

广汽集团（601238）

自主+合资共振，新车周期向上

买入（维持）

2022年05月06日

证券分析师 黄细里

执业证书：S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

研究助理 杨惠冰

执业证书：S0600121070072

yanghb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	75,676	103,061	132,319	176,194
同比	20%	36%	28%	33%
归属母公司净利润（百万元）	7,335	9,963	11,840	14,986
同比	23%	36%	19%	27%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.70	0.95	1.13	1.43
P/E（现价&最新股本摊薄）	17.36	12.78	10.76	8.50

投资要点

■ **广汽埃安：技术储备深厚，研产销体系完善。组织变革角度：**独立经营能力逐步完善，混改激发组织活力。**技术布局角度：电动化自研技术积累深厚，智能化自研合作并驱。**纯电 GEP 平台换代提高纯电整车制造水平。**电动化：**1) 动力电池领域，石墨基超级快充电池+硅负极新型电池+弹匣电池分别突破快充+续航+安全；通过自建生产线+孵化合作公司+多样化供应商提升在动力电池产业链中的话语权。2) 电驱领域，埃安合作+自研并举。3) 超充领域：同步打造车端+桩端快速充电体系实现行业领先。**智能化：**1) 合作伙伴支持下 ADiGO 智能网联生态系统不断进化。2) 发布自研全新电子电气架构“星灵”迈向整车域集成+高速 OTA。3) 合作华为构建智能汽车数字平台。**产品维度：**科技感&年轻化产品聚焦充分竞争细分市场，以时尚活力的品牌形象+超越同级的产品力销量持续向上。**渠道维度：**多层级渠道提高效率，APP 直联用户。渠道门店总数及单店效能处于新势力品牌前列。

■ **广汽传祺：组织架构变革提升车型开发效率，混动产品蓄势待发。组织变革：**实施大总监团队架构，车型开发研产销一体化，提升车型开发效率。**技术维度：模块化平台+动力品牌+混动双线布局。**1) GPMA 为广汽面向全球市场自主开发的平台化、模块化架构，强调“活力、节能、可靠”三大亮点。2) 动力品牌钜浪动力包含发动机、变速器两大领域，产品架构完善，动力性能出色。3) 混动领域丰田方案+自研方案并驾齐驱。①HEV：广汽自主研发的 2.0TM 发动机+丰田油电混合双擎动力系统 THS，2021 年 12 月发布的全新第二代 GS8 为首款该路线车型。②广汽自主研发的 2.0ATK 发动机+GMC 机电耦合系统：兼容混动、插电式混动等多种动力需求。首款搭载该方案的车型为 2022 年新车影酷。**产品维度：**产品谱系健全，轿车+MPV 车型逐步发力。

■ **广汽本田&广汽丰田：公司业绩增长基石，产能扩张提振销量。纯电新车方面**广丰纯电动中型 SUV 车型 bZ4X 已于 2022 年 4 月开启预售。广本首款纯电车型 e:NP1 将于 2022 年 5 月预售。**其余燃油新车方面，**广丰威飒、锋兰达于 1 月上市，广本全新 SUV ZR-V 将于 2022 年上市，进一步丰富产品矩阵，维持强势价格带产品周期。广丰/广本均进行扩产，为销量增长提供重要基石，持续为集团贡献稳定增长的投资收益。

■ **盈利预测与投资评级：**自主+合资共振，新车周期向上！我们预计公司 2022-2024 年营业总收入为 1030.61/1323.19/1761.94 亿元，归属母公司净利润 99.63/118.40/149.86 亿元，对应 EPS 为 0.95 /1.13/1.43 元，对应 PE 为 13/11/9 倍，维持公司“买入”评级。

■ **风险提示：**疫情控制进展低于预期；新能源汽车行业发展增速低于预期；芯片/电池等关键零部件供应链不稳定；软件 OTA 升级政策加严等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.17
一年最低/最高价	10.54/20.37
市净率(倍)	1.31
流通 A 股市值(百万元)	88,393.58
总市值(百万元)	127,346.36

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.29
资产负债率(% ,LF)	35.54
总股本(百万股)	10,463.96
流通 A 股(百万股)	7,263.24

相关研究

《广汽集团(601238)：2022 年一季报点评：合资+自主双轮驱动，Q1 业绩靓丽》

2022-04-27

《广汽集团(601238)：3 月批发同比+30.89%，埃安持续高增长》

2022-04-08

《广汽集团(601238)：Q4 毛利率改善，合资盈利向好》

2022-03-31

内容目录

1. 广汽埃安：技术储备深厚，研产销体系完善	5
1.1. 组织变革：独立经营能力逐步完善，混改激发组织活力	5
1.2. 电动化技术布局：电动化自研技术积累深厚	5
1.2.1. 纯电车型平台 GEP 不断自我迭代	5
1.2.2. 动力电池安全&快充&高续航技术储备丰富，供应链话语权较高	6
1.2.3. 电驱系统：合作+自研并行	10
1.3. 智能化技术布局：智能化自研合作并驱	10
1.3.1. ADiGO 智能网联生态系统不断进化	10
1.3.2. 自主研发域集中式“星灵”电子电气架构	12
1.3.3. 合作华为共同构建智能汽车数字平台	13
1.4. 产品维度：科技感&年轻化产品聚焦充分竞争细分市场	13
1.4.1. 核心覆盖 10-20 万元纯电市场，用户年轻化	13
1.4.2. 主要产品分析	16
1.5. 渠道维度：多层级渠道提高效率，APP 直联用户	18
1.6. 产能维度：现有产能 20 万辆/年，工厂智能化水平领先	20
2. 广汽传祺：组织变革激发活力，混动产品蓄势待发	21
2.1. 组织变革：实施大总监团队架构，车型开发研产销一体化	21
2.2. 技术布局：模块化架构提升开发效率，混动技术双线并行	22
2.2.1. GPMA 模块化平台，“活力、节能、可靠”	22
2.2.2. 动力品牌钜浪动力提供先进动力产品	23
2.2.3. 混动领域钜浪混动品牌：丰田方案+自研方案并驾齐驱	24
2.3. 主要产品：车型谱系完善	25
3. 合资品牌：公司业绩增长基石，产能扩张提振销量	27
4. 盈利预测与投资评级	29
5. 风险提示	30

图表目录

图 1: 埃安发展历程.....	5
图 2: 埃安混改进程.....	5
图 3: 广汽埃安 GEP 平台进化历程.....	6
图 4: GEP2.0 全铝纯电专属平台.....	6
图 5: 广汽埃安电动化战略规划与技术布局.....	6
图 6: 广汽埃安石墨烯基超级快充电池.....	7
图 7: 广汽硅负极技术将搭载至 Aion LX 车型.....	7
图 8: 广汽埃安弹匣电池.....	8
图 9: 广汽埃安 A480 超充电桩.....	8
图 10: 广汽埃安超倍速电池技术.....	8
图 11: 广汽埃安自研电池试制线项目.....	9
图 12: 中创新航获 2021 年广汽埃安新能源优秀供应商奖项.....	9
图 13: 广汽双电机“四合一”集成电驱.....	10
图 14: 广汽智能化布局.....	11
图 15: 星灵架构结构组成.....	12
图 16: 广汽与华为合作历程.....	13
图 17: 广汽埃安品牌定位.....	13
图 18: 广汽埃安品牌定位.....	13
图 19: 广汽埃安月度销量情况（单位：辆）.....	14
图 20: 广汽埃安主要产品.....	14
图 21: 燃油车车分价格带销量占比情况（%）.....	14
图 22: 新能源车分价格带销量占比情况（%）.....	14
图 23: 新能源车营运/租赁销量分价格带占比情况（%）.....	14
图 24: 2022 年 2 月埃安 APP 活跃度性别分布（%）.....	15
图 25: 2022 年 2 月埃安 APP 婚姻状况分布（%）.....	15
图 26: 埃安营运&租赁销量占比（%）.....	15
图 27: 2022 年 2 月埃安 APP 用户年龄分布.....	15
图 28: Aion S/S Plus 使用用途分布（%）.....	16
图 29: Aion V Plus 解决历程焦虑.....	18
图 30: Aion V Plus 智能化配置.....	18
图 31: 截至 2022 年 4 月广汽埃安体验中心+展示中心分布情况（个）.....	19
图 32: 新势力品牌门店数（左轴/个）及单店效能（右轴，辆/家）.....	19
图 33: 主要新势力品牌 APP 月活数据（万人）.....	19
图 34: 埃安 APP 共创栏目.....	19
图 35: 广汽埃安上海虹桥品牌充电站.....	20
图 36: 广汽埃安能源补给生态网络建设规划.....	20
图 37: 广汽埃安智能生态工厂数字化中心.....	21
图 38: 广汽车型大总监制度.....	21
图 39: 广汽 GPMA 架构.....	23
图 40: 广汽 GPMA 架构.....	23
图 41: 钜浪动力产品架构.....	23
图 42: 发动机热效率排行.....	23

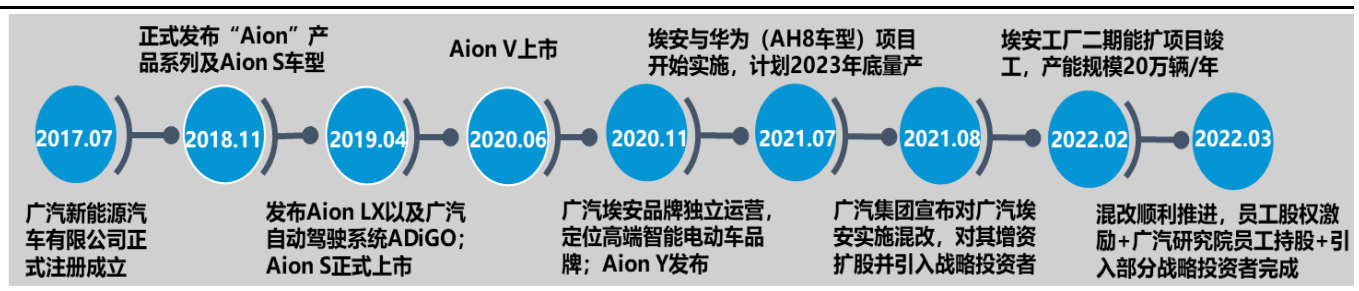
图 43: 广汽两套混动路线.....	24
图 44: 广汽传祺产品布局.....	25
图 45: 广汽传祺年度销量（万辆）.....	25
图 46: 广汽丰田产品矩阵.....	27
图 47: 广汽本田产品矩阵.....	27
图 48: 广本广丰销量变化情况（万辆）.....	28
图 49: 广汽集团投资净收益、营业利润（左轴/亿元）及投资收益占营业利润比（右轴/%）.....	28
图 50: 广本/广丰单车收入变化情况（万元/辆）.....	28
表 1: 广汽埃安 ADiGO 历代对比.....	11
表 2: Aion S Plus 竞品分析.....	17
表 3: Aion Y 竞品分析.....	17
表 4: 影豹竞品分析.....	25
表 5: 传祺 M8 竞品对比.....	26
表 6: 广汽本田/广汽丰田产能梳理（预计投产日期均为公司预计）.....	28
表 7: 广汽集团盈利预测核心假设.....	29
表 8: 可比公司估值分析（行情数据采用 2022 年 5 月 5 日股价）.....	29

1. 广汽埃安：技术储备深厚，研产销体系完善

1.1. 组织变革：独立经营能力逐步完善，混改激发组织活力

广汽埃安为广汽纯电新能源领域的独立品牌，定位高端智能电动车。2017年7月广汽新能源汽车有限公司正式注册成立，2019年4月至2020年6月间发布Aion S、Aion LX以及Aion V三款车型，2020年11月广州车展发布会中广汽埃安品牌正式独立运营，定位为高端智能电动车品牌，同时发布埃安品牌第四款车型Aion Y。2021年7月埃安与华为合作项目开始实施，公司预计2023年底实现高端车型量产。

图1：埃安发展历程



数据来源：埃安官网，公司公告，东吴证券研究所

混改完善独立经营能力，后续寻求上市扩充资本实力。2021年8月起集团宣布拟推进埃安混合所有制改革；2021年11月完成内部重组，埃安整合集团纯电资产，实现广汽集团新能源汽车业务的深度整合和聚焦；2022年3月完成员工激励+内部持股，建立长效激励机制，同时引入满足国有资本布局的战投优化股权和治理架构。后续将进一步进行融资及上市。

图2：埃安混改进程

2021年8月—宣布重组计划	2021年11月—完成内部重组	2022年3月—员工激励+引入战投	后续—A轮融资+择机上市
广汽集团宣布拟通过对新能源汽车研发能力及业务、资产的重组整合，推进广汽埃安的混合所有制改革，对其增资扩股并引入战略投资者。	集团增资：广汽集团以74.07亿元、广汽乘用车以35.57亿元向广汽埃安增资； 埃安承接纯电资产：埃安支付49.75亿元并承担负债购买广汽研究院、广汽乘用车等纯电资产	实施员工股权激励、广汽研究院科技人员“上持下”持有广汽埃安股权及同步引入具有国资背景的诚通集团、南网动能、广州爱安作为战略投资者。	公司计划2022Q3完成A轮融资及股份制改制，引入具有战略协同性、政策引导性、市场影响力的市场化战略投资者；择时择机择地寻求上市，建立独立资本市场平台

数据来源：埃安官网，公司公告，东吴证券研究所

1.2. 电动化技术布局：电动化自研技术积累深厚

1.2.1. 纯电车型平台 GEP 不断自我迭代

广汽为国内最早布局电动平台车企之一，平台换代提高纯电整车制造水平。埃安始终围绕“全面电气化架构、以用户价值体验为中心”两大核心理念开展设计和研发纯电平台。2017年推出GEP纯电专属平台，2019年推出全新换代平台GEP2.0，2023年基于全新GEP3.0平台开发的全系车型版本将陆续投放市场。

现有埃安在售车型均基于 GEP2.0 开发，在空间利用率、电耗、安全性等方面表现良好。GEP2.0 平台可完成不同尺寸轿车、SUV、MPV 的开发，同时涵盖 A0-C 级，具有以下特点：**1) 空间布局大：**第二代 GEP 纯电平台采用了鲸空间设计理念，采用较大的轴距与车长比值，车型的机械结构布置更加扁平化、模块化，尽可能地增大乘员舱空间。“三合一”电驱系统可以进一步缩小电动机舱的尺寸，增加空间利用率。**2) 续航表现佳：**GEP2.0 平台使用全新的 VDA 电池包，综合续航覆盖 300-700km。**3) 动力性能高：**GEP2.0 采用深度集成的“三合一”降低体积和重量，大幅提升了传输效率、扭矩密度和电驱动模块的稳定性，兼顾长续航和强动力。**4) 灵活性高：**GEP2.0 可以根据车型定位和其对底盘性能的需求搭配不同类型的后悬架系统。**5) 保证安全性：**GEP2.0 的车型均延续五星传祺的第二代 GAC 碰撞吸能控制技术，精心设计可充分吸能的机舱结构和高刚性笼式乘员舱，机舱结构吸能超过 60%，最大限度地保护车内乘员。

图3：广汽埃安 GEP 平台进化历程



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

图4：GEP2.0 全铝纯电专属平台



数据来源：TMC 2020 纯电驱动专题研讨会，东吴证券研究所

1.2.2. 动力电池安全&快充&高续航技术储备丰富，供应链话语权较高

2021 年 4 月广汽发布动力电池“中子星战略”，开展动力电池及电芯的自主研发及产业化应用。根据此战略，广汽将进行电池和电芯的自主研发，同时从三个方面进行布局：**电芯方面**，海绵硅负极片电池技术和超级快充电池技术，将为解决用户续航和充电的不同痛点而并行发力；**BMS 系统**，以卓越的域控制管理和大数据应用能力为电池保驾护航；**电池包**，将打造“高安全、轻量化、高集成、低成本”四维优势。

图5：广汽埃安电动化战略规划与技术布局

新能源汽车技术及应用达到国内领先水平（前三）

聚焦三电核心技术，重点突破动力电池技术，集成电驱动技术、域控制器技术、高效热管理技术、大功率充电技术、适当储备燃料电池整车集成技术

动力电池-中子星战略			电驱动系统		
跑的远	充电快	安全性好	极致动力	极致高效	智能集成
硅负极超长续航电池技术	石墨烯基超级快充技术	弹匣电池安全技术	- 高压Si功率 - 齿面高精度切割术	高速转轴承技术	- 多合一技术 - 多档化技术 - 余热回收技术
以“中子星战略”为主线，追求更高续航里程、更快的充电速度和更安全的使用保障			电驱动系统，追求极致动力与极致高效		

数据来源：广汽集团，东吴证券研究所

（1）充电快：2021年1月广汽埃安发布石墨烯基超级快充电池，大幅提升电池的**充电效率**。石墨烯基电池指将石墨烯作为导电添加剂应用在正极材料上从而提高导电性，结合600A高功率超充设备可实现8分钟充电80%，续航里程为500km。整车电芯成本相比目前常规动力电池成本高5%-8%。广汽集团将推出6C-500km、3C-500km两个版本的快充电池满足不同用户的快充需求，2021年9月份搭载至车型广汽埃安AION V。

（2）续航强：硅负极新型电池将搭载至AION LX，NEDC续航将达1000KM。海绵硅负极片电池基本解决硅负极在充放电过程中高膨胀倍率的问题，从而实现了大容量硅负极材料在动力电池中的应用，可实现体积减小20%、重量减轻14%。2021年2月广汽海绵硅负极片电池技术完成了冬季低温测试，7月完成夏季测试。首款搭载车型是广汽埃安AION LX，将于2022年7月开始交付。

图6：广汽埃安石墨烯基超级快充电池



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

图7：广汽硅负极技术将搭载至Aion LX车型

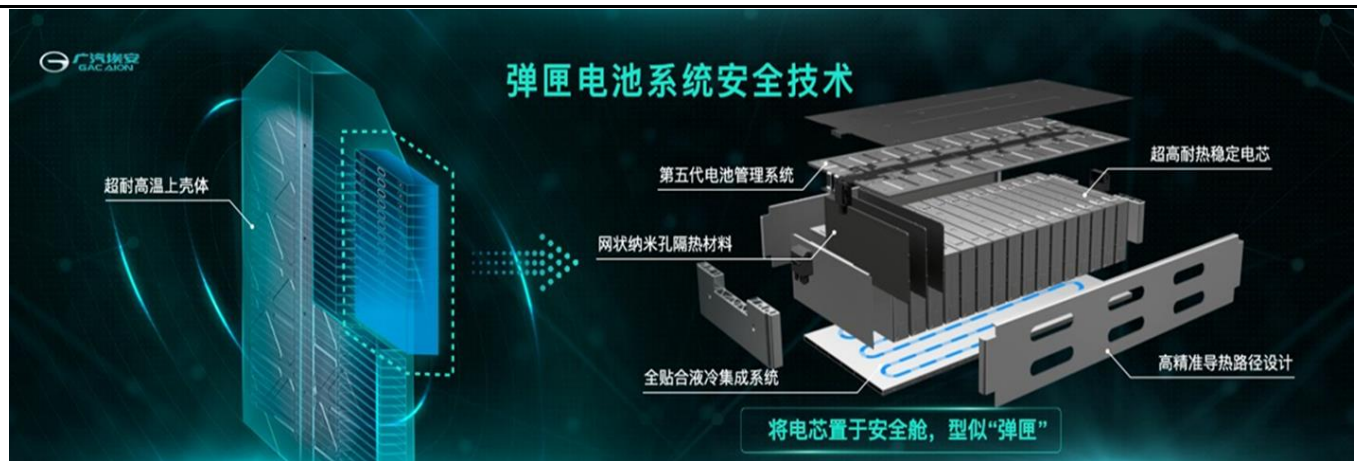


数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

（3）安全性：弹匣电池系统安全技术保障电芯安全防控。2021年广汽发布弹匣电池系统安全技术，可应用于磷酸铁锂和三元锂两种材料的电池包中，首次实现整包针刺试验中未起火和爆炸，同时解决安全性+续航能力痛点。首款搭载车型为AION Y。具体来说，弹匣电池系统通过四个核心技术保障电池安全：①**第五代电池管理系统**。采用最

新一代车规级电池管理系统芯片（相比前代系统提升 100 倍），可实现每秒 10 次全天候数据采集，24 小时全覆盖的全时巡逻模式；②**超高耐热稳定电芯**。通过对电芯正极材料进行掺杂与包覆工艺相结合提升电芯热稳定性，应用新型添加剂实现 SEI 膜的自修复，采用高安全电解液降低热失控反应产热；③**超强隔热电池安全舱**。采用网状纳米孔隔热材料以及超耐高温上壳体保证电芯热失控后不蔓延；④**三维降温冷却系统**。采用全贴合液冷集成系统、高效散热通道、高精度导热路径设计降低电池热失控几率。

图8：广汽埃安弹匣电池



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

超充技术方面，广汽埃安同步打造车端+桩端快速充电体系，实现超级快充“充电 5 分钟，行驶 207 公里”的成绩。

车端：超倍速电池技术。1) **电池**：针对电池充电中锂离子脱出/迁移/嵌入三大步骤，广汽埃安采用高孔隙涂覆陶瓷隔膜、新型低粘度高功率电解液降低电解液离子迁移阻力提高迁移速率；在负极采用特有的软碳/硬碳/石墨烯包覆改性技术提高嵌入速率；使用三维结构石墨烯新型导电剂搭建高效立体导电网络提高导电能力，从而实现超倍速充电。其中，作为导电剂的石墨烯发挥关键作用，广汽掌握了自主研发的三维结构石墨烯(3DG)制备技术，并形成了完善的专利群，已实现稳定量产、成本可控，从而助推超倍速电池技术的量产落地。2) **高电压平台**：广汽打造业内领先的高压平台，最高工作电压可达 880V、最大充电功率达到了 480KW。

桩端：全球充电功率最高的 A480 超充桩。目前市面上的快充桩、超充桩功率普遍在 60kW-180kW 之间，特斯拉 V3 充电桩峰值输出功率为 250KW。广汽埃安成功推出全球充电功率最高的广汽埃安 A480 超充桩。

图9：广汽埃安 A480 超充桩

图10：广汽埃安超倍速电池技术



数据来源：公司官网，东吴证券研究所



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

供应链方面，广汽埃安通过自建生产线+孵化合作公司+多样化供应商提升在动力电池产业链中的话语权；

(1) 成立巨湾技研从事超级快充电芯、下一代新型储能器件及 PACK 集成系统的研发和生产。2020 年 9 月 7 日，广汽集团联合广州巨湾投资合伙企业（有限合伙）、广汽资本有限公司、黄向东和裴锋共同成立广州巨湾技研有限公司。2021 年 7 月巨湾技研储能器件与系统产业基地项目落户广州，公司预计总投资 30 亿元，建成后产能 8Gwh，年产值 72 亿元，税收 4 亿元，将于 2023 年全面建成投产。

(2) **建设自研电池电芯生产线，储备自研电池量产工艺。**为加快自研电池技术的产业化，对电池工艺成熟度、产品一致性、产品成本等进行验证，储备量产工艺技术，2021 年 10 月广汽埃安宣布拟投资 3.36 亿元快速建设一条自研电池电芯的中等规模生产线，以储备自研电池量产工艺技术。2022 年 3 月广汽埃安自研动力电池试制线打桩开建，项目整体占地面积约 10500 平方米，包含了从浆料制备到电池 Pack 完整的电池全流程生产工序以及材料研发、理化测试、电性能等实验室，公司预计 2022 年底建成并正式投入运营。海绵硅负极片电池等广汽埃安自研电池将在此条试制线实现自主生产。

(3) 2020 年起广汽埃安扶持中创新航提升供应链话语权。据 36 氪数据，广汽向中创新航提出超过 2000 项整改意见，帮助后者建立起了量产和质量体系，双方合作日渐紧密，也为广汽电池供应链安全提供保障。

图11: 广汽埃安自研电池试制线项目



图12: 中创新航获 2021 年广汽埃安新能源优秀供应商奖项



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

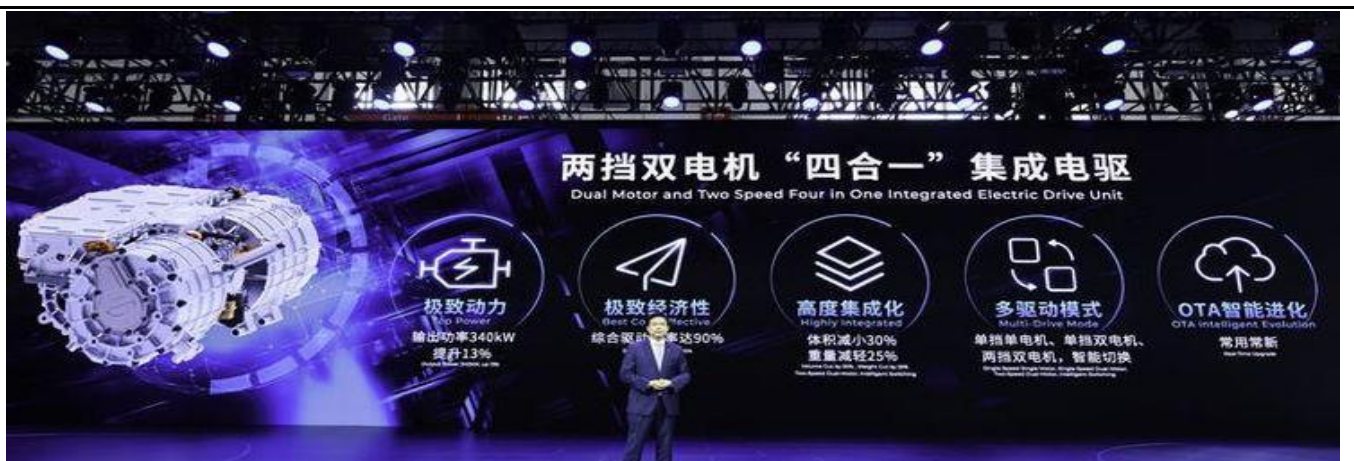
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2.3. 电驱系统：合作+自研并行

2019 年与日本电产合资成立尼得科汽车驱动公司，保障供应链安全。2019 年 8 月广汽全资子公司广汽零部件有限公司与日本电产合资成立尼得科汽车驱动系统有限公司，开展新能源集成电驱动系统项目建设，总投资约为 10.5 亿元，广汽占股比为 49%。日本电产为全球精密小型发动机领域巨头，合资公司通过将广汽积累的整车技术与该公司拥有的马达及电装技术进行整合，重点面向广汽集团开发、生产和销售集成驱动马达系统，后期将向第三方汽车制造厂商扩展销售。

发布双电机“四合一”集成电驱，埃安系列车型将迈进百公里加速两秒时代。2020 年广汽发布全球首台两挡双电机“四合一”集成电驱。“四合一”集成电驱实现双电机、控制器和两挡减速器深度集成。该技术拥有 70 多项专利，其中发明专利 29 项。可以为车辆带来 340KW 的强劲动力，综合驱动效率达到 90%，功率提升 13%，体积减小 30%，重量减轻 25%。

图13：广汽双电机“四合一”集成电驱



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

1.3. 智能化技术布局：智能化自研合作并驱

1.3.1. ADiGO 智能网联生态系统不断进化

提前布局自动驾驶，平台不断进化。2011 年广汽启动无人驾驶技术的研发，2016 年由广汽主导研发，腾讯、华为等多个战略合作伙伴支持推出 ADiGO 智能出行系统，集智能工厂生态、自动驾驶系统、物联系统于一身。

2020 年 ADiGO 3.0 上市，该系统配备“高精地图+高精雷达+ 高清摄像头”的三重

感知技术，还拥有双制动系统以及驾驶员双重保障（HOD 方向盘脱离预警+DMS 疲劳监测）等多重安全冗余设计。搭载 Aion LX、Aion V PLUS 车型。

2021 年 4 月推出 ADiGO4.0，推出广汽全新智能操作系统 G-OS，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，同时 ADiGO 4.0 实现了国内首款 AR-HUD 的量产搭载。自动驾驶系统升级方面，推出了 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、自动上下匝道、中长距离的低速自动驾驶与自动泊车，可实现 L2.5 级自动驾驶。

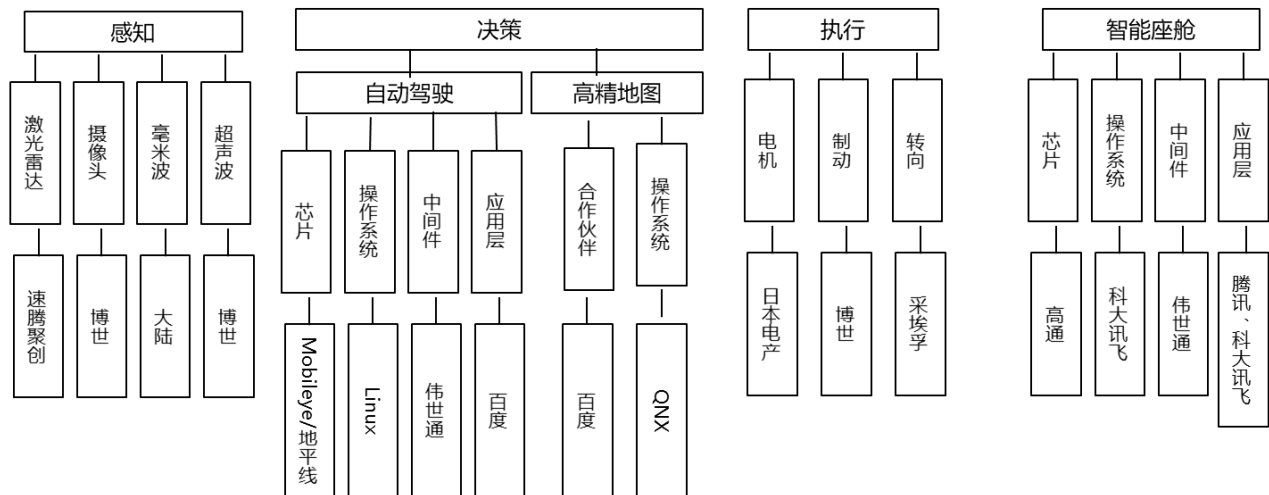
表1：广汽埃安 ADiGO 历代对比

上市时间	自动驾驶级别	辅助驾驶新增功能	搭载车型
ADIGO 2.0	2019.7	L2 交通拥堵辅助系统 TJA、智能巡航辅助系统 ICA、 全速自适应巡航 ACC、自动刹车辅助系统 AEB、 前碰撞预警系统 FCW、车道保持辅助系统 LKA、 车道偏离预警系统 LDW、交通标志识别 TSR	Aion S Plus、Aion Y、Aion V Plus
ADIGO 2.5	——	L2+ 高速公路变道辅助 HWA、盲区监测 BSD、自动变 道辅助 ALC	Aion S Plus、Aion V Plus、 Aion LX Plus
ADIGO 3.0	2020.4	L2+ 高速 NDA 智能领航辅助系统、高精地图	Aion LX Plus、Aion V Plus
ADIGO 4.0	2021.4	L3 城市道路智能驾驶辅助系统	Aion LX Plus

数据来源：埃安官网，东吴证券研究所

ADiGO 智能网联生态系统主要合作商方面，1) **感知层面**：ADiGO 自动驾驶系统搭载 RoboSense(速腾聚创)第二代智能固态激光雷达，并即将在 AION LX 等多款车型上实现量产。AION 车型选用博世摄像头、毫米波雷达、超声波雷达。2) **决策层面**：现阶段在 AION 车型使用 Mobileye Q4 芯片，Linux 操作系统，伟世通中间件及百度智能驾驶解决方案，同时广汽与地平线联合发布广汽版征程 3 芯片，计划在未来车型中量产搭载。3) **执行层面**：搭载日本电产电机，博世制动及采埃孚转向系统。4) **智能座舱**：最新 ADiGO 4.0 智驾互联系统由基于高通 820 芯片打造的伟世通 SmartCore 座舱域控制器平台，融合星河智联（与科大讯飞的合资公司）自研 G-OS 操作系统，以及腾讯应用及讯飞语音交互构建而成。

图14：广汽智能化布局

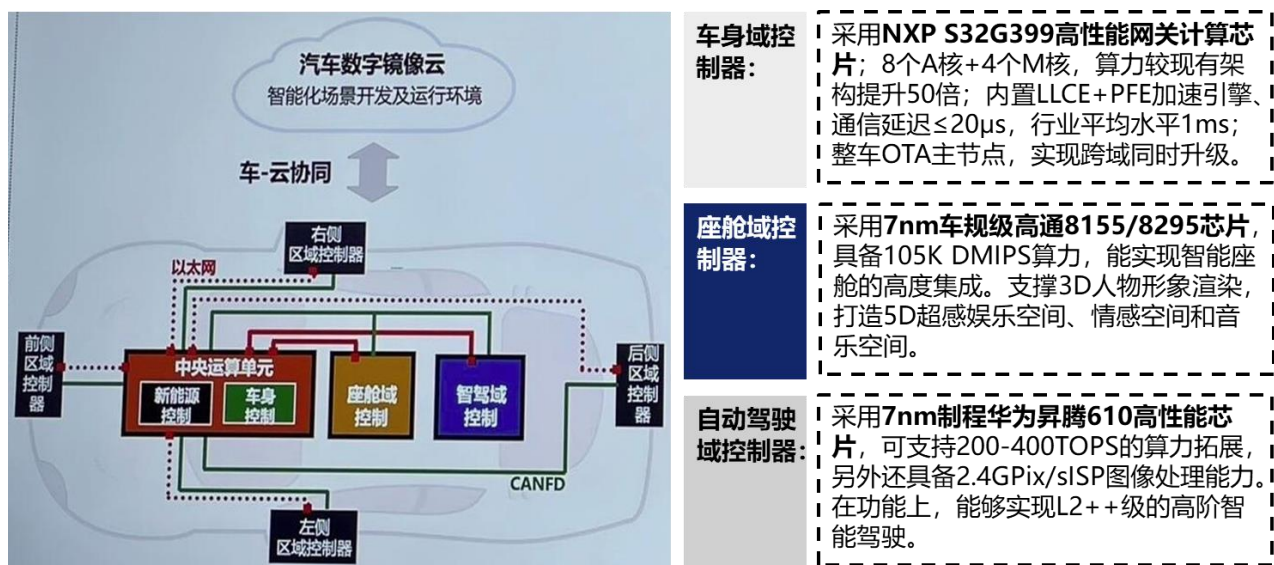


数据来源：埃安官网，汽车之家，广汽研究院，东吴证券研究所

1.3.2. 自主研发域集中式“星灵”电子电气架构

发布全新电子电气架构“星灵”，迈向整车域集成+高速 OTA。2021 年 11 月广汽发布自主研发全新一代电子电气架构“星灵架构”，整个星灵架构由 3 个核心计算单元：汽车数字镜像云和中央运算单元+智能驾驶控制单元+信息娱乐控制单元；4 个区域控制器：前侧、后侧、左侧、右侧区域控制器为主构成。借助汽车数字镜像云、高速以太网和 5G 等技术，形成车云一体化集中计算能力，支持 L4 级及以上高阶自动驾驶；软件方面采用 SOA 软件架构，缩短新功能开发周期，提升 OTA 能力及速度。公司预计于 2023 年量产搭载于埃安高端车系。相比广汽上一代电子电气架构，星灵架构的算力提升 50 倍，数据传输速率提升 10 倍，线束缩短约 40%，控制器减少约 20 个。

图15：星灵架构结构组成



数据来源：埃安官网，东吴证券研究所

1.3.3. 合作华为共同构建智能汽车数字平台

合作华为推出中大型智能纯电 SUV，助力智能化水平提升&品牌向上。AH8 车型为广汽与华为联合开发的首款中大型智能纯电 SUV，具备 L4 级自动驾驶功能，计划于 2023 年底量产，双方将基于广汽 GEP3.0 底盘平台、华为 CCA（计算与通信架构）构建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，联合定义共同开发。双方将以共同构建的智能汽车数字平台衍生出更多车型。

图16：广汽与华为合作历程

2017年战略合作协议	2020年深化合作协议	2020年搭载华为芯片
广汽与华为签署战略合作协议，双方在 智能网联电动汽车领域技术 展开战略合作，加速推进战略合作项目，已经实现多个系统的量产搭载。	双方在广州签署深化战略合作协议，聚焦在 计算与通信架构 ，基于广汽GEP3.0底盘平台、华为CCA（计算与通信架构）构建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，联合定义、共同开发，共同打造面向未来的一系列智能汽车。	Aion V搭载5G+V2X智能通讯系统，集成华为海思最新的5G基带 巴龙5000 芯片，支持NSA和SA组网方式给车辆数据互通、车路协同以及未来的自动驾驶提供助力。

数据来源：埃安官网，东吴证券研究所

1.4. 产品维度：科技感&年轻化产品聚焦充分竞争细分市场

广汽埃安整体品牌形象为“先进、好玩、新潮、高品质”，以“成为世界领先和社会信赖的绿色智慧移动价值创造者”作为企业愿景，以用户体验为中心，以**时尚活力的品牌形象+超越同级的硬核产品力**吸引核心用户。

图17：广汽埃安品牌定位



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图18：广汽埃安品牌定位



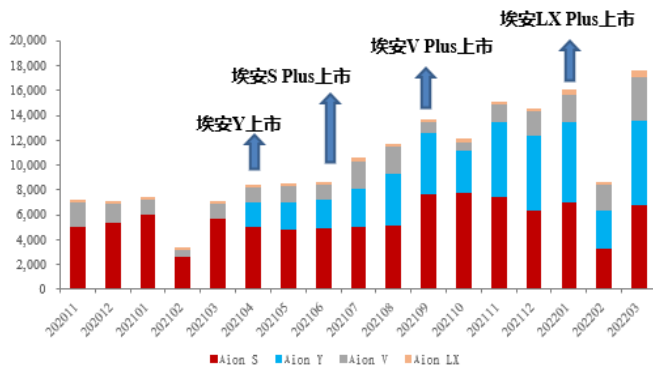
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.4.1. 核心覆盖 10-20 万元纯电市场，用户年轻化

埃安在售 5 款车型，主要覆盖 10-20 万元市场。广汽埃安现有在售车型包括位于 10-

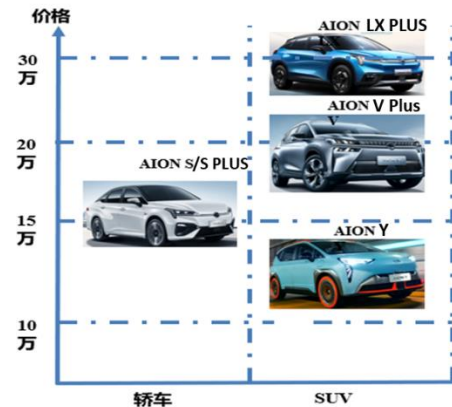
20 万元区间的轿车 Aion S/S PLUS、SUV 车型 Aion Y、Aion V Plus，以及定位高端的指导价 30-45 万元的 SUV 车型 Aion LX Plus。其中 Aion S/S PLUS 和 Aion Y 为销售主力车型。主要销售地区为广东省，广东地区销量占比始终在 40% 以上。

图19：广汽埃安月度销量情况（单位：辆）



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

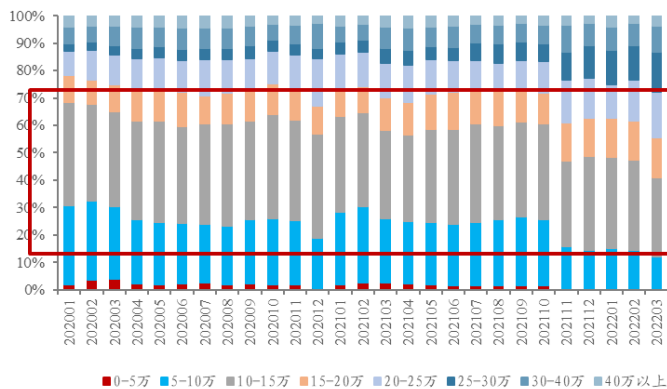
图20：广汽埃安主要产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

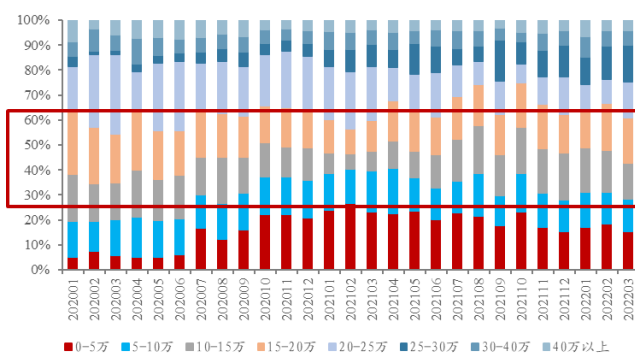
10~20 万元价格带为燃油车销量占比最大、充分竞争的区间。2022 年 3 月数据显示 10-20 万元价格带的新能源车销量占比为 32.43%，同价格带的燃油车销量占比为 43.35%，差距明显，新能源车可渗透空间广阔。

图21：燃油车分价格带销量占比情况（%）



数据来源：交强险，thinkcar，东吴证券研究所

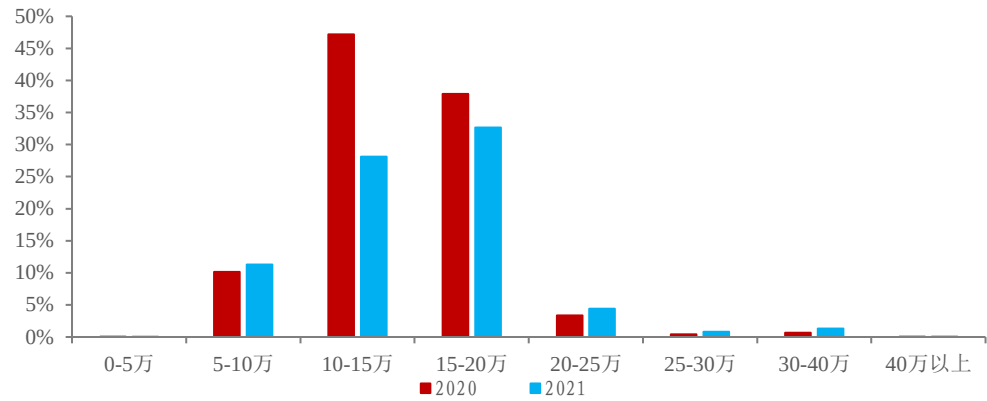
图22：新能源车分价格带销量占比情况（%）



数据来源：交强险，汽车之家，东吴证券研究所

10-20 万元价格带新能源车用户画像：该价格带的明星新能源产品为比亚迪混动系列及埃安系列，目标消费群体对成本+续航+空间较为看重。同时由于该价格带性价比高，全生命周期使用成本低，汇集了多数网约车需求。

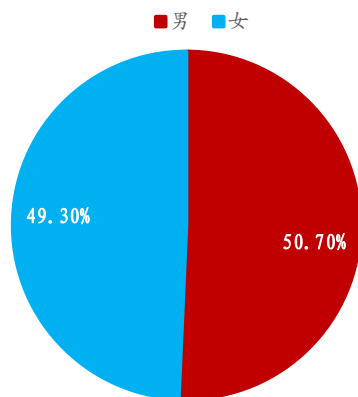
图23：新能源车营运/租赁销量分价格带占比情况（%）



数据来源：汽车之家，交强险，东吴证券研究所

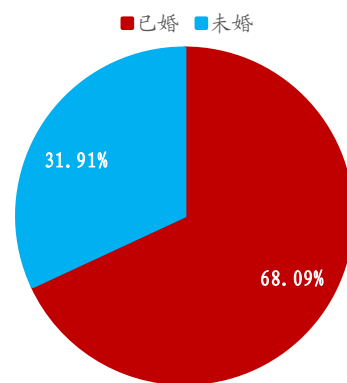
根据埃安已有的销量数据以及埃安 APP 用户数据，我们对埃安的用户画像进行分析：1) 使用用途：To C 转型取得成效。发展初期埃安主要阵地为网约车等营运&租赁市场，营运&租赁销量占比达 50%以上，随着 2021 年 4 月针对 To C 市场的 AION Y/AION S PLUS 等逐步上市，非营运市场销量占比逐步提升，To C 转型取得良好成效。2) 用户性别&婚姻状况：性别均衡+已婚居多。根据对埃安 APP 活跃用户统计，埃安用户男女比例基本为 1: 1，已婚用户约占 7 成。男女比均衡表明埃安未对品牌进行类似于欧拉式的性别定位，已婚用户比例较高表明埃安较好地满足了家庭用车需求。3) 用户年龄状况：80 后&90 后占比较多。埃安 APP 活跃用户中 80 后用户占比达 22.49%，其次为 90 后占比 19.56%。

图24: 2022 年 2 月埃安 APP 活跃度性别分布 (%)



数据来源：QuestMobile，东吴证券研究所

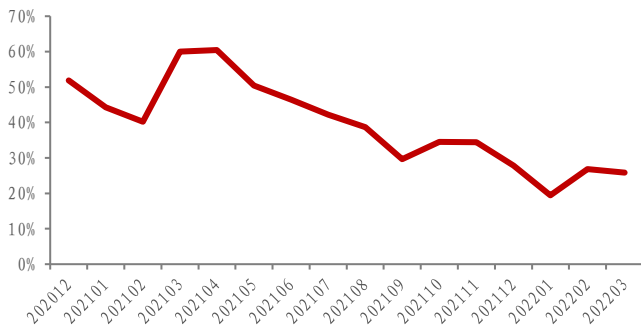
图25: 2022 年 2 月埃安 APP 婚姻状况分布 (%)



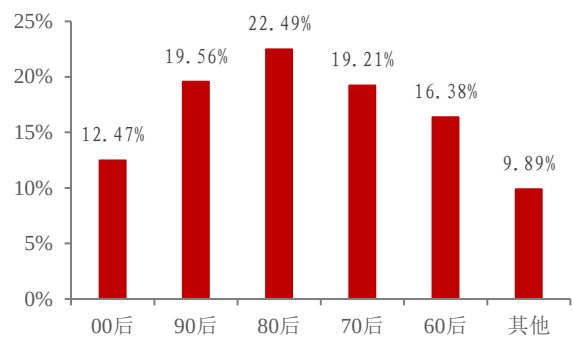
数据来源：QuestMobile，东吴证券研究所

图26: 埃安营运&租赁销量占比 (%)

图27: 2022 年 2 月埃安 APP 用户年龄分布



数据来源：交强险，东吴证券研究所



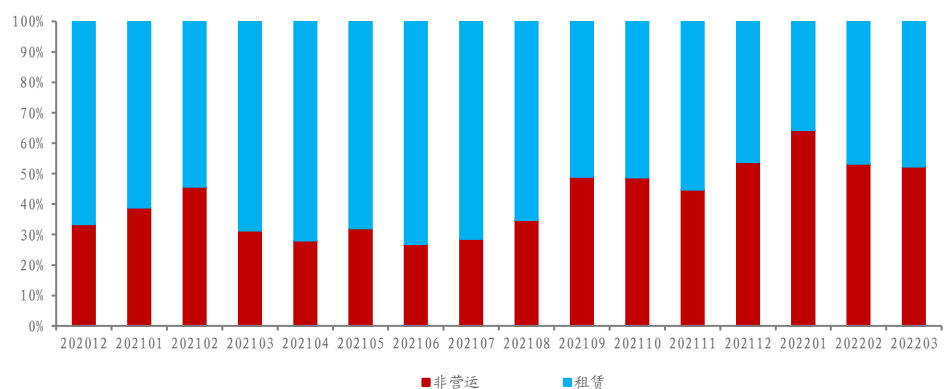
数据来源：QuestMobile，东吴证券研究所

1.4.2. 主要产品分析

Aion S/S PLUS：转型 To C 轿跑。Aion S 于 2019 年 4 月发布，是埃安品牌首款车型，因其驾驶舒适性与稳定性受网约车主青睐，在 To B 端销量表现良好，2021 年 2 月针对出行市场推出专有车型。2021 年 6 月，埃安在重庆国际车展上发布了 AION S 的升级改款车型 AION S Plus，通过内外饰重新设计重点挖掘个人车主，非营运销量占比也随着 AION S Plus 的推出逐月攀升。

外形方面，Aion S Plus 整体外形偏运动，车身配色丰富，官网可选配色达 10 种。**性能方面**，与竞品新能源车型相比，Aion S Plus 车型主要优势在于：1) 空间大，在轴距上较领先；2) 续航里程高，同时配备弹匣电池，提升电池安全性能；3) 加速性能好，基于 ENO.146 的低风阻方案，在功率为 165kW 的电机的驱动下，AION S Plus 的 0~100km/h 的加速时间达到 6 秒级水准。与竞品燃油车型（凌渡等）相比，埃安 S PLUS 具有空间大、加速性能好、智能化水平领先等优势。Aion S Plus 将进一步挖掘在非营运车型中的消费潜力。

图28：Aion S/S Plus 使用用途分布（%）



数据来源：交强险，东吴证券研究所

表2: Aion S Plus 竞品分析

		埃安 S PLUS	小鹏 P5	秦 PLUS DM-i
基本参数	厂商指导价 (万元)	13.96-19.16	17.79-24.29	11.18-15.18
	长*宽*高 (mm)	4810*1880*1515	4808*1840*1520	4765*1837*1595
	轴距 (mm)	2750	2768	2718
动力性能	百公里加速 (s)	6.8/7.6	7.5	7.3/7.9
	最高车速 (km/h)	——	170	180
续航表现	工信部纯电续航里程 (km)	510/602	450/510/550/600	55/120
	电池能量 (kWh)	58.8/69.9	57.4/61.3/71.4	8.32/18.32
智能化	智能座舱	自适应远近光灯	部分车型标配	部分车型标配
		液晶仪表 (英寸)	10.25	12.3
	L1	主动刹车	部分车型标配	部分车型标配
		车道保持	部分车型标配	部分车型标配
		并线辅助	部分车型选配	部分车型标配
		自适应巡航	部分车型标配	部分车型标配
	L2	APA 自动泊车	标配/选装	部分车型标配
	L2.5	高速自动辅助	——	选配
	L3	高速自动驾驶	——	选配
		城市自动驾驶	——	选配

数据来源: 汽车之家, 东吴证券研究所

Aion Y: 针对年轻消费群体的紧凑型 SUV。AION Y 定位 “10 万级科技头等舱”，据官方介绍，AION Y 名称中的 “Y” 是英文单词 “Young” 的缩写，代表这款车更专注于年轻消费群体。**Aion Y 在轴距、续航里程领先。**AION Y 于 2021 年 4 月上市，与竞品车型相比，埃安 Y 的竞争优势包括：1) 安全性，Aion Y 全系搭载广汽全新弹匣电池，提高电池系统安全性；2) 续航能力，续航里程最高可达 600km 高于可比车型；3) 空间大，受益于 GEP 2.0 纯电平台打造，轴距方面领先于可比车型。

表3: Aion Y 竞品分析

		埃安 Y	小鹏 G3	欧拉好猫
基本参数	厂商指导价 (万元)	13.76-18.98	16.89-20.39	12.79-15.79
	长*宽*高 (mm)	4410*1870*1645	4495*1820*1610	4235*1825*1596
	轴距 (mm)	2750	2625	2650
动力性能	百公里加速 (s)	7.9	8.6	6.9
	最高车速 (km/h)	150	170	150
续航表现	工信部纯电续航里程 (km)	500/600	460/500/520	401/501
	电池能量 (kWh)	59/63.98	55/57/66	45.99/47.8
智能化	智能座舱	自适应远近光灯	部分车型标配	——
		液晶仪表 (英寸)	10.25	12.3
	L1	主动刹车	部分车型标配	7
		车道保持	部分车型标配	选配

	并线辅助	——	部分车型标配	选配
	自适应巡航	标配	标配	标配
L2	APA 自动泊车	部分车型标配	部分车型标配	选配
L2.5	高速自动辅助	——	标配	——
L3	高速自动驾驶	——	选配	——
	城市自动驾驶	——	——	——

数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

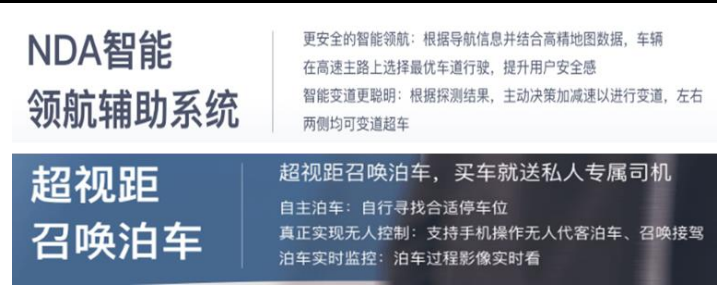
Aion V Plus 定位星际母舰纯电 SUV，智能化+续航强为核心卖点。目标人群为年轻多面进取精英，于 2021 年 9 月上市。前脸部位采用了官方命名为星战弹头的设计，补贴后售价区间为 18.76-24.96 万元。**1) 续航与快充：**NEDC 测试续航里程分别为 500km、600km 和 702km。超级快充版本车型搭载超倍速电池和弹匣电池安全系统，可以做到“充电 5 分钟，续航 207 公里”，续航+快充极大缓解了里程焦虑问题。**2) 空间：**具体长宽高分别为 4650×1920×1720 mm，轴距为 2830mm，领先于竞品宋 PLUS DM-i&EV (2765mm)，同时空间灵活性高。**3) 智能化：**可选配 ADiGO 3.0 L2+智驾辅助系统，拥有超视距记忆泊车和 NDA 智能领航辅助系统。**4) 保值：**为解决新能源车保值率、快速迭代的顾虑，埃安推出 1999 元的“AION Care+真保值”权益，2 年换购埃安任意车型 7 折回购。根据中国汽车流通协会统计，在紧凑型 SUV 中 AION V 一年保值率为 70.89%，排名第一。

图29：Aion V Plus 解决里程焦虑



数据来源：埃安官网，东吴证券研究所

图30：Aion V Plus 智能化配置



数据来源：埃安官网，东吴证券研究所

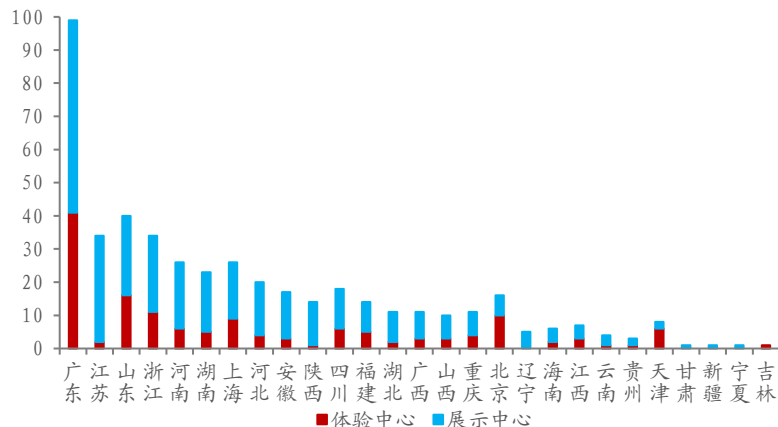
1.5. 渠道维度：多层次渠道提高效率，APP 直联用户

多层次渠道体系，兼顾用户体验与扩张效率。渠道端实行“经销为主，直营为辅”的双轨制，同时推行合营直管模式。直营体验中心的任务是探索创新营销方式，主要在核心区域逐步布局，打造渠道样板；经销方式可实现快速扩张，降低主机厂成本与风险，与合作伙伴共享发展机遇；直管即展厅、体验中心、直营店用主机厂的人进行管理，提高服务标准化与规范化程度。埃安渠道与传祺渠道独立，且所有渠道价格统一，APP 定单，经销商赚取佣金，不背库存。

构建“太阳-星星-月亮”的多层级渠道体系，渠道门店总数及单店效能处于新势力品牌前列。2018 广汽提出多层次渠道体系建设规划，即体验中心(城市标准店面)太阳、

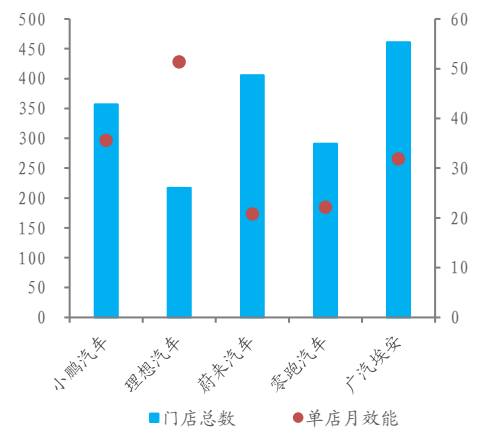
展示中心（位于主流商业消费区的城市展厅）月亮以及社区服务站星星三级渠道。广汽埃安将体验中心称之为“25hours”，以用户为中心，着重打造全开放，全天候的服务体验。三级渠道最终形成“轻资产、小体量、多触点”的城市网络体系，深度融合市场新业态。截至 2022 年 4 月，广汽埃安体验中心共 145 家，商超+车城展示中心共 316 家，分布在我国 27 个省市自治区，单店效能 32 台/家。

图31：截至 2022 年 4 月广汽埃安体验中心+展示中心分布情况（个）



数据来源：埃安官网，东吴证券研究所

图32：新势力品牌门店数（左轴/个）及单店效能（右轴，辆/家）

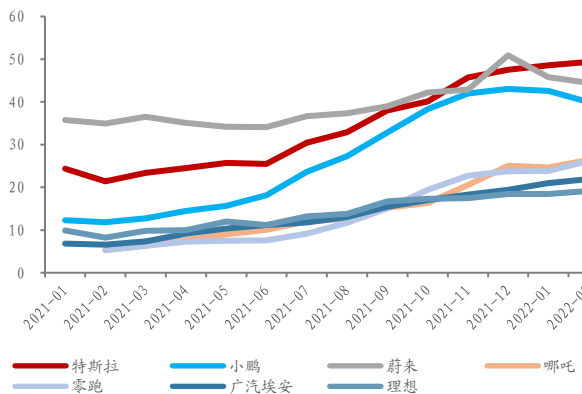


数据来源：公司官网，东吴证券研究所
注：小鹏汽车及零跑汽车门店数为截至 2021 年 12 月；为防止月度销量误差，单店效能使用 2021 年 10 月-2022 年 4 月的月平均销量/门店数计算

发力 APP 建设，增强线上运营体系。埃安 APP 提供多样化产品功能，线上运营体系逐步完善。广汽 APP 拥有线上购车、车主社区、充电服务、潮玩商城等丰富功能，是埃安进行线上运营的核心阵地，实现服务、社交等多种功能。对于新势力品牌来说，车企 APP 贯穿售前售后全过程，消费者可通过 APP 与更多用户分享用车生活，获取车带来的情绪价值，社交属性与圈层文化得以体现，同时 APP 也在用户共创中实现自我增值。汽车的消费属性在车企 APP 中得以延申和放大。根据 QuestMobile 数据统计，截至 2022 年 2 月，广汽埃安 APP 的月活跃人数为 21.93 万人，且处于持续上升态势，自 2021 年 1 月以来月度复合增长率为 9.41%，处于新势力品牌 APP 月活复合增长率前列。APP 运营良好有助于提升用户黏性和忠诚度，是品牌承接用户后转化为私域流量的最好阵地。

图33：主要新势力品牌 APP 月活数据（万人）

图34：埃安 APP 共创栏目



数据来源: QuestMobile, 东吴证券研究所



数据来源: 埃安 APP, 东吴证券研究所

搭建品牌充电服务中心, 掌握车端、桩端超充技术, 提升用户出行体验。 广汽埃安规划至 2025 年全国将建成超 2000 个超充站, 覆盖 300 个城市。2021 年 4 月广汽埃安品牌充电第一站——上海虹桥机场品牌充电站正式落成, 为 AION 客户提供免费的专属停车位, 可享快充免服务费、慢充免费服务。2021 年 12 月广汽埃安在北京首都国际机场建设的第二家埃安超级充电服务中心正式竣工。已在广州建成全球首个 480kw 大功率智能超充站。随着埃安能源补给网络的不断完善, 将进一步强化埃安高端智能电动车品牌形象, 全面提升用户出行体验。

图35: 广汽埃安上海虹桥品牌充电站



数据来源: 汽车之家, 东吴证券研究所

图36: 广汽埃安能源补给生态网络建设规划



数据来源: 广汽埃安公众号, 东吴证券研究所

2022 年 4 月埃安超级充换电中心于广州落成, 可实现超充、快换、自动充换电等功能, 打造光、储、充、换一体的能源补给生态及电池循环生态。广汽埃安计划 2022 年内在广州市辖区内建成 220 座充电站, 到 2025 年增加至 1000 座, 实现 1.5km 半径覆盖, 并进一步向全国各地复制推广。

1.6. 产能维度: 现有产能 20 万辆/年, 工厂智能化水平领先

现有产能 20 万辆/年。 广汽埃安智能生态工厂于 2018 年底正式竣工, 2019 年 5 月开始投产, 是广汽智联新能源汽车产业园的首个项目。总规划产能 40 万辆/年, 2022 年

2 月完成智能生态工厂二期能扩，产能扩充至 20 万辆/年。

工厂智能化水平领先。2022 年 3 月广汽埃安智能生态工厂进入工信部、国家发改委、财政部以及国家市场监督管理总局联合发布的 2021 年度智能制造示范工厂榜单。生产效率方面，2022 年扩建后生产效率提升 45%；定制化能力提升 35%。数字化方面，采用行业首创源头数据分类规整和分布式边缘服务器，实现全球汽车工厂最高联网率 98% 以及行业最快采速度 <300ms，实现 100% 数字派单指导生产；柔性化生产方面，采用全球领先钢点焊与铝热熔钻快速切换技术，实现 10 种不同款型及钢铝材料车身的共线生产。

图37：广汽埃安智能生态工厂数字化中心



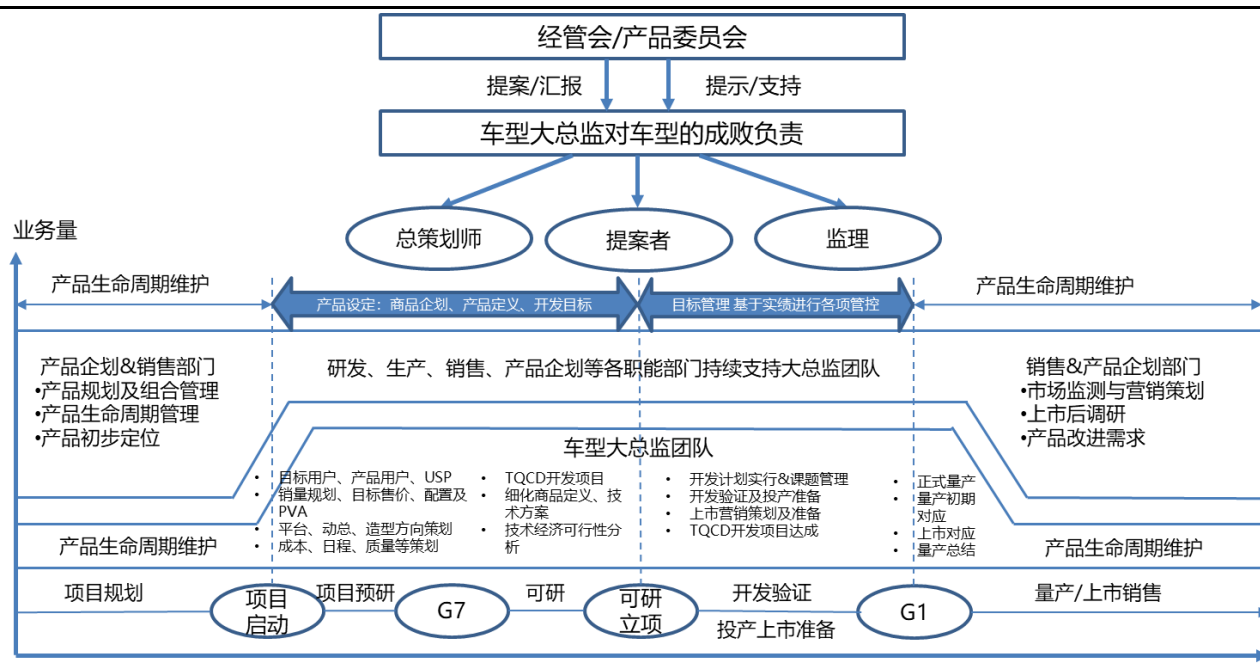
数据来源：埃安官网，东吴证券研究所

2. 广汽传祺：组织变革激发活力，混动产品蓄势待发

2.1. 组织变革：实施大总监团队架构，车型开发研产销一体化

实施大总监团队架构，车型开发研产销一体化，提升车型开发效率。广汽自主品牌从 2019 年开始进行开发体制改革，各车型开发设立横向部门结构，包括车型大总监和四名总监（市场/开发/生产和综合总监），牵引纵向职能部门互相协同，实现车型开发的研产销一体化，实现团队“风险共担，利益共享”，提升开发效率与质量。

图38：广汽车型大总监制度



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2.2. 技术布局：模块化架构提升开发效率，混动技术双线并行

2.2.1. GPMA 模块化平台，“活力、节能、可靠”

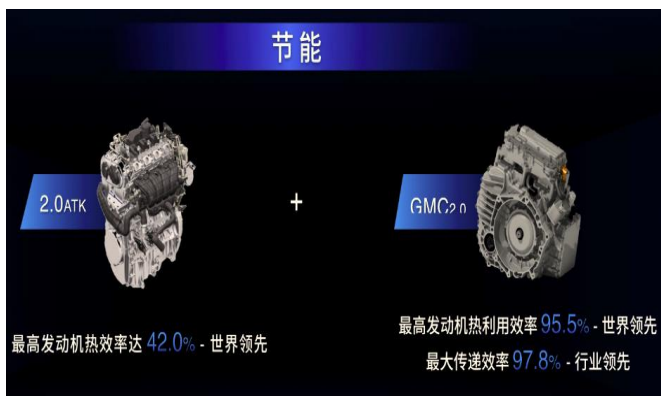
GPMA 为广汽面向全球市场自主开发的平台化、模块化架构，包括 R 和 L 两个子平台，涵盖了轿车、SUV、MPV；纯油、PHEV 和 HEV 等多种车型和动力系统，强调“活力、节能、可靠”三大亮点。

(1) 活力：造型方面，GPMA 架构采用降车高、短前悬、升轴距、加大轮距和增大车宽等措施优化车身比例，有利于打造年轻运动的造型姿态。动力和驾控方面，GPMA 架构可让整车百公里加速时间提升约 4~5%，全油门 0.5s 到达的加速度提升 50%。

(2) 节能：GPMA 架构动力系统节能效果领先，通过优化车身气动附件、采用低滚阻轴承和轮胎等措施，GPMA 架构能让整车阻力降低最高达 11.7%，从而使 NEDC 工况油耗降低约 0.4L/100km。

(3) 可靠：GPMA 架构中热成型比例达 20%以上，高强钢比例达 70%，同时采用高等级设备材料体系，新一代车型通用化率提升 50%以上，通过提高模块化、通用化率提升车辆零部件稳定性和可靠性。此外工装设计通过车身定位硬点统一，满足 GPMA 所有车型混线生产，可以最多 6 款车型柔性实时切换，有助于缩短开发周期、降低零部件成本。

图39: 广汽 GPMA 架构



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图40: 广汽 GPMA 架构



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

2.2.2. 动力品牌钜浪动力提供先进动力产品

钜浪动力为广汽 2020 年发布的动力总成品牌, 包含发动机、变速器两大领域, 包括高效发动机、高效变速器、混动产品三大支撑, 以及 1.5L 燃油发动机平台、2.0L 燃油发动机平台、DHE 混动发动机、WDCT 变速箱、8AT 变速箱、DHT 混动变速箱六个板块完整的产品架构。

自研高热效率发动机: 广汽第三代 1.5TGDI、2.0TGDI 发动机分别获得 40.48%、40.23% 热效率认证, 而第四代 2.0ATK 发动机热效率更是高达 42.10%, 达到世界领先水平。钜浪动力发动机采用广汽 GCCS 燃烧控制系统, 将发动机燃烧过程可视化设计、工程量化, 精准数据调控下实现 15.6 极高压压缩比下的清洁燃烧。

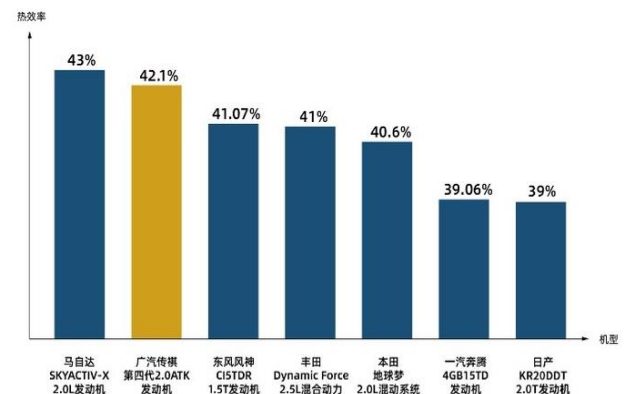
变速器: 钜浪动力变速器运用国内首家自主研发的第二代电液控制系统, 应用双离合模块、电子泵与机械泵双泵技术, 实现动力性和节油性的最佳平衡。其中 7WDCT 变速器综合传动效率达 96%, 最大传递扭矩达 400N/m, 换挡响应 0.2s, 荣获“世界十佳变速器”称号。G-MC 机电耦合系统应用广汽独创的多档位双电机技术, 节油率超 35%, 搭载整车百公里油耗低至 4L。

图41: 钜浪动力产品架构



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图42: 发动机热效率排行



数据来源: 太平洋汽车网, 东吴证券研究所

2.2.3. 混动领域钜浪混动品牌：丰田方案+自研方案并驾齐驱

在混动产品领域，2022 年 4 月广汽传祺正式发布电气化战略下全新混动技术品牌名称——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；涡轮增压发动机+丰田最新 THS 混动系统。

(1) HEV：广汽自主研发的 2.0TM 发动机+丰田油电混合双擎动力系统 THS，兼顾低油耗和强动力。搭载此套混动系统的广汽 B/C 平台混动车型节能优势明显，NEDC 工况下百公里油耗 5.5L，同时兼顾动力性能，四驱车型 0 到 100km/h 加速仅需 6.9s。1) 广汽 2.0TM 发动机应用广汽 GCCS 燃烧控制系统等多项先进技术，最大功率 140kW，最大扭矩 320N·m，在同类型发动机中处于国际先进水平；在燃油经济性方面，2.0TM 发动机最高热效率达到 40.23%；2) 丰田 THS 系统经历 20 多年的技术积累，已搭载在丰田旗下普锐斯、雷凌、凯美瑞等多款车型上，将发电机、驱动电机、行星齿轮机构、P 档驻车机构、机械泵等高度集成于一体，整个系统结构简单、体积小、重量轻，动力控制单元的功率密度和效率高于同类型产品，可合理地控制燃油动力和电电动力的分配，使动力系统始终运行在高效区间。2021 年 12 月发布的全新第二代 GS8 为首款采用 2.0T 发动机搭配丰田 THS 混动技术的车型。

(2) 广汽自主研发的 2.0ATK 发动机+GMC 机电耦合系统：兼容混动、插电式混动等多种动力需求。1) 2.0ATK 发动机应用广汽 GCCS 燃烧控制系统等多项先进技术，大幅提升发动机性能，实现 15.6 的超高压压缩比，最高热效率达 42.1%；2) GMC 是广汽自主研发的混动专用变速器，首创集成式双电机多挡位 DHT，可实现纯电动、混动、增程、燃油直驱等多种能量分配模式，WLTC 工况下热效利用系数高达 95.5%，同时采用变压技术扩大电机系统的高效工作区域，推动电机和电池小型化，大幅降低油耗。首款搭载 2.0ATK+GMC 混动系统的广汽传祺车型为传祺影酷，已于 2022 年 4 月亮相。

图43： 广汽两套混动路线

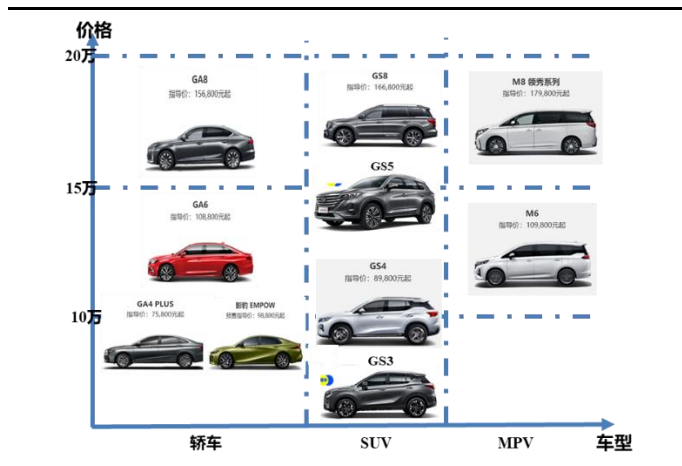


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2.3. 主要产品：车型谱系完善

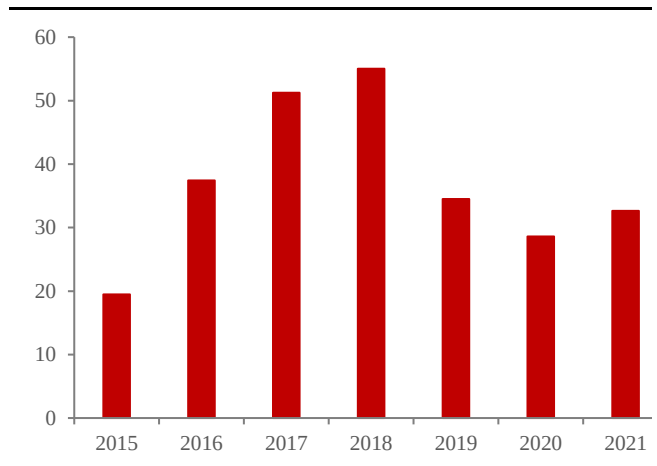
广汽传祺以 GA/GS/GM 系列覆盖轿车/SUV/MPV 三大品类，主要产品价格集中在 10-20 万元。传祺在 2015-2018 年间的核心爆款车型为 2015 年 4 月上市的 SUV 车型 GS4，GS4 在上市当年销量达 13 万辆，占传祺总销量的 66%，并持续为传祺贡献主要销量，后由于行业进入调整期且竞争加剧，GS4 销量回落，传祺整体销量随之回落。2021 年以来贡献主要销量的车型为 MPV 车型 M6 及 M8、SUV 车型 GS4 以及大总监制度下推出的首款轿车影豹。

图44：广汽传祺产品布局



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图45：广汽传祺年度销量（万辆）



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

注：所有年份销量均剔除埃安销量

大总监制度下首款轿车，影豹有望打开广汽轿车领域竞争新局面。影豹主打 10-15 万元运动轿车市场，为广汽传祺 GPMA 架构下的首款运动轿车，也是广汽大总监制度下发布的首款轿车。核心用户群体为年轻人群，通过精准定位用户喜好，影豹具备极致运动造型、强劲动力操控和领先的科技体验，具体与竞品车型相比，影豹 0-100km 加速时间为 6.95s，全面领先，同时智能化方面影豹搭载超感智能交互座舱，配置 L2 级自动驾驶功能。影豹自上市以来订单增长势头迅猛，有望持续为公司贡献较高销量水平。

表4：影豹竞品分析

		影豹	星瑞	轩逸	朗逸
基本参数	价格/万元	9.83-13.18	11.37-14.97	9.98-17.49	9.99-15.89
	尺寸/mm	4700*1850*1432	4785*1869*1469	4641*1815*1450	4670*1806*1474
	轴距/mm	2736	2800	2712	2688
	座位数	5	4	5	5
动力相关	0-100km 加速 (s)	6.95	7.73	8.63	8.1
	NEDC 百公里油耗/L	5.7	6.7	5.3	5.5/5.6
	最大功率转速/rpm	5500	4700	6300	6000
	最大扭矩转速/rpm	1500-4000	1400-4000	4000	3900

智能化	并线辅助	无	无	无	无
	车道偏离预警	标配	无/标配	无	无
	车道保持辅助	标配	无/标配	无	无
	道路交通标识识别	标配	无/标配	无	无
	疲劳驾驶提示	无	无	无	无
	巡航系统	自适应巡航	定速巡航/全速自适应巡航	无	无
	自动泊车入位	无	无	无	无
	中控屏尺寸/英寸	10.25	12.3	无	8
	仪表尺寸/英寸	7	7/12.3	4.2	无/选配 8 英寸

数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

传祺 GM8 于 2017 年 12 月上市，2020 年新款 GM8 上市时更名为 M8。2021 年 12 月传祺 M8 大师版上市，为大总监制度下发布的首款车型。传祺 M8 的主要竞品为合资品牌 MPV 车型（别克 GL8、丰田赛那等），与竞品车型相比，传祺 M8 性价比高，同时动力性能强劲；造型方面 M8 采用直瀑式前格栅样式，内饰方面最新款配备星空顶+天幕设计，豪华感较高。

表5：传祺 M8 竞品对比

		传祺 M8		别克 GL8		赛那	荣威 iMAX8	本田奥德赛
基本参数		领秀系列	大师系列	陆上公务舱	ES 陆尊	——	——	——
	价格/万元	17.98-27.28	23.98-36.98	23.29-32.99	31.79-41.79	30.98-40.58	18.88-25.38	23.58-35.48
	尺寸/mm	5089*1884*1822	5149*1884*1822	5238*1878*1800	5219*1878*1799	5165*1995*1765	5016*1909*1782	4861*1820*1712
	轴距/mm	3000	3000	3088	3088	3060	3000	2900
动力及油耗	NEDC 百公里油耗/L	-	8.5	-	7.97	5.3	8.4	-
	最大功率/kW	185	185	174	174	183	172	158
	最大马力/PS	252	252	237	237	192	234	107
智能化	并线辅助	-	-	标配	标配	-	标配	-
	车道偏离预警	-	标配	-	标配	标配	标配	标配
	车道保持辅助	-	标配	-	标配	标配	标配	标配
	道路交通标识识别	-	标配	-	标配	-	-	标配
	疲劳驾驶提示	-	-	-	-	-	-	-
	巡航系统	定速巡航	全速自适应巡航	定速巡航	自适应巡航	全速自适应巡航	全速自适应巡航	全速自适应巡航
	自动泊车入位	标配	-	标配	标配	-	标配	-
	中控屏尺寸/英寸	10.1 英寸	10.1 英寸	12 英寸	12 英寸	12.3 英寸	12.3 英寸	10.1 英寸
	仪表尺寸/英寸	12.3 英寸	12.3 英寸	8 英寸	8 英寸	4.2 英寸	12.4 英寸	7 英寸

数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

GS8 主打 20-25 万中型 SUV 市场。二代 GS8 与竞品车型相比，1) 空间大：得益于 GPMA-L 平台，全新第二代 GS8 轴距达 2920mm，车内空间更加宽敞舒适。2) 智能化

配置高：全新第二代 GS8 配置 L2 级别自动驾驶辅助系统，同时配置 AR-HUD、广汽自适应车辆动态控制系统等。3）动力配置丰富：二代 GS8 的上市提供搭载丰田 THS 混动技术双擎系列和领航系列两种动力配置车型。

3. 合资品牌：公司业绩增长基石，产能扩张提振销量

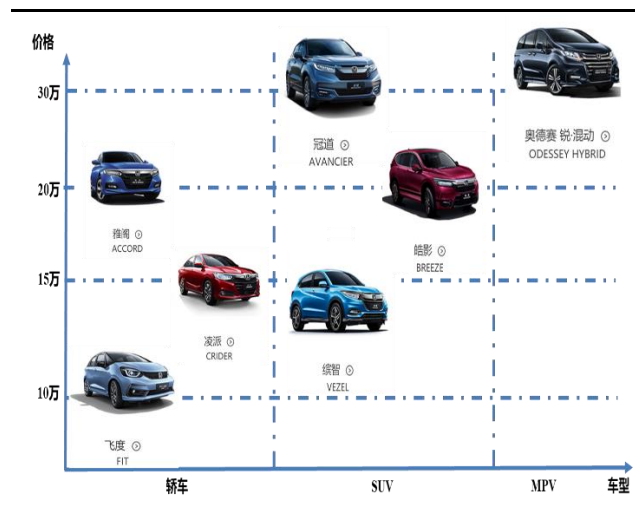
主要产品：广汽丰田轿车主要覆盖 8-25 万元中端市场，其中凯美瑞系列以及雷凌系列为轿车明星车型。SUV 车型覆盖 15-30 万元市场，汉兰达贡献主要销量。广汽本田车型主要覆盖 10-30 万元中高端市场，在中国市场的销量支柱为雅阁、皓影。纯电车型方面，广汽丰田 bZ 纯电动专属系列首款车型 bZ4X 定位纯电动中型 SUV，基于 e-TNGA 架构的 BEV 专属平台打造，已于 2022 年 4 月开启预售。广汽本田于 2021 年 10 月发布全新纯电动车品牌“e:N”，在中国市场开启电动化转型之路，广汽本田首款车型 e:NP1（小型 SUV）也于同期发布。其余燃油新车方面，广丰中型 SUV 威飒于 2022 年 1 月正式上市，售价区间为 21.68-30.38 万元，为一汽丰田凌放的姊妹车型；紧凑型 SUV 锋兰达也于 2022 年 1 月上市，售价区间为 12.58-16.98 万元。广本轿车型格于 2021 年 12 月正式上市，为思域姊妹车型；全新 SUV ZR-V 致在将于 2022 年 Q3 推出。燃油新车型进一步丰富产品矩阵，维持强势价格带产品周期。

图46：广汽丰田产品矩阵

轿车	SUV	MPV	双擎混动	新能源
全新凯美瑞 官方指导价：¥17.98万起 	全新凯美瑞运动 官方指导价：¥20.58万起 	2021款汉兰达 官方指导价：¥17.18万起 	埃尔法双擎 官方指导价：¥63.90万起 	2021款威兰达双擎 官方指导价：¥20.58万起 
凌尚 官方指导价：¥14.88万起 	全新雷凌 官方指导价：¥11.38万起 	2021款汉兰达 官方指导价：¥23.98万起 	全新凯美瑞双擎 官方指导价：¥21.98万起 	C-HR EV 补贴后指导价：¥22.58万起 
致炫X 官方指导价：¥8.98万起 	致享 官方指导价：¥8.78万起 	全新第四代汉兰达 官方指导价：¥26.88万起 	全新雷凌双擎 官方指导价：¥13.38万起 	广汽丰田A5 补贴后指导价：¥16.98万起 
致炫 官方指导价：¥6.58万起 	C-HR 官方指导价：¥14.18万起 		C-HR双擎 官方指导价：¥16.98万起 	雷凌双擎E+ 补贴后指导价：¥19.38万起 

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

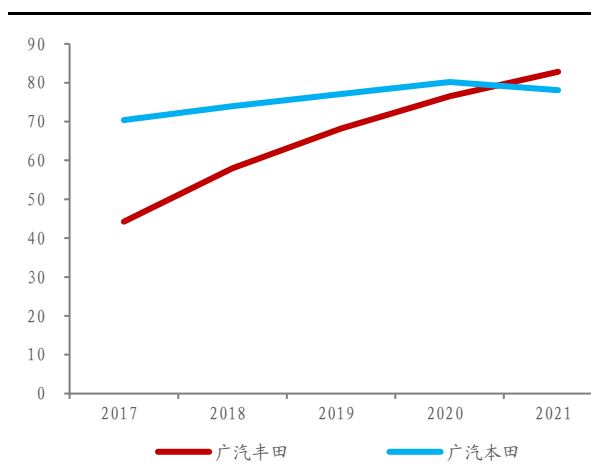
图47：广汽本田产品矩阵



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

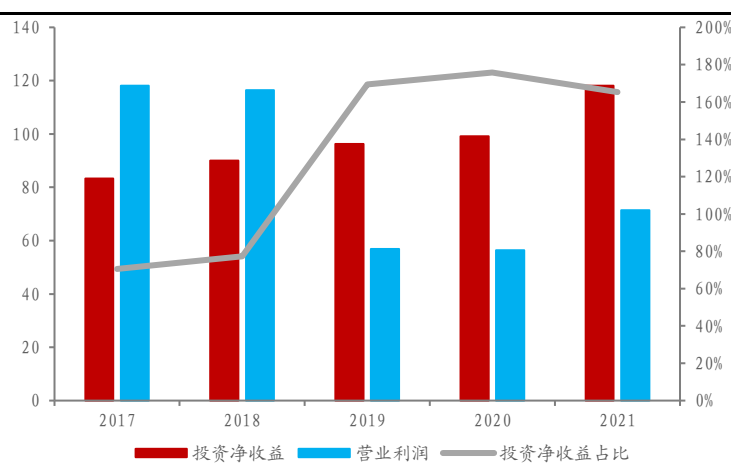
单车收入持续增长，广本/广丰贡献集团主要业绩。广本/广丰车型品牌力强+保值率高，近年销量基本处于稳步增长态势，2021 年广本广丰分别实现销量 78.0/83.8 万辆，其中广丰 2017-2021 年销量复合增长率达到 17%，主要得益于 2017 年丰田 TNGA 架构正式引入中国。广本/广丰的投资收益为集团营业利润主要来源，2021 年投资净收益 118.14 亿元，为营业利润的 165%。同时广本/广丰单车收入逐年提升，我们预计单车盈利能力也得到提升，持续为集团贡献稳定增长的投资收益。

图48: 广本广丰销量变化情况 (万辆)



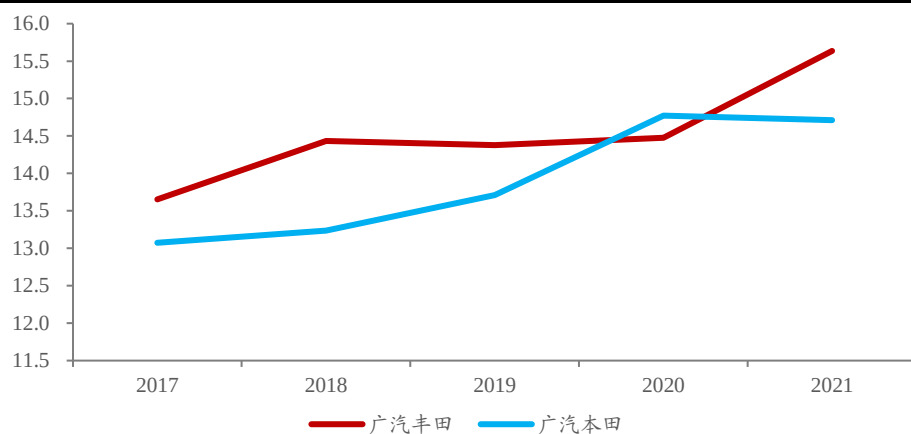
数据来源: 乘联会, 东吴证券研究所

图49: 广汽集团投资净收益、营业利润 (左轴/亿元) 及投资收益占营业利润比 (右轴/%)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图50: 广本/广丰单车收入变化情况 (万元/辆)



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

广丰/广本均进行扩产, 为销量增长提供重要基石。2021 年 7 月广汽丰田第四工厂投产, 新工厂标准年产能 20 万辆, 生产全新汉兰达, 全新赛那和威兰达, 2022 年广丰第五工厂将投产, 标准年产能将达到 100 万辆。广汽本田在广州共拥有 4 家工厂, 现有产能合计 77 万辆/年, 2021 年 10 月启动年产能 12 万辆的新能源工厂建设, 公司预计 2024 年 2 月投产。

表6: 广汽本田/广汽丰田产能梳理 (预计投产日期均为公司预计)

广汽本田	产能 (万辆/年)	广汽丰田	产能 (万辆/年)
广汽本田第一工厂	24	广州基地第一/第二生产线	38
广汽本田第二工厂	24	第三生产线	22
广汽本田第三工厂	24	第四生产线	20 (2021 年 7 月投产)
本田 (中国)	5	第五生产线	20 (预计 2022 年投产)
新能源工厂	12 (预计 2024 年 2 月投产)		

合计

89

合计

100

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

基于以下核心假设，对广汽集团 2022-2024 年盈利进行预测。我们预计 2022-2024 年广汽集团 1) 收入同比增速分别为 36.19%/28.39%/33.16%。2) 公司综合毛利率分别为 8.60%/9.50%/13.00%。3) 管理费用率分别为 4.95%/4.06%/3.90%；研发费用率分别为 1.49%/1.45%/1.38%；销售费用率分别为 5.57%/5.38%/5.10%。

表7：广汽集团盈利预测核心假设

	2021A	2022E	2023E	2024E
营收增速	19.82%	36.19%	28.39%	33.16%
平均毛利率	8.47%	8.60%	9.50%	13.00%
管理费用占比	5.20%	4.95%	4.06%	3.90%
研发费用占比	1.31%	1.49%	1.45%	1.38%
销售费用占比	5.73%	5.57%	5.38%	5.10%

数据来源：wind，东吴证券研究所

我们预计公司 2022-2024 年营业总收入为 1030.61/1323.19/1761.94 亿元，归属母公司净利润 99.63/118.40/149.86 亿元，同比+35.83%/+18.84%/+26.57%，对应 EPS 为 0.95/1.13/1.43 元，对应 PE 为 13/11/9 倍，广汽集团 A+H 股五家可比公司估值均值为 32/20/14 倍。鉴于广汽集团自主+合资共振，新车周期向上，我们维持公司“买入”评级。

表8：可比公司估值分析（行情数据采用 2022 年 5 月 5 日股价）

证券代码	公司简称	收盘价/元	市值/亿元	归母净利润/亿元			PE/倍		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
000625.SZ	长安汽车	11.52	775.91	76.31	79.25	90.49	10.17	9.79	8.57
0175.HK	吉利汽车	10.18	1,020.56	65.81	92.42	129.04	15.51	11.04	7.91
600104.SH	上汽集团	16.59	1,938.29	255.3	267.97	289.23	7.59	7.23	6.70
002594.SZ	比亚迪	248.80	6,701.51	63.82	111.46	185.05	105.01	60.12	36.21
601633.SH	长城汽车	24.76	1,788.53	82.97	135.34	182.04	21.56	13.22	9.82
可比公司算术平均PE							31.97	20.28	13.84
601238.SH	广汽集团	12.17	1,067.49	99.63	118.40	149.86	12.78	10.76	8.50

数据来源：wind，东吴证券研究所上述可比公司盈利预测来源均为东吴证券研究所，单位均为人民币，采用汇率为 2022 年 5 月 5 日汇率，1 人民币=0.82 港元）

5. 风险提示

疫情控制进展低于预期。如果全球新冠疫情控制低于预期，则对全球经济产生影响，从而影响乘用车需求的复苏。

新能源汽车行业发展增速低于预期。如果新能源汽车三电技术发展及市场需求低于预期，则会影响行业整体电动化发展进程，对广汽集团销量及自身利润产生重要影响。

芯片/电池等关键零部件供应链不稳定。如果疫情因素导致全球性芯片短缺持续加严，电池等关键零部件供应紧张。

新平台车型推进不及预期。若推进情况不及预期，可能会导致销量/业绩表现低于预期。

国际形势不稳定性增大。汽车产业链全球化分工，任何一个国家无法完全独立构建供应链。若国际形势不稳定性增大，或对广汽集团发展也增加新的挑战。

广汽集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	61,192	78,566	97,545	123,589	营业总收入	75,676	103,061	132,319	176,194
货币资金及交易性金融资产	27,262	35,383	43,566	56,077	营业成本(含金融类)	69,264	94,198	119,749	153,288
经营性应收款项	10,463	12,457	16,229	21,175	税金及附加	1,824	2,226	2,911	4,229
存货	8,111	11,094	14,201	17,833	销售费用	4,340	5,741	7,119	8,986
合同资产	0	0	0	0	管理费用	3,934	5,102	5,372	6,872
其他流动资产	15,356	19,632	23,549	28,504	研发费用	989	1,536	1,919	2,431
非流动资产	93,005	97,854	102,352	106,434	财务费用	172	12	-103	-221
长期股权投资	36,905	38,303	39,702	41,101	加:其他收益	1,001	1,649	1,654	1,797
固定资产及使用权资产	18,900	19,092	19,015	18,667	投资净收益	11,814	13,553	14,383	11,981
在建工程	1,730	1,885	1,975	1,975	公允价值变动	-22	200	222	200
无形资产	15,383	17,363	19,578	21,803	减值损失	-832	-486	-465	-453
商誉	105	105	105	105	资产处置收益	31	72	66	53
长期待摊费用	389	352	342	318	营业利润	7,145	9,235	11,214	14,187
其他非流动资产	19,594	20,753	21,635	22,465	营业外净收支	91	236	41	99
资产总计	154,197	176,420	199,897	230,024	利润总额	7,237	9,471	11,255	14,286
流动负债	48,806	60,769	72,372	87,304	减:所得税	-154	-568	-675	-814
短期借款及一年内到期的非流动负债	10,315	10,315	10,315	10,315	净利润	7,391	10,039	11,931	15,101
经营性应付款项	15,946	21,020	27,233	34,218	减:少数股东损益	56	76	91	115
合同负债	2,627	2,385	3,128	3,926	归属母公司净利润	7,335	9,963	11,840	14,986
其他流动负债	19,918	27,049	31,695	38,845	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.70	0.95	1.13	1.43
非流动负债	12,796	12,980	12,864	12,898	EBIT	-3,921	-5,741	-4,750	388
长期借款	2,702	3,126	3,250	3,524	EBITDA	1,897	189	1,190	6,635
应付债券	2,995	2,755	2,515	2,275	毛利率(%)	8.47	8.60	9.50	13.00
租赁负债	1,270	1,270	1,270	1,270	归母净利率(%)	9.69	9.67	8.95	8.51
其他非流动负债	5,828	5,828	5,828	5,828	收入增长率(%)	19.82	36.19	28.39	33.16
负债合计	61,602	73,749	85,235	100,202	归母净利润增长率(%)	22.95	35.83	18.84	26.57
归属母公司股东权益	90,259	100,259	112,159	127,205					
少数股东权益	2,335	2,412	2,502	2,617					
所有者权益合计	92,595	102,671	114,661	129,822					
负债和股东权益	154,197	176,420	199,897	230,024					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-5,589	5,538	4,867	11,300	每股净资产(元)	8.68	9.65	10.79	12.24
投资活动现金流	1,649	1,442	2,236	111	最新发行在外股份(百万股)	10,464	10,464	10,464	10,464
筹资活动现金流	73	-250	-553	-400	ROIC(%)	-3.76	-5.29	-3.99	0.29
现金净增加额	-3,952	6,730	6,550	11,011	ROE-摊薄(%)	8.13	9.94	10.56	11.78
折旧和摊销	5,818	5,929	5,940	6,247	资产负债率(%)	39.95	41.80	42.64	43.56
资本开支	-6,118	-8,298	-8,356	-8,260	P/E (现价&最新股本摊薄)	17.36	12.78	10.76	8.50
营运资本变动	-7,550	-146	79	-796	P/B (现价)	1.40	1.26	1.13	0.99

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>

