

美国二手车零售龙头，数据科技驱动

CarMax (KMX.N) 投资价值分析报告 | 2022.1.28

中信证券研究部

核心观点



尹欣驰
首席汽车及零部件
分析师
S1010519040002



李景涛
汽车及零部件联席
首席分析师
S1010520120003



李子俊
汽车及零部件
分析师
S1010521080002



联系人：王诗宸



联系人：武平乐

CarMax 是美国最大的二手车零售商，连续 17 年实现了净利润复合增速 14% 的高速增长。公司通过解决二手车行业痛点，建立透明、便捷的品牌形象，获得用户信任；同时真实的交易数据缓解买手带来的扩张瓶颈，帮助公司精准定价。我们认为其核心竞争力将让公司长期维持市场份额扩张趋势，其发展模式也对中国二手车行业发展有积极的借鉴意义。首次覆盖，给予“买入”评级。

公司概况：具有零售基因的美国最大二手车商。CarMax 公司成立于 1993 年，其此前的母公司是美国最大的电子零售商 Circuit City Stores。在脱离母公司后的 17 年成长中，公司营业收入/利润复合增速分别达到 10%/14%，现在已经成为美国最大的二手车实体零售商。2020 年即便受到疫情影响，CarMax 的营业收入和利润依然分别达到 189.5 亿美元和 7.47 亿美元，同比略下降 6.7%/15.9%，实现净利率 3.9%，ROE17.1%。

美国二手车市场成熟稳定，2C 端格局分散。二手车本质是一门零售的生意，二手车商精选采购和销售的品牌和车型，通过为客户提升交易效率，赚取买卖差价。近 10 年来美国二手车行业年交易量稳定保持在 4000 万辆左右，是新车市场销售规模的 2.5 倍左右。过去长周期的数据显示，美国二手车销量受到经济波动影响较小，对应市场规模 6000-8000 亿美元。同时，二手车零售领域高度分散，公司作为行业 Top1 份额仅为 3.2%，CR10 约为 7%，高效经营的龙头有份额提升空间。长期来看，行业数字化、科技化的趋势明确，数据、科技正在助力二手车零售商提升运营效率。

长时间耕耘建立品牌壁垒。CarMax 进入二手车赛道时，美国二手车行业“散”而“差”，通过 20 余年的耕耘打造二手车“超市”，公司已建立 2C 端的品牌信任壁垒。具体而言，内部管理方面，CarMax 设定每单固定提成而非按比例抽成，让销售人员努力达到客户满意，促成更多生意；对客户透明、合理的“一口价”，并保证 7 天无理由退回，同时享受 90 天质保。此外，公司提供包括金融、质保、售后等用户粘性产品，增加与用户的互动深度。

科技赋能，数据驱动，经营效率是二手车行业重要的核心竞争力。公司从创立之初就重视科技应用，1991 年立项时就投入 5000 万美元，开发 IT 系统。公司掌握真实的交易数据和算法系统，能够提高买手的效率，克服“买手瓶颈”。此外，CarMax 由于具有不断优化的报价系统，能够让报价更接近“最优”价格。根据哈佛商学院研究成果，CarMax 卖出的车辆经历的调价次数更少，70% 车辆无须二次调价即可直接售出；且 CarMax 每次调价幅度更小、合计调价规模相比同行更小，在提高了库存周转效率的同时维持合理的毛利率。我们认为，经营效率是二手车行业最核心的竞争力，同时也是中国二手车市场未来蓬勃发展中，最值得投资人关注的方向。

风险因素：美国疫情形势恶化；新车降价导致二手车市场价格波动；公司汽车金融应收账款坏账率升高；公司股权回购暂停。

投资建议：受到新冠疫情影响，公司 2020 年全年营收同比-6.7%，利润同比-15.9%（公司数据以每年 3 月初至次年 2 月底为一个财年，例如 2020 年即为 2020 年 3 月-2021 年 2 月，后同）。2021 年，二手车市场迎来回补，叠加 2020 年低基数，公司收入和利润预计将迎来大幅增长，前三个季度的利润同比+84.6%。长期来看，我们认为二手车行业格局分散，公司核心竞争力将让其长期维持市场份额扩张趋势，其发展模式也对中国二手车行业发展有积极的借鉴意义。我们预计公司 2021/22/23 年 EPS 为 7.53/7.27/7.93 美元，过去 5 年 CarMax 平均 PE 倍数为 18.8 倍，我们给予公司 2022 年 18 倍 PE，对应目标价 130 美元。首次覆盖，给予“买入”评级。

CarMax	KMX.N	项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
评级	买入 (首次)	营业收入(百万美元)	20,320	18,950	32,206	30,419	31,444
当前价	107.75 美元	营业收入增长率	11.81%	-6.74%	69.95%	-5.55%	3.37%
目标价	130 美元	净利润(百万美元)	888.4	746.9	1,206.7	1,123.4	1,183.8
总股本	1.62 亿股	净利润增长率	5.41%	-15.93%	61.56%	-6.91%	5.38%
流通股本	1.62 亿股	每股收益 EPS(基本)(美元)	5.39	4.58	7.53	7.27	7.93
总市值	178 亿美元	毛利率%	13.40%	12.55%	10.46%	10.89%	10.92%
近三月日均成交额	1.68 亿美元	净资产收益率 ROE%	24.94%	18.37%	25.86%	21.40%	20.32%
52 周最高/最低价	156/102 美元	每股净资产 (美元)	22.86	26.75	31.02	35.78	40.98
近 1 月绝对涨幅	-12.96%	PE	19.99	23.54	14.30	14.82	13.59
近 6 月绝对涨幅	-17.52%	PB	4.71	4.03	3.47	3.01	2.63
近 12 月绝对涨幅	-7.33%						

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2022 年 1 月 26 日收盘价。

目录

公司概况：具有零售基因的美国最大二手车商	1
美国二手车市场成熟稳定，2C 端格局分散.....	5
生意：二手车是一门零售的生意，盈利能力高于新车销售	5
格局：2C 端高度分散，数据、科技驱动集中度提升	8
长时间耕耘建立品牌壁垒	9
以客户满意为目标，建立信任	9
全面的服务，加深与客户的连接	11
创始团队零售出身，现任高管激励充分	13
科技赋能，数据驱动	15
科技应用解决买手瓶颈，提高采购效率	15
数据指导精准的定价，得到最优解.....	16
2021 年缺芯带来二手车量价齐升，线上转型助力增长	18
财务分析	20
风险因素	21
投资建议	22

插图目录

图 1: 2003-2020 年 CarMax 收入及其增速 (亿美元)	2
图 2: 2003-2020 年 CarMax 利润及其增速 (亿美元)	2
图 3: 2016-2020 年各业务单车收入 (单位: 千美元)	3
图 4: 2016-2020 年各业务单车毛利 (单位: 千美元)	3
图 5: 2020 年 CarMax 营业收入拆分	3
图 6: 2020 年 CarMax 毛利拆分	3
图 7: CarMax 单车其他收入和毛利 (单位: 千美元)	4
图 8: 2016-2020 年 CarMax 各业务毛利率	4
图 9: 2016-2020 年汽车金融资产 (单位: 亿美元)	5
图 10: 2016-2020 年公司毛利和汽车金融净利 (单位: 亿美元)	5
图 11: 二手车和新车“生意”上的区别	5
图 12: Carmax 二手车业务毛利率和 Autonation 新车业务毛利率	6
图 13: 2000-2020 年美国二手车市场销量及增速	7
图 14: 美国二手车交易均价 (单位: 万美元)	7
图 15: 2005-2018 年美国新车市场销量及增速	7
图 16: 美国二手车产业链	8
图 17: 二手车 2C: 龙头 Carmax 市占率约为 3%	9
图 18: 二手车 B2B: top2 市占率 70%	9
图 19: CarMax 实现客户信任的正循环	10
图 20: Carmax 门店外观	11
图 21: 2012-2019 年美国新车及二手车金融渗透率	11
图 22: Carmax 零售二手车金融服务渗透率	12
图 23: 公司 1993 年-2020 年门店数量	12
图 24: CEO 目标直接薪酬构成	14
图 25: 其他高管目标直接薪酬构成	14
图 26: 2017-2021 年净收入与 CEO 目标直接薪酬总额	15
图 27: Carmax 门店位于交通干线、新车销售聚集地附近 (以加州一家门店为例)	16
图 28: CarMax 的数据带来的定价优势 (示意图)	16
图 29: CarMax 和其他经销商的价格调整总数对比	17
图 30: CarMax 和其他经销商的毛利率拆分	17
图 31: Carmax 及美国二手车行业库存周转天数	18
图 32: 美国 2021 年各月二手车价格 (单位: 美元)	18
图 33: 美国 2020、2021 年前三季度二手车销量 (单位: 百万辆)	18
图 34: CarMax2021-2022 年收入 (单位: 百万美元)	19
图 35: CarMax2021-2022 年利润 (单位: 百万美元)	19
图 36: CarMax、Carvana、AutoNation 网站流量 (百万点击)	19
图 37: CarMax、Carvana、AutoNation 平均访问时间 (分钟)	19
图 38: CarMax 2011-2020 年 ROE	20
图 39: CarMax 2011-2020 年 ROE 拆分	20
图 40: CarMax 二手车业务和汽车金融 ROA	21
图 41: CarMax 员工数量及构成 (万人)	21
图 42: CarMax 销售人员工资/营业收入	21
图 43: CarMax2015-2020 年调整后 FCFF 和股权回购金额 (亿美元)	22

图 44: Carmax 过去 10 年 PE Band	23
------------------------------------	----

表格目录

表 1: Carmax 股权结构图（截至 2022 年 1 月 17 日）	1
表 2: CarMax 现任管理层	13
表 3: 执行官和董事的股份持有情况	14
表 4: CarMax 和其他大型经销商调价次数对比	17
表 5: CarMax 及可比公司估值	22
表 6: CarMax 盈利预测和估值	23

■ 公司概况：具有零售基因的美国最大二手车商

脱胎于电器零售母公司，现已成为美国最大的二手车零售商。CarMax 公司成立于 1993 年，原母公司是美国最大的电子零售商 Circuit City Stores，售卖微波炉、电视机等家用电器。1993 年，电器流通渠道的利润逐渐降低，Circuit City Stores 的高管 Austin Ligon 和时任 CEO Richard L. Sharp 利用零售业务方面的经验积累，首次提出了二手汽车“超级商店”的概念，并在弗吉尼亚州开设了第一家 CarMax 门店，购买、翻新和出售二手车。2002 年，CarMax 业务与 Circuit City 分离，成为一家独立公司。截至 2021 年 2 月 29 日，CarMax 在美国已经拥有了 220 家二手车门店，成为美国最大的二手车零售商和二手车融资提供商。

表 1: CarMax 股权结构图（截至 2022 年 1 月 17 日）

序号	股东名称	持股比例
1	Vanguard 集团	10.78%
2	贝莱德有限公司	6.20%
3	信安金融	5.51%
4	PRIMECAP Management Company	4.56%
5	RUANE CUNNIFF & GOLDFARB LP	4.42%
6	AKRE Capital Management LLC	4.40%
7	道富集团	3.93%
8	Janus Henderson 集团有限公司	2.79%
9	Manufacturers Life Insurance Co.	2.55%
10	景顺控股	2.38%
-	现任管理层持股	0.31%

资料来源：Yahoo Finance，中信证券研究部

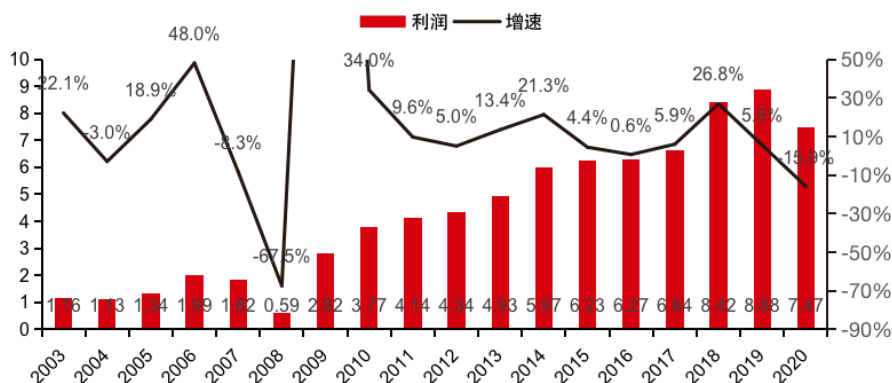
公司增长稳定，2002-2019 年净利润复合增速+14%。复盘公司成长历史，自 2002 年 CarMax 独立到 2019 年，公司持续保持着较高的利润及营收增速，17 年间营业收入/利润复合增速分别为+10%/+14%，且利润增长稳定，除 2008 年以外均为同比增长。2019 年 CarMax 的营业收入和利润已经分别达到了 203.2 亿和 8.88 亿美元，净利率 4.37%。虽然受到疫情影响，2020 年公司营业收入和利润都略有下滑，分别为 189.5 亿美元和 7.47 亿美元，但进入 2021 年，受益于美国新车缺芯供给不足，二手车交易量和价格双双提升，前 3 个季度公司营收、利润分别同比+76%/+85%。

图 1: 2003-2020 年 CarMax 收入及其增速 (亿美元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 2: 2003-2020 年 CarMax 利润及其增速 (亿美元)

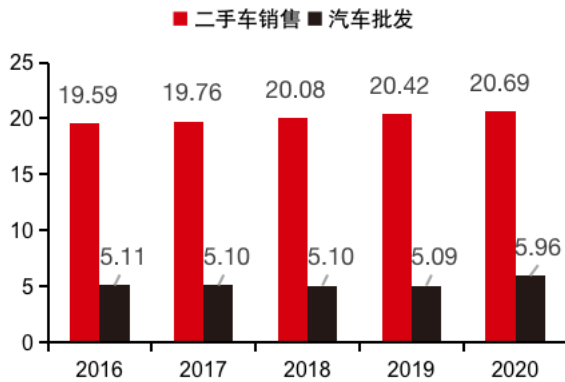


资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

CarMax 主营业务包括零售、拍卖批发、EPP（拓展保护计划）、服务收入：

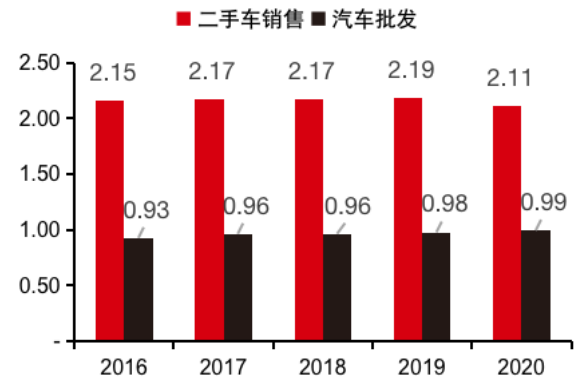
(1) 二手车零售和拍卖批发：公司主要的业务支柱，收入占比持续提升，2020 年实现零售收入 157.1 亿美元，拍卖批发收入 26.7 亿美元，占总营收的 97%。CarMax 的零售及拍卖业务均采取自营模式，从消费者、批发拍卖会、车队等渠道买入车源修整之后再行出售，零售业务多针对车龄较轻、里程较短、车况较好的车型（通常 10 年、10 万英里以下），其余不符合零售标准的车通过集中竞价的方式进行拍卖批发。2020 年，公司零售和批发二手车的平均售价分别为 2.07 万美元/5,960 美元，平均单车毛利分别为 2,110/990 美元。

图 3：2016-2020 年各业务单车收入（单位：千美元）



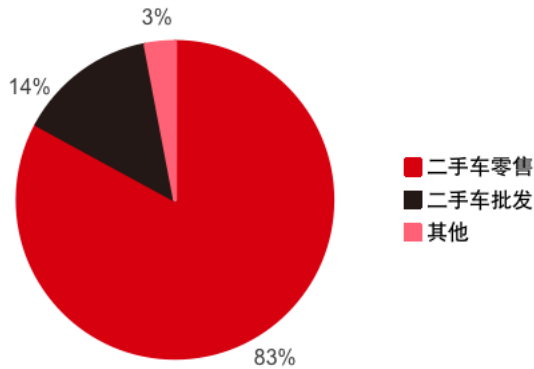
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 4：2016-2020 年各业务单车毛利（单位：千美元）



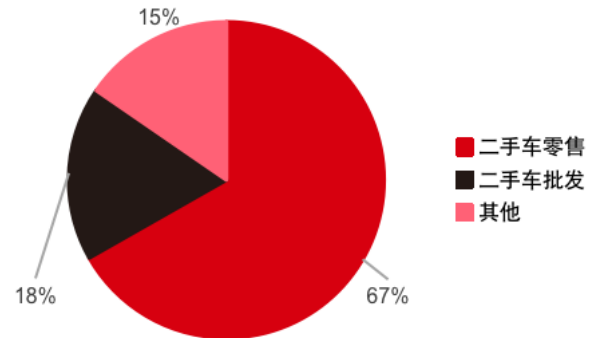
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 5：2020 年 CarMax 营业收入拆分



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：其他包括 EPP 和其他服务收入

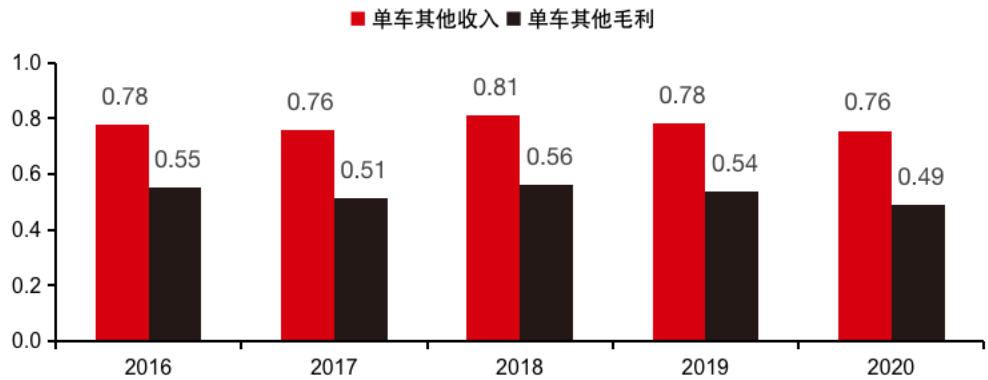
图 6：2020 年 CarMax 毛利拆分



资料来源：公司公告，中信证券研究部

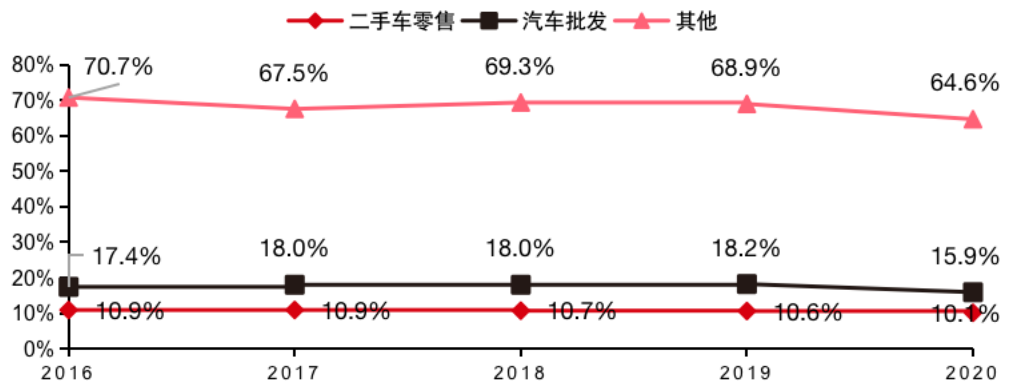
(2) 延保服务和其他服务收入：二手车零售的延保服务（EPP）：主要包括 ESP（延保服务，extended service plans）和 GAP（资产保全，guaranteed asset protection），ESP 客户可在 Carmax 所有门店及第三方服务提供商处获得 60 个月（受里程限制）车辆免费维修服务，GAP 业务可在车辆丢失或被盗后支付赔偿汽车贷款的未偿余额。**服务收入：**服务收入主要是汽车维修相关的人工和零配件的收入，及车主（包含 ESP 项目车主）回店维修的收入。2020 年，包括 EPP、服务收入等在内的其他业务毛利率为 64.6%，单车收入和毛利分别为 760 美元/490 美元。

图 7: CarMax 单车其他收入和毛利 (单位: 千美元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

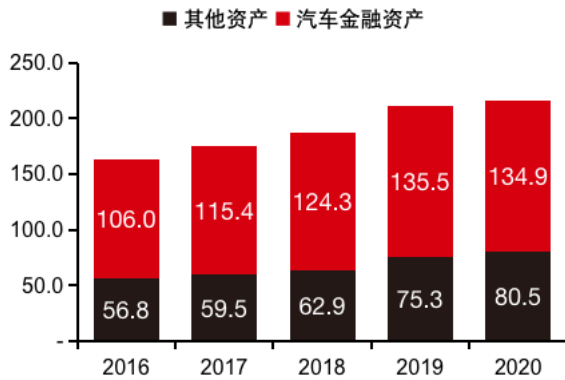
图 8: 2016-2020 年 CarMax 各业务毛利率



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

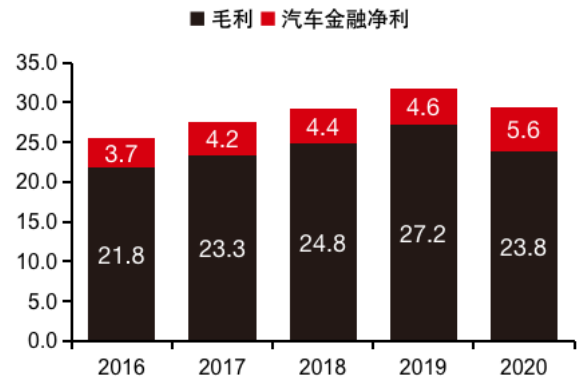
为优质客户提供自营金融业务, 自营金融占零售渗透率约 50%。CarMax 通过自营融资机构 CarMax Auto Finance (CAF) 用专有评分模型对客户的收入、抵押品价值、首付、信用历史等进行信用评估, 自动生成还款可能性的信用等级, 对贷款申请进行审批。未能立即获得批准的申请将交由其他第三方金融机构进行评估。通过 CAF 系统自动生成的决策和对客户进行的筛选, 显著降低了 CAF 和第三方贷款人的消费者违约风险和中介风险, 有效助力 CarMax 零售销售进一步增长。

图 9：2016-2020 年汽车金融资产（单位：亿美元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 10：2016-2020 年公司毛利和汽车金融净利（单位：亿美元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

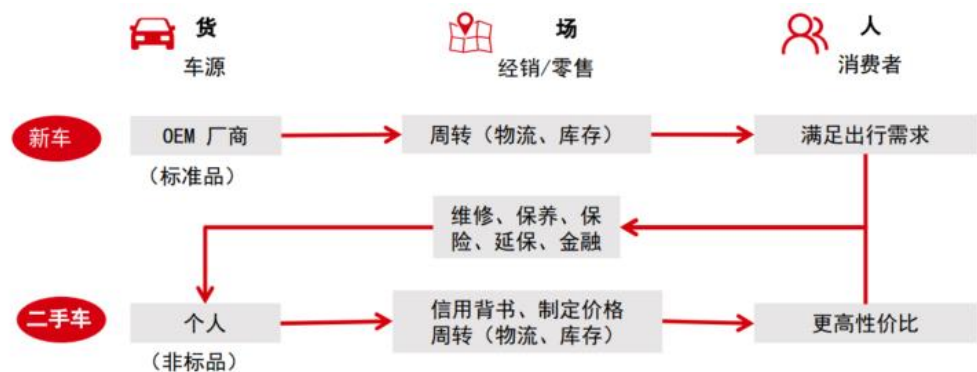
美国二手车市场成熟稳定，2C 端格局分散

生意：二手车是一门零售的生意，盈利能力高于新车销售

二手车是一门零售的生意。与新车的“经销”本质不同，二手车商设立门店不需要主机厂授权，且可以选择采购、销售的品牌和车型，因此二手车本质是一门零售的生意。在货品方面，二手车车况各异，标准化程度低，来源分散，因此零售在二手车的交易中，除了传统意义上物流、库存的功能，还需要对货品进行整备翻新、差异化定价和信用背书。消费者对二手车的要求，除了满足出行需求外，还追求更高的性价比。

二手车商为客户提升交易效率，提供信用担保，赚取买卖差价。C2C 的模式因为不存在中间商差价，能够让买家和卖家获得最大的经济利益，但是问题也很明显，1) 成交往往需要更长的时间，卖家和买家都需要花费更多的精力，以达成好的价格。2) 存在信任问题，例如买家支票无效、卖家隐瞒车况等。在 C2B2C 模式中，二手车商存在的价值，在于专业化定价、信用背书、减少客户的卖车时间等成本，提升客户交易效率和体验。

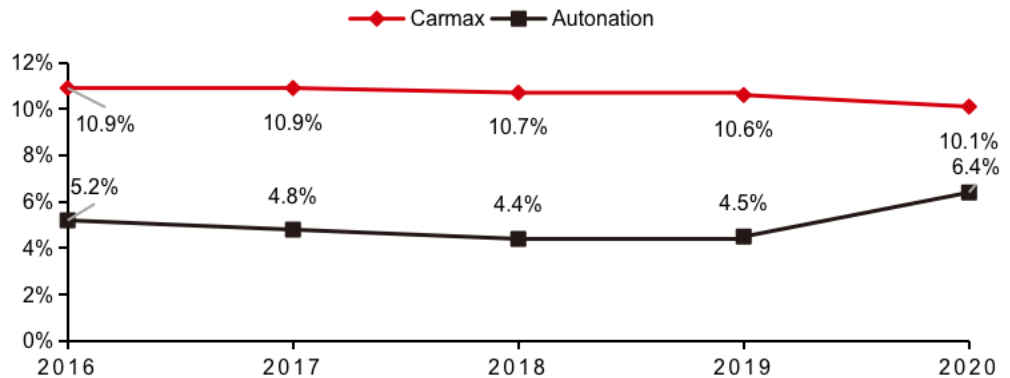
图 11：二手车和新车“生意”上的区别



资料来源：中信证券研究部

二手车的盈利能力好于新车销售。与新车相比，二手车的非标产品特性使其定价灵活性更强，经销商拥有对不同品牌、车型的产品选择权和定价权；上游供应较为分散，二手车商的议价能力相对新车经销商更强，因此 Carmax 作为美国第一大二手车经销商，近 5 年二手车业务毛利率约为 11%，显著高于美国最大经销商 Autonation 的新车业务 5% 左右的毛利率。

图 12: Carmax 二手车业务毛利率和 Autonation 新车业务毛利率



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

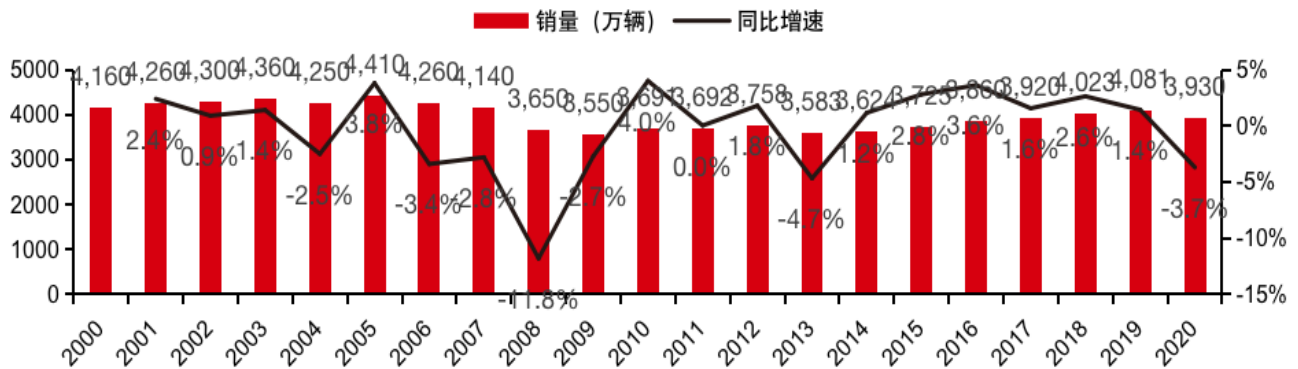
规模：美国二手车年销 4000 万辆左右，行业较为成熟稳定

美国二手车年销量约 4,000 万辆，对应 6,000-8,000 亿美元行业规模。美国二手车市场交易量保持在 4000 万辆左右，市场整体趋于成熟稳定。均价方面，根据 Edmund，美国二手车交易均价从 2013 年的 1.7 万美元稳步增长至 2019 年的 2.06 万美元，主要由于二手车销售结构中 4 年以下的新车，及 SUV、皮卡等价格较高的车型比例上升。零售二手车价格较高，批发型价格较低，根据我们的估计，美国二手车市场约为 6000-8000 亿美元规模。

宏观经济波动时，二手车市场交易量较为稳定。以 2008 年全球金融危机为例，2007-2009 年新车市场销量受到宏观形势影响，销量分别同比-3.5%/-18.0%/-21.4%，而二手车市场销量同比分别-2.8%/-11.8%/-2.7%，降幅相比新车较窄，且市场恢复速度领先于新车；二手车行业受到经济下行影响较小，主要原因是：1）二手车性价比较高，部分购车和置换刚需向二手车转移；2）二手车单价较低，对资金或现金流的要求较少，二手车交易量受到居民收入下降的影响更小。

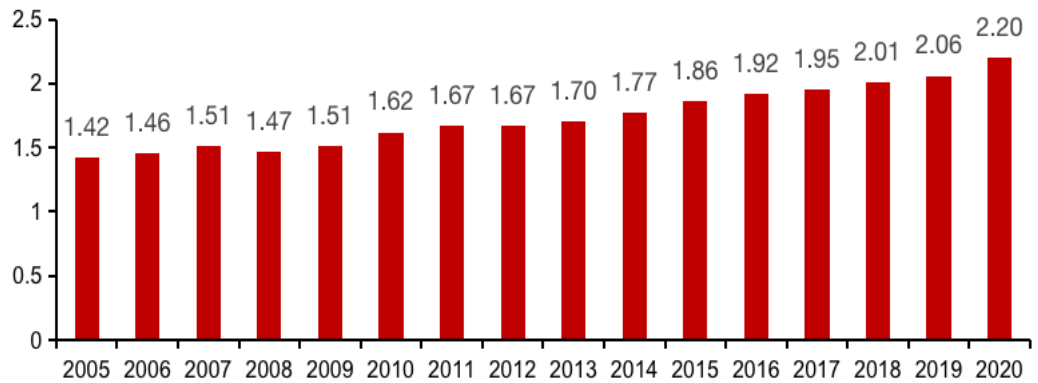
新冠疫情后，二手车市场也体现出较强的稳健性。根据《华尔街日报》报道称，2020 年 4 月美国二手车的销量同比-38%（新车-46%），此后迅速回升，6 月随着疫情管控措施逐渐取消，二手车销售量比疫情大流行前的预测高出 17%。此外，疫情过后，消费者相比新车，更倾向于购买二手车，带来二手车需求和价格的增长。根据二手车权威信息网站 Edmund，2020 年 7 月美国二手车均价同比上升 708 美元至 2.16 万美元。

图 13: 2000-2020 年美国二手车市场销量及增速



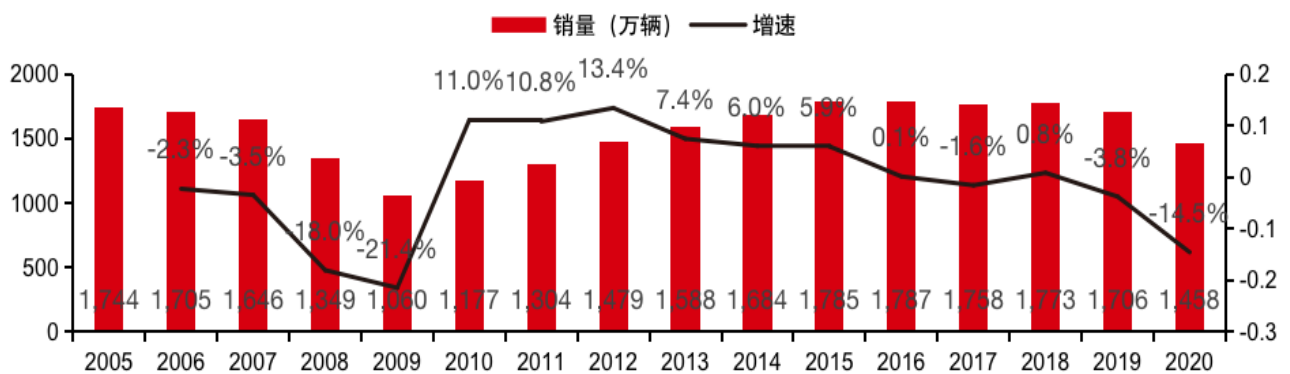
资料来源: Edmund, Manheim, 中信证券研究部

图 14: 美国二手车交易均价 (单位: 万美元)



资料来源: Edmund, 中信证券研究部

图 15: 2005-2018 年美国新车市场销量及增速



资料来源: OICA, 中信证券研究部

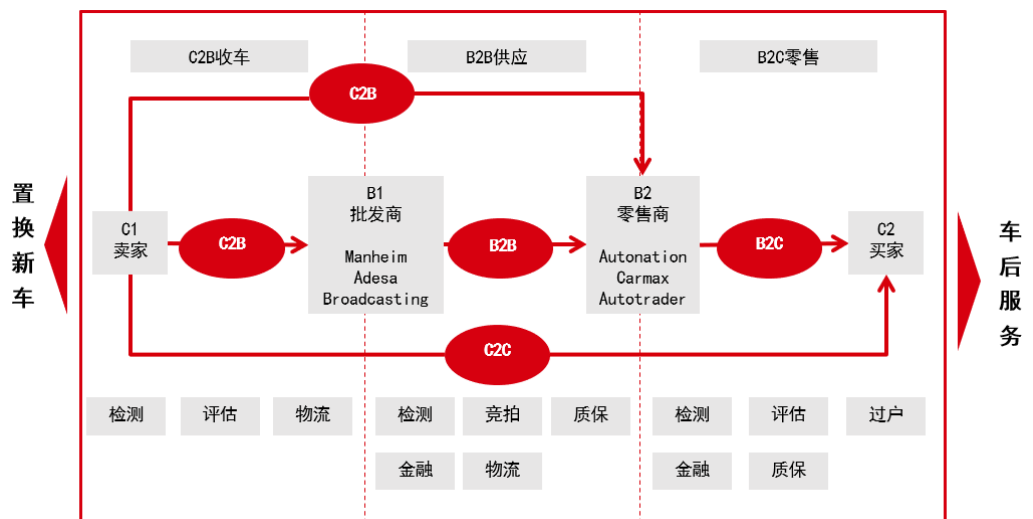
二手车经销商经营品牌多样，穿越单一品牌车型周期。由于新车品牌的强周期特点，新车经销商代理的单一品牌强车型周期过后，车型销量和盈利能力开始波动。相较而言，二手车经销商则通过经营多种品牌，以不同品牌相对分散的车型销量，降低了单一品牌车

型销售周期的影响。例如 2011 年，CarMax 二手车销量前六的车型来自不同品牌，分别为本田雅阁、日产天籁、丰田凯美瑞、本田思域、雪佛兰因帕拉和克莱斯勒城乡。品牌的多样性与销量的低集中度大幅提高了单店及公司整体销量和盈利的稳定性。

格局：2C 端高度分散，数据、科技驱动集中度提升

美国已经形成较为完整的产业链，有成熟的基础设施提供者。产业链上游的卖家包括个人车主、新车连锁店、独立中介、汽车租赁公司等，其中个人车主供应了品质最好、且符合当地实时需求的车源。中游是 Manheim 等拍卖公司，下游有专做二手车的 Carmax 、既卖新车也卖二手车的 Autonation(4S 店)、线上二手车商 Carvana 等不同模式的零售商。另外，在评估、检测、金融等“基础设施”方面有成熟的供应商提供者，例如专业第三方机构 CarFax 能够提供车辆报告，涵盖里程、保养、维修、出险等信息，为透明化的交易提供基础。

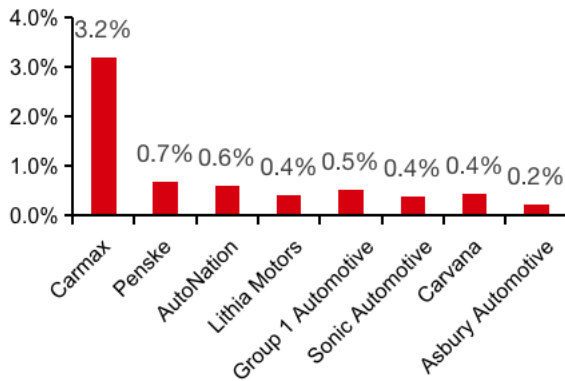
图 16：美国二手车产业链



资料来源：中信证券研究部绘制

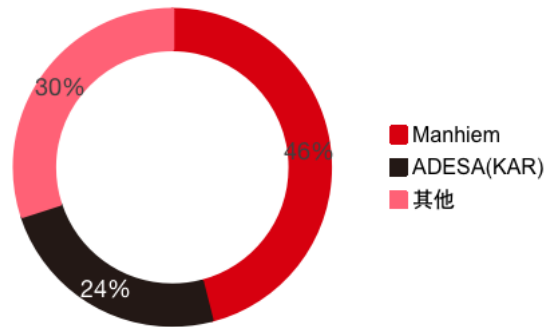
2C 渠道集中度低，有整合空间；2B 领域双寡头格局明确。涉及到产权买断的二手车零售交易模式为重资产运营模式，因此行业天生分散，存在整合空间。Carmax 作为行业龙头，在 2019 年市占率仅为 3.2%，而第二名和第三名的 Penske 和 Autonation 市占率则分别仅为 0.7%和 0.6%。不涉及产权买断的二手车批发为轻资产运营，一般仅提供拍卖平台，收取交易的佣金，不进行买断，行业集中度高，美国二手车 B2B 拍卖商 Manheim 和 KAR 的市占率之和为 70%。

图 17：二手车 2C：龙头 Carmax 市占率约为 3%



资料来源：NADA，中信证券研究部

图 18：二手车 B2B：top2 市占率 70%



资料来源：NADA，中信证券研究部

线上化趋势明显，传统渠道依旧有价值。随着台式机、笔记本电脑和移动设备的普及，人们越来越多地在网络上获取二手车交易信息，全行业的线上化转型趋势明显。例如，凯利蓝皮书（Kelly Blue Book，简称 KBB）作为行业定价的权威指南，1926 年以实体书的形式第一次出版，1995 年 KBB 开设线上网站。随着线上曝光度的提升，到 2018 年 KBB 停止了纸质书的出版。目前，二手车比价、获取车两年评估报告、交易买卖、汽车金融申请等流程，都在进行线上化转型。2020 年新冠疫情的出现，加快了这一进程。但是传统渠道的价值依旧明显，由于二手车车况复杂，消费者大多还需要线下看车、试驾，才能放心下单。

数据、科技赋能效率提升。数据和科技能够在库存管理、采购定价、买车定价和调整等方面为二手车商的效率提升、利润提升赋能。例如智能库存管理系统可以预测消费者在特定地区对特定型号的喜好程度，从而给买手提供买车的估价建议。对未售出汽车，分析其库存天数，结合近期当地交易的一手数据，指导调整价格，或者可以根据其他地区的交易情况，考虑转换销售地区等。二手车市场规模相对稳定，掌握数据、科技赋能的二手车商能够凭借精细的管理和精准的定价能力，扩大其市场份额。

■ 长时间耕耘建立品牌壁垒

以客户满意为目标，建立信任

行为在时间和空间上积累，形成品牌信任。公司进入时，二手车行业“散”而“差”：1990 年代 CarMax 成立之前，美国二手车行业十分分散，小经销商竞争激烈，同时市场信息高度不对称，客户体验差。公司自成立起，便致力于打造二手车“连锁超市”，坚持提供“客户满意”的服务。公司对外通过持续开店，将服务理念拓展到更多地区，接触更多客户，并传播品牌，并且经过时间的检验、沉淀，形成品牌信任。对内通过员工培训、管理机制创新，培养员工，形成统一的公司文化，最终形成公司的壁垒之一——品牌信任。具体而言：

1) **卖车给 Carmax：透明的价格，7 天有效，不议价。**公司为客户免费进行车辆价值评估，收车价格基于 CarMax 的系统计算得出，车的价格取决于下游需求、同类车库存水平等，销售人员不掌握定价权，因此更加公正、透明。另一方面，车价在 7 天之内有效。不能议价，保证公司定价体系的稳定。**建立信任有助于获取优质车源。**因为个人卖家拥有最好的车源，而公司过去 5 年 36%-41%的零售车源来自个人卖家。

2) **从 Carmax 购车：7 天可退回，90 天质保。**公司有一套质量标准，每一台车需要先经过质量检测，合格后才会卖给消费者。个人从 CarMax 买车，可以 7 天内无理由退回，并且有 90 天/4000 英里的质保。

3) **内部管理：销售员每笔交易固定提成。**传统二手车商的销售人员大多按照交易利润提成，因此销售人员追求单笔交易的利润，这样做极可能伤害客户利益和公司信用，造成周转速度降低和库存积压。CarMax 做法是对销售人员的每笔交易进行固定提成，因此销售人员有更大的激励，用更好的服务提高客户满意度，从而促成更多交易。

图 19：CarMax 实现客户信任的正循环



资料来源：公司公告，中信证券研究部

标准化为扩张建立基础。人员管理方面，公司对员工进行统一培训，渗透客户满意为宗旨的理念，IT 系统和流程保证每家店给人感觉一样。另外，公司打造“大卖场”的二手车交易门店，树立宽广、明亮、整齐的门店印象。Logo 也借鉴了 IKEA、Walmart 等零售品牌的 Logo 设计风格，给人简洁的观感。标准化的门店形象和人员管理，为实现扩张打下基础。

图 20: Carmax 门店外观



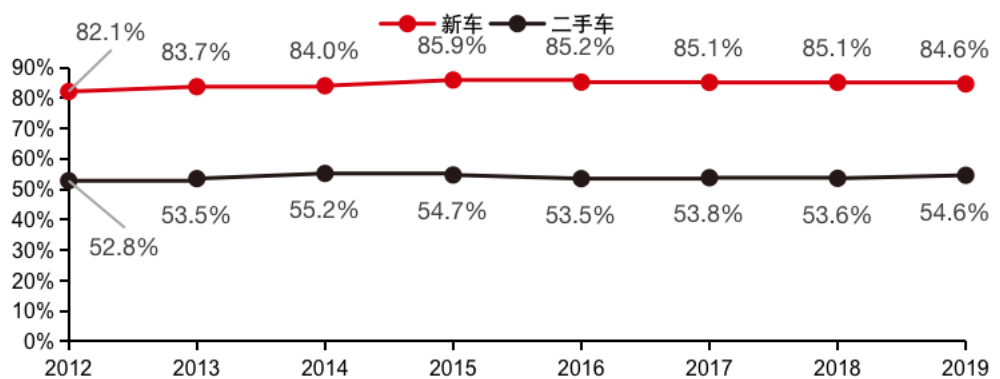
资料来源：公司官网

全面的服务，加深与客户的连接

库存货品丰富全面，为客户提供多样化选择。相对于新车买家，二手车买家对车辆的品种、车型及车辆使用年限有着更为多样化的需求，充沛的单店库存可以为二手车买家提供充分的选择空间。二手车行业中的平均单店库存量仅有约 250 台，CarMax 则以其“大卖场”的战略将单店库存扩展到了 500 台左右，一些大型门店单店库存甚至达到了 1000 台，这为客户提供了丰富的选择。同时，早在 1998 年，公司就已经开始使用其自有独特的 AutoMation 库存管理系统，使客户在电子触摸屏上即可搜索库存中符合其功能和价格要求的车型图片与信息，更有助于满足客户需求。

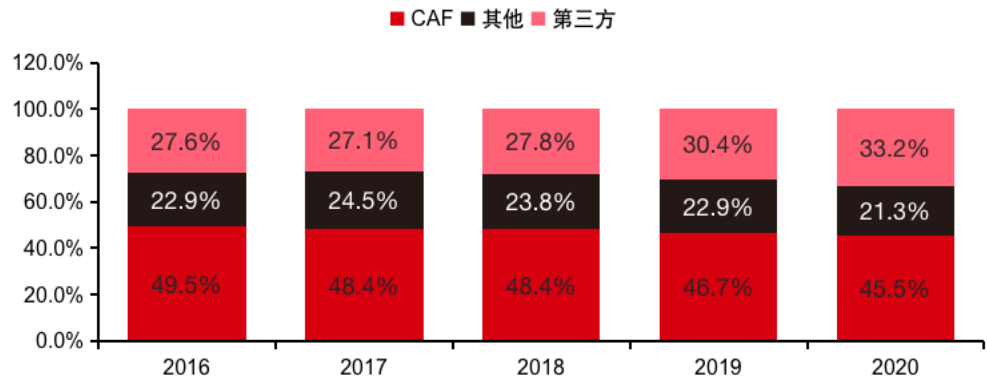
高渗透率的自营金融服务使贷款购车流程更为便捷。二手车行业的金融渗透率仅为 54.6%，而公司零售端金融渗透率已经到达 75% 以上。公司为客户提供自营的金融服务，并借助 AutoMation 系统，使客户可以通过电子化渠道提交金融申请、对接自营金融服务和第三方金融提供者。客户一般仅需要 8 分钟便能够完成贷款流程，这大大节省了客户时间，避免了文书申请的麻烦。

图 21: 2012-2019 年美国新车及二手车金融渗透率



资料来源：Experian, NADA, 中信证券研究部

图 22: Carmax 零售二手车金融服务渗透率

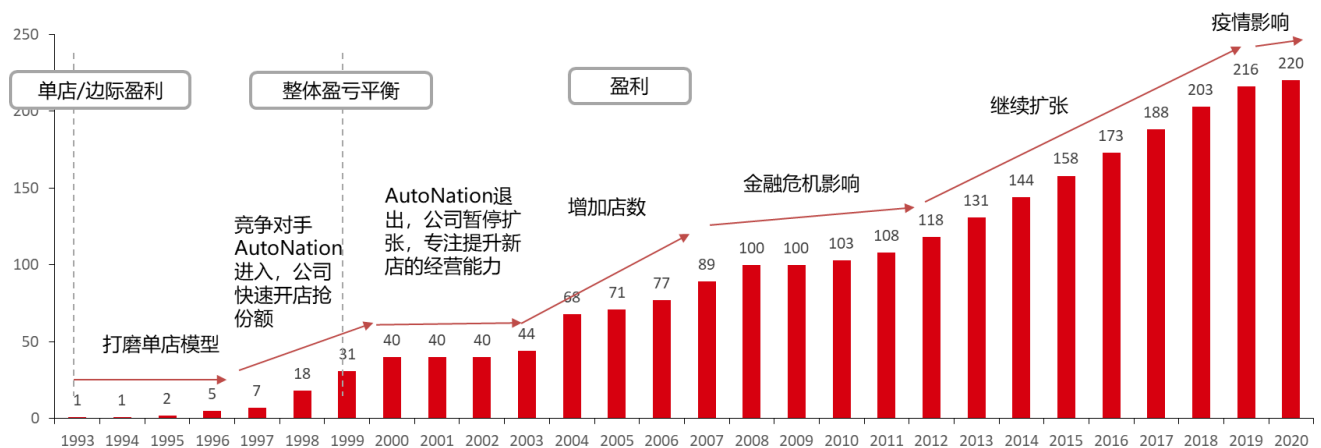


资料来源：公司公告，中信证券研究部

以全面的延保与售后服务提高客户忠诚度与满意度。公司为客户提供了扩展服务计划（ESP）和担保资产保护（GAP），分别可以为客户提供售后延保维修服务和汽车失窃后的贷款偿还。2019年，ESP和GAP的零售渗透率分别达到了61%和19%，扩展保护提高了客户对售后服务的满意度及对公司的忠诚度。此外，由于公司自身具有二手车整备翻新的场地、技工及相应能力，使得公司延保和售后服务的提供更为便捷，其边际成本也可以大为下降。

打磨单店模型耗时4年，模型成熟开启20年持续扩张。公司1993年开出第一家门店后，当年就达到了门店的盈利。团队又用4年打磨单店模型，7年不断迭代定价体系和信息系统。到了1999年，公司已经达到合并口径的盈亏平衡，此时公司只有31家门店。单店模型较为成熟后，公司进行持续的扩张。截止2020年已经有220家门店，分布在美国41个洲。

图 23: 公司 1993 年-2020 年门店数量



资料来源：公司公告，中信证券研究部

创始团队零售出身，现任高管激励充分

原母公司 **Circuit City** 是电器渠道的重塑者，将零售的经验带进二手车行业。在电器渠道出现之前，电器零售是“散乱差”的行业，电器零售商被认为是没有钱的社会底层人群。Circuit city 改变了这一格局。1993 年，Circuit city 认为电器流通渠道的利润越来越低，转向新的战略方向。Austin 经过市场研究发现二手车流通是个亟待整合的市场，因此创建了 CarMax 公司，从 1997 年起担任董事直至其 2006 年退休。另一位联合创始人 Richard L. Sharp 于 1984 年至 1997 年担任 Circuit City 执行副总裁，于 1986 年至 2000 年担任 CarMax 首席执行官。

在核心团队的带领下，公司将大型卖场式门店的经验复制到二手车销售上，通过透明的价格、7 天退换等方式，为消费者提供更优质的体验，改变了原有小型经销商主导的质量不齐、定价混乱的二手车销售局面。

表 2：CarMax 现任管理层

姓名	职务	简介
CarMax 创建时管理层、现已退休		
W. Austin Ligon	创始人、首席执行官	Austin Ligon 曾任职美国第二大电子零售商 Circuit city 战略部门 SVP。1993 年，他复制电器零售的模式，介入二手车行业，创建了 CarMax 公司。2002 年脱离 Circuit city，成为独立的上市公司。
Richard L. Sharp	联合创始人	Richard L. Sharp 于 1982 年加入 Circuit City，1986-2000 年担任 Circuit City 首席执行官。1990 年，他决定 Circuit City 要进军汽车零售行业，定位为“不议价”和“大库存”。
Mark F. O'Neil	首席运营官	Mark F. O'Neil 曾在麦卡锡咨询公司工作，后通过商学院校友会认识 Austin，加入 CarMax 项目；早期建立了 CarMax 的系统和整修车间，在创始阶段作用巨大。
Thomas J. Folliard	第二任首席执行官	Thomas J. Folliard 于 1993 年加入 CarMax，担任高级采购员，并于 1994 年成为采购总监。2006 年起，他开始担任 CarMax 首席执行官，继续扩张 CarMax 并使其经销店数量增长率保持在 15-20%。
CarMax 现任管理层		
William D. Nash	总裁，CEO 兼董事	William D. Nash 于 1997 年加入 CarMax，担任拍卖经理，此前曾在 Circuit City 工作；2007 年被任命为副总裁；2016 年起开始担任 CarMax 总裁、首席执行官和董事会成员。
Edwin J. Hill	执行副总裁，COO	Edwin J. Hill 于 1995 年加入 CarMax，担任服务运营总监。2013 年，他被任命为战略与转型高级副总裁，并于 2018 年 8 月开始担任公司执行副总裁兼首席运营官。
James Lyski	执行副总裁，CMO	James Lyski 于 2014 年加入 CarMax，担任高级副总裁兼首席营销官，于 2017 年开始担任执行副总裁和首席销售管。
Enrique Mayor-Mora	财务执行副总裁，CFO	Mayor-Mora 先生于 2011 年加入 CarMax，担任财务副总裁，并于 2016 年担任副总裁和财务主管，于 2019 年 10 月晋升为高级副总裁兼首席财务官。曾担任 Denny's 公司的财务规划和分析和投资者关系副总裁。
Eric M. Margolin	执行副总裁、总法律顾问兼公司秘书	Eric M. Margolin 于 2007 年加入 CarMax，担任高级副总裁、总法律顾问兼公司秘书。在加入 CarMax 之前，他曾是 Advance Auto Parts 和 Tyre Kingdom 公司的高级副总裁、法律总顾问和公司秘书。
Shamim Mohammad	CIO	2012 年加入公司，主管 IT 开发工作，此前在仓储物流公司 BJ's Wholesale Club、视频租赁公司 Blockbuster 和连锁酒店 TravelCLICK 担任技术部门负责人，现已具备 20 余年 IT 行业经验

资料来源：公司公告，中信证券研究部

当前管理团队从业经验丰富，CIO 加入强化信息系统。公司现任 CEO William D. Nash 1997 年作为拍卖经理加入 CarMax，后出任拍卖服务副总裁、销售副总裁及人力资源和行政服务执行副总裁，行业经验丰富。Nash 于 2016 年 9 月起担任 CarMax 的总裁及 CEO。现任 CIO Shamim Mohammad 于 2014 年 9 月加入公司，提供战略技术解决方案。他此

前曾担任 BJ's Wholesale Club 的信息技术副总裁，并在 Blockbuster 和 TravelCLICK 担任高级 IT 领导职位，拥有超过 20 年的 IT 领导经验。此外，在人员管理方面，CarMax 招聘大量应届生担任销售人员，而不招有二手车行业经验的人，因为后者的经验惯性往往难以和“客户利益第一”的理念保持一致，难以融入公司的文化。

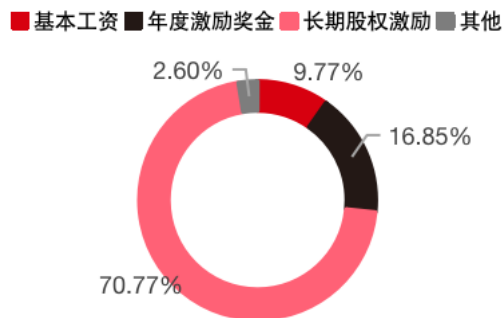
高管薪酬管理：80%左右来自年终奖和股票激励。高管的薪酬由基本工资、年终奖和长期股权激励三部分构成。

1) **固定工资仅占约 20%**。2019 年，高管的目标总直接薪酬中约有 20%为固定的基本工资，其余均为“可变”薪酬，包括年终奖和股票激励。

2) **年终奖的金额取决于公司业绩**，业绩目标与调整后的息税前利润相挂钩，保证了管理层和股东利益保持一致。

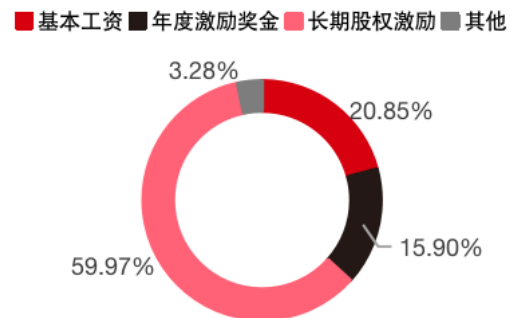
3) **股票激励将高管的长期薪酬与 CarMax 股价直接挂钩，推动实现公司战略目标。**“可变”薪酬的第二项组成部分是股票激励，主要采取股票期权和绩效股票两种形式。股票期权给予高管以行使价购买普通股的权利，行使价采用普通股在授予日的成交量加权平均价格。绩效股票将高管薪酬与公司三年的业绩挂钩，委员会将授予的绩效股票平均分配到三年，每年年初确定为一年期的绩效目标，根据年末绩效目标的实现程度，高管有权获得目标数量的 0%至 200%的普通股。CarMax 通过股票激励的方式使管理层和股东利益保持一致，以实现其绩效理念。

图 24：CEO 目标直接薪酬构成



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 25：其他高管目标直接薪酬构成



资料来源：公司公告，中信证券研究部

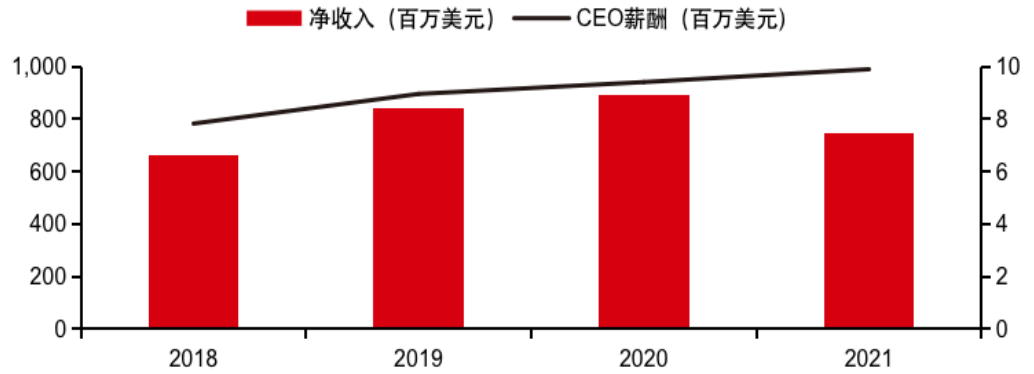
表 3：执行官和董事的股份持有情况

执行官	职位	截至 2021 年 3 月 31 日拥有的 CarMax 普通股股份 (万股)	持股占比	股票价值 (万美元)
William D. Nash(b)	总裁兼首席执行官	77.57	0.48%	59270.45
Enrique Mayor-Mora	高级副总裁兼首席财务官	5.79	0.04%	691.38
Thomas W. Reedy	财务执行副总裁	23.44	0.14%	2801.86
Edwin J. Hill	执行副总裁兼首席运营官	28.51	0.17%	3407.17
Eric M. Margolin	执行副总裁，总法律顾问兼公司秘书	24.87	0.15%	2971.95

资料来源：公司公告，中信证券研究部

总薪酬与净利润正相关。2018/2019 年公司净利润同比+26.8%/5.5%，支付给 CEO 的总薪酬分别+14.5%/5.0%，高管薪酬与公司经营活动高度正相关。

图 26：2017-2021 年净收入与 CEO 目标直接薪酬总额



资料来源：公司公告，中信证券研究部

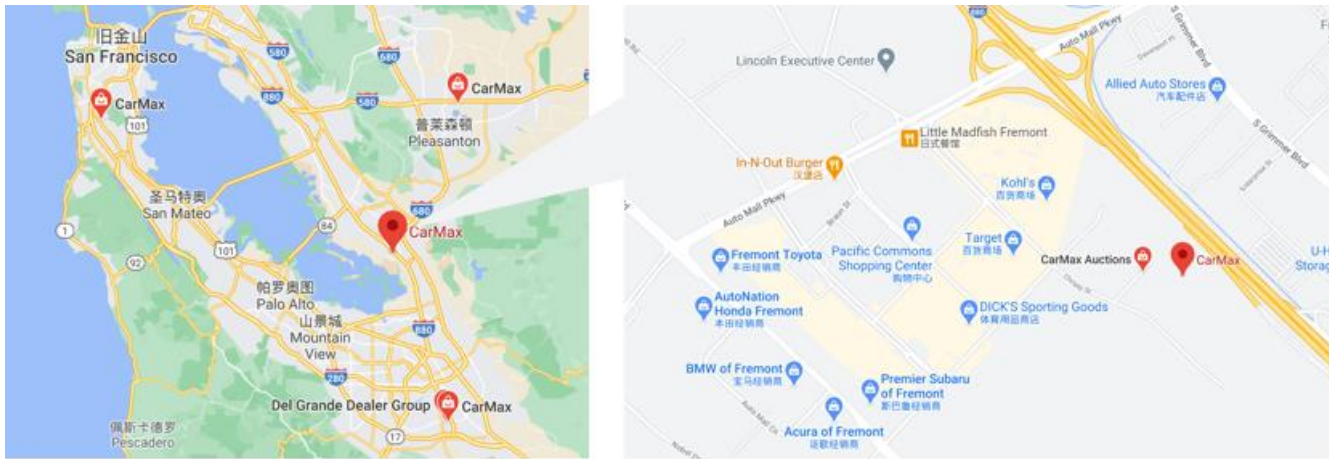
科技赋能，数据驱动

科技应用解决买手瓶颈，提高采购效率

买手是二手车企业扩张最大的瓶颈。二手车企业“选品”能力体现在收车，在合理的价格买了对的车，就很好卖出去；相反，如果购买的车型背离当地消费者的需求，就会占用资金而且造成存货减值。因此买手是公司最核心的“资产”之一。收车评估涉及大量的工作，且评估量往往是收购的 4 倍。评估一辆车需要 30 分钟-1 小时，一个经验丰富的买手，一周约能评估 50 辆车，促成 12 单左右收车交易。因此买手是二手车企业扩张最大的瓶颈。

创立之初就开始打造信息化系统，提高采购效率。公司早在成立之初，就投资 5000 万美元打造 IT 系统，信息化采集库存、交易、门店服务等各类信息，和标准化流程管理。买手录入车辆信息，系统会根据最新的零售和批发交易数据，结合公司库存水平进行报价，提高买手收车效率。此外，公司要求买手不上门收车，因为这样会降低买手的效率；而是把店开在交通干线、新车经销商聚集地、大型商超旁边，通过广告投放来吸引用户上门。

图 27: CarMax 门店位于交通干线、新车销售聚集地附近（以加州一家门店为例）



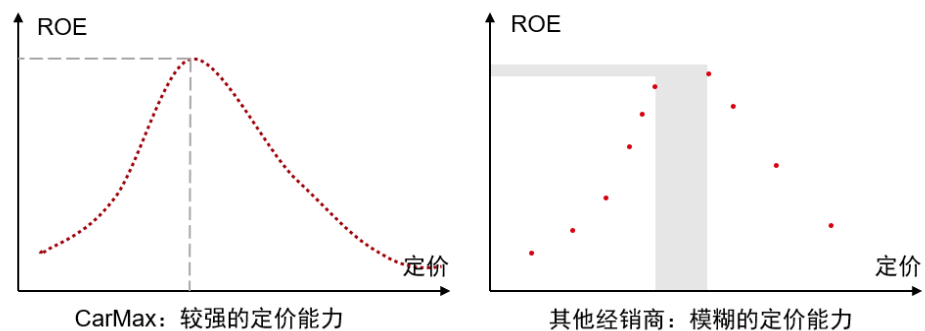
资料来源：谷歌地图

数据指导精准的定价，得到最优解

数字化采集车辆信息，形成不断优化的报价体系。CarMax 系统性、数字化地采集每辆车的信息，来电、到店、试驾、购买意向等，进行电子化的数据跟踪。基于数据和算法系统，判断是否可以在两周之内卖出，如果无法卖出，则考虑降低价格，优化库存周转率，最小化二手车库存积压带来的贬值。具体而言，公司使用 RFID 电子标签跟踪汽车位置，用来收集车辆试驾信息、跟踪车辆停放位置等。每个销售人员都配备了手持设备，以便将实时信息传达给中央定价部门。

海量数据和迭代的报价系统，让定价更接近最优价格。二手车报价过高或过低，都对 ROE 有负面的影响：报价过低时，毛利受损；报价过高时，单车毛利虽然可观，但会影响周转速度，降低销量，或造成财务费用、减值损失等。因此准确定位“最优”价格，是公司竞争力的体现。CarMax 具有大量一手新鲜的交易数据，和不断迭代的报价系统，能够相比同行更加准确地定位“最优”价格。根据《Invest in Information or Wing It? A Model of Dynamic Pricing with Seller Learning》(Guofang Huang, Hong Luo, and Jing Xia)，CarMax 卖出的车辆经历的调价次数更少，70%的车辆不需经过调价，就可以售出；且每次调价幅度更小、合计调价规模更小，这都体现出公司准确的报价、调价能力。

图 28: CarMax 的数据带来的定价优势（示意图）



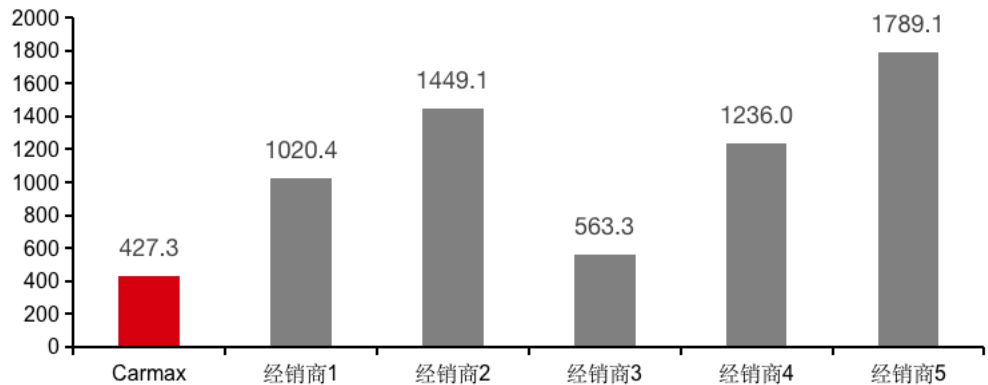
资料来源：中信证券研究部

表 4: CarMax 和其他大型经销商调价次数对比

调价次数	0 次	1 次	2 次	3 次	4 次	5 次	6 次	7 次	8 次	9 次	10 次	11 次
CarMax	70.10%	23.00%	5.30%	1.30%	0.20%	0.10%	0.01%	0.03%				
其他大经销商	54.30%	20.70%	11.20%	5.30%	3.90%	2.00%	1.20%	0.80%	0.40%	0.20%	0.06%	0.07%

资料来源: Invest in Information or Wing It? A Model of Dynamic Pricing with Seller Learning (Guofang Huang, Hong Luo, and Jing Xia), 中信证券研究部

图 29: CarMax 和其他经销商的价格调整总数对比



资料来源: Invest in Information or Wing It? A Model of Dynamic Pricing with Seller Learning (Guofang Huang, Hong Luo, and Jing Xia), 中信证券研究部

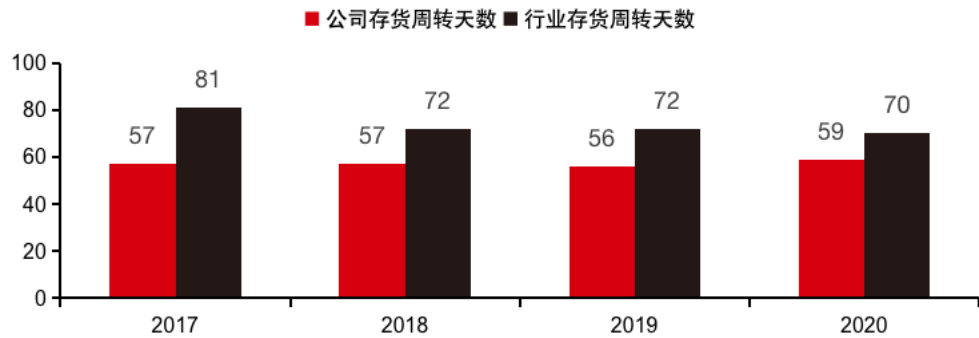
公司获得较高的库存周转效率和合理的毛利率。在数据化、系统化的驱动下, 公司实现了较高的周转效率, 库存周转天数在 56 天左右, 远低于行业 72 天的平均水平, 零售端 90% 的车在 31 天之内卖出。毛利端保持较为合理的盈利能力, 公司零售二手车毛利率在 10.8% 左右, 与 Autonation 等同行的收车毛利相当。

图 30: CarMax 和其他经销商的毛利率拆分



资料来源: 中信证券研究部

图 31: Carmax 及美国二手车行业库存周转天数

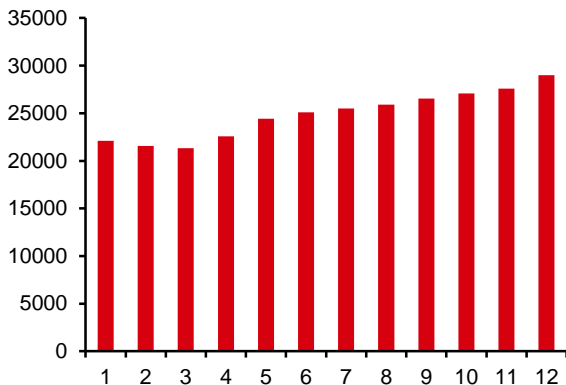


资料来源：公司公告，CoxAutomotive，中信证券研究部

2021 年缺芯带来二手车量价齐升，线上转型助力增长

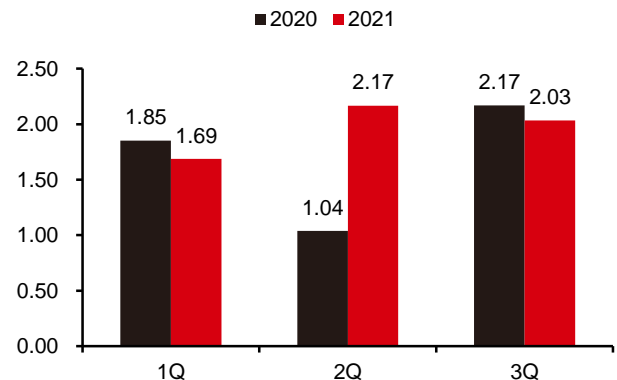
缺“芯”致价格提升，二手车需求增加。2020 年初的疫情使得世界各地芯片制造商的工厂减产甚至停产，在疫情得到初步控制后，汽车制造业对芯片需求大增。但由于芯片上游晶圆等材料扩产周期长，且封装产能多次受到疫情冲击，带来全球芯片短缺。这使得当前新车供给不足，价格提升，作为替代品的二手车需求量增加，价格也水涨船高。2021 年 12 月美国二手车均价为 2.9 万美元，相比年初增加约 7000 美元。

图 32: 美国 2021 年各月二手车价格（单位：美元）



资料来源：YAA，中信证券研究部

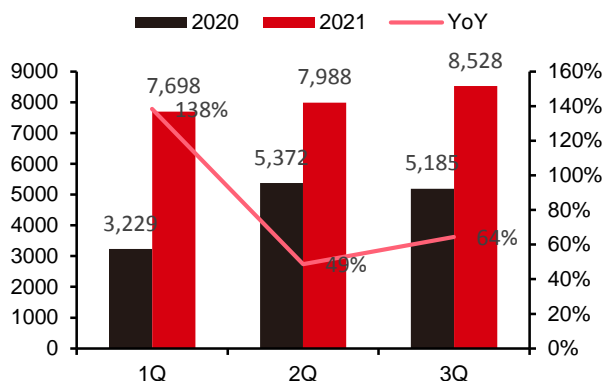
图 33: 美国 2020、2021 年前三季度二手车销量（单位：百万辆）



资料来源：SMMT，中信证券研究部

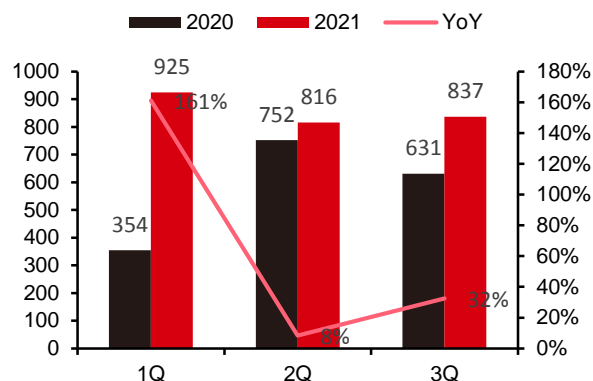
CarMax 2021 年前三季度利润同比增长明显。受益于二手车需求增加和行业价格上升，2021 年前三季度（2021 年 3 月~2021 年 11 月）CarMax 二手车交易价格及数量，同比上升明显。2021 年前三季度公司收入同比增长 138.4%、48.7%、64.5%，利润分别实现同比+161.0%、+8.4%、+32.5%。

图 34: CarMax 2021-2022 年收入 (单位: 百万美元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 35: CarMax 2021-2022 年利润 (单位: 百万美元)

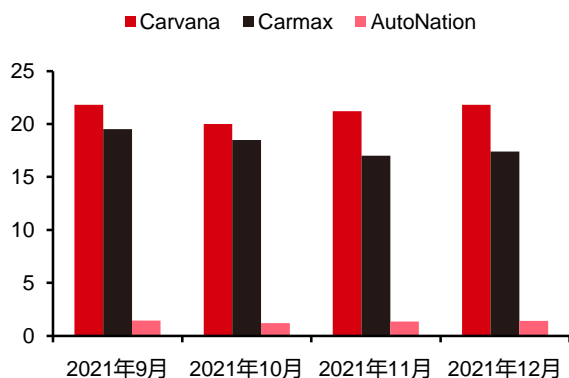


资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

公司疫情期间二手车业务的增长, 也得益于“线上化”业务的提前部署。公司于 2018 年开始铺开“全渠道”战略, 用户可以在线上渠道获得看车、比较、下单、金融服务、配送全流程的服务, 或者也可以选择线上线下结合的选购体验, 在线上进行初步选车, 线下进行试驾和签约。线上渠道能够让消费者体验更加便捷、清晰, 是公司战略重要的补充, 帮助公司获得等多的份额。丰富的库存和电子数据信息, 是线上渠道发展的基石。

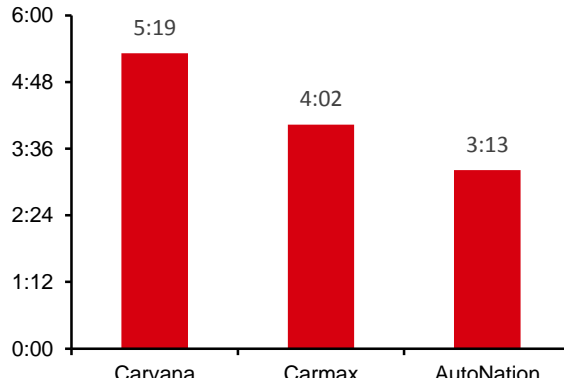
当前“线上”转型成效显著, 月均千万访问流量。截止 2021 年 2 月底, 96% 的购车客户曾经访问过公司的线上网站, 最近 4 个月的网站流量保持在千万访问量。公司在线上布局最大的竞争对手是 Carvana——一个纯线上的二手车交易平台, 具有行业前十的交易量。和 Carvana 相比, 公司已经具有了较高的网站流量和更长的平均访问时间, 且二者差距较小, 相比于同样致力于线下布局的 AutoNation, CarMax 在网站访问量上遥遥领先, 全渠道战略初显成效。新冠疫情也促使公司有针对性地加快发展线上渠道, 例如线上自助购车、汽车配送上门等。

图 36: CarMax、Carvana、AutoNation 网站流量 (百万点击)



资料来源: Similarweb, 中信证券研究部

图 37: CarMax、Carvana、AutoNation 平均访问时间 (分钟)



资料来源: Similarweb, 中信证券研究部

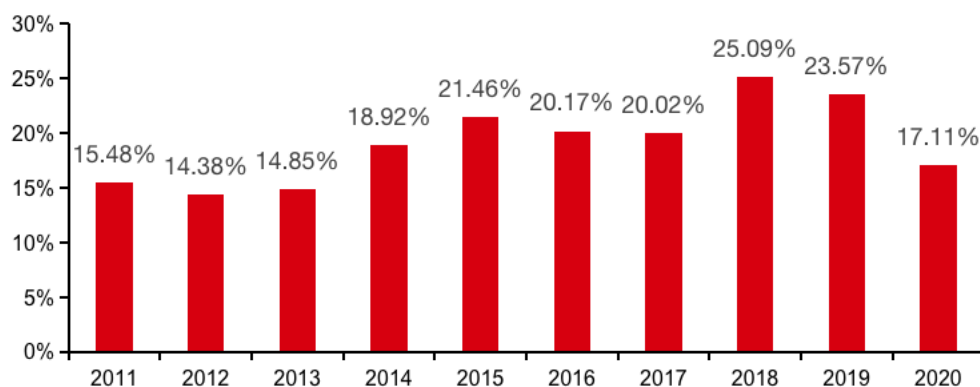
收购 Edmunds, 二手车线上业务协同发展。2021 年 4 月 1 日, CarMax 发布公告称已签署一项最终协议, 以 4.04 亿美元的估值完成对 Edmunds 的收购。通过这次收购, CarMax 将通过 Edmunds 所提供的数据内容和技术, 为客户提供优质的数字化体验。收

购完成后，Edmunds 将继续独立运营。在此次投资之后，CarMax 和 Edmunds 共同制定了一系列战略计划，并成功地为二手车卖家提供实时在线报价。借助实时销售产品，CarMax 将成为美国线上最大的二手车卖家。

■ 财务分析

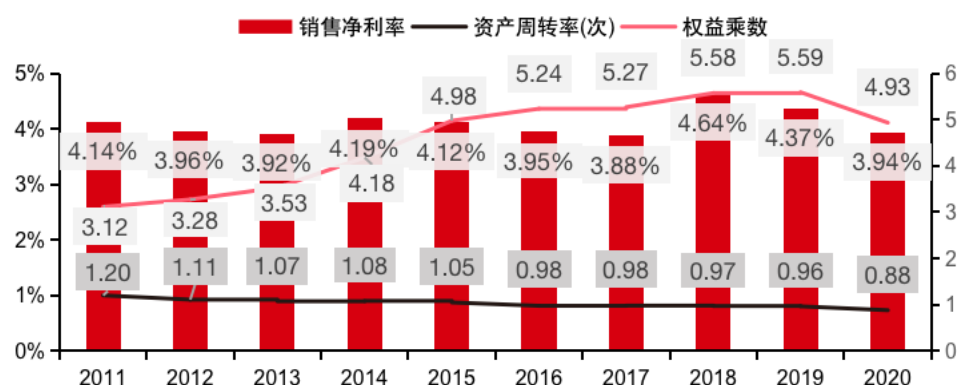
CarMax 公司 10 年来 ROE 提升趋势明显。公司 ROE 从 2010 年的 16.86% 上升到 2019 年的 24.9%，主要原因为公司从 2012 年开始进行股权回购。股权回购直接减少了股东权益，通过拉升杠杆率提高了 ROE，公司的杠杆率从 2010 年的 3.18 倍提升到 2019 年的 5.59 倍。此外，公司资产周转率较低，主要因为约 65% 的资产为自营汽车金融业务相关的车贷应收款，而金融业务直接贡献利润，无收入贡献。

图 38: CarMax 2011-2020 年 ROE



资料来源：公司公告，中信证券研究部

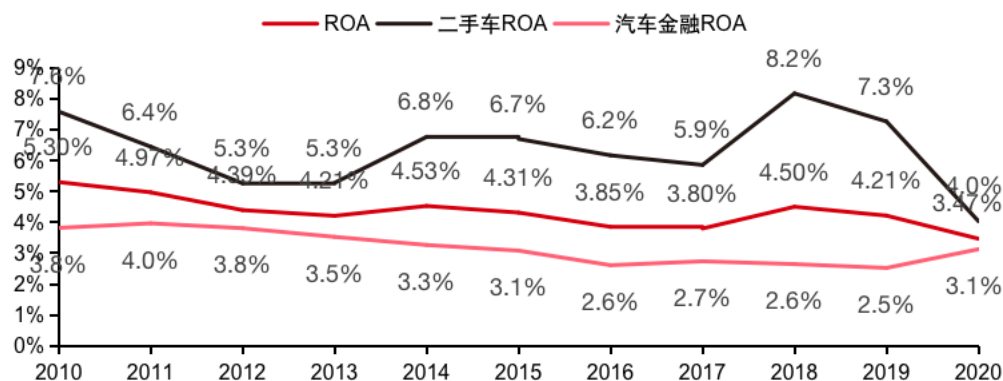
图 39: CarMax 2011-2020 年 ROE 拆分



资料来源：公司公告，中信证券研究部

近五年公司 ROA 在 4% 左右浮动。二手车业务方面，总资产周转率在 2.7 次左右较为稳定，ROA 的波动主要是净利率的影响。2013 年后，美国货币政策边际紧缩，公司融资成本上升，但收入端的利率上涨无法完全抵消融资成本的增加，贷款净息差收窄。新冠疫情后，美国流动性较为充裕，预计未来公司汽车金融业务息差有望企稳回升。

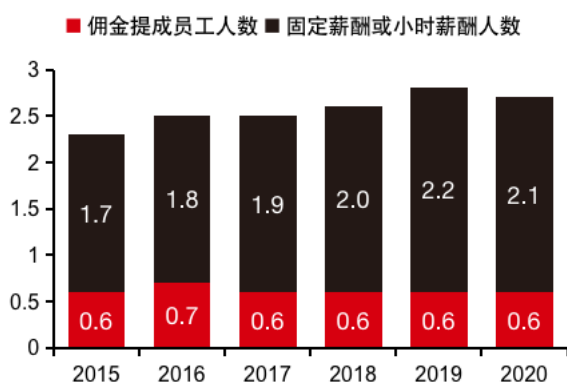
图 40: CarMax 二手车业务和汽车金融 ROA



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：汽车金融 ROA 使用“汽车贷款应收款”作为汽车金融业务总资产测算，二手车业务对应的资产为总资产-汽车金融资产

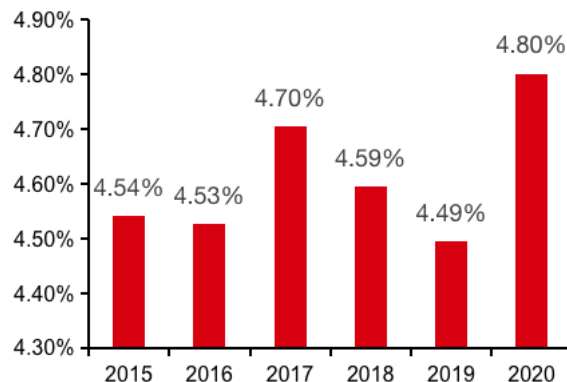
增加销售人员接待能力，费用率有降低空间。相比“纯线下”订单，公司给予完成“全渠道”订单的销售人员更少的固定提成，因为客户借助线上平台获取信息，线下不再需要与销售人员沟通很多基础、细小的问题，销售人员因此对订单付出了更少的劳动。但另一方面，销售人员的接待能力上升，所以虽然每单提升下降，但工资可以保持不变，同时公司可以雇佣更少的销售员工。目前全渠道战略处于推广过程中，预计 2021 年完成后，公司费用率进一步下降。

图 41: CarMax 员工数量及构成（万人）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 42: CarMax 销售人员工资/营业收入



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：不包含股权激励费用

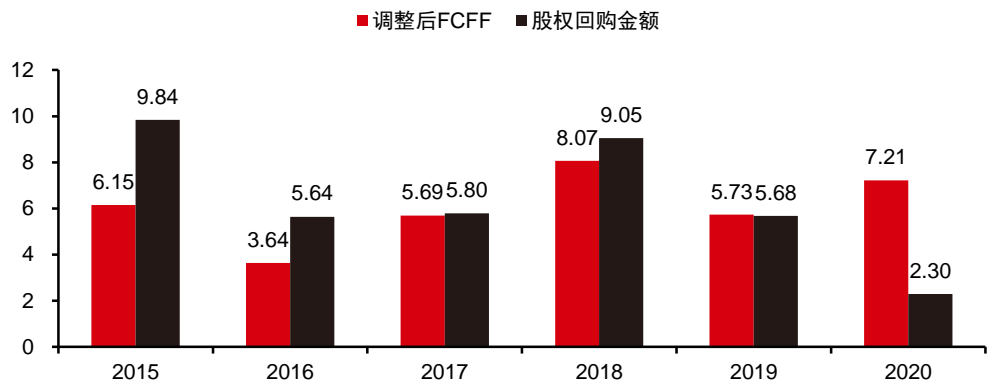
风险因素

- 1) 美国疫情形势恶化；
- 2) 新车降价导致二手车市场预冷；
- 3) 公司汽车金融应收账款坏账率升高；
- 4) 公司股权回购暂停。

投资建议

公司回购资金来自企业自由现金流，可持续性较强。股权回购是将利润回馈给股东的一种方式，在美股较为常见。股权回购和另一种常见的分红——现金分红的区别为，股权回购后普通股股数减少，相同市值情况下，股价上涨。因此股权回购可以认为通过资本收益回馈股东，而现金分红则通过股息收益。公司过往的股权回购的资金主要来自企业自由现金流，回购的可持续性较强。

图 43: CarMax 2015-2020 年调整后 FCFF 和股权回购金额（亿美元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部（注：调整后 FCFF=FCFF+无追索权的应付票据净现金流入，公司通过无追索权营收票据，支持其汽车金融业务发展。调整后 FCFF 更能够反应企业的自由现金情况。数据为公司公告披露）

二手车公司由于稳定性更强，享受估值溢价。公司是美股仅有的两个二手车标的之一，也是唯一的盈利标的，另一个标的为纯线上二手车平台公司 Carvana，目前处于亏损状态。其余公司虽然有二手车业务，但是占比较小。二手车零售商由于行业自身的年度销量波动小，且公司门店销售不受新车周期影响，因此具有更强的稳定性，享受估值溢价。CarMax 过去 5 年平均 PE 为 18.8 倍，高于 AutoNation 等新车业务为主的上市公司。

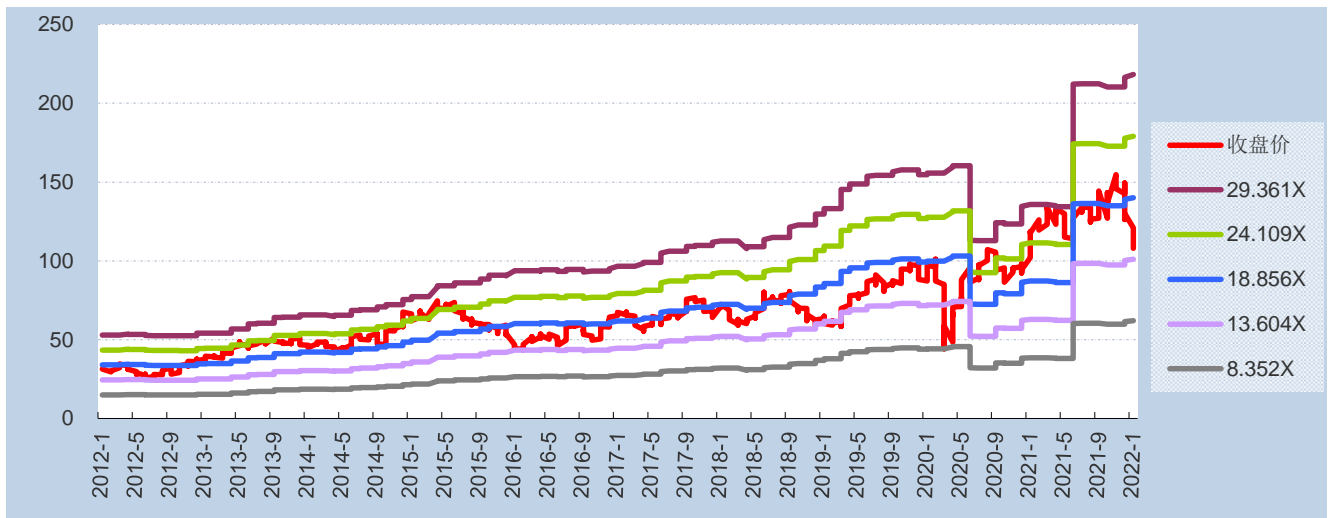
表 5: CarMax 及可比公司估值

公司名称	业务	FY2015-2019 CAGR	FY2020 年增速	PE(TTM)	5 年中枢
CarMax	二手车	9.4%	-16%	14.8	18.8
Penske Automotive	新车为主、二手车营收比 30%	9.5%	25%	7.4	11.2
AutoNation	新车为主、二手车营收比 25%	-1.3%	-15%	6.3	11.3
Lithia Motors	新车为主、二手车营收比 25%	20.6%	73%	9.2	12.7
Group 1 Automotive	新车为主、二手车营收比 25%	13.3%	65%	5.8	11.9
Sonic Automotive	新车为主、二手车营收比 40%	5.5%	-136%	6.7	9.8
Carvana	纯线上二手车平台	NA	NA	NA	NA
Asbury Automotive	新车为主、二手车营收比 30%	10.7%	38%	7.9	9.6

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：最右列为 5 年 PE 中枢

二手车格局分散，公司发展空间大，中长期预计恢复平稳增长。受到美国新冠疫情影响，公司 2020 年全年营收同比-6.7%，利润同比-15.9%（公司以每年 3 月初至次年 2 月底为一个财年，例如本文 2020 年即为 2020 年 3 月-2021 年 2 月，下同）。2021 年，二手车市场迎来回补，叠加 2020 年利润低基数，公司收入和利润预计迎来大幅增长，前三个季度的利润同比+84.6%，全年我们预计净利润增长约 69%。长期来看，我们认为波动不会是常态。二手车行业格局分散，公司增长空间大；CarMax 有望凭借稳健的经营管理和有效的线上化运营，实现中长期稳健增长。考虑到公司持续的股权回购，我们预计公司 2021/22/23 年 EPS 为 7.53/7.27/7.93 美元。公司过去 5 年平均 PE 倍数为 18.8 倍，给予 2022 年 EPS 的 18 倍 PE，对应目标价 130 美元，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 44: Carmax 过去 10 年 PE Band



资料来源: Wind, 中信证券研究部

表 6: CarMax 盈利预测和估值

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万美元)	20,320	18,950	32,206	30,419	31,444
营业收入增长率	11.81%	-6.74%	69.95%	-5.55%	3.37%
净利润(百万美元)	888.4	746.9	1,206.7	1,123.4	1,183.8
净利润增长率	5.41%	-15.93%	61.56%	-6.91%	5.38%
每股收益 EPS(基本)(美元)	5.39	4.58	7.53	7.27	7.93
毛利率%	13.40%	12.55%	10.46%	10.89%	10.92%
净资产收益率 ROE%	24.94%	18.37%	25.86%	21.40%	20.32%
每股净资产(美元)	22.86	26.75	31.02	35.78	40.98
PE	19.99	23.54	14.30	14.82	13.59
PB	4.71	4.03	3.47	3.01	2.63

资料来源: Wind, 中信证券研究部

注: 股价为 2022 年 1 月 26 日收盘价

利润表 (百万美元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	20,320	18,950	32,206	30,419	31,444
其中:二手车零售	17,170	15,714	24,996	24,745	25,776
二手车批发	2,500	2,669	6,552	4,762	4,718
其他	651	568	658	912	950
营业成本	17,598	16,571	28,837	27,105	28,009
毛利润	2,722	2,379	3,368	3,314	3,435
毛利率	13.4%	12.6%	10.5%	10.9%	10.9%
汽车金融净收入	456	563	610	590	615
销售、行政及一般费用	1,940	1,899	2,380	2,428	2,498
销售、行政及一般费用率	9.5%	10.0%	7.4%	8.0%	7.9%
营业利润	1,155	957	1,559	1,452	1,530
营业利润率	5.7%	5.0%	4.8%	4.8%	4.9%
利润总额	1,161	965	1,559	1,452	1,530
所得税	273	218	353	328	346
所得税率	23.5%	22.6%	22.6%	22.6%	22.6%
净利润	888	747	1,207	1,123	1,184
净利率	4.4%	3.9%	3.7%	3.7%	3.8%

资产负债表 (百万美元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	539	629	1,169	1,096	1,138
存货	2,846	3,157	4,614	4,337	4,481
应收账款	191	239	406	384	397
其他流动资产	87	92	82	87	87
流动资产	3,664	4,117	6,271	5,903	6,103
汽车贷款应收款	13,552	13,490	17,417	20,884	20,829
固定资产	3,069	3,056	3,232	3,380	3,500
其他非流动资产	798	879	765	784	785
非流动资产	17,418	17,425	21,414	25,048	25,114
资产总计	21,082	21,542	27,685	30,951	31,217
短期借款	0	-	746	307	1
应付账款	737	799	1,391	1,307	1,351
其他流动负债	798	899	1,367	1,457	1,418
流动负债	1,535	1,699	3,504	3,072	2,769
长期借款	1,779	1,322	1,022	722	722
无追索权的应付票据,扣除即期部分	13,165	13,298	17,169	20,586	20,532
其他长期负债	835	858	1,022	1,041	1,071
非流动性负债	15,779	15,478	19,213	22,350	22,326
负债合计	17,313	17,177	22,717	25,422	25,095
股本	81.5	81.6	78.6	76.0	73.4
其他权益	3,687	4,283	4,889	5,454	6,048
股东权益合计	3,769	4,365	4,968	5,530	6,122
负债股东权益总计	21,082	21,542	27,685	30,951	31,217

现金流量表 (百万美元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	1161.0	965.3	1559.5	1451.7	1529.9
所得税支出	-272.6	-218.3	-352.7	-328.4	-346.1
折旧和摊销	215.8	242.2	235.3	263.2	291.1
营运资金的变化	-1727.1	-639.0	-4367.5	-3185.1	-99.0
其他经营现金流	386.2	317.6	0.0	0.0	0.0
经营现金流合计	-236.6	667.8	-2925.6	-1798.5	1376.0
资本支出	-331.9	-164.5	-411.3	-411.3	-411.3
投资收益	-57.5	34.5	0.0	0.0	0.0
其他投资现金流	0.0	1.8	0.0	0.0	0.0
投资现金流合计	-389.4	-128.2	-411.3	-411.3	-411.3
负债变化	76.7	-463.0	445.8	-738.4	-306.9
股票净回购	-443.4	-86.8	-603.4	-561.7	-591.9
其他融资现金流	1053.6	125.8	4034.4	3437.1	-24.0
融资现金流合计	687.0	-424.0	3876.9	2137.1	-922.9
现金及现金等价物净增加额	61.0	115.6	540.0	-72.8	41.8

资料来源:公司公告, 中信证券研究部预测

主要财务指标

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入增长率	11.8%	-6.7%	69.9%	-5.5%	3.4%
营业利润增长率	3.8%	-17.2%	63.0%	-6.9%	5.4%
净利润增长率	5.4%	-15.9%	61.6%	-6.9%	5.4%
毛利率	13.4%	12.6%	10.5%	10.9%	10.9%
EBITDA Margin	7.2%	6.8%	5.7%	5.7%	5.9%
净利率	4.4%	3.9%	3.7%	3.7%	3.8%
净资产收益率	24.9%	18.4%	25.9%	21.4%	20.3%
总资产收益率	4.5%	3.5%	4.9%	3.8%	3.8%
资产负债率	82.1%	79.7%	82.1%	82.1%	80.4%
所得税率	23.5%	22.6%	22.6%	22.6%	22.6%
回购普通股/净利润	63.9%	30.8%	50.0%	50.0%	50.0%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别码：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2022 版权所有。保留一切权利。