



Company Report: Autohome-S (02518 HK)

中文版

Teddy Lin 林荣叶

(852) 2509 5409

公司报告: 汽车之家-S (02518 HK)

Chinese version

rongye.lin@gtjas.com.hk

29 February 2024

赋能汽车行业新零售生态，领航新能源持续发展之道

- 我们维持“买入”的投资评级，并上调目标价至 **67.08 港元**，相当于 **14.5 倍的 2024 年市盈率**。汽车之家 2023 年收入同比增长 3.5% 至人民币 71.8 亿元，股东净利润同比增长 4% 至人民币 18.8 亿元，符合我们此前的预期。公司在 2023 年底共回购了价值 2 亿美元的股份。鉴于市场的不确定性，我们小幅下调 2024-2025 年收入预测约 2.7%，但因为运营支出的预期也有所下调，整体而言维持净利润预期基本不变，我们预计 2024-2026 年的每股盈利分别为人民币 4.19 元、人民币 4.52 元和人民币 4.82 元。
- 汽车批发销量反映了国内需求的扩大。根据乘联会的统计数据，2023 年中国乘用车销量增长 22%，其中第四季度环比增长 19.6%，表明国内需求强劲。以目前的成本控制能力，800V 快充新能源汽车的售价有望下降到人民币 20 万元的水平，这可能会促进 2024 年中国汽车销量的增长。
- 汽车之家正在利用数据和技术驱动型产品提升正迅猛发展的二手车市场。其“一站式查车价”服务每月使用量超 100 万次，提供了全行业的全面价格数据，而“销冠神器”则提高了超 1 万家汽车经销商的客户参与度。此外，汽车之家还推出二手车版“车商汇”，通过云平台为经销商提供综合信息管理服务，目前汽车之家已覆盖超 2 万家汽车经销商。
- 汽车之家面临着行业的不确定性，但其增长举措及慷慨的派息政策展现出公司的发展潜力。汽车之家在 2023 年派发了每股 ADS 0.58 美元和 1.15 美元的可观股息。此外，汽车之家宣布计划 2024 年至 2026 年每半年持续派息一次，确保每年至少派息人民币 15 亿元。
- 主要风险： 1) 中国汽车销量低于预期； 2) 同业竞争激烈； 3) 宏观经济放缓。

Rating:

Buy

Maintained

评级:

买入 (维持)

6-18m TP 目标价:

HK\$67.08

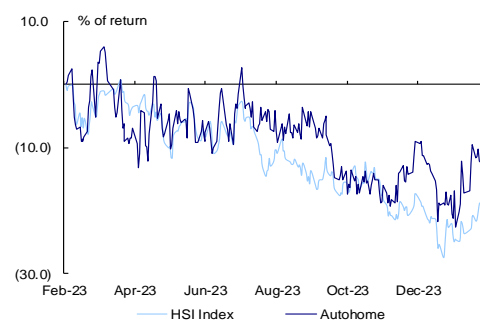
HK\$73.73

Share price 股价:

HK\$50.900

Stock performance

股价表现



Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

Change in Share Price	1 M	3 M	1 Y
股价变动	1 个月	3 个月	1 年
Abs. % 绝对变动 %	9.1	1.3	(15.6)
Rel. % to HS Index 相对恒指变动 %	3.0	4.9	1.4
Avg. share price (HK\$) 平均股价 (港元)	50.27	50.09	53.86

Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

Year End	Turnover	Net Profit	EPS	EPS	PER	BPS	PBR	DPS	Yield	ROE
年结	收入	股东净利	每股净利	每股净利变动	市盈率	每股净资产	市净率	每股股息	股息率	净资产收益率
12/31	(RMB m)	(RMB m)	(RMB)	(Δ %)	(x)	(RMB)	(x)	(RMB)	(%)	(%)
2022A	6,941	1,855	3.620	(15.8)	12.7	50.262	0.9	1.000	2.2	7.6
2023A	7,184	1,935	3.837	6.0	12.3	51.379	0.9	3.062	6.5	7.7
2024F	7,424	2,093	4.273	11.4	11.2	53.072	0.9	3.065	6.4	8.2
2025F	7,735	2,231	4.548	6.4	10.5	53.351	0.9	3.063	6.4	8.6
2026F	7,949	2,357	4.798	5.5	9.9	53.901	0.9	3.066	6.4	9.0
Shares in issue (m) 总股数 (m)			492.9		Major shareholder 大股东				Ping An Insurance	44.1%
Market cap. (HK\$ m) 市值 (HK\$ m)			25,088.6		Free float (%) 自由流通比率 (%)					55.9%
3 month average vol. 3 个月平均成交股数 ('000)			7.8		FY24 Net gearing (%) FY24 净负债/股东资金 (%)					Net cash
52 Weeks high/low (HK\$) 52 周高/低 (HK\$)			66.100 / 45.800		FY24 Est. NAV (HK\$) FY24 每股估值 (港元)					70.4

Source: the Company, Guotai Junan International.

表-1: 预测调整

人民币 百万元	前预测			新预测			变动		
	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
收入	7,632	7,940	n.a.	7,424	7,735	7,949	(2.7%)	(2.6%)	n.a.
营业成本	(1,357)	(1,355)	n.a.	(1,383)	(1,408)	(1,432)	2.0%	3.9%	n.a.
毛利	6,275	6,585	n.a.	6,041	6,327	6,517	(3.7%)	(3.9%)	n.a.
经营利润	1,216	1,400	n.a.	1,201	1,362	1,493	(1.2%)	(2.7%)	n.a.
净利润	2,069	2,256	n.a.	2,082	2,247	2,400	0.6%	(0.4%)	n.a.
每股盈利 (人民币)	4.194	4.565	n.a.	4.236	4.565	4.872	1.0%	(0.0%)	n.a.

资料来源: 公司、国泰君安国际。

表-2: 同业估值—中国互联网内容与信息服务及电商公司

公司名称	股票代码	货币	收市价	市销率			市盈率			市净率	ROE	市值 百万港元
				24F	25F	26F	24F	25F	26F			
中国互联网内容与信息服务及电商公司												
阿里巴巴	BABA US	USD	74.59	1.5	1.3	1.2	8.6	8.5	7.5	1.3	11.4	1,485,157
京东	JD US	USD	22.81	0.2	0.2	0.2	7.7	6.6	5.8	1.0	11.1	280,618
百度	BIDU US	USD	103.31	1.8	1.7	1.6	9.7	9.0	7.6	1.0	8.5	282,737
汽车之家	ATHM US	USD	26.31	3.1	3.0	2.9	11.7	11.1	10.2	0.9	7.4	25,380
微博	9898 HK	HKD	72.80	1.2	1.1	n.a.	4.2	3.9	n.a.	0.5	11.1	17,662
汇通达网络	9878 HK	HKD	28.10	0.1	0.1	n.a.	21.4	16.7	n.a.	1.5	7.0	15,808
移卡	9923 HK	HKD	12.62	0.9	0.8	0.7	10.1	7.8	n.a.	1.5	13.4	5,467
简单平均				1.3	1.2	1.3	10.5	9.1	7.8	1.1	10.0	
加权平均				1.3	1.2	1.2	8.7	8.4	7.3	1.2	10.9	

资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

注: 以上估值和投资收益率基于彭博一致预期。市值和收市价截至 2024年2月29日。

表-3: 同业估值—美股上市的汽车销售及服务相关公司

公司名称	股票代码	货币	收市价	市销率			市盈率			市净率	ROE	市值 百万港元
				24F	25F	26F	24F	25F	26F			
美股上市的汽车销售及服务相关公司												
Carmax	KMX US	USD	76.71	0.5	0.4	0.4	25.5	22.0	17.8	2.3	7.9	94,834
Penske Automotive	PAG US	USD	151.34	0.3	0.3	0.3	10.6	10.4	9.9	2.0	19.0	79,366
Lithia Motors	LAD US	USD	290.49	0.2	0.2	0.2	8.2	7.1	6.2	1.2	14.6	62,607
Autonation	AN US	USD	144.42	0.2	0.2	0.2	7.6	7.2	6.3	2.2	32.5	47,101
Asbury Automotive	ABG US	USD	208.29	0.2	0.2	0.2	6.5	6.3	5.6	1.0	16.8	33,553
Driven Brands	DRVN US	USD	13.56	0.9	0.8	0.8	13.3	10.2	8.7	2.1	16.0	17,406
Group 1 Automotive	GPI US	USD	261.70	0.2	0.2	0.2	6.7	6.5	6.1	1.2	17.9	28,038
Rush Enterprises	RUSHB US	USD	50.23	0.5	0.5	n.a.	16.1	14.4	n.a.	n.a.	n.a.	29,478
Rush Enterprises	RUSHA US	USD	47.85	0.5	0.5	n.a.	15.4	13.7	n.a.	n.a.	n.a.	29,478
Camping World	CWH US	USD	26.39	0.3	0.3	n.a.	22.0	13.2	10.0	8.0	33.9	17,465
Cargurus	CARG US	USD	21.85	2.5	2.3	2.1	17.5	14.4	12.2	3.4	17.9	18,378
Sonic Automotive	SAH US	USD	51.24	0.1	0.1	0.1	8.3	7.4	5.4	2.0	20.4	13,631
Openlane	KAR US	USD	15.04	1.0	0.9	n.a.	18.7	15.1	n.a.	1.2	n.a.	12,721
Cars.Com	CARS US	USD	18.15	1.6	1.5	1.5	13.8	10.9	14.2	2.2	20.1	9,337
America'S Car	CRMT US	USD	66.88	0.3	0.3	n.a.	n.a.	12.5	n.a.	0.9	n.a.	3,347
简单平均				0.6	0.6	0.6	13.6	11.4	9.3	2.3	19.7	
加权平均				0.5	0.4	0.4	13.9	12.1	10.1	2.1	17.6	

资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

注: 以上估值和投资收益率基于彭博一致预期。市值和收市价截至 2024年2月29日。

财务报表及比率

损益表					
Year ended 31 December (RMB mn)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Total Revenue	6,941	7,184	7,424	7,735	7,949
Cost of revenue	(1,235)	(1,412)	(1,383)	(1,408)	(1,432)
Gross profit	5,706	5,772	6,041	6,327	6,517
Selling and marketing expenses	(2,866)	(3,012)	(2,970)	(3,077)	(3,145)
Administrative expenses	(502)	(538)	(495)	(498)	(494)
R&D expenses	(1,417)	(1,348)	(1,332)	(1,346)	(1,340)
Operating profit	920	873	1,243	1,406	1,538
Interest income — net	565	831	706	713	725
Other income	278	293	299	305	311
Profit before tax	1,763	1,998	2,248	2,424	2,574
Income tax	62	(72)	(155)	(193)	(218)
Profit After Tax	1,825	1,925	2,093	2,231	2,357
Non-controlling Interest	31	10	0	0	0
Shareholders' Profit / Loss	1,855	1,935	2,093	2,231	2,357
Basic EPS (RMB)	3.620	3.837	4.273	4.548	4.798

现金流量表					
Year ended 31 December (RMB mn)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Income from continuing operations	1,825	1,925	2,093	2,231	2,357
Depreciation of PPE	226	174	174	172	168
Amortization of intangible assets	79	76	74	74	11
Loss on disposal of PPE	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Provision for doubtful accounts	9	9	9	9	9
Change in investment value	287	0	0	0	0
Share-based compensation	169	168	166	165	162
Deferred income taxes	(148)	0	0	0	0
Change in working capital	120	528	(186)	(46)	(28)
Cash from operating activities	2,565	2,878	2,329	2,604	2,676
Change of PPE	(115)	(194)	(134)	(139)	(143)
Acquisition of intangible assets	(1)	(144)	(73)	(73)	(10)
Purchase of investments	(19,346)	727	0	0	0
Proceeds from maturity of instruments	16,352	0	0	0	0
Cash from investing activities	(3,109)	389	(207)	(212)	(153)
Payment for repurchase of common stock	(719)	(719)	(719)	(719)	(719)
Payment of dividends	(422)	(499)	(1,500)	(1,501)	(1,503)
Others	0	270	(132)	0	0
Cash from financing activities	(1,140)	(949)	(2,351)	(2,221)	(2,222)
Net changes in cash	(1,684)	2,318	(228)	171	301
Cash at beg of year	4,317	2,679	5,128	4,900	5,070
Effect of exchange rate changes	168	0	0	0	0
Cash at end of year	2,801	4,996	4,900	5,070	5,372

资料来源：公司、国泰君安国际。

资产负债表					
Year ended 31 December (RMB mn)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Property and equipment, net	255	201	236	204	179
Goodwill	4,220	4,144	4,144	4,144	4,144
Other non-current assets	815	961	961	961	961
Total non-current assets	5,291	5,306	5,341	5,308	5,284
Short-term investments	19,280	18,552	18,552	18,552	18,552
Restricted cash	9	132	0	0	0
Amounts due from a related party	50	16	16	16	16
Accounts receivable	1,928	1,472	2,257	2,351	2,416
Prepaid expenses	358	361	373	388	399
Cash & cash equivalents	2,801	4,996	4,900	5,070	5,372
Total current assets	24,425	25,530	26,098	26,379	26,756
Total Assets	29,716	30,836	31,439	31,687	32,040
Accrued expenses and other payables	2,537	2,932	2,932	2,932	2,932
Deferred revenue	1,147	802	1,416	1,476	1,524
Income tax payable of consolidated	251	227	235	245	251
Due to related parties	27	25	25	25	25
Advance from customers	96	105	103	105	107
Total Current Liabilities	4,059	5,075	4,848	4,921	4,977
Other liabilities	51	89	89	89	89
Deferred tax liabilities	518	498	498	498	498
Total Non-current Liabilities	569	587	587	587	587
Total Liabilities	4,627	5,662	5,435	5,508	5,564
Share capital	23,483	23,414	24,244	24,420	24,716
Mezzanine equity	1,606	1,759	1,759	1,759	1,759
Total Shareholders' Equity	25,089	25,173	26,003	26,179	26,475
Minority Interest	0	0	0	0	0
Total Equity	25,089	25,173	26,003	26,179	26,475

财务比率					
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Gross margin (%)	82.2	80.3	81.4	81.8	82.0
Cost to revenue (%)	17.8	19.7	18.6	18.2	18.0
Selling expense to revenue (%)	41.3	41.9	40.0	39.8	39.6
Admin expense to revenue (%)	7.2	7.5	6.7	6.4	6.2
R&D expense to revenue (%)	20.4	18.8	17.9	17.4	16.9
Operating profit margin (%)	13.3	12.2	16.7	18.2	19.4
Net margin (%)	26.7	26.9	28.2	28.8	29.6
ROE (%)	7.6	7.7	8.2	8.6	9.0
ROA (%)	6.3	6.4	6.7	7.1	7.4

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安与其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

©2024国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com