

汽车行业：增值业务谁与争锋，且看经销商的突围

——汽车新趋势系列报告之（二）

汽车经销商的增值业务主要是指给车贷、车险经销提供的中介业务。增值业务有效解决了银行和保险公司缺乏下沉渠道的问题，而独立维修店等经销商的竞争对手又很难拥有4S店这样庞大的客流量，所以经销商增值业务的议价能力通常较高。目前头部经销商增值业务对利润的贡献率正在向新车销售业务看齐甚至超越。

经销商增值业务快速扩张，龙头广汇汽车 2011-2019 年间增值业务收入 CAGR 高达 43%，主要原因是消费者汽车金融意识的提升和经销商对高毛利增值业务的重视。具体来讲：1) 车主金融消费和保险意识增强，是由于在线车险等互联网平台提高了汽车金融行业的透明度，激发潜在客户的需求，有助于提升汽车金融渗透率。2) 增值业务与经销商传统业务形成协同效应，边际成本很低。

年内的车险改革对经销商的保险代理业务形成短期冲击，长期看将提升龙头的竞争力。2020 年 9 月 2 日，中国银保监会印发《关于实施车险综合改革的指导意见》，短期内将“降价、增保、提质”作为阶段性目标。我们推测改革后车均保费下降 10%-20%，经销商车险佣金费率或大幅下降 25%-50%，短期利润率会受到一定影响。长期看，车险改革提高了行业透明度，一定程度上缩减了 4S 店保险渠道与保险公司、网络保险等渠道的保费差距，使得车主可能倾向于选择更方便高效的 4S 店投保，将提升经销商的车险渗透率和续保率。头部经销商拥有更丰富的车源以及灵活的资源调配能力，与保险公司的议价能力更强，更容易开发新品类的保险产品来抵御此次车险改革带来的压力。例如广汇汽车已经开发了非车险、双保无忧等创新保险服务产品，保险渗透率不断提升。

经销商增值业务格局与新车销售格局相近——豪华品牌集中，普通品牌极度分散。由于经销商增值业务是以新车销售业务为基础，购车、办车过程中门店可提供的流量入口很多。考虑到豪车车主的偏好，豪华品牌贷款渠道的价值更高，因此豪华经销商渠道的车贷市场比银行车贷市场集中。

投资策略：建议关注头部经销商集团。包括增值业务初具规模的广汇汽车、中升控股，以及销量成长空间大，增值业务占比提升潜力也较大的永达汽车和美东汽车。

风险提示：乘用车销量不及预期；经销商增值业务增长不及预期。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)			PE			PB	评级
	19A	20E	21E	19A	20E	21E		
广汇汽车	0.32	0.26	0.37	11.0	13.6	9.5	0.79	推荐
中升控股	1.98	2.32	2.81	14.4	19.5	16.1	3.97	推荐
永达汽车	0.75	0.82	1.01	11.0	10.1	8.1	1.42	强烈推荐
美东汽车	0.58	0.77	0.94	56.1	42.7	32.2	12.7	推荐

资料来源：wind、东兴证券研究所

2020 年 09 月 25 日

看好/维持

汽车

行业报告

未来 3-6 个月行业大事：

2020 年 10 月各车企披露三季度报告

行业基本资料

占比%

股票家数	5	1.87%
重点公司家数	-	-
行业市值(亿元)	2742.84	4.84%
流通市值(亿元)	2742.84	9.88%
行业平均市盈率	3.79	/
市场平均市盈率	1.62	/

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘一鸣

021-25102862

liu_ym@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520050003

研究助理：张觉尹

021-25102862

zhangjueyin@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070035

目 录

1. 增值业务：新商业模式，新利润增长点	4
1.1 增值业务是什么？	4
1.2 什么限制了国内早期增值业务的发展？	5
1.3 现状：增值业务大大提升了经销商的议价能力	7
2. 新车险改革对增值业务形成短期冲击，长期利好头部经销商	10
3. 增值业务格局如何？	11
4. 重点标的	12
4.1 广汇汽车	12
4.2 中升控股	12
4.3 永达汽车	13
4.4 美东汽车	13
5. 风险提示	13
相关报告汇总	14

插图目录

图 1: 汽车经销商主要业务.....	4
图 2: 汽车经销商融资租赁业务流程.....	5
图 3: 广汇汽车增值业务规模.....	5
图 4: 主要经销商的增值业务利润.....	6
图 5: 国内经销商新车金融渗透率低于全球平均的 70%.....	6
图 6: 中国新车金融渗透率对比.....	6
图 7: 中国 2017 年新车金融市场结构.....	6
图 8: 汽车经销商营业利润拆分.....	7
图 9: 中国汽车信贷市场规模.....	8
图 10: 中国车险保费规模.....	8
图 11: 中国贷款市场报价利率 (LPR): 1 年.....	8
图 12: 经销商贷款中介业务收入规模测算.....	8
图 13: 广汇汽车利润贡献: 增值业务 vs 新车销售.....	9
图 14: 中升控股利润贡献: 增值业务 vs 新车销售.....	9
图 15: 永达汽车利润贡献: 增值业务 vs 新车销售.....	9
图 16: 美东汽车利润贡献: 增值业务 vs 新车销售.....	9
图 17: 2019 年宝马品牌经销商集中度 (按 4S 店数).....	12
图 18: 2019 年汽车经销商市场集中度 (按营收).....	12

表格目录

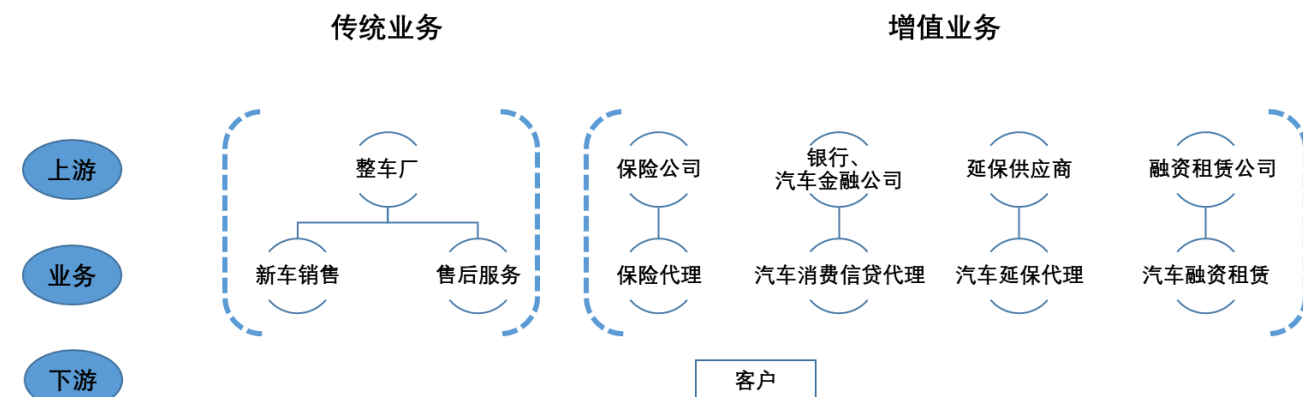
表 1: 2020 年 9 月 19 日开始施行的《关于实施车险综合改革的指导意见》.....	10
表 2: 车险改革对经销商保险代理业务的影响测算.....	11

1. 增值业务：新商业模式，新利润增长点

1.1 增值业务是什么？

汽车经销商的增值业务主要是指给车贷、车险经销提供的中介业务。通过开发增值业务，经销商的客户群体增加了银行和保险公司，购车者不再是唯一的客户群体。经销商通过布局车贷、车险的渠道，增强了在提供传统的汽车经销服务以外的业务附加值。增值业务既解决了银行和保险公司缺乏下沉渠道的问题，又为消费者提供了便利性，议价能力通常较高。增值业务不需要像传统的新车销售业务、维保业务一样投入大量硬件，容易获得较高的利润率。

图1：汽车经销商主要业务



资料来源：东兴证券研究所

(1) 保险代理业务

汽车经销商与保险公司达成合作，为门店购车客户（包括新车客户与二手车客户，下同）提供车险产品的咨询和出单等代理业务，收入来源为向保险公司收取的佣金。

(2) 车贷代理业务

汽车经销商与银行和汽车金融公司（可能是经销商子公司）达成合作，为门店购车客户提供汽车消费贷款的代理业务，收入来源为向银行和汽车金融公司收取的佣金。

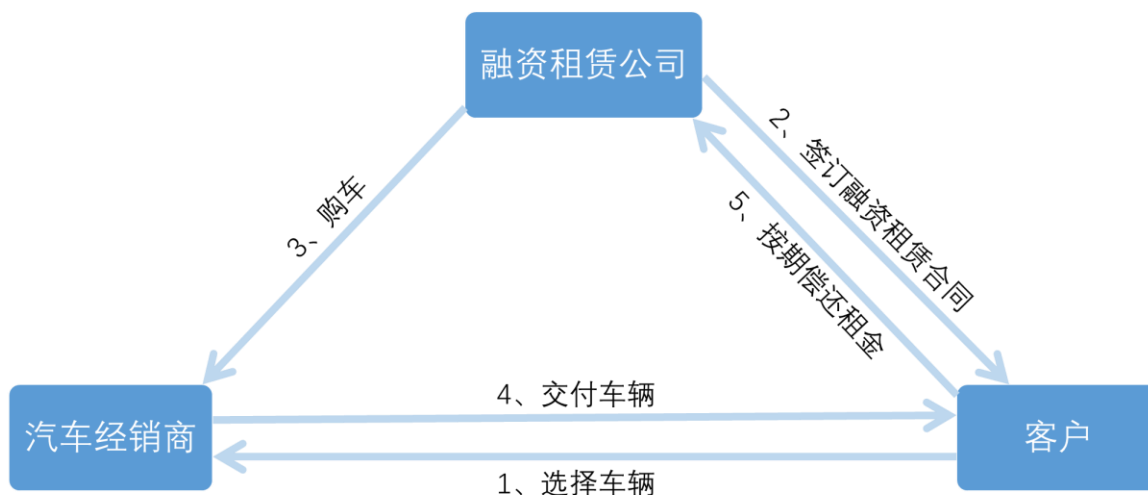
(3) 汽车延保代理业务

汽车经销商与专业延保供应商达成合作，为门店客户提供超过原厂保修期限的汽车保修服务，收入来源为向延保供应商收取的佣金。

(4) 汽车融资租赁业务（直租模式）

一般汽车经销商会成立专门的融资租赁子公司。子公司根据客户（可以是本经销商集团的门店客户，也可以是其他经销商集团的门店客户）的要求购买指定车辆，并按合同租给客户使用，客户分期支付租金。租赁期内，车辆所有权属于子公司，客户拥有车辆使用权。租赁期满后，客户按照名义价格购买车辆，车辆所有权归客户，或者客户委托公司处理车辆残值。经销商融资租赁业务利润主要是向客户收取的租金与资金成本的差额。

图2：汽车经销商融资租赁业务流程

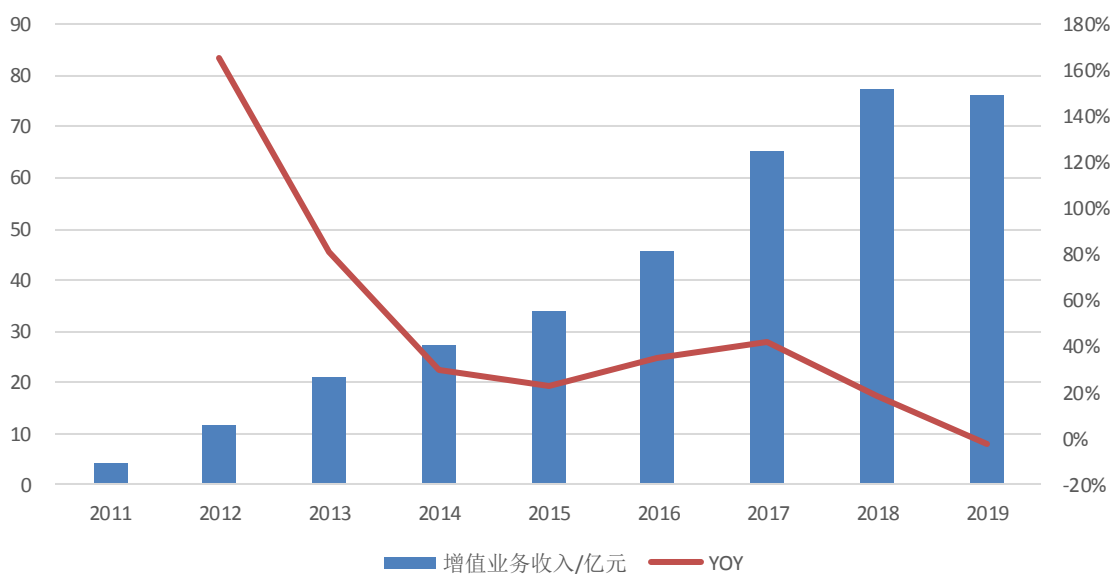


资料来源：东兴证券研究所

1.2 什么限制了国内早期增值业务的发展？

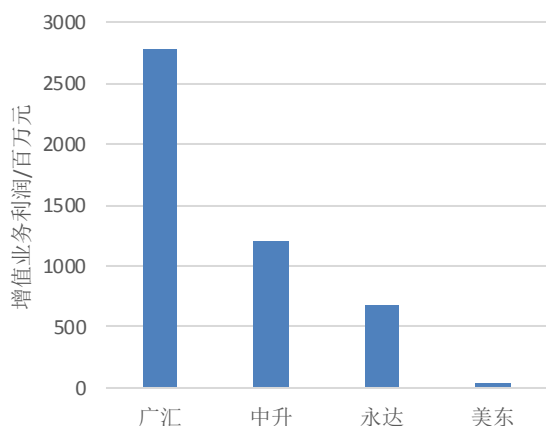
国内汽车经销商增值业务发展较晚且早期规模增长缓慢。以经销商龙头广汇汽车为例，广汇汽车是国内较早布局车险车贷代理业务和融资租赁业务的汽车经销商之一，但直到 2011 年公司增值业务规模仍不达 10 亿，同期新车销售业务收入已将近 540 亿。从新车金融渗透率来看，国内主要经销商的渗透水平也低于全球平均水平的 70%。

图3：广汇汽车增值业务规模



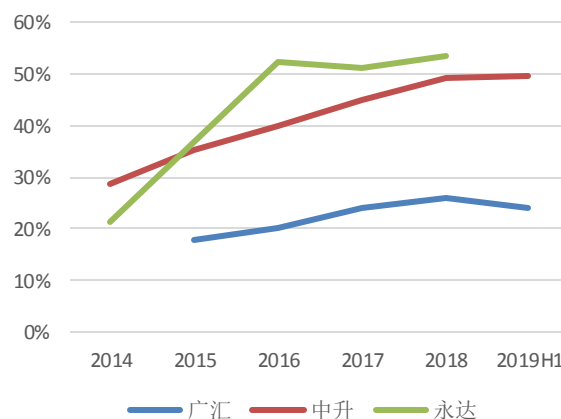
资料来源：广汇汽车公告；东兴证券研究所

图4：主要经销商的增值业务利润



资料来源：各公司公告；东兴证券研究所（数据时间为2019H1）

图5：国内经销商新车金融渗透率低于全球平均的 70%



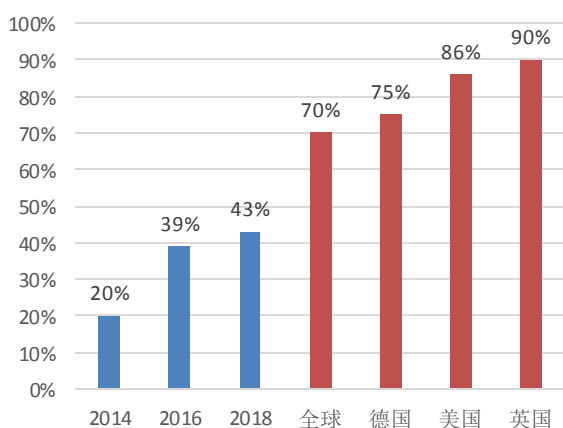
资料来源：各公司公告；东兴证券研究所

我们认为早期经销商增值业务发展缓慢的原因主要有：

➤ 需求端

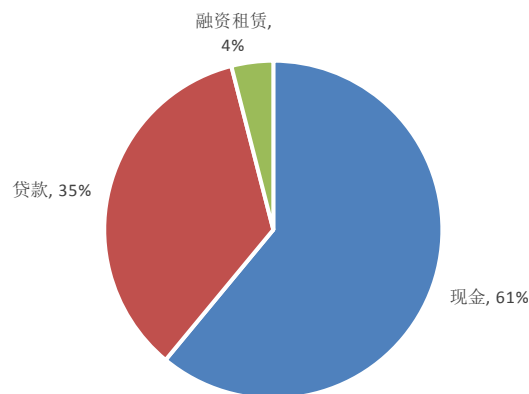
- 1) 之前贷款利率过高，消费者金融意识和保险意识薄弱，导致汽车金融渗透率低。汽车贷款业务中，30%左右的首付加上高额的利息和手续费，车辆落地费用并不比全款买车低。即使汽车金融公司有相关的贴息优惠，也往往只针对某些指定车型，且贴息时间较短。那么，贷款买车对于能够全款购车的消费者并没有很强的吸引力，而对没能力全款购车的消费者又提高了准入门槛。此外，之前中国消费者汽车金融意识薄弱，不愿意贷款买车或在购车后仅购买基础的车险产品，这些都导致汽车金融的渗透率较低。

图6：中国新车金融渗透率对比



资料来源：罗兰贝格；东兴证券研究所

图7：中国 2017 年新车金融市场结构



资料来源：罗兰贝格；东兴证券研究所

- 2) 之前车贷、车险市场透明度不高，消费者对 4S 店推销的汽车贷款和汽车保险缺乏信任。早年互联网平台还不发达，普通消费者没有合适的渠道了解汽车贷款利率和车险保费等信息，这种对 4S 店业务不透明的顾虑让车主倾向于到保险公司购买车险，也让部分资金充足的消费者倾向于全款购车。

➤ 供给端

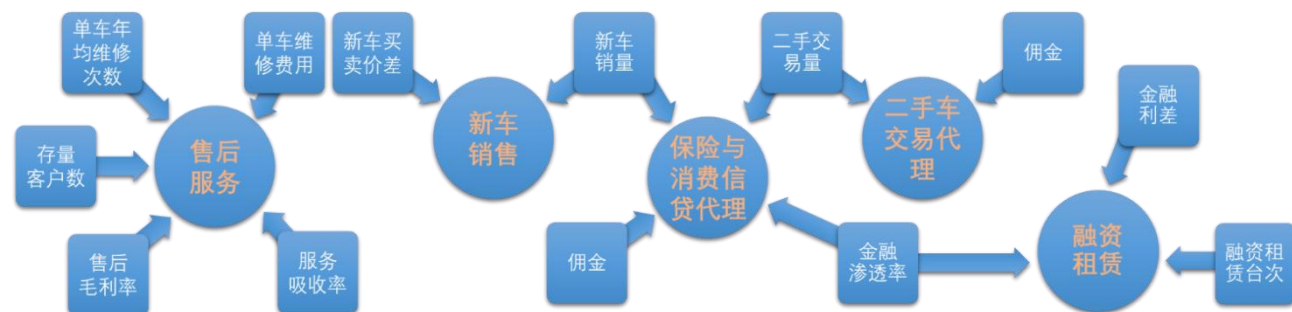
- 1) 之前中国车市增长快,经销商们集中于新车销售业务,缺乏动力开拓新业务。中国车市在 2005-2010 年高速增长,复合增速达 26%,当时汽车经销商都集中于利润高且增长快速的新车销售业务,也就缺乏动力去发展当时受众面较窄、创收较少的增值业务。
- 2) 国内征信制度不完善,相关法规政策也不健全,经销商不愿意贸然进入。汽车贷款业务和融资租赁业务对客户的信用水平有较高的要求,但以前国内征信制度还不完善,经销商开展业务要承担较大的风险。此外,汽车金融相关法规政策不健全也是一个原因。

1.3 现状：增值业务大大提升了经销商的议价能力

随着汽车存量市场的不断扩大,车主消费需求和经销商盈利需求的增长催生了增值业务。此类业务既不受限于汽车重资产库存,又帮助银行和保险公司解决了缺乏下沉渠道的问题,具有高增长、高毛利率的特点。以广汇汽车为例,其 2018 年增值业务同比增长 18.4%,毛利率为 77.3%,同期新车销售业务同比仅增长 1.5%,毛利率为 3.9%。

单一的传统业务导致经销商话语权弱,影响了盈利水平。最初经销商收入几乎都来自新车销售和售后业务,且新车销售收入占比极大,上游仅为整车厂和整车厂授权的原厂配件厂商,经销商只有扩大市场份额才能在产业链中获得更大的话语权。在影响营业利润的要素中,新车买卖价差和影响售后毛利率的零部件价差均取决于经销商与上游的议价能力,存量客户数、服务吸收率等要素的提升则依靠经销商内部的精细化管理和客户黏性的提升。

图8：汽车经销商营业利润拆分

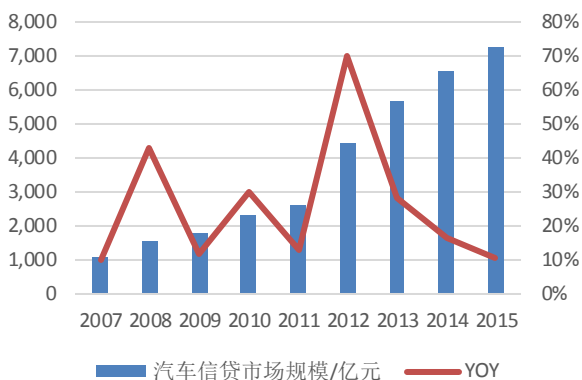


资料来源：东兴证券研究所

随着业务的纵向一体化发展,汽车经销商开始充当中介角色。经销商增值业务的议价能力较高,主要原因有:

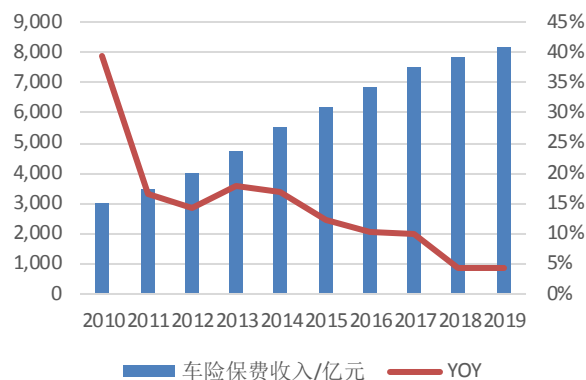
- 从客户需求来看,增值业务有效解决了银行和保险公司缺乏下沉渠道的问题。车贷和车险市场规模逐年增长,是银行和保险公司竞相追逐的一块业务。经销商直接与车主接触,能够了解和获取车主最新、最全面的一手需求,但是银行和保险公司无法像汽车金融公司一样派驻专员到经销商门店,所以经销商的中介服务是它们快速高效开展车险、车贷业务的重要途径。

图9：中国汽车信贷市场规模



资料来源：中国汽车工业年鉴；东兴证券研究所

图10：中国车险保费规模

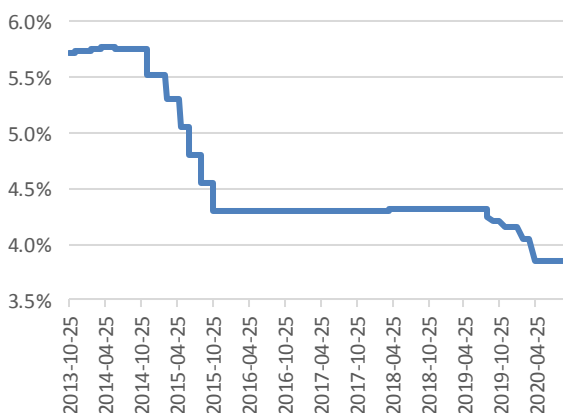


资料来源：中国保险业协会；东兴证券研究所

- 从竞争对手来看，非4S店渠道很难拥有4S店这样庞大的客户流量。独立维修店是4S店的主要竞争对手，它没有原厂授权，获客渠道主要是车主间口碑相传或车主遇到紧急情况时的就近选择，具有区域性和不可持续性。如果没有互联网赋能，独立维修店的获客难度远大于有原厂背书和具有品牌连锁效应的4S店。
- 从行业内部来看，整车厂在限制库存的同时限制了车险、车贷的供给。整车厂出于渠道管控的目的，会对经销商的车辆供给进行控制，因为过多的经销商库存可能会导致品牌内部的不良竞争，从而影响汽车品牌力。而且，库存积压也不利于整车厂对车价的掌控，经销商最后为了清库存打折可能出现“价格倒挂”的情况。车险、车贷作为车主购车时的选项，经销商新车库存的减少也就影响了车险、车贷的供给。

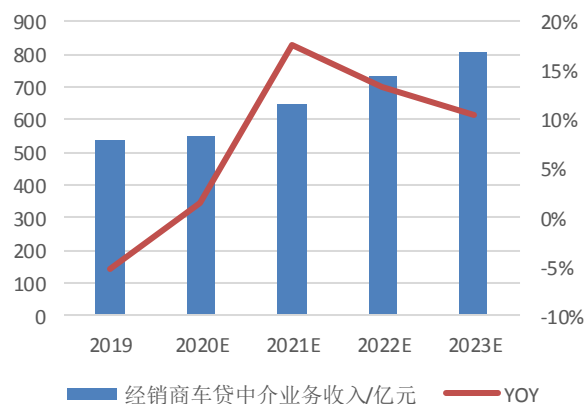
LPR 两次下行有效推动经销商增值业务盈利能力的提升。2013 年至今，LPR 分别在 2014 年 11 月-2015 年 11 月和 2019 年 7 月-2020 年 4 月有两次下行。从供给端来看，汽车融资租赁公司利润的主要决定因素之一就是金融利差，利率下行使其资金成本下降，利润提升驱动融资租赁公司进一步推广该业务，银行和汽车金融公司的车贷业务亦是如此；从需求端来看，利率下行使消费者通过金融手段来购车或获得车辆使用权的成本减少，潜在客户推动业务规模的扩大。汽车经销商作为中间商，将从两端获益。叠加汽车金融渗透率提升，2023 年经销商车贷中介业务规模有望超 800 亿元。

图11：中国贷款市场报价利率（LPR）：1年



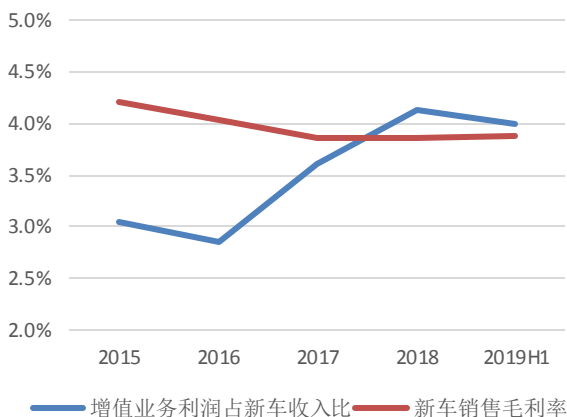
资料来源：全国银行间同业拆借中心；东兴证券研究所

图12：经销商贷款中介业务收入规模测算

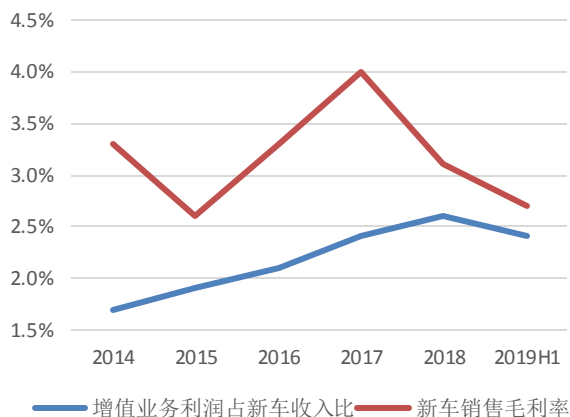


资料来源：东兴证券研究所

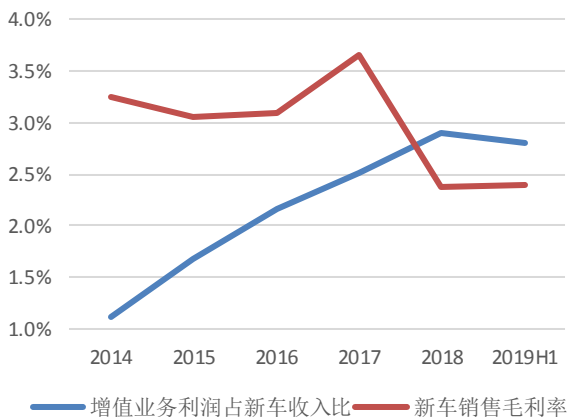
根据我们的统计，广汇汽车的增值业务利润占新车收入比例近年攀升迅速，主要因为广汇汽车布局融资租赁业务较早且2016年开始车险、车贷代理业务提升迅速。广汇汽车和永达汽车2019H1增值业务利润占新车收入比分别达到4.0%/2.8%，超过同期新车销售毛利率，中升控股增值业务和新车销售对利润的贡献率差值也由2018年的0.5%缩小为2019H1的0.3%。

图13：广汇汽车利润贡献：增值业务 vs 新车销售


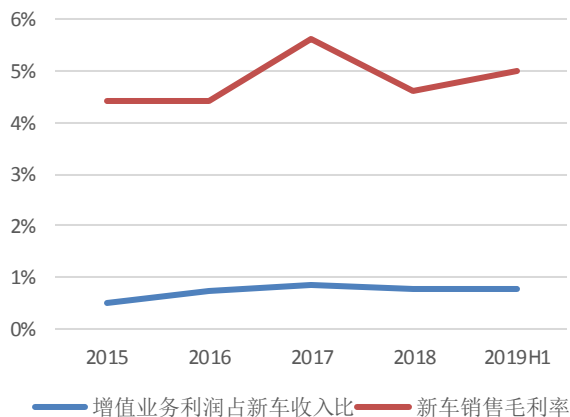
资料来源：广汇汽车公告；东兴证券研究所

图14：中升控股利润贡献：增值业务 vs 新车销售


资料来源：中升控股公告；东兴证券研究所

图15：永达汽车利润贡献：增值业务 vs 新车销售


资料来源：永达汽车公告；东兴证券研究所

图16：美东汽车利润贡献：增值业务 vs 新车销售


资料来源：美东汽车公告；东兴证券研究所

头部经销商增值业务规模快速扩张，对利润的贡献率正在向新车销售业务看齐甚至超越，主要原因有：

➤ 需求端

1) 车主金融意识提高，推动汽车金融渗透率提升。2018年中国的汽车金融渗透率约为40%，仅为美国汽车市场的一半，远低于世界成熟汽车市场的渗透率水平。随着车主金融消费和保险意识的增强，加杠杆购车的比例逐渐提升，车险也成为购车时的必要环节，日后渗透率的提升空间巨大，消费者的相关汽车金融需求强劲。

2) 行业透明度加强，带动潜在消费者需求。在线车险等互联网平台的出现，让消费者可以多渠道了解相关费用，增强了汽车金融行业的透明度，激发潜在客户的需求。以车险为例，原本车主可能因为对车险定价合理性存在顾虑而犹豫不决，互联网让车主可以在线比价，大大提升了其购买商业车险的意愿。

➤ 供给端

1) 逐利性驱使经销商向高利润率的增值业务拓展。随着中国车市由“增量时代”迈入“存量时代”，新车销售利润逐渐摊薄。而增值业务的成本费用是显著低于新车销售业务的，甚至车险、车贷的代理业务不需要经销商支付额外的人工费用和场地费用，相关佣金收入即利润。

2) 增值业务与经销商传统业务形成协同效应，边际成本很低。经销商通过传统业务的积累，在销售渠道和了解终端客户方面有先天优势，而增值业务缓解了经销商库存压力，提高售后客户的黏性。

2. 新车险改革对增值业务形成短期冲击，长期利好头部经销商

2020年9月2日，中国银保监会印发《关于实施车险综合改革的指导意见》，在增加责任限额和保险责任项目的同时，减少了附加费用率。本次车险改革主要提高了交强险和商车险的责任限额，针对车损险主险条款增加了全车盗抢、玻璃破碎、自燃、涉水等保险责任，短期内将“降价、增保、提质”作为阶段性目标。此外，商车险改革将附加费用率的上限由35%下调为25%，预期赔付率由65%提高到75%。

表1：2020年9月19日开始施行的《关于实施车险综合改革的指导意见》

项目	主要内容
目标	主要目标：保护消费者权益 阶段性目标：降价、增保、提质
交强险改革主要内容	提高交强险责任限额：交强险总责任限额从12.2万元提高到20万元，无责任赔偿限额按照相同比例进行调整 优化交强险道路交通事故费率浮动系数：在道路交通事故费率调整系数中引入区域浮动因子，浮动比率中的上限保持30%不变，下浮由原来最低的-30%扩大到-50%
商车险改革主要内容	理顺商车险主险和附加险责任：车损险主险条款在现有保险责任基础上，增加机动车全车盗抢、玻璃单独破碎、自燃、发动机涉水、不计免赔率、无法找到第三方特约等保险责任 提升商车险责任限额：将示范产品商业三责险责任限额从5万—500万元档次提升到10万—1000万元档次 丰富商车险产品：支持行业制定新能源车险、驾乘人员意外险、机动车延长保修险示范条款，探索在新能源汽车和具备条件的传统汽车中开发机动车里程保险（UBI）等创新产品。 善行业纯风险保费测算机制：建立每1—3年调整一次的商车险行业纯风险保费测算的常态化机制 合理下调附加费用率：商车险产品设定附加费用率的上限由35%下调为25%，预期赔付率由65%提高到75% 逐步放开自主定价系数浮动范围：引导行业将“自主渠道系数”和“自主核保系数”整合为“自主定价系数”。第一步将自主定价系数范围确定为[0.65—1.35]，第二步适时完全放开自主定价系数的范围 优化无赔款优待系数：拟订商车险无赔款优待系数时，将考虑赔付记录的范围由前1年扩大到至少前3年，并降低对偶然赔付消费者的费率上调幅度 支持中小财险公司优先开发差异化的创新产品：鼓励中小财险公司优先开发差异化、专业化、特色化的商车险产品，优先开发网销、电销等渠道的商车险产品

资料来源：银保监会官网；东兴证券研究所

本次车险改革对经销商的保险代理业务形成短期冲击，长期看将提升龙头的竞争力。

本次车险改革以保护消费者权益为主要目标，对保费和佣金实现了双降。我们以某头部经销商为例，推测改革后车均保费下降 10%-20%，经销商车险佣金费率或大幅下降 25%-50%。我们测算后发现两家公司的保险代理收入占公司主营业务盈利（主营业务毛利+增值业务收入）将下降 4-6 个百分点，短期利润率受到一定影响。

表2：车险改革对经销商保险代理业务的影响测算

保险代理 收入/亿元	公司主营业 务盈利/亿 元	保险代理业 务收入占比	假设改革后车 均保费下降比 例	假设改革 后车险佣 金费率	原车险佣金 费率	改革后保险 代理收入/ 亿元	改革后保险 代理业务收 入占比	变动	
12.60	167.72	7.5%	10%	10%	20%	5.67	3.4%	-4.1%	
					30%	3.78	2.3%	-5.3%	
					40%	2.83	1.7%	-5.8%	
			20%		20%	5.04	3.0%	-4.5%	
					30%	3.36	2.0%	-5.5%	
					40%	2.52	1.5%	-6.0%	

资料来源：wind；东兴证券研究所（相关财务数据取自公司 2019 年年报；公司主营业务盈利包括主营业务的毛利和增值服务的收入）

车险改革对经销商的影响扩展到售后服务。交强险道路交通事故费率浮动比率的下限由原来最低的-30%扩大到-50%（即三个及以上年度未发生有责任道路交通事故车主的交强险最终保费较基础保费减少幅度扩大），商车险无赔款优待系数制定时将考虑赔付记录的范围由前 1 年扩大到至少前 3 年（原本 1 年内不出险即可获得保费优待条件扩展至 3 年），这些都从保费层面促使车主安全驾驶，一定程度上减少了事故车的到店率，对经销商售后业务的开展及新业务“流量入口”的获得产生不利影响。

车险改革或提升经销商车险渗透率。本次车险改革降低了佣金费率，提高了行业透明度，一定程度上缩减了 4S 店保险渠道与保险公司、网络保险等渠道的保费差距，使得车主可能倾向于选择更方便高效的 4S 店投保，将提升经销商的车险渗透率和续保率。

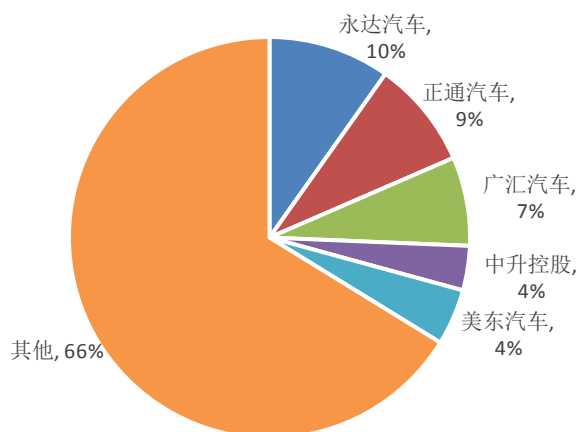
长期看，相较于小型经销商集团，头部经销商拥有更丰富的车源以及灵活的资源调配能力，与保险公司的议价能力更强，更容易开发新品类的保险产品来抵御此次车险改革带来的压力。例如广汇汽车已经开发了非车险、双保无忧等创新保险服务产品种，保险渗透率不断提升。

3. 增值业务格局如何？

汽车经销商市场整体分散，但单城集中度较高。在一个具体的城市中，每个汽车细分市场通常只有少数经销商，主要原因有：1）汽车经销商多由当地的国营物资公司和机电设备公司改制而来，地方背景和资源优势突出，地域性很强；2）整车厂为避免恶性竞争，会避免在一个城市开过多的 4S 店，部分豪华品牌甚至采取“一城一店”的策略；3）出于运输费用的顾虑以及之前受限于不可跨区域购车的政策限制，多数消费者选择本地购车，外地经销商不构成竞争。

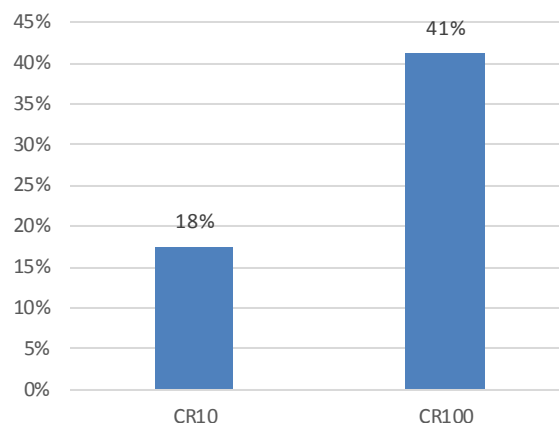
经销商增值业务格局与新车销售格局相近——豪华品牌集中，普通品牌极度分散。一方面豪华品牌厂商对品牌的管控要求更高，所以获得豪华品牌授权资质的经销商较少，另一方面高价豪车对经销商的资金要求更高，这些都使得豪车经销商集中度较高。而普通品牌由于没有这些限制，且希望通过渠道下沉来打开市场，所以大范围铺设经销网络，也就导致普通品牌新车的销售格局极度分散。由于经销商增值业务是以新车销售业务为基础，购车、办车过程中门店可提供的流量入口很多。相较于普通品牌车主，豪车车主的时间成本较高，所以他们更倾向于可以代为办理相关手续的经销商车贷服务。

图17：2019年宝马品牌经销商集中度（按4S店数）



资料来源：各汽车公告，汽车之家；东兴证券研究所

图18：2019年汽车经销商市场集中度（按营收）



资料来源：中国汽车流通协会，国家统计局；东兴证券研究所

豪华品牌贷款渠道的价值更高。若豪车车主选择汽车抵押贷款购车，那么抵押物比普通车拥有更高的价值量。而且豪车车主通常拥有较好的征信，且还款能力相对稳定。从银行的角度来看，豪车车主一般是银行的优质客户，银行会主动和豪车经销商开展车贷业务，为银行的其他业务积累高端客户资源。

4. 重点标的

4.1 广汇汽车

广汇汽车作为国内最具规模的豪华品牌经销集团，增值服务规模国内最大。凭借遍布全国的经销网络和广泛的品牌布局，有望进一步提升份额。随着近年汽车后市场业务的开拓，经销商开始充当中介角色，上游供应商从单一的整车厂转向多元化客户。龙头广汇汽车可以充分发挥其规模优势，率先拓展乘用车衍生业务，近几年佣金代理业务的毛利率稳定在77%以上。随着新车销量增速放缓和央行投放市场流动性充裕，融资租赁将成为新的增长点。公司目前开发了创新保险服务产品种（非车险、双保无忧）等措施，有效降低因三次费改对公司保险业务造成的影响。

我们预计广汇汽车 2020/2021/2022 年的营业总收入分别为 1,678/1,843/2,024 亿元，归母净利润分别为 21.3/30.4/37.4 亿元，对应 EPS 分别为 0.26/0.37/0.46 元。当前股价对应 2020/2021/2022 年 PE 值分别为 13.6/9.5/7.8 倍。看好公司在豪华品牌经销体系的深入布局和乘用车衍生业务的稳步拓展，维持“推荐”评级。

4.2 中升控股

中升控股是豪车经销商龙头，“日系品牌+豪华品牌”的品牌结构为公司的新车销售业绩提供了双重保证，售后与精品服务也稳健发展。此外，公司的管理水平处于行业前列，零服吸收率优于同行。COVID-19 疫情一定程度上抑制了海外留学、境外游等境外高端可选消费，富裕家庭相关开支或将转为其他高端可选消费，豪车消费将受到推动。上半年公司收购了 6 家奔驰店和 2 家捷豹路虎店，将有助于提升公司在豪华品牌的市场份额。

我们预计中升控股 2020/2021/2022 年的营业总收入分别为 1,357/1,605/1,883 亿元，归母净利润分别为 52.7/63.9/72.9 亿元，对应 EPS 分别为 2.32/2.81/3.21 元，对应 2.64/3.20/3.65 港币。当前股价对应 2020/2021/2022 年 PE 值分别为 19.5/16.1/14.1 倍。维持“推荐”评级。

4.3 永达汽车

永达汽车豪车占比高，拥有品牌优势，通过并购奔驰等 4S 店，增速强于市场。公司宝马（同比增 13.5%）、保时捷（同比增 25.4%）的销售占比较高。此外，在流动性继续宽松的预期下，公司介绍车贷等增值业务的议价能力有望提升。2019 年公司车贷、保险等的佣金收入超过 11 亿元，规模已经与销售新车的毛利接近。我们看好公司增值业务、售后业务的成长，推测公司归母净利润将有稳健增长。

我们预计永达汽车 2020/2021/2022 年的营业总收入分别为 654/765/875 亿元，归母净利润分别为 16.1/19.9/25.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.87/1.08/1.36 人民币，对应 0.99/1.23/1.55 港币。当前股价对应 2020/2021/2022 年 PE 值分别为 10.1/8.1/6.5 倍。维持“强烈推荐”评级。

4.4 美东汽车

美东汽车是成长最快的豪华品牌汽车经销商集团之一，增值业务同样潜力巨大。公司抓住了豪车渗透的增长红利，布局中低线城市。差异化路线为美东汽车创造了较高的议价能力和较强的售后客户黏性，且售后业务利润受新能源车的冲击小。公司所在豪车赛道成长性较强，在低线城市继续布局仍有较大空间。

我们预计美东汽车 2020/2021/2022 年的营业总收入分别为 211/280/352 亿元，归母净利润分别为 7.23/9.59/11.69 亿元，对应 EPS 分别为 0.58/0.77/0.94 元人民币，对应 0.66/0.88/1.07 港币。当前股价对应 2020/2021/2022 年 PE 值分别为 42.7/32.2/26.4 倍。我们认为公司 2020-2023 年仍然将维持高速增长，维持“推荐”评级。

5. 风险提示

乘用车销售不及预期；经销商增值业务增长不及预期。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	汽车后市场产业：“后”积薄发，“后”发制人	2020-04-20
行业普通报告	汽车行业：减税降负，经销商自营二手车轻装上阵	2020-04-03
行业深度报告	汽车行业报告：汽车经销商存量业务风景更美	2019-09-06
公司普通报告	美东汽车（1268.HK）：特斯拉等对豪车经销商的冲击有多大？	2020-08-20
公司普通报告	美东汽车（1268.HK）：坚持单城单店策略，把握豪车下沉红利	2020-07-24
公司普通报告	中升控股（0881.HK）：新收 8 家 4S 店，强化“豪华+区域”策略	2020-07-14
公司深度报告	中升控股（0881.HK）：品牌布局优异，穿越周期确定性强	2020-06-11
公司普通报告	永达汽车（3669.HK）：豪车、售后与增值服务稳步增长	2020-03-25
公司普通报告	广汇汽车（600297）：看好公司豪车布局与衍生业务拓展	2020-03-10
公司深度报告	永达汽车（3669.HK）：灵活转身拥抱新业态，未来的 AutoNation	2019-12-13
公司深度报告	永达汽车（3669.HK）：行业集中度提升，宝马龙头加速扩张	2019-11-21
公司深度报告	永达汽车（3669.HK）：售后服务，利润宝库	2019-10-29

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘一鸣

清华大学学士，美国达特茅斯学院硕士，CFA 持证人，7 年国内外汽车行业技术及管理经验。2018 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

研究助理简介

张觉尹

西安交通大学学士，复旦大学金融硕士，2019 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526