

汽车经销商行业

强于大市(首次覆盖)

隐秘的角落：后增长时代汽车经销商的投资机会

投资要点：

➤ **汽车经销商的经营模式：新车销售引流，售后服务和汽车金融盈利。**经销商业务主要包含新车销售、售后服务、汽车金融衍生品和二手车4类。从收入结构上看，新车销售收入占比超过80%，售后服务、汽车金融和二手车的收入占比分别为9.6%、5.1%和4.9%。从毛利结构上看，新车销售毛利率较低，毛利贡献仅为28.5%，售后服务和汽车金融毛利率较高，分别贡献毛利的46.2%和20.6%，是盈利的主要来源。

➤ **我国汽车行业发展趋势：**1) 传统燃油车市场由增量向存量竞争转换，2) 保有量仍处于平稳增长阶段，3) 消费升级，豪华车增速强于整体车市，4) 车龄逐渐增加。

➤ **我们认为汽车经销商存在较好的长期投资机会：**1) 市场对经销商存在偏见和疑虑，①市场认为经销商作为整车品牌的附庸，处于汽车产业链的底层，盈利能力较差；②市场认为经销商的周期性较强，产业链景气度向下时，经营波动大；③市场对汽车经销商会被直营模式替代存在疑虑。2) 在售后服务市场规模起来后，经销商具备绝佳的商业模式，①较高的转换成本；②售后服务具有较强的消费属性，且随着车龄增加正处于“消费升级”阶段；③稳健的财务模型，即新车销售毛利率基本覆盖财务费用率，售后服务毛利覆盖销管费用尚有较大余额，二手车、汽车衍生品等业务直接贡献盈利。

➤ **构建汽车经销商评价框架。**我们从4个角度评价不同的经销商，1) 品牌结构，日系和豪华车经销商的盈利能力、成本管控、财务杠杆、库存系数都处于领先水平；2) 运营能力，核心指标为存货周转天数、吸收率；3) 盈利能力，4) 成长性，包括收入和盈利增速，4S店存量规模及增速。

➤ **重要经销商简评：**中升控股，经销商中的蓝筹股；美东汽车，“小而美”的典型；永达汽车，“中等生”，期待运营能力提升；广汇汽车，“大而不强”。

➤ **风险提示：**新车销售不及预期；整车厂直营模式颠覆经销商；新能源汽车加速渗透，售后市场规模超预期缩减；途虎等互联网后市场玩家的竞争。

一年内行业相对大盘走势



团队成员：

林子健 分析师
执业证书编号：S0210519020001
电话：021-20655276
邮箱：ljz1948@hfzq.com.cn

相关报告

正文目录

一、	汽车经销商的经营模式.....	1
二、	汽车行业发展趋势.....	3
三、	为什么汽车经销商具备较好的投资机会？	5
四、	构建汽车经销商评价框架.....	10
五、	重要经销商简评.....	13
六、	风险提示.....	14

图表目录

图表 1: 经销商在汽车产业链中的环节	1
图表 2: 百强经销商收入结构.....	2
图表 3: 百强经销商毛利结构.....	2
图表 4: 新车销售毛利率较低.....	2
图表 5: 二手车交易量及增速 (万辆)	3
图表 6: 中国汽车金融渗透率 (新车) 及国际对比.....	3
图表 7: 汽车销量及增速 (万辆, %)	4
图表 8: 各国汽车千人保有量对比 (辆)	4
图表 9: 我国汽车保有量仍保持平稳增长 (万辆)	4
图表 10: 分价格带汽车销量份额	5
图表 11: 我国豪华车销量及增速	5
图表 12: 我国豪华车销量及增速	5
图表 13: 汽车产业链毛利率对比	6
图表 14: 百强经销商毛利结构.....	6
图表 15: 直营模式和经销商模式对比.....	7
图表 16: 消费者购车渠道	7
图表 17: 不同客户售后服务渠道偏好选择.....	8
图表 18: 汽车定期保养项目	9
图表 19: 单次进场的售后服务收入 (元)	9
图表 20: 经销商具有稳健的盈利模式.....	9
图表 21: 经销商具有稳健的盈利模式.....	10
图表 22: 重要经销商存货周转天数.....	11
图表 23: 重要经销商售后服务吸收率	11
图表 24: 重要经销商销管费用率	11
图表 25: 重要经销商的财务费用率.....	11
图表 26: 重要经销商杜邦分析.....	12
图表 27: 重要经销商收入和净利润增速	12
图表 28: 重要经销商 4S 店数量	13
图表 29: 重要经销商 4S 店门店增速.....	13
图表 30: 重要经销商对照 (截至 2019 年底)	14
图表 31: 重要经销商门店结构.....	14

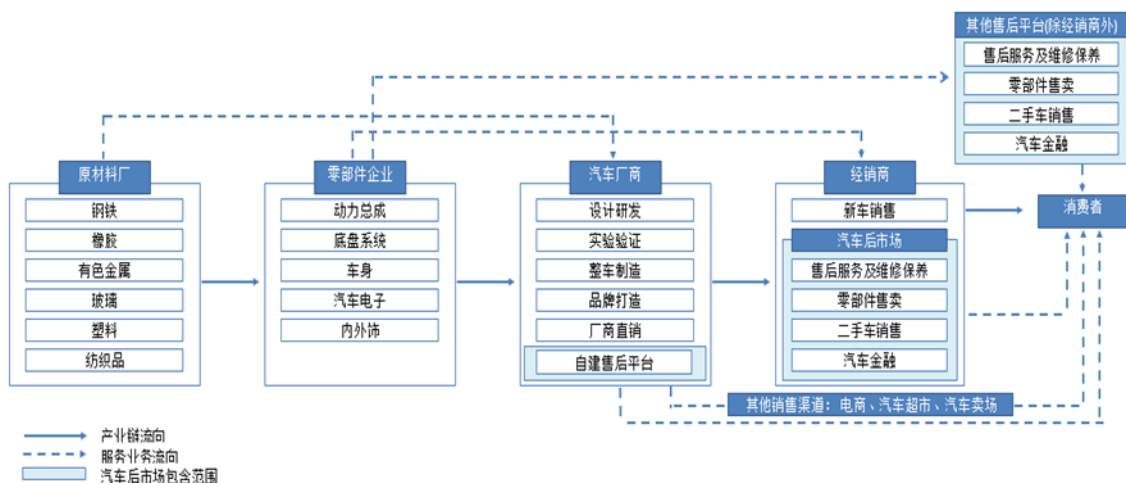
在整个汽车产业链上，经销商作为离消费者最近的环节，无论是在细分板块的上市公司数量、收入和盈利规模上，还是市值规模上，相对于制造业属性的零部件和整车的存在感较弱，没有得到市场的足够关注和重视。

自 2018 年销量首次负增长后，我国汽车产业由增量市场变为存量竞争市场，需求增速中枢显著放缓，进入后增长时代。从投资角度看，在整个传统燃油车产业链上，零部件和整车的总量性机会变小；而经销商由于利润主要来自汽车后市场，在汽车保有量仍处于平稳增长阶段和车龄逐渐增加的双轮驱动下，仍有较长时间的增量机会，是汽车产业链中“隐秘的角落”，值得我们重点关注。

一、汽车经销商的经营模式

汽车经销商作为连接整车厂和消费者的重要环节，承担着新车销售、售后服务、零配件供应和调查的职责，是缓和整车厂产销波动的重要缓冲带。自 20 世纪末 4S 店模式引进中国以来，我国的授权经销商体系逐渐由单店向集团化发展，由粗放式管理向精细化管理转变，诞生了中升控股、广汇汽车等收入超过千亿元的大型经销商集团。

图表 1：经销商在汽车产业链中的环节



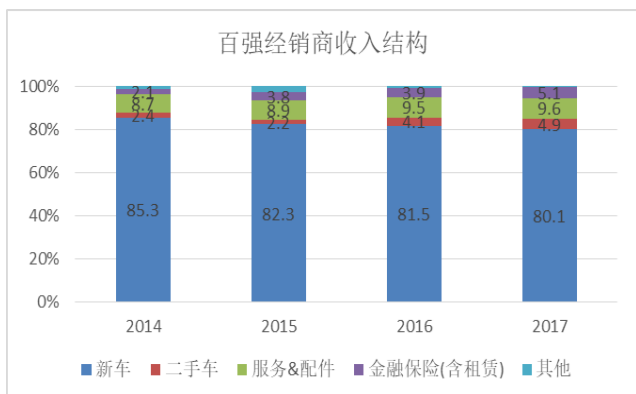
数据来源：华福证券研究所

产业链地位：通过授权和返利政策，整车厂相对经销商占主导地位。汽车产业链中，原材料处于上游，零部件厂商为整车厂提供各类零部件配套；整车厂负责设计、研发、制造和品牌打造，处于中游；经销商处于下游，负责新车销售，并为消费者提供售后服务。整个产业链中，整车厂占据主导地位，通过授权和返利政策对经销商进行管理，具有较强的话语权。

商业模式：新车销售引流，售后服务和汽车金融盈利。经销商的业务主要包含新车销售和汽车后市场，汽车后市场又可分为售后维修保养及零配件售卖（以下简称“售后服务”）、汽车金融衍生品和二手车 3 类业务。从收入结构上看，2017 年百强经销商的新车销售收入占比超过 80%，售后服务、汽车金融和二手车的收入占比分别为 9.6%、5.1%和 4.9%。从毛利结构上看，新车销售毛利率极低，毛利贡献仅为 28.5%，售后服务和汽车金融毛利率较高，分别贡献毛利的 46.2%和 20.6%，是盈利

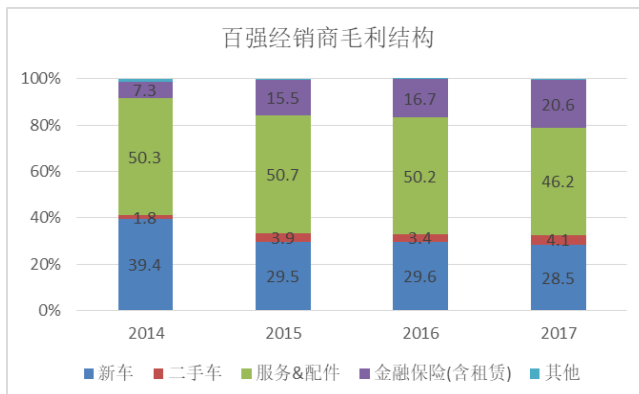
的主要来源。

图表 2：百强经销商收入结构



数据来源：中国汽车流通协会，华福证券研究所

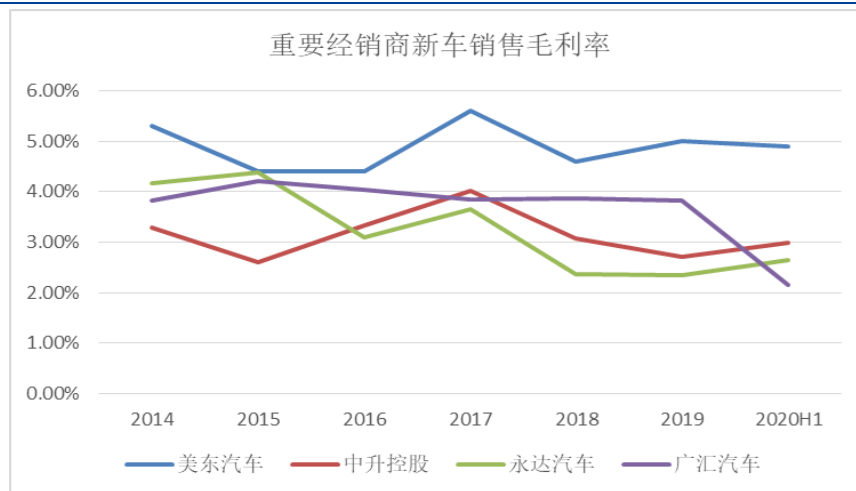
图表 3：百强经销商毛利结构



数据来源：中国汽车流通协会，华福证券研究所

1) 新车销售。盈利来源于进销差价，以及销量、客户满意度等指标达到整车厂要求后的激励性返利。新车销售毛利率较低，一般在 5% 以内。

图表 4：新车销售毛利率较低



数据来源：Wind，华福证券研究所

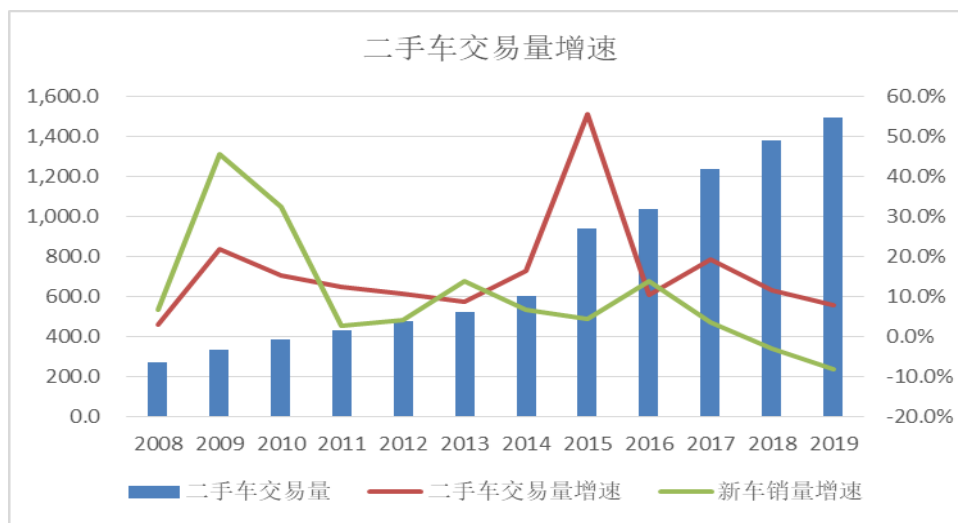
2) 售后服务：以新车销售为基础的附加业务，通过提供车辆维修养护服务收取工时费用，通过销售车辆零配件赚取差价。售后服务毛利率较高，2017 年百强经销商售后服务毛利率超过 40%。随着汽车保有量的增加和平均车龄的提升，售后服务逐渐成为经销商盈利的重要来源，2017 年百强经销商维修保养及配件以 9.6% 的销售收入占比贡献了 46.2% 的毛利。

3) 二手车：销售的盈利来源主要是二手车购销差价、过户及维修翻新服务、保险服务及消费贷款。来自二手车的收入和盈利规模较小，但交易量维持较快增速。

4) 汽车金融衍生品：金融衍生产品分为购车贷款、保险及融资租赁业务，经销商主要赚取手续费和佣金，部分经销商也自营汽车金融业务赚取利息。随着汽车销量增长和金融渗透率提升，我国汽车（新车）金融市场规模大幅提升，2019 年为 1.7 万亿，2016-2019 年复合增长率接近 20%。我国汽车金融渗透率相对发达国家仍有差

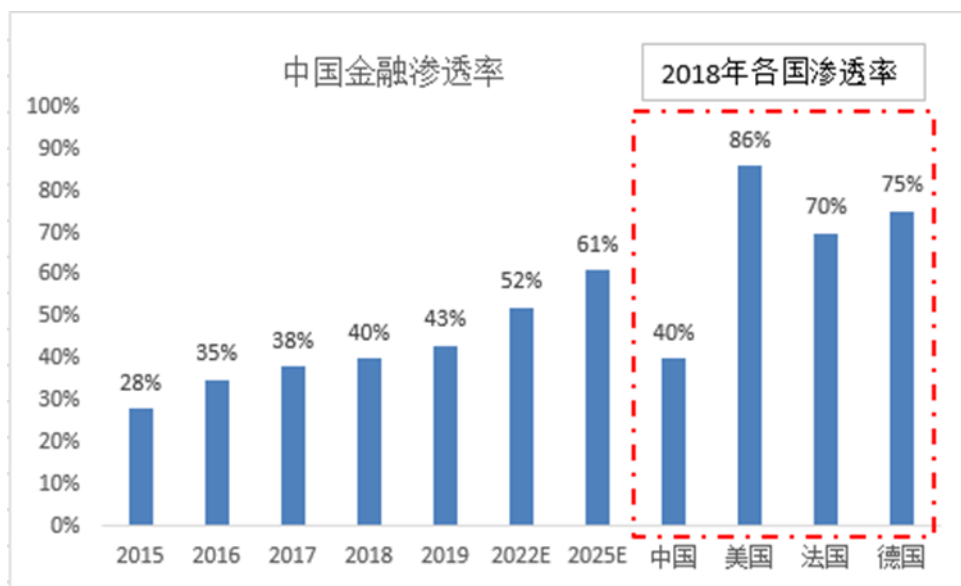
距，2018 年我国为 40%，美国、法国、德国分别为 86%、70%和 75%，仍有较大的潜力。

图表 5：二手车交易量及增速（万辆）



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 6：中国汽车金融渗透率（新车）及国际对比

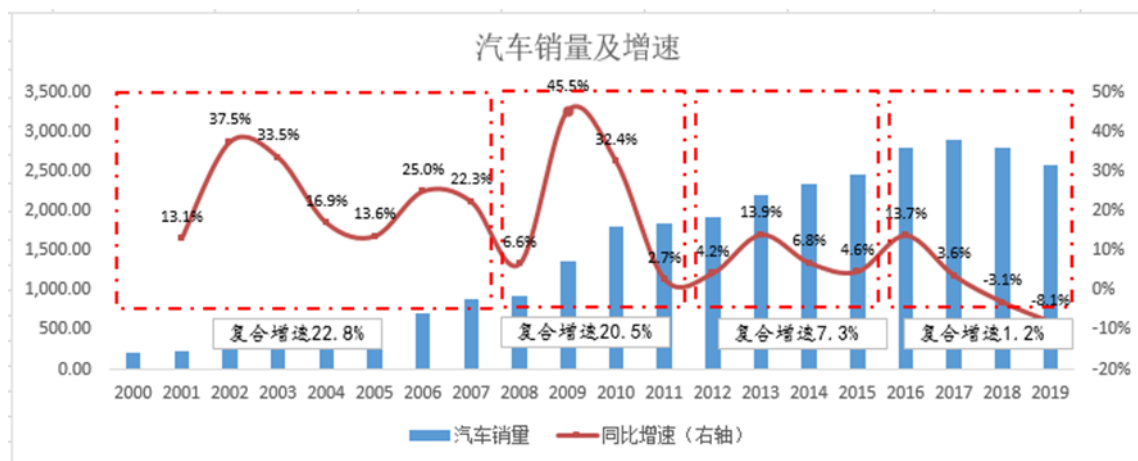


数据来源：罗兰贝格，华福证券研究所

二、 汽车行业发展趋势

由增量到存量竞争。2007 年以前我国汽车产业处于高速成长期，2008 年以后经历三轮周期，2008-2011 年销量复合增速仍较快（20.5%），2012-2015 年增速放缓为 7.3%，2016-2019 年复合增速仅 1.2%，2018 年我国汽车销量历史上首次负增长。可以看到，我国汽车行业需求增长中枢显著下滑，我们认为汽车产业已由增量时代切换到存量竞争的后增长时代，预计未来将维持 0-5% 的平均增速。

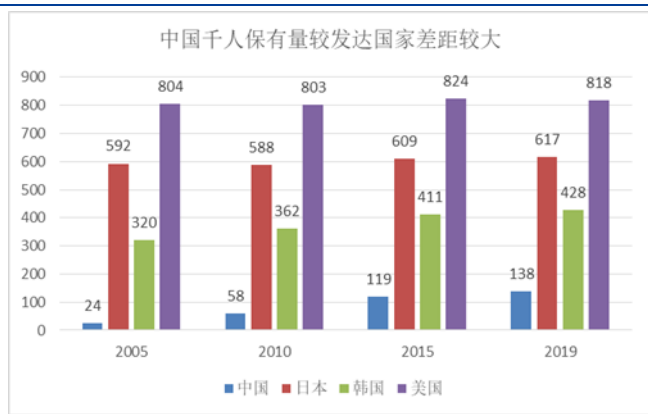
图表 7：汽车销量及增速（万辆，%）



数据来源：中汽协，华福证券研究所

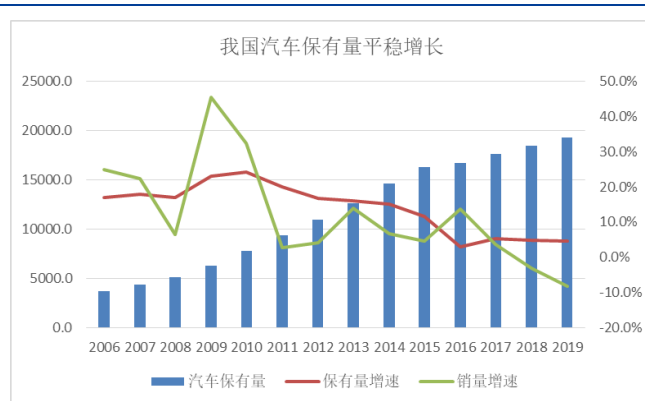
保有量仍处于平稳增长阶段。2018 年以后，汽车销量转负，但保有量仍平稳增长，2019 年我国汽车保有量为 1.93 亿辆，同比增长 4.5%。从千人保有量角度看，截止 2019 年底我国千人保有量为 138 辆，较发达国家仍有较大差距，日本、韩国、美国则分别为 617 辆、428 辆和 818 辆。随着居民收入增长，我国汽车保有量仍有较大的提升空间。

图表 8：各国汽车千人保有量对比（辆）



数据来源：OICA, Wind, 华福证券研究所

图表 9：我国汽车保有量仍保持平稳增长（万辆）

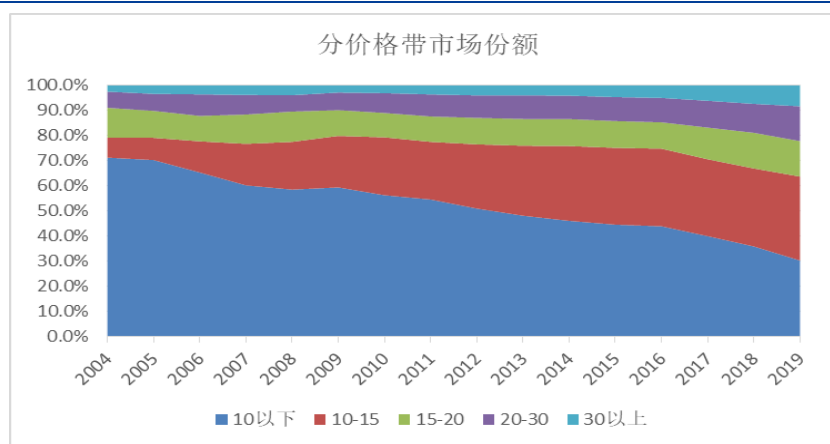


数据来源：OICA, Wind, 华福证券研究所

消费升级，豪华车增速强于整体车市。2016 年以来乘用车市场迎来显著的消费升级，低价格车销量占比显著下滑，如 10 万以下占比由 43.9% 下滑到 30.2%，高价格车份额稳步上行，如 20-30 万元、30 万元以上汽车的销量占比分别由 9.7%、5.0% 提升为 13.9%、8.3%。具体到豪华车市场，2017 年以后汽车景气度回落，但豪华车销量一直维持较高景气度，2017-2019 年增速分别为 12.7%、14.7% 和 8.8%。随着消费升级持续、豪华车价格下探，预计豪华车仍将维持较快增长。

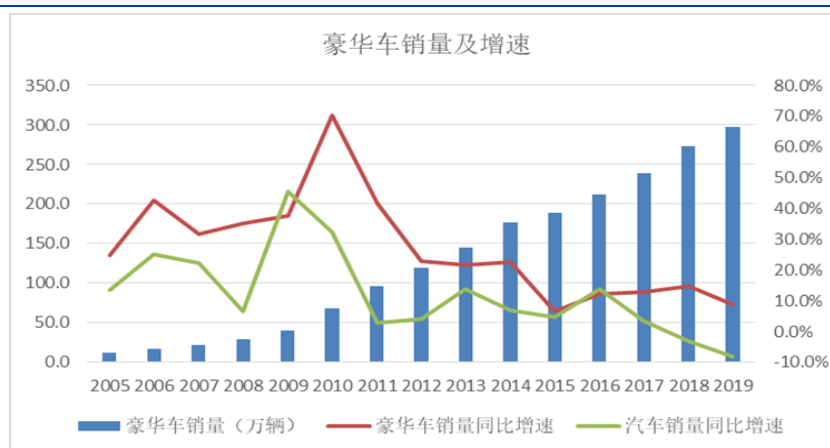
车龄逐渐增加。随着保有量的持续增加，我国使用中汽车的车龄逐渐增长。根据乘联会的数据，2018 年我国在用乘用车中车龄 5 年以上的占 47%，比 2010 年增加 8 个百分点。一般来说新车在使用的第 3-5 年开始，维修保养支出大幅增加。

图表 10：分价格带汽车销量份额



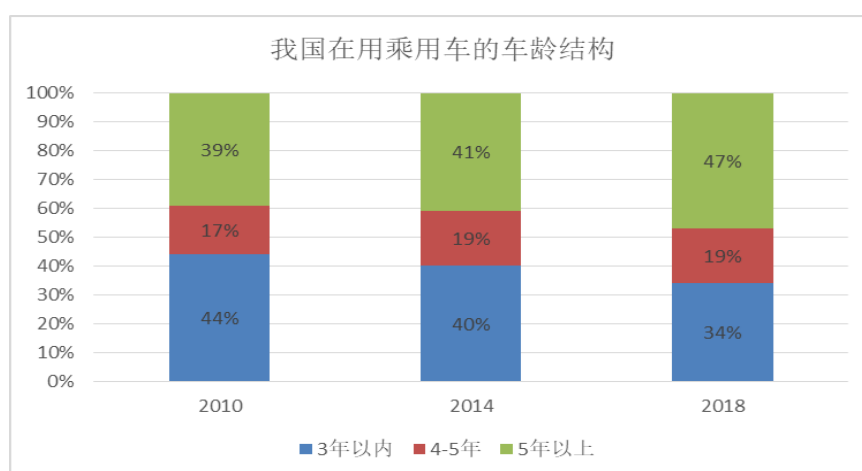
数据来源：中汽协，华福证券研究所

图表 11：我国豪华车销量及增速



数据来源：中汽协，Marklines，华福证券研究所

图表 12：我国豪华车销量及增速



数据来源：中汽协，Marklines，华福证券研究所

三、为什么汽车经销商具备较好的投资机会？

我们认为，汽车经销商存在较好的长期投资机会，主要是因为：1）预期差，市场对经销商的存在偏见和疑虑，2）在售后服务市场规模起来后，经销商具备绝佳的

商业模式。

3.1 市场的偏见

在汽车细分板块中,相比整车和零部件,上市经销商数量较少,投资者关注较低,且市场对经销商的产业链地位、周期性和盈利能力等都有一定的疑虑和偏见,具体来说:

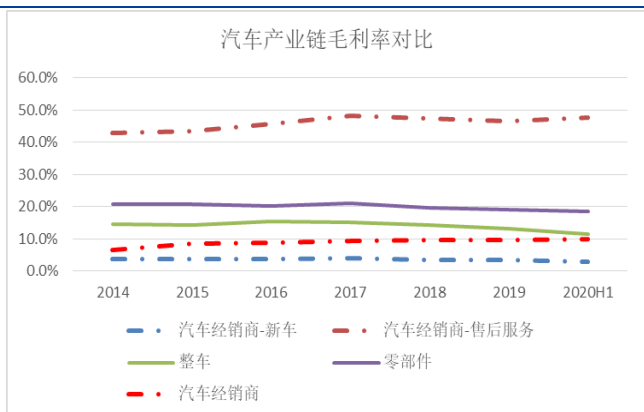
(1) 市场认为经销商作为整车品牌的附属,处于汽车产业链的底层,盈利能力较差。

受新车销售毛利较低拖累,经销商综合毛利率较低,但售后服务、金融衍生品等业务毛利率远高于大部分整车厂和零部件厂商,随着售后服务在收入和毛利中占比提升,头部经销商的 ROE 总体呈上升趋势,从 2017 年开始已经超越整车和零部件。

(2) 市场认为经销商的周期性较强,产业链景气度向下时,经营波动大。

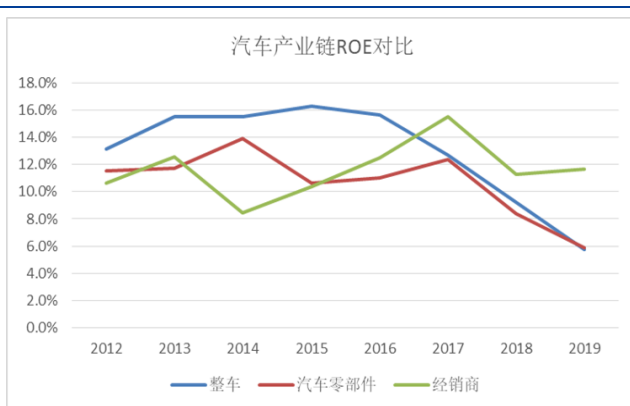
我们分析经销商的 4 大主要业务,新车销售和金融衍生品等增量业务与产业景气度直接相关,而售后服务和二手车业务等存量业务则与景气度相关性较低,头部经销商存量业务的稳定增长可对冲增量业务的周期波动,使其总体的周期性弱于汽车产业链的其他环节。如图表 14 所示,在 2017-2019 年的行业景气度下行中,整车和零部件盈利能力大幅下滑,经销商则相对平稳。

图表 13: 汽车产业链毛利率对比



数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 14: 百强经销商毛利结构



数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

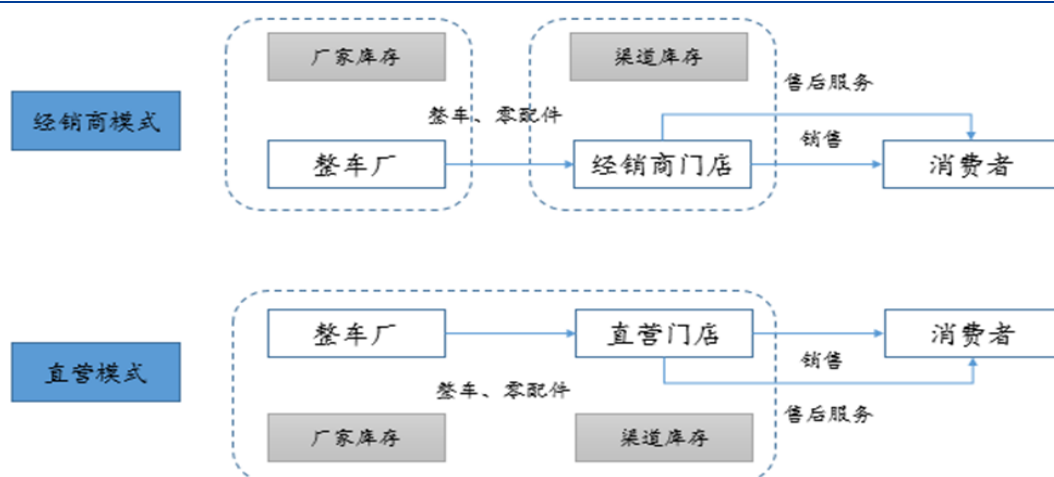
注: 图中经销商选板块毛利率为选取中升控股、美东汽车、永达汽车和广汇汽车 4 个代表性企业加总计算所得。

(3) 汽车经销商会被直营模式替代么?

以特斯拉为代表的造车新势力普遍通过自建门店销售汽车(直营),市场担心经销商会被直营模式替代,我们认为中短期内经销商仍占主导地位。

从整车厂的角度看,考虑到汽车销售的重资产模式,整车厂自建门店需要消耗大量的资金,承担大量的渠道库存,财务压力大,且运营门店与整车厂制造和品牌打造的能力不相符,故中短期内经销商模式仍将是汽车销售的主导模式。具体来看:

图表 15：直营模式和经销商模式对比



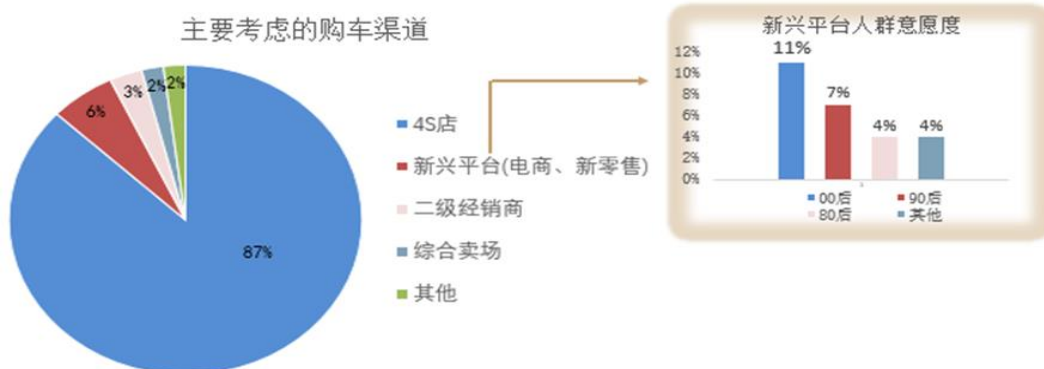
数据来源：华福证券研究所

直营门店的优势在于可以更接近消费者，对门店的服务质量有更强的把控能力，但也有较大的劣势，主要体现在：1) 整车厂的优势在于制造和品牌打造，汽车经销商本质上是零售服务业，两者所需的管理能力有较大差异；2) 汽车销售是一个重资产行业，自建门店需要消耗大量资金，渠道库存也需要由整车厂承担，进而降低资产周转率。

经销商模式下，经销商是整车厂和消费者之间重要的缓冲带，1) 行业波动时，整车厂在一定程度上可以向经销商压库，降低自身经营波动；2) 产品质量或售后服务等出现问题时，由经销商直面消费者，可以将对品牌的负面影响降到最低。

造车新势力在发展初期，由 0 到 1 打造新的汽车品牌，直营门店可以起到更好的宣传作用；另外，在初期由于销量规模小，门店较少，自建门店在财务和运营上可以承担；随着规模扩大，继续采用直营模式带来的财务和运营压力将迅速扩大，如蔚来在初期完全自建 NIO house 进行汽车销售和售后服务，随着销量规模增长，逐步放开了 NIO house 的加盟。

图表 16：消费者购车渠道



数据来源：盖世汽车，华福证券研究所

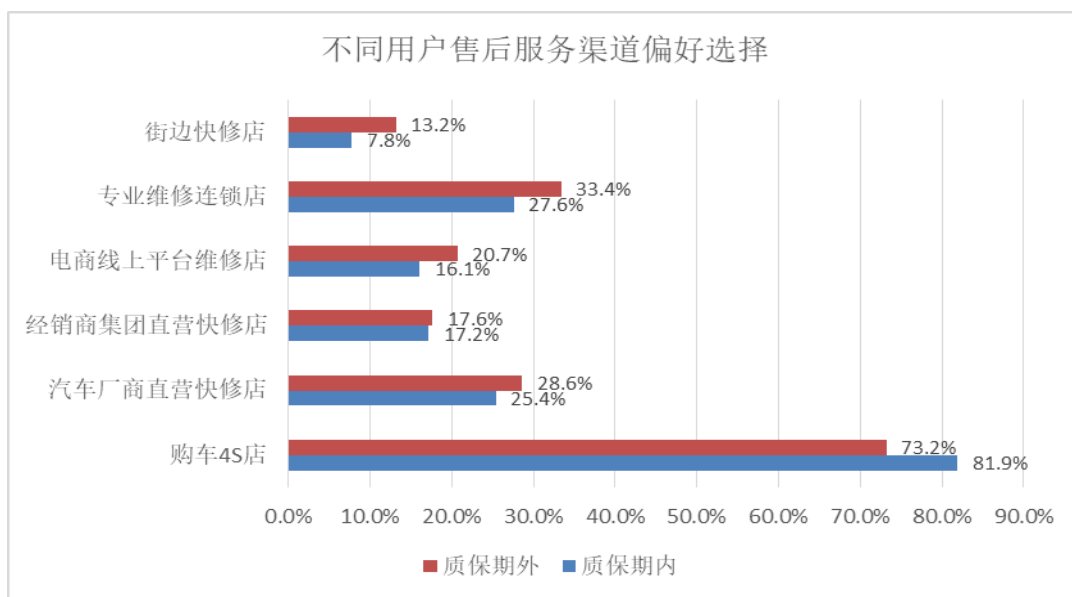
从消费者角度看，4S店仍是消费者购车的主导渠道。根据盖世汽车的调查数据，约87%的消费者在购车时选择4S店作为购车渠道，4S店仍是消费者购车的主导渠道。值得注意的是，6%的消费者选择电商、新零售等新兴平台，位列第二位。

3.2 绝佳的商业模式

整体来看，经销商的商业模式是新车销售引流，汽车后市场盈利。随着保有量增加，这一模式呈现出极为稳健的盈利模式，具体来看：

较高的转换成本。目前来看，4S店仍是消费者购车的主要渠道；质保期内，在4S店购车的客户超过80%选择在4S店内做售后维修保养；质保期外，仍有73%的客户选择继续在4S店保养。从护城河的角度看，4S店售后服务对购车客户而言具有较高的粘性，转换售后维修地点在便利性、习惯性方面，有较高的转换成本。

图表 17：不同客户售后服务渠道偏好选择



数据来源：汽车之家，华福证券研究所

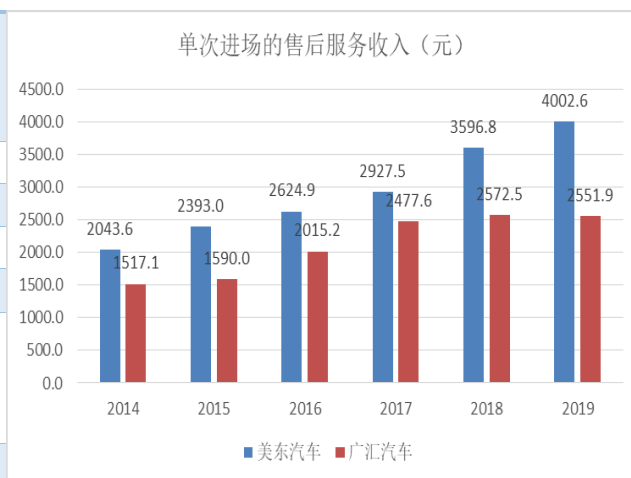
售后服务具有较强的消费属性，且随着车龄增加正处于“消费升级”阶段。汽车售后维修保养项目众多，分为定期保养项目和根据检查结果保养项目，定期保养项目保养具有高频的特性，如机油、机油滤清器等；随着车龄增长，根据检查结果保养项目的频次也将增加。综合来看，售后服务实际上具有高频消费属性。另外，随着车龄增加，售后服务进场一次的产生的收入

图表 18：汽车定期保养项目

保养项目	保养周期
机油	矿物油：每 3 个月/5000 公里更换一次
	半合成油：每 6 个月/7500 公里更换一次
	全合成油：每一年/10000 公里更换一次
机油滤清器	随机油更换
空气滤清器	每年更换一次
空调滤清器	每年更换一次
刹车油/制动液	每两年/4 万公里更换
火花塞	普通：每 4 万公里更换一次；
	铂金：6-8 万公里更换一次；
	铱金：10 万公里更换
燃油滤清器	内置：10 万公里；外置：2 万公里
正时皮带	10 万公里更换

数据来源：汽车之家，华福证券研究所

图表 19：单次进场的售后服务收入（元）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

售后服务拥有稳健的财务模型。保有量和车龄增长双轮驱动之下，售后服务展现出稳健的盈利模式。

1) 新车销售毛利率较低，但按以往数据来看，在波动的周期中，头部经销商基本可实现 3%-4% 的毛利率，可基本覆盖 0-3% 的财务费用率；

2) 售后服务是盈利的重要来源，吸收率为售后毛利对销管费用的覆盖率（见下文“四、构建汽车经销商评价体系”部分），2019 年头部经销商的吸收率落在 150%-200% 的区间，售后毛利扣除销管费用的余值，即为营业利润。从 2014 年以来的数据看，随着存量客户累计和车龄增加，售后服务进场台次维持较快增长，吸收率总体呈上升趋势，预计未来也将维持这一态势。

3) 正常情况下，经销商可凭新车销售的毛利覆盖财务费用，可凭借 50%-67% 的售后服务的毛利覆盖销管费用，汽车金融衍生品和二手车业务的毛利全部是营业利润。

图表 20：经销商具有稳健的盈利模式



数据来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

我国汽车千人保有量较发达国家仍有较大的差距，全社会保有量仍有较大的增长

空间。我们认为在保有量见顶之前，这一商业模式较为稳固。

四、构建汽车经销商评价框架

汽车经销商的商业模式是通过代理多种汽车品牌引流，主要赚取来自汽车后市场的服务费和佣金。汽车经销是一个同质化较强的行业，面临同品牌其他经销商的相同产品和其他品牌经销商类似产品的双重竞争，很难有差异化的经营策略，经营好坏主要取决于运营效率。这里从品牌结构、运营效率、盈利能力和成长性 4 个角度构建经销商评价体系。

1、品牌结构

我们从系别和品牌级别分别考察不同经销商的经营情况。可以看到，日系和豪华车经销商的盈利能力、成本管控、财务杠杆、库存系数都处于领先水平，欧系次之，美系、韩系和自主品牌相对较弱。

图表 21：经销商具有稳健的盈利模式

		系别					品牌级别		
		欧系	美系	日系	韩系	自主	豪华品牌	主流合资品牌	自主品牌
ROE	+	11.8%	8.3%	15.7%	7.2%	7.9%	12.6%	11.5%	7.9%
销售净利率	+	3.0%	1.8%	4.2%	2.6%	1.3%	3.7%	2.5%	1.3%
资产周转率	+	2.3	2.1	2.8	1.8	2.7	2.3	2.4	2.7
权益比率	+	35.6%	27.1%	46.1%	38.6%	28.6%	40.6%	31.2%	28.6%
新车毛利率	+	1.4%	1.2%	3.1%	1.5%	3.0%	1.8%	1.4%	3.0%
库存系数	-	1.33	1.49	0.91	1.69	1.61	1.24	1.25	1.61
售后毛利率	+	41.8%	40.8%	41.7%	37.1%	39.9%	43.0%	39.4%	39.9%
销管费用率	-	4.5%	5.4%	4.9%	5.3%	5.3%	4.7%	4.7%	5.3%
财务费用率	-	0.8%	0.8%	0.5%	0.8%	0.4%	0.8%	0.7%	0.4%

数据来源：中国汽车流通协会，华福证券研究所

注：“+”表示数值越大，经营情况越好，“-”则反之。

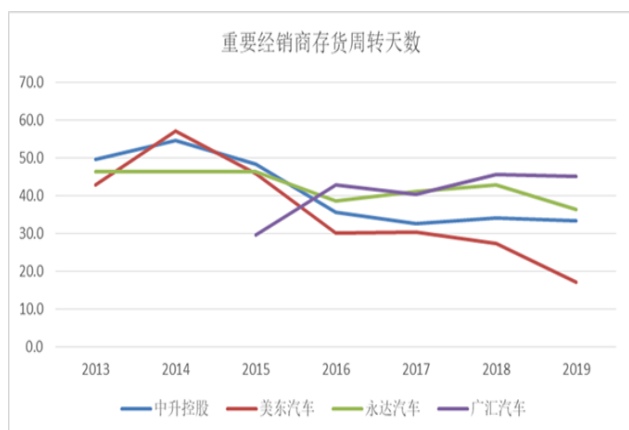
2、运营能力

经销商的商业模式极为同质化，取胜核心在公司治理结构和运营能力。这里选取存货周转天数、吸收率和期间费用率等相关指标。

存货周转天数：经销商是资本密集型行业，沉淀大量资金的门店存货（新车）周转速度越快，资金利用效率越高，盈利能力越强。可以看到，除广汇汽车外，其他 3 家经销商的周转天数 2013 年以来是逐步减少，反映头部企业的经营效率在提高。

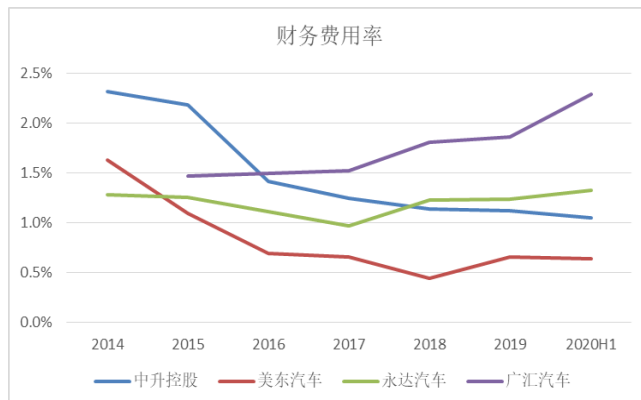
吸收率：售后服务带来的毛利对管理费用和销售费用的覆盖程度，吸收率接近 100% 表示经销商的运营成本仅靠售后服务便可基本维持。随着客户逐渐积累，经销商凭借售后服务赚取的毛利对运营成本的覆盖度越来越大，吸收率逐年增长，2020H1，4 家经销商的吸收率均超过 100%。

图表 22: 重要经销商存货周转天数



数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 23: 重要经销商售后服务吸收率

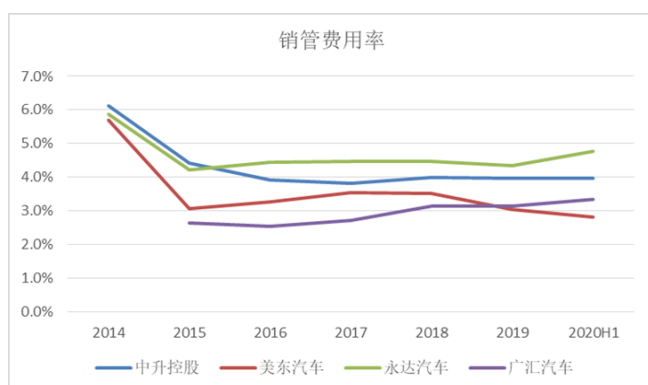


数据来源: Wind, 华福证券研究所

注: 吸收率=售后服务毛利/(销售费用+管理费用)

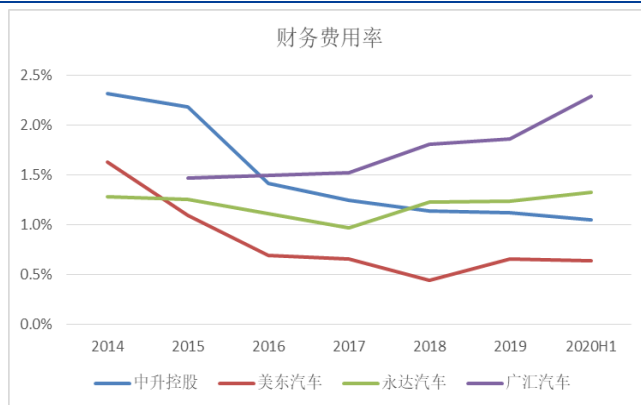
期间费用率: 我们用销管费用率衡量经销商对运营成本的管控能力, 财务费用率衡量经销商的资金使用效率。随着规模的扩张, 销管费用率总体呈下降趋势, 目前稳定在 3%-5%之间。财务费用率在各经销商之间的差异较大, 中升和美东呈现出较强的资金使用效率, 费用率趋降; 近年来广汇汽车的财务费用率显著提升。

图表 24: 重要经销商销管费用率



数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 25: 重要经销商的财务费用率



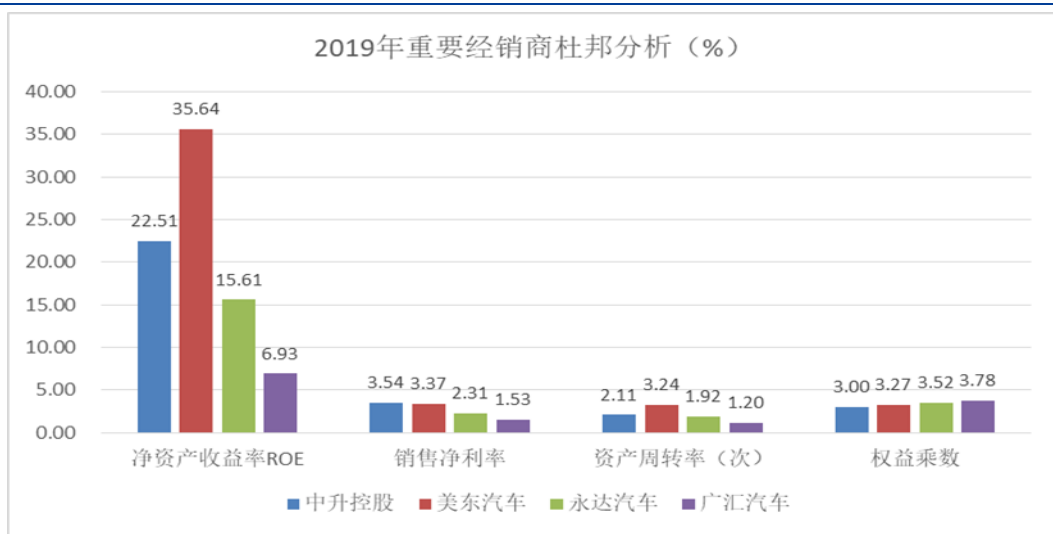
数据来源: Wind, 华福证券研究所

3、盈利能力

市场一般认为经销商作为整车品牌的附属, 处于汽车产业链的底层, 但头部企业的盈利能力与这种认识是背离的, 2019 年 4 家重要经销商中美东、中升和永达的 ROE 均高于 15%, 强于大部分零部件企业和整车厂。

我们用杜邦分析来考察经销商的盈利来源。可以看到, ROE 较高的经销商如美东和中升, 其盈利能力较强, 主要体现在净利率和周转率上, 其权益乘数是不及永达和广汇的。

图表 26：重要经销商杜邦分析

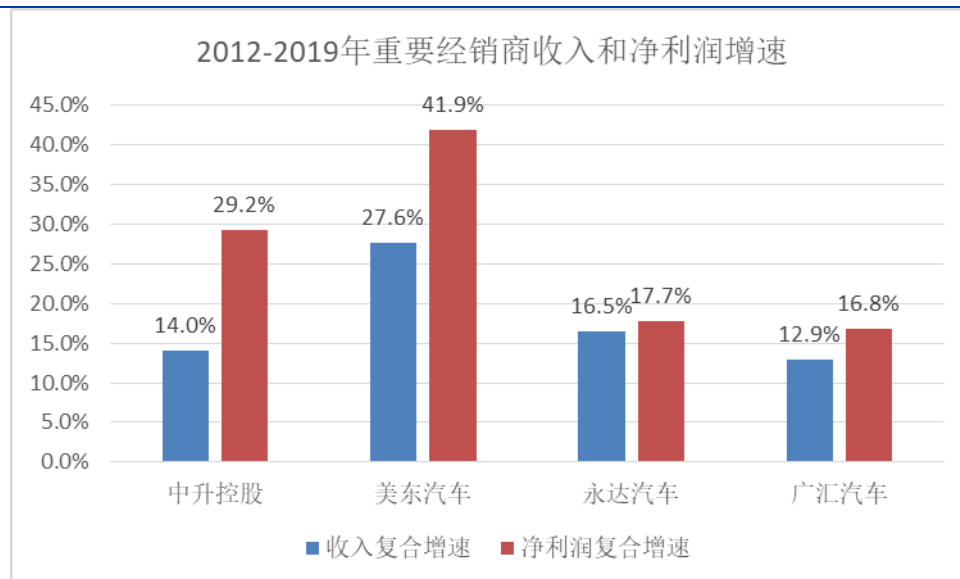


数据来源：Wind，华福证券研究所

4、成长性

从财务角度看，受益于我国汽车销量的快速增长以及并购，4家经销商收入和净利润呈现较好的成长性，且利润增速均超过收入增速。2012-2019年中升和美利利润的复合增速分别为29.2%和41.9%，表现优秀。

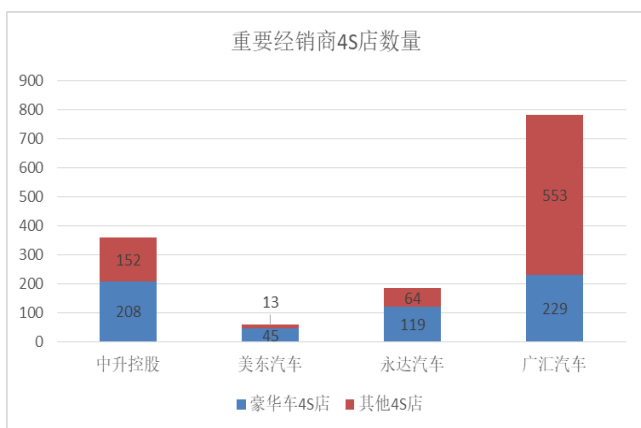
图表 27：重要经销商收入和净利润增速



数据来源：Wind，华福证券研究所

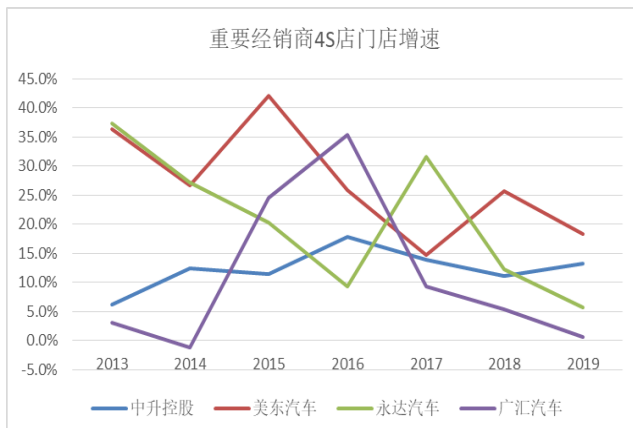
从业务角度看，我们通过现有门店数量及增速来衡量经销商未来的增长潜力。对比4家经销商，广汇汽车门店数量远超过其他3家，但其豪华门店的占比最小，导致其盈利能力较弱，增长潜力也最小。美东门店数量最少仅58家，但其潜力也最大，近年来其门店扩张速度远高于其他3家，2016-2019年复合增速为19.5%。

图表 28：重要经销商 4S 店数量（个）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 29：重要经销商 4S 店门店增速



数据来源：公司公告，华福证券研究所

五、重要经销商简评

如下表所示，我们对上述评价框架，对比 4 家重要经销商。

中升控股 (0881.HK)：公司作为龙头经销商，代理品牌以豪华车为主，日系占比 36.9%，结构较好；存货周转条数稳定在低水平，吸收率较高，经营效率较高；盈利能力较强，来源于高的净利率和周转率，杠杠较低；门店稳步扩张。**结论：公司是经销商中的蓝筹股，有望保持稳健的扩张步伐，较高的运营效率和盈利能力。**

美东汽车 (1268.HK)：公司是近年来崛起的成长性经销商，代理的 58 家 4S 店中除 1 家现代 4S 店之外，均是盈利能力较强的豪华品牌和日系品牌，其中豪华品牌占 77.6%、日系品牌占 44.8%，两者合计占 98.3%；存货周转天数逐年下降，2019 年为 16.9 天，远低于其他经销商，吸收率为 190%在较高水平，运营能力极强；2019 年 ROE 为 35.6%，远胜于其他经销商，主要来源于较高的净利率（3.4%）和周转率（3.2）；公司门店规模较小，仍处于扩苏扩张阶段。**结论：公司是经销商中“小而美”的典型。**

永达汽车 (3669.HK)：公司主要代理豪华品牌（65.0%）；存货周转天数呈现下降趋势，2019 年吸收率为 137%，表现尚可。2019 年 ROE 为 15.6%，较中升和美东差距较大，主要依赖于高杠杠（权益乘数 3.5），净利率（2.3%）和周转率（1.9）均较低。成长性方面，公司门店规模处于中等水平，2017-2019 年的门店扩张速度显著放缓。**结论：中等生，期待运营能力的提升。**

广汇汽车 (600297.SH)：公司是国内规模最大的经销商，收入规模多年位列百强经销商榜首。代理品牌覆盖豪华车、中高端合资品牌以及自主品牌，豪华车占比 29.3%；运营能力方面，公司存货周转天数呈上升趋势，2019 年为 45.1 天，远高于其他 3 家，吸收率表现较好（220%）；盈利能力方面，公司 ROE 仅为 6.9%，表现较差，源于净利率（1.5%）和周转率（1.2）极低，权益乘数为 3.8，是 4 家经销商中最高的。**结论：品牌结构相对较差，运营能力有待提高，导致公司“大而不强”。**

图表 30：重要经销商对照（截至 2019 年底）

	中升控股	美东汽车	永达汽车	广汇汽车
品牌结构	豪华车占比 57.8%，日系占比 36.9%，雷克萨斯 44 个，丰田 89 个，奔驰 52 个，奥迪 29 个，宝马 19 个	豪华车占比 77.6%，日系车占比 44.8%，保时捷 6 个，宝马（含 mini）24 个，雷克萨斯 4 个	豪华门店占比 65.0%，保时捷 17 个，宝马 55 个，奔驰 3 个，奥迪 10 个	豪华车占比 29.3%
运营能力	存货周转天数稳定在较低水平，2019 年 33.3 天；吸收率 169%	存货周转天数逐年下降，2019 年 16.9 天；吸收率 190%	存周周转天数呈下降趋势，2019 年 36.3 天；吸收率 137%	存周周转天数呈上升，2019 年 45.1 天；吸收率 220%，表现较好
盈利能力	ROE 为 22.5%，表现较好，主要来源于较高的净利率（3.5%）和周转率（2.1）	ROE 为 35.6%，表现优秀，主要来源于较高的净利率（3.4%）和周转率（3.2）	ROE 为 15.6%，表现一般，净利率（2.3%）和周转率（1.9）一般，权益乘数较高 3.5	ROE 为 6.9%，表现较差，净利率（1.5%）和周转率（1.2），权益乘数较高（3.8）
成长性	门店规模较大，稳健扩张	门店规模较小，目前仍处在快速扩张状态	门店规模适中，2017-2019 年扩张速度显著放缓	门店规模极大，扩大趋缓

数据来源：公司公告，Wind，华福证券研究所

图表 31：重要经销商门店结构（个）

	中升控股	美东汽车	永达汽车	广汇汽车
保时捷		6	17	
奔驰	52		3	30
宝马	19	24	55	41
奥迪	29	1	10	34
雷克萨斯	44	14	2	
捷豹路虎	17		15	30
沃尔沃	19		14	25
凯迪拉克			7	
丰田	89	12		
本田	22			
日产	31			
其他	38	1	60	622
合计	360	58	183	782
豪华门店占比	77.6%	57.8%	65.0%	29.3%
日系占比	36.9%	44.8%		

数据来源：公司公告，华福证券研究所

六、风险提示

新车销售不及预期；整车厂直营模式颠覆经销商；新能源汽车加速渗透，售后市场规模超预期缩减；途虎等互联网后市场玩家的竞争。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

类别	说明	评级	体系
股票 投资评级	以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	强烈推荐	公司股价涨幅超基准指数 15%以上
		审慎推荐	公司股价涨幅超基准指数 5-15%之间
		中性	公司股价变动幅度相对于基准指数介于±5%之间
		回避	公司股价表现弱于基准指数 5%以上
行业 投资评级	以报告日起 6 个月内，行业指数相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
		中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
		回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区陆家嘴环路 1088 号招商银行上海大厦 18 层

机构销售：金灿灿

联系电话：021-20657884

联系邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn