

持有**业绩符合预期，客户二次到店率是下一重点****美东汽车 (1268. HK)**

2021-04-07 星期三

投资要点目标价: **39.0 港元**

现价: 37.0 港元

预计升幅: 5.4%

重要数据

日期	2020-04-1
收盘价 (港元)	37.0
总股本 (百万股)	1,245
总市值 (百万港元)	46,000
净资产 (百万元)	3,344
总资产 (百万元)	7,770
52 周高低 (港元)	38.7/11.7
每股净资产 (元)	2.59

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

晋帆有限公司 (65.5%)

FIL Investment (8.68%)

相关报告

美东汽车 (1268. HK) - 首发报告-20190718

美东汽车 (1268. HK) - 跟踪报告-20200330

美东汽车 (1268. HK) - 更新报告-20200821

研究部

姓名: 汪伟杰

SFC: BNQ701

电话: 0755-21516067

Email: wangwj@gzq.com.hk

公司 2020 年业绩情况:

公司实现收入 202.1 亿元人民币, 同比+24.7%; 其中新车销量+15.9%, 售后服务收入+23.3%; 综合毛利率提升 0.5pct 至 10.1%; 实现股东应占溢利 7.5 亿元, 同比+36.3%。业绩符合预期。

豪华品牌占比持续增加, 供需关系推动毛利率提升:

公司坚持“豪华品牌+单城单店”策略, 2020 年豪华品牌收入贡献 84%, 同比提升 2.8pct, 其中宝马、雷克萨斯、保时捷分别占比 40.4%、23.3% 以及 19.3%。同时, 受益于供需关系改善的正面影响, 公司新车毛利率同比提升 0.5pct, 其中豪华/非豪华品牌分别提升 0.6/0.1pct。公司门店稳步扩张, 20 年受疫情影响新增 5 家门店, 21 年预计新增 9 家至 72 家。

保持高周转运营, 客户二次到店率是接下来重点:

维持高周转是公司首要经营原则, 20 年库存周转天数降至 9 天历史最佳水平, 行业领先。售后服务方面, 公司已于 20 年 8 月启动 CRR 试点计划 (客户二次到店率提升计划), 并于 21 年 3 月拓展至全部 60 家门店。目前来看, 在客户留存率、主动联系比率等方面提升明显, 我们认为公司售后服务收入增速以及毛利率 1-2 年内有望看到成效。

上调目标价至 39.0 港元, 维持“持有”评级:

我们上调公司 2021/2022 每股盈利预测至 0.86/1.10 元, 上调目标价至 39.0 港元, 对应 22 年 30 倍 PE, 维持“持有”评级。

百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	16,210	20,207	25,642	31,638	38,775
同比增长	46.5%	24.7%	26.9%	23.4%	22.6%
归母净利润	551	751	1,036	1,323	1,642
同比增长	51.8%	36.3%	38.0%	27.8%	24.1%
毛利率	9.6%	10.1%	10.1%	10.3%	10.3%
净利润率	3.4%	3.7%	4.0%	4.2%	4.2%
每股收益 (元)	0.48	0.62	0.86	1.10	1.36
PE@37.0HKD	65.2	50.7	36.6	28.6	23.1

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

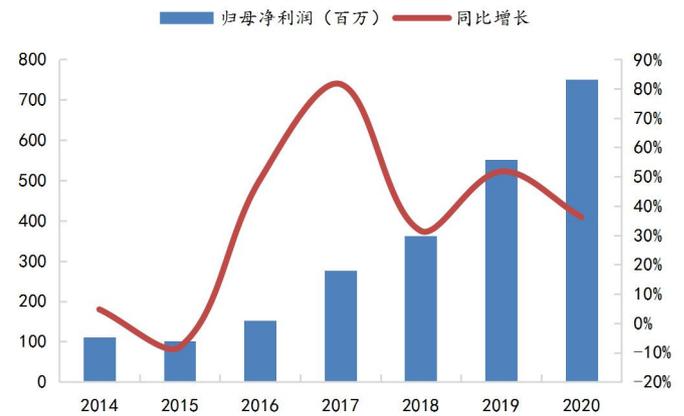
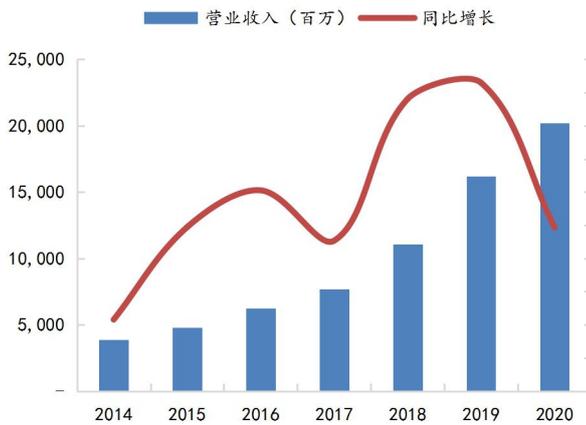
报告正文

公司 2020 年业绩情况：

公司实现收入 202.1 亿元人民币，同比+24.7%；其中新车销量+15.9%，售后服务收入+23.3%；综合毛利率提升 0.5pct 至 10.1%；实现股东应占溢利 7.5 亿元，同比+36.3%。业绩符合预期。

图 1：2014-2020 营业收入及增速

图 2：2014-2020 归母净利润及增速



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

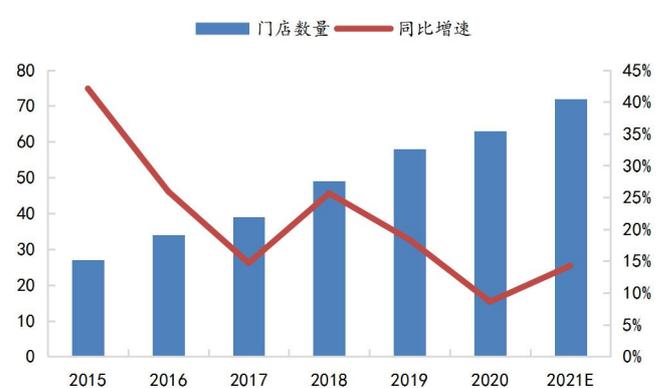
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

豪华品牌占比持续增加，供需关系推动毛利率提升：

公司坚持“豪华品牌+单城单店”策略，2020 年豪华品牌收入贡献 84%，同比提升 2.8pct，其中宝马、雷克萨斯、保时捷分别占比 40.4%、23.3%以及 19.3%。同时，受益于供需关系改善的正面影响，公司新车毛利率同比提升 0.5pct，其中豪华/非豪华品牌分别提升 0.6/0.1pct。公司门店稳步扩张，20 年受疫情影响新增 5 家门店，21 年预计新增 9 家至 72 家。

图 3：2013-2020 豪华品牌收入及占比

图 4：2015-2021E 经销店扩张



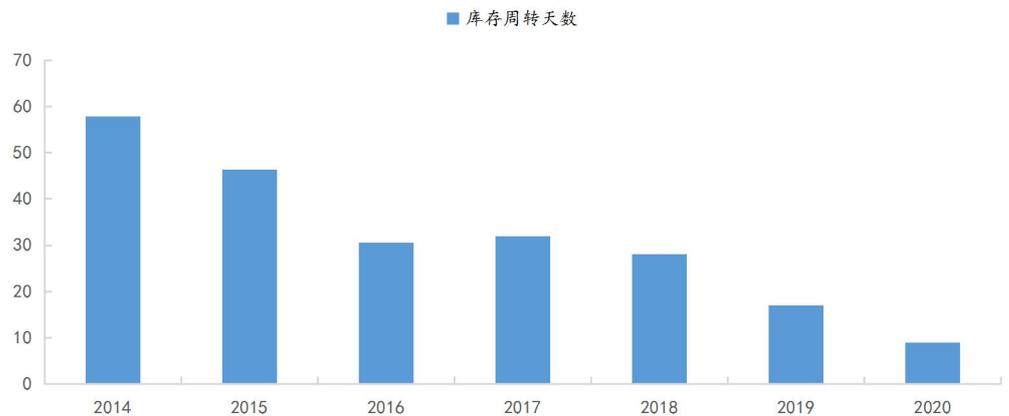
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

保持高周转运营，客户二次到店率是接下来重点：

维持高周转是公司首要经营原则，20 年库存周转天数降至 9 天历史最佳水平，行业领先。售后服务方面，公司已于 20 年 8 月启动 CRR 试点计划（客户二次到店率提升计划），并于 21 年 3 月拓展至全部 60 家门店。目前来看，在客户留存率、主动联系比率等方面提升明显，我们认为公司售后服务收入增速以及毛利率 1-2 年内有望看到成效。

图 5：2014-2020 库存周转天数



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

上调目标价至 39.0 港元，维持“持有”评级：

我们上调公司 2021/2022 每股盈利预测至 0.86/1.10 元，上调目标价至 39.0 港元，对应 22 年 30 倍 PE，维持“持有”评级。

风险提示：

国内宏观经济环境不确定性；

豪华车销量不及预期；

经销商竞争加剧。

人民币 百万											
损益表						财务分析					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	16,210	20,207	25,642	31,638	38,775	盈利能力					
毛利	1,558	2,035	2,596	3,246	3,986	毛利率 (%)	9.6%	10.1%	10.1%	10.3%	10.3%
其他业务收入	154	96	128	163	205	EBITDA 利率 (%)	5.9%	6.2%	6.3%	6.6%	6.7%
销售及分销成本	(493)	(546)	(667)	(823)	(1,008)	净利率 (%)	3.4%	3.7%	4.0%	4.2%	4.2%
管理费用	(382)	(439)	(557)	(687)	(842)	营运表现					
经营利润	837	1,146	1,500	1,899	2,340	SG&A/收入 (%)	5.4%	4.9%	4.8%	4.8%	4.8%
财务费用	(123)	(137)	(108)	(108)	(108)	实际税率 (%)	26.4%	26.8%	26.0%	26.0%	26.0%
联营公司	44	43	45	45	46	库存周转	13.5	9.9	11.0	11.0	11.0
税前盈利	757	1,052	1,437	1,836	2,278	应付账款天数	52.4	41.2	41.2	41.2	41.2
所得税	(200)	(282)	(374)	(477)	(592)	应收账款天数	26.1	27.4	27.4	27.4	27.4
净利润	551	751	1,036	1,323	1,642	ROA	9.3%	9.7%	11.8%	13.3%	14.3%
折旧及摊销	113	116	127	185	246	ROE	31.1%	22.4%	27.0%	29.6%	31.3%
EBITDA	950	1,262	1,627	2,083	2,586	财务状况					
总收入 (%)	46.5%	24.7%	26.9%	23.4%	22.6%	净负债/股本	1.3	0.2	0.4	0.4	0.5
EBITDA (%)	52.8%	32.9%	28.9%	28.0%	24.1%	收入/总资产	2.7	2.6	2.9	3.2	3.4
每股收益 (%)	51.0%	30.5%	38.0%	27.8%	24.1%	总资产/股本	3.3	2.3	2.3	2.2	2.2
资产负债表						现金流量表					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金	1,124	2,538	2,369	2,444	2,707	EBITDA	950	1,262	1,627	2,083	2,586
应收账款	1,159	1,518	1,926	2,376	2,912	融资成本(收入)	(123)	(137)	(108)	(108)	(108)
存货	541	495	691	852	1,044	营运资金变化	104	66	(480)	(552)	(655)
其他流动资产	962	559	709	875	1,072	所得税	(156)	(255)	(374)	(477)	(592)
总流动资产	3,785	5,110	5,695	6,546	7,735	营运性现金流	931	1,191	1,039	1,424	1,823
固定资产	1,035	1,120	1,493	1,839	2,132	资本开支	(281)	(192)	(499)	(529)	(536)
无形资产	65	61	57	53	48	其他投资活动	(3)	46	20	16	(20)
长期投资	1,040	1,479	1,505	1,534	1,567	投资性现金流	(283)	(145)	(479)	(513)	(556)
总资产	5,925	7,770	8,750	9,972	11,482	借贷所得款项	2,628	5,667	678	700	700
应付帐款	2,132	2,082	2,640	3,253	3,986	偿还借贷	(2,691)	(5,824)	(729)	(700)	(700)
短期银行贷款	871	729	700	700	700	付股权持有人股息	(169)	(472)	(570)	(728)	(903)
其他短期负债	177	250	250	250	250	其他融资活动	(158)	1,078	(108)	(108)	(101)
总短期负债	3,180	3,061	3,590	4,202	4,935	融资性现金流	(390)	449	(729)	(836)	(1,004)
长期银行贷款	240	222	200	200	200	现金变化	257	1,414	(169)	75	263
其他负债	9	7	9	9	10	期初持有现金	867	1,124	2,538	2,369	2,444
总负债	3,429	3,290	3,798	4,411	5,145	期末持有现金	1,124	2,538	2,369	2,444	2,707
少数股东权益	58	118	146	181	225						
股东权益	1,769	3,345	3,838	4,469	5,252						
负债及权益	5,199	6,634	7,637	8,880	10,397						

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是指基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>