

公司研究

换帅开启全新改革，合资+自主品牌双重发力

——广汽集团（601238.SH、2238.HK）2024 年报业绩点评

要点

2024 业绩表现承压：2024 年公司总营业收入同比-17.1%至 1,068.0 亿元，归母净利润同比-81.4%至 8.2 亿元，扣非后归母净亏损 43.5 亿元，毛利率同比-1.1pcts 至 5.8%；其中，4Q24 营业收入同比+4.8%/环比+16.0%至 330.4 亿元，归母净利润同环比扭亏至 7.0 亿元，毛利率同比-2.3pcts/环比-0.1pcts 至 5.9%。

4Q24 销量及投资收益均呈环比改善，“两田”转型逐步落地：2024 年公司销量同比-24.2%至 191.7 万辆，其中 4Q24 销量同比-19.6%/环比+22.9%至 58.3 万辆（4Q24 广本销量同比-36.8%/环比+14.6%至 12.4 万辆、广丰销量同比-20.4%/环比+21.7%至 21.8 万辆）；2024 年公司对联营与合营企业的投资收益同比-64.1%至 30.0 亿元，其中 4Q24 对联营与合营企业的投资收益同比-42.9%/环比+182.5%至 7.3 亿元。我们测算，2024 年广本业绩承压主要由于销量走低+经销商网络优化产生一次性费用计提影响，广丰盈利受销量下滑影响同比下降。我们认为，广本/广丰转型逐步落地，预计有望改善合资品牌电动智能化转型偏慢+终端优惠维稳市占率边际减弱困境：**1) 广汽本田：**新能源工厂已实现竣工投产，2025/3 本田云驰智能高效纯电 W 架构首款车型 P7 正式上市；**2) 广汽丰田：**已于 3/6 上市纯电 SUV 铂智 3X 将高阶智驾下探至 15 万元以下价格带、上市一小时累计订单破万，后续将陆续推出凯美瑞等传统车型的智驾版。

换帅开启全面改革，番禺行动元年自主品牌加速发展：2/4 公司公告董事会选举原集团总经理冯兴亚为董事长，3/28 董事会完成换届选举。我们判断：1) 公司内部加快自主品牌产销全面改革，已导入 IPD 集成产品开发体系为核心精准开发新产品，2025E 公司计划推出 20 款全新、换代或改款车型，将开启公司三年“番禺行动”的元年，预计通过零部件统一采购等措施 2025E 公司自主品牌可实现降本 10%；2) 自主品牌同步推进智能化自研+外部合作，端云一体大模型+新一代多模态交互系统 ADiGO6.0 等智能化成果逐步量产，自主品牌昊铂/传祺/埃安智能化搭载率有望提升（2025E 昊铂将全系搭载城市 NDA、传祺/埃安将高速 NDA 下探至 10 万元级车型），此外，广汽与华为合资成立华望汽车（主要面向 30 万元级高端用户）将采用新合作模式加快产品落地；3) 公司加速推进海外+立体出行/前沿科技布局，2024 年海外销量同比+67.6%至 12.7 万辆、自主品牌海外网点已累计建成 490 个，已发布全新飞行汽车品牌 GOVY 及首款复合翼产品、并推出行业首创可变轮足构型具身智能机器人 GoMate。

维持 A/H 股“增持”评级：考虑到公司合资+自主品牌均处于改革期，下调 2025E-2026E 归母净利润预测 85%/84%至 7.5 亿元/8.8 亿元，新增预测 2027E 归母净利润 10.5 亿元。看好公司产业链垂直整合布局、以及合资+自主品牌双重改善前景，维持 A/H 股“增持”评级。

风险提示：自主减亏幅度不及预期；日系销量与业绩改善不及预期；市场风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	128,757	106,798	115,784	122,681	129,312
营业收入增长率	17.76%	-17.05%	8.41%	5.96%	5.41%
净利润（百万元）	4,429	824	752	880	1,051
净利润增长率	-45.11%	-81.40%	-8.72%	17.02%	19.48%
EPS（元）	0.42	0.08	0.07	0.09	0.10
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.83%	0.72%	0.66%	0.76%	0.91%
P/E（A 股）	20	107	116	99	83
P/E（H 股）	7	38	41	35	29

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-4-1；汇率：按 1HKD=0.9226CNY 换算（注：2023 年股本为 104.90 亿，2024 年股本为 103.42 亿，2025E-2027E 按股本 101.97 亿计算）

A 股：增持（维持）

当前价：8.53 元

H 股：增持（维持）

当前价：3.25 港元

作者

分析师：倪昱婧

执业证书编号：S0930515090002

021-52523876

niyj@ebscn.com

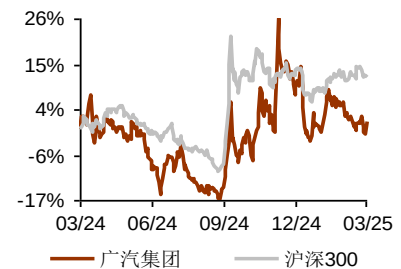
联系人：邢萍

xingping@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	101.97
总市值(亿元):	869.81
一年最低/最高(元):	7.04/10.84
近 3 月换手率:	16.73%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.38	-6.35	-10.88
绝对	-3.40	-4.59	-2.75

资料来源：Wind

相关研报

转型阵痛期业绩承压，合资转型迫在眉睫——广汽集团（601238.SH、2238.HK）2024 年半年报业绩点评（2024-09-02）

2023 业绩披露，自主高端化+海外布局提速——广汽集团（601238.SH、2238.HK）2023 年业绩点评（2024-04-01）

资产重组+减值拖累短期业绩，埃安长期发展前景向好——广汽集团（601238.SH、2238.HK）2023 年三季度业绩点评（2023-10-28）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	128,757	106,798	115,784	122,681	129,312
营业成本	119,826	100,600	110,277	116,153	121,757
折旧和摊销	5,928	8,071	7,840	7,653	7,572
税金及附加	2,942	2,890	2,779	2,944	3,103
销售费用	6,196	5,417	5,210	5,398	5,690
管理费用	4,301	4,397	4,631	4,907	5,172
研发费用	1,734	1,812	1,737	1,718	1,810
财务费用	-307	167	1,321	1,308	1,524
投资收益	8,660	7,319	6,856	6,539	7,114
营业利润	3,283	-820	67	392	780
利润总额	3,525	-727	217	542	930
所得税	-215	-233	65	163	279
净利润	3,740	-494	152	380	651
少数股东损益	-689	-1,318	-600	-500	-400
归属母公司净利润	4,429	824	752	880	1,051
EPS(元)	0.42	0.08	0.07	0.09	0.10

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	6,728	10,919	6,337	5,652	4,482
净利润	4,429	824	752	880	1,051
折旧摊销	5,928	8,071	7,840	7,653	7,572
净营运资金增加	-5,192	-10,075	258	599	1,468
其他	1,563	12,099	-2,513	-3,480	-5,609
投资活动产生现金流	-2,471	-11,751	-1,572	-3,375	-2,749
净资本支出	-11,437	-10,700	-6,084	-8,000	-8,000
长期投资变化	37,137	30,100	-1,000	-1,000	-1,000
其他资产变化	-28,171	-31,151	5,511	5,625	6,251
融资活动现金流	4,074	2,207	1,503	1,172	1,583
股本变化	3	-149	-144	0	0
债务净变化	8,320	8,447	2,814	1,834	2,551
无息负债变化	17,903	8,239	929	3,087	2,649
净现金流	8,386	1,419	6,268	3,448	3,316

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	6.9%	5.8%	4.8%	5.3%	5.8%
EBITDA 率	2.3%	4.4%	1.4%	1.8%	2.1%
EBIT 率	-2.6%	-3.5%	-5.3%	-4.5%	-3.8%
税前净利润率	2.7%	-0.7%	0.2%	0.4%	0.7%
归母净利润率	3.4%	0.8%	0.6%	0.7%	0.8%
ROA	1.7%	-0.2%	0.1%	0.2%	0.3%
ROE (摊薄)	3.8%	0.7%	0.7%	0.8%	0.9%
经营性 ROIC	-3.0%	-2.2%	-3.9%	-3.4%	-3.0%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	43%	48%	49%	50%	51%
流动比率	1.31	1.24	1.23	1.20	1.18
速动比率	1.09	1.07	1.06	1.04	1.02
归母权益/有息债务	4.19	3.17	2.94	2.83	2.68
有形资产/有息债务	6.88	5.58	5.33	5.24	5.08

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	218,395	232,458	235,465	240,723	246,468
货币资金	48,895	51,624	57,892	61,340	64,656
交易性金融资产	2,791	2,559	3,000	3,000	3,000
应收账款	5,304	3,353	4,052	4,294	4,526
应收票据	452	80	116	123	129
其他应收款 (合计)	1,848	2,780	2,445	2,344	2,211
存货	16,720	15,688	15,139	16,261	17,046
其他流动资产	18,066	25,422	26,321	27,011	27,674
流动资产合计	101,111	112,026	115,118	118,115	121,568
其他权益工具	727	2,851	2,851	2,851	2,851
长期股权投资	37,137	30,100	31,100	32,100	33,100
固定资产	21,920	25,245	26,227	27,184	28,048
在建工程	2,621	2,766	2,337	2,015	1,774
无形资产	19,873	19,352	18,367	17,480	16,682
商誉	57	71	66	66	66
其他非流动资产	9,997	7,315	8,393	9,083	9,746
非流动资产合计	117,284	120,432	120,347	122,608	124,899
总负债	93,995	110,682	114,425	119,346	124,546
短期借款	11,674	16,577	19,379	22,212	25,763
应付账款	20,347	21,429	22,055	22,069	21,916
应付票据	7,237	14,067	13,233	12,777	12,176
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	9,721	7,683	8,492	9,044	9,508
流动负债合计	77,127	90,456	93,909	98,140	102,677
长期借款	8,903	11,514	11,514	11,514	11,514
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6,241	6,404	7,302	7,992	8,655
非流动负债合计	16,868	20,225	20,517	21,206	21,869
股东权益	124,400	121,777	121,040	121,377	121,922
股本	10,490	10,342	10,197	10,197	10,197
公积金	46,892	46,657	46,802	46,802	46,802
未分配利润	57,627	57,079	57,624	58,461	59,406
归属母公司权益	115,720	114,354	114,217	115,055	115,999
少数股东权益	8,680	7,423	6,823	6,323	5,923

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	4.81%	5.07%	4.50%	4.40%	4.40%
管理费用率	3.34%	4.12%	4.00%	4.00%	4.00%
财务费用率	-0.24%	0.16%	1.14%	1.07%	1.18%
研发费用率	1.35%	1.70%	1.50%	1.40%	1.40%
所得税率	-6%	32%	30%	30%	30%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.10	0.02	0.00	0.01	0.02
每股经营现金流	0.64	1.06	0.62	0.55	0.44
每股净资产	11.03	11.06	11.20	11.28	11.38
每股销售收入	12.27	10.33	11.35	12.03	12.68

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE (A 股)	20	107	116	99	83
PB (A 股)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	42.2	24.5	62.2	48.0	38.5
股息率	1.2%	0.2%	0.0%	0.1%	0.2%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP