

广汇汽车 (600297.SH) 多重边际改善, 经销龙头蓄势待发

2021年05月27日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 增持 (首次)

邓健全 (分析师)

dengjianquan@kysec.cn

证书编号: S0790521040001

日期	2021/5/27
当前股价(元)	2.91
一年最高最低(元)	4.66/2.31
总市值(亿元)	236.01
流通市值(亿元)	236.01
总股本(亿股)	81.10
流通股本(亿股)	81.10
近3个月换手率(%)	59.03

● 汽车经销龙头基本面拐点初现

公司作为国内规模最大的汽车经销龙头, 渠道资源深厚、品牌布局全面, 伴随乘用车行业回暖、代理品牌周期上行、售后市场规模增长以及公司豪华品牌占比提升等多重改善, 我们认为公司基本面有望拐点向上。预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 1734.8/1861.6/1995.3 亿元, 归母净利润分别为 26.0/30.5/35.3 亿元, 每股收益 0.32/0.38/0.43 元/股, 对应当前股价 PE 为 9.1/7.7/6.7 倍, 相较于港股汽车经销商估值中枢公司估值处于较低水平, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

● 单车营收稳步提升, 推动整车业务复苏

公司整车销售业务中豪华品牌占比逐年提升, 带动单车营收稳步提升, 从而不断优化公司的利润结构。2020 年公司网点门店进行了较大幅度的调整升级, 销量有所下滑, 但受益品牌升级趋势, 单车营收 2020 年同比增长 11.3% 至 18.2 万元。捷豹路虎过去三年处于弱周期, 一定程度上拖累公司业绩, 2020 年下半年至今, 捷豹路虎复苏较为强劲, 有望助力公司整车业务量价齐升。

● 双保产品有望助力公司分享汽车存量市场红利

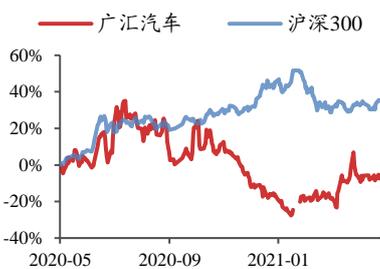
据德勤预计, 2025 年我国汽车后市场维保规模有望突破 1.7 万亿元。公司以新车销售引流, 推出双保产品提高客户粘性, 客户生命周期从 3 年延长至 6 年, 有效提高了客户保有率, 公司维保及衍生业务规模有望实现稳步增长, 从而带来毛利贡献的提高。

● 二手车业务经纪转经销模式有望进一步释放利润空间

二手车交易增值税降至 0.5%, 便于经销商开展二手车经销业务、布局二手车产业链上下游检测、拍卖、维保等系列服务。公司计划打造二手车独立品牌, 统一检测标准并完善售后服务。作为全国最大乘用车经销商集团, 公司渠道分布广、业务体系全, 开展二手车业务具备天然优势, 利润空间或进一步得到释放。

● 风险提示: 代理品牌销量不及预期、二手车业务不及预期、资产减值风险

股价走势图



数据来源: 贝格数据

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	170,456	158,442	173,481	186,156	199,528
YOY(%)	2.6	-7.0	9.5	7.3	7.2
归母净利润(百万元)	2,601	1,516	2,596	3,050	3,526
YOY(%)	-20.2	-41.7	71.3	17.5	15.6
毛利率(%)	9.8	8.2	9.3	9.5	9.8
净利率(%)	1.5	1.0	1.5	1.6	1.8
ROE(%)	7.4	3.9	6.3	6.9	7.5
EPS(摊薄/元)	0.32	0.19	0.32	0.38	0.43
P/E(倍)	9.1	15.6	9.1	7.7	6.7
P/B(倍)	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 汽车经销龙头，有望迎来经营拐点	4
1.1、 渠道广泛+品牌多元，筑公司核心竞争力	4
1.2、 门店调整品牌升级，业绩有望迎收获期	6
2、 整车销售业务：豪华品牌比例提升，产品周期上行贡献增量	8
2.1、 汽车经销商业模式：新车引流、售后盈利	8
2.2、 品牌优化升级，单车价值量显著提升	9
2.3、 豪华品牌维持高景气，产品周期上行带来边际改善	10
2.4、 开展新能源车销售，未来销量占比有望提升	12
3、 汽车后市场业务：毛利占比稳步提升，业绩周期有望逐步平滑	14
3.1、 保有量增长+车龄上升驱动，2025 年汽车售后维保市场规模或突破 1.7 万亿元	14
3.2、 售后及佣金代理业务毛利占比稳定提高	14
3.3、 无忧双保增强客户黏性，助力后市场稳步增长	16
3.4、 二手车业务由佣金模式向零售模式转变，公司盈利能力有望提高	17
3.5、 成立国网广汇，发力新能源车后市场服务	18
4、 数字化升级，向汽车数据运营科技公司全面转型	19
5、 盈利预测与投资建议	20
6、 风险提示	21
附： 财务预测摘要	22

图表目录

图 1： 2020 年公司营收与汽车销量位居行业第一	4
图 2： 2016-2020 年公司 4S 店以中高端和豪华品牌居多	4
图 3： 2015-2020 年公司豪华品牌 4S 店数量占比逐渐提升	4
图 4： 2020 年公司门店活跃客户分布均匀	5
图 5： 2020 年公司经营网点分布范围广泛（个）	5
图 6： 2020 年公司 4S 经销商数量大幅领先其他汽车经销公司	6
图 7： 2015-2020 年公司营收结构中整车销售贡献收入最多（亿元）	6
图 8： 2015-2020 年售后维修及佣金代理为公司贡献主要毛利（亿元）	6
图 9： 2015-2021Q1 公司毛利率与净利率相对稳定	7
图 10： 2021Q1 公司净利润同比大幅提升	7
图 11： 2020 年公司进行门店调整，关闭 28 家 4S 店（家）	7
图 12： 2020 年公司进行门店调整，关闭 43 家门店（家）	7
图 13： 2014-2017 年百强经销商收入结构中新车销售占比最高	8
图 14： 2014-2017 年百强经销商毛利结构中服务与配件占比较高	8
图 15： 2018-2020 年中国乘用车年度销量同比下滑	8
图 16： 2020 年下半年以来中国乘用车月度销量同比增长	8
图 17： 2020 年受疫情以及门店调整影响，公司营收略有下降	9
图 18： 2015-2020 年公司整车销售毛利率较为平稳	9
图 19： 2015-2020 年公司单车销售收入逐年提升	9
图 20： 2015-2020 年公司豪华品牌 4S 店占比逐年提升	9
图 21： 2017-2021 年 4 月豪华品牌销量（千辆）增速高于主流合资以及自主品牌	10
图 22： 2018-2021M4 BBA 销量领先其他豪华品牌（千辆）	10

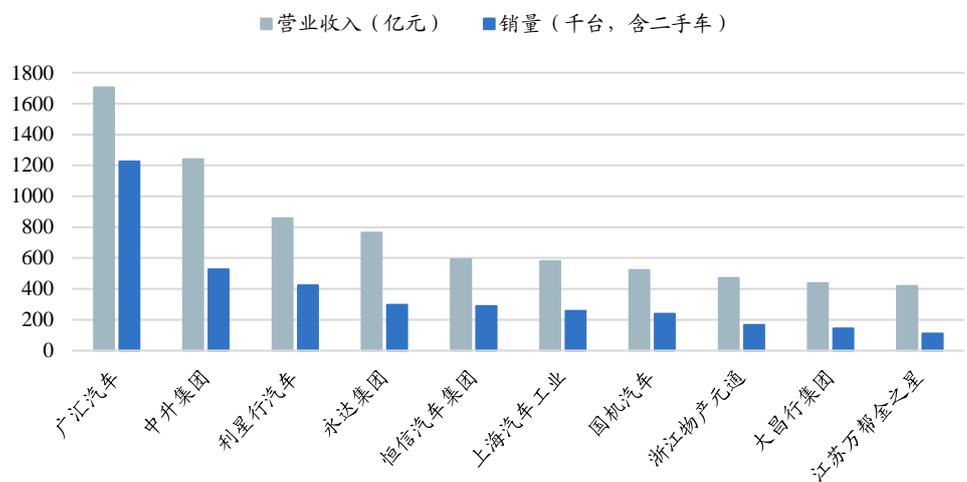
图 23:	2018-2021M4 捷豹路虎销量同比增速由负转正 (%)	10
图 24:	2020 年广汇宝信汽车销售以宝马、捷豹路虎等豪华品牌为主	11
图 25:	2020 年广汇宝信汽车销售收入中宝马、捷豹路虎合计占比约 74%	11
图 26:	2017-2020 年广汇宝信营收结构以豪华品牌为主	11
图 27:	公司加快新能源车业务布局	12
图 28:	2020 年公司纯电、油电汽车销量占比约 4%	12
图 29:	新能源车企销售模式在业务发展初期以直销为主, 中后期或采取经销模式	13
图 30:	2025 年中国汽车后市场维保市场规模有望突破 1.7 万亿元	14
图 31:	2018 年我国 47% 的汽车保有量车龄在 5 年以上	14
图 32:	2016-2019 年公司维修服务及佣金代理营收稳步增长	15
图 33:	2016-2020 年公司基盘客户数量持续增长	15
图 34:	2016-2019 年公司售后进场台次稳步增长	15
图 35:	2016-2020 年公司单台次售后维修收入提高约 400 元	15
图 36:	2016-2019 年公司维修服务及佣金代理毛利占比提高约 9pcts	16
图 37:	2020 年公司无忧、双保产品渗透率大幅提升 (%)	16
图 38:	政策利好, 国内二手车月度交易量中枢上行	17
图 39:	2019 年国内二手车市场规模接近万亿元	17
图 40:	2016-2019 年公司二手车经销及代理交易数量逐年增长	18
图 41:	公司数字化战略立足客户池、产品池、服务池	19
表 1:	公司经销品牌布局全面	5
表 2:	2021 年一季度捷豹路虎主要车型销量 (辆) 及同比增速	12
表 3:	汽车厂商营销渠道多维度对比	13
表 4:	公司营收拆分及预测 (亿元)	20
表 5:	可比公司 PE/PEG 估值	21

1、汽车经销龙头，有望迎来经营拐点

1.1、渠道广泛+品牌多元，筑公司核心竞争力

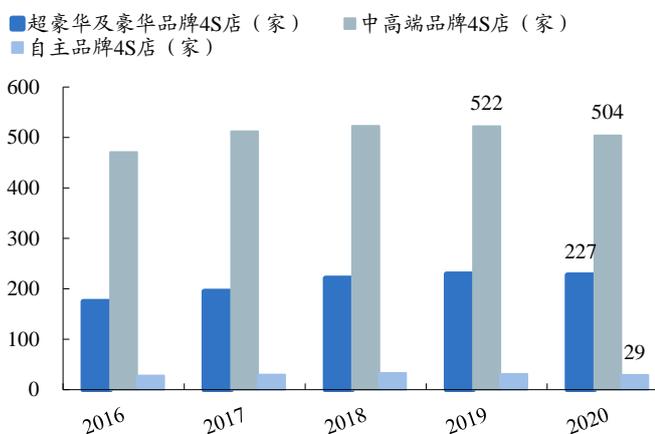
公司是国内最具规模的汽车经销龙头，营收与销量位列第一。在 2010-2020 年中国汽车流通协会颁布的“中国汽车经销商集团百强排行榜”中，广汇汽车 9 次登顶，近六年连续保持第一，营收体量与汽车销量均领先其他经销公司。公司形成了覆盖全国的网络布局，截至 2020 年拥有 809 个营业网点，包含 760 家 4S 店，其中中高端品牌 4S 店 504 家，豪华品牌 4S 店 227 家。公司豪华品牌 4S 店数量占比逐年提高，从 2015 年的 13.1% 上升至 2020 年的 29.9%。

图1：2020 年公司营收与汽车销量位居行业第一



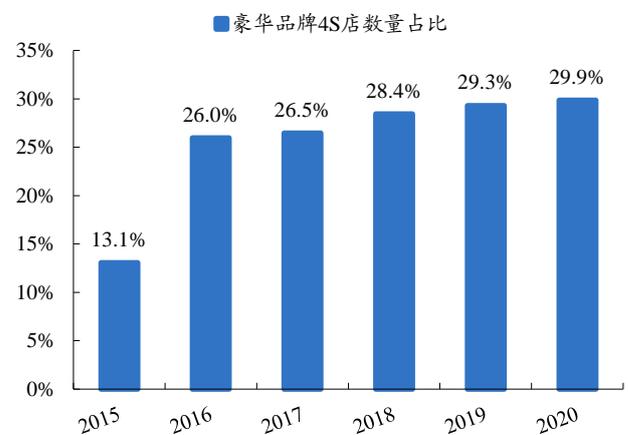
数据来源：中国汽车流通协会、开源证券研究所

图2：2016-2020 年公司 4S 店以中高端和豪华品牌居多



数据来源：公司年报、开源证券研究所

图3：2015-2020 年公司豪华品牌 4S 店数量占比逐渐提升



数据来源：公司年报、开源证券研究所

公司品牌布局全面。公司布局了 50 余个不同档次的乘用车品牌，同时覆盖了法拉利、玛莎拉蒂、保时捷、劳斯莱斯等超豪华品牌。目前公司已位居包括宝马、奥迪、沃尔沃、捷豹路虎、玛莎拉蒂等豪华品牌的第一销售阵营。2020 年，公司的品牌布局逐渐向品牌力和产品竞争力较强的德系和日系集中，德系和日系品牌销量占比达到 66.6%。

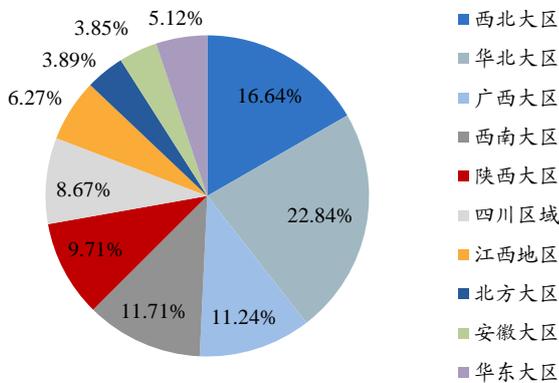
表1: 公司经销品牌布局全面

	品牌名			
	劳斯莱斯	玛莎拉蒂	捷豹路虎	凯迪拉克
豪华及超豪华品牌	林肯	保时捷	法拉利	奥迪
	奔驰	宝马	英菲尼迪	雷克萨斯
	一汽大众	广汽本田	一汽丰田	东风日产
中高端品牌	红旗	沃尔沃	长安福特	东风雪铁龙
	通用别克	北京现代	通用雪佛兰	东风本田
	东风悦达起亚	斯柯达	上汽汽车	上海大众
	东风标致	一汽马自达	江淮瑞风	依维柯
	雷诺	长安铃木	东南汽车	长城汽车
	别克	上汽荣威	广汽传祺	广汽三菱
	捷达	江淮大众	北京现代	依维柯
	自主品牌	长城汽车	长安汽车	宝骏

资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司经销网络遍布全国，门店活跃客户分布均匀。截至 2020 年，公司网点覆盖全国 28 个省及自治区，在全国各地均拥有活跃的经销门店。西北、华北、广西、西南等大区门店活跃客户占比超过 10%。截至 2020 年底，公司拥有 5798 亩土地，大部分分布于全国一、二线城市，由于购置取得时间早，取得成本低，不动产的保值增值为公司提供潜在的回报，并支持主营业务的稳步发展。

图4: 2020 年公司门店活跃客户分布均匀

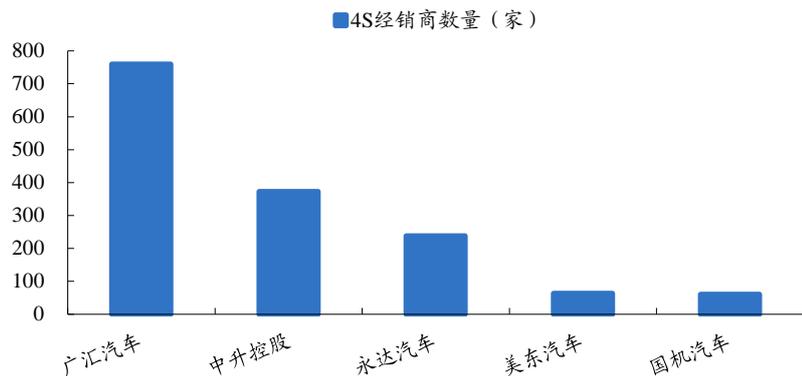


数据来源：公司年报、开源证券研究所

图5: 2020 年公司经营网点分布范围广泛 (个)



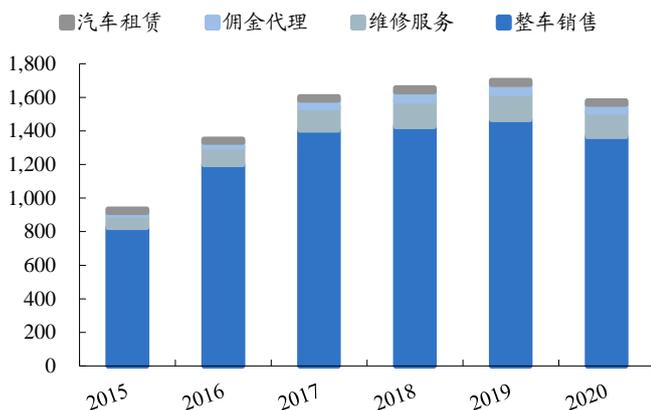
资料来源：公司官网

图6：2020年公司4S经销商数量大幅领先其他汽车经销公司


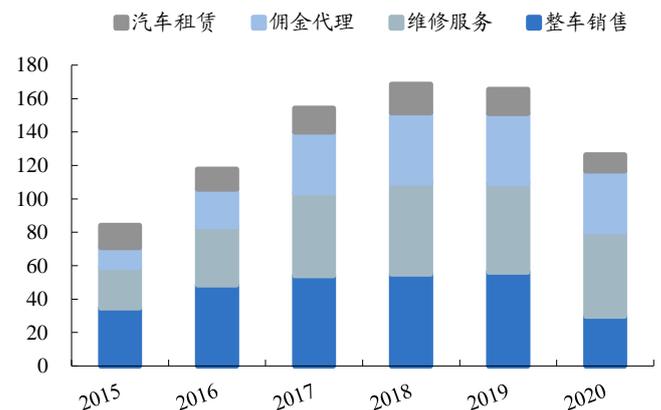
数据来源：各公司官网、开源证券研究所

1.2、门店调整品牌升级，业绩有望迎收获期

整车销售收入占比高但毛利率低，售后维修与佣金代理业务贡献主要毛利。2020年公司整车销售、维修服务与佣金代理业务营收占比分别为86.3%、9.1%和3.0%，但从毛利结构上看，三项业务毛利占比分别为22.8%、38.8%和27.9%，营收结构与毛利结构呈现出显著差异，原因系经销模式下，整车销售毛利率较低（公司历史上约为2%-4%），而维修服务与佣金代理业务凭借较高的毛利率（历史上约为35%、75%）成为盈利的主要来源。

图7：2015-2020年公司营收结构中整车销售贡献收入最多（亿元）


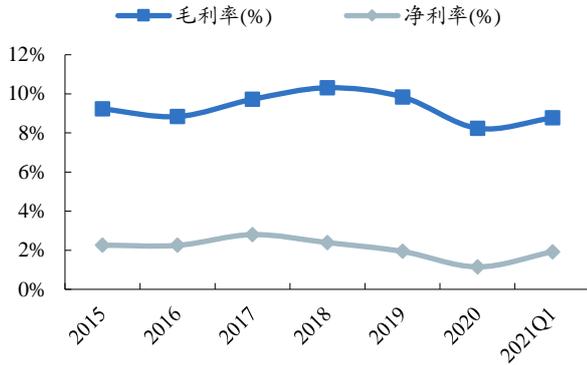
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2015-2020年售后维修及佣金代理为公司贡献主要毛利（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

2020年公司进行了较大幅度的门店调整，后续有望迎来经营拐点。2020年受疫情以及公司门店结构调整，毛利率与净利率有所下滑。2020年公司关闭43家门店，包括28家4S店，由于关店清理库存与改造升级后重新开业约需要半年至一年的过渡时间，一定程度上影响了当期销量。受益于门店结构的升级优化，经营能力将有望提升。

图9: 2015-2021Q1 公司毛利率与净利率相对稳定



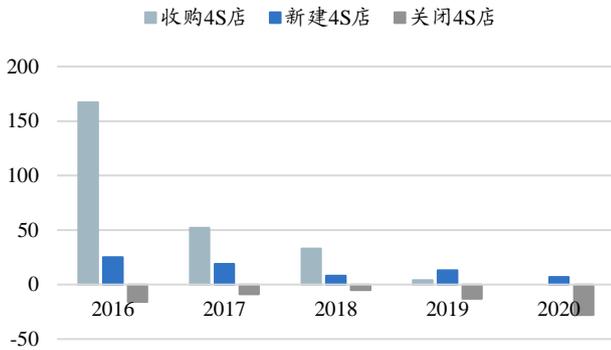
数据来源: Wind、开源证券研究所

图10: 2021Q1 公司净利润同比大幅提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 2020 年公司进行门店调整, 关闭 28 家 4S 店(家)



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图12: 2020 年公司进行门店调整, 关闭 43 家门店(家)



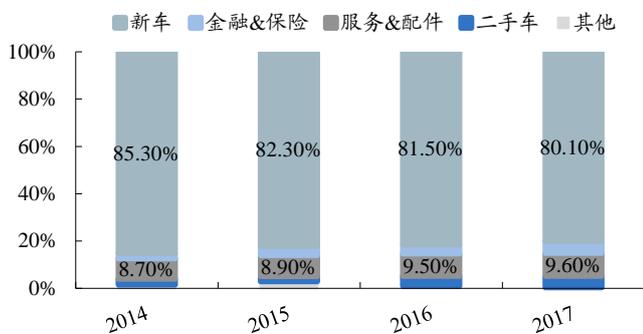
数据来源: 公司年报、开源证券研究所

2、整车销售业务：豪华品牌比例提升，产品周期上行贡献增量

2.1、汽车经销商业模式：新车引流、售后盈利

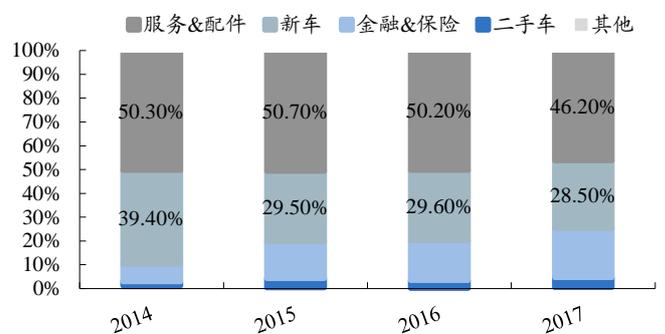
汽车经销商的商业模式体现为新车销售引流、售后服务与汽车金融盈利。经销商作为连接整车厂和消费者的重要环节，主要业务有新车销售、售后服务、二手车、金融衍生品等。根据中国汽车流通协会数据，百强经销商集团的收入结构以新车销售为主，2014-2017年占比超80%，但毛利占比逐年递减，2017年仅不到30%。售后服务与零部件供应的收入占比不到10%，但贡献约50%的毛利。汽车金融与保险服务也为重要的毛利润来源。汽车经销商基本形成了新车销售引流、售后服务与汽车金融盈利的模式。

图13：2014-2017年百强经销商收入结构中新车销售占比最高



数据来源：中国汽车流通协会、开源证券研究所

图14：2014-2017年百强经销商毛利结构中服务与配件占比较高



数据来源：中国汽车流通协会、开源证券研究所

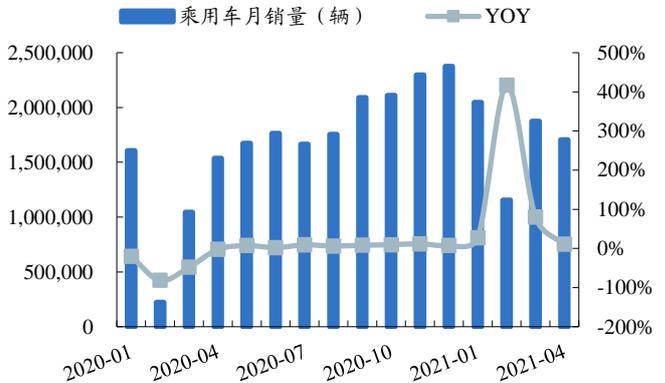
乘用车行业逐步回暖，经销商新车销售业务有望恢复上行。在经历连续三年的销量下滑后（2018、2019、2020年分别下滑4%、10%、6%），2021年乘用车销量有望企稳回升。从月度销量数据来看，2021年1-4月同比增速分别为27.5%、416.9%、79.8%、10.9%，景气度的回升有望推动经销商新车销售业务重新进入上行区间。

图15：2018-2020年中国乘用车年度销量同比下滑



数据来源：中汽协、开源证券研究所

图16：2020年下半年以来中国乘用车月度销量同比增长

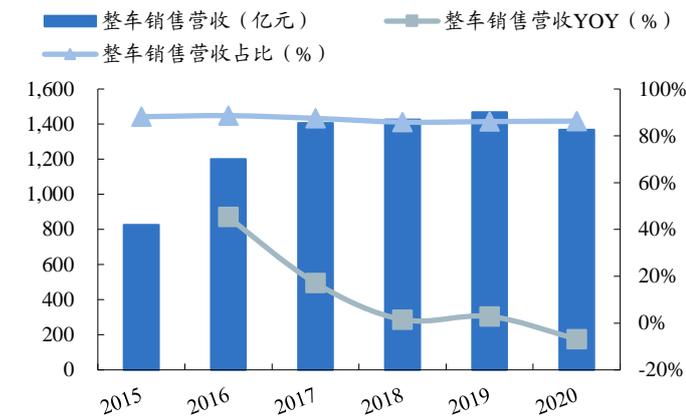


数据来源：中汽协、开源证券研究所

2.2、品牌优化升级，单车价值量显著提升

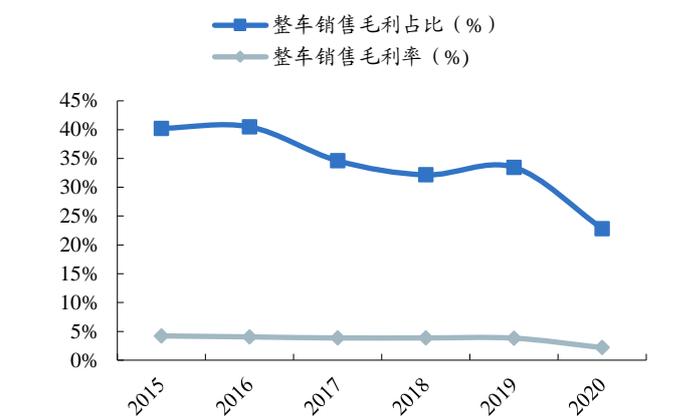
2020 年公司加大品牌升级力度，门店调整有望优化公司收入利润结构。2020 年公司整车销售实现营收 1367.5 亿元，销量为 75.1 万辆，市场占有率约为 4%。除去疫情，公司门店调整也对新车销量产生了一定的影响。公司 2020 年关闭 43 家门店，新开 11 家门店，对于经营情况较差或盈亏平衡但缺乏发展前景的门店进行优化，加大品牌的升级力度并推进新能源车的布局。2020 年单店新车销售的营业收入为 1.7 亿元，整体上较为平稳。

图17：2020 年受疫情以及门店调整影响，公司营收略有下降



数据来源：公司年报、开源证券研究所

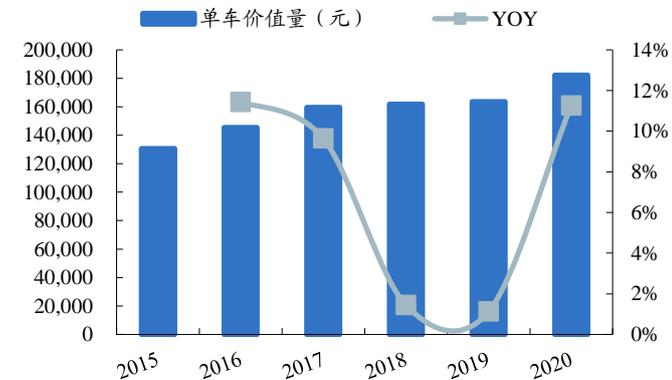
图18：2015-2020 年公司整车销售毛利率较为平稳



数据来源：公司年报、开源证券研究所

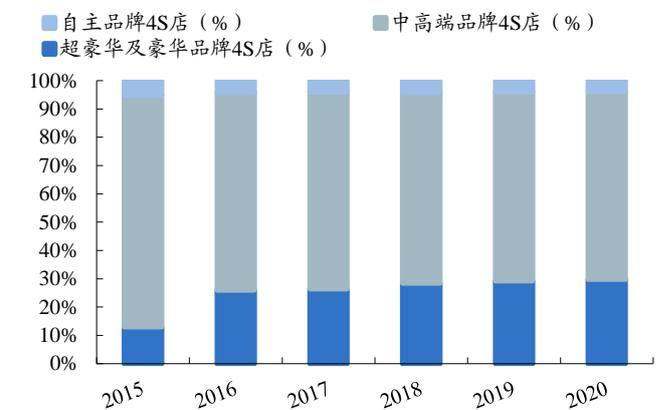
公司豪华品牌占比不断提高，带动单车价值量逐年增长。分品牌来看，2020 年公司中高端品牌、豪华品牌、自主品牌 4S 店占比分别为 66.3%、29.9%、3.8%，销量占比分别为 69.9%、25.6%、4.5%。豪华品牌的收入占比达 44.6%，毛利占比达 49.7%，体现了较强的盈利能力。2015-2020 年公司豪华品牌 4S 店占比逐年提高，不断优化公司收入利润结构，新车销售的单车价值量从 2015 年的 13.1 万提升至 2020 年的 18.3 万，CAGR 为 6.9%。

图19：2015-2020 年公司单车销售收入逐年提升



数据来源：公司年报、开源证券研究所

图20：2015-2020 年公司豪华品牌 4S 店占比逐年提升



数据来源：公司年报、开源证券研究所

2.3、豪华品牌维持高景气，产品周期上行带来边际改善

消费升级，豪华车增速强于整体车市，维持高景气度。2017-2021年4月，豪华品牌销量增速表现亮眼，尤其在2018-2020年行业低谷期，合资与自主品牌销量皆下滑的背景下，豪华品牌增速超两位数，逆市增长。2021年前4月份，自主品牌增速首超合资品牌，达到59.7%，接近豪华品牌的68.3%，全年自主品牌与合资品牌销量增速有望由负转正。

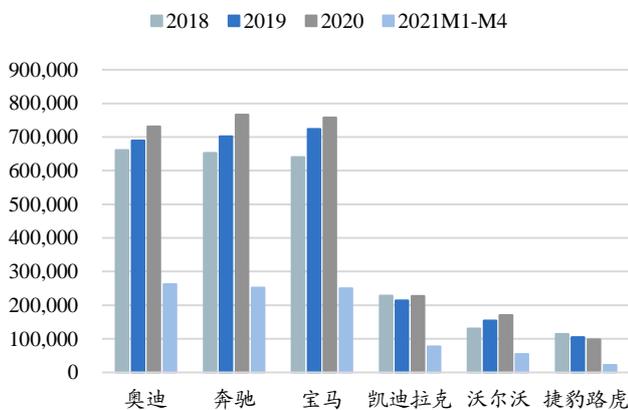
图21: 2017-2021年4月豪华品牌销量(千辆)增速高于主流合资以及自主品牌



数据来源：乘联会、开源证券研究所

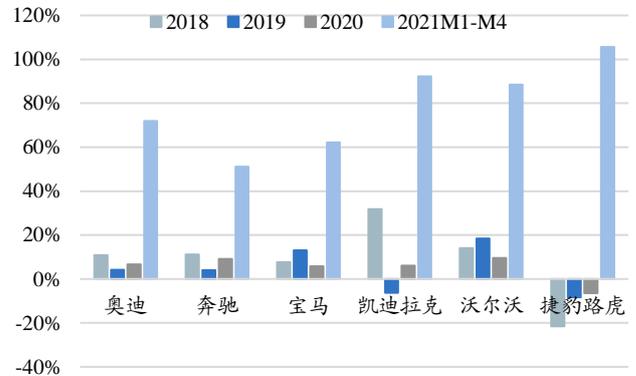
BBA销量增速保持平稳，捷豹路虎2018-2020年有所下滑，2021年至今反弹增速亮眼。具体分品牌来看，奥迪、奔驰、宝马销量2020年分别为73.1、76.7、75.8万辆，2018-2020年保持5%以上的增幅，在疫情影响的2020年仍分别实现6.6%、9.1%、5.8%的同比增速，成为豪华车市场的核心推动力。二线豪华车品牌中，凯迪拉克以22.7万辆的销量位居第四。而捷豹路虎2018-2020年表现不佳，销量分别为11.5、10.5、9.8万辆，2021年以来边际改善明显，前四月累计销量实现105.6%的同比增速，超过一线豪华品牌。

图22: 2018-2021M4 BBA销量领先其他豪华品牌(千辆)



数据来源：中国汽车流通协会、开源证券研究所

图23: 2018-2021M4 捷豹路虎销量同比增速由负转正(%)



数据来源：中国汽车流通协会、开源证券研究所

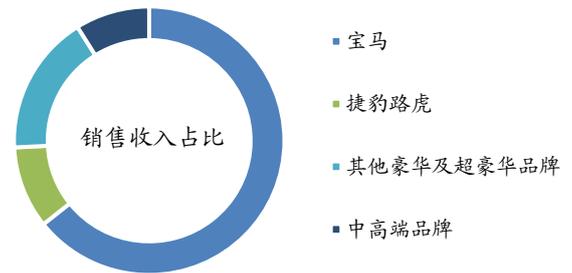
公司收购的广汇宝信主营宝马、捷豹路虎等豪华品牌，形成优势互补。广汇宝信是中国领先的豪华汽车经销商，2016 年被广汇汽车收购，成为其旗下重要的豪华品牌经营平台，同时也是宝马、捷豹路虎和玛莎拉蒂中国最大的经销商之一。其中捷豹路虎销量市占率约为 13%，为国内第一。从 2020 年品牌销量结构上看，宝马占据 59.4%，捷豹路虎占据 6.5%，其他豪华品牌与中高端品牌分别占比 12.5%、21.6%。品牌结构与以中高端为主的广汇汽车形成良好互补。

图24: 2020 年广汇宝信汽车销售以宝马、捷豹路虎等豪华品牌为主



数据来源: 公司 2020 年度业绩发布资料、开源证券研究所

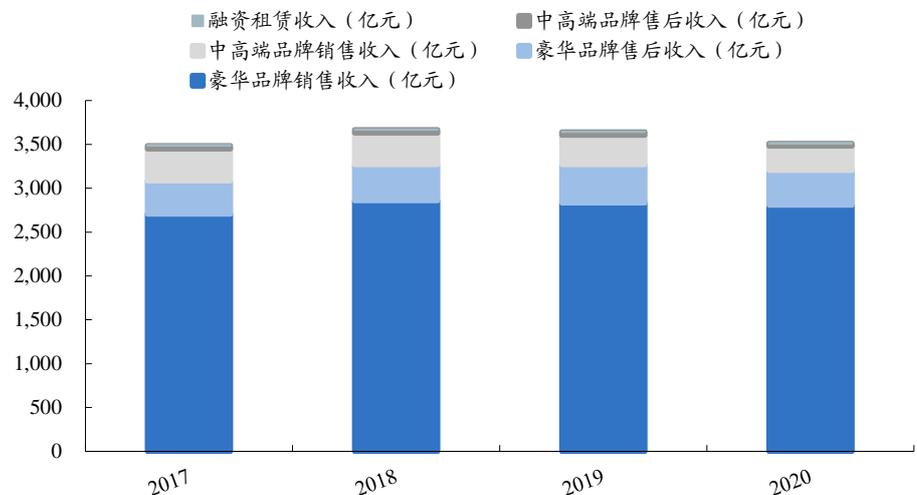
图25: 2020 年广汇宝信汽车销售收入中宝马、捷豹路虎合计占比约 74%



数据来源: 公司 2020 年度业绩发布资料、开源证券研究所

2021 年捷豹路虎产品周期上行是重要的边际改善变量。2016-2020 年广汇宝信净利润波动较大，主要系代理的豪华品牌捷豹路虎处于弱车型周期。捷豹路虎 2018-2020 年销量分别下滑 21.6%、8.3%、6.4%，但 2020 年下半年开始逐月改善，2021 年前四月累计销量增速达 105.6%。2020 年 7 月全新路虎卫士上市，销量增长强劲。2021 年，捷豹 I-Pace、全新一代捷豹 XJ，捷豹 J-Pace SUV 和路虎入门车型 Road Rover 四款车型将相继亮相。捷豹路虎产品周期上行，揽胜极光、发现神行、捷豹 XFL 等热销车型均有望为公司豪华品牌销售收入贡献重要增量。

图26: 2017-2020 年广汇宝信营收结构以豪华品牌为主



数据来源: 广汇宝信公司年报、开源证券研究所

表2: 2021年一季度捷豹路虎主要车型销量(辆)及同比增速

	2021M1	当月同比	2021M2	当月同比	2021M3	当月同比
发现神行	2170	32.24%	1394	11516.67%	1724	53.11%
揽胜极光	1113	78.37%	676	9557.14%	1108	348.58%
路虎汇总	3283	44.94%	2070	10794.74%	2832	106.26%
捷豹 XFL	674	37.83%	406	6666.67%	1085	158.33%
E-PACE	412	122.70%	118	5800.00%	691	207.11%
捷豹 XEL	1226	-0.65%	810	16100.00%	165	153.85%
捷豹汇总	2312	21.17%	1334	10161.54%	1941	173.38%
奇瑞捷豹路虎汇总	5595	34.08%	3404	10537.50%	4773	129.14%

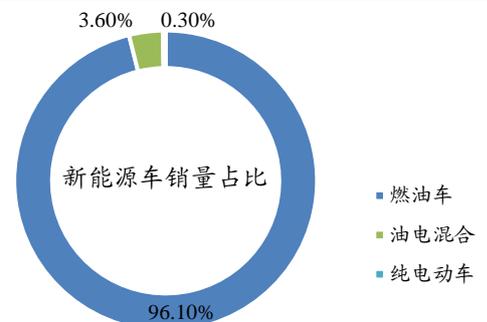
数据来源: 盖世汽车、开源证券研究所

2.4、开展新能源车销售，未来销量占比有望提升

公司 2021 年 4 月与北汽极狐签订合作协议标志公司新能源整车销售业务的开端。伴随新能源车由发展初级阶段迈向高级阶段，产业体系更趋完善，未来渗透率将持续提高。2020 年公司纯电、油电汽车销量占比分别提升 0.2、1.7pct，达到 0.3%、3.6%。

图27: 公司加快新能源车业务布局

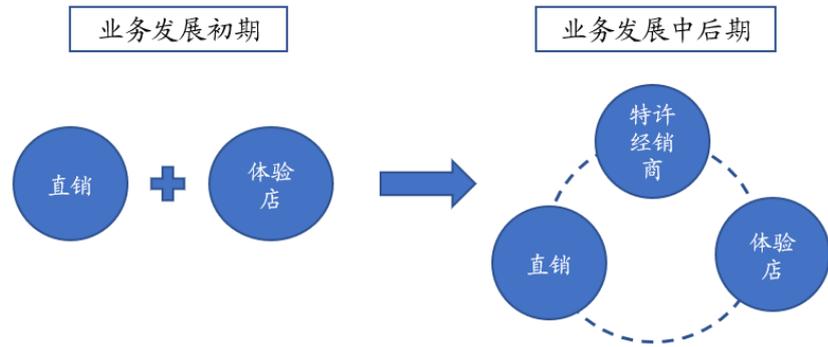

资料来源: 公司 2020 年度业绩发布资料、开源证券研究所

图28: 2020 年公司纯电、油电汽车销量占比约 4%


资料来源: 公司 2020 年度业绩发布资料、开源证券研究所

以特斯拉为代表的部分新能源车企采取厂商直销的模式，但考虑到投入产出比，我们认为经销模式未来仍将占据主导地位。直销的优势在于体现厂商的服务标准，通过完整的消费体验，塑造既定的品牌形象。而劣势在于厂商需建设电商平台，买地、租地用于建设线下门店，同时需承担库存和仓储成本，投入较大。而采取新建经销商或改造经销商的模式，库存仍由经销商承担，厂商的资金投入较小，推广支持方面可与原 4S 店协同。经销模式仍为新能源车企开展销售的最优选择。造车新势力在发展初期，直营模式起到更好的宣传作用，且由于销量规模小，自建门店在财务和运营上可以承担；随着规模扩大，继续采用直营模式带来的财务和运营压力将迅速扩大，如蔚来在初期完全自建 NIO house 进行汽车销售和售后服务，随着销量规模增长，逐步放开了 NIO Space 的加盟。

图29: 新能源车企销售模式在业务发展初期以直销为主, 中后期或采取经销模式



资料来源: 中国汽车流通协会、开源证券研究所

表3: 汽车厂商营销渠道多维度对比

	新建经销商	改造经销商	汽车超市	经销+厂家电商	厂商直营
品牌形象/客户体验	厂商可通过建店标准、流程标检要求等最大程度的统一外观和服务标准, 为客户塑造优良的品牌形象和客户体验。	厂商虽可通过外观标准、服务流程标准规范经销商, 但受制于现有4S店外观限制, 改造空间受限, 对于建立品牌辨识度存在一定影响。	厂商虽可通过外观标准、服务流程标准规范经销商, 但目前消费者仍习惯在汽车4S店购买新车(尤其是新能源车), 作为鱼龙混杂的卖场式购车渠道, 汽车超市不利于塑造品牌形象。	厂商虽仍可通过外观标准、服务流程标准规范代理商, 但在该模式下, 厂商对代理商的销售掌控较弱, 服务水平较难, 对塑造品牌形象存在一定挑战。	最能展现厂商的品牌形象, 体现厂商的服务标准, 通过完整的消费体验, 塑造既定的品牌形象。
厂商投入	库存由经销商承担, 厂商的资金投入较小, 厂商应对市场环境变化的空间较大。	库存仍由经销商承担, 厂商的资金投入较小, 推广支持方面或许能与原4S店协同。	库存由经销商承担, 厂商的资金投入很小, 但对市场售价和服务的情况无法掌控。	厂商需安排建设电商平台, 其自身需承担库存压力、仓储成本, 需要占用大量资金。	厂商需建设电商平台、买地/租地用于建设线下门店, 同时需承担库存和仓储成本, 投入巨大。
渠道商投入	经销商要买地/租地、建设展厅和车间, 前期投入巨大, 建设周期较长; 同时, 在运营时需要承担库存压力, 还要独立组建运营团队, 整体投入和风险都较大。	充分利用经销商现有土地、房产和运营团队, 仅需在前期进行外观布置的投入以及运营中承担库存压力, 整体投入适中。	充分利用经销商现有土地、房产和运营团队进行跨品牌的销售, 多品牌经营分摊了初期的建设投入, 同时在运营中一定程度分散了库存压力, 经销商整体投入适中。	代理商无需承担库存压力, 因此仅涉及部分前期外观布置的改造投入, 投入很低。	无渠道商(售后维保可通过特约维修店)。

资料来源: 世界经理人、开源证券研究所

3、汽车后市场业务：毛利占比稳步提升，业绩周期有望逐步平滑

3.1、保有量增长+车龄上升驱动，2025年汽车售后维保市场规模或突破1.7万亿元

汽车存量市场决定售后维保市场空间，2025年汽车售后维保市场规模或突破1.7万亿元。未来汽车存量市场规模的扩大有望带来售后维保等市场需求的稳步增长。据德勤预计，2025年我国汽车售后维保行业规模将突破1.7万亿元。

我国千人汽车保有量仅为美国1/5，保有量的稳步增长带来庞大汽车后市场服务需求。随着经济发展水平、汽车渗透率提高，我国汽车保有量市场或于2025年超过美国成为全球最大市场，由此带来庞大的汽车后市场服务需求，尤其是维保及二手车行业。

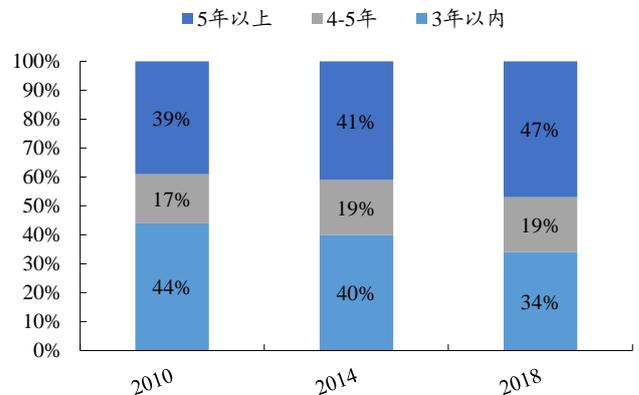
汽车保有市场车龄结构加速变化，售后维保市场或将成为行业下一轮的重要增长极。2010-2018年我国保有期5年以上的车辆占比大幅提升，2018年保有期5年以上车辆数市场占比达47%，较2010年提升8pcts。根据2018年车龄结构占比数据以及平均车龄上升的趋势，预计2021年超过50%的汽车保有量车龄在5年以上。

图30：2025年中国汽车后市场维保市场规模有望突破1.7万亿元



数据来源：《2020 中国汽车后市场白皮书》、德勤咨询、开源证券研究所

图31：2018年我国47%的汽车保有量车龄在5年以上

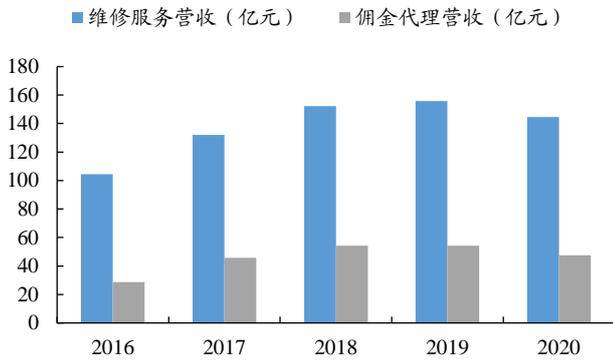


数据来源：《2019 中国汽车后市场白皮书》、德勤咨询、开源证券研究所

3.2、售后及佣金代理业务毛利占比稳定提高

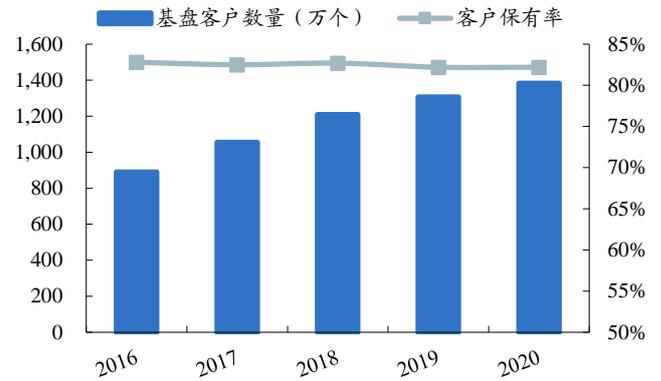
2016年-2019年公司底盘客户数量稳定增长，售后进场台次及单台次维修收入稳定提升。得益于整车销售规模的扩大以及优质增值服务产品的推出，公司底盘客户数量稳定增长，2016-2019年公司底盘客户数量年复合增速达13.6%。2016-2019年间，公司售后进场台次以及单台次维修收入稳健增长，伴随豪华车占比提升，单台次维修收入有望持续提高。

图32: 2016-2019 年公司维修服务及佣金代理营收稳步增长



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图33: 2016-2020 年公司基盘客户数量持续增长



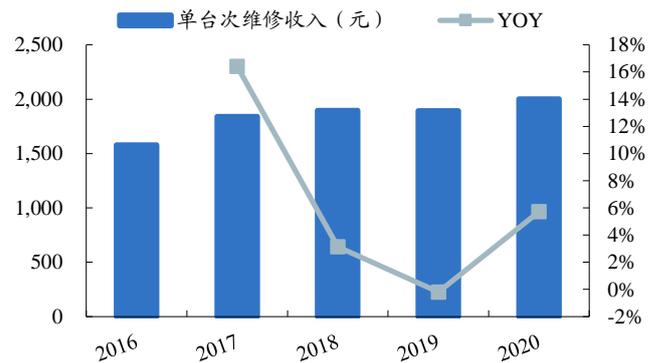
数据来源: 公司 2020 年度业绩发布资料、开源证券研究所

图34: 2016-2019 年公司售后进场台次稳步增长



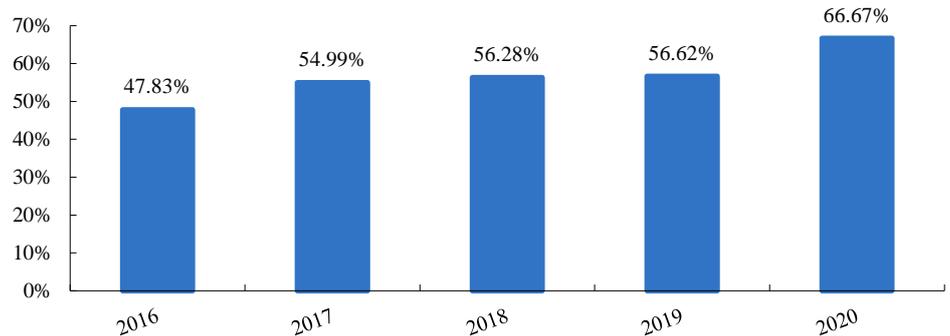
数据来源: 公司 2020 年度业绩发布资料、开源证券研究所

图35: 2016-2020 年公司单台次售后维修收入提高约 400 元



数据来源: 公司 2020 年度业绩发布资料、公司年报、开源证券研究所

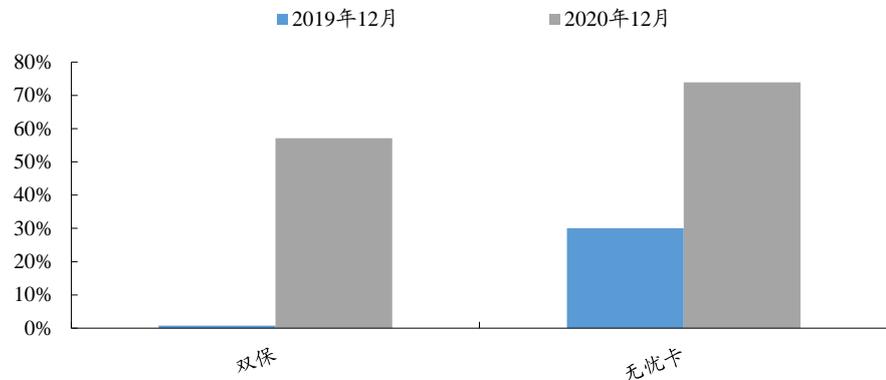
近年来, 公司维修服务、佣金代理合计毛利占比稳步提升, 2020 年比例达到约 67%, 伴随后市场规模稳定增长, 毛利贡献比例有望进一步提升, 公司业绩受整车销售的周期影响有望逐步弱化。2016-2019 年, 维修服务及佣金代理毛利占比提高了 9pcts。2020 年受关店影响, 维修服务及佣金代理业务毛利占比大幅提高 10pcts。

图36: 2016-2019年公司维修服务及佣金代理毛利占比提高约9pcts


数据来源: 公司年报、开源证券研究所

3.3、无忧双保增强客户黏性，助力后市场稳步增长

公司创新增值服务推出无忧、双保产品，两项产品渗透率快速攀升至 57.1%、73.9%。无忧卡、双保业务是公司 2019 年推出的保险佣金业务。双保业务，公司提供原厂家 3 年质保之后的 3 年延保服务，同时提供 6 年内的免费保养服务；无忧卡业务，为客户提供包括盗抢、轮胎更换、玻璃更换补贴在内的多项全方位服务。无忧卡、双保业务分别于 2019 年年中和年底上线，广受公司客户的欢迎，2020 年渗透率分别快速提升至 73.9%、57.1%。

图37: 2020年公司无忧、双保产品渗透率大幅提升 (%)


数据来源: 公司 2020 年度业绩发布资料、开源证券研究所

无忧、双保产品的推出一方面促进了保险佣金业务收入的增长，另一方面有望增强客户黏性、助力公司售后服务业务的开展。

双保无忧的推出部分抵消了保险费改对于公司保险佣金收入的影响。2015 年以来，我国经历了三次商用车费改，保费的下降影响到保险代理业务佣金水平。无忧、双保针对客户需求痛点设计，有效抵消了保险费改对于公司佣金收入的负面影响。

双保产品让利于车主以提高客户粘性、助力公司汽车后市场业务开展。双保产品设计了 6 年的免费保养时间，提前锁定客户，将客户生命周期从 3 年延长至 6 年。由于 4S 店相比第三方维修厂收费一般更高，质保期过后，部分价格敏感型车主可能

选择独立维修厂进行维保，造成4S店的客户流失。双保产品通过短期让利以增强客户黏性，便于经销商绑定客户开展一站式汽车后市场服务。

3.4、二手车业务由佣金模式向零售模式转变，公司盈利能力有望提高

二手车交易增值税率降至0.5%，利好二手车交易流通，2021Q1二手车交易量较2019Q1同增21.5%。2020年3月，国务院常委会出台措施促进二手车流通消费，规定自2020年5月1日至2023年底减按销售额0.5%征收增值税。此外，全面取消二手限迁的政策也加速了二手车置换以及流通效率，同时为汽车经销商开展二手车系列相关服务创造了条件。2021年Q1二手车交易量达396万辆，较2019Q1同增21.5%，高于2019年同期增速（2019年相比2017年）约5pcts。

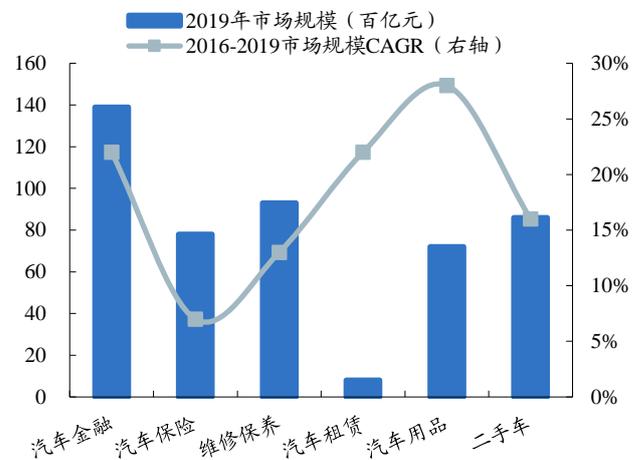
汽车保有量增长提供二手车市场发展动力，产业链相关增值服务打开盈利空间。伴随汽车存量市场规模稳步增长，二手车产业链发展空间广阔，2019年国内二手车市场规模已接近万亿。考虑到二手车市场透明度较低，信息不对称使得二手车销售一般可获得较新车销售更高的溢价。此外，经销商还可以二手车销售为切入点，沿产业链上下游延伸布局，开展二手车信息担保、保险、残值评估、拍卖、登记、维保等多项业务，利用相关增值服务拓展高毛利率业务营收。

图38：政策利好，国内二手车月度交易量中枢上行



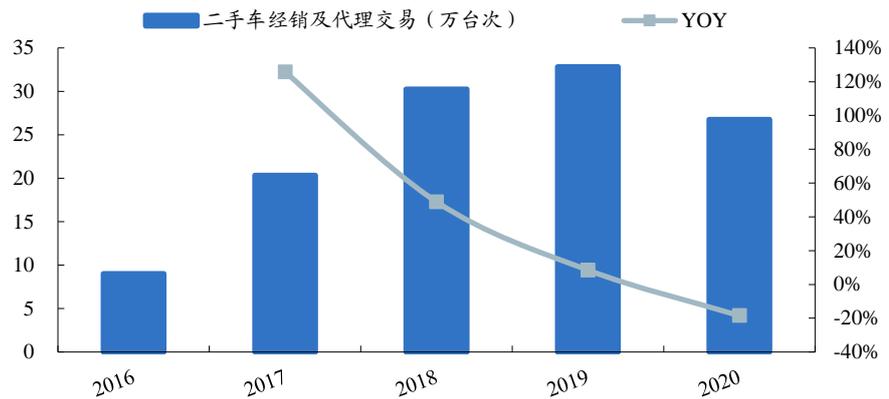
数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：2019年国内二手车市场规模接近万亿元



数据来源：《2019 中国汽车后市场白皮书》、德勤咨询、开源证券研究所

二手车交易增值税的下降促进经销商交易由佣金模式转为零售模式。假设经销商以60000元买入二手车，以61000元销售，按2%计算增值税约1200元，交易带来亏损，以佣金模式进行交易更划算。而税率降低之后，以0.5%计算增值税仅为300元左右，交易盈利可观。零售模式下，二手车销售额计入主营收入，为经销商营收和盈利带来了新的增长点。

图40: 2016-2019 年公司二手车经销及代理交易数量逐年增长


数据来源: 公司年报、开源证券研究所

广汇汽车渠道分布广泛同时通过子公司开展汽车融资租赁业务,二手车源充足,开展二手车系列服务具备天然优势。公司为国内最大的乘用车经销与服务集团、乘用车经销商中最大的融资租赁提供商,2020年末门店数量超过800家,庞大的门店网络便利开展以旧换新业务。子公司汇通信诚租赁经营汽车融资租赁业务,便于引流助力广汇汽车获取更多二手车源。此外,公司2021年计划打造二手车独立品牌,建立覆盖全国的零售连锁店并建立统一的检测标准和售后服务体系,发力二手车零售及衍生业务。政策利好+行业空间广阔,公司二手车业务蓄势待发。

3.5、成立国网广汇,发力新能源车后市场服务

自2015年以来,我国新能源汽车产销量连续多年位居世界第一,政策扶持+技术迭代升级之下,新能源汽车后市场服务行业有望迎来黄金发展期。

国网电动汽车服务公司合资设立国网广汇,进入充电桩建设运营领域。2019年11月,广汇汽车与国网电动汽车服务有限公司合资设立国网广汇(上海)电动汽车服务有限公司,注册资本1.8亿元,双方各出资50%。国网电动汽车服务有限公司为国家电网全资子公司,同时是充电桩行业引领者,全国布局充电桩达9万多个。国网电动汽车公司的合作可以充分发挥双方在充电桩行业以及渠道网络方面的比较优势,强强联合、加速公司在新能源业务方面布局进度。

国网广汇充电桩项目正起步,目前已和宝马达成合作。国网广汇目前以充电桩业务为核心,开展了自建桩、外拓桩等建设,自2019年成立以来,业务规模迅速扩大,2020年全年建设充电桩5600个,实现利润1600余万元。目前国网广汇已经和宝马达成合作,负责宝马200多个网点的充电桩建设工作。

充光储减项目可优化充电站运行效率,有望加速公司新能源业务的开展进度。目前充电站单台充电机功率较大,充电时间短,导致夜间充电低谷时期充电桩利用率相对较低,而日间高峰时期又面临短时间高负荷的冲击。针对这一问题,国网广汇推出了“充光储减”解决方案,集储能、增容于一体。夜间利用电池吸收多于需求的电能进行存储,日间充电高峰时期利用所储电能以及光伏发电缓解电能供给问题,以此平衡充电站负荷峰谷差。充光储检项目有望成为公司的热门产品、加速公司新能源后市场业务开展进度。

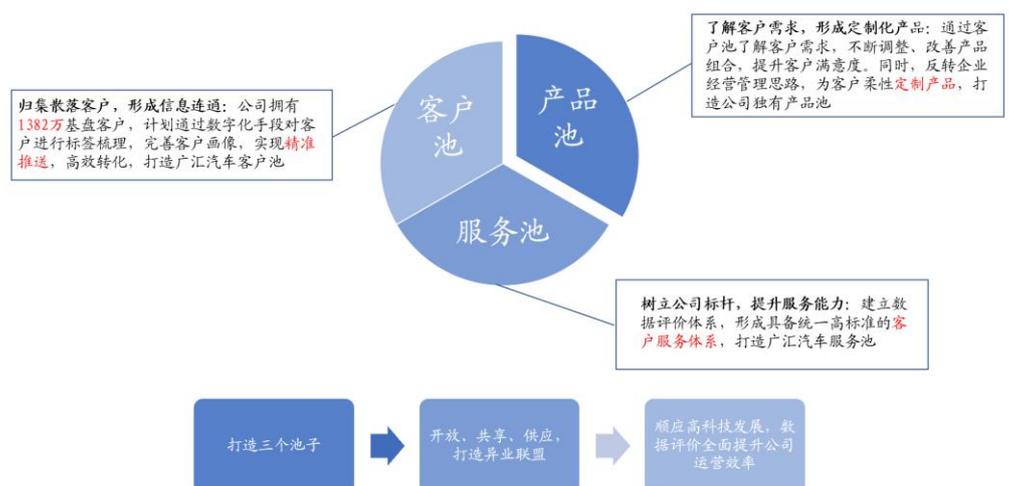
4、数字化升级，向汽车数据运营科技公司全面转型

万亿汽车后市场效率有待提升，数字化升级大势所趋。公安部统计，2020年中国的汽车保有量超过2.8亿辆，平均车龄达到5年，汽车后市场规模超过万亿。受传统供应链和经营模式等因素影响，汽车后市场长期以来存在着配件来源不明、质量无法保证、价格不透明、服务效果差等问题。随着汽车产业“新四化”的加快，消费者对服务的需求在不断升级，数字化转型或成为赋能汽车后市场效率提升、满足消费者多元化需求的关键。

公司加快数字化转型进度，设立数据科技平台利于运营增效、新业务孵化，未来将打造平台级产业互联网。公司计划用五年时间完成传统汽车服务商向数据运营科技公司的全面转型，成为“为车主提供全方位品质生活的服务商”。目前公司已设立数据科技运营平台，一方面赋能公司数字化运营实现可视化管理，另一方面也有助于开拓AI智能、物联网等新业务，挖掘新的利润增长点。

2021年4月29日公司与平安集团签署战略合作框架协议，开启数字化战略转型实质性篇章。此次合作，平安集团成员公司包括汽车之家、平安产险、平安好医生、壹账通、平安租赁、以及平安银行等，与广汇汽车在新车销售、售后维保、佣金代理、二手车服务等多项业务上存在资源互补空间。平安集团作为一家多元金融服务集团，在多年的发展中积累了大量的线上资源优势、资金优势、品牌优势与信誉优势，为2亿多个人客户和近6亿互联网用户提供金融生活产品及服务；广汇汽车拥有丰富的线下资源，服务网络覆盖28个省、自治区、直辖市，在全国拥有809个营业网点，760家4S店，近1400万基盘客户。由于双方资源具有高度互补性，合作将促进双方实现资源共享、资源互用和资源协同，从而降低公司的经营成本，提升经营效率和服务能力。公司数字化转型立足三个池子建设——客户池、产品池、服务池，通过异业联盟形成资源互补。预计随着公司数字化转型加深，门店运营效率将会有较大提升，进一步提高公司盈利能力。

图41：公司数字化战略立足客户池、产品池、服务池



资料来源：公司2020年度业绩发布资料、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

公司是国内最大的乘用车经销集团，渠道分布广泛、品牌布局全面、业务创新优势突出，伴随豪华车品牌业务占比的提升公司业务结构得以优化。此外，公司推出双保无忧产品将客户生命周期从3年延长至6年，计划设立二手车业务独立品牌沿产业链纵向布局，公司汽车后市场业务有望稳步增长。我们根据公司业务分类进行预测，主要分为三个板块：整车销售、维修服务以及佣金代理。

整车销售：考虑到2018年来汽车销售市场增速的放缓以及豪华车市场较行业平均更快的增速，预计2021-2023年公司豪华车销量增速分别为8.0%、6.0%、4.8%，中高端销量增速分别为5.0%、3.0%、2.1%，中低端品牌销量增速分别为3.0%、2.3%、1.7%。预计2021-2023年公司整车销售营收增速分别为10.1%、7.8%、7.6%。

维修服务：预计2021-2023年售后进场台次增速分别为6.0%、4.0%、4.0%，2021-2023年维修服务营收增速分别为7.1%、5.0%、5.0%。

佣金代理：佣金代理收入可分为保险、汽车金融、二手车业务3个部分，保险以及汽车金融业务代理收入主要与新车销量增速相关，伴随二手车业务由佣金模式转为零售模式，预计整车销售营收将迎大幅增长。整体来看，预计2021-2023年佣金代理收入增速为7.5%、5.2%、3.8%。

表4：公司营收拆分及预测（亿元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
整车销售营收	1426.71	1467.41	1367.54	1505.07	1621.89	1745.56
同比增速	1.49%	2.85%	-6.81%	10.06%	7.76%	7.63%
毛利率	3.86%	3.82%	2.18%	3.45%	3.85%	4.25%
维修服务营收	152.33	155.83	144.54	154.74	162.54	170.74
同比增速	15.35%	2.30%	-7.25%	7.06%	5.04%	5.04%
毛利率	35.73%	34.02%	35.03%	36.00%	36.50%	37.00%
佣金代理营收	54.26	54.3	47.57	51.14	53.79	55.82
同比增速	18.37%	0.07%	-12.39%	7.51%	5.18%	3.77%
毛利率	77.33%	77.33%	76.46%	78.00%	80.00%	80.00%
汽车租赁营收	23.29	21.86	18.24	17.33	16.81	16.64
同比增速	19.80%	-6.14%	-16.56%	-5.00%	-3.00%	-1.00%
毛利率	73.03%	65.56%	51.56%	51.56%	51.56%	51.56%
其他业务营收	5.14	5.17	6.53	6.53	6.53	6.53
同比增速	27.86%	0.58%	26.31%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	55.62%	43.98%	66.48%	66.49%	66.49%	66.49%
营收合计	1661.73	1704.57	1584.42	1734.81	1861.56	1995.28
同比增速	3.40%	2.58%	-7.05%	9.49%	7.31%	7.18%
毛利率	10.31%	9.84%	8.24%	9.27%	9.55%	9.77%

数据来源：Wind、公司年报、开源证券研究所

综上，预计 2021-2023 年公司营收分别为 1734.8、1861.6、1995.3 亿元，同比增长 9.5%、7.3%、7.2%，归母净利润分别为 26.0、30.5、35.3 亿元，每股收益 0.32、0.38、0.43 元/股，对应当前股价 PE 为 9.09、7.74、6.69 倍，参考相关可比上市公司估值，3 家可比公司对应 2021 年 PE 均值为 28.13 倍。相较于港股汽车经销商估值中枢，公司估值处于较低水平，首次覆盖，给予“增持”评级。

表5: 可比公司 PE/PEG 估值

证券代码	股票简称	评级	总市值 (亿元/亿港元)	收盘价 (元/港元)	PE			EPS			PEG (2023)
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
1268.HK	美东汽车	未评级	532.03	42.75	48.63	33.52	32.40	0.88	1.28	1.32	7.71
0881.HK	中升控股	未评级	1524.68	65.85	22.53	18.97	14.68	2.92	3.47	4.49	0.41
3669.HK	永达汽车	未评级	280.18	14.18	13.23	11.34	9.81	1.07	1.25	1.45	0.52
平均					28.13	21.28	18.96				
600297.SH	广汇汽车	买入	236.01	2.91	9.09	7.74	6.69	0.32	0.38	0.43	0.43

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘日期为 2021/5/27，美东汽车、中升控股、永达汽车数据采用 Wind 一致预测）

注：港股总市值、收盘价、EPS 单位为港币，A 股单位为人民币

6、风险提示

代理品牌销量不及预期、二手车业务不及预期、疫情反复导致的停工风险、资产减值风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	86446	92163	92788	88330	97683
现金	25070	29009	22537	17237	19036
应收票据及应收账款	3066	1947	3542	2348	3965
其他应收款	3213	3343	3835	3867	4389
预付账款	25492	25342	30317	29408	34607
存货	17926	21120	21155	24067	24284
其他流动资产	11679	11402	11402	11402	11402
非流动资产	55634	54748	56549	57177	57646
长期投资	2103	2523	3044	3544	4024
固定资产	13146	12686	13194	13459	13708
无形资产	9766	9374	9928	9876	9860
其他非流动资产	30618	30165	30383	30298	30055
资产总计	142080	146912	149337	145507	155330
流动负债	80319	79021	81609	77840	87175
短期借款	22028	30342	30342	30342	30342
应付票据及应付账款	30576	29889	35576	34452	40422
其他流动负债	27715	18790	15691	13046	16411
非流动负债	16996	20736	17422	13641	9806
长期借款	14187	18597	15283	11503	7668
其他非流动负债	2809	2138	2138	2138	2138
负债合计	97315	99756	99031	91481	96981
少数股东权益	6675	6601	7156	7826	8653
股本	8160	8110	8110	8110	8110
资本公积	13320	13210	13210	13210	13210
留存收益	17106	18622	21773	25492	29845
归属母公司股东权益	38090	40554	43151	46200	49696
负债和股东权益	142080	146912	149337	145507	155330

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	7860	4191	9474	3837	11142
净利润	3315	1828	3151	3719	4353
折旧摊销	1677	1659	1654	1786	1921
财务费用	3184	2897	3012	3173	3247
投资损失	-306	-486	-257	-220	-160
营运资金变动	-577	-2200	1913	-4621	1781
其他经营现金流	568	492	-0	0	0
投资活动现金流	-4633	-808	-3197	-2194	-2230
资本支出	2548	2637	1280	128	-11
长期投资	141	69	-520	-480	-480
其他投资现金流	-1944	1898	-2437	-2546	-2722
筹资活动现金流	-6486	-496	-12749	-6944	-7113
短期借款	1850	8314	0	0	0
长期借款	-2154	4410	-3314	-3781	-3835
普通股增加	-58	-50	0	0	0
资本公积增加	-320	-110	0	0	0
其他筹资现金流	-5805	-13061	-9435	-3163	-3278
现金净增加额	-3235	2845	-6472	-5300	1799

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	170456	158442	173481	186156	199528
营业成本	153684	145385	157407	168380	180034
营业税金及附加	541	470	533	562	607
营业费用	5355	4811	5413	5845	6265
管理费用	2681	2570	2862	3127	3352
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	3184	2897	3012	3173	3247
资产减值损失	-243	-144	382	410	439
其他收益	164	233	0	0	0
公允价值变动收益	-70	-58	0	0	0
投资净收益	306	486	257	220	160
资产处置收益	-10	-16	0	0	0
营业利润	4530	2317	4129	4878	5744
营业外收入	122	82	84	84	84
营业外支出	104	45	79	79	79
利润总额	4547	2354	4135	4884	5749
所得税	1232	526	983	1165	1397
净利润	3315	1828	3151	3719	4353
少数股东损益	715	313	555	669	827
归母净利润	2601	1516	2596	3050	3526
EBITDA	7743	6209	7413	8354	9282
EPS(元)	0.32	0.19	0.32	0.38	0.43

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	2.6	-7.0	9.5	7.3	7.2
营业利润(%)	-14.2	-48.9	78.2	18.1	17.7
归属于母公司净利润(%)	-20.2	-41.7	71.3	17.5	15.6
获利能力					
毛利率(%)	9.8	8.2	9.3	9.5	9.8
净利率(%)	1.5	1.0	1.5	1.6	1.8
ROE(%)	7.4	3.9	6.3	6.9	7.5
ROIC(%)	4.8	3.5	4.7	5.4	6.1
偿债能力					
资产负债率(%)	68.5	67.9	66.3	62.9	62.4
净负债比率(%)	66.6	64.5	54.0	53.1	39.5
流动比率	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.1	1.2	1.3	1.3
应收账款周转率	57.5	63.2	63.2	63.2	63.2
应付账款周转率	5.1	4.8	4.8	4.8	4.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.19	0.32	0.38	0.43
每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	0.52	1.17	0.47	1.37
每股净资产(最新摊薄)	4.70	4.90	5.22	5.59	6.02
估值比率					
P/E	9.1	15.6	9.1	7.7	6.7
P/B	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	7.7	9.7	7.8	7.2	5.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn