

## 途虎-W (09690.HK)

## 从北美四大汽配连锁看途虎成长空间

2024年05月31日

——港股公司深度报告

投资评级：买入（维持）

殷晟路（分析师）

陈诺（联系人）

yinshenglu@kysec.cn

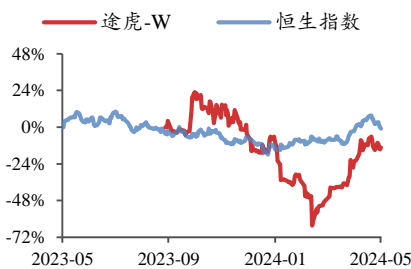
chennuo@kysec.cn

证书编号：S0790522080001

证书编号：S0790123070031

日期	2024/5/31
当前股价(港元)	25.600
一年最高最低(港元)	37.700/9.010
总市值(亿港元)	210.39
流通市值(亿港元)	210.39
总股本(亿股)	8.22
流通港股(亿股)	8.22
近3个月换手率(%)	35.45

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《首次实现全年盈利，规模效应打开未来成长空间—港股公司信息更新报告》-2024.3.17

《预告业绩扭亏为盈，规模经济效益持续提升—港股公司信息更新报告》-2024.2.26

《国内汽车独立售后服务市场龙头，先发优势显著—港股公司首次覆盖报告》-2024.1.17

### ● 对标北美四大汽配连锁，途虎的市占率和毛利率仍有较大上升空间

北美汽配连锁 AutoZone、O'Reilly、Advance Auto Parts、NAPA CR4 2021 年门店数量市占率高达 49%，竞争格局高度集中。

- ✓ AutoZone 定位“社区商店”，直营门店数量最多，DIY 占比超 7 成；
- ✓ O'Reilly 坚持双重客户战略，受益于 DIFM 业务的高增速，市值反超第一；
- ✓ Advance Auto Parts 多年受品牌整合困扰，放缓门店扩张趋势表现不佳；
- ✓ NAPA 从汽配联盟起家打造修配融合，DIFM 占比约 8 成。

北美四大连锁的商业模式重在供应链整合的汽零销售，而途虎可提供零部件销售后的修车服务，服务链条更长、管理难度更大，更像 NAPA 模式。考虑到国内汽修 4S 店份额有望转移到 IAM，途虎的成长空间更广、竞争格局更优，我们维持 2024 年的盈利预测，预计公司 2024 年归母净利润为 10.29 亿元，由于公司未来门店布局聚焦于下沉城市，低线城市门店的收入会低于高线城市，下调 2025-2026 年的归母净利润为 14.64/19.74 亿元（原值为 19.03/25.74 亿元），EPS 为 1.3/1.8/2.4 元，对应当前股价 PE 为 18.9/13.3/9.8 倍，维持“买入”评级。

### ● 复盘北美四大连锁：大浪淘沙后的高度集中，售后零部件毛利率在 50% 以上

四大汽配连锁的目标客户结构不同，AutoZone FY2023 的 DIY 收入占比达 73.6%，而 NAPA 拥有 17000+ 合作维修门店，DIFM 收入占比达到 80%。四大连锁门店市占率较高的原因之一是持续在收并购中小竞争对手。2023 年 AutoZone 与 O'Reilly 的毛利率在 50% 以上，除了规模效应带来的成本优势，还因为高毛利的自有产品收入占比超 50%。对比途虎，2022 年门店数量和 GMV 占比不到 1%，2023 年毛利率为 24.7%，自有产品收入为 25.9%，从市占率和毛利率角度对比，途虎的收入和盈利能力仍有较大提升空间。

### ● 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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万港元)	11,563	13,601	16,358	18,863	21,692
YOY(%)	-1.4	17.6	20.3	15.3	15.0
净利润(百万港元)	-2,120	6,714	1,029	1,464	1,974
YOY(%)	63.7	416.5	-84.7	42.3	34.8
毛利率(%)	19.8	24.7	27.1	28.6	29.0
净利率(%)	-18.3	49.3	6.3	7.8	9.1
ROE(%)	11.2	150.6	18.8	21.1	22.1
EPS(摊薄/港元)	-2.59	8.20	1.26	1.79	2.41
P/E(倍)	-	2.9	18.9	13.3	9.8
P/B(倍)	-	4.7	3.8	3.0	2.3

数据来源：聚源、开源证券研究所（以 2024 年 5 月 31 日 1 港币=0.9260 人民币对股价换算）

## 目 录

1、中美汽车后市场对比：汽车文化和经销商体系是最大差异.....	5
1.1、燃油车车龄：2022年美国车龄12.2年，中国车龄6.2年.....	5
1.2、售后履约地点：美国维保主要在独立售后服务商，中国主要在4S店.....	6
1.3、消费属性：美国汽车后市场具有DIY属性，中国以DIFM为主.....	8
1.4、行业集中度：美国四大汽配连锁占一半，中国以纷繁复杂的修理店为主.....	9
1.5、市场空间：我们预计2025年国内后市场规模为1463亿美元.....	10
2、AutoZone：北美汽配连锁龙头，DIFM风格下逐步被O'Reilly反超.....	12
2.1、公司介绍：成立于1979年，目前是全美最大汽配连锁商.....	12
2.2、商业模式：定位社区汽配商超，瞄准DIY用户.....	13
2.3、财务情况：FY2023营收175亿美元，净利润25亿美元.....	16
3、O'Reilly：四大汽配连锁市值第一，充分受益DIY&DIFM双重战略.....	18
3.1、公司介绍：成立于1957年，多次收并购实现扩张.....	18
3.2、商业模式：坚持DIY与DIFM双重战略.....	19
3.3、财务情况：2023年营收158亿美元，净利润23亿美元.....	21
3.4、O'Reilly市值反超AutoZone，成为北美汽配连锁第一.....	22
4、Advance Auto Parts：重品牌效应，当前盈利能力承压.....	24
4.1、公司介绍：成立于1929年，可提供OEM&AM配件.....	24
4.2、商业模式：运营3个品牌服务不同客户，DIFM&DIY较均衡.....	25
4.3、财务情况：盈利能力承压，2023Q3-4处于亏损状态.....	26
5、NAPA（Genuine Parts Company）：跨国运营，修配融合.....	28
5.1、公司介绍：NAPA以联盟形式成立于1925年，当前是GPC重要部门.....	28
5.2、商业模式：平台型企业链接供应商与汽修店，修配融合.....	29
5.3、财务情况：NAPA 2023年营收142亿美元.....	31
6、从北美四大汽配连锁看途虎空间：市占率与毛利率.....	33
6.1、商业模式不同：北美四大重在销售汽配，途虎严控下游履约.....	33
6.2、产品重心不同：途虎产品的覆盖广度和自有比例都有待扩充.....	34
6.3、交付体系：线下实体门店触达用户，途虎仍在高速扩张.....	35
6.4、总结：汽配连锁的量&利天花板高，途虎仍有进步空间.....	36
7、盈利预测与投资建议.....	38
8、风险提示.....	39
附：财务预测摘要.....	40

## 图表目录

图1：2000年美国汽车保有量已达到2.1亿辆.....	5
图2：2015-2023年国内汽车保有量年均复合增速达到10.4%.....	5
图3：2022年美国车龄12.2年，中国车龄6.2年.....	6
图4：2022年美国经销商业务以卖新车和二手车为主.....	7
图5：2022年经销商运营修车厂的比例为34.9%.....	7
图6：CAPA拥有唯一验证码.....	8
图7：2021年美国汽车后市场中DIY占比23%.....	9
图8：2021年美国汽车后市场中CR10在50%以上.....	9
图9：2021年四大连锁维修厂商门店数量占比为49.2%.....	9

图 10: 2021 年国内汽修门店中超半数夫妻老婆店	10
图 11: 2022 年前六家汽车服务门店数量合计约 1.5 万家 (单位: 家)	10
图 12: AutoZone 产品布局横跨硬件、软件两端	12
图 13: AutoZone 业务体系逐步健全	13
图 14: AutoZone FY2023 净新增 197 家门店	13
图 15: AutoZone FY2023 DIY 客户占比为 73.6%	14
图 16: FY2023 租赁门店数量占比 55%	14
图 17: AutoZone 新店开发拥有标准的商店范式	15
图 18: AutoZone 增加大型枢纽商店建设	15
图 19: 2020-2023 财年 AutoZone 商店经营坪效有效提升	16
图 20: 2013-2023 财年营收复合增速为 6.7%	16
图 21: 2013-2023 财年归母净利复合增速为 9.5%	16
图 22: 2018-2023 财年净利率略有提升	17
图 23: 2018-2023 财年费用率呈逐年降低态势	17
图 24: FY2023 故障和维护相关业务收入占比达 85.3% (单位: 亿美元)	17
图 25: 自 1998 年起, 公司一直处于并购扩张	18
图 26: 2023 年 O'Reilly 的 DIFM 业务收入占比为 47%	19
图 27: 2023 年 O'Reilly 的 DIFM 客户收入增速高于 DIY 客户收入增速	20
图 28: 2023 年 O'Reilly 拥有 385 家枢纽商店	20
图 29: O'Reilly 自有品牌产品销售额超总营额 50%	21
图 30: O'Reilly 营业收入稳健增长	21
图 31: O'Reilly 归母净利润稳步增长	21
图 32: O'Reilly 2023 年毛利率为 51.3%	22
图 33: O'Reilly 2023 年费用率为 31.1%	22
图 34: O'Reilly 的估值始终高于 AutoZone	22
图 35: 2023 年 O'Reilly 的客户类型占比较 AutoZone 更均衡	23
图 36: 2011 年起 O'Reilly 开始股票大规模回购	23
图 37: Advance Auto Parts 从 DIY 业务起家	24
图 38: Advance Auto Parts 主要经营汽车零部件、电池及维修工具	24
图 39: Advance Auto Parts 重视品牌效应	25
图 40: Advance Auto Parts 的 DIFM 收入占比为 60%左右	26
图 41: Advance Auto Parts 营收实现缓慢增长	26
图 42: Advance Auto Parts 2023Q3-4 净利润出现亏损	26
图 43: 2023 年可比商店销售额略有下滑	27
图 44: 2015 年起持续关店整合 (家)	27
图 45: 2023 年毛利率下滑至 40.1%	27
图 46: 2023 年费用率上升至 39.1%	27
图 47: NAPA 成立于 1925 年	28
图 48: 2023 年 GPC 的汽车零配件收入占比为 62%	29
图 49: 2023 年 GPC 汽配非北美收入占比为 47%	29
图 50: 2023 年 GPC 的汽配在加拿大与澳洲的市场份额较高	29
图 51: GPC 在不同地区运营的品牌不同	30
图 52: 2023 年 DIFM 收入占比为 80%	30
图 53: 2023 年自营商店 3146 家	30
图 54: NAPA AutoCare 提供养护维修服务	31

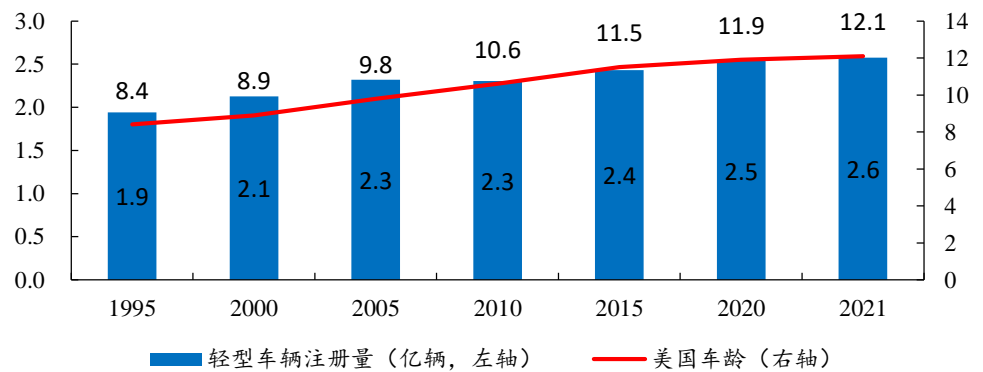
图 55: NAPA AutoCare 包括碰撞中心、卡车中心 .....	31
图 56: GPC 2023 年营收增长 4.5% .....	31
图 57: NAPA 2023 年营收增长 4.2% .....	31
图 58: GPC 盈利能力缓慢增长 .....	32
图 59: 2023 年 NAPA 利润率为 8.2% .....	32
图 60: 2023 年 NAPA 的 DIFM 收入占比达到 80% .....	33
图 61: 2023 年途虎为个人车主提供的服务收入占比达到 89.1% .....	33
图 62: 2023 财年 AutoZone 的故障相关产品收入占比为 49% .....	34
图 63: 2023 年途虎的轮胎和底盘件业务收入占比为 40.8% .....	34
图 64: 北美四大汽配连锁的自有品牌产品收入占比较高 .....	35
图 65: 2023 年途虎的自控品牌产品收入为 25.9% .....	35
图 66: 北美四大汽配连锁的毛利率较高 .....	35
图 67: 2023 年途虎的综合毛利率为 24.7% .....	35
图 68: 2023 年 AutoZone 自营门店数量第一 .....	36
图 69: 2023 年二线及以下市级的门店数量占比为 58% .....	36
表 1: 2022 年出台新规降低 15 年以上老车年检频率 .....	6
表 2: 美国拥有较完善的汽车反垄断法 .....	7
表 3: 过去十年汽后政策密集出台 .....	8
表 4: 我们预计 2025 年国内后市场规模为 1463 亿美元 .....	11
表 5: O'reilly 通过多次收购实现快速扩张 .....	19
表 6: AAP 运营 3 个商标以满足不同客户需求 .....	25
表 7: 北美四大拥有丰富的企业历史 .....	33
表 8: 公司 2025-2026 年 PE 分别为 13.3、9.8 倍 .....	38

## 1、中美汽车后市场对比：汽车文化和经销商体系是最大差异

### 1.1、燃油车车龄：2022年美国车龄12.2年，中国车龄6.2年

美国汽车发展更成熟，车龄较长。美国被称为“车轮上的国家”，汽车是美国家庭的主要交通工具，2000年轻型车辆的注册量已达到2.1亿辆，汽车历史较悠久。考虑到美国没有车辆年限强制报废规定、二手车市场较规范、消费观念不同等，美国的平均车龄较高，2023年美国车龄达到12.5年。

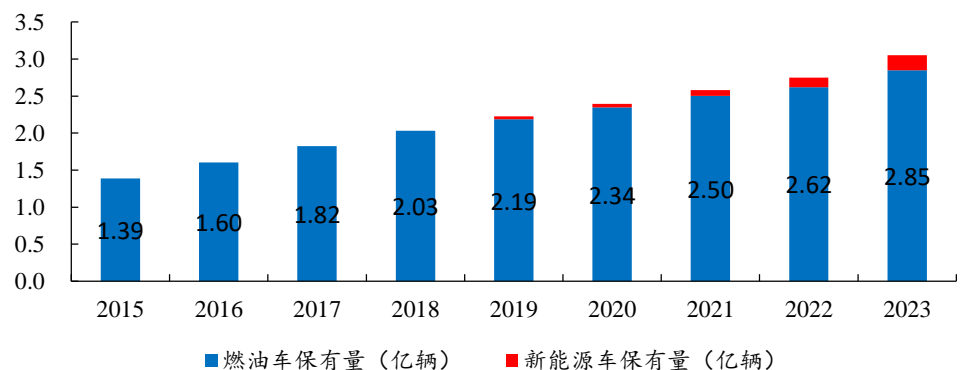
图1：2000年美国汽车保有量已达到2.1亿辆



数据来源：美国交通部、开源证券研究所

国内汽车的普及度在近十年间高速发展，车龄较年轻。2015年国内汽车保有量仅为1.39亿辆，不及美国1995年时的汽车保有量，2022年中国汽车保有量超过美国成为全球第一，2015-2023年国内汽车保有量年均复合增速达到10.4%。不考虑报废的情况下，至少有1.46亿辆燃油车在2015年后购买，车龄小于7年。此外，2023年新能源车保有量为0.2亿辆，2019年仅为0.04亿辆，至少有0.16亿辆新能源车在2019年后购买，车龄小于3年。

图2：2015-2023年国内汽车保有量年均复合增速达到10.4%

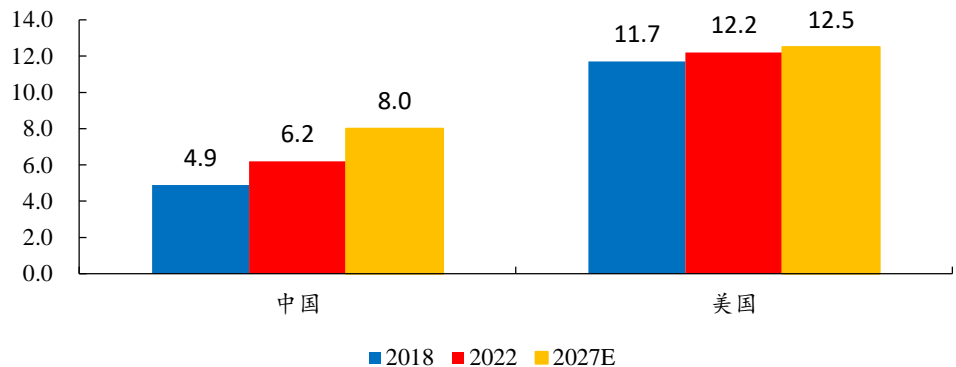


数据来源：乘联会、公安部、开源证券研究所

中、美平均车龄存在较大差距，主要系汽车历史有差距。2022年美国车龄为12.2年，中国车龄为6.2年，中国车龄较2018年的4.9年上升了1.3年，呈一定增长趋势。中美平均车龄差距较大的首要原因是汽车历史发展有差距，在中国汽车10年的高速发展之前，美国汽车保有量领先了国内20年，存量汽车中超过50%都在2015年后

购买，由于统计时间较短，拉低了平均车龄。

**图3：2022年美国车龄12.2年，中国车龄6.2年**



数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

**2017年之前车龄15年强制报废，2022年之前15年车龄半年一检，当前国内政策有利于车龄增长。**2022年10月1日起实施公安部等四部委联合印发《关于深化机动车检验制度改革优化车检服务的工作意见》，放宽了私家车检验周期，其中6-10年车龄的私家车减少1次检验，车龄超15年的汽车本需要半年一检，新规发布后降低为一年一检。2017年《机动车强制报废标准规定》中不再要求车辆15年强制报废，而是60万公里行驶里程的引导报废。

**表1：2022年出台新规降低15年以上老车年检频率**

车龄	新规	改革前
0-6年	免年检	免年检
6-10年	第6年、第10年需要进行上线检验	第6年、第8年、第10年需要上线检验
10年以上	上线检验调整为一年一检	车龄超10年以上需一年一检，车龄超15年以上需半年一检

资料来源：公安部、开源证券研究所

**国内车龄仍有较大上升空间，但较美国仍存在一定客观差异。**考虑到政策取消了报废限制和降低了老车的年检频率、车龄的自然增长、科技进步带来的汽车寿命提升，国内车龄仍有较大增长空间，根据灼识咨询预测，2027年国内平均车龄有望达到8年。

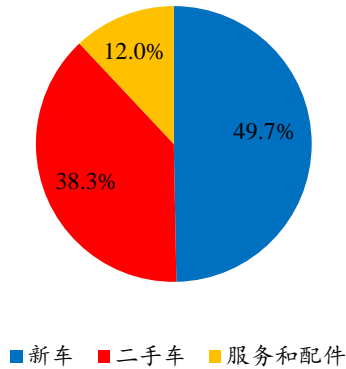
从汽车的历史、文化角度看，美国对汽车的定位更多是代步的工具属性，而国内对汽车的认知还包含了价值的商品属性，中国汽车更换频率高于美国。从地理角度看，美国相对中国地广人稀，而国内高铁等公共交通网络发达，对汽车的需求天然低于美国。从汽车当前趋势看，2023年国内新能源汽车市占率占到31.6%，新能源车的整体车龄较年轻，随着新能源汽车在新车销量中的渗透率持续提升，对国内平均车龄的负面影响将大于美国。综上，国内车龄仍有较大的提升空间，但基于文化、历史、地理等方面差异，无法在短期内与美国看齐。

## 1.2、售后履约地点：美国维保主要在独立售后服务商，中国主要在4S店

**美国汽车经销商维修保养业务较少，业务重心在于卖车。**拆分2022年美国汽车经销商收入，其中交易新车和二手车的占比为49.7%、38.3%，仅12%收入来源于服务和配件，仅有34.9%的经销商运营了修理厂。根据2019年美国汽车后市场协会主

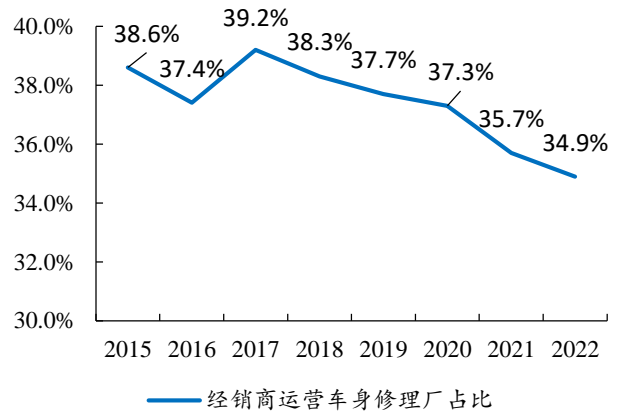
席表示，美国的汽车维修业务 70%是由独立汽车后市场门店完成，只有 30%业务在 4S 店，且大部分是在保险场景下，4S 体系在美国市场是非主流。

图4：2022 年美国经销商业务以卖新车和二手车为主



数据来源：NADA、开源证券研究所

图5：2022 年经销商运营修车厂的比例为 34.9%



数据来源：NADA、开源证券研究所

**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2：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6: CAPA 拥有唯一验证码**


资料来源: CAPA 官网

近十年国内汽后政策密集出台, 替换零部件质量认证体系有待建立。2014 年起多政策出台助推汽车后市场开启反垄断, 2015 年提出车企应公开汽车维修技术信息, 不仅提高了独立售后服务的技术能力, 也破除了车主对非原厂件的偏见。2023 年商务部、工信部、交通运输部等 9 部门联合发布《关于推动汽车后市场高质量发展的指导意见》, 推出 7 大政策措施涉及汽修、汽配、数字化、新能源售后等多个领域, 未来将加快汽车后市场相关法规标准体系、质量认证体系的建设。

**表3: 过去十年汽后政策密集出台**

时间	政策	意义
2014	《关于促进汽车维修业转型升级提升服务质量的指导意见》	打破车企对于汽车维修技术和配件渠道的垄断, 并首次提出汽车维修“同质配件”概念。
2015	《机动车维修管理规定》	明确规定不能垄断汽车维修市场, 车主有权自主选择维修经营者进行维修, 任何人不得变相强制指定维修经营者。
2015	《汽车维修技术信息公开实施管理办法》	明确汽车生产者应采用网上信息公开方式, 公开所销售汽车车型的维修技术信息。
2021	《家用汽车产品修理更换退货责任规定》	明确家用汽车产品的三包条款, 保障消费者选择非原厂汽车产品的权益。
2023	《关于推动汽车后市场高质量发展的指导意见》	优化汽车配件流通环境, 提出制订实施汽车后市场配件流通标准、鼓励发展连锁经营等配件流通模式, 推动汽车配件流通规范、透明、高效发展。

资料来源: 交通运输部、商务部、开源证券研究所

### 1.3、消费属性: 美国汽车后市场具有 DIY 属性, 中国以 DIFM 为主

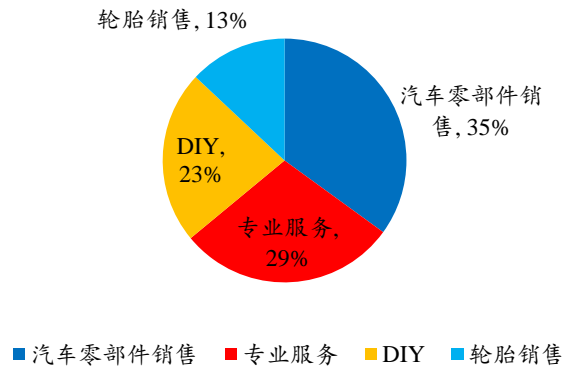
美国流行车主自己购买零部件后 DIY 修车的模式。根据 ACA Factbook 披露, 2021 年美国汽车后市场中有 23% 是单独售卖汽车替换零部件, 有相当一部分车主选择自行修理, 而国内汽车的维保主要在修理厂完成。

首先, 美国汽车历史更长, 20 世纪 50 年代开始就有自己动手修车的习惯, 对汽车构造的了解代代相传, 美国人对汽车的动手能力更强。其次, 美国家庭房屋往往带有车库, 有自己动手的修理空间, 而国内汽车多停放于公共车库。第三, 反垄断条约和 CAPA 体系使得美国的车主能自己购买到正规的汽车零部件, 且随处可在超市买到维修工具, 而国内替换零部件质保体系仍待完善。最后, 美国的人工费较昂贵, 且人均汽车保有量较高, 在美国修理厂的维修体验不及国内。多方面差异使得



美国车后市场拥有 DIY 特色。

图7：2021 年美国汽车后市场中 DIY 占比 23%

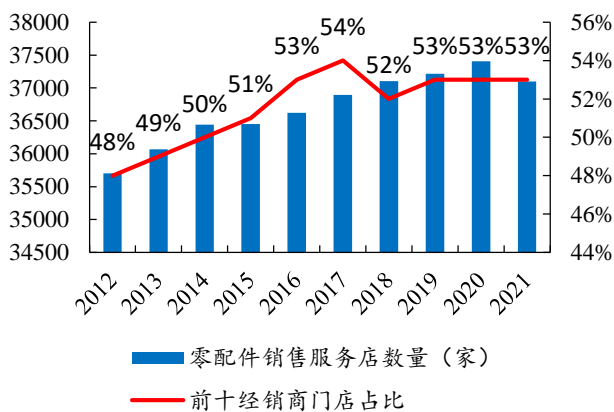


数据来源：2023 ACA Factbook、开源证券研究所

### 1.4、行业集中度：美国四大汽配连锁占一半，中国以纷繁复杂的修理店为主

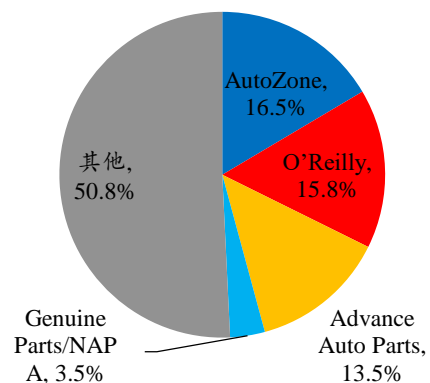
美国汽车零部件厂商集中度较高，主要以四大连锁零售商为主。美国汽车后市场已发展了 100 余年，通过残酷的市场竞争与收购兼并，当前独立汽车服务市场呈现高度集中的竞争格局。2021 年美国汽车零配件门店约 37100 家，其中前十大经销商门店数量占比约 53%，其中又以 AutoZone、O'Reilly、Advanced Auto Parts、NAPA 四大汽配连锁为主导，四大经销商门店数量合计占比达 49.2%。

图8：2021 年美国汽车后市场中 CR10 在 50% 以上



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

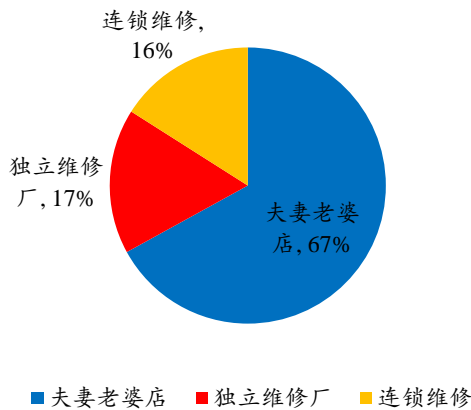
图9：2021 年四大连锁维修厂商门店数量占比为 49.2%



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

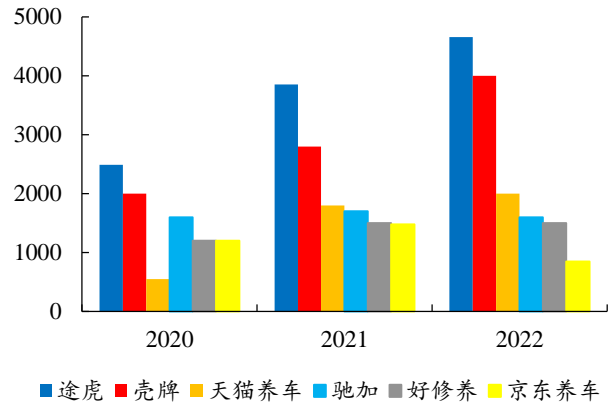
国内汽车后市场以修理店为主，数量较多且高度分散。根据罗兰贝格统计，2021 年国内 67% 的汽修门店是路边的夫妻老婆店形式，16% 是连锁维修门店形式。根据灼识咨询统计，国内约有 60-70 万家汽车服务供应商，2022 年门店数量前六品牌的合计门店约为 1.5 万家，全国占比不到 2%，修理门店呈现高度分散的竞争格局。

图10: 2021年国内汽修门店中超半数夫妻老婆店



数据来源: 罗兰贝格、开源证券研究所

图11: 2022年前六家汽车服务门店数量合计约1.5万家 (单位: 家)



数据来源: 途虎-W 招股说明书、开源证券研究所

## 1.5、市场空间: 我们预计2025年国内后市场规模为1463亿美元

汽车售后市场指的是购车后一系列服务, 包括加油、二手车、保险、售后服务等, 与汽车保有量正相关, 其中售后服务市场主要分为维修、保养、美容、改装。

### 中国汽车售后市场:

(1) 2024年保有量=2023年保有量+2024年新车销量, 假设2024年起新车销量以-3%的增速变化, 则2024、2025年汽车保有量为3.34、3.63亿辆。

(2) 参考F6大数据研究院的客单价, 我们假设电车的日常保养为300元/年, 油车的日常保养为500元/年, 2024、2025年的日常保养市场空间为1602、1709亿元。

(3) 参考F6大数据研究院的客单价, 我们假设年均维修费用为1000元, 2024、2025年的维修市场空间为3343、3627亿元。

(4) 根据米其林官网统计, 2022、2023年中国的替换轮胎数量为1.17、1.33亿条, 2022年替换轮胎的数量: 保有量=0.4254, 按0.43\*保有量假设2024、2025年轮胎更换需求, 假设轮胎单价为500元/条, 2024、2025年的替换轮胎市场空间为719、780亿元。

(5) 根据共研网统计, 2021-2022年汽车美容市场空间为2510、2847亿元, 假设单车年美容需求为1000元, 2024、2025年美容市场空间为3343、3626亿元。

(6) 根据华经产业研究院, 2021年国内汽车改装市场为702亿元, 假设年增速5%。2024、2025年改装市场空间为813、853亿元。

以1美元=7.2443人民币, 2024、2025年国内汽车售后市场空间为1356、1463亿元。

### 美国汽车售后市场:

(1) 考虑到2022年新车销量增速为-8%, 假设2023-2025年新车销量增速为-8%, 则2024、2025年汽车保有量为2.98、3.09亿辆。

(2) 我们假设年度保养、美容支出分别为 290、150 美元，参考中国的年度维修支出是保养支出的 2 倍，假设年度维修支出为 580 美元。

(3) 根据米其林官网统计，2022、2023 年美国的替换轮胎数量都为 3.16 亿条，假设 2024、2025 年替换轮胎数量仍为 3.16 亿条，轮胎单价为 500 元/条。

(4) 根据 SEMA，2021 年美国改装车市场空间为 509 亿美元，假设每年增速为 3%，则 2024、2025 年改装市场空间为 556、573 亿美元。

#### 全球汽车售后市场：

2022 年全球汽车保有量 14.5 亿辆，中国、美国合计 5.5 亿辆占比 40%，考虑到美国车龄更久市场更成熟，假设中国、美国市场规模合计占全球的 50%，则 2024、2025 年汽车后市场空间为 10332、10817 亿美元。

**表4：我们预计 2025 年国内后市场规模为 1463 亿美元**

地区	项目	2021	2022	2023	2024E	2025E
中国	汽车保有量 (百万辆)	258.0	275.1	305.2	334.3	362.6
	新车销量 (百万辆)	26.3	26.8	30.1	29.2	28.3
	日常保养市场空间 (亿美元)	175.9	186.2	205.0	221.1	235.9
	维修市场空间 (亿美元)	356.1	379.7	421.2	461.5	500.6
	轮胎市场空间 (亿美元)	76.6	80.8	91.8	99.2	107.6
	美容市场空间 (亿美元)	346.5	393.0	421.2	461.5	500.6
	改装市场空间 (亿美元)	96.9	101.7	106.8	112.2	117.8
	合计市场空间 (亿美元)	1051.9	1141.4	1246.1	1355.5	1462.6
美国	汽车保有量 (百万辆)	282.2	283.4	285.0	297.7	309.3
	新车销量 (百万辆)	14.9	13.8	12.7	11.6	10.7
	日常保养市场空间 (亿美元)	818.4	821.9	826.5	863.2	897.0
	维修市场空间 (亿美元)	1636.8	1643.7	1653.0	1726.4	1793.9
	轮胎市场空间 (亿美元)	218.1	218.1	218.1	218.1	218.1
	美容市场空间 (亿美元)	423.3	425.1	427.5	446.5	463.9
	改装市场空间 (亿美元)	509.0	524.3	540.0	556.2	572.9
	合计市场空间 (亿美元)	3605.7	3633.1	3665.1	3810.4	3945.8
全球	日常保养市场空间 (亿美元)	1988.6	2016.2	2063.0	2168.6	2265.8
	维修市场空间 (亿美元)	3985.9	4046.8	4148.5	4375.8	4589.0
	轮胎市场空间 (亿美元)	589.3	597.7	619.8	634.7	651.5
	美容市场空间 (亿美元)	1539.6	1636.2	1697.5	1816.0	1929.1
	改装市场空间 (亿美元)	1211.8	1252.0	1293.7	1336.8	1381.3
	合计市场空间 (亿美元)	9315.3	9549.0	9822.3	10331.8	10816.7

数据来源：乘联会、公安部、statista、F6 大数据研究院等、开源证券研究所

## 2、AutoZone：北美汽配连锁龙头，DIFM 风格下逐步被 O'Reilly 反超

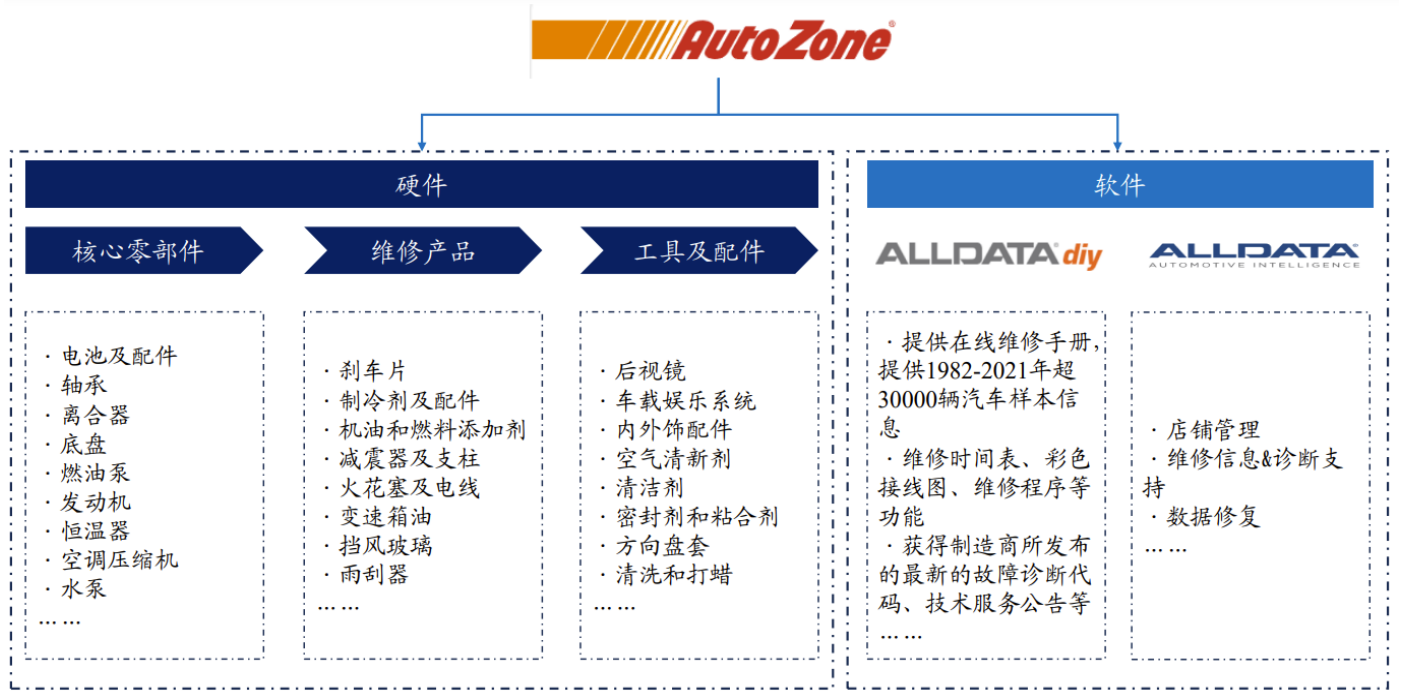
### 2.1、公司介绍：成立于 1979 年，目前是全美最大汽配连锁商

AutoZone 围绕车后市场需求实现软/硬件全面布局。

(1)硬件端:AutoZone 为美国市场上领先的汽车更换零件和配件,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。

(2)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。

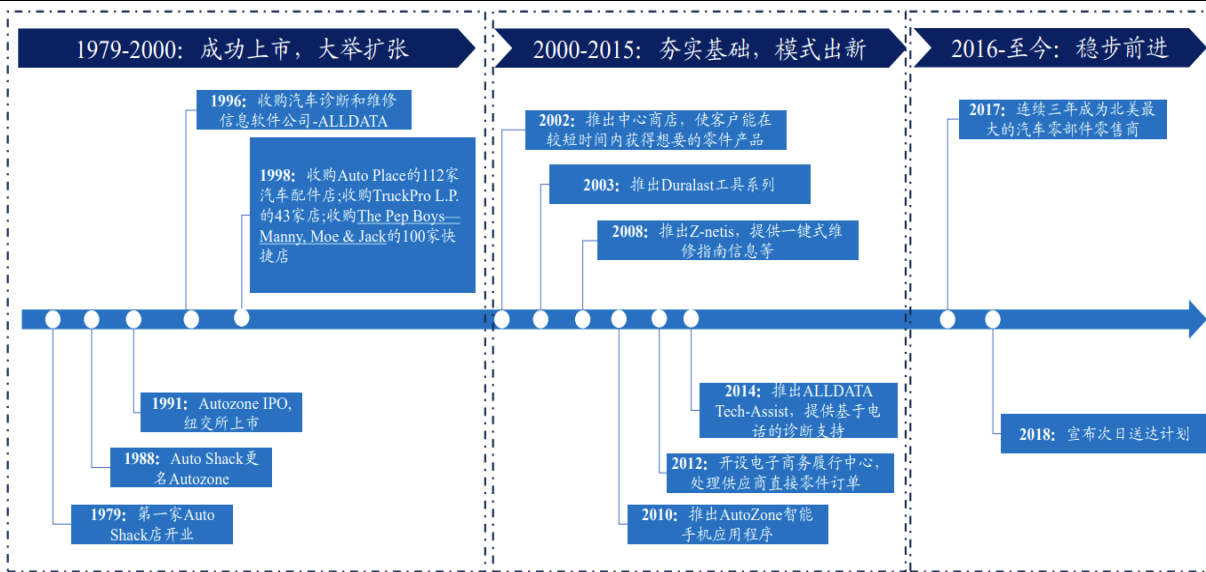
图12: AutoZone 产品布局横跨硬件、软件两端



资料来源: AutoZone 年报、AutoZone 官网、开源证券研究所

扎根车后市场四十余载, AutoZone 业务体系逐渐健全。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。

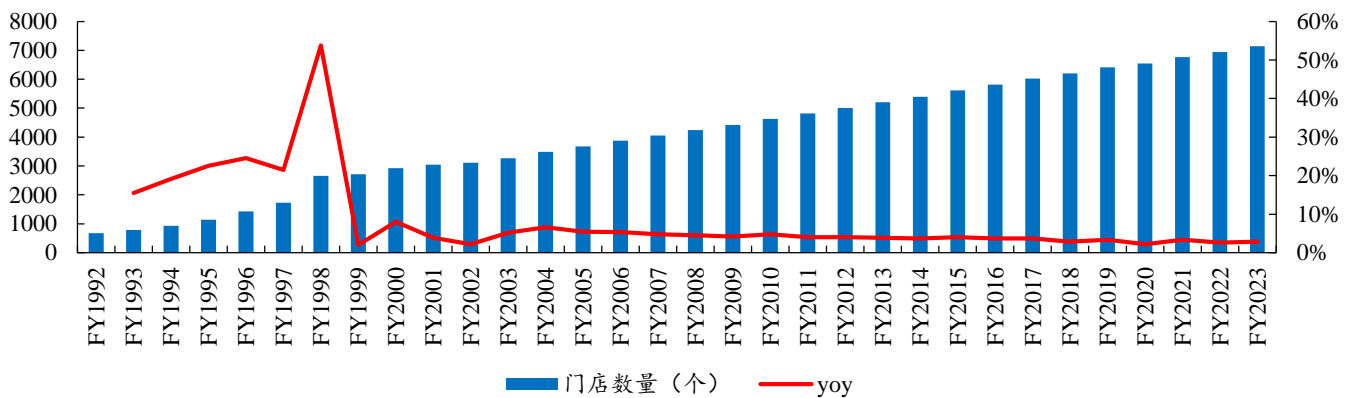
图13: AutoZone 业务体系逐步健全



资料来源: 美股之家、AutoZone 官网、开源证券研究所

**AutoZone 是北美门店数量最大的汽配连锁店。**AutoZone 主要通过新建、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 门店数量基本以每年 2%-3%的增幅稳步增长。截至 2023 财年, AutoZone 拥有自营门店 7140 家, 居美国四大汽配连锁首位。

图14: AutoZone FY2023 净新增 197 家门店



数据来源: AutoZone 年报、开源证券研究所

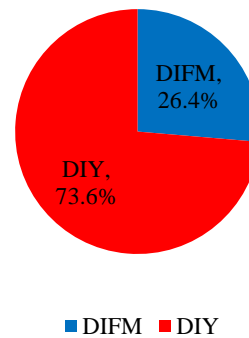
## 2.2、商业模式: 定位社区汽配商超, 瞄准 DIY 用户

汽车零部件商品客户群体分为 C 端 DIY 车主、B 端专业维修客户。以上两种客户分别对应车后市场终端客户的两种消费模式: (1) DIY: 车主从汽配零售店采购配件, 再由自己对车辆进行维修和养护; (2) DIFM: 车主依赖专业维修机构/人员进行汽车维修和养护工作。

**AutoZone 经营策略是打造社区商店, 客群主要面向 C 端 DIY 车主。**AutoZone 选址时会考虑周围的人流和车龄, 倾向于把商店设在交通繁忙且好停车的位置, 商店中的物品都集中在官网的电子目录中, 可以立即到店购买或隔天快递到家。2023 财年 AutoZone 的 DIY 业务收入占比为 73.6%, 针对 DIY 用户, AutoZone 可以免费

租借专业工具，以满足个人车主的需求。

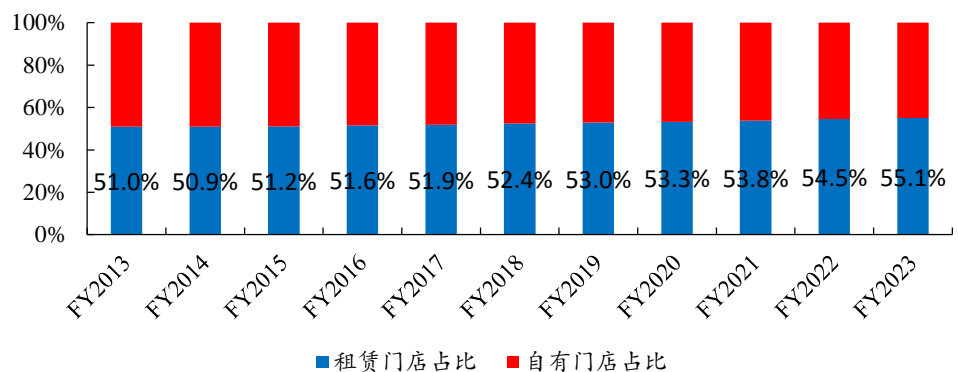
**图15: AutoZone FY2023 DIY 客户占比为 73.6%**



数据来源: AutoZone 公告、开源证券研究所

**自有和租赁两种模式并行，租赁占比提升显著。**由于自建、并购等门店扩张方式需要占用较多资金，AutoZone 过去以自建和租赁模式并行，2013 财年的租赁门店数量占比为 51.0%。考虑到资金成本，2023 财年租赁门店数量为 3931 家，占比 55.1%。

**图16: FY2023 租赁门店数量占比 55%**



数据来源: AutoZone 年报、开源证券研究所

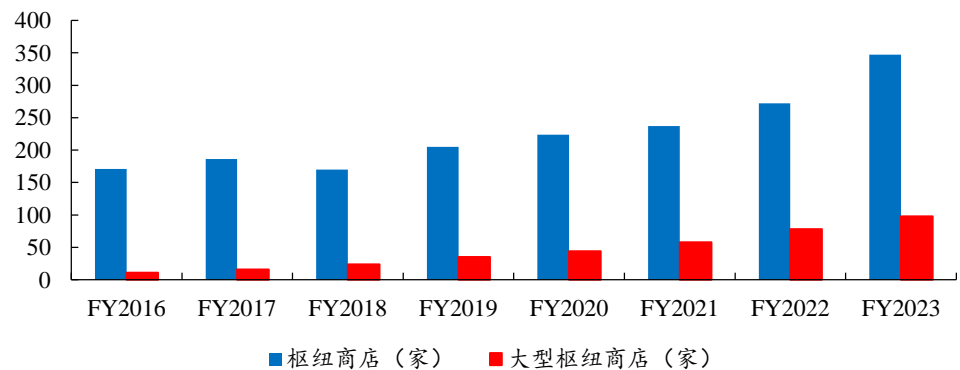
**标准商店范式助力商店快速扩张。**AutoZone 所有商店都基于标准的商店格式，店铺面积一般在 6500-8000 平方英尺，并且其外观、商品和产品组合总体表现一致。每家店大约 90%-99% 的空间都用于销售。其中，卫星商店约 40%-50% 的空间专门用于零件库存，而枢纽商店、大型枢纽商店中 70%-85% 的空间用于零件库存。

**图17: AutoZone 新店开发拥有标准的商店范式**


资料来源: AutoZone 官网

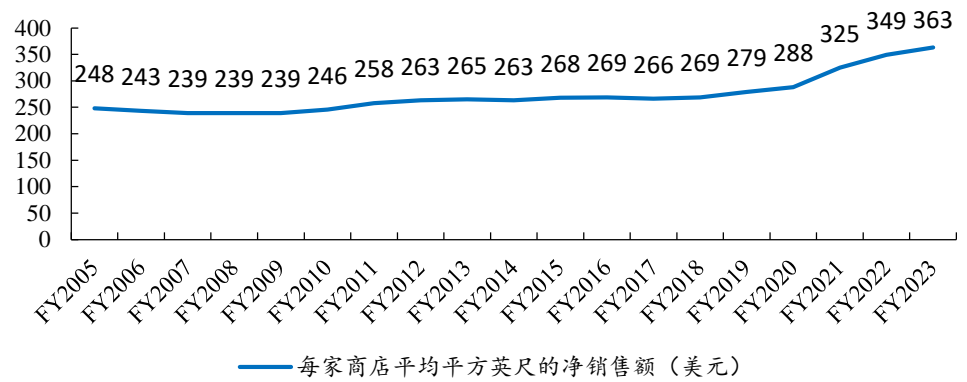
**加大枢纽商店投入, 完善配送体系建设。**AutoZone 于 2014-2015 财年开始, 在原有“配送中心-枢纽商店-一般商店”供应体系基础上增设“大型枢纽商店”以协同枢纽商店提升商品周转效率。不同于一般门店, 枢纽门店拥有更多种类的产品、并可在 24 小时内为周边商店交付定期补货商品。其中, 大型枢纽商店拥有 80000-110000 个特殊 SKU 库存, 约为枢纽商店的 2 倍,

截至 2023 财年, AutoZone 拥有 347 家枢纽商店(美国 308 家, 国际 39 家)、98 家大型枢纽商店, 可实现多次覆盖周边商店及其他枢纽商店的需求。据 Autozone2024Q1 业绩电话会议, 2024Q1 新开业 2 家大型枢纽中心, 未来将全面建成 200 家以上的大型枢纽商店。

**图18: AutoZone 增加大型枢纽商店建设**


数据来源: AutoZone 年报、开源证券研究所

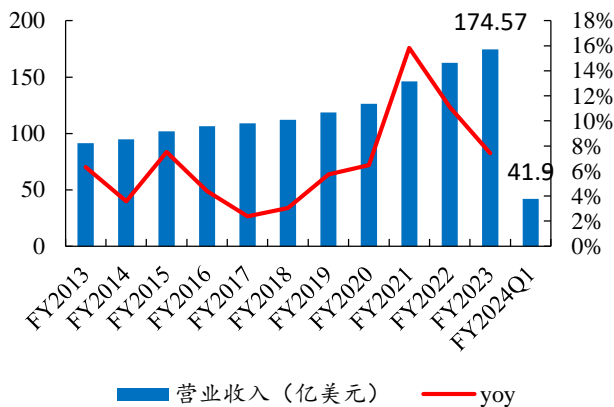
**AutoZone 经营效率逐年提升。**门店网络覆盖范围及零件供应种类的扩大可有效提升 AutoZone 商店营业额。2020-2023 财年, AutoZone 商店每平方英尺销售额保持正向增长, 分别为 288/325/349/363 美元, 同比分别变化+3.2%/+12.8%/+7.4%/+4.0%。我们认为, AutoZone 店铺经营坪效的提升主要得益于(1)库存、设施的健全: SKU 产品库存的丰富、配送体系的完善,(2)市场需求的反弹: 后疫情时代, 人们出行需求反弹致使车辆配件更换需求增加。

**图19：2020-2023 财年 AutoZone 商店经营坪效有效提升**


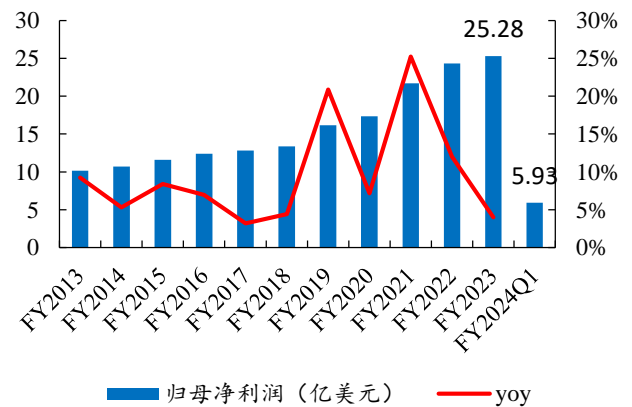
数据来源：AutoZone 年报、开源证券研究所

### 2.3、财务情况：FY2023 营收 175 亿美元，净利润 25 亿美元

**AutoZone 经营规模稳步增长。**2013-2023 财年 AutoZone 营收由 91.5 亿美元提升至 174.6 亿美元，年均复合增速为 6.7%；净利润由 10.2 亿美元提升至 25.3 亿美元，年均增速为 9.5%。2023 年 8 月 26 日至 2023 年 11 月 18 日即 FY2024Q1，AutoZone 营收、归母净利润分别为 41.9、5.9 亿美元，yoy+5.1%、+10%。

**图20：2013-2023 财年营收复合增速为 6.7%**


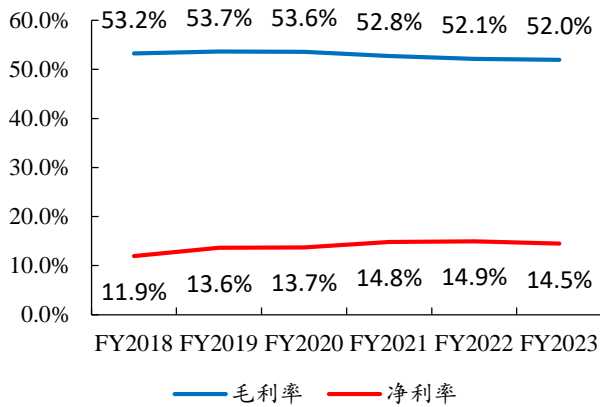
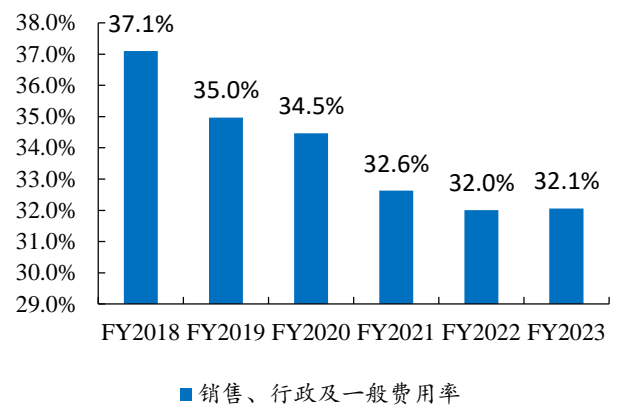
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图21：2013-2023 财年归母净利润复合增速为 9.5%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**AutoZone 盈利能力保持稳健。**得益于收入不断扩大带来的规模优势和自有品牌产品的占比提升，AutoZone 毛利率多年稳定在 50% 以上，FY2023 毛利率为 52%。由于规模的摊薄，销售、行政、一般费用率从 FY2018 的 37.1% 下降到 FY2023 的 32.1%，实现净利率的有效增长。

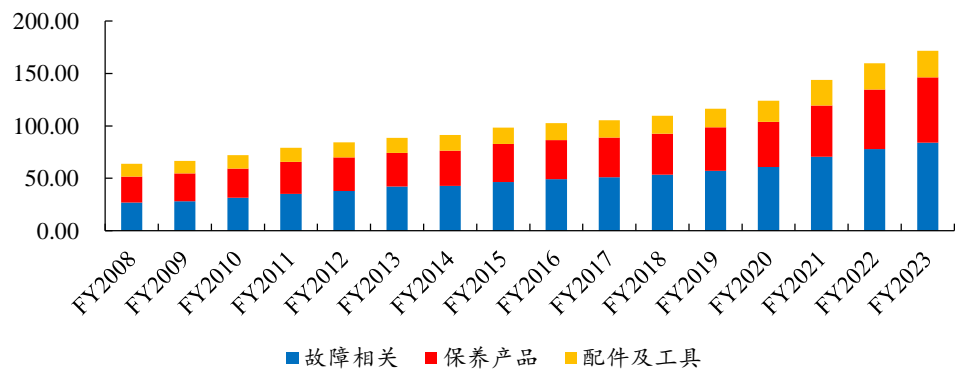


**图22：2018-2023 财年净利率略有提升**

**图23：2018-2023 财年费用率呈逐年降低态势**


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

AutoZone 业务分类为故障相关、保养相关和可选工具，其中故障产品包括空调压缩机、卡钳、底盘零部件等，受行驶里程和车龄的增长，故障类产品收入不断增长，FY2023 营收为 84 亿美元，2008-2023 年均复合增速为 7.8%。保养类产品包括机油、机滤，个别年份保养类产品会受天气原因同比下滑，但不改长期增长趋势，故障与保养类产品合计占比在 80%以上。

**图24：FY2023 故障和维护相关业务收入占比达 85.3%（单位：亿美元）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

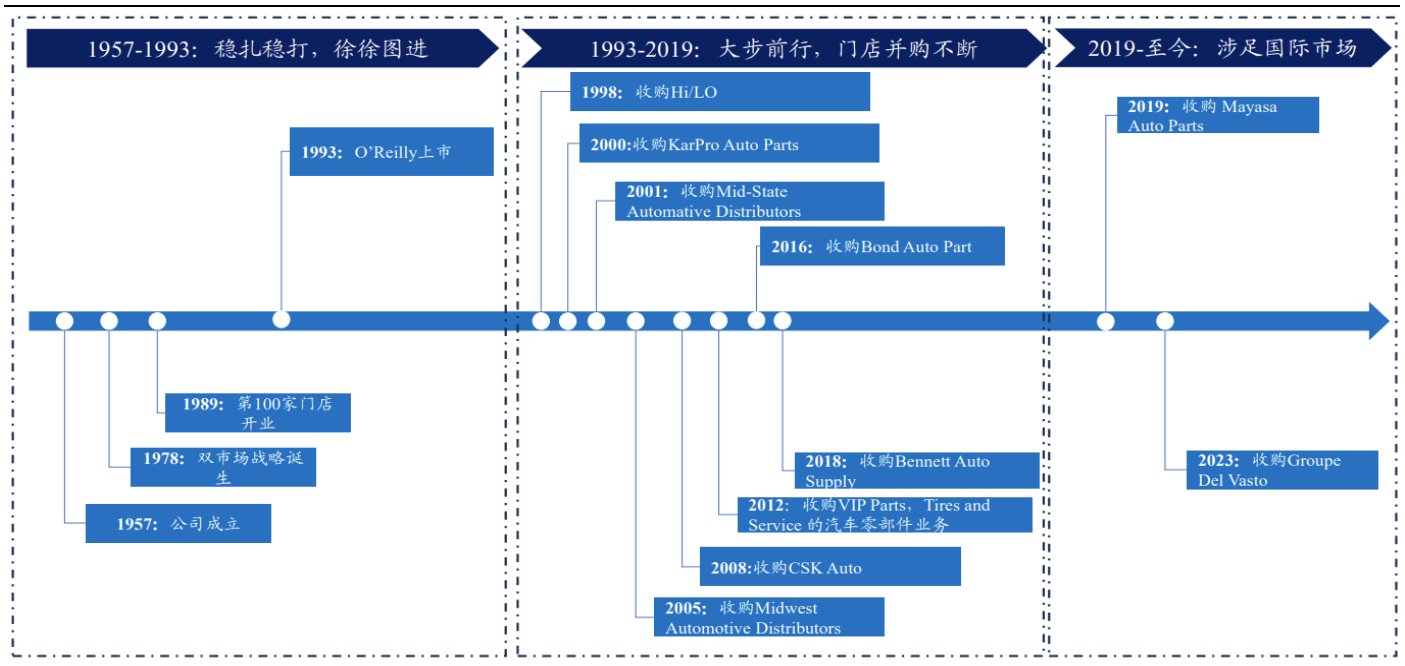
### 3、O'Reilly：四大汽配连锁市值第一，充分受益 DIY&DIFM 双重战略

#### 3.1、公司介绍：成立于 1957 年，多次收并购实现扩张

O'Reilly 成立于 1957 年的密苏里州，1978 年诞生了 DIFM 和 DIY 的双重市场战略，1989 年开业了其第 100 家门店，1993 年在纳斯达克上市。1998 年起公司开启扩张步伐，通过不断收并购扩大自己实力，并成功覆盖美国中部、东北部多地区。2019 年收购墨西哥的 Mayasa Auto Parts 涉足国际市场，2023 年 12 月宣布收购加拿大的 Groupe Del Vasto，持续扩张其商业版图。

公司产品包括全新或改制的零部件，包括交流发动机、蓄电池、刹车系统、底盘零部件、传动零部件、发动机部件等等，商店可为消费者提供一些附加服务，包括电池诊断、雨刮器和灯泡的更换、借用工具和废旧机油滤清的回收等等。

图25：自 1998 年起，公司一直处于并购扩张



资料来源：美股之家、O'Reilly 年报、开源证券研究所

O'Reilly 是 2021 年北美汽配门店数量第二的企业，历史上通过多次并购实现快速扩张。截至 2023 年 12 月 31 日，O'Reilly 已在美国本土 48 个州经营 6095 家门店，同时还在墨西哥经营 62 家门店。公司历史上曾完成 9 次收购，合计并购门店数量为 1859 家店，其中 2008 年收购 CSK 的规模最大为 1342 家店。2024 年 1 月完成对 Groupe Del Vasto 的收购，其位于加拿大魁北克，拥有 23 家自有商店以覆盖加拿大东部的车后零部件需求。

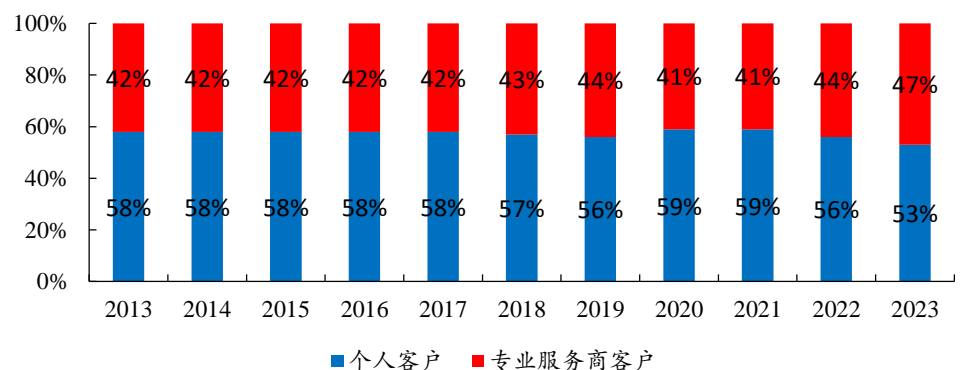
**表5: O'Reilly 通过多次收购实现快速扩张**

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
2023	Groupe Del Vasto	23

资料来源: O'Reilly 公告、开源证券研究所

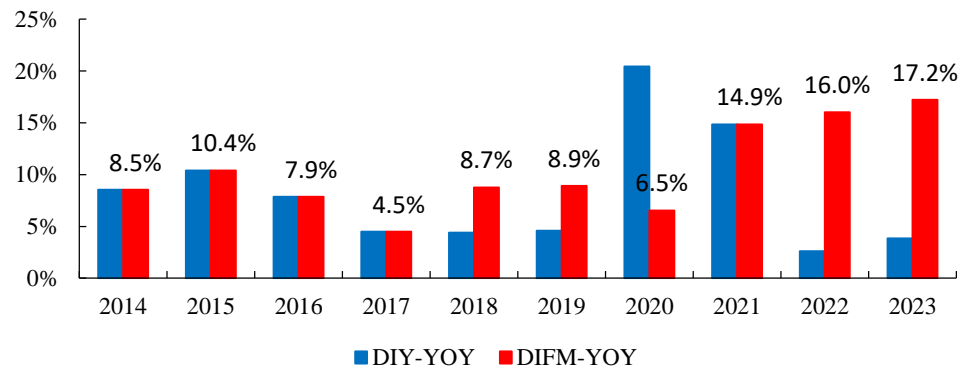
### 3.2、商业模式: 坚持 DIY 与 DIFM 双重战略

O'Reilly 特点在于坚持多年 DIY 与 DIFM 双重战略。DIY 与 DIFM 模式各有优势, DIY 客户较 DIFM 客户交易可实现更高的毛利率, DIFM 客户能更快上规模。O'Reilly 多年坚持双重客户战略, 2023 年 DIFM 用户收入占比为 47%。针对提供汽配维修的专业客户, O'Reilly 在每个市场都聘请了区域销售经理来提供专业化服务, 包括产品海报、快速安装参考指南等以满足 B 端用户需求。

**图26: 2023 年 O'Reilly 的 DIFM 业务收入占比为 47%**


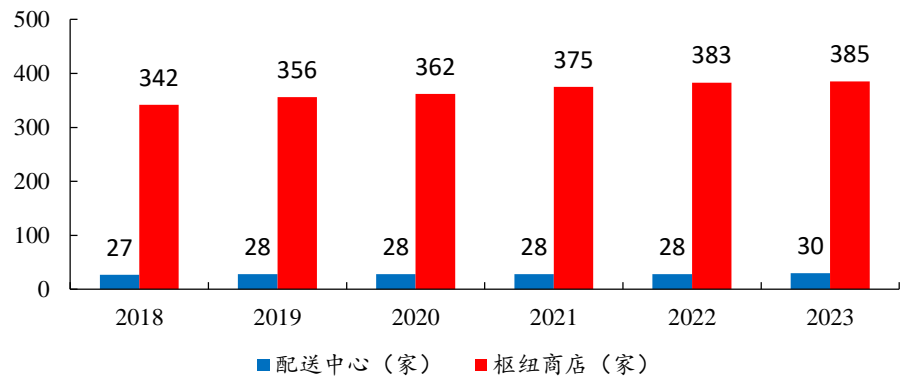
数据来源: O'Reilly 年报、开源证券研究所

O'Reilly 充分受益于行业的 DIFM 业务在提升。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, 车后市场出现 DIY 客户转向 DIFM 模式趋势。同时, 由于专业服务提供商更分散, 为整合提供了更大的机会, O'Reilly 的历史 DIFM 收入增速相对高于 DIY 收入增速, 2023 年 DIFM 销售额同比增长 17.2%, 而 DIY 销售额仅增长 3.9%。

**图27：2023年 O'Reilly 的 DIFM 客户收入增速高于 DIY 客户收入增速**


数据来源：O'Reilly 年报、开源证券研究所，注：DIY 客户销售收入=公司营收\*DIY 客户销售收入占比，DIFM 客户销售收入测算同理

双重市场战略意味着 O'Reilly 需要覆盖人口密集区的大型商店和人流较少的小型商店，其物流体系分为区域配送中心和枢纽商店。截至 2023 年，拥有 30 个区域配送中心，DC 可覆盖 15.2 万个 SKU，每周五晚为美国本土中几乎所有的门店提供配送服务。另有 385 个枢纽商店为附近商店提供当日或次日达服务，Hub 的平均面积约 1300 平方米，可覆盖 5.2 万个 SKU。

**图28：2023年 O'Reilly 拥有 385 家枢纽商店**


数据来源：O'Reilly 年报、开源证券研究所

**积极扩建产品线，提升自有品牌产品比率。** 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，O'Reilly 自有品牌产品销售额已超总销售额 50%。自有品牌产品的成功孵化，可实现：①优化产品组合，增厚利润空间；②自我品牌价值深化，逐步弱化传统渠道商属性，有助于进一步提高产业链中的市场地位。

图29: O'Reilly 自有品牌产品销售额超总营额 50%

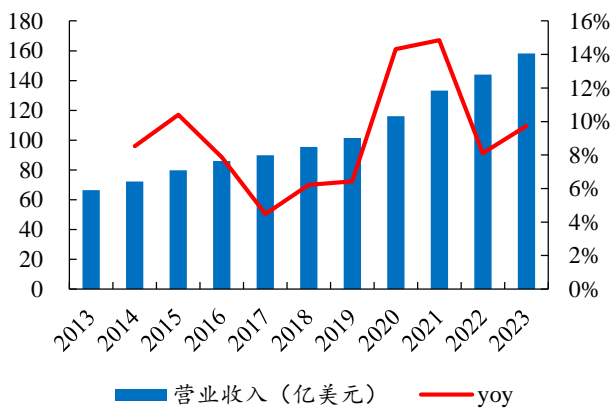


资料来源: O'Reilly 2022 Analyst Day 注: 截至 2022 年 8 月 23 日

### 3.3、财务情况: 2023 年营收 158 亿美元, 净利润 23 亿美元

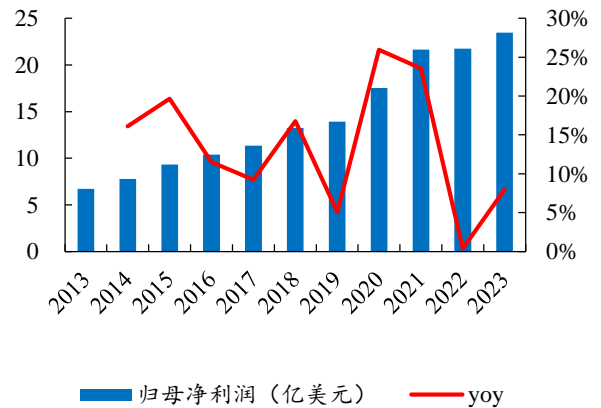
O'Reilly 经营绩效稳步提升。2023 年实现营业收入 158.12 亿美元, yoy+9.7%, 实现归母净利润 23.47 亿元, yoy+8.0%。公司营收多年维持稳定增长态势, 2013-2019 年年均复合增速达到 7.3%。2020-2021 年受后疫情时代出行需求反弹, 收入增速均在 14%以上。2023 年客均单价较 2022 年同期有所提升, 主要原因除了受通货膨胀影响, 还由于当前汽车更复杂精密, 维修频率减少但单个零部件的价值量增加。

图30: O'Reilly 营业收入稳健增长



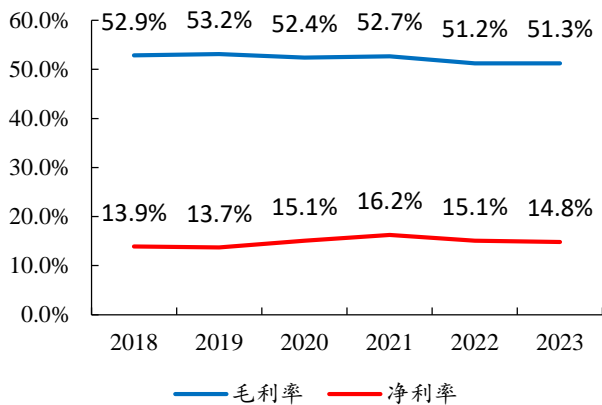
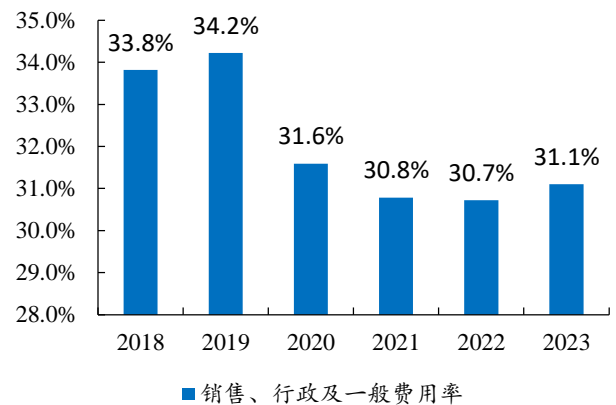
数据来源: Wind、开源证券研究所

图31: O'Reilly 归母净利润稳步增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

O'Reilly 毛利率走势稳健, 费用管控良好。2023 年实现毛利率 51.3%, 与 2022 年持平但较 2021 年的 52.7%有一定下滑, 主要系 2022Q1 开始, O'Reilly 为保持价格吸引力对 DIFM 客户进行了定价调整, 尽管 DIFM 毛利率低于 DIY 用户但在公司的销售占比更高。随着门店销售额上升对固定费用的摊薄, 费用率呈现较稳定趋势, 2023 年销售、行政、及一般费用率为 31.1%。

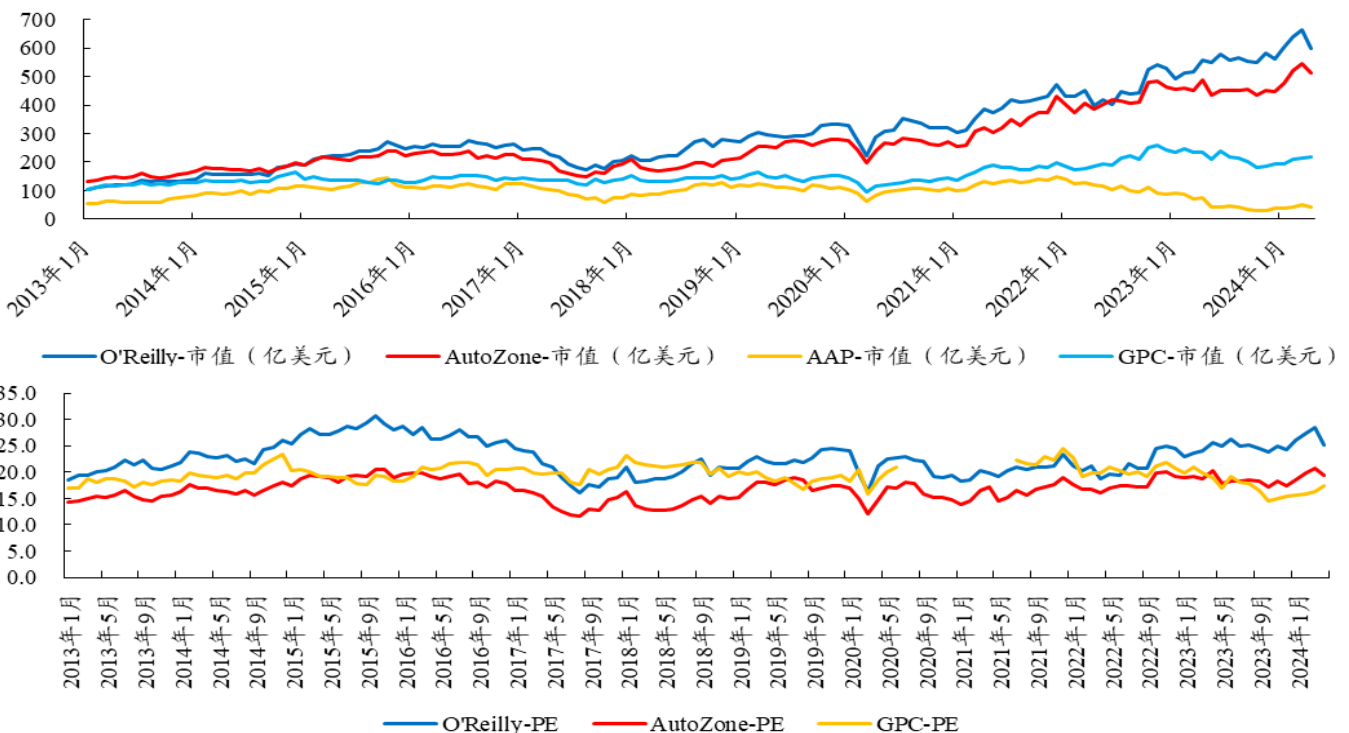
**图32: O'Reilly 2023 年毛利率为 51.3%**

**图33: O'Reilly 2023 年费用率为 31.1%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3.4、O'Reilly 市值反超 AutoZone, 成为北美汽配连锁第一

O'Reilly 市值反超 AutoZone, 当前是四大汽配连锁第一。2013 年 1 月, O'Reilly、AutoZone 的市值分别为 104.7、134.3 亿美元, 截至 2024 年 4 月 30 日, 市值分别为 597.6、511.5 亿美元, O'Reilly 的市值 10 年复合增长率为 14.2% 增幅显著, 市值排名从四大汽配连锁中的第三跃为第一, 而估值始终领先于 AutoZone。

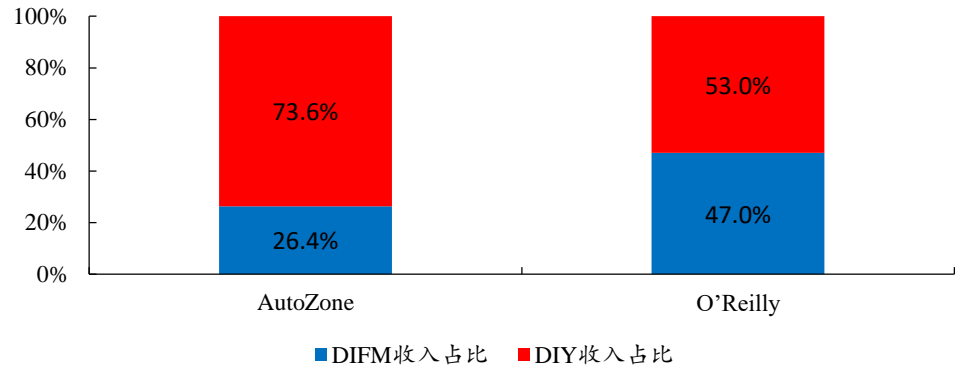
**图34: O'Reilly 的估值始终高于 AutoZone**


数据来源: Wind、开源证券研究所, 数据截至 2024 年 4 月 30 日

O'Reilly 商业模式均衡, 双重市场战略受益 DIFM 发展。O'Reilly 的双重客户战略已坚持约 40 年, 2023 年 DIFM 业务收入占比是 47.0%, 相对均衡。而 AutoZone 定位于为个人车主打造的汽配商店, 2023 财年 DIY 收入占比达到 73.6%。随着汽车

精密程度增加，个人车主的修理难度提升，促使 DIFM 需求增长，O'Reilly 充分受益于行业变化。

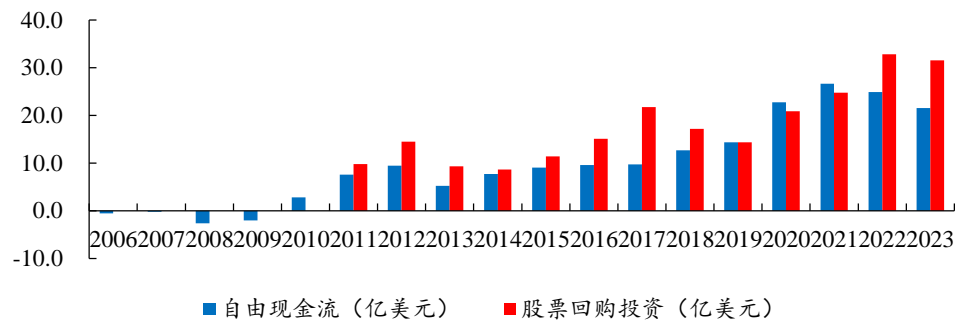
**图35：2023年O'Reilly的客户类型占比较AutoZone更均衡**



数据来源：AutoZone 年报、O'Reilly 年报、开源证券研究所

**积极回购推动市值提升。**自 2010 起，O'Reilly 自由现金流转正并开始稳步提升。2011 年 O'Reilly 批准股票回购计划，O'Reilly 可以不时回购其普通股。自 2011 年股票回购计划启动至 2023 年 12 月 31 日，O'Reilly 累计回购 9409 万股普通股，总投资 232 亿美元。截至 2023 年 12 月 31 日，公司股票回购计划还剩下约 26 亿美元。

**图36：2011年起O'Reilly开始股票大规模回购**



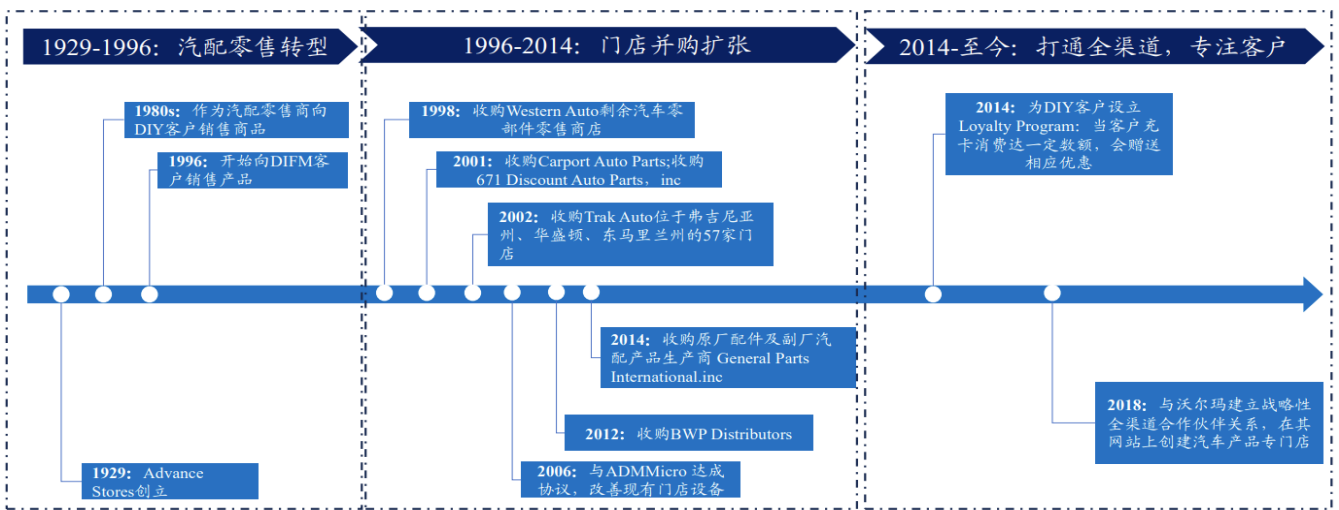
数据来源：Wind、O'Reilly 年报、开源证券研究所

## 4、Advance Auto Parts：重品牌效应，当前盈利能力承压

### 4.1、公司介绍：成立于1929年，可提供OEM&AM配件

日用百货零售商起家，通过收并购进入汽配行业。公司前身 Advance Stores Company, Incorporated 成立于1929年，在19世纪80年代之前都是日用百货零售商，随后转型向DIY用户销售汽车零配件，1996年起开启DIFM业务，在2001年收购Discount Auto Parts, Inc正式成立Advance Auto Parts，2014年收购了General Parts International, Inc，GPI是一家在OEM和AM都较为领先的分销商和供应商。

图37：Advance Auto Parts 从DIY业务起家



资料来源：美股之家、Advance Auto Parts 官网、开源证券研究所

Advance Auto Parts 可提供多车型、多渠道零配件。Advance Auto Parts 主营产品分为零件与电池、化学品及配件、发动机保养三类，可提供原厂和自有品牌汽车零配件的多重选择，适用车型覆盖乘用车、面包车、四驱车、轻型和重型卡车，用户可以在实体店或线上下单，DIY与DIFM用户各有专属的线上渠道。

图38：Advance Auto Parts 主要经营汽车零配件、电池及维修工具



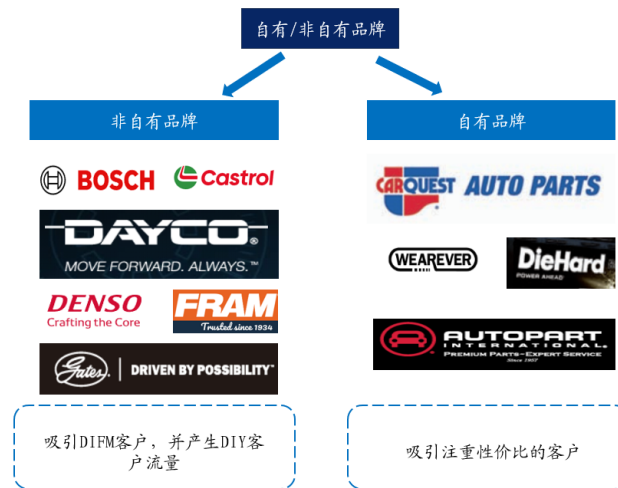
资料来源：Advance Auto Parts 年报、开源证券研究所



## 4.2、商业模式：运营 3 个品牌服务不同客户，DIFM&DIY 较均衡

销售策略重品牌效应，2022 年自有品牌收入占比超过 50%。公司的营销策略是提供广泛的知名品牌选择以吸引 DIFM 客户，同时产生 DIY 流量。流通品牌包括 BOSCH、Castrol、Dayco 等，对于更注重性价比的客户，也可提供 Autopart International、Carquest、DieHard 等自有品牌的多类目产品，2022 年公司自有品牌产品渗透率达到 50.5%，由 DieHard 和 Carquest 引领，AAP 于 2019Q4 收购汽车电池领域中的 DieHard 品牌，并于 2020 年在所有门店正式推出 DieHard 电池，DieHard 年销售额突破 10 亿美元。

图39：Advance Auto Parts 重视品牌效应



资料来源：Advance Auto Parts 年报、开源证券研究所

**战略布局三个商标，目标客户各有侧重。**截至 2023 年底，Advance Auto Parts 拥有 5107 家商店包括分店，运营“Advance Auto Parts”、“Carquest”、“Worldpac”三个商标服务不同客户。其中 4484 家商店以 Advance Auto Parts 商标冠名，为 DIFM 和 DIY 客户提供汽车后市场零部件。302 家门店名字为 Carquest，主要服务 DIFM 客户，平均店面积略小于 Advance Auto Parts，同时 Carquest 还拥有 1245 家独立运营商店，Advance Auto Parts 通过配送中心直接向独立运营门店发货。配送中心名为 Worldpac，只为 DIFM 客户提供进口 OEM 汽配件，拥有高效的在线订购履约系统和面积更大的门店，SKU 库存数量高达 293000 个。

**为优化市场份额，进行门店调整计划。**2022 年之前 Advance Auto Parts 还拥有第四个商标 Autopart International，为精简分销网络提升市场份额，Autopart International 的 135 家分店在 2022 年全部整合为 Worldpac 品牌，Carquest 与 Advance Auto Parts 之间也不断有门店进行转换和整合。

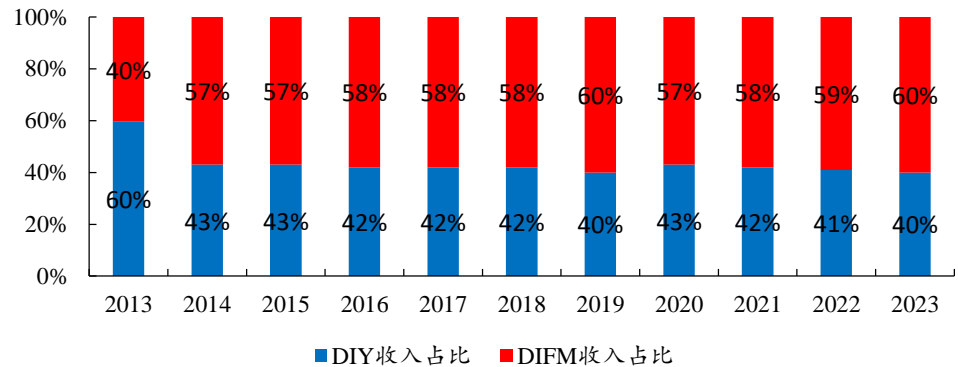
表6：AAP 运营 3 个商标以满足不同客户需求

品牌	Advance Auto Parts	Carquest	Worldpac
门店/分支机构数量	4484	302	321
平均面积（平方英尺）	7800	7000	26000
服务对象	DIFM、DIY	DIFM 为主、DIY	DIFM
目标市场	AM	AM	OEM 尤其是海外的
SKU 库存数量	23000	19000	293000

资料来源：Advance Auto Parts 年报、开源证券研究所

自 2014 年收购 GPI 后，DIFM 收入占比维持在 60% 左右。Advance Auto Parts 的 DIFM 客户包括汽车修理厂、服务区、汽车经销商，2008 年起公司注意到 DIFM 销售额增长更快并增加 DIFM 用户更喜爱的品牌，2012 年公司为 DIFM 用户引入在线培训、可搜索的诊断和维修资源等线上服务，2014 年公司收购侧重于 DIFM 业务的 GPI，DIFM 业务占比从 2013 年的 40% 迅速上升至 57%，自此维持在 57-60% 区间。

图40: Advance Auto Parts 的 DIFM 收入占比为 60% 左右

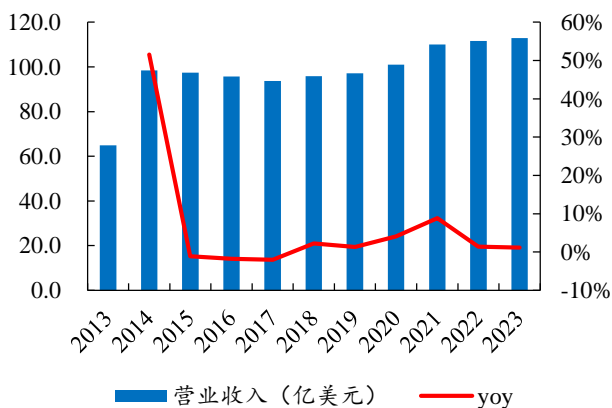


数据来源: Advance Auto Parts 年报、开源证券研究所

#### 4.3、财务情况：盈利能力承压，2023Q3-4 处于亏损状态

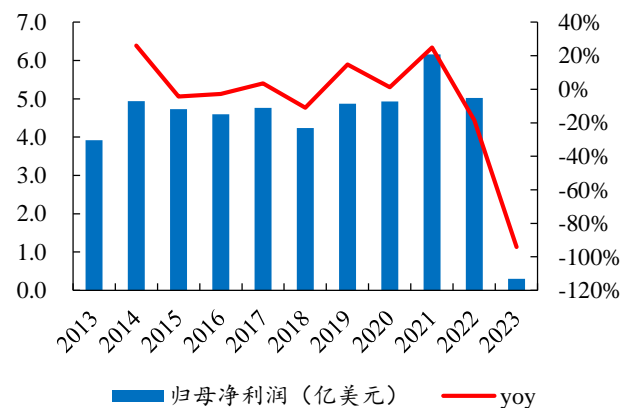
Advance Auto Parts 营收实现缓慢增长，2023Q3-4 归母净利润为负。2023 年实现营业收入 112.88 亿美元，yoy+1%，随着新店开业和产品组合推出，销售规模增长稳定，其中品类增长主要受刹车和电池带动，由于 DIY 收入降低，店均销售额同比下降 0.3%。2023 年实现归母净利润 0.3 亿美元，其中 H1 盈利 1.28 亿元，H2 亏损 0.84 亿元。

图41: Advance Auto Parts 营收实现缓慢增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图42: Advance Auto Parts 2023Q3-4 净利润出现亏损

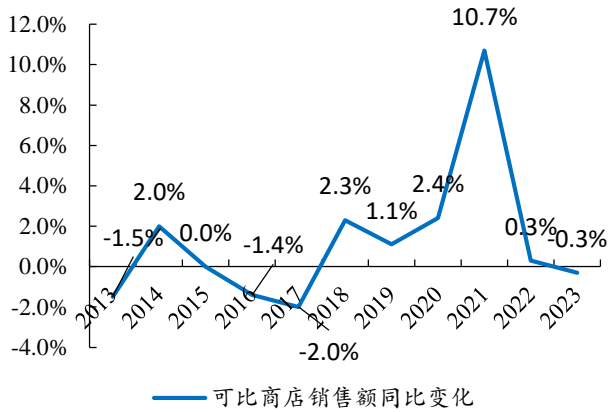


数据来源: Wind、开源证券研究所

收入规模受成熟门店营业情况和新开门店数量影响。成立 13 周的门店被视为可比商店，可比商店销售额表现了存量门店的经营状况，由于有效的库存管理和 DIFM 业务收入的提升，可比商店销售额在 2018-2022 年表现出了持续增长的趋势，尤其是 2021 年除了受 DIFM 业务复苏，还受 DIY 业务全渠道增长，可比商店销售额同比增长 10.7%。2023 年受 DIY 业务下滑影响，可比商店销售额略有下滑，同比下降 0.3%。

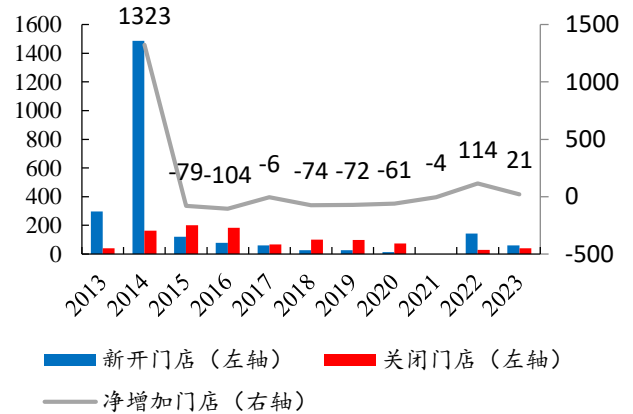
**品牌持续整合延缓开店速度。**2014年 Advance Auto Parts 收购 GPI, GPI 旗下运营 Carquest 和 Worldpac 两个品牌, 2015-2018 年持续整合 Advance Auto Parts 和 Carquest 的门店, 共关店 549 家, 2019-2022 年起将 Autopart International 门店向 Worldpac 转化, 共关店 242 家, 2015-2023 年门店数量净变化为-265 家, 由于品牌和门店的整合, Advance Auto Parts 近 10 年门店扩张缓慢。

图43: 2023 年可比商店销售额略有下滑



数据来源: Advance Auto Parts 年报、开源证券研究所

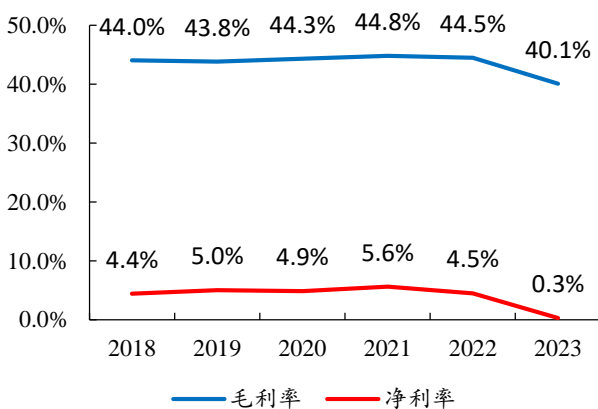
图44: 2015 年起持续关店整合 (家)



数据来源: Advance Auto Parts 年报、开源证券研究所

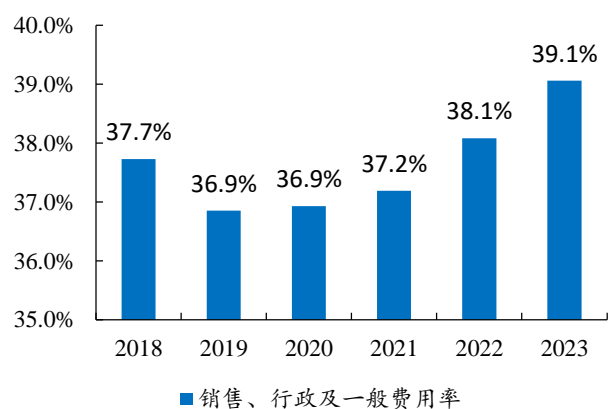
**Advance Auto Parts 盈利能力承压。**2023 年毛利率为 40.1%，较 2022 年同期下降 4.4pct, 主要系更高的产品成本并没有成功转移至定价、Q3 一次性计提 1.19 亿超额库存准备金等。此外, 通货膨胀带来的产品成本和人员工资上升, 也是持续影响盈利能力的负面因素之一, 2023 年销售、一般及管理费用率上升至 39.1%, 净利率为 0.3%, 公司利润双向承压。

图45: 2023 年毛利率下滑至 40.1%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图46: 2023 年费用率上升至 39.1%



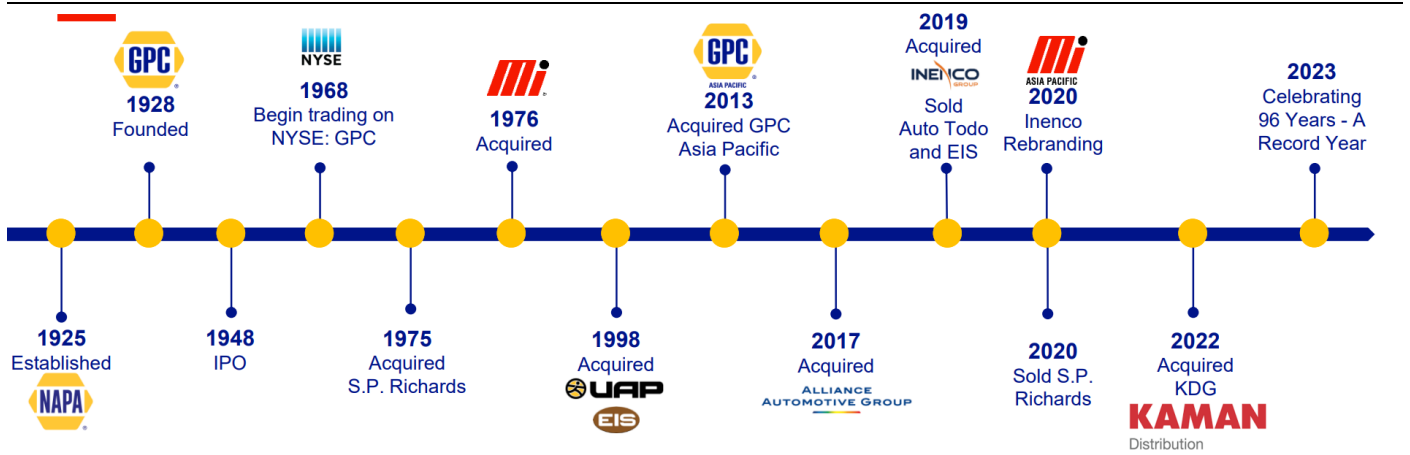
数据来源: Wind、开源证券研究所

## 5、NAPA (Genuine Parts Company): 跨国运营, 修配融合

### 5.1、公司介绍: NAPA 以联盟形式成立于 1925 年, 当前是 GPC 重要部门

NAPA 曾经是分销商联盟, 目前是 GPC 最重要的部门。NAPA 全称为 National Automotive Parts Association 美国国家汽车零部件协会, 是独立的汽车零部件销售商于 1925 年联合成立的联盟, 旨在促进其成员的汽车零部件分销, 成员经营配送中心为 NAPA 商店提供产品及服务。Genuine Parts Company 是专业的更换零件分销商, 除汽车外也销售轴承、机械零部件、电力等工业更换零部件, 曾经也是 NAPA 成员之一, 通过并购联盟中其他的零部件品牌厂商, 于 2012 年成为联盟的唯一成员, 接管 NAPA 过去所有的配送中心。

图47: NAPA 成立于 1925 年

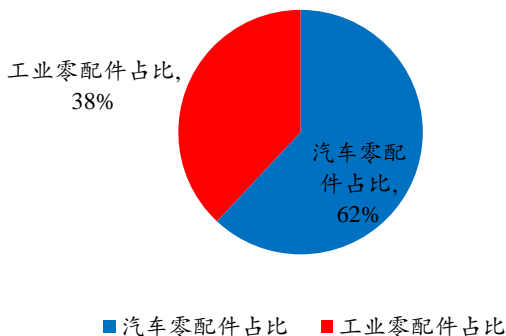


资料来源: GPC 官网

NAPA 是全球最大的汽车零部件销售和保养网络。NAPA 是义务的行业协会, 不购买也不销售任何产品, 主要角色是制定销售概念。当 GPC 从各个制造商购买零配件后, 贴牌 NAPA, 物流中心也以 NAPA 命名。凭借电子目录、产品分类等领先的库存系统, 是北美最大的售后维修网络。

GPC 是专业的分销商不负责制造, 2023 年 GPC 的汽车类零配件营收占比为 62%。GPC 的汽车业务覆盖北美洲、欧洲、澳洲, 可为混合动力和电动汽车、卡车、SUV、摩托车和农用车等提供数十万种不同的替换零件, 北美的大部分产品销售都通过 NAPA 分销, 2023 年汽车业务占比为 62%。工业零配件覆盖北美洲、澳洲、印尼和新加坡, 2023 年收入占比为 38%。

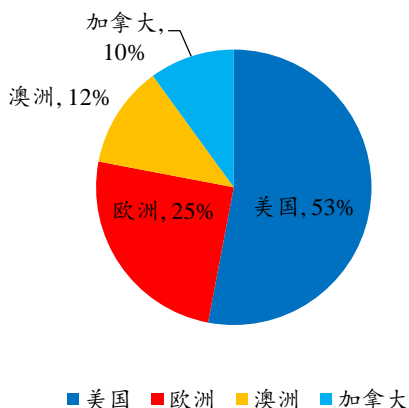
图48：2023年 GPC 的汽车零配件收入占比为 62%



数据来源：GPC 年报、开源证券研究所

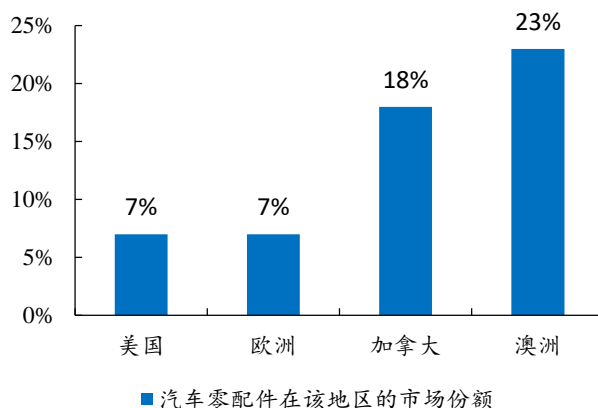
**跨国运营，加拿大与澳洲市场份额较高。** GPC 在 1998 年收购加拿大汽配连锁巨头 UAP，2013 年收购大洋洲最大汽配连锁企业 Repco，汽配业务逐步走出北美，2023 年汽车零部件业务中，北美收入占比为 53%，欧洲、澳大利亚、加拿大业务占比分别为 25%、12%、10%。根据 GPC 披露，汽配业务在北美的市占率为 7%，而加拿大与澳大利亚的市场份额较高，分别为 18%、23%。

图49：2023年 GPC 汽配非北美收入占比为 47%



数据来源：GPC 官网、开源证券研究所

图50：2023年 GPC 的汽配在加拿大与澳洲的市场份额较高



数据来源：GPC 官网、开源证券研究所

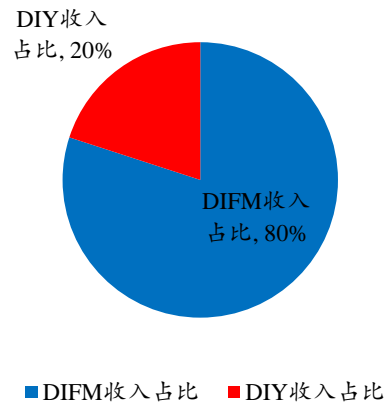
## 5.2、商业模式：平台型企业链接供应商与汽修店，修配融合

不同地区的汽车零配件品牌不同，DIFM 业务收入占比为 80%。北美的汽配配送中心和商店都以 NAPA 命名，欧洲的 9 个城市都是 GPC 的全资子公司 Alliance Automotive Group (AAG) 运营，AAG 会销售 NAPA 品牌的产品，澳洲的品牌名为 Repco 和 NAPA。GPC 同时服务 DIFM 和 DIY 客户，根据 2023 年年报披露，DIFM 收入占比约为 80%。

图51: GPC 在不同地区运营的品牌不同



图52: 2023 年 DIFM 收入占比为 80%

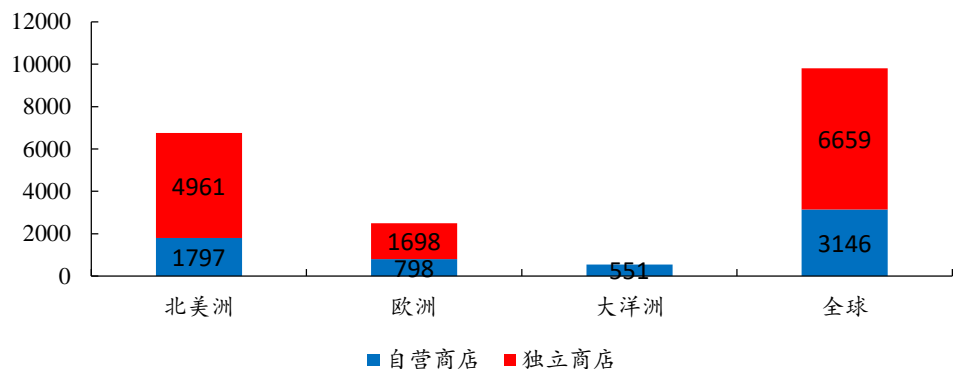


资料来源: GPC 官网、开源证券研究所

数据来源: GPC 年报、开源证券研究所

**2023 年 NAPA 自营商店数量占比为 32.1%。**2023 年 NAPA 的自营商店和独立商店的数量分别为 3146、6659 家，自营比例为 32.1%，考虑到市场策略、运营能力等多因素，澳洲的商店全部为自营形式。独立商店从自营物流中心购买库存，自负盈亏，NAPA 不会向独立商店收取任何特许经营费。

图53: 2023 年自营商店 3146 家



数据来源: GPC 年报、开源证券研究所

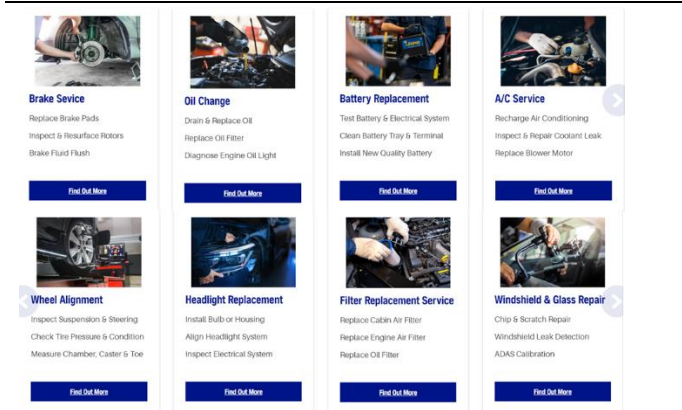
**修配融合, NAPA 拥有 AutoCare 维修体系。**NAPA 在 20 世纪 80 年代推出 NAPA Auto Care Center 项目, 为第三方维修连锁门店提供市场营销、经营管理、人员培训等服务, 2023 年 NAPA 维修连锁网络增长至 17000 多家门店, 其中包括事故车维修中心和快修养护中心。根据 AC 汽车公众号披露, NAPA AutoCare Center 在美国车主中的品牌认知度高达 95%。

**NAPA 与维修厂是联盟关系, 合作双赢。**根据 AC 汽车公众号披露, 维修厂成为 NAPA AutoCare Center 成员的年费一般在 800-1000 美元之间, 维修店加入 NAPA 体系后可受益于 NAPA 的品牌背书与保修服务, 加盟修理厂从 NAPA 购买的零配件可以占到门店总采购量的 60-70%, 从 NAPA 采购的零部件都有 24 个月/24,000 英里的质保服务, 还能享受返利政策。

NAPA 通过与维修连锁的合作可以更好地触达终端用户, 不仅能通过合作门店实现稳定的配件销售, 根据 AC 汽车公众号披露, NAPA AutoCare Center 的配件采购量能以每年 5-10% 的速度增长。而且也能更好地导入自有品牌产品, 2023 年 NAPA

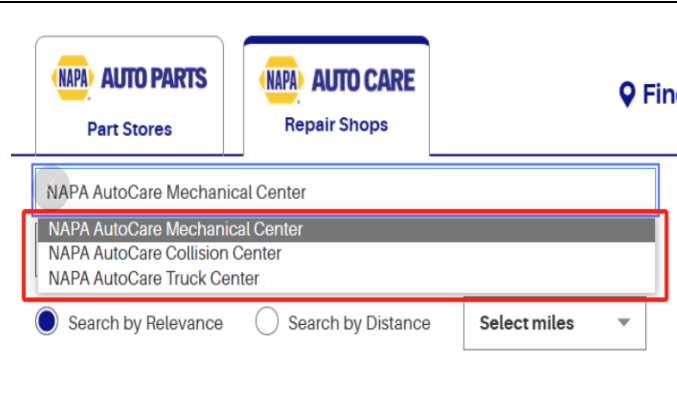
自有品牌产品销售收入占比达到 80%。

图54: NAPA AutoCare 提供养护维修服务



资料来源: NAPA 官网

图55: NAPA AutoCare 包括碰撞中心、卡车中心

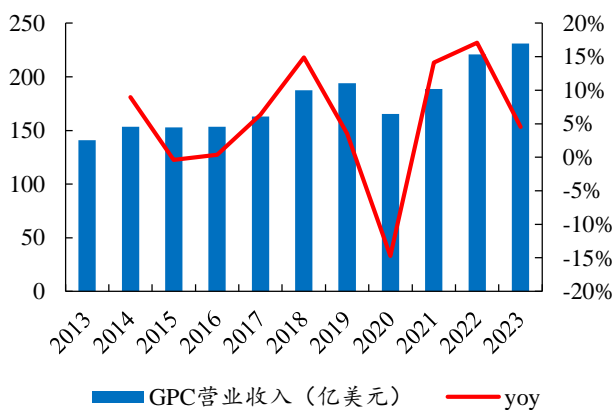


资料来源: NAPA 官网

### 5.3、财务情况: NAPA 2023 年营收 142 亿美元

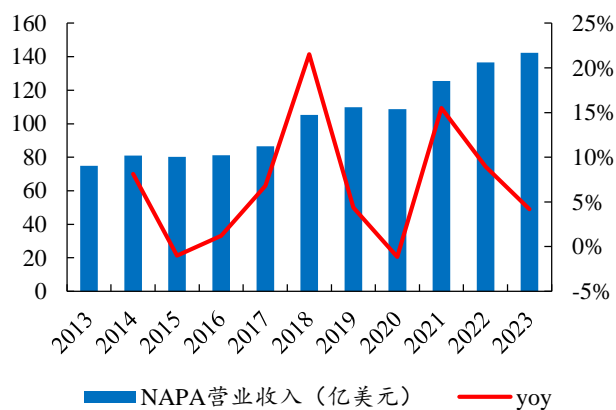
NAPA 营收稳健增长, 收入贡献在六成以上。GPC 2023 年实现营业收入 231 亿美元, 同比增长 4.5%, 其中汽车零部件实现收入 142 亿美元, 同比增长 4.2%, 2013-2023 年收入复合增长率为 7%, 汽零营收稳定增长主要系国际业务, 其中欧洲受通货膨胀影响的产品成本上升转移至定价端, 以及西班牙和葡萄牙等新兴市场带来的销售额增加。汽车收入占比从 2019 年的 57% 上升至 2020 年的 66%, 主要系 GPC 在 2020 年剥离 SSE、SPR 等商业零部件业务, 2023 年收入占比为 62%。

图56: GPC 2023 年营收增长 4.5%



数据来源: Wind、开源证券研究所

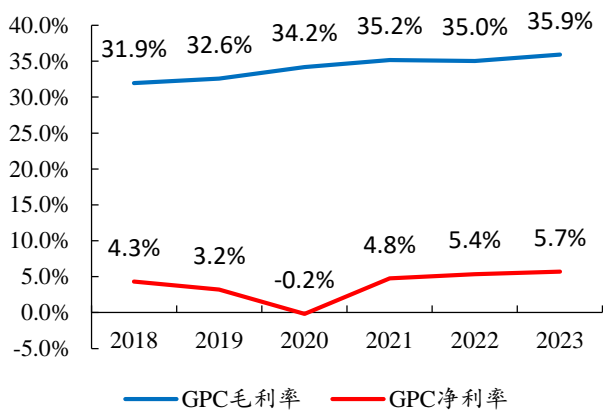
图57: NAPA 2023 年营收增长 4.2%



数据来源: Wind、开源证券研究所

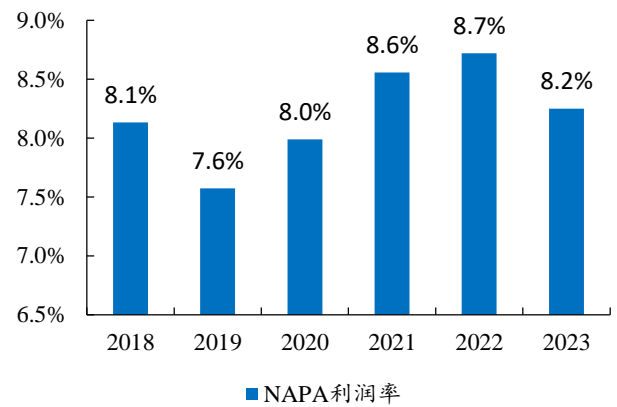
得益于规模效应与新市场的开拓, NAPA 利润率较为稳定。2023 年 GPC 毛利率为 35.9%, 净利率为 5.7%, 较 2022 年盈利能力略有提升, 主要受益于有利的定价和采购策略。2023 年 NAPA 利润率为 8.2%, 尽管基于需求放缓, 美国销售额略有下降, 但随着欧洲新市场的扩张, NAPA 利润率较为稳定。

图58: GPC 盈利能力缓慢增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图59: 2023 年 NAPA 利润率为 8.2%



数据来源: Wind、开源证券研究所, 注: 部门利润的计算为净销售额减去销售成本、运营费用和归属于该部门的部分非运营费用(例如外汇)



## 6、从北美四大汽配连锁看途虎空间：市占率与毛利率

除了北美与中国的汽车历史、消费者观念等客观差异，北美四大连锁与途虎的经营模式也存在一定异同。四大汽配连锁都成立较早，最晚的 AutoZone 也已经经营 54 年，而途虎仅成立 13 年，丰富的企业历史和优秀的市值表现都值得与途虎对照。

表7：北美四大拥有丰富的企业历史

品牌	成立时间
AutoZone	1979
O'Reilly	1957
Advance Auto Parts	1929
NAPA (GPC)	1925
途虎养车	2011

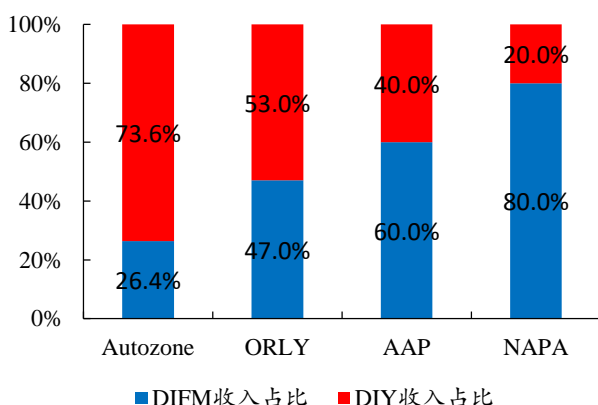
资料来源：各公司年报、开源证券研究所

### 6.1、商业模式不同：北美四大重在销售汽配，途虎严控下游履约

北美三大几乎不涉及修理服务，只有 NAPA 是修配融合。北美四大汽配连锁的重心在于销售产品，AutoZone 和 O'Reilly 明确不提供付费的专业汽车维修或配件安装服务，产品附加服务仅限于简单的诊断服务包括电池、刹车系统、发动机等等，或是向消费者出借专业工具。NAPA 属于修配融合的业态，拥有多层次的维修连锁网络，包括机修中心、事故车维修中心和卡车中心，全美拥有 17000 家合作维修门店。

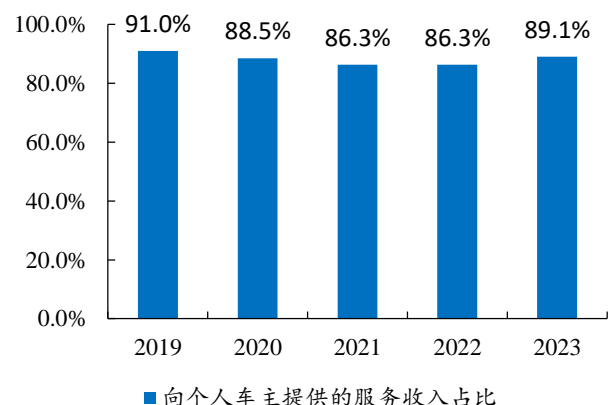
途虎的商业模式更像 NAPA，而目标客户聚焦 C 端更像 AutoZone。途虎的线下工场店可提供商品销售后的履约流程，但区别于 NAPA 与门店的合作模式，途虎对工场店采取强管控，提供全国统一的标准化服务和货品的全链路管理。国内 DIY 修车相对少见，车主在途虎下单后去线下工场店完成履约，途虎的客户都是 DIFM 形式的个人车主，其中 2023 年途虎为个人车主提供的服务收入占比达到 89.1%。

图60：2023 年 NAPA 的 DIFM 收入占比达到 80%



数据来源：各公司年报、开源证券研究所

图61：2023 年途虎为个人车主提供的服务收入占比达到 89.1%。



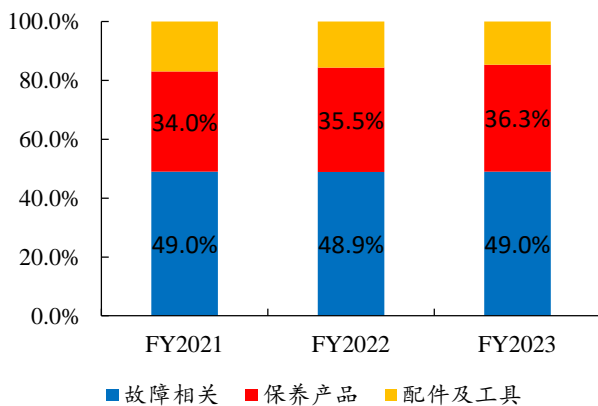
数据来源：途虎公告、开源证券研究所

## 6.2、产品重心不同：途虎产品的覆盖广度和自有比例都有待扩充

北美四大产品较丰富，途虎产品重心是轮胎，未来有望拓宽非标品覆盖度。四大汽配连锁可提供的汽配零部件覆盖范围较广，以 AutoZone 的产品分类为例，可分为故障相关、保养产品、配件及工具三类，故障相关产品包括蓄电池、皮带、底盘件、发动机等，保养产品包括防冻液、刹车盘片、机油、三滤等，配件包括空调、坐垫等，2023 财年 AutoZone 的故障相关和保养产品的收入占比分别为 49.0%、36.3%。此外，O'Reilly 在年报中明确提到公司不售卖轮胎，NAPA 不售卖车身体件和轮胎。

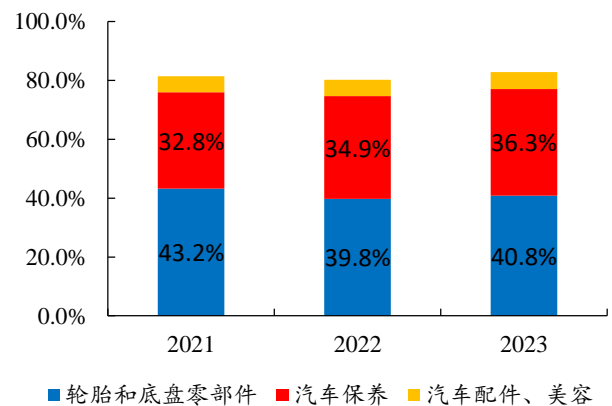
而途虎以轮胎起家，2023 年轮胎和底盘零部件的收入占比为 40.8%，其中主要以轮胎为主，对标北美四大连锁，途虎除轮胎、机油外的零部件收入仍有较大增长空间。

图62：2023 财年 AutoZone 的故障相关产品收入占比为 49%



数据来源：AutoZone 年报、开源证券研究所

图63：2023 年途虎的轮胎和底盘件业务收入占比为 40.8%



数据来源：途虎年报、开源证券研究所

北美四大的自有品牌产品占比较高。AutoZone 自有品牌以 Duralast 为主，O'Reilly 拥有十余种自有品牌，2022 年自有品牌产品占比超过 50%。Advance Auto Parts 在 DieHard 电池和 Carquest 系列产品的带动下，2022 年自有品牌产品收入为 50.5%。NAPA 在创立时就定位为协会分销商产品贴牌，2023 年销售占比达到 80%。

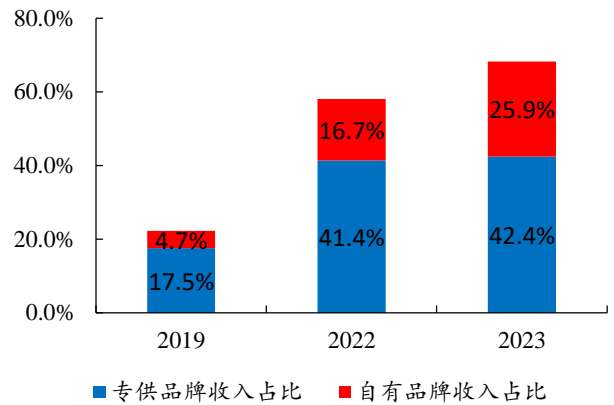
途虎开拓专供品牌产品过渡，自控品牌产品仍有较大上升空间。基于和品牌商、制造商的长期独家合作，其为途虎推出毛利率更高的专供产品和自控产品，2023 年途虎的专供品牌、自控品牌产品收入分别为 42.4%、25.9%，较北美四大的 50% 自有产品收入占比仍有较大提升空间。

图64：北美四大汽配连锁的自有品牌产品收入占比较高



资料来源：各公司年报、开源证券研究所

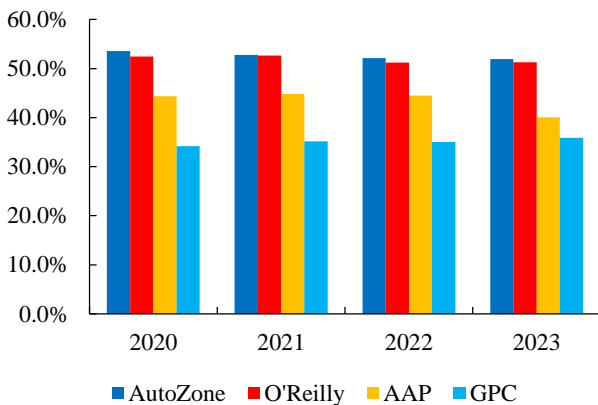
图65：2023年途虎的自控品牌产品收入为25.9%



数据来源：途虎公告、开源证券研究所

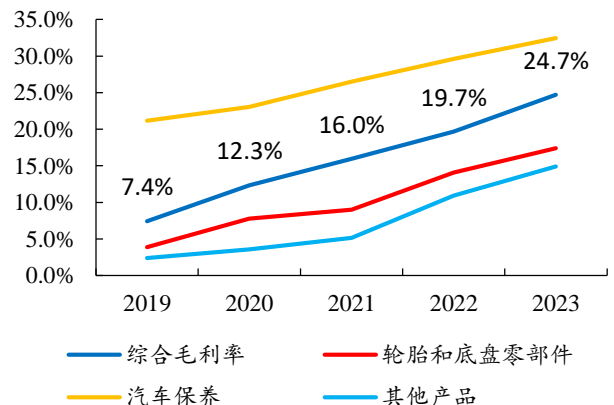
北美四大的毛利率较高，北美四大连锁中 AutoZone 的毛利率多年维持第一，2023 财年 AutoZone 的毛利率达到 52.0%，主要系公司以 DIY 业务为主。2023 年途虎的综合毛利率为 24.7%，尽管途虎较 AutoZone 销售汽车配件以外，还受低毛利的下游履约影响，但随着规模效应降低供应链成本和自有产品比例的提升，盈利能力还有较大提升空间。

图66：北美四大汽配连锁的毛利率较高



数据来源：各公司年报、开源证券研究所

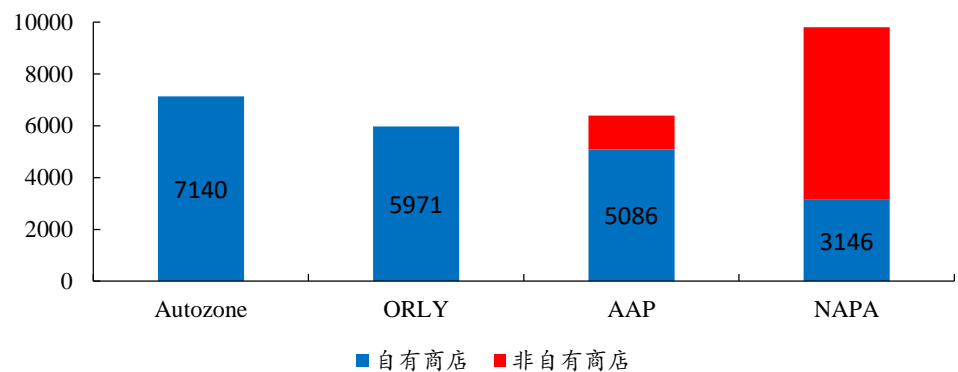
图67：2023年途虎的综合毛利率为24.7%



数据来源：途虎公告、开源证券研究所

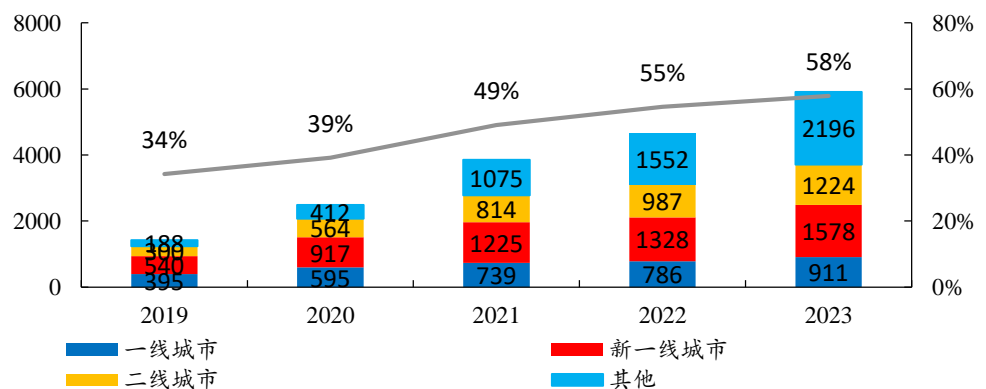
### 6.3、交付体系：线下实体门店触达用户，途虎仍在高速扩张

四大门店集中度较高，AutoZone 拥有最多自营门店数量。从自营门店数量看，AutoZone 门店数量排名第一，FY2023 达到 7140 家，其中自有门店数量为 3209 家，其余为租赁形式，租赁门店占比为 55.1%。NAPA 自营门店数量最少，仅为 3146 家，门店布局与销售策略相关，C 端用户更需要门店品牌宣传和销售。AAP 与 NAPA 会与第三方独立商店进行合作，物流中心直接向独立商店发货。截至 2023 年底，北美四大汽配连锁的自营门店数量合计为 2.1 万家，高度集中。

**图68：2023年AutoZone自营门店数量第一**


数据来源：各公司年报、开源证券研究所，注：AutoZone为财年数据

**国内汽修高度分散，途虎未来开店重点聚焦下沉市场。**途虎当前是全国门店数量最多、覆盖最广的线下汽车服务网络，截至2023年底，全国途虎工场店为5909家，由于国内汽修行业高度分散，途虎门店数量市占率较低。途虎以加盟轻资产形式有序扩店，2020-2023年新增门店数量分别为1065、1365、800、1256家，在2023年新增门店中，有881家在二线及以下城市，低线城市城市的低人均保有量和低途虎渗透率决定了途虎未来仍有较大的门店扩张潜力。

**图69：2023年二线及以下市级的门店数量占比为58%**


数据来源：公司年报、开源证券研究所

#### 6.4、总结：汽配连锁的量&利天花板高，途虎仍有进步空间

北美汽车后市场的区别在于其4S店不是售后的主流玩家且拥有DIY特色，四大汽配连锁应运而生，其业务重点在于零部件的分销而不提供相关服务，却形成了四大市占率高度集中的竞争格局。

(1) 市占率：四大汽配连锁成立时间较长，已经历过多轮行业洗牌，竞争格局向头部集中。同时，四大一直在并购中小竞争对手来扩大自己的门店覆盖范围。2021年门店数量第一的AutoZone市占率为16.5%，2022年途虎的门店市占率不到1%。随着以途虎为代表的连锁IAM凭借性价比冲击国内汽车后市场，玩家正在经历高度洗牌，同时，途虎仍在高速扩张拓宽自身覆盖范围，有望回收4S店和夫妻老婆店的用户，提升自身市占率。

(2) 毛利率：四大的产品范围较广，重心在于发动机、传动系统相关的故障件，AutoZone FY2023的毛利率为52%，而途虎起家产品为汽配中毛利率最低的轮胎，

正在向高毛利的非标件迁移。此外,四大的自有产品占比较高,2022年AAP和ORLY的自有品牌产品收入都超过了50%,2023年途虎的自有产品收入占比为26%,仍有较大上升空间。

## 7、盈利预测与投资建议

公司从轮胎切入线上汽车零部件销售平台，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。

考虑到公司战略布局下沉市场，低线城市的收入低于高线城市，我们预计公司2024-2026年营业收入分别为163.58/188.63/216.92亿元，归母净利润为10.29/14.64/19.74亿元。对应当前股价PE为18.9、13.3、9.8倍，对应当前股价的2025年PEG为0.3。

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2025年估值为13.3倍被低估，2026年PE为9.8倍，低于美股平均值，维持“买入”评级。

**表8：公司2025-2026年PE分别为13.3、9.8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			2025年
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	PEG
AZO.N	AUTOZONE	2,772.56	27.04	27.60	29.27	17.7	17.4	16.4	8.4
ORLY	O REILLY AUTOMOTIVE	963.64	24.66	26.24	28.21	23.0	21.6	20.1	3.4
AAP.N	ADVANCE AUTO PARTS	66.96	2.28	2.61	2.90	17.5	15.3	13.8	1.1
	平均					19.4	18.1	16.8	4.3
9690.HK	途虎-W	25.60	10.29	14.64	19.74	18.9	13.3	9.8	0.3

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5月31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5月31日1港币=0.9260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）

## 8、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(百万港元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	6906	8271	10170	12416	15384
现金	2686	2715	3870	5764	7376
应收账款	607	714	756	794	836
存货	1543	1800	2079	2335	2658
其他流动资产	1507	1455	1878	1936	2927
<b>非流动资产</b>	2108	3493	3308	3112	2905
固定资产及在建工程	671	899	770	630	479
无形资产及其他长期资产	1437	2594	2538	2483	2427
<b>资产总计</b>	9014	11765	13479	15528	18289
<b>流动负债</b>	5572	6602	7287	7872	8659
短期借款	0	1	0	0	0
应付账款	3119	3887	4443	4954	5597
其他流动负债	2453	2715	2844	2918	3061
<b>非流动负债</b>	22398	704	704	704	704
长期借款	21726	8	8	8	8
其他非流动负债	672	697	697	697	697
<b>负债合计</b>	27971	7306	7991	8576	9363
股本	0	0	0	0	0
储备	-18219	5733	6762	8226	10201
归母所有者权益	-18957	4460	5489	6954	8928
少数股东权益	0	-2	-2	-2	-2
<b>负债和股东权益总计</b>	9014	11765	13479	15528	18289

现金流量表(百万港元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	-313	7426	2085	2458	3109
税前利润	-2136	6710	1029	1464	1974
折旧和摊销	364	229	240	251	262
营运资本变动	-197	488	815	743	872
其他	1657	0	-561	-741	-922
<b>投资活动现金流</b>	481	-959	-478	-114	-1046
资本开支	-401	-28	-55	-55	-55
其他	882	-931	-423	-59	-990
<b>融资活动现金流</b>	936	534	-451	-451	-451
股权融资	0	986	0	0	0
银行借款	-451	-451	-451	-451	-451
其他	1387	0	0	0	0
<b>汇率变动对现金的影响</b>	109	0	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	1214	7002	1155	1893	1612
<b>期末现金总额</b>	2686	9688	10843	12736	14349

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万港元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	11,563	13,601	16,358	18,863	21,692
营业成本	-9,277	-10,242	-11,921	-13,461	-15,402
营业费用	-627	-600	-605	-641	-694
管理费用	-399	-420	-458	-490	-521
其他收入/费用	151	118	164	189	217
<b>营业利润</b>	-748	162	1,231	1,743	2,343
净财务收入/费用	57	129	0	0	0
其他利润	-1,401	6,447	-20	-20	-20
除税前利润	-2,092	6,737	1,211	1,723	2,323
所得税	-31	-25	-182	-258	-348
少数股东损益	-2	-2	0	0	0
<b>归母净利润</b>	-2,120	6,714	1,029	1,464	1,974
EBITDA	-384	391	1,471	1,994	2,605
<b>扣非后净利润</b>	-2,120	6,714	1,029	1,464	1,974
EPS(元)	-3	8	1	2	2

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-1.4	17.6	20.3	15.3	15.0
营业利润(%)	64.0	422.1	-82.0	42.3	34.8
归属于母公司净利润(%)	63.7	416.5	-84.7	42.3	34.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	19.8	24.7	27.1	28.6	29.0
净利率(%)	-18.3	49.3	6.3	7.8	9.1
ROE(%)	11.2	150.6	18.8	21.1	22.1
ROIC(%)	-40.7	94.6	8.6	10.4	11.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	310.3	62.1	59.3	55.2	51.2
净负债比率(%)	-100.4	-60.7	-70.4	-82.8	-82.5
流动比率	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
速动比率	1.0	1.0	1.1	1.3	1.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
应收账款周转率	66.6	69.4	68.5	67.7	68.0
应付账款周转率	3.7	3.9	3.9	4.0	4.1
存货周转率	6.0	6.1	6.1	6.1	6.2
<b>每股指标(港元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	-2.59	8.20	1.26	1.79	2.41
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.38	9.07	2.55	3.00	3.80
每股净资产(最新摊薄)	-23.15	5.44	6.70	8.49	10.90
<b>估值比率</b>					
P/E	-	2.9	18.9	13.3	9.8
P/B	-	4.7	3.8	3.0	2.3



### 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