

途虎-W (09690.HK)

国内汽车独立售后服务市场龙头，先发优势显著

2024年01月17日

——港股公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

殷晟路（分析师）

陈诺（联系人）

yinshenglu@kysec.cn

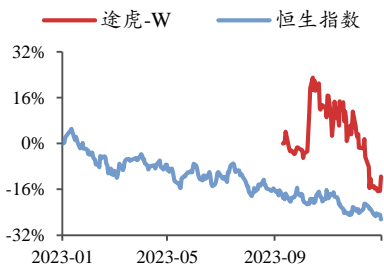
chennuo@kysec.cn

证书编号：S0790522080001

证书编号：S0790123070031

日期	2024/1/16
当前股价(港元)	26.100
一年最高最低(港元)	37.700/24.100
总市值(亿港元)	213.73
流通市值(亿港元)	213.73
总股本(亿股)	8.19
流通港股(亿股)	8.19
近3个月换手率(%)	12.14

股价走势图



数据来源：聚源

● 乘国内万亿汽车后市场之势，线上线下一体化商业模式整合汽配产业链

2022年国内汽车保有量是全球第一大市场，对应1.24万亿元的汽车服务交易总额，随着车龄、行驶里程的提升，国内汽车后市场体量将持续增长。途虎养车以用户体验为核心创新商业模式，通过数字化赋能整合下游零散低频需求，凭借规模效应跃过多级分销商直接对接汽配制造商，依靠加盟店的标准化服务与价格优势提升用户体验，已成为2022年国内汽车服务门店数量第一和IAM汽车服务收入第一的独立后市场供应商。我们预计公司2023-2025年营业收入分别为130.81/157.95/191.03亿元，归母净利润为2.04/10.32/19.06亿元，对应当前股价PE为96.3/19.0/10.3倍，公司2024年PE低于美股同类公司估值平均，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 汽车后服务市场供应商格局高度分散，轮胎深耕多年积累可观用户基础

2022年美国车龄为12.2年，而国内车龄仅为6.2年；美国四大经销商门店数量合计占比达49.2%，而国内前六家供应商门店数量合计占比仅为2.1%，国内后市场在供需两侧都有较大成长空间。2022年途虎的门店数量有4653家，占国内的0.7%，2022年途虎销售了1250万条轮胎，占国内10%，是国内最大的替换轮胎销售商。成熟的轮胎替换品牌影响力不仅可为途虎提供稳定的收入来源，而且积累了可观的用户体量，截至2023Q1，途虎拥有1.05亿注册用户和近1000万的平均月活跃用户，为后续底盘零部件、汽车保养产品的开拓打下用户基础。

● 导入自有品牌与专供产品提升盈利水平，渠道下沉辅二线门店扩全国网络

基于庞大的用户体量，途虎引入了利润水平更高的专供品牌和自有品牌产品，截至2023Q1，过去的12个月中途虎平台交易了51款涵盖7429个SKU的自有品牌产品及54款涵盖2239个SKU的专供品牌产品。考虑到二线市县的汽车后市场发展潜力，公司计划2023/2024/2025年分别在二线及以下市县扩张途虎工场店872/1139/1400家，实现下沉市场规模与盈利双赢。

● 风险提示：竞争加剧风险；汽车技术进步风险；加盟商违约风险；门店扩张不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,730	11,563	13,081	15,795	19,103
YOY(%)	33.8	-1.4	13.1	20.7	20.9
净利润(百万元)	-5,835	-2,120	204	1,032	1,906
YOY(%)	-49.0	63.7	109.6	406.4	84.6
毛利率(%)	16.0	19.8	25.4	27.4	28.9
净利率(%)	-49.7	-18.3	1.6	6.5	10.0
ROE(%)	38.0	11.2	-1.1	-5.8	-12.1
EPS(摊薄/元)	-7.13	-2.59	0.25	1.26	2.33
P/E(倍)	-	-	96.3	19.0	10.3
P/B(倍)	-	-	-	-	-

数据来源：聚源、开源证券研究所（以2024年1月16日1港币=0.9189人民币对股价换算）

## 目 录

1、 公司简介：国内领先的线上线下一体化汽车服务平台 .....	5
1.1、 以线上零售平台起家，现为国内最大的独立汽车服务平台 .....	5
1.2、 公司治理：股权结构同股不同权，管理层从业经验丰富 .....	6
1.3、 财务分析：2023H1 实现扭亏为盈 .....	6
2、 国内汽车后市场：较欧美有成长空间，但非等量齐观 .....	9
2.1、 国内汽车售后市场交易额是万亿级体量 .....	9
2.2、 国内汽车后市场商业模式：获授权经销商与独立后市场平分秋色 .....	10
2.3、 国内汽车服务供应商格局高度分散 .....	12
2.4、 国内 VS 美国后市场：有一定追赶空间，但基于历史文化仍有差异 .....	14
2.4.1、 国内汽车使用习惯仍有历史差距，车龄表现出增长潜力 .....	14
2.4.2、 美国拥有成熟的汽车零部件政策与认证体系 .....	14
2.4.3、 美国的汽车后市场更成熟，玩家集中度更高 .....	15
3、 复盘美国汽车零配件巨头：品牌价值凸显，规模体量、供应管理为核心要义 .....	18
3.1、 Autozone：DIY 模式起家，筑规模体量成竞争壁垒 .....	18
3.2、 O'Reilly：充分受益 DIY&DIFM 模式双重市场战略 .....	22
4、 途虎养车：上下游整合成就商业模式，规模效应筑护城河 .....	25
4.1、 以用户为核心搭建生态，飞轮效应正循环巩固优势 .....	25
4.1.1、 线上线下一体化商业模式整合汽零行业 .....	25
4.1.2、 强管控加盟模式复制门店网络 .....	27
4.2、 上游规模效应增强议价话语权，下游履约交付体系完善 .....	30
4.3、 新战略：渠道下沉&顺应新能源趋势 .....	32
4.3.1、 深化低线城市渗透率以扩大地域覆盖 .....	32
4.3.2、 探索新能源合作机会顺应行业趋势 .....	33
5、 盈利预测与投资建议 .....	35
5.1、 关键假设 .....	35
5.2、 估值与评级 .....	35
6、 风险提示 .....	37
附：财务预测摘要 .....	38

## 图表目录

图 1： 途虎养车平台为车主、供应商、服务门店服务 .....	5
图 2： 线上线下一体化商业模式赋能公司成长 .....	5
图 3： 公司第一大股东为腾讯（截至 2023 年 9 月 26 日） .....	6
图 4： 2023H1 营收同比增长 19.3% .....	7
图 5： 2023H1 归母净利润扭亏为盈 .....	7
图 6： 2023H1 汽车产品和服务业务营收占比约 93% .....	7
图 7： 平台服务费稳步增长 .....	7
图 8： 公司利润空间进一步夯实：量、质齐升 .....	8
图 9： 各业务线毛利率整体呈提升趋势 .....	8
图 10： 公司期间费用率控制在 23%-28%左右 .....	8
图 11： 公司手握充沛现金流 .....	8
图 12： 2022 年中国乘用车保有量为 2.74 亿辆 .....	9

图 13: 中国的汽车服务是万亿级交易额市场 (十亿元)	10
图 14: 2021 汽车底盘零部件后市场规模约 400 亿元	10
图 15: 授权经销商自 OEM 售后采购, IAM 从经销商采购	11
图 16: 2022 年 IAM 的汽车服务交易金额为 5753 亿元 (十亿元)	11
图 17: IAM 门店更多、价格更合理	12
图 18: 当前汽车后市场价值链正在纵向整合	12
图 19: 2022 年前六家供应商门店合计约 14603 家	13
图 20: 罗兰贝格预计国内独立后市场门店将表现出向头部集中的趋势	13
图 21: 国内车龄较低但具有较高增速	14
图 22: 国内人均乘用车保有量、年均服务开支低于欧美	14
图 23: CAPA 拥有唯一验证码	15
图 24: 2021 年美国汽车后市场体量为 3290 亿美元	16
图 25: 2021 年美国汽车后市场中 DIY 金额占比 23%	16
图 26: 美国车龄持续增长	16
图 27: 2021 年美国汽车后市场中前十玩家占比在 50% 以上	17
图 28: Autozone 产品布局横跨硬件、软件两端	18
图 29: 2023 财年核心零部件销售额占比稳定在 49% 左右	19
图 30: 1970-1990 年美国轻型车辆注册量年均增速达 2.8%	19
图 31: 业务体系逐步健全	20
图 32: Autozone 营业收入稳步提升	20
图 33: Autozone 归母净利润稳步提升	20
图 34: 截至 2021 年 Autozone 门店数量为业内第一 (家)	21
图 35: 门店选址租赁数目提速显著	21
图 36: 门店选址租赁面积提速显著	21
图 37: Autozone 新店开发拥有标准的商店范式	22
图 38: 自 2020 财年起, Autozone 经营坪效显著增长	22
图 39: 1998 年起, O'Reilly 并购扩张不显颓势	23
图 40: DIY、DIFM 客户销售占比近乎对半	24
图 41: 商店网络连接愈发密切: 枢纽商店数量稳步增加	24
图 42: 2022 年 8 月自有品牌产品销售额占总营额 50%	24
图 43: 途虎对上简化供应链, 对下整合用户零散需求	25
图 44: 基于客户体验, 飞轮效应推动多个良性循环	26
图 45: 公司打造全套汽车服务技术支持系统	26
图 46: 蓝虎系统实现对门店的统一管理	27
图 47: 自营和加盟途虎工场店有统一的店面设计	27
图 48: 加盟工场店保持扩张趋势 (家)	28
图 49: 途虎收入的七成以上来源于线上	29
图 50: 盈利的工场店占比逐年提升	29
图 51: 自营店收入高于加盟店 (百万元)	30
图 52: 加盟店毛利率高于自营店	30
图 53: 途虎未来计划继续扩充 FDC	30
图 54: 2023Q1 的外采比例为 4.3%	30
图 55: 专供和自有品牌收入大幅提升	31
图 56: 自有品牌途虎王牌可覆盖多品类 SKU	31
图 57: 双星轮胎价格对比 (左: 途虎养车, 右: 京东养车)	31

图 58: 米其林轮胎价格对比 (左: 途虎养车, 右: 天猫养车)	31
图 59: 复购客户百分比及收入贡献占比稳步提升	32
图 60: “车友圈”板块为车主提供交流平台	32
图 61: 2022 年二线及以下市县占国内乘用车总量 75.5%	32
图 62: 2022 年二线及以下每千人汽车保有量仅 179 辆	32
图 63: 2023Q1 二线及以下市县途虎工场店渗透率较低	33
图 64: 途虎预计 2025 年新增二线 1400 家工场店 (家)	33
图 65: 预计 2027 年国内新能源汽车保有量占有率将提升至 20.5%	33
图 66: 考虑电池更换, 纯电动汽车、插电式混合动力汽车定期保养及维修服务年度支出皆超过燃油车 (假设燃油汽车的年度开支为 100)	34
图 67: 途虎与零跑汽车签订战略合作协议	34
表 1: 公司核心管理层从业经历丰富	6
表 2: 按 2022 年汽车服务收入计算, 五大汽车服务供应商的合计市场份额为 1.6%	13
表 3: 美国拥有较完善的汽车反垄断法	15
表 4: 维修保养的行为因车龄而异	16
表 5: 2021 年四大连锁维修厂商门店数量占比为 49.2%	17
表 6: O'Reilly 通过多次收购实现快速扩张	23
表 7: 加盟服务收入包括加盟费、固定月度管理费、基于利润的分成费用	28
表 8: 不同类型的门店收入模式不同	29
表 9: 公司营收拆分及预测	35
表 10: 公司 2024-2025 年 PE 分别为 19.0、10.3 倍	36

## 1、公司简介：国内领先的线上线下一体化汽车服务平台

### 1.1、以线上零售平台起家，现为国内最大的独立汽车服务平台

途虎专注汽车后市场赛道，现为国内领先的线上线下一体化汽车服务平台。途虎养车先以线上零售平台起家，后逐步建立由门店和技师所组成的线下网络，并与汽车零部件供应商直接合作，构成由车主、供应商、服务门店和其他参与者在内的汽车服务平台。截至 2023H1，公司是中国汽车服务供应商聚集的最大车主社区。

图1：途虎养车平台为车主、供应商、服务门店服务



资料来源：公司招股说明书

线上线下一体化商业模式&轻资产加盟模式赋能公司快速成长。2016年，公司建立线上线下一体化商业模式，可实现：（1）为车主、供应商、门店提供覆盖整个汽车服务价值链的广泛服务；（2）将分销链扁平化及简单化：既保证产品的正品保障和质量，又提高了整个供应链的效率。同时，凭借轻资产加盟模式及对途虎工场店的控制力，公司平台规模得以快速扩大。据灼识咨询，截至 2023H1，公司于国内拥有 5129 家途虎工场店和超 20000 家合作门店，覆盖大部分地级市。

图2：线上线下一体化商业模式赋能公司成长

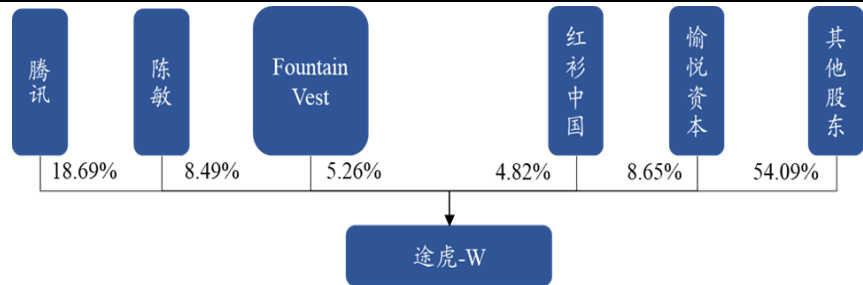


资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所，注：下方曲线为“途虎养车”的百度指数

## 1.2、公司治理：股权结构同股不同权，管理层从业经验丰富

公司采用“同股不同权”架构，当前股东主要为知名投资机构。公司股本由 A、B 两类股份组成，分别对应 1、10 票每股投票权。截至 2023 年 9 月 26 日，公司实控人陈敏间接持有 8.49% 股份，公司第一大股东为腾讯，持股比例为 18.69%，公司此前经历多轮融资，当前主要股东为愉悦资本、红衫中国、方源资本等知名投资机构。零跑汽车、国轩高科、腾讯、嘉实多、上海紫竹高新区作为基石投资人参与 IPO，合计认购 1 亿美元。

图3：公司第一大股东为腾讯（截至 2023 年 9 月 26 日）



资料来源：Wind、开源证券研究所

公司核心管理层具有丰富从业经验。公司联合创始人之一陈敏先生担任首席执行官，在汽车服务市场及业务数据分析方面拥有超 11 年从业经验。联合创始人之一胡晓东先生担任总裁，曾担任多个工程领导职位，当前主要负责以研发为中心的整体战略规划。联合创始人之一朱炎先生主要负责制定新业务拓展策略。王玲洁女士、张志嵩先生等高管都拥有丰富的管理经验。

表1：公司核心管理层从业经验丰富

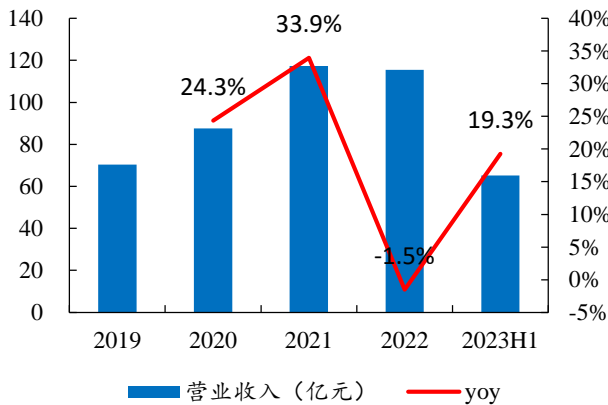
姓名	职位	职务
陈敏	联合创始人、董事会主席、首席执行官兼执行董事	整体战略规划、日常业务运营及管理
胡晓东	联合创始人、总裁	以研发为重心的整体战略规划
朱炎	联合创始人	管理业务创新中心
王玲洁	高级副总裁	管理人力资源部及线下业务开发部
张志嵩	首席财务官	管理财务部及投资者关系中心

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

## 1.3、财务分析：2023H1 实现扭亏为盈

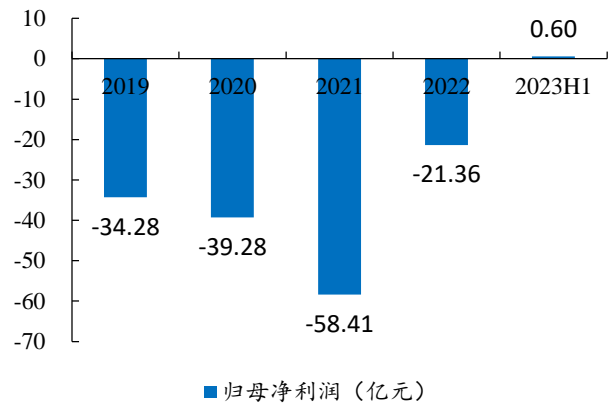
公司营收稳步增长，2023H1 实现扭亏为盈。受益于客户群体增长及公司门店网络的快速扩大，2019-2022 年公司营收由 70.4 亿元提升至 115.5 亿元，2019-2022 年均增速 17.9%，2023H1 营业收入同比增长 19.3%。2022 年途虎归母净利润亏损 21.4 亿元，整体有所收窄，2023H1 经营利润为 0.6 亿元，首次实现扭亏为盈。

图4：2023H1 营收同比增长 19.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2023H1 归母净利润扭亏为盈

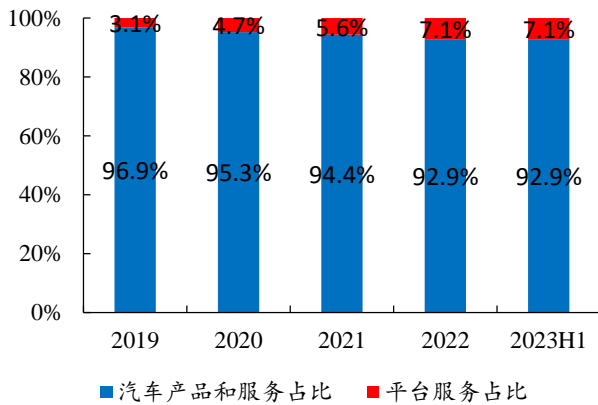


数据来源：Wind、开源证券研究所

**汽车产品和服务业务&平台服务业务双轮驱动业绩增长。**公司业务可大致分为两部分：（1）综合汽车产品和服务；（2）平台服务。汽车产品和服务业务可满足从轮胎和底盘零部件更换到汽车保养、维修等汽车服务，2019-2022 年收入复合增速为 16.3%，增长态势稳健，2023H1 营收占比达 93%。

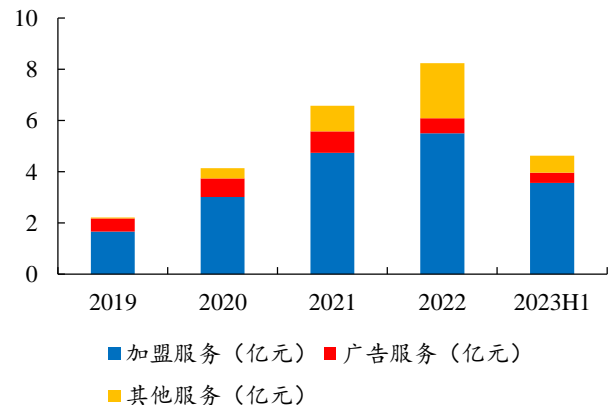
**得益于轻资产商业模式，加盟店网络实现快速增长。**平台服务业务由加盟服务、广告服务及其他业务组成。2019-2022 年该业务营收由 2.2 亿元提升至 8.2 亿元，年均复合增速达 55%。2023H1 该业务实现营收 4.6 亿元，同比增长 24%，其中加盟服务营收 3.6 亿元，同比增长 40%。

图6：2023H1 汽车产品和服务业务营收占比约 93%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：平台服务费稳步增长

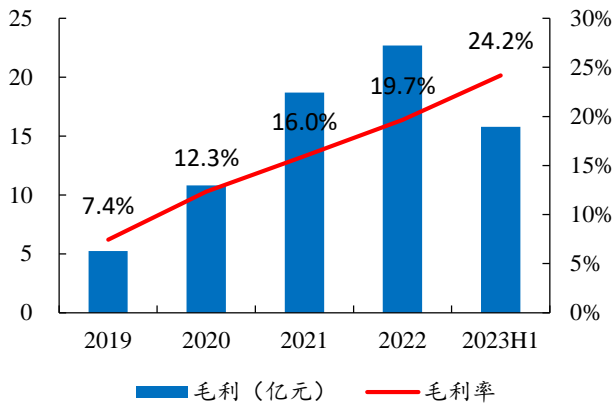


数据来源：Wind、开源证券研究所

**公司利润进一步夯实，量、质并上新台阶。**2019-2022 年，公司毛利由 5.2 亿元增长至 22.7 亿元，毛利率由 7.4% 提升至 19.7%，并于 2023H1 进一步提升至 24.2%，公司利润韧性进一步体现，主要系：（1）产品组合变化改善利润状况；（2）从供应商获得更低的采购成本；（3）具备较高毛利率的专供自有品牌收入占比提升。

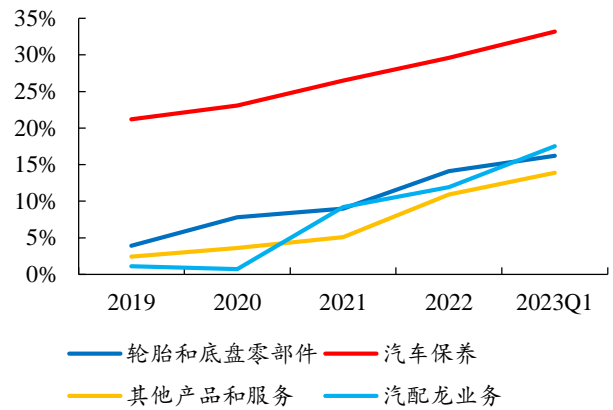
**各产品线毛利率逐年提升。**无论是对个人车主业务线还是汽配龙业务线，各业务毛利率逐年提升，主要系货源采购成本更低廉、更高利润的产品组合的推出，叠加门店网络扩张带来的规模经济效应。

图8：公司利润空间进一步夯实：量、质齐升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：各业务线毛利率整体呈提升趋势

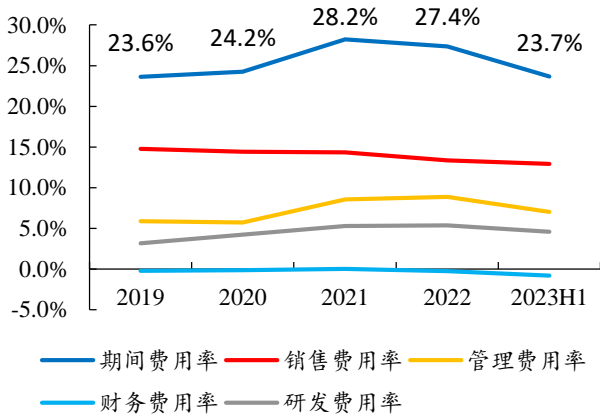


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司成本管控良好，期间费用率较为稳定。2019-2023H1 公司期间费用率基本保持在 23%-28% 区间。其中，受益于线上线下一体化商业模式的推广，公司销售费用率逐年降低，而受专有品牌产品研发、门店加盟的影响，公司研发费用率、管理费用率有所提升，预计公司经营规模体量提升后，管理费用率有望降低。

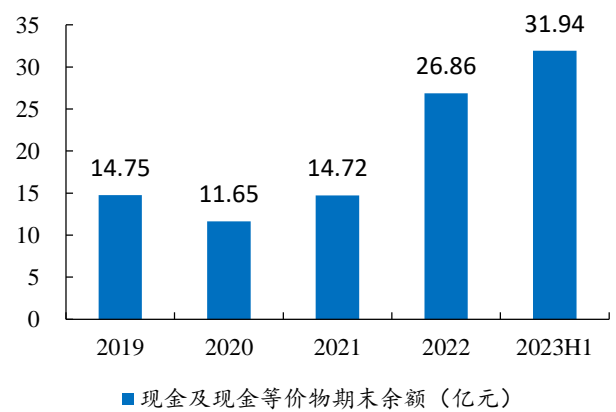
公司账面现金流持续增加，资金充裕。截至 2023H1 公司在手现金及现金等价物达 31.9 亿元，现金流周转良好，手握充沛现金流可保证经营活动的可持续性。

图10：公司期间费用率控制在 23%-28% 左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：公司手握充沛现金流



数据来源：Wind、开源证券研究所

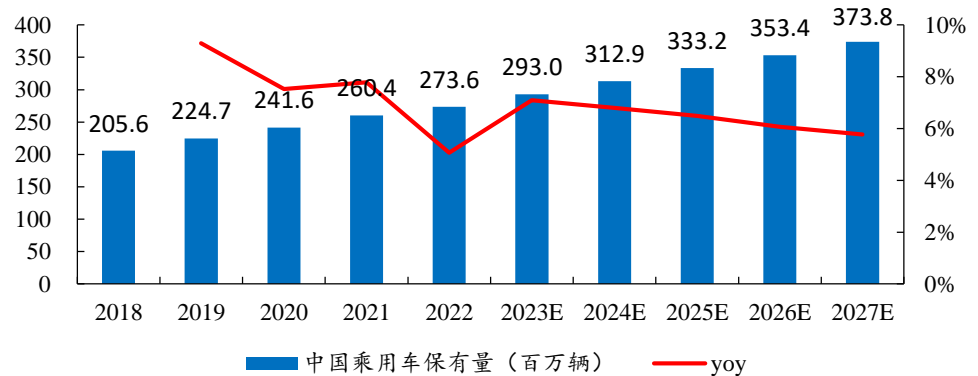


## 2、国内汽车后市场：较欧美有成长空间，但非等量齐观

### 2.1、国内汽车售后市场交易额是万亿级体量

2022年中国乘用车保有量为2.74亿辆，已成为全球汽车保有量第一大市场。根据灼识咨询报告，中国已连续超过10年蝉联全球新车销量第一，乘用车保有量有望继续保持增长态势。2018-2022年中国乘用车保有量复合年增长率为7.4%，截至2022年底，乘用车保有量达到2.74亿辆，预计2027年将达到3.74亿辆。

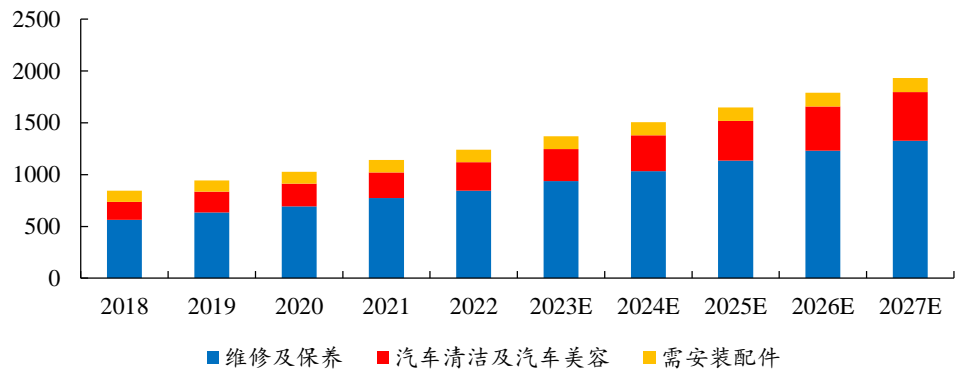
图12：2022年中国乘用车保有量为2.74亿辆



数据来源：公司招股说明书、灼识咨询、开源证券研究所

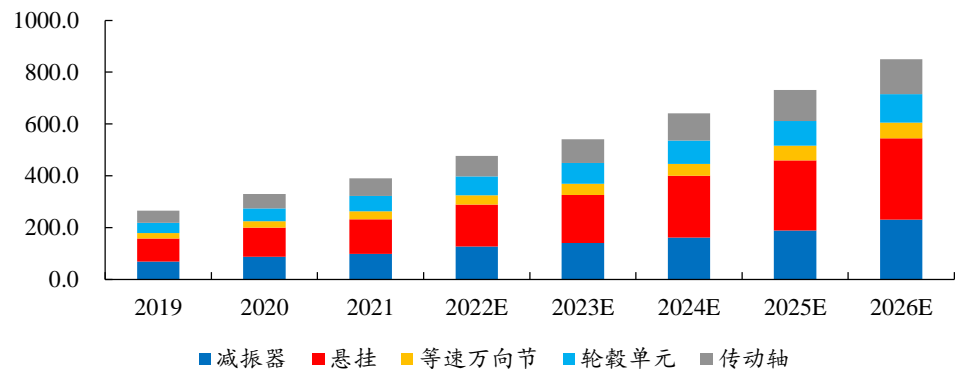
**汽车保有量、平均车龄及行驶里程交织车后市场发展底层逻辑。**(1) 市场需求：车龄、行驶里程的增长可能导致汽车零部件损耗，进而诱发车后服务需求；(2) 市场空间：汽车保有量不断增长，每一位车主都可能成为车后市场发展的潜在用户。并且，车后市场存在汽车维保、汽车保险、二手车交易等多项服务，可满足车主多方位需求。

**中国的汽车服务是万亿级交易额市场，且会跟随汽车保有量和车龄逐年增长。**汽车服务是汽车生命周期中用户需求的关键部分，中国的汽车服务市场包括为所有注册上路的乘用车提供的服务，主要包括汽车维修及保养服务、汽车清洁及美容服务和需安装的配件。根据途虎招股说明书披露，2018-2022年中国汽车服务市场的复合年增长率为10.1%，是全球增长最快的汽车服务市场之一。根据灼识咨询按商品交易总额(GMV)统计，2022年国内汽车服务市场规模为1.24万亿元，预计到2027年将达到1.93万亿元，2023-2027年的复合年增长率为9%。

**图13：中国的汽车服务是万亿级交易额市场（十亿元）**


数据来源：公司招股说明书、灼识咨询、开源证券研究所

汽车零部件种类繁多，细分环节的后市场规模在百亿左右。汽车维修和保养包括机油、蓄电池、保养配件、动力系统、轮胎和底盘零配件等多分类，一台汽车零部件的数量在1万个以上。以底盘零部件为例，2021年传动轴、轮毂单元、等速万向节、悬挂以及减振器的后市场规模约98.6、133.7、30.0、60.0、67.5亿元，在万亿的汽车后服务市场中，底盘零部件后市场空间仅为389.8亿元，细分环节后市场高度分散。

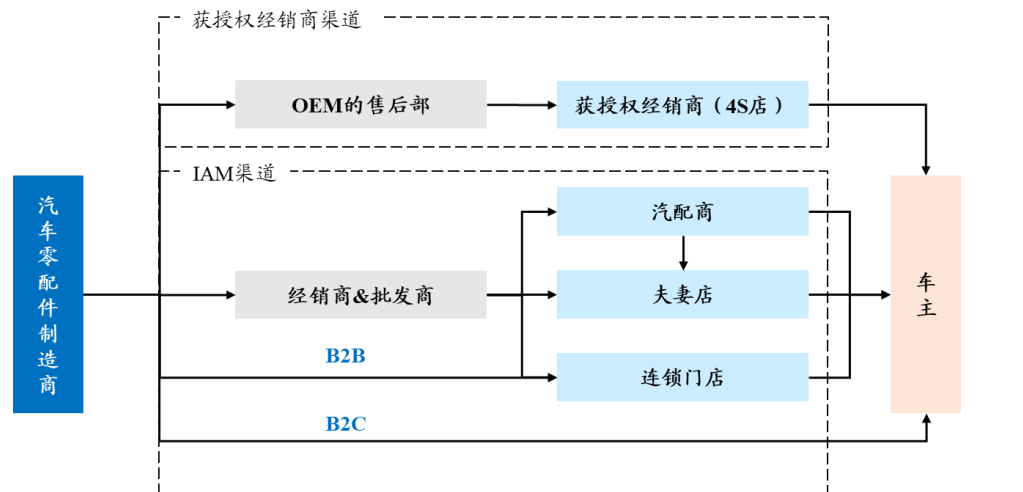
**图14：2021 汽车底盘零部件后市场规模约 400 亿元**


数据来源：沙利文、开源证券研究所

## 2.2、国内汽车后市场商业模式：获授权经销商与独立后市场平分秋色

国内汽车服务的价值链包括获授权经销商和独立后市场两个渠道。获授权经销商是获得汽车整车厂（即OEM）授权的门店，独立后市场（IAM）独立于获授权经销系统，主要由多级经销商组成，汽配商、夫妻店、连锁门店从经销商购买汽车零部件产品，最后为车主服务，部分连锁门店和车主也能直接从制造商获得产品。

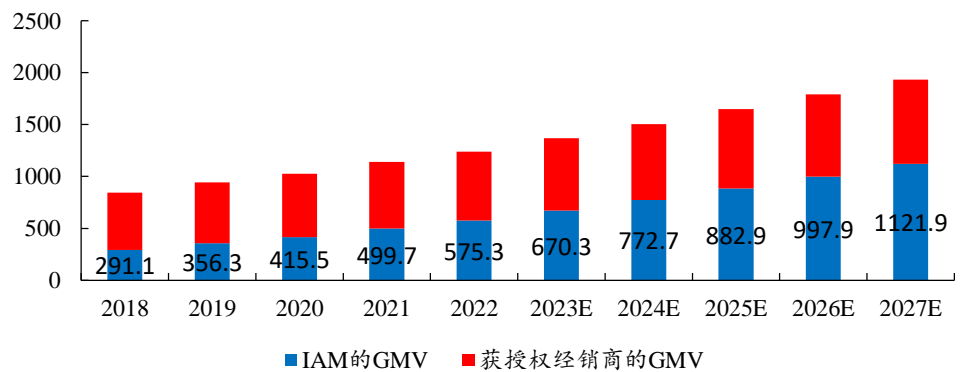
图15: 授权经销商自 OEM 售后采购, IAM 从经销商采购



资料来源: 公司招股说明书、灼识咨询、开源证券研究所

2022 年 IAM 汽车服务交易金额在国内约占一半。2022 年, 中国约有 3.4 万家获授权经销商及 86.2 万家 IAM 门店, 按 GMV 口径计算, 2022 年 IAM 汽车服务交易金额为 5753 亿元, 占国内汽车服务市场的 46.4%, 同比增长 15.1%, 2022 年增速高于获授权经销商的 3.6%, 预计 2027 年 IAM 交易金额占比将达到 58.1%。

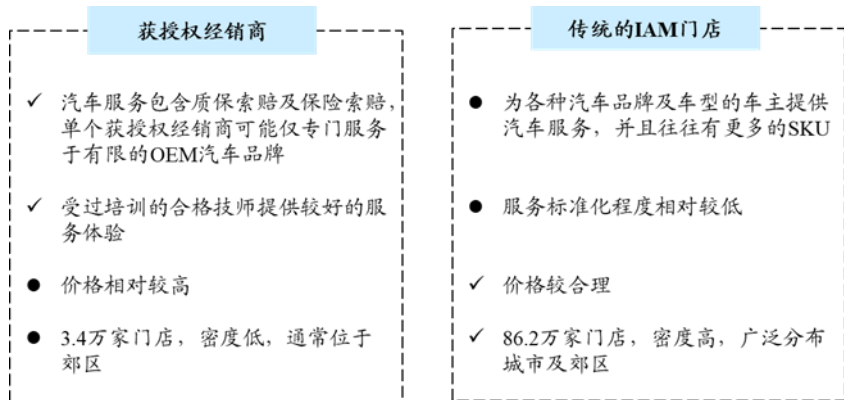
图16: 2022 年 IAM 的汽车服务交易金额为 5753 亿元 (十亿元)



数据来源: 公司招股说明书、灼识咨询、开源证券研究所

授权商价格和服务标准化程度较高, 售后 3 年的保修期是是否选择 IAM 维修的分水岭。获授权经销商自 OEM 采购零部件的成本和门店运营开支更高, 故汽配及相关安装服务的售价更贵, 根据灼识咨询统计, 2022 年获授权经销商收取的汽车零部件价格及服务费分别比 IAM 高出约 30%和 80%。OEM 保修期通常为新车出售后 3 年, 保修期届满后车主更倾向于选择位置便捷、经济实惠的 IAM 门店。

图17: IAM 门店更多、价格更合理

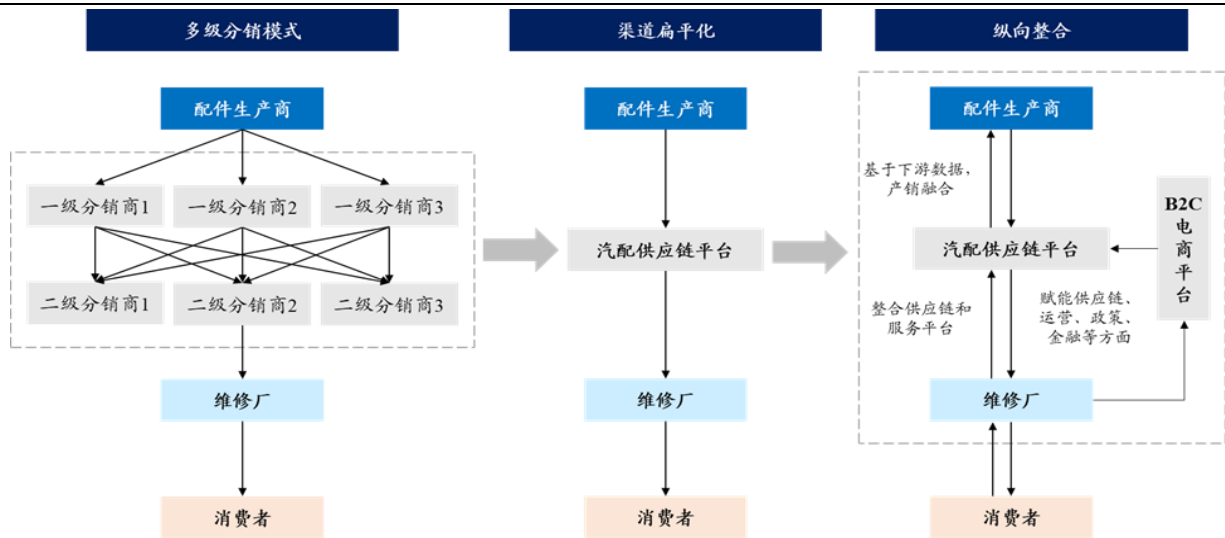


资料来源: 公司招股说明书、灼识咨询、开源证券研究所

**趋势一: 扁平化整合, 去中间商化留出供应链利润实现共赢。**过去商业模式中, 汽车零配件的多层分销商单线连接, 业务边界清晰不存在系统性交互。随着数字化技术发展, 平台型企业可以代替所有分销商职能, 直接对接上游生产厂商和终端服务网络, 节约渠道与沟通成本, 实现三方利润共赢。

**趋势二: 电商平台集合上游零配件生产、中游供应链及下游汽服网络三者数据一体化, 直接面向 C 端实现最优效率。**在趋势一的基础上, 供应链平台与上游供应商形成强协作关系, 传导上游生产计划甚至形成贴牌代工关系, 通过加盟、参股或直营严控下游运营, 实现上下游数据的打通和整合, 产销协同带来最具优势的零配件成本和较有竞争力的下游门店网络。

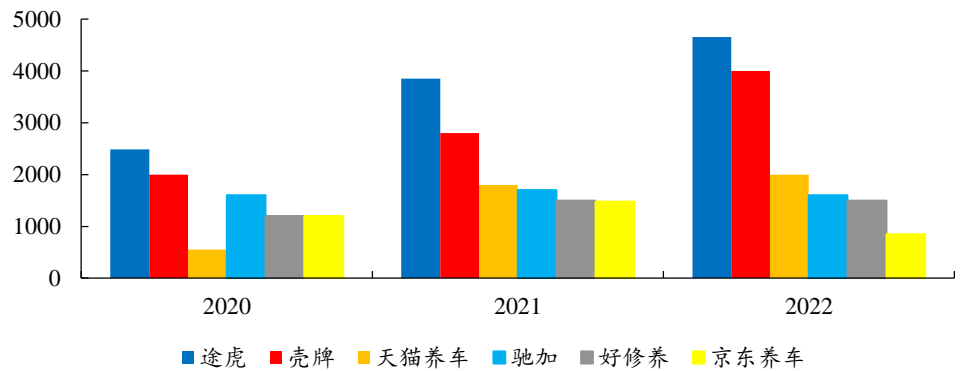
图18: 当前汽车后市场价值链正在纵向整合



资料来源: 德勤、开源证券研究所

### 2.3、国内汽车服务供应商格局高度分散

**国内汽车服务供应商竞争格局分散。**2022 年国内约 68 万家汽车服务供应商, 按门店数量计算, 前六家供应商门店合计约 14603 家, 占比仅为 2.1%, 竞争格局高度分散。其中, 线上线下一体化汽车服务供应商和传统的 IAM 各占 3 家, 线上线下一体化汽车服务供应商分别为途虎、天猫养车、京东养车。

**图19：2022年前六家供应商门店合计约14603家**


数据来源：公司招股说明书、灼识咨询、开源证券研究所，注：除途虎外，非上市公司数据由灼识咨询估算

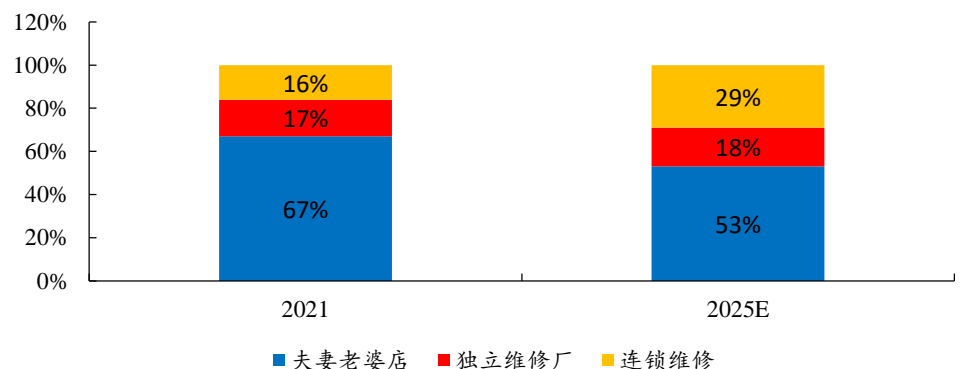
按汽车服务收入计算，2022年途虎汽车服务收入为115亿元，市场份额占比为0.9%，壳牌、驰加、天猫养车、京东京车会的市场份额占比分别为0.3%、0.2%、0.1%、0.1%，合计仅占国内汽车服务市场收入的1.6%。

**表2：按2022年汽车服务收入计算，五大汽车服务供应商的合计市场份额为1.6%**

排名	汽车服务供应商	品牌定位	2022年汽车服务市场份额
1	途虎	线上线下一体化汽车服务供应商	0.9%
2	壳牌喜力爱车中心	传统的IAM	0.3%
3	天猫养车	线上线下一体化汽车服务供应商	0.1%
4	驰加	传统的IAM	0.2%
5	好修养	传统的IAM	
6	京东京车会	线上线下一体化汽车服务供应商	0.1%

数据来源：公司招股说明书、灼识咨询、开源证券研究所

**预测国内汽车后市场门店将表现出向头部集中的趋势。**根据罗兰贝格统计，2021年夫妻老婆店在独立后市场的门店数量占比为67%，独立维修厂和连锁维修厂的数量占比分别为17%、16%。由于头部玩家在供应链、服务能力等方面的优势，罗兰贝格预计连锁品牌的门店数量占比将于2025年提升至29%，随着连锁维修通过资本扩张、供应链整合等完善用户体验，小型维修厂和夫妻老婆店将逐步被整合和淘汰。

**图20：罗兰贝格预计国内独立后市场门店将表现出向头部集中的趋势**


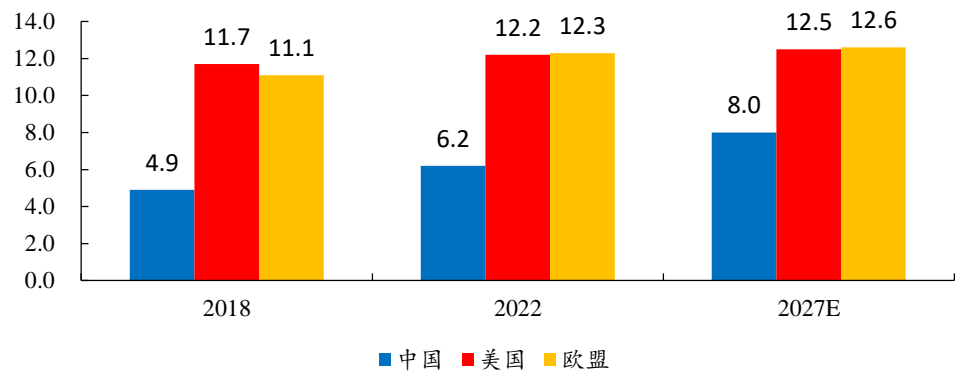
数据来源：罗兰贝格、开源证券研究所

## 2.4、国内 VS 美国后市场：有一定追赶空间，但基于历史文化仍有差异

### 2.4.1、国内汽车使用习惯仍有历史差距，车龄表现出增长潜力

国内车龄增速较高，2022 年已接近汽车服务需求拐点。根据灼识咨询统计，2022 年中国、欧盟、美国地区车龄分别为 6.2/12.3/12.2 年，2018 年的车龄分别为 4.9/11.1/11.7 年，2018-2022 年的复合增长率为 6.1%、2.6%、1.1%。尽管绝对值仍远低于欧美，但国内车龄表现出较好的成长性，预计 2027 年车龄将达到 8.0 年。根据途虎招股书，汽车服务开支在车龄超过 6 年后开始显著增加，是典型的车辆生命周期中的临界点，随着国内车龄的增长，中国汽车服务需求正在接近临界点。

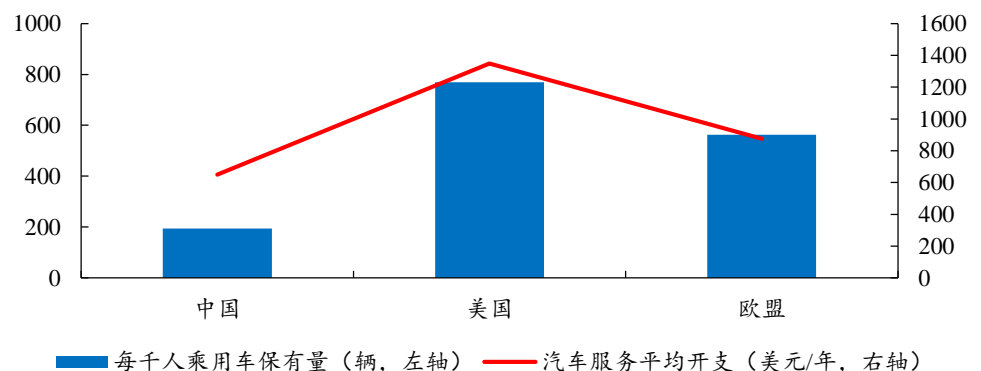
图21：国内车龄较低但具有较高增速



数据来源：公司招股说明书、灼识咨询、开源证券研究所

国内人均乘用车保有量、年均汽车服务开支、行驶里程低于欧美，且短期难以追赶。尽管中国乘用车保有量规模较大，但 2022 年每千人乘用车保有量仅为 194 辆，远低于美国的每千人 769 辆和欧洲的每千人 563 辆，中国车主在汽车服务上的年平均开支约为每辆车 650.6 美元，低于美国 1349.1 和欧盟的 875.1 美元。从行驶里程看，2022 年国内乘用车总行驶里程为 1.8 万亿英里，低于美国乘用车行驶的 2.8 万亿英里。考虑到国内乘用车销量增速放缓和车龄低对应的保养需求少，国内人均乘用车保有量、年均服务开支赶超欧美具有难度。

图22：国内人均乘用车保有量、年均服务开支低于欧美



数据来源：公司招股说明书、灼识咨询、开源证券研究所

### 2.4.2、美国拥有成熟的汽车零部件政策与认证体系

美国政策支持独立汽车维修企业，防止整车厂垄断。美国设有专门的汽车行业

反垄断法,《马格努森-莫斯保修法》和《汽车可维修法案》规定汽车制造商和经销商:  
 (1) 不得以保修为条件要求车主必须使用原厂零配件或某种特定零部件品牌;(2) 及时向车主、汽车维修者等提供诊断、维修车辆所必需的技术信息。较为完善的反垄断法案防止了整车厂垄断,有助于维系市场积极发展。

**表3: 美国拥有较完善的汽车反垄断法**

种类	法律名称	意义
基本反垄断法	《谢尔曼法案》	美国历史上第一个授权联邦政府控制、干预经济的法案。
	《克莱顿法案》	对《谢尔曼法案》的修订,补充针对地方上的价格歧视,及更进一步打击贸易限制。
	《联邦贸易委员会法》	禁止不公平或欺骗行为的联邦消费者保护法。
汽车业反垄断法	《马格努森-莫斯保修法》	规定汽车制造企业和经销商不得把保修作为条件要求车主必须使用原厂零部件或某种特定零部件品牌,同时规定汽车制造企业或经销商不能仅仅因为车主安装非原装零件产品就拒绝保修。
	《汽车可维修法案》	规定汽车生产企业应及时向车主、汽车维修者提供诊断、维修车辆必须的技术信息。

资料来源: Federal Trade Commission、CONGRESS.GOV、开源证券研究所

**CAPA 体系保障非原厂零件质量。** CAPA 成立于 1987 年,是美国一家用于确保替换零部件的适用性和质量的非盈利机构,当前在世界范围内被广泛认可。第三方独立汽车零部件厂家所生产的零部件,都必须经过 CAPA 认证。从上游供应商到中间流通,一直到末端用户的应用和问题追溯的各环节中一直存在严格的质量认证和相应的溯源和追责机制。保证替换零件在装配、性能、持久性和安全性上与原厂件一致。

**图23: CAPA 拥有唯一验证码**


资料来源: CAPA 官网

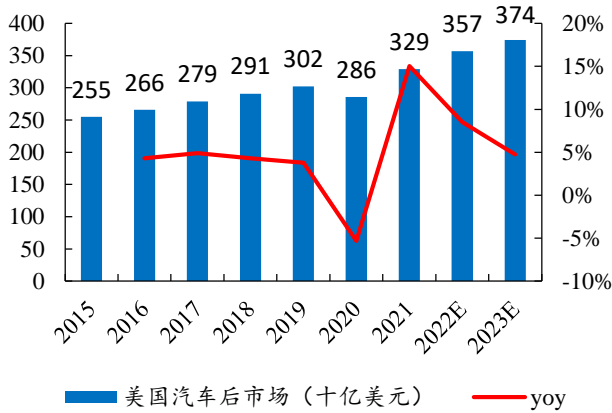
### 2.4.3、美国的汽车后市场更成熟,玩家集中度更高

**美国汽车后市场呈稳健增长态势。** 2021 年美国汽车后市场体量在 3290 亿美元,在 2015-2019 年年均增速约 4%,2020 年受疫情影响有所下滑,2021 年恢复至 3290 亿美元。后市场的规模增长一部分来源于车主的消费习惯改变,过去由于高昂的人工费用和较为简单的汽车结构,早期美国后市场盛行 DIY 模式,当前年轻一代自己动手修车的比例越来越小,有部分需求从 DIY 转向 DIFM(到店维修),因此增长的部分也包含了人工服务和配件价格的上升。

**美国汽车后市场中 DIY 占比 23%。** 在 2021 年美国汽车后市场中,汽车专业零

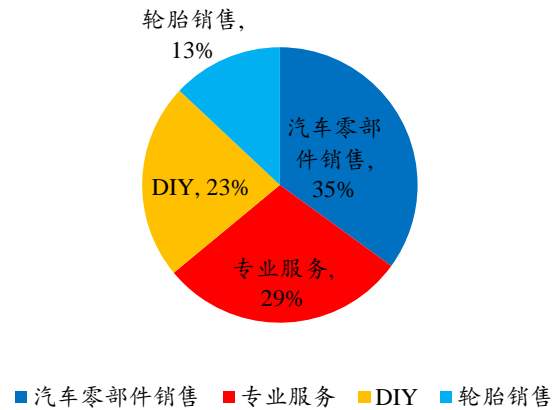
部件销售占比最高为 35%，其次是提供专业维修服务，约 95 万亿美元，占比 29%，DIY 业务市场为 75 万亿美元，占比 23%。

图24：2021 年美国汽车后市场体量为 3290 亿美元



数据来源：Auto Factbook、开源证券研究所

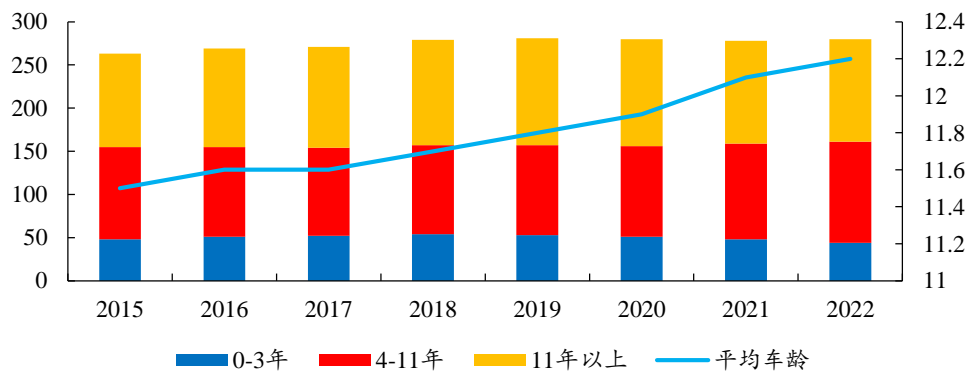
图25：2021 年美国汽车后市场中 DIY 金额占比 23%



数据来源：2023 ACA Factbook、开源证券研究所

美国车龄持续增长，当前大多数车龄处于 4-11 年。美国的平均车龄由 2015 年的 11.5 年提升至 12.2 年，呈稳步增长态势，4-11 年车龄汽车占比维持在 40%，结合美国成熟后市场经验，5.5-12.5 年为车龄维修保养“甜蜜期”，美国后市场发展仍有较大空间。

图26：美国车龄持续增长



数据来源：Auto Factbook、S&P Global Mobility、开源证券研究所

车龄影响维修选择。基于车龄、更换频率及更换部件成本考虑，车主会选择不同的渠道进行维修保养。车辆使用前 5 年，由于零部件损坏频率低&车辆处于保修期，叠加车主对零部件品牌的价格敏感性低，车主往往会选择 OE（原设备厂商）服务商服务。但 5 年后，随着汽车零部件更换频率提升&大部分车辆脱离保修期。

表4：维修保养的行为因车龄而异

车龄	0-5 年	6-13 年	14 年以上
更换率	低	高	中等
渠道	OE 服务商	DIFM	DIY

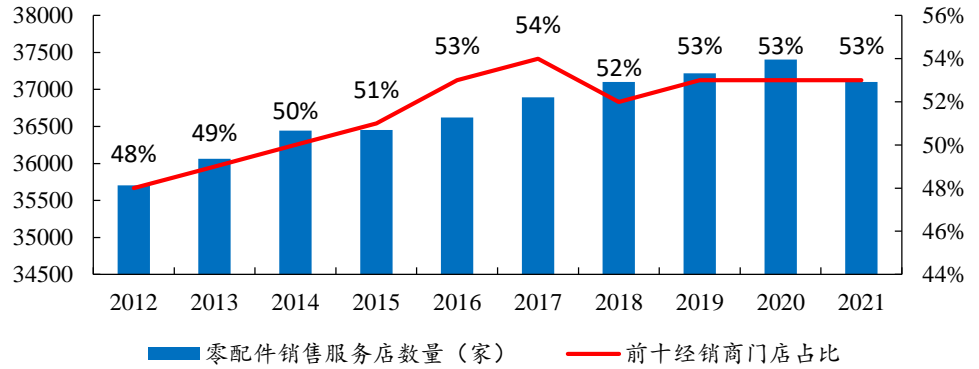
资料来源：AC 汽车公众号、开源证券研究所

美国汽车零部件厂商集中度较高，主要以四大连锁零售商为主。美国汽车后市



场已发展了 100 余年，通过残酷的市场竞争与收购兼并，当前独立汽车服务市场呈现高度集中的竞争格局。2021 年美国汽车零配件门店约 37100 家，其中前十大经销商门店数量占比约 53%，其中又以 AutoZone、O'Reilly、Advanced Auto Parts、NAPA 四大汽配连锁为主导，四大经销商门店数量合计占比达 49.2%。

**图27：2021 年美国汽车后市场中前十玩家占比在 50%以上**



数据来源：2023 ACA Factbook and Oreilly estimates、开源证券研究所

**表5：2021 年四大连锁维修厂商门店数量占比为 49.2%**

	门店数量
AutoZone	6115
O'Reilly Auto Parts	5873
Advance Auto Parts	4998
NAPA	1280
TOP4	49.2%

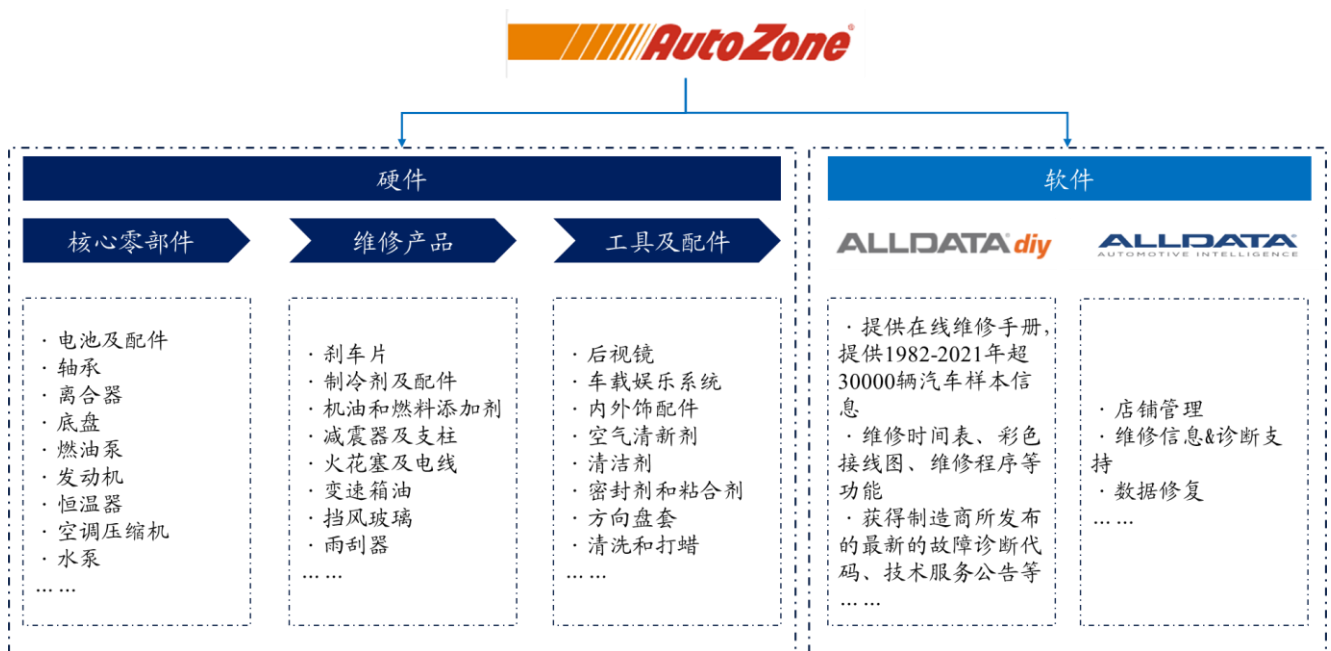
数据来源：2023 ACA Factbook and Oreilly estimates、开源证券研究所

### 3、复盘美国汽车零部件巨头：品牌价值凸显，规模体量、供应链管理为核心要义

#### 3.1、Autozone：DIY 模式起家，筑规模体量成竞争壁垒

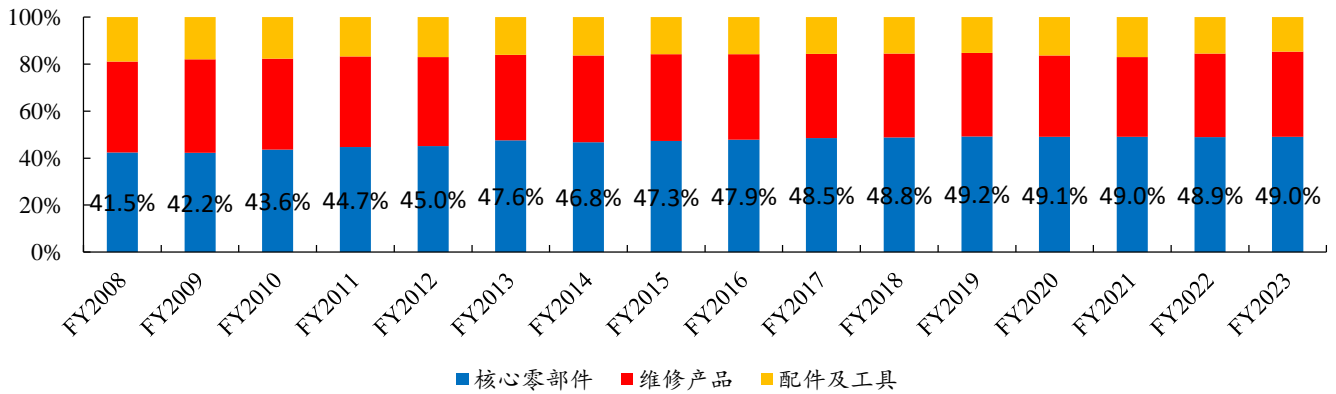
Autozone 围绕车后市场需求实现软/硬件全面布局。在硬件端，Autozone 为美国市场上领先的汽车更换零件和配件的零售商和分销商，可提供汽车、运动型多功能车、厢式货车及轻型卡车所需配件产品，如新的、再制造的汽车零部件、维修产品、配件等。在软件端：Autozone 销售 ALLDATA 品牌的汽车诊断、维修、碰撞和车间管理软件等。并且，对 DIY/PROFESSIONAL 客户售卖具备不同功能的软件。

图28：Autozone 产品布局横跨硬件、软件两端



资料来源：Autozone 官网、开源证券研究所

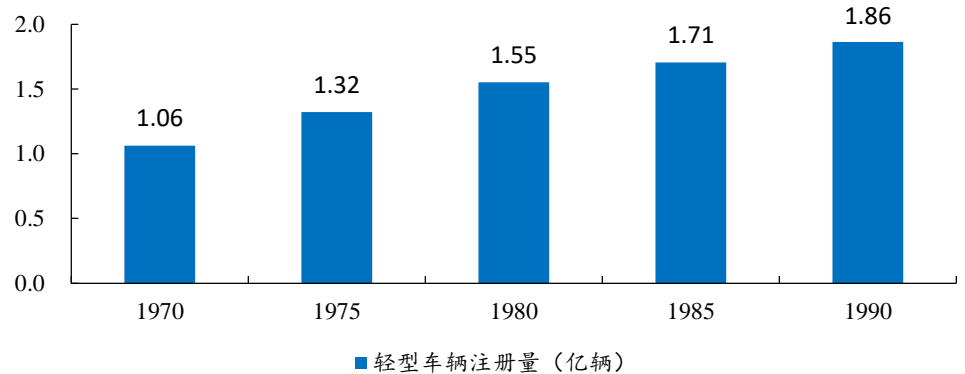
Autozone 主营汽配零售，聚焦核心零部件产品。作为汽配零售连锁商，Autozone 主营收入为源于汽车配件销售，其销售收入占比一直超 96%，且毛利率基本维持 52%-53%。其中，电池及配件、底盘等核心汽车零部件销售比重在 2016-2019 财年不断提升，由 46%提升至 48%，而 2019-2023 财年销售占比基本稳定，保持 49%左右。

**图29：2023 财年核心零部件销售额占比稳定在 49%左右**


数据来源：Autozone 年报、开源证券研究所

**Autozone 创立于美国车后市场新兴浪潮。**1979 年，AutoShack 成立，作为独立售后服务商向市场售卖零部件产品。1981 年，开设 Express Parts Service，允许客户订购数千个商店中没有的、难以找到的零件。彼时，恰逢美国汽车市场高速发展，1970-1990 年美国轻型车辆注册量由 1.06 亿辆增长至 1.86 亿辆，年均复合增速为 2.8%。

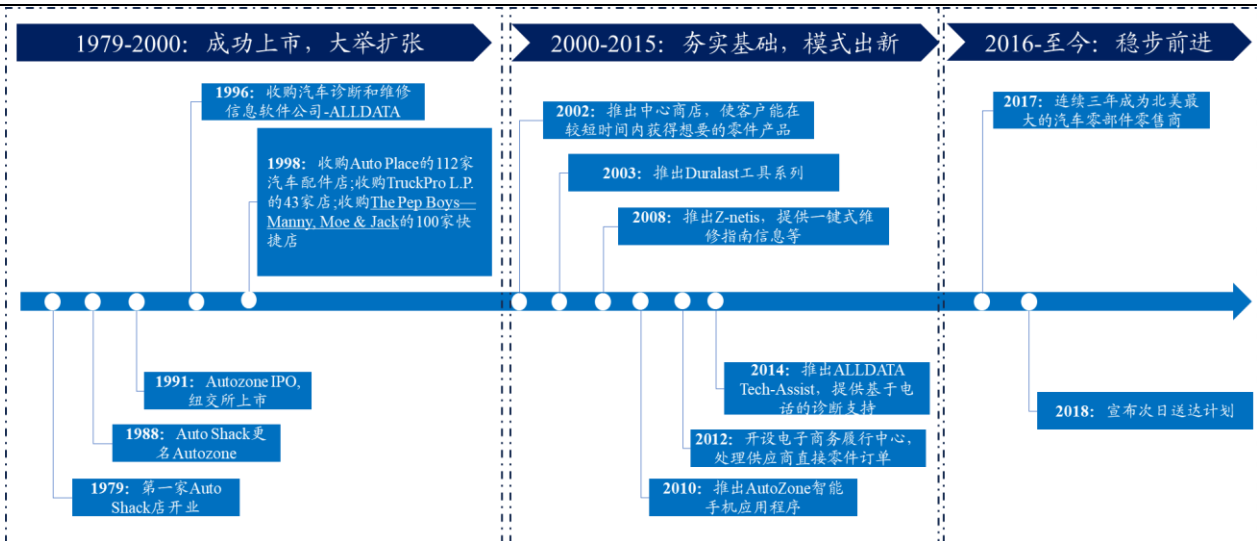
**受益车辆保修时间窗口，Autozone 迎来发展契机。**服役年龄在 6 年及以上的车辆一般不在原始车辆制造的保修范围内，却比新车需要更多的维修服务，因此可提供物美价廉的汽零配件的 AutoShack 得以受益美国车市高速发展。

**图30：1970-1990 年美国轻型车辆注册量年均增速达 2.8%**


数据来源：美国交通部、开源证券研究所，注：轻型车辆注册量为短轴距轻型车与长轴距轻型车之和

**扎根车后市场四十余载，Autozone 业务体系逐渐健全。**我们认为，Autozone 发展历程大致可分为：(1) 1979-2000 年：成功上市，门店&业务大举扩张的阶段；(2) 2000-2015 年：夯实业务基础，积极推出中心商店、电子商务履行中心等新型模式架构，从而为客户服务；(3) 2016-至今：稳步前进，业务模式、框架基本成熟，实施次日送达计划，积极贴近客户需求。

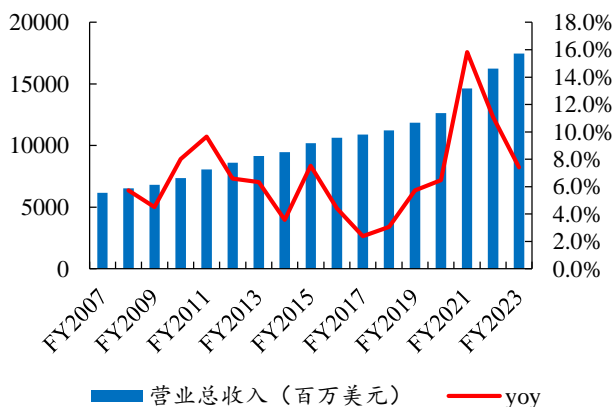
图31：业务体系逐步健全



资料来源：美股之家、Autozone 官网、开源证券研究所

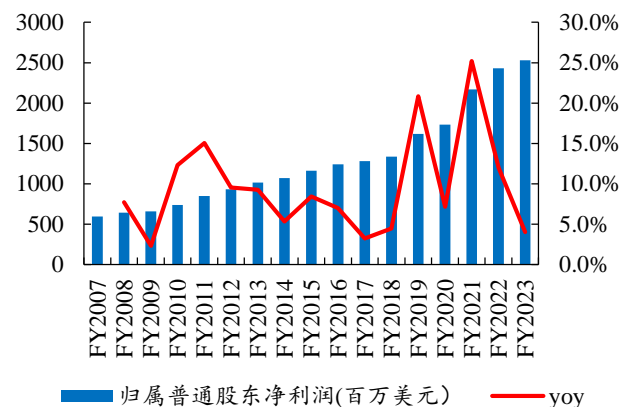
**Autozone 经营绩效持续提升。**随着线下门店网络的推广，2007-2023 财年营收由 61.7 亿美元提升至 174.6 亿美元，年均增速为 6.7%；净利润由 6.0 亿美元提升至 25.3 亿美元，年均增速为 9.5%。2024 财年 Q1 营收、归母净利润分别为 4190、593 百万美元，同比分别变化+5.1%、+10%。

图32：Autozone 营业收入稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所，注：Autozone 为财年数据

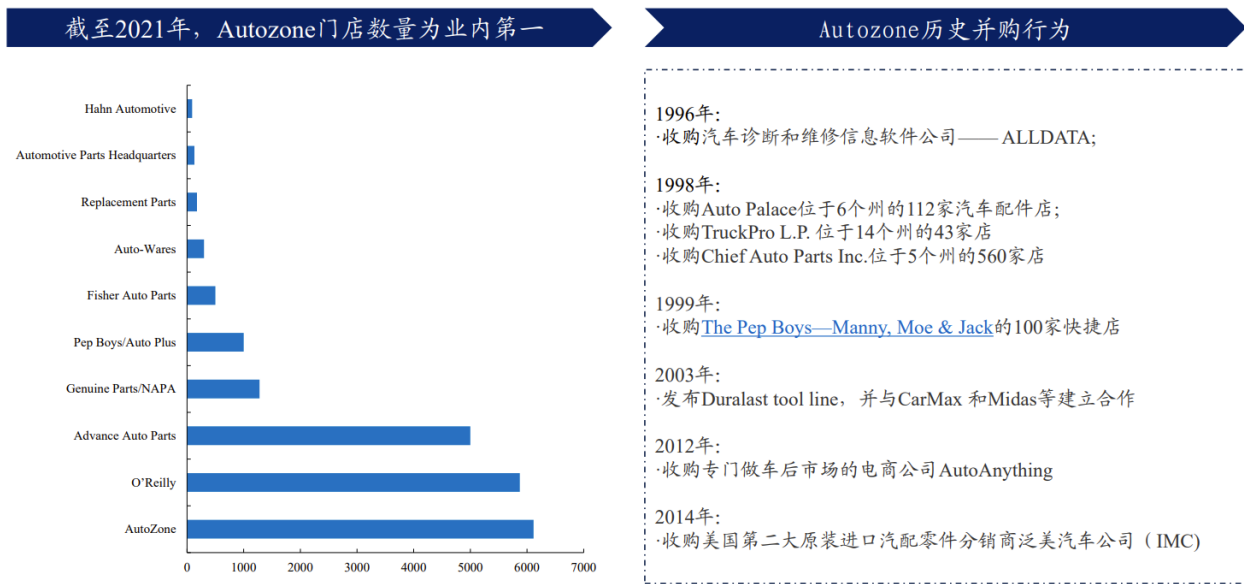
图33：Autozone 归母净利润稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所，注：Autozone 为财年数据

**规模体量构筑 Autozone 核心壁垒。**Autozone 主要通过新建、租赁、并购等方式扩张门店。门店并购行为主要发生在 20 世纪 90 年代末，进入 21 世纪后 Autozone 门店数量以每年 2%-3%的增幅稳步增长。截至 2021 年，美国四大汽配连锁中，Autozone 累计门店数量居行业第一，持续领先 O'Reilly、AAP、NAPA 等同行公司。

图34：截至 2021 年 Autozone 门店数量为业内第一（家）

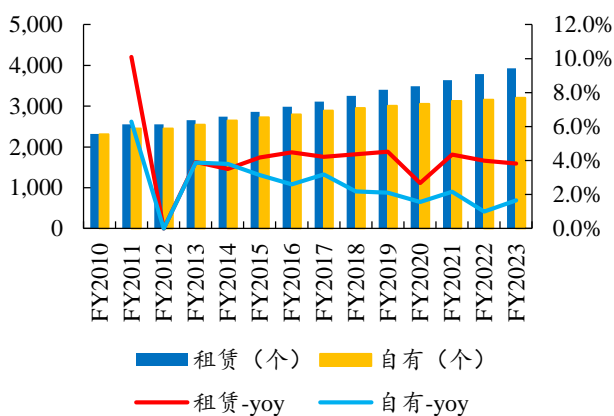


资料来源：O'Reilly Analyst day、美股之家、开源证券研究所

门店规模壁垒高筑的背后：（1）自有/租赁两种模式并行，租赁占比逐步加大；（2）标准商店范式赋能门店大批量复制。

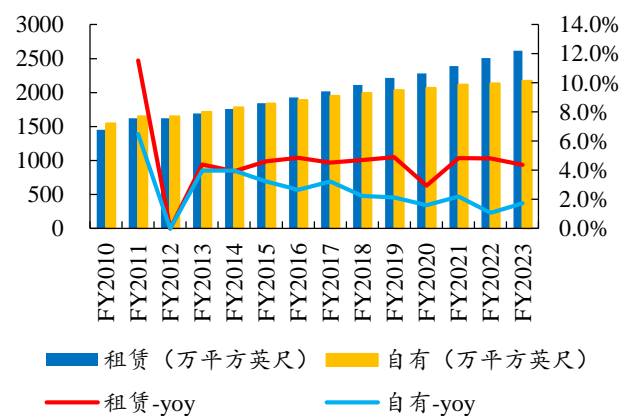
自有/租赁两种模式并行，租赁占比提升显著。相较加盟连锁实现门店扩张的轻资产运营模式，通过自建、并购等形式实现门店扩张的重资产模式对企业资金实力提出更高要求。其中，相较于从 0 到 1 自建门店，租赁成为了自营门店得以快速扩张的最佳选项。

图35：门店选址租赁数目提速显著



数据来源：Autozone 年报、开源证券研究所

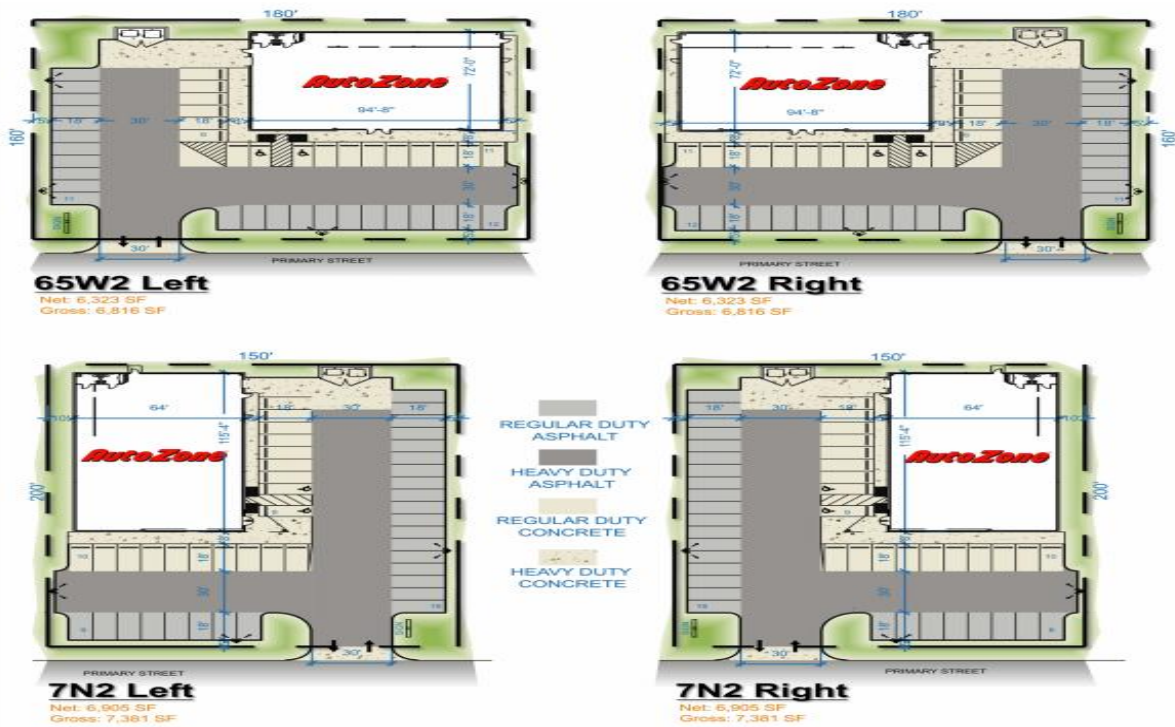
图36：门店选址租赁面积提速显著



数据来源：Autozone 年报、开源证券研究所

标准商店范式助力商店快速扩张，进而构筑核心竞争壁垒。Autozone 所有商店都基于标准的商店格式，店铺面积一般在 6500-8000 平方英尺，并且其外观、商品和产品组合总体表现一致。每家店大约 90%-99%的空间都用于销售。其中，卫星商店约 40%-50%的空间专门用于零件库存，而枢纽商店、大型枢纽商店中 70%-85%的空间用于零件库存。

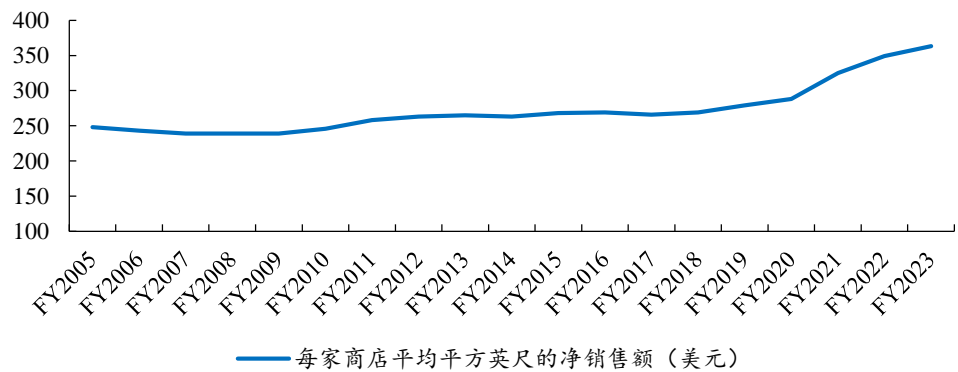
图37: Auzotone 新店开发拥有标准的商店范式



资料来源: Autozone 官网

2020-2023 财年 Autozone 经营效率提升显著。每平方英尺销售额由 2020 财年的 288 美元提升至 2023 财年的 363 美元, 2020-2023 财年复合增速 8.0%。我们认为, 店铺坪效提升, 主要系 (1) SKU 产品种类的逐步丰富、配送体系的逐步完善, 使得坪效稳步提升。(2) 后疫情时代, 人们出行需求反弹诱使车辆配件更换需求增加。

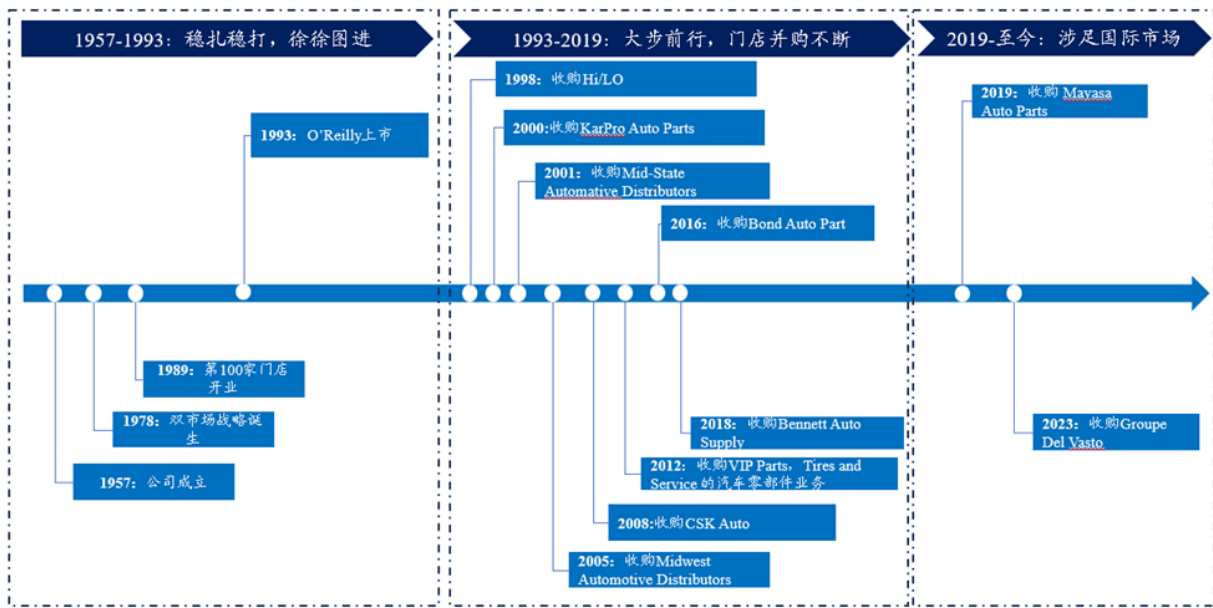
图38: 自 2020 财年起, Autozone 经营坪效显著增长



数据来源: Autozone 年报、开源证券研究所

### 3.2、O'Reilly: 充分受益 DIY&DIFM 模式双重市场战略

O'Reilly 发迹于密苏里州地区, 如今门店遍布美国, 甚至开往墨西哥。我们认为, O'Reilly 的发展历程可分为以下几个阶段: (1) 1957-1993 年: 稳扎稳打, 徐徐图进。1957 年成立, 1965 年第二家 O'Reilly 开业, 1989 年拥有 100 家门店; (2) 1993-2019 年: 大步前行, 门店并购不断。期间并购动作不断, 门店规模快速增长; (3) 2019-至今: 涉足国际市场, 收购墨西哥的 Mayasa Auto Parts、加拿大的 Groupe Del Vasto。O'Reilly 并购行动从 1998 年开始, 至今仍在进行, 颓势不显。

**图39：1998年起，O'Reilly 并购扩张不显颓势**


资料来源：美股之家、O'Reilly 年报、开源证券研究所

**自行扩张&并购组合并行助力 O'Reilly 门店规模快速增长。**除并购整合外，O'Reilly 持续自行扩建门店网络，因此门店数量得以迅速增长。截至 2022 年 12 月 31 日，O'Reilly 已在美国本土 47 个州经营 5929 家门店，同时还在墨西哥经营 42 家门店。

**O'Reilly 经营奉行 DIY、DIFM 模式并行模式：稳且快。**(1) DIY 模式看点：较同 DIFM 客户交易，与 DIY 客户交易可实现更高的毛利率；(2) DIFM 模式看点：随着汽车结构复杂程度的提升，车主较难、甚至无法实现独立完成汽车维修，**车后市场转向 DIFM 模式趋势愈发明显。**2008 年 O'Reilly 通过收购 CSK 实现了 DIY&DIFM 双市场战略的彻底贯彻，该年营收/毛利同比分别变化+41.8%/+45.3%，系 CSK 大部分客户为 DIY 客户。

**表6：O'Reilly 通过多次收购实现快速扩张**

时间	收购对象	数量
1998	Hi/LO	182
2001	Midstate	82
2005	Midwest	72
2008	CSK	1342
2012	VIP Auto	56
2016	Bond	48
2019	Bennett	33
2019	Mayasa Auto Parts	21

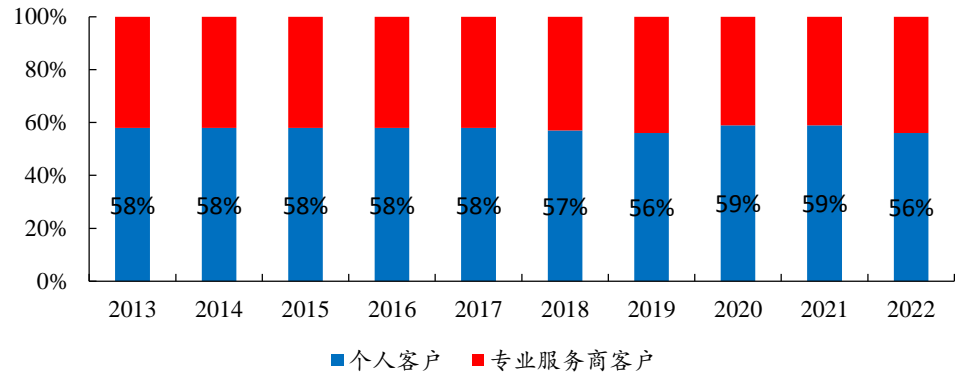
资料来源：O'Reilly Analyst Day、开源证券研究所

**近年来，DIFM 客户销售收入增速稳步占比保持稳定。**2022 年，DIY 客户销售占比达 56%，较 2021 年同降 3pct，DIFM 客户占比进一步提升，主要系 DIFM 模式市场较为分散，一旦市场整合，DIFM 客户销售额增速将高于 DIY 客户销售额增速。

**DIY&DIFM 双重市场战略是 O'Reilly 门店数量扩张、盈利能力得以维系的重要**

保障。受益于双重市场战略（客户多样性），O'Reilly 并不会放弃人口密度较低的市场：首先，进入新的、人口更稠密的市场，会寻求在短时间内开设几家门店以最大限度发挥初始促销计划并实现规模经济。然后，O'Reilly 逐步渗透进人口密度较低的周边地区。2005-2022 年期间，毛利率及净利率整体保持增长态势。

图40：DIY、DIFM 客户销售占比近乎对半



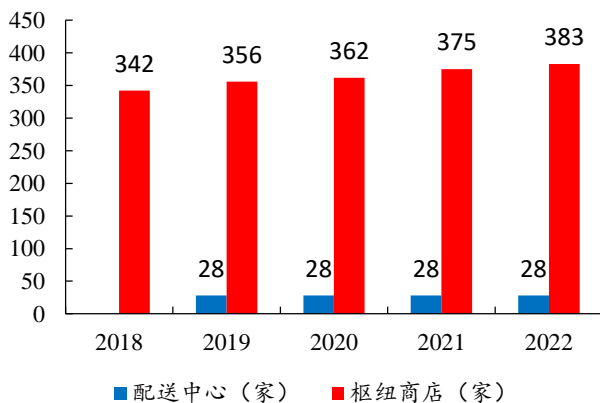
数据来源：O'Reilly 年报、开源证券研究所

**DIY&DIFM 双重市场战略得以支撑的关键：高效的分层分销模式、充足的 SKU 库存、丰富的产品种类保障商店网络高效运转以满足 DIY/DIFM 客户需求。**

分层分销模式增强零部件分销能力，提升经营绩效。商店网络由配送中心、枢纽商店支撑。其中：(1) 配送中心：截至 2022 年，平均库存 154000 个 SKU。大多数配送中心库存与其他配送中心库存并联，可通过自有车队于每周五晚送货至美国大陆内几乎所有门店。(2) 枢纽商店：截至 2022 年，平均库存 49000 个 SKU，特定市场最高库存可达 94000 个 SKU。除直接为 DIY、DIFM 客户提供服务外，还可为周边地区其他商店提供送货服务。截至 2022 年，O'Reilly 拥有配送中心 28 个，枢纽商店 383 个。

积极扩建产品线，提升自有品牌产品比例。O'Reilly 努力扩大产品线覆盖面，不断提升自有品牌产品的客户接受度。截至 2022 年 8 月，O'Reilly 自有品牌产品已占销售额 50%。

图41：商店网络连接愈发密切：枢纽商店数量稳步增加



数据来源：O'Reilly 年报、开源证券研究所

图42：2022 年 8 月自有品牌产品销售额占总营额 50%



资料来源：O'Reilly Analyst Day



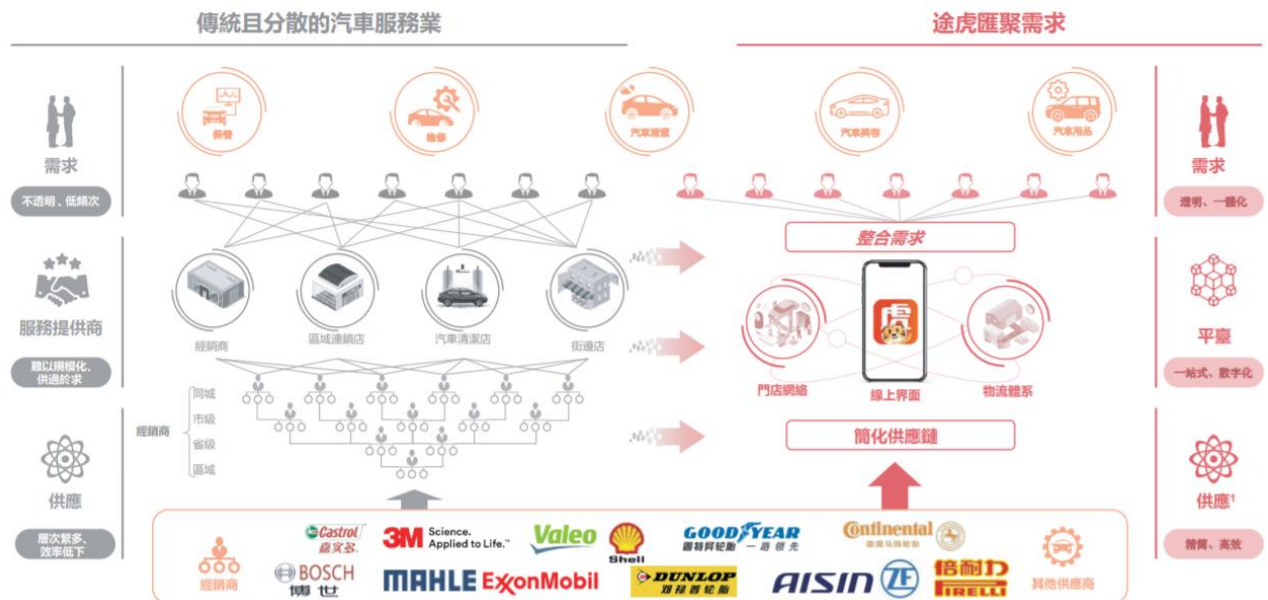
## 4、途虎养车：上下游整合成就商业模式，规模效应筑护城河

### 4.1、以用户为核心搭建生态，飞轮效应正循环巩固优势

#### 4.1.1、线上线下一体化商业模式整合汽零行业

上游简化多层级供应链，下游整合分散需求。途虎过去是纯粹的汽车零配件线上销售平台，以B2B模式代替多级分销商实现供应链的简化，线上产品的品类繁多且支付体验便利，积累了一定的用户群体和知名度。随后逐渐向线下业务拓展，建立由管理良好的门店和技师组成的线下网络，用户可以在线上选购价格透明的正版产品，再到线下门店履约安装。线上平台为线下运营提供庞大的客户流量及数据分析，线下门店为线上平台保障标准化的用户体验和高效的供应体系，线上线下一体化商业模式为汽车零配件带来行业新机遇。

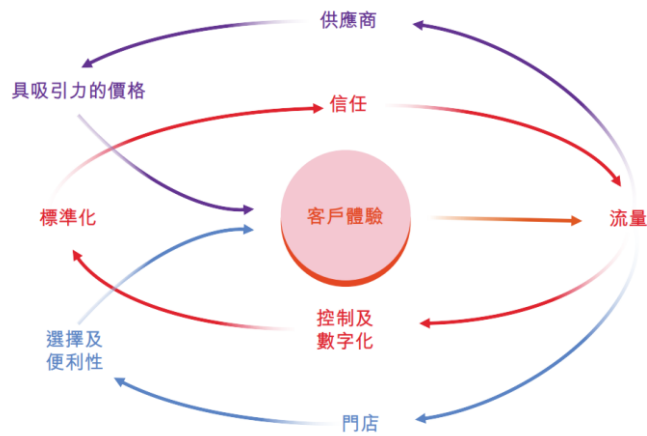
图43：途虎对上简化供应链，对下整合用户零散需求



资料来源：公司招股说明书

线上线下一体化商业模式打造飞轮效应，客户体验改善带动流量，销量加强上游议价能力，反哺用户体验。过去国内汽车服务的痛点包括非标准化的用户体验、复杂的供应链、低效的履约流程，途虎以用户为核心，从线上纯粹销售产品过渡到线下直接服务终端用户。通过提升用户体验吸引更多的用户流量，销量提升增强了途虎向上游采购的议价话语权，进一步增强价格优势吸引潜在客户，商业模式形成的正反馈飞轮效应，不断加强公司壁垒。

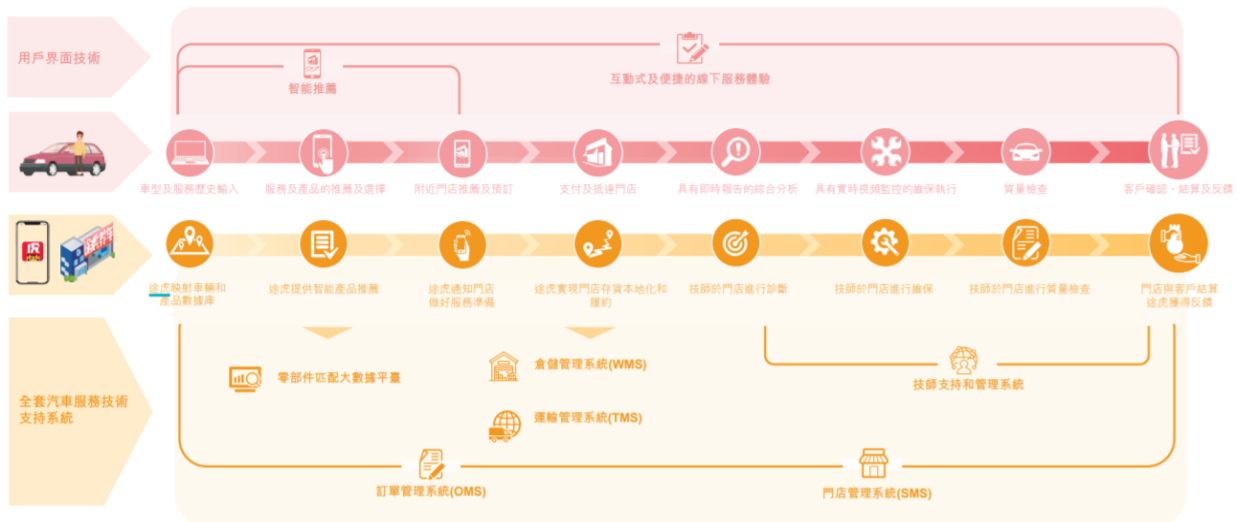
图44：基于客户体验，飞轮效应推动多个良性循环



资料来源：公司招股说明书

为汽车服务量身打造专有算法，提升服务质量。公司围绕汽车服务产业链已开发出含零部件匹配大数据平台、仓储管理系统、运输管理系统等在内的全面汽车服务技术支持系统，通过实现运营和管理的数字化，提供给客户更高效的交易流程、更便捷的体验。同时，对供应链而言，强大的数据分析能力可确保车型和汽车零部件存货与客户需求全面匹配，实现存货的快速周转、货物的高效分配。根据公司招股说明书披露，截至2023年3月31日，途虎已建立国内最大且最精准的汽车零配件数据库，涵盖286个品牌，超过66000款车型，匹配准确率高达99.99%。

图45：公司打造全套汽车服务技术支持系统



资料来源：公司招股说明书

全流程数字化实现门店严管控与技师线上培训。区别于用户端的红色图标途虎APP，途虎为门店及技师管理系统打造蓝虎系统，实现门店管理流程数字化以提高管理流程效率。在该应用上，门店经理可以管理服务预约、用户反馈和即时运营数据等，此外蓝虎系统上也提供了线上培训及实时线上指导，以提高技师的作业效率，不仅可用于监控门店运营而且确保了途虎工场店所提供的产品和服务质量。根据灼识咨询统计，以日活跃用户数看，蓝虎目前是国内最大的自主研发的门店及技师管理系统。

图46：蓝虎系统实现对门店的统一管理



资料来源：公司招股说明书

#### 4.1.2、强管控加盟模式复制门店网络

途虎的门店类型分为自营工场店、加盟工场店和第三方合作门店。三种门店的战略定位与运营模式各不相同，自营店和加盟店拥有统一的途虎品牌，途虎对自营店拥有完全的控制权，而加盟店战略定位是以轻资产的商业模式实现网络的快速扩张，仅对支付结算的门店信息系统和供应链物流等部分运营拥有完全的控制权，合作门店主要为线上平台销售的产品提供安装服务，作为工场店的补充，进一步扩大途虎的地域覆盖范围。

图47：自营和加盟途虎工场店有统一的店面设计

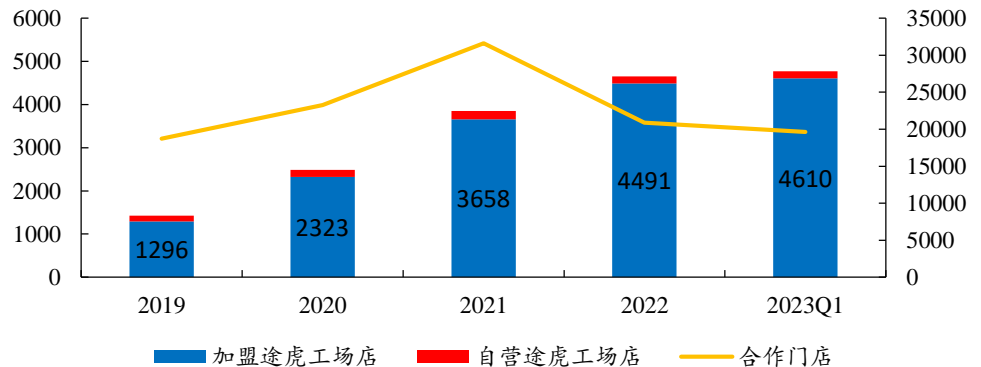


资料来源：公司招股说明书

创新加盟模式统一服务质量，实现门店快速扩张。加盟店是途虎高速扩张网络的主要抓手，结合传统加盟模式与自营模式，实现以轻资产的方式迅速扩大网络。对所有工场店坚持强管控，确保服务质量的一致性和高标准。截至 2023 年 3 月 31

日，公司途虎工场店包括自营门店 160 家、加盟途虎工场店 4610 家，加盟工场店保持高速扩张趋势。

**图48：加盟工场店保持扩张趋势（家）**



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

从途虎视角，工场店贡献的收入主要来源于三部分：（1）向线上和直接到店个人客户提供汽车产品和服务的收入；（2）通过汽配龙向加盟途虎工场店销售汽车产品的收入；（3）加盟服务收入。途虎的客户直接向途虎付款，再由途虎向加盟商结算服务费。

**加盟服务收入包括：**（1）加盟费，三年加盟协议收取的加盟费在 10-40 万元区间；（2）标准固定月度管理费分为 4000 和 8000 两类，2019-2023Q1 每家途虎工场店的平均固定月度管理费分别为 5862、5454、5503、4689、5484 元；（3）基于利润的分成费用，一般相当于加盟店经营利润的 10%。

**表7：加盟服务收入包括加盟费、固定月度管理费、基于利润的分成费用**

途虎从门店的收入及加盟店固定成本（元）	
三年加盟费	100000-400000
固定月度管理费	4000 或 8000
基于利润的分成比例	10%

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

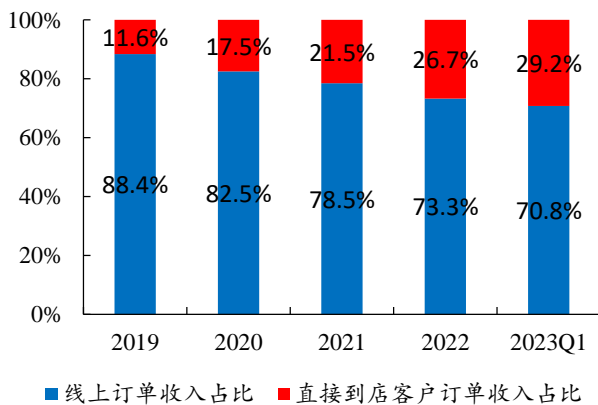
从加盟途虎工场店和合作门店视角，当客户在线上下单时，由于途虎是交易的负责人且承担了存货风险，因此享有 100% 产品收益，确认产品和服务全部收入，门店仅为履约服务的代理，收入仅确认服务费。当客户直接到店在店内下单时，客户流量由门店自身产生，途虎会分享部分产品收入，仅确认部分产品收入，门店在服务收入的基础上可增加部分途虎的产品利润。

**表8: 不同类型的门店收入模式不同**

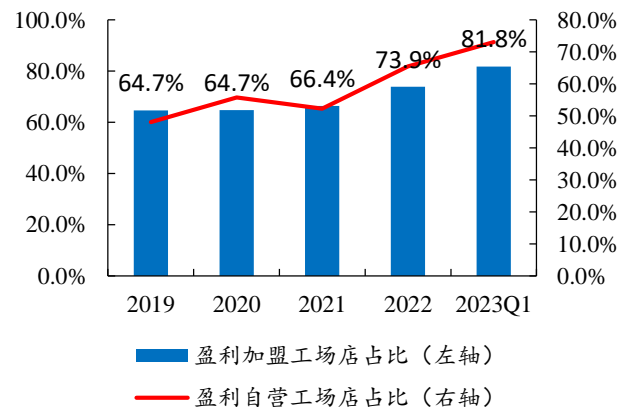
	自营途虎工场店	加盟途虎工场店	合作门店
<b>途虎线上订单:</b>			
产品销售	√		
服务费	√	√	√
<b>直接到店客户:</b>			
产品销售		√	√
服务费	√	√	√

资料来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

**途虎流量与商业模式增强加盟商黏性。**从途虎向个人终端客户提供的汽车产品和服务收入看,其中七成以上来源于线上下单收入,途虎的品牌价值、客户认知度、完善的供应链体系和高效的管理机制可为加盟商提供具有吸引力的经济利益,截至2023Q1,39.9%的加盟商开设两家或以上的途虎工场店。实现盈利的门店数目逐年增加,2023Q1 加盟工场店和自营工场店中盈利的数量占比分别为 81.8%、73.1%。

**图49: 途虎收入的七成以上来源于线上**


数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

**图50: 盈利的工场店占比逐年提升**


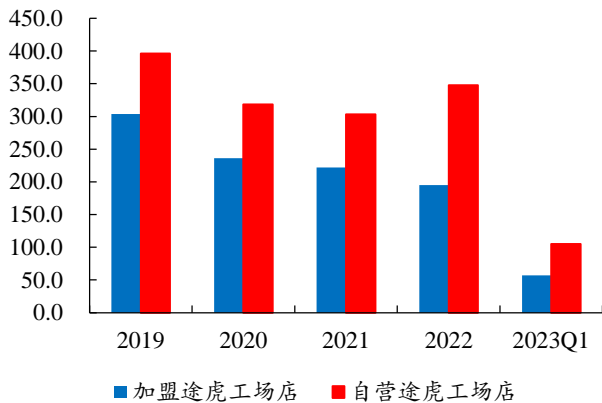
数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

**自营店定位增强途虎品牌知名度,收入规模高于加盟店。**2019-2023Q1 每家加盟途虎工场店收入为 303.9、236.1、222.0、195.0、57.2 万元,每家自营途虎工场店的收入为 396.4、318.4、303.3、347.7、105.0 万元,自营途虎工场店是新服务或新市场的开拓者,通常布局位于一线城市的黄金地段,设立的门店规模更大,可提供比加盟店更为全面的服务能力。

2020-2022 年单店收入呈现有所下滑的趋势,主要系 COVID-19 降低了门店开工率和供应链稳定性,2019 年途虎加盟工场店和自营店的爬坡期分别为 5、15 个月,由于 COVID-19 的负面影响,爬坡期分别增长至 6、18 个月。

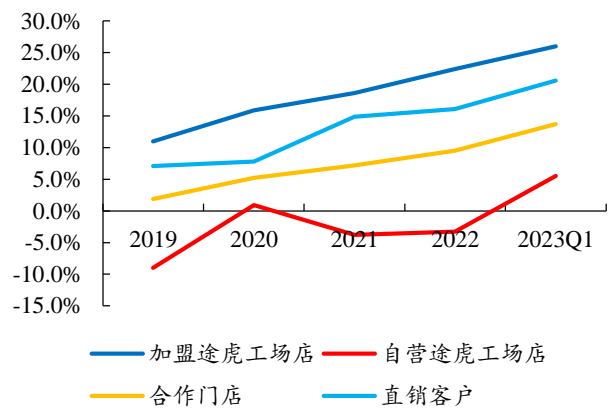
**加盟店毛利率高于自营店,且呈现不断增长的趋势。**2019-2023Q1 加盟工场店的毛利率为 11.0%、15.9%、18.6%、22.4%、26.0%,自营工场店的毛利率为-9.0%、0.9%、-3.8%、-3.3%、5.5%,自营店由于建筑面积更大,需要更多租金支持导致爬坡期更长,故盈利水平低于加盟工场店。此外,通过推出毛利率较高的专供产品和自有品牌产品,公司各类型门店的毛利率都呈现增长趋势。

图51: 自营店收入高于加盟店 (百万元)



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

图52: 加盟店毛利率高于自营店



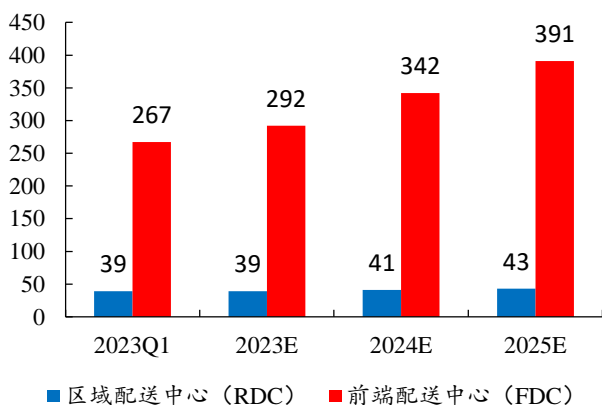
数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

## 4.2、上游规模效应增强议价话语权，下游履约交付体系完善

当前途虎的履约基础设施灵活且完善，服务范围广泛。途虎构建的是自营基础设施和第三方服务提供商相结合的全国性仓储物流体系，截至 2023Q1，全国共运营 39 个区域配送中心 (RDC) 和 267 个前端配送中心 (FDC)，当前网络可实现 50% 以上的线上轮胎订单是当天或次日送达，约 75% 的线上保养产品订单时当天或次日送达，预计到 2025 年年底将 RDC 及 FDC 分别增加至 43、391 个，尤其是会在二线及以下地区增加仓库。

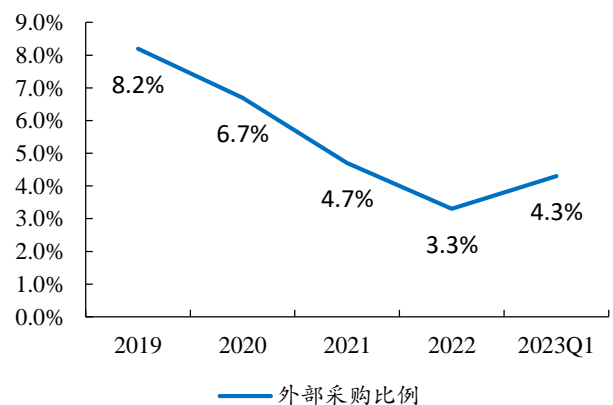
多层仓储系统管理不同类型的存货。RDC 覆盖高频采购的 SKU，FDC 陈列大量低频 SKU 的即时采购需求，2023Q1 以来，RDC 平均每月支持接收及运送 270 万条轮胎及 1310 百万个其他汽车零配件。在 RDC 和 FDC 无法满足直接到店服务产生的长尾和低频维修间的需求时，工场店才会在外采购汽车产品，2023Q1 外部采购比例仅为 4.3%。

图53: 途虎未来计划继续扩充 FDC



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

图54: 2023Q1 的外采比例为 4.3%

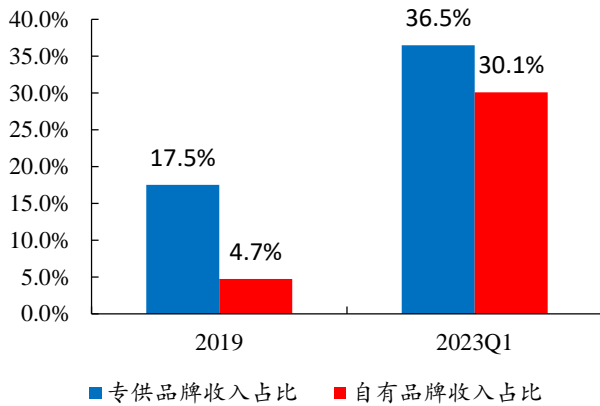


数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

影响力带来定制化专供品牌，产品结构优化进一步提升盈利能力。途虎凭借与品牌和供应商的长期合作关系、能够及时洞察客户多样化需求的数据分析能力，不断开发毛利率更高的专供品牌产品。截至 2023Q1，过去的 12 个月中途虎平台交易了 51 款涵盖 7429 个 SKU 的自有品牌产品及 54 款涵盖 2239 个 SKU 的专供品牌产

品，专供品牌和自有品牌的收入占比分别从 2019 年的 17.5%、4.7%提升至 2023Q1 的 36.5%、30.1%。

图55：专供和自有品牌收入大幅提升



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图56：自有品牌途虎王牌可覆盖多品类 SKU



资料来源：公司官网

**规模优势加强采购议价话语权，持续加强成本优势。**我们在不同互联网养车 APP 上搜索同一款轮胎的价格，发现途虎的价格始终优于友商。随着平台不断扩充和规模的扩大，规模优势能不断加强途虎对上游商品采购的话语权，能从供应商获得更优惠的价格，进而能较同行获得更为低廉的采购成本优势。

图57：双星轮胎价格对比（左：途虎养车，右：京东养车）



资料来源：途虎养车、京东养车 app、开源证券研究所 注：双星轮胎规格为 205/55R16，2023/12/3 价格

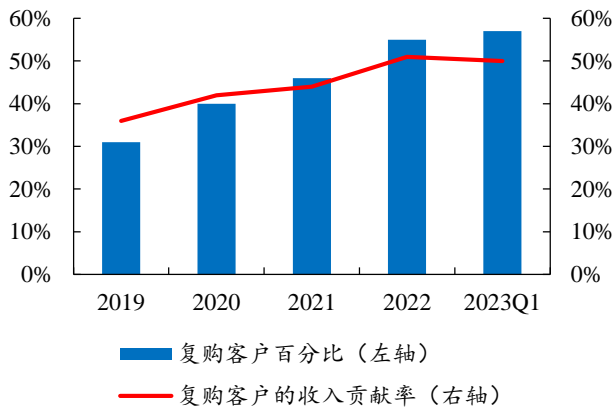
图58：米其林轮胎价格对比（左：途虎养车，右：天猫养车）



资料来源：途虎养车、天猫养车 app、开源证券研究所 注：米其林轮胎规格为米其林/Michelin 205/55R16 Primacy491W ST 2023/12/3 价格

**客户复购率持续提升。**复购客户百分比、来自复购客户的收入贡献率整体稳步提升，并于 2023Q1 分别达 57%、50%，较 2019 年分别提升 26pct、14pct。我们认为客户粘性的增强，主要得益于：(1) 产品及服务品类的扩展。例如，公司分别于 2011 年、2013 年、2015 年、2015 年及 2021 年推出轮胎、机油、底盘零部件、蓄电池及新能源汽车电池维保；(2) 较低的同类产品售价；(3) “车友圈”板块的搭建：在途虎养车 APP 中“车友圈”板块中，车主用户可加入到感兴趣的车型的车友圈进行交流，并设有“点评榜”、“保值榜”可供车主参考。

图59：复购客户百分比及收入贡献占比稳步提升



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图60：“车友圈”板块为车主提供交流平台



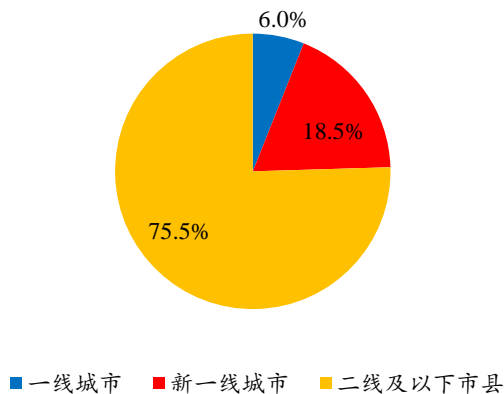
资料来源：途虎养车 APP

### 4.3、新战略：渠道下沉&顺应新能源趋势

#### 4.3.1、深化低线城市渗透率以扩大地域覆盖

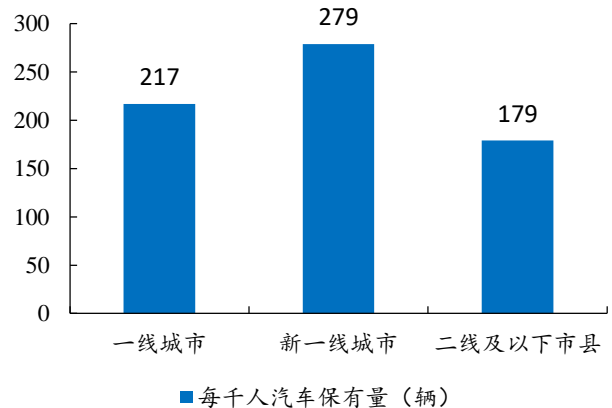
二线及以下市县具备较大的汽车服务市场潜力。据灼识咨询统计，截至2022年12月31日，二线及以下市县的汽车保有量虽达206.5百万辆，占国内乘用车保有量75.5%，但乘用车保有量渗透率最低，每千人仅有179辆，因此二线及以下市县汽车服务市场具备很大潜力。

图61：2022年二线及以下市县占国内乘用车总量75.5%



数据来源：公司招股说明书、灼识咨询、开源证券研究所

图62：2022年二线及以下每千人汽车保有量仅179辆

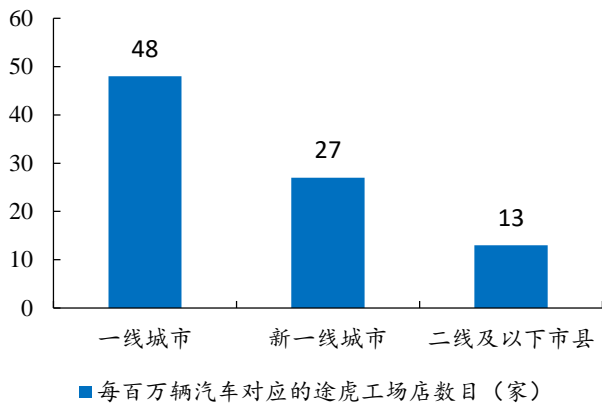


数据来源：公司招股说明书、灼识咨询、开源证券研究所

二线及以下市县增长空间充足，成为公司未来布局重点。截至2023年3月31日，一线及新一线城市中每百万辆汽车途虎工场店数量分别为48/27家，而二线及以下市县仅13家，因此二线及以下市县途虎工场店渗透率有望进一步加深。未来公司在保持一线及新一线城市稳定扩张的同时，会扩展二线及以下市县的布局。公司计划2023/2024/2025年分别在二线及以下市县扩张途虎工场店872/1139/1400家。

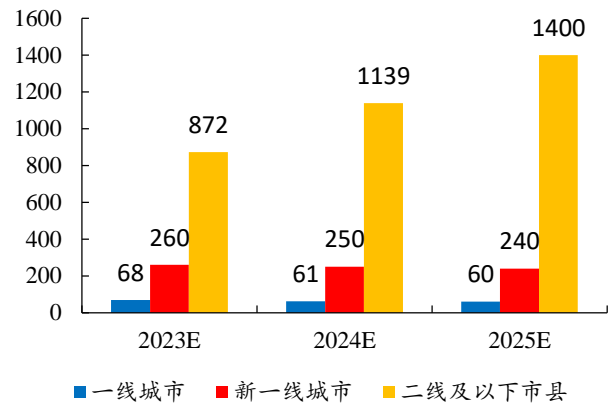


图63：2023Q1 二线及以下市县途虎工场店渗透率较低



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图64：途虎预计 2025 年新增二线 1400 家工场店 (家)

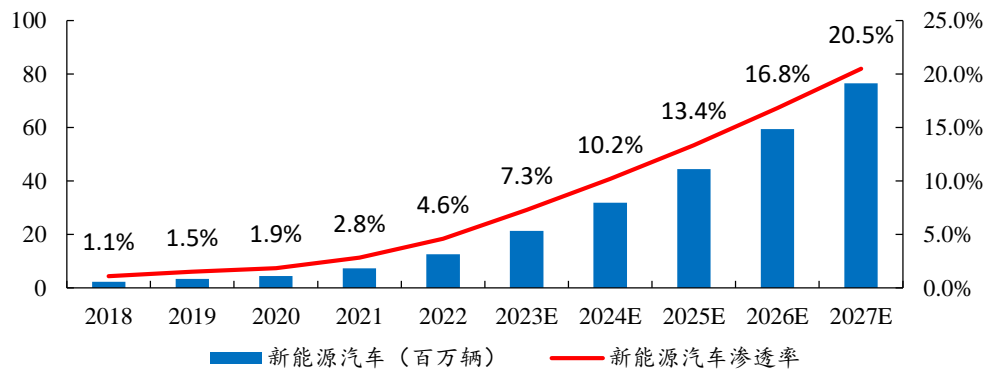


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

### 4.3.2、探索新能源合作机会顺应行业趋势

国内汽车市场电动化持续渗透，预计未来仍将保持良好增长态势。据灼识咨询分析，2018-2022 年国内新能源汽车保有量由 230 万辆提升至 1260 万辆，年均复合增速为 53%，渗透率由 1.1% 提升至 4.6%。新能源车渗透率的持续提升将带动汽车后市场变革，如新型汽车零部件带来增量空间、技术壁垒&配件标准化影响后市场竞争格局。

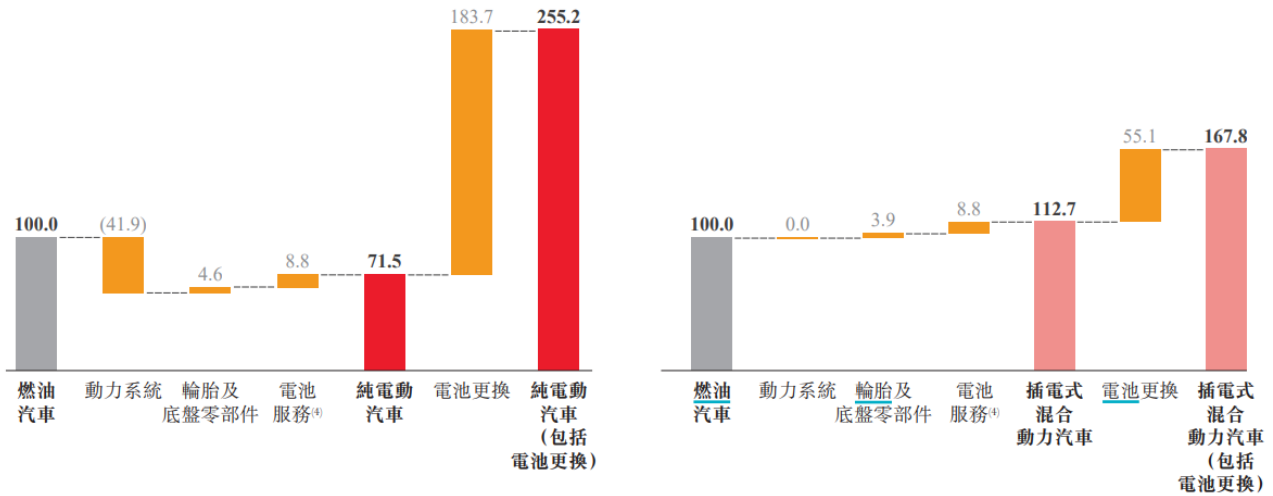
图65：预计 2027 年国内新能源汽车保有量占有率将提升至 20.5%



数据来源：公司招股说明书、灼识咨询、开源证券研究所

考虑电池更换，新能源汽车保养及维修服务的单车价值超过传统燃油车。汽配零部件差异将带来不同的保养和维修服务项目，进而导致不同种类车型的单车价值有所不同。但无论是纯电动汽车，还是插电式混合动力汽车，若是考虑电池组更换需要，其单车年度开支都将超出燃油车。

图66：考虑电池更换，纯电动汽车、插电式混合动力汽车定期保养及维修服务年度支出皆超过燃油车（假设燃油汽车的年度开支为100）



资料来源：公司招股说明书、灼识咨询

**积极探索新能源车相关合作机会。**短龄新能源车的快速导入虽暂缓汽车保有量车龄增速，但新能源车带来了汽车服务需求的变化。凭借广泛的全国门店网络布局，公司积极寻求与新能源汽车品牌的合作。在整车层面，公司与零跑汽车、北汽极狐建立业务合作，为新能源汽车车主提供汽车服务。在核心零部件层面，公司与几家主流新能源汽车电池制造商和电池解决方案提供商建立合作关系。

2021年公司开始经营新能源汽车销售及维修服务业务，2022年该业务营收1.32亿元，同比+428%，主要系（1）与更多新能源汽车品牌建立合作关系，促使新能源汽车销量增加；（2）电池及充电桩维护及维修服务订单增加。

图67：途虎与零跑汽车签订战略合作协议



资料来源：腾讯新闻

## 5、盈利预测与投资建议

### 5.1、关键假设

**1、汽车产品和服务：**汽车产品和服务包括向个人终端客户和向汽修门店提供的汽配龙业务，随着国内车龄逐年上升，公司所处的万亿汽车后市场赛道具有较好的成长性，公司是 2022 年国内汽车服务门店数量第一和 IAM 汽车服务收入第一的独立后市场供应商。考虑到 2022 年国内车龄为 6.2 年已接近汽修服务需求的临界点，且途虎计划 2024-2025 年分别新增 1450、1700 家工场店，并正在提升盈利能力更好的专供和自有品牌产品的比例，我们预计汽车产品和服务 2023-2025 年营业收入分别为 120.09/144.11/172.94 亿元，毛利率为 21.5%/23.5%/25.0%。

**2、加盟及广告服务：**加盟工场店是途虎完善全国网络的主要门店形式，公司拥有强管控的数字化平台和创新的汽配加盟体系。考虑到途虎 2023Q1 拥有 4610 家加盟店，途虎可向这些工场店收取固定月度管理费；途虎计划 2024-2025 年分别新增 1450、1700 家工场店，途虎可向其中的加盟工场店收取一次性加盟费用；预计公司的加盟收入将保持稳定增长，我们预计加盟及广告服务 2023-2025 年营业收入分别为 7.25/8.63/10.29 亿元，毛利率为 79.1%/79.2%/79.2%。

表9：公司营收拆分及预测

业务	项目	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
汽车产品和服务	营业收入（亿元）	110.66	107.23	120.09	144.11	172.94
	yoy		-3.1%	12.0%	20.0%	20.0%
	营业成本（亿元）	94.20	86.40	94.27	110.25	129.70
	毛利率	14.9%	19.4%	21.5%	23.5%	25.0%
加盟及广告服务	营业收入（亿元）	5.58	6.09	7.25	8.63	10.29
	yoy		9.1%	19.0%	19.1%	19.2%
	营业成本（亿元）	0.73	1.28	1.51	1.80	2.14
	毛利率	87.0%	79.0%	79.1%	79.2%	79.2%
其他	营业收入（亿元）	1.05	2.31	3.47	5.20	7.80
	yoy		119.9%	50.0%	50.0%	50.0%
	营业成本（亿元）	0.41	0.99	1.73	2.60	3.90
	毛利率	61.4%	57.0%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	营业收入（亿元）	117.30	115.63	130.81	157.95	191.03
	yoy		-1.4%	13.1%	20.7%	20.9%
	营业成本（亿元）	95.33	88.67	97.52	114.65	135.74
	毛利率	18.7%	23.3%	25.4%	27.4%	28.9%

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 5.2、估值与评级

公司从轮胎切入线上汽车零配件销售平台，借助互联网风口积累了上游供应商目录和下游终端用户认知，当前定位线上线下一站式汽车服务供应商，不仅以规模效应取代多级分销商，而且通过终端门店加盟模式触达个人用户，实现汽修行业上下游的高度整合。同时，公司积极开拓毛利率更高的专供产品和自有产品提盈利，并战略聚焦于渠道下沉扩收入，随着国内车龄增长带来的汽车服务需求提升，公司的营收规模与盈利能力将迎来较大提升。

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 130.81/157.95/191.03 亿元，归母净利润为 2.04/10.32/19.06 亿元。对应当前股价 PE 为 96.3、19.0、10.3 倍，对应当前股价的 2024 年 PEG 为 0.05。

我们选取美股上市汽车服务公司 AutoZone、O Reilly Automotive、Advance Auto Parts 作为可比公司，考虑到 2022 年国内车龄达到 6.2 年，一般汽车服务开支在车龄超过 6 年后开始显著增加，当前国内汽车服务需求即将达到拐点，而对比 2022 年美国车龄为 12.2 年，国内汽车服务需求的增速优于美国市场。且途虎是 2022 年国内 IAM 汽车服务收入第一，按 2022 年汽车服务收入计算，途虎收入为 115 亿人民币，市场份额约为 0.9%，超过第二至第五大服务商合计汽车服务收入份额的 0.7%；按 2022 年门店数量算，途虎的门店排名国内第一，数量仅为 0.7%，而美国门店数量最多的 Autozone 门店数量占比为 16.5%，途虎的成长空间更大、竞争格局更优。我们认为途虎 2024 年估值为 19.0 倍被低估，2025 年 PE 为 10.3 倍，低于美股平均值，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表10：公司 2024-2025 年 PE 分别为 19.0、10.3 倍**

代码	可比公司名称	收盘价 (美元/港元)	调整后净利润 (亿美元/亿元)			P/E			2024 年
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	PEG
AZO.N	AUTOZONE	2,669.56	25.28	26.67	27.59	18.3	17.3	16.7	3.17
ORLY	O REILLY AUTOMOTIVE	990.25	23.39	24.81	26.43	25.1	23.6	22.2	3.88
AAP.N	ADVANCE AUTO PARTS	61.40	0.90	2.13	2.65	40.8	17.2	13.8	0.12
	平均					28.0	19.4	17.6	2.39
9690.HK	途虎-W	26.10	2.04	10.32	19.06	96.3	19.0	10.3	0.05

数据来源：Wind、Bloomberg、开源证券研究所（注：途虎-W 盈利预测来自开源证券研究所，其余来自 Bloomberg 一致预期，收盘价为 2024 年 1 月 16 日，Autozone、Oreilly、AAP 收盘价、净利润单位为亿美元，途虎收盘价单位为港元，途虎净利润单位为亿元，以 2024 年 1 月 16 日 1 港币=0.9189 人民币对股价换算。Autozone 公司年报采取财年数据，2023 财年数据区间为 2022 年 8 月 27 日-2023 年 8 月 26 日，Autozone 2023 年净利润非预测值）

## 6、风险提示

**(1) 竞争加剧风险。**当前天猫、京东都推出了养车服务，互联网养车玩家增多，加剧了养车服务市场的竞争，对公司盈利能力产生影响。

**(2) 汽车技术进步风险。**新能源汽车的技术在高速发展，且电动车有集成化趋势，第三方维修保养平台介入有一定困难，对公司营业收入产生影响。

**(3) 加盟商违约风险。**加盟门店分散度较高，可能会出现违约或不按标准服务的情况，对公司名誉和收入产生影响。

**(4) 门店扩张不及预期。**当前公司战略定位渠道下沉二线及以下城市门店，低线城市消费者偏向于价格敏感，品牌连锁影响力下降，存在门店扩张不及预期的风险。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	7746	6906	8253	10156	13201
现金	1472	2686	3234	4380	6656
应收账款	700	607	631	672	721
存货	1714	1543	1622	1906	2257
其他流动资产	2480	1507	2767	3198	3566
<b>非流动资产</b>	2086	2108	1907	1722	1526
固定资产及在建工程	539	671	526	397	257
无形资产及其他长期资产	1547	1437	1381	1326	1270
<b>资产总计</b>	9832	9014	10160	11879	14727
<b>流动负债</b>	5743	5572	18241	18927	19870
短期借款	264	0	0	0	0
应付账款	3240	3119	3233	3801	4500
其他流动负债	2239	2453	15008	15127	15370
<b>非流动负债</b>	19454	22398	10672	10672	10672
长期借款	18609	21726	10000	10000	10000
其他非流动负债	844	672	672	672	672
<b>负债合计</b>	25197	27971	28913	29599	30542
股本	0	0	0	0	0
储备	-16181	-18219	-18016	-16983	-15078
归母所有者权益	-15367	-18957	-18753	-17721	-15815
少数股东权益	2	0	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	9832	9014	10160	11879	14727

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	-99	-313	738	2084	3150
税前利润	-5841	-2136	204	1032	1906
折旧和摊销	305	364	229	240	251
营运资本变动	771	-197	305	812	993
其他	4667	1657	0	-561	-741
<b>投资活动现金流</b>	-918	481	-725	-487	-423
资本开支	-347	-401	-28	-55	-55
其他	-571	882	-697	-431	-368
<b>融资活动现金流</b>	1408	936	534	-451	-451
股权融资	2636	0	986	0	0
银行借款	-1946	-451	-451	-451	-451
其他	718	1387	0	0	0
<b>汇率变动对现金的影响</b>	-84	109	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	307	1214	548	1146	2276
<b>期末现金总额</b>	1472	2686	3234	4380	6656

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	11,730	11,563	13,081	15,795	19,103
营业成本	-9,854	-9,277	-9,752	-11,465	-13,574
营业费用	-654	-627	-615	-584	-592
管理费用	-351	-399	-392	-442	-478
其他收入/费用	121	151	131	158	191
<b>营业利润</b>	-1,309	-748	307	1,234	2,262
净财务收入/费用	64	57	0	0	0
其他利润	-4,560	-1,401	-67	-20	-20
除税前利润	-5,805	-2,092	240	1,214	2,242
所得税	-35	-31	-36	-182	-336
少数股东损益	-4	-2	0	0	0
<b>归母净利润</b>	-5,835	-2,120	204	1,032	1,906
EBITDA	-1,004	-384	536	1,475	2,513
<b>扣非后净利润</b>	-5,835	-2,120	204	1,032	1,906
EPS(元)	-7	-3	0	1	2

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	33.8	-1.4	13.1	20.7	20.9
营业利润(%)	-49.1	64.0	111.5	406.4	84.6
归属于母公司净利润(%)	-49.0	63.7	109.6	406.4	84.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	16.0	19.8	25.4	27.4	28.9
净利率(%)	-49.7	-18.3	1.6	6.5	10.0
ROE(%)	38.0	11.2	-1.1	-5.8	-12.1
ROIC(%)	-101.6	-40.7	2.3	9.8	14.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	256.3	310.3	284.6	249.2	207.4
净负债比率(%)	-113.3	-100.4	-36.1	-31.7	-21.1
流动比率	0.7	0.8	2.2	1.9	1.5
速动比率	1.1	1.0	0.4	0.4	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	1.2	1.4	1.4	1.4
应收账款周转率	48.5	61.4	70.5	72.6	72.7
应付账款周转率	3.9	3.6	4.1	4.5	4.6
存货周转率	6.2	5.7	6.2	6.5	6.5
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	-7.13	-2.59	0.25	1.26	2.33
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.12	-0.38	0.90	2.55	3.85
每股净资产(最新摊薄)	-18.76	-23.15	-22.90	-21.64	-19.31
<b>估值比率</b>					
P/E	-	-	96.3	19.0	10.3
P/B	-	-	-	-	-

数据来源：聚源、开源证券研究所

### 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R4（中高风险），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境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为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

	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（underperform）	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（underperform）	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，属于商业秘密材料，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9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