

2023 年 10 月 29 日

毛利率边际向上 合资业务战略重组

广汽集团(601238) 系列点评四十一

事件概述

公司发布 2023 年三季报：2023Q3 公司总营收 360.7 亿元，同比/环比分别为+14.4%/+2.5%；归母净利润 15.4 亿元，同比/环比分别为-33.2%/+8.1%；扣非净利润为 13.2 亿元，同比/环比分别为-36.7%/+4.1%。

2023 前三季度总营收合计为 976.6 亿元，同比+22.1%；归母净利润 45.1 亿元，同比-44.0%；扣非归母净利润 40.2 亿元，同比-47.9%。

分析判断：

► 销量增长带动营收 成本优化毛利向上

收入端：2023Q3 公司总营收 360.7 亿元，同比/环比分别为+14.4%/+2.5%，2023 前三季度总营收合计为 976.6 亿元，同比+22.1%。自主品牌销量同比大幅增长，2023 Q3 广汽自主品牌销量为 24.8 万辆，同比大幅增长 40.1%，广汽传祺/广汽埃安批发销量分别为 10.6/14.2 万辆，同比分别+12.0%/+72.6%。2023Q3 公司 ASP 为 14.6 万元，同比 -3.3 万元，我们判断是因为在激烈的市场竞争下，由于国补退坡和促销的加大，埃安平均单价有所下降，导致了 ASP 的同比下降。我们判断随着合资转型新能源提速和埃安销量高速增长，公司有望迎来量价齐增。

毛利率：公司 2023Q3 毛利率为 10.0%，同比+4.0pct，环比+4.0pct，同环比显著上升，我们判断毛利率同比上升主因是传祺今年通过优化结构外加 M8 销量增加对利润贡献增加，广汽埃安原材料价格下降和昊铂上市进一步带动所致。我们认为下半年随着新能源车型的密集上市以及原材料价格进一步下降，毛利率将继续上升。

费用端：公司 2023Q3 销售/管理/研发费用率分别为 4.7%/3.1%/1.2%，同比分别为+0.6pct/-0.2pct/+0.0pct，我们判断销售费用同比增加主要是随着销量的增加，广宣费、售后保修费等服务费用增加，管理费用率同比下降是公司实施提质增效活动，严控各项费用支出所致。2023 年随着新能源车型的产销规模提升，经营效率持续改善，整体费用率有望稳步下降。

利润端：公司 2023Q3 实现归母净利 15.4 亿元，同比/环比分别为-33.2%/+8.1%，归母净利率为 4.3%，同比-3.0pct，环比+0.2pct。我们认为归母净利润同比下降主要是因为合营企业汽车销量同比下滑、盈利下降，导致净利润同比减少。公司 2023Q3 联合合营汽车销量为 38.2 万，同比-23.4%，出现一定程度的下降。随着合资转型新能源提速，我们判断 2023

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	10.44
股票代码：	601238
52 周最高价/最低价：	12.88/9.65
总市值(亿)	1,094.71
自由流通市值(亿)	1,094.71
自由流通股数(百万)	10,485.70



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

相关研究

1. 【华西汽车】广汽集团（601238.SH）9 月销量点评：自主再创新高 电动化持续向上
2023.10.10
2. 【华西汽车】广汽集团（601238.SH）8 月销量点评：8 月自主同比向上 电动化转型持续发力
2023.09.18
3. 【华西汽车】广汽集团（601238.SH）2023H1：电动化转型加速 自主高端化向上
2023.08.28

度盈利有望稳步恢复。

► 广汽三菱战略重组 核心资产扩充埃安产能

广汽三菱战略重组，助力埃安产能达标。2023 年 10 月 24 日公司公告广三重组方案，内容包括，三方股东共同向广汽三菱及广三销售公司增加投入来清偿债务；广汽集团以 1 元对价受让广汽三菱、广三销售公司部分股权；广汽集团受让 50% 股权后将利用其现有核心资产用于广汽埃安的产能扩充。2023 年 3 月 31 日，广汽三菱净资产为-14.1 亿元，出现了资不抵债的情况。广汽三菱停产重组，有利于避免亏损面的进一步扩大。本次重组完成后，广汽埃安将利用广汽三菱工厂实现 60 万/年的基本产能。同时埃安有望获得广汽三菱原有的生产资质，为后续埃安分拆上市扫清障碍。

► 合资短期销量承压 自主销量向上

三季度销量小幅承压，合资电动化转型进行中。销量端，2023Q3 年广汽丰田批发销量达 23.3 万辆，同比-11.9%，广汽本田批发销量为 14.6 万辆，同比-32.9%，小幅承压；产品端，本田第四代 i-MMD 技术加持下的全新雅阁 e:PHEV 和皓影 e:PHEV，九月销量均破 10000。8 月广汽丰田和丰田中国以及小马智行三方签订协议推进 Robotax 商业化落地，布局 L4 级自动驾驶的无人化、规模化、商业化应用，智能网联技术再进化。根据时代财经，电动化步伐上，广汽本田全新电动车工厂项目下半年将进入机电安装、设备导入施工阶段，并计划于 2024 年投产。看好合资板块积极布局纯电、混动等新车型，追求电动化转型步伐。

自主销量加速增长，出口布局持续完善。销量端，2023Q3 广汽传祺批发销量 10.6 万辆，同比+12.0%，广汽埃安批发销量 14.2 万辆，同比+72.6%，需求同比大幅增长；产品端，传祺新能源全尺寸 SUV ES9 于 10 月 1 日开启预售，根据广汽传祺公众号，在国庆期间累计订单已突破 3000 台，同时埃安旗下的 Hyper SSR 于 2023 年 10 月 9 日开启交付，这也标志着中国首辆量产超跑的正式上市，引领品牌高端化突破。据搜狐新闻，广汽国际规划在墨西哥进行品牌上市，将引入全新二代 GS8 和影速等车型，进一步拓展美洲市场。我们看好广汽集团的国际化和智能电动产品矩阵的持续完善，覆盖更多消费者需求，驱动集团销量上升。

投资建议

公司作为一线日系合资品牌龙头，有望持续受益于换购、增购需求增长；自主竞争力不断提升，在混动及智能双核驱动下加速对燃油车的替代。埃安产品力持续验证，混改激发国企活力，有望借助资本市场迎来腾飞。我们维持公司盈利预测，公司 2023-2025 年营收预计为 1,322.3/1,682.8/2,136.4 亿元，2023-2025 年归母净利预计为 66.5/84.8/94.6 亿元 EPS 对应为 0.63/0.80/0.89 元，对应 2023 年 10 月 27 日 A 股 10.44 元/股的收盘价，PE 为 17/13/12 倍，维持公司 A 股“买入”评级。

风险提示

合资车型销量不及预期；自主品牌盈利不及预期，广汽三菱战略重组事项尚未完成，或存在不确定性。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	75,676	110,006	132,227	168,278	213,640
YoY (%)	19.8%	45.4%	20.2%	27.3%	27.0%
归母净利润(百万元)	7,335	8,068	6,648	8,481	9,460
YoY (%)	22.9%	10.0%	-17.6%	27.6%	11.6%
毛利率 (%)	8.5%	7.5%	6.2%	7.6%	8.2%
每股收益 (元)	0.72	0.78	0.63	0.80	0.89
ROE	8.1%	7.1%	5.5%	6.6%	6.9%
市盈率	14.50	13.38	16.62	13.03	11.68

资料来源：Wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
9	110,006	123,408	146,908	178,171	净利润	7,998	6,719	8,188	9,715
YoY (%)	45.4%	12.2%	19.0%	21.3%	折旧和摊销	6,760	6,190	7,455	8,809
营业成本	101,790	115,653	136,668	163,039	营运资金变动	-9,232	7,153	1,179	1,665
营业税金及附加	2,242	2,588	3,205	3,810	经营活动现金流	-5,349	8,953	5,273	9,138
销售费用	4,228	5,030	5,217	6,350	资本开支	-7,873	-8,200	-9,200	-9,700
管理费用	4,168	5,299	5,992	6,568	投资	-5,388	-3,470	-3,475	-4,475
财务费用	-181	-183	-182	-106	投资活动现金流	-3,834	780	425	-1,705
研发费用	1,707	1,949	2,344	2,650	股权募资	22,324	93	0	0
资产减值损失	-3,023	-843	-1,051	-1,010	债务募资	3,539	1	-3,023	-403
投资收益	14,317	12,400	13,050	12,420	筹资活动现金流	24,277	-458	-3,578	-868
营业利润	7,456	6,777	8,379	9,969	现金净流量	15,139	9,275	2,120	6,565
营业外收支	7	150	150	150	主要财务指标				
利润总额	7,463	6,927	8,529	10,119	成长能力				
所得税	-536	208	341	405	营业收入增长率	45.4%	12.2%	19.0%	21.3%
净利润	7,998	6,719	8,188	9,715	净利润增长率	10.0%	-17.6%	21.9%	18.6%
归属于母公司净利润	8,068	6,652	8,106	9,618	盈利能力				
YoY (%)	10.0%	-17.6%	21.9%	18.6%	毛利率	7.5%	6.3%	7.0%	8.5%
每股收益	0.78	0.63	0.77	0.91	净利率	7.3%	5.4%	5.6%	5.5%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	4.2%	3.1%	3.6%	3.9%
货币资金	39,524	48,800	50,920	57,485	净资产收益率 ROE	7.1%	5.5%	6.3%	7.0%
预付款项	1,310	2,313	2,733	3,261	偿债能力				
存货	12,362	13,288	15,706	18,741	流动比率	1.62	1.50	1.50	1.49
其他流动资产	38,596	46,295	51,351	57,747	速动比率	1.30	1.23	1.22	1.20
流动资产合计	91,792	110,696	120,710	137,234	现金比率	0.70	0.66	0.63	0.62
长期股权投资	37,788	40,788	43,788	47,788	资产负债率	35.7%	39.5%	39.7%	40.8%
固定资产	19,284	19,724	20,122	20,425	经营效率				
无形资产	16,122	17,575	18,515	18,674	总资产周转率	0.58	0.58	0.65	0.72
非流动资产合计	98,229	102,780	106,864	111,135	每股指标 (元)				
资产合计	190,021	213,476	227,574	248,369	每股收益	0.78	0.63	0.77	0.91
短期借款	6,309	6,940	4,547	4,774	每股净资产	10.80	11.34	12.11	13.02
应付账款及票据	17,858	25,982	30,703	36,628	每股经营现金流	-0.51	0.85	0.50	0.86
其他流动负债	32,409	40,916	45,119	50,667	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	56,576	73,839	80,369	92,070	估值分析				
长期借款	4,854	5,154	5,454	5,754	PE	14.50	13.38	16.62	13.03
其他长期负债	6,343	5,413	4,483	3,553	PB	1.02	0.89	0.83	0.77
非流动负债合计	11,196	10,566	9,936	9,306					
负债合计	67,772	84,405	90,305	101,376					
股本	10,487	10,581	10,581	10,581					
少数股东权益	9,014	9,081	9,163	9,260					
股东权益合计	122,248	129,071	137,269	146,993					
负债和股东权益合计	190,021	213,476	227,574	248,369					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。