

汽车经销商存量业务风景更美

——“不一样的财报解读”系列之2019年中报

2019年09月06日

看好/维持

汽车

行业报告

分析师	陆洲 电话：010-66554142 邮箱：luzhou@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480517080001
研究助理	刘一鸣 电话：021-25102862 邮箱：liu_ym@dxzq.net.cn	
研究助理	朱雨时 电话：010-66554030 邮箱：zhuysh@dxzq.net.cn	

投资摘要：

汽车零售额 2019 年上半年逆市出现了小幅增长，我们认为主要是由于豪车、进口车销量坚挺。此外汽车售后业务受益于存量持续增长。港股汽车零售板块 2019 年上半年营收增长，净利润大幅下滑。板块内 18 家上市公司营收 1,564 亿元，同比增长 9.6%；实现净利润 30.6 亿元，同比反而下降 34%。其主要原因在于从 2018 年下半年起，乘用车销量下滑导致经销商让利去库存导致毛利率大幅下跌。汽车市场分化明显，豪华品牌增速稳定。上半年 20 家豪华汽车品牌零售合计量约为 154.2 万辆，同比增长 16.9%。由于豪华销售和售后的带动，汽车经销商的盈利能力表现出了更强的韧性。

经销商市场集中度很低，2018 年 CR100 仅为 40%左右，份额仍在向头部集中。与美国头部汽车经销商相比，中国头部经销商的营收体量相近，但毛利率远低于美国同行。随着乘用车行业进入低增长阶段，我们认为头部净销量有望借机继续扩大规模，增大规模优势。

存量业务——售后维修及服务逐渐成为了经销商毛利的主要来源。随着新车销量增长的放缓，我们认为未来存量业务对经销的重要性还将继续提升。存量业务的毛利率在 45%-50%区间，远高于新车销售，且豪华车的售后维修毛利率显著高于非豪华车型。目前经销商加码新车业务，也是充分考虑到为未来存量业务的导流。考虑到豪华品牌新车销量依然保持良好增速，头部经销商销量中豪华品牌占比均较高，我们认为头部经销商未来将从存量业务中获益更多。

多数美国经销商是以新车销售、二手车销售、售后维修和服务以及金融保险代理四大板块而开展业务，存量业务占比更大，布局更加均匀。随着国内存量市场的重要性逐渐提升，我们认为国内头部经销商的利润结构有望向美国同行趋近。

风险提示：

国内乘用车消费不及预期。

目 录

1. 汽车零售板块——豪车及售后力保板块增长，向下弹性较低	3
2. 低集中度市场，头部企业未到天花板	4
3. 存量业务——售后渐成主角	6
4. 美国经销商——经营更加多元化	8
5. 风险提示	10

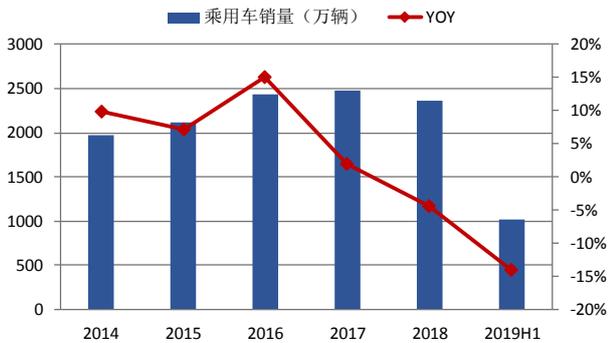
插图目录

图 1：乘用车销量表现	3
图 2：汽车社零表现	3
图 3：国内豪华车销量及同比增速	3
图 4：2018 年经销商豪华车销量占比	3
图 5：汽车零售板块与其他板块营收增速比较	4
图 6：汽车零售板块与其他板块净利润增速比较	4
图 7：汽车零售板块与其他板块毛利增速变化	4
图 8：汽车零售板块与其他板块 EBIT 增速比较	4
图 9：汽车销量 CR100	4
图 10：汽车销量 CR10	4
图 11：汽车营收 CR100	5
图 12：汽车营收 CR10	5
图 13：营收构成情况	7
图 14：毛利构成情况	7
图 15：新车销售毛利率变动	7
图 16：售后维修或服务毛利率变动	7
图 17：6 家公司售后维修或服务合计营收、毛利情况	7
图 18：美国汽车销售量	8
图 19：美国新车、二手车销售额	8
图 20：美经销商营收构成	9
图 21：美经销商毛利构成	9
图 22：美汽车经销商各项业务毛利率变动	9

1. 汽车零售板块——豪车及售后力保板块增长，向下弹性较低

2019年上半年，国内乘用车市场总体依旧呈现下行趋势。上半年乘用车销量约为1,012.2万辆，同比下降14%，延续了2018年以来的下滑趋势；而汽车零售额2019年上半年则逆市出现了小幅增长，我们认为主要是由于豪车、进口车销量坚挺。此外售后业务受益于存量持续增长。

图 1：乘用车销量表现



资料来源：中汽协,东兴证券研究所

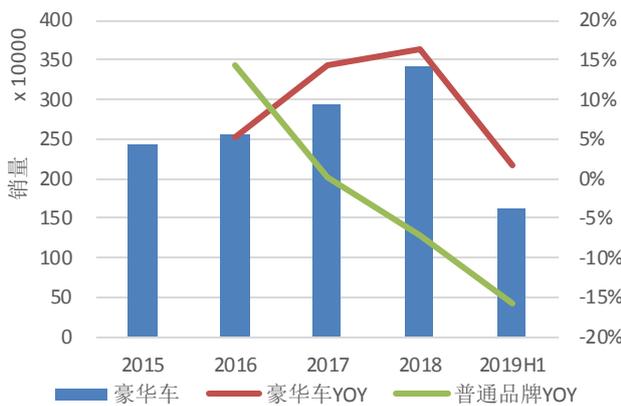
图 2：汽车社零表现



资料来源：国家统计局,东兴证券研究所

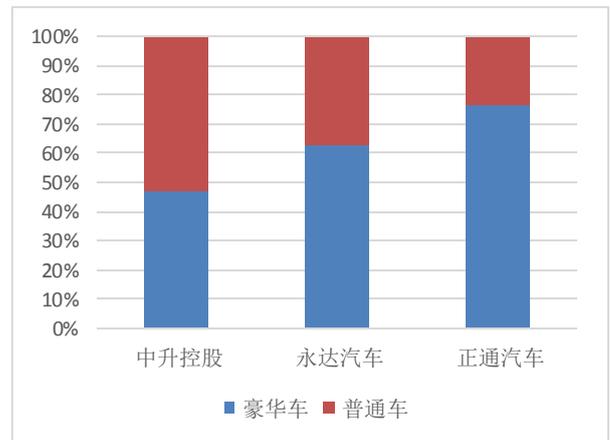
汽车市场分化明显，豪华品牌增速稳定。上半年20家豪华汽车品牌零售合计量约为154.2万辆，同比增长16.9%。经销商方面，销售豪华品牌所带来的收益占比也快速提升。以永达汽车为例，2019H1实现新车销售94,763辆，同比增长17.9%，其中豪华品牌车销量为60,981辆，占比为64.4%，同比增长24.2%；此外日系车和德系车也有较好的表现，所占市场份额均有提升。

图 3：国内豪华车销量及同比增速



资料来源：Marklines, 乘联会, 东兴证券研究所

图 4：2018年经销商豪华车销量占比



资料来源：Marklines, 乘联会, 东兴证券研究所

目前4S店模式是我国汽车销售的最为重要的渠道，我们选取港股WIND汽车零售板块作为采样对象，与申万乘用车制造板块，从营收增速、净利润增速、毛利增速和EBIT增速四个方面进行了对比。

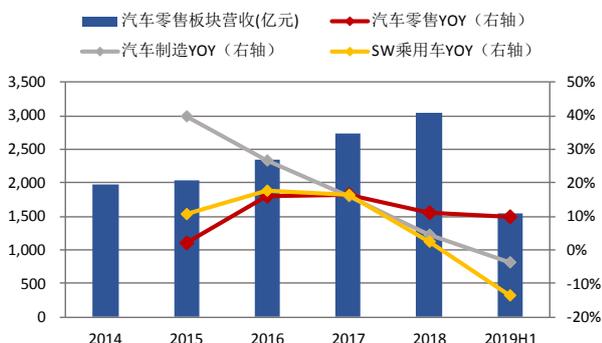
汽车零售板块2019年上半年营收增长，净利润大幅下滑。营收1,564亿元，同比增长9.6%；实现净利润30.6亿元，同比反而下降34%。其主要原因在于从2018年下半年起，乘用车销量下滑导致经销商让

利去库存导致毛利率大幅下跌，同时叠加了今年国五国六切换，国五汽车上半年集中清理库存进一步压缩了经销商的盈利空间，因此出现了营收增速和净利润增速的严重剪刀差。

汽车经销商的盈利能力表现出了更强的韧性。2019 年上半年，零售、制造和乘用车整体板块的各项收入指标依然处于下行区间，但汽车零售板块的四项指标的下降幅度相比其他 2 个板块明显的收窄，增速曲线趋于平缓。2019 年上半年汽车零售板块营收同比上升 9.6%，相比 2018 年增速下降约 1.5%，同期汽车制造和乘用车板块则由正转负，分别下降 8.5%和 16%，净利润、毛利和 EBIT 也类似。

值得注意的是，汽车零售板块的四项指标见顶时间基本都在 2017 年，收益变化趋势滞后于汽车制造板块。汽车制造板块指标及其增速基本都在 2016 年见顶，与全国汽车销量基本吻合。

图 5：汽车零售板块与其他板块营收增速比较



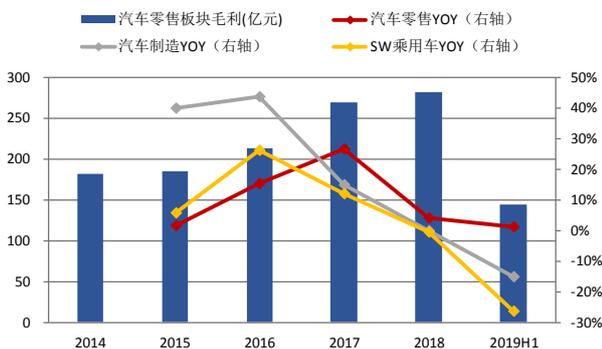
资料来源：wind, 东兴证券研究所

图 6：汽车零售板块与其他板块净利润增速比较



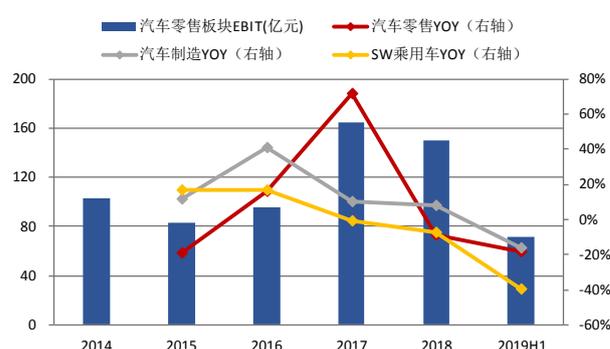
资料来源：wind, 东兴证券研究所

图 7：汽车零售板块与其他板块毛利增速变化



资料来源：中汽协, 东兴证券研究所

图 8：汽车零售板块与其他板块 EBIT 增速比较



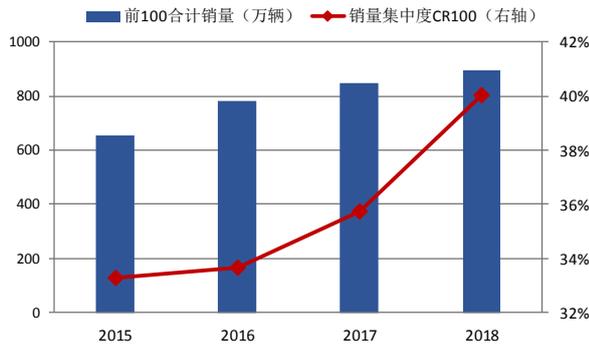
资料来源：国家统计局, 东兴证券研究所

2. 低集中度市场，头部企业未到天花板

经销商市场集中度很低，份额仍在向头部集中。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，排名前 10 的经销商所占份额也在稳步提升。

图 9：汽车销量 CR100

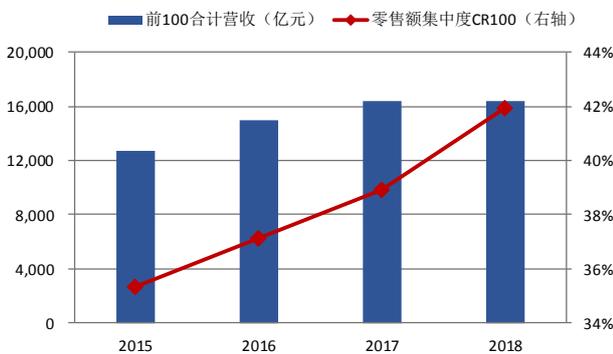
图 10：汽车销量 CR10



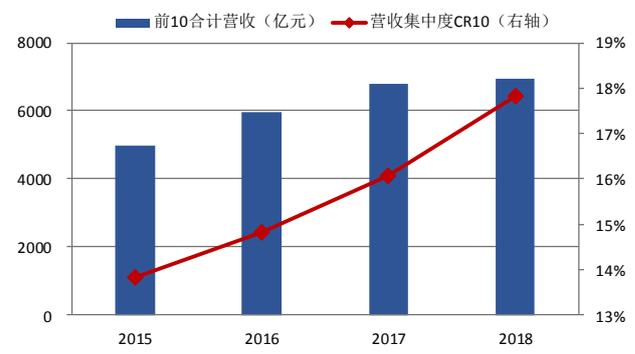
资料来源：中汽协,东兴证券研究所

图 11：汽车营收 CR100


资料来源：国家统计局,东兴证券研究所

图 12：汽车营收 CR10


资料来源：中汽协,东兴证券研究所



资料来源：国家统计局,东兴证券研究所

2018 年市场集中度的提升的幅度大于其他年份。 2018 年也正是我国乘用车产销量 28 年以来负增长，行业集中度提升迅速，行业龙头的市场地位也会越加凸显。在 4 个年份中都出现在前 10 榜单的上市经销商有广汇汽车、中升控股、永达汽车、国机汽车、庞大汽车、广汇宝信和大昌行集团。

表 1：中国前 10 汽车经销商（按营收）

排名	2015	2016	2017	2018
1	广汇汽车服务股份公司	广汇汽车服务股份公司	广汇汽车服务股份公司	广汇汽车服务集团股份公司
2	国机汽车股份有限公司	中升集团控股有限公司	中升集团控股有限公司	中升集团控股有限公司
3	中升集团控股有限公司	利星行汽车	利星行汽车	利星行汽车
4	庞大汽贸集团股份有限公司	庞大汽贸集团股份有限公司	庞大汽贸集团股份有限公司	上海永达控股（集团）有限公司
5	利星行汽车	上海永达控股（集团）有限公司	上海永达控股（集团）有限公司	恒信汽车集团股份有限公司
6	上海永达控股（集团）有限公司	国机汽车股份有限公司	恒信汽车集团股份有限公司	大昌行集团有限公司
7	恒信汽车集团股份有限公司	恒信汽车集团股份有限公司	国机汽车股份有限公司	国机汽车股份有限公司
8	广物汽贸股份有限公司	大昌行集团有限公司	大昌行集团有限公司	浙江物产元通汽车集团有限公司

9	中国正通汽车服务控股有限公司	浙江物产元通汽车集团有限公司	浙江物产元通汽车集团有限公司	庞大汽贸集团股份有限公司
10	宝信汽车集团	中国正通汽车服务控股有限公司	江苏万帮金之星车业投资有限公司	江苏万帮金之星车业投资集团有限公司

资料来源：中国汽车流通协会、东兴证券研究所

我们选取其中市值在 50 亿元以上并且发展较为稳定的广汇汽车、中升控股、国机汽车、永达汽车、美东汽车和正通汽车，进一步研究这几年来其业务结构变化和盈利情况。2019 上半年 6 家公司在营收方面除正通汽车有所下降外均维持了增长，其中国机汽车增长最多达 37.6%；毛利方面呈现出 3 家增长 3 家下跌的局面，美东汽车大幅增长 45.6%，而国机汽车下降 26.4%；净利润方面美东汽车增长最多达 49.6%，而广汇汽车和整通汽车分别下跌-28.4%和-33.6%。

表 2：2019H1 汽车经销商财务数据

上市公司	营业收入（亿元）	YOY	毛利（亿元）	YOY	净利润（亿元）	YOY
中升控股	574.12	16.49%	51.98	9.12%	20.82	13.29%
广汇汽车	807.10	3.28%	81.24	-2.38%	15.10	-28.42%
国机汽车	266.98	37.61%	9.00	-26.35%	4.09	7.14%
永达汽车	296.31	16.78%	27.57	7.56%	7.34	1.49%
美东汽车	68.96	0.57%	6.91	45.62%	2.36	49.60%
正通汽车	178.05	-6.69%	17.87	-12.84%	4.71	-33.64%

资料来源：wind、东兴证券研究所

与美国头部汽车经销商相比，中国头部经销商的营收体量相近，毛利率远低于美国同行。随着乘用车行业进入低增长阶段，我们认为头部净销量有望借机继续扩大规模，增大规模优势。

表 3：中美头部汽车经销商对比

	2018 年平均主营收入 /人民币亿元	2018 年平均毛利率
美国	855	15.3%
中国	932	8.7%

资料来源：wind、东兴证券研究所

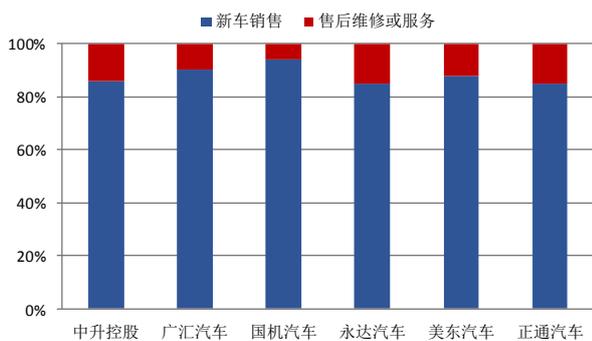
营收方面，2018 年中国前 4 大汽车经销商比美国前 4 大平均高 10%左右。考虑到中国乘用车市场已经是美国对应市场（乘用车加皮卡）的 1.37 倍，我们认为中国头部经销商的体量还有提升空间。

毛利率方面，中国前 4 大汽车经销商平均仅为 8.7%，与美国同行差距巨大。我们认为差距主要来自于：1) 售后业务占比；2) 新车毛利率。

3. 存量业务——售后渐成主角

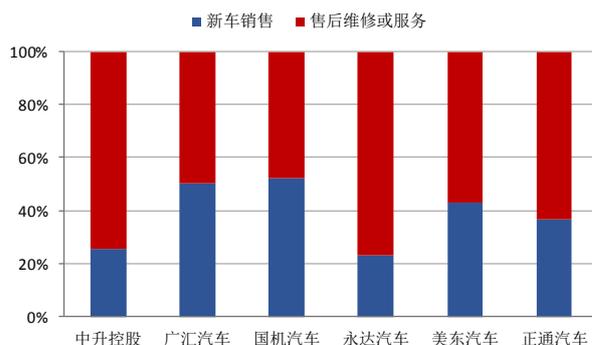
售后业务逐渐成为了经销商毛利的主要来源。随着新车销量增长的放缓，我们认为未来售后业务对经销的重要性还将继续提升。目前6家头部公司营收仍以新车为主，售后维修或服务占比均不超过20%；但在毛利构成方面，售后维修或服务的占比基本都在50%以上，因为售后服务的毛利率远高于新车销售。

图 13：营收构成情况



资料来源：wind, 东兴证券研究所

图 14：毛利构成情况

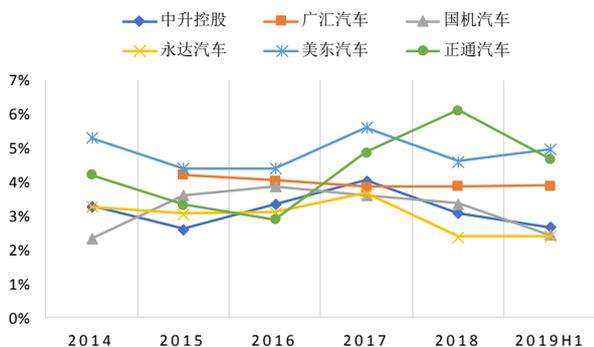


资料来源：wind, 东兴证券研究所

6家经销商2014年到2019年H1新车销售的毛利率基本在2%至6%之间波动，高低水平会根据品牌结构、管理能力和市场整体表现等多种因素发生变动。2019H1因整体需求疲软和国五国六切换，导致大部分经销商都采取了让利清库存的策略，导致新车销售毛利率再次下降。

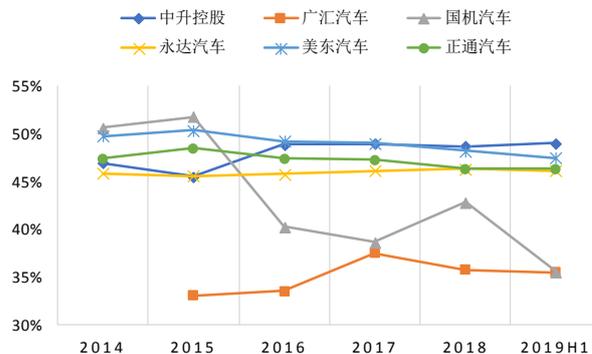
售后维修或服务业务的毛利率则基本都维持在45%至50%的区间范围内，并且豪华车的售后维修毛利率显著高于非豪华车型。其中广汇汽车因品牌数量较多，非豪华车型占比更多，导致毛利率水平整体低于其他经销商，国机汽车则是因汽车服务细分业务种类较多，包含了运输，仓储等业务，导致毛利率水平波动较大。并且可以发现除国机汽车和广汇汽车外，其余经销商的毛利率波动较小，比较十分稳定，基本上未收到乘用车市场需求变动的影响。

图 15：新车销售毛利率变动



资料来源：wind, 东兴证券研究所

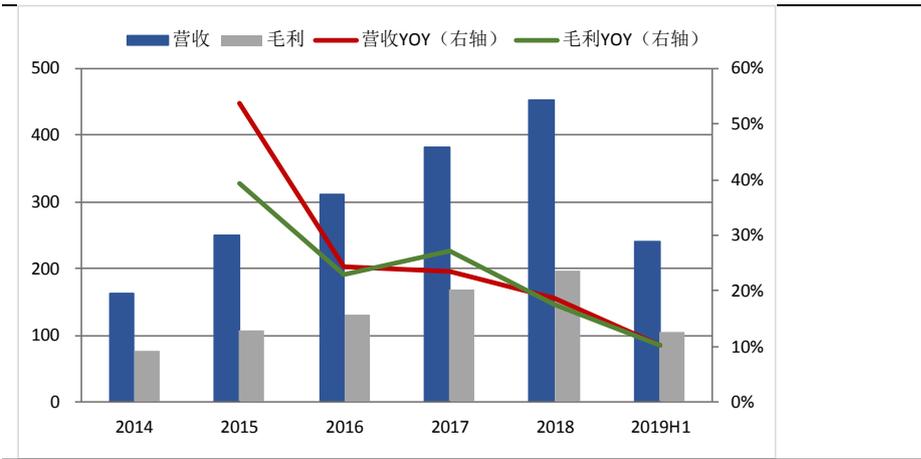
图 16：售后维修或服务毛利率变动



资料来源：wind, 东兴证券研究所

未来我国经销商在新车销售方面的收入占比将有所下降，毛利率更高的售后维修业务所占份额将持续提升，盈利性强的业务占比提升能够有效对冲掉部分因新车销售下降导致的收入下降。

图 17：6家公司售后维修或服务合计营收、毛利情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

考虑到豪华品牌新车销量依然保持良好增速，头部经销商销量中豪华品牌占比均较高，我们认为头部经销商未来将从存量业务中获益更多。

4. 美国经销商——经营更加多元化

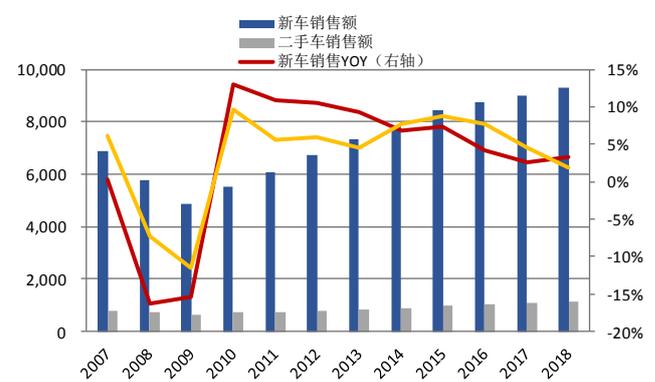
美国汽车经销商在汽车市场上的盈利手段和方式更显多元化。目前与我国相比有以下区别：汽车整体市场销量同比负增长已是常态；二手车市场足够成熟；新车和二手车的销售额基本没有较大增长空间。

图 18: 美国汽车销售量



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 19: 美国新车、二手车销售额



资料来源: wind, 东兴证券研究所

美国新车和二手车销售额方面，除 2008 金融危机时期大幅下降外，其余时间基本保持了低速增长。在经济复苏和高速发展时期（2010-2013, 2018），新车销售额增速大于二手车销售额增速，但进入经济低速发展的低速时期（2014-2017）二手车的销售额增速大于新车。

我们选择了 4 家规模最大的上市企业作为研究对象。分别为全美汽车租赁 (AN.N)，索尼克汽车 (SAH.N)，阿斯伯里汽车集团 (ABG.N) 和汽车一组 (GPI.N)。

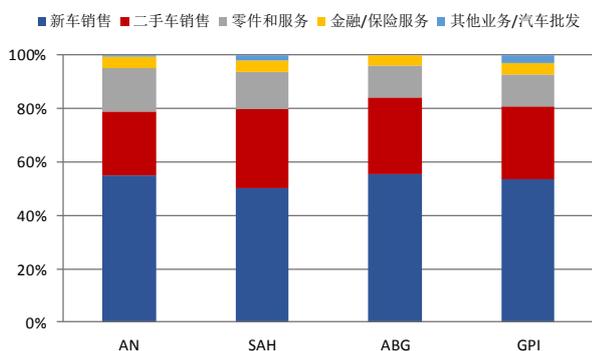
表 4：美国前四大汽车经销商

股票代码	公司名称	总市值 (亿美元)	2018 年营收 (亿美元)	2018 年净利润(亿美元)
AN.N	全美汽车租赁	42.79	214.13	3.96
SAH.N	索尼克汽车	11.83	99.52	0.52
ABG.N	阿斯伯里汽车集团	18.44	68.74	1.68
GPI.N	汽车一组	13.92	116.01	1.58

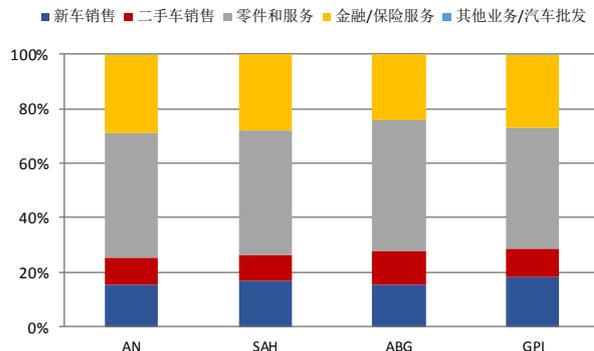
资料来源：wind、东兴证券研究所

多数美国经销商是以新车销售、二手车销售、售后维修和服务以及金融保险代理四大板块而开展业务，存量业务占比更大，布局更加均匀。虽然我国的头部汽车经销商近年来也大力发展二手车业务、金融保险代理等业务，但受制于消费文化和市场成熟度的影响，新车销售收入还是占据了总收入的 80% 以上，和售后维修合计占比接近 100%，其他业务的营收占比更像是“锦上添花”，单纯的为了新车销售而配套存在。

统计的四家美国经销商在营收方面的构成情况，新车销售所占比例在 50% (SAH) -55% (AN) 左右；占比第二高的产业为二手车销售，区间为 24% (AN) -30% (SAH)；第三则是零件和服务（售后维修方面），营收所占比例约为 12% (ABG) -16% (AN)；再次是金融/保险服务，占比基本都在 4% 左右；最后的汽车批发业务和其他业务占比不超过 4%。可以发现美国经销商整体的汽车销售（新车销售+二手车销售+二手车批发）方面在营收中的占比还不到我国新车销售一项在营收中所占的比例。

图 20：美经销商营收构成


资料来源：wind, 东兴证券研究所

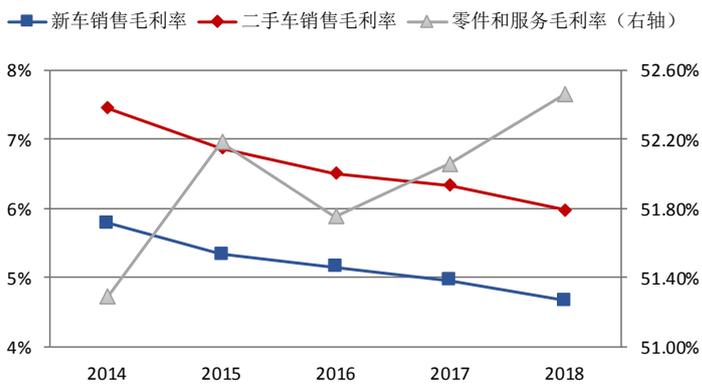
图 21：美经销商毛利构成


资料来源：wind, 东兴证券研究所

而从毛利结构的构成情况看，新车销售毛利占比均不到 20%；零件和服务（售后维修）占比基本都在 45%；金融和保险业务毛利占比区间为 24% (ABG) -29% (AN)；其他业务和批发占毛利占比基本可忽略不计。总体来看，与我国经销商最大的区别在于新车销售毛利占比进一步下降至 20% 以下；二手车销售毛利占比达到 1/10；售后维修毛利占比也有所下降，不足整体的一半；而金融保险类业务的占比接近 1/4。

在美国市场，以售后零部件和服务为代表的存量业务对新车销量弹性不大。即使在汽车销量整体下滑、新车二手车毛利率下降的情况下，零件和服务的毛利率还是相当稳定，甚至还有继续上升的趋势。

图 22：美汽车经销商各项业务毛利率变动



资料来源：wind, 东兴证券研究所

5. 风险提示：

国内乘用车消费不及预期。

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017 年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

刘一鸣

清华大学学士，美国达特茅斯学院硕士，CFA 持证人，7 年国内外汽车零部件行业研发、管理经验。2018 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

朱雨时

电子科技大学学士，中央财经大学硕士，2019 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。