增持 ——维持

日期：2020 年 10 月 23 日

行业：汽车

分析师： 郦莉

Tel： 021-53686155

E-mail： lili@shzq.com

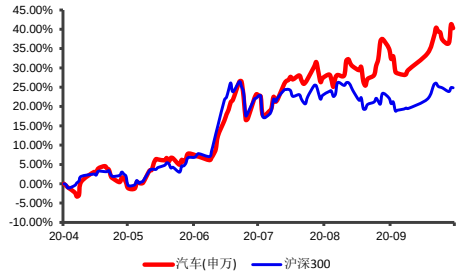
SAC 证书编号： S0870520080001

证券研究报告/行业研究/行业深度报告

车市复苏背景下，头部经销商享受显著弹性

—经销商行业深度研究

近 6 个月行业指数与沪深 300 比较



报告编号：

首次报告日期：2020 年 10 月 22 日

相关报告：

■ 主要观点

直营模式 VS 经销商模式：国内经销商模式的主流地位短期难被撼动

经销商和直营作为汽车销售最主要模式，各有优缺点：①经销商模式能大幅降低整车厂财务压力，但会削弱其对终端的把控力。②直营模式则对终端有更强把控力，但明显提升整车厂财务压力和运营管理能力要求。我们认为从主流整车厂角度出发，基于财务和管理压力，经销商模式的主流地位短期难以改变。

汽车经销商行业：车市复苏背景下，新车业务贡献显著弹性

经销商的主要业务中金融保险、售后维保、二手车销售都具有一定的成长性，而新车业务则受到车市整体景气度以及所售品牌产品周期等因素的影响，波动性较大。我们认为中期看新车销售毛利占比下行有望降低经销商业绩波动，但目前盈利能力与新车销售波动仍高度相关，在其它业务保持较快增长的同时，车市复苏和融资成本降低有望为经销商业绩带来显著弹性。

行业集中度持续提升，头部企业有望获得更多优质标的并购机会

行业具有较强规模效应，百强经销商新车销量占比从 2015 年 28.8%提升至 2019 年的 34.0%，店均新车销量为 1206 台，较行业均值高 125%。行业集中度不断提升，2019 年百强经销商营收 CR3/CR5/CR10 分别为 21.8%、29.5%和 44.0%。由于行业本身具有高杠杆属性，前期车市低迷引发部分经销商资金链风险，这有望为运营情况良好、资金较为充裕的头部经销商提供更多优质标的的并购机会，进一步做大做强。

上市经销商核心指标对比

美东和中升在多项指标上均有优异表现：美东汽车新车销售毛利率和新车库存周转天数表现突出；中升控股零服吸收率最优。永达整体表现相对均衡，而广汇和和谐在车市持续复苏大背景下可能具有更大的业绩弹性。

■ 投资建议

未来十二个月内， 维持汽车行业“增持”评级

建议关注自身质地优异且充分受益于车市复苏的龙头经销商标的。

■ 风险提示

汽车行业景气度低于预期；融资成本明显提升；假设可能存在误差。

■ 数据预测与估值：

关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			投资评级
			20E	21E	22E	20E	21E	22E	
永达汽车	3669.HK	9.89	0.81	1.03	1.19	12.3	9.6	8.3	暂未评级
中升控股	0881.HK	46.57	2.28	2.82	3.31	20.4	16.5	14.1	暂未评级
美东汽车	1268.HK	27.45	0.59	0.83	1.13	46.2	33.2	24.3	暂未评级
广汇汽车	600297.SH	3.77	0.29	0.39	0.47	12.98	9.60	7.96	暂未评级

资料来源：上海证券研究所 股价数据为 2020 年 10 月 21 日收盘价 使用 wind 一致预期

目 录

一、直营模式 VS 经销商模式：国内经销商模式的主流地位短期难被撼动 4
1.1 经销商和直营为最主流整车销售模式，整车厂扮演角色有明显差异 4
1.2 从主流整车厂角度出发，经销商模式仍有明显优越性 5
二、汽车经销商行业：车市复苏背景下，新车业务贡献显著弹性 ... 8
2.1 经销商主要业务核心竞争力分析 8
2.2 短期看新车销售情况对经销商盈利仍有关键影响，车市复苏背景下经销商业绩有望获得显著弹性 16
三、汽车经销商行业竞争格局：行业集中度持续提升，关注核心指标表现 18
3.1 行业集中度提升，头部企业有望获得更多优质标的并购机会 18
3.2 上市经销商核心指标对比 19
四、相关标的 22
4.1 永达汽车（3669.HK） 22
4.2 中升控股（0881.HK） 22
4.3 美东汽车（1268.HK） 23
4.4 广汇汽车（600297.SH） 23
五、风险提示 24

图

图 1 经销商和直营店模式 5
图 2 高周转对新车销售盈利具有重要意义 8
图 3 国内乘用车销量及增速 10
图 4 中汽协乘用车月度销量增速 10
图 5 不同级别车的销量增速和网点状态情况 10
图 6 2019 年品牌类别经销商库存满意度得分 11
图 7 不同级别车的网点数量和店均销量情况 11
图 8 豪华品牌 4S 店单店新车销售毛利明显优于合资和自主品牌（2018H1 数据） 12
图 9 不同系别乘用车国内市场市占率情况 12
图 10 德系、日系和美系车网点数量和店均销量情况 13
图 11 国内经销商库存系数仍高于警戒线水平 13
图 12 不同经销商库存差异明显 13
图 13 金融代理业务和金融自营业务模式 14
图 14 国内汽车保有量及增速 14
图 15 国内乘用车车龄结构 15
图 16 国内后市场规模 15
图 17 百强经销商二手车销售台次 16
图 18 经销商各类业务中新车销售业务具有较强周期性 16
图 19 国内百强经销商收入结构变化 17
图 20 国内百强经销商毛利结构变化 17
图 21 国内经销商在营网点数量 18
图 22 百强经销商新车销量及占比 18
图 23 百强经销商店均新车销量明显优于行业均值 18
图 24 2019 年百强经销商销售利润率 18
图 25 百强经销商营收规模集中度不断提升 19
图 26 主要上市经销商 2019 年新车销售毛利率 20
图 27 主要上市经销商 2019 年新车库存周转天数 20
图 28 主要上市经销商 2019 年毛利结构 21
图 29 主要上市经销商 2019 年零服吸收率表现 21
图 30 主要上市经销商 2019 年资产负债率 21
图 31 主要上市经销商 2019 年 ROE（摊薄） 21

表

表 1 对整车厂来说，经销商和直营店模式差异 5
表 2 上汽集团和广汇汽车的库存比较 6
表 3 一汽大众、Tesla 和蔚来在中国的经销商/直营店情况 7
表 4 高周转对新车销售盈利具有重要意义 9
表 5 新车销售表现对经销商盈利有显著影响 17
表 6 2019 年百强经销商中主要的上市企业表现 20
表 7 各经销商主要指标归一化处理结果 22
表 8 重点公司盈利预测 24

一、直营模式 VS 经销商模式：国内经销商模式的主流地位短期难被撼动

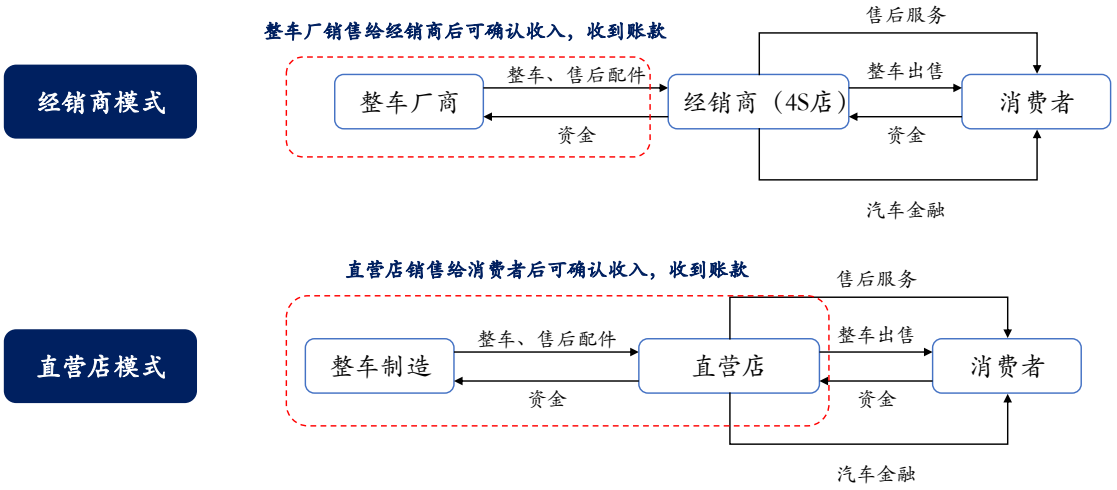
1.1 经销商和直营为最主流整车销售模式，整车厂扮演角色有明显差异

经销和直营为汽车销售最主要模式，提供服务类似，但整车厂角色差异大。目前汽车销售主要有经销商和直营两种模式，主流传统车企一般采用经销商模式，而以 Tesla 为代表的新兴造车企业则一般采用直营店模式。经销商/直营店对终端客户提供的服务类似，主要有新车销售、汽车金融以及售后的维保业务等，两种模式的差异主要体现在整车厂的角色。

经销商模式：经销商独立于整车厂，大幅降低整车厂财务压力，但整车厂对于终端的把控力有所削弱。经销商模式下，经整车厂将整车、配件销售给独立的经销商后即可确认收入，整车的终端销售和其它售前售后服务由经销商独立提供。**该种模式的优势：**①降低整车厂财务压力：明显提高整车厂的周转率，改善其现金流；②降低整车厂运营管理压力。**该种模式的劣势：**①整车厂与经销商之间存在利益冲突；②整车厂对于终端的把控力较弱（特别是弱势品牌，如不同经销商的销售价格、服务质量有明显差异）；③与终端消费者距离较远，对于终端客户的需求反馈较慢。

直营模式：直营店隶属于整车厂，优势是对终端把控力强，劣势是提升整车厂财务压力和提高对其运营管理能力要求。直营模式下，整车厂通过自有的直营店对终端客户提供销售、维保等服务，需将整车等产品销售给终端客户后方可确认收入。**该种模式的优势：**①离消费者更近，可以根据客户的需求及时调整产品、销售策略；②对于终端的把控力强（如 Tesla、蔚来等采用直营店的整车厂采取统一定价，服务质量也能得到较好保证）。**该种模式的劣势：**①资产重，提高对整车厂的财务压力；②整车厂直接对接终端消费者，对整车厂服务终端客户的能力要求更高；③ 整车厂需管理终端库存，对其的运营管理效率要求更高。

图 1 经销商和直营店模式



数据来源：上海证券研究所

表 1 对整车厂来说，经销商和直营店模式差异

	经销商	直营店
与整车厂关系	独立于整车厂	隶属于整车厂
模式	整车厂将整车、配件等销售给经销商，从而确认收入。整车的终端销售及服务由独立的经销商提供。	整车厂通过自有的直营店对终端客户提供销售、维保等服务。
优势（对于整车厂）	①降低整车厂财务压力：明显提高整车厂的周转率，改善其现金流 ②降低整车厂运营管理压力	①离消费者更近，可以根据客户的需求及时调整产品、销售策略 ②对于终端的把控力强（如Tesla、蔚来等采用直营店的整车厂采取统一定价，服务质量也能得到较好保证）
劣势（对于整车厂）	①整车厂与经销商之间存在利益冲突 ②对于终端的把控力较弱（特别是弱势品牌，如不同经销商的销售价格、服务质量有明显差异） ③与终端消费者距离较远，对于终端客户的需求反馈较慢	①重资产模式，提高对整车厂的财务压力 ②整车厂直接对接终端消费者，对整车厂服务终端客户的能力要求更高 ③ 整车厂需管理终端库存，对其的运营管理效率要求更高

数据来源：上海证券研究所

1.2 从主流整车厂角度出发，经销商模式仍有明显优越性

直营模式短期难撼动经销商模式主流地位。随着新兴造车企业的崛起，其采用的直营店模式也受到越来越多的关注。虽然经销和

直营模式各有优劣，**但从整车厂角度来看，我们认为基于财务和管理等压力，直营模式难以取代经销商模式的主流地位。**

1.2.1 采用直营模式将大幅提升整车厂财务压力

库存：若无经销商缓冲，整车厂库存压力会明显提升。从行业来看整车的库存一般包括整车厂和经销商两部分，**整车厂和经销商相对的强弱势地位使得经销商实际上为整车厂承担了部分库存压力。**我们选取了 2019 年国内最大的整车集团上汽集团和经销商集团广汇汽车进行比较[1]。上汽集团 2019 年整车销量 623.8 万辆，广汇汽车 2019 年整车销量 118.4 万辆，其中新车和二手车分别为 89.7 万辆和 32.8 万辆。从整车库存来看：上汽集团 2019 年整车库存数量为 17.34 万辆，整车库存占当年整车销量的 2.77%；广汇汽车 2019 年整车销量 118.44 万辆（新车 89.67 万辆，二手车代理交易 32.84 万辆），库存量 8.87 万辆（新车），整车库存占当年整车/新车销量的 7.52%/9.92%。从库存商品账面价值来看：上汽集团和广汇汽车 2019 年库存商品账面价值为 439.6 和 134.3 亿元，占营收比例分别为 5.21%和 7.88%。从上述数据来看，若从经销模式调整为直营模式，将会明显加大整车厂库存方面的压力。

表 2 上汽集团和广汇汽车的库存比较

	上汽集团	广汇汽车
整车销量（万辆）	623.8	118.4（新车 89.7，二手车 32.8）
整车库存（万辆）	17.3	8.9（均为新车）
整车库存占整车销量比例	2.77%	7.52%（若以新车销量为分母，则为 9.92%）
库存商品账面价值[2]（亿元）	439.6	134.3
库存商品账面价值占营收比例	5.21%	7.88%

数据来源：公司年报 上海证券研究所

资金：自营模式明显加大资金端压力。①从投资和运营成本来看：自营模式下，整车厂需要自己购买/建设/租赁场地，提升现金流压力。以蔚来为例，其 2019 年与销售市场管理有关的租金 7.38 亿元，单车分摊成本达到 3.58 万元；而具有较高单店销售效率的特

[1] 上汽和广汇的整体品牌的差异会导致其表现差异，但我们认为两家作为国内最大的整车集团和经销商集团，其数值比较具有一定指导意义

[2] 公司披露的库存商品包含整车和零部件等，因此该数据并不能准确反应整车库存的账面价值，仅通过该数据做粗略的判断

斯拉也调整了开店策略，停止继续在商场扩张直营店，而是在相对偏远的位置开了一些集销售、维修、充电等多功能于一体的“特斯拉中心”，以优化店面效率。虽然预计随着销售规模的提升，单车的分摊成本会明显下降，但以主流主机厂年销量几十万至上百万辆的规模，直营模式会带来很大的资金负担。②从资金周转效率来看：相较于直营模式，经销商模式下，整车厂可以通过经销商来缓解库存压力，提高周转效率，获得更好的经营现金流表现。

1.2.2 传统主机厂销售规模大、车型数量多，采用直营模式管理难度大

传统主机厂在整车销量和车型数量上远高于新能源汽车主机厂，采用自营模式将大幅提升管理难度。以中国市场为例，2019 年国内乘用车品牌销冠一汽大众销量为 212.99 万辆，在售车型数量为 26；新能源车的代表性品牌蔚来的销量为 2.06 万辆，在售车型数量为 3；Tesla 中国市场 2020H1[3]的销量为 5.03 万辆，在售车型数量为 4。一汽大众、Tesla 和蔚来中国市场的经销店/直营店数量分别为 1600、83 和 154 家，店均销量分别为 1331、1212 和 133 辆，从这三家车企来看，经销商的单店新车销售效率并不弱于直营店，但考虑到其庞大的数量，若是整车厂采用直营模式自己管理，其运营管理难度将远大于目前销量仅为传统车企零头的新兴主机厂。

表 3 一汽大众、Tesla 和蔚来在中国的经销商/直营店情况

	一汽大众	Tesla	蔚来
2019 年销量（万辆）	212.99	5.03（2020H1，保险数据）	2.06（交付量）
车型数量	（大众 9，奥迪 14，捷达 3）	4	3（EC 6 即将交付）
经销商/直营店数量	1600	83（体验店与展厅）	154（NIO House）
店均销量[4]（辆）	1331	1212	133

数据来源：《一汽-大众 2018-2019 年可持续发展报告》 各车企官网 上海证券研究所

[3] （考虑到 Tesla 上海工厂是 2019 年底开始投产，2020 年中国销量快速提升，因此采用 2020 年数据）

[4] 店均销量=总销量/（经销商/直营店数量），其中 Tesla 总销量数据采用 2020H1 销量*2，其它采用 2019 年全年销量数据。考虑到除了经销商/直营店外，车企还有线上、汽贸店等渠道销售整车，因此该方法计算出的店均销量与实际情况有所偏差

1.2.3 新造车势力选择自营模式也有品牌宣传和规模方面的考虑

我们认为目前新造车企业选择自营模式主要有①可通过其进行品牌宣传、提升品牌形象；②目前主要布局于一线城市，门店数量较为有限；③车企处于发展初期，未来品牌的发展潜力、可持续时间等均有较大的不确定性，该种情况下，经销商对于进行重资产的网点投入可能会有所犹豫。未来随着其规模的提升，布局城市的不断下沉，是否仍会采用纯直营模式需要进一步观察。

基于上述讨论，我们认为经销商仍将是中期主流的汽车销售模式。

二、汽车经销商行业：车市复苏背景下，新车业务贡献显著弹性

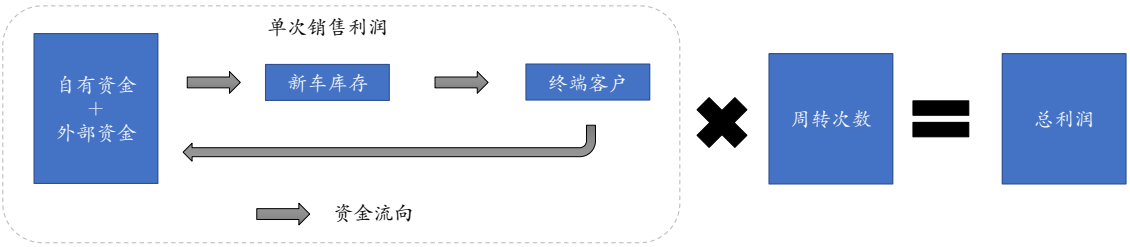
2.1 经销商主要业务核心竞争力分析

经销商的业务主要包括新车销售、二手车销售、金融保险、售后服务等，我们下文对于各类业务的发展情况和核心影响因素进行分析。

2.1.1 新车销售盈利表现：与行业表现和产品周期关联度高，经销商自身库存管理能力也是关键性因素，重点关注库存周转率指标

新车毛利和库存周转效率是影响经销商新车销售盈利水平的重要因素。经销商新车业务具有高杠杆的特点，使用自有资金+外部资金杠杆向整车厂购买新车，将新车销售给终端客户获得利润，单次销售利润和库存周转次数决定了整车厂新车销售业务的整体盈利水平。

图 2 高周转对新车销售盈利具有重要意义



数据来源：上海证券研究所

经销商新车盈利水平需权衡新车毛利和库存周转效率。我们对销售利润率和库存周转对新车销售盈利的影响进行了测算，其中杠杆率我们参考美东汽车 2018 年年报给出数据。从结果中我们可以看到新车单次销售的利润率固然重要，但即使在销售利润率为 1%的较低水平下，保持库存的高周转仍能获得较好的收益水平。因此

经销商在运营的过程中需要权衡这两方面的因素，如果一味追求单次销售的盈利水平，牺牲周转销效率，从综合盈利水平上反而得不偿失。甚至导致库存积压过多，在资金成本的压力下不得不给出更大的折扣。

表 4 高周转对新车销售盈利具有重要意义

杠杆率（外部借用资金/自有资金）[5]	年化资金成本	单次销售利润率	库存周转次数	总利润/自有资金
90%	7%	1%	12	57%
			9	27%
			6	-3%
			3	-33%
		2%	12	177%
			9	117%
			6	57%
			3	-3%
		3%	12	297%
			9	207%
			6	117%
			3	27%

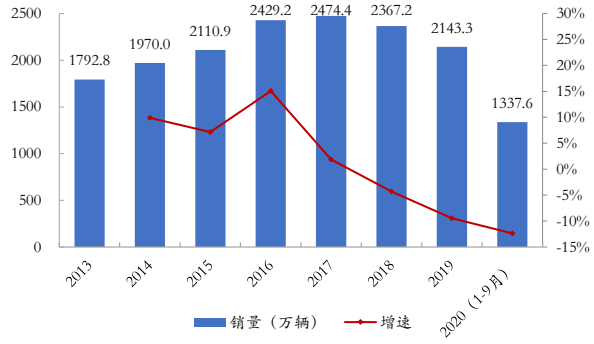
数据来源：美东汽车 上海证券研究所

新车毛利和库存周转效率主要受到①车市整体表现；②所销售整车品牌的产品周期和竞争力以及供应链管理策略；③经销商的库存管理水平等因素的影响。

①车市整体表现：国内乘用车销量持续下滑，边际有所改善。自 2018 年以来，国内乘用车销量持续下行。2020 年前三季度销量为 1337.6 万辆，同比下滑 12.4%，预计年度销量将连续第三年下滑。但从月度数据来看，市场已逐步走出疫情的冲击，自 2020 年 5 月以来已连续 5 个月增速为正；考虑到 19Q4 较高的基数，国内 20Q4 面临一定压力，但从中期来看，随着经济的持续修复，从 21 年起，国内乘用车销量有望重回正增长。受此拉动，经销商行业整体业绩表现有望持续回暖。

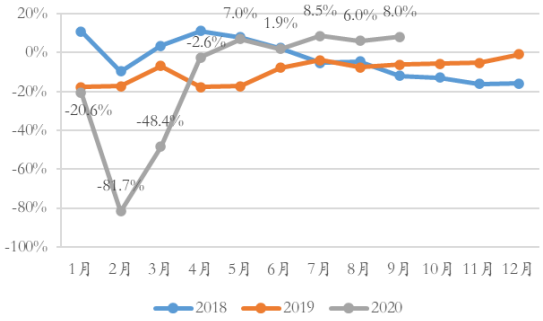
[5] 参考美东汽车年报给出数据

图 3 国内乘用车销量及增速



数据来源：中汽协 上海证券研究所

图 4 中汽协乘用车月度销量增速



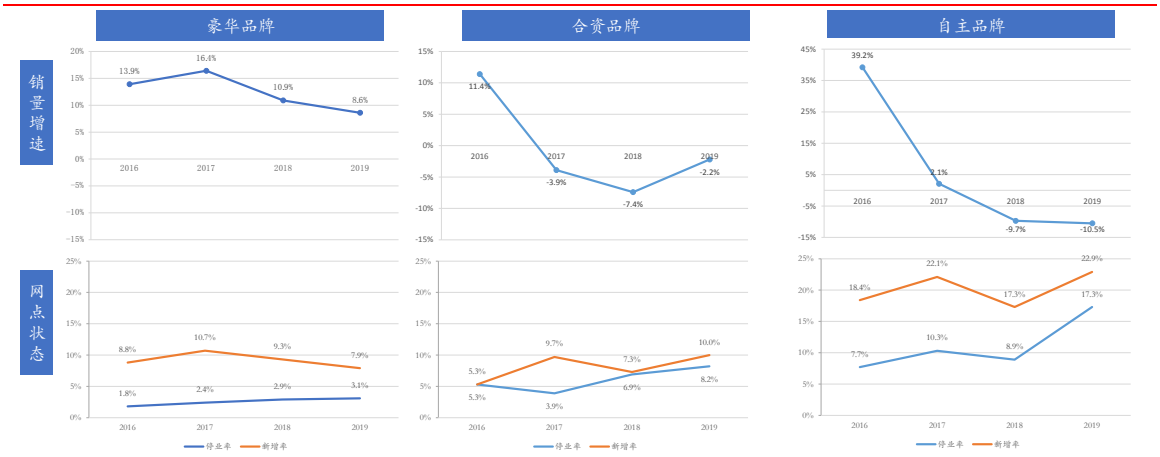
数据来源：中汽协 上海证券研究所

②所销售整车品牌的产品周期和竞争力以及经销商网络扩张和供应链管理策略：豪华品牌、日系德系品牌具有更强竞争力。

a）分级别看豪华车销量和 4S 店运营情况较为健康。

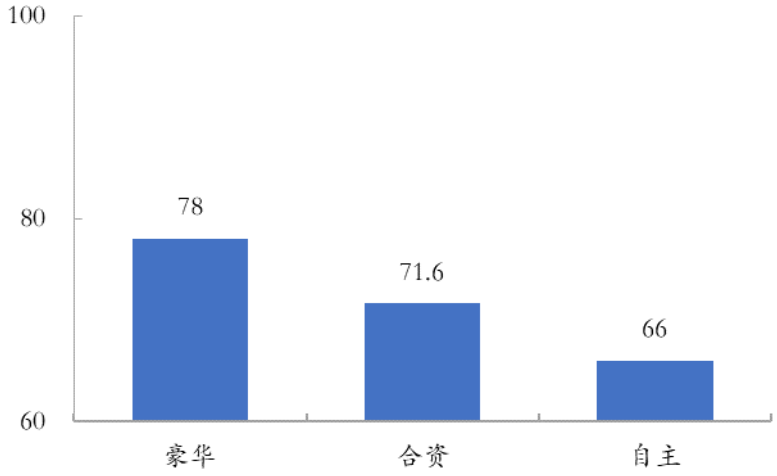
豪华车表现一枝独秀，网点扩张策略稳健，经销商对品牌库存管理满意度较高。相较于整体表现低迷的乘用车市场，豪华车近年销量保持较快增长，2019 年销量增速达到 8.6%。在此背景下，豪华车经销商网点并未一味扩张，仍保持较好节奏，在库存管理上也较为合理。2019 年豪华品牌网点新增率和停业率分别为 7.9%和 3.1%，停业率明显低于合资品牌和自主品牌，说明豪华品牌经销商运营的稳定性较好。从 2019 年品牌类别经销商库存满意度得分来看（反映经销商对整车品牌所下达的任务指标、库存结构和库存深度是否合理的指标），豪华品牌经销商的满意度最高。

图 5 不同级别车的销量增速和网点状态情况



数据来源：威尔森监测 上海证券研究所

图 6 2019 年品牌类别经销商库存满意度得分



数据来源：凯达研究院 上海证券研究所

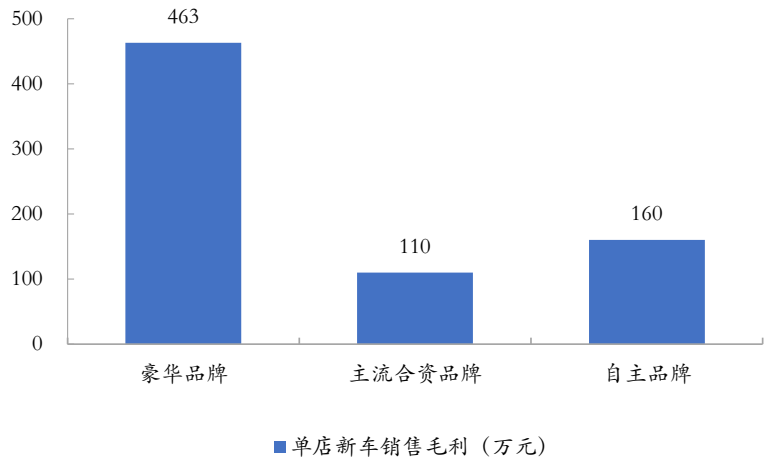
豪华品牌店均新车销量持续提升，豪华品牌 4S 店单店新车毛利表现突出。经销商得益于豪华品牌新车整体销量的持续提升和品牌稳健的网点扩张策略，店均销量持续提升，2019 年达到 886 辆，超过合资品牌位列第一。2018H1 豪华品牌 4S 店单店新车毛利达到 463 万元，大幅领先合资品牌和自主品牌。

图 7 不同级别车的网点数量和店均销量情况



数据来源：威尔森监测 上海证券研究所

图 8 豪华品牌 4S 店单店新车销售毛利明显优于合资和自主品牌（2018H1 数据）

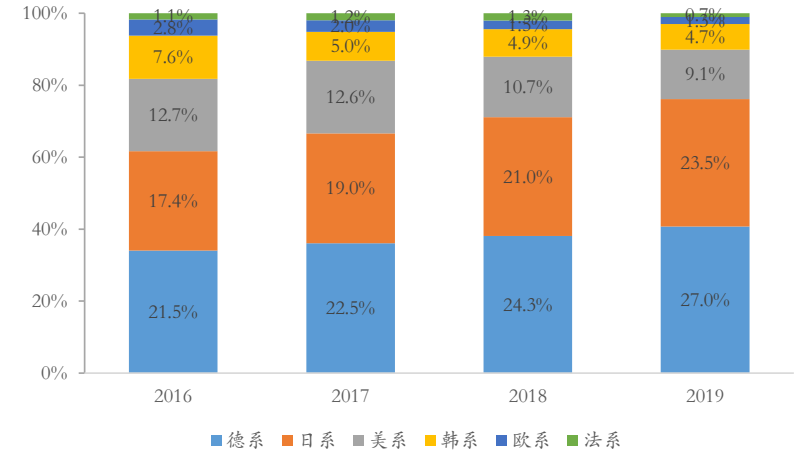


数据来源：凯达研究院 上海证券研究所

b）分系别看，日系、德系新车份额持续提升，日系品牌 4S 店运营情况更优。

车市下行阶段行业加速优胜劣汰，德系、日系品牌新车市占率持续提升。凭借自身产品竞争力和消费者认可度，德系、日系品牌持续蚕食其他系别车企份额，市占率分别从 2016 年的 21.5%和 17.4%提升至 2019 年的 27%和 23.5%。

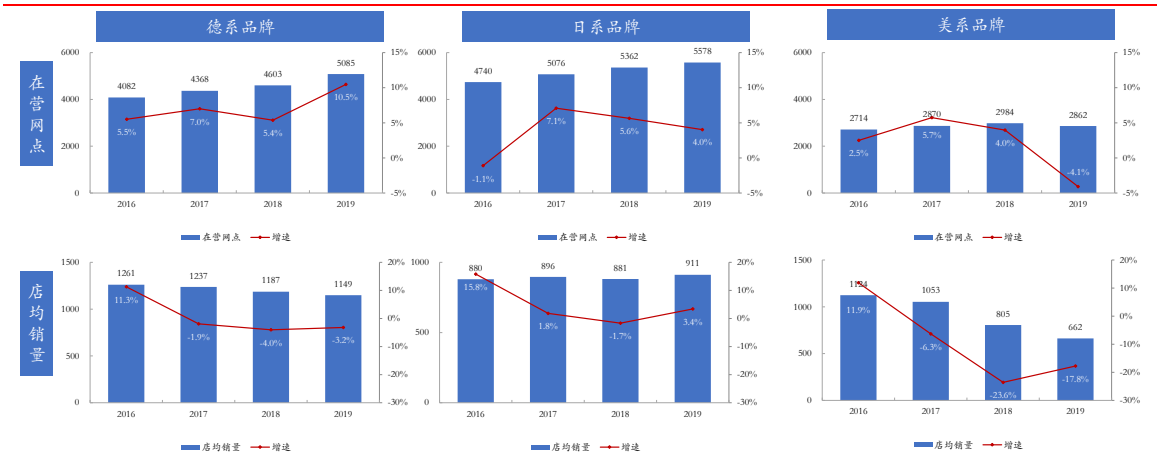
图 9 不同系别乘用车国内市场市占率情况



数据来源：威尔森监测 上海证券研究所

日系品牌网点扩张更为稳健，4S 店店均销量较为稳定。从网点扩张策略来看，日系品牌相较于得洗品牌更为稳健，从而帮助其店均新车销量较为稳定，2019 年为 911 台，相较 2016 年的 880 台略有提升；而德系品牌 4S 店均销量有所下行，从 2016 年的 1261 台降至 2019 年的 1149 台。

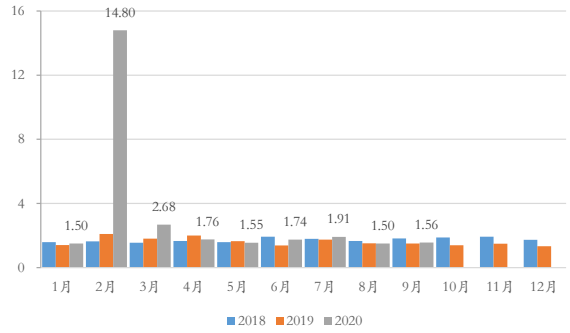
图 10 德系、日系和美系车网点数量和店均销量情况



数据来源：威尔森监测 上海证券研究所

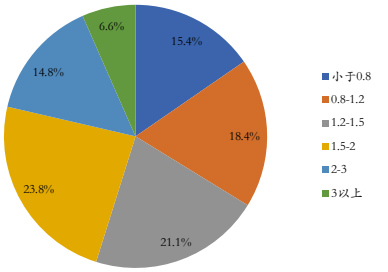
③经销商的库存管理水平：经销商自主可控力更强，为核心竞争力之一。我们前文已经分析过，库存周转对于经销商新车销售的盈利能力有重要影响，同时其相较于车市整体表现和品牌竞争力等因素，更多取决于经销商自身能力，是经销商的核心竞争力之一。2019 年 12 月，行业库存系数为 1.33，不同经销商之间差异明显，除了受到所销售品牌景气程度的影响外，也反映了不同经销商之间库存管理能力的巨大差异。

图 11 国内经销商库存系数仍高于警戒线水平



数据来源：汽车流通协会 上海证券研究所

图 12 不同经销商库存差异明显



数据来源：中汽协 上海证券研究所

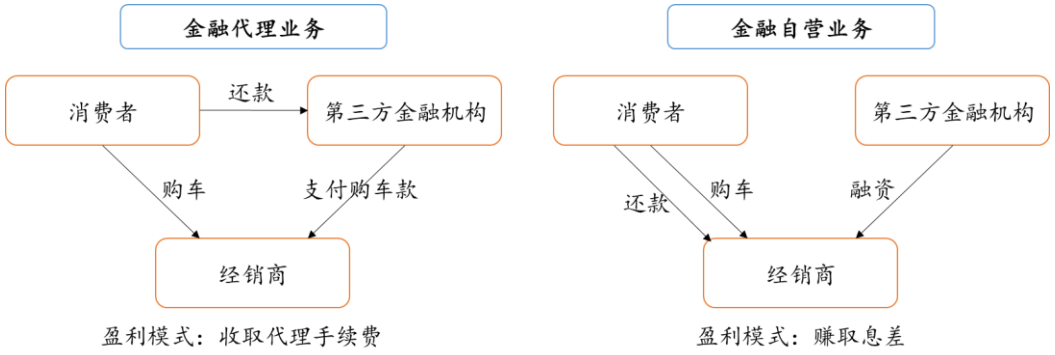
2.1.2 金融保险业务：与新车销量直接相关，渗透率提升空间带来一定成长性；汽车金融选择自营模式经销商需重点关注现金流指标

保险和汽车金融渗透率均有进一步提升空间。2018 年百强经销商新车保险渗透率 70.4%，2019 年车辆延保渗透率 13.5%；2019 年经销商新车金融渗透率为 45%，其中豪华、合资和自主品牌分别为 42.3%、49.9%和 44.1%，保险和金融渗透率相较于发达国家仍具有一定的提升空间。因此金融保险业务虽然与新车销量有直接关联，但它们的渗透率仍有提升空间，周期性明显弱于新车销售。

保险通过返佣盈利，金融业务自营和代理各有优缺点。经销商保险业务模式简单，通过收取保险公司的佣金返点盈利；而金融业务则分为金融代理和金融自营两类模式。**①金融代理业务：**经销商

在金融代理业务中充当中介角色，通过收取相关的服务手续费盈利，该种模式资产轻，风险低；**②金融自营业务：**通过赚取息差来盈利，该种模式资产重，风险相对较高，但盈利能力更强。经销商选择自营模式会对其资金管理和风控能力提出较高的要求，**采用该类模式的经销商要重点关注其现金流表现。**

图 13 金融代理业务和金融自营业务模式

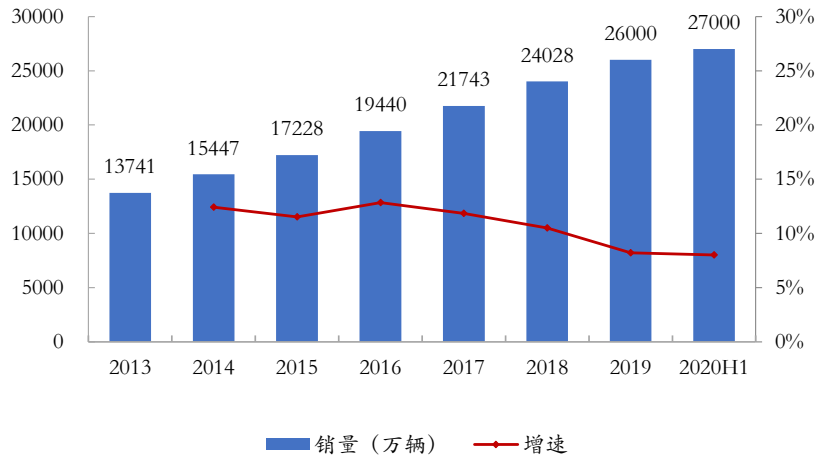


数据来源：上海证券研究所

2.1.3 维保业务：国内车市存量增速高于增量增速，叠加平均车龄增长，后市场相关业务有望保持较快增长；重点关注经销商零服吸收率指标。

国内保有量维持较快增长。相较于前期压力较大的新车销售市场，国内汽车保有量目前依旧保持较快增长。截止 2020 年 6 月，国内汽车保有量为 2.7 亿辆，同比增长 8.0%。

图 14 国内汽车保有量及增速



数据来源：公安部 上海证券研究所

保有量叠加平均车龄增长，国内汽车后市场规模达到万亿体量。2016 年国内乘用车平均车龄为 4.6 年，预计 2025 年将达到 6.4 年，同时高车龄汽车占比也将快速提升，这些将带来单车后市场维保费用的明显增长。2017 年，国内后市场规模达到 1.06 万亿元，

随着保有量的增长和车龄结构的变化，预计其体量将继续保持较快的增长。

图 15 国内乘用车车龄结构

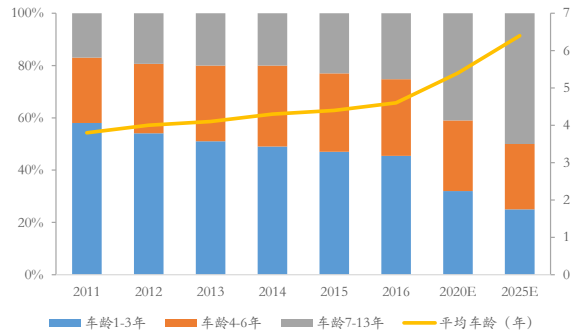
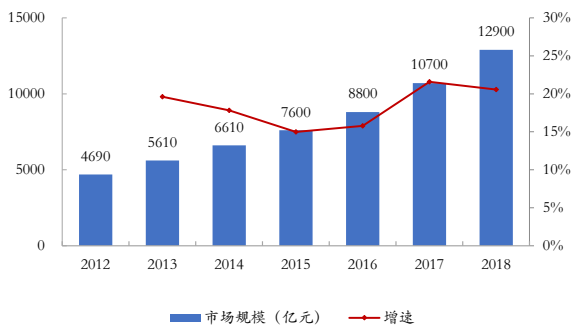


图 16 国内后市场规模



数据来源：《中国汽车后市场供应链白皮书》 上海证券研究所　*数据来源：巨量引擎 上海证券研究所*

零服吸收率指标可以用于衡量经销商售后业务盈利表现，也可反应其抗风险能力。零服吸收率=售后服务产生的利润/经销商运营成本，该数值≥1 表明经销商售后业务的毛利能够覆盖公司的成本，这一方面说明公司售后业务具有较强的盈利能力；另一方面说明公司的费用控制能力较强，即使在新车销售不利的情况下，不会对自身持续经营能力构成明显冲击。相较于合资和自主品牌，豪华品牌吸收率表现突出。

图 2 2018H1 经销商零服吸收率

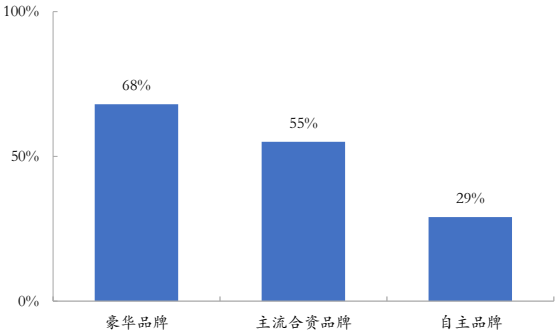
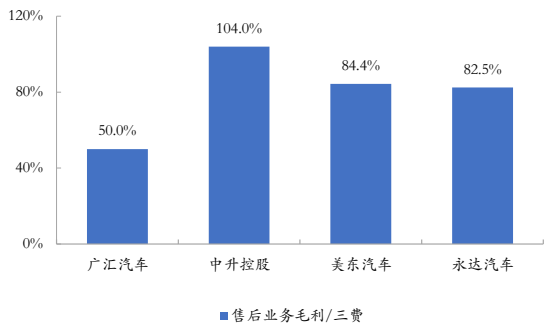


图 3 主要上市经销商零服吸收率表现

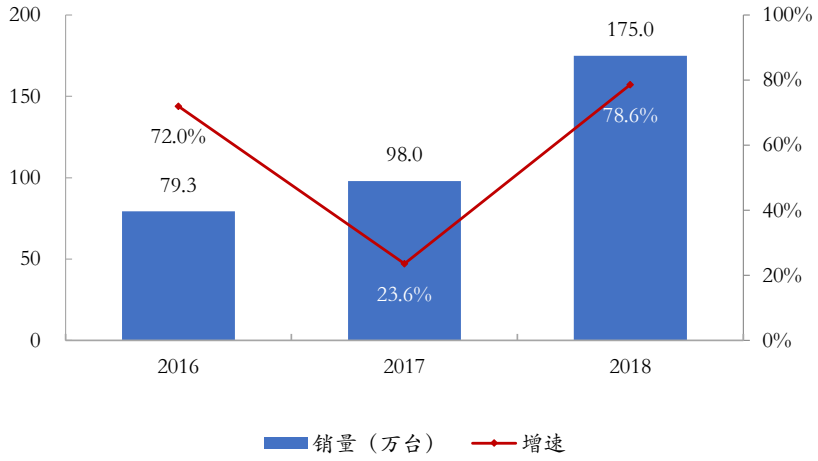


数据来源：凯达研究院 上海证券研究所　*数据来源：上市公司公告 上海证券研究所*

2.1.4 二手车业务：行业保持快速增长，目前规模对经销商盈利影响有限

2018 年国内二手车销量 1382 万辆，同比增长 11.5%。从百强经销商二手车业务的表现来看，增速明显高于行业，2018 年同比增长 78.6%。但考虑到目前二手车业务在百强经销商收入和毛利中占比较低，2017 年仅为 4.5%和 4.1%，对经销商整体业绩表现影响有限。

图 17 百强经销商二手车销售台次

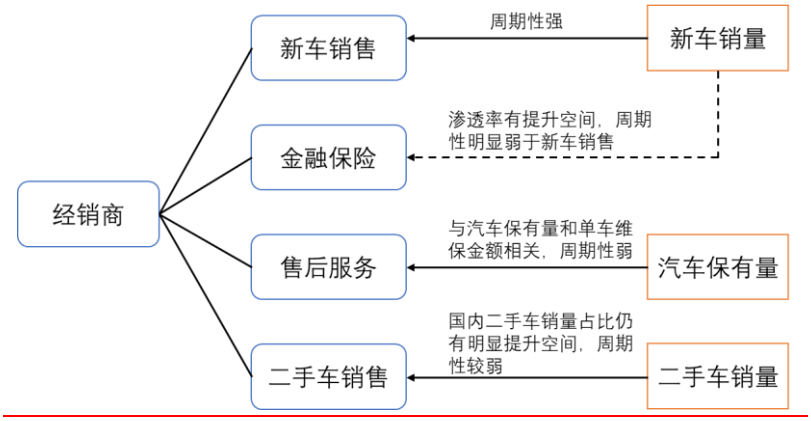


数据来源：汽车流通协会 上海证券研究所

2.2 短期看新车销售情况对经销商盈利仍有关键影响，车市复苏背景下经销商业绩有望获得显著弹性

新车销售强周期性是压制其估值的重要因素。经销商的估值一直以来其表现出的强业绩波动压制，从上面的分析我们可以看到除了新车业务具有较强的周期性、波动较大外，金融保险、售后维保、二手车销售都是成长性特征更明显的业务。

图 18 经销商各类业务中新车销售业务具有较强周期性

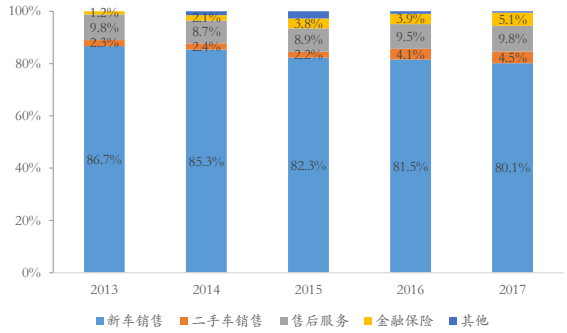


数据来源：《中国汽车后市场供应链白皮书》 上海证券研究所

中期看新车销售毛利占比下行有望降低经销商业绩波动。随着国内乘用车销售逐步切换至微增长阶段以及保有量的不断提升，后市场相关业务在经销商整体业务中的重要性也获得了明显提升，这从全国百强经销商近年来营收和毛利结构的变化趋势中可以得到验证：新车销售收入和毛利占比持续降低，2017 年，非新车销售毛

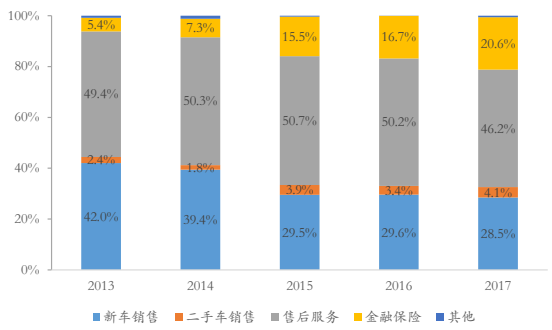
利占比已达到 71.5%。新车业务占比的下降将有助于降低经销商业绩的波动性。

图 19 国内百强经销商收入结构变化



数据来源：汽车流通协会 上海证券研究所

图 20 国内百强经销商毛利结构变化



数据来源：汽车流通协会 上海证券研究所

目前经销商盈利能力与新车销售波动仍高度相关，在其它业务保持较快增长的同时，在车市复苏和融资成本降低背景下经销商有望表现出显著业绩弹性。短期新车销售情况好坏仍会带来经销商盈利的显著波动：**①目前新车销售收入占比仍高达 80%，承担了大部分固定费用的摊销；②新车销售盈利能力波动显著：**相较于其它业务，新车盈利能力受车市整体表现、品牌产品力、库存管理效率等因素的影响会出现显著波动。**因此在目前车市复苏的大背景下，叠加融资成本降低，经销商的业绩表现有望显著受益于新车业务盈利表现的好转。**

表 5 新车销售表现对经销商盈利有显著影响

	2014		2015		2016		2017	
	新车业务	售后业务	新车业务	售后业务	新车业务	售后业务	新车业务	售后业务
单车毛利	5963	864	3739	784	5085	800	5382	772
同比变化			-37.3%	-9.3%	36.0%	2.0%	5.8%	-3.5%
毛利占比	39.4%	60.6%	29.5%	70.5%	29.6%	70.4%	28.5%	71.5%
假设新车销售量和售后服务量不变								
毛利	3940.00	6060.00	2470.51	5498.89	3359.87	5611.11	3556.11	5414.72
毛利的同比影响			-14.7%	-5.6%	11.2%	1.4%	2.2%	-2.2%

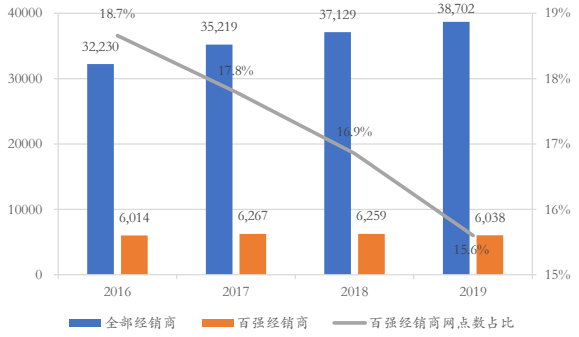
数据来源：汽车流通协会 上海证券研究所

三、汽车经销商行业竞争格局：行业集中度持续提升，关注核心指标表现

3.1 行业集中度提升，头部企业有望获得更多优质标的并购机会

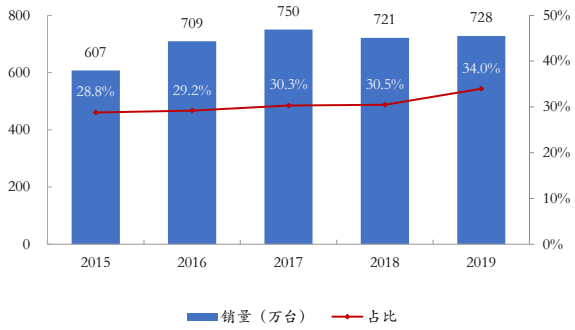
百强经销商在网点数量占比有所下降的背景下，新车销量占比持续提升。近年来国内经销商在营网点数量仍在增长，但增速明显放缓，2019 年总量为 3.87 万家，通过比增长 4.2%；百强经销商网点数量则略有下降，为 6038 家，同比减少 3.5%。百强经销商网点数量占总网点数量比例从 2016 年的 18.7%下降至 15.6%。但从新车销量占比来看，百强经销商持续提升，从 2015 年 28.8%提升至 2019 年的 34.0%。

图 21 国内经销商在营网点数量



数据来源：威尔森监测 汽车流通协会 上海证券研究所

图 22 百强经销商新车销量及占比



数据来源：汽车流通协会 上海证券研究所

规模效应较为明显，行业集中度持续提升。百强经销商表现优于行业：2019 年百强经销商的店均新车销量为 1206 台，较行业均值高 125%。行业集中度不断提升，2019 年百强经销商营收 CR3/CR5/CR10 分别为 21.8%、29.5%和 44.0%。

图 23 百强经销商店均新车销量明显优于行业均值

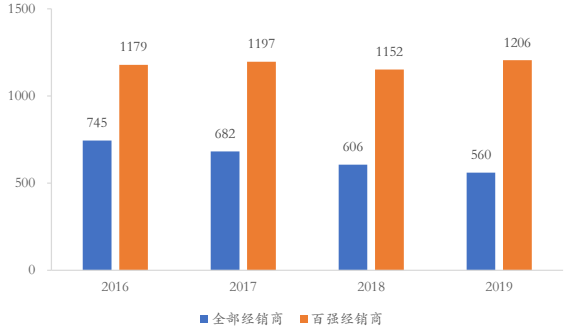
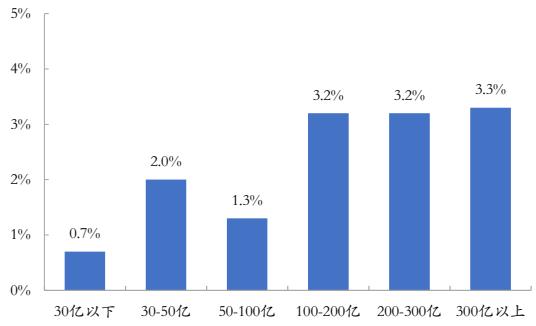
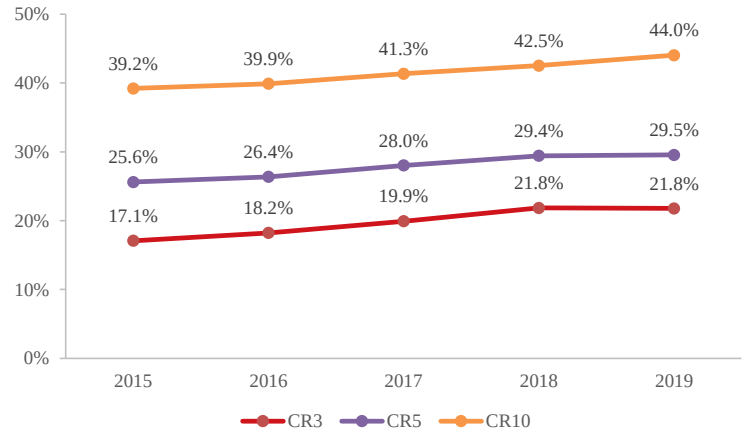


图 24 2019 年百强经销商销售利润率



数据来源：威尔森监测 汽车流通协会 上海证券研究所　　数据来源：汽车流通协会 上海证券研究所

图 25 百强经销商营收规模集中度不断提升



数据来源：汽车流通协会 上海证券研究所

头部企业有望获得更多优质标的并购机遇。行业本身具有高杠杆属性，前期车市低迷引发部分经销商资金链风险：如 2010 年国内最大的经销商集团庞大集团于 2019 年申请破产；遭遇资金链危机的正通汽车出让控股权。这有望为运营情况良好、资金较为充裕的头部经销商提供更多优质标的的并购机会，进一步做大做强。

3.2 上市经销商核心指标对比

我们从销售品牌定位、毛利结构、新车毛利率、零服吸收率、资产周转率、ROE 等指标来对经销商集团综合实力进行评价。

根据均价指标筛选豪华车占比高的经销商集团，相关标的集中于港股。中国汽车流通协会以营收为指标发布了 2019 年中国经销商百强榜，我们罗列出主要的 7 家上市公司[6]，根据均价[7]指标来判断其销售品牌整体定位情况，均价排名自高到低为和谐汽车（35.52 万）、永达汽车（32.00 万）、国机汽车（31.22 万）、美东汽车（30.16 万）、正通汽车（29.55 万）和中升控股（23.53 万）、物产元通（15.78 万）、广汇汽车（13.91 万）。

[6] 剔除部分经营状况出现较明显问题的标的后选择，考虑到数据的可得性，后续其它指标仅对比了五家上市经销商表现

[7] 均价由营收/销量得到，和准确数值可能会产生一定偏差

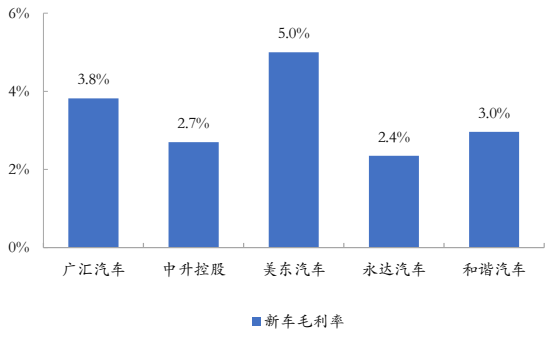
表 6 2019 年百强经销商中主要的上市企业表现

排名	集团名称	营业收入（亿元）	销量（含二手车）	均价	上市公司	代码	备注
1	广汇汽车	1,704.56	1,225,060	13.91	广汇汽车	600297.SH	
2	中升控股	1240.43	527,100	23.53	中升控股	0881.HK	
4	永达汽车	763.87	238,677	32.00	永达汽车	3669.HK	
6	国机汽车	521.62	167069	31.22	国机汽车	600335.SH	收入包含部分工程建设，可能会导致均价偏高
8	物产元通	469.70	297570	15.78	物产中大	600704.SH	物产中大子公司
27	美东汽车	162.10	53739	30.16	美东汽车	1268.HK	
34	和谐汽车	130.02	36604	35.52	和谐汽车	3836.HK	

数据来源：汽车流通协会 上市公司公告 上海证券研究所

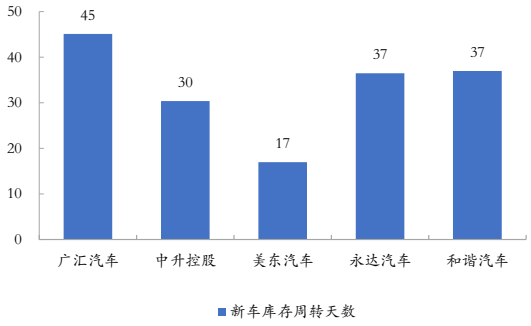
美东汽车新车销售毛利率和新车库存周转天数均有最突出表现。美东汽车新车销售毛利率最高，达到 5.0%，广汇汽车和和谐汽车居于二三位；新车库存周转天数方面，美东汽车仅为 17 天，明显优于其它公司。表明美东汽车的新车管理水平较为突出。

图 26 主要上市经销商 2019 年新车销售毛利率



数据来源：上市公司公告 上海证券研究所

图 27 主要上市经销商 2019 年新车库存周转天数[8]



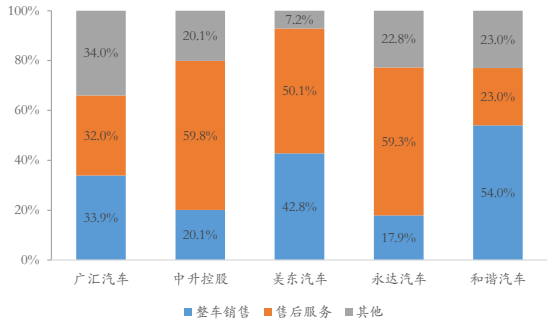
数据来源：上市公司公告 上海证券研究所

和谐汽车新车毛利占比最高，中升控股零服吸收率最优。从毛利结构看，和谐汽车和美东汽车的新车毛利占比较高，而中升控股

[8] 广汇汽车和中升控股采用存货周转天数数据，预计与其它企业的新车库存周转天数口径上有一定差异

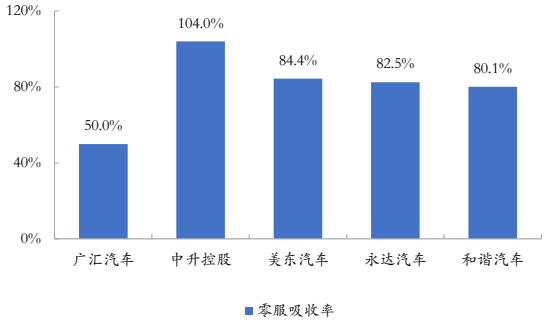
和永达汽车的售后服务毛利率占比居前。从零服吸收率来看，中升控股表现最好，售后业务毛利可以完全覆盖三费，美东、永达和和谐也均在 80%以上，广汇汽车该指标较低，在车市复苏环境下有望在新车销售环节具有更高的弹性。

图 28 主要上市经销商 2019 年毛利结构



数据来源：上市公司公告 上海证券研究所

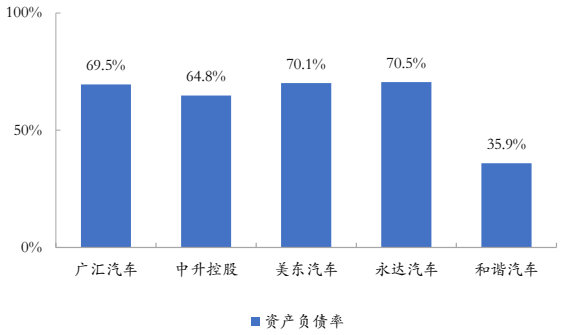
图 29 主要上市经销商 2019 年零服吸收率表现



数据来源：上市公司公告 上海证券研究所

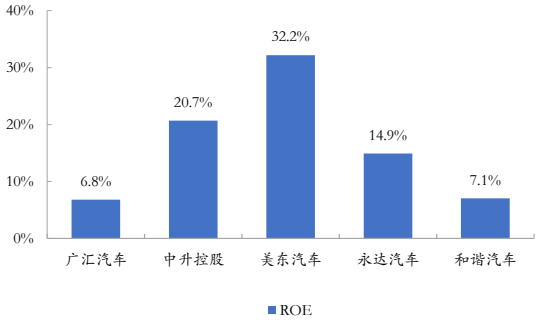
和谐汽车资产负债率明显低于其它企业，美东汽车 ROE 表现出色。相较于其它四家较为接近的资产负债率，和谐汽车使用杠杆较少。从 ROE 来看，美东汽车表现优异，达到 32.2%；中升 20.7%的数值也较为突出。

图 30 主要上市经销商 2019 年资产负债率



数据来源：上市公司公告 上海证券研究所

图 31 主要上市经销商 2019 年 ROE（摊薄）



数据来源：上市公司公告 上海证券研究所

美东中升综合实力突出，永达整体表现较为均衡，广汇、和谐可能具有更高的业绩弹性。我们对前面分析的主要指标进行归一化处理（即将单项表现最优的数值作为 100%），可以看到美东和中升在多项指标上均有优异表现，永达整体表现相对均衡，而广汇和和谐在零服吸收率、库存周转和 ROE 方面指标居后，在车市持续复苏大背景下可能具有更大的业绩弹性。

表 7 各经销商主要指标归一化处理结果

	零服吸收率	新车毛利率	新车库存周转天数	资产负债率	ROE
广汇汽车	48.0%	76.4%	37.7%	51.7%	21.2%
中升控股	100.0%	54.0%	55.9%	55.4%	64.3%
美东汽车	81.1%	100.0%	100.0%	51.2%	99.9%
永达汽车	79.3%	47.0%	46.6%	50.9%	46.3%
和谐汽车	77.0%	59.2%	45.9%	100.0%	21.9%

数据来源：上市公司公告 上海证券研究所

四、相关标的

4.1 永达汽车（3669.HK）

2020Q3 业绩表现亮眼，新车销售业务实现强劲复苏。公司 2020Q3 乘用车销量和销售收入分别为 5.9 万台和 165.8 亿元，同比增长 30.8%和 34.7%，大幅跑赢行业表现；售后服务和金融保险代理服务收入也获得了 20.8%和 30.3%的增速；在各类业务的共同拉动下，公司 Q3 实现综合收入 198.1 亿元，同比增长 31.5%；实现归母净利润 4.8 亿元，同比增长 41.2%。

库存周转效率和经营现金流表现大幅改善。公司 2020Q3 平均存货周转天数为 26.5 天，同还比分别减少 8.5 天和 2.2 天，库存周转效率大幅提升。公司 2020Q3 经营净现金流 15.65 亿元，同比增长 103.2%。公司内部管理持续优化，盈利质量有所提升。

核心品牌宝马和保时捷表现有望进一步向好。公司 2020Q3 宝马新车毛利率 2.6%，环比基本保持稳定。宝马 9 月初步完成了主要车型中期改款的切换，未来盈利能力有望有所提升。公司 2020Q3 保时捷新车毛利率 7.14%，环比略有提升，保时捷供应逐步恢复正常，未来盈利有望获得更好释放。

4.2 中升控股（0881.HK）

行业低迷背景下依旧获得亮眼业绩。公司 2020H1 虽然新车销量有所下滑，但依托豪华品牌占比提升带来的均价和毛利率提升、金融保险、售后业务的稳健增长以及二手车业务的快速崛起，公司业绩端依旧获得较好表现。公司 2020H1 实现营收 582.0 亿元，同比增长 1.4%，毛利率 9.3%，同比增长 0.2pts，归母净利润达到 22.9 亿元，同比增长 10.1%。

运营管理效率持续优化，抗风险能力强。公司 2020H1 存货周转天数 29.7 天，同比减少 2.3 天；经营净现金流 47.4 亿，较同期略减 1.2 亿元，而融资和筹资净现金流相比同期分别减少流出 7.0

和 14.7 亿元，使得期末现金净增加额达到 21.2 亿元。公司 2019 年零服吸收率达到 104%，明显优于其它上市经销商，抗风险能力突出。

新车品牌结构优质，持续优化经销网络。公司新车销售核心品牌奔驰、雷克萨斯和丰田具有突出的产品竞争力：2020 年前三季度，在国内乘用车销量同比下降 12.4%的情况下，奔驰、雷克萨斯和丰田同比销量增速分别达到 8.3%、6.9%和 9.6%，均大幅跑赢行业。截至 2020H1，公司经销店数量达到 365 家，豪华品牌为 155 家，占比 42%；公司 2020 年 7 月公告收购 8 家 4S 店（6 家奔驰，2 家捷豹路虎），进一步提升豪华品牌占比，优化结构。

4.3 美东汽车（1268.HK）

业绩持续快速增长，运营管理效率突出。公司 2014-2019 年营收和净利润 CAGR 高达公 33.3%和 37.2%。2020H1 实现营收 162.1 亿元，同比增长 23.5%；净利润 3.17 亿元，同比增长 28.5%。公司运营管理效率突出，2020H1 库存周转天数为 12 天，同比减少 11 天，周转效率大幅领先同行。

专注豪华品牌，单城单店策略持续推进。公司豪华品牌收入占比由 2014 年的 44%提升至 2020H1 的 84.2%。公司新车毛利率表现突出，2020H1 为 4.9%，同比微降 0.1pct。截至 2020H1，公司共有 60 家门店，较 2019 年底增加 2 家。公司单城单店策略帮助其获得更好的新车销售毛利和售后服务黏性，未来随着平均店龄的增长，其盈利能力有望进一步提升。

4.4 广汇汽车（600297.SH）

2020Q2 盈利表现显著改善。公司 2020H1 实现营收 660.8 亿元，同比减少 18.1%；归母净利润 5.0 亿元，同比减少 66.8%。2020Q2 单季度实现营收 404.7 亿元，同比减少 6.8%；归母净利润 9.0 亿元，同比增长 26.8%。盈利的修复主要来自毛利率的提升的贡献，2020Q2 毛利率 9.8%，同环比分别增长 0.45pct 和 4.07pct。公司 2020Q2 三项费用率 6.27%，同比微增 0.16pct，环比大幅降低 3.19pct。

国内最大经销商集团，有望充分受益车市复苏所带来的业绩弹性。公司 2015 年以来一直是国内最大汽车经销商，品牌布局较全。截至 2020H1，公司经销 50 多个乘用车品牌，运营 824 个营业网点，包括 767 家 4S 店，豪华车销量占比 23.5%。未来随着车市的复苏由豪华品牌逐步向下传递，公司有望获得显著的业绩弹性。

表 8 重点公司盈利预测

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PB	投资评级
			20E	21E	22E	20E	21E	22E		
永达汽车	3669.HK	9.89	0.81	1.03	1.19	12.3	9.6	8.3	1.79	暂未评级
中升控股	0881.HK	46.57	2.28	2.82	3.31	20.4	16.5	14.1	4.76	暂未评级
美东汽车	1268.HK	27.45	0.59	0.83	1.13	46.2	33.2	24.3	11.57	暂未评级
广汇汽车	600297.SH	3.77	0.29	0.39	0.47	12.98	9.60	7.96	0.79	暂未评级

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所 盈利预测采用 wind 一致预期

五、风险提示

汽车行业景气度低于预期。如果汽车终端销售持续低迷，可能会导致经销商库存高企，现金流持续恶化；同时低迷的终端销售可能会引发价格战，拖累企业盈利能力。

融资成本明显提升。新车销售业务和金融自营业务均需要较大规模的融资，如果融资成本持续提升，将会使得经销商的盈利能力明显下行。

假设可能存在误差。我们对于行业未来发展的判断是基于一定的假设，由于受到多种因素的影响，假设可能会存在一定误差。

分析师声明

郦莉

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。