

**审慎增持 (维持)****3669.HK 永达汽车****港股通 (沪、深)****目标价: 12.78 港元****现价: 11.12 港元****Q3 业绩大幅增长, 上调全年预期****2020年10月20日****预期升幅: 14.9%****主要财务指标**

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	62,707	71,044	84,427	96,290
同比增长(%)	13	13	19	14
归母净利润(百万元)	1,473	1,574	2,021	2,324
同比增长(%)	17.5	6.8	28.4	15.0
毛利率(%)	9.3	10.0	9.9	9.8
净利率(%)	2.3	2.2	2.4	2.4
净资产收益率(%)	14.9	13.7	15.0	14.7
每股收益(元)	0.80	0.86	1.10	1.27

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

**市场数据**

日期	2020.10.20
收盘价(港元)	11.12
总股本(百万股)	1,971
总市值(百万港元)	21,918
净资产(百万元)	11,459
总资产(百万元)	35,502
每股净资产(元)	5.82

数据来源: Wind

**相关报告**

永达汽车(3669.HK)-深度报告-20180517

永达汽车(3669.HK)-二季度行业需求萎靡 下半年有望改善-20180829

永达汽车(3669.HK)-全年业绩符合预期, 19年宝马值得期待-20190327

永达汽车(3669.HK)2019业绩点评-全年业绩稳健增长, 后市场业务持续发展-20200328

永达汽车(3669.HK)二季度业绩恢复增长, 新车毛利率大幅提升-20200826

**海外汽车研究**

分析师:

余小丽

兴业证券经济与金融研究院

[yuxiaoli@xyzq.com.cn](mailto:yuxiaoli@xyzq.com.cn)

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

**投资要点**

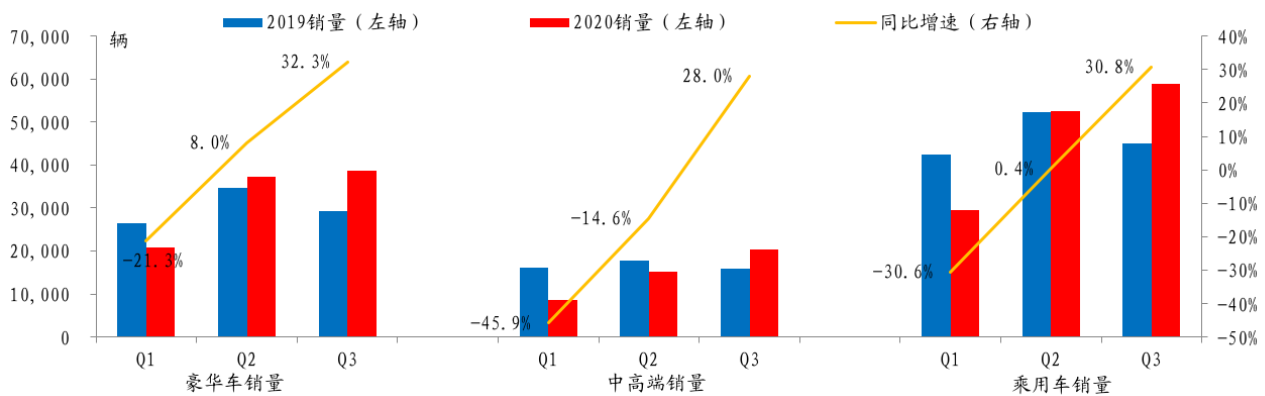
- **三季度业绩大幅增长, 主要经营指标显著改善。** 2020Q3 公司销售乘用车 5.9 万辆, 同比增长 30.8%。其中, 豪华及超豪华品牌销售 3.9 万辆, 同比增长 32.2%; 中高端品牌销售 2 万辆, 同比增长 28%。公司录得综合营业收入 191.88 亿元, 同比增长 31.5%。其中, 新车销售收入 165.77 亿元, 同比增长 34.7%; 售后服务收入 27.42 亿元, 同比增长 20.8%; 金融和保险代理服务收入 3.27 亿元, 同比增长 30.3%。2020Q3 公司录得综合毛利 20.9 亿元, 同比增长 24.9%; 录得归母净利润 4.8 亿元, 同比增长 41.2%。利润率大幅提升主要是因为在本成本方面实施了严格的管控措施以及三季度收入快速增长摊薄了费用率。此外, 公司存货周转天数持续改善, Q3 降低至 24.5 天, 与去年同期相比减少 8.5 天, 环比 Q2 下降 2.2 天。Q3 经营现金流达到 15.7 亿, 同比增长 103.2%。
- **保时捷毛利率稳居高位, 四季度宝马毛利率有望改善。** 宝马和保时捷是公司代理的主要品牌, 合计收入占比超过 50%。三季度, 保时捷毛利率为 7.14%, 环比略有提升, 同比提升 0.55 个百分点; 宝马毛利率为 2.6%, 同比增加 0.5 个百分点, 环比略微下降 0.14 个百分点, 主要是受到车型改款的影响。宝马目前完成了主要车型切换, 四季度新车毛利率有望回升。
- **后市场业务恢复增长, 新店兼并稳步推进。** 公司三季度录得售后服务收入 27.42 亿元, 同比增长 20.8%, 机电、钣喷等业务高速增长, 事故车业务恢复正常, 客户保持率、车辆流失率和到店率等核心客户指标稳步提升。金融和保险代理服务收入同比增速也超过 30%。新店方面, 两家位于长沙和深圳的宝马已于 9 月底开始运行, 公司预计年底会有 5 家小型店面收购, 公司未来收购重点主要是奔驰和雷克萨斯品牌。
- **我们的观点:** 公司是宝马和保时捷在华最大经销商, 主要代理品牌销量和毛利率均稳步提升, 下半年整体业绩有望大幅增长。长期来看, 豪华车渗透率还有较大提升空间, 后市场规模随汽车保有量提升也有望继续增长, 公司作为后市场布局完善的豪华车经销商业绩仍有持续增长的动力。我们将 2020 年公司收入、利润分别调高 5.2%、1.0% 至 710.4 亿元、15.7 亿元, 2021 年收入、利润分别调高 10.5%、8.1% 至 844.3、20.2 亿元, 2022 年收入、利润预期分别为 962.9 亿元和 23.2 亿元, 目标价从 10.29 港元提升至 12.78 港元, 相当于 10 倍 2021 年 PE, 维持“审慎增持”评级。

**风险提示: 豪华车销量不及预期; 卫生事件持续; 后市场业务推进不及预期。**

### 报告正文

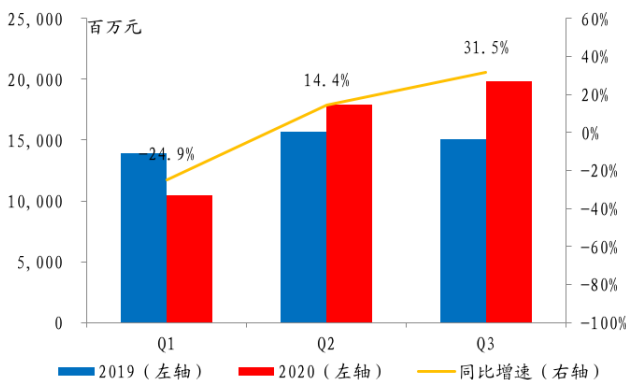
三季度业绩大幅增长,主要经营指标显著改善。2020Q3 公司销售乘用车 5.9 万辆,同比增长 30.8%。其中,豪华及超豪华品牌销售 3.9 万辆,同比增长 32.2%;中高端品牌销售 2 万辆,同比增长 28%。公司录得综合营业收入 191.88 亿元,同比增长 31.5%。其中,新车销售收入 165.77 亿元,同比增长 34.7%;售后服务收入 27.42 亿元,同比增长 20.8%;金融和保险代理服务收入 3.27 亿元,同比增长 30.3%。2020Q3 公司录得综合毛利 20.9 亿元,同比增长 24.9%;录得归母净利润 4.8 亿元,同比增长 41.2%。利润率大幅提升主要是因为是在成本方面实施了严格的管控措施以及三季度收入快速增长摊薄了费用率。此外,公司存货周转天数持续改善, Q3 降低至 24.5 天,与去年同期相比减少 8.5 天,环比 Q2 下降 2.2 天。Q3 经营现金流达到 15.7 亿,同比增长 103.2%。

图 1、公司分季度新车销量及增速



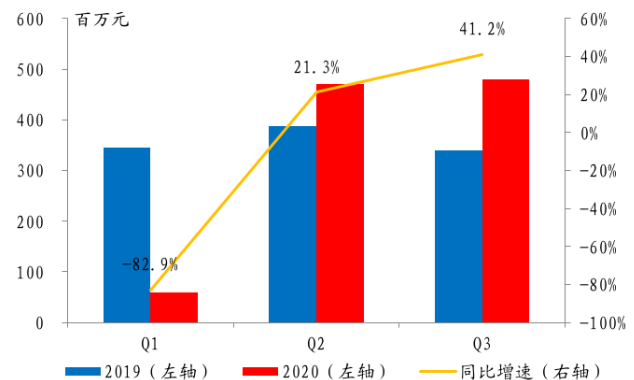
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、公司分季度综合收入及增速



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

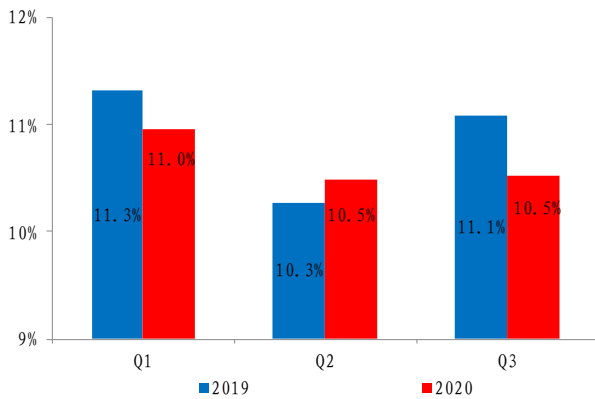
图 3、公司分季度归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

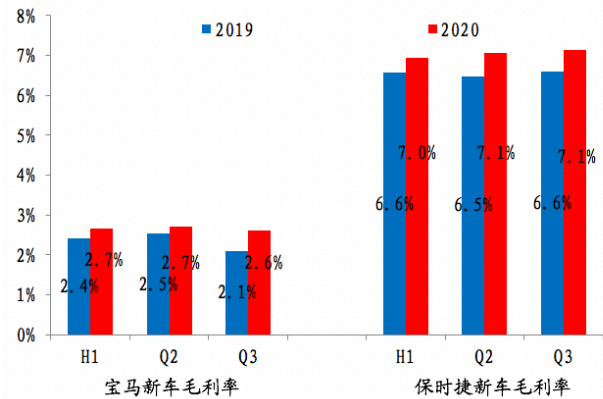
保时捷毛利率稳居高位,四季度宝马毛利率有望改善。宝马和保时捷是公司代理的主要品牌,合计收入占比超过 50%。三季度,保时捷毛利率为 7.14%,环比略有提升,同比提升 0.55 个百分点;宝马毛利率为 2.6%,同比增加 0.5 个百分点,环比略微下降 0.14 个百分点,主要是受到车型改款的影响。宝马目前完成了主要车型切换,四季度新车毛利率有望回升。

图 4、公司分季度综合毛利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

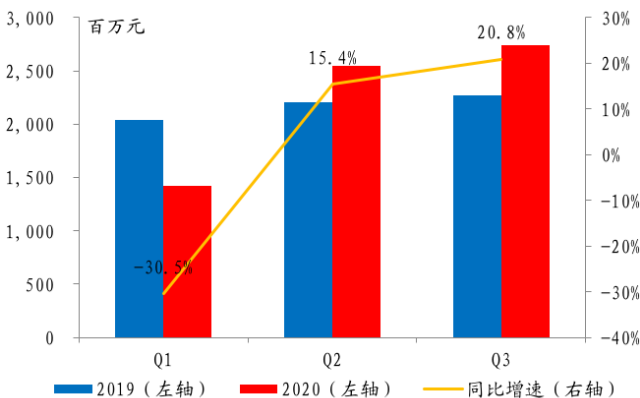
图 5、公司分季度主要代理品牌毛利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

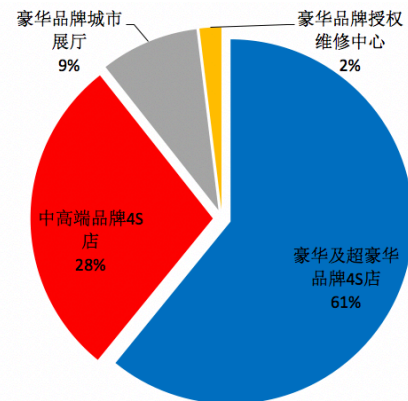
**后市场业务恢复增长，新店兼并稳步推进。**公司三季度录得售后服务收入 27.42 亿元，同比增长 20.8%，机电、钣喷等业务高速增长，事故车业务恢复正常，客户保持率、车辆流失率和到店率等核心客户指标稳步提升。金融和保险代理服务收入同比增速也超过 30%。新店方面，两家位于长沙和深圳的宝马已于 9 月底开始运行，公司预计年底会有 5 家小型店面收购，公司未来收购重点主要是奔驰和雷克萨斯品牌。

图 6、公司分季度售后服务收入及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、公司 2020 已开业网店结构

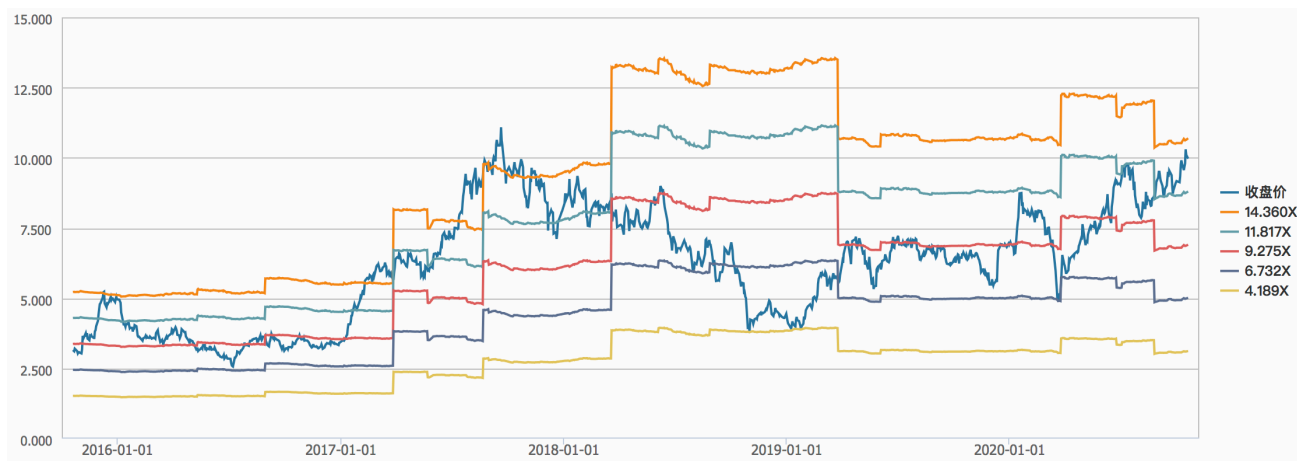


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**我们的观点：**公司是宝马和保时捷在华最大经销商，两个主要代理品牌销量和毛利率均稳步提升，展望四季度，我们认为公司整体业务将继续保持增长趋势，新车毛利率在三季度基础上稳步提升，下半年整体业绩有望大幅增长。长期来看，豪华车渗透率还有较大提升空间，后市场规模随汽车保有量提升也有望继续增长，公司作为后市场布局完善的豪华车经销商业绩仍有持续增长的动力。我们将 2020 年公司收入、利润分别调高 5.2%、1.0%至 710.4 亿元、15.7 亿元，2021 年收入、利润分别调高 10.5%、8.1%至 844.3、20.2 亿元，2022 年收入、利润预期分别为 962.9 亿元和 23.2 亿元，目标价从 10.29 港元提升至 12.78 港元，相当于 10 倍 2021 年 PE，维持“审慎增持”评级。

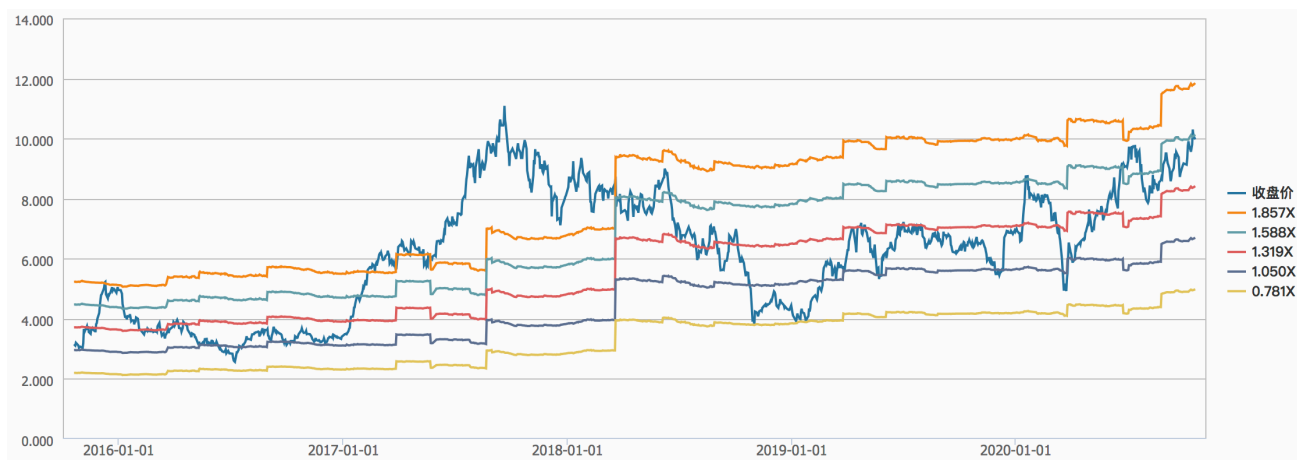
**风险提示：**豪华车销量不及预期；卫生事件持续；后市场业务推进不及预期。

**图 8、永达汽车历年 PE band**



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

**图 9、永达汽车历年 PB band**



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理



**附表**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	20,275	22,096	23,858	26,507	营业收入	62,707	71,044	84,427	96,290
货币资金	2,210	3,732	2,811	3,621	营业成本	-56,845	-63,943	-76,069	-86,854
已抵押银行存款	2,450	2,776	3,299	3,763	毛利	5,863	7,101	8,358	9,436
应收账款及其他应收款	6,847	6,847	8,064	9,115	其他净收益及净收入	1,177	1,178	1,214	1,274
存货	5,627	5,683	5,967	6,266	销售费用	-2,733	-3,339	-3,773	-4,140
其它流动资产	3,141	3,058	3,716	3,743	管理费用	-1,490	-1,847	-2,026	-2,311
非流动资产	15,199	14,740	17,409	18,113	经营溢利	2,818	3,093	3,772	4,259
固定资产净值	6,105	6,571	7,419	8,038	财务费用	-778	-889	-933	-990
无形资产	2,065	2,105	2,252	2,311	应占共同控制实体损益	8	7	11	11
商誉	1,237	1,237	1,237	1,237	应占联营公司损益	26	24	20	20
应收融资租赁	1,386	1,269	2,008	1,823	营业外收入	1	2	3	3
长期应收贷款	98	111	132	150	营业外支出	1	2	3	3
可供出售投资	0	0	0	0	利润总额	2,076	2,239	2,876	3,307
其他非流动资产	4,309	3,447	4,363	4,554	所得税	-507	-559	-718	-825
<b>资产总计</b>	<b>35,475</b>	<b>36,836</b>	<b>41,267</b>	<b>44,621</b>	净利润	1,569	1,680	2,159	2,481
流动负债	19,845	20,865	22,321	22,726	少数股东损益	96	103	132	152
短期借款	10,129	10,636	11,168	11,726	归属母公司净利润	1,473	1,574	2,021	2,324
应付账款及其他应付款项	7,071	7,424	7,795	8,185	EPS(元)	0.80	0.86	1.10	1.27
应交所得税	730	821	976	1,115					
其他	1,916	1,984	2,381	1,700	<b>主要财务比率</b>				
非流动负债	5,177	3,523	3,797	4,096	<b>会计年度</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
公司债券	0	0	0	0	成长性(%)				
其他	5,177	3,523	3,797	4,096	营业收入增长率	13.4	13.3	18.8	14.1
<b>负债合计</b>	<b>25,022</b>	<b>24,388</b>	<b>26,117</b>	<b>26,822</b>	除税前溢利增长率	18.4	7.7	28.4	
股本	15	14	15	16	净利润增长率	17.5	6.8	28.4	15.0
储备	9,867	11,440	13,461	15,785					
少数股东权益	571	628	691	760	盈利能力(%)				
股东权益合计	10,453	12,448	15,150	17,798	毛利率	9.3	10.0	9.9	9.8
权益小计	9,882	11,820	14,459	17,038	净利率	2.3	2.2	2.4	2.4
负债及所有者权益合计	35,475	36,836	41,267	44,621	ROE	14.9	13.7	15.0	14.7

<b>现金流量表</b>					<b>偿债能力</b>				
单位:百万元									
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率(%)	70.5	66.2	63.3	60.1
税前利润	2,076	2,235	2,870	3,301	流动比率	1.0	1.1	1.1	1.2
物业, 厂房及设备折旧	577	634	698	768	速动比率	0.7	0.8	0.8	0.9
可供出售投资减值损失	0	0	0	0	营运能力(次)				
无形资产摊销	0	0	0	0	资产周转率	1.8	1.9	2.0	2.2
利息收入	(150)	(149)	(148)	(147)	应收帐款周转率	9.2	10.4	10.5	10.6
财务费用	778	889	933	990	每股资料(元)				
其他	(100)	(99)	(98)	(97)	每股收益	0.80	0.86	1.10	1.27
营运资金的变动	239	782	(1,014)	(793)	每股经营现金	2.23	2.03	1.37	1.74
已付所得税	(507)	(559)	(718)	(825)	每股净资产	5.69	6.78	8.25	9.69
经营活动产生现金流量	2,913	3,734	2,523	3,196	估值比率(倍)				
投资活动产生现金流量	(1,749)	(1,255)	(1,606)	(1,465)	PE	12.0	11.2	8.7	7.6
融资活动产生现金流量	(2,046)	(958)	(1,838)	(922)	PB	1.7	1.4	1.2	1.0
现金净变动	304	1,522	(921)	809					
现金的期初余额	2,056	2,210	3,732	2,811					
现金的期末余额	2,210	3,732	2,811	3,621					

## 分析师声明

本人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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyjq.com.cn](http://www.xyjq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、日照裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。