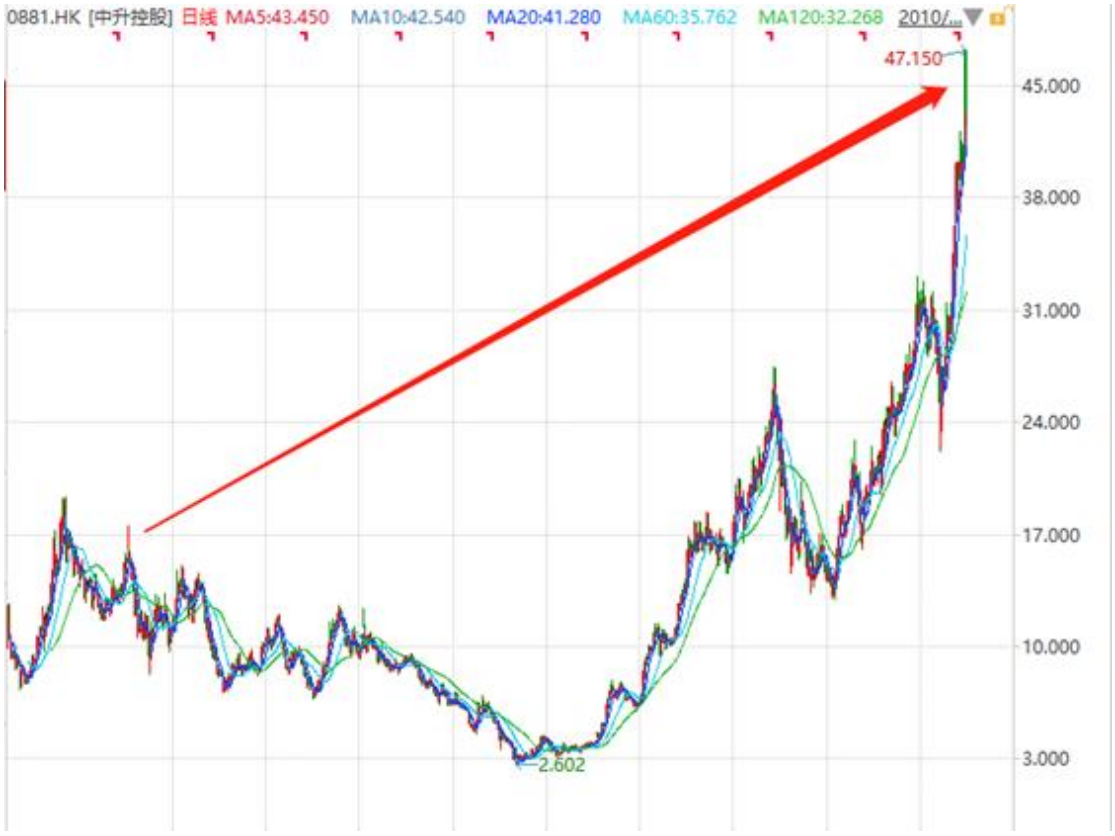
豪车经销产业链梳理 未来增速的逻辑看什么?

今天要梳理的产业链，类似于奢侈品赛道，其行业逻辑本质上和茅台、五粮液有点类似。一个产品单价贵到上百万，却不愁销，甚至经常还要加价提前预定。新的数据显示，近期其销售增长非常强势，2020 年 5 月同比增长 28%。 其中，行业龙头 A 自 2020 年 3 月至今，从 22 港元/股上涨至 47 港元，涨幅达到 96%。



图：股价　来源：wind

然而，同样是行业龙头，内地的 B 公司，却一直下跌。从 2020 年 3 月至今，从 4.74 元跌至 3 元，跌幅达到 27%。



图：股价　来源：wind

两家龙头处于同一条产业链，为何走势却差异如此巨大，呈现完全不同的状态，冰火两重天？ 它就是，**豪车经销产业链。**2019 年，当车市一片寒冬景象时，豪车却逆风而行，从主流的 BBA（奔驰、宝马、奥迪）到价值千万的超级跑车，一度销量断货。

好，对这条产业链，几个需要我们解决的问题是：

一是，豪车 VS 中低端乘用车，增长驱动力有什么不同？未来的增速能够达到多少？其背后的逻辑又是什么？

二是，豪车经销商的竞争格局如何？对标美国、日本，未来行业的头部公司，是否还能继续获得市场份额？

(壹)

豪华车（luxury Cars），没有严格的划分标准，价格从几十万元到上千万元不等。在我国,一般来讲是指豪华品牌生产的汽车，传统八大豪车品牌分别是：**奥迪、宝马、奔驰、雷克萨斯、沃尔沃、路虎、凯迪拉克、英菲尼迪。**

豪华车产业链大致分为三个环节，分别是汽车零部件、汽车整车（组装）、汽车经销及维修。

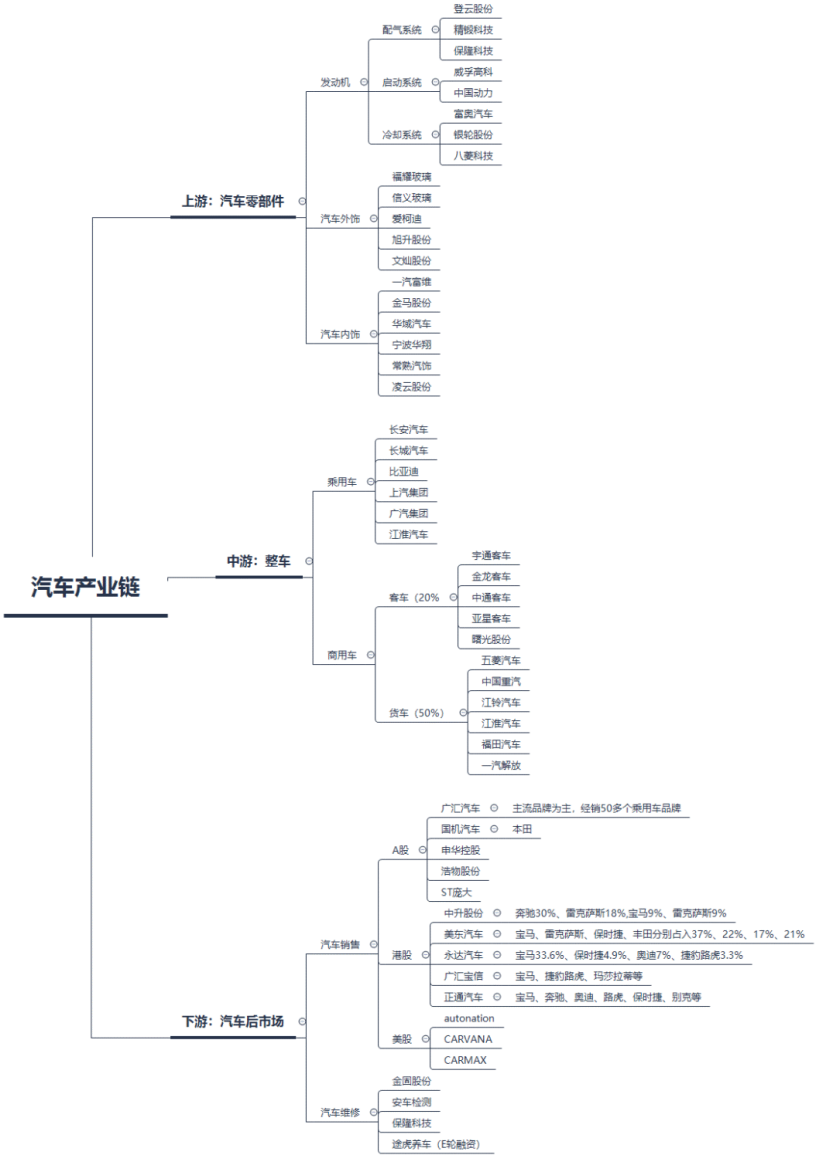
上游——零部件、钢铁、橡胶原材料及生产设备制造企业，豪车零部件国产化率不高，代表企业有博世（BOSCH）、霍尼韦尔、采埃孚等。

中游——豪华及超豪华汽车上市整车厂不多，全球有阿斯顿马丁（AML.L）、法拉利（RACE），其余豪车品牌如劳斯莱斯、兰博基尼、宾利、布加迪等均被宝马、大众、戴姆勒三大集团收购。

国内整车厂标的，包括 H 股的北京汽车、华晨中国（退市）以及 A 股的上汽集团。北京汽车的并表公司北京奔驰是其重要收入来源；上汽集团的业绩则主要来自上汽大众、上汽通用贡献的投资收益。

下游——为汽车后市场，包括经销商、4S 店、二手车经销等。获得汽车整车制造商授权的汽车经销商既可以从事新车销售，也可以从事后市场的各种服务，包括维修保养、零配件销售。

国内经销商标的，包括永达汽车(H)、和谐汽车（H）、广汇汽车(A)、国机汽车(A)、ST 庞大(A)、中升控股(H)、宝信汽车(H)、恒信德龙、正通汽车(H)、美东汽车（H）、广物汽贸等。



图：汽车经销产业链

来源：塔坚研究

整个豪车产业链梳理下来，可以发现，对于零部件、整车制造，我国上市公司参与度不高，因此本篇报告中，我们重点关注豪华车经销环节。

(贰)

豪华车属于乘用车的一个子分类，所以，这个行业的增长，如果用公式表达的话，我们可以拆解为：

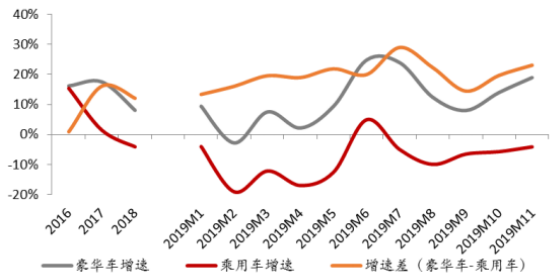
豪车销量增速=（1+乘用车销量增速）（1+豪车渗透率增速）-1。*

从宏观层面来看，乘用车属于可选消费品，其短期宏观驱动力主要是政策；而长期驱动增长人均 GDP、人均公路里程正相关系，代表**消费能力**。

根据我们在汽车零部件研报中计算，假设我国未来增长与韩国相似，进入汽车普及后期，1994 年-2008 年千人汽车保有量从 166 增长至 343 辆，年复合增速为 3%。（计算详细过程详见专业版报告库，此处不详述）

虽然，我国汽车从增量市场进入存量市场，整体销量将长期保持低速增长，**但过去 5 年中，国产豪华车细分赛道的销量复合增速在 20%以上。**2018 年、2019 年 1-8 月中国豪华车市场同比增速分别为 9%、9%，而乘用车行业整体销量增速为负。

图 19： 16 年起豪华车增速明显快于行业增速



图：2016 年-2019 年豪华车及乘用车销量增速

来源：川财证券

根据乘联会数据显示 2020 年 5 月，我国乘用车销量为 167.4 万辆，同比增长 1.8%，国内豪华车市场销量约为 22.56 万辆，5 月份，豪华车零售同比增长 28%，环比增长 18%。普通乘用车 VS 豪车，这样的差距，可谓巨大。

分品牌来看，排名前三的为传统（BBA）头部豪华品牌增速较高，其中奥迪 A6（+192.4%）、奔驰 GLC（+45.3%）、宝马 X3（+8%）均实现同比正增长。

20年5月豪华汽车销量排行

No.	车型	2020.5	2019.5	同比
1	奥迪A6	16301	5575	192.4%
2	奔驰GLC	16067	11057	45.3%
3	奔驰C级	15446	12519	23.4%
4	奔驰E级	14636	10985	33.2%
5	奥迪Q5	14053	8613	63.2%
6	宝马5系	13074	13671	-4.4%
7	宝马X3	11671	10809	8.0%
8	途昂	7406	5228	41.7%
9	凯迪拉克XT5	5841	6433	-9.2%
10	奔驰GLB	5480	—	—

图：2020 年 5 月豪华汽车销量排行榜

来源：新浪财经

所以，汽车行业的长期增长方面，总量的增长驱动不强，而结构升级带来的渗透率提升才是增长的主要驱动力，则为豪华车销量占比的提升。

乘联会秘书长崔东树表示：“豪华品牌的零售拉动了车市从负增长的概念到正增长的概念，因为 28%的增长速度，占到车市 14%左右的占比，也体现了豪华市场对整个车市拉动的贡献度越来越大。”

那么，后续，豪华车的渗透率会持续提升吗？

(叁)

2010 年-2018 年，豪华车销量渗透率从 4.9%上升至 10.4%。渗透率提升的驱动力主要看两点：

1）需求端：换购占比提升；

2）供给端：豪车大规模国内建厂；

首先，来看需求端。

随着中国汽车千人保有量的提升，乘用车消费需求逐渐从新增购车为主转向换购需求为主。2011 年-2019 年换购比例从 18.46%提至 40%，首购人群占比持续下降，2019 年降至 51%。

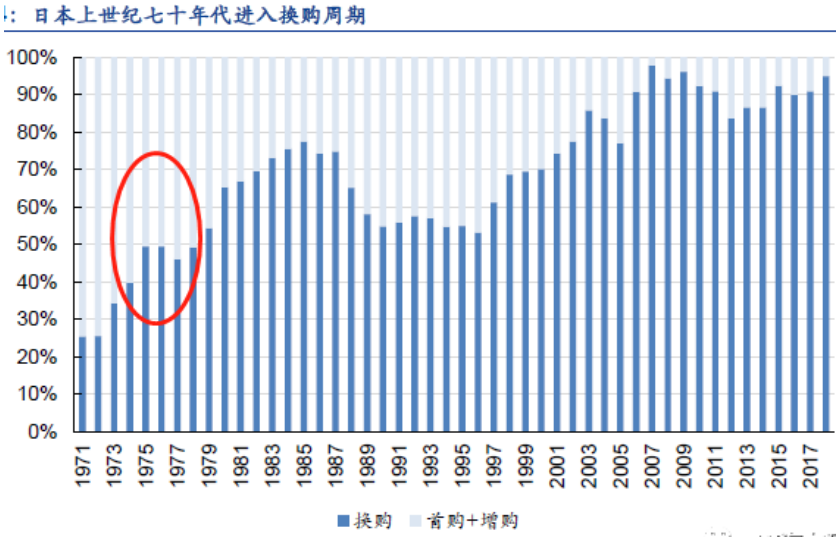


图：首购换购占比

来源：安信证券

中国汽车行业进入普及后期，汽车销量增速已然放缓，换购群体逐渐成为消费主力。未来换购比例是否会进一步提升？

我们借鉴了中国发展相近的成熟经济体日本汽车行业换购周期的发展，发现，日本从 1975 年开始，与我国现状相似。乘用车销量和保有量增速均下降至个位数，CAGR 分别为 5.14%和 5.06%，汽车消费逐渐由首购向增换购转变，从 1975 年-1985 年十年内，换购比例由 35%提升至 70%。



图：日本换购收购占比

来源：安信证券

因此，换购占比提升，在短期内，确实有一定的支撑，但需要关注的是，但后续也有可能会面临下降。

经历了 10 年换购比例大幅度提升后，到了 1987 年，日本经济进入“失去的 20 年”，经济泡沫及通缩压制了换购需求，直到 1997 年换购比例才开始再度提升。

借鉴日本的历史经验，换购占比上升后，会经过一段时间回调再开始回升，总体来看，换购比例维持在 70%以上的较高水平。注意，通缩，对于豪车经销这个行业，是一个非常重大的宏观风险。

回到我国，目前换购比例不到 35%，与日本 1975 年状况相似，因此，可以合理预计，未来十年内换购占比将会提升。

好，换购占比提升这一趋势确定后，未来豪车需求是否会提升？

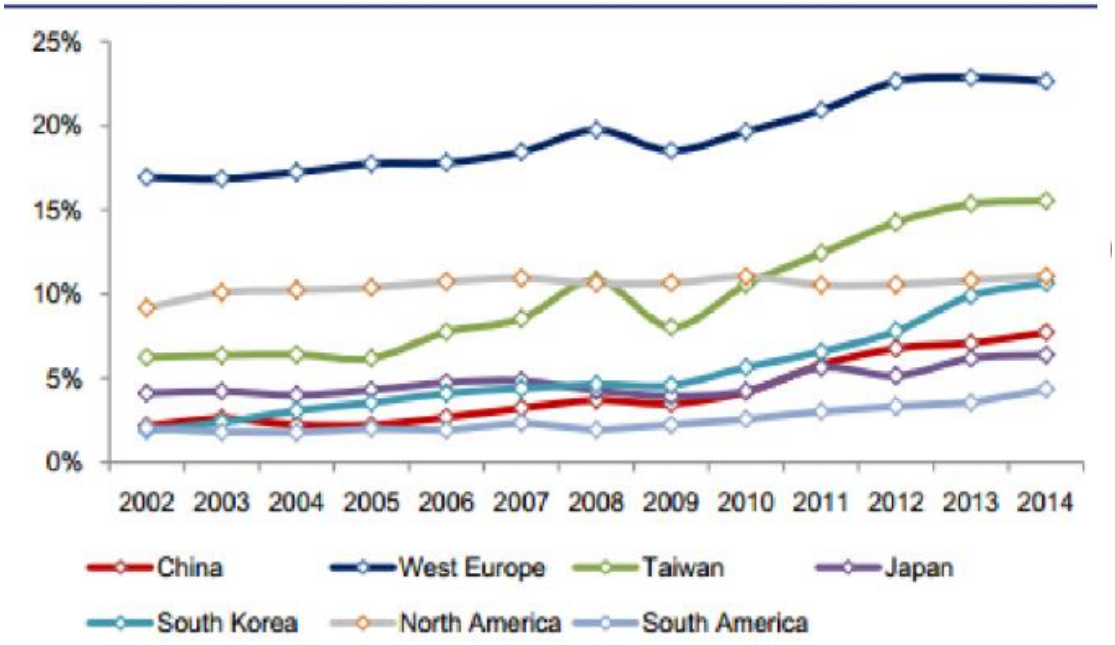
换车原因中以三类为主：面子需要、出行需求升级、结婚需要。因此，换购具备明显的消费升级特征，换购消费者更加看重品牌的价值。换车消费者更偏向于升级至价位更高的豪华品牌。

根据我们前期对汽车估值建模报告的预测，未来，首购消费者倾向性价比高的国产品牌，换购消费者是豪华车的市场。

那么，除了换购这个驱动，购买力是否是豪车需求的推手呢，即，“”消费升级”这个逻辑，在豪车这个赛道中是否明显？

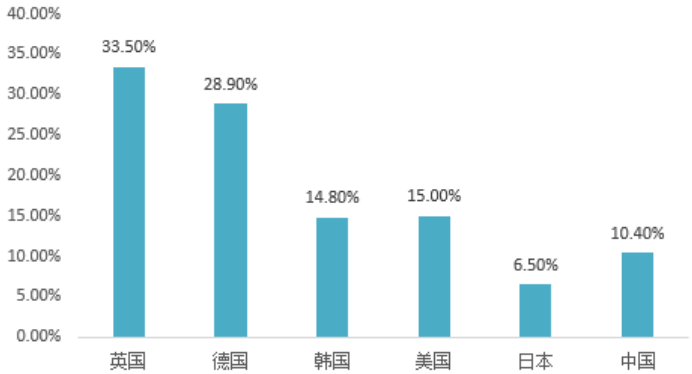
(肆)

对比海外各国八大豪车渗透率来看，2018 年中国、德国、日本、韩国的八大豪华渗透率分别是 10.4%、28.9%、14.8%、6.5%。



图：2002-2014 年豪华车渗透率

来源：兴业证券



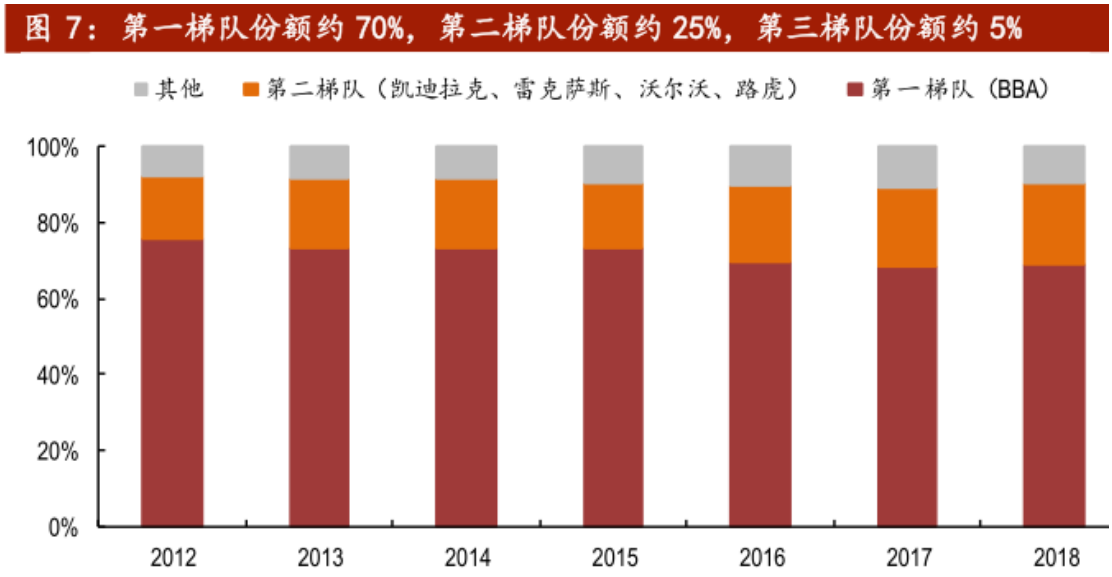
图：2018 年豪华车渗透率

来源：塔坚科技、平安证券（图注：八大豪车品牌包括：奥迪、宝马、奔驰、雷克萨斯、沃尔沃、路虎、凯迪拉克、英菲尼迪）

注意，中国在收入水平明显低于发达国家的情况下，豪车渗透率却并不低，因此，购买力显然并不是影响其的主要推手，那么，为什么会导致各国的差异如此明显？ 答案：供给端格局不同。

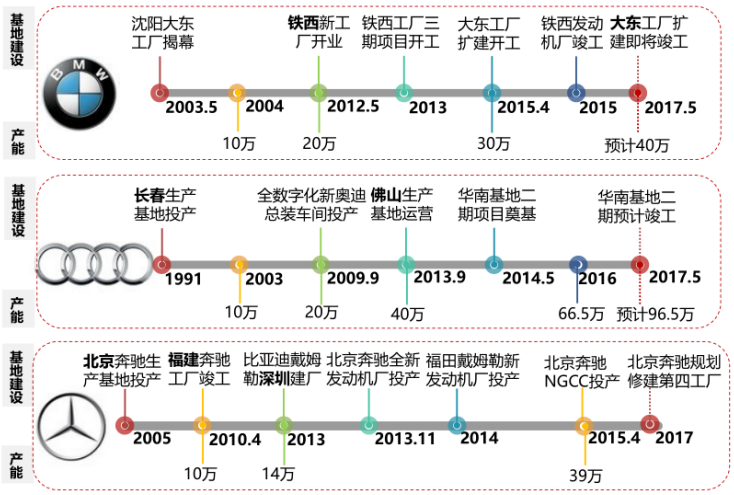
日本豪华品牌渗透率不高，和豪车的定义也有很大关系。上世纪 60 年代，在对外资汽车品牌限制进口、抬高关税、限制本地产量的同时，日本政府对本土汽车工业通过税收优惠等政策进行了保护和扶植。 而到了 70 年代的大规模换购期，日本市场车企已经形成了较稳定的竞争格局，本土品牌日产、本田、丰田 CR3 市占率高达 65.12%，三大本土车企全部参与换购。当时，进口德系车是国产品牌价格的 1 倍以上，与同档日系高端车（雷克萨斯）价格和品牌植入上并没有优势。 这导致，日本汽车换购市场中，进口豪华品牌渗透率并不高，主要仍以日系车为主。

同样的情况发生在韩国，豪华车中现代、起亚两大自主品牌均参与了换购。 而中国的换购市场则有显著不同，德日合资品牌为主，并没有真正意义上的国产高端品牌。华晨宝马、一汽奥迪、北京奔驰等占据主导地位。BBA（宝马、奔驰、奥迪）为龙头梯队，占豪华车市场份额高达 70%。



图：豪华车市场份额占比　来源：财通证券

其原因主要为两方面：一为头部 BBA 合资品牌早期在国内开拓市场，建立了较高的品牌效应；二是，近几年国产 BBA 豪车在我国大规模建厂，供给端产能爆发进一步催化豪华品牌价格持续下探。从 2013 年-2017 年豪华车换购均价从 30.4 万元下降至 26 万元，价格降低门槛催化豪车渗透率提升。



图：BBA　来源：方正证券

我们认为，豪华品牌车企在国内的供给扩张，才是豪华车渗透率提升的主要推手。因此，对于当前豪车的增长假设，更多的需要着眼于豪华品牌 VS 国产品牌的竞争。 因此，渗透率的对标，从竞争格局来看，美国、日本、韩国的参考性不强，欧洲的豪车品牌竞争格局与中国更相似。

美国的豪华品牌竞争格局分散，一线品牌 BBA 市场份额被特斯拉超越，2019 年特斯拉在中小型豪车中占比高达 21%；而日本、韩国本土品牌强势，导致八大豪华品牌渗透率不高。 欧洲对于 BBA 品牌有着较强的忠诚度，与国内格局相近，CR3 市场份额均在 70%左右。考虑到北京 2019 年豪车渗透率已经达到 30%，极乐观情况下，我国二三线城市人均消费水平提升的前提下，我国豪车渗透率有望突破 30%。

根据公式：*豪车销量增速=（1+乘用车销量增速）*（1+豪车渗透率增速）-1*

对渗透率增速的假设，我们分为乐观及保守两种情景：

保守假设——未来十年内，受换购消费者大幅提升影响，我国豪车渗透率达到欧洲平均水平 30%，计算得到十年渗透率平均增速为 11.26%。 保守情况下——未来十年内，豪车渗透率无法达到韩国渗透率水平，计算得到十年渗透率平均增速为 4%。

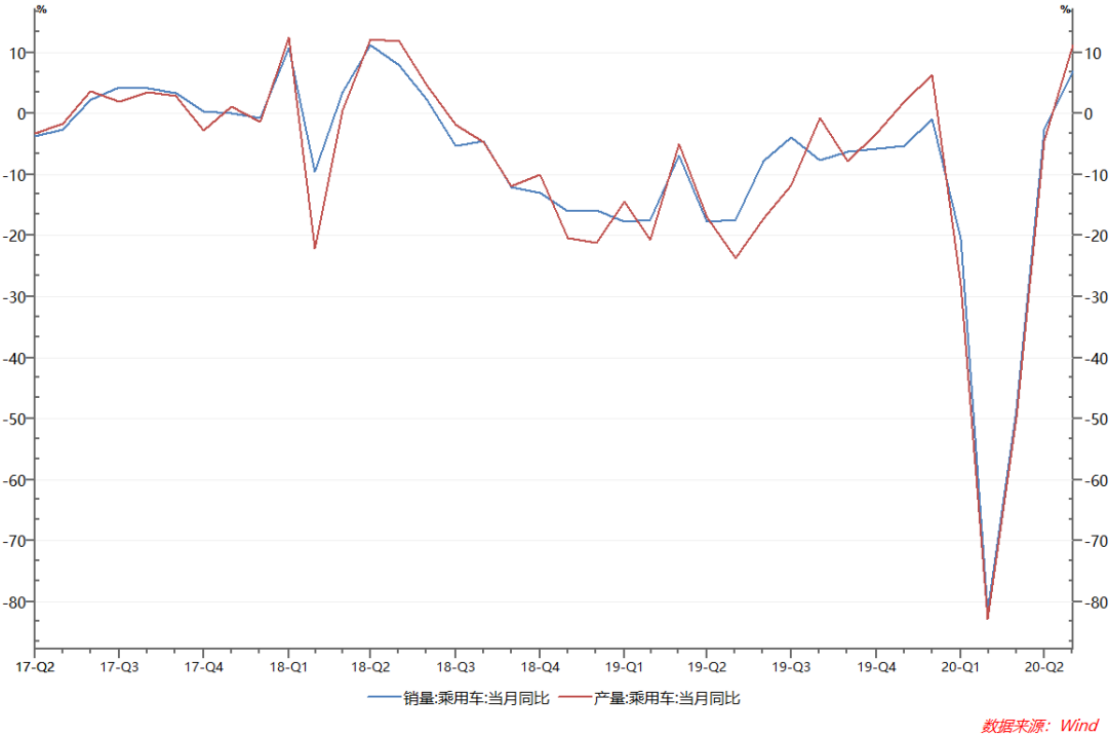
再乘上乘用车行业整体增速 3%，计算得到豪车行业增速在 7%-14.6%之间。

（伍）

豪车行业，可以关注一下几个高频数据：

1）乘用车行业产销量（月频数据）

根据中汽协统计，2020 年 5 月，乘用车产销量同比增速分别为 11.16%、6.97%。



图：乘用车产销增速

来源：WIND

2）BBA 销量同比增速（月频数据）

我国的豪华车市场主要由奥迪、宝马、奔驰"三强"主导，三个品牌汽车销量占豪华车销量的 70%以上。所以选取 BBA 具有代表性的 SUV 车型作为豪车销量景气度指标。

从 2020 年 5 月销量月频数据来看，奥迪、奔驰销量增速高达 50%以上，景气度远高于整体乘用车行业增速。



图：销量同比增速　来源：WIND

3）库存预警指数——经销商库存是整个汽车行业利润的先行指标。这是由于汽车销售主要采取经销商制，整车的库存一般均存放在渠道端，因此，经销商库存系数能体现出销售端的压力，一般情况下，以 50 作为临界点，大于 50 说明经销商库存压力较大。 2020 年 5 月进口&豪华品牌、主流合资品牌、自主品牌库存预警指数分别是 52.3%、53.4%、60.7%。豪华车经销商库存压力较小。



图：库存预警指数　来源：WIND

高频数据看完，接下来，我们重点来看豪车经销商的竞争格局。

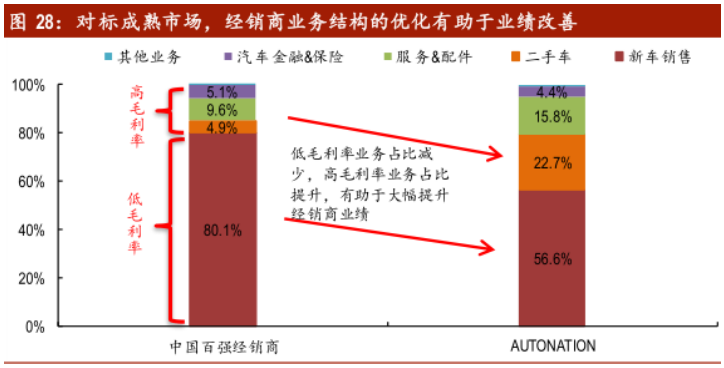
（陆）

2015 年到 2018 年，排名前 100 的经销商所占的销量份额有明显提升，CR10 经销商销量市场份额从 12.5%左右提升至 15.5%，CR2 分别是广汇汽车（3.16%）、中升控股（1.02%）。 对比成熟经济体，我国经销商的集中度，其实已经比美国要高。 AutoNation 是美国龙头的汽车经销商，其 2018 年新车销售 31.08 万辆，仅占全美新车销售的 1.84%，低于我国排名居首的汽车经销商广汇汽车（3.16%）。其走势如下：



图：股价图　来源：WIND

从 2015 年起，AutoNation 新车销量开始负增长，而售后维修及汽车金融业务占比大幅提升。从收入结构来看，其 56%营收规模来自新车销售，而我国百强经销商新车销售占比在 80%以上。



来源：川财证券

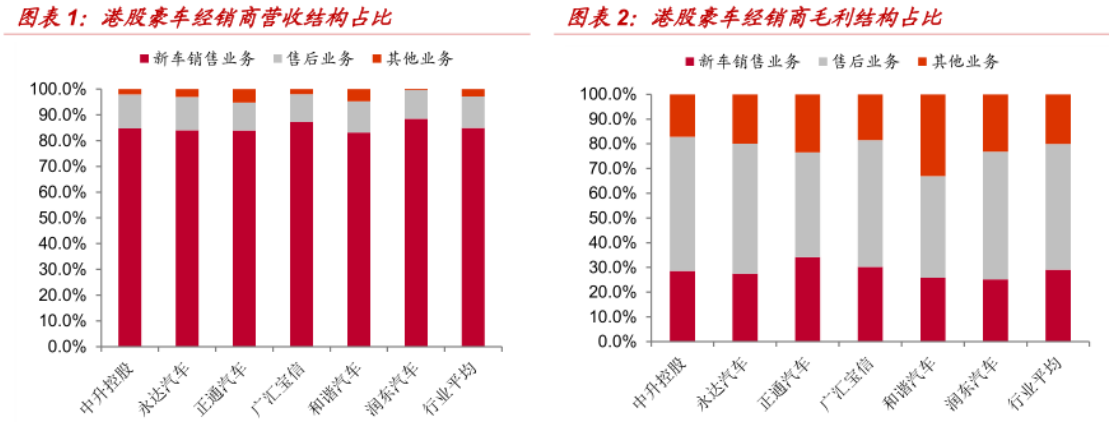
其原因主要有两点：1）新车利润率低。2）新能源车冲击。 由于新车销售利润低，而且受周期波动大，美国汽车经销商主动减少新车销售规模，而转向技术门槛更高的售后服务。售后维保的技术门槛极高，需要专业的维修车间、设备以及受过厂家专业培训的技术工人，是其利润的主要来源。 新能源汽车，由于不需要定期

维修和保养等额外服务，大部分选择**直营模式**。比如特斯拉采用**体验店+网上直营**的销售模式，直接跳过经销商环节。此外，五菱汽车等低端乘用车采取电商经营的新业态模式，对新车销售存在一定冲击。 因此，汽车经销商的市占率高并不一定意味着护城河更深，而是要看能否向业务结构向利润率更高的售后维护、汽车金融优化。

因此，对标成熟市场，我们能够发现，汽车经销行业中，豪车经销的增长逻辑更好，但市占率提升的逻辑并不确定，因此，对豪车经销公司的对比和跟踪，我们将重点着眼于商业模式。

(柒)

从收入结构来看，行业内公司主要有三大业务：新车销售、售后维修保养和汽车金融。港股豪车经销商中，新车占收入比重高达 80%以上，而售后业务的盈利能力更强，售后业务的毛利占比平均达到 50%。



图：收入及毛利结构占比　来源：中泰证券

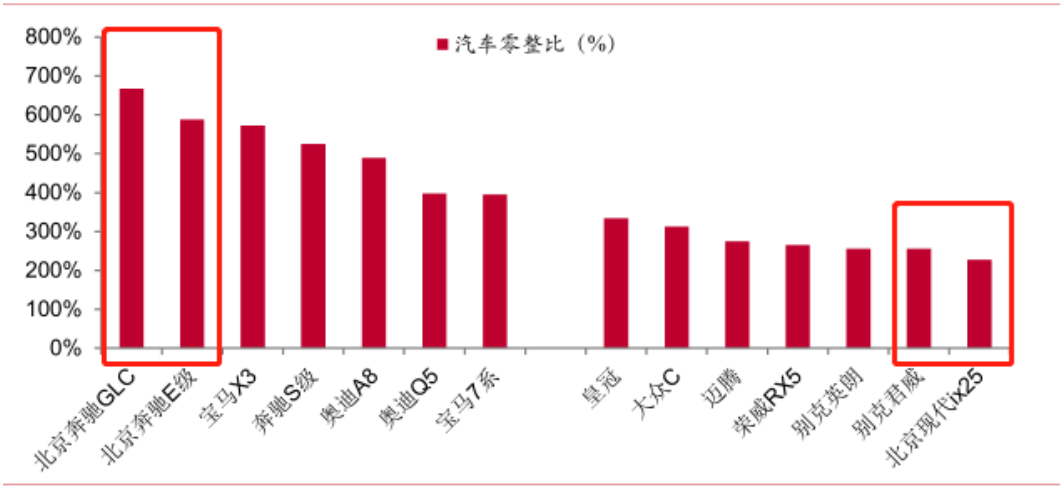
新车销售业务——利润主要由批发销售差价和厂商返利两部分构成。 **销售价差**即销售指导价和批发价的差，一般由整车厂决定，在 3%-10%左右不等。销售**返利**主要来自于三方面：销售返利、建店返利、广告返利，在 4%-15%之间。

需要注意的是，豪华车经销在价方面会存在一定的行业超额收益，因为，当一款豪车品牌爆款车新更新换代时，先从海外开始投放，一般比国产要早。经销商先通过进口渠道预定，由于产品供不应求，就会出现**加价销售**的现象。

比如，2015 年保时捷卡宴必须加价 50 万，并且提前半年支付定金，才能购车。同样的情况，在畅销豪华车型中较为普遍。 总结一下，销售业务，对行业景气度周期的反映大于整车厂、汽车零部件厂商。

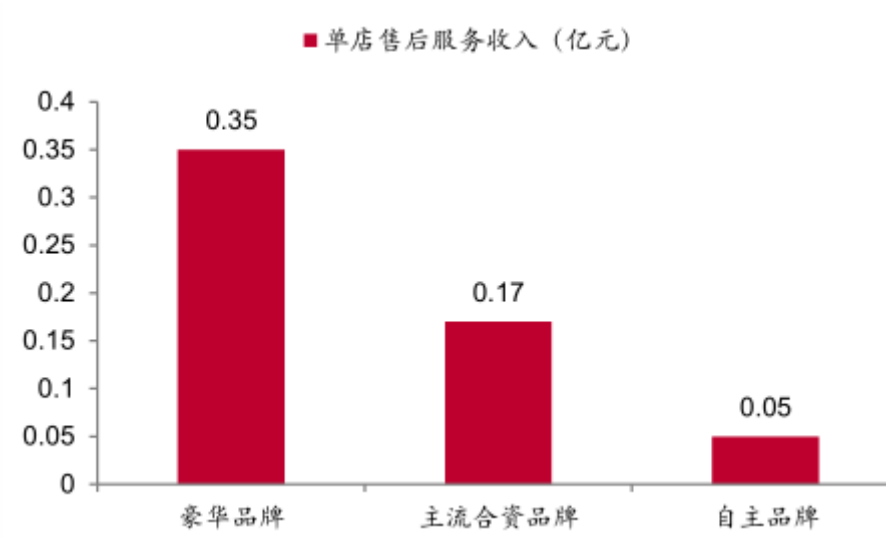
售后保养、汽车金融业务——虽然仅占收入比重 10%-15%，却贡献了汽车经销商 50%的利润。这一块业务，不仅利润率较高，并且客户粘性更强。
注意，这块业务，才是汽车经销赛道提高回报和增长的关键。

此处，我们引入“**零整比**”这个概念。零整比指汽车配件价格之和与整车销售价格的比值，零整比越高，意味着消费者在后期要支付更高的维修费用。



图：豪车及中高端车零整比 来源：中泰证券

根据统计，豪华汽车的零整比是中高端车的 2-3 倍，其中奔驰 GLC 高达 600%以上，说明维修的零部件昂贵，所以豪车 4S 店的售后维修维修利润更高。此外，豪车消费者对价格敏感度较低，售后维护的粘性更高。此处，从 4S 店的单店售后收入对比也能看出，豪华车单个 4S 店收入大约在 0.35 亿元，主流合资品牌为 0.17 亿元，自主品牌 0.05 亿元。



图：单店售后服务收入

来源：中泰证券

根据 ACMR 的一项调查，超过 80%的超豪华、豪华及中档市场品牌汽车车主会向其他人推荐其惠顾的 4S 经销店，主要是因为 4S 经销店提供优质的销售及售后服务。相比新车销售市场，美国汽车维修市场的集中度更高，CR4 占比达到 30%。而我国竞争仍十分分散，其中规模较大的途虎养车还未上市。

（捌）

接下来，我们通过现有的经营数据，重点来对比一下：当前，各家龙头的竞争优势分别在什么地方，以及，未来谁更有可能成为市占率更高的龙头。

1）新车业务中豪车占比

	品牌战略	豪华车占比	核心代理品牌
中升控股	奔驰及丰田为主	50.40%	奔驰29.3%、丰田17.9%、雷克萨斯14.9%、奥迪9.5%
广汇汽车	主流品牌为主	19.20%	经销50多个乘用车品牌
美东汽车	宝马及保时捷	81.30%	宝马38.5%、保时捷21.4%、雷克萨斯21%
永达汽车	多品牌策略	65.00%	宝马33.6%、保时捷4.9%、奥迪7%、捷豹路虎3.3%
和谐汽车	宝马为主	100%	宝马占比78%

图：核心代理品牌

来源：塔坚研究

从代理核心品牌来看，和谐汽车豪车占比较高，其中 78%为宝马系列；其次是，美东汽车豪华车以宝马、保时捷、雷克萨斯为主，占比分布较均衡；永达汽车代理品牌以宝马为主，其余代理品牌较多占比低。

2）坪效

汽车经销商的经营模式与零售药房相似，通过开设门店获取客源。此处，我们对比各家单个 4S 店带动营收作为“坪效”指标。

	门店数量	汽车总销量（万辆）	单店汽车销量	单店贡献营收（亿元）	单店贡献净利润	单店贡献营收现金流（亿元）
中升控股	360	45.6	1267	3.45	0.21	0.13
广汇汽车	841	89.67	1066	2.03	0.10	0.03
美东汽车	58	4.936	851	2.79	0.14	0.09
永达汽车	246	19.94	811	2.55	0.11	0.06
和谐汽车	72	3.28	456	1.75	0.09	0.07

图：坪效

来源：塔坚研究

从坪效视角来看，中升控股 > 美东汽车 > 永达汽车。中升控股坪效明显大于同行，一方面是奔驰、丰田占比高，奔驰 2016 年进入强产品周期后，中升控股新车销售业务的毛利率和贡献的利润均大幅提升。平均每店销量上，广汇、永达、中升以及和谐分别为 1066 辆、811 辆、1267 辆、456 辆，中升单店销量靠前。

3)售后业务占比

	售后占收入	售后业务毛利率
中升控股	14%	48.20%
广汇汽车	9%	34.20%
美东汽车	11%	46.10%
永达汽车	14%	46.27%
和谐汽车	13%	43.91%

图：可比经销商售后占比情况

来源：塔坚研究

售后服务业务保持着高利润率，但内部分化严重，豪华品牌经销商的利润率较高，中升控股、永达汽车、美东汽车的售后毛利率都在 45%以上，而经销品牌偏中低端的广汇汽车毛利率较低，仅有 36%。

4）扩张策略。

经销商主流的扩张方式为申请汽车厂商授权自建 4S 店，和兼并收购其他网点。

	2016年	2017年	2018年	2019年
广汇汽车	收购广汇宝信（1293HK）	收购52家4S店，新建4S店19家。	收购33家4S店，新建4S店8家，关闭4S店5家	收购4家奔驰网点，关闭14家店
中升控股	新增38家网点	新增16家汽车运营网点	新增32家网点	收购浙江九华的7家奔驰店，增加12家网点
永达汽车	兼并收购18家网点（主要是宝马、别克）	新自建开业14家网点（主要是保时捷和宝马）	自建新开业16家网点（主要是保时捷、奔驰、雷克萨斯）	收购6家网点，分别为保时捷，奔驰、林肯，特斯拉钣喷维修中心
和谐汽车				收购3家网点，分别是法拉利，宾利，奥迪
美东汽车				收购6家宝马店

图：可比经销商单店情况

来源：塔坚研究

相比其他头部经销商，永达并购扩张的动作更为迅速。值得注意的是，从 2019 年来看，各家的扩张步伐下滑，主要在存量市场下整合资源及扩张豪车业务。广汇

汽车前期扩张迅猛，但由于品牌布局杂，2019 年年关闭 19 家经营不善的 4S 店，包括上汽 MG、上汽荣威、通用雪佛兰等。

几个指标综合起来看，成长属性较好的是中升控股、永达汽车；从盈利质量来看，中升控股、美东汽车在豪车品牌布局、单店汽车销量、单店营收等经营层面表现较好。

表现一般的是和谐汽车，虽然豪车占比 100%，但品牌布局单一、经营效率（单店营收、单店汽车销量）上没有优势，表现较差的是广汇汽车，前期无序扩张导致近两年关闭大量经营不善 4S 店。

(玖)

好，行业增长驱动力看完后，我们再继续深入，梳理一下这条产业链图谱。

	证券简称	总市值1[交易日期]最新收盘日[单位]亿元	总资产报酬率ROA[报告期]去年年报[单位]%	投入资本回报率ROIC[报告期]去年年报[单位]%	净资产收益率ROE[报告期]去年年报[单位]%	营业收入同比增长率[报告期]最新一期(MRQ)[单位]%	未来3年营业总收入复合年增长率[单位]%	未来3年净利润复合年增长率[单位]%	销售毛利率[报告期]去年年报[单位]%	销售净利率[报告期]去年年报[单位]%	市现率PCF(经营现金流TTM)[交易日期]	大股东累计质押数占持股数比例[交易日期][大股东排名]第1名[单位]%	市盈率PE(TTM)[交易日期]前一交易日[单位]倍	评级机构家数[截止日期]2020-06-23
零部件	华域汽车	656.40	6.80	12.35	13.64	-32.60	2.23	4.36	14.46	5.91	5.49		14.06	20
	福耀玻璃	513.72	9.22	9.99	13.95	-15.47	4.94	10.01	37.46	13.73	10.04		19.18	22
	星宇股份	337.01	11.00	16.20	17.07	-11.67	18.78	21.80	24.03	12.96	22.83		43.23	17
整车	法拉利	430.25	17.93	20.33	49.17	-0.84			52.07	18.55			36.58	1
	阿斯顿马丁	10.53	-0.95	-8.87	-28.88	-9.05			25.56	-10.47			-9.50	
	上汽集团	2,129.22	5.02	7.11	10.58	-48.35	2.00	5.79	12.15	4.27	3.36		11.37	27
	吉利汽车	1,205.01	9.79	15.31	16.48	-8.63	8.40	16.75	17.37	8.45			13.24	29
汽车经销	中升控股	972.09	12.84	9.79	22.51	18.14	9.06	17.57	9.26	3.56			19.44	18
	广汇汽车	267.64	5.19	5.42	6.93	-31.36	3.86	12.90	9.84	1.94	3.82	68.77	19.09	14
	永达汽车	185.46	8.58	6.53	15.61	13.36	10.16	18.21	9.35	2.46			10.53	13
	美东汽车	236.27	17.10	20.49	35.64	46.47	23.98	31.93	9.61	3.41			39.35	7
	正通汽车	29.18	4.94	2.01	5.41	-6.19	5.28	7.43	10.87	2.14			3.87	5
	广汇宝信	34.62	6.46	3.67	8.54	-0.89			7.80	1.67			4.93	3
	和谐汽车	55.59	6.98	5.47	7.06	18.63	8.67	11.50	8.61	4.05			9.40	2
	申华控股	34.45	0.19	0.29	-12.55	-35.88			7.72	-2.71	-4.51		-11.45	
	信义国际	38.05	3.37	1.47	1.91	-7.62			19.13	2.14			18.15	
	国机汽车	67.16	2.91	4.42	3.95	-43.96			7.36	1.04	5.73		19.96	
	浩物股份	25.92	9.29	9.41	11.89	-44.36			10.66	3.17	-14.56		24.93	
	ST庚大	159.96	6.14	3.13	1.37	-19.31			6.87	0.44	-3.65		28.94	

图：豪华车产业链情况

来源：塔坚研究

在本文中，我们重点关注下游汽车经销商板块，由于上游、中游的汽车零部件、整车厂较多，只选取几家代表公司，因此数据上我们不做重点分析。

近五年营业收入同比增速、复合增速如下：

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	五年复合增速
和谐汽车	4.2	0.7	1.4	-1.8	18.6	4.4%
中升控股	8.0	21.1	20.5	24.9	15.1	20.3%
永达汽车	8.3	20.7	17.8	9.1	13.4	15.2%
广汇汽车	8.5	44.5	18.7	3.4	2.6	16.1%
美东汽车	24.7	30.3	22.7	44.1	46.5	35.5%
广汇宝信	-22.6	8.1	32.8	6.3	-0.9	11.3%
浩物股份	16.6	9.7	17.9	3.1	-5.1	75.1%
正通汽车	-5.0	7.3	12.5	5.6	-6.2	4.6%
陈唱国际	39.2	12.9	-5.3	-0.8	-7.6	-0.5%
ST庞大	-6.5	17.1	6.8	-40.4	-47.5	-20.9%

图：代表公司历史和未来收入、净利润情况

来源：塔坚研究

汽车经销商收入同比增速差异较大，代表公司中：中升控股、永达汽车、广汇汽车、美东汽车近五年增长情况较好。表现差的有正通汽车、陈唱国际、ST 庞大。浩物股份 2019 年国企资产重组将同一控制下企业合并至上市公司内导致收入波动较大。

接下来，再来看几家代表公司一致预测未来增速情况：

	一致预测2020年营业收入同比增速	一致预测两年复合营业收入增速	一致预测2020年净利润同比增速
中升控股	6.76%	15.25%	12.01%
广汇汽车	-0.84%	5.85%	0.32%
美东汽车	23.85%	38.67%	31.82%
永达汽车	7.73%	16.67%	12.18%

图：代表公司未来收入、净利润情况

来源：塔坚研究

美东汽车——历史及预测增速较高，是由于其扩张方式采取了单城单店的策略。其 69%的 4S 店位于三四线城市，25%位于二线城市，避免了与其他经销商在一线城市的直接竞争，并且一个三四线城市只建立一家 4S 店，以挖掘低线城市的消费升级潜力。

中升控股、永达汽车两家预测增速差异不大，整体增速高于乘用车行业平均销量增速，主要原因是受益于奔驰、宝马、奥迪三大主流豪华品牌渗透率提升。

广汇汽车——由于代理品牌多，其增速基本与乘用车行业增速一致。

(拾)

分析完产业链上下游的情况，我们再来看汽车经销商中代表公司回报情况：

	剔除现金ROIC	ROIC	ROA	ROE
广汇汽车	9.53%	2.89%	5.40%	6.93%
中升控股	19.52%	9.79%	12.84%	22.51%
正通汽车	7.13%	2.01%	4.94%	5.41%
永达汽车	14.10%	6.53%	8.58%	15.61%
广汇宝信	12.27%	3.67%	6.46%	8.54%
ST庞大	12.12%	0.60%	6.13%	1.32%
陈唱国际	5.40%	1.47%	3.37%	1.91%
和谐汽车	9.31%	5.47%	6.98%	7.26%
美东汽车	51.03%	20.49%	17.10%	35.64%

图：回报情况

来源：塔坚研究

从回报层面来看，表现好的有美东股份、中升控股，其次是永达汽车。

根据上文分析，汽车经销商承担的是整个汽车产业链"去库存"的作用。因此，当经销商代理的车畅销时，在财报上的结果就是：利润率、存货周转率双高；当代理的车滞销时，结果就是：利润率、存货周转率双降。

接下来，我们再来对比几家经销商的利润率水平和周转效率：

证券简称	总营业收入	净利润	经营活动产生的现金流量净额	销售毛利率	销售净利率	管理费用/营业总收入	销售费用/营业总收入	财务费用/营业总收入	所得税/利润总额
和谐汽车	129.85	5.13	2.36	8.61	4.05	1.40	4.88	0.85	21.82
中升控股	1,270.26	45.02	77.99	9.26	3.56	1.53	3.89	1.09	28.56
美东汽车	163.43	5.51	9.31	9.61	3.41	2.34	3.01	0.65	26.39
永达汽车	638.05	14.73	41.09	9.35	2.46	2.34	4.28	1.22	24.41
正通汽车	358.88	6.64	25.46	10.87	2.14	3.88	3.06	2.89	34.08
广汇汽车	1,699.15	26.01	78.60	9.55	1.95	1.58	3.15	1.83	27.09
广汇宝信	372.85	6.29	6.62	7.80	1.67	1.95	3.25	2.21	38.75
ST庞大	220.36	1.12	-44.12	5.77	0.42	8.61	4.86	6.90	67.26

图：经营数据

来源：塔坚研究

注意，从财务费用率来看，ST 庞大、正通汽车的费用较高，如果遇到融资环境紧张时期，再加上汽车滞销的话，会导致企业面临现金周转压力。ST 庞大集受信用事件影响导致各方面费用率显著增加。

证券简称	总资产周转率	固定资产周转率	存货周转率	应收账款周转率	营业周期
和谐汽车	1.16	4.98	9.67	97.76	41
中升控股	2.11	10.64	10.82	88.46	37
美东汽车	3.24	17.27	21.25	116.89	20
永达汽车	1.92	11.09	9.92	69.94	41
正通汽车	0.81	5.55	8.55	28.04	55
广汇汽车	1.20	12.53	7.98	57.33	51
广汇宝信	1.31	10.04	8.81	62.25	47
ST庞大	0.76	5.44	6.67	29.51	66

图：周转率情况

来源：塔坚研究

整体来看，美东汽车的存货周转率、销售净利率都比同行业高，其次是中升控股、永达汽车和和谐汽车。而存货周转效率差的有 ST 庞大、正通汽车、广汇汽车。说明此类企业存在库存过高且车型陈旧的经营风险。此外，经销商对下游一般采用先进结算，所以不进行特殊分析。

整车厂将全部库存周转压力转嫁给了汽车经销商，经销商的新车销售业务本质，即是汽车流通环节上的“去库存”作用。所以，营运效率是非常重要的指标。从营业周期来看，美东汽车、中升控股营业周期比较短。

资产类	和谐汽车	中升控股	美东汽车	永达汽车	正通汽车	广汇汽车	广汇宝信	ST庞大
固定资产净值	28.46	152.93	10.35	61.05	83.42	132.98	34.60	0.00
存货	12.62	98.28	5.41	56.27	34.83	179.26	35.04	28.16
应收账款及票	1.35	14.63	1.52	9.90	14.35	30.66	6.14	6.12
商誉	0.58	46.40		12.37	19.35		12.22	
预付款项	22.37	116.46	10.07	60.09	153.55	287.05	101.12	9.29
负债类	和谐汽车	中升控股	美东汽车	永达汽车	正通汽车	广汇汽车	广汇宝信	ST庞大
应付账款及票据	1.16	48.75	13.63	60.67	35.81	305.76	65.87	11.25
带息债务	24.94	253.08	11.12	128.52	195.68	540.41	96.28	68.24
现金流/capex	0.55	2.82	2.34	2.33	1.59	3.08	1.03	-11.27
现金流/带息债务	0.09	0.31	0.84	0.32	0.13	0.15	0.07	-0.65
现金流/净营运资本	0.07	0.51	2.64	0.50	0.18	0.21	0.08	-1.51

图：资产负债及单位效益情况

来源：塔坚研究

（拾壹）

接下来，从风险指标来看，有以下几点需要注意：……

以上，为本行业报告部分内容。近期我们新开辟了基金笔记、宏观笔记、行业笔记三个研究系列。如需获取全部行业笔记、基金笔记、宏观笔记、建模笔记，请扫描下方二维码订阅专业版报告库。一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。

扫码阅读优塾核心产品

专业版估值研报库

如需了解更多，请添加工作人员微信：ys_dsj

【版权与免责声明】1）关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2）关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3）关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4）关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。