

中升控股 (00881.HK)

汽车经销商龙头基本面或见底反转

2025 年 01 月 26 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

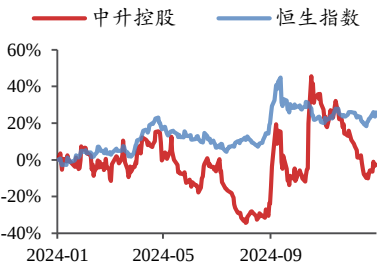
chennuo@kysec.cn

证书编号：S0790522080001

证书编号：S0790123070031

日期	2025/1/24
当前股价(港元)	12.660
一年最高最低(港元)	20.550/8.170
总市值(亿港元)	302.03
流通市值(亿港元)	299.66
总股本(亿股)	23.86
流通港股(亿股)	23.67
近 3 个月换手率(%)	28.94

股价走势图



数据来源：聚源

● 国内汽车经销商龙头，正式转型新能源

中升集团是 2024 年国内百强汽车经销商收入榜首，核心品牌包括奔驰、雷克萨斯等豪华和中高端品牌，2024H1 拥有 419 家经销 4S 网点。公司定位一站式汽车服务供应商，除了销售新车，还可提供跨品牌的维修服务中心、高品质的二手车、续保等业务，致力于满足车主用车的全生命周期需求。2024 年底公司宣布与赛力斯合作，已有部分门店改建为问界 4S 店，问界品牌的授权不仅可以带来新用户，也将补足原有客户换购新能源车的需求，将既有客户更好地留在中升体系内。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 1794.76/1841.02/1807.36 亿元，归母净利润为 25.45/31.64/49.40 亿元，对应当前股价 PE 为 11.0、8.9、5.7 倍，对应当前股价的 2026 年 PEG 为 0.1，公司 2026 年 PE 与 PEG 均低于可比公司估值平均，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 新车销售：2024H1 新车毛利承压，新能源经销有望修复盈利

公司经销品牌较为集中，同时追求在品牌的销量话语权，2024H1 中升集团在国内奔驰、雷克萨斯的销量市占率分别为 18%、32%。受国内新车价格战影响，公司 2024H1 新车毛利率为-3.3%，首次亏损，考虑新车销售带来的交叉业务毛利，2024H1 单台新车综合毛利为 4700 元，问界品牌的授权将对现有新车业务注入销量和盈利的双增长。

● 中心化运营思维：售后实现跨品牌高质量维修，二手车业务高速增长

集团层面统筹，中心化运营提升业务效率，2024H1 公司售后和二手车业务分别同比提升 9.3%、61.6%。2024H1 公司共运营 35 家维修服务中心，突破 4S 店单一授权品牌的限制，可为保险公司和用户提供更具性价比的高品质维修钣喷业务。此外维修中心还可以将非中升购车的用户导入中升体系，并为集团二手车业务提供代步车等优秀车源。

● **风险提示：**新车市场持续价格战的风险；售后业务竞争加剧风险；转型新能源业务的不确定性。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	1,799	1,793	1,795	1,841	1,807
YOY(%)	2.7	-0.3	0.1	2.6	-1.8
净利润(亿元)	67	50	25	32	49
YOY(%)	-19.9	-24.7	-49.3	24.3	56.1
毛利率(%)	8.9	7.7	5.6	5.9	7.0
净利率(%)	3.7	2.8	1.4	1.7	2.7
ROE(%)	15.1	10.9	5.2	9.1	12.4
EPS(摊薄/元)	2.77	2.10	1.07	1.33	2.07
P/E(倍)	4.2	5.6	11.0	8.9	5.7
P/B(倍)	0.6	0.6	0.6	0.8	0.7

数据来源：聚源、开源证券研究所（以 2025 年 1 月 24 日 1 港币=0.93 人民币对股价换算）

目 录

1、 公司简介：国内领先的全国性汽车经销商集团.....	5
1.1、 蝉联 2024 年中国汽车经销商集团百强排行榜第一.....	5
1.2、 公司治理：两位创始人分管集团战略和经营，管理团队稳定.....	6
1.3、 财务情况：新车毛利承压，债务管控良好.....	7
2、 复盘汽车经销商行业：盈利来源发生结构性变化，新车与售后业务面临严峻挑战.....	10
2.1、 汽车经销商：具有资金壁垒，当前行业亏损过半.....	10
2.1.1、 商业模式：必须获得主机厂授权才可分销汽车.....	10
2.1.2、 现状：受新车进销差倒挂严重，经销商亏损超半数.....	11
2.2、 新车：国内新车销量结构变化，进销差严重亏损.....	14
2.3、 售后：事故车维修是护城河，日常维保遇 IAM 围剿.....	15
2.3.1、 事故车：与保险公司强绑定.....	15
2.3.2、 维修保养：独立第三方维修厂的主战场，价格竞争激烈.....	17
2.4、 二手车：当前是北美经销商重要的收入来源.....	18
2.5、 复盘广汇汽车：经销品牌遭受新能源正面冲击，深陷债务泥潭.....	19
2.5.1、 并购狂魔，负债高企资金紧张.....	20
2.5.2、 品牌定位中高端，正面遭受新能源冲击.....	22
3、 新势力品牌销售：正在从品牌直营走向专业分工.....	24
3.1、 直营模式：没有经销商赚差价，迅速打开品牌知名度.....	24
3.2、 代理模式：经销商不承担库存压力，仅抽成卖车佣金.....	25
3.3、 销售渠道的本质是整车厂与分销商的分工，没有标准答案.....	26
3.4、 永达汽车：率先发力新能源的汽车经销集团.....	27
4、 中升控股：以车主为核心打造汽车全生命周期服务生态.....	31
4.1、 新车销售：聚焦强势品牌，2024 年底转型新能源.....	31
4.2、 售后服务：零服吸收率超 100%，事故车维修中心打破品牌限制.....	33
4.3、 二手车：中心化运营实现跨品牌跨门店流转.....	35
5、 盈利预测与投资建议.....	37
5.1、 关键假设.....	37
5.2、 估值与评级.....	38
6、 风险提示.....	39
附：财务预测摘要.....	40

图表目录

图 1： 公司是国内头部经销商集团.....	5
图 2： 公司经销品牌专注于豪华和中高端品牌.....	5
图 3： 公司实控人为两位创始人（截至 2024H1）.....	6
图 4： 2024H1 公司实现营业收入 824.21 亿元.....	7
图 5： 2024H1 公司二手车、售后业务快速增长.....	7
图 6： 2024H1 公司实现净利润 15.8 亿元.....	8
图 7： 2024H1 公司新车毛利为负.....	8
图 8： 2024H1 公司净利率为 1.9%.....	8
图 9： 2024H1 公司新车毛利率为-3.3%.....	8
图 10： 2024H1 公司期间费用率为 6.5%.....	9

图 11: 2024H1 公司利息覆盖率为 5.6 倍.....	9
图 12: 4S 店由经销商投标后建设.....	10
图 13: 经销商新车利润包括购销差、返利和代理佣金.....	11
图 14: 中国汽车流通协会预计 4S 店总量将在 2024 年开始收缩.....	11
图 15: 2024H1 退网 1466 家 4S 店.....	12
图 16: 2024H1 超 50% 的经销商为亏损状态.....	12
图 17: 2024H1 经销商新车销售为亏损状态.....	13
图 18: 拥有 100 家以上 4S 店的集团仅 14 个.....	13
图 19: 2024 年 1-11 月新车中新能源的渗透率为 47.4%.....	14
图 20: 2024 年 1-11 月自主品牌销量占比 59.7%.....	14
图 21: 2024 年汽车零售价格严重倒挂.....	14
图 22: 2024 年经销商库存系数长期处于警戒水平附近.....	15
图 23: 事故车的线索核心是保险公司.....	16
图 24: 2023 年车险保费为 8673 亿元.....	16
图 25: 2022 年车险赔付的渠道中 4S 店占比 70%.....	16
图 26: 新能源车的赔付率高于燃油车.....	17
图 27: 2022 年 IAM 的汽车服务 GMV 占比约 46%.....	17
图 28: 2024H1 途虎养车的轮胎和油液保养收入占比为 78%.....	18
图 29: 2023 年二手车旧新比在 70% 左右.....	18
图 30: 2023 年二手车交易单价为 6.41 万元.....	18
图 31: 2023 年二手车业务在经销商的收入占比为 34%.....	19
图 32: 2023 年美国二手车交易量为 1270 万辆.....	19
图 33: 2023 年美国二手车源是以旧换新的占比为 67%.....	19
图 34: 广汇汽车 2024H1 净利润为亏损状态.....	20
图 35: 广汇汽车擅长通过对外收购扩张汽车服务网络.....	21
图 36: 广汇汽车有息负债自 2017 年起超 500 亿元.....	22
图 37: 广汇汽车的单车平均售价不断提升.....	22
图 38: 2023 年广汇汽车的中高端品牌门店占比下降至 57%.....	22
图 39: 2024 年 1-11 月 20 万以下的新能源汽车在总销量的渗透率分别为 32.8%.....	23
图 40: 广汇汽车的新车销量自 2019 年起开始下滑.....	23
图 41: 广汇汽车的新车毛利自 2021 年起大幅下滑.....	23
图 42: Tesla 将 4S 店功能拆解为 4 个中心.....	24
图 43: 直销模式下的渠道形式更多元.....	24
图 44: 2023 年新能源独立销售网点中代理、直营模式占比约 47%.....	27
图 45: 2023 年新能源授权网点增长停滞.....	27
图 46: 永达汽车的新能源销售模式包括直营代理和经销.....	28
图 47: 2024H1 永达汽车的新能源汽车销量主力为 AITO 和 smart.....	28
图 48: 2023H1 永达汽车的独立新能源经销毛利率为 6.12%.....	29
图 49: 2023H2 永达汽车单台独立新能源直销毛利为 20266 元.....	29
图 50: 2024H1 永达汽车的独立新能源维修收入 yoy+73%.....	29
图 51: 2024H1 永达汽车的独立新能源维修收入中索赔占比在上升.....	29
图 52: 2024H1 永达汽车新能源售后单车产值 yoy+19%.....	30
图 53: 2024H1 永达汽车新能源售后进场台次 yoy+45%.....	30
图 54: 中升 2024H1 的新车销量 yoy+4%.....	31
图 55: 中升在奔驰、雷克萨斯的销量市占率较高.....	31

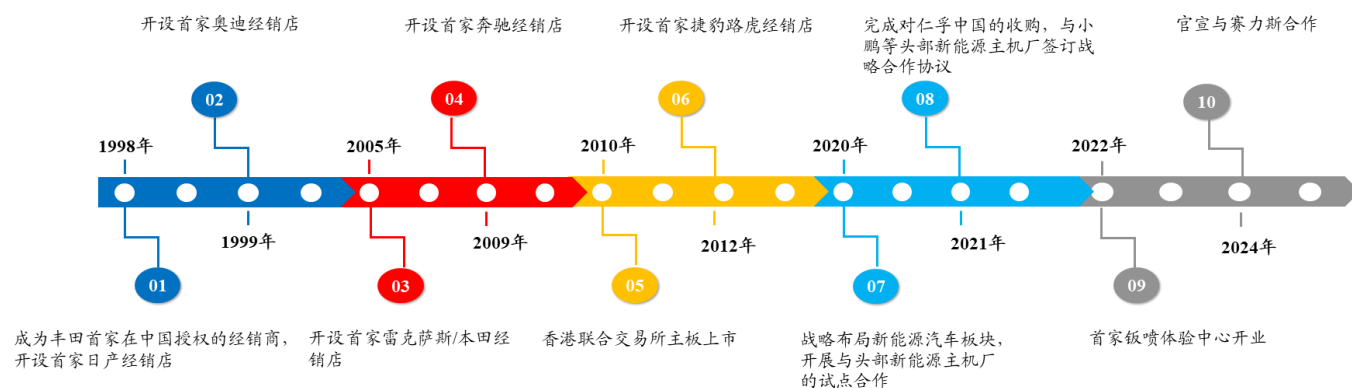
图 56: 2024H1 新车综合毛利为 4700 元/台	32
图 57: 中升集团首家 AITO 问界用户中心于 2024 年 11 月 18 日在大连开业.....	32
图 58: 2024H1 中升的零服吸收率为 118%	33
图 59: 跨品牌维修服务中心, 打破授权品牌限制.....	33
图 60: 维修服务中心可以更好的整合本地市场.....	34
图 61: 2024H1 中升代理的投保客户数为 111 万个.....	34
图 62: 2024H1 中升售后入厂台次为 394 万台.....	34
图 63: 2024H1 售后服务在综合利润的占比达到 74%	35
图 64: 二手车中心实现车源的跨品牌和跨区域流转.....	35
图 65: 2024H1 二手车销量 yoy+54%.....	36
图 66: 2024H1 二手车零售销量 yoy+44%.....	36
图 67: 2024H1 单台二手车销售毛利为 6087 元.....	36
图 68: 2024H1 中升实现二手车综合利润 7 亿元.....	36
表 1: 公司管理层加入集团时间较长	6
表 2: 4S 店售后毛利的主要来源是事故车维修	15
表 3: 广汇汽车在百强经销商排名中常年位居前二.....	20
表 4: 广汇汽车斥资百亿收购小经销商集团.....	21
表 5: 代理模式下结合直营与经销特点	25
表 6: 欧洲多个车企在积极拥抱代理模式	25
表 7: 区分销售模式的核心在于车、人、店所有权.....	26
表 8: 新能源正在尝试多渠道模式	26
表 9: 2024H1 永达汽车共运营 36 家独立新能源门店	28
表 10: 公司聚焦核心豪华和中高端品牌	31
表 11: 我们预计公司新车销售业务毛利将得到较大修复.....	37
表 12: 公司 2026 年 PE 与 PEG 均低于可比公司估值	38

1、公司简介：国内领先的全国性汽车经销商集团

1.1、蝉联 2024 年中国汽车经销商集团百强排行榜第一

公司是国内头部经销商集团。中升集团是中国首家获得丰田经销权的经销商，以及中国最早获得雷克萨斯及奥迪经销代理权的公司之一。1998 年开设首家丰田、日产经销店，陆续拿到奥迪、雷克萨斯、本田、奔驰、捷豹路虎经销权，2010 年于香港联合交易所主板上市。2021 年以 13.14 亿美元的对价完成对仁孚中国的收购，进一步强化了集团在奔驰品牌第二大经销商的市场地位。2024 年底，中升公告与赛力斯合作，正式进军新能源汽车经销。

图1：公司是国内头部经销商集团



资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司是一站式汽车服务提供商。中升集团以 1793 亿元营业收入蝉联 2024 年中国汽车经销商集团百强排行榜第一。公司专注于经营豪华和中高端品牌组合，包括奔驰、雷克萨斯、奥迪、宝马、沃尔沃、捷豹路虎、丰田、日产、本田等品牌。各 4S 经销店可提供从购车、养车、用车、金融的全方面服务。截至 2024H1，公司在全国布局 419 家经销网点，战略聚焦于 32 个中心城市。

图2：公司经销品牌专注于豪华和中高端品牌

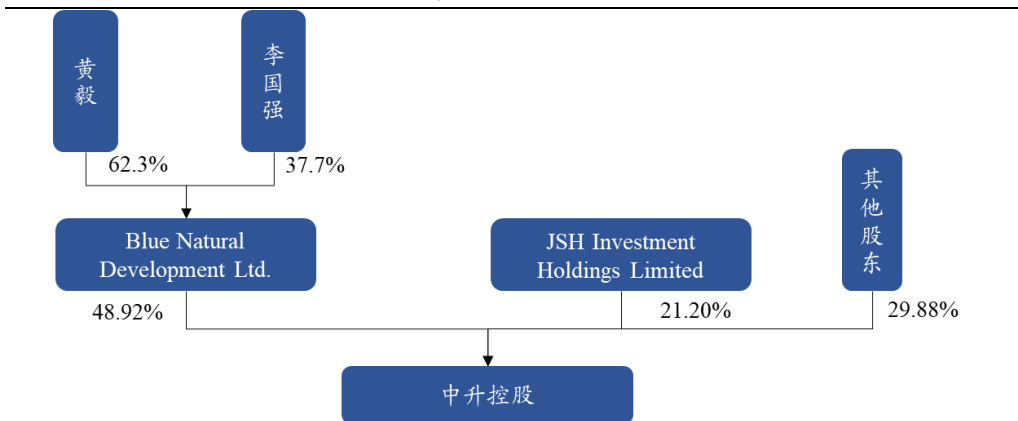


资料来源：公司官网

1.2、公司治理：两位创始人分管集团战略和经营，管理团队稳定

公司实控人为两位创始人。截至 2024H1，公司两位创始人黄毅、李国强通过 Blue Natural Development 间接合计持有公司 48.92%的股权，分别持有 30.48%、18.44% 的股权。JSH Investment 为怡和控股的全资附属公司，怡和于 2014 年首次投资中升集团，并在 2021 年向中升出售其全资控股的仁孚中国，中升集团收购仁孚后整合了怡和的中国经销商业务，并成为怡和集团在中国经销商资产的唯一上市平台。

图3：公司实控人为两位创始人（截至 2024H1）



资料来源：Wind、开源证券研究所

公司管理层稳定，普遍进入公司时间较长。公司两位创始人黄毅与李国强在中国汽车行业均有着超过 34 年的经验及丰富知识，分别负责集团的战略管理和整体运营。高管团队普遍进入公司时间较久，业务负责人多在丰田、雷克萨斯等品牌的一线积累过工作经验，拥有丰富的汽车行业从业经历。

表1：公司管理层加入集团时间较长

姓名	职务	履历
黄毅	董事长	集团两位创始人之一，负责中升集团的战略管理以及制定集团整体目标和任务。黄先生于 2014 年 11 月至今担任第二届及第三届梅赛德斯 — 奔驰经销商联合会会长，2013 年至今担任雷克萨斯中国经销商咨询委员会会长，2012 年至今担任广汽丰田咨询委员会会长。黄先生拥有丰富的高级管理经验，且在中国汽车行业有着超过 34 年的经验及丰富知识。
李国强	总裁，首席执行官	集团两位创始人之一，负责中升集团的整体管理和运营。李先生曾担任大连丰田维修及服务有限公司副主席以及大连保税区丰田汽车销售有限公司的总经理，负责汽车采购及销售决策，以及全国分销网络的管理。1998 年，李先生创建了奥通实业，是中升集团的前身。李先生拥有丰富的高级管理经验，并且在中国汽车行业拥有超过 34 年的经验及丰富知识。
张志诚	副总裁，首席运营官	2003 年加入本集团，曾在本集团数家主要的经营附属公司担任多个管理职务，目前负责监督本集团各品牌汽车销售业务的销售及管理工作。张先生在中国汽车行业拥有超过 20 年的相关经验和丰富专业知识。作为雷克萨斯认证计划的一部分，张先生还分别于 2006 年及 2007 年先后获得丰田汽车（中国）投资有限公司颁发的卓越表现总经理奖。
唐宪峰	副总裁	主要负责工程建设及发展相关事务。唐先生曾大连华锐重工集团股份有限公司担任副总裁职位。唐先生具备高级职业经理资格，同时也是教授研究员级高级工程师。
于宁	首席财务官，副总经理	2019 年 1 月起加入本公司，曾在德勤华永会计师事务所担任审计师、大连远洋渔业金枪鱼钓有限公司担任财务部总监。
周新	副总经理	2004 年加入本集团，现任本集团副总经理兼运营管理中心总经理，主要负责本集团售后及配件业务以及运营相关工作。曾担任大连中升日产汽车销售服务有限公司前台主管、大连中升搏通汽车销售服务有限公司售后经理、大连中升日产汽车销售服务有限公司副总经理、本集团金融保险高

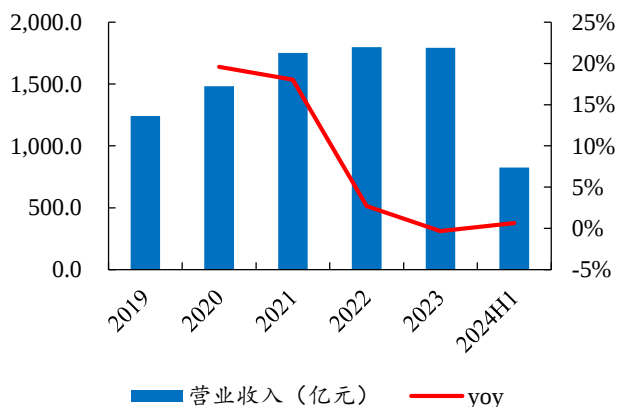
姓名	职务	履历
级经理，主要负责金融及保险事务。		
郝青	副总经理	1998年7月加入本集团，目前担任本集团副总经理兼雷克萨斯品牌总经理一职。郝女士曾在大连保税区日产汽车销售服务有限公司担任销售经理、大连中升凌志的总经理等职务、雷克萨斯品牌办兼大连中升凌志的品牌运营总监兼店总、大连区域办公室的区域总经理兼雷克萨斯品牌办总经理兼店总。郝女士曾在2010年至2013年获得雷克萨斯中国经销商全国杰出总经理的荣誉。
李远华	副总经理	2014年10月加入本集团，目前担任副总经理兼审计监察部部长一职，主要负责并购及审计监察方面的工作范畴。李女士曾在大连华锐重工起重机公司担任总会计师，负责财务、薪酬管理、招投标以及运营管理等事务。大连华锐重工集团成套公司担任总会计师，负责财务、采购、工程造价、风险控制等工作。
周正	首席战略官	2023年2月加入本集团担任首席战略官，主要负责财务和战略方面的规划以及资本市场相关业务。周先生曾担任迷你创想、维信金科的首席财务官、瑞士信贷的副总裁。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、财务情况：新车毛利承压，债务管控良好

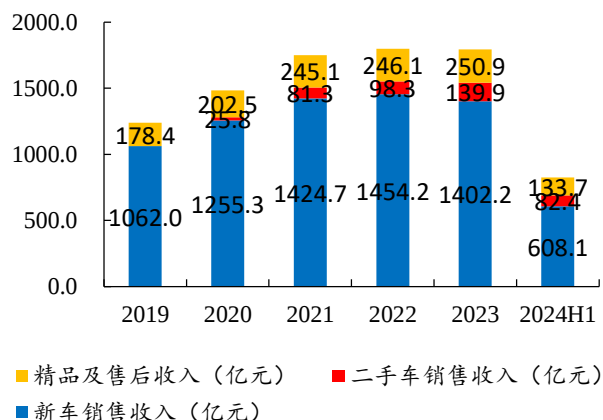
公司总体营收规模保持稳定增长，主要为售后及二手车业务贡献。2024H1 公司实现营业收入 824.21 亿元，yoy+0.6%，其中新车收入 608.12 亿元，yoy-5.8%，主要系受前端价格战影响，新车平均销售价格下降。精品及售后业务实现收入 133.69 亿元，yoy+9.3%，其中包含保养、保修及钣喷的售后服务收入增速为 13.8%，售后业务表现出较好的增长韧性。二手车业务实现收入 82.4 亿元，yoy+61.6%，主要系二手车销量快速增长。

图4：2024H1 公司实现营业收入 824.21 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

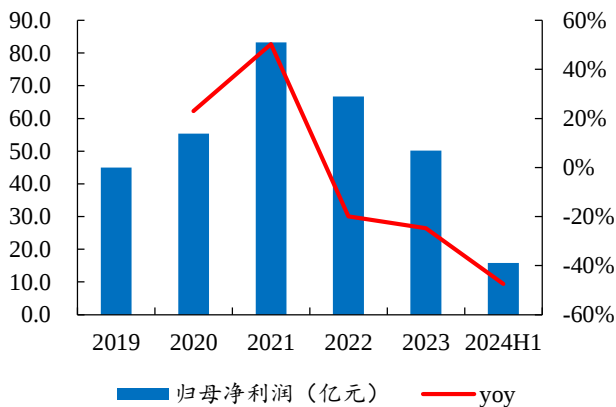
图5：2024H1 公司二手车、售后业务快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

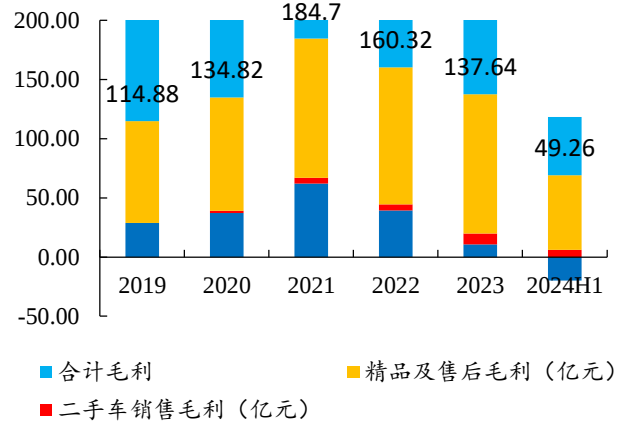
归母净利润下滑主要系新车毛利收缩。2024H1 公司实现归母净利润 15.8 亿元，yoy-47.5%，2023 年实现归母净利润 50.18 亿元，yoy-25%，净利润呈现下滑趋势主要系毛利大幅下滑，2024H1 实现毛利 49.26 亿元，yoy-29.3%，受新车市场竞争加剧影响，2024H1 新车毛利首次转负，对总毛利影响较大。

图6：2024H1 公司实现净利润 15.8 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

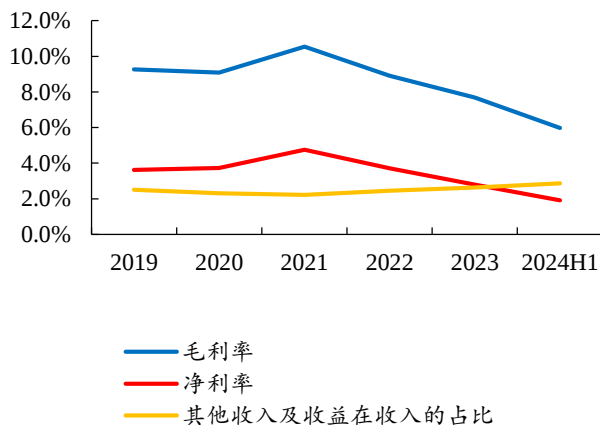
图7：2024H1 公司新车毛利为负



数据来源：Wind、开源证券研究所

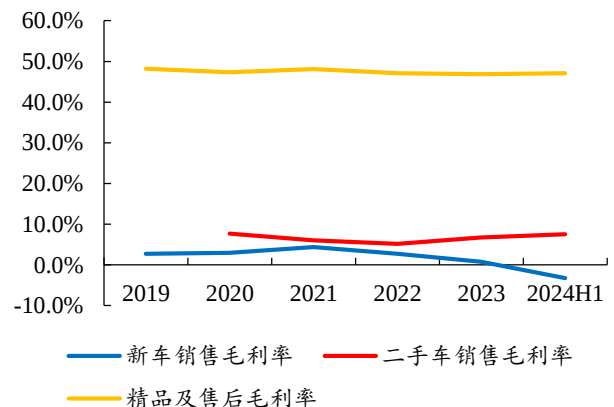
2024H1 公司综合毛利率为 6.0%，净利率为 1.9%。其他收入及收益主要包括佣金收入、利息收入、政府补贴等，2024H1 实现其他收入及收益净值为 23.68 亿元，yoy-1.4%，在总收入的占比为 2.9%，变动较小。2024H1 新车、二手车、精品及售后业务的毛利率为-3.3%、7.5%、47.1%，分别较 2023 年全年变动-4.0pct、+0.8pct、+0.2pct，公司盈利能力下滑主要受新车销售负贡献影响。

图8：2024H1 公司净利率为 1.9%



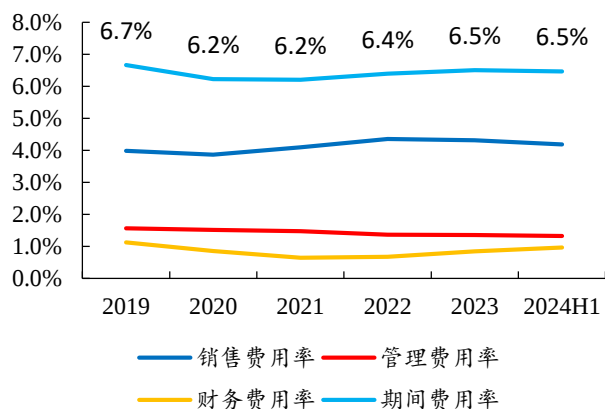
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2024H1 公司新车毛利率为-3.3%

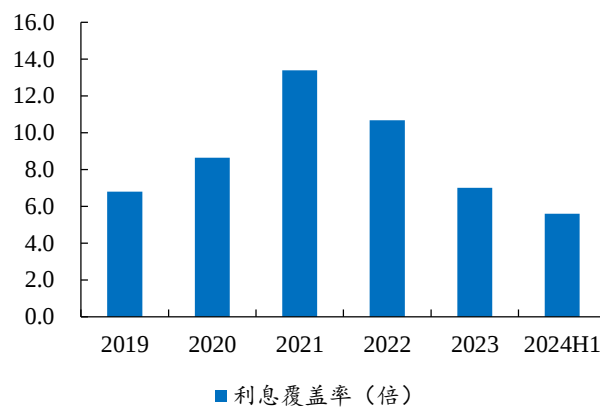


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司费用控制稳定，债务管理能力优秀。2024H1 公司期间费用率为 6.5%，费用管控良好。汽车经销商是资金密集型行业，财务杠杆较高，2024H1 总债务为 41.4 亿元，减去总现金的净债务为 20.2 亿元，通过有选择性地使用货币互换工具，并对已有债券发出要约回购，成功将融资成本降低至 2024 年的 3.1%。利息覆盖率=EBITDA/财务费用，代表了经营活动收益对债务利息的支付能力，2024H1 公司利息覆盖率为 5.6 倍，具有较好的偿债能力。

图10：2024H1 公司期间费用率为 6.5%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2024H1 公司利息覆盖率为 5.6 倍


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、复盘汽车经销商行业：盈利来源发生结构性变化，新车与售后业务面临严峻挑战

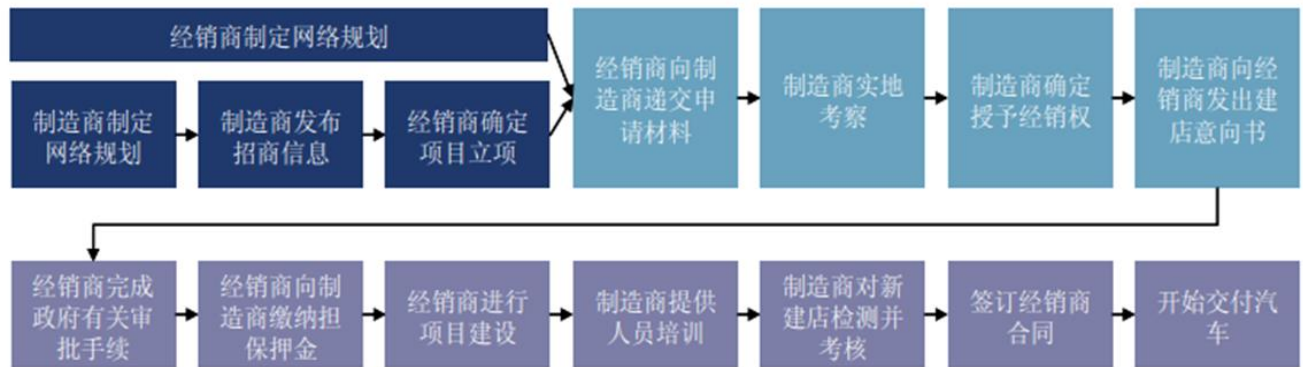
2.1、汽车经销商：具有资金壁垒，当前行业亏损过半

2.1.1、商业模式：必须获得主机厂授权才可分销汽车

2005 年出台政策，确立汽车销售品牌单一授权体制。自 1990 年代中期以来，中国乘用车市场进入品牌经营阶段，以品牌为核心的品牌特许经营店经销模式受到汽车制造商的大力推广和普及。2005 年《汽车品牌销售管理实施办法》颁布实施，其规定汽车供应商应当制定汽车品牌销售和服务网络规划，对未经汽车品牌销售授权的企业，不得提供汽车资源，并且在对汽车品牌经销商授权销售区域内不得向用户直接销售汽车，品牌特许经营店成为中国乘用车最主流的经销渠道。

经销网点由经销商负责建设，主机厂提出建议。品牌特许经营店的主要模式为集整车销售（Sale）、零配件（Spare parts）、售后服务（Service）、信息反馈（Survey）服务为一体的 4S 店。在 4S 店选址上，主机厂制定网络规划后发布招商信息，在严格挑选后，对合适的经销商授予经销权，由经销商完成相关审批手续和门店建设，主机厂需要提供相关的人员培训，并对经销商的门店建设提出一定要求，在门店通过考核后签订经销商合同。为避免过度竞争，汽车制造商通常在一定地理范围内仅授权特定数量的汽车经销商。

图12：4S 店由经销商投标后建设



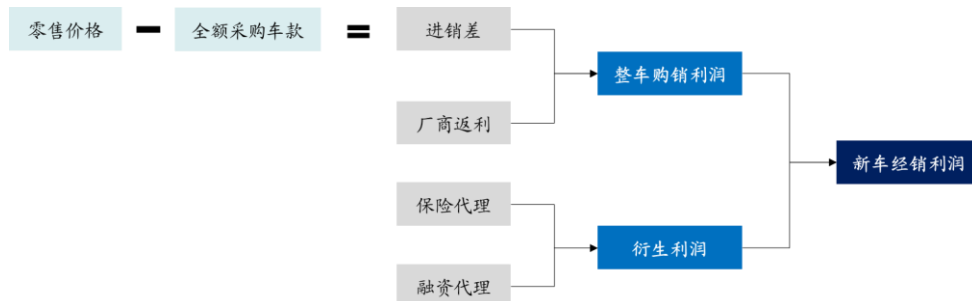
资料来源：广汇汽车公告

主机厂通过授权和返利政策控制经销商，掌握较强的议价能力。汽车制造商通常以产定销，通过品牌授权合同要求经销商的年度销售量、售价、售后服务及零配件供应活动，合资品牌与自主品牌生产商通常以销量作为考核经销商的主要指标，而进口品牌生产商通常会更关注经销商对其营销规划的贯彻执行。

4S 店的零售定价自主权较高，但返利和进货价格由主机厂制定。在整车购销中，经销商的利润来源主要包括购销差价和厂商返利， $\text{购销差} = \text{零售价格} - \text{采购价}$ ，经销商在采购时通常需要全额支付价款，资金压力较大。在销售时会参考主机厂的相应销售指导价，但每家 4S 店会基于自身成本和盈利情况确定售价，门店零售定价的自主权较高。厂商返利指的是整车厂根据经销商的采购情况和商务政策给予经销商奖励，返利政策在不同时间对于不同的车型都会有不同，返利基础与整车购销数量和金额成正比，主要通过在下次购车的成本中扣除。

除了新车销售，4S店的利润来源还包括佣金代理。在销售新车时，经销商还会发展衍生业务，通过与保险公司、商业银行等金融机构的合作，为客户提供汽车保险、汽车消费信贷等服务，并向保险公司、商业银行等收取代理佣金，代理佣金与新车销量正相关。

图13：经销商新车利润包括购销差、返利和代理佣金

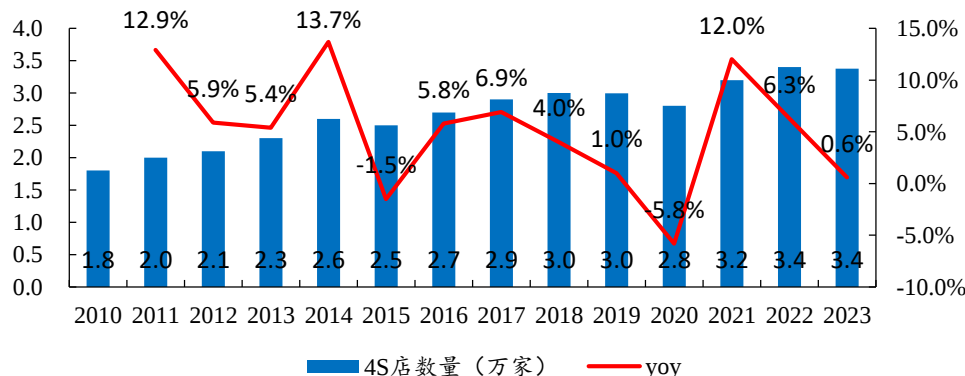


资料来源：广汇汽车公告、开源证券研究所

2.1.2、现状：受新车进销差倒挂严重，经销商亏损超半数

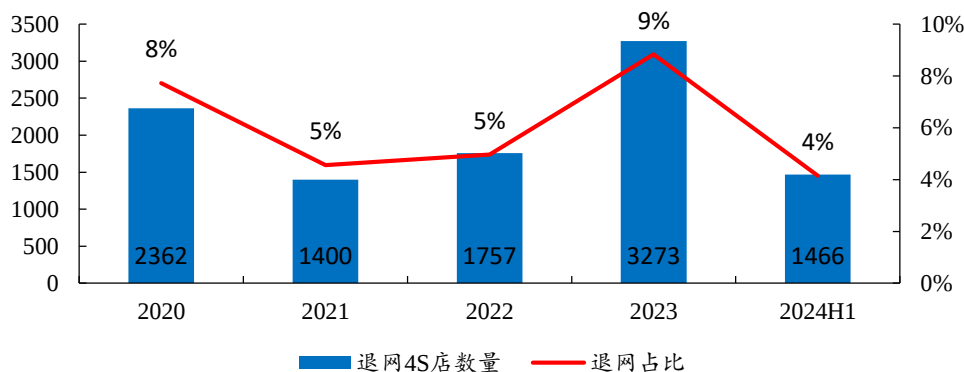
当前4S店网络数量较稳定，行业协会认为当前规模已达到天花板将开始收缩。截至2023年底，全国销服一体的4S店数量为33779家，yoy+0.6%，其中燃油车渠道数量增速为-2.7%，新能源汽车渠道数量增长了17.2%。2024H1新能源独立品牌销售功能网络数约1.6万家，其中4S店超6000家，占比约34%，其余为商超或新能源综合体的业态模式。根据中国汽车流通协会预计，在燃油车持续下滑的趋势下，4S店总量规模将在2024年开始收缩。

图14：中国汽车流通协会预计4S店总量将在2024年开始收缩



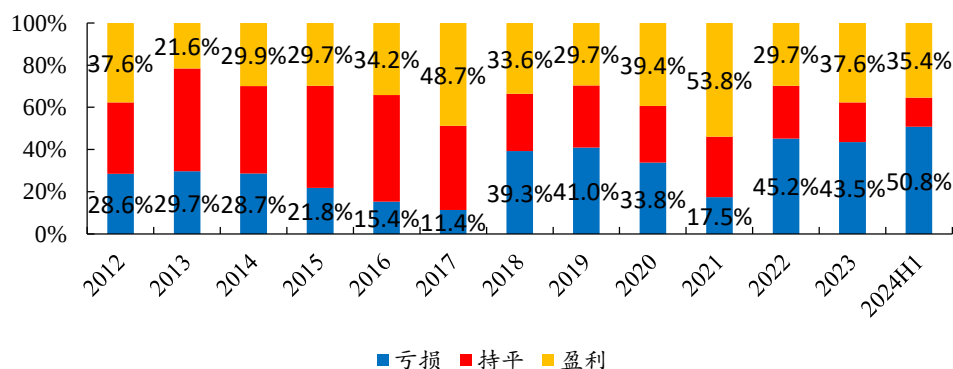
数据来源：CADA 产业协调发展分会公众号、开源证券研究所

2020-2023年累计退网4S经销店超8000家。2020-2023年退网4S店数量分别为2362、1400、1757、3273家，在当年年初4S店总数的占比分别为8%、5%、5%、9%，4年累计退网8792家。考虑到2023年经销商网络数量较2020年净增加超5000家，主要系退网的经销商通常不是破产关闭，而是对品牌进行调整，即关闭传统燃油车品牌门店，重新经营新能源的独立品牌。2024H1经销商网络新增1466家，退网1417家，新增与退网的数量较为接近。根据中国汽车流通协会预计，2024年全年退网翻牌的经销商会达到4000家左右。

图15：2024H1 退网 1466 家 4S 店


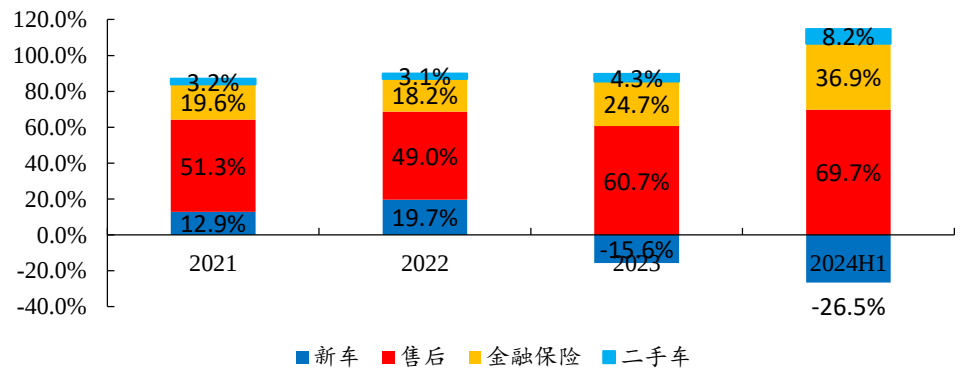
数据来源：中国汽车流通协会、开源证券研究所

经销商大面积退网翻牌的原因是当前品牌盈利能力较差。受到新能源汽车的影响，燃油车市场需求剧烈收缩，2024H1 汽车市场出现高频和大幅度的价格调整，经销商通过降价促销、牺牲利润为代价抢占市场，以达成销量目标，以价换量的策略使得经销商盈利能力急转直下，根据中国汽车流通协会统计，2024H1 经销商的亏损比例达到 50.8%，仅 35.4% 的经销商实现盈利，亏损比例较往年明显扩大，为十年来行业亏损最严重的情况。

图16：2024H1 超 50% 的经销商为亏损状态


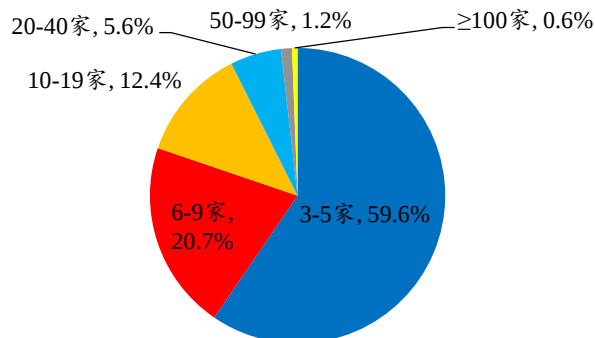
数据来源：中国汽车流通协会、开源证券研究所

当前经销商利润贡献主要来自于售后，新车毛利贡献为负。在经销商的利润结构中，新车销售自 2023 年起为亏损状态，2024H1 亏损规模持续扩大，平均单店亏损额为 178 万。当前利润主要来源为售后业务和金融保险衍生业务，受新车毛利负贡献影响，2024H1 平均单店毛利总额较 2023 年有较大幅度缩减。

图17：2024H1 经销商新车销售为亏损状态


数据来源：中国汽车流通协会、开源证券研究所

全国具有 100 家 4S 店网点以上的超大型经销商仅 14 家。2023 年近 1.3 万个经销商集团经营 3.4 万家 4S 店,其中拥有 3 家以上 4S 店的经销商集团数量为 2455 个,占比接近 20%。其中拥有 3-5 家 4S 店的集团近 1500 个,占比约 60%,仅 14 个经销商集团拥有 100 家以上的 4S 门店,经销商集团之间网点规模差异明显。约 7 成的经销商集团经营范围在市域或省域,仅 61 个经销商集团是在至少 7 个省份布局 4S 店的全国范围经营。

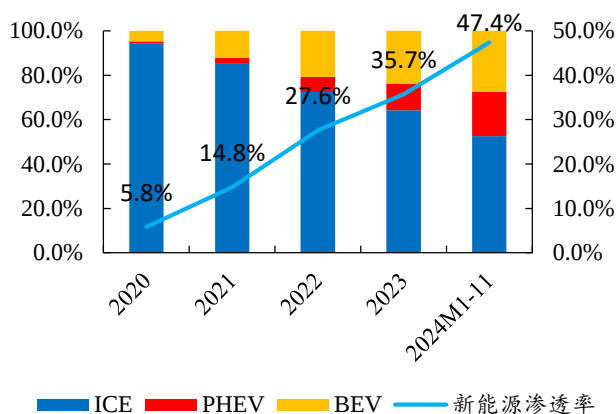
图18：拥有 100 家以上 4S 店的集团仅 14 个


数据来源：中国汽车流通协会、开源证券研究所

2.2、新车：国内新车销量结构变化，进销差严重亏损

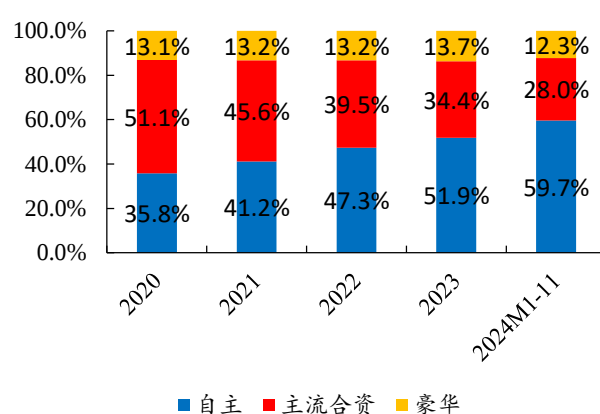
新车市场销量结构发生明显变化，主机厂产销失衡导致恶性竞争。2024年1-11月国内乘用车销量增速为1.9%，国内新车市场进入稳步增长状态。在存量市场中乘用车销量结构发生了较大变化，2024年1-11月新能源汽车的渗透率达到47.4%，较2023年提升12pct，新能源对传统燃油车的冲击较大。而新能源销量的主力厂商多为自主品牌，所以汽车品牌类型也发生了较大变化，2024年1-11月自主品牌的销量占比达到59.7%，抢占的多是主流合资品牌销量。主流合资品牌市场份额快速萎缩，但厂家制定的销售目标过高，造成终端价格战剧烈，行业盈利能力下滑。

图19：2024年1-11月新车中新能源的渗透率为47.4%



数据来源：乘联会、开源证券研究所

图20：2024年1-11月自主品牌销量占比59.7%

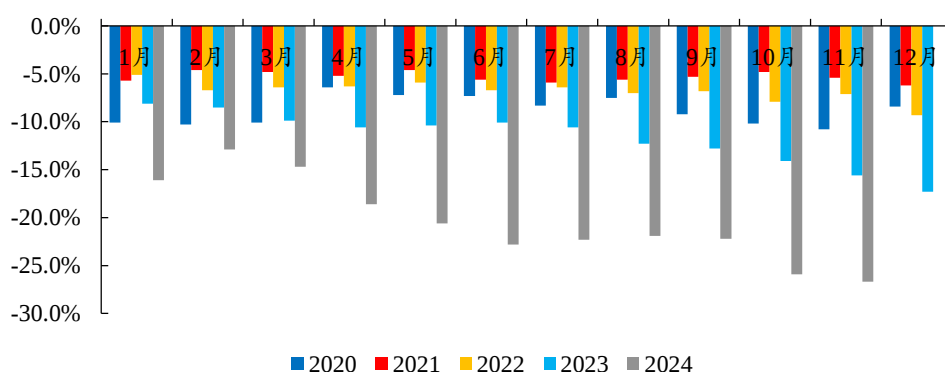


数据来源：乘联会、开源证券研究所

由于终端价格战激烈，当经销商的实际成交价低于MSRP（厂家建议零售价），就会形成“价格倒挂”。行业协会认为倒挂价格15%是临界线，如果在15%以内，经销商尚有能力调节；如果短暂超过15%，经过车企的返利，经销商也能渡过难关；但如果长期超过15%，会造成经销商陷入经营困境。

零售价格严重倒挂，进销差长期严重亏损。GP1=经销商进销差/终端开票价，根据中国汽车流通协会统计，2024年1-11月经销商平均GP1为-20%，较2023年的-11.7%加大亏损8.7pct，零售价格严重倒挂。为拿到返利保证销量，经销商需要频繁降价，进销差进一步恶化，经销商盈利能力进入恶性循环。

图21：2024年汽车零售价格严重倒挂

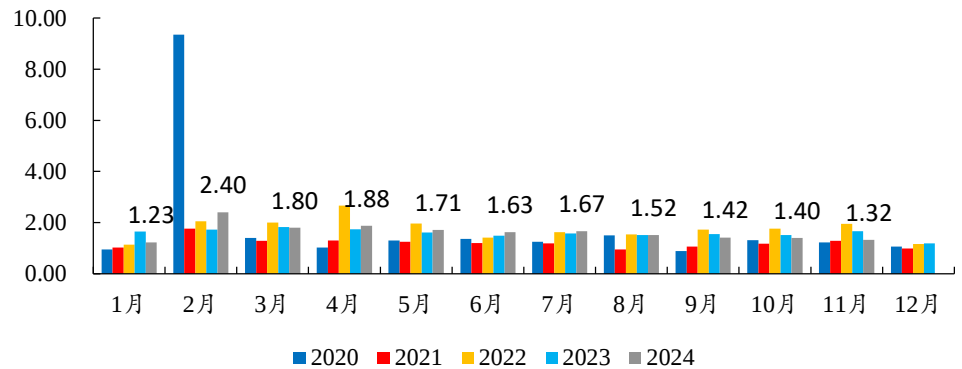


数据来源：中国汽车流通协会、开源证券研究所

汽车经销商需要在采购时全额支付价款，库存周转速度决定了经销商的现金流情况。库存系数=期末库存量/当期销售量，根据同行惯例，库存系数在 0.8-1.2 之间，表示库存存在合理范围内，库存系数>1.5，反映库存达到警戒水平，库存系数>2.5，反应库存过高具有较大经营压力和风险。

主机厂向经销商转移库存，现金流情况恶化。2024 年经销商库存系数为 1.63，库存长期处于警戒水平附近，由于合资品牌燃油车销量目标虚高，会向经销商转移不合理库存，而终端销量受新能源冲击，现金流回款周期拉长，经销商库存压力剧增，为回收现金流持续降价，造成现金流与盈利能力持续恶化。

图22：2024 年经销商库存系数长期处于警戒水平附近



数据来源：中国汽车流通协会、开源证券研究所

2.3、售后：事故车维修是护城河，日常维保遇 IAM 围剿

事故车维修是4S店售后利润的主要来源。售后是当前4S店的主要利润来源，4S店售后服务包括维修、日常保养和质保，其中维修包括轻小损非事故维修和中大型事故维修，事故车维修单次产值高，且毛利率较高在 60%左右，在售后的毛利占比达到 60-70%，非事故维修多为剐蹭，在售后毛利占比为 10-15%。日常保养多为油液更换，频率较高，毛利率在 40%左右，在售后的毛利占比达到 15-25%。质保业务是当汽车在 3 年质保期内出现质量问题，由主机厂承担维修费用，质保的概率较低，毛利率为 20%，在售后的毛利占比仅为 5%。

表2：4S 店售后毛利的主要来源是事故车维修

	售后毛利占比	毛利率
事故车	60-70%	60%
保养	15-25%	40%
非事故维修	10-15%	40%
质保	5%	20%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

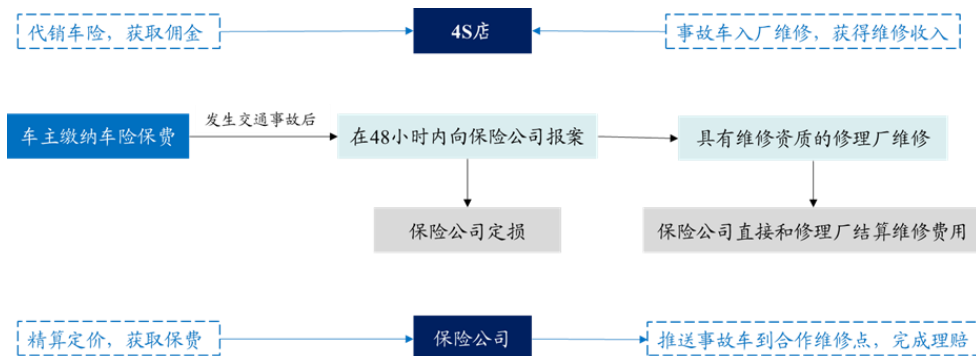
2.3.1、事故车：与保险公司强绑定

事故车的线索核心是保险公司，保险公司是修理厂的决定方和支付方。当发生事故时，车主会在第一时间联系保险公司定损，由保险公司向车主提供建议的修理厂并结算维修费用，保险公司对事故车的线索具有第一时间的知情权，对修理厂的选择具有一定话语权，并且最终和修理厂直接结算维修费用。4S 店作为保险公司汽

车保险的分销代理，可获取一定代理收入，并提供事故车维修服务获取维修收入。

4S店售后需要全部使用原厂件，售价较高。4S店的技师需要通过主机厂培训认证，服务标准化程度较高，故相关安装服务的售价更贵。不同品牌需要单独向主机厂采购原厂零部件，主机厂作为中间商加价幅度在20-30%左右，配件零售价格相对较高，根据灼识咨询统计，2022年获授权经销商收取的汽车零配件价格及服务费用分别比独立第三方维修店高出约30%和80%。

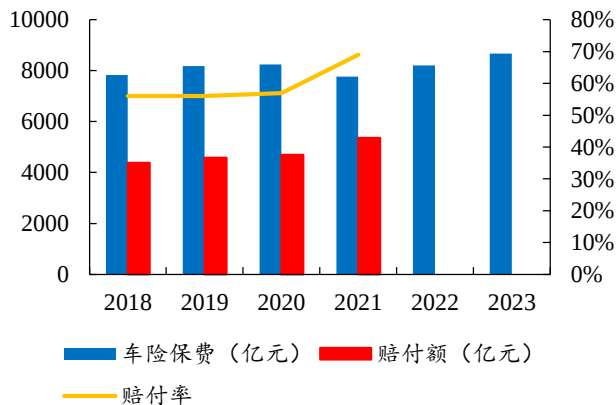
图23：事故车的线索核心是保险公司



资料来源：中国人民保险、开源证券研究所

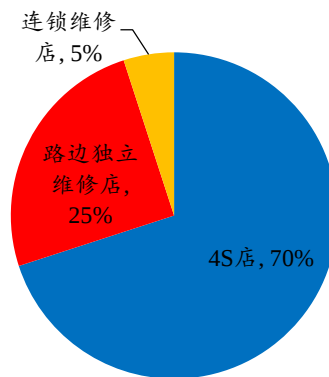
承接车险赔付的主体是4S店，市场空间在3000亿左右。2023年车险保费为8673亿元，yoy+5.6%，按70%赔付率计算，2023年赔付金额为6071亿元，其中人伤占比51%，车损占比49%，即车辆维修赔付金额约为3000亿左右。拆分2022年车险赔付渠道，4S店赔付金额占比在70%，路边独立维修店占比在25%，连锁维修店占比5%。

图24：2023年车险保费为8673亿元



数据来源：乘联会、国家金融监督管理总局、开源证券研究所

图25：2022年车险赔付的渠道中4S店占比70%



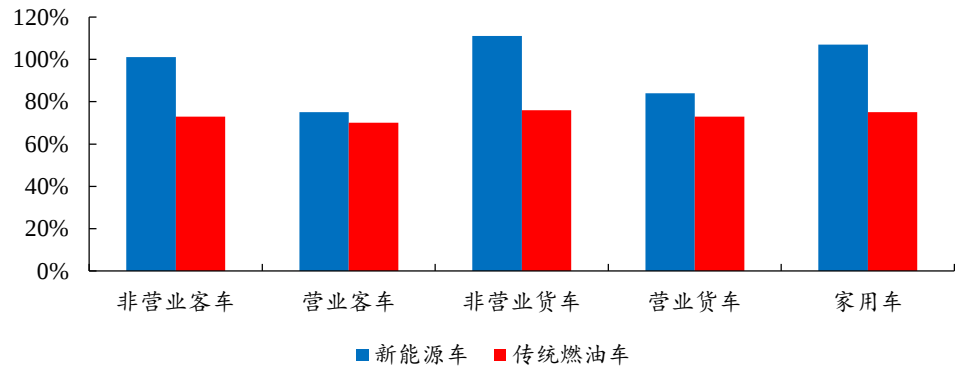
数据来源：公司公告、开源证券研究所

新能源汽车的出险频率和赔付率较燃油车更高，单车赔付金额更高。根据中国人保统计，新能源汽车车险赔付率是燃油车的1.4倍，出险频率是燃油车的2.5倍。2023年新能源车车险保费规模为1001亿元，yoy+54%，随着新能源汽车的保有量上升，新能源汽车车险赔付额将持续增长。

出险频率=出险车辆/投保车辆，由于新能源车起步提速更快、营运车占比更高，根据中再产险统计，各种使用性质的新能源车出险率几乎均高于传统燃油车，其中新能源车中占比最高的家用车出险率高达30%，显著高于燃油车的出险率19%。

赔付率=赔付金额/保费，由于新能源车智能化程度高、车身采用一体化压铸等工艺，许多零部件只能换不能修，根据中再产险统计，新能源车案均赔款整体高于传统燃油车，家用车达到 7201 元，高出燃油车近 600 元。

图26：新能源车的赔付率高于燃油车

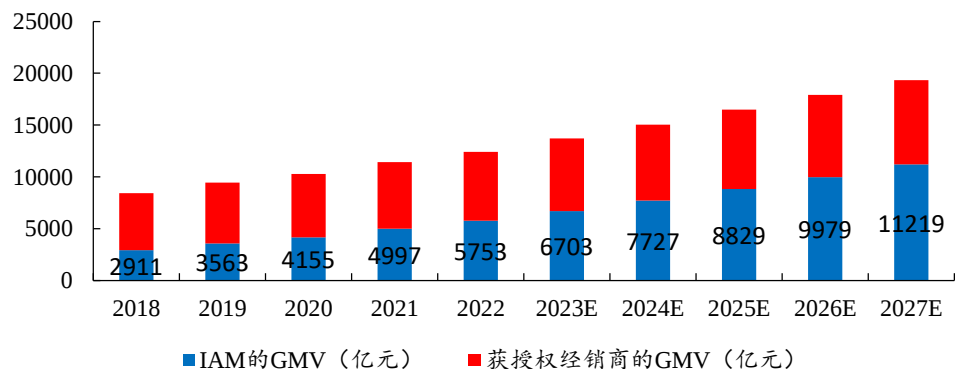


数据来源：中再产险、开源证券研究所

2.3.2、维修保养：独立第三方维修厂的主战场，价格竞争激烈

独立后市场维修厂在汽车服务市场的占比正在提升，2022 年份额约占一半。2022 年，中国约有 3.4 万家获授权经销商及 86.2 万家 IAM（独立后市场服务商）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27：2022 年 IAM 的汽车服务 GMV 占比约 46%

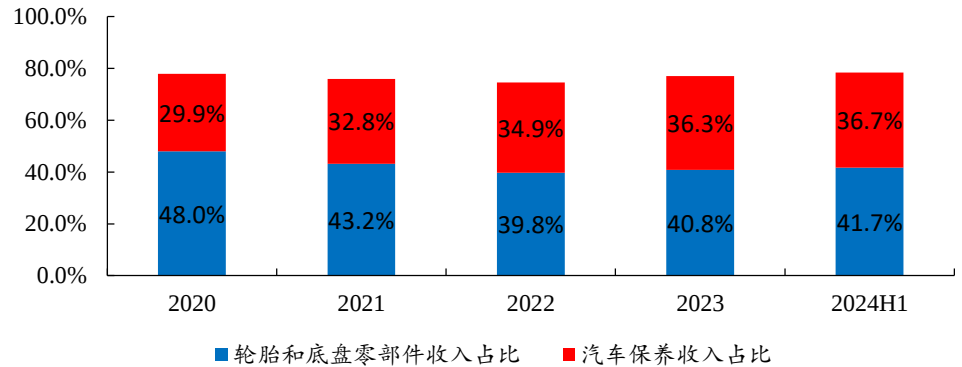


数据来源：途虎招股说明书、灼识咨询、开源证券研究所

独立第三方维修厂的擅长领域在日常保养，凭借性价比优势占据一席之地。以头部连锁维修厂途虎养车为例，贡献主要收入来源的业务是轮胎和底盘零部件、保养，2024H1 轮胎和油液保养业务合计收入占比达到 78%。由于轮胎、油液保养多为更换而不是维修，关键在于产品力，而轮胎和油液使用的多是国家大牌或自主品牌，不需要主机厂授权，头部独立第三方通过供应链管理可具备一定价格优势，2023 年途虎养车销售轮胎约 1500 万条，在国内替换轮胎市场占比 10%+。4S 店由于门店运营成本较高，汽车配件和服务的售价均高于第三方维修厂，当新车 3 年保修期届满后车主更倾向于选择位置便捷、经济实惠的独立第三方门店，4S 店在汽车日常维修

保养将遇到独立第三方维修厂猛烈的价格冲击。

图28：2024H1 途虎养车的轮胎和油液保养收入占比为 78%

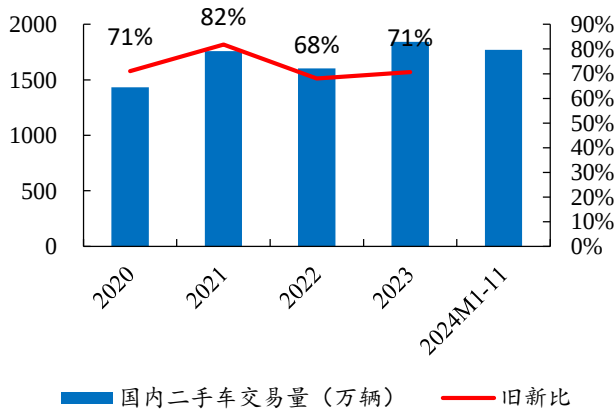


数据来源：途虎-W 公告、开源证券研究所

2.4、二手车：当前是北美经销商重要的收入来源

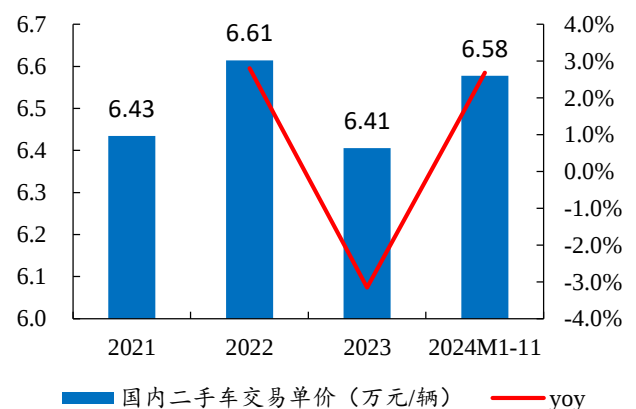
国内旧新比为 70%，二手车市场仍具有较强的增长潜力。2023 年国内二手车交易量为 1841 万辆，yoy+15%，二手车销量与新车销量的旧新比稳定在 70%左右。随着政策陆续出台，2020 年起按 0.5%征收二手车增值税，2022 年起全国落地取消限迁，鼓励二手车异地交易，二手车市场仍具有较大的增长潜力。2023 年二手车交易单价为 6.41 万元，二手车成交价较为稳定。

图29：2023 年二手车旧新比在 70%左右



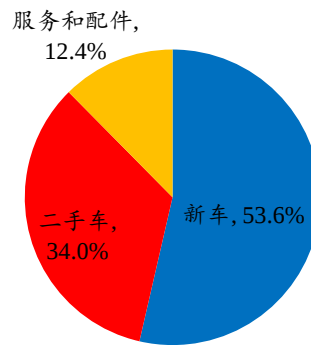
数据来源：中国汽车流通协会、开源证券研究所

图30：2023 年二手车交易单价为 6.41 万元



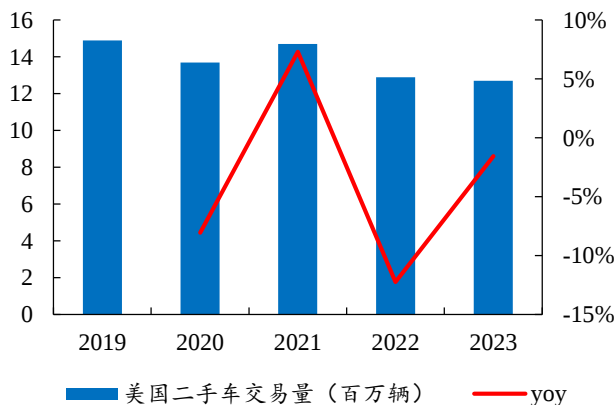
数据来源：中国汽车流通协会、开源证券研究所

二手车业务是北美经销商的重要收入来源。由于新车销量增速刚开始放缓，汽车经销商集团业务重点仍聚焦于新车端，国内二手车市场格局较为分散。参考汽车市场发展较为成熟的北美市场，二手车交易活跃，2023 年汽车经销商的收入来源中，二手车业务收入占比达到 34%，考虑到二手车单价低于新车，二手车在销量的占比会更高，二手车已成为汽车经销商业务布局中重要的一环。

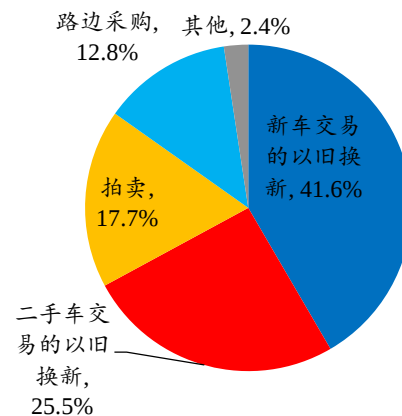
图31：2023 年二手车业务在经销商的收入占比为 34%


数据来源：NADA、开源证券研究所

美国二手车来源主要为以旧换新，交易单价较高。2023 年美国二手车交易量为 1270 万辆，近 5 年交易量较为稳定，2023 年二手车成交均价为 2.93 万美元，同期新车零售均价为 4.7 万美元，二手车均价显著高于国内。拆分汽车经销商二手车车源，其中 42%是来自于新车交易的以旧换新，26%来自于二手车交易的以旧换新，以旧换新的合计占比为 67%，二手车来源丰富，交易活跃。

图32：2023 年美国二手车交易量为 1270 万辆


数据来源：NADA、开源证券研究所

图33：2023 年美国二手车源是以旧换新的占比为 67%


数据来源：NADA、开源证券研究所

2.5、复盘广汇汽车：经销品牌遭受新能源正面冲击，深陷债务泥潭

广汇汽车是国内前二规模的汽车经销商。广汇汽车成立于 2006 年，2015 年 6 月通过收购原上市公司美罗药业股权登陆 A 股市场，广汇汽车是国内领先的乘用车经销与服务集团，2023 年实现营业收入 1335.44 亿元，在全国百强经销商中排名第二，总销量排名第一，自 2010 年起，广汇汽车在国内经销商的收入规模排名常年位居前二。

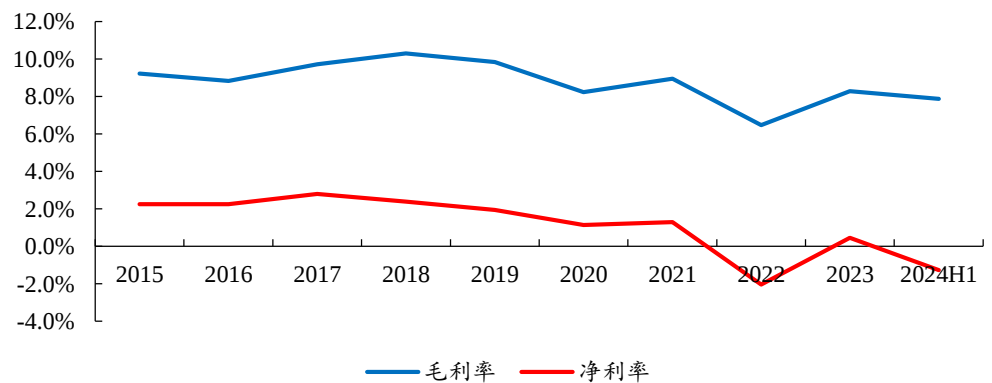
表3：广汇汽车在百强经销商排名中常年位居前二

广汇汽车在百强经销商排名	
2010	2
2011	1
2012	1
2013	1
2014	2
2015	1
2016	1
2017	1
2018	1
2019	1
2020	1
2021	2
2022	2
2023	2

资料来源：中国汽车流通协会、开源证券研究所

广汇汽车盈利能力不佳，2024 年 8 月退市。广汇汽车于 2024 年 7 月 13 日披露业绩预告，2024H1 实现归母净利润-6.74 亿元，净利率自 2015 年起稳定在 2%左右，2022 年出现首次亏损，由于 2024 年 6 月 20 日至 2024 年 7 月 17 日连续 20 个交易日的每日收盘价均低于 1 元，公司股票及可转换公司债券于 2024 年 8 月 21 日退市。

图34：广汇汽车 2024H1 净利润为亏损状态

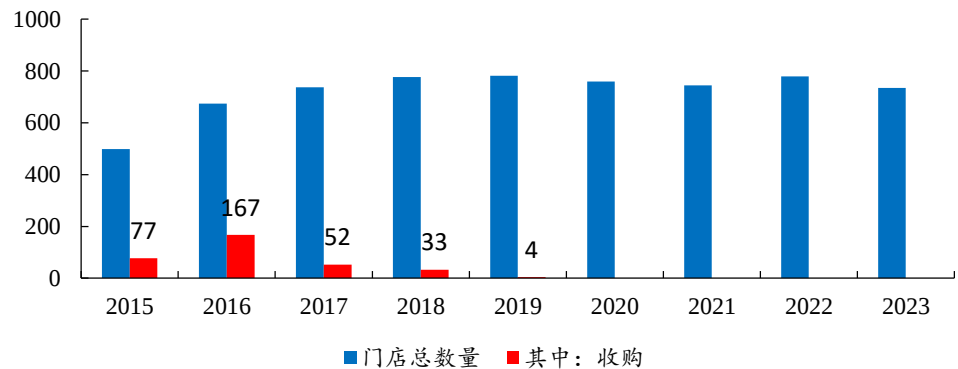


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.5.1、并购狂魔，负债高企资金紧张

广汇汽车初期的发展战略采取收购与新建相结合的方式扩张经销网络。广汇汽车在 A 股上市前就通过多次收购扩张经销网络，经销服务网点从 2011 年初的 283 家快速增长至 2014 年 6 月 30 日的 488 家，其中收购方式贡献 194 家。自 2015 年上市后，广汇汽车加大了收购力度，2015-2018 年分别收购 77、167、52、33 家经销服务网点，门店数量快速从 2015 年的 498 家提升至 2019 年的 782 家。

图35：广汇汽车擅长通过对外收购扩张汽车服务网络



数据来源：广汇汽车公告、开源证券研究所

2015-2018 年广汇汽车斥资百亿收购小经销商集团。2015 年广汇汽车用 94.68 亿元收购宝信汽车集团，宝信汽车是当时宝马在中国的第一大经销商，全国共计 82 家门店其中 4S 店 64 家。2016 年收购大连尊容亿方集团和深圳鹏峰汽车集团，尊容集团门店集中于东北地区的捷豹路虎和沃尔沃，鹏峰集团在长沙、广东拥有 17 家 4S 店，合计花费 21.3-27.7 亿元收购 35 家门店。2018 年再次收购 4 家宝马、5 家奔驰服务网点，合计花费 18.72 亿元。2015-2018 年广汇汽车高速收购扩张，共收购 107 家 4S 店，合计金额为 134.7-141.1 亿元。

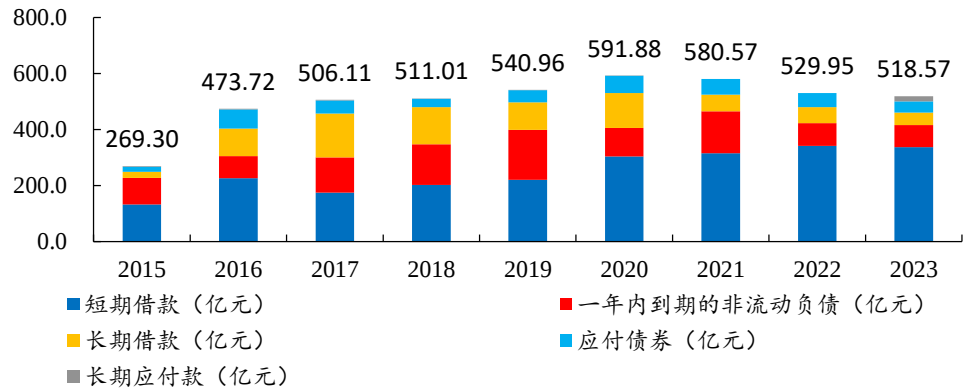
表4：广汇汽车斥资百亿收购小经销商集团

时间	项目	4S 店数量	金额（亿元）
2011-2014 年	56 家公司的控制权	162	
2015 年 12 月	宝信汽车	64	94.68
2016 年 2 月	尊荣项目	18	11.2-17.6
2016 年 8 月	鹏峰集团	17	10.062
2018 年 3 月	上海众国宝泓汽车销售服务有限公司、上海普陀宝泓二手车销售服务有限公司、合肥宝泓汽车销售服务有限公司、芜湖众国宝泓汽车销售服务有限公司	3	6.19
2018 年 5 月	赤峰市庞大之星汽车销售服务有限公司、德州市庞大之星汽车销售服务有限公司、唐山市庞大之星汽车销售服务有限公司、邯郸市庞大乐业汽车销售服务有限公司、济南庞大之星汽车销售服务有限公司	5	12.53

资料来源：广汇汽车公告、开源证券研究所

高速扩张的背后是举债融资，广汇汽车资金压力较大。汽车经销商是重资产经营行业，在广汇大举扩张的背后，已积累下高额负债。广汇汽车在 2017、2020 年分别通过定向增发和可转债融资合计 113.7 亿元，此外，广汇汽车也在不断借债，2017 年起每年有息负债超 500 亿元，2018-2023 年每年财务费用维持超 25 亿元，2018-2023 年净现金流皆为负数。由于重资产发展经销网络，广汇汽车资金压力较大。

图36：广汇汽车有息负债自 2017 年起超 500 亿元

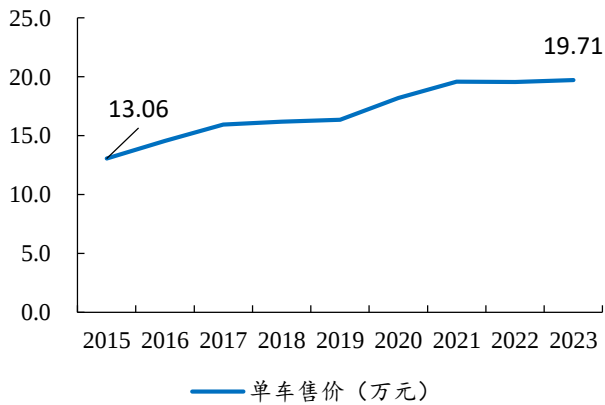


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.5.2、品牌定位中高端，正面遭受新能源冲击

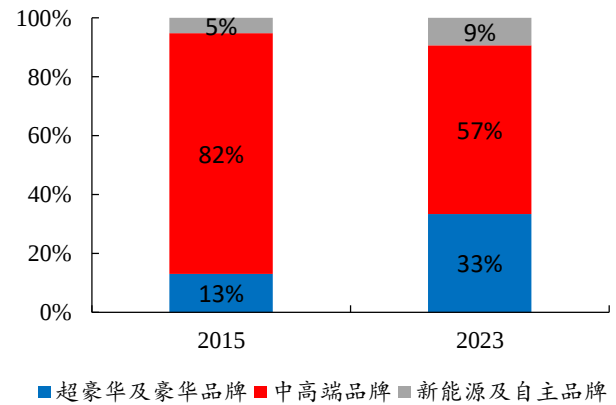
广汇汽车初期定位聚焦中高端品牌。2015 年广汇汽车的平均单车售价为 13.06 万元，发展方向为“聚焦中西部地区，聚焦中高端品牌”，中高端品牌门店在 2015 年广汇汽车的 498 家 4S 店中占比达到 82%。在经过多轮收并购后，超豪华及豪华品牌与新能源及自主品牌的门店增长，稀释了中高端品牌门店占比，超豪华及豪华的门店占比提升，对单车售价也有正向影响，2023 年单车平均售价上升至 19.71 万元。

图37：广汇汽车的单车平均售价不断提升



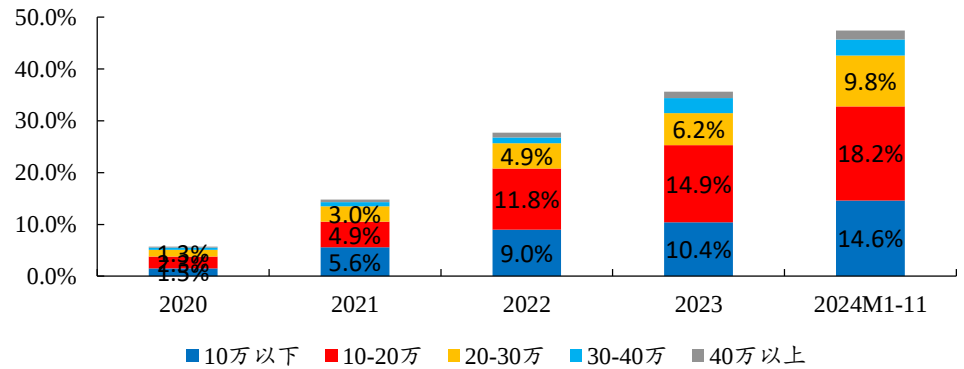
数据来源：广汇汽车公告、开源证券研究所

图38：2023 年广汇汽车的中高端品牌门店占比下降至 57%



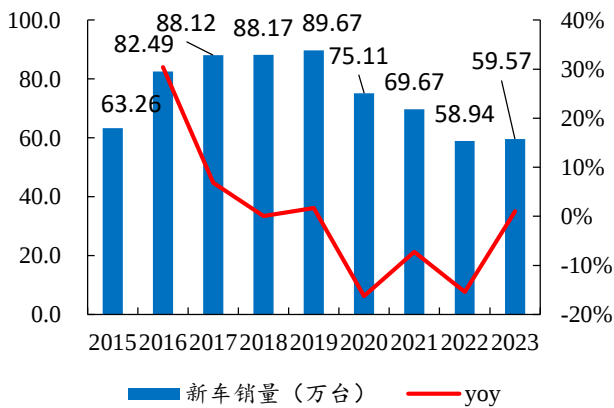
数据来源：广汇汽车公告、开源证券研究所

10-20 万价格车型是新能源汽车渗透率提升的重点，广汇销售的汽车正面遇到新能源冲击。根据乘联会统计，在 2024 年 1-11 月新车销量中，10-20 万、10 万以下价格区间的新能源汽车在总销量的渗透率分别为 18.2%、14.6%，在更高价格区间的渗透率较低。而广汇销售的汽车均价在 10-20 万，中高端品牌的燃油车正面遇上新能源汽车的冲击，新车销量压力较大。

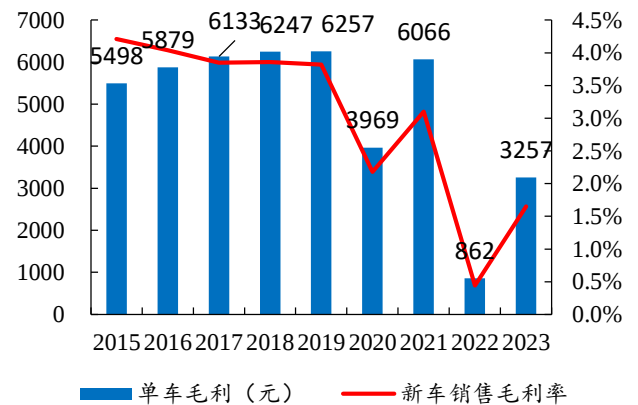
图39：2024年1-11月20万以下的新能源汽车在总销量的渗透率分别为32.8%


数据来源：乘联会、开源证券研究所

广汇的新车销量在2019年达到巅峰后逐年下滑，新车利润大幅下滑。随着燃油车销量见顶，广汇汽车的总销量在2019年巅峰后逐年下滑，不仅是关闭了部分盈利性较差的门店，单店年销量也从2019年的1147台下降至2023年的810台。2015-2019年广汇汽车的新车毛利稳定在6000元左右，但受到新能源的冲击和下游价格战，新车毛利大幅下滑，2022年公司新车毛利跌至862元/台。

图40：广汇汽车的新车销量自2019年起开始下滑


数据来源：广汇汽车公告、开源证券研究所

图41：广汇汽车的新车毛利自2021年起大幅下滑


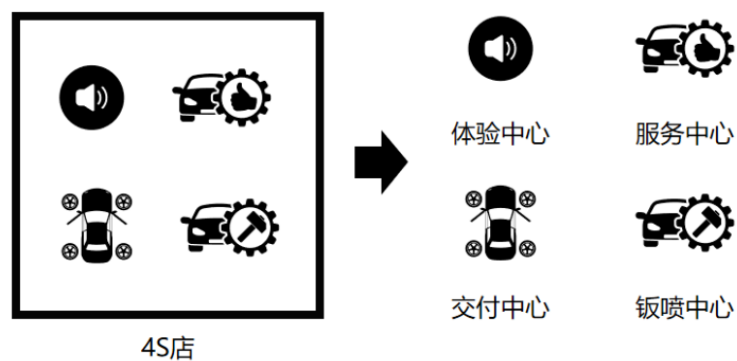
数据来源：广汇汽车公告、开源证券研究所

3、新势力品牌销售：正在从品牌直营走向专业分工

3.1、直营模式：没有经销商赚差价，迅速打开品牌知名度

Tesla 开创新能源车直营模式先河。2013 年，Tesla 在中国的第一家体验中心在北京开业，区别于传统 4S 店通常位于城市郊区，直营模式通过在人流密集的购物中心提供试驾体验、线上统一下单的模式，快速打开品牌知名度，后续多个新势力品牌都借鉴了该模式，迅速成为新能源汽车行业主流。除了直销，Tesla 还改革了传统汽车销售的渠道，把传统的 4S 店分拆成：体验中心、服务中心、交付中心、钣喷中心，将销售、交付、售后完全分离。

图42：Tesla 将 4S 店功能拆解为 4 个中心



资料来源：电动汽车观察家公众号

直营模式可节约渠道费用，但资本投入较大。消费者统一在线上下单，透明化的定价使得主机厂对价格和利润的管控力更强，且直营模式使得主机厂可以拿到消费者对产品的一手反馈意见，为消费者提供更好的服务体验。尽管节约了渠道成本，但直营模式下需要汽车制造商自行建店并招募人员，初始资本投入较大，以 Tesla 为例，其售前和售后的机电业务全部自营，将钣喷中心的授权给了独立售后修理厂，以提高资金使用效率。当前坚持从售前到售后全部直营的新势力品牌以蔚来、理想为主。

图43：直销模式下的渠道形式更多元



资料来源：CADA 产业协调发展分会公众号

3.2、代理模式：经销商不承担库存压力，仅抽成卖车佣金

代理制的特点是统一销售价格，代理商不承担库存。2019 年，大众在德国试水 ID.3 车型代理销售，2021 年，南北大众在国内开启了 ID.车型代理销售模式。代理模式介于直营和授权模式之间，与直营模式相似，汽车商品所有权属于汽车制造商，仍然由车企掌握定价权，购车发票与三包的责任方仍然是主机厂。而经销商只是代理销售的作用，不需要承担库存，盈利来源于收取与订单相关的固定佣金，代理商负责建设店面、招募人员，4S 店提供展车、体验试驾及交付功能，代理商专注于售前，售后业务有相应的授权维修商负责。

表5：代理模式下结合直营与经销特点

		直营模式	代理模式	经销模式
经销/代理商	车辆库存	不承担	不承担	承担
	运营管理	不负责	负责	负责
品牌方	价格管控	统一	统一	不统一
	用户数据	可获取	可获取	不可获取

资料来源：Smart、开源证券研究所

欧洲车企积极拥抱代理销售模式。除了大众集团，欧洲多个车企都在积极拥抱代理模式，奔驰在陆续抛售多国的直营店，2023 年 6 月已经将德国本土所有的授权经销商降级为分销代理商，宝马、奥迪、Stellantis 纷纷在个别地区或个别品牌尝试代理销售模式试点。传统汽车公司转型代理制的优势在于既可以利用原有的网络优势，又能统一终端零售价格，让销售终端更注重服务去吸引客户。

表6：欧洲多个车企在积极拥抱代理模式

品牌	代理模式
奥迪 Audi	上汽奥迪采用全部使用代理制，自 2024 年 1 月 1 日起在德国本土针对电动车型引入代理模式
宝马 BMW	Mini 作为试点，预计 2026 年跟进代理模式的改革
福特 Ford	2026 年实施代理销售计划
奔驰 Mercedes-Benz	2023 年 6 月将德国本土所有的授权经销商降级为分销代理商，2024 年 1 月将德国本土所有的直营店全部出售
迷你 Mini	2024 年初引入代理模式
Smart	2022 年起使用代理模式
Stellantis	DS 品牌和阿尔法·罗密欧品牌作为试点将率先开始改革，其他品牌和国家将在 2027 年之前陆续跟进
沃尔沃 Volvo	2023 年底在英国引入代理销售模式，计划最早从 2026 年开始在德国转向以网络为重点、直接面向消费者的销售模式
大众 VW	已实施 ID.系列车型，欧洲市场已基本完成电动车型的销售模式改革

资料来源：Smart、21 汽车、澳洲一车网公众号等、开源证券研究所

3.3、销售渠道的本质是整车厂与分销商的分工，没有标准答案

销售模式的本质是经销商与主机厂的资金分担和责任分工，没有优劣之分。区分直营、代理、经销模式的核心是判断汽车所有权、门店建设和人员管理的归属方，直营模式下全由主机厂负责，经销模式下全由经销商负责，直营托管和代理模式则介于二者之间。仅在经销模式下需要经销商垫付资金用于囤车，所以经销模式的最大特点是经销商可大幅缓解主机厂的现金流压力，直营到经销代表了主机厂对终端销售的管控力逐渐偏弱，但资金占用降低，销售模式没有优劣之分，不同汽车品牌在不同阶段都会结合自身市场定位，选择不同的销售模式。

表7：区分销售模式的核心在于车、人、店所有权

	直营模式	直营托管	代理模式	经销模式
商品车归属	主机厂	主机厂	主机厂	经销商
人员归属	主机厂	主机厂	经销商	经销商
店面归属	主机厂	经销商	经销商	经销商

资料来源：电动汽车观察家公众号、开源证券研究所

当欧洲传统车企推行代理模式试点时，部分新势力正在转回经销模式。2023年9月，小鹏推出木星计划招募加盟商，陆续关闭低效的直营门店以降低运营成本，从直营模式转向直营和经销混合模式。2024年5月，阿维塔宣布仅在一线核心城市门店保留直营模式，其它城市逐步改为经销商合作模式。2024年6月，比亚迪旗下腾势和方程豹面向全社会招募经销商，表示后续将用直营+经销商伙伴的渠道模式。Tesla与蔚来也正在开放售后钣喷中心的授权以租用经销商的网点，但在售车环节坚持直营销售。

表8：新能源正在尝试多渠道模式

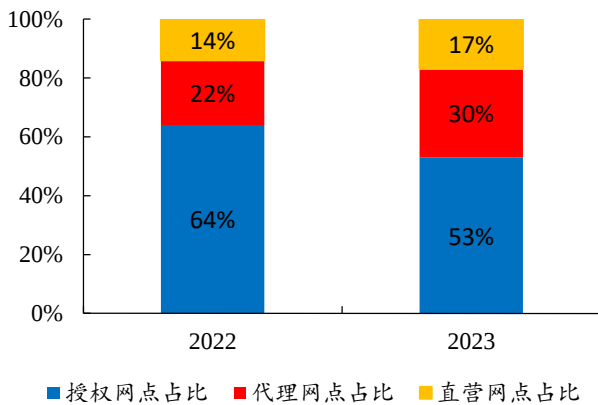
品牌	直营	代理	经销	备注
比亚迪	✓		✓	以经销为主，截至2024年6月，直营门店占比10%
方程豹	✓		✓	2024年6月由直营转向直营+经销
腾势	✓		✓	2024年6月由直营转向直营+经销
仰望	✓			
极氪	✓			创新的“极氪家”模式，售前直营，售后极氪家的投资人按照极氪的标准来搭建售后团队
领克			✓	
银河	✓	✓		
阿维塔	✓		✓	2024年5月由直营转向直营+经销
深蓝	✓		✓	
Tesla	✓			授权部分钣喷中心
理想	✓			授权部分钣喷中心
零跑	✓		✓	以经销为主，截至2024年1月，经销门店占比超过90%
赛力斯	✓		✓	
鸿蒙智行	✓		✓	
小鹏	✓		✓	2023年9月由直营转向直营+经销，2024Q2起要求经销商储备约半个月的渠道库存。
蔚来	✓			
小米	✓	✓		“1+N”模式，代理销售+售后授权

资料来源：21财经、中国汽车报公众号、电动汽车观察家公众号等、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

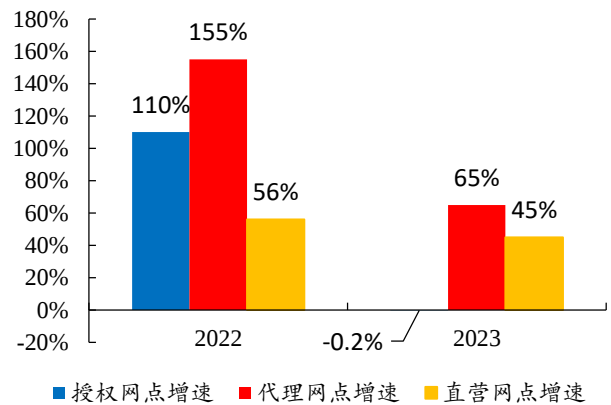
新能源汽车仍在积极探索渠道变革，直营、代理、经销各有优势。根据中国汽车流通协会统计，2023 年新能源独立渠道网络数量为 18877 家，yoy+18.9%，其中代理、直营模式的网点占比持续提升，二者合计规模已接近 47%，同比增长 11pct，但结合 2024 年至今主机厂对销售模式的陆续改革，三种销售渠道仍未定局。从直营到代理到经销商模式，是专业化分工的历史演进，随着销售区域和保有量的增加，经销商的专业分工更能提升效率，但汽车制造商也必定舍弃部分利润和终端掌控力，主机厂对于销售模式的选择与品牌定位和发展历程密切相关。

图44：2023 年新能源独立销售网点中代理、直营模式占比约 47%



数据来源：中国汽车流通协会、开源证券研究所

图45：2023 年新能源授权网点增长停滞



数据来源：中国汽车流通协会、开源证券研究所

3.4、永达汽车：率先发力新能源的汽车经销集团

永达汽车是国内较早形成规模的新能源经销商集团。2021H1 永达汽车成立了新能源汽车服务产业发展筹备组，开始发力新能源汽车业务。截至 2024H1，公司共布局 31 家新能源 4S 店、5 家新能源独立维修中心，合计 36 家新能源网点，核心品牌包括小米、问界、鸿蒙智行、smart、智己等。除了完整的 4S 店，永达汽车还运营了 2 家极氪维修中心和 3 家特斯拉钣喷中心，积极探索新能源汽车的售后需求。

表9：2024H1 永达汽车共运营 36 家独立新能源门店

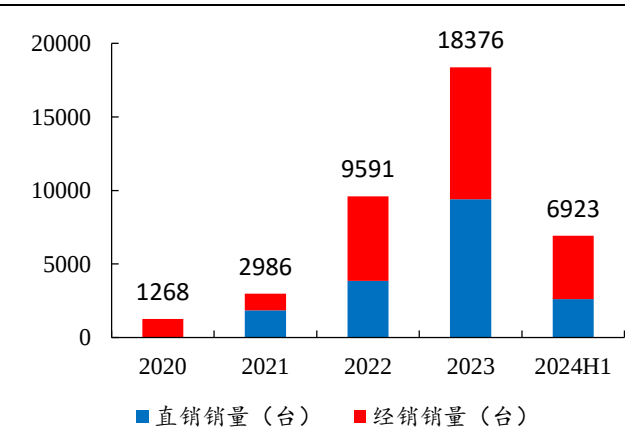
	新能源	门店
4s 店	smart	8
	小鹏	3
	欧拉	1
	鸿蒙智行	3
	AITO	1
	智己	4
	哪吒	1
	猛士	1
	飞凡	1
	小米	1
	岚图	2
	路特斯	3
	比亚迪	2
	极氪维修中心	2
维修中心	特斯拉钣喷中心	3
	合计	36

资料来源：永达汽车公告、开源证券研究所

永达汽车的新能源汽车销售包括直销代理和经销模式。2024H1 永达汽车共实现独立新能源汽车销售 6923 台，其中直销占比达到 38%，2021-2023 年的直销占比分别为 62%、40%、51%，波动较大，主要取决于合作主机厂品牌的销售模式。永达汽车合作的新能源品牌较丰富，其中 AITO、鸿蒙智行、智己、比亚迪等品牌为经销模式，smart 等品牌为直销代理模式。

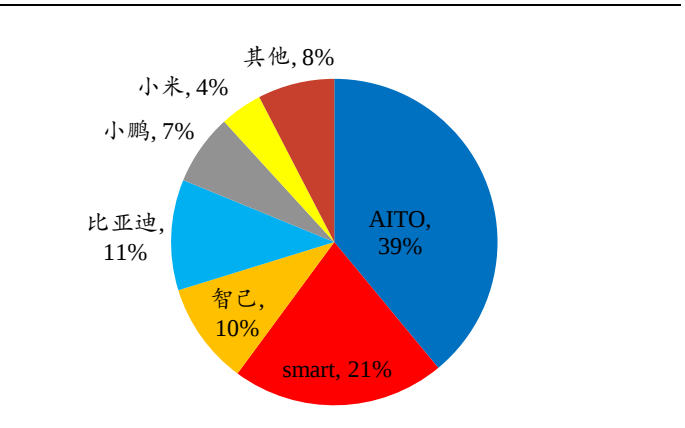
2024H1 永达汽车的新能源汽车销量主力为 AITO 和 smart，小米有待放量。2024H1 永达汽车的 AITO 和 smart 销量分别为 2700、1461 台，在独立新能源的销量占比分别为 39%、21%，合计 60%，是当前的销量主力。2024H1 小米销量为 290 台，公司在手订单储备量超 1000 台，有望成为未来销量贡献的新主力品牌。

图46：永达汽车的新能源销售模式包括直营代理和经销



数据来源：永达汽车公告、开源证券研究所

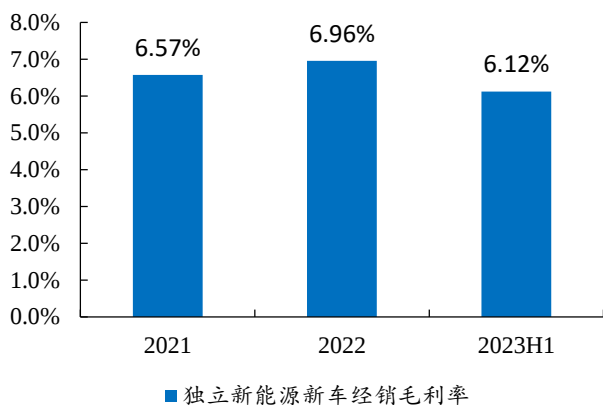
图47：2024H1 永达汽车的新能源汽车销量主力为 AITO 和 smart



数据来源：永达汽车公告、开源证券研究所

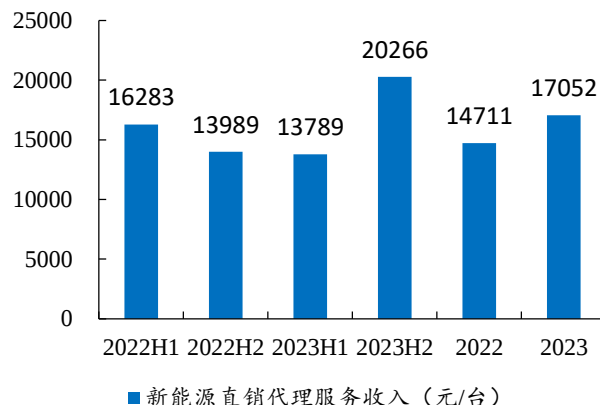
永达汽车的新能源汽车销售利润较高。根据永达汽车披露，2023H1 独立新能源新车经销毛利率为 6.12%，同比提升 0.78pct，以 2023H1 新车平均售价 17.53 万元测算，单车经销毛利约为 10726 元。直营代理模式下经销商仅收取服务佣金，全部服务收入即为毛利，2023 年永达汽车实现独立新能源品牌直销车辆代理服务收入为 1.60 亿元，对应当年直销车辆 9395 台，2023 年单台新能源直销毛利为 17052 元，其中 2023H2 单台新能源直销代理利润 20266 元/台，呈现上涨趋势。

图48: 2023H1 永达汽车的独立新能源经销毛利率为 6.12%



数据来源：永达汽车公告、开源证券研究所

图49: 2023H2 永达汽车单台独立新能源直销毛利为 20266 元

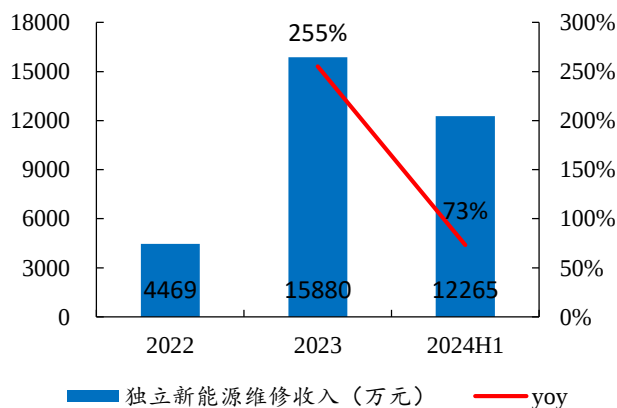


数据来源：永达汽车公告、开源证券研究所

新能源售后需求快速增长，售后收入主要由钣喷业务贡献。2024H1 公司实现独立新能源维修收入 1.23 亿元，yoy+73%，截至 2024 年 6 月 30 日，公司独立新能源售后保有客户数为 43567，yoy+121%，随着新能源汽车的平均车龄和保有量的上升，新能源售后市场正在高速增长。

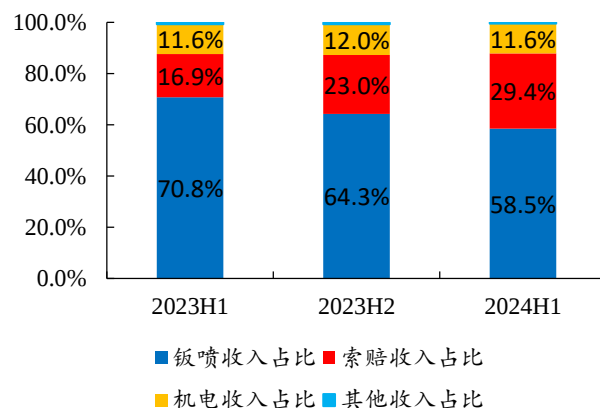
拆分售后收入结构，2024H1 钣喷、索赔、机电业务的收入占比分别为 58.5%、29.4%、11.6%，其中索赔收入占比呈现逐年上升的态势，主要系随着车龄上升出现的质保期内返厂频次增加，机电即日常维保的收入占比较稳定。

图50: 2024H1 永达汽车的独立新能源维修收入 yoy+73%



数据来源：永达汽车公告、开源证券研究所

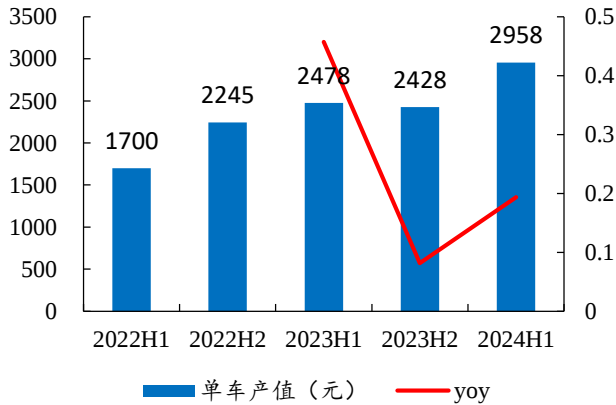
图51: 2024H1 永达汽车的独立新能源维修收入中索赔占比在上升



数据来源：永达汽车公告、开源证券研究所

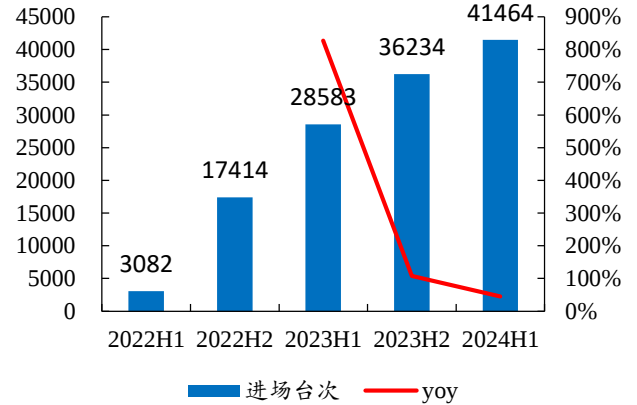
新能源售后量价齐升，售后业务将逐渐成为新能源汽车的收入重点。2024H1 永达汽车的独立新能源维修单车产值为 2958 元，yoy+19.4%，我们认为新能源单车售后产值上升的原因是随着平均车龄上升，单车需要维修的零部件数量和价值量在提升。售后收入=单车平均产值*进场台次，我们计算 2024H1 新能源售后进场台次为 41464，yoy+45%，随着新能源汽车的保有量提升，售后进场台次将维持高速增长，成为售后收入规模的主要贡献，新能源汽车的售后市场呈现量价齐升趋势。

图52：2024H1 永达汽车新能源售后单车产值 yoy+19%



数据来源：永达汽车公告、开源证券研究所

图53：2024H1 永达汽车新能源售后进场台次 yoy+45%



数据来源：永达汽车公告、开源证券研究所

4、中升控股：以车主为核心打造汽车全生命周期服务生态

4.1、新车销售：聚焦强势品牌，2024 年底转型新能源

公司经销品牌集中，豪华品牌门店占比超六成。2024H1 中升共运营 419 家经销店，其中豪华门店 269 家，占比为 64%，中高端品牌 150 家，占比 36%。豪华品牌共经销 7 个品牌，聚焦奔驰和雷克萨斯，门店占比分别为 26%、13%。中高端门店集中于 3 个日系品牌，丰田在总门店的数量占比为 25%，公司经销品牌较为集中。

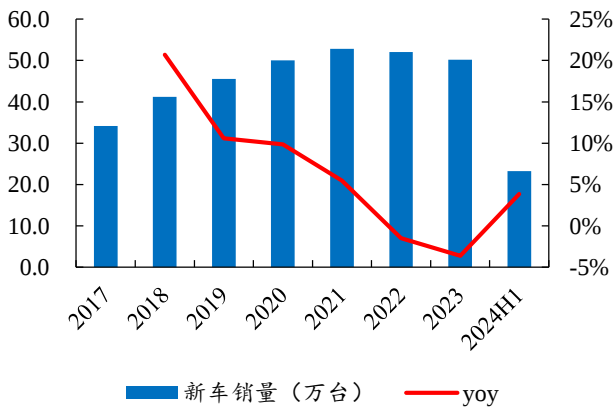
表10：公司聚焦核心豪华和中高端品牌

	2024H1 经销店数量
奔驰	111
雷克萨斯	55
宝马	33
奥迪	30
沃尔沃	20
捷豹	18
保时捷	2
豪华品牌	269
丰田	105
日产	22
本田	22
大众	1
中高端品牌	150
合计	419

数据来源：公司公告、开源证券研究所

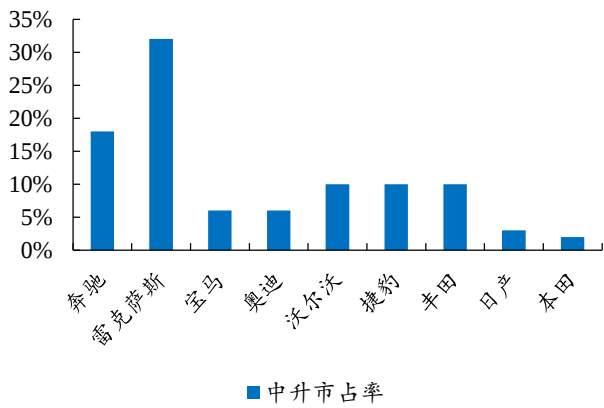
新车销量稳定，在合作品牌的市占率高。2024 年上半年公司新车销量为 23.25 万辆，yoy+4%，在燃油车销量下滑的大环境下，中升通过卓越的运营管理能力维持了新车销量的稳定。中升与经销品牌的合作较为深入，拥有中国 32%的雷克萨斯新车销量市占率、18%的梅赛德斯奔驰市占率，以及 10%的丰田、沃尔沃、捷豹路虎市占率和 6%的宝马、奥迪市占率。

图54：中升 2024H1 的新车销量 yoy+4%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

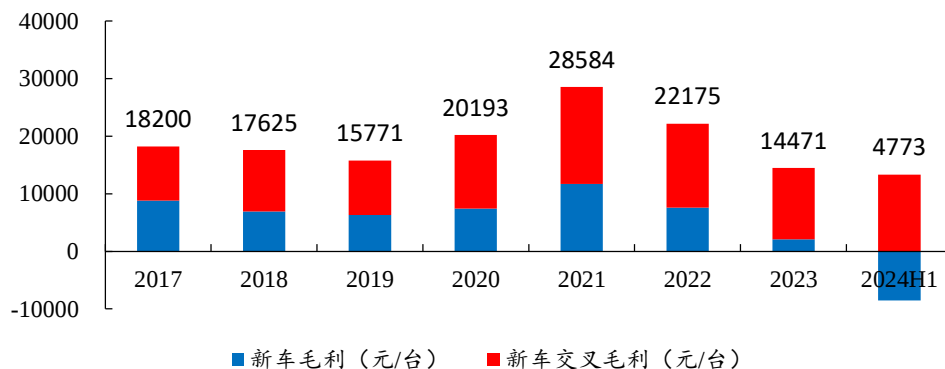
图55：中升在奔驰、雷克萨斯的销量市占率较高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

新车毛利承压，交叉毛利稳定。受新车市场价格战影响，公司 2024H1 新车销售毛利率为-3.3%，首次转负，即单台新车进销差加返利合计亏损约 8600 元，为历史上最低水平。而随新车交易交叉销售产生的佣金收益、精品和维保套餐毛利约为 1.3 万元/台，较为稳定，2024 年上半年新车单台综合毛利约为 4700 元，新车业务合计综合毛利为 11 亿元。

图56：2024H1 新车综合毛利为 4700 元/台



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2024 年底官宣与赛力斯合作，转型新能源经销。2024 年 11 月 11 日，中升公告与赛力斯签订了初步协商协议，同意就合作分销其旗下的新能源汽车进行进一步磋商。2024 年 11 月 18 日，中升集团首家 AITO 问界用户中心在大连开业，12 月中升的 AITO 授权用户中心在广州、长沙、烟台、东莞、北京等多地开业，积极拥抱新能源。

图57：中升集团首家 AITO 问界用户中心于 2024 年 11 月 18 日在大连开业

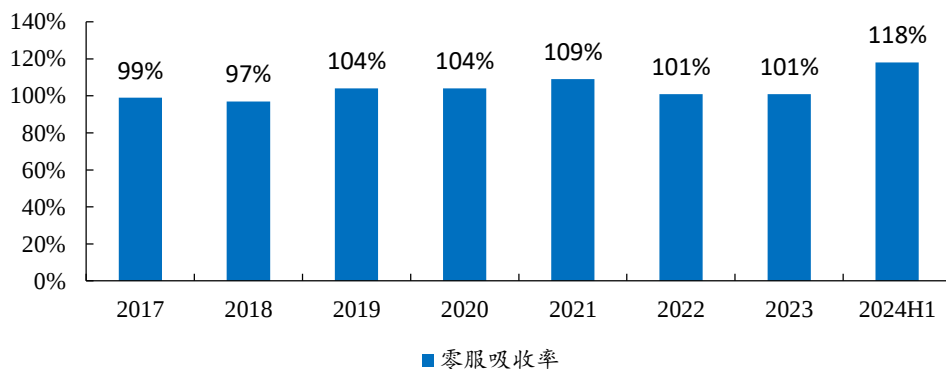


资料来源：中升集团公众号

4.2、售后服务：零服吸收率超 100%，事故车维修中心打破品牌限制

中升的售后业务利润可以完全覆盖集团经营成本。零服吸收率=精品、维保套餐及售后服务毛利/(销售费用+管理费用+财务费用)，代表了 4S 店售后业务盈利对公司整体运营成本的支撑，2024H1 中升的零服吸收率为 118%，即公司售后业务毛利可以完全覆盖经营成本，稳定的售后毛利可为集团经营提供坚实的现金流和利润支撑。

图58：2024H1 中升的零服吸收率为 118%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

建设跨品牌维修服务中心，打破授权品牌限制。4S 店售后维修业务仅可承接单一授权品牌的维修保养，中升集团在 2023 年开始建设集中式维修服务中心，维修服务中心聚焦钣喷修复加工，独立于经销商门店体系之外，可使用非原厂件维修实现跨品牌维修服务，是中升品牌的社会化综合维修厂。截至 2024 年 7 月 31 日，运营及在建中维修服务中心共 35 家。

维修服务中心可实现降本增效，扩大售后服务客群。维修服务中心在原有门店物业的基础上改建，并集合门店冗余的优秀技师，不增加额外运营成本。通过直接向零部件供应商采购非原厂件，整合需求产生规模效应，增强与零部件供应商的议价空间，以更低的结算价格与保险公司持续加强合作。此外，维修服务中心定位独立后市场服务商，将突破 4S 店的客群限制，更多服务追求性价比的出保车辆。

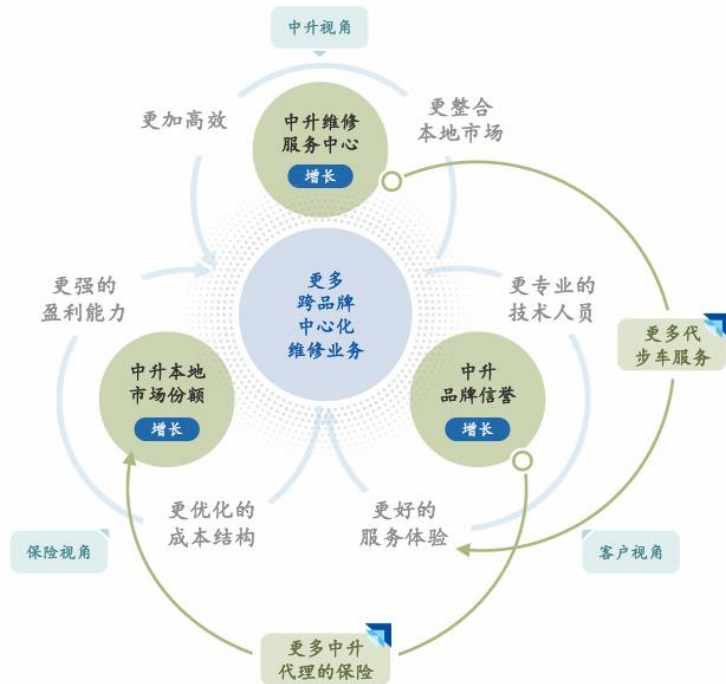
图59：跨品牌维修服务中心，打破授权品牌限制



资料来源：公司公告

维修服务中心是中升摆脱主机厂光环、打造集团品牌战略的重要一环。车辆是经销店与客户联系的唯一路径，客服中心和中升 GO 围绕高净值客户购车后的全生命周期需求服务，有效提升老客续保率和用户黏性，维修服务中心可承接保费规模扩大带来的钣喷需求，并引入非中升购车客户进入中升 GO 体系，持续增加客户基盘。此外，维修服务中心代步车预计未来能为集团每年稳定提供 10000 到 20000 辆优质二手车源。

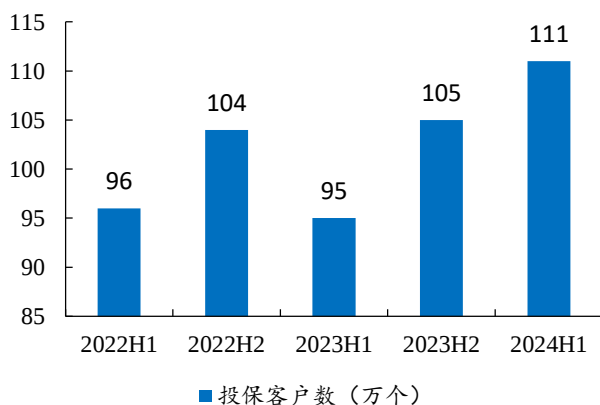
图60：维修服务中心可以更好的整合本地市场



资料来源：公司公告

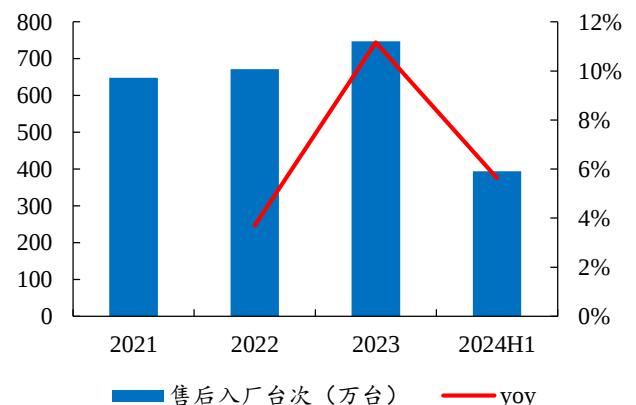
投保客户稳定，保费规模决定售后入场台次稳定增长。2024H1 公司投保客户数为 111 万个，yoy+16.8%，投保客户包括在中升购车的新车保险和保有客户续保，2023 年新车销量 yoy-4%，但 2023 年与 2022 年 200 万投保客户数持平，老客续保率的提升保障了中升代理的保费规模。保费与事故车入厂正相关，2024H1 中升售后入厂台次为 394 万台，yoy+6%，随着客户保有量和保费规模的提升，售后业务稳定增长。

图61：2024H1 中升代理的投保客户数为 111 万个



数据来源：公司公告、开源证券研究所

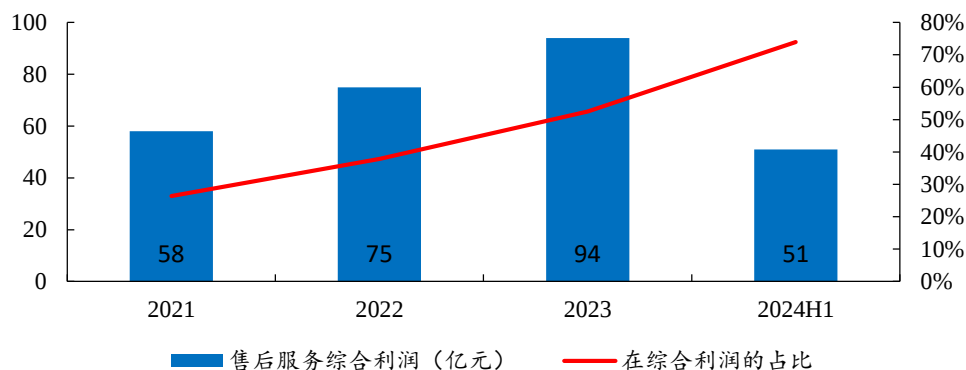
图62：2024H1 中升售后入厂台次为 394 万台



数据来源：公司公告、开源证券研究所

售后服务已成为公司利润的主要来源。不考虑佣金、精品及维保套餐，公司2024H1实现售后服务收入109.64亿元，yoy+13.8%，售后服务综合利润为51亿元，yoy+11%。售后服务在综合利润的占比为74%，由于新车销售亏损，越发凸显售后业务在4S店经营的重要性。

图63：2024H1 售后服务在综合利润的占比达到74%

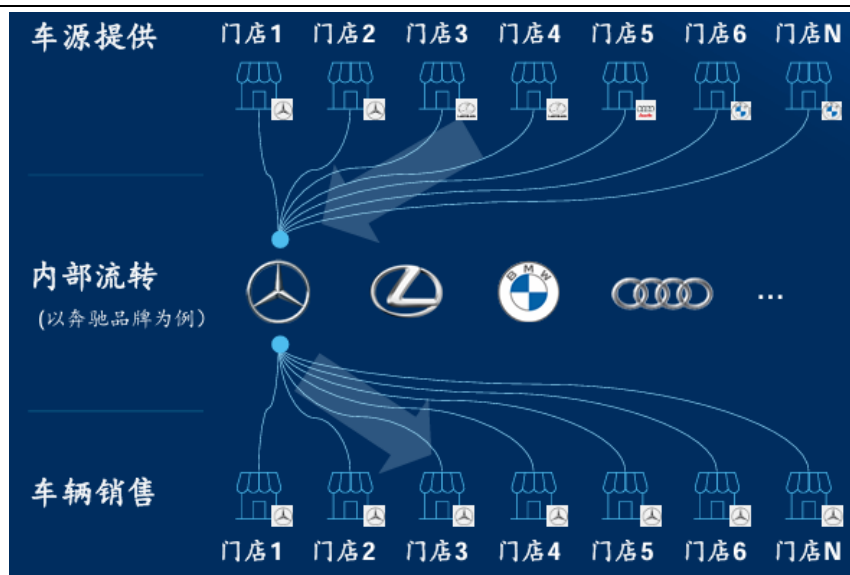


数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.3、二手车：中心化运营实现跨品牌跨门店流转

二手车中心化运营实现跨品牌、跨区域、跨门店流转。二手车车源部分来自于到新车车主的旧车置换，非本4S店经销品牌的二手车只能低价批售，门店的二手车流转速度较慢。2022年5月，中升开始实施二手车中心模式，由二手车中心统一调度，通过集团内拍机制实现二手车在不同区域不同品牌的流转，由专业团队提供定价指导，最大化二手车业务利润。

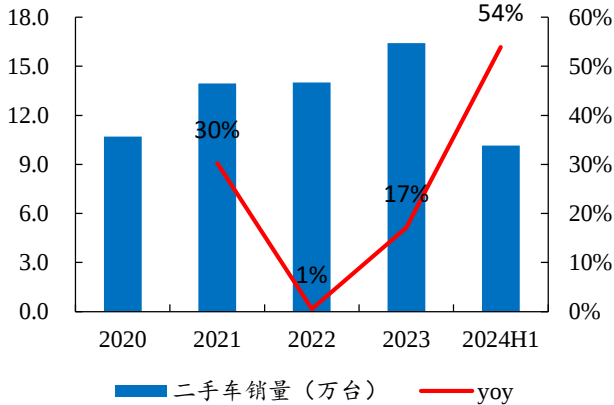
图64：二手车中心实现车源的跨品牌和跨区域流转



资料来源：公司公告

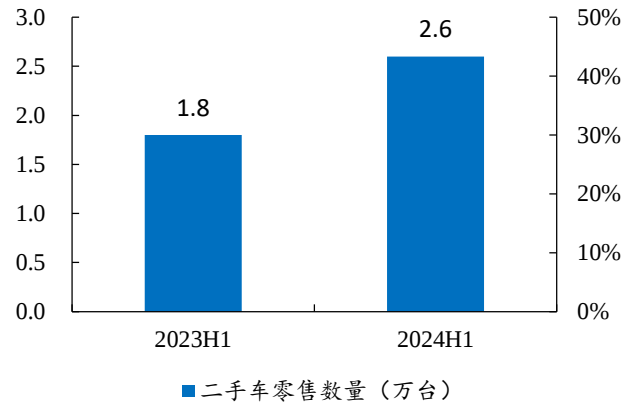
公司二手车业务高速发展。公司 2020 年开始发力二手车业务，2024H1 实现二手车销售 10.15 万台，yoy+54%，2020-2023 年销量年均复合增速为 15%。通过社交媒体引流和客服中心及维修服务中心推流，二手车销量达到 100 台的门店数量从 2023 年 37 家上升至 2024H1 的 49 家。二手车零售的利润更高，2024H1 零售的二手车数量达到 2.6 万台，零售占比为 26%。

图65：2024H1 二手车销量 yoy+54%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

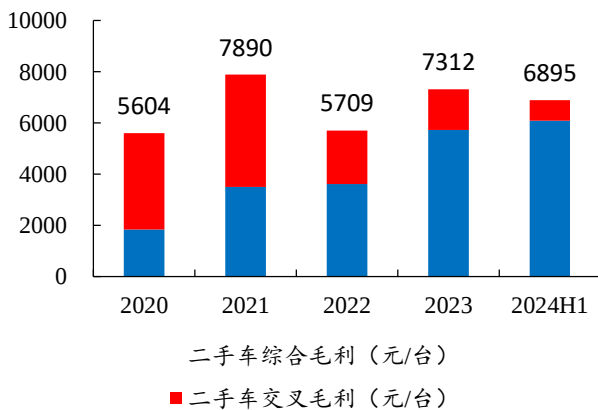
图66：2024H1 二手车零售销量 yoy+44%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

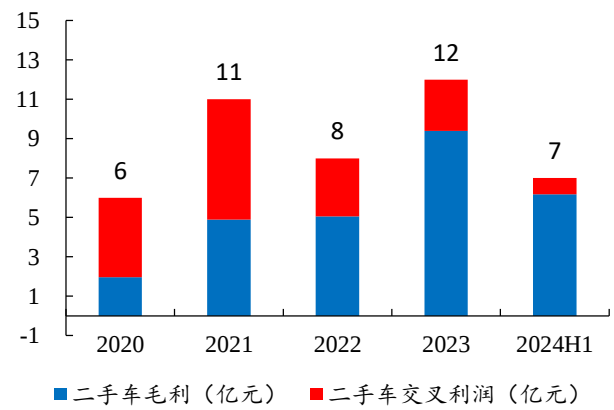
二手车单车利润水平保持健康，综合利润维持增长。2024H1 二手车新车毛利为 6087 元/台，较 2023 年提升 359 元，二手车毛利率为 7.5%，较 2023 年提升 0.8pct。2024H1 单台二手车综合毛利约为 6895 元，较 2023 年略有下滑主要系交叉毛利下滑，但仍保持在健康水平。2024H1 实现二手车综合利润 7 亿元，yoy+25%，二手车业务为集团贡献稳定利润。

图67：2024H1 单台二手车销售毛利为 6087 元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图68：2024H1 中升实现二手车综合利润 7 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

(1) 新车销售：公司是国内领先的经销商集团，在全国拥有 419 家经销网点，核心品牌包括奔驰、雷克萨斯、丰田等豪华和中高端品牌，当前由于国内新能源车渗透率的提升，燃油车销量和终端零售价格有所下滑，经销商行业将迎来洗牌，公司作为头部经销商具有更强大的抗风险能力，有望提升集团在品牌的市占率。此外，公司 2024 年底宣布与赛力斯合作，已有部分经销网点翻建为问界 4S 店，问界的品牌注入将大力修复传统燃油车经销的盈利情况。我们预计 2024-2026 年新车销售收入分别为 1327.87/1341.25/1272.10 亿元，毛利率为-3.2%/-3.2%/-2.5%。

(2) 二手车销售：2023 年公司着重打造中升二手车运营战略，持续获取高质量的二手车源和寻找零售线索，并建立集团内部贯穿的运营流程。即使在新车市场价波动的不利条件下，中升二手车仍然保持了稳健的盈利水平，2024H1 销量同比增长 54%，在中心化运营的战略下，二手车业务有望持续高质量增长。我们预计 2024-2026 年二手车销售收入分别为 190.90/209.98/230.98 亿元，毛利率为 7.0%/7.0%/7.0%。

(3) 精品与售后业务：2024H1 公司共运营 26 家维修服务中心，除了 4S 店单一品牌授权的售后服务模式，维修服务中心可在本地维修服务市场实现集中式跨品牌维修业务，为保险公司和保有客户提供更有性价比的服务，加强粘性。售后业务与代理保费规模和保有客户正相关。我们预计 2024-2026 年精品及售后收入分别为 275.99/289.79/304.28 亿元，毛利率为 47.0%/47.0%/47.0%。

表11：我们预计公司新车销售业务毛利将得到较大修复

业务	项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
新车销售	营业收入（亿元）	1454.20	1402.15	1327.87	1341.25	1272.10
	yoy		-3.6%	-5.3%	1.0%	-5.2%
	毛利（亿元）	39.40	10.58	-43.00	-42.78	-32.24
	毛利率	2.7%	0.8%	-3.2%	-3.2%	-2.5%
二手车销售	营业收入（亿元）	98.28	139.85	190.90	209.98	230.98
	yoy		42.3%	36.5%	10.0%	10.0%
	毛利（亿元）	5.06	9.40	13.44	14.79	16.26
	毛利率	5.1%	6.7%	7.0%	7.0%	7.0%
精品及售后	营业收入（亿元）	246.09	250.90	275.99	289.79	304.28
	yoy		2.0%	10.0%	5.0%	5.0%
	毛利（亿元）	115.86	117.66	129.72	136.20	143.01
	毛利率	47.1%	46.9%	47.0%	47.0%	47.0%
合计	营业收入（亿元）	1798.57	1792.90	1794.76	1841.02	1807.36
	yoy		-0.3%	0.1%	2.6%	-1.8%
	毛利（亿元）	160.32	137.64	100.16	108.21	127.03
	毛利率	8.9%	7.7%	5.6%	5.9%	7.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2、估值与评级

公司是国内头部汽车经销商集团,截至 2024H1 全国布局了 419 家 4S 经销网点,优质物业资源和销售团队将更好地辅助公司穿越行业周期。公司致力于满足客户全生命周期的汽车需求,除了以销售新车为切入点触达客户,公司还布局了高品质的二手车与全品牌运营的维修钣喷、车险续保服务,不断扩大并维持活跃的客户基盘。基于中心化运营思维,公司的售后与二手车业务正表现出较强的增长韧性,而在新车销售端,公司于 2024 年底宣布将与赛力斯合作,已有部分门店改建为问界 4S 店,与赛力斯的合作将有效修复新车毛利率。

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 1794.76/1841.02/1807.36 亿元,归母净利润为 25.45/31.64/49.40 亿元,对应当前股价 PE 为 11.0、8.9、5.7 倍,对应当前股价的 PEG 为 0.1。我们分别选取与公司同为头部汽车经销售的永达汽车、美东汽车和独立后市场服务商途虎-W 为可比公司,公司 2026 年 PE 与 PEG 均低于可比公司估值平均,首次覆盖,给予“买入”评级。

表12：公司 2026 年 PE 与 PEG 均低于可比公司估值

代码	可比公司名称	收盘价（港元）	净利润（亿元）			P/E			PEG
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2026E
3669.HK	永达汽车	2.55	2.58	4.33	6.54	17.5	10.4	6.9	0.13
1268.HK	美东汽车	2.13	0.94	3.47	4.88	28.5	7.7	5.5	0.13
9690.HK	途虎-W	15.20	5.11	8.10	10.36	22.8	14.4	11.2	0.16
	平均					22.9	10.8	7.9	0.14
0881.HK	中升控股	12.60	25.45	31.64	49.40	11.0	8.9	5.7	0.10

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：收盘价为 2025 年 1 月 24 日，以 2025 年 1 月 24 日 1 港币=0.93 人民币对股价换算。永达汽车、美东汽车的盈利预测与估值来自 Wind 一致预期，途虎-W、中升控股盈利预测与估值来自开源证券研究所）

6、风险提示

(1) 新车市场持续价格战的风险。受到新能源汽车的冲击，传统燃油车为了稳定市场份额价格竞争激烈，对经销商利润产生了负面影响，如果新车销售端价格战持续，可能会对公司盈利能力产生影响。

(2) 售后业务竞争加剧风险。当前国内出现较多互联网养车玩家，加剧了养车服务市场的竞争，可能会对公司盈利能力产生影响。

(3) 转型新能源业务的不确定性。公司是燃油车头部经销集团，新能源汽车的客群和企业定位与燃油车截然不同，公司不一定具有经销新能源汽车的优势，可能会对公司营业收入产生影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	468	576	594	635	682
现金	117	156	179	221	289
应收账款	179	215	213	214	213
存货	152	164	168	171	166
其他流动资产	20	40	33	28	12
非流动资产	448	457	452	442	429
固定资产及在建工程	178	181	176	168	156
无形资产及其他长期资产	234	241	241	241	241
资产总计	917	1033	1046	1077	1111
流动负债	289	335	333	503	487
短期借款	147	159	160	170	170
应付账款	82	110	116	119	115
其他流动负债	60	66	57	215	202
非流动负债	187	237	227	227	227
长期借款	116	157	157	157	157
其他非流动负债	71	80	70	70	70
负债合计	475	572	560	730	714
股本	0	0	0	0	0
储备	447	468	493	525	574
归母所有者权益	438	458	483	515	564
少数股东权益	3	2	2	2	2
负债和股东权益总计	917	1033	1046	1247	1281

现金流量表(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	88	53	44	63	80
税前利润	67	50	25	32	49
折旧和摊销	29	22	24	28	32
营运资本变动	-12	-19	-6	3	-2
其他	4	0	-561	-741	-922
投资活动现金流	-36	-5	-13	-15	-4
资本开支	-39	-11	-20	-20	-20
其他	-11	6	7	5	16
融资活动现金流	-45	8	-7	-7	-7
股权融资	-4	0	0	0	0
银行借款	-5	41	-7	-7	-7
其他	-19	-33	0	0	0
汇率变动对现金的影响	1	0	0	0	0
现金净增加额	7	56	23	41	68
期末现金总额	117	173	196	237	306

利润表(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,799	1,793	1,795	1,841	1,807
营业成本	-1,638	-1,655	-1,695	-1,733	-1,680
营业费用	-78	-77	-75	-75	-72
管理费用	-24	-24	-23	-24	-23
其他收入/费用	44	47	48	48	46
营业利润	102	83	49	57	77
净财务收入/费用	-12	-15	-16	-17	-16
其他利润	0	-0	0	0	0
除税前利润	90	68	33	40	61
所得税	-23	-18	-7	-9	-12
少数股东损益	-1	-0	0	0	0
归母净利润	67	50	25	32	49
EBITDA	130	106	73	85	109
扣非后净利润	67	50	25	32	49
EPS(元)	3	2	1	1	2

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	2.7	-0.3	0.1	2.6	-1.8
营业利润(%)	-13.2	-14.1	-27.2	8.0	17.4
归属于母公司净利润(%)	-19.9	-24.7	-49.3	24.3	56.1
获利能力					
毛利率(%)	8.9	7.7	5.6	5.9	7.0
净利率(%)	3.7	2.8	1.4	1.7	2.7
ROE(%)	15.1	10.9	5.2	9.1	12.4
ROIC(%)	9.9	7.3	4.4	5.0	6.8
偿债能力					
资产负债率(%)	51.9	55.4	53.5	67.7	64.3
净负债比率(%)	33.1	34.6	28.3	30.5	9.6
流动比率	0.6	0.6	0.6	0.8	0.7
速动比率	1.1	1.2	1.3	0.9	1.1
营运能力					
总资产周转率	2.0	1.8	1.7	1.7	1.7
应收账款周转率	99.7	60.3	44.4	46.2	45.2
应付账款周转率	21.9	18.6	15.8	15.7	15.5
存货周转率	10.8	10.5	10.2	10.2	10.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.77	2.10	1.07	1.33	2.07
每股经营现金流(最新摊薄)	3.66	2.22	1.84	2.65	3.35
每股净资产(最新摊薄)	18.36	19.30	20.37	14.57	16.64
估值比率					
P/E	4.2	5.6	11.0	8.9	5.7
P/B	0.6	0.6	0.6	0.8	0.7

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3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