

2019年8月22日

最具成长性经销商，单城单店策略成效显著

电话	分析师：刘伟浩
邮箱	020-88832824
	liuweihao@gzgzhs.com.cn
执业编号	A131051704001

数据支持：朱俊谦



彰显前瞻 追随趋势

□ **豪车门店持续快速扩张，加上品牌组合理想，带动销量保持高增长且领先同行。**

- 公司豪车店数从13年的6家增长至18年的37家，增速保持在>20%，数量占比从40%提升到76%；
- 公司品牌组合理想，且处于强产品周期：宝马、雷克萨斯、保时捷、丰田分别占18年新车收入37%、22%、17%、21%。
- 18年公司豪车销量增速为59%，5年CAGR为49%，近年持续领先港股同行。
- 18年公司收入同比增55%至74.4亿元，5年CAGR为46%，占新车收入占比提升5个点至76%。

□ **坚持单城单店策略，把握三四线城市豪车市场机遇，抢占中小城市份额。**

- 公司18年49家门店里有69.4%处于三四线城市，24.5%处于二线城市，逐步享受豪车市场往三四线城市下沉的广阔空间。
- 公司单城单店店数逐年上升，18年为28家，占比达到57%，相对应收入18年同比增39%至62.3亿元，营收占比为56.3%。
- 单城单店策略拥有更高的议价能力，较高的毛利率水平，18年单城单店毛利率为10.2%，分别较公司整体及非单城单店毛利率高0.5和1.2个百分点。
- 公司将并行发展单城单店2.0策略，把握三四线城市豪车市场机遇，进一步扩大已有优势。

□ **售后结构逐步优化，近年来售后收入及占比持续上升，增速领先同行。**

- 公司售后收入18年同比增43%至12.9亿元，售后毛利占比同比增4.2个点至58%
- 公司18年售后业务毛利率48.2%，处于行业领先水平。
- 公司近年新店增速较快，18年门店平均店龄仅仅为4.1年，中位数为2.9年，3年以下占比为45%，未来门店会继续迈向成熟，3年以上占比有望上升，售后业务增长仍有较大空间。

□ **利润增速均领先于同行，最具成长性经销商标的。**

- 公司三费始终处于行业较低水平，库存管理及现金周转天数逐步下降且属于同行中最优水平（库存周转天数在18年达到历史最低位的28天）。
- 净利润近年大幅提升，18年同比增31.6%至3.63亿元，增速领先港股同行。
- 公司盈利能力也处于行业领先地位且走势较为稳定，18年毛利率和净利率分别为9.7%和3.3%。近3年单店盈利仍保持上升，18年同比增4%至7.4百万元。

- **估值与盈利预测：**我们预计公司2019-2021年EPS分别为0.53、0.65、0.80港元，对应P/E分别为10.4、8.2、6.7倍。公司持续有效执行单城单店策略，加上受益于其经营品牌处于强产品周期和每年持续扩店，以及数据化细致管理使得经营效率领先，收入及利润增速领先同行，我们认为公司可享有比同行好的估值，按照我们对19年预测，给予公司13倍P/E估值，对应目标价为6.67港元，维持给予“强烈推荐”评级，较现价6港元有11.2%的提升空间。

风险提示：汽车销量不及预期；同行竞争引致价格战；新开店和收购进展低于预期；宏观经济下行导致行业需求下降等。

01

公司背景、经营战略

- 美东发展至今15年，发展迅速并逐渐成为国内领先的豪华车经销商
- 股权较为集中，管理层具备丰富行业 and 经营管理经验
- 数据化分析持续提高管理经营效率，重视人才培养和储备

一、公司背景、经营战略



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

1.1 美东发展至今15年，发展迅速并逐渐成为国内领先的豪华车经销商

- **美东在百强经销商排名中逐步上升，18年上升19位至38名。**根据“中国经销商百强排行榜”，13年公司上市时排名80名，随后排名逐年上升，在5年间扩张34家店，以经营49家店及5个品牌的规模上升至38名。公司凭着独特的‘单城单店’扩张策略、持续扩张豪车门店及布局强势的品牌组合，在整体车市下行的情况下取得了强势业绩增长，而按18年营收排名美东在港股同行中排名第5。
- **公司经历15年的发展，逐步建立覆盖以华南的重心的9个省市的经销商网络。**公司前身东莞冠丰于2003年成立，2007年正式成立大东汽车集团有限公司，在2013年成功于香港联合交易所上市前，公司核心业务集中在丰田和现代两大中高端品牌。其后公司专注拓展豪华品牌，分别在2008、2012及2014年添加雷克萨斯，宝马以及保时捷以丰富品牌组合，现三大豪华品牌合计占新车收入的75%。

图表1：美东汽车发展历程



一、公司背景、经营战略

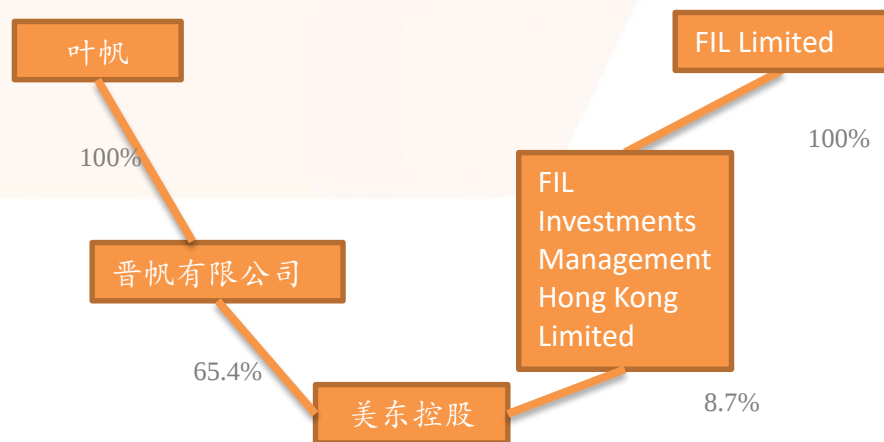


廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

1.2 股权较为集中，管理层具备丰富行业和经营管理经验

- **创始人合共持有超过65%的股份，较港股同行股权更为集中。**叶帆先生通过叶氏家族信托持有的晋帆公司持有公司65.4%的股份。富达国际有限公司透过富达投资管理香港有限公司持有公司8.7%的股权，对美东的投资始于2014年，而剩下公众持股约25.6%，包括叶涛先生和刘雪华女士分别持股0.35%和0.29%。富达国际投资成立于1969年，是世界上最大的资产管理公司之一，由富达基金主席Johnson家族信托和公司员工控股，其在港股中还投资了包括中升及正通的汽车经销商。
- **公司管理团队具有多年的行业和经营管理经验。**公司董事会主席和创始人叶帆先生，1993年获华南理工大学无机非金属材料学士学位，在汽车行业拥有超过二十年的管理经营经验，在公司负责集团的整体运营、业务和营销策略制定，以及监督公司与银行、政府及其他商业伙伴的关系。叶涛先生为叶帆先生的哥哥，拥有MIT机械工程和管理学硕士、以及北京大学机械学士学位，现为公司行政总裁及执行董事，2008年加入公司前曾在奥博杰天及Document Sciences Corporation担任高管职务，在公司主要负责监督日常营运管理和营销规划，并监管投资者关系。刘雪华女士为首席财务官，负责财务规划和管理、以及人力资源管理和新项目推进，拥有十多年的会计与财务经验。俞斌先生为刘女士的配偶，负责公司售后服务的整体管理，在汽修及技术培训方面有超过三十多年的工作经验。

图表2：美东汽车公司股权架构



图表3：公司主要管理层及高管

姓名	职位	年龄
叶帆	主席兼执行董事	47
叶涛	行政总裁兼执行董事	52
刘雪华	首席财务官	55
俞斌	售后营运副总裁	57
袁英	财务总监	38

一、公司背景、经营战略

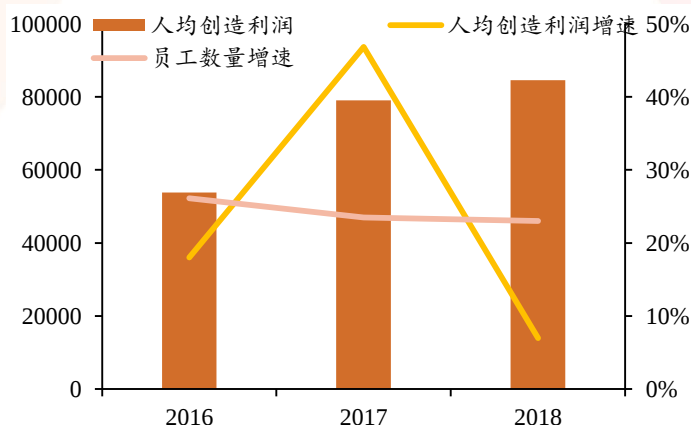
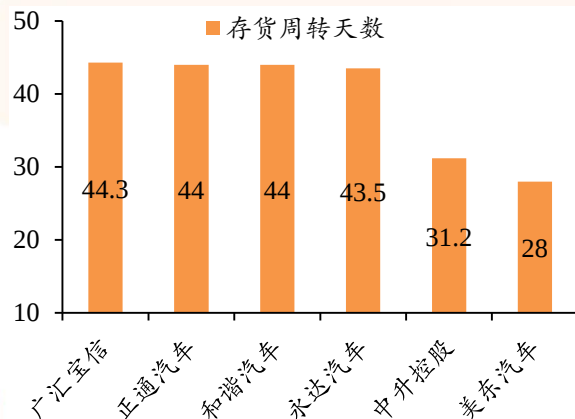


廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

1.3 数据化分析持续提高管理经营效率，重视人才培养和储备

- **提高库存周转为公司首要的经营原则。**公司保持稳定的扩张速度，业务主要围绕豪车品牌拓展及执行单城单店的策略，而经营原则为加快库存周转，尤其宏观行业因素为公司非控制范围，唯有提高库存周转才能维持强现金流及保持盈利水平。公司非常注重ROA和ROE，用有限资产和资本投入创造最大的利润，有效利用资金及提高回报，使得公司财务更稳健和灵活。
- **清晰的并购策略，重视新店的投资回报-ROI，回报期平均约3年。**公司整体的并购策略则建立在合适的地理位置、熟悉的品牌、以及快速回报周期的基础上，而对投资回报周期明确要求要在三到四年内，新开店约半年要达到收支平衡。公司也会以合理的价格进行收购，并密切关注位于三四五线城市的单城单店，尤其是位于具有潜力市场但因经营不善而处于亏损状态的小型店。公司的新店会透过全面考量及管理，迅速提高售后服务收入，加快速度推进门店成熟，进而为其他新店投资提供资金。
- **以数据收集和分析为核心，持续提升经营效率及更好地了解客户需求并提升服务质量。**公司建立数据为本的管理方式，利用定制化信息科技系统（ERP）持续收集数据，形成日、周、月报等来持续进行分析评估，判断各店的情况及趋势，以及整个公司经营进度，从而作出相应决策来提升管理运营效率。同时，为提升客户满意度及忠诚度，公司使用CRM系统管理与客户的关系，并建立互动及开放的沟通渠道，使得每次与客户互动都形成数据，分析客户的消费模式和喜好来提升服务质量。
- **持续注重人才培养及储备，透过激励和内部晋升降低流失率。**公司注重人才管理，相信员工满意才能造就客户的满意度，除了持续推动奖励机制和进行全面内部培训，也注重通过内部晋升为新店的管理层来提升员工成就感。公司持续为内部人才进行储备，直接及坦诚跟员工沟通，降低员工流失率。近年员工人数稳步增加以应付持续增长的4S店数，17年主要经理的留职率仍达到100%，且人均创造利润持续上升，体现了公司良好的管理效率和极高的员工归属感。

图表4：港股经销商18年库存周转天数 图表5：美东人均创造利润及增速、员工数量增速 图表6：公司理念



02

坚持单城单店策略、抢占中小城市份额

- 三四线城市豪华车市场发展潜力巨大，销量增速高于一线城市
- 深耕三四线城市豪华车市场，把握豪车渠道下沉红利
- 单城单店战略形成的毛利率优势显著，门店及收入占比持续增加
- 单城单店有先发独占优势，带动新车增速及毛利率领先同行
- 持续注重ROI投资回报，实施单城单店2.0策略扩大已有优势

二、坚持单城单店策略、抢占中小城市份额



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

2.1 三四线城市豪华车市场发展潜力巨大，销量增速高于一线城市

- 中国豪车销量往二三四线城市靠拢，二三线城市销量增速最快及占比最高。一线城市18年豪车销量增速同比增10%至24万辆，而二三四线城市增速分别为19%、15%和11%，销量均高于一线城市。大型二线和中型三线城市的豪车销量占比已超越一线城市，而四线及以下城市渗透率还有下沉增长空间，预计豪车渗透率将进一步提高。
- 公司持续执行单城单店策略，把握三四线城市豪车市场机遇。公司自10年持续执行单城单店的策略下，18年49家门店里有69.4%处于三四线城市，24.5%处于二线城市，逐步享受豪车市场往三四线城市下沉的广阔空间，加上国内现时限牌主要在一二线城市实施，预计未来豪华在二三四线城市的销量增速及占比将进一步提升。

图7：2017-2018国内城市豪华车销量及增速

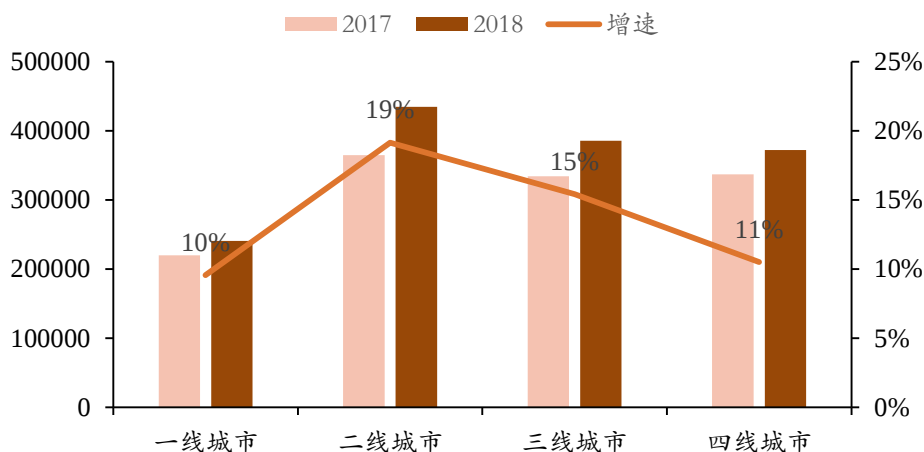


图8：国内个城市豪车销量占比

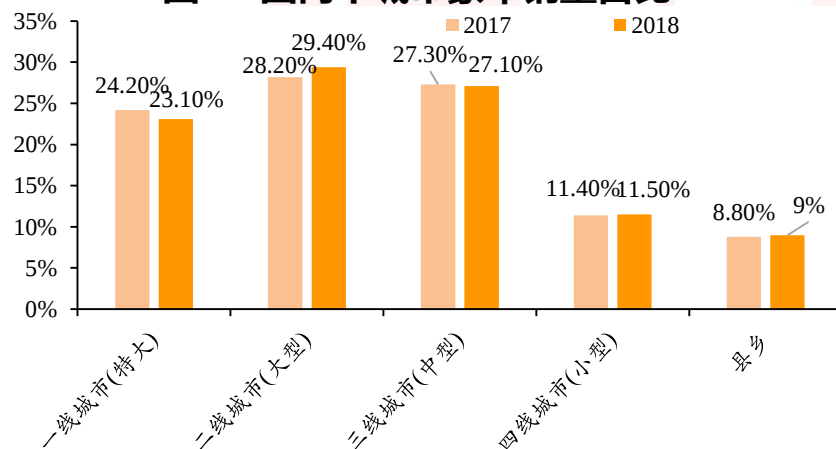


图9：公司门店城市布局分布

位置	门店数量
一线城市	3
二线城市	12
三四线城市	34

图10：国内限牌城市

位置	城市
一线城市（包括新一线）	北京、上海、广州、深圳、天津、杭州
二线城市	海南省、贵阳、石家庄
三四线城市	-

二、坚持单城单店策略、抢占中小城市份额



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

2.2 深耕三四线城市豪华车市场，把握消费升级进一步下沉

- 二三四线城市消费潜力巨大，人均GDP高速增长，而公司已提前布局中小城市，把握消费升级的红利。17年国内豪车4S店访客占比超过一半为二三线及以下城市，尤其三线及以下的占比达到30.7%，显示豪车经销商在低线城市已有一定需求，而18年两百多个城市人均GDP平均增速为7.7%，公司在增速较快的十几个三四线城市已有门店部署。**三四线及以下城市数量有两百多个，豪车渗透率仍低，预计未来随着经济逐步发展成熟及人均收入持续增加，公司仍有很多新开店机会。**
- 公司进入新城市前作充分分析及评估。**公司进入新城市前会进行深度分析，包括当地经济条件、汽车保有量、交通便利性、市场竞争情况、与公司现有店及大城市的距离、管理人员可用性及整车厂扩张和发展策略等，确保城市需求可满足设立新的经销商。公司未来将持续在三四线城市发力，也会持续关注低线城市的豪华汽车增长需求，考虑进一步下沉门店位置。

图11：部分一二三线城市人均GDP及增速

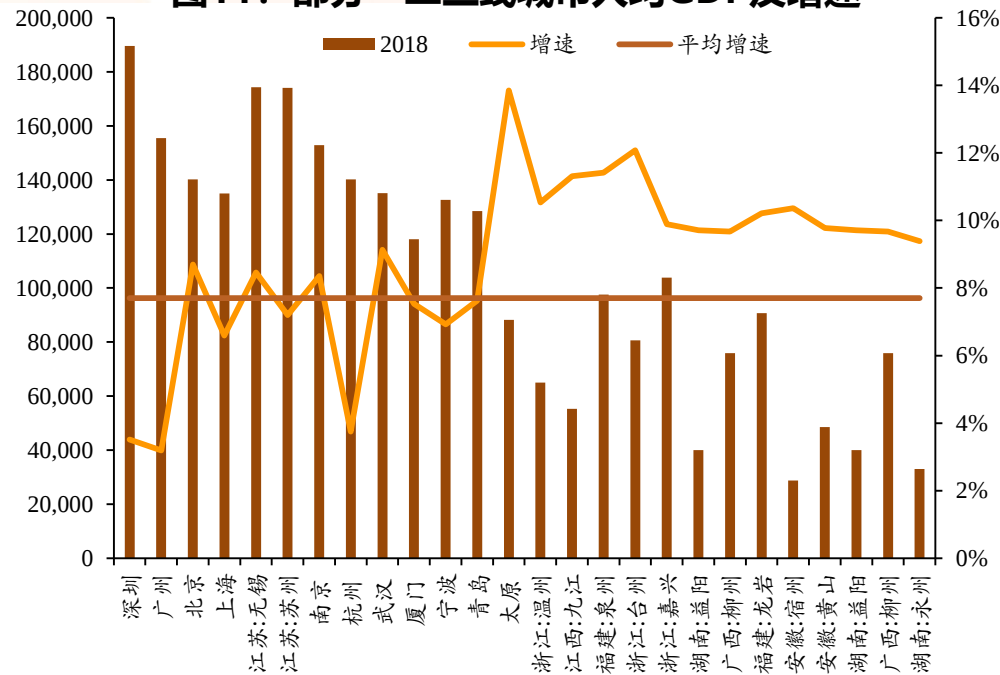


图12：17年豪车4S店访客占比分布

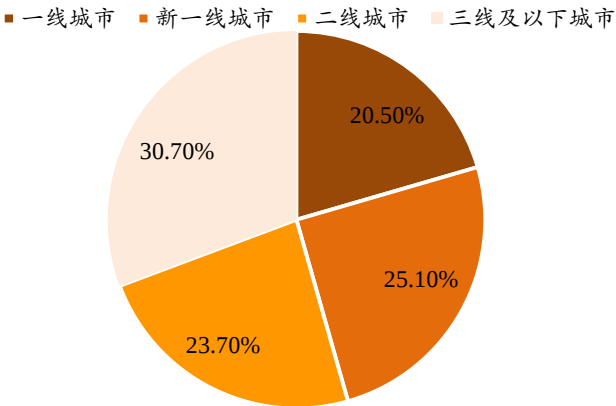


图13：国内城市数量及划分

位置	数量
一线城市	4
新一线城市	15
二线城市	30
三线城市	70
四线城市	90
五线城市	129

二、坚持单城单店策略、抢占中小城市份额

2.3 单城单店战略形成的毛利率优势显著，门店及收入占比持续增加



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

- 公司单城单店门店数及收入占比逐步提升。公司单城单店店数逐年上升，18年为28家，占比达到57%，同时带来的相关收入也持续增加，18年同比增39%至62.3亿元，占公司收入比例为56.3%。
- 单城单店策略形成的独占优势成效显著，毛利率较普通门店更高。公司这一网点布局战略使得其可在单个城市里形成单个品牌经销店的独占优势，并面对该品牌的所有消费群体，所以会拥有更高的议价能力，也避免与其他经销商的直接价格竞争，有助提高售后服务粘性，从而维持较高的毛利率水平。无论从整体还是细分品牌毛利率看，单城单店的毛利率都优于非单城单店的水平。18年单城单店毛利率为10.2%，分别较公司整体及非单城单店毛利率高0.5和1.2个百分点。

图14：公司单城单店门店数及占比

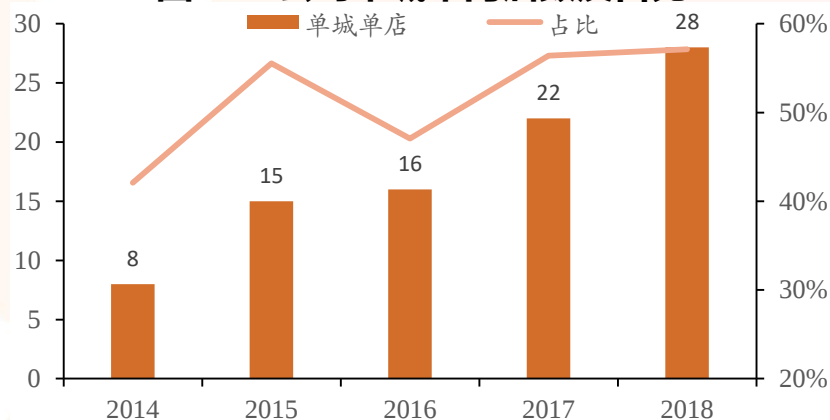


图15：公司单城单店收入（百万元）及占比

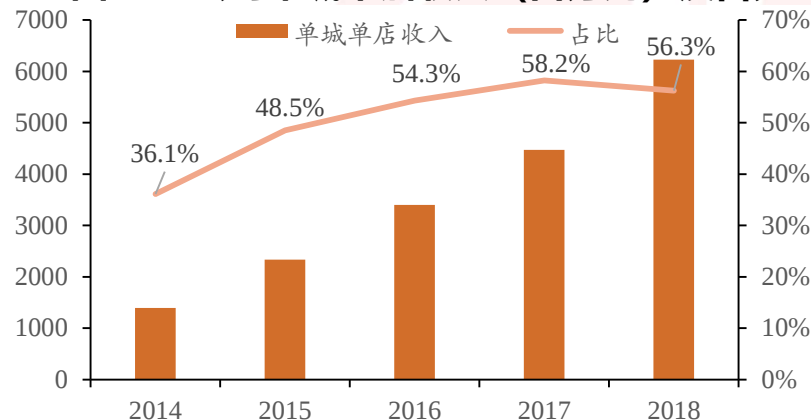


图16：公司细分毛利率对比

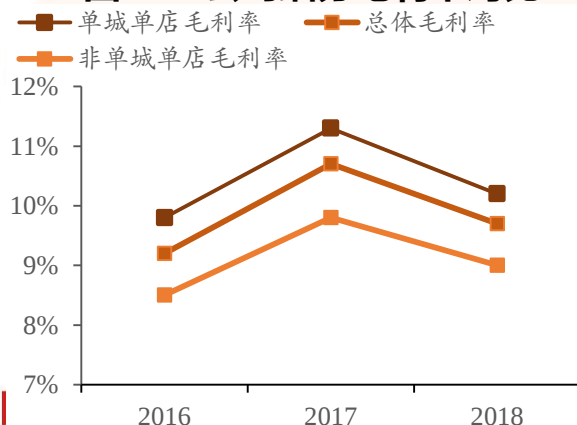


图17：公司宝马毛利率对比

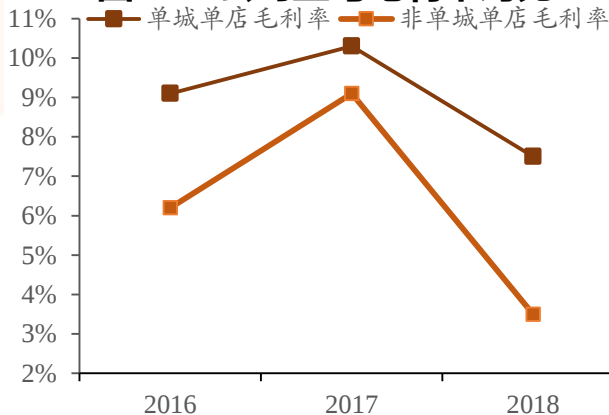
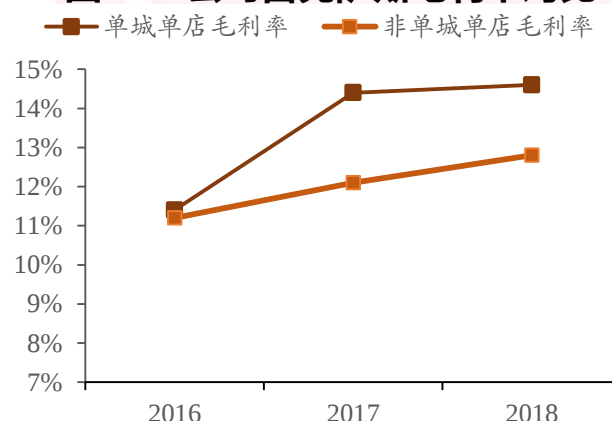


图18：公司雷克萨斯毛利率对比



二、坚持单城单店策略、抢占中小城市份额

2.4 单城单店有先发独占优势，带动新车增速及毛利率领先同行

- **公司新车收入增速及毛利率持续领先同行。**18年公司新车收入同比增44%至99.8亿元，增速较港股同行平均的14.4%高近30个点且过往增速持续领先，主要是受益于持续扩张、单城单店策略及品牌结构优化。受宏观行业因素及宝马毛利率受压影响，18年公司新车毛利率较同比1个点至4.6%，但仍高于同行平均约1个点。
- **单城单店模式享有先发独占优势，也可形成较大壁垒。**从理论角度，当公司进入单城建立单店后，其他同行也可进入及一起竞争，但仍受多个因素影响，如1) 整车厂未必允许其他经销店与公司所在地区经营同一个品牌，除非该区内需求及市场潜力上升，有需要增店，但也会确保与现有经销店保持一定距离；2) 同一个品牌，公司有先发优势，与客户已建立关系；3) 更多经销商进入后供应大于需求，竞争激烈导致收入和盈利下降；4) 公司拥有多年经验及经营效率，同行未必能如公司般短期内实现盈利或投资回报；5) 三四线城市建4S店的实际收入和利润规模较一线城市小，未必是同行的追求方向。



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

图19：港股经销商新车收入增速（%）

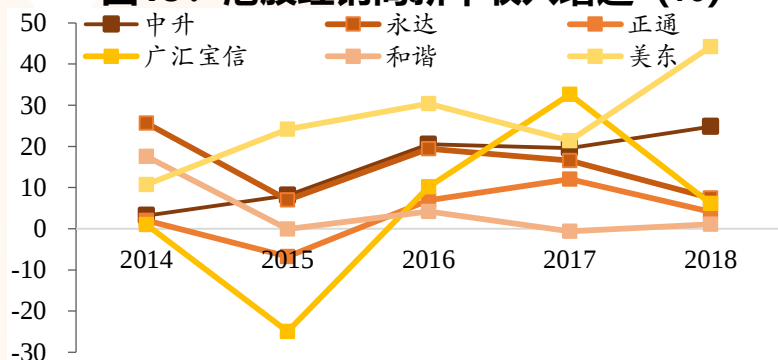


图20：公司新车收入及增速



图21：港股经销商新车毛利率对比

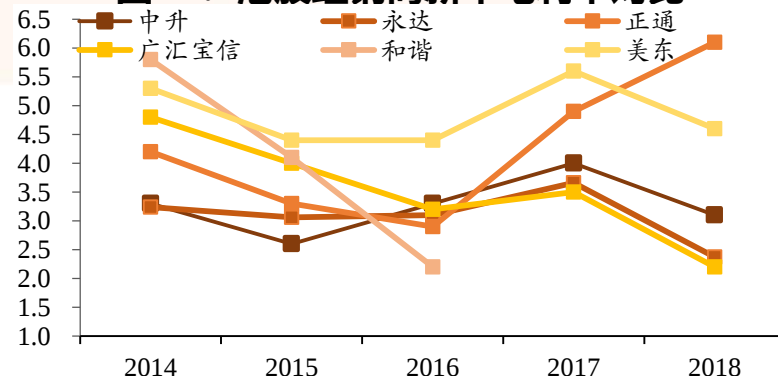


图22：公司新车销量及增速



二、坚持单城单店策略、抢占中小城市份额

2.5 持续注重ROI投资回报，实施单城单店2.0策略扩大已有优势



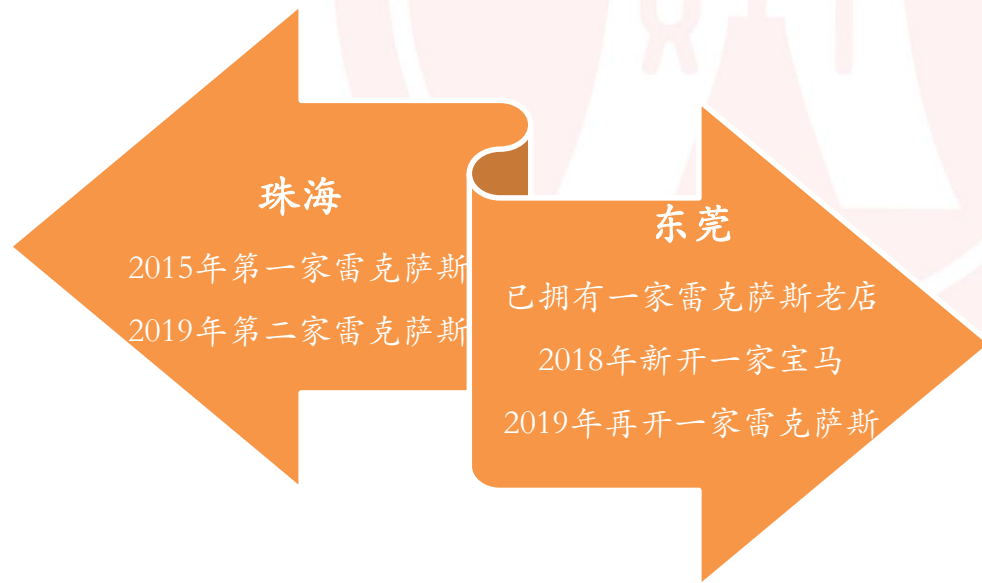
廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

- 经过多年在品牌、地点、建设期及售后服务提升的综合考量下，新店投资回报期平均为3年。公司要求开店要最少第六个月要做到单月收支平衡，并且每天都有跟踪门店数据，如有不达标的就会进行调整。例如，18年在安徽收购的6家宝马店在19年已有5家转亏为盈，而公司近3年单店毛利及单店盈利也持续上升，18年都同比增4%。跟据公司过往良好的新店记录，加上公司与主机厂持续保持紧密联系，将有助获得开设更多经销店的授权。
- 公司将并行发展单城单店2.0策略，进一步扩大已有优势。单城单店2.0即在同一个城市新开多品牌或同一品牌再开新店，如雷克萨斯在一年甚至更短的时期内就能回收投资的前提下，因当地需求大，跟厂家申请后便在珠海新开了第二家雷克萨斯店。随着公司未来逐步执行此策略，有助进一步垄断了当地的品牌供应，降低同行进入的意愿，避免潜在竞争同时形成品牌在同一城市的壁垒。

图23：公司单城单店部分投资回报周期案例

品牌	地点	预期投资回报期
雷克萨斯	广东	6个月
雷克萨斯	广东	1年
宝马	湖南	4年
宝马	湖南	4.5年
保时捷	广东	3.5年
保时捷	广东	3年
平均值	-	约3年

图24：公司单城单店2.0战略例子



03 豪华车门店持续扩张， 受益品牌强劲增长

- 国内豪华车渗透率逐步提升，但对比欧美仍有一定空间
- 公司豪车门店快速扩张，带动销量保持高增长且领先同行
- 豪华车品牌集中度提升，公司进一步受益于品牌强劲增长
- 品牌结构理想，宝马、雷克萨斯、保时捷带动公司销量急速上升
- 主要品牌强产品周期仍将持续

三、豪华车门店持续扩张，受益品牌强劲增长



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

3.1 国内豪华车保持增长，渗透率逐步提升但对比欧美仍有一定空间

- 过去十年国内豪华车表现基本强于市场整体。国内豪车销量近5年CAGR为14.4%，且高乘用车约7个百分点，18年乘用车销量下降5.78%，而豪华车增速仍有8%。19年乘用车市场上半年同比降9%至995万辆，反观豪华车同比增9%至140万辆，显示市场仍有一定需求，预计豪华车销量增速有望下半年保持10%左右。
- 中国豪华车渗透率从10年的5.4%提升到18年的12.4%，对比欧美仍有一定提升空间。对标欧盟近年来19%和美国14%的渗透率，国内豪华车销量仍有增长空间，尤其人均可支配收入持续增长及三四线城市长尾市场渗透率仍处于较低水平。

图25：中国对比欧美日豪华车渗透率

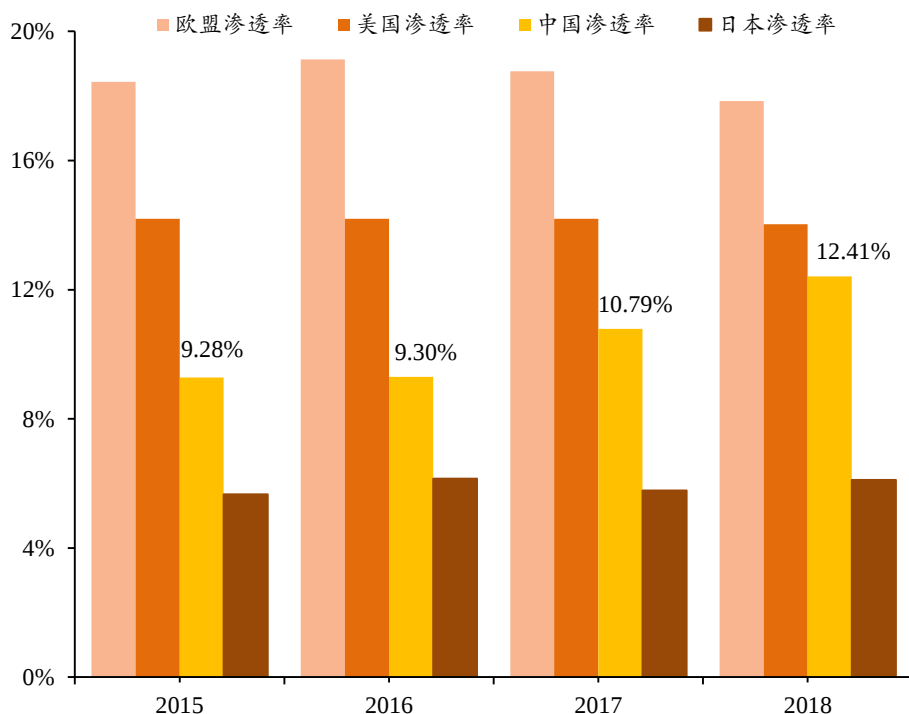


图26：国内豪华车对比乘用车销量增

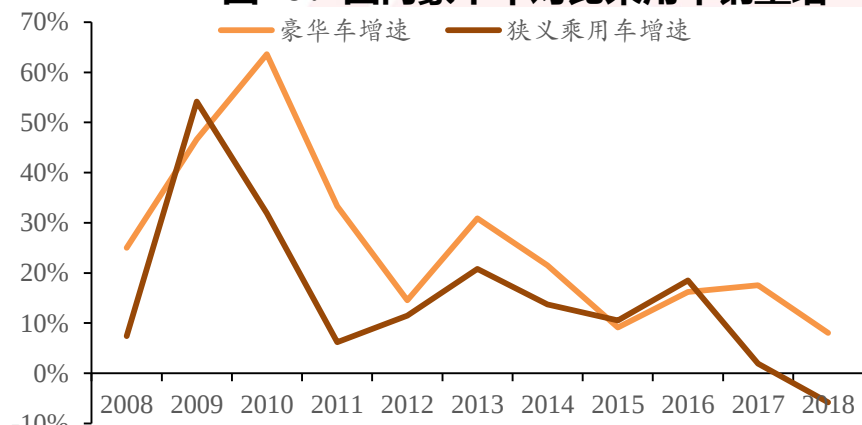
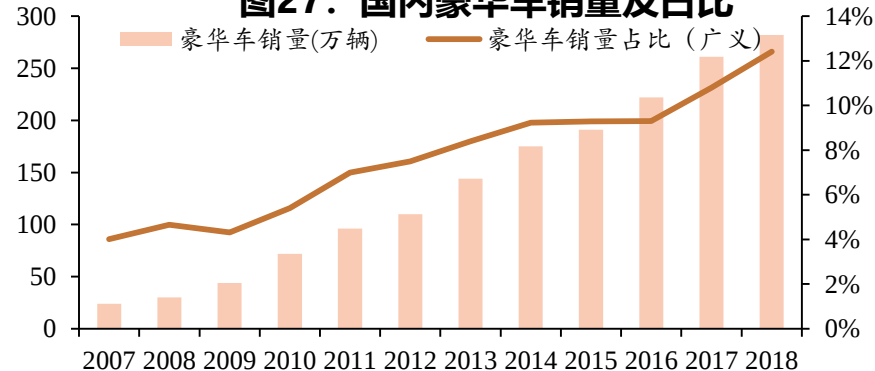


图27：国内豪华车销量及占比



三、豪华车门店持续扩张，受益品牌强劲增长

3.2 豪车门店持续快速扩张，带动销量保持高增长且领先同行



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

- 持续积极扩张豪车门店，带动销量高速增长且持续领先同行。公司豪车店数从13年的6家增长至18年的37家，增速保持在>20%，数量占比从40%提升到76%，其中宝马店数增长最多（5年来从3家增至23家），加上强产品周期带动销量5年间翻五倍以上至1.9万辆且首次超越中高端销量。18年公司豪车销量增速为59%，5年CAGR为49%，近年持续领先港股同行。
- 公司豪车收入5年CAGR为46%，占新车收入占比持续提升。受益于豪车门店持续扩张及销量持续上升，公司豪车收入近年保持高速增长，18年同比增55%至74.4亿元，5年CAGR为46%，占新车收入占比提升5个点至76%。

图28：公司豪华门店数、增速及占比

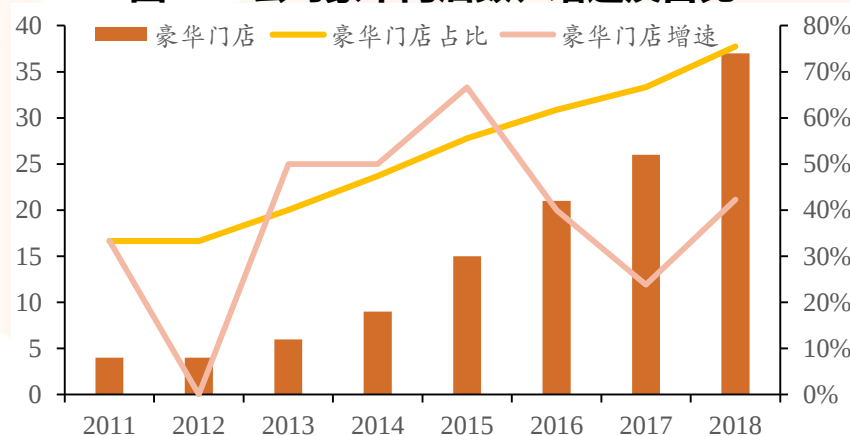


图29：公司豪车对比中高端车销量及增速

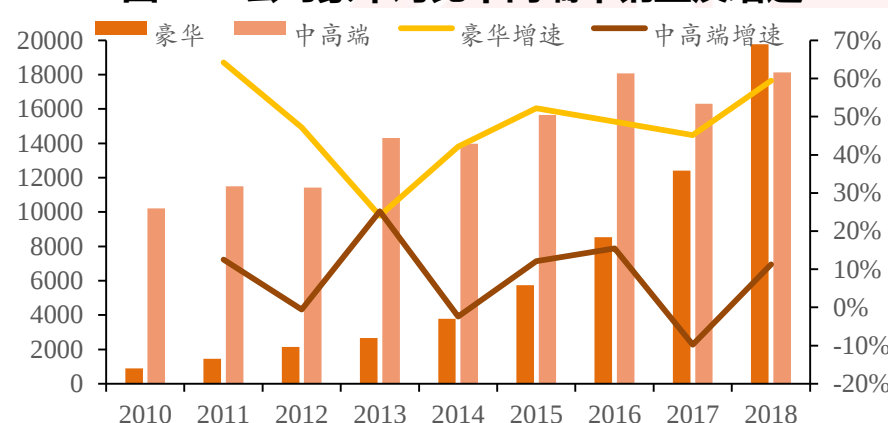


图30：港股经销商豪车销量增速对比（%）

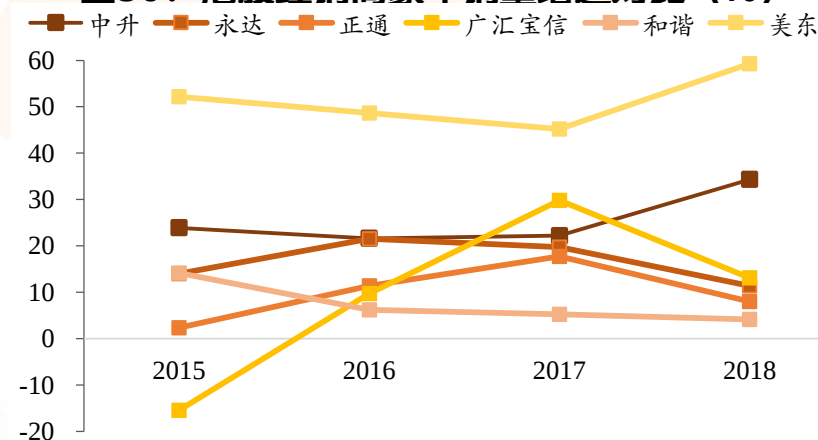
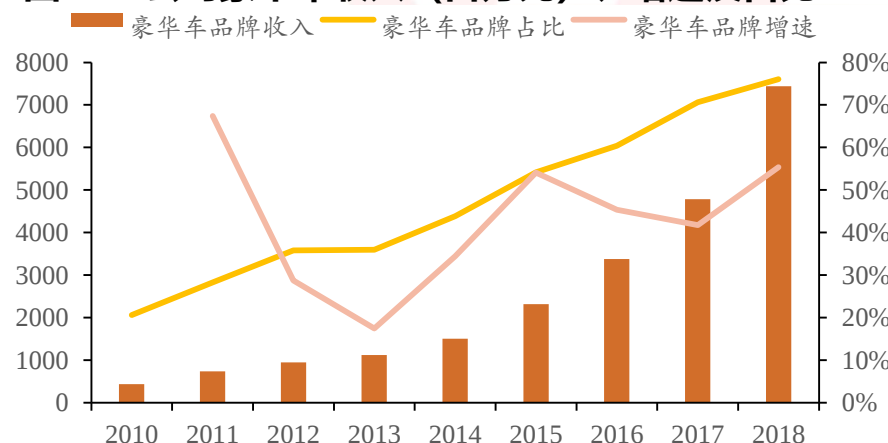


图31：公司豪华车收入（百万元）、增速及占比



三、豪华车门店持续扩张，受益品牌强劲增长

3.3 豪华车品牌集中度提升，公司进一步受益于品牌强劲增长

- 国内宝马、雷克萨斯和保时捷销量占比进一步提高有助带动对公司的收入贡献。国内豪车前五品牌的销量占比从18年的81.8%提升至19年1-7月的86.4%，集中度进一步提高，而公司经营的三个豪车品牌的增速及占比都有所提高，18年宝马、雷克萨斯和保时捷分别占公司收入37%、22%和17%。
- 今年新增雷克萨斯和保时捷店预计进一步带动公司豪车收入占比提升。19年公司将新开4个雷克萨斯店至14家，保时捷将新开3家店至7家，预计将为公司收入带来大幅提升且，整体豪车收入贡献将进一步提高。
- 中高端品牌中丰田占公司新车收入21%，19上半年丰田销量逆势增长11.1%，预计也将有助带动对公司营收增长。

图32：国内豪华车前八品牌销量与销量占比

品牌	2018 销量	2018 增速	2018 市占率	2019 1-7月销量	2019 1-7月同比	2019 1-7月市占率
奔驰	670898	11%	23.6%	404092	2.90%	24.67%
奥迪	651995	7.7%	23.1%	368094	2.50%	22.47%
宝马	625755	13.4%	22.3%	404023	16.60%	24.67%
凯迪拉克	201525	15%	7.1%	129298	2.10%	7.89%
雷克萨斯	164707	26.5%	5.7%	109933	31%	6.71%
沃尔沃	124625	10.9%	4.4%	80342	12.30%	4.90%
捷豹路虎	141500	-10.6%	4.9%	51449	-32%	3.14%
保时捷*	78294	10.9%	2.7%	49709*	28%	3.03%

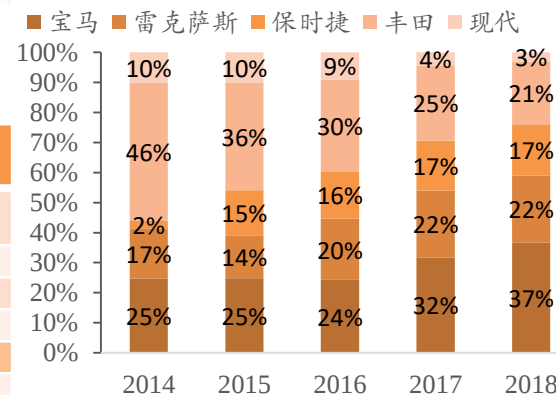
图33：公司18年品牌门店数及19年规划

品牌	18年门店数量	19年规划
宝马	23	23
雷克萨斯	10	14
丰田	11	12
保时捷	4	7
奥迪	-	1
Mini	-	1

图34：港股经销商18年品牌收入占比

收入占比	奥迪	宝马 /Mini	奔驰	雷克萨斯	捷豹路虎	保时捷	豪车合计	丰田	现代	中高档 合计
中升控股	10.0%	8.0%	29.7%	14.0%			70.0%	18.0%		30.0%
永达汽车							81.8%			18.2%
广汇宝信		50.0%			~16.5%	~6%	88.8%			11.2%
正通汽车							90.0%			10.0%
美东汽车		36.7%		22.3%		17.1%	76.1%	20.9%	3.1%	23.9%
和谐汽车		77.0%		12.0%						

图35：公司各品牌新车收入结构



三、豪华车门店持续扩张，受益品牌强劲增长



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

3.5.1 强势产品周期助公司持续高速增长

- 今年宝马销量提升主要得益于SUV车型的热销。宝马在中国将延续产品进攻态势，18下半年上市的X3销量强劲，19年上半年月销量近1万，新3系325车型刚于6月上市，预计下半年进入销售爬坡期，将为带动宝马销量持续增长，且320和330车型将于20年上市。公司宝马店单城单店的比例达70%，销量提升预计将可为售后收入作进一步贡献，毛利率也相对较高。
- 雷克萨斯混动车型销量同比增长43%，热销车型ES更在4月销量破万，1-7月共售出6.3万辆，成为雷克萨斯旗下第一款单月销量破万的车型。下半年雷克萨斯将推出RX加长版等，提供6座/7座选项，预计将为上半年售出超过1.7万辆的RX再添动力。雷克萨斯在国内注重销售质量，如客户满意度和库存管理等，现时正处于供不应求及没有折扣的状态，经销商基本接近没有库存，购买者的等车周期为3个月以上，整体凸显品牌价值塑造在客户中颇有成效。

图40：公司宝马和雷克萨斯品牌对比全国销量增速

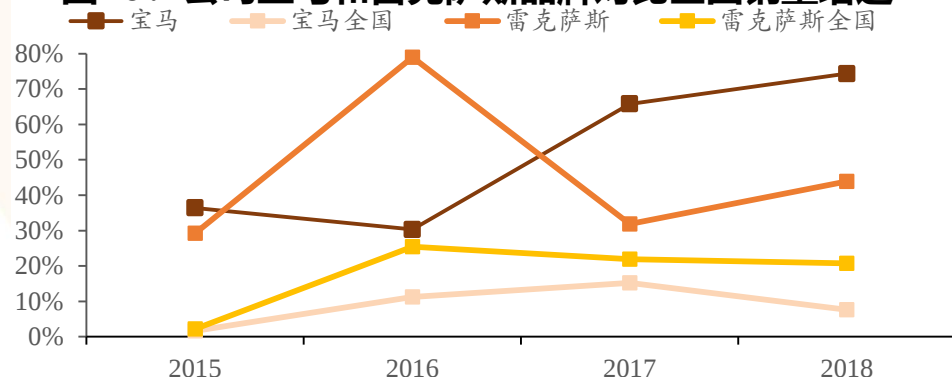


图41：公司宝马及雷克萨斯单城单店数占比

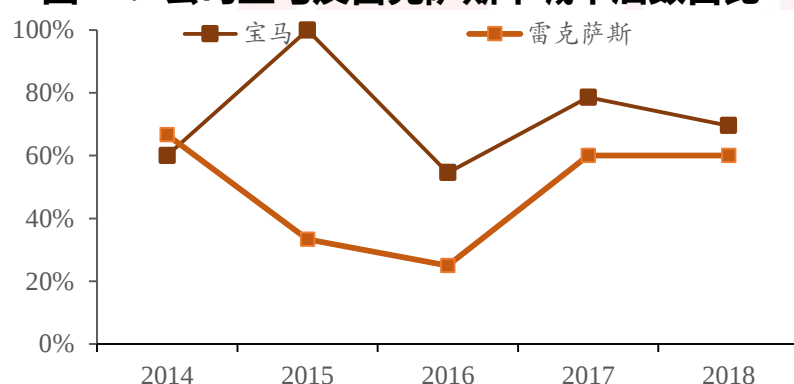


图42：19年上半年部分雷克萨斯和宝马强势新车

品牌	型号	上市时间	类别	销量	价位 (万)
宝马	X3	2018	SUV	5.8万	35-50
宝马	X5	2018	SUV	1.1万	80-90
雷克萨斯	ES	国六	轿车	6.3万	30-50

图43：19年下半年部分雷克萨斯和宝马改款/新车型

品牌	型号	上市时间	类别	价位 (万)
雷克萨斯	改款RX L	9月	SUV	40-80
雷克萨斯	中改LX570	8月	SUV	129-141
宝马	改款X1	三季度	SUV	20-30
宝马	国产X2	年内	SUV	25-35
宝马	新3系	6月	轿车	31-36

三、豪华车门店持续扩张，受益品牌强劲增长



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

3.5.2 强势产品周期助公司持续高速增长

- 今年保时捷销量提升主要得益于SUV车型的热销及关税下降，19年4月以来保时捷陆续推出符合国六标准的车型，逆转了年初销量同比下降的趋势，下半年将推出全新911 Carrera和卡宴Coupe车型。公司豪车销售中保时捷毛利率最高，公司18年新开2家保时捷门店，单城单店占比为75%，而今年将有3家新店，预计将为公司收入和毛利带来更高的贡献。
- 丰田中国表现平稳，广汽丰田表现较为突出，1-7月销量同比增长22%，其中新一代雷凌7月首月销量即突破2万，凯美瑞月销量稳定在1.5万辆，而丰田下半年还将推出新一代卡罗拉和亚洲龙，在整体车市下行的大背景下日系如丰田取得较好的销量，预计19年全年将可保持增长。

图44：公司保时捷和丰田品牌对比全国销量增速

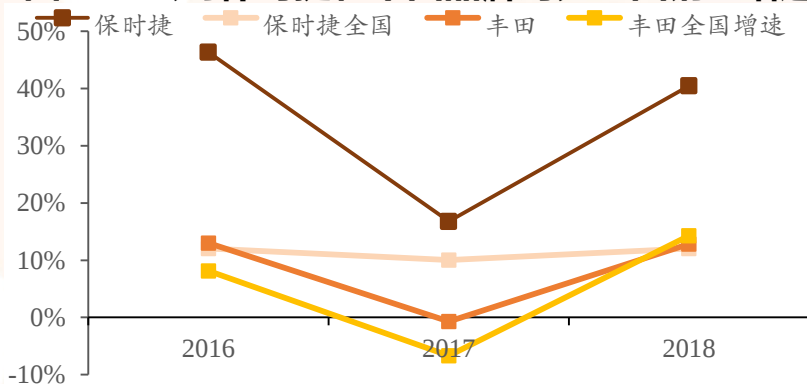


图46：19年上半年部分保时捷和丰田强势新车

品牌	型号	上市时间	类别	销量	价位（万）
保时捷	卡宴	国六	SUV	1.5万	90-190
保时捷	Macan	国六	SUV	1.6万	55-110
丰田	卡罗拉	2014	轿车	17万	11-15
丰田	凯美瑞	2017	轿车	10万	18-28

图45：公司保时捷及丰田单城单店数占比

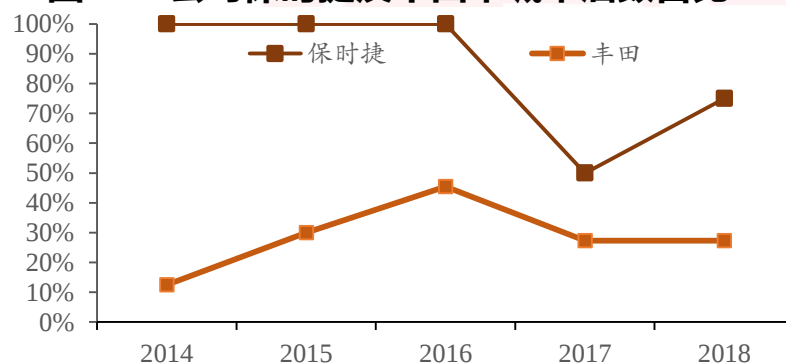


图47：19年下半年部分保时捷和丰田改款/新车型

品牌	型号	上市时间	类别	价位（万）
保时捷	911	11月	跑车	未公布
保时捷	Cayenne Coupe	8月	SUV	100-190
丰田	雷凌	7月	轿车	12-15
丰田	卡罗拉	8月	轿车	12-16

04 售后增速领先，结构逐步优化

- 公司售后业务比重上升，增速领先同行
- 店龄结构偏年轻，售后仍有较大提升空间，同店售后增长较快
- 售后毛利率领先同行，预料结构及吸收率将逐步优化
- 增值服务仍有较大提升空间，单店盈利近年持续上升

四、售后增速领先，结构逐步优化

4.1 公司售后业务比重上升，增速领先同行

- 近年来售后收入及占比持续上升，18年占总收入的11.7%。公司售后收入在近几年新车业务快速增长的背景下保持快速增长，18年同比增43%至12.9亿元。售后收入占比近年也逐步上升，售后增长主要由于公司持续拓展豪华车销售网络及豪车销量占比持续提升，加上在单城单店的策略下，客户忠诚度更高，售后服务粘性更强带来更高的售后收入增长。
- 售后收入增速领先同行，服务宗数逐步增加。18年公司售后服务宗数同比增21%至37.3万次，服务宗数随着公司累计客户增加及新车销量持续增长而每年上升。港股同行中，公司售后收入增速近3年持续领先同行且保持在30%以上。

图48：公司售后收入（百万元）及增速

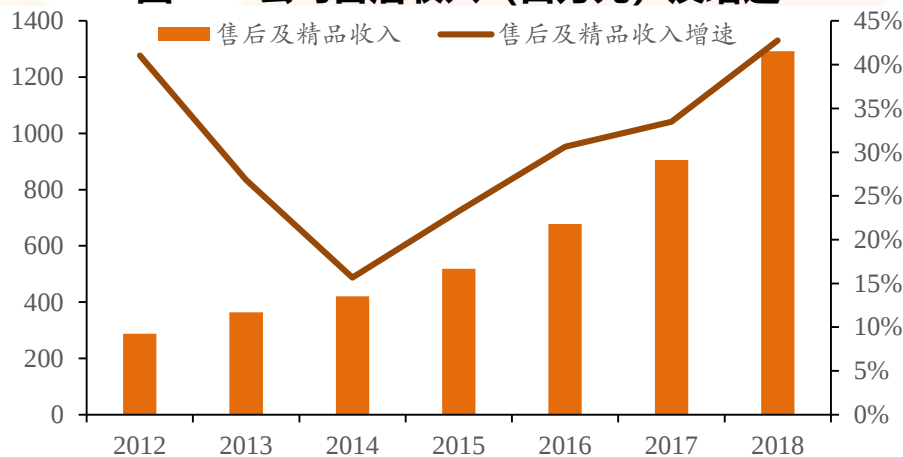


图49：港股经销商售后收入增速

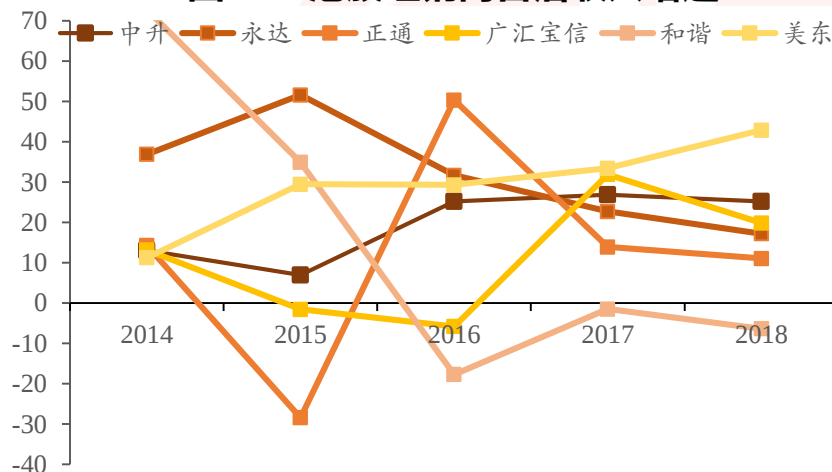


图50：公司售后服务宗数及增速

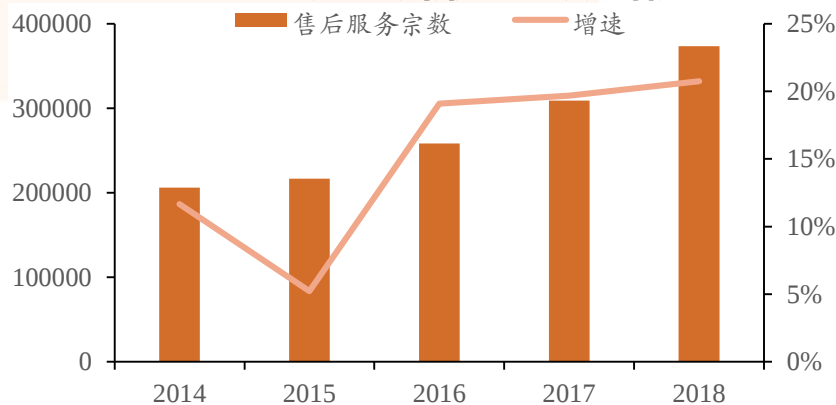
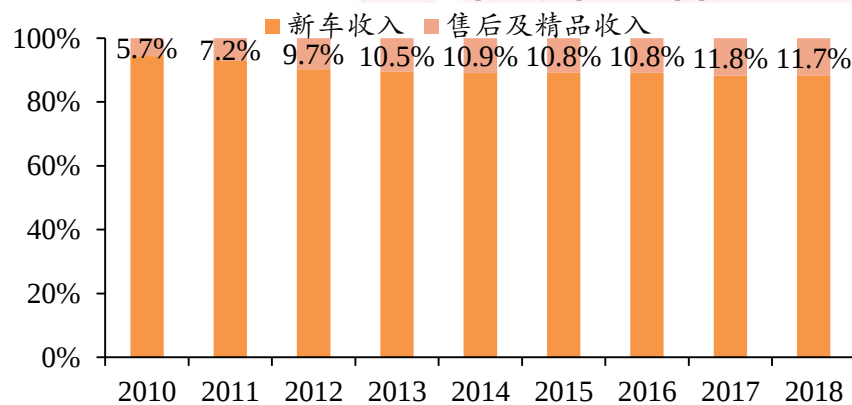


图51：公司售后及新车收入占比



四、售后增速领先，结构逐步优化



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

4.2 店龄结构偏年轻，售后仍有较大提升空间，同店售后增长较快

- **门店年龄较年轻，公司售后业务后续仍有较大提升空间。**公司近年新店增速较快，18年门店平均店龄仅仅为4.1年，中位数为2.9年，3年以下占比为45%，未来门店会继续迈向成熟，3年以上占比有望上升，售后业务增长仍有较大空间。
- **同店收入增长占整体增长绝大部分，且售后同店增速高于新车销售增速。**除新店以外的同店新车和售后收入增速分别在34%和36%，较整体新车及售后增速低10和7个点，显示剔除新店的影响，原来的店仍保持高速增长，且售后收入增速高于新车收入增速，同店带来的售后能力较强。除新店后的同店增长18年在30%以上，如再除掉近2年开店后同店仍有20%以上的增长，显示公司整体同店增长较为稳定。
- **公司重视数据收集及分析，以更好地了解客户需求并提升服务质量。**如18年，公司统计潜在用户平均到店3次以上，售后客户平均返店2次，各种形式互动10次左右，使得公司每年都有数以百万计的客户互动数据分析，持续分析客户的消费模式和喜好来做出相应的决策，提升售后服务质量。

图52：公司18年店龄结构

■ 少于1年 ■ 1-3年 ■ 3-5年 ■ 5年或以上

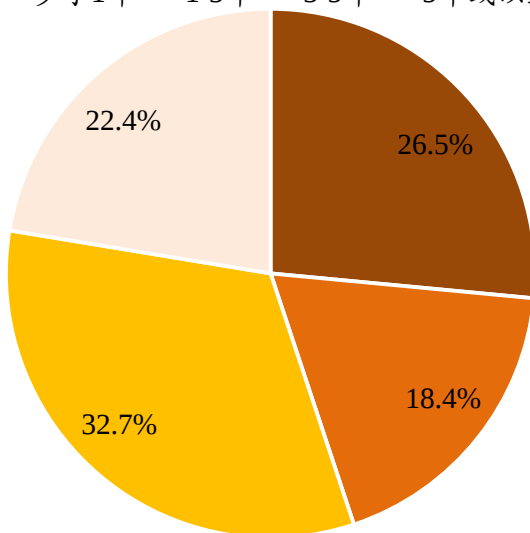
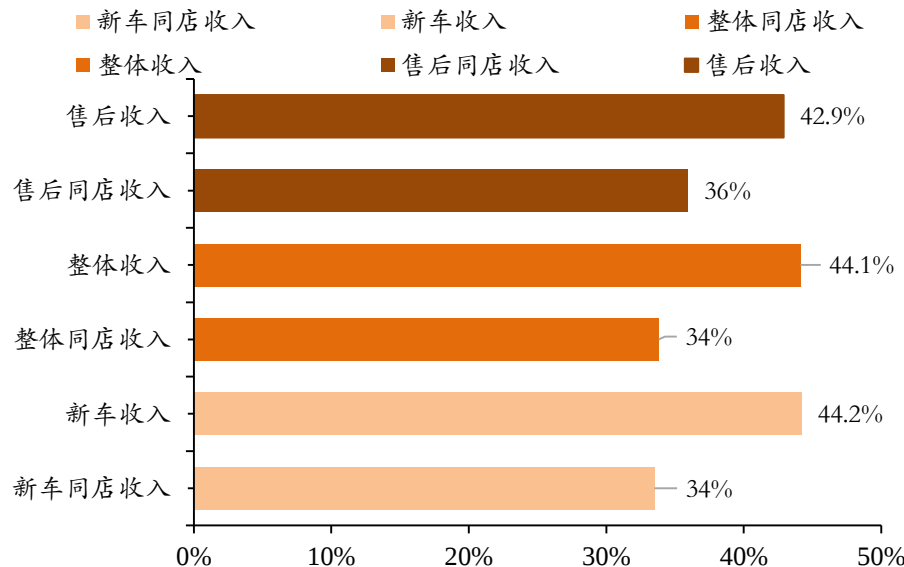


图53：公司18年整体及同店收入增速



四、售后增速领先，结构逐步优化

4.3 售后毛利率领先同行，预料结构及吸收率将逐步优化

- **豪车占售后收入约74%，其中宝马贡献43%。**由于宝马单城单店比例较高及客户对售后需求较大，其贡献了最大部分的售后收入，而丰田和雷克萨斯各自占约两成，随着19年分别新开4家雷克萨斯和3家保时捷店，其售后收入占比有望提高。18年售后毛利占比同比增4.2个百分点至58%，近年维持在53-58%的水平，随着客户累计及店龄成熟后续毛利结构将进一步优化。
- **公司售后毛利率持续领先同行。**尽管售后毛利率因近年销售成本增长而有所下滑，但公司的毛利率区间较窄，18年为48.2%且持续领先同行，主要是其豪车销量占比持续提升，加上单城单店售后粘性高，以及公司注重数据化管理售后服务。
- **近年来售后吸收率在88%左右震荡。**18年达到89%，主要由于新店新增较多，售后收入增长仍需时间沉淀，待门店成熟后吸收率有望提高，特别单城单店，如东莞的雷克萨斯门店售后吸收率超过200%，当售后毛利覆盖店的经营费用后将增强业绩稳定性。

图54：港股经销商售后毛利率 (%)

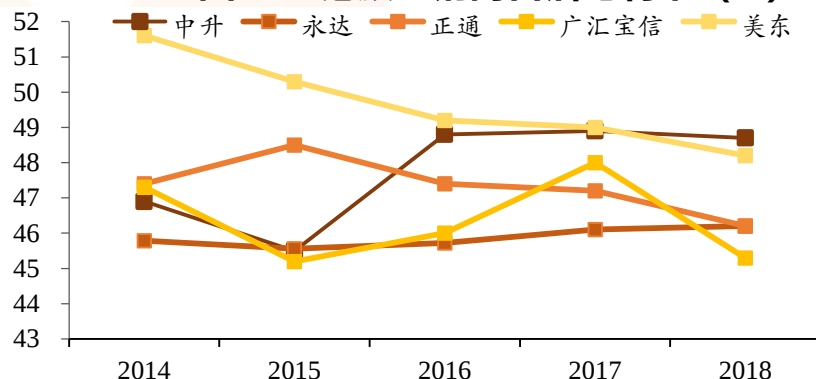


图56：公司售后吸收率

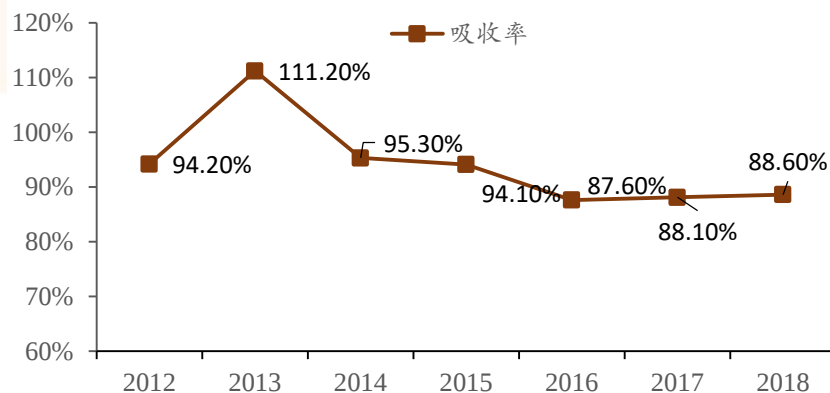


图55：公司18年售后收入结构

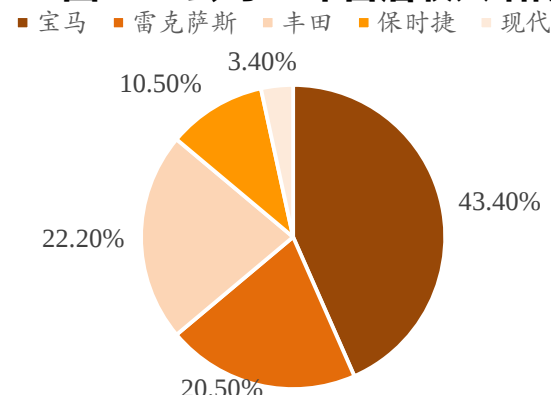
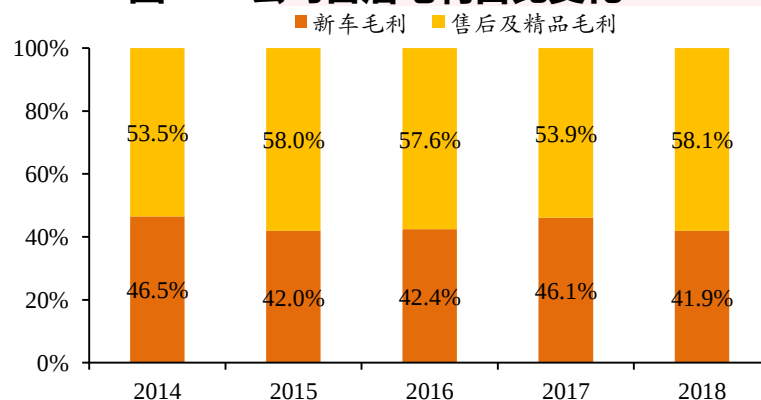


图57：公司售后毛利占比变化



四、售后增速领先，结构逐步优化

4.4 增值服务仍有较大提升空间，单店盈利近年持续上升

- 公司佣金收入规模较小，增速较快，占总毛利比例有待提升。18年佣金收入同比增32%至7526万元，主要是保险、汽车金融等服务的佣金收入增长高，而该收入占总毛利（新车+售后+佣金）比例近年维持在6.5%左右，未来仍有较大提升空间。
- 公司单店盈利近3年维持正增速，单店毛利增速领先于同行。单店毛利近3年维持正增速且在同行中属领先地位，而在门店增速20%以上以及18年行业下行的背景下，近3年单店盈利仍保持上升，18年同比增4%至7.4百万元，主要受益于经营管理效率提高、品牌结构优化、售后毛利贡献上升以及有效的单城单店策略。

图58：港股经销商单店毛利增速

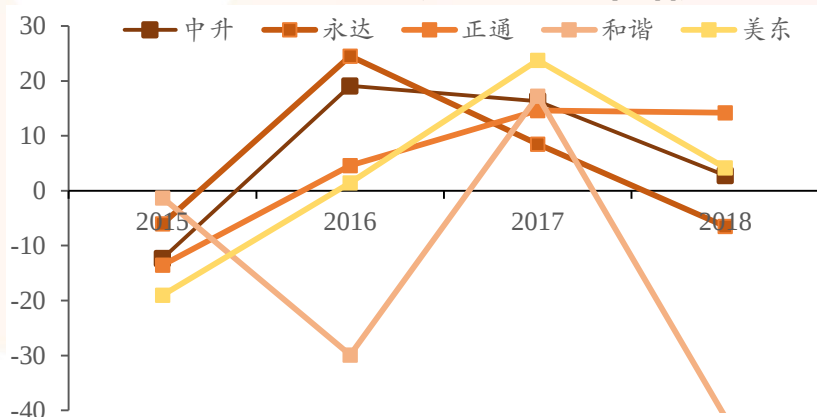


图59：公司增值服务佣金收入（百万元）及增速

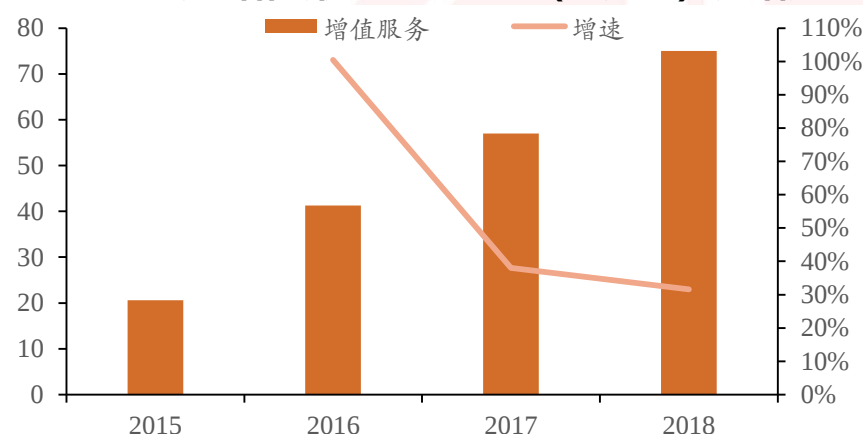


图60：公司单店盈利及增速

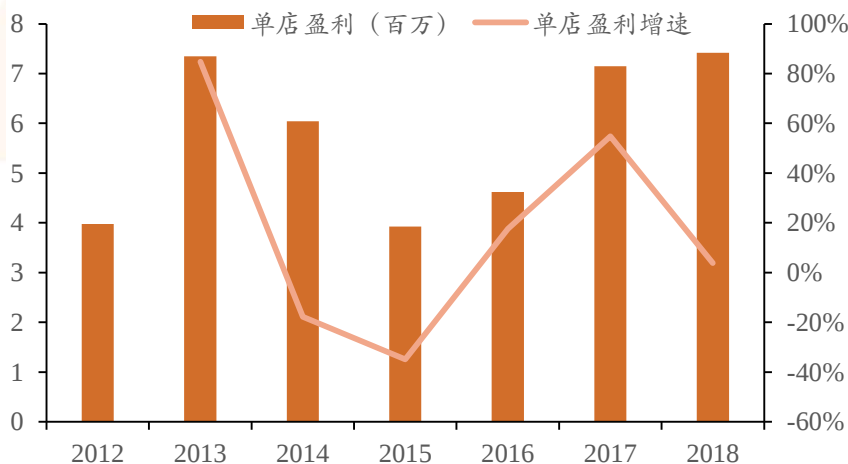
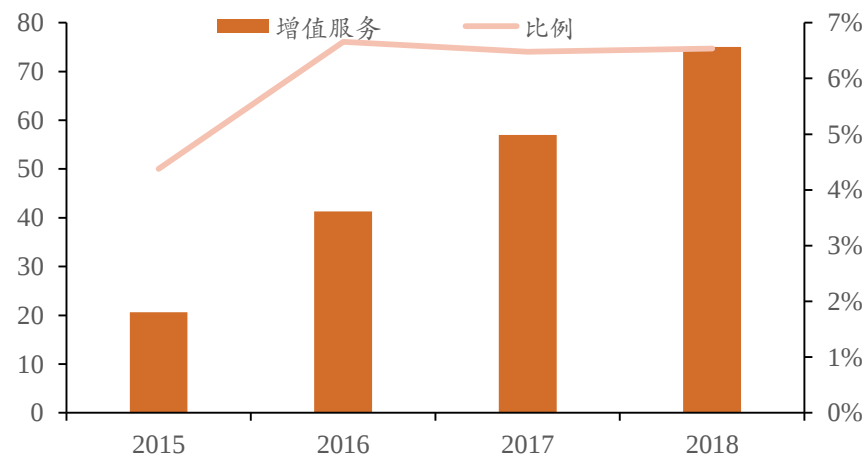


图61：公司增值服务佣金收入占总毛利比例



05 业绩快速稳步增长，经营效率领先

- 营收增速领先同行，成长性优势及盈利能力突出
- 三费管理能力显著，经营效率优势明显
- 库存周转能力持续领先，现金流稳定增加
- 公司持续高股息及派息比率策略，投资回报高企

五、业绩快速稳步增长，经营效率领先



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

5.1 营收增速领先同行，成长性优势及盈利能力突出

- **营收近5年CAGR为26%，增速领先同行。**在中国汽车行业下跌大环境下公司营收仍保持强劲增长，18年首次突破百亿元且44%的增速达到上市以来高位，近三年均超过20%，5年CAGR为26%，营收增长三倍，主要受益于公司持续扩店，宝马、雷克萨斯、保时捷等豪华品牌销量增速强劲，经营效率持续优化，以及售后收入持续增长。
- **盈利能力及增速处于行业领先地位，净利润5年CAGR为27.9%。**公司净利润近年大幅提升，18年同比增31.6%至3.63亿元，增速领先港股同行，得益于良好的成本费用管理控制。公司盈利能力也处于行业领先地位且走势较为稳定，18年毛利率和净利率分别为9.7%和3.3%，主要豪车收入占比提升及售后毛利率较同行高所致，净利润5年CAGR为27.9%，5年内上升三倍。

图62：公司营收（百万元）及增速

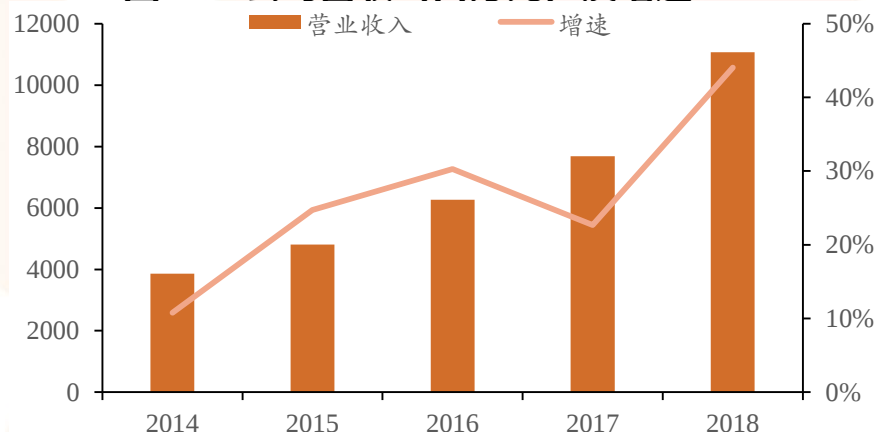


图63：公司归属股东净利（百万元）及增速



图64：港股经销商年度毛利率走势

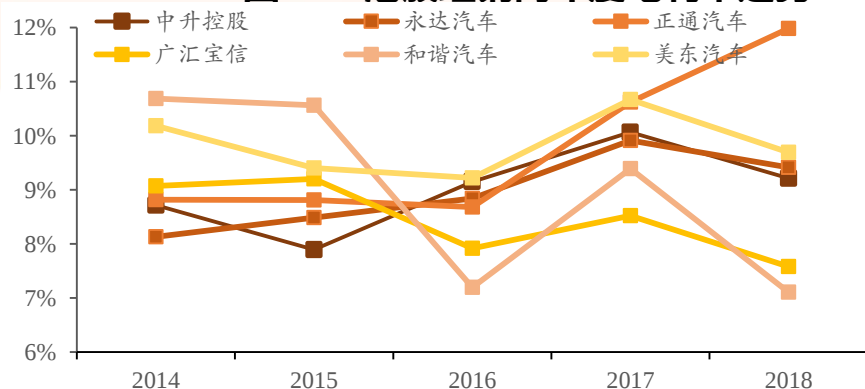
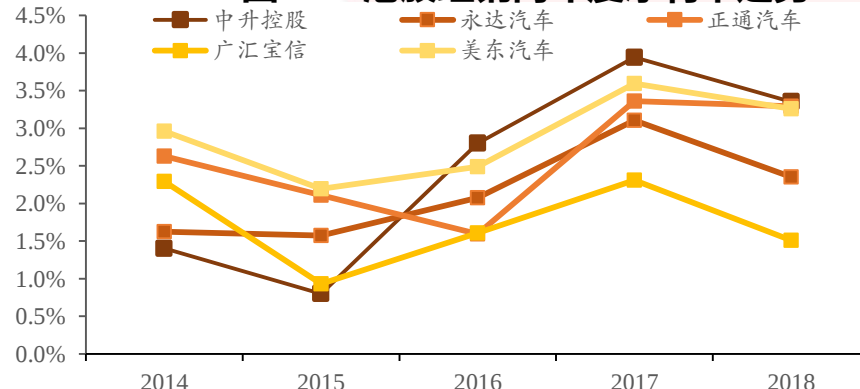


图65：港股经销商年度净利率走势



五、业绩快速稳步增长，经营效率领先



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

5.2 三费管理能力显著，经营效率优势明显

- **公司三费始终处于行业较低水平，费用管理能力提高。**对比17年三费费率7.3%，18年三费费率仅为6.9%，在公司规模快速扩张的基础上，由于公司快速的库存周转及现金周转周期，财务费用控制较好，属于行业最低水平，而18年分销成本及行政开支增速均低于营收增速，体现了公司良好的费用管控能力。
- **资产负债率处于同行最低水平，公司长期偿债能力较为优秀。**公司资本支出近两年有提升，主要是17和18年分别新增5家和10家店，所以增幅较大，但公司收购投资均由自有资金支付。

图66：公司三费费率年度变化

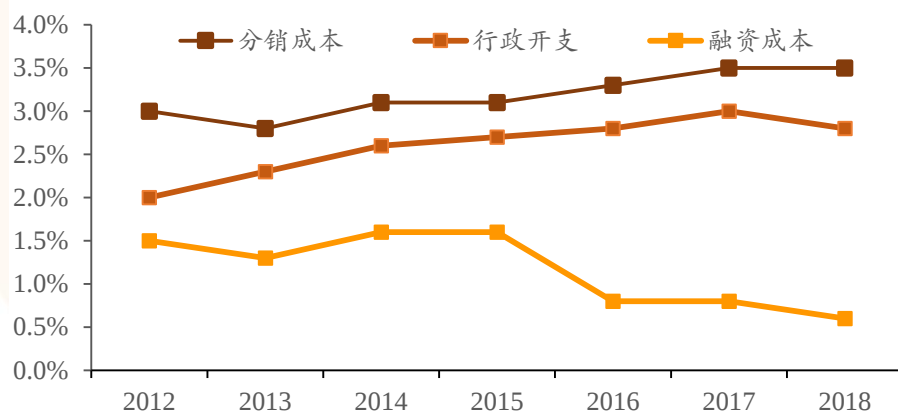


图67：公司资本开支（百万元）及增速

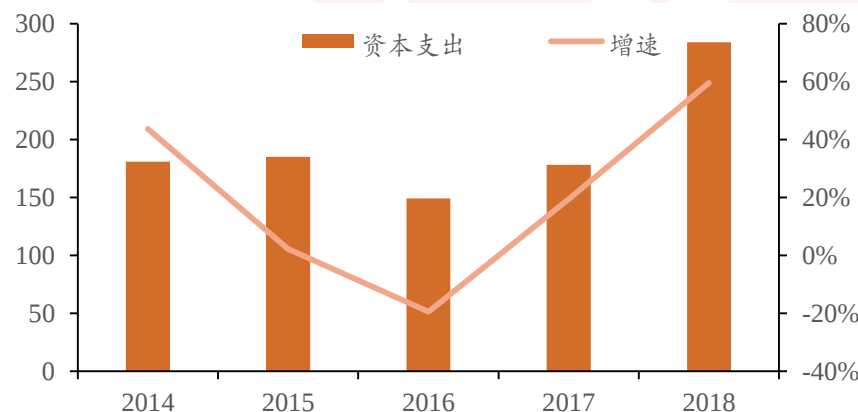


图68：港股经销商年度三费占比

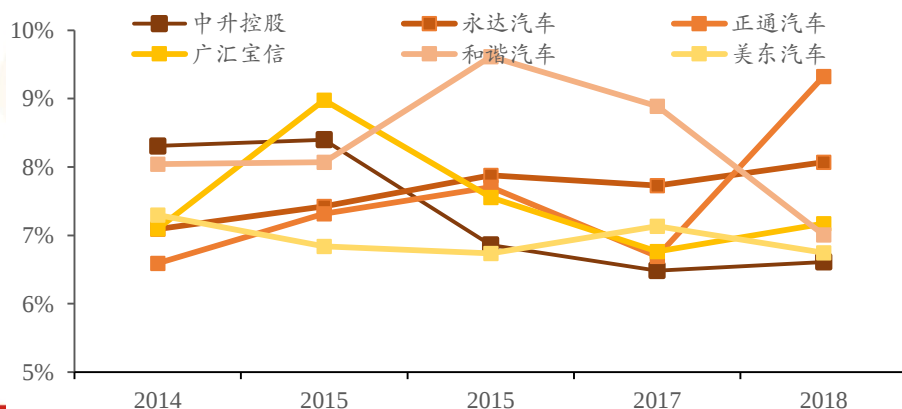
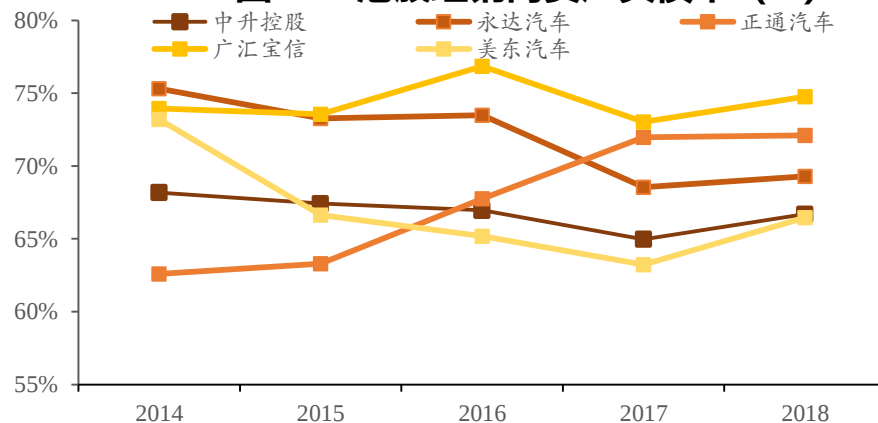


图69：港股经销商资产负债率 (%)



五、业绩快速稳步增长，经营效率领先

5.3 库存周转能力持续领先，现金流稳定增加

- **库存管理及现金周转天数逐步下降且属于同行中最低水平。**公司强调并坚持高周转的经营原则，并持续每日监督库存水平数据，其库存周转天数在18年达到历史最低位的28天，较17年下降4天，而现金周转天数有从17年的7天下降至18年的5天。
- **持续高效周转产生充足现金流。**公司18年现金及等价物占总资产比例达到历史高位的21%，也属行业领先地位，现金及等价物增加3.2亿元至8.7亿元，经营活动现金流同比增10.6%至4.2亿元，说明公司高效的数字化管理库存周转带来现金流入持续增长，资金充足为未来门店扩张提供有力支持。

图70：公司年度库存周转天数

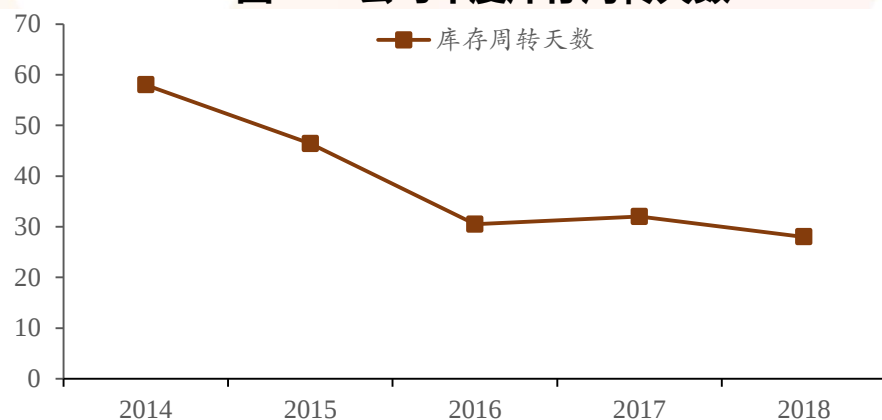


图71：港股经销商现金周转天数

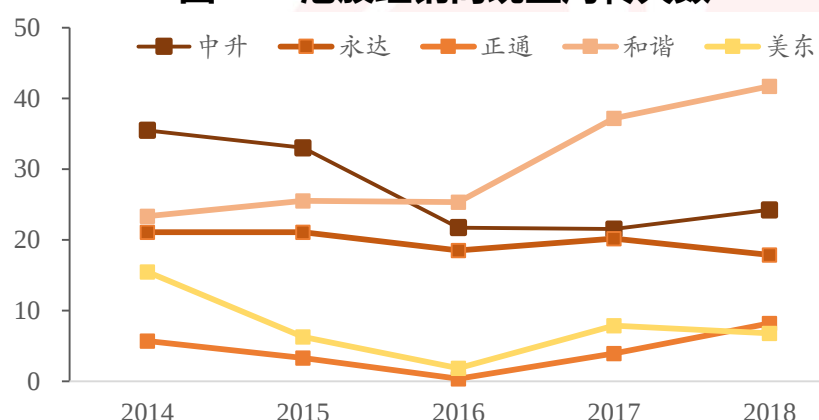


图72：主要经销商现金及等价物占总资产比例

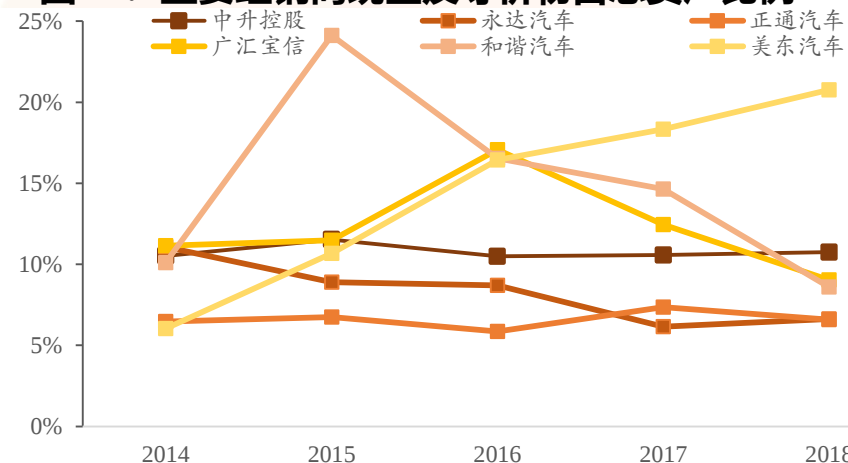
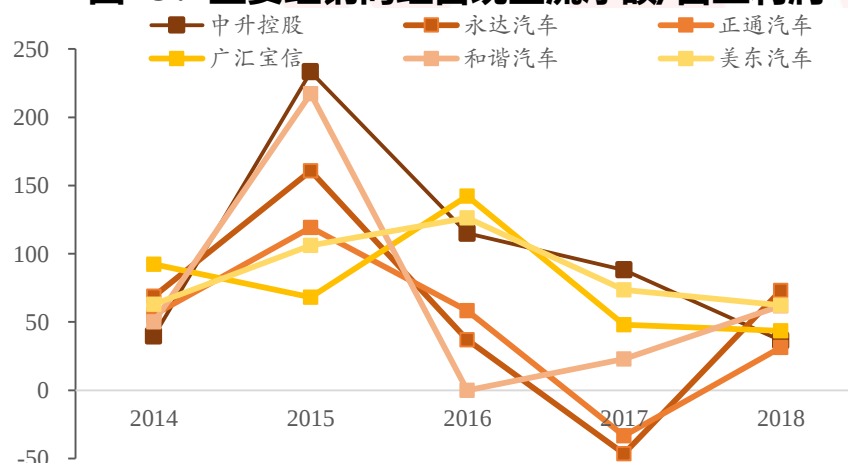


图73：主要经销商经营现金流净额/营业利润



五、业绩快速稳步增长，经营效率领先



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

5.4 公司持续高股息及派息比率策略，投资回报高企

- **公司重视资产及资本效率，ROE、ROIC和ROA均处于行业领先水平。**公司经营目标为使用有限的资产及资本投入创造最大的收益回报，所以在衡量扩张时考量品牌、地点以及能否快速达到收支平衡的关键要点，确保扩张同时保持财务稳健，近年公司ROE、ROA和ROIC均逐步上升。
- **始终维持高股息及派息比率政策。**公司创办人持股比例最好，利益与股东一致并维持高派息率，主要是现金充裕及利润持续高增长。18年派息比率达到40%，近年均维持40%以上，公司自2013年上市以后总股息达到每股0.42元，占总净利润的42%，而今年股息率保持在4%以上，18年为4.9%。

图74：港股经销商年度ROE水平 (%)

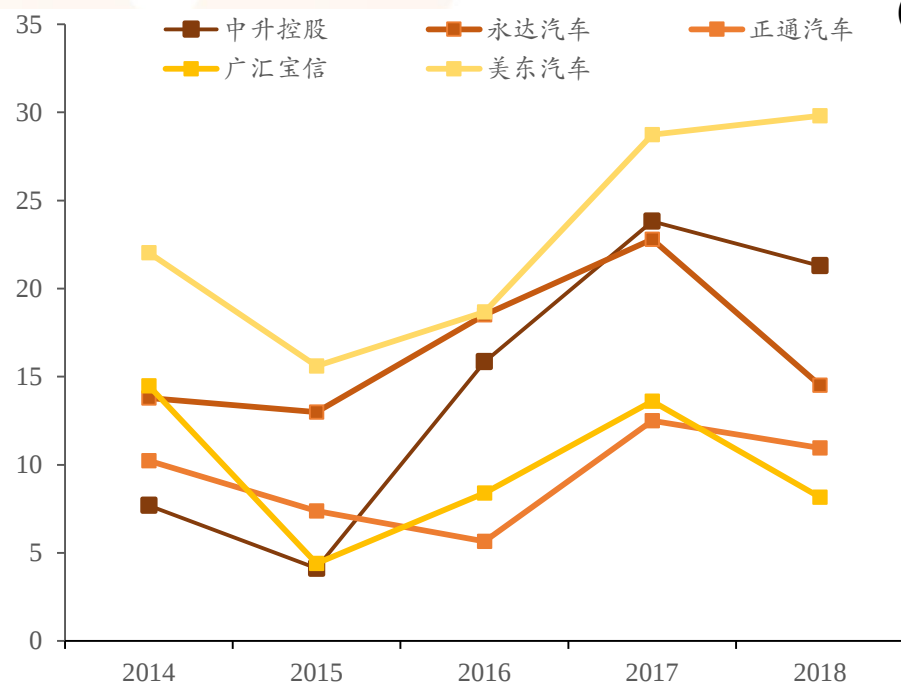


图75：公司年度ROA及ROIC

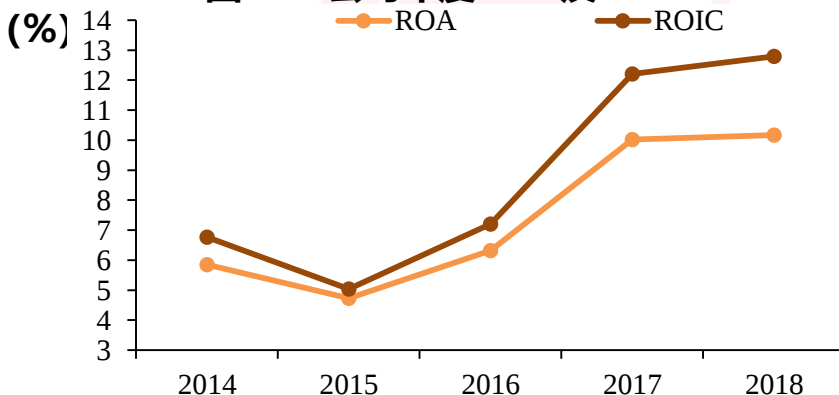
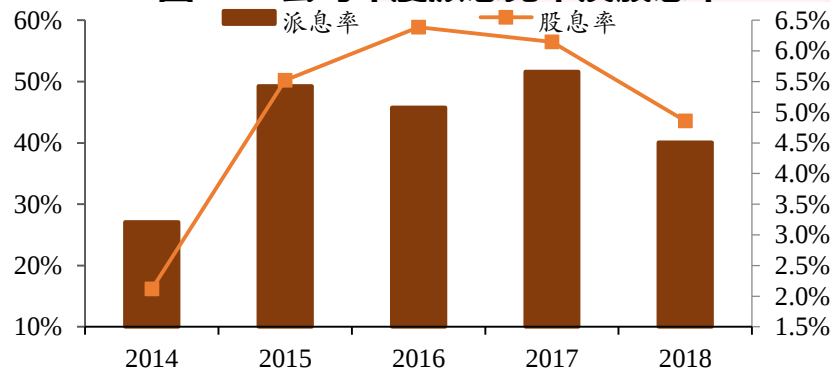


图76：公司年度派息比率及股息率



06

公司估值、盈利预测

- 今年以来估值有所修复，但仍处于历史较低水平
- 按照我们对19年的预测，给予公司13倍P/E估值，对应目标价为6.67港元

六、公司估值、盈利预测

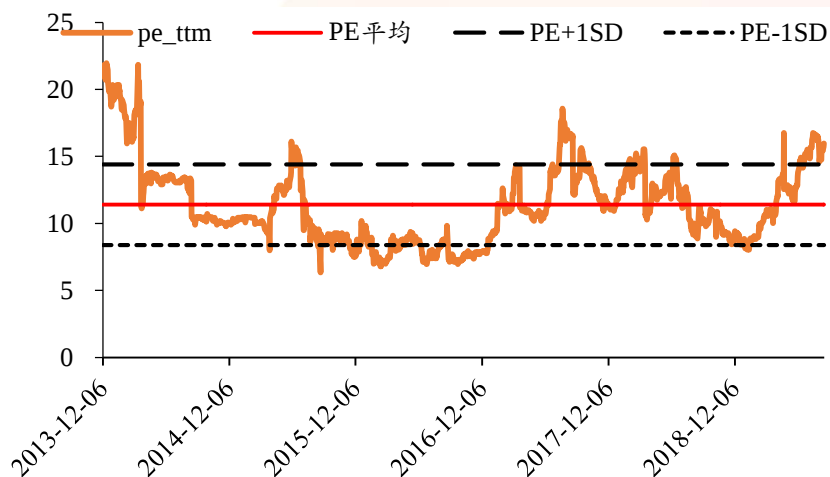


廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

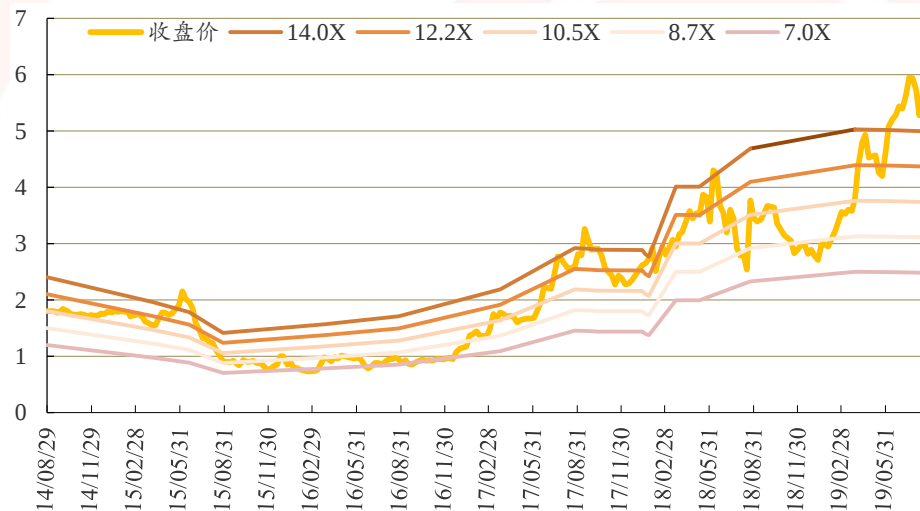
6.1 今年以来估值有所修复

- 美东估值19年以来有所修复，近年变动区间为8.32至17倍，现时PE为16.75倍较年初8.8倍有所上升，处于均值加一个标准差的14.2倍附近的位置。对比港股同行，美东的16.75倍高于其他港股同行，行业现时平均为8.9倍PE，高于18年的6.6倍。

图表77：中美东汽车过往PE走势



图表78：美东汽车PE-BAND



图表79：港股经销商估值表格

股票代码	股票名称	股价	市值 (亿港元)	EPS 18	PE 16	PE 17	PE 18	PE 最新	PB 16	PB 17	PB 18	PB 最新
0881.HK	中升控股	23.7	538.39	1.60	16.65	13.48	7.76	12.20	1.14	2.45	1.76	2.42
3669.HK	永达汽车	6.9	127.06	0.68	8.54	12.78	4.66	8.89	1.10	2.31	0.87	1.24
1728.HK	正通汽车	2.7	66.46	0.50	8.13	20.58	6.97	4.76	0.49	1.69	0.81	0.48
1293.HK	广汇宝信	1.5	42.56	0.20	-35.76	12.79	6.93	6.59	0.85	1.53	0.76	0.53
3836.HK	和谐汽车	2.2	32.71	0.45	6.34	-67.92	4.36	4.19	0.62	1.30	0.57	0.42
1268.HK	美东汽车	6.0	69.37	0.32	9.26	11.80	8.85	16.75	1.36	2.58	2.36	4.41
	行业平均	7.2	146.1	0.6	2.2	0.6	6.6	8.9	0.9	2.0	1.2	1.6

六、公司估值、盈利预测



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

6.2按照我们对19年的预测，给予公司13倍P/E估值，对应目标价为6.67港元

- 估值与盈利预测：**我们预计公司2019-2021年EPS分别为0.53、0.65、0.80港元，对应P/E分别为10.4、8.2、6.7倍。公司持续有效执行单城单店策略，加上受益于其经营品牌处于强产品周期和每年持续扩店，以及数据化细致管理使得经营效率领先，收入及利润增速领先同行，我们认为公司可享有比同行好的估值，按照我们对19年预测，给予公司13倍P/E估值，对应目标价为6.67港元，维持给予“强烈推荐”评级，较现价6港元有11.2%的提升空间。

图表80：美东汽车利润表预测（百万元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,682.71	11,067.42	14082.5	17320.8	21043.6
营业成本	-6862.97	-9994.48	12582.8	15381.3	18592.9
毛利	819.75	1,072.94	1499.72	1939.42	2450.75
其他收入	99.06	153.93	207.81	259.76	324.70
销售费用	-272.45	-390.54	-506.97	-640.87	-799.66
管理费用	-230.33	-312.78	-422.48	-536.94	-673.40
营业利润	416.03	523.55	778.08	1021.36	1302.40
财务费用	-61.33	-63.19	-112.66	-173.21	-252.52
应占控制实体损益	23.02	30.88	32.00	34.00	36.00
除税前溢利	377.72	491.24	697.42	882.16	1085.87
所得税	-98.97	-127.78	-188.30	-238.18	-293.19
净利润(含少数股东权益)	278.75	363.46	509.12	643.97	792.69
少数股东损益	2.96	0.53	1.0	1.0	1.0
归属股东净利润	275.79	362.93	508.12	642.97	791.69



分析师简介:

刘伟浩: 广证恒生汽车行业分析师, 中山大学工商管理硕士, 浙江大学工业设计、计算机双学士。具有 A 股和港股跨市场的研究经验。2016 年加入广证恒生。

数据支持: 朱俊谦

股票评级标准:

强烈推荐: 6个月内相对强于市场表现15%以上;

谨慎推荐: 6个月内相对强于市场表现5%—15%;

中性: 6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动;

回避: 6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺:

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内, 公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。



广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心04楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。