

持有**客户留存率提升亮眼，谨慎并购稳步扩张****美东汽车 (1268. HK)**

2021-08-31 星期二

投资要点

目标价: **40.8 港元**
 现价: 39.05 港元
 预计升幅: 4.5%

➤ **公司 2021 年上半年业绩情况:**

H1 实现收入 118.1 亿元人民币，同比+39.8%；乘用车销售收入+40.8%；乘用车销售毛利率提升 1.7 pct 到 6.6%；豪华品牌毛利率 1.9 pct 到 7.0%；中高端品牌毛利率降低 0.5 pct 到 3.5%；实现归母净利润 5.11 亿元，同比+79.4%；净利润率提升 1.1 pct 到 4.7%。业绩符合预期。

重要数据

日期	2020-08-31
收盘价 (港元)	39.05
总股本 (百万股)	1,245
总市值 (百万港元)	48,617
净资产 (百万元)	3,345
总资产 (百万元)	7,770
52 周高低 (港元)	48.4/24.4
每股净资产 (元)	2.69

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ **客户留存率提升亮眼，持续监控二次到店率:**

公司额外重视客户的到店体验，今年上半年在客户留存率、主动联系比率等方面提升明显。过去几年，公司的零服吸收率在 100% 左右波动，今年上半年不含财务费用的数值为 111%，该数据意味着售后服务产生的毛利几乎都能转化为公司的净利润。所以客户留存率的继续提升对公司的 NPM 和长期稳定性有非常正面的影响。

➤ **重视资产效率，未来将有规划地展开收购:**

从财务报表可以看出，公司的新车毛利率远高于行业平均水平，甚至高于同行的同品牌，主要得益于公司高效的资产控制效率。为了保持扩张速度，公司未来还会考虑进行收购。公司收购的目标标的还将聚焦于主流豪华品牌，中高端品牌也会考虑丰田；同时，公司还会继续在熟悉的地域布局，优先单城单店；此外，公司在收购价格方面较为严格，会特别注意标的资产负债表及隐形负债，对标的未来的回报率有较高的要求。

主要股东

晋帆有限公司 (56.46%)

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

美东汽车 (1268. HK) - 更新报告-20210407

➤ **上调目标价至 40.8 港元，维持“持有”评级:**

我们预计公司 2021-2023 年的每股收益将分别为 0.92 元、1.12 元及 1.38 元，给予公司 2022 年 30 倍 PE，相当于 40.8 港元的目标价，较现价有 4.5% 的涨幅，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	1,109	1,351	1,660
同比增长	51.8%	36.3%	47.8%	21.7%	22.9%
毛利率	9.6%	10.1%	10.7%	10.5%	10.4%
净利润率	3.4%	3.7%	4.3%	4.3%	4.3%
每股收益(元)	0.48	0.62	0.92	1.12	1.38
PE@39.05HKD	67.42	51.68	34.96	28.72	23.36

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

研究部

姓名: 李明

SFC: AXK332

电话: 0755-21516077

Email: liming@gyzq.com.hk

报告正文

公司 2021 年上半年业绩情况：

公司上半年实现收入 118.1 亿元人民币，同比+39.8%；乘用车销售收入+40.8%；乘用车销售毛利率提升 1.7 pct 到 6.6%；豪华品牌毛利率 1.9 pct 到 7.0%；中高端品牌毛利率降低 0.5 pct 到 3.5%；实现归母净利润 5.11 亿元，同比+79.4%；净利润率提升 1.1 pct 到 4.7%。业绩符合预期。

图 1：2012 上半年-2021 上半年营业收入及增速

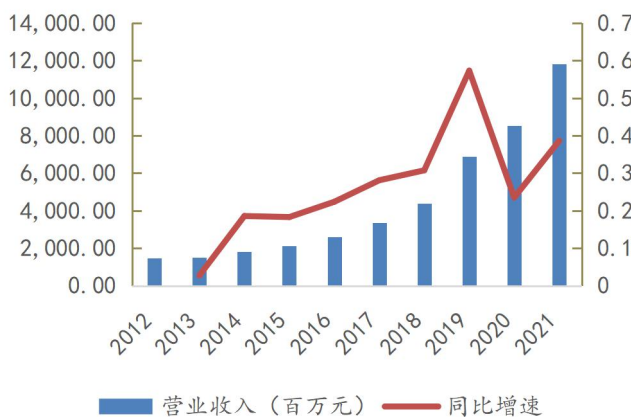


图 2：2012 上半年-2021 上半年归母净利润及增速



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

客户留存率提升亮眼，持续监控二次到店率：

公司额外重视客户的到店体验，今年上半年在客户留存率、主动联系比率等方面提升明显。过去几年，公司的零服吸收率在 100% 左右波动，今年上半年不含财务费用的数值为 111%，该数据意味着售后服务产生的毛利几乎都能转化为公司的净利润。所以客户留存率的持续提升对公司的 NPM 和长期稳定性有非常正面的影响。

重视资产效率，未来将有规划地展开收购：

从财务报表可以看出，公司的新车毛利率远高于行业平均水平，甚至高于同行的同品牌，主要得益于公司高效的资产控制效率。为了保持扩张速度，公司未来还会考虑进行收购。公司收购的目标标的还将聚焦于主流豪华品牌，中高端品牌也会考虑丰田；同时，公司还会继续在熟悉的地域布局，优先单城单店；此外，公司在收购价格方面较为严格，会特别注意标的资产负债表及隐形负债，对标的未来的回报率有较高的要求。

目前市场上豪华品牌 4S 店数量估计有 3000-4000 家，因此在市场面临疫情冲击的大背景下美东有充足的并购机会。由于并购的不确定性，公司无法给出六个月内的

并购计划，但公司表示有信心在两年内收购到优质标的。

上调目标价至 40.8 港元，维持“持有”评级：

我们预计公司 2021-2023 年的每股收益将分别为 0.92 元、1.12 元及 1.38 元，给予公司 2022 年 30 倍 PE，相当于 40.8 港元的目标价，较现价有 4.5% 的涨幅，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；

行业需求复苏不及预期；

疫情管控不及预期。

损益表

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	16,210	20,207	25,642	31,638	38,775
毛利	1,558	2,035	2,739	3,324	4,049
其他业务收入	154	96	128	163	205
销售及分销成本	(493)	(546)	(692)	(854)	(1,047)
管理费用	(382)	(439)	(577)	(712)	(872)
经营利润	837	1,146	1,597	1,921	2,335
财务费用	(123)	(137)	(124)	(117)	(108)
联营公司	44	43	46	45	46
税前盈利	757	1,052	1,519	1,849	2,273
所得税	(200)	(282)	(380)	(462)	(568)
净利润	551	751	1,109	1,351	1,660
折旧及摊销	113	116	127	158	192
EBITDA	950	1,262	1,724	2,078	2,527
总收入 (%)	46.5%	24.7%	26.9%	23.4%	22.6%
EBITDA (%)	52.8%	32.9%	36.6%	20.5%	21.6%
每股收益 (%)	51.0%	30.5%	47.8%	21.7%	22.9%
资产负债表					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金	1,124	2,538	2,522	2,719	3,070
应收账款	1,159	1,518	1,926	2,376	2,912
存货	541	495	687	849	1,042
其他流动资产	962	559	709	875	1,072
总流动资产	3,785	5,110	5,844	6,819	8,096
固定资产	1,035	1,120	1,363	1,606	1,820
无形资产	65	61	57	53	48
长期投资	1,040	1,479	1,505	1,534	1,567
总资产	5,925	7,770	8,768	10,011	11,532
应付帐款	2,132	2,082	2,624	3,244	3,978
短期银行贷款	871	729	700	700	700
其他短期负债	177	250	250	250	250
总短期负债	3,180	3,061	3,573	4,193	4,928
长期银行贷款	240	222	200	200	200
其他负债	9	7	9	9	10
总负债	3,429	3,290	3,782	4,402	5,138
少数股东权益	58	118	148	184	228
股东权益	1,769	3,345	3,873	4,517	5,309
负债及权益	5,199	6,634	7,656	8,919	10,446

财务分析

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
毛利率 (%)	9.6%	10.1%	10.7%	10.5%	10.4%
EBITDA 利率 (%)	5.9%	6.2%	6.7%	6.6%	6.5%
净利率 (%)	3.4%	3.7%	4.3%	4.3%	4.3%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	5.4%	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%
实际税率 (%)	26.4%	26.8%	25.0%	25.0%	25.0%
库存周转	13.5	9.9	11.0	11.0	11.0
应付账款天数	52.4	41.2	41.2	41.2	41.2
应收账款天数	26.1	27.4	27.4	27.4	27.4
ROA	9.3%	9.7%	12.7%	13.5%	14.4%
ROE	31.1%	22.4%	28.6%	29.9%	31.3%
财务状况					
净负债/股本	1.3	0.2	0.3	0.4	0.4
收入/总资产	2.7	2.6	2.9	3.2	3.4
总资产/股本	3.3	2.3	2.3	2.2	2.2
现金流量表					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	950	1,262	1,724	2,078	2,527
融资成本(收入)	(123)	(137)	(124)	(117)	(108)
营运资金变化	104	66	(481)	(524)	(630)
所得税	(156)	(255)	(380)	(462)	(568)
营运性现金流	931	1,191	1,119	1,437	1,790
资本开支	(281)	(192)	(369)	(399)	(404)
其他投资活动	(3)	46	20	18	(20)
投资性现金流	(283)	(145)	(349)	(381)	(424)
借贷所得款项	2,628	5,667	678	700	700
偿还借贷	(2,691)	(5,824)	(729)	(700)	(700)
付股权持有人股息	(169)	(472)	(610)	(743)	(913)
其他融资活动	(158)	1,078	(124)	(117)	(101)
融资性现金流	(390)	449	(786)	(860)	(1,014)
现金变化	257	1,414	(16)	197	351
期初持有现金	867	1,124	2,538	2,522	2,719
期末持有现金	1,124	2,538	2,522	2,719	3,070

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。

分析师声明

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>