

美东汽车 (1268.HK) / 零售

证券研究报告/公司点评

2024 年 5 月 15 日

### 评级：增持（维持）

市场价格：2.79 港元

分析师：郑澄怀

执业证书编号：S0120521050001

电话：021-20315125

Email: zhengch@zts.com.cn

分析师：王旭晖

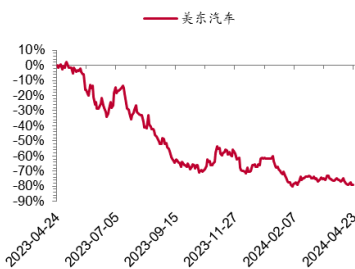
执业证书编号：S0740523110003

Email: wangxh06@zts.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	1346
流通股本(百万股)	1346
市价(港元)	2.79
市值(亿港元)	38
流通市值(亿港元)	38

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

- 业绩体现强周期性，稳健经营静待转机——美东汽车 2022 年年报点评 (2023.04.01)。
- 践行极致周转的“卖车人”——美东首次覆盖报告(2022.10.24)

### 公司盈利预测及估值

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	28,655	28,555	28,284	29,301	30,448
营业收入增速	22%	0%	-1%	4%	4%
归母净利润	556	156	295	983	1,672
净利润增长率	-55%	-73%	109%	233%	70%
摊薄每股收益(元)	0.41	0.01	0.23	0.76	1.30
净资产收益率	13%	3%	5%	15%	20%
市盈率	6.53	24.25	11.62	3.49	2.05
市净率	0.80	0.66	0.62	0.53	0.42

备注：股价选取日期为 2024 年 5 月 15 日

### 投资要点

- 事件：2023 年，宏观经济挑战叠加行业价格竞争，美东新车销售持续承压。但公司依然展现出了较强的经营韧性，零服吸收率达到 116.7%。β 下行是挑战也是机遇，公司凭借领先的 α 优势，有望在危机中生存下来甚至获得更好的成长。**
- 调整盈利预测，维持“增持”评级。**2023 年，宏观经济挑战导致客流减少和客户购买周期加长，新车销售的需求下降。其次，新能源汽车的频繁降价和快速迭代对传统燃油车品牌形成冲击，美东新车销售毛利率显著下滑。我们依然认为经销商行业未来在新能源汽车主导的市场上存在，但本轮变化持续的时长很难预测，我们调整 2024-2026 年美东汽车净利润预测为 2.95/9.83/16.72 亿元（此前预测 2024-2025 年为 10.26/13.54 亿元）。美东是汽车经销商行业库存周转最快的企业，高效稳健的运营有望使其转危为机，维持“增持”评级。
- 价格竞争持续，全年业绩持续承压。**美东汽车 2023 年实现净利润 1.56 亿元，同比下降 72%。新车毛利率持续下降，2023 年美东新车毛利率-0.6%，同比下降 4 个百分点，由正转负，低于我们预期。从趋势来看，新车销售毛利率仍在恶化，2023 年上半年，美东新车销售毛利率 0.2%，下半年毛利率环比下降 1.5 个百分点至-1.3%。强劲的售后业务表现对冲了部分新车销售毛利的下滑，公司全年售后服务毛利率 53.7%，同比提升 4.7 个百分点。
- 加快周转，降低费用。**公司依然是行业周转最快的公司，2023 年美东库存天数 12 天，与 2022 年持平。更快的周转速度可以保证公司现金流的稳定，更充实的现金储备可以帮助公司度过危机。截至 2023 年末，公司现金储备 24 亿元，2023 年全年经营性净现金流 8 亿元。费用端，2023 年公司主要费用占收入比重同比下降 0.1 个百分点至 6.7%。售后毛利的提升完全覆盖了公司主要费用，公司零服吸收率从 2022 年的 84.6% 上升至 2023 年的 116.7%。这意味着，公司即使一台车都不卖，依然可以保证生存并维持经营。
- 熬过黑夜，等待黎明。**汽车经销商的核心价值是为整车厂承担库存风险，在供大于求的市场环境中，整车厂从直营转向经销模式是大概率事件，但我们难以判断行业恢复的时间。美东是行业中库存周转最快的公司，极致的运营效率可以帮助公司维持更健康的现金流和资产负债表。汽车经销商是一个强周期性的行业，在下行周期中，经销商面临极大的运营风险，但在危机中存活下来的公司有望在行业上行周期中展现出强业绩弹性。
- 风险提示事件：行业价格战加剧风险，代理品牌衰弱风险，研报使用信息更新不及时的风险。**

**盈利预测表**

资产负债表						利润表					
单位:百万人民币						单位:百万人民币					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1,636	2,362	2,016	2,110	1,838	营业总收入	28,655	28,555	28,284	29,301	30,448
应收款项合计	1,560	1,518	1,503	1,557	1,618	主营业务收入	28,655	28,555	28,284	29,301	30,448
存货	1,069	960	1,168	995	1,177	其他营业收入	0	0	0	0	0
其他流动资产	910	972	1,059	1,351	1,848	营业总支出	-26,137	-26,477	-25,887	-26,308	-26,425
流动资产合计	5,888	6,373	6,513	7,461	9,087	营业成本	-26,137	-26,477	-25,887	-26,308	-26,425
固定资产净额	1,843	1,708	1,879	2,067	2,274	营业开支	0	0	0	0	0
权益性投资	39	36	33	29	26	营业利润	2,517	2,078	2,397	2,993	4,023
资产使用权	1,785	1,661	1,827	2,009	2,210	分销成本	-860	-764	-735	-762	-792
商誉及无形资产	4,482	4,238	4,238	4,238	4,238	行政开支	-811	-847	-849	-879	-913
土地使用权	-1	-1	0	0	1	融资成本	-275	-291	-283	-293	-304
递延税项资产	127	133	147	161	178	其他收益及其他净收入/亏损	267	249	220	315	340
其他非流动资产	75	71	71	71	71	权益性投资收益	25	20	25	30	35
非流动资产合计	8,351	7,848	8,194	8,576	8,997	除税前利润	864	384	739	1,404	2,388
资产总计	14,239	14,220	14,707	16,037	18,084	所得税	-308	-229	-443	-421	-717
应付账款及票据	3,193	2,907	2,880	2,983	3,100	净利润	556	156	295	983	1,672
短期借贷及长期借贷当期至	1,414	1,245	1,245	1,245	1,245	少数股东损益	35	16	3	10	17
其他流动负债	267	295	293	303	315	归属母公司净利润	521	140	292	973	1,655
流动负债合计	4,874	4,447	4,417	4,531	4,660	EPS (摊薄)	0.41	0.01	0.23	0.76	1.30
长期借贷	493	200	200	200	200						
其他非流动负债	2,164	2,081	2,202	2,335	2,482						
非流动负债合计	4,932	4,487	4,708	4,942	5,188						
负债总计	9,806	8,934	9,125	9,473	9,848						
夹层资本	0	0	0	0	0						
归属母公司所有者权益	4,275	5,152	5,442	6,405	8,043						
少数股东权益	159	134	140	159	193						
股东权益总计	4,434	5,286	5,582	6,564	8,236						
夹层、负债及股东权益总计	14,239	14,220	14,707	16,037	18,084						

现金流量表					
单位:百万人民币					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-595	955	97	515	444
净利润	521	140	292	973	1,655
其他非现金调整	-1,116	815	-195	-457	-1,211
投资活动现金流	-312	285	114	-38	-57
出售固定资产收到的现金	150	150	150	150	150
资本性支出	462	-135	36	188	207
融资活动现金流	5,102	-949	43	-144	-460
债务净增长	5,380	-871	191	347	375
股本增加	0	0	0	0	0
支付的股利合计	278	78	148	491	836

主要财务比率					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率	22%	0%	-1%	4%	4%
归属普通股净利润增长率	-55%	-73%	109%	233%	70%
获利能力					
毛利率	9%	7%	8%	10%	13%
净利率	2%	1%	1%	3%	5%
ROE	12.5%	2.9%	5.3%	15.0%	20.3%
ROA	3.9%	1.1%	2.0%	6.1%	9.2%
偿债能力					
资产负债率	68.9%	62.8%	62.0%	59.1%	54.5%
流动比率	1.2	1.4	1.5	1.6	2.0
速动比率	1.0	1.2	1.2	1.4	1.7
每股指标 (元)					
每股收益	0.41	0.01	0.23	0.76	1.30
每股经营现金流					
每股净资产	3.48	4.15	4.38	5.15	6.46
估值比率					
P/E	6.53	24.25	11.62	3.49	2.05
P/B	0.80	0.66	0.62	0.53	0.42

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。  
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。