

广汽集团（601238）：自主板块规模效应显现，两田受燃油车需求下滑盈利承压

2023 年 9 月 26 日

强烈推荐/维持

广汽集团

公司报告

近日，广汽集团发布 2023 年中报、8 月产销快报，我们更新点评如下：

受益销量大幅提升，自主板块规模效应显现：广汽自主上半年合计销售约 39.7 万辆，同比增长 45.7%。其中，埃安和传祺分别增长 108.81%、8.97%。销量大幅增长带动上半年营收高增长，2023H1 公司营业收入同比增长 27.1%。营业收入的增长带动期间费用率的持续下降，2023H1 公司期间费用率（销售、管理和研发费用）合计为 8.6%，低于 2022H1 和 2022 的 10.2%、9.2%。规模效应带来盈利能力边际改善，2023H1 综合毛利率为 5.2%，低于 2022H1 的 6.2%。但 2023Q2 毛利率已经呈现边际改善。2023Q2 毛利率为 6.0% 高于 2023Q1 的 4.0%。随着原材料价格下降、埃安销量的攀升，传祺高端 MPV 占比的提升，毛利率有望持续改善。据广汽集团官方公众号，广汽传祺（广汽乘用车有限公司）2022 年实现盈利，2023H1 盈利面持续扩大，埃安则在 2023 年 6、7 月连续两个月实现盈利。我们认为，随着自主板块销量的持续攀升及产品结构的优化，自主板块经营业绩改善趋势已经显现。

8 月自主板块销量持续走强：埃安 8 月实现销量 45,026 辆，同比增长 66.63%。据埃安公众号，8 月埃安终端交付突破 5 万，达到 52057 辆，其中高端品牌昊铂旗下昊铂 GT 销售 2023 台。埃安通过较少车型数量取得了高销量，实现了较高的销售效率。传祺 8 月实现销量 37,585 辆，同比增长 25.47%，传祺的变化在于销量结构的持续优化，高端 MPV M8、M6 以及插电混动 E9 成为主销车型。据广汽传祺公众号，8 月传祺 MPV 家族合计销售近 17000 辆，占传祺当月销量近 45.2%。我们认为，传祺 MPV 车型单车均价高，且具备较强的竞争力，随着 MPV 占比的不断提升，传祺盈利面有望持续扩大。

燃油车需要低迷，市场竞争加剧，两田盈利能力承压：据乘联会数据，2023.1-6 狭义乘用车销量增速为 8.8%，其中新能源乘用车同比增长 43.8%，而燃油车（含 hev）下降 2.4%。2023 年以来车市竞争加剧，降价保量成为车企主要策略。广汽丰田和广汽本田主销车型以燃油车和 hev 为主，受影响较大。2023H1 公司联合合营投资收益实现 53 亿元，同比下滑 37%。广丰 1-6 月销量同比下降 9.48%，营收下降 12.32%；广汽本田下降 18.89%，营收下降 21.48%。两田经营情况呈现收入下降幅度大于销量，利润下降幅度大于收入。广汽本田原有的中小型热销车型如飞度、缤智、凌派受电动化趋势影响较大，使得广本失去了销量的规模优势，而雅阁和皓影中级车正处于新旧车型换代期，因此广本受影响较大。广汽丰田表现相对稳定，但仍然需要通过加大优惠力度保持销量规模，2023H1 广丰单车均价同比下降 3.1%。据此，我们下调 2023-2025 年公司投资收益预测值分别至 103.5 亿元、108.4 亿元和 116.8 亿元（前值分别为 127.2 亿元、133.9 亿元和 140.6 亿元）。我们认为，两田具备在混动技术上的优势，仍具备在品牌、成本和企业管理等方面的优势，且两者均在积极转型新能源汽车领域，未来仍有望获得稳定发展趋势。

公司盈利预测与估值：考虑汽车市场竞争加剧，两田受燃油车需求下降影响较大，我们下调公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润预测分别

公司简介：

公司是由广州汽车工业集团有限公司、万向集团公司、中国机械工业集团公司等作为共同发起人，以发起方式设立的大型国有控股股份制企业集团。主要业务包括乘用车、商用车、摩托车、汽车零部件的研发、制造、销售及售后服务，以及汽车相关产品进出口贸易，汽车租赁、二手车、物流、拆解、资源再生，汽车信贷、融资租赁、商业保理、保险和保险经纪，股权投资等。

未来 3-6 个月重大事项提示：

2023-08-30 发布 2023 年中报

发债及交叉持股介绍：

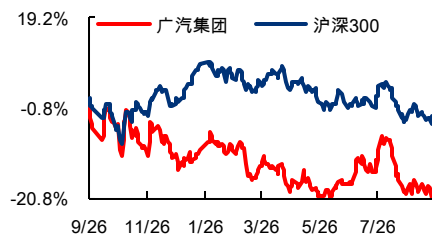
无

资料来源：同花顺、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	12.88-9.92
总市值（亿元）	1,053.78
流通市值（亿元）	736.7
总股本/流通 A 股（万股）	1,048,536/738,674
流通 B 股/H 股（万股）	-/309,862
52 周日均换手率	1.99

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：李金锦

010-66554142

执业证书编号：

lijj-yjs@dxzq.net.cn

S1480521030003

为 70.0、88.0 和 98.0 亿元，(前值为 103.4、126.9 和 137.2 亿元)，对应 EPS 为 0.67、0.84、0.94 元，按 2023 年 9 月 25 日 A 股收盘价，PE 分别为 15、12 和 11 倍。但公司自主板块中长期改善趋势持续，凭借在电动混动领域的领先优势，公司自主板块改善确定性增强，我们仍然维持“强烈推荐”评级。

风险提示：行业需求低迷、公司新车型不及预期、新能源汽车发展不及预期，原材料价格上涨超预期。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	75,110.16	109,334.68	139,900.23	168,452.70	199,913.30
增长率（%）	19.76%	45.57%	27.96%	20.41%	18.68%
归母净利润（百万元）	7,334.92	8,068.19	6,997.91	8,797.41	9,804.47
增长率（%）	22.95%	10.00%	-13.27%	25.71%	11.45%
净资产收益率（%）	8.13%	7.13%	5.90%	7.01%	7.36%
每股收益(元)	0.70	0.77	0.67	0.84	0.94
PE	14.37	13.06	15.06	11.98	10.75
PB	1.17	0.93	0.89	0.84	0.79

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	61,191.65	91,792.17	96,708.73	105,435.6	116,148.4	营业收入	75,110.16	109,334.6	139,900.2	168,452.7	199,913.3
货币资金	24,035.91	39,524.43	37,980.05	39,490.54	40,982.66	营业成本	69,163.70	101,688.7	129,254.6	153,631.5	180,555.0
应收账款	9,702.74	9,138.28	15,163.27	19,163.33	22,291.05	营业税金及附加	1,823.82	2,242.20	2,798.00	3,267.98	3,955.88
其他应收款	4,919.26	5,174.43	5,433.34	5,214.21	5,022.71	营业费用	4,339.76	4,228.46	4,598.99	5,371.47	6,502.15
预付款项	759.97	1,309.83	1,642.48	1,938.14	2,254.11	管理费用	3,933.91	4,167.80	4,637.69	5,305.00	6,421.69
存货	8,110.96	12,361.83	17,284.18	20,954.78	25,119.59	财务费用	171.94	-180.92	266.66	185.67	187.48
其他流动资产	13,407.63	24,024.47	19,424.53	18,866.11	20,732.41	研发费用	988.70	1,706.79	2,293.14	2,705.92	3,275.51
非流动资产合计	93,004.92	98,228.57	100,502.79	101,732.9	102,463.1	资产减值损失	-832.44	-3,657.82	-909.35	-1,047.78	-1,190.10
长期股权投资	36,904.57	37,788.36	39,824.63	41,425.07	43,151.61	公允价值变动收益	-22.31	-318.66	0.00	0.00	0.00
固定资产	18,900.16	20,763.11	19,332.59	18,535.07	17,094.36	投资净收益	11,814.20	14,317.33	10,348.77	10,836.98	11,677.66
无形资产	15,382.79	16,121.98	16,873.17	17,967.98	17,535.70	加：其他收益	1,497.61	1,633.11	1,446.59	946.59	946.59
其他非流动资产	19,698.03	21,777.64	22,016.31	21,467.48	21,777.48	营业利润	7,145.39	7,455.57	6,937.07	8,720.93	10,449.66
资产总计	154,196.56	190,020.7	197,211.52	207,168.5	218,611.6	营业外收入	116.15	83.87	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	48,806.26	56,576.10	60,059.52	64,461.21	69,670.37	营业外支出	24.66	76.93	0.00	0.00	0.00
短期借款	2,296.43	6,309.02	4,281.70	4,974.18	6,328.46	利润总额	7,236.88	7,462.51	6,937.07	8,720.93	10,449.66
应付账款	15,945.64	17,858.06	17,975.34	19,209.92	20,299.18	所得税	-154.12	-535.54	0.00	0.00	730.42
其他流动负债	30,564.19	32,409.02	37,802.48	40,277.11	43,042.74	净利润	7,391.00	7,998.05	6,937.07	8,720.93	9,719.24
非流动负债合计	12,795.55	11,196.36	9,159.80	8,091.12	6,923.58	少数股东损益	56.08	-70.14	-60.84	-76.48	-85.23
长期借款	6,967.44	6,150.95	4,114.39	3,045.71	1,878.17	归属母公司净利润	7,334.92	8,068.19	6,997.91	8,797.41	9,804.47
其他非流动负债	5,828.11	5,045.41	5,045.41	5,045.41	5,045.41	主要财务比率					
负债合计	61,601.80	67,772.46	69,219.32	72,552.33	76,593.95		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	2,335.47	9,013.61	9,294.45	9,050.58	8,797.97	成长能力					
实收资本（或股本）	10,370.59	10,487.16	10,487.16	10,487.16	10,487.16	营业收入增长	19.76%	45.57%	27.96%	20.41%	18.68%
资本公积	24,002.63	41,240.56	41,240.56	41,240.56	41,240.56	营业利润增长	26.74%	4.34%	-6.95%	25.71%	19.82%
未分配利润	55,886.06	61,506.96	66,970.03	73,837.92	81,491.99	归属母公司净利增	22.95%	10.00%	-13.27%	25.71%	11.45%
归属母公司股东权	90,259.29	113,234.6	118,697.75	125,565.6	133,219.7	获利能力					
负债和所有者权益	154,196.56	190,020.7	197,211.52	207,168.5	218,611.6	毛利率(%)	7.92%	6.99%	7.61%	8.80%	9.68%
现金流量表						净利率率(%)	9.84%	7.32%	4.96%	5.18%	4.86%
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产净利润率(%)	4.76%	4.25%	3.55%	4.25%	4.48%
经营活动现金流	-5,858.17	-5,673.72	2,420.81	2,296.73	2,468.44	ROE(%)	8.13%	7.13%	5.90%	7.01%	7.36%
净利润	7,391.00	7,998.05	-4,407.71	-2,612.06	-1,724.02	偿债能力					
折旧摊销	5,549.50	6,435.03	6,512.06	7,730.29	8,870.80	资产负债率(%)	40%	36%	35%	35%	35%
财务费用	171.94	-180.92	266.66	185.67	187.48	流动比率	1.25	1.62	1.61	1.64	1.67
投资损失	-11,814.20	-14,317.33	-10,348.77	-10,836.9	-11,677.66	速动比率	0.86	1.03	1.04	1.05	1.04
营运资金变动	-7,549.90	-9,232.25	-950.20	-3,507.17	-5,365.82	营运能力					
其他经营现金流	393.49	3,623.69	11,348.77	11,336.98	12,177.66	总资产周转率	0.49	0.58	0.71	0.81	0.91
投资活动现金流	1,648.89	-3,833.79	1,900.19	1,705.17	1,174.82	应收账款周转率	9.47	12.09	9.30	8.86	9.04
资本支出	4,400.69	8,796.21	6,750.00	7,360.00	7,874.50	应付账款周转率	4.59	6.02	7.52	8.36	9.29
长期投资	-3,855.62	-5,388.10	0.00	0.00	0.00	每股指标（元）					
其他投资现金流	1,103.81	-7,241.90	-4,849.81	-5,654.83	-6,699.68	每股收益(最新摊薄)	0.70	0.77	0.67	0.84	0.94
筹资活动现金流	72.84	24,277.25	-5,865.37	-2,491.40	-2,151.15	每股净现金流(最新)	0.21	-0.77	-0.42	-0.05	-0.07
短期借款增加	-1,259.08	4,012.59	-2,027.31	692.48	1,354.27	每股净资产(最新摊)	8.59	10.80	11.32	11.98	12.71
长期借款增加	-2,809.21	-816.49	-2,036.56	-1,068.68	-1,167.54	估值比率					
普通股增加	20.90	116.57	0.00	0.00	0.00	P/E	14.37	13.06	15.06	11.98	10.75
资本公积增加	972.66	17,237.92	0.00	0.00	0.00	P/B	1.17	0.93	0.89	0.84	0.79
现金净增加额	-4,220.67	14,814.18	-1,544.38	1,510.49	1,492.12	EV/EBITDA	11.72	8.10	7.63	6.50	5.79

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	广汽集团（601238）2023 年 6 月销量点评：Q2 自主板块销量同环比增长明显，两田维持销量基本盘	2023-07-10
公司普通报告	广汽集团（601238）2023 年 5 月销量点评：自主月销量新高，两田电动化进程加快	2023-06-08
公司普通报告	广汽集团（601238）2023 年 4 月销量点评：埃安连续月销过 4 万，两田零售增长降库存	2023-05-08
公司普通报告	广汽集团（601238）2023 一季报点评：价格战致 Q1 盈利下行，自主销量持续提升	2023-05-05
公司普通报告	广汽集团（601238）：自主销量创月度新高，广本批发量恢复	2023-04-07
公司普通报告	广汽集团（601238）2022 年报点评：营收增长致费用率下降，自主改善确定性增强	2023-04-04
公司普通报告	广汽集团（601238）2023 年 2 月销量点评：广丰销量仍具韧性，埃安回升至 3 万+	2023-03-09
公司普通报告	广汽集团（601238）2023 年 1 月销量点评：受春节、疫情等影响 1 月销量下行	2023-02-10
行业深度报告	汽车行业报告：混动化趋势方兴未艾，零部件企业进入成长机遇期	2023-07-07
行业普通报告	汽车行业 2 月销量点评：乘用车需求承压，汽车出口维持高增长	2023-03-13
行业普通报告	汽车行业跟踪点评：新能源汽车高增长叠加政策拉动，22 年乘用车增长 9.5%	2023-01-13
行业深度报告	2023 年汽车行业策略报告：新能源汽车的分化趋势与两个细分市场	2022-11-22
行业普通报告	汽车行业跟踪点评：6 月销量快速反弹，下半年政策拉动叠加供需改善行业复苏可期	2022-07-12
行业深度报告	汽车零部件铝压铸行业报告：铝压铸前景广阔，一体化压铸渐行渐近	2022-05-27

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

李金锦

南开大学管理学硕士，多年汽车及零部件研究经验，2009 年至今曾就职于国家信息中心，长城证券，方正证券从事汽车行业研究。2021 年加入东兴证券研究所，负责汽车及零部件行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526