

# 美东汽车 (1268 HK)

## 客户留存项目 (CRR) 初见成效

美东汽车发布上半年业绩公告。2021年上半年公司实现营业收入118亿元，同比增长40%。公司上半年归母净利润达到5.4亿元，同比增长78%，符合此前业绩盈喜预告（同比不低于70%）。公司上半年运营效率持续提升，保持行业最优水平。同时公司客户留存项目CRR初见成效，未来有望带动净利率及零服吸收率稳步提升。我们看好公司在保持运营效率的基础上，通过潜在收购机会进一步扩张门店网络规模。因此我们重申公司买入评级，上调目标价至51.0港元。

- 公司运营效率仍然保持行业最优。**上半年公司新车销售收入/售后服务收入分别实现105亿元/13亿元人民币，同比增长41%/32%。公司继续聚焦主力豪华品牌及单城单店模式，上半年豪华品牌的新车销售/售后服务收入占比分别提升至87.3%/85.8%，新车毛利率同比提升1.9个百分点至7.0%。公司库存周转天数同比降低至8天，仍领跑全行业，体现出公司优秀的管理能力及卓越的运营效率。上半年公司资产运营效率持续提升，年化ROE实现30.5%的出色水平。公司经营活动现金净流入达到7.6亿元人民币，同比增长49%。
- 客户留存项目CRR初见成效。**公司自2020年下半年启动客户留存项目以来已经取得初步成效。截止到2021年7月，公司客户活跃指数及服务预约指数相比2020年底提升约90%，同时客户流失率相比2020年底下降约8%。公司通过加强与客户中频接触等方式，持续提升客户需求粘性。客户留存项目的成功将提升客户服务满意度，进而提升公司零服吸收率及净利润率，同时为公司潜在业务发展（如二手车等）提供客户基盘，助力公司中长期发展。
- 公司具有收购潜力。**截止8月底公司共有68个门店网络，相比2020年共增加5家新店，其中包含年内收购的3家豪华品牌门店（1家宝马、2家雷克萨斯）。公司选择并购标的时仍坚持“效率可提升性”指标，意在收购完成后实现收入利润及其他主要财务指标的全面提升。公司1月收购完成的四川广安宝马门店，2021年上半年已完成2020年全年收入利润的约100%/150%，充分体现出公司的并购纪律与管理能力。目前公司并购项目管线逐步累积，同时在手现金28个亿人民币并处于净现金状态，具备较强的收购潜力。
- 我们维持公司买入评级。**考虑到1)上半年公司运营效率再超预期；2)公司收购节奏超预期；3)下半年供给短缺将使得新车销售单价及毛利率提升等利好因素，我们上调公司2021年盈利预测11%为1,145百万元人民币。尽管汽车缺芯将对新车销量增速产生一定压力，但我们认为公司单车收入及毛利将抵消负面影响。同时公司1)广州保时捷旗舰店开业；2)潜在收购项目库逐步积累等因素将继续支撑公司业绩及估值抬升。因此我们给予公司2021年46x市盈率（此前目标价基于2021年45x市盈率），上调目标价至51.0港元。维持买入评级。

### 财务资料

| (截至12月31日)    | FY19A  | FY20A  | FY21E  | FY22E  | FY23E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业额(百万人民币)    | 16,210 | 20,207 | 24,621 | 34,037 | 44,773 |
| 同比增长(%)       | 46%    | 25%    | 22%    | 38%    | 32%    |
| 净利润(百万人民币)    | 551    | 751    | 1,145  | 1,497  | 1,821  |
| 每股收益(人民币)     | 0.48   | 0.62   | 0.92   | 1.20   | 1.46   |
| 每股收益变动(%)     | 51%    | 30%    | 48%    | 31%    | 22%    |
| 市场每股盈利预测(人民币) | 0.47   | 0.61   | 0.97   | 1.30   | 1.75   |
| 市盈率(x)        | 67.9   | 52.1   | 35.2   | 27.0   | 22.1   |
| 市帐率(x)        | 21.9   | 12.1   | 9.9    | 7.8    | 6.2    |
| 股息率(%)        | 1%     | 1%     | 1%     | 2%     | 2%     |
| 权益收益率(%)      | 36%    | 30%    | 31%    | 32%    | 31%    |
| 负债比率(x)       | 净现金    | 净现金    | 净现金    | 净现金    | 净现金    |

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

### 买入(维持)

|         |           |
|---------|-----------|
| 目标价     | HK\$51.0  |
| (此前目标价) | HK\$46.2) |
| 潜在升幅    | +30.5%    |
| 当前股价    | HK\$39.1  |

### 中国汽车经销商行业

#### 白毅阳, CFA

(852) 3900 0835

jackbai@cmbi.com.hk

#### 公司数据

|               |            |
|---------------|------------|
| 市值(百万港元)      | 48,620     |
| 3月平均流通量(百万港元) | 87.07      |
| 52周内股价高/低(港元) | 48.4/24.38 |
| 总股本(百万)       | 1,245      |

资料来源：彭博

#### 股东结构

|             |        |
|-------------|--------|
| 叶帆/胡焕然      | 56.46% |
| Krige Dawid | 5.40%  |

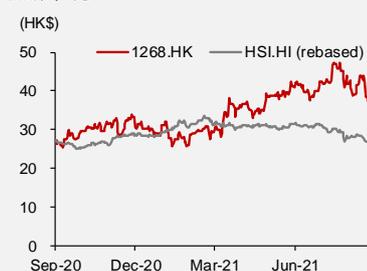
资料来源：港交所

#### 股价表现

|     | 绝对回报  | 相对回报  |
|-----|-------|-------|
| 1-月 | -6.8% | -6.5% |
| 3-月 | -4.5% | 7.6%  |
| 6-月 | 33.3% | 49.3% |

资料来源：彭博

#### 股份表现



资料来源：彭博

审计师：毕马威

## 盈利预测

图 1: 盈利预测

| 人民币 (百万)   | 新预测    |        | 原预测    |        | 变化 (%)  |         |
|------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
|            | FY21E  | FY22E  | FY21E  | FY22E  | FY21E   | FY22E   |
| 收入         | 24,621 | 34,037 | 25,941 | 32,153 | -5%     | 6%      |
| 毛利         | 2,714  | 3,647  | 2,518  | 3,163  | 8%      | 15%     |
| 净利润        | 1,145  | 1,497  | 1,028  | 1,269  | 11%     | 18%     |
| 每股盈利 (人民币) | 0.92   | 1.20   | 0.85   | 1.05   | 8%      | 14%     |
| 毛利率        | 11.02% | 10.71% | 9.71%  | 9.84%  | 1.3 ppt | 0.9 ppt |
| 净利润率       | 4.65%  | 4.40%  | 3.96%  | 3.95%  | 0.7 ppt | 0.5 ppt |

资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 2: 招银国际与市场预测

| 人民币 (百万)   | 招银国际预测 |        | 市场预测   |        | 差异 (%)  |          |
|------------|--------|--------|--------|--------|---------|----------|
|            | FY21E  | FY22E  | FY21E  | FY22E  | FY21E   | FY22E    |
| 收入         | 24,621 | 34,037 | 26,588 | 34,239 | -7%     | -1%      |
| 毛利         | 2,714  | 3,647  | 2,709  | 3,569  | 0%      | 2%       |
| 净利润        | 1,145  | 1,497  | 1,151  | 1,601  | -1%     | -6%      |
| 每股盈利 (人民币) | 0.92   | 1.20   | 0.97   | 1.30   | -5%     | -7%      |
| 毛利率        | 11.02% | 10.71% | 10.19% | 10.43% | 0.8 ppt | 0.3 ppt  |
| 净利润率       | 4.65%  | 4.40%  | 4.33%  | 4.67%  | 0.3 ppt | -0.3 ppt |

资料来源: 公司及招银国际证券预测

## 财务分析

### 利润表

| 年结:12月31日(百万人民币) | FY19A         | FY20A         | FY21E         | FY22E         | FY23E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>销售收入</b>      | <b>16,210</b> | <b>20,207</b> | <b>24,621</b> | <b>34,037</b> | <b>44,773</b> |
| 新车销售             | 14,384        | 17,956        | 21,866        | 30,148        | 39,658        |
| 售后服务             | 1,826         | 2,251         | 2,755         | 3,889         | 5,116         |
| 销售成本             | (14,652)      | (18,172)      | (21,907)      | (30,390)      | (40,112)      |
| <b>毛利</b>        | <b>1,558</b>  | <b>2,035</b>  | <b>2,714</b>  | <b>3,647</b>  | <b>4,661</b>  |
| 销售费用             | (493)         | (546)         | (684)         | (943)         | (1,236)       |
| 管理费用             | (382)         | (439)         | (542)         | (745)         | (976)         |
| 资产减值损失           | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 其他收益             | 154           | 96            | 187           | 241           | 246           |
| 其他支出             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 财务费用             | (123)         | (137)         | (119)         | (156)         | (203)         |
| 合营企业投资收益         | 44            | 43            | 46            | 51            | 56            |
| 联营企业投资收益         | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>利润总额</b>      | <b>757</b>    | <b>1,052</b>  | <b>1,602</b>  | <b>2,094</b>  | <b>2,549</b>  |
| 所得税费用            | (200)         | (282)         | (428)         | (559)         | (681)         |
| <b>净利润</b>       | <b>558</b>    | <b>771</b>    | <b>1,174</b>  | <b>1,535</b>  | <b>1,868</b>  |
| 少数股东损益           | 7             | 20            | 29            | 38            | 47            |
| <b>归母净利润</b>     | <b>551</b>    | <b>751</b>    | <b>1,145</b>  | <b>1,497</b>  | <b>1,821</b>  |

### 现金流量表

| 年结:12月31日(百万人民币)  | FY19A        | FY20A        | FY21E        | FY22E        | FY23E          |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| <b>息税前利润</b>      | <b>551</b>   | <b>751</b>   | <b>1,145</b> | <b>1,497</b> | <b>1,821</b>   |
| 折旧和摊销             | 63           | 99           | 110          | 147          | 195            |
| 营运资金变动            | (1,380)      | (722)        | (1,208)      | (2,482)      | (2,876)        |
| 其它                | 1,697        | 515          | 2,272        | 3,165        | 3,757          |
| <b>经营活动所得现金流</b>  | <b>931</b>   | <b>642</b>   | <b>2,319</b> | <b>2,326</b> | <b>2,897</b>   |
| 资本开支              | (390)        | (319)        | (736)        | (950)        | (1,227)        |
| 联营公司              | -            | -            | -            | -            | -              |
| 其它                | 107          | -            | -            | -            | -              |
| <b>投资活动所得现金净额</b> | <b>(283)</b> | <b>(319)</b> | <b>(736)</b> | <b>(950)</b> | <b>(1,227)</b> |
| 股份发行              | 9            | 1,150        | -            | -            | -              |
| 净借贷               | (62)         | (160)        | (168)        | 266          | 329            |
| 支付股息              | (145)        | (303)        | (480)        | (515)        | (673)          |
| 其它                | (191)        | -            | -            | -            | -              |
| <b>融资活动所得现金净额</b> | <b>(390)</b> | <b>687</b>   | <b>(648)</b> | <b>(249)</b> | <b>(345)</b>   |
| <b>现金增加净额</b>     | <b>258</b>   | <b>1,011</b> | <b>934</b>   | <b>1,127</b> | <b>1,325</b>   |
| 年初现金及现金等价物        | 1,284        | 2,086        | 3,097        | 4,031        | 5,158          |
| 其他                | 544          | -            | -            | -            | -              |
| <b>年末现金及现金等价物</b> | <b>2,086</b> | <b>3,097</b> | <b>4,031</b> | <b>5,158</b> | <b>6,483</b>   |
| 受限现金              | 962          | 559          | 559          | 559          | 559            |

### 资产负债表

| 年结:12月31日(百万人民币) | FY19A        | FY20A        | FY21E        | FY22E        | FY23E         |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>非流动资产</b>     | <b>2,139</b> | <b>2,661</b> | <b>3,254</b> | <b>4,283</b> | <b>5,594</b>  |
| 固定资产             | 1,035        | 1,120        | 1,466        | 1,915        | 2,495         |
| 无形资产和商誉          | 65           | 61           | 174          | 313          | 488           |
| 合资及联营公司投资        | 55           | 56           | 62           | 68           | 75            |
| 其它非流动资产          | 984          | 1,423        | 1,552        | 1,986        | 2,536         |
| <b>流动资产</b>      | <b>3,786</b> | <b>5,110</b> | <b>6,221</b> | <b>8,197</b> | <b>10,494</b> |
| 现金及现金等价物         | 2,086        | 3,097        | 4,031        | 5,158        | 6,483         |
| 应收账款             | 1,159        | 1,518        | 1,565        | 2,171        | 2,865         |
| 存货               | 541          | 495          | 626          | 868          | 1,146         |
| 其它流动资产           | -            | -            | -            | -            | -             |
| <b>流动负债</b>      | <b>3,180</b> | <b>3,061</b> | <b>3,956</b> | <b>5,453</b> | <b>7,168</b>  |
| 银行贷款             | 871          | 729          | 502          | 694          | 913           |
| 应付账款             | 2,132        | 2,082        | 3,130        | 4,341        | 5,730         |
| 其他应付款            | 85           | 122          | 139          | 179          | 231           |
| 应付税费             | 92           | 128          | 185          | 239          | 293           |
| <b>非流动负债</b>     | <b>975</b>   | <b>1,365</b> | <b>1,303</b> | <b>1,676</b> | <b>2,165</b>  |
| 银行贷款             | 240          | 222          | 282          | 356          | 466           |
| 或有负债             | -            | -            | -            | -            | -             |
| 递延所得税负债          | 9            | 7            | 51           | 67           | 82            |
| 其它               | 726          | 1,136        | 970          | 1,253        | 1,617         |
| <b>所有者权益</b>     | <b>1,711</b> | <b>3,227</b> | <b>4,075</b> | <b>5,177</b> | <b>6,534</b>  |
| 少数股东权益           | 58           | 118          | 142          | 174          | 222           |
| <b>归母所有者权益</b>   | <b>1,770</b> | <b>3,345</b> | <b>4,217</b> | <b>5,351</b> | <b>6,755</b>  |

### 主要比率

| 年结:12月31日(百万人民币) | FY19A       | FY20A       | FY21E       | FY22E       | FY23E       |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>销售组合(%)</b>   |             |             |             |             |             |
| 新车销售             | 89%         | 89%         | 89%         | 89%         | 89%         |
| 售后服务             | 11%         | 11%         | 11%         | 11%         | 11%         |
| <b>合计</b>        | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> |
| <b>盈利能力比率(%)</b> |             |             |             |             |             |
| 毛利率              | 10%         | 10%         | 11%         | 11%         | 10%         |
| 税前利润率            | 5%          | 5%          | 7%          | 6%          | 6%          |
| 净利润率             | 3%          | 4%          | 5%          | 4%          | 4%          |
| 有效税率             | 26%         | 27%         | 27%         | 27%         | 27%         |
| <b>资产负债比率</b>    |             |             |             |             |             |
| 流动比率(x)          | 1.19        | 1.67        | 1.57        | 1.50        | 1.46        |
| 速动比率(x)          | 1.02        | 1.51        | 1.41        | 1.34        | 1.30        |
| 现金比率(x)          | 0.66        | 1.01        | 1.02        | 0.95        | 0.90        |
| 库存周转天数           | 13          | 10          | 10          | 10          | 10          |
| 应付款周转天数          | 53          | 42          | 52          | 52          | 52          |
| 应收款周转天数          | 26          | 27          | 26          | 26          | 26          |
| 债务/股本比率(%)       | 104%        | 62%         | 42%         | 43%         | 44%         |
| 净负债/股东权益比率(%)    | 净现金         | 净现金         | 净现金         | 净现金         | 净现金         |
| <b>回报率(%)</b>    |             |             |             |             |             |
| 资本回报率            | 36%         | 30%         | 31%         | 32%         | 31%         |
| 资产回报率            | 17%         | 17%         | 20%         | 21%         | 19%         |
| <b>每股数据(人民币)</b> |             |             |             |             |             |
| 每股盈利(人民币)        | 0.48        | 0.62        | 0.92        | 1.20        | 1.46        |
| 每股股息(人民币)        | 0.26        | 0.39        | 0.41        | 0.54        | 0.66        |
| 每股净资产(人民币)       | 1.48        | 2.67        | 3.27        | 4.16        | 5.25        |

资料来源:公司及招银国际证券预测

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银国际证券投资评级

|     |                              |
|-----|------------------------------|
| 买入  | : 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%        |
| 持有  | : 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间 |
| 卖出  | : 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%        |
| 未评级 | : 招银国际并未给予投资评级               |

### 招银国际证券行业投资评级

|      |                          |
|------|--------------------------|
| 优于大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标  |
| 同步大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若 |
| 落后大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标  |

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。