



汽车综合服务龙头，底部反转在即 —— 中升控股（0881.HK）首次覆盖

社会服务业首席分析师：顾熹闽

汽车首席分析师：石金漫

汽车综合服务龙头，底部反转在即

—— 中升控股（0881.HK）首次覆盖

2025 年 08 月 31 日

核心观点

- **公司概况：不止于豪华汽车经销，战略升级打造品质化一站式汽车服务品牌。**以门店/收入口径计，公司为国内百强汽车经销商龙头，旗下门店 439 家主要由 BBA、雷克萨斯、问界等进口豪华/国产高端品牌组成。自 2023 年起，公司正式将定位提升为“中国品质消费者最信任的汽车服务品牌”，致力于通过售后、二手车交易等服务满足消费者用车全生命周期需求。
- **主动与被动的供给去化已开启，公司新车销售业务未来存反转契机，业绩存在可观弹性。**汽车经销存在显著的二元周期叠加特征，在宏观周期向下（消费降级）+新势力崛起（BBA 产品力相对下降）影响下，供需失衡推动豪华燃油车经销在过去三年经历了严峻的行业寒冬，主要体现为新车销售毛利率由正转负。但我们认为，当前新车销售的负毛利状态无法长期持续，目前已现改善信号：**1）供给侧：主动与被动的去化已开启。**自 2024 年下半年以来，中国 4S 门店数量首次进入减少状态。高杠杆并购带来的负债、现金流压力+新车销售盈利大幅下行+BBA 主机厂优化网络，共同推动效率更差的经销商退出市场。而由于新车销售的本地化属性极强，同城对手退出将极大缓解经销商间的促销压力，推动毛利率回升。**2）产品侧：**一是，进口豪华汽车品牌正在适应中国市场的本土消费趋势变化，推出更多智驾产品。二是，新势力从直营转经销的趋势明确，代理分销模式下经销商盈利模式得到优化和稳定。目前公司已为问界国内最大经销渠道，1H25 问界拉动新车毛利率边际改善 0.6pct。假设远期公司燃油车新车销售毛利率转正，预计将直接产生 24 亿税后利润，以 2024 年业绩计算将增厚利润 72%。
- **中心化运营策略下，售后业务成长性有望持续释放。**2022-24 年公司售后业务 CAGR~11%，毛利率维持约 46%。我们认为公司售后业务的持续增长，主要得益于公司依托中心化运营模式，在前、后端均具备较高市场份额，使其能与业务伙伴（银行、保险公司、零部件服务商）的合作更为顺畅。同时，公司通过跨品牌中心化整合，共运营 34 家维修服务中心，突破 4S 店单一授权品牌的限制，可为用户提供更具性价比的高品质售后服务。
- **投资建议：**我们预计公司 2025/2026/2027 年经调净利润为 33.5 亿元/43.6 亿元/48.8 亿元，对应 PE 估值为 9.9X/7.6X/6.8X，综合公司历史估值区间及潜在盈利改善空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**宏观经济持续下行的风险；新车销售毛利率改善不及预期的风险；主机厂返利补贴存在不确定性的风险。

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	168124	158863	154861	153734
收入增长率	-6%	-6%	-3%	-1%
归母净利润（百万元）	3212	3352	4359	4884
利润增速	-36%	4%	30%	12%
EPS（元）	1.35	1.40	1.83	2.05
P/E	9.51	9.89	7.60	6.79

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

中升控股（0881.HK）

推荐 首次评级

分析师

顾熹闽

☎：021-2025-2670

✉：guximin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070001

石金漫

☎：010-80927689

✉：shijinman_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030002

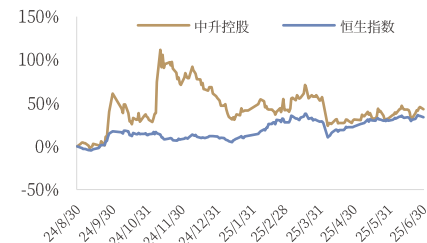
市场数据

2025-08-29

股票代码	0881
H 股收盘价(元, 港币)	16.07
恒生指数	25077
总股本(亿股)	23.86
实际流通股(亿股)	23.86
流通 H 股市值(亿元, 港币)	384

相对恒生指数表现图

2025-08-29



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

目录

Catalog

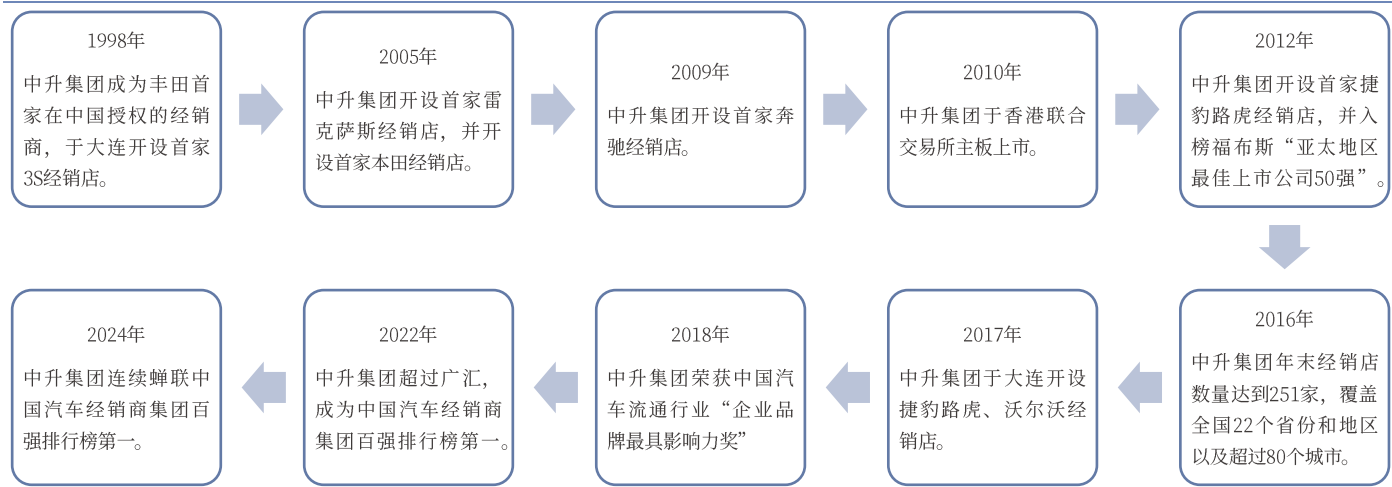
一、中国领先的全国性汽车经销商集团	4
(一) 聚焦豪华品牌，稳居中国汽车经销商集团百强排行榜榜首	4
(二) 双创始人股权稳定，分管集团战略与运营	5
(三) 财务表现：新车、二手车持续承压，售后稳健增长	6
二、汽车经销行业：积极因素在持续累积	9
(一) 传统豪华车经销：高资金壁垒+经营杠杆，进销差构筑盈利波动性	9
(二) 行业由盛及衰：经销商亏损过半原因几何？	9
(三) 行业见底回升的信号开始出现：供给出清与商业模式重构	12
三、中升控股：中心化运营策略，经营有望开启反转	17
(一) 中心化运营策略，逆周期扩张市场份额	17
(二) 新车销售：品牌聚焦策略优化，新能源转型驱动增长	18
(三) 售后业务：1H25 同店增长，中心化运营构建中长期引擎	20
四、盈利预测与投资评级	23
五、风险提示	26

一、中国领先的全国性汽车经销商集团

（一）聚焦豪华品牌，稳居中国汽车经销商集团百强排行榜榜首

1998 年，中升集团成为丰田首家在中国授权的经销商，在大连开设首家 3S 经销店。目前，公司已经是中国领先的豪华及中高端品牌汽车经销商集团，2010 年于港交所上市，主营业务涵盖新车销售、售后服务、二手车交易及汽车金融等全产业链服务。截至 24 年底，公司依托全国 436 家经销店的网络布局，聚焦豪华品牌矩阵，在 32 个中心城市形成高密度覆盖，22 年和 23 年蝉联中国汽车经销商集团百强排行榜第一名。2024 全年，公司共销售新车 48.53 万辆（其中豪华品牌 29.34 万辆）、二手车 22.62 万辆。

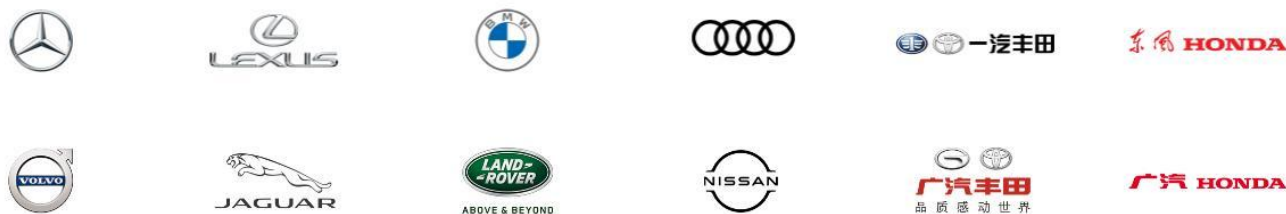
图1：中升控股发展历程



资料来源：中升控股，中国银河证券研究院

中升集团专注于经营豪华和中高端品牌组合。主营产品既包括以奔驰、宝马、奥迪和雷克萨斯为代表的传统豪华品牌，又包括以特斯拉、理想和 AITO 为代表的新能源豪华品牌，同时，也包括日产、本田和丰田等中端品牌。目前，公司在全国 57 个城市市场拥有单一品牌的独家经销授权，其中奔驰在 12 个城市是独家授权，雷克萨斯有 9 城，丰田有 4 城，AITO 有 4 城。另外，中升集团还在 61 个城市市场中对应品牌的经销网络市占率超 50%。本地市场集中布局，特别是在豪华品牌领域的优势，为中升集团塑造高端汽车服务商的品牌形象提供了战略支撑。

图2：中升控股主营品牌

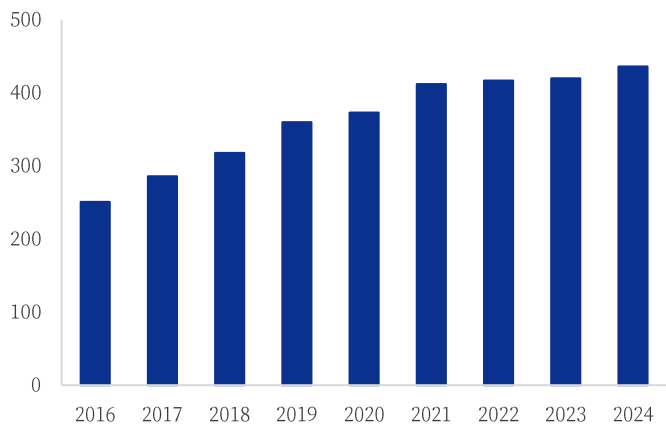


资料来源：中升控股，中国银河证券研究院

中升模式：跨门店跨品牌围绕客户、车、生活全方位客户运营。2023 年，中升集团设计、创建并运营了各种平台来实现中心化客户关系管理(CRM)流程体系，包括中心化 CRM 系统、中升 GO 会员平台、中心城市客服运营中心等，这套体系使公司不再是基于单品牌门店和单车车架号来运营客户。CRM 体

系基于微信小程序，能够通过所有业务板块（新车、二手车、售后服务、续保、代步车等）和渠道（经销店、维修服务中心、洗美门店、中升 GO 会员平台以及企业微信等），真正实现跨品牌联动获客。截至 24 年底，集团经销网络已达 436 家，相比于 16 年，八年间增长 185 家，复合年增长率达 7.1%。

图3：中升控股近年经销店数量变动情况（家）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图4：中升控股中心化客服关系管理模式示意图

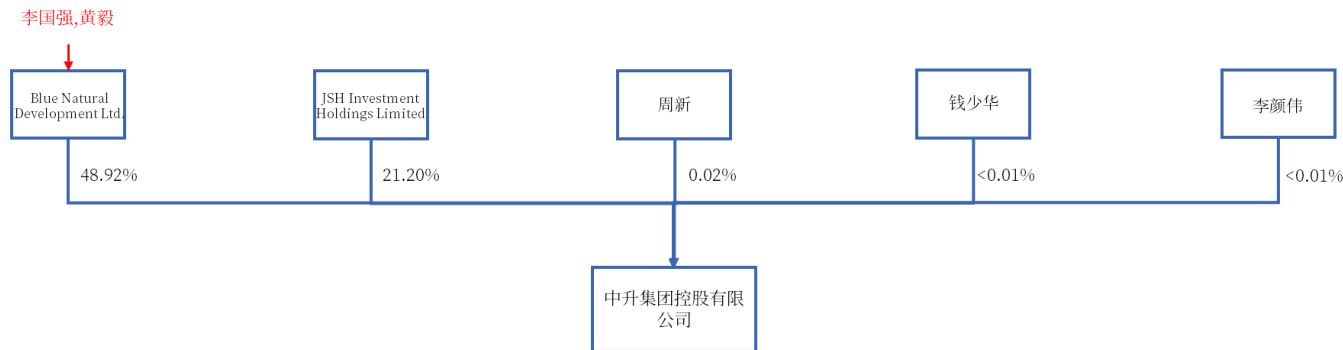


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）双创始人股权稳定，分管集团战略与运营

股权结构高度集点，核心控制权由创始人黄毅及李国强主导。截至 2024 年 6 月，Blue Natural Development Ltd.持有公司约 48.9%的股份，创始人黄毅与李国强，通过该公司实际掌控中升控股，并担任董事会核心职务。第二大股东 JSH Investment Holdings Limited 持股约 21.2%，其余股份主要由机构投资者及公众持有，如摩根大通（JPMorgan Chase & Co.）曾持有约 9.6%的股份。值得注意的是，控股股东自 2024 年 7 月以来多次通过市场增持，公司亦多次进行股份回购，显示其对公司的长期信心。

图5：中升控股股权结构图



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

核心管理层呈现创始人主导、经验深厚且高度稳定的特点。创始人黄毅与李国强自 1998 年集团创立以来长期执掌战略方向，兼具股权控制与运营决策权，形成强效治理结构。黄毅负责集团的战略管理及制定集团整体目标及任务，李国强负责集团的整体管理和营运，二人分工明确。高管团队平均从业年限超 10 年，核心成员如执行董事唐宪峰（分管工程与财务）、周新（售后业务）等均拥有丰富的垂直领域经验及内部晋升背景，体现业务深耕能力；同时引入年轻化专业人才，如 41 岁首席财务官于宁、40 岁首席战略官周正，兼具国际投行、会计事务所背景与数字化转型视野，助力战略升级。

表1：公司董事及高级管理层介绍

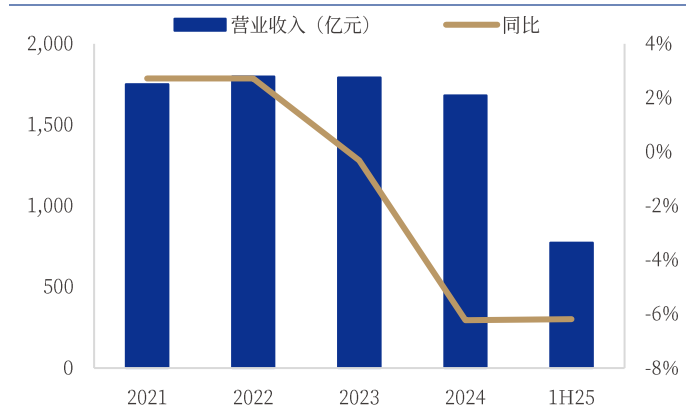
姓名	年龄	职位 / 职衔	职能、背景及贡献
黄毅	63 岁	董事长	公司两位创始人之一，自 1998 年集团创立起担任集团董事长。自 2008 年起担任公司董事会执行董事，另外，亦于集团内多家成员公司担任董事职位。
李国强	62 岁	总裁及首席执行官，副董事长	公司两位创始人之一，自 1998 年起担任集团首席执行官及总裁。并自 2008 年起担任公司董事会执行董事。亦于集团内多家成员公司担任董事职位，负责集团整体管理和营运。
唐宪峰	57 岁	副总裁，执行董事	于二零一四年一月加入公司，目前担任公司副总经理一职，主要负责工程建设及发展。2020 年 6 月 10 日获委任为公司执行董事及目前担任集团联席财务总监一职。
于宁	41 岁	首席财务官，执行董事	于 2021 年 5 月 11 日获委任为公司联席财务总监。于 2021 年 05 月担任公司副总经理。于 2024 年 03 月 27 日担任公司执行董事及首席财务官。
张志诚	53 岁	执行董事	张先生于二零零三年加入集团，目前监督集团各品牌汽车销售业务的销售及管理。
周新	46 岁	执行董事	于二零零四年加入中升集团控股有限公司，主要负责中升集团控股有限公司售后及配件业务及营运。于 2020 年获委任为公司副总经理兼运营管理中心总经理。
郝青	50 岁	副总经理兼品牌总经理	于一九九八年七月加入中升集团控股有限公司，目前担任集团副总经理兼品牌总经理一职。
李远华	46 岁	副总经理、审计监察部部长	于 2019 年 12 月 31 日委任为中升集团控股有限公司副总经理、审计监察部部长。
姚振超	45 岁	法务总监、公司秘书	于二零一一年七月加入公司，现时担任公司之法务总监。拥有中国及美国纽约州注册律师资格。于 2019 年 4 月 1 日获委任为公司秘书。
周正	40 岁	首席战略官	曾自 2016 年 5 月至 2017 年 11 月担任瑞士信贷（香港）有限公司投资银行及资本市场分部副总裁。于 2023 年 2 月 1 日获委任公司首席战略官。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）财务表现：新车、二手车持续承压，售后稳健增长

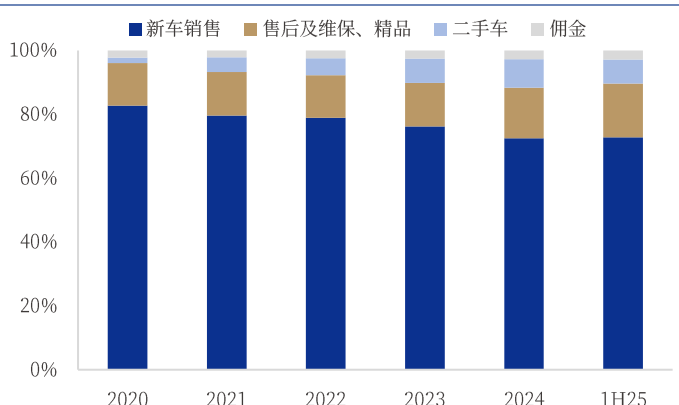
收入端新车销售承压，但售后持续增长。受 2022 年以来宏观消费环境变化，以及国产新势力份额提升影响，公司经营的传统豪华燃油车品牌单价、销量持续下滑，导致整体营收自 2022 年以来增速逐步放缓并转为下跌。1H25 公司实现营收 773 亿元/同比-6.2%，其中，1) 新车销售收入 579 亿/同比-4.7%，降幅较 2024 年整体收窄，主要因公司问界门店完成起网，抵消油车下滑损失；2) 售后、精品及维保套餐收入同比+0.1%，其中售后服务受益于公司的事故车维修经营策略同比+4.4%，活跃客户及进场台次仍保持增长，但精品及维保仍受宏观环境影响；3) 二手车业务受“以旧换新”导致车龄增长、新车端降价等因素表现承压，1H25 虽然销量同比+10%，但收入同比-27%；4) 佣金收益 1H25 同比-6%，与新车销售基本同比例。

图6：中升控股营业收入及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

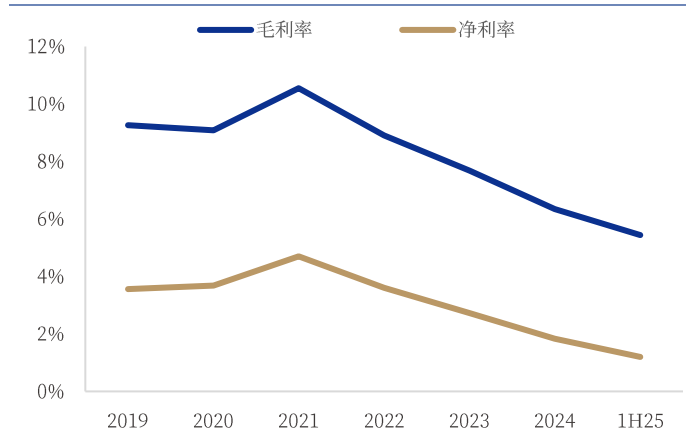
图7：中升控股营收拆分（按业务类型分类）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

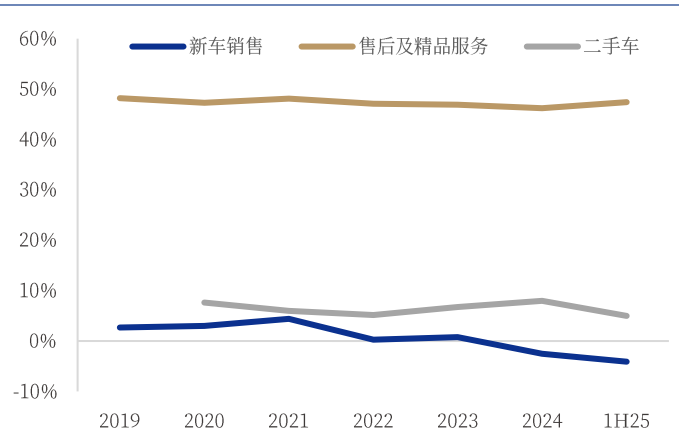
1H25 新车销售毛利率延续下行，售后毛利率稳定。受宏观环境及新势力品牌产品力提升影响，进口豪华燃油车受供需两端压制，终端售价、折扣持续恶化，引致新车销售毛利率出现行业性的集体下滑。受新车市场动荡影响，含公司主机厂常规返利和特殊补贴后的新车销售在 2024 年首次跌入负毛利。1H25 该影响仍在持续，且由于主机厂返利补贴到位时间不均，公司 1H25 新车销售毛利率进一步下滑至 4.1%。此外，二手车业务同样受新车价格传导，叠加“以旧换新”带动车龄上升，毛利率开始出现下滑（1H25 同比-3.5pct）。售后及精品业务表现稳定，尤其是公司售后业务以事故车维修为主，用户价格敏感度低，1H25 毛利率达 47.4%/同比+0.2pct。

图8：中升控股历年销售毛利率和销售净利率变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

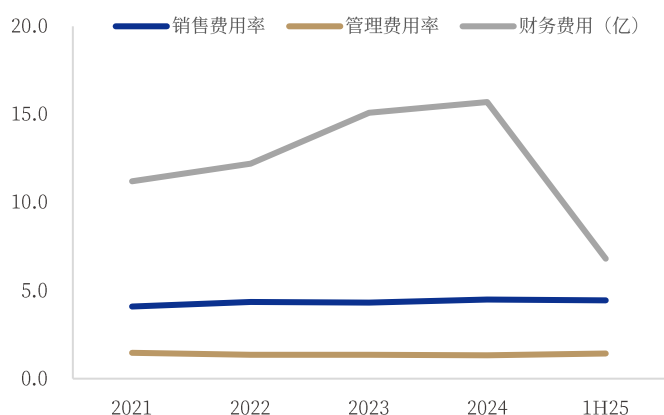
图9：中升控股历年毛利率变化（按业务类型分类）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

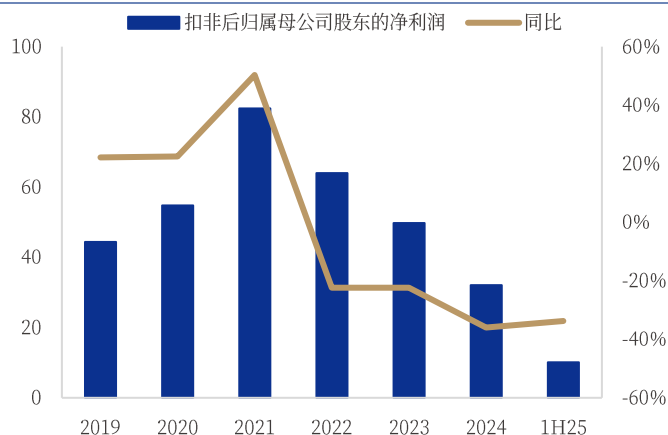
受高经营杠杆影响，公司盈利自 2022 年以来持续承压。行业下行阶段，公司对期间费用总额的控制加强，2022 年总体期间费用保持平稳，但由于营收下行，导致期间费用率略有提升，叠加新车销售毛利率急剧下滑影响，1H25 公司扣非净利率降至 1.3%，为 2015 年以来的次低点。

图10：中升控股历年期间费用率变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

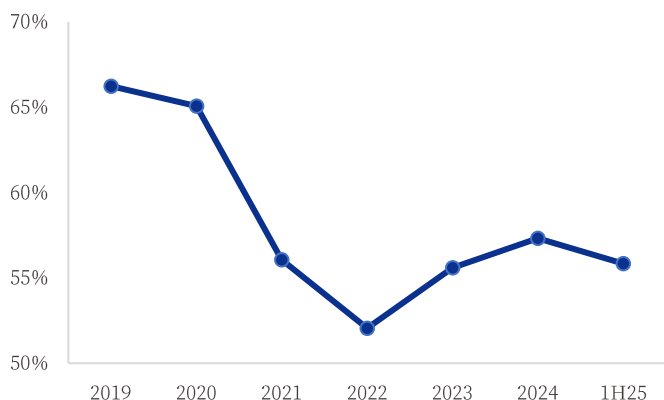
图11：中升控股历年归母净利润和同比增长率变化（单位：亿）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

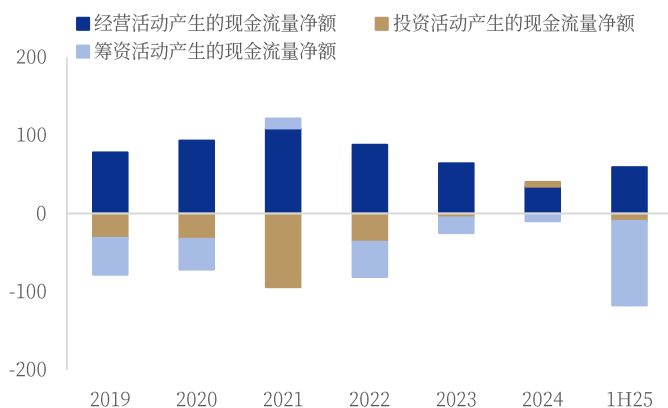
资产负债率控制良好，流动性储备充足。作为行业龙头，公司对资产负债表的管控十分严格，近五年资产负债率保持在50%-61%区间，考虑到汽车经销商属于资本密集型行业且近年行业竞争加剧，负债率处于可控区间。从现金流角度看，虽然21-24年行业进入寒冬，但公司仍维持正向的现金流入，其中经营性净现金流各为108.72亿元/87.85亿元/64.26亿元/34.39亿元。1H25筹资活动现金流大额流出，主要因公司提前偿还部分债务，包括31亿港元的可换股债券。

图12：中升控股历年资产负债率变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图13：中升控股历年现金流变化（亿元）



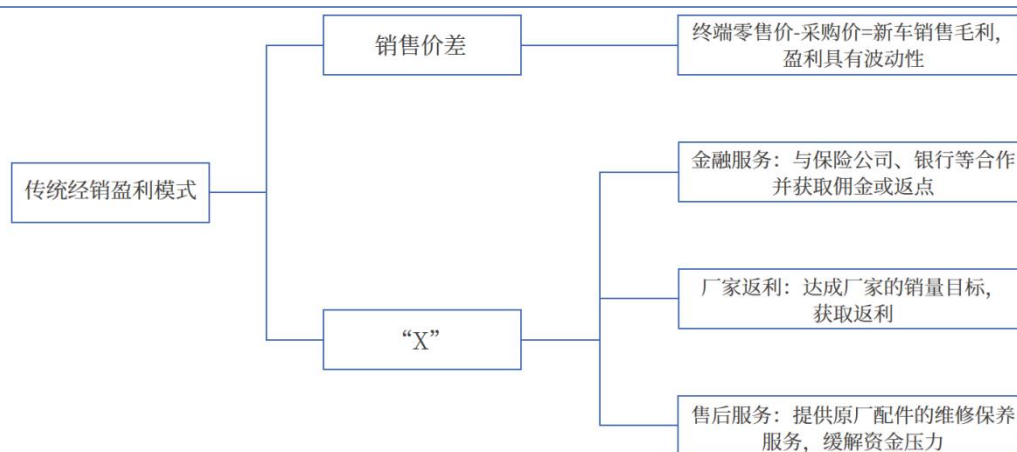
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、汽车经销行业：积极因素在持续累积

（一）传统豪华车经销：高资金壁垒+经营杠杆，进销差构筑盈利波动性

传统豪华车经销的商业模式核心是“销售价差+X”的复合结构。从整车销售的整体链条看，经销商在新车销售端的盈利主要来自零售价与采购价的差额。其中，传统燃油汽车采购价一般由汽车制造商确定，而经销商在零售价的制定上具备较高的自主权。也正因如此，当市场竞争加剧、价格下行时经销商的盈利空间会被压缩，即这部分盈利具有一定的波动性。“X”的来源：1）金融服务：经销商还可通过与保险公司和银行、信贷机构等合作，为购买新车的车主提供人车保险和按揭贷款等金融服务，并从中获取返利或佣金等；2）厂家返利：主机厂在出货给经销商时一般会设置激励措施，如当经销商达成一定的销量目标时给予返利；3）售后服务：4S店在经销的同时也会为车主提供售后维修服务，通过提供主机厂的原厂配件和保养等服务获得更高的利润，缓解经销端资金压力。

图14：传统豪华车经销商盈利模式

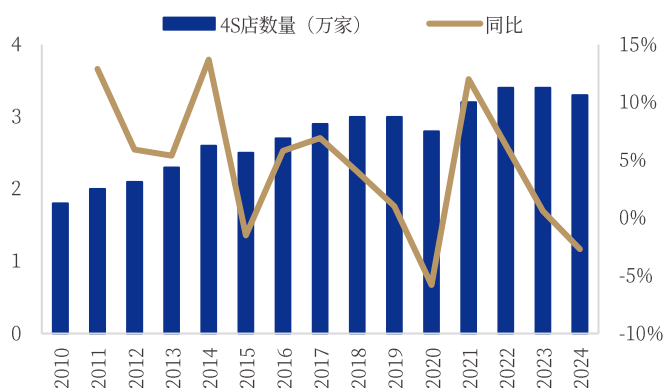


资料来源：中国银河证券研究院绘制

（二）行业由盛及衰：经销商亏损过半原因几何？

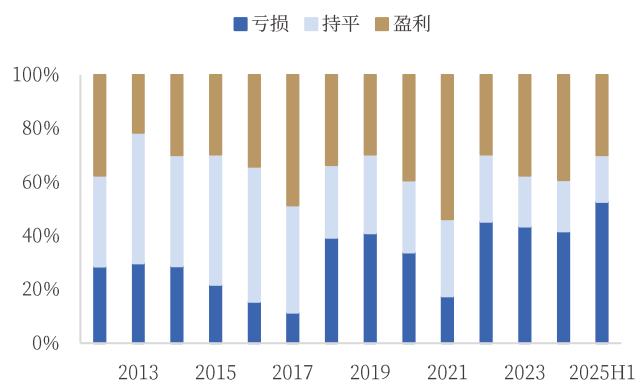
盛极转衰，2022 年以来经销行业陷入困境。2010-2021 年，汽车经销行业受益于居民消费升级，新车销量维持较快增长，尤其是豪车销售处于高速成长期，全国 4S 店总数量除 2020 年受疫情影响外均保持增长态势，盈利经销商占比也在 2021 年达到 53.8% 的峰值水平。2022 年后，伴随消费疲软+国产新能源车产品力提升，燃油车销售陷入价格战，新车销售利润转负大幅挤压经销商盈利空间，4S 店数量和盈利能力均开始滑坡。截至 2024 年年末，全国共有 4S 店 32878 家，同比减少 2.7%；1H25 亏损经销商占比达 52.6%，为近十年最高值。

图15: 全国 4S 店总数量及变化情况



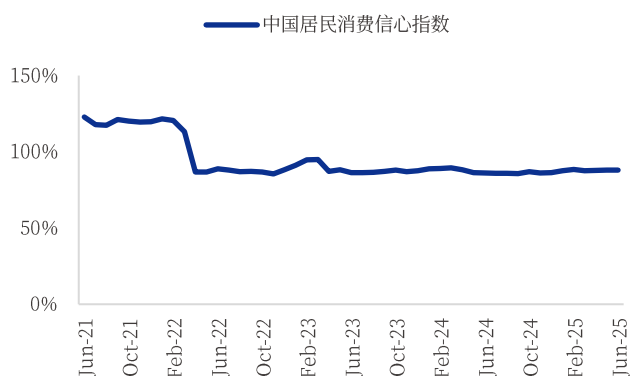
资料来源: 中国汽车流通协会, 中国银河证券研究院

图16: 全国经销商盈利状况



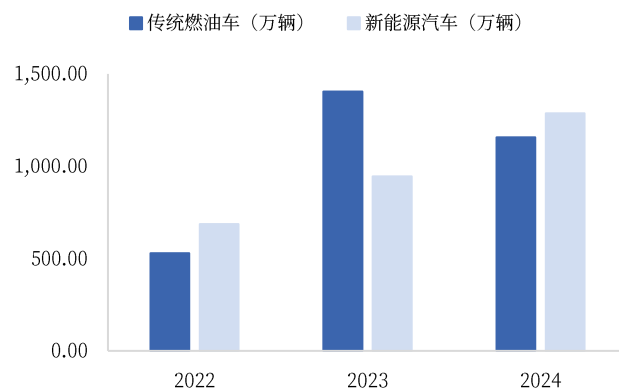
资料来源: 中国汽车流通协会, 中国银河证券研究院

图17: 中国居民消费信心指数



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

图18: 传统燃油车与新能源汽车销量对比

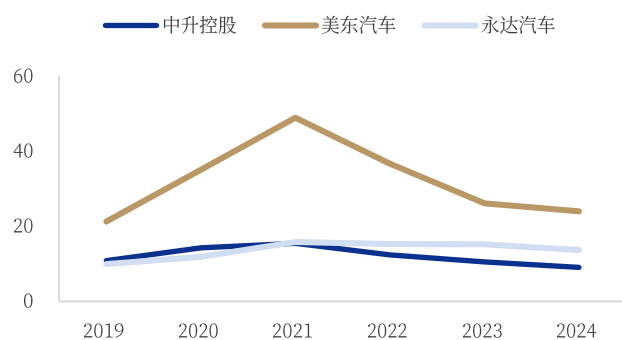


资料来源: 中国汽车工业协会, 中国银河证券研究院

新车销售毛利承压是近年行业下行直接原因，背后受传统燃油车经销商业模式下产销失衡，以及传统豪华车产品力缺位影响：

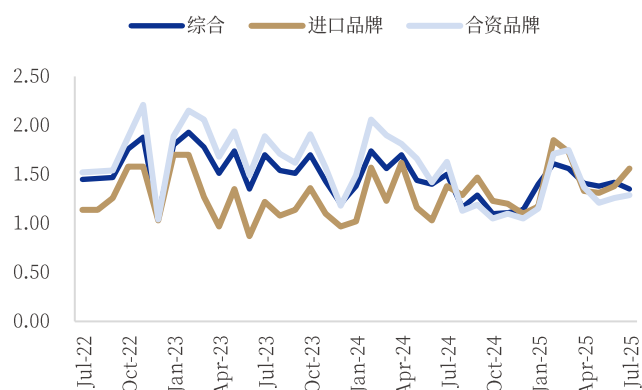
(1) **传统经销模式下，经销商库存周转率持续下行，推动降价销售，毛利承压。**传统商业模式下，燃油车主机厂实行“先产后销”，车辆所有权从主机厂转至经销商。在高景气阶段，这一模式可为经销商带来丰厚的业绩弹性（加价卖车）；但在景气下行周期中，大量滞销库存存在降价出售、减值风险。2022 年以来，受周期下行影响，经销商库存系数长期维持 1.5 以上，行业库存周转速度显著下降。供需失衡下，价格内卷导致新车销售毛利由正转负。同时，为推动终端销售和达到市场份额目标，主机厂通常在与经销商签订的商务合同中会明确包含销量奖励目标，因而经销商为实现资金回笼，并获得厂家返利以缓解财务压力，会通过较大幅度的综合促销折扣进行销售，最终形成“进销价倒挂”、新车销售负利的状态。

图19：中升、美东、永达库存周转率（次）



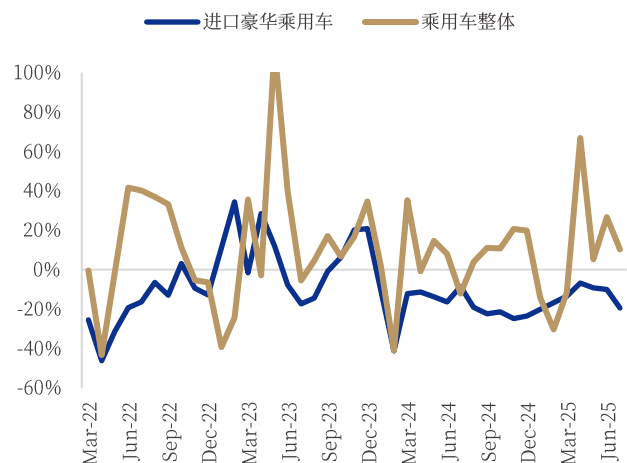
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图20：经销商库存系数情况



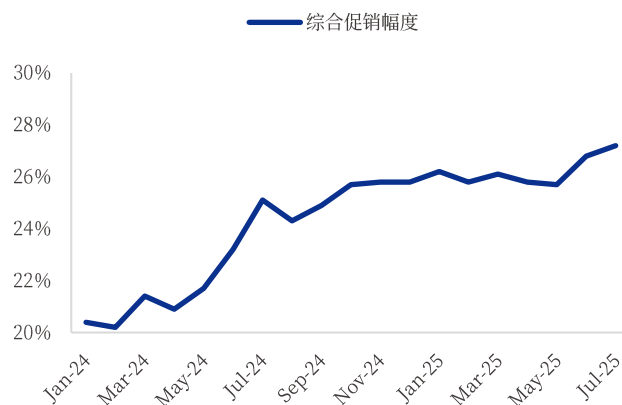
资料来源：中国汽车流通协会，中国银河证券研究院

图21：中国乘用车、进口豪华车销量增速对比



资料来源：乘联会、中国汽车工业协会，中国银河证券研究院

图22：豪华燃油车综合促销幅度走势



资料来源：崔东树公众号，中国银河证券研究院

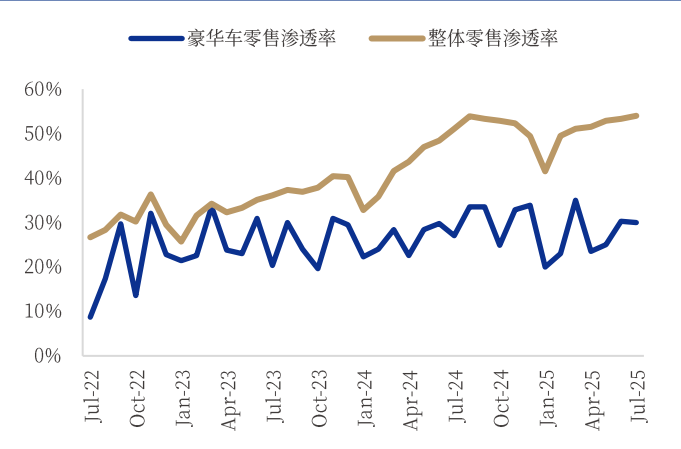
（2）进口豪华燃油车产品力逐步落后于国产新势力。问界、小鹏、理想等新势力品牌凭借智能化、数字化领域的抢先布局，在新能源车时代对传统进口豪华品牌实现弯道超车。目前中国市场消费者相比传统的机械素质、品牌力，开始更加追求智能化的用户体验。而综合来看，在智能化配置方面，传统燃油豪华车目前在软、硬件上均不占优势。因此由于国产新势力的快速崛起，以奔驰、宝马、奥迪（BBA）为代表的传统燃油豪华品牌正在逐渐丢失其产品力地位。从渗透率来看，截至2025年7月新能源汽车的整体渗透率已达到54.0%，较2024年同期提升2.9pct，新能源对传统燃油车的冲击力度加大，豪华车层面上新能源渗透率为30.0%，同比+3pct。而从销量增速来看，自进入2024年以来，高端品牌月度销量基本维持在负增速，而自主品牌表现则较为出色。

表2：“BBA”与新势力部分智驾配置对比

智能化配置	宝马	奔驰	奥迪	小鹏	问界
泊车影像系统	360 度全景	540 度全景	360 度全景	540 度全景	540 度全景
遥控泊车/驶出	×	√	×	√	√
导航辅助系统	×	高速导航驾驶辅助	×	高速导航驾驶辅助 城市导航驾驶辅助	高速导航驾驶辅助 城市导航驾驶辅助
高精地图	×	√	×	√	√
远程召唤	×	×	×	√	√
智驾硬件（传感器数量）	21	24	20	31	27

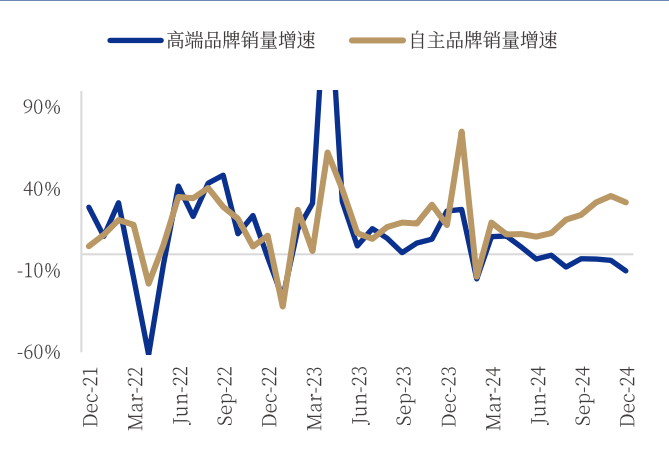
资料来源：太平洋汽车网，中国银河证券研究院

图23：新能源汽车（按档次）新车销售渗透率



资料来源：中国汽车流通协会，乘联会，中国银河证券研究院

图24：自主品牌、高端品牌销售增速



资料来源：中国汽车工业协会，乘联会，中国银河证券研究院

（三）行业见底回升的信号开始出现：供给出清与商业模式重构

反内卷已成为中央经济工作的重点。政策层面上，进入 2025 年以来，发改委、行业协会等已出台一系列政策和举措，重点强调对内卷式竞争的治理。7 月 1 日，中央财经委员会第六次会议释放重大信号,首次将“依法依规治理企业低价无序竞争”置于全国统一大市场建设的核心位置。

表3：汽车行业主要反内卷政策/举措

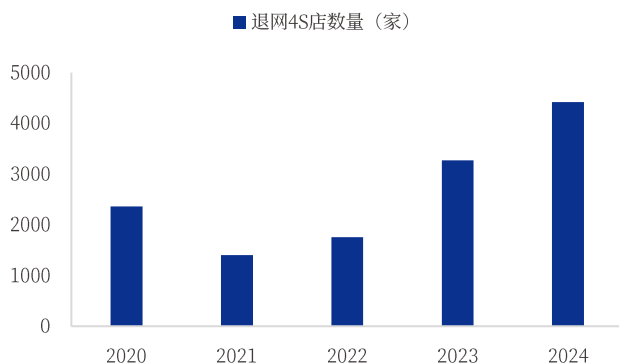
时间	发布机构	政策/文件	核心内容
2025 年 10 月 15 日起实施	全国人大	新修订《反不正当竞争法》	禁止滥用优势地位拖欠中小企业账款，规范境外不正当竞争行为，扰乱国内市场秩序。
2025 年 5 月	中汽协	《关于维护公平竞争秩序 促进行业健康发展的倡议》	所有企业严格遵从公平竞争原则，依法依规开展经营活动；优势企业不为垄断市场，挤压其他主体生存空间，损害其他经营者合法权益；企业在依法降价处理商品以外，不以低于成本的价格倾销商品，不进行诱导消费者的虚假宣传，扰乱市场秩序，损害行业和消费者根本利益
2025 年 6 月	全国工商联汽车经销商商会	《关于反对“内卷式”竞争 促进汽车经销行业高质量发展的倡议》	全行业应以中国汽车产业实现高质量发展大局为重，严格遵守公平竞争原则，坚决抵制以“价格战”为主要形式的“内卷式”竞争行为。
2025 年 6 月	长三角地区四大汽车经销商商会	《关于敦请主机厂改善长三角地区汽车经销商经营困境的函》	改善经销商库存状况，缓解市场失序，提升经销商生存能力。

2025 年 7 月	中汽协	《出海自律公约》	禁止在海外市场低价倾销，倡导尊重当地法律文化，并成立“价格自律小组”监督报价。
------------	-----	----------	---

资料来源：国家发改委、中国汽车工业协会等，中国银河证券研究院

汽车经销行业的供给自 4Q24 开始已出现自发性出清，由经销商被动闭店+主机厂主动优化网络共同驱动。2024 年以来，供需恶化带来的经销商资产负债、现金流恶化，以及新势力拓展经销商渠道共同推动 4S 店退网数量创下历史新高，同时 4S 网点总数也出现自 2020 年以来的首次下降。同时，在 23 年合资品牌经销门店减少 8% 的背景下，豪车品牌亦于 2024 年已开始采取网络优化措施，其中奥迪、奔驰翻牌现象加速，保时捷已经宣布未来 2-3 年缩减 1/3 大陆经销门店，预计 25 年豪车门店数量开始收缩。

图25：全国每年退网 4S 店数量



资料来源：中国汽车流通协会，中国银河证券研究院

图26：部分豪华品牌近期门店调整计划

品牌	关店/调整计划
保时捷	计划到 2026 年底前，将中国经销商数量从约 144 家减少至 100 家左右，缩减比例近三分之一。
奔驰	计划自 2025 年起削减超过 100 家门店，优化低效网点。
宝马	计划将中国市场的经销商数量从 650 家缩减至 550 家左右（削减约 100 家）。
奥迪	未明确公布全国性关店计划，但已有多地门店关闭或易主（如上海、天津等地最大奥迪门店关闭）。

资料来源：易车网等，中国银河证券研究院

广汇汽车案例折射供给出清信号。广汇汽车曾是国内头部汽车经销商之一，于 2015 年通过借壳美罗药业在上交所上市，其营收规模在国内汽车经销商中常年位居前二，但 2024 年受困于景气周期中的高杠杆并购扩张+下行期经营策略失误，在行业价格战的背景下最终暴雷退市。

(1) 扩张期（2011-2019 年）：杠杆收购高速扩张，资金压力隐患初现

上市以前，广汇汽车在 2011-2014 年期间就通过杠杆收购的方式扩张了 194 家门店，A 股上市后，公司使用募得资金延续了这一策略，2015-2019 年间，公司总计通过收购扩张了 333 家门店，累计收购交易金额超过 150 亿元。2019 年，公司全年销售台次达 122.51 万台（含二手车），营业收入达 1704.56 亿元，成为当年国内规模最大的经销商。

表4：广汇汽车 2015-2019 年主要收购项目

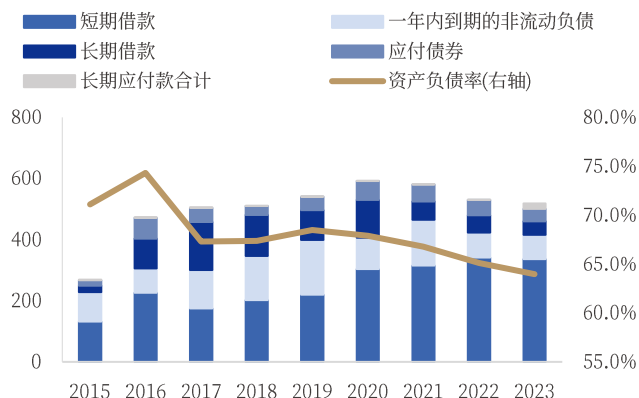
首次公告日	交易标的	成交金额（万元）
2018-05-15	赤峰市庞大之星汽车销售服务有限公司,德州市庞大之星汽车销售服务有限公司,唐山市庞大之星汽车销售服务有限公司,邯郸市庞大乐业汽车销售服务有限公司,济南庞大之星汽车销售服务有限公司	125,300.00
2018-03-26	上海众国宝泓汽车销售服务有限公司,上海普陀宝泓二手车销售服务有限公司,合肥宝泓汽车销售服务有限公司,芜湖众国宝泓汽车销售服务有限公司	61,900.00
2017-03-28	温州捷顺汽车技术服务有限公司,绍兴捷顺汽车销售服务有限公司,温州捷骏汽车有限公司,台州捷顺汽车有限公司,温州好德宝汽车服务有限公司,温州市好达机电有限公司	90,000.00
2016-08-20	深圳市鹏峰汽车(集团)有限公司	100,620.00
2015-12-23	宝信汽车集团有限公司 75%股权,持有的宝信汽车不超过 75%的尚未行使的购股权	1,149,182.38

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

与此同时，公司的财务状况面临严峻挑战。广汇汽车为实现快速扩张积累了大量有息负债，资产负债率不断走低。至 2017 年，公司有息负债规模已超过 500 亿元，资金压力较大。且公司资产中商誉占

比较高，在消费力持续减弱、供需关系失调的背景下有较大减值风险，实际可变现优质资产不足以负担高财务杠杆，财务结构的隐患初步显现。

图27：广汇汽车资产负债率和有息负债情况（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图28：广汇汽车商誉在资产中占比

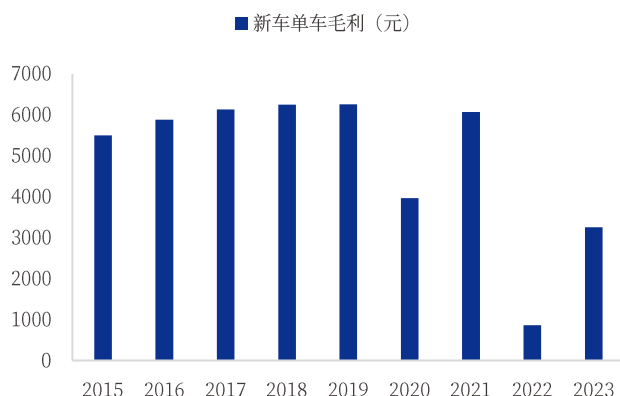


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(2) 失速期（2020-2023年）：新能源转型滞后，燃油车销量见顶

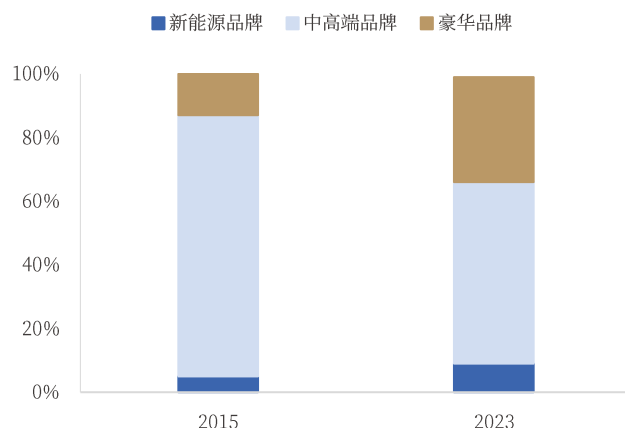
2019年，广汇汽车年新车销量达到峰值，随后由于新能源汽车的冲击等多重因素，公司从扩张期转入失速期。由于下滑的销量难以支撑扩大的负债规模，公司不得不放弃部分利润以换取销量的稳定，新车毛利急转直下，2022年新车销售单车毛利仅862元。且公司长期专注于传统豪华品牌及中高端品牌，忽视了新能源转型的重要性，截至2023年公司新能源门店仅占9%，导致公司盈利能力出现重大问题。

图29：广汇汽车新车销售单车毛利情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图30：广汇汽车各类门店占比

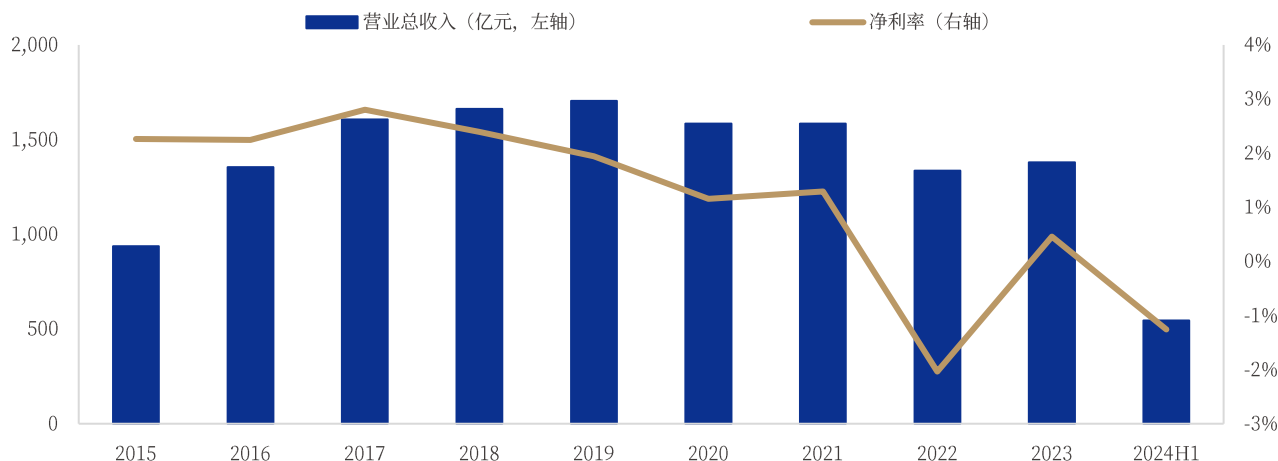


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(3) 崩盘期（2024年）：债务危机爆发，股价低迷退市

受到高杠杆压力和盈利能力下降的双重打击，广汇汽车债务问题集中爆发，经营受到影响。2024年上半年公司为亏损状态，最终在8月21日因收盘价连续20个交易日低于1元而退市。广汇汽车的崩盘退市折射出行业转型的缩影，即依靠杠杆收购实现的高速、粗放的扩张，以及“产销失衡”、恶性内卷带来的产能过剩，将在政策奠基的供给出清中被淘汰殆尽，承压数年的经销行业有望迎来新的拐点。

图31：广汇汽车净利率及营业收入



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

多因素驱动新势力品牌从直销、Mall 店转向经销商体现：1) 为适应市场竞争和品牌发展策略，新势力车型持续丰富，伴随爆款产品由单一车型向多车型延伸，传统 Mall 店从展示面积和开办成本两个角度上均存在较大局限，拥有现成门店资源的汽车经销商更为适应多车型产品矩阵下的新势力品牌要求。2) 伴随国内新能源市场竞争加剧，以及部分新势力产品向豪车价格带演进，拥有丰富渠道网络和豪车客户的传统 BBA 经销商势必成为合作对象。同时以往直营或 Mall 店经销商优势在于前端展示，在后端售后服务的资源和人员储备上亦不如传统豪车经销商合作。而伴随新势力保有量持续扩大，通过翻牌现有 BBA 经销商也成为新势力快速形成售后服务网络的有效策略。

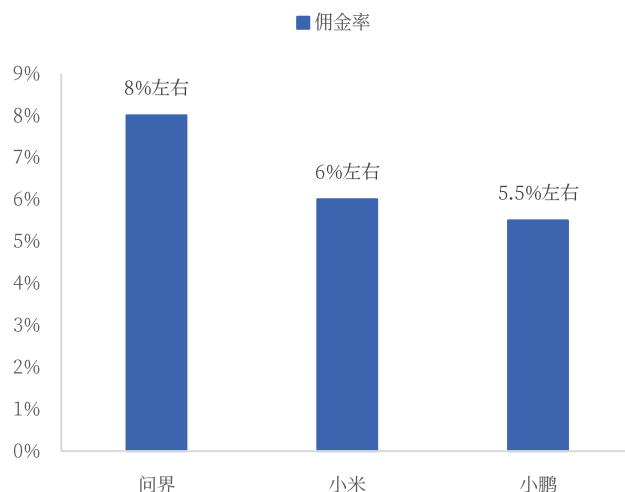
传统经销商拥抱新势力，现金流+盈利模式有望优化。传统豪华燃油车经销模式下，主机厂以产定销，主机厂通过预先付款或短账期的方式，将库存和资金压力转移至经销商网络。而新势力品牌在新车销售业务上更多采用代理分销，以销定产，经销商由赚取“批-零”差价，变为赚取稳定佣金。在此模式下，虽然在现金流上经销商仍需先支付完整车款给主机厂，但该笔被占用的现金流对应的是终端已有的订单，商业模式较传统豪华车经销更健康。

图32：部分新能源品牌销售模式

品牌	主要销售模式
特斯拉	直销
问界	直销→经销（代理）
蔚来	国内：直销为主，探索“售后授权”等混合模式 海外：代理
理想	直销
比亚迪	经销
小米	直销+经销（代理）
小鹏	直销→经销（代理）

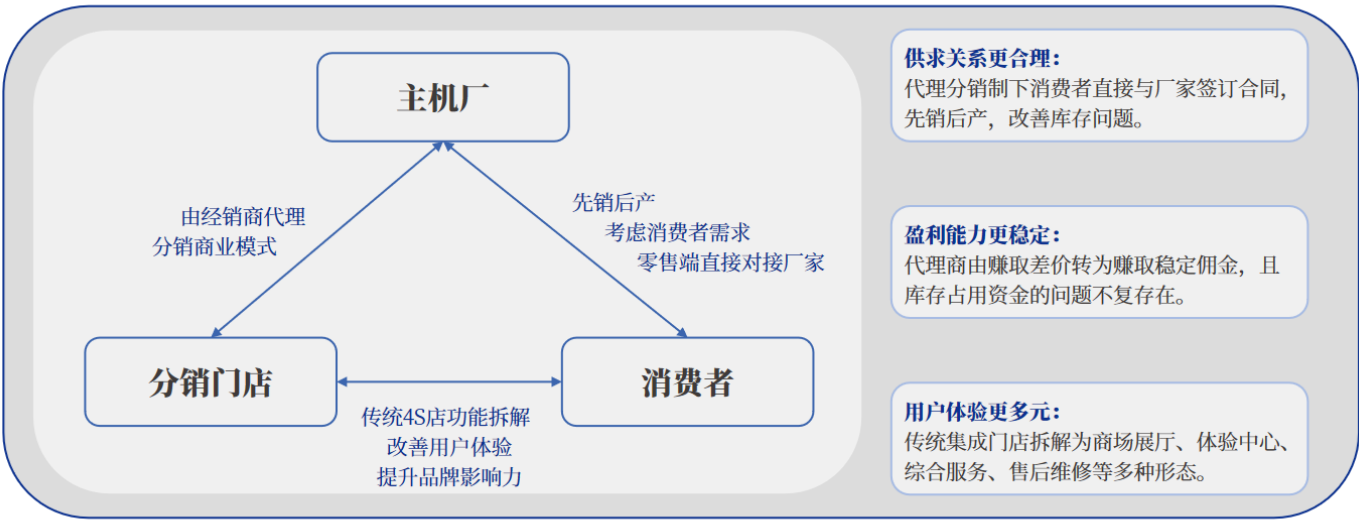
资料来源：各公司官网，中国银河证券研究院

图33：新能源品牌代理佣金率与中升新车销售毛利率对比



资料来源：大公报，汽车之家，界面新闻等，中国银河证券研究院

图34：渠道转型，代理分销模式兴起



资料来源：中国银河证券研究院绘制

传统豪华品牌的产品之变：技术追赶与本土融合，重铸核心竞争力。以BBA为代表的传统豪华品牌已经意识到产品力的缺位，将以更大的投入和更开放的态度，加速在智能电动领域的追赶与反超。近期奥迪与华为开展合作，将其ADS 3.0 高阶智能驾驶系统引入旗下车型A5L等，并计划快速落地城市NOA功能，旨在重新夺回在“智能”和“电动”两大维度的定义权；宝马和奔驰同样与国内领先的智驾解决方案供应商Momenta、元戎启行等积极合作，在智能化、数字化领域重塑产品力。

图35：重塑产品力，上汽奥迪A5L搭载华为智驾

车型	售价	驾驶辅助功能
A5L Sportback 豪华型	27.99W	奥迪辅助驾驶系统：无
A5L Sportback 尊享 Quattro 型	30.99W	奥迪辅助驾驶系统：无
A5L Sportback 智领型	31.99W	奥迪驾驶辅助系统：搭载华为乾崮技术的辅助驾驶系统 奥迪驾驶辅助系统：搭载华为乾崮技术的泊车辅助系统
A5L Sportback 智领 Quattro 型	33.99W-	奥迪驾驶辅助系统：搭载华为乾崮技术的辅助驾驶系统 奥迪驾驶辅助系统：搭载华为乾崮技术的泊车辅助系统

资料来源：奥迪官网，中国银河证券研究院

图36：“BBA”积极参与智能驾驶研发

品牌	合作伙伴	合作内容/搭载车型
奥迪	华为	乾崮智驾系统：一汽奥迪Q6L e-tron、A5L；未来新Q5L、燃油版A6L
宝马	Momenta	联合开发面向中国市场的新一代智能驾驶辅助解决方案，应用于国产新世代等车型
	华为	基于鸿蒙生态开发智能应用系统（如数字钥匙、HiCar）、MyBMW App鸿蒙化升级
	阿里巴巴	基于通义大模型联合开发AI引擎，用于车载智能个人助理
奔驰	元戎启行	为smart精灵#5开发高阶辅助驾驶系统（支持城市/高速NOA等）
	Luminar	研发下一代自动驾驶，采用Luminar激光雷达系统

资料来源：易车网、懂车帝等，中国银河证券研究院

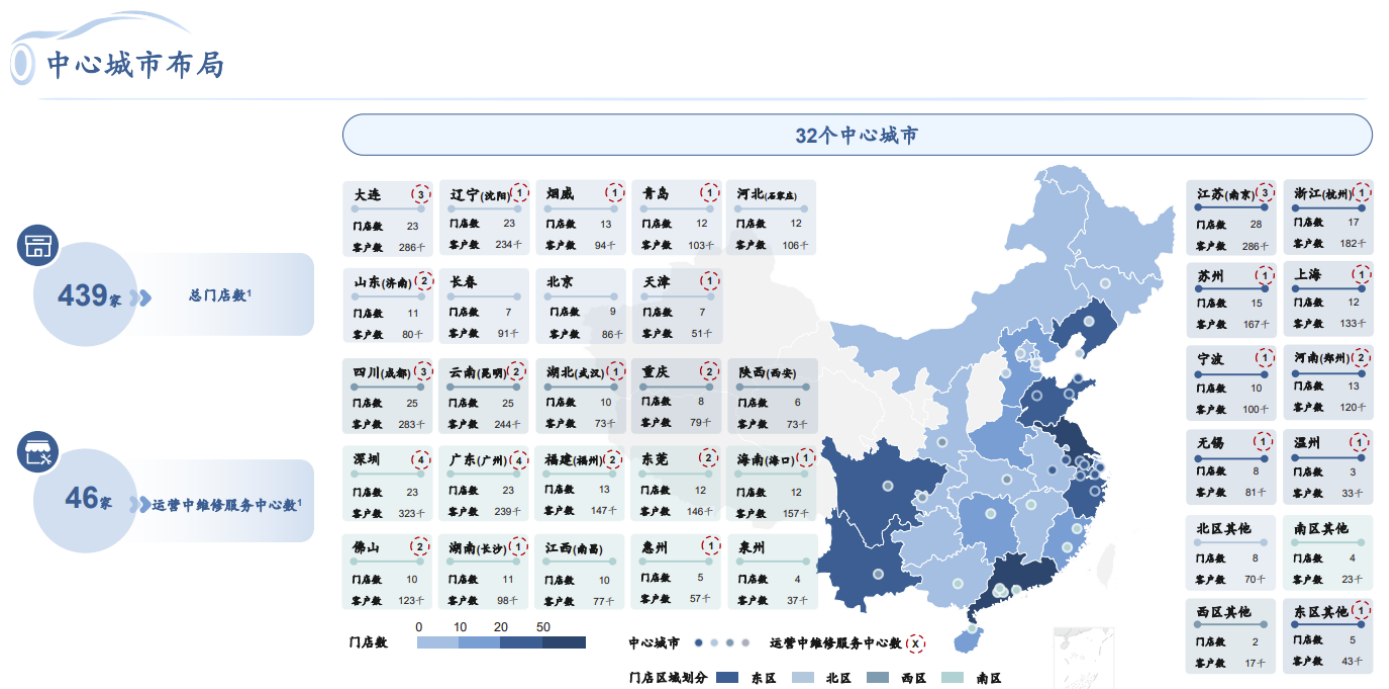
三、中升控股：中心化运营策略，经营有望开启反转

（一）中心化运营策略，逆周期扩张市场份额

中心城市+品牌化战略效果显现，市场占有率逆势增长。中心化运营策略：由于汽车服务具有典型的本地化属性，集中度更聚焦区域市场而非全国市场，因此公司近年来一贯奉行重点运营 32 个中心城市的战略。这一策略的核心在于从“广撒网”式的全国扩张，转变为“精耕细作”式的区域市场深度运营。其“中心城市布局”具体指的是：中升控股将其核心资源和运营重心高度集中在全国 32 个经济最发达、汽车消费潜力最大的核心城市，从而实现提升本地市场密度与份额、最大化规模效应与协同效应、深化客户关系与提升单客价值和增强抗风险能力等目的。

据公司年报数据，截至 2024 年年末，32 个中心城市传统豪华车保有量 1530 万辆，新能源豪华车保有量 360 万辆，拥有全国 62.7% 的豪华汽车用户，公司拥有这 32 个中心城市中约 14.1% 的豪华汽车品牌用户，稳居行业领先地位。同时，考虑到当前购车消费者更加理性且挑剔，乘用车复购率（包括换购和增购）逐年提升，品牌化战略更有助于在新的消费风向中树立声誉，增强客户粘性。

图37：公司门店网络分布

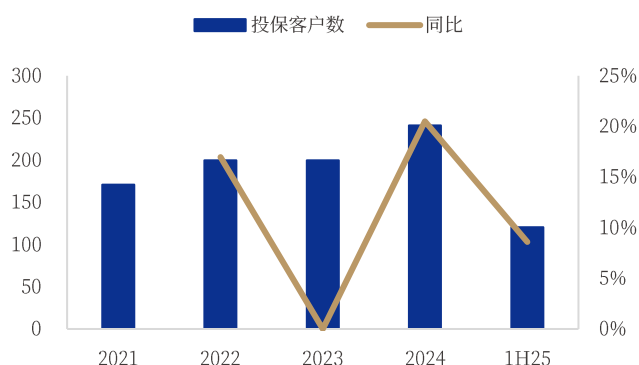


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

注：1 各品牌门店数截至 2025 年 6 月末

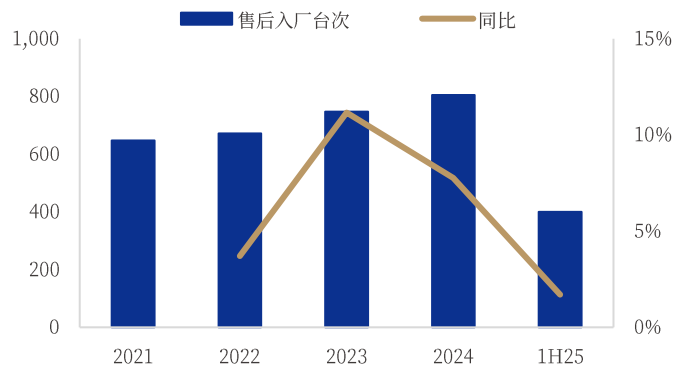
客户保有量稳健提升，售后入场台次同步增长。公司通过核心汽车服务与配套衍生服务交织形成的良性循环，持续推动中升品牌在 32 个中心城市的客户获取、留存与价值转化。在同期豪华车新车销量增长势头惨淡的前提下，公司活跃客户总数仍实现稳步提高，2021 年-2024 年活跃客户总数分别为 322/354/379/419 万个，2022 年-2024 年同比增长率 10%/7%/11%，同期 CAGR 达 9.2%；2021 年-2024 年公司售后入场台次分别达到 648/672/747/805 万台，三年 CAGR 为 7.5%，客户数与售后入场台次的逆势提升均体现出公司围绕中升品牌打造一整套汽车服务生态的战略可行性，有效促进了活跃客户的增长与留存。

图38：中升控股投保客户数（单位：万）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

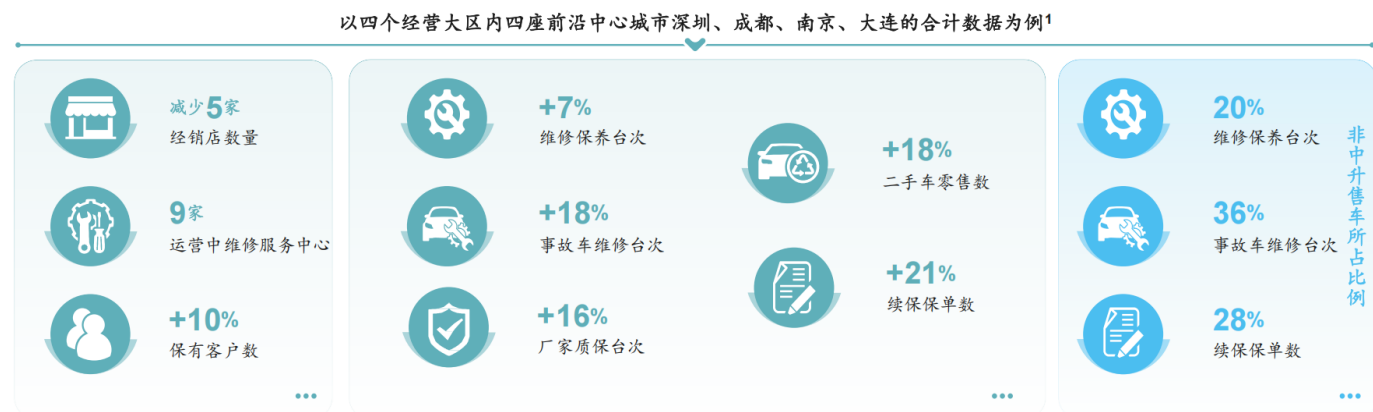
图39：中升控股售后入厂台次（单位：万）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

以中升在成都、大连、南京和深圳四座中心城市为例，根据年报披露，2024年公司在上述四城合计活跃客户数 95 万，同比增长 102%，客户的增长也成功转化为有效的运营指标增长：公司日常维修保养业务入厂同比增长 6.7%，保修入厂增长 16.1%，事故车维修入厂增长 18.1%，续保保单和二手车零售量也同比增长了 21.1%和 17.6%。在这四座城市中，车辆并非自中升购买，但在中升进行日常维修保养、事故车维修或续保的客户比例在二零二四年分别为 20%、36%和 28%。

图40：2024年中升在深圳、成都、南京、大连的经营情况

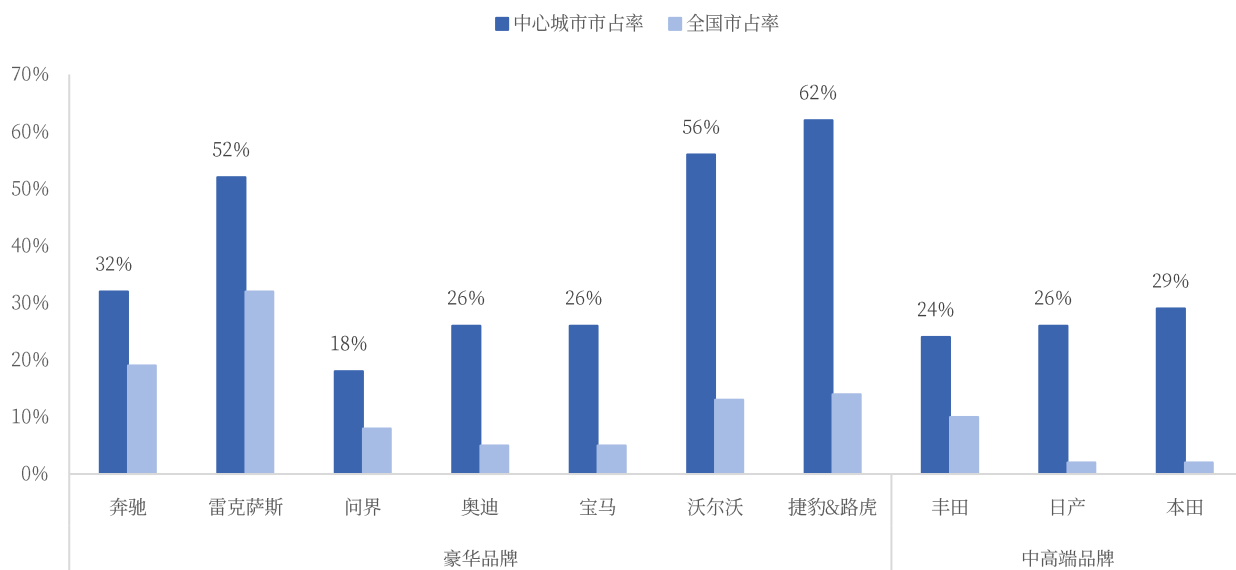


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）新车销售：品牌聚焦策略优化，新能源转型驱动增长

品牌结构优化，终端定价权提升。公司门店网络战略持续调整，逐步关闭边缘品牌及非核心城市门店，新增网点集中于豪华品牌及 32 个中心城市，截至 2024 年，传统豪华品牌门店数量以奔驰、宝马、奥迪为例分别达 111/24/25 家，全国市占率 19%/6%/5%，同时公司在 32 个中心城市核心豪华品牌市占率有显著优势，形成区域密度壁垒。门店数目和结构优化，叠加市场占有率提升，公司的终端定价权也将逐步得到提升，豪华燃油车新车销售业绩改善有望。

图41：截止 1H25 中升控股的门店网络和市占率

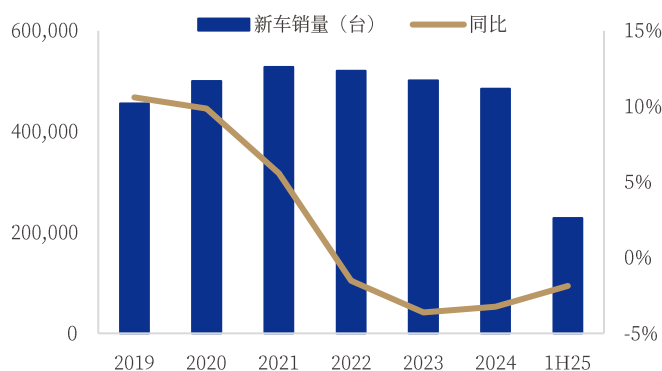


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

新能源渠道布局提速，豪华车电动化转型协同。新能源品牌经销模式不同于传统燃油车，在代理分效模式下，固定的佣金率以及“以销定产”的订单模式可改善豪华燃油车经销模式下产生的进销价格倒挂、经销商资金压力过大等问题。截至 2024 年，公司已成为赛力斯问界品牌国内最大经销商，拥有门店数量 33 家，公司同时通过旗下其他出清门店改造降低资本开支。问界品牌作为目前国内豪华新能源新车销售量第一的车企，预计问界品牌与公司的合作将为公司未来几年的新车销量创造显著贡献。豪华车电动化方面，近期公司与一汽奥迪签署备忘录，计划在年内共建至少 10 家网点。

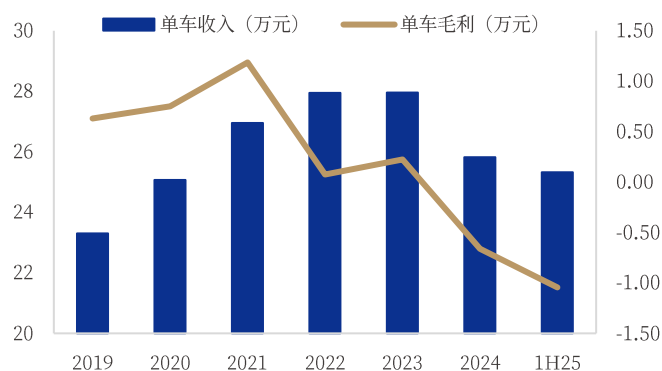
新车销售业绩短期承压。2024 年公司整体销量基本稳定，实现新车销量 48.5 万辆，同比下降 3.2%，其中豪华车 29.34 万辆，同比下降 3.74%。同时受行业下行及价格战压缩利润空间影响，公司 2024 年处于亏损状态，毛利-43.86 亿元，毛利率-4%。未来伴随燃油车行情触底回升，公司业绩弹性空间可观，以 2024 年销量为基础，新车销售毛利率恢复至持平将带来 44 亿增量毛利。

图42：中升控股新车销量



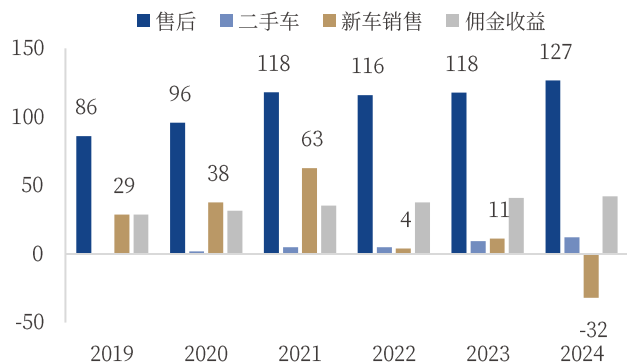
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图43：中升控股单车销售收入与毛利变化



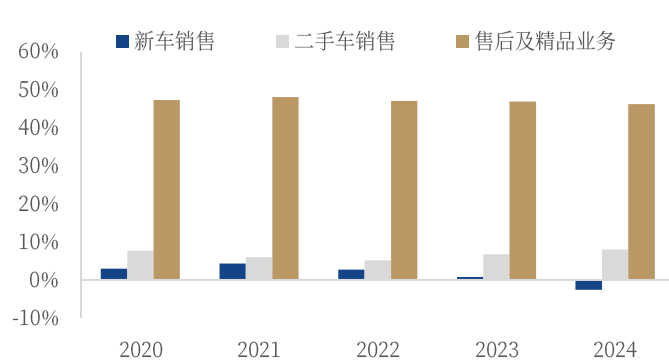
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图44：新车销售为2024年毛利最大拖累项（单位：亿）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图45：中升控股各业务毛利率

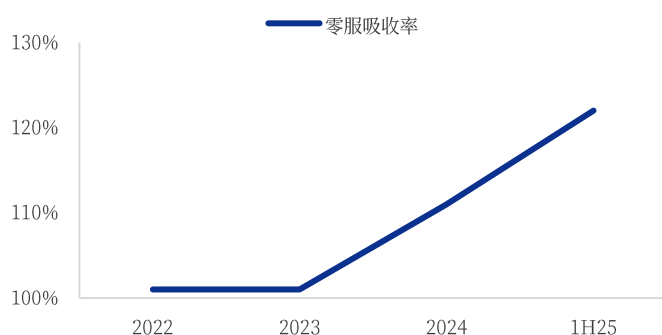


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）售后业务：1H25 同店增长，中心化运营构建中长期引擎

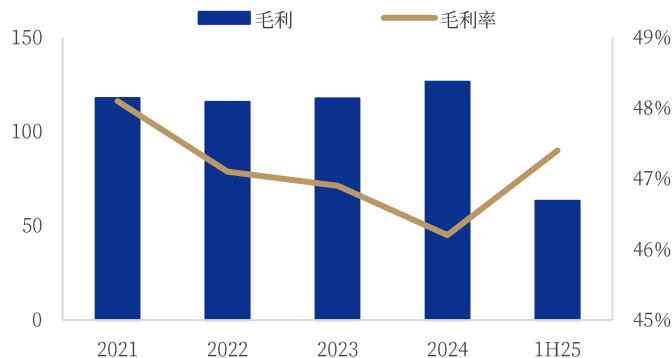
零服吸收率行业领先，售后业务盈利能力强劲。零服吸收率反映售后业务毛利对经销商运营成本的覆盖水平，销售业务利润下滑时零服吸收率可以体现经销商的生存能力。公司2022年-2024年零服吸收率分别为101%/101%/111%，处于行业领先地位，2024年售后业务毛利占总毛利比重近80%，成为核心利润支柱。1H25公司售后服务收入受部分门店关闭增长放缓，但同店入场台次同比+4.5%，收入同比+7.9%。从盈利能力看，由于公司售后服务主要以事故车维修为主，消费者价格敏感度低，故而毛利率保持稳中有升状态，1H25毛利率47.4%/同比+0.3pct。

图46：公司零服吸收率持续提升



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图47：公司售后业务毛利保持稳健增长（单位：亿）

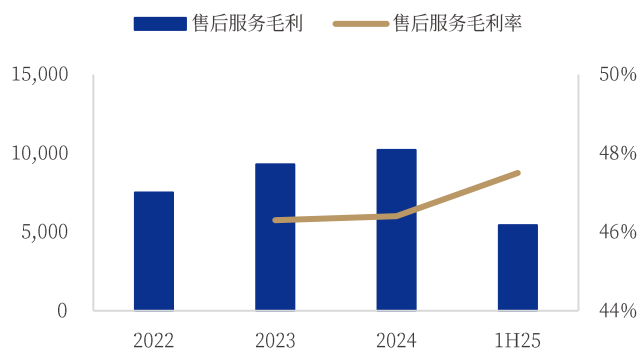


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

跨品牌中心化运营，全品牌服务能力与衍生场景拓展成关键动力。运营方面公司打破品牌壁垒，售后业务拓展至非豪华车领域，通过32个中心城市服务网络覆盖多品牌客户。公司同样注重用车衍生场景领域，整合洗美、代步车、保险续保等高黏性服务，提升客户留存率，客户数量也实现稳健增长。

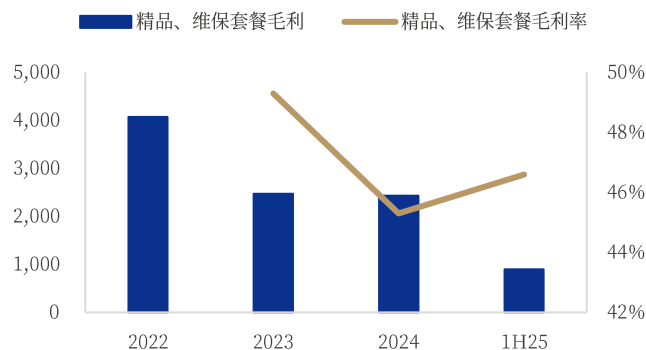
保险协同强化事故车业务，数字化赋能拓宽流量入口。公司投保客户数持续增长，2024年投保人数已达241万个，且保单增长持续向事故车维修订单增长转化，头部市占率提高增强了与保险公司议价能力。公司积极布局数字化转型，通过“中升GO”会员体系（350万+用户）沉淀服务数据，精准推送保养套餐等配套服务。

图48：公司售后服务毛利及毛利率（单位：百万）



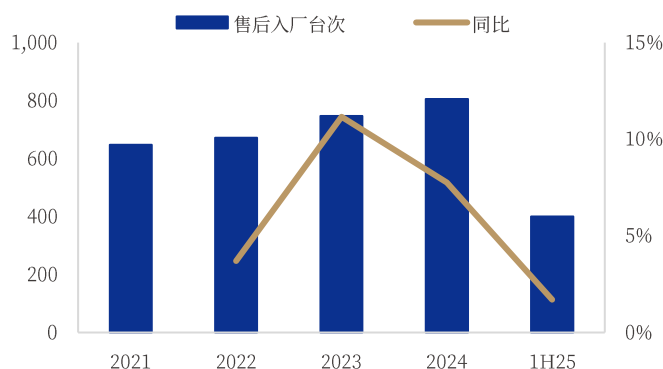
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图49：公司精品及维保套餐毛利及毛利率（单位：百万）



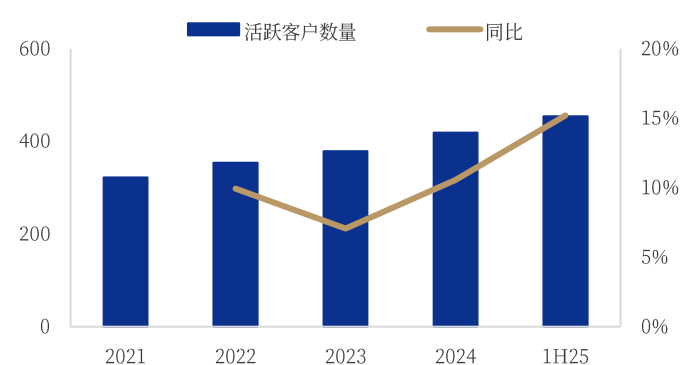
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图50：公司售后进场台次变化（单位：万）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图51：公司活跃客户数量（单位：万）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（四）二手车业务：二手车发展转向，运营质量持续提升

公司二手车业务沿袭了中心化的运营策略。公司凭借自身中心化的门店网络优势培育，以及豪华二手车天然有受众的特性，可持续获取优质的二手车车源，并借助网络流量提高曝光度，依托自身平台建立零售出口，提高周转。同时中升在集团内部设有二手车中心，车源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，并有专业团队提供定价指导，最大化二手车业务利润。

图52：中升的二手车运营策略

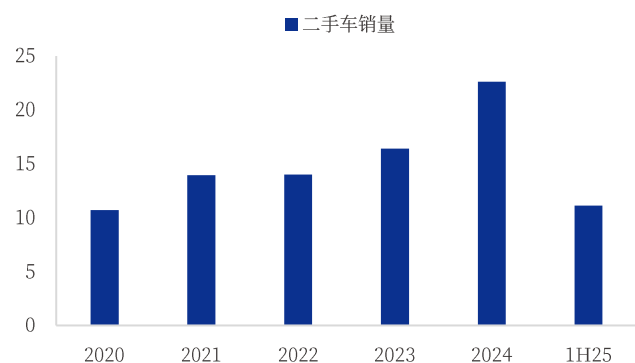


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司二手车业务保持较快增长，但短期预计将转为审慎运营。公司 2020 年开始发力二手车业务，

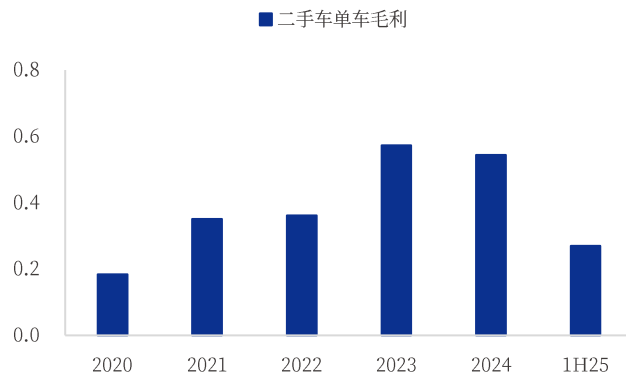
2024 年实现二手车销售 22.62 万台/同比+38%。中期而言，目前，中国汽车保有量仍在不断上升，且乘用车平均年龄尚较短，二手车市场仍具成长前景。但短期来看，由于新车销售价格下行，以及“以旧换新”导致整体交易车龄上升，二手车毛利开始承压，预计短期二手车业务将转向高质量运营，公司将通过推动结构优化，维持二手车业务盈利能力。

图53：公司二手车年销量（万台）



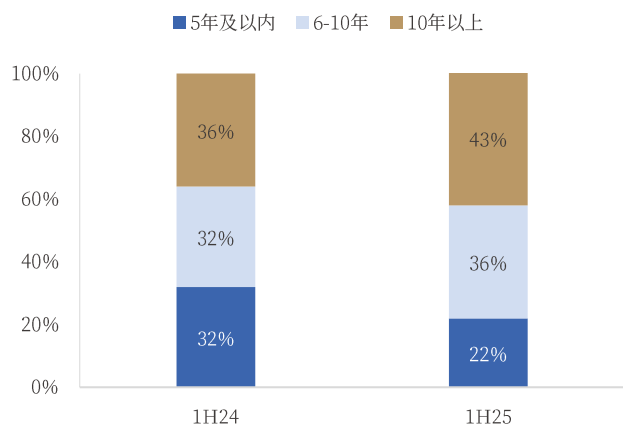
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图54：公司二手车单车毛利（万元）



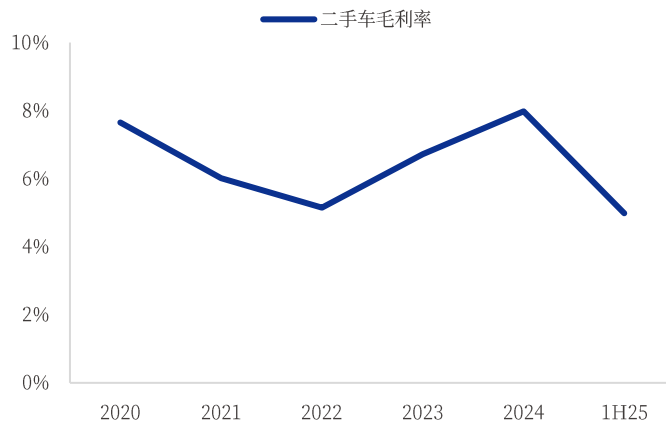
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图55：公司二手车成交车龄分布变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图56：公司二手车单车毛利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

四、盈利预测与投资评级

（一）业务拆分

1) 新车销售：考虑 1H25 公司问界门店销售占比提升已开始形成对新车销售毛利率的改善，叠加竞对供给出清+BBA 产品力改善未来可能推动终端毛利率优化，我们预计 2025-27 年新车销售收入增速分别为-0.4%/-3.1%/-1.2%。未来伴随供给出清，我们认为毛利率将迎来改善，预计 2025-2027 年毛利率为-2.4%/-1.8%/-1.7%；

2) 二手车销售：二手车销售收入在公司营收中占比较低，且考虑当前二手车业务面临的毛利压力，预计未来收入端增长放缓，但毛利率或保持稳定；

3) 售后业务：售后同店保持稳健，伴随门店网络优化及吸收同城竞对业务量，售后（含精品维保）整体有望保持稳健增长，预计 2025-2027 年营收增速为 3%/4%/5%，预计 2025-27 年毛利率持稳。

表5：分业务收入预测

单位：亿元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
新车销售	1454	1402	1,253	1248	1209	1195
YOY	2.1%	-3.6%	-10.6%	-0.4%	-3.1%	-1.2%
毛利率	0.3%	0.8%	-2.6%	-2.4%	-1.8%	-1.7%
二手车销售	98	140	154	120.4	130.2	140.8
YOY	20.8%	42.3%	10.2%	-22%	8%	8%
毛利率	5.1%	6.7%	8.0%	5.0%	5.1%	5.2%
售后业务	246	251	274	282	293	308
YOY	0.4%	2.0%	9.1%	3.0%	4.0%	5.0%
毛利率	47.1%	46.9%	46.2%	46.4%	46.4%	46.4%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）绝对估值

由于新车销售业务情况对公司业绩有重大影响，因此我们认为，在新车销售毛利率有望改善的前提下：基于 FCFF 法，以公司 2025 年 8 月 29 日股本为基准，在加权平均成本(WACC)为 8.35%、永续增长率(g)为 0.1%，公司每股价值为 20.25 元人民币。在加权平均成本（WACC）正负波动 0.1%，永续增长率（g）正负波动 0.1%的情况下，每股股价区间为 19.80-20.72 元人民币。

表6: FCFF 估值参数假设及说明

参数	假设数值	假设参数说明
无风险利率 Rf	1.78%	参考中国 10 年期国债收益率
市场预期收益率 Rm	8.77%	参考恒生指数近三年平均年化收益率
贝塔系数β	1.30	参考中升控股、永达汽车、美东汽车和途虎-W 近一年 Beta 的平均值
加权平均资本成本 WACC	8.35%	$WACC = K_d * W_d(1-T) + K_e * (1-W_d)$ 计算得到
过渡期（4-8 年）增长率	1.2%	假设过渡期公司年均复合增长率 1.2%
永续增长率 g	0.1%	假设公司永续增长率 0.1%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表7: FCFF 估值敏感性分析

永续增长率	加权平均资本成本 (WACC)						
	8.05%	8.15%	8.25%	8.35%	8.45%	8.55%	8.65%
-0.20%	20.58	20.30	20.02	19.74	19.48	19.21	18.96
-0.10%	20.76	20.47	20.19	19.91	19.64	19.37	19.11
0.00%	20.95	20.65	20.36	20.08	19.80	19.53	19.26
0.10%	21.14	20.83	20.54	20.25	19.97	19.69	19.42
0.20%	21.33	21.02	20.72	20.43	20.14	19.86	19.59
0.30%	21.53	21.22	20.91	20.61	20.32	20.03	19.75
0.40%	21.73	21.41	21.10	20.80	20.50	20.21	19.92

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 相对估值

从行业角度来看,我们认为新车销售虽仍处于出清阶段,但未来存反转契机,行业底部反转即将来临,公司业绩存在可观弹性。我们预计公司 2025/2026/2027 年经调净利润为 33.5 亿元/43.6 亿元/48.8 亿元,对应 8 月 29 日收盘价的 PE 估值为 9.9X/7.6X/6.8X。目前,公司估值高于其他豪车经销商,但低于后市场服务龙头途虎。考虑到公司拥有盈利能力强劲且持续增长的售后业务,以及稳健的资产负债表和现金流,我们认为其估值较其他经销商同行应保持一定溢价,同时略低于途虎水平,未来伴随新车销售毛利改善+问界销售占比提升,估值将有上行空间。

表8: 可比公司对应估值数据(截止 2025 年 8 月 29 日,单位人民币)

股票代码	股票名称	收盘价(元)	EPS			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
1268.HK	美东汽车*	1.95	0.37	0.46	-	5.27	4.24	
3669.HK	永达汽车*	1.98	-0.42	0.27	0.38		7.33	5.21
9690.HK	途虎-W	18.32	0.74	0.86	1.11	24.76	21.30	16.50
均值						15.01	10.96	10.86
0881.HK	中升控股	13.65	1.40	1.83	2.05	9.89	7.60	6.79

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院(注: *表示采用一致预期)

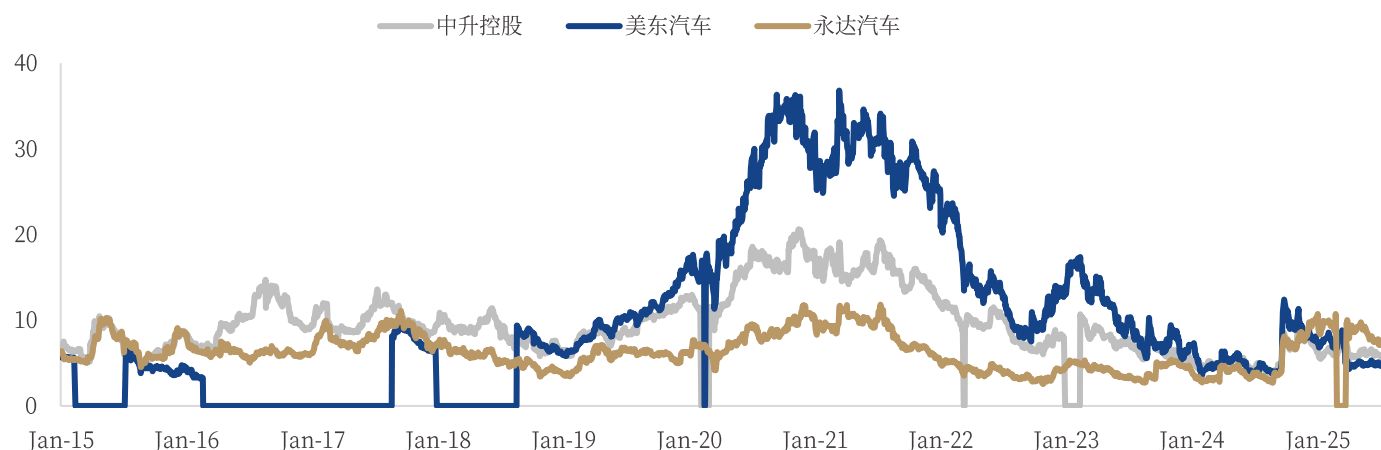
从历史 PE 水平来看，三大豪车经销商过往十年交易于 5X-40X 区间。其中：

1) 2015-2019 年伴随中国宏观经济回暖，居民消费升级以及经销商行业自身收并购逻辑驱动，三大经销商估值逐步抬升，其中中升作为行业龙头，2016 年伴随行业基本面反转，市盈率从底部开始回升，PE 交易在 5-15X 之间；

2) 2020-2021 年，伴随内循环+消费升级延续，国内豪车市场一度进入加价买车阶段，中升新车销售毛利率上行至 4.4%，FY21 业绩创历史新高，该阶段公司 PE（TTM）至 10-20X。

综合历史情况来看，伴随新车销售毛利改善，问界销售放量，我们认为公司估值仍有向上修复空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。

图57：中升控股、美东汽车、永达汽车市盈率（TTM）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

五、风险提示

1) 宏观经济持续下行的风险：公司作为豪华车经销商，业务收入高度依赖于居民购买力水平。近期宏观经济不确定性增强，居民消费信心维持低位，可能导致豪华车销售受阻。若宏观经济增长不及预期，居民消费的恢复较为乏力，公司核心业务的盈利能力可能受到影响；

2) 新车销售毛利率改善不及预期的风险：汽车行业一系列“反内卷”政策对于供给端竞争的改善效果仍有待观察，若供给失衡、库存堆积、价格倒挂的现象未能得到缓解，公司作为市场参与者，其利润率和财务表现可能受到影响。同时，若政策最终导致销售端折扣收窄，可能进而导致需求萎缩，公司盈利能力也将受到影响；

3) 主机厂返利补贴存在不确定性的风险：公司收入中包含主机厂返利补贴，若豪华车品牌返利政策未能如期执行，或返利补贴入账时间在年对年维度上存在差异，则可能导致当期业绩波动。

图表目录

图 1: 中升控股发展历程	4
图 2: 中升控股主营品牌	4
图 3: 中升控股近年经销店数量变动情况 (家)	5
图 4: 中升控股中心化客服关系管理模式示意图	5
图 5: 中升控股股权结构图	5
图 6: 中升控股营业收入及增速	7
图 7: 中升控股营收拆分 (按业务类型分类)	7
图 8: 中升控股历年销售毛利率和销售净利率变化	7
图 9: 中升控股历年毛利率变化 (按业务类型分类)	7
图 10: 中升控股历年期间费用率变化	8
图 11: 中升控股历年归母净利润和同比增长率变化	8
图 12: 中升控股历年资产负债率变化	8
图 13: 中升控股历年现金流变化 (亿元)	8
图 14: 传统豪华车经销商盈利模式	9
图 15: 全国 4S 店总数量及变化情况	10
图 16: 全国经销商盈利状况	10
图 17: 中国居民消费信心指数	10
图 18: 传统燃油车与新能源汽车销量对比	10
图 19: 中升、美东、永达库存周转率 (次)	11
图 20: 经销商库存系数情况	11
图 21: 中国乘用车、进口豪华车销量增速对比	11
图 22: 豪华燃油车综合促销幅度走势	11
图 23: 新能源汽车 (按档次) 新车销售渗透率	12
图 24: 自主品牌、高端品牌销售增速	12
图 25: 全国每年退网 4S 店数量	13
图 26: 部分豪华品牌近期门店调整计划	13
图 27: 广汇汽车资产负债率和有息负债情况 (亿元)	14
图 28: 广汇汽车商誉在资产中占比	14
图 29: 广汇汽车新车销售单车毛利情况	14
图 30: 广汇汽车各类门店占比	14
图 31: 广汇汽车净利率及营业收入	15
图 32: 部分新能源品牌销售模式	15
图 33: 新能源品牌代理佣金率与中升新车销售毛利率对比	15
图 34: 渠道转型, 代理分销模式兴起	16

图 35: 重塑产品力, 上汽奥迪 A5L 搭载华为智驾	16
图 36: “BBA” 积极参与智能驾驶研发	16
图 37: 公司门店网络分布.....	17
图 38: 中升控股投保客户数 (单位: 万)	18
图 39: 中升控股售后入厂台次 (单位: 万)	18
图 40: 2024 年中升在深圳、成都、南京、大连的经营情况	18
图 41: 截止 1H25 中升控股的门店网络和市占率.....	19
图 42: 中升控股新车销量.....	19
图 43: 中升控股单车销售收入与毛利变化.....	19
图 44: 新车销售为 2024 年毛利最大拖累项 (单位: 亿)	20
图 45: 中升控股各业务毛利率	20
图 46: 公司零服吸收率持续提升	20
图 47: 公司售后业务毛利保持稳健增长 (单位: 亿)	20
图 48: 公司售后服务毛利及毛利率	21
图 49: 公司精品及维保套餐毛利及毛利率.....	21
图 50: 公司售后进场台次变化 (单位: 万)	21
图 51: 公司活跃客户数量 (单位: 万)	21
图 52: 中升的二手车运营策略	21
图 53: 公司二手车年销量 (万台)	22
图 54: 公司二手车单车毛利 (万元)	22
图 55: 公司二手车成交车龄分布变化	22
图 56: 公司二手车单车毛利率	22
图 57: 中升控股、美东汽车、永达汽车市盈率 (TTM)	25

表 1: 公司董事及高级管理层介绍.....	6
表 2: “BBA” 与新势力部分智驾配置对比.....	12
表 3: 汽车行业主要反内卷政策/举措.....	12
表 4: 广汇汽车 2015-2019 年主要收购项目	13
表 5: 分业务收入预测	23
表 6: FCFF 估值参数假设及说明.....	24
表 7: FCFF 估值敏感性分析.....	24
表 8: 可比公司对应估值数据 (截止 2025 年 8 月 29 日, 单位人民币)	24

附录：

公司财务预测表

资产负债表（百万）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	65,580	66,226	69,833	73,255
现金	18,688	22,801	27,406	31,515
应收账款及票据	4,661	4,413	4,306	4,270
存货	18,477	17,701	16,980	16,609
其他	23,754	21,310	21,140	20,860
非流动资产	44,591	45,865	47,074	48,223
固定资产	17,324	18,603	19,818	20,972
无形资产	22,777	22,777	22,777	22,777
其他	4,490	4,485	4,479	4,474
资产总计	110,171	112,091	116,907	121,478
流动负债	40,019	38,727	39,371	39,273
短期借款	20,322	22,022	23,903	25,386
应付账款及票据	12,615	10,291	9,125	7,621
其他	7,083	6,413	6,343	6,266
非流动负债	23,234	23,234	23,234	23,234
长期债务	15,074	15,074	15,074	15,074
其他	8,160	8,160	8,160	8,160
负债合计	63,253	61,961	62,605	62,507
普通股股本	0	0	0	0
储备	48,220	51,589	55,965	60,866
归属母公司股东权益	46,829	50,198	54,574	59,475
少数股东权益	88	-68	-272	-504
股东权益合计	46,918	50,130	54,302	58,971
负债和股东权益	110,171	112,091	116,907	121,478

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,439	6,074	6,501	6,525
净利润	3,212	3,352	4,359	4,884
少数股东权益	-141	-157	-204	-233
折旧摊销	2,878	921	985	1,046
营运资金变动及其他	-2,509	1,958	1,360	827
投资活动现金流	620	-2,196	-2,187	-2,190
资本支出	-2,289	-2,200	-2,200	-2,200
其他投资	2,909	4	13	10
筹资活动现金流	-1,000	219	274	-242
借款增加	2,604	1,701	1,881	1,483
普通股增加	-194	0	0	0
已付股利	-1,735	-1,482	-1,607	-1,725
其他	-1,676	0	0	0
现金净增加额	3,076	4,114	4,605	4,109

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	168,124	158,863	154,861	153,734
其他收入	0	4,400	4,000	3,600
营业成本	157,452	148,195	142,824	140,690
销售费用	7,553	7,149	6,876	6,718
管理费用	2,229	2,176	2,013	1,999
研发费用	0	0	0	0
财务费用	1,573	1,482	1,607	1,725
除税前溢利	4,103	4,260	5,541	6,202
所得税	1,033	1,065	1,385	1,550
净利润	3,071	3,195	4,155	4,651
少数股东损益	-141	-157	-204	-233
归属母公司净利润	3,212	3,352	4,359	4,884
EBIT	5,676	5,742	7,148	7,927
EBITDA	8,554	6,654	8,099	8,908
EPS（元）	1.35	1.40	1.83	2.05

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	-6.23%	-5.51%	-2.52%	-0.73%
归属母公司净利润	-35.99%	4.35%	30.05%	12.04%
毛利率	6.35%	6.72%	7.77%	8.48%
销售净利率	1.91%	2.11%	2.81%	3.18%
ROE	6.86%	6.68%	7.99%	8.21%
ROIC	5.16%	4.94%	5.75%	5.98%
资产负债率	57.41%	55.28%	53.55%	51.46%
净负债比率	35.61%	28.52%	21.31%	15.17%
流动比率	1.64	1.71	1.77	1.87
速动比率	1.07	1.15	1.24	1.35
总资产周转率	1.58	1.43	1.35	1.29
应收账款周转率	38.20	35.01	35.52	35.85
应付账款周转率	13.31	12.94	14.71	16.80
每股收益	1.35	1.40	1.83	2.05
每股经营现金流	1.44	2.55	2.72	2.73
每股净资产	19.63	21.04	22.88	24.93
P/E	9.51	9.89	7.60	6.79
P/B	0.65	0.66	0.61	0.56
EV/EBITDA	5.54	7.12	5.50	4.69

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

顾熹闽 社会服务行业首席分析师。

石金漫 汽车行业首席分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅 10% 以上
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5% 以上
	推荐：	相对基准指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn