过开发高效发动机，降低车重、降低风阻，提升热管理、电管理等，进一步提升发动机的效能，新架构下的车型油耗比上一代车型降低 20%。

5) **混动化**：除了传统燃油动力，GPMA 架构还可扩展 PHEV 和 HEV 混动，提供更多选择。以新一代传祺 GS4 PHEV 为例，其使用的是 1.5L 米勒循环发动机的混动系统，NEDC 百公里综合油耗仅为 4.6L。

6) **可靠耐久性**：新架构下的新车质量验收参考日系车的严苛质量标准，由经验丰富的日籍专家、广汽乘用车首席质量官浦上嘉文把关。同时，新车上市前完成 16 万公里的全国道路适应性试验，路线遍及 26 个省市，大大提升新车的可靠性和残值率。

图 120: GPMA 模块化平台架构



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

**自研 GMC+吸收 THS，钜浪混动推进 HEV 和 PHEV 双混动技术落地。**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——钜浪混动。钜浪混动拥有双混动技术路线，分别是正向自研的 GMC 双电机串并联混动系统和吸收丰田最新 THS 混动系统，并创新突破实现了涡轮增压发动机和 THS 系统的完美结合。两套系统各有所长，给用户带来不同享受，未来还将基于 GMC 和 THS 双系统支撑推出影豹、M8 等混动版本车型。

图 121: GMC+THS 双混动技术路线



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

1) 路线一：广汽第四代 2.0ATK 发动机+第二代 GMC 机电耦合系统。该技术路线正向自研的 GMC 双电机串并联混动系统，经过多次迭代，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，甚至氢动力系统。GMC 双电机串并联混动系统创新集成式双电机多挡 DHT，实现多挡多模式驱动和大扭矩输出，WLTC 工况下热效率利用率超 95.5%；采用全速域全场域智能能量管理策略，调整工作模式和能量流分配状态，带来更节油、平顺的驾驶体验，另外，采用高效冷媒直冷技术，保持全天候高效高功率输出；集成最先进的技术，第四代 2.0ATK 发动机最高热效率 42.1%，提供更强动力及燃油经济性。作为钜浪混动 GMC2.0 首款 SUV，传祺影酷也于钜浪混动发布日正式亮相。在整体设计上，影酷延续了 EMKOO 概念车型的科技工业美学设计语言，融汇工业精密与科技想象于一体，科技，前卫，势能。满足更多年轻消费者的个性审美。动力方面，除了搭载钜浪混动，采用 2.0ATK 高效阿特金森发动机+GMC 2.0 第二代机电耦合系统之外，为满足用户多元需求，影酷还将搭载钜浪动力 1.5TGDI 发动机，以及钜浪动力 2.0TGDI 发动机。此外，2023 年广汽传祺将正式上市搭载大扭矩 GMC 的 MPV 旗舰车型，纯电续航里程超 100km，系统综合功率达 270kW。

图 122: 钜浪混动 GMC2.0 首款 SUV 传祺影酷



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 123: GMC 双电机串并联混动系统



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

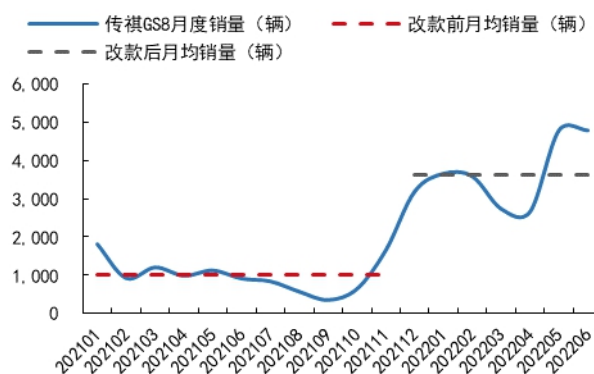
2) 路线二: 广汽第三代 2.0TM 发动机+丰田第四代 THS 系统。该技术路线吸收丰田最新 THS 混动系统, 并进行突破创新, 将广汽 2.0TM 发动机匹配丰田最新 THS 功率分流混动系统, 兼顾低油耗和强动力。搭载 THS 混动系统的全新第二代 GS8 双擎系列 2021 年 12 月上市, 零百加速 6.9 秒, NEDC 工况下的油耗为 5.8L/100km, 一箱油能跑 2,000 公里以上 (极限测试/气温 10-25°C/胎压 2.8bar), 在同级别产品中具备动力和油耗的优势。全新第二代 GS8 混动车型订单持续攀升, 4 月订单量占比达到 60%, 改款后月均销量是改款前的 3 倍多。

图 124: 全新第二代传祺 GS8



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 125: 传祺 GS8 改款前后月度零售销量对比



资料来源: 交强险, 国信证券经济研究所整理

图 126: 全新第二代 GS8 动力系统分析



资料来源: 盖世汽车, 国信证券经济研究所整理

2022 年广汽科技日公司更新钜浪混动最新成果, 发布钜浪混动模块化架构, 其由混动发动机 (E)、机电耦合系统 (M) 和动力电池 (B) 三大部分构成, 采用平台化、模块化设计, 兼容性强、通用性高, 可衍生出 4 大类别和 N 个动总组合, 完美适配所有 HEV、PHEV 和 REEV 等 XEV 车型。钜浪混动模块化架构下的 4 大类别, 包括经济适用型单挡系统、动力型功率分流系统、动力节能型多挡系统以及高效零碳氢混系统。

图 127: 广汽集团钜浪混动模块化架构

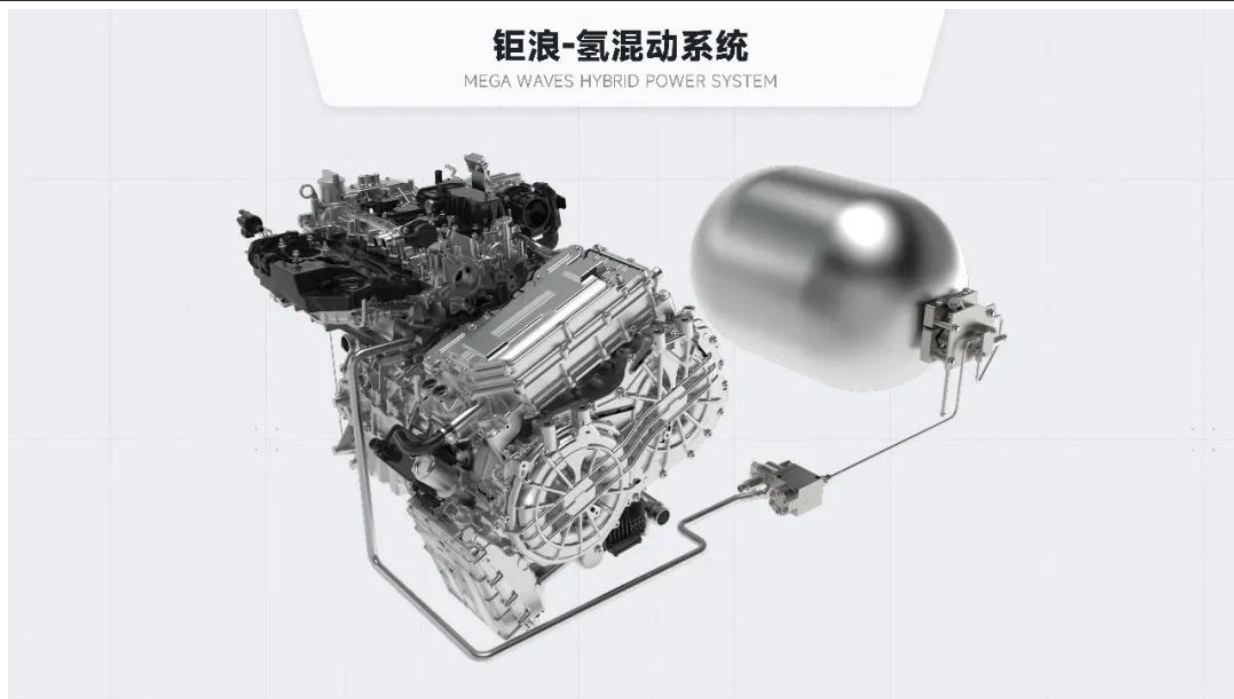


资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

高效零碳氢混系统的代表是广汽科技日上亮相的钜浪-氢混动系统。该系统由氢内燃机与广汽机电耦合系统 GMC 组成, 百公里氢耗低于 0.84kg, 在大幅减碳同时, 以混动技术保障系统的动力性, 达到真正意义上的乘用车燃料的碳中和。采用氢

气缸内直喷技术的广汽首款氢发动机已于 2021 年 9 月点火成功，运转验证时长超 12,000 小时，热效率有望达到 44%，真正实现“零碳排放”。

图 128: 广汽集团钜浪-氢混动系统



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

## 合资：日系品牌混动领先，加快布局电动转型

公司旗下的合资品牌主要包括两大日系品牌广汽丰田和广汽本田

**产能布局：**截至 2021 年底，广汽丰田和广汽本田设计产能分别为 80 和 77 万辆/年，2021 年的实际产能利用率均超过 100%。广汽丰田新能源车扩建项目一期已于 2021 年 7 月建成，二期计划于 2022 年内建成，届时将达到 100 万辆年产能。广汽本田新能源车产能扩建将于 2024 年完成，新增 12 万辆产能至 89 万辆。

表 14: 广汽集团主要合资车企现有产能情况

主要工厂名称	设计产能（万辆）	2021 年实际产能（万辆）	产能利用率（%）
广汽丰田	80.00	82.33	120.08
广汽本田	77.00	78.71	102.22
广汽三菱	20.00	6.11	30.55
广汽菲克	32.80	1.63	4.97
广汽日野	1.00	0.21	21.00
广汽比亚迪	0.50	0.06	12.00
<b>合计</b>	<b>293.30</b>	<b>213.81</b>	<b>75.86</b>

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

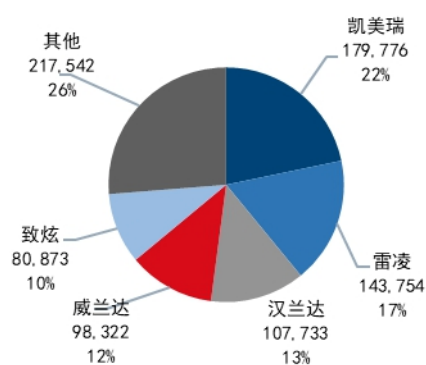
表 15: 广汽集团主要合资车企在建产能情况

在建产能工厂名称	计划投资金额(万元)	2021 年投资金额(万元)	累积投资金额(万元)	预计投产日期	预计产能
广汽丰田新能源车扩建(二期)	634,200	132,007	343,145	2022 年	20 万辆
广汽本田新能源车产能扩大建设	349,510	25,708	25,708	2024 年	12 万辆

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

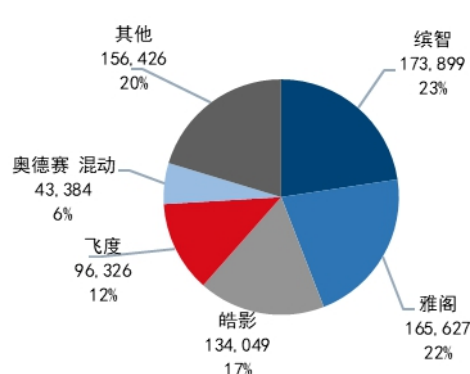
**销量概况:**2021 年广汽丰田批发销量为 82.8 万辆,前五大车型凯美瑞/雷凌/汉兰达/威兰达/致炫销量分别为 18.0/14.4/10.8/9.8/1.1 万辆;广汽本田批发销量为 78.0 万辆,前五大车型缤智/雅阁/皓影/飞度/奥德赛(混动)销量分别为 17.4/16.6/13.4/9.6/4.3 万辆。2022 年 6 月广汽丰田批发销量为 10.1 万辆,同比增长 37.8%;广汽本田批发销量为 7.4 万辆,同比增长 37.7%。

图 129: 2021 年广汽丰田销量结构(辆)



资料来源:公司公告,盖世汽车,国信证券经济研究所整理

图 130: 2021 年广汽本田销量结构(辆)

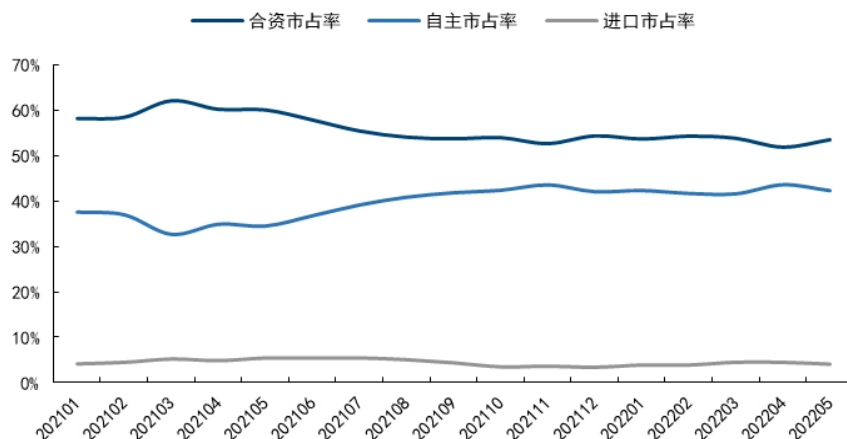


资料来源:公司公告,盖世汽车,国信证券经济研究所整理

### 合资份额受自主新能源侵蚀,混动绝对优势下日系品牌电动化战略较为保守

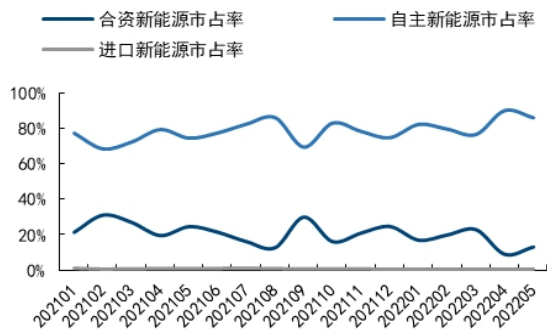
**新能源浪潮下,传统合资品牌受到自主冲击,但仍在传统能源市场保持优势。**根据交强险数据,2021 年 1 月至 2022 年 5 月自主品牌汽车销量市场份额与合资品牌呈现收窄态势,2022 年 1-5 月自主品牌市占率为 42%,比 2021 全年提高 3 个百分点,而同期的合资品牌市占率为 54%,降低 3 个百分点。究其原因,主要为自主品牌如比亚迪和新势力等在新能源市场的发力,进一步冲击合资品牌的领先地位。2022 年 5 月,自主品牌新能源渗透率已达到 51%,而合资品牌仅 6%,自主品牌和合资品牌的新能源车市占率分别为 86%和 13%,分别同比提升 12 个百分点和降低 11 个百分点。但在传统能源市场,合资品牌牢牢把握既有优势,2022 年 5 月合资品牌和自主品牌的传统能源市占率分别为 67%和 28%,分别同比提高 2 个百分点和降低 1 个百分点。

图 131: 按厂商性质划分汽车销量月度市占率



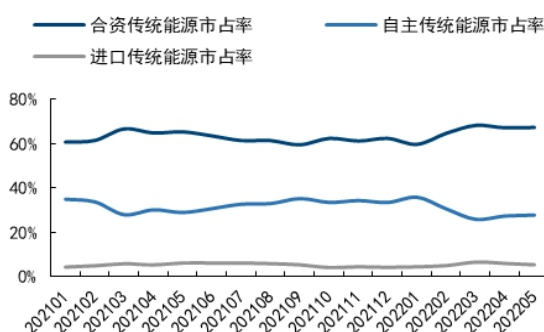
资料来源: 交强险, 国信证券经济研究所整理

图 132: 按厂商性质划分新能源汽车销量月度市占率



资料来源: 交强险, 国信证券经济研究所整理

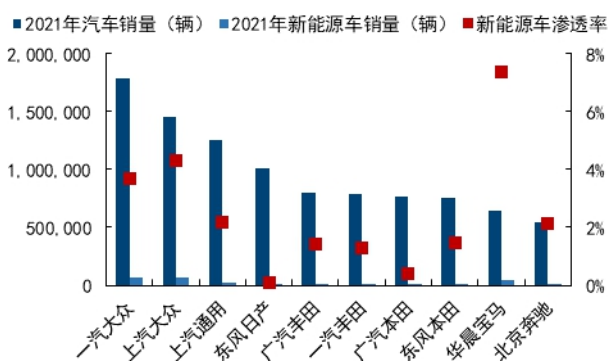
图 133: 按厂商性质划分传统能源汽车销量月度市占率



资料来源: 交强险, 国信证券经济研究所整理

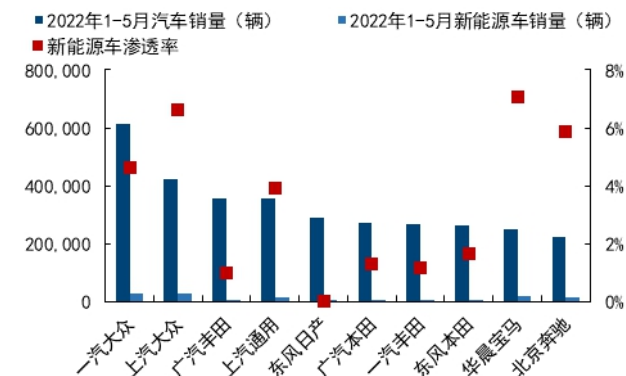
**合资车中大众与豪华品牌电动化转型最快, 日系品牌相对落后。**横向对比国内销量前十大的合资厂商电动化进展, 2021 年华晨宝马新能源车渗透率最高, 达到 7.4%, 南北大众次之, 均为 4%左右, 丰田、本田和日产等日系品牌均不到 2%。2022 年 1-5 月, 宝马、奔驰和大众的新能源车渗透率处于第一梯队, 通用也有明显提高, 而三大日系品牌新能源车渗透率仍在 2%以下。日系品牌电动化转型较保守的主要原因包括其押注于油电混动和氢能源领域的深耕和积累, 对纯电动的技术路线发展不够重视。

图 134: 2021 年合资品牌新能源化进展



资料来源: 交强险, 国信证券经济研究所整理

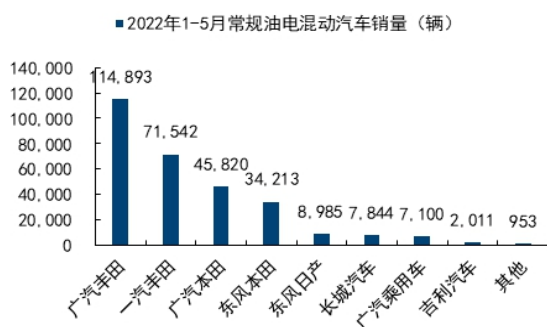
图 135: 2022 年 1-5 月合资品牌新能源化进展



资料来源: 交强险, 国信证券经济研究所整理

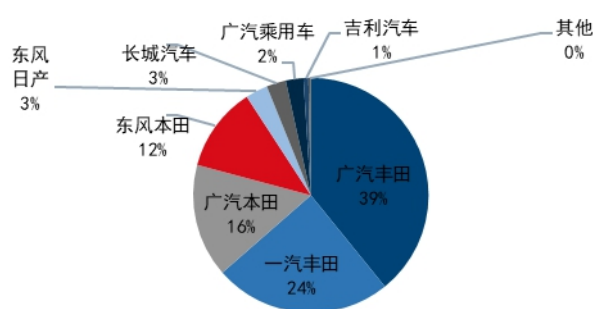
日系品牌在常规油电混动市场占据绝对优势，广汽集团市占率高达 57%。凭借日系车企在油电混动技术的领先水平，日系品牌在国内油混市场近乎垄断。2022 年 1-5 月油混汽车销量前 5 名均为日系合资厂商，合计占据 94% 的市场份额。同为广汽集团旗下的广汽丰田、广汽本田和广汽乘用车 2022 年 1-5 月合计销售 167, 813 辆油混车，市占率高达 57%。

图 136: 2022 年 1-5 月油电混动汽车销量



资料来源: 交强险, 国信证券经济研究所整理

图 137: 2022 年 1-5 月油电混动汽车销量结构



资料来源: 交强险, 国信证券经济研究所整理

### 品牌力和性价比仍有明显优势，日系电动化缓慢不改广汽合资品牌增长逻辑

1) **品牌力优势**: 虽然新能源车渗透率在不断提高，但实际上新能源和传统能源汽车的消费客户群体存在较明显区隔，短期内两种能源类型的汽车并不构成直接竞争关系。在传统能源车的存量市场竞争中，丰田和本田品牌力强盛，并在中国市场积攒了良好口碑，多款车系保值率长期处于领先地位。2022 年 5 月，广汽本田和广汽丰田合计共 6 款车型在合资品牌各级别汽车第三年保值率排名中位列前三，印证广汽两大合资品牌的认可度较高。

表 16: 2022 年 5 月合资厂商车系保值率排名

轿车			
排名	厂商	车系	第三年保值率
1	广汽本田	飞度	81.81%
2	广汽丰田	凯美瑞	76.92%
3	广汽本田	雅阁	75.32%
SUV			
排名	厂商	车系	第三年保值率
1	广汽丰田	汉兰达	79.18%
2	东风本田	CR-V	74.33%
3	广汽本田	冠道	71.66%
MPV			
排名	厂商	车系	第三年保值率
1	广汽本田	奥德赛	75.65%
2	东风本田	艾力绅	74.68%
3	上汽通用别克	GL8	67.67%

资料来源：全国工商联汽车经销商商会，国信证券经济研究所整理

**2) 购车成本低：**经济下行压力大，消费者购车刚需更倾向于性价比车型。自 2008 年开始，我国人均 GDP 同比增速降至个位数，并于 2020 年降至 2%，人均 GDP 低增速成为新常态。日系品牌以“耐用、省油、保值”为标签，高性价比的特点深入人心，以广汽丰田致炫为例，其在汽车之家口碑评分中“性价比”一项达到满分。

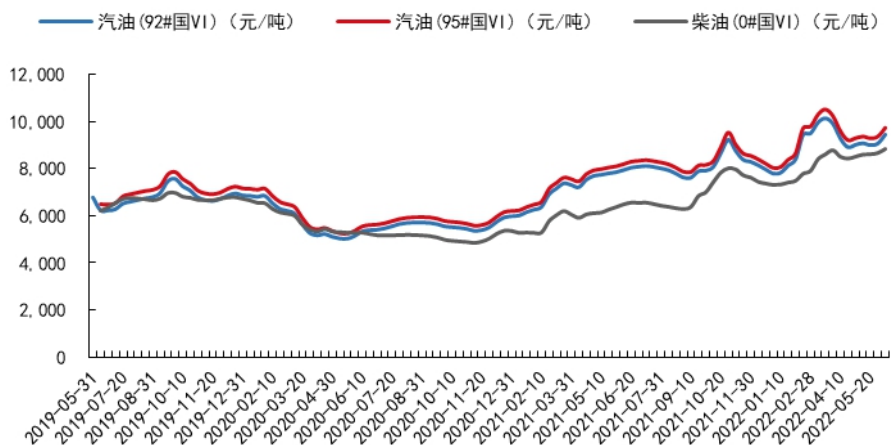
图 138: 广汽丰田 YARiS L 致炫汽车之家口碑评分



资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

**3) 用车成本低：**油价高企背景下，传统能源车消费群体更青睐于燃油经济性车型。在全球流动性环境宽松、地缘政治冲突引发重要产油国供应紧张等背景下，国内成品油价格高企，92#和 95#汽油价格在 2022 年 3 月均突破 1 万元/吨。油价居高不下，更多消费者将目光投向新能源或低油耗车型。凭借日系品牌多年的发动机和混动技术积累，广汽丰田雷凌、威兰达以及广汽本田凌派、皓影等车型在车系油耗排行榜位列前茅。

图 139: 国内成品油价格走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 140: 国内紧凑型轿车油耗对比

排名	品牌	车系	发动机	变速器	车主众测油耗	工信部油耗	样本数
1	本田	享域 (混)	1.5L 109马力 L4	E-CVT无级变速	4.58	4	199
2	大众	卡罗拉 (混)	1.8L 98马力 L4	E-CVT无级变速	4.6	4	1216
3	大众	雷凌 (混)	1.8L 98马力 L4	E-CVT无级变速	4.62		3187
4	本田	凌派 (混)	1.5L 109马力 L4	E-CVT无级变速	4.64		237
5	雷克萨斯	雷克萨斯CT (混)	1.8L 99马力 L4	E-CVT无级变速	5.45	4.6	34
6	日产	轩逸	1.6L 139马力 L4	5挡手动	6.05	5.7	25
7	大众	朗逸	1.5L 113马力 L4	5挡手动	6.09		34
8	马自达	马自达3 昂克赛拉	1.5L 117马力 L4	6挡手动	6.15	5.8	90
9	大众	捷达VA3	1.5L 112马力 L4	5挡手动	6.2	5.7	40
10	大众	宝来	1.5L 113马力 L4	5挡手动	6.33	5.8	293

资料来源: 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

图 141: 国内紧凑型 SUV 油耗对比

排名	品牌	车系	发动机	变速器	车主众测油耗	工信部油耗	样本数
1	雷克萨斯	雷克萨斯UX (混)	2.0L 146马力 L4	E-CVT无级变速	5.31	4.6	93
2	威兰达	威兰达 (混)	2.5L 178马力 L4	E-CVT无级变速	5.47		519
3	丰田	RAV4荣放 (混)	2.5L 178马力 L4	E-CVT无级变速	5.58	5	1099
4	本田	本田CR-V (混)	2.0L 146马力 L4	E-CVT无级变速	5.72	5.6	934
5	本田	皓影 (混)	2.0L 146马力 L4	E-CVT无级变速	5.73	4.9	1191
6	讴歌	讴歌CDX (混)	2.0L 146马力 L4	E-CVT无级变速	5.96	5	38
7	哈弗	哈弗H6S (混)	1.5T 150马力 L4	2挡DHT	6.24	4.9	47
8	拿铁	拿铁DHT (混)	1.5T 156马力 L4	2挡DHT	6.27	4.9	633
9	星越L	星越L (混)	1.5T 150马力 L3	3挡DHT	6.3	4.3	100
10	玛奇朵	玛奇朵DHT (混)	1.5L 102马力 L4	2挡DHT	6.39	4.7	65

资料来源: 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

**加速推进纯电车型布局, 广汽丰田 BZ4X 和广汽本田 e:NP1 有望实现突破**

目前新能源赛道竞争日益激烈，日系品牌与头部新能源品牌相比存在巨大发展空间，但其在品牌塑造、资金财力和技术实力方面拥有优势，有望加快电动化领域实现突破。

1) **产品布局**：丰田规划到 2025 年将在全球范围内推出 15 款 BEV 车型，TOYOTA bZ 纯电动专属系列计划推出 7 款产品，其中 5 款将导入中国市场；本田计划未来五年在中国市场推出 10 款纯电动车。2021 年 11 月，基于 e-TNGA 纯电平台打造的广汽丰田 bZ4X 和基于 e:N Architecture 纯电架构的广汽本田 e:NP1 在广州车展首次亮相。2022 年 6 月 20 日，e:NP1 率先上市，推出 420/510km 续航里程共 4 个配置车型，售价 17.5-21.8 万元。bZ4X 受芯片供应影响暂缓上市，推出 500/560/610km 续航里程共 5 个配置车型，预售价 22-30 万元。虽然两款车型的产品力暂时无法完全反超自主品牌，但是远优于同品牌曾经的油改电车型。

图 142: 广汽丰田 bZ4X 预售价格

Elite	长续航Elite	长续航Pro	X-MODE 四驱Pro	X-MODE 四驱Ultra
综合补贴后预售价: 22万元	综合补贴后预售价: 24万元	综合补贴后预售价: 26万元	综合补贴后预售价: 28万元	综合补贴后预售价: 30万元
<a href="#">查看配置&gt;&gt;</a>	<a href="#">查看配置&gt;&gt;</a>	<a href="#">查看配置&gt;&gt;</a>	<a href="#">查看配置&gt;&gt;</a>	<a href="#">查看配置&gt;&gt;</a>

\*此为预售价格，上市后存在调整可能



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 143: 广汽本田 e:NP1 综合补贴后售价



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

2) **技术创新**：丰田以 2030 年为目标，在研发方面，通过车辆及电池的一体化研发，目标将每辆车的成本降低到 50% 以下；在供给方面，更高的性能和安全性需求下将努力实现全固态电池的实用化。从 2021 年 9 月至 2030 年，在电池供应体系的完善和研发方面预计投入约 1.5 万亿日元，其中新产线的投资占 1 万亿日元。到 2025 年，丰田将启用 10 条生产线，2026-2030 年，将以每年新增 10 条产线的速度，总共为 EV 的投入 70 条产线，到 2030 年，年产能提升至 200GWh 以上，生产线增加至 70 条等。本田表示将建设全固态示范生产线，计划 2025 年前全固态电池将实现小规模量产，首先搭载在混动车型上，到 2030 年前要实现持续、稳定生产。本田计划在未来 10 年投入 8 万亿日元研发经费，其中在电动化和软件领域共计投入约 5 万亿日元加快电动化进程；在电池采购方面，将加快新一代电池的自主研发，决定投资约 430 亿日元，开展全固态电池示范生产线，计划于 2024 年春季启动，并应用于 2025 年以后推出的车型中；到 2030 年，将在全球市场推出 30 款电动汽车，年产量超过 200 万辆。

图144: 丰田在车载动力电池领域的研发规划

### 到2030年的丰田的电池战略



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

3) **产能投入:** 2021年7月25日, 广汽丰田新能源车产能扩建项目一期在广州市南沙区正式投产, 预计释放产能20万辆/年, 二期产能同样为20万辆/年, 预计在2022年内建成投产, 届时新能源车产能将达到40万辆/年, 占比达40%。2022年6月21日, 广汽本田表示位于广汽Honda广州开发区的全新电动车工厂正在推进, 计划于2024年投产, 建成后的年产能能为12万辆, 总投资金额为34.9亿元人民币。

图145: 广汽丰田新能源车产能布局



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图146: 广汽本田新能源车产能扩建项目公示



资料来源: 广州开发区行政审批局, 国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

#### 1) 销量假设:

根据广汽集团“十四五”规划，公司争取到2025年实现汽车产销350万辆，其中自主品牌目标100万辆且新能源车占比达到50%。按照公司现行产能布局和规划，广汽埃安智能生态第一工厂二期已于2022年2月建成，第二工厂有望在今年四季度实现投产，届时达到年产40万辆的水平。广汽丰田新能源车扩建项目一期已于2021年7月建成，二期计划于2022年内建成，届时将达到100万辆年产能。广汽本田新能源车产能扩建将于2024年完成，新增12万辆产能至89万辆。公司未来将结合市场需求进一步完善和优化产能，支持“十四五”规划目标完成。

表17: 广汽集团旗下主要车企产能规划预测（万辆）

	2021	2022E	2023E	2024E
广汽埃安	10	40	40	40
广汽传祺	72	72	72	72
广汽丰田	80	100	100	100
广汽本田	77	77	77	89

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

假设2025年广汽埃安/广汽传祺/广汽丰田/广汽本田销量为50/50/140/95万辆，2022-2024年的销量按相同的CAGR增长，预计2022/2023/2024年广汽埃安销量为26/32/40万辆，广汽传祺销量为38/42/46万辆，广汽丰田销量为110/119/129万辆，广汽本田销量为79/84/89万辆。

表18: 广汽集团汽车销量预测（万辆）

	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022E	2023E	2024E	2025E
广汽埃安					11	26	32	40	50
广汽乘用车	51	54	38	35	36	38	42	46	50
广汽丰田	44	58	68	77	83	110	119	129	140
广汽本田	71	74	77	80	78	79	84	89	95
其他	35	29	22	12	9	5	5	6	7
广汽集团合计	200	215	206	204	217	258	282	311	342

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测 注：2021年前广汽埃安销量包含在广汽乘用车内

#### 2) 单车盈利假设:

- **自主：埃安升级换代，传祺结构优化，广汽自主单车均价保持上探。**2022年AION Y预计将推出2022款Plus车型，V Plus和S Plus也将相继改款升级，四季度AION LX将推出L2++自动驾驶版本，2022年底百万级豪华轿跑AS9将亮相，零百加速1.9秒，实现品牌提升效果，跟华为合作打造高端SUV车型AH8将达到L4级别自动驾驶，预计2023年底上市。传祺影豹、影酷等影系列车型陆续上新，M6、M8更新迭代，销量结构将持续优化。我们预计2022/2023/2024年广汽自主品牌单车收入为11.12/11.18/11.73万元，对应单车毛利为0.50/0.56/0.65万元。
- **合资：两田核心优势稳固盈利能力，单车盈利或将稳步提升。**广汽丰田和广汽本田依靠完善的车型结构和强大的产品力贡献持续稳定的利润，近年来逐渐发力电动化转型，纯电动车系布局或将推进新一轮产品上升周期，主力车型凯美瑞、雅阁等在燃油和混动市场仍拥有领先优势，单车净利将保持一定的增长。我们预计2022/2023/2024年广汽丰田单车盈利为1.45/1.48/1.50

万元；广汽本田单车盈利为 1.00/1.03/1.05 万元。

### 3) 营业收入假设：

公司营业收入主要来源于两大自主品牌的整车业务，基于上文对埃安和传祺销量和单车收入的假设，我们预计公司 2022/2023/2024 年营业收入为 1,008/1,150/1,361 亿元。

### 4) 毛利率假设：

公司自主品牌埃安产销体量快速成长，规模效应逐渐显现，但 2022 年原材料成本仍维持在高位，汽车芯片紧缺状况仍未见明显改善，因此综合来看我们预计公司 2022-2024 年毛利率大致维持在 6%。

### 5) 投资收益假设：

现阶段公司主要盈利来源于广汽丰田和广汽本田的投资收益，2017-2021 年两大合资公司的投资收益占比在 48%-84%之间，我们假设未来 3 年该比例保持在 80%左右，结合上文对二者销量和单车盈利的假设，预计公司 2022/2023/2024 年实现投资收益 149/165/180 亿元。

表 19：广汽集团各业务收入、成本和毛利预测

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>整车制造业</b>								
收入（亿元）	502.13	503.94	360.60	379.59	491.80	725.50	843.29	1,028.15
同比		0%	-28%	5%	30%	48%	16%	22%
成本（亿元）	366.17	399.86	349.63	369.82	471.78	692.86	801.13	971.60
毛利（亿元）	135.96	104.08	10.97	9.77	20.02	32.65	42.16	56.55
毛利率	27%	21%	3%	3%	4%	5%	5%	6%
业务收入比例	70%	70%	60%	60%	65%	72%	73%	76%
<b>商贸服务</b>								
收入（亿元）	164.10	163.74	188.51	196.90	211.10	226.44	249.08	273.99
同比		0%	15%	4%	7%	15%	10%	10%
成本（亿元）	148.80	151.59	179.57	186.29	198.41	212.85	234.13	257.55
毛利（亿元）	15.30	12.15	8.94	10.61	12.69	13.59	14.94	16.44
毛利率	9%	7%	5%	5%	6%	6%	6%	6%
业务收入比例	23%	23%	32%	31%	28%	22%	22%	20%
<b>零部件制造业</b>								
收入（亿元）	29.19	28.82	24.74	29.99	31.88	30.59	31.20	31.83
同比		-1%	-14%	21%	6%	2%	2%	2%
成本（亿元）	24.38	24.81	23.40	29.11	30.27	29.06	29.64	30.23
毛利（亿元）	4.81	4.01	1.34	0.88	1.61	1.53	1.56	1.59
毛利率	16%	14%	5%	3%	5%	5%	5%	5%
业务收入比例	4%	4%	4%	5%	4%	3%	3%	2%
<b>其他行业</b>								
收入（亿元）	20.33	27.30	23.19	25.09	21.98	25.59	26.10	26.63
同比		34%	-15%	8%	-12%	2%	2%	2%
成本（亿元）	8.56	7.30	13.67	16.24	10.42	14.08	14.36	14.64
毛利（亿元）	11.77	20.00	9.52	8.85	11.56	11.52	11.75	11.98
毛利率	58%	73%	41%	35%	53%	45%	45%	45%
业务收入比例	3%	4%	4%	4%	3%	3%	2%	2%
<b>合计</b>								
收入（亿元）	715.75	723.80	597.04	631.57	756.76	1,008.12	1,149.68	1,360.59
同比		1%	-18%	6%	20%	33%	14%	18%
成本（亿元）	547.91	583.56	566.27	601.46	710.88	948.84	1,079.26	1,274.03
毛利（亿元）	167.84	140.24	30.77	30.11	45.88	59.28	70.42	86.56
毛利率	23%	19%	5%	5%	6%	6%	6%	6%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理和预测

表20: 广汽集团主要合资公司投资收益预测

	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>广汽丰田</b>									
投资收益贡献(亿元)	22.06	24.42	32.23	48.03	57.01	79.93	88.40	97.04	105.70
持股比例	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
合资公司盈利测算(亿元)	44.12	48.84	64.45	96.05	114.01	159.85	176.79	194.08	211.40
单车盈利(万元)	1.00	0.84	0.95	1.26	1.38	1.45	1.48	1.50	1.51
<b>广汽本田</b>									
投资收益贡献(亿元)	17.55	27.04	31.70	35.70	37.10	39.42	43.20	46.93	50.35
持股比例	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
合资公司盈利测算(亿元)	35.10	54.08	63.41	71.40	74.20	78.83	86.41	93.86	100.70
单车盈利(万元)	0.50	0.73	0.82	0.89	0.96	1.00	1.03	1.05	1.06
<b>汇总</b>									
两大合资公司投资收益贡献(亿元)	39.61	51.46	63.93	83.73	94.11	119.34	131.60	143.97	156.05
公司对外投资收益合计(亿元)	83.28	90.03	96.26	99.11	118.14	149.18	164.50	179.96	195.06
两大合资公司投资收益占比	48%	57%	66%	84%	80%	80%	80%	80%	80%

资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

## 未来3年业绩预测

按上述假设条件, 我们得到公司2022-2024年营业收入分别为1,008/1,150/1,361亿元, 归母净利润分别为109/126/143亿元, 每股收益分别为1.05/1.22/1.38元。

表21: 未来3年盈利预测表(百万元)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	63,157	75,676	100,812	114,967	136,058
营业成本	58,659	69,164	94,884	107,926	127,402
销售费用	3,641	4,340	5,545	6,093	6,939
管理费用	3,356	3,934	1,875	2,029	2,248
研发费用	976	989	1,260	1,437	1,633
财务费用	35	172	-29	-232	-399
投资收益	9,911	11,814	14,918	16,450	17,996
营业利润	5,638	7,145	10,677	12,392	14,074
利润总额	5,695	7,237	10,777	12,492	14,174
归属于母公司净利润	5,966	7,335	10,909	12,645	14,348
EPS(元)	0.58	0.71	1.05	1.22	1.38
ROE	7.1%	8.1%	11.3%	12.1%	12.7%

资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

## 盈利预测情景分析

我们根据乐观、中性、悲观三种情景假设, 得到以下盈利预测结果: 1) 乐观假设下, 公司2022-2024年净利润分别为120/139/158亿元; 2) 中性假设下, 公司2022-2024年净利润分别为109/126/143亿元; 3) 悲观假设下, 公司2022-2024年净利润分别为99/114/129亿元。

表22: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>乐观预测</b>					
营业收入 (百万元)	63,157	75,676	101,063	115,396	136,777
同比	5.8%	19.8%	33.5%	14.2%	18.5%
归母净利润 (百万元)	5,966	7,335	11,965	13,851	15,781
同比	-9.8%	22.9%	63.1%	15.8%	13.9%
每股收益 (元)	0.58	0.71	1.15	1.34	1.52
<b>中性预测</b>					
营业收入 (百万元)	63,157	75,676	100,812	114,967	136,058
同比	5.8%	19.8%	33.2%	14.0%	18.3%
归母净利润 (百万元)	5,966	7,335	10,909	12,645	14,348
同比	-9.8%	22.9%	48.7%	15.9%	13.5%
每股收益 (元)	0.58	0.71	1.05	1.22	1.38
<b>悲观预测</b>					
营业收入 (百万元)	63,157	75,676	100,560	114,540	135,342
同比	5.8%	19.8%	32.9%	13.9%	18.2%
归母净利润 (百万元)	5,966	7,335	9,858	11,447	12,929
同比	-9.8%	22.9%	34.4%	16.1%	12.9%
每股收益 (元)	0.58	0.71	0.95	1.10	1.25

资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用相对估值来估算公司的合理价值区间。

### 相对估值：16-24 元

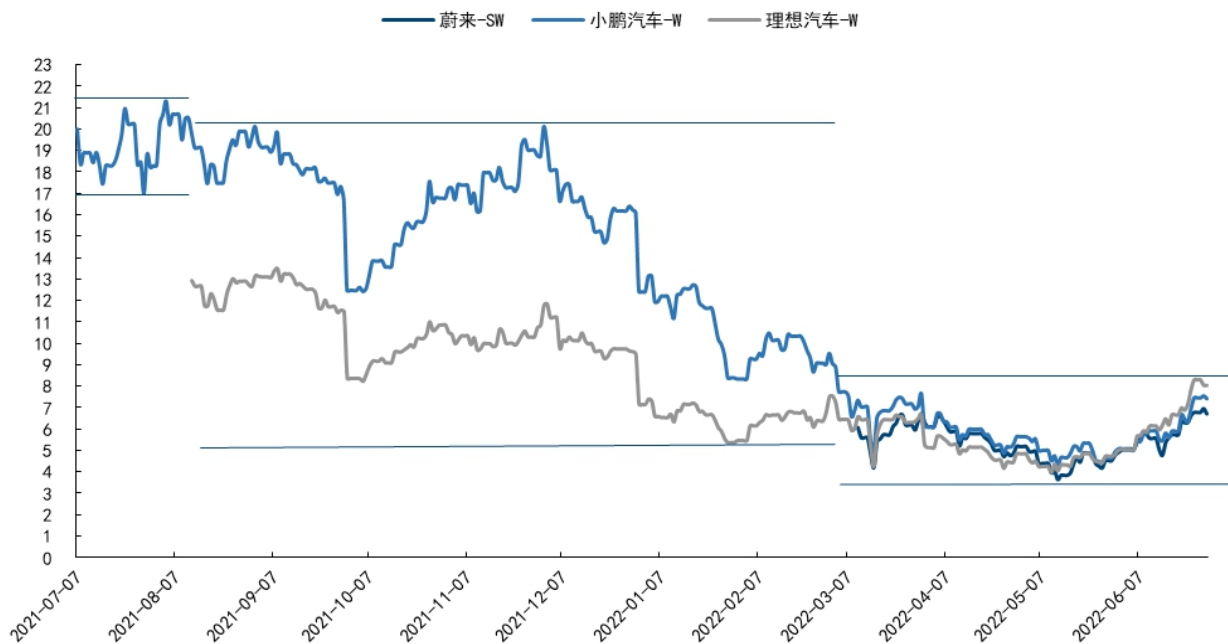
广汽集团自主品牌贡献营业收入，合资品牌贡献主要利润，但埃安品牌聚焦新能源市场，而传祺品牌与合资公司深耕燃油和混动市场，因此不同品牌和业务对应的可比公司也不尽相同，我们采用分部估值的方法对公司进行相对估值。

1) 广汽埃安：埃安品牌成立之初即为以纯电平台开发新能源车型，属于造车新势力范畴，估值方式和水平可以对标蔚来、小鹏、理想等新势力车企，由于其处于营收快速成长期且均未实现盈利，主要使用 PS 相对估值法。回顾“蔚小理”港股，按三家新势力上市先后顺序大致可分为三个阶段：

- 第一阶段（2021 年 7 月 7 日-8 月 11 日）小鹏汽车率先上市，享受 17-21 倍 PS 的高估值；
- 第二阶段（2021 年 8 月 11 日-2022 年 3 月 9 日）为理想汽车上市后和蔚来上市前，估值中枢下移，平均 PS 在 6-17 倍之间，中位数约为 13 倍；
- 第三阶段（2022 年 3 月 9 日至今）“蔚小理”齐聚港股，平均 PS 下降至 4-8 倍区间。

考虑到埃安车型智能化水平和高端化程度存在一定差距，且未上市的企业通常在一级市场存在流动性折价，我们取“蔚小理”第三阶段滚动 PS 上下限平均值的 70%，即 2.78-5.35 倍，作为埃安 2022 年的目标估值倍数。纵观“蔚小理”估值规律，随着销量和收入的不断兑现，新势力的成长性估值溢价会边际递减，PS 估值中枢将逐渐下移直到其实现稳定盈利后转为 PE 估值逻辑，预计 2023 年埃安的 PS 将是 2022 年的 50%，即 1.39-2.67 倍。综上，我们预计 2022 年广汽埃安的目标市值为 480-923 亿元，2023 年为 524-1,008 亿元。

图 147：“蔚小理”历史滚动市销率（滚动 12 个月）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表 23: “蔚小理”历史滚动市销率(滚动 12 个月)分阶段统计

估值阶段	新势力	平均值	最大值	最小值	中位数	平均上限	平均下限	平均中位数
第一阶段(2021年7月7日-8月11日)	小鹏汽车-W	19.31	21.33	17.01	18.92	21.33	17.01	18.92
	小鹏汽车-W	14.82	20.15	6.57	16.18			
第二阶段(2021年8月11日-2022年3月9日)	理想汽车-W	9.42	13.48	5.38	9.79	16.82	5.98	12.99
	蔚来-SW	5.39	6.96	3.63	5.54			
第三阶段(2022年3月9日至今)	小鹏汽车-W	5.82	7.64	4.29	5.72	7.64	3.97	5.47
	理想汽车-W	5.49	8.30	3.99	5.17			

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**2) 合资公司:** 广汽丰田和广汽本田为公司贡献持续稳定的利润, 且丰田和本田是成熟的全球汽车品牌, 因此我们使用 PE 估值法将广汽丰田和广汽本田的估值分别对应丰田汽车和本田汽车在美股的滚动 PE。截至 2022 年 6 月 28 日, 今年以来丰田汽车的滚动 PE 在 9.42-12.80 倍区间浮动, 本田汽车的滚动 PE 在 7.67-9.31 倍区间浮动, 预计 2022 年广汽丰田的目标市值为 537-730 亿元, 广汽本田的目标市值为 285-346 亿元; 2023 年广汽丰田的目标市值为 753-1,023 亿元, 广汽本田的目标市值为 302-367 亿元。

图 148: 丰田汽车和本田汽车历史滚动市盈率(滚动 12 个月)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**3) 其他:** 预计 2022 和 2023 年公司旗下传祺品牌、零部件和商贸出行等其他业务合计的目标市值均在 50-100 亿元区间。

综上, 我们预计公司 2022 年市值为 1,352-2,098 亿元, 对应股价为 13-20 元, PE 为 18-29 倍; 2023 年市值为 1,630-2,498 亿元, 对应股价为 16-24 元, PE 为 15-23 倍。

表24: 广汽集团相对估值简表

	2021 年收入 (亿元)	PS 下限	PS 上限	2021 年利润 (亿元)	PE 下限	PE 上限	2022E 市值下限 (亿元)	2022E 市值上限 (亿元)
广汽埃安	172.65	2.78	5.35				479.75	922.99
广汽丰田				57.01	9.42	12.80	537.28	729.53
广汽本田				37.10	7.67	9.31	284.68	345.53
其他							50.00	100.00
<b>广汽集团</b>					<b>18.43</b>	<b>28.60</b>	<b>1,351.71</b>	<b>2,098.05</b>

	2022E 收入 (亿元)	PS 下限	PS 上限	2022E 利润 (亿元)	PE 下限	PE 上限	2023E 市值下限 (亿元)	2023E 市值上限 (亿元)
广汽埃安	377.00	1.39	2.67				523.79	1,007.71
广汽丰田				79.93	9.42	12.80	753.31	1,022.85
广汽本田				39.42	7.67	9.31	302.46	367.11
其他							50.00	100.00
<b>广汽集团</b>					<b>14.94</b>	<b>22.90</b>	<b>1,629.55</b>	<b>2,497.67</b>

资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

## 投资建议

**纯电混动同步发力, 维持“买入”评级。**公司整车业务既包括表内自主品牌埃安和传祺, 又包括贡献投资收益的合资品牌丰田和本田等, 与国有车企上汽集团和长安汽车的业务结构较为类似。此外, 公司自主品牌埃安开拓纯电市场, 传祺深耕混动市场, 与长城汽车和比亚迪的发展战略相近。综上, 我们把比亚迪、上汽集团、长城汽车和长安汽车作为可比公司。

埃安发力纯电, 传祺发力混动, 自主品牌周期向上。广汽丰田和广汽本田经营稳健, 持续贡献投资收益。考虑到 2022 年原材料价格上涨, 我们小幅下调盈利预测, 预计 2022/2023/2024 的归母净利润为 109/126/143 亿元, EPS 为 1.05/1.22/1.38 元 (原为 1.13/1.25/1.59), 对应 PE 为 14/12/11 倍, 总体低于可比公司平均水平。

结合上文相对估值的结果, 我们取中位数给予 2023 年 A 股广汽集团 (601238.SH) 18-20 元的目标价, 距离当前股价还有 20%-30% 的增长空间, 维持“买入”评级。

表25: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 元	总市值 亿元	EPS			PE			投资评级
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
002594.SZ	比亚迪	324.50	9447	1.05	3.57	9.71	309	91	33	买入
600104.SH	上汽集团	16.20	1893	2.1	2.19	2.48	8	7	7	买入
601633.SH	长城汽车	34.28	3156	0.73	0.97	1.35	47	35	25	买入
000625.SZ	长安汽车	17.10	1697	0.47	0.71	0.76	36	24	23	买入
	平均			1.09	1.86	3.58				
601238.SH	广汽集团	15.11	1581	0.71	1.05	1.22	21	14	12	买入

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

## 风险提示

### 估值风险

相对估值方面，我们根据公司核心业务的不同性质分部进行估值，对广汽埃安采用 PS 相对估值法参考“蔚小理”估值水平的 70%，对广汽丰田和广汽本田采用 PE 相对估值法参考其母公司估值水平。蔚来、小鹏和理想在智能化和高端定位方面优于埃安，且均在美股和港股两地上市，估值水平具有流动性溢价，因此埃安对标“蔚小理”估值可能存在偏差。广汽丰田和广汽本田是国内老牌合资公司，运营成熟盈利稳定，但在电动化进展较为缓慢，近年来受到国内自主品牌新能源车的一定冲击，相比丰田和本田整体面向全球市场而言承受更大压力，市场可能对其给予更低的估值水平。

另外，我们选取比亚迪、上汽集团、长城汽车和长安汽车作为可比公司，以它们的相对估值指标进行参考比较。比亚迪纯电和混动在技术积累、规模体量和品牌认知度等方面均优于埃安和传祺，且其除整车业务外还有电池、半导体等业务，而长城汽车的产品矩阵更为全面，自主品牌发展历史更悠久，因此广汽自主对标比亚迪和长城汽车估值可能存在高估的风险。上汽集团和长安汽车均是我国四大汽车集团之一，历史积淀比广汽集团丰富，车型矩阵覆盖市场更广阔，因此市场可能给予公司一定的估值折让。

### 盈利预测风险

我们根据近期产销量增速、广汽集团“十四五”规划和产能布局情况预测各品牌 2022-2025 年销量情况，根据单车均价和盈利的历史走势、车型结构优化和高端化趋势预测各品牌 2022-2025 年单车收入和单车利润，根据历史费用率平均水平预测 2022-2025 年各项期间费用。

埃安所处的新能源车市场仍处于早期高速成长阶段，市场格局和政策变化等因素都有可能影响其终端市场需求，而疫情反复和芯片紧缺有可能影响供应链、生产和交付。原材料成本上涨、研发支出和营销费用投入大、单车均价提升不及预期等因素有可能导致埃安盈利能力迟迟无法兑现。

传祺、广汽丰田和广汽本田重点发展燃油车和混动车，在油价高企和新能源车型冲击背景下销量可能不及预期。合资品牌车型更新迭代节奏慢，单车均价和利润稳步提升的逻辑可能偏乐观。

### 政策风险

根据《关于 2022 年新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，2022 年新能源汽车补贴标准在 2021 年基础上退坡 30%，2022 年 12 月 31 日之后上牌的车辆不再给予补贴。国家对新能源车补贴的退坡乃至退出对新能源车销量可能会产生一定负面影响。

根据《关于减征部分乘用车车辆购置税的公告》，对购置日期在 2022 年 6 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日期间内且单车价格（不含增值税）不超过 30 万元的 2.0 升及以下排量乘用车，减半征收车辆购置税。汽车购置税减征政策暂定实施半年，未来延续性仍不确定，若政策明年取消可能会对汽车销量产生一定负面影响。

在经济下行压力下，5 月以来从中央到地方均在密集发布如汽车下乡、取消限迁等汽车消费刺激政策，未来政策退出的时间也趋同，各种刺激政策集中退出可能会对汽车销量产生一定负面影响。

### 市场风险

在新能源车领域，多家造车新势力先后发起冲击，苹果、华为和小米等科技巨头深度参与合作，各路传统车企加快步伐布局电动化转型，市场格局尚不稳定，埃安可能面临严峻挑战。

在燃油车和混动车领域，一方面电动智能的大势所趋下燃油车市场份额可能日渐萎缩，另一方面随着日系车混动系统专利到期，自主品牌相继在混动车型上崛起，冲击广汽丰田和广汽本田的领先地位。

### 技术风险

未来新能源车补能的技术路径尚不明确，埃安在快充和换电领域均投入大量研发精力，且为了兼顾充换电模式，车身和电池设计没有选择 CTC 的技术方向，可能落后于坚定走底盘车身一体化路线的车企。埃安在智能驾驶和智能座舱方面落后于特斯拉、“蔚小理”等新势力，汽车智能化非常依赖于数据积累，错失先发优势后未来差距有可能越来越大。

市场主流观点普遍认为混动车是新能源车的过渡形态，但在过渡期间有多大的市场空间存在不确定性，而氢能源车未来能否成为一种主流形式仍是未知数。传祺和合资品牌重点聚焦于混动车型的研发，钜浪混动布局氢混动系统，未来应用前景尚不明确。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	28500	24036	29311	34289	42650	<b>营业收入</b>	<b>63157</b>	<b>75676</b>	<b>100812</b>	<b>114967</b>	<b>136058</b>
应收款项	7369	9959	12429	14174	16774	营业成本	58659	69164	94884	107926	127402
存货净额	6622	8111	10938	12424	14672	营业税金及附加	1364	1824	2218	2472	2857
其他流动资产	10171	12518	16130	18395	21769	销售费用	3641	4340	5545	6093	6939
<b>流动资产合计</b>	<b>56643</b>	<b>61192</b>	<b>75376</b>	<b>85849</b>	<b>102434</b>	管理费用	3356	3934	1875	2029	2248
固定资产	19812	19238	23691	27340	29690	研发费用	976	989	1260	1437	1633
无形资产及其他	13887	15383	14767	14152	13537	财务费用	35	172	(29)	(232)	(399)
投资性房地产	19084	21480	21480	21480	21480	投资收益	9911	11814	14918	16450	17996
长期股权投资	33381	36905	39905	42405	44405	资产减值及公允价值变动	1007	667	700	700	700
<b>资产总计</b>	<b>142807</b>	<b>154197</b>	<b>175219</b>	<b>191226</b>	<b>211545</b>	其他收入	(1382)	(1578)	(1260)	(1437)	(1633)
短期借款及交易性金融负债	6576	10315	7000	7000	7000	营业利润	5638	7145	10677	12392	14074
应付款项	12880	15946	22137	25143	29694	营业外净收支	57	91	100	100	100
其他流动负债	22929	22545	32596	36952	43546	<b>利润总额</b>	<b>5695</b>	<b>7237</b>	<b>10777</b>	<b>12492</b>	<b>14174</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>42385</b>	<b>48806</b>	<b>61733</b>	<b>69095</b>	<b>80240</b>	所得税费用	(356)	(154)	(216)	(250)	(283)
长期借款及应付债券	8473	5697	5697	5697	5697	少数股东损益	85	56	84	97	110
其他长期负债	5289	7098	8598	9598	10098	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>5966</b>	<b>7335</b>	<b>10909</b>	<b>12645</b>	<b>14348</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>13763</b>	<b>12796</b>	<b>14296</b>	<b>15296</b>	<b>15796</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>负债合计</b>	<b>56147</b>	<b>61602</b>	<b>76029</b>	<b>84390</b>	<b>96035</b>	<b>净利润</b>	5966	7335	10909	12645	14348
少数股东权益	2339	2335	2386	2444	2510	资产减值准备	106	(26)	203	121	99
股东权益	84321	90259	96805	104392	113000	折旧摊销	4733	5355	2659	3046	3366
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>142807</b>	<b>154197</b>	<b>175219</b>	<b>191226</b>	<b>211545</b>	公允价值变动损失	(1007)	(667)	(700)	(700)	(700)
						财务费用	35	172	(29)	(232)	(399)
						营运资本变动	(2909)	(4357)	9036	2987	3521
						其它	(57)	60	(153)	(63)	(33)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>6831</b>	<b>7701</b>	<b>21954</b>	<b>18036</b>	<b>20600</b>
每股收益	0.58	0.71	1.05	1.22	1.38	资本开支	0	(2456)	(6000)	(5500)	(4500)
每股红利	0.25	0.27	0.42	0.49	0.55	其它投资现金流	(1997)	(2587)	0	0	0
每股净资产	8.15	8.70	9.33	10.07	10.90	<b>投资活动现金流</b>	<b>(3396)</b>	<b>(8566)</b>	<b>(9000)</b>	<b>(8000)</b>	<b>(6500)</b>
ROIC	-4%	-3%	-7%	-7%	-7%	权益性融资	(61)	114	0	0	0
ROE	7%	8%	11%	12%	13%	负债净变化	1025	(177)	0	0	0
毛利率	7%	9%	6%	6%	6%	支付股利、利息	(2552)	(2839)	(4364)	(5058)	(5739)
EBIT Margin	-8%	-6%	-5%	-4%	-4%	其它融资现金流	(4063)	2320	(3315)	0	0
EBITDA Margin	-0%	1%	-2%	-2%	-1%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(7178)</b>	<b>(3599)</b>	<b>(7679)</b>	<b>(5058)</b>	<b>(5739)</b>
收入增长	6%	20%	33%	14%	18%	<b>现金净变动</b>	<b>(3743)</b>	<b>(4464)</b>	<b>5275</b>	<b>4978</b>	<b>8361</b>
净利润增长率	-10%	23%	49%	16%	13%	货币资金的期初余额	32243	28500	24036	29311	34289
资产负债率	41%	41%	45%	45%	47%	货币资金的期末余额	28500	24036	29311	34289	42650
息率	1.6%	1.8%	2.8%	3.2%	3.7%	企业自由现金流	0	(6129)	625	(4557)	(2735)
P/E	26.2	21.4	14.4	12.4	10.9	权益自由现金流	0	(3986)	(2660)	(4320)	(2328)
P/B	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4						
EV/EBITDA	(1986.8)	279.7	(100.7)	(124.0)	(152.7)						

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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口头承诺均为无效。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032