

# 经销商经营分化、运营能力成关键

2020年09月18日



## 行业评级

汽车及零部件 中性（维持）

## 证券分析师

王德安 投资咨询资格编号：S1060511010006

曹群海 投资咨询资格编号：S1060518100001

## 研究助理

李鷄 一般证券从业资格编号：S1060119070028

邮箱：LIYA0157@PINGAN.COM.CN

## 要点总结

- **2020上半年经销商表现分化：**2020上半年经销商新车毛利率进一步下降至-3.5%。代理豪华品牌的相对更好，上市的7家主要代理高端和豪华品牌的经销商中，有5家营收与利润均下滑。

新车营收增速与新车毛利率差异性较大，受网点数量和单店收入变化影响。代理豪华/进口品牌的新车销量表现更优，各家网络布局进退有差异：并购以豪华、一线城市为主；退出弱势品牌或老店升级改造。

售后属存量业务，毛利率总体平稳，营收波动小于新车业务。金融代理业务与新车收入情况接近，中升控股金融渗透率提升明显。广汇汽车通过非车险业务获得了金融业务的逆势增长。

1H20二手车交易受疫情影响较大，同比下降20%为552万台，中升控股的二手车交易量同比增31%，估计是得益于丰田在推行丰田集团内部的旧车置换服务。

龙头经销商未来战略及策略：提升财务稳健度、库存及资金高周转、聚焦主力品牌、提高客户二次到店率及售后毛利率。

- **财务指标探索运营效率：**费用率方面主要经销商均有提升，财务费用体现经销商经营稳健度；存货周转极为关键，豪车经销商龙头2Q20周转天数显著降低。过去几年部分经销商库存周转在持续加快。筹资/经营净现金方面各家分化，体现疫情对不同经销商影响差异大。
- **下半年行业回暖、但保费改革对经销商提出了新的挑战。**下半年销量同比有望达到5%-10%。豪华品牌依然强劲，车险费改将减少经销店的保险代理收入，经销商需采取其他措施保持或提高保险代理的收入，如创新保险类别、增加续保和延保比例等。

## 要点总结

- **长期看，经销商机遇和挑战并存。**机遇方面，售后存量市场进一步扩大，二手车交易量、交易均价空间巨大。挑战方面，整车厂和第三方售后的出现、新能源汽车占比提升、厂家直销模式均有可能对传统汽车经销带来冲击
- **投资建议：**关注运营效率高、成本控制好、业务创新能力强的豪华车经销商：如中升控股、美东汽车、永达汽车。
- **风险提示：**1) 电动车渗透率提升，对售后需求降低；2) 第三方后市场蚕食传统经销商的份额；3) 豪华品牌销量不及预期；4) 二手车政策不及预期；5) 车险费改大幅降低经销商保险佣金收入。

## 目录 CONTENTS

- ① 经销商业务表现分化
- ② 财务数据探索运营效率
- ③ 经销商未来机遇和挑战并存
- ④ 投资建议和风险提示

## 样本选取：7家经销商上市公司

- ▶ 本报告选取7家上市经销商进行分析，分别是中升控股、美东汽车、永达汽车、广汇宝信、和谐汽车、正通汽车和广汇汽车。除了广汇汽车是A股上市的大型综合型经销集团之外，其他6家均是港股上市公司，且代理豪华品牌。
- ▶ 在网络布局方面，各经销商集团具有一定的差异，从营业收入看，上半年中升控股和广汇汽车超过了500亿元。

◎ 经销商主要代理品牌及营收 单位：亿元

公司名称	品牌战略	代理品牌	网络布局	2020H1营业总收入
中升控股	聚焦豪华及丰田品牌	奔驰、雷克萨斯, 宝马、雷克萨斯	重点布局全球一线、二线或省会城市。	596
美东汽车	聚焦豪华品牌	宝马、保时捷、雷克萨斯	东南部二三线城市为主	85
永达汽车	豪华/超豪华、领先的中高端品牌（合资品牌为主）	宝马、保时捷、奥迪、捷豹路虎	以长三角为中心，向华北、华中、西南和华南地区扩张	284
广汇宝信	豪华品牌为主，兼顾中高端品牌	宝马、捷豹路虎、玛莎拉蒂等	重点布局华北、长三角、陕西和四川等地区	151
和谐汽车	豪华品牌为主	宝马、雷克萨斯	战略性布局中西部城市	59
正通汽车	多元化品牌组合，专注豪华及超豪华品牌	宝马、奔驰、奥迪、保时捷、别克等	路虎、主要地区是广东、湖北、湖南和四川等	95
广汇汽车	主流品牌及豪华品牌	宝马、奔驰、奥迪、日系、德系、美系等	主要区域是华北、西北等	661

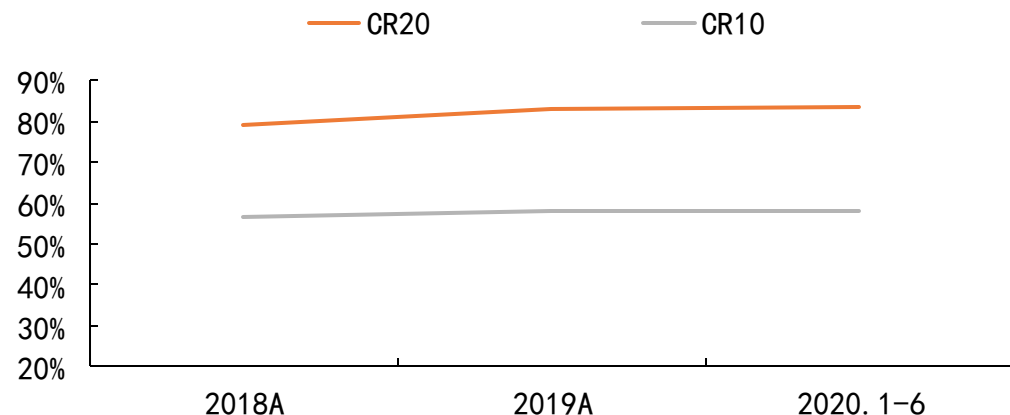
# 乘用车行业结构化复苏、厂家打法变化大

- 乘用车行业复苏的结构化差异大。10万元以下的车型销量普遍降幅较大。15-25万的豪华品牌销量增幅突出，自主品牌则表现较差，下滑超过30%，消费升级趋势延续。行业下行周期中，市场份额持续向头部厂商加速聚集，上半年前10厂商份额较2019年继续上升0.2个百分点，前20份额提升0.7个百分点，行业集中度进一步提升。
- 整车厂开始进行变革1) 组织架构扁平，作战单元打通。与C端直接接触，比如哈弗的大狗系列就是由消费者来命名；2) 转变思路，打造个性化产品来迎合新兴人群，建立更立体更丰富的产品梯队；3) 营销渠道变革，比如从单一的量化指标到追求更综合的考核体系，将消费者满意度看得更重要，考虑得更长远；4) 发力软件团队，在智能化方面招兵买马。据统计局数据，2020年1-8月汽车业投资额同比降幅近20%，但厂家的研发支出却只增不减，也显示未来的品牌竞争更体现于单车附加值的提升，传统的销量规模竞争弱化。

1H2020各价位段各品牌销量同比

	25万以上	15-25万	10-15万	10万以下	总体
豪华	-2.0%	26.0%	0.0%	0.0%	1.0%
合资	-30.0%	-12.0%	-14.0%	-55.0%	-21.0%
自主	0.0%	-32.0%	-18.0%	-40.0%	-31.0%
总体	-12.0%	-14.0%	-15.0%	-44.0%	-22.0%

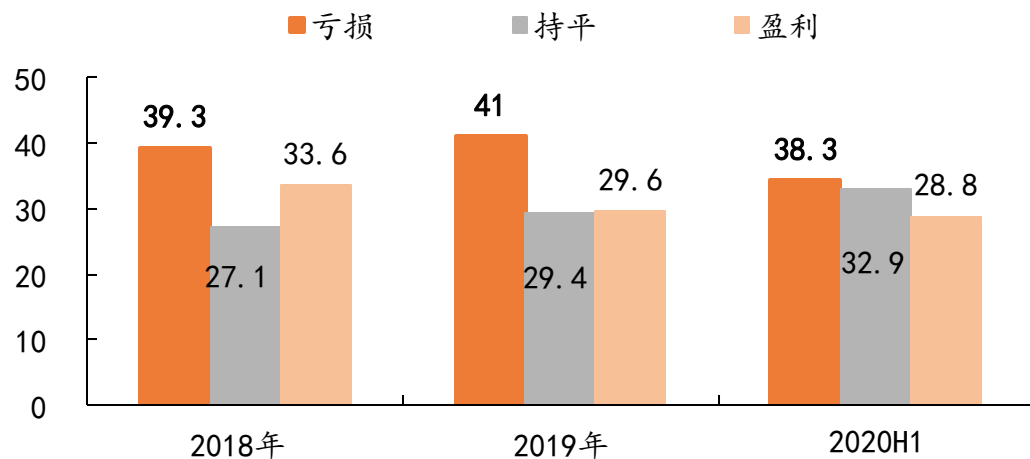
厂商集中度进一步提升



## 疫情之下，1H20经销商经营艰难

- **经销商亏损占比降低。**据汽车流通协会，1H20全国经销商亏损的占比为38.3%。疫情之下亏损占比略有改善的原因是厂家给经销商提供了帮扶政策来共同“抗疫”，取消或降低了部分月份的考核，帮助经销商度过困难时期。
- **新车毛利率降至-3.5%、价格倒挂普遍。**2020年上半年乘用车经销商总数为29773家，较2019年底的29968家减少了0.7%（新增824家、退出1019家）我们认为主要原因是受前两年汽车行业下行周期和今年疫情影响。亏损的经销商数量仍较多，部分现金流困难的店面难以为继。在经历了2019年新车毛利率首次为负的情况后，1H2020新车毛利率进一步下降。**83.7%的经销商出现价格倒挂，其中23.5%的经销商倒挂幅度超过15%。**

经销商盈利、亏损和持平数量占比 单位：%



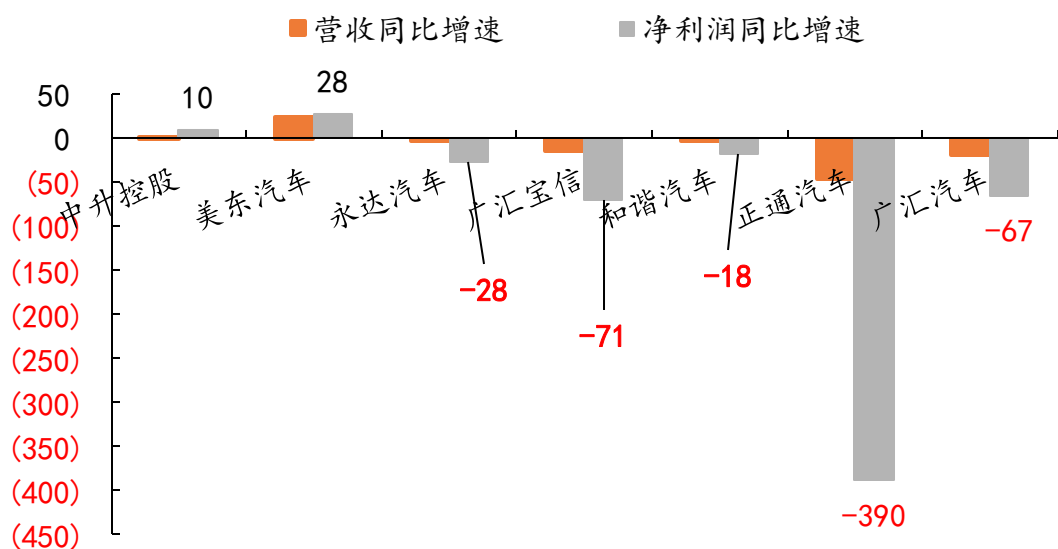
乘用车经销商网点数量 单位：个



## 豪华品牌经销商业绩仍有分化

► 上市的7家主要经销商中，只有中升控股和美东汽车实现了营收和利润的同比增长，其他5家均有不同程度的下滑，其中正通汽车亏损。在三大主要业务中，中升和美东在新车和售后业务均取得了同比正增长，而其他五家均同比负增长；金融代理业务方面，广汇汽车和广汇宝信也取得了正增长，主要原因是公司的“双保无忧”产品提高了保险费用的收入。

1H2020主要经销商营收和利润同比增速 单位：%



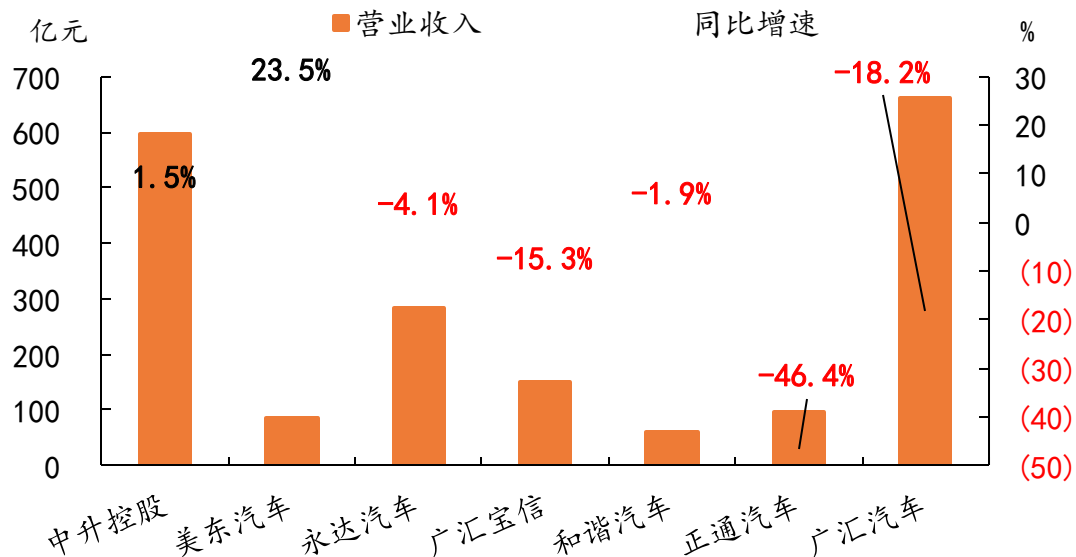
1H2020经销商分业务收入同比增速

	新车业务	售后业务	金融业务
中升控股	0.6%	6%	8%
美东汽车	24.4%	16%	/
永达汽车	-3.7%	-7%	-10%
广汇宝信	-15.2%	-21%	11%
和谐汽车	-0.5%	-14%	-6%
正通汽车	-52%	-27%	-29%
广汇汽车	-19.3%	-17%	5%

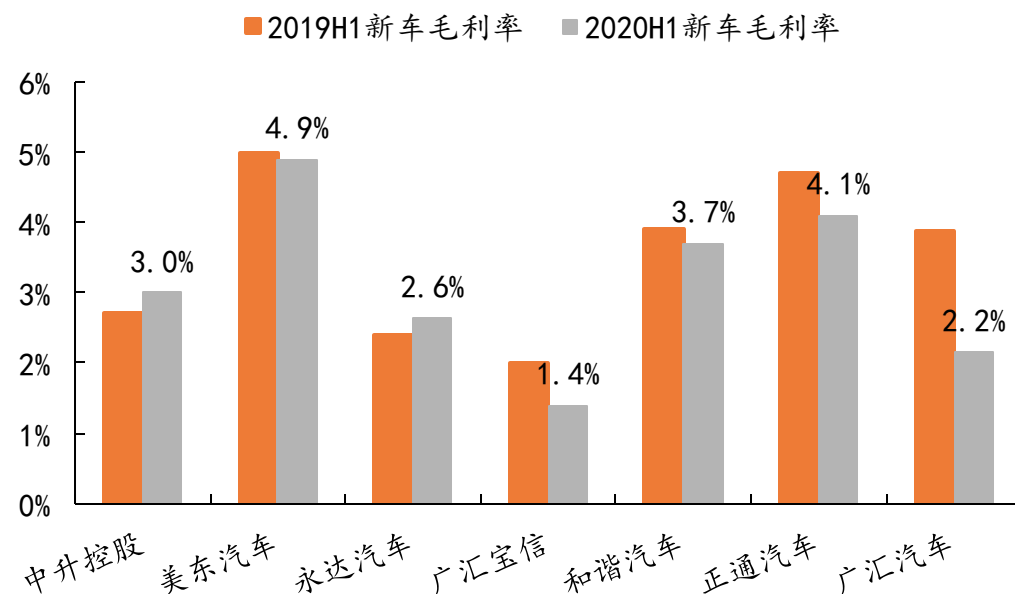
## 新车业务—营收和毛利率差异性较大

- 上市7家企业中，只有2家新车业务同比正增长，其中增速最高的是美东汽车，下滑最大的正通汽车。
- 新车毛利率方面，中升和永达毛利率同比提升，其他企业同比下滑。

2020H1经销商新车营收及其同比增速



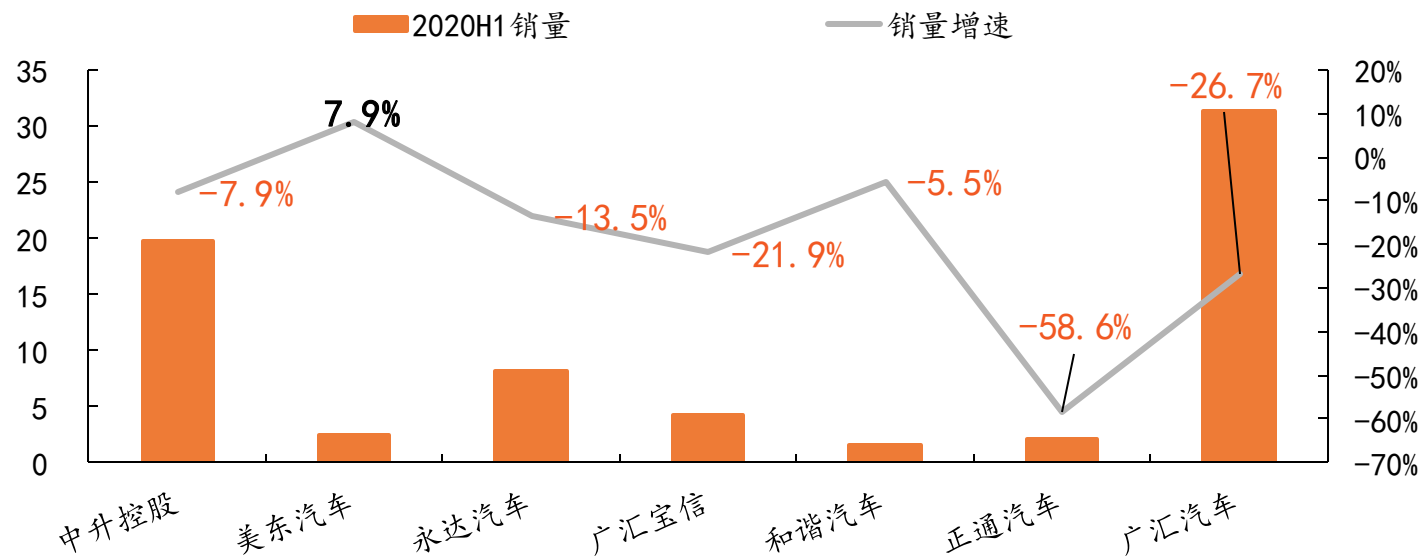
经销商新车毛利率



## 新车业务-代理豪华/进口品牌的新车销量表现更优

- ▶ 据汽车流通协会数据，2020年上半年实现销量正增长的经销商占比为21.5%，这部分经销商60%都是代理豪华/进口品牌。此外，超过3成的经销商新车销量同比下降30%以上。
- ▶ 主要上市经销商企业中，只有美东汽车的新车销量同比正增长。虽然大多代理的是豪华品牌，但各家表现有所分化，一方面因为网点数量的变化，更重要的是经营效率的差异，如单店营收、三项费用率和存货周转率等。

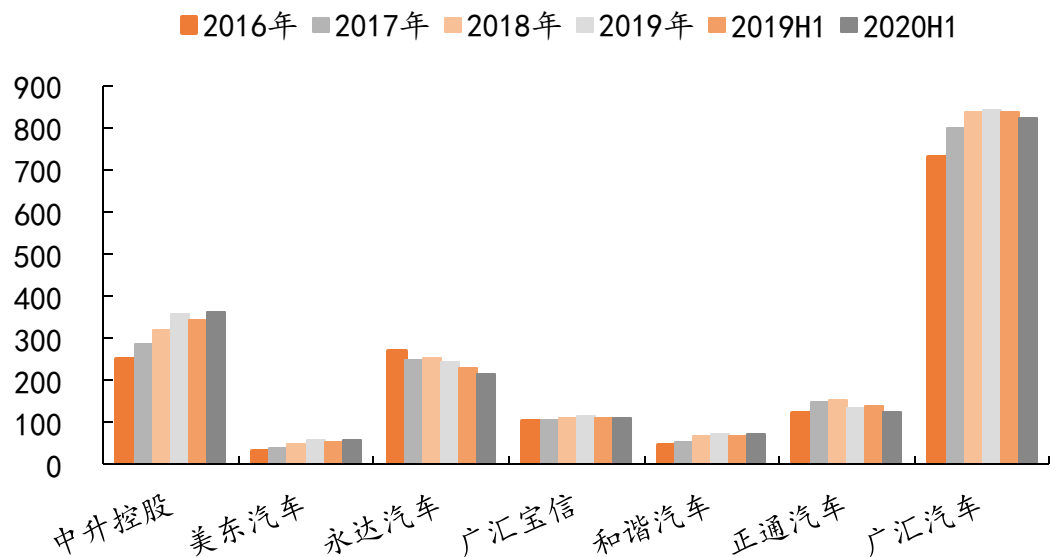
上市经销商新车销量及增速 单位：万辆



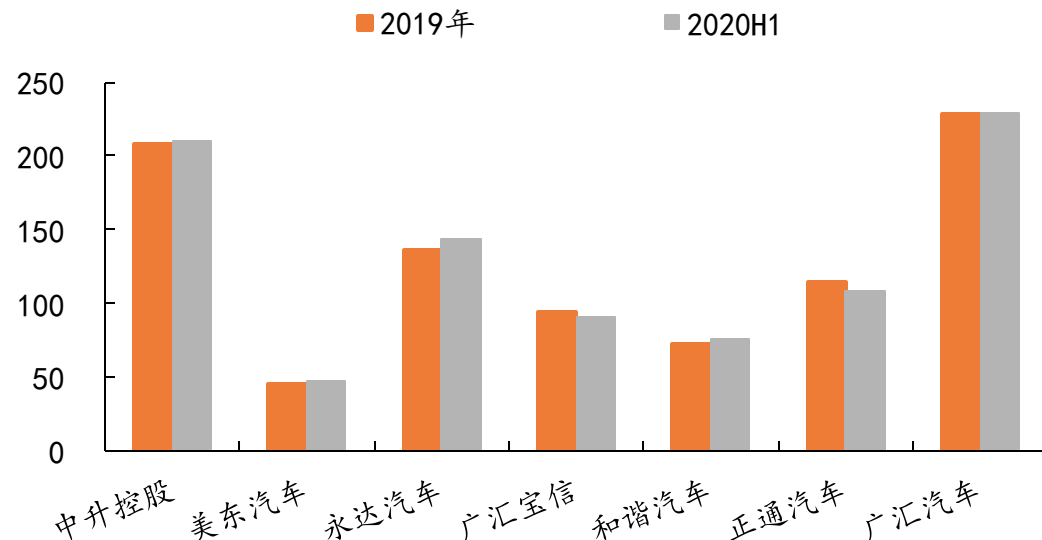
## 新车业务—网络布局进退战略有所差异

- 上市7家企业中，网络布局战略存在分化，有些企业同比增加了网点数量，有些企业则进行了缩减。相对于整体而言，豪华品牌的网点数量增加的较多，这与豪华车市场的高景气度密切相关。
- 网络布局整体以一二线城市为主，除了收购店面之外，部分企业对已有店面进行升级改造，转换为高端和豪华品牌，以优化品牌结构，提高豪华品牌的占比。资本开支方面，除了收购门店之外，部分企业通过升级改造已有门店，降低了资本支出，加快了正常经营的节奏。

各经销商网点数量 单位：个



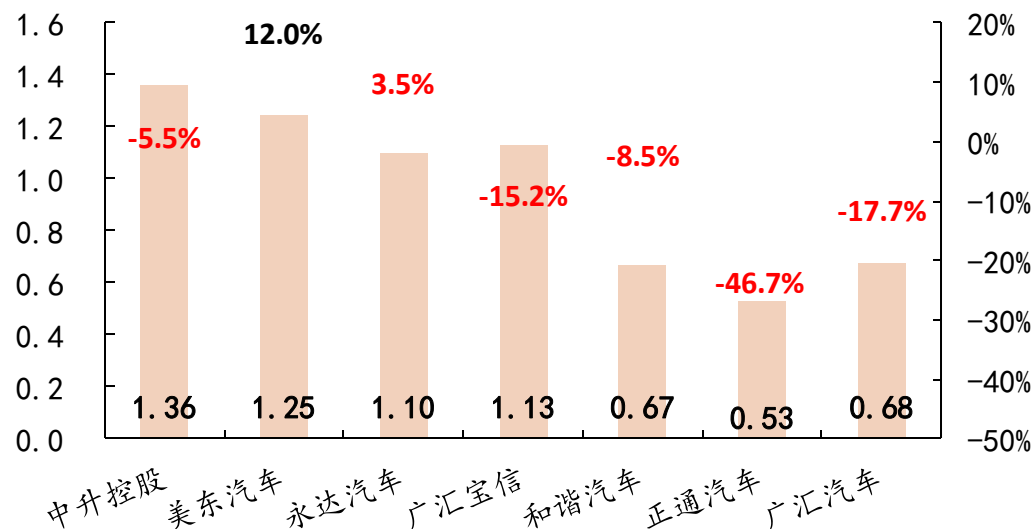
豪华品牌经销商网点数量 单位：个



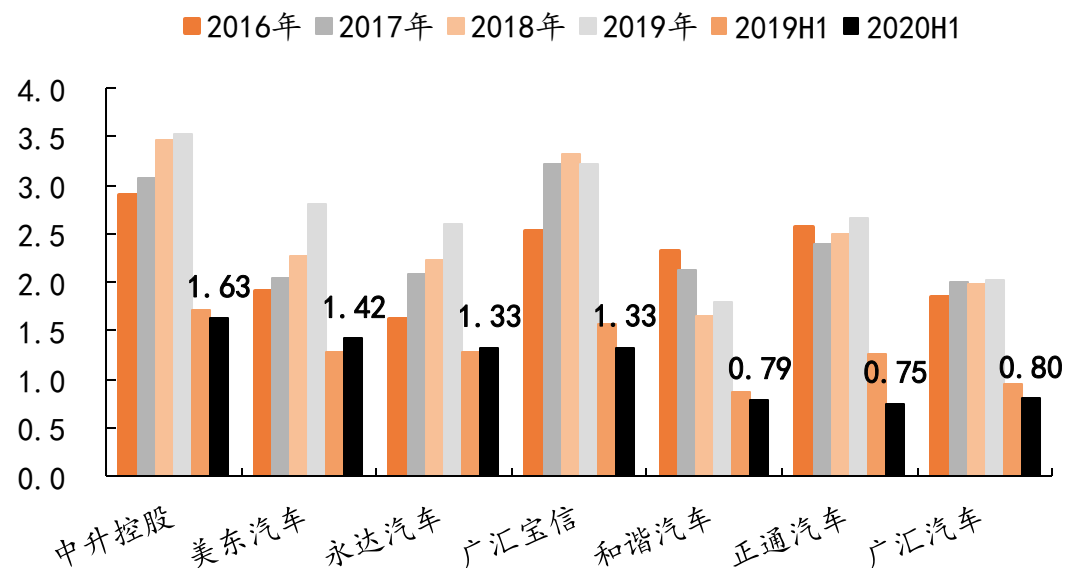
## 新车业务—单店营收增速差异较大

- 为了排除网点数量变化对新车收入的影响，我们计算了平均单店新车收入，数据显示，美东和永达的单店新车收入同比增加，而其他企业有所下滑。
- 中升的网点数量增加对其新车营收增长有贡献，美东的网点数量和单店收入均增长，永达新车总收入下滑主要因为网点数量在持续减少。

经销商单店新车收入及同比增速 单位：亿元



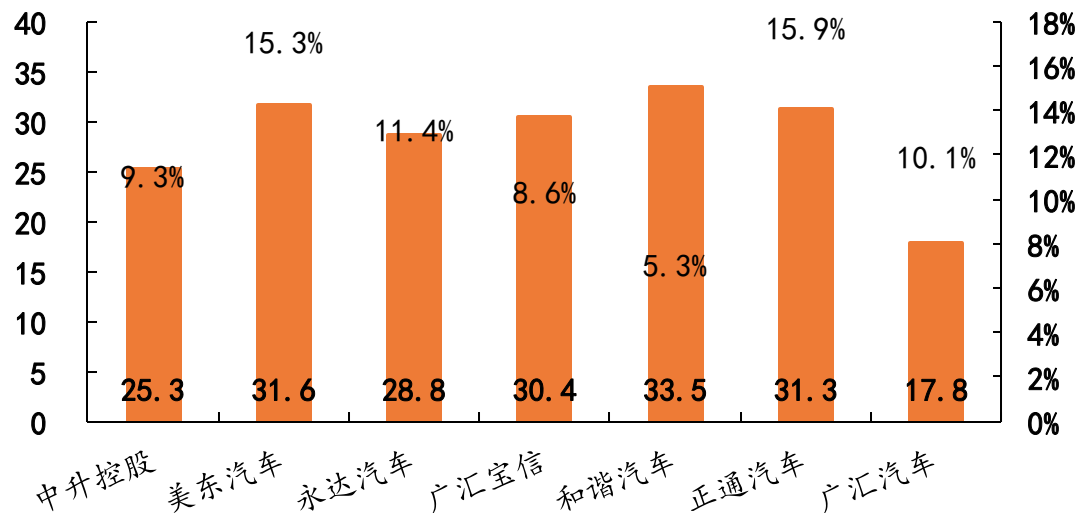
经销商单店总收入情况 单位：亿元



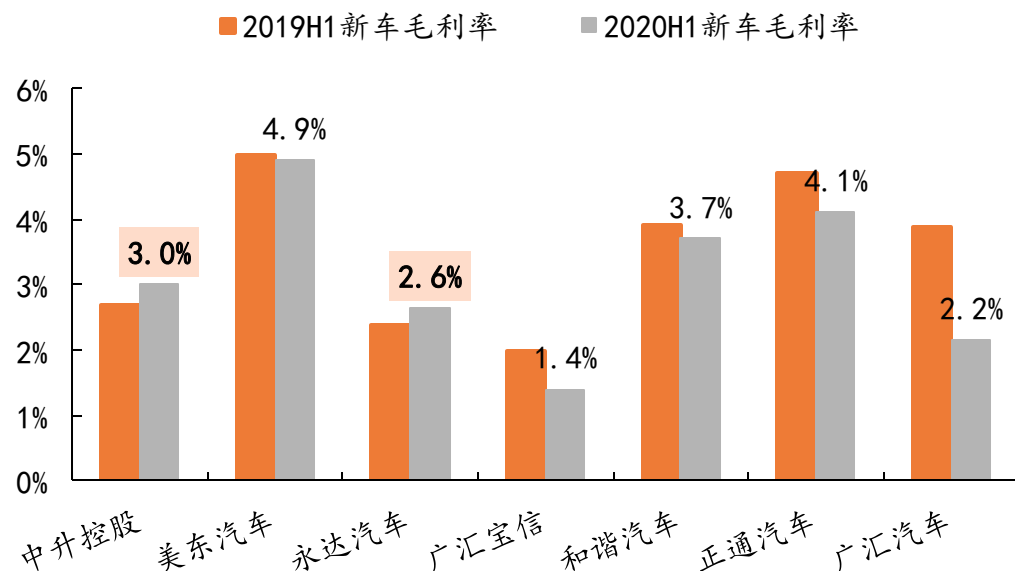
## 新车业务-新车均价提升，毛利率下滑

- ▶ 上半年7家企业的新车均价均同比提升，最低涨幅为5.3%，最高涨幅为15.9%，我们认为均价上升的原因是一方面是豪华品牌占比提升，另一方面是2019二季度国五车型清库存，导致终端售价基数较低所致。
- ▶ 新车毛利率方面，除了中升和永达之外，其他企业同比均有所下滑。表明2020上半年经销商新车业务盈利能力普遍下降。

经销商新车均价及增速 单位：万元



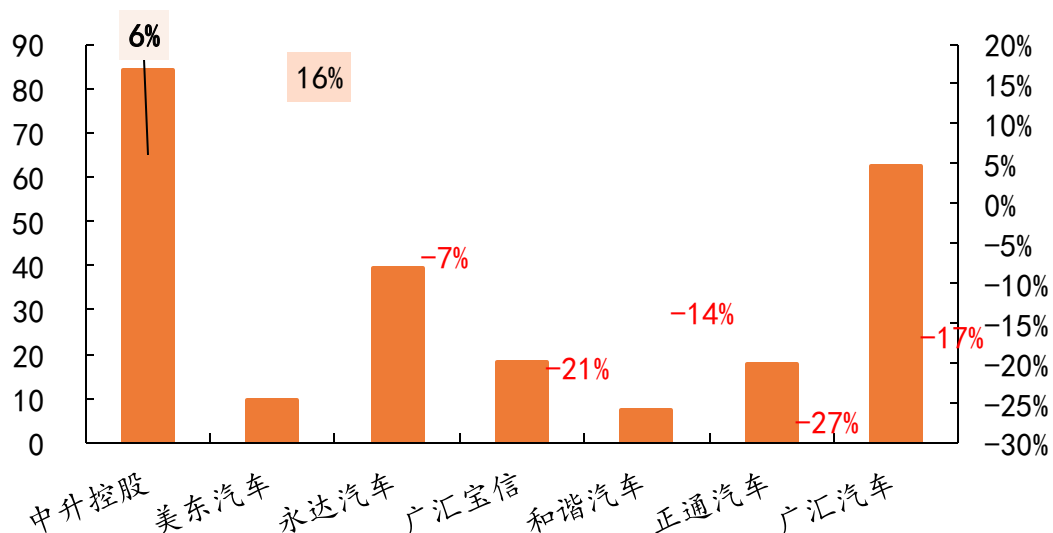
经销商新车毛利率



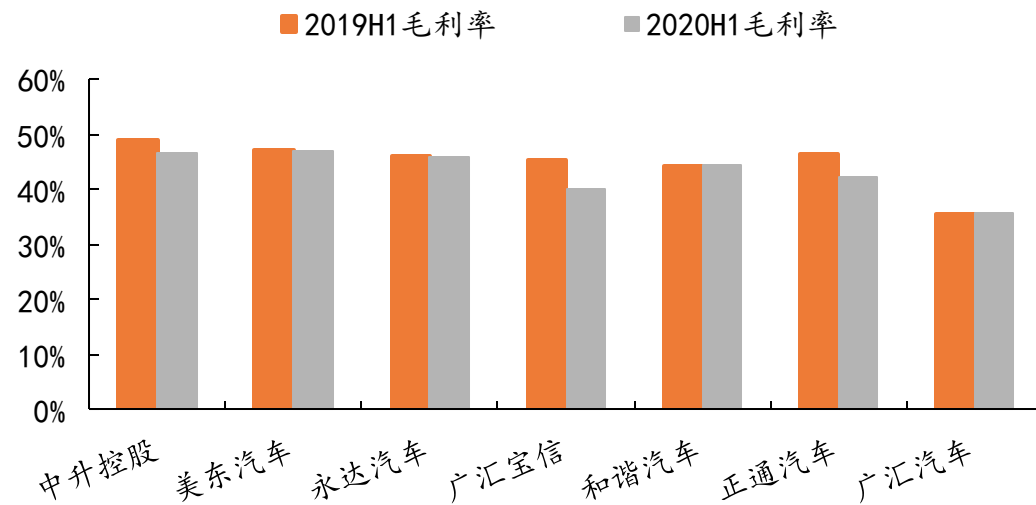
## 售后业务-存量底盘大、变动幅度相对较小

- ▶ 售后业务中升和美东同比增长，其他几家同比下滑。疫情影响导致维修保养需求减少，同时也导致事故车维修需求降低，部分企业通过管理和经营方式的改变获得了更好的结果，实现了业务增长。值得注意的是，售后业务属于存量市场，变化的幅度小于新车业务。
- ▶ 毛利率总体较稳定，部分企业有所分化。我们认为可能的原因包括维修类型的变化（事故车辆维修减少）和不同企业经营方式的差异（如中升控股疫情期间将新车销售、售后服务和金融保险等业务分成单独的人员小组进行各个击破，提升效率）。

● 售后业务的收入和同比增速 单位：亿元



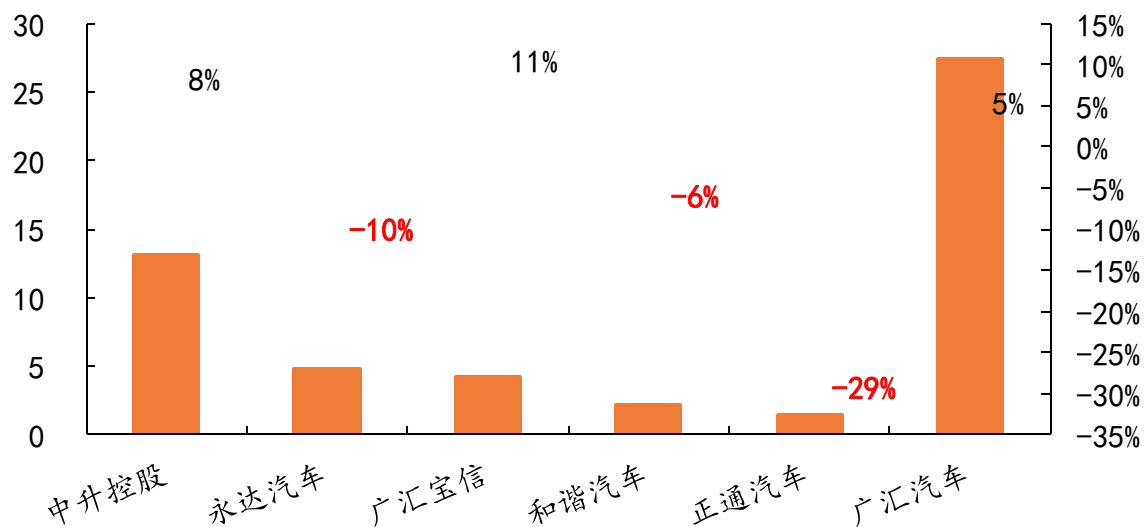
● 售后业务的毛利率



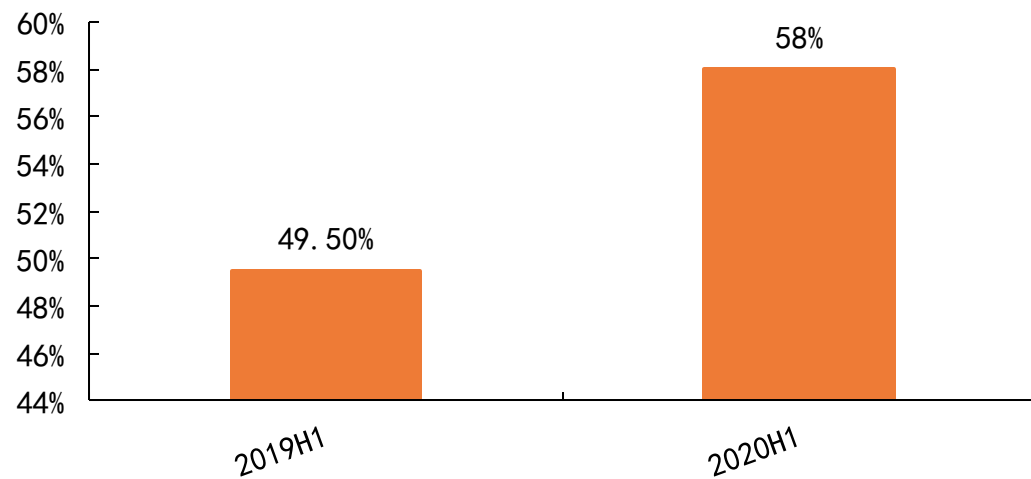
## 金融业务-金融渗透率和非车险业务表现良好

- 金融代理业务情况基本与新车收入情况接近，广汇汽车通过非车险业务获得了金融业务的逆势增长。广汇非车险业务包括中控防盗、车辆全损置换补贴、自燃补偿、代步车补贴、轮胎损坏更换、钥匙车牌丢失补偿、玻璃破碎更换和事故车维修补贴，使客户能够以低成本享有高保障的用车服务。

金融业务的收入和同比增速 单位：亿元



中升控股的金融渗透率

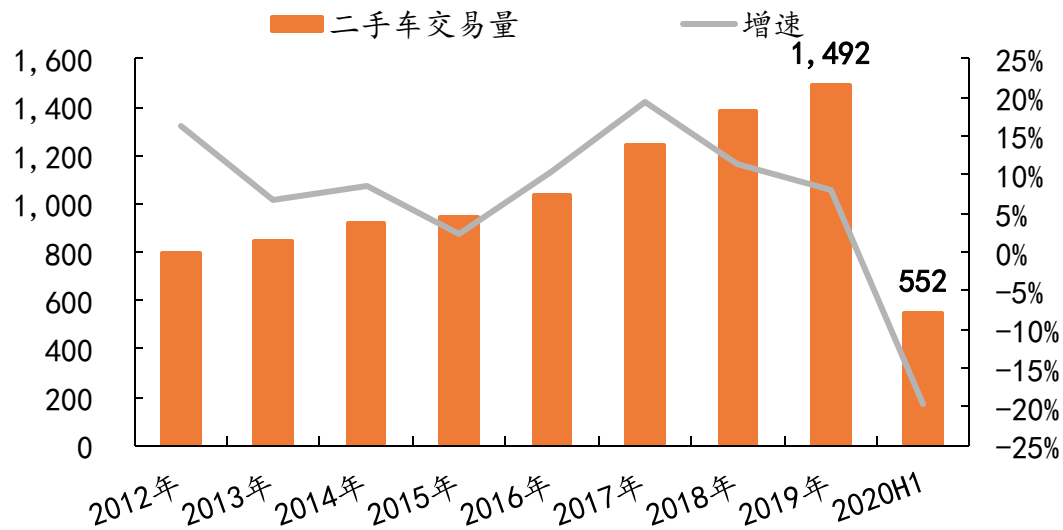


注：中升控股包括了二手车业务，和谐汽车的包括了二手车和广告等业务，和谐汽车为净利润

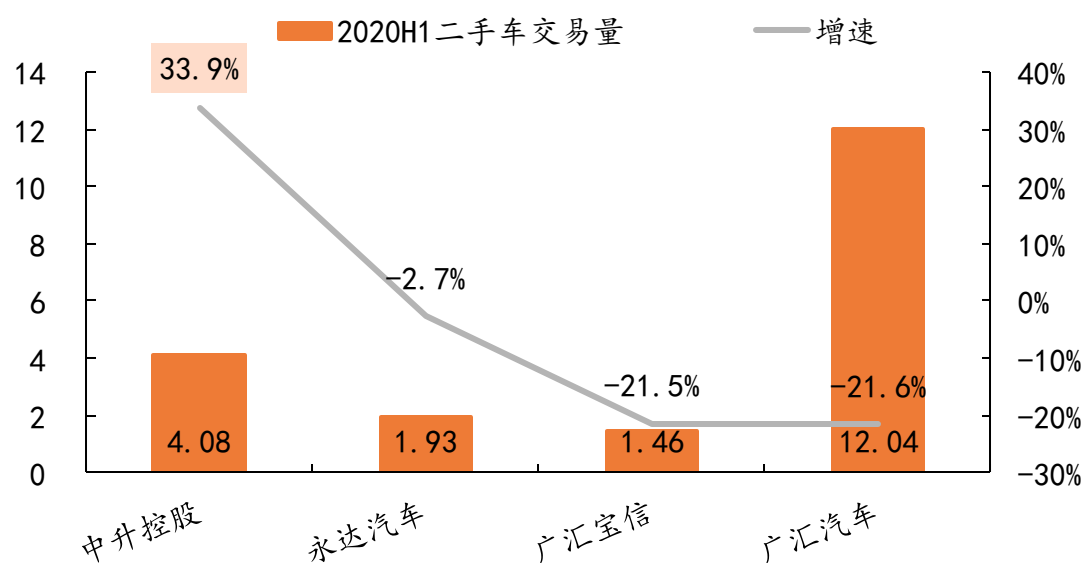
## 二手车业务-中升控股逆势增长

- 受疫情影响，2020年上半年全国二手车交易量为552万辆，同比降低19.6%。在上市的主要经销商中，中升控股的二手车交易量同比增长超过30%，我们认为原因之一是丰田在推行丰田集团内部的旧车置换服务，提高了丰田品牌和雷克萨斯品牌的置换率，进而促进了二手车的交易量。

国内二手车交易量 单位：万辆



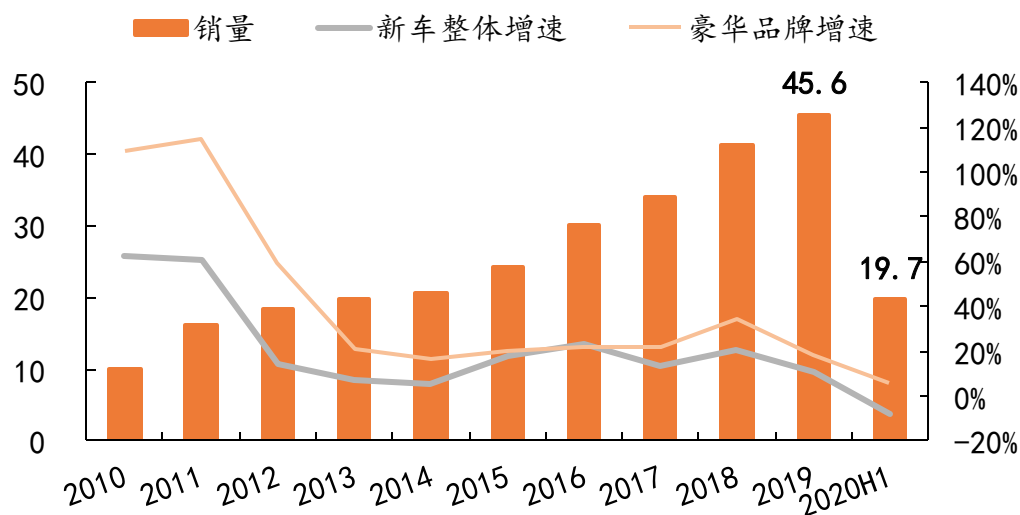
主要经销商的二手车交易量 单位：万辆



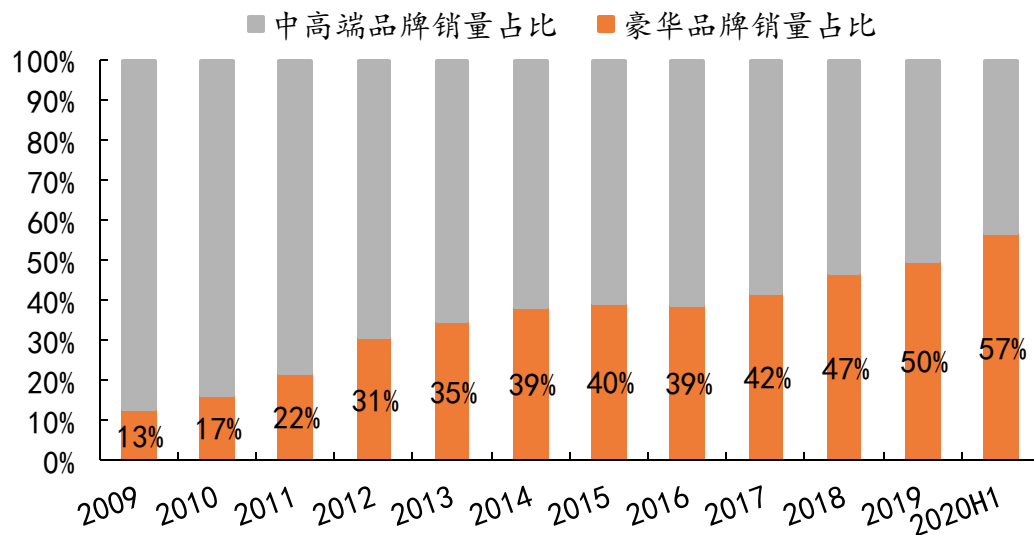
## 国内龙头-中升控股管理经营能力较强

- 中升控股是国内豪华品牌经销商龙头，品牌结构合理布局，奔驰、雷克萨斯和丰田为公司贡献较好的销量和利润。管理方面，控制成本、提高效率、优化管理是经销商必经之路，中升在日常管理实践中形成了一整套方法，并取得了显著的效果。售后业务对应的是存量市场，具有广阔的市场空间，且售后利润较高，公司在售后业务的创新和客户强黏性是公司利润的坚实基础。二手车业务快速发展，自身优势明显，未来将成为新的业务增长点。
- 公司未来战略：聚焦主力品牌、提升售后毛利率、创新金融产品、降低有息负债、优化融资渠道、稳健资本开支。

中升控股新车销量和增速 单位：万辆



中升控股豪华品牌销量占比



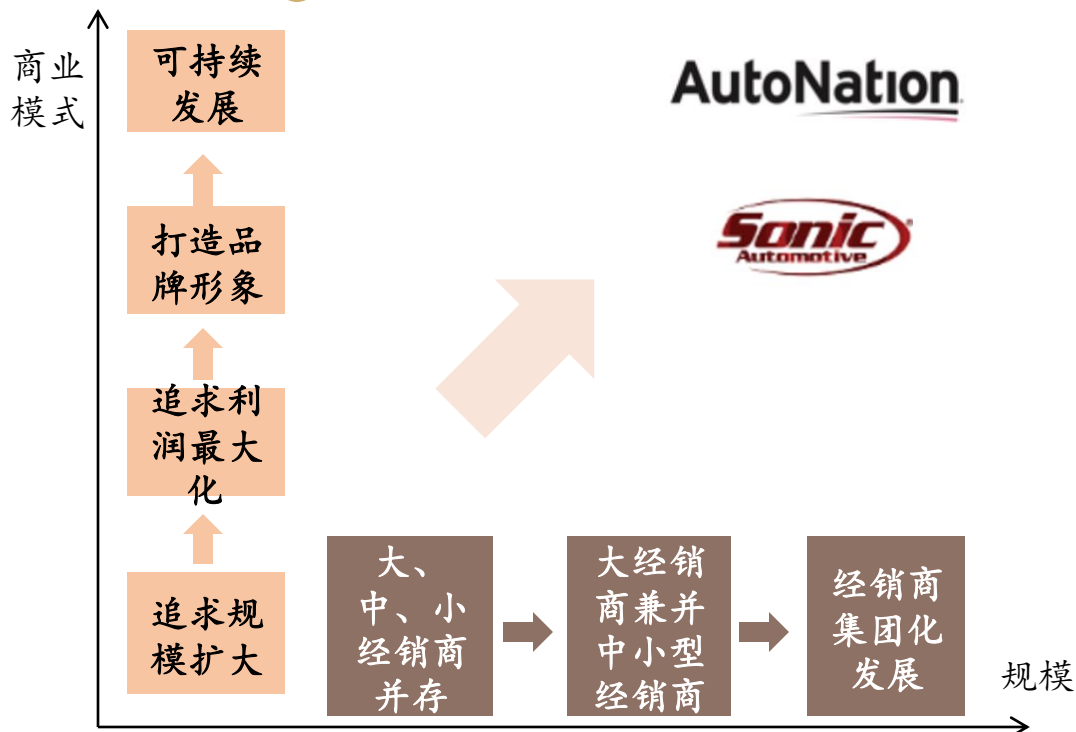
# 海外对比-AutoNation “全品牌”、“多业务”

➤ 美国经销商格局分散，整体经历了大/中/小经销商并存—大型经销商兼并中小型经销商—集团化发展的阶段。

经销商从追求规模扩大，到追求利润最大化，到开始注重自身品牌形象的打造，再到可持续发展。

➤ AutoNation二手车业务起家，现在已代理美国绝大部分汽车品牌。行业龙头成长路径：1) 发展AN物流，打造线上线下融合的零售业务；2) 扩展AN品牌独立售后连锁店；3) 由第三方配件厂代工，开发超过26个自有AN品牌配件。

美国经销商发展路径



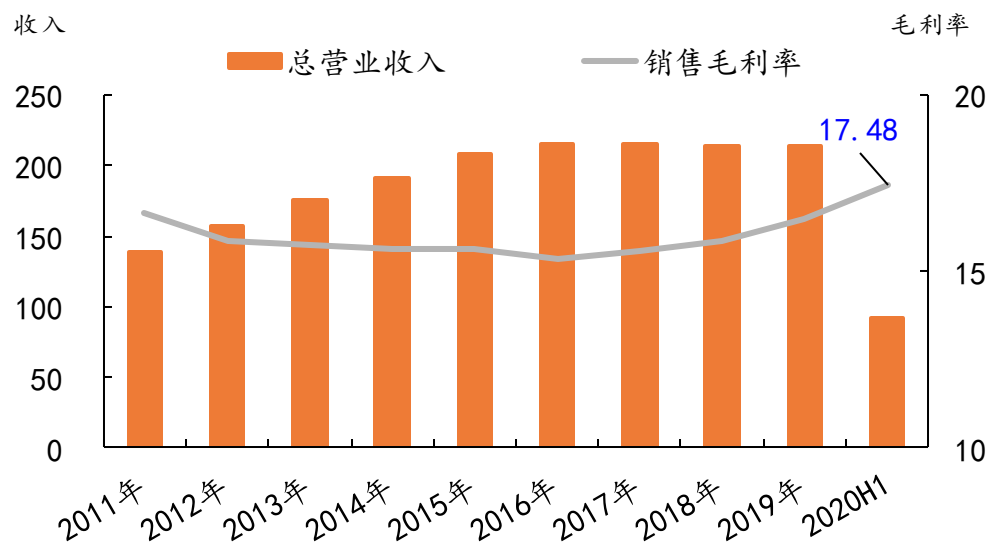
AutoNation主要代理品牌

	美国自主	海外品牌	豪华品牌
代理品牌	别克、凯迪拉克、雪佛兰、克莱斯勒、奇、福特、GMC、吉普、林肯等	菲亚特、本田、现代、英菲尼迪、马自达、三菱、日产、斯巴鲁、丰田、大众、沃尔沃	阿尔法罗密欧、奥迪、宝马、捷豹、路虎、雷克萨斯、玛莎拉蒂、梅赛德斯奔驰、保时捷等

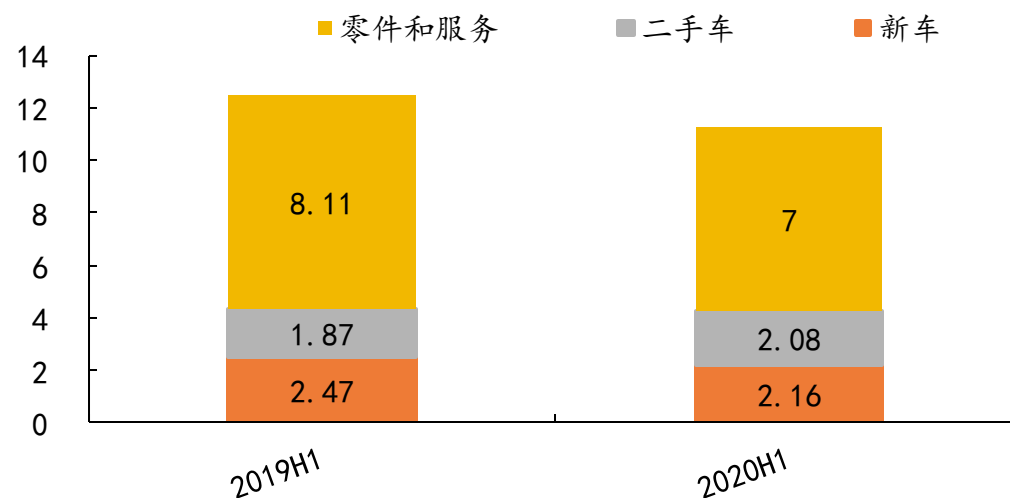
## 海外对比-AutoNaiton业务下滑、运营效率提升

- 2020上半年AN营收同比下滑10.9%，新车（占比50%）、二手车（占比28%）、零件和服务（占比17%）板块均有不同程度的下滑，毛利率方面，新车毛利率提升0.05个百分点为4.75%（新车毛利率水平从2006年的7个多百分点降到现在4个多点）、二手车毛利率提升1.19个百分点为8%（一直稳定在8-9%），零件和服务下滑0.89个百分点为44.7%。存货周转率为2.65次，比去年同期的2.4次提升了10.4%。

AN的营收和毛利率 单位：亿美元、%



AN主要业务毛利润 单位：亿美元



## 目录 CONTENTS

- ① 经销商业务表现分化
- ② 财务数据探索运营效率
- ③ 经销商未来机遇和挑战并存
- ④ 投资建议和风险提示

## 财务分析-三项费用率体现受疫情的影响程度

- 经销商，尤其是豪车经销商的综合毛利率一般比较稳定。经销商的费用更能体现受疫情影响程度。
- 目前国内经销商的三费率多在6%-9%之间，1H20部分企业的费用率有较大的变化。我们认为财务费用是值得关注的重点，既影响经销商当期费用，又影响到公司现金流，甚至危及生存。财务费用一般保持在2%之内较好，目前看庞大集团、润东汽车、正通汽车财务费用率高、且呈逐年升高态势。

综合毛利率 单位：%

	2018年	2019年	2019H1	2020H1
中升控股	9.2	9.3	9.1	9.3
美东汽车	9.7	9.6	10.1	9.7
永达汽车	9.4	9.4	9.5	9.5
广汇宝信	7.6	7.8	7.8	6.4
和谐汽车	7.1	8.6	9.8	9.0
正通汽车	12.0	10.9	11.8	13.3
广汇汽车	10.0	9.6	9.9	9.2

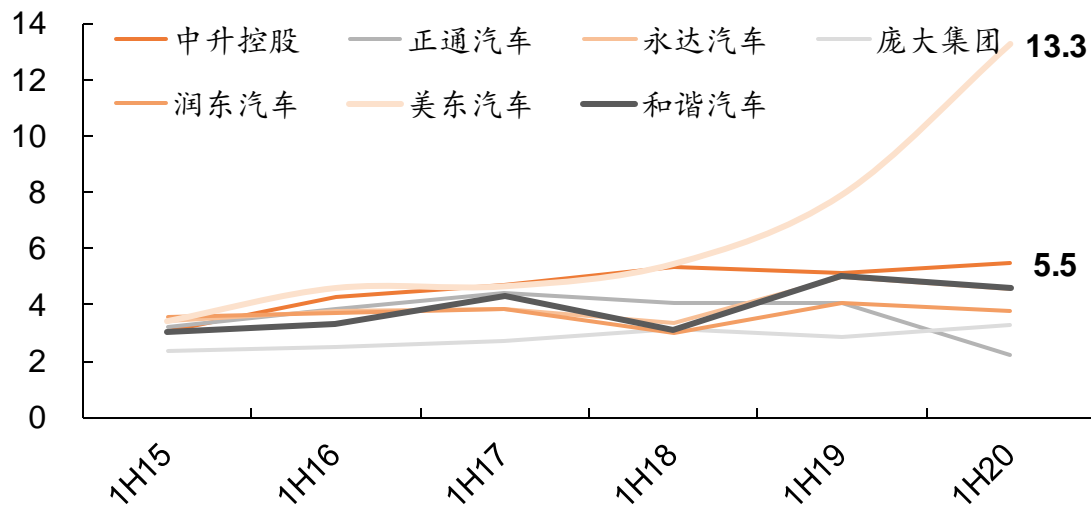
三项费用率 单位：%

公司名称	销售费用率		管理费用率		财务费用率		费用同比增 加百分点
	2019H1	2020H1	2019H1	2020H1	2019H1	2020H1	
美东汽车	3.1	2.8	2.7	2.5	0.8	0.6	-0.6
和谐汽车	5.1	4.8	1.2	1.3	0.9	1.0	-0.2
中升控股	3.8	3.9	1.3	1.3	1.1	1.0	0.0
广汇宝信	3.3	3.5	1.9	2.1	2.2	2.3	0.5
永达汽车	4.1	4.7	2.5	2.6	1.3	1.3	0.7
广汇汽车	3.2	3.4	1.6	1.9	1.8	2.3	1.0
正通汽车	2.9	4.8	3.4	6.6	3.0	5.2	7.4

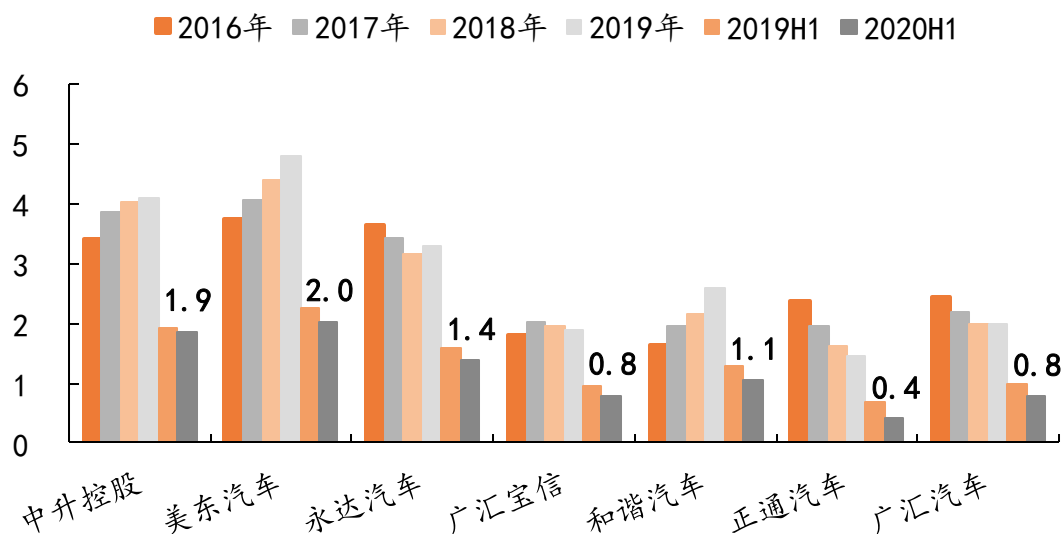
## 财务分析-存货周转率体现运营效率

- ▶ 存货周转率是体现汽车经销商运营效率的最重要指标。从年度数据看，中升控股、美东汽车、和谐汽车表现持续优化。1H2020受疫情影响，7家经销商企业的流动资产周转率同比均有所下滑，正通汽车下滑的幅度最大。存货周转率的大幅下滑也导致正通汽车利润大幅下滑。
- ▶ 永达汽车将提高运营效率作为发展目标，持续提升资产周转效率、优化现金管理策略、推进费用结构优化，同时进行产品服务营销渠道创新。我们认为，这是目前绝大部分经销商集团在运营方面的发展方向。

◎ 存货周转率 单位：次



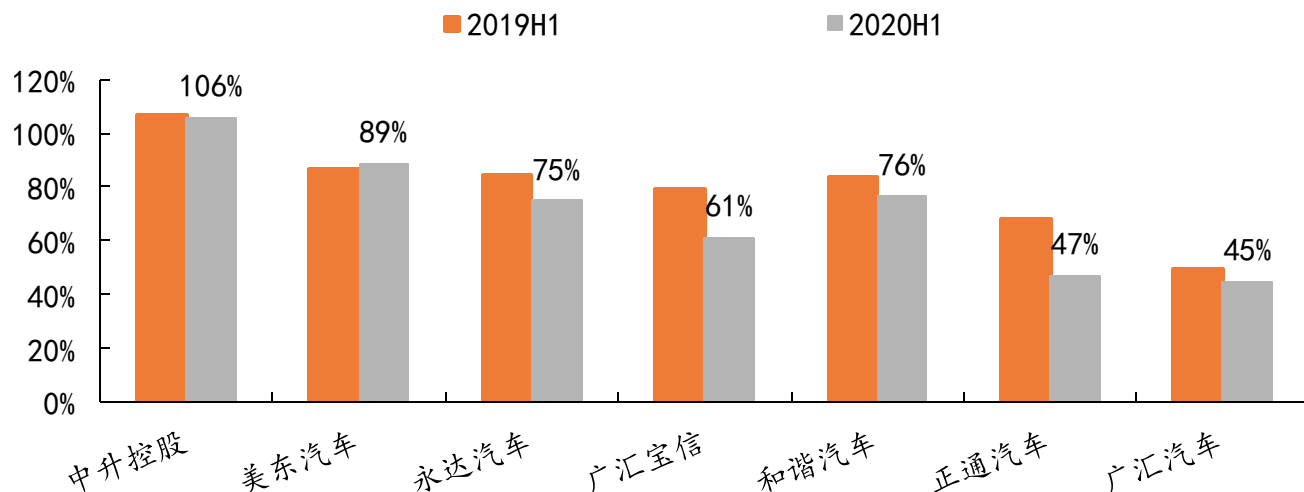
◎ 流动资产周转率 单位：次



## 财务分析-售后服务吸收率影响经营稳健度

- ▶ 售后服务吸收率表明了售后业务对公司整体三项费用的覆盖程度，是体现经销商经营质量的重要指标之一。
- ▶ 中升控股是7家中唯一一家吸服率超过100%的企业，美东汽车是7家中唯一实现同比正增长的企业。中升和美东服务吸收率高一方面是因为售后毛利率高，均超过了46%，另一方面是因为三项费用率较低，分别为6.2%和6.5%。

### 售后服务吸收率

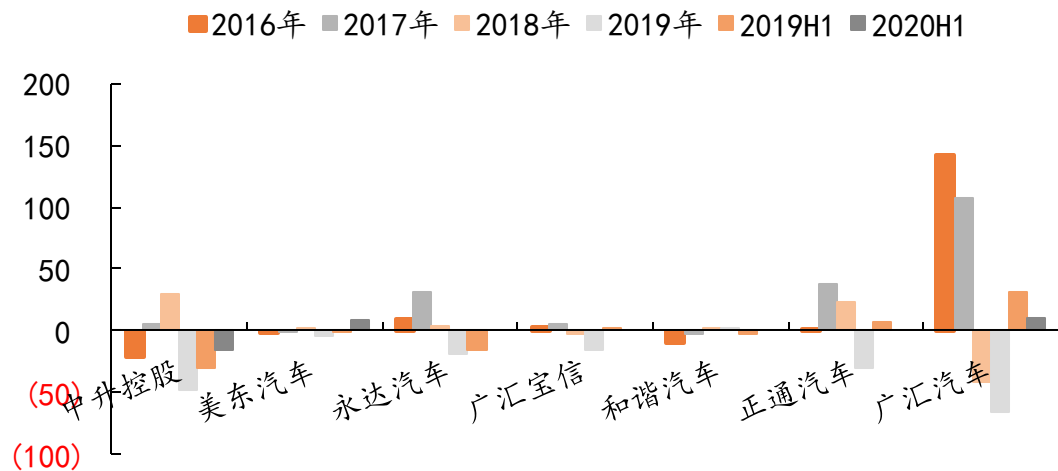


注：服务吸收率=售后服务毛利/公司整体的销售、管理及财务三项费用总额x100%

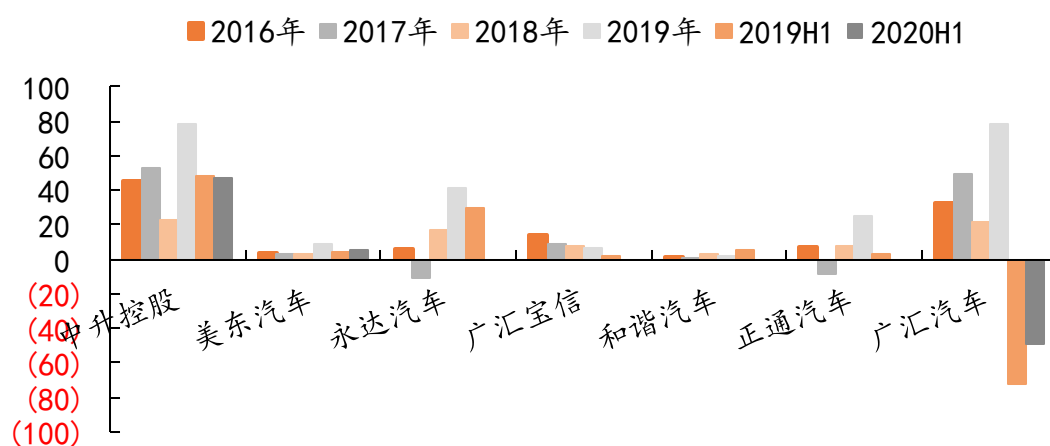
## 财务分析-筹资活动和经营活动现金流净额有所差异

- 筹资活动产生的现金流净额方面，美东和广汇均为正数，体现了2020年上半年公司筹集的资金高于应还的资金。
- 经营活动产生的现金流方面，广汇汽车的净额虽为负值，但Q2环比Q1改善明显，Q2经营活动产生的净现金流为69.55亿元，同比大幅提升84.5%。

● 筹资活动产生的现金流净额 单位：亿元



● 经营活动产生的现金流净额 单位：亿元



注：永达、广汇宝信、和谐及正通汽车没有披露2020年上半年的数据

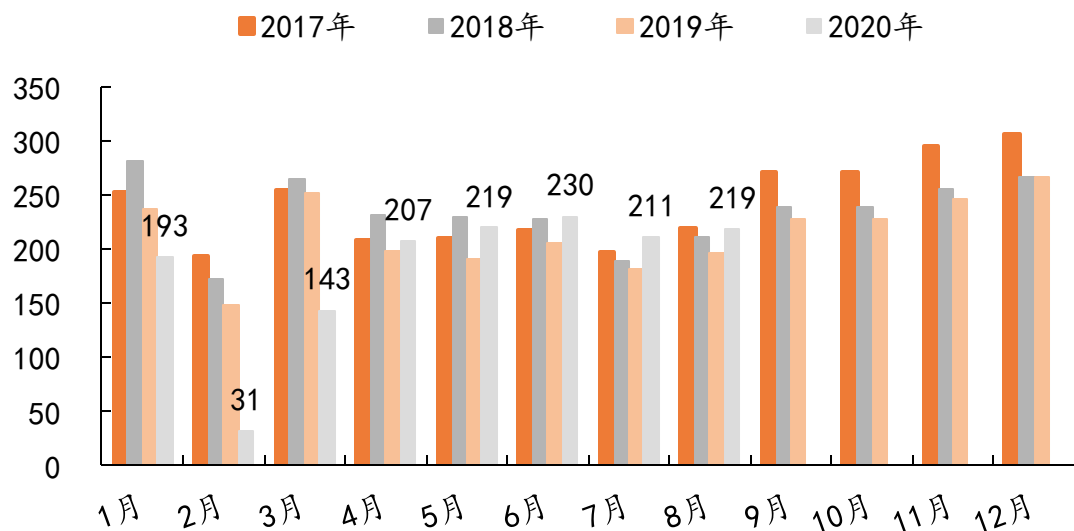
## 目录 CONTENTS

- ① 经销商业务表现分化
- ② 财务数据探索运营效率
- ③ 经销商未来机遇和挑战并存
- ④ 投资建议和风险提示

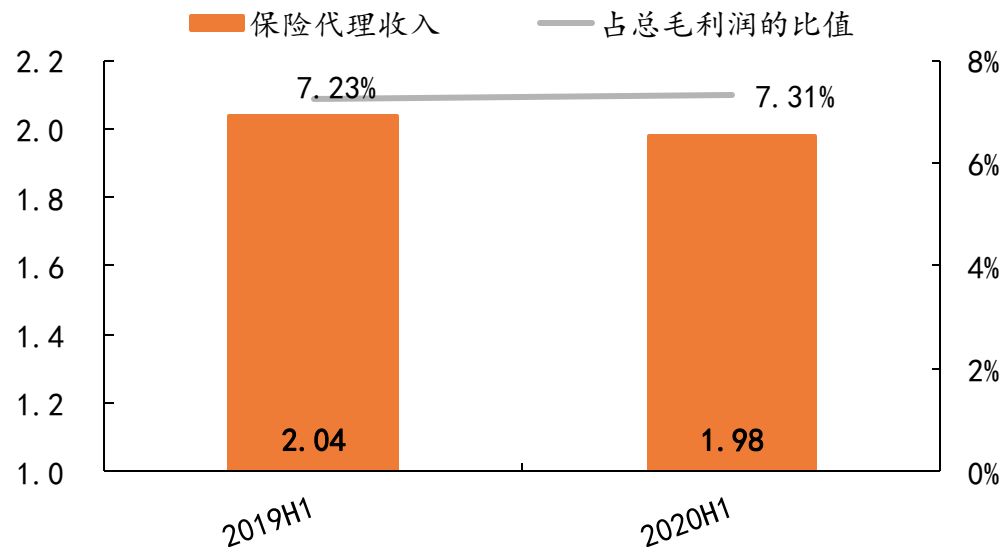
## 下半年展望-行业回暖、保险保费改革

- ▶ 汽车行业下半年有望继续回暖，我们预计下半年销量同比有望达到5%-10%。2020年8月豪华品牌渗透率已升至15%，下半年恢复态势预计依然强劲。
- ▶ 下半年即将实行的新的车险保费改革将降低保费，减少经销商的保险代理收入，经销商需采取其他措施保持或提高保险代理的收入，如创新保险类别、增加续保和延保比例等。

国内汽车销量 单位：万辆



永达汽车保险代理收入和占总毛利润的比值 单位：亿元

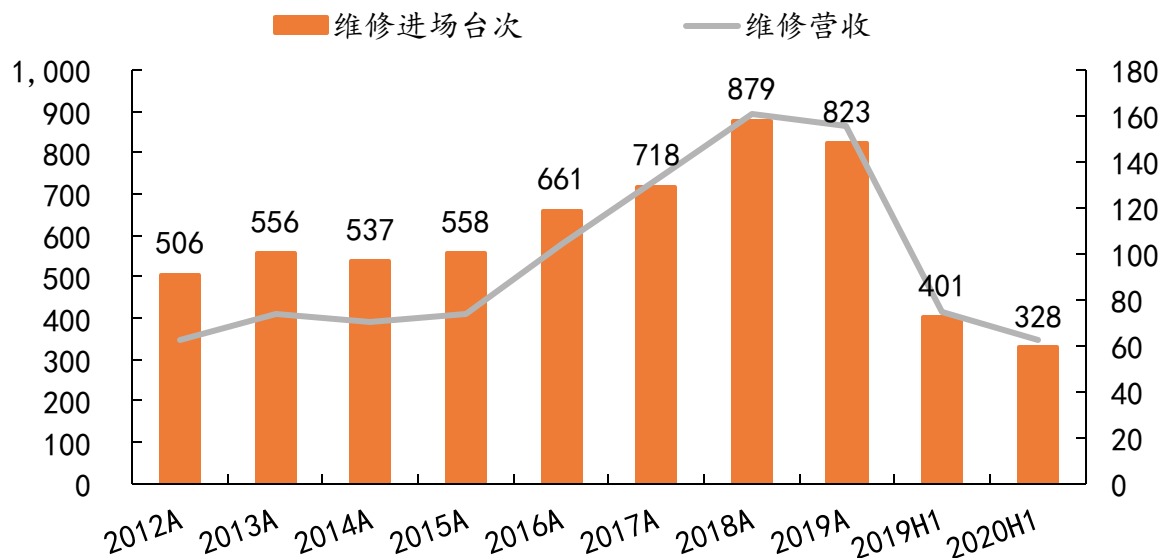


## 中长期机遇1：保有量提升，售后市场空间巨大

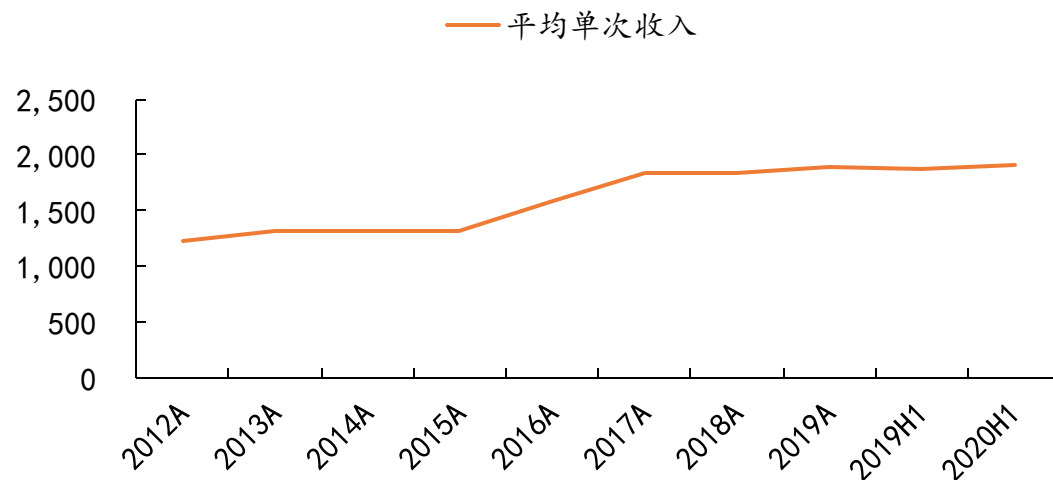
- 目前我国汽车保有量2.7亿台，千人保有量193台，距离400台/千人的预测值还有一倍空间。
- 售后市场的规模逐步扩大，经销商应最大限度地降低客户的流失率。

豪华品牌单次售后保养费用远高于中高端品牌，且豪华品牌车主对4S店的黏性相对更高，未来售后业务仍将继续保持较高速增长。以广汇汽车为例，可以看出，对于豪华品牌占比逐步提高的企业而言，单次维修价格也有望逐年提升。

● 广汇汽车维修进场台次及收入  
单位：万台（左）、亿元（右）



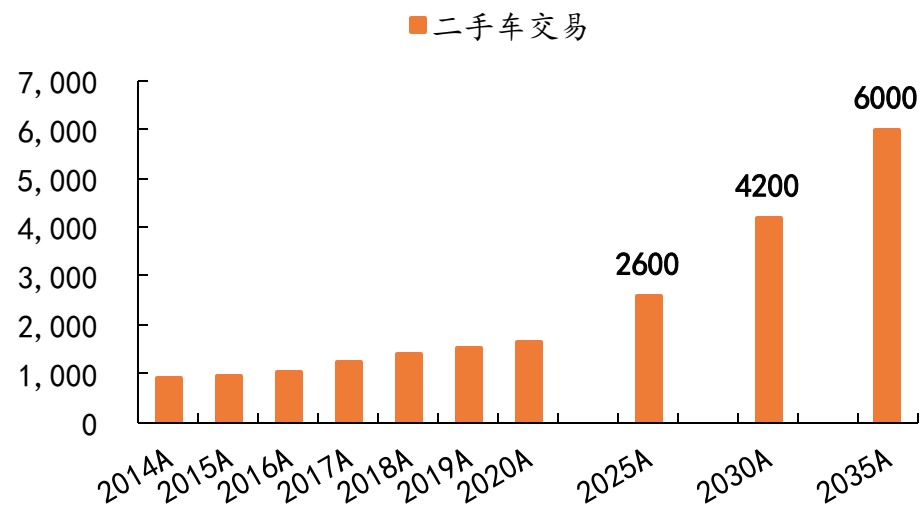
● 广汇汽车平均单次维修价格 单位：元



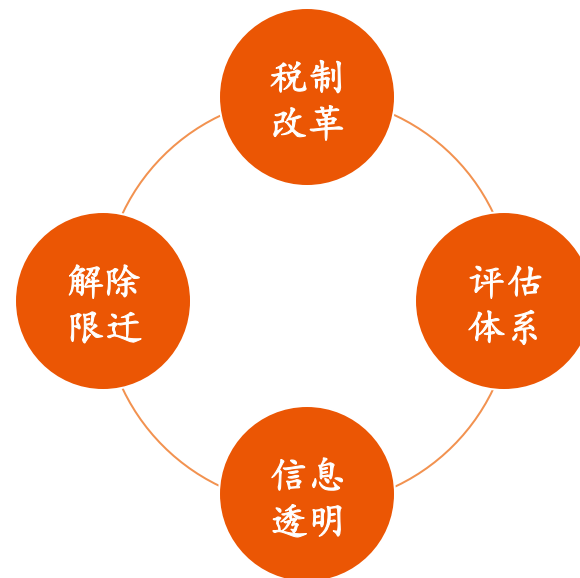
## 中长期机遇2：二手车有望成经销商新的盈利增长点

- 与美国相比，国内二手车交易量空间巨大。从二手车交易量与新车销量的比值看，美国这一指标为2.3，而中国目前只有0.55。未来我国二手车市场将具有巨大的增长空间，而经销商作为重要参与者将充分受益。
- 中国二手车交易量未来或将达到6000万辆。假设中国新车销量2035年达到4000万台，二手车与新车销量的比或将达到1.5，则二手车交易量将达到6000万辆。

中国二手车交易量预测 单位：万辆



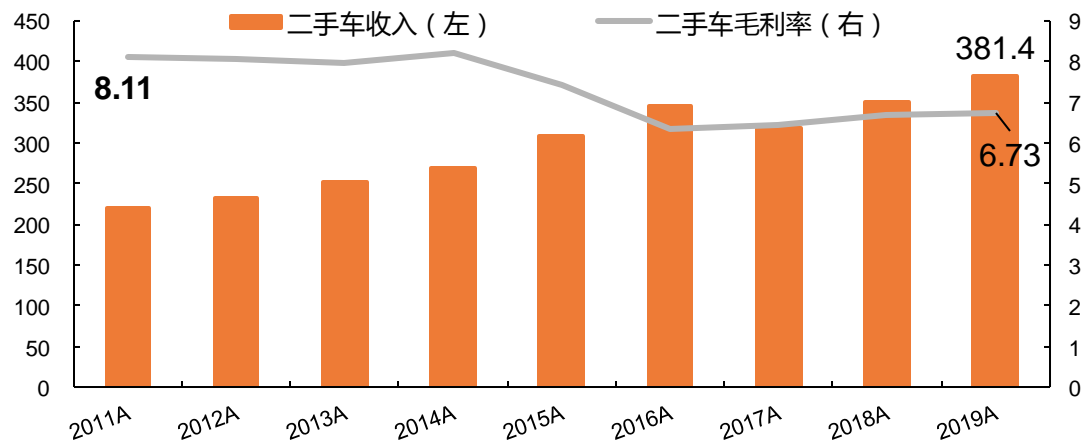
二手车发展的核心动力



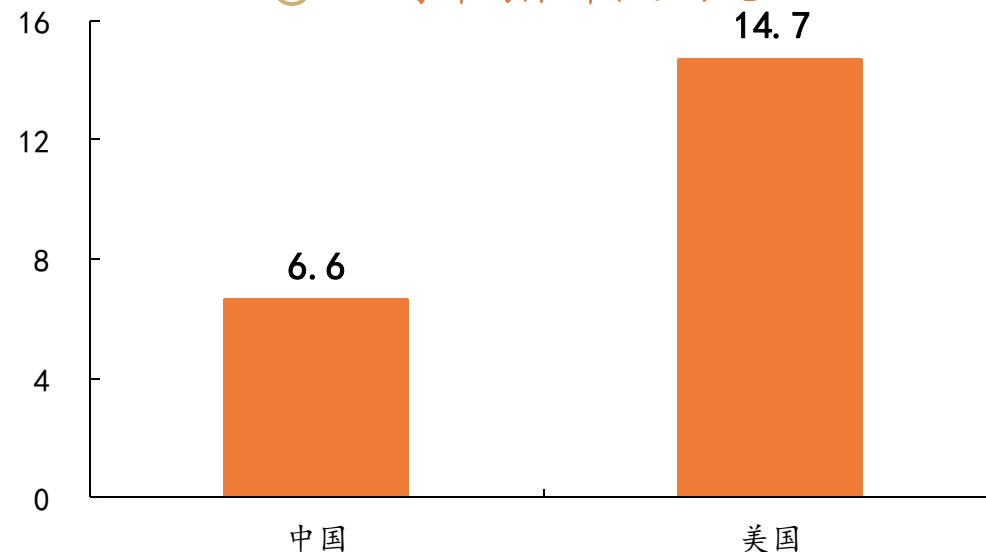
## 中长期机遇2：二手车有望成经销商新的盈利增长点

- ▶ 以AutoNation为例，目前其二手车收入占比在25%左右，毛利率可达6-8%，比新车毛利率高2个百分点左右。由于美国的二手车税制采用差价的百分比，未来国内税制进一步改革之后，二手车商的盈利能力有望提升。
- ▶ 成熟市场的二手车均价高于国内，随着我国汽车消费逐步成熟，二手车单车均价提升空间还很大。

● AN二手车收入和毛利率 单位：亿元、%



● 二手车均价 单位：万元



## 中长期机遇2：二手车有望成经销商新的盈利增长点

➤ 国内主要经销商企业，大部分将二手车业务作为未来战略发展的业务板块。

➤ 目前的布局上：

一方面依靠线下的4S店面和存量客户，加大二手车车源的供给；

另一方面，建立二手车评估体系，或与整车厂合作，代理销售厂商官方认证的车辆；

第三方面，通过建立自有线上拍卖平台或者与第三方平台合作。

### ◎ 主要公司二手车业务的布局

公司名称	二手车布局
中升控股	具有二手车拍卖平台和二手车评估体系，通过置换补贴，促进二手车销量
美东汽车	无此项业务
永达汽车	融合线上线下渠道，打造二手车ERP系统，拥有11家“永达二手车”官方认证零售网络和15家OEM认证网络
广汇宝信	依托线下4S店渠道，进行二手车评估、置换和零售
和谐汽车	与二手电商合作
正通汽车	与第三方平台合作，拓展“正在拍”在线平台使用场景，提升新车销量中的二手车置换率
广汇汽车	搭建全国性二手车专业平台实体，全国140个城市网点，改造现有店面，成为二手车服务中心，推进“广汇拍”平台

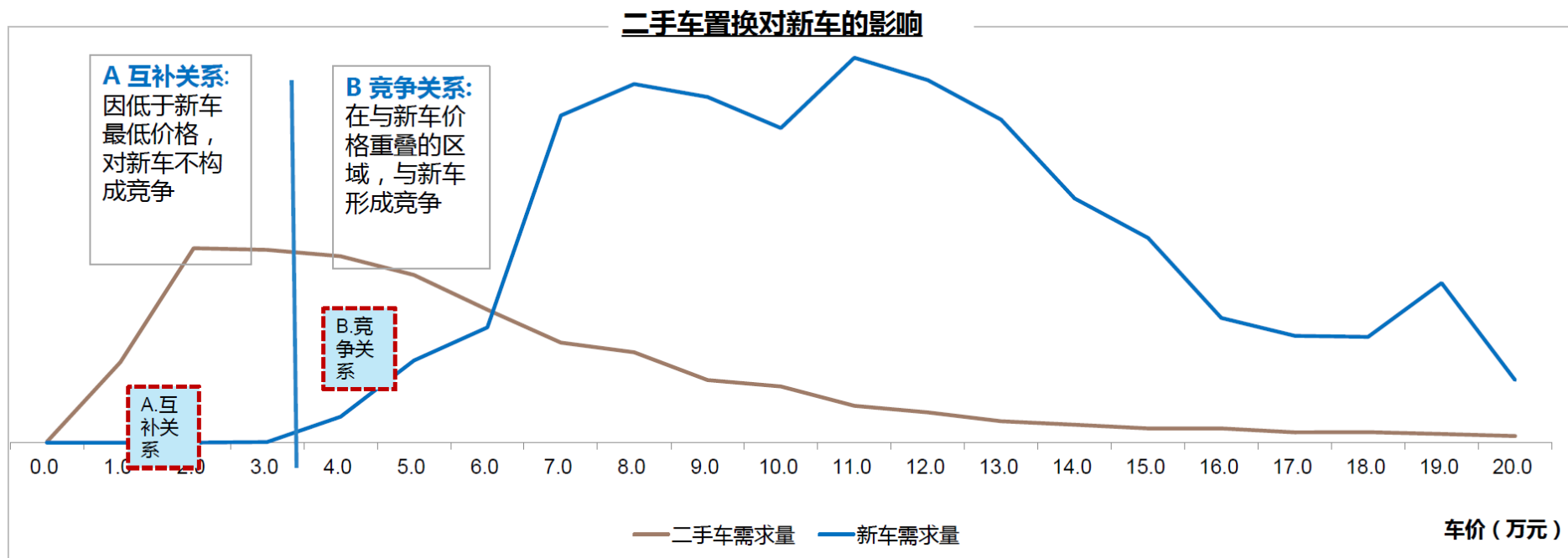
## 中长期机遇2：二手车有望成经销商新的盈利增长点

➤ 未来随着二手车市场的发展，二手车对新车同时具有互补和竞争关系

在4万元以下的二手车中，价格带与新车没有重叠，因此二者属于互补关系；在4万元以上的价格带中，二者属于竞争关系。

二手车市场的健康发展可以推动汽车的流通频率变高，进而也可以促进新车的销售。

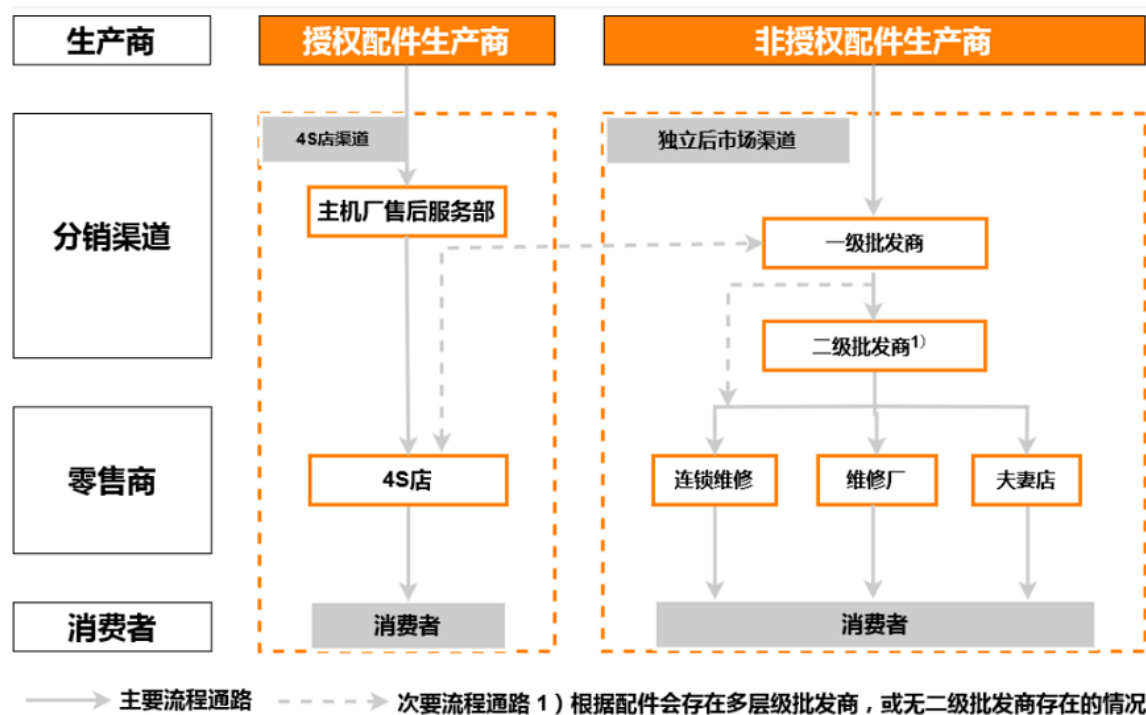
### ● 二手车置换对新车的影响



## 中长期挑战1：第三方售后对经销店的冲击

- ▶ 整车厂和第三方布局售后平台。上汽通用建立售后子品牌德科，上汽集团建立车享家，互联网平台如途虎养车/汽车超人等大力布局后市场。德科第一批快修连锁店面向上汽通用现有体系内4S经销商。经销商可以与整车厂的售后平台合作。
- ▶ 此外，其他第三方平台在产品质量和标准化方面不足，但价格低廉，经销商可以考虑降低运营成本，让利消费者。

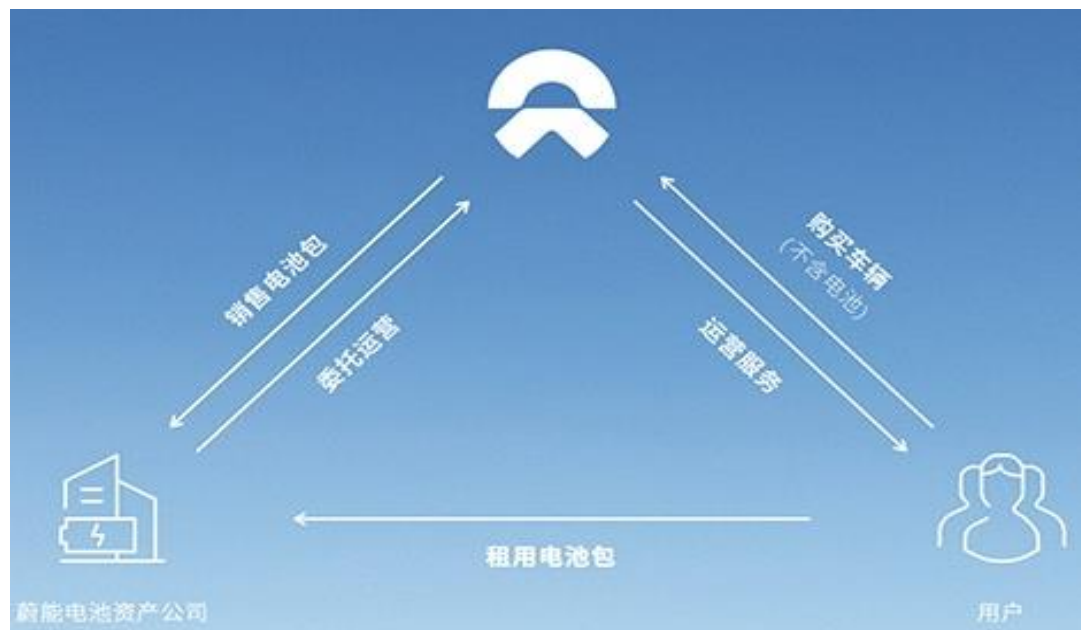
### ◎ 售后配件业务的商业模式



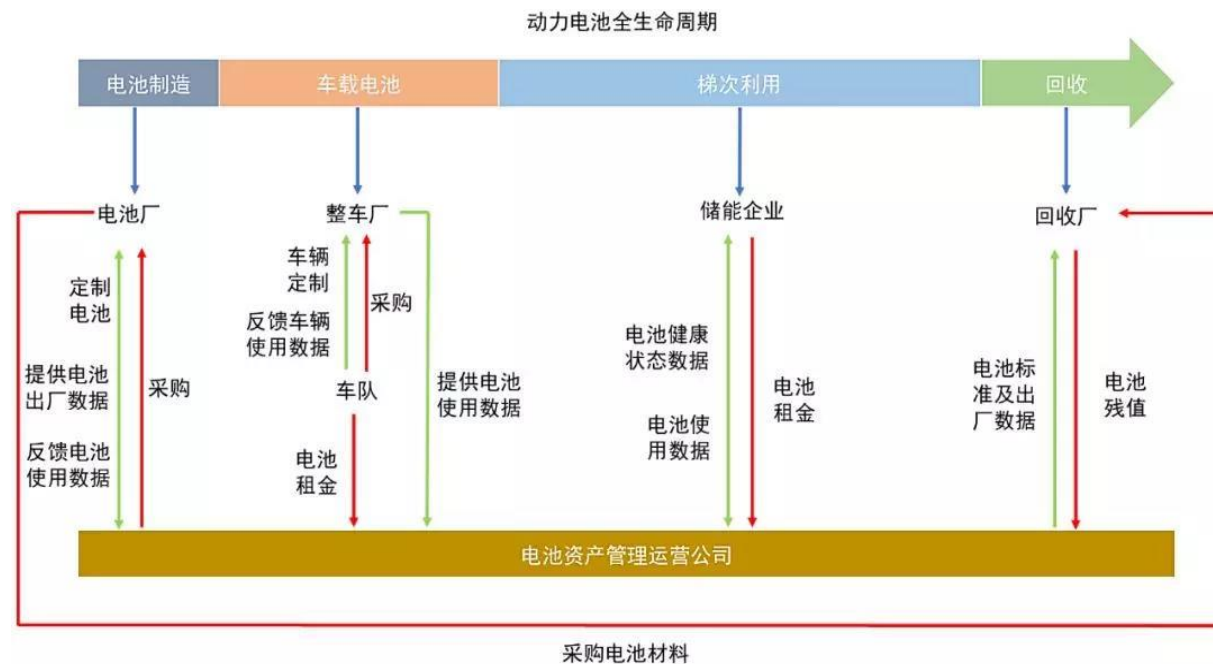
## 中长期挑战2：新能源汽车对传统售后模式的冲击

- ▶ 新能源汽车尤其是纯电动车由于三电的维修频度小于燃油车中发动机和变速箱的维修频度，因此，总体上看，纯电动车的普及将降低经销商的售后收入。
- ▶ 车电分离模式将使动力电池的售后由专门的电池管理公司进行，对传统经销店业务具有一定的打击。

### 蔚来BaaS商业模式



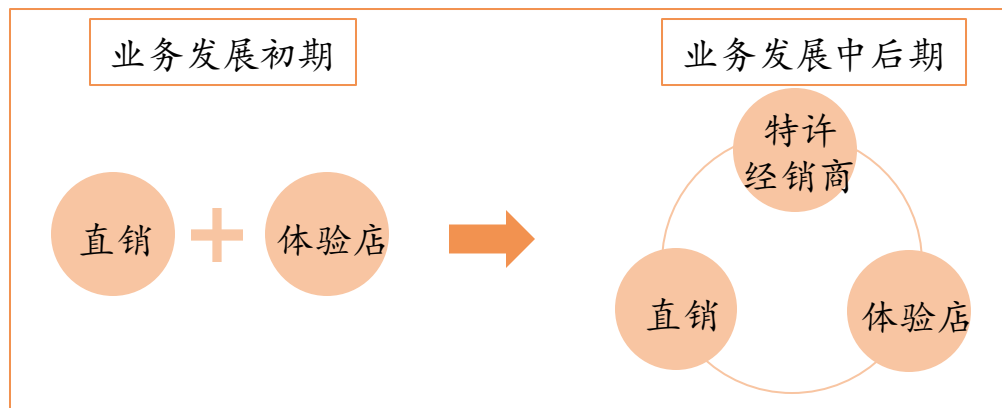
### 动力电池生命周期



## 中长期挑战3：直销模式的冲击

- 直销的优势：降低用户的购买成本，明码标价。提高消费者体验，了解用户，增强用户与品牌的粘性。
- 直销的劣势：交付车辆的及时性，需要由总部直接送达，销售费用率高。
- 传统经销如何应对？1. 提升服务质量和消费者体验。2. 渠道的数量是根本的保证，需要直营+经销商结合的模式。

### ◎ 直销模式的模式展望



### ◎ 特斯拉直销模式流程图



## 目录 CONTENTS

- ① 经销商业务表现分化
- ② 财务数据探索运营效率
- ③ 经销商未来机遇和挑战并存
- ④ 投资建议和风险提示

## 要点总结

- **2020上半年经销商表现分化：**2020上半年经销商新车毛利率进一步下降至-3.5%。代理豪华品牌的相对更好，上市的7家主要代理高端和豪华品牌的经销商中，有5家营收与利润均下滑。

新车营收增速与新车毛利率差异性较大，受网点数量和单店收入变化影响。代理豪华/进口品牌的新车销量表现更优，各家网络布局进退有差异：并购以豪华、一线城市为主；退出弱势品牌或老店升级改造。

售后属存量业务，毛利率总体平稳，营收波动小于新车业务。金融代理业务与新车收入情况接近，中升控股金融渗透率提升明显。广汇汽车通过非车险业务获得了金融业务的逆势增长。

1H20二手车交易受疫情影响较大，同比下降20%为552万台，中升控股的二手车交易量同比增31%，估计是得益于丰田在推行丰田集团内部的旧车置换服务。

龙头经销商未来战略及策略：提升财务稳健度、库存及资金高周转、聚焦主力品牌、提高客户二次到店率及售后毛利率。

- **财务指标探索运营效率：**费用率方面主要经销商均有提升，财务费用体现经销商经营稳健度；存货周转极为关键，豪车经销商龙头2Q20周转天数显著降低。过去几年部分经销商库存周转在持续加快。筹资/经营净现金方面各家分化，体现疫情对不同经销商影响差异大。
- **下半年行业回暖、但保费改革对经销商提出了新的挑战。**下半年销量同比有望达到5%-10%。豪华品牌依然强劲，车险费改将减少经销店的保险代理收入，经销商需采取其他措施保持或提高保险代理的收入，如创新保险类别、增加续保和延保比例等。

## 要点总结

- **长期看，经销商机遇和挑战并存。**机遇方面，售后存量市场进一步扩大，二手车交易量、交易均价空间巨大。挑战方面，整车厂和第三方售后的出现、新能源汽车占比提升、厂家直销模式均有可能对传统汽车经销带来冲击
- **投资建议：**关注运营效率高、成本控制好、业务创新能力强的豪华车经销商：如中升控股、美东汽车、永达汽车。
- **风险提示：**1) 电动车渗透率提升，对售后需求降低；2) 第三方后市场蚕食传统经销商的份额；3) 豪华品牌销量不及预期；4) 二手车政策不及预期；5) 车险费改大幅降低经销商保险佣金收入。

## 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

## 行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2020版权所有。保留一切权利。