

## 買入

2021年8月31日

### 新能源汽車廣告收入大幅增長，但傳統核心業務收入受阻

- 財報摘要：**2021Q2 公司收入為 19.4 億人民幣，同比下降 16.2%，略超彭博一致預期；毛利率為 86.5%，同比下降 200bps；經營利潤為 6.7 億人民幣，同比下降 22.7%，經營利潤率為 34.7%；毛利及經營利潤的同比下降主要因為天天拍的費用並表以及去年疫情期間宣傳開支減少導致。GAAP 歸母淨利潤 7.5 億人民幣，同比下降 8.4%；Non-GAAP 淨利潤 7.9 億人民幣，同比下降 10.3%。Non-GAAP 攤薄每股收益 1.56 人民幣。公司移動端 DAU 數量進一步增長至 4410 萬，同比增長 16.1%。
- 新能源汽車廣告收入大幅增長，但傳統核心業務收入受阻：**根據乘聯會資料，今年 6-7 月中國狹義乘用車零售銷量分別下滑 5%、6%。由於汽車晶片短缺、原材料上漲等因素，汽車廠商壓縮廣告預算。本季度公司媒體收入為 6 億人民幣，同比下降 35.6%；銷售線索收入 7.4 億人民幣，同比下降 11.5%。但隨著新興電動汽車品牌和傳統汽車製造商對新能源汽車的投資，智慧新能源汽車市場競爭加劇。公司擴大了與新能源汽車廠商的合作，為 20 個新能源廠商提供一攬子銷售解決方案，來自新能源廠商的收入增長 238%。
- 將發佈戰略升級，加速資料、新能源、二手車發展：**本季度公司線上市場收入為 5.9 億人民幣，同比增長 10%，主要是因為資料產品業務同比增長 47% 的拉動作用。此外，公司表示天天拍車已經於 6 月實現盈虧平衡，公司未來將積極發展二手車業務，通過整合天天拍車，汽車之家實現了 C2B2C 的全生命週期覆蓋。公司計畫於 9 月 15 日公佈 4.0 戰略升級計畫，探索更多的市場機會並確保公司長期增長。
- 目標價 60.00 美元/116.81 港元，維持買入評級：**考慮到今年中國汽車市場的銷售不確定性增大，主機廠及經銷商的廣告投放更為謹慎，我們下調了公司今年的營收預測。根據 DCF 法，取 WACC=15%，永續增長率為 1%，下調匯率至 6.5，下調目標價至 60.00 美元/116.81 港元，較當前股價有 45.03%/48.61% 提升空間，維持買入評級。
- 風險提示：**宏觀經濟因素導致乘用車銷售市場進一步轉劣；汽車廣告市場競爭；資料產品及服務銷售不及預期；人民幣貶值風險。

韓嘯宇

+852-25222101

Peter.han@firstshanghai.com.hk

Chuck Li

+852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

#### 主要資料

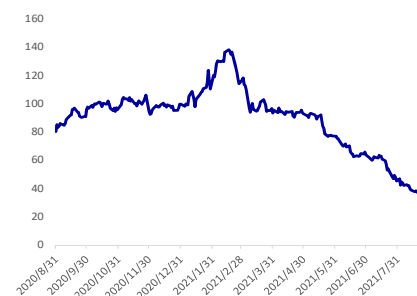
行業	TMT
股價	41.37 美元/78.60 港元
目標價	60.00 美元/116.81 港元 (+45.03%/+48.61%)
股票代碼	ATHM
已發行股本	5.04 億股
市值	51.7 億美元
52 周高/低	147.67/35.65 美元
每股帳面值	27.04 美元
主要股東	Ping An Insurance Co. Ltd. 44.5% Kayne Anderson Budnick 8.5% Comgest Global Investors 3.6%

#### 盈利摘要

截至12月31日止財政年度	19年历史	20年历史	21年预测	22年预测	23年预测
总营业收入 (千美元)	1,295,500	1,332,086	1,360,696	1,489,277	1,614,706
变动	16.4%	2.8%	2.1%	9.4%	8.4%
Non-GAAP净利润 (千美元)	524,389	557,076	535,036	587,044	634,422
Non-GAAP每ADS盈利 (美元)	4.39	4.63	4.46	4.90	5.29
变动	9.4%	5.5%	-3.7%	9.7%	8.1%
基于41.37美元的市盈率 (估)	9.4	8.9	9.3	8.5	7.8
每ADS派息 (美元)	0.00	0.87	0.78	0.85	0.92
股息现价比	0.00%	1.45%	1.29%	1.42%	1.53%

來源：公司資料，第一上海預測

#### 股價表現



來源：彭博

# 附錄：主要財務報表

## 損益表

<人民币千元>，财务年度截至<十二月三十一日>

	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测
<b>收入</b>	<b>8,420,751</b>	<b>8,658,559</b>	<b>8,844,523</b>	<b>9,680,302</b>	<b>10,495,589</b>
毛利	7,460,459	7,697,389	7,650,513	8,402,502	9,131,162
销售及管理费用	-3,411,312	-3,628,350	-3,542,201	-3,856,642	-4,195,483
研发费用	-1,291,054	-1,364,227	-1,450,502	-1,548,848	-1,658,303
<b>经营利润</b>	<b>3,235,792</b>	<b>3,148,027</b>	<b>3,082,347</b>	<b>3,422,945</b>	<b>3,718,191</b>
其他业务净额	465,214	520,485	424,537	425,933	440,815
财务开支	0	0	0	0	0
联营公司等	0	0	0	0	0
<b>税前盈利</b>	<b>3,701,006</b>	<b>3,668,512</b>	<b>3,506,884</b>	<b>3,848,879</b>	<b>4,159,005</b>
所得税	-500,361	-260,945	-249,448	-273,775	-295,834
<b>净利润</b>	<b>3,199,966</b>	<b>3,405,229</b>	<b>3,257,436</b>	<b>3,575,104</b>	<b>3,863,171</b>
少数股东应占利润	0	0	0	0	0
本公司股东应占利润	3,199,966	3,405,229	3,257,436	3,575,104	3,863,171
<b>折旧及摊销</b>	<b>106,941</b>	<b>158,229</b>	<b>174,022</b>	<b>209,401</b>	<b>242,279</b>
EBITDA	3,807,268	3,824,403	3,680,907	4,058,280	4,401,284
<b>增长(%)</b>					
总收入	16.4	2.8	2.1	9.4	8.4
EBITDA	14.0	0.5	-3.8	10.3	8.5

## 资产负债表

	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测
<b>现金</b>	<b>1,988,298</b>	<b>1,751,222</b>	<b>4,969,863</b>	<b>8,482,282</b>	<b>12,287,532</b>
应收账款	3,231,486	3,124,197	2,691,380	2,878,109	2,990,795
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	11,138,598	13,488,661	13,488,661	13,488,661	13,488,661
<b>总流动资产</b>	<b>16,358,382</b>	<b>18,364,080</b>	<b>21,149,904</b>	<b>24,849,052</b>	<b>28,766,987</b>
固定资产	281,773	410,081	526,340	633,345	732,785
无形资产	1,532,024	4,511,812	4,511,812	4,511,812	4,511,812
商誉	71,664	70,418	70,418	70,418	70,418
银行存款及其他	879,040	276,867	276,867	276,867	276,867
<b>总资产</b>	<b>19,155,865</b>	<b>23,730,845</b>	<b>26,632,928</b>	<b>30,439,081</b>	<b>34,456,457</b>
应付账款	2,417,438	2,577,709	2,329,184	2,627,979	2,784,869
短期银行借款	0	0	0	0	0
其他短期负债	1,548,465	1,607,974	1,936,891	2,348,037	2,861,969
<b>总短期负债</b>	<b>3,965,903</b>	<b>4,185,683</b>	<b>4,266,075</b>	<b>4,976,016</b>	<b>5,646,838</b>
长期银行借款	0	0	0	0	0
其他负债	584,021	736,370	736,370	736,370	736,370
<b>总负债</b>	<b>4,549,924</b>	<b>4,922,053</b>	<b>5,002,445</b>	<b>5,712,386</b>	<b>6,383,208</b>
少数股东权益	-23,156	126,821	126,821	126,821	126,821
<b>股东权益</b>	<b>14,605,941</b>	<b>18,808,792</b>	<b>21,630,483</b>	<b>24,726,695</b>	<b>28,073,248</b>
每股账面值(摊薄)	126	159	181	207	235
营运资产	12,392,479	14,178,397	16,883,829	19,873,036	23,120,149

資料來源：公司資料，第一上海預測

## 财务分析

	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测
<b>盈利能力</b>					
毛利率(%)	88.60%	88.90%	86.50%	86.80%	87.00%
经营利润率(%)	38.43%	36.36%	34.85%	35.36%	35.43%
EBITDA 利率(%)	45.21%	44.17%	41.62%	41.92%	41.93%
净利率(%)	38.00%	39.33%	36.83%	36.93%	36.81%
<b>营运表现</b>					
销售及管理费用/收入(%)	40.51%	41.90%	40.05%	39.84%	39.97%
研发费用/收入(%)	15.33%	15.76%	16.40%	16.00%	15.80%
实际税率(%)	13.52%	7.11%	7.11%	7.11%	7.11%
股息支付率(%)	0.00%	19.12%	20.00%	20.00%	20.00%
应收账款天数	152.1	137.7	120.0	105.0	102.1
应付账款天数	1080.7	949.3	750.0	708.0	724.0
<b>财务状况</b>					
总负债/总资产	0.24	0.21	0.19	0.19	0.19
收入/净资产	0.58	0.46	0.41	0.39	0.37
经营性现金流/收入	0.34	0.38	0.47	0.47	0.47

## 现金流量表

	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测
<b>EBITDA</b>	<b>3,807,268</b>	<b>3,824,403</b>	<b>3,680,907</b>	<b>4,058,280</b>	<b>4,401,284</b>
净融资成本	0	0	0	0	0
经营资金变化	-892,566	-593,553	513,209	523,212	558,137
所得税	-500,361	-260,945	-249,448	-273,775	-295,834
其他	475,028	355,726	215,742	236,129	256,016
<b>经营现金流</b>	<b>2,889,369</b>	<b>3,325,631</b>	<b>4,160,409</b>	<b>4,543,846</b>	<b>4,919,603</b>
资本开支	-204,113	-263,892	-290,281	-316,407	-341,719
其他投资活动	-964,154	-2,721,566	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,168,267</b>	<b>-2,985,458</b>	<b>-290,281</b>	<b>-316,407</b>	<b>-341,719</b>
负债变化	0	0	0	0	0
股本变化	68,676	104,154	0	0	0
股息	0	0	0	0	0
其他融资活动	-13,250	-651,121	-651,487	-715,021	-772,634
<b>融资活动现金流</b>	<b>55,426</b>	<b>-546,967</b>	<b>-651,487</b>	<b>-715,021</b>	<b>-772,634</b>
汇兑变化	-13,250	-17,556	0	0	0
<b>现金变化</b>	<b>1,763,278</b>	<b>-224,350</b>	<b>3,218,641</b>	<b>3,512,419</b>	<b>3,805,250</b>
期初持有现金	211,970	1,993,498	1,769,148	4,969,863	8,482,282
<b>期末持有现金</b>	<b>1,975,248</b>	<b>1,769,148</b>	<b>4,987,789</b>	<b>8,482,282</b>	<b>12,287,532</b>

## 第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制並只作私人一般閱覽。未經第一上海書面批准，不得複印、節錄，也不得以任何方式引用、轉載或傳送本報告之任何內容。本報告所載的內容、資料、資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請或要約或構成對任何人的投資建議。閣下不應依賴本報告中的任何內容作出任何投資決定。本報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向、財務情況或任何特別需要。閣下應根據本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素作出本身的投資決策。

本報告所載資料來自第一上海認為可靠的來源取得，但第一上海不能保證其準確、正確或完整，而第一上海或其關聯人士不會對因使用/參考本報告的任何內容或資料而引致的任何損失而負上任何責任。第一上海或其關聯人士可能會因應不同的假設或因素發出其它與本報告不一致或有不同結論的報告或評論或投資決策。本報告所載內容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其關聯人士可能會持有本報告內所提及到的證券或投資專案，或提供有關該證券或投資專案的證券服務。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。