

研究所：

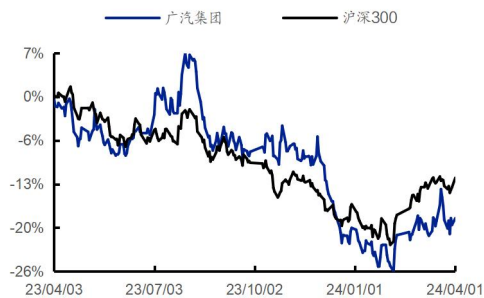
证券分析师：

戴畅 S0350523120004
daic@ghzq.com.cn

自主销量保持增势，合资承压静待转型

——广汽集团（601238）2023 年年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/04/01

表现	1M	3M	12M
广汽集团	0.3%	1.8%	-18.2%
沪深 300	1.6%	4.8%	-11.2%

市场数据

2024/04/01

当前价格(元)	8.91
52 周价格区间(元)	7.72-11.85
总市值(百万)	93,438.32
流通市值(百万)	65,597.52
总股本(万股)	1,048,690.43
流通股本(万股)	736,223.56
日均成交额(百万)	247.44
近一月换手(%)	0.50

事件：

广汽集团 2024 年 3 月 28 日发布年度报告：公司 2023 年全年实现营业收入 1297.06 亿元，同比+17.62%。2023 年全年实现归母净利润 44.29 亿元，同比-45.08%，扣非后归母净利润 35.73 亿元，同比-52.31%。2023 年报拟向股东派发现金股利人民币 0.10 元/股（含税），加上 2023 年中期已派发的 0.05 元/股（含税），2023 年共计现金股利 0.15 元/股（含税），占归属于公司股东净利润的 36%。

投资要点：

- 价格战爆发加之燃油车销量下行，2023Q4 公司利润大幅下降。** 2023Q4 公司实现营业总收入 315.24 亿元，同/环比分别为 +6.36%/-13.09%；归母净利润-0.82 亿元（2022Q4 为 602 万元，2023Q3 为 15.45 亿元）；扣非归母净利润-4.51 亿元，同比亏损扩大，环比转亏。公司营收业绩下降的主要原因为(1)面临新能源汽车补贴退坡、汽车行业出现价格战等一系列的影响。(2)合资品牌投资收益减少。“两田”坚持促终端稳渠道，燃油车销量处于下行困难阶段，燃油车份额持续受到挤压。2023Q4 实现毛利率 8.18%，同/环比分别为-2.04pct/-2.30pct。费用端，2023Q4 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.24%/4.30%/1.36%/-0.10%，同比分别 +4.31pct/+2.37pct/-1.23pct/+0.27pct。其中，销售费用率提高的主要原因在于广告宣传费增加，以及随销量增加而售后服务费相应增加等综合所致。
- 合资品牌销量承压，营收同比下滑，联合开发寻求加快电动转型。** 2023 年广本/广丰分别实现营收 935.3 亿元/1528.7 亿元，同比分别为-18.8%/-6.5%。2023 年广本/广丰销量分别为 64.0 万辆/95.0 万辆，销量同比分别为-13.7%/-5.5%。公司投资收益达 86.60 亿元，同比-39.5%。合资产品面对当前市场竞争下，综合竞争力不足导致 2023 年销量和盈利同比下滑。2023Q4 广本/广丰销量分别为 20.5 万辆/26.4 万辆，同比分别为 +21.2%/+10.0%，环比分别为 +40.2%/+13.4%。公司投资收益为 13.79 亿元，同/环比分别为 -32.7%/-24.76%。展望未来，合资股东将积极寻求加快新能源产品导入，广汽丰田开启深度联合开发体制，全新产品如期推进。

- **自主品牌销量稳步提升，多款车型发布在即。** 2023年广汽集团自主品牌实现销量88.65万辆，其中，广汽乘用车全年实现销量40.65万辆，同比分别为+12.12%，受2023年汽车行业整体价格战影响，2023年单车平均营收14.63万元，同比-15.72%。2023年广汽乘用车持续深耕MPV细分市场，在M8、M6基础上推出全新新能源旗舰MPV E9和插混MPV E8。广汽埃安全年实现销量48万辆，同比+77.02%。2023Q4，广汽乘用车实现销量11.06万辆，同环比分别为+16.2%/+2.5%，广汽埃安实现销量12.90万辆，同环比分别为+45.2%/-8.9%。为推动品牌高端向上，昊铂品牌实现独立运营，打造“埃安+昊铂”双品牌矩阵。展望2024年，自主品牌持续丰富产品矩阵，多款车型计划推出，包括广汽传祺全新A级混动SUV、七座MPV；广汽埃安纯电SUV+轿车；昊铂全新六座纯电SUV等，进一步向智能电动化转型。
- **盈利预测和投资评级** 公司自主品牌业务稳步提升，看好公司在细分领域的竞争优势，我们预计公司2024-2026年实现主营业务收入1550、1691、1879亿元，同比增速为19%、9%、11%；实现归母净利润48.1、63.6、79.1亿元，同比增速为9%、32%、24%；EPS为0.46、0.61、0.75元，对应当前股价的PE估值分别为19、15、12倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示** 汽车（新能源汽车）销量增速不及预期；MPV细分市场用户需求不及预期；公司合资联合开发新产品不确定性；自主品牌高端化进程不及预期；自主品牌盈利能力不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	129706	154952	169084	187877
增长率(%)	18	19	9	11
归母净利润（百万元）	4429	4806	6360	7909
增长率(%)	-45	9	32	24
摊薄每股收益（元）	0.42	0.46	0.61	0.75
ROE(%)	4	4	5	6
P/E	20.83	19.44	14.69	11.81
P/B	0.79	0.78	0.74	0.69
P/S	0.71	0.60	0.55	0.50
EV/EBITDA	33.17	7.67	6.36	5.37

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：广汽集团盈利预测表

证券代码:	601238		股价:	8.91	投资评级:	增持	日期:	2024/04/01	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					每股指标				
ROE	4%	4%	5%	6%	EPS	0.42	0.46	0.61	0.75
毛利率	7%	7%	8%	10%	BVPS	11.03	11.50	12.10	12.86
期间费率	8%	7%	7%	7%	估值				
销售净利率	3%	3%	4%	4%	P/E	20.83	19.44	14.69	11.81
成长能力					P/B	0.79	0.78	0.74	0.69
收入增长率	18%	19%	9%	11%	P/S	0.71	0.60	0.55	0.50
利润增长率	-45%	9%	32%	24%					
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产周转率	0.63	0.67	0.67	0.69	营业收入	129706	154952	169084	187877
应收账款周转率	19.22	28.43	30.11	33.03	营业成本	119950	144370	155140	169483
存货周转率	8.24	7.77	7.24	7.16	营业税金及附加	2942	3350	3720	4098
偿债能力					销售费用	6196	5423	5411	5824
资产负债率	43%	47%	49%	50%	管理费用	4301	4649	5073	5636
流动比	1.31	1.26	1.26	1.28	财务费用	-307	419	708	849
速动比	0.79	0.77	0.80	0.83	其他费用/(-收入)	1734	2014	2198	2442
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	3283	4010	5078	6517
现金及现金等价物	51686	61247	72315	81090	营业外净收支	242	124	183	154
应收款项	5756	6241	6575	7306	利润总额	3525	4134	5262	6670
存货净额	16720	20452	22409	24952	所得税费用	-215	-248	-316	-400
其他流动资产	26949	27550	28511	29573	净利润	3740	4382	5577	7071
流动资产合计	101111	115491	129811	142920	少数股东损益	-689	-424	-783	-838
固定资产	21927	24242	26052	26957	归属于母公司净利润	4429	4806	6360	7909
在建工程	2621	2621	2621	2621	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
无形资产及其他	55598	62099	67629	73199	经营活动现金流	6728	7381	10297	12384
长期股权投资	37137	37137	37137	37137	净利润	4429	4806	6360	7909
资产总计	218395	241591	263251	282836	少数股东损益	-689	-424	-783	-838
短期借款	11674	17038	21038	22038	折旧摊销	6798	4994	5190	5095
应付款项	27584	30879	35337	40017	公允价值变动	41	0	0	0
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	3107	4344	4150	3019
其他流动负债	37869	43737	46681	49356	投资活动现金流	-2471	-5574	-6223	-6824
流动负债合计	77127	91655	103057	111411	资本支出	-11437	-12810	-11763	-10795
长期借款及应付债券	8903	12952	17452	21452	长期投资	-4915	-840	-830	-820
其他长期负债	7965	8165	8345	8505	其他	13882	8076	6370	4791
长期负债合计	16868	21117	25797	29957	筹资活动现金流	4074	8199	6793	2915
负债合计	93995	112772	128854	141368	债务融资	6688	9614	8680	5160
股本	10490	10487	10487	10487	权益融资	489	-18	0	0
股东权益	124400	128819	134397	141467	其它	-3103	-1397	-1887	-2245
负债和股东权益总计	218395	241591	263251	282836	现金净增加额	8386	10061	10867	8475

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【汽车小组介绍】

戴畅，首席分析师，上海交通大学本硕，9年汽车卖方工作经验，全行业覆盖，深耕一线，主攻汽车智能化和电动化，善于把握行业周期拐点，技术突破节奏，以及个股经营变化。

王璟，汽车行业分析师，中国人民大学管理学硕士、新加坡管理大学财务分析专业硕士、吉林大学汽车设计专业学士。3年主机厂汽车设计经验，2年汽车市场研究经验。曾任职于一汽汽研负责自主品牌造型设计工作，目前主要覆盖整车及重点主机厂产业链。

【分析师承诺】

戴畅，本报告中的分析师均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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。