2025 年 09 月 02 日

证券研究报告•公司研究报告

易鑫集团（2858.HK）汽车

买入（首次）

当前价：3.06 港元

目标价：3.67 港元

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

二手车+轻资产业务双擎共进，高分红属性投资价值凸显

投资要点

- **推荐逻辑：1）易鑫集团业绩快速增长**，2025H1 公司营收、归母净利润以及经调整净利润分别同比增长 22.0%、33.9%和 33.0%，公司股权激励业绩最高目标为 5 年内经调整净利润达 30 亿港元，对应 CAGR 为 20.5%；**2）政策提振汽车消费，汽车金融渗透率仍有较大提升空间**，预计 2028 年新车金融渗透率将达到 71%，公司 2024 年市占率约 2.3%，后续有望通过撮合业务深度受益于银行客群下沉，在政策红利与行业升级中有望进一步扩大市场份额；**3）未来公司业务主要向盈利性更高的二手车和不受资本金限制的金融科技业务发力**，2025H1 公司二手车融资交易量同比+44.2%，二手车融资交易额同比+30.8%，公司金融科技融资交易额同比+57.7%。

- **腾讯旗下的第三方汽车金融科技平台，业绩进入高增长通道。**公司是国内领先的第三方汽车金融科技平台，腾讯是公司控股股东。截至 2025 年 6 月末，公司累计汽车金融交易量突破 500 万台，资产管理规模达千亿元。2025H1 公司营业收入 54.5 亿元，同比+22.0%；实现归母净利润 5.5 亿元，同比+33.9%；实现经调整净利润 9.1 亿元，同比+33.0%。今年 3 月，公司发布股权激励计划，业绩目标最高为 5 年内经调整净利润达 30 亿港元，对应 CAGR 为 20.5%。公司 2024 年派发普通和特别股息 0.13 港元/每股，截至 2025/9/2，股价对应股息率为 4.2%。

- **政策提振消费驱动汽车金融市场扩容，撮合类第三方平台迎增长机遇。**国家持续出台以旧换新、培育二手车消费、丰富汽车金融产品供给等政策提振汽车消费，2024 年新车销量与二手车交易量分别同比增长 5.8%、6.5%，二手车市场仍具发展潜力。汽车金融渗透率仍有较大提升空间，预计 2028 年新车金融渗透率将从 2023 年的 56%提升至 71%。行业竞争中，商业银行凭借资金与技术优势份额持续提升，撮合类第三方汽车金融科技平台通过撮合业务深度受益于银行客群下沉，在政策红利与行业升级中有望进一步扩大市场份额。

- **乘政策东风，二手车及轻资产业务打开增长天花板。**2024 年以来提振消费政策密集出台，汽车成为提振消费的重要抓手之一。“以旧换新”、减少购车限制、培育二手车消费等驱动汽车销量及交易量稳步提升。未来公司业务主要向二手车和金融科技业务发力：1）二手车盈利性更高，交易量提升空间更大。2025H1 公司新车、二手车融资交易额分别同比-17%、+31%至 145、182 亿元，规模增长主要由二手车贡献。2025H1 公司二手车融资交易量同比+44%，二手车占汽车融资交易总量的比例达 55.7%。2）金融科技业务规模增长不受资本金限制，公司于 2022 年起开展金融科技业务，增长势头强劲。2025H1 公司金融科技融资交易额同比+57.7%至 153 亿元，收入同比+124.5%至 18.7 亿元。

- **盈利预测与估值。**预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.18/0.21/0.25 元，对应 PE 分别为 15.83/13.30/11.05 倍。考虑到当前公司收取服务费率的轻资产业务交易平台业务收入占比较高，我们采用可比估值法中的市盈率法进行估值。我们选取百融云和盛业作为可比公司：百融云以金融科技为核心，为信贷业务提供风控等技术支持，与易鑫在金融科技赋能信贷业务上具有相似性；盛业主营

西南证券研究院

分析师：许盈盈

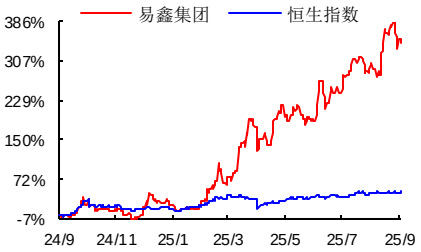
执业证号：S1250525070009

邮箱：xuyy@swsc.com.cn

联系人：潘妍洁

邮箱：panyj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	0.65-3.2
3 个月平均成交量(百万)	35.5
流通股数(亿)	67.80
市值(亿)	197.98

相关研究

供应链金融及科技服务，通过轻资产模式为特定领域提供融资相关服务，与易鑫的轻资产交易平台业务逻辑相通。可比公司 2025-2027 年一致预期 PE 分别为 19.76X/15.32X/12.52X。考虑到公司收益率更高的二手车业务占比逐步提升，轻资产业务有望快速增长，且 2024 年派息 0.13 港元/股，分红率达到 104%，截至 2025/9/2，股息率（TTM）为 4.2%，我们给予公司 25 年 19 倍 PE，对应 3.67 港元（基于 2025/9/2 港元兑人民币汇率），首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**政策监管趋严、业务发展不及预期、行业竞争加剧、消费者投诉及舆情等风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	9,888	11,275	12,981	14,770
增长率（%）	47.89	14.04	15.12	13.79
归属母公司净利润（百万元）	810	1,194	1,421	1,711
增长率（%）	45.95	47.48	19.00	20.36
每股收益 EPS（元）	0.13	0.18	0.21	0.25
净资产收益率 ROE（%）	4.91	7.10	8.21	9.57
PE	22.32	15.83	13.30	11.05
PB	1.10	1.12	1.09	1.06

数据来源：Wind，西南证券

目 录

1 公司概况：腾讯旗下的第三方汽车金融科技平台，业绩进入高增长通道.....1
1.1 历史沿革：国内领先的第三方汽车金融科技平台.....1
1.2 股权结构：腾讯控股深度赋能，股权结构稳定.....1
1.3 管理团队：具有丰富的行业经验和多元化背景支持.....2
1.4 商业模式：连接金融机构及消费者，量价两端齐升.....3
1.5 财务表现：业绩进入高增长通道，流动性保持韧性.....6
2 行业分析：政策支撑汽车销量创新高，金融渗透率仍有较大提升空间.....7
2.1 市场空间：提振消费政策导向支撑行业规模增长.....7
2.2 竞争格局：银行市场份额持续提升，公司撮合业务深度受益.....10
3 公司分析：线下 +AI+ 先发筑护城河，政策东风启二手车及轻资产新增长.....11
3.1 线下 38000 家汽车经销商，线上腾讯赋能引流.....11
3.2 自研 AI 技术应用全业务价值链，经营费用率持续下降.....11
3.3 11 年数据积累构建一体化风险管理体系，先发优势显著.....13
3.4 二手车业务盈利性高企，高速增长且空间广阔.....15
3.5 SaaS 业务高速成长，有望成为未来核心增长极.....15
4 盈利预测与估值.....17
4.1 盈利预测.....17
4.2 相对估值.....18
5 风险提示.....19

图 目 录

图 1：公司历史沿革.....1
图 2：腾讯间接持有公司 53.88%股份.....2
图 3：2019-2025H1 公司交易平台业务与自营融资业务收入规模.....3
图 4：2019-2025H1 公司交易平台业务与自营融资业务收入占比.....3
图 5：2022-2025H1 年公司融资交易额与资产管理规模.....4
图 6：2022-2025H1 公司分业务融资交易额情况.....4
图 7：2019-2025H12022-2025H1 公司分业务融资规模占比.....4
图 8：2022-2025H1 公司平台融资净服务费率.....5
图 9：2022-2025H1 公司应收融资租赁款平均收益率、平均资金成本率以及净利差.....5
图 10：2021-2025H1 公司主要资金来源结构.....5
图 11：2019-2025H1 公司营业收入及同比增速.....6
图 12：2019-2025H1 公司经调整净利润（亿元）.....6
图 13：2019-2025H1 公司归母净利润及 ROE.....6
图 14：2022-2025H1 公司现金及现金等价物（百万元）.....7
图 15：2022-2024 年公司资产负债率.....7
图 16：2024 年中国新车乘用车销量同比+5.8%.....9
图 17：2024 年中国二手车乘用车交易量同比+6.5%.....9
图 18：2023 年我国新车金融渗透率为 56%，预计 2028 年提升至 71%.....9
图 19：中国汽车金融市场格局.....10
图 20：2022-2025H1 公司新能源汽车融资交易量及占比.....11
图 21：2022-2025H1 公司新能源汽车融资交易额及占比.....11
图 22：公司 AI 技术研发与产品迭代路径图.....12
图 23：2019-2025H1 公司各项经营费用及经营费用比.....12
图 24：公司开发的 AI 应用已广泛应用于各种场景及整个业务价值链.....13
图 25：公司通过 AI 等技术构建行业领先的风险管理体系.....13
图 26：公司新车 30 天以上历史逾期率逐步降低.....14
图 27：公司二手车 30 天以上历史逾期率逐步降低.....14
图 28：公司 90 天以上逾期率逐步降低.....14
图 29：公司 2025H1 信用减值亏损大幅增加.....14
图 30：2025H1 公司二手车交易量增速高于新车.....15
图 31：2025H1 公司二手车交易融资金额增速高于新车.....15
图 32：2019-2025H1 公司交易平台业务收入情况（百万元）.....15
图 33：公司金融科技业务商业模式.....16
图 34：公司金融科技融资交易金额及占比大幅增长.....16
图 35：公司金融科技业务收入及占比大幅增长.....16
图 36：25H1 公司金融科技核心客户增加.....17
图 37：25H1 公司金融科技业务核心客户平均收入增加（亿元）.....17

表 目 录

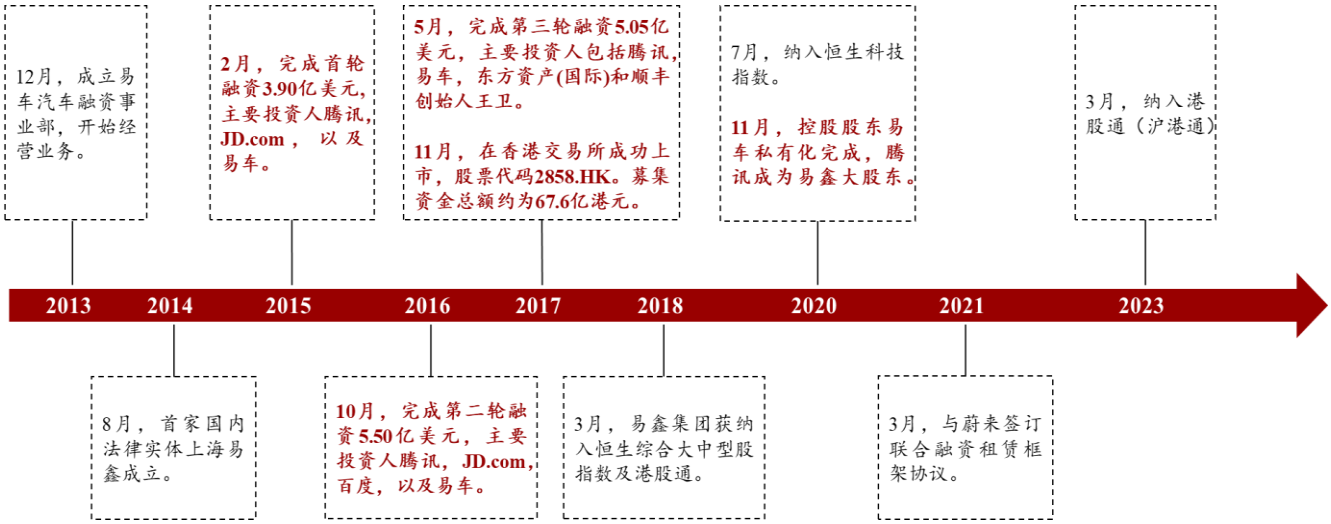
表 1：公司管理层具有丰富的行业经验和多元化背景支持.....2
表 2：2025H1 公司各业务类型商业模式及业务收入规模.....3
表 3：汽车消费相关部分政策及活动梳理.....7
表 4：分业务收入及毛利率.....17
表 5：公司可比公司估值.....18
附：财务报表.....20

1 公司概况：腾讯旗下的第三方汽车金融科技平台，业绩进入高增长通道

1.1 历史沿革：国内领先的第三方汽车金融科技平台

易鑫集团是国内领先的第三方汽车金融科技平台，资产管理规模达千亿元。公司前身是2013年成立的易车汽车融资事业部，于2014年8月成立首家国内法律实体“上海易鑫融资租赁公司”。2015年至2017年，公司分别获得3.9、5.5、5.05亿美元融资，主要投资人包括腾讯、京东、易车、百度等。2017年11月，公司在港交所上市，募集资金总额约为67.6亿港元。2020年11月，公司控股股东易车完成私有化退市，腾讯通过收购易车股权成为公司大股东。截至2025年6月末，公司累计汽车金融交易量突破500万台，资产管理规模达千亿元。

图1：公司历史沿革

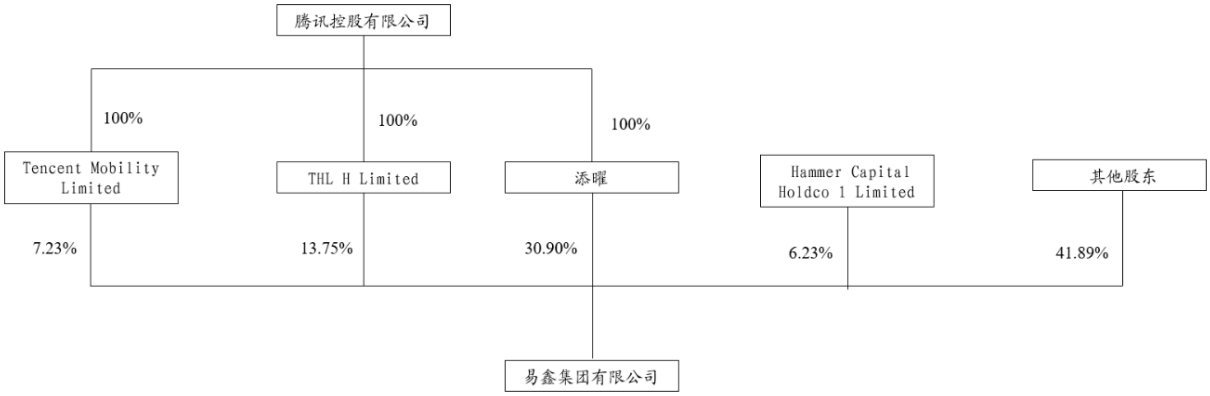


数据来源：公司官网，西南证券整理

1.2 股权结构：腾讯控股深度赋能，股权结构稳定

腾讯是公司控股股东，控制权和股权结构稳定。目前腾讯通过三家全资子公司合计间接持有易鑫集团 53.88%的股份，为公司控股股东。腾讯作为互联网巨头公司，一方面可以依托自身庞大的流量生态与用户基础，为易鑫集团精准导入海量潜在客户，拓宽获客渠道；另一方面可以在技术和风控模型上为易鑫集团提供支持，深度赋能易鑫集团成长。

图 2：腾讯间接持有公司 53.88%股份



数据来源：公司官网，西南证券整理；注：截至 2025/6/30

1.3 管理团队：具有丰富的行业经验和多元化背景支持

公司管理层在互联网、汽车及金融领域积累了深厚的运营与管理经验。公司首席执行官、执行董事兼董事会主席张序安先生于 2013 年 12 月创立了易鑫集团，并全面负责集团的战略规划、业务方向及日常管理。公司管理层均有丰富行业经验和多元化背景支持，公司执行董事兼董事会副主席曾令祺先生具有 20 年投资银行经验，执行董事兼联席总裁姜东先生具有丰富汽车金融行业从业经验。

表 1：公司管理层具有丰富的行业经验和多元化背景支持

姓名	职位	简介
张序安	首席执行官、执行董事兼董事会主席	于 2013 年 12 月创立公司，有逾 20 年互联网、汽车及金融业跨国公司和中国公司的营运管理经验。
曾令祺	执行董事兼董事会副主席	自 2025 年 2 月 27 日起担任执行董事兼董事会副主席。自 2014 年起担任黑马资本（香港）有限公司董事，拥有 20 年投资银行经验，并在服务中国私营企业客户方面拥有专业知识，尤其是从事科技、媒体、房地产、金融机构、替代能源、互联网、消费和零售业、酒店、博彩及教育等行业组织。
姜东	执行董事兼联席总裁	于 2015 年 3 月加入公司，并于 2017 年 6 月至 2017 年 12 月担任公司首席运营官。于 2024 年 1 月 2 日获委任为 Yusheng Holdings Limited 的首席执行官。于 2011 年 2 月至 2015 年 3 月担任广汇汽车集团副总经理，于 2008 年 1 月至 2010 年 1 月担任神州租车高级副总裁。
高翀	联席总裁	于 2016 年 9 月加入公司，曾担任首席运营官及运营副总裁。加入公司前，自 2002 年 4 月至 2016 年 8 月任职于可口可乐，离职前担任可口可乐瓶装厂副总经理兼市场执行总监。
宋睿	首席运营官	于 2019 年 1 月加入公司，曾担任公司高级副总裁。加入公司前，自 2017 年至 2018 年任职于迪孚控股，离职前担任迪孚控股总经理。自 1996 年至 2017 年任职于可口可乐，离职前担任可口可乐销售执行总监。
杨晓光	首席财务官	于 2020 年 6 月加入公司。加入公司前，曾担任挖财网络技术有限公司的首席财务官及董事。于 2014 至 2016 年服务于新加坡淡马锡控股公司的全资附属公司富登金融控股私人有限公司的富登信贷，担任首席财务官一职，负责公司财务、融资及法务工作。亦曾在远东宏信和通用电气公司的 GE 金融担任财务管理工作。

数据来源：公司官网，西南证券整理

1.4 商业模式：连接金融机构及消费者，量价两端齐升

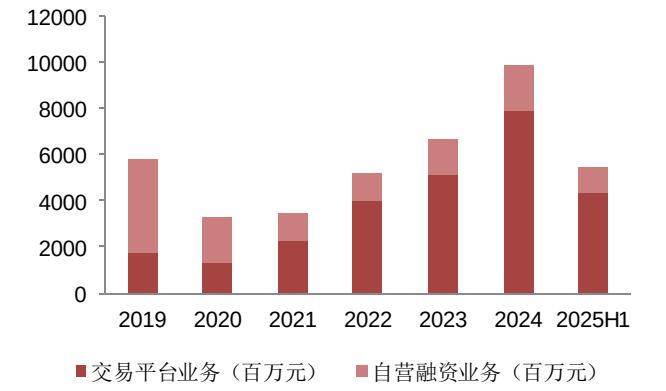
公司业务分为交易平台业务和自营融资业务两大板块：

1）交易平台业务，连接金融机构和消费者，收入模式为撮合融资规模×服务费率。主要包括：①贷款促成业务，公司促成合作金融机构向消费者发放汽车贷款，主要向合作的金融机构收取服务费；②金融科技业务（SaaS 服务），公司为合作的金融机构输出风控等能力以促成金融机构向消费者发放汽车贷款，主要向合作的金融机构收取服务费；③其他平台服务，包括担保服务、汽车增值服务等，公司主要收取服务费。

2）自营融资业务，收入模式为自营融资规模×利息率。主要包括：①融资租赁服务，主要自消费者获取利息收入；②其他自营服务，包括经营租赁服务、汽车销售服务等，主要获取利息收入及汽车销售收入。

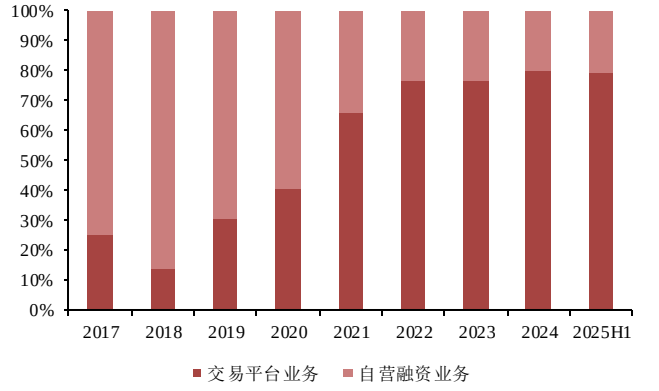
交易平台业务收入占比持续提升，2024 年已占八成。疫情后，2021 年起公司收入重回增长通道，主要由交易平台业务驱动，交易平台业务收入自 2019 年的 17.6 亿元增长至 2024 年的 78.9 亿元，占比由 2019 年的 30%提升至 2024 年的 80%，2025H1 占比仍维持在 79%的较高水平。

图 3：2019-2025H1 公司交易平台业务与自营融资业务收入规模



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2019-2025H1 公司交易平台业务与自营融资业务收入占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 2：2025H1 公司各业务类型商业模式及业务收入规模

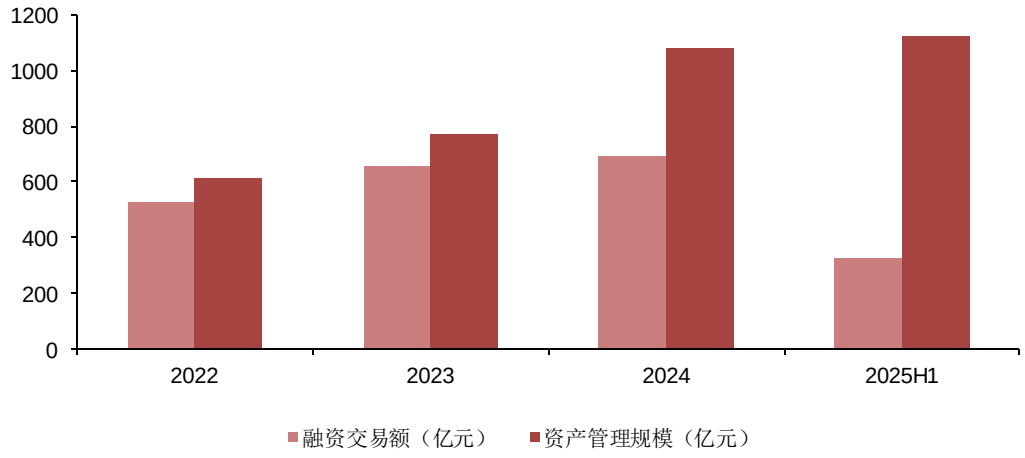
业务类型	商业模式	2025H1 收入规模（百万元）	同比增长	占比
交易平台业务		4346	24%	79%
贷款促成业务	公司促成合作金融机构向消费者发放汽车贷款，主要向合作的金融机构收取服务费	1421	-24%	26%
SaaS 服务	公司为合作的金融机构输出风控等能力以促成金融机构向消费者发放汽车贷款，主要向合作的金融机构收取服务费	1873	124%	34%
其他平台服务	担保服务、汽车增值服务等，公司主要收取服务费。	1052	29%	19%
担保服务	为贷款促成业务提供担保服务，收取服务费。	937	36%	17%
增值服务	主要包括权益包等产品，权益包含 GAP 险、电池 GAP 险、代步权益、车损补偿权益、出行无忧等。	114	-7%	2%
自营融资业务		1106	16%	21%
融资租赁服务	融资租赁服务，主要自消费者获取利息收入	1080	14%	20%

业务类型	商业模式	2025H1 收入规模（百万元）	同比增长	占比
其他自营服务	包括经营租赁服务、汽车销售服务等，主要获取利息收入及汽车销售收入。	27	128%	1%
合计		5452	22%	100%

数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

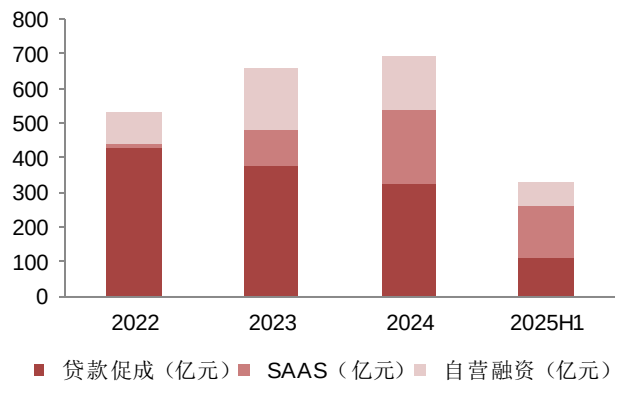
量：金融科技业务（SaaS 服务）促成交易额大幅扩张驱动公司业务规模增长。2025H1 公司汽车融资交易额达 327.0 亿元，同比增长 4.0%，增长主要由金融科技业务（SaaS 服务）驱动，公司扩大融资合作伙伴网络，2025H1 SaaS 促成交易额金额达 153 亿元，同比增长 58.2%。截至 2025 年 6 月末，公司管理的汽车金融资产总额达 1121 亿元，同比增长 12.6%。分业务融资规模占比来看，SaaS 服务促成融资金额占比呈现快速增长趋势，2025H1 已较 2022 年末提升 44 个百分点至 46.8%。

图 5：2022-2025H1 年公司融资交易额与资产管理规模



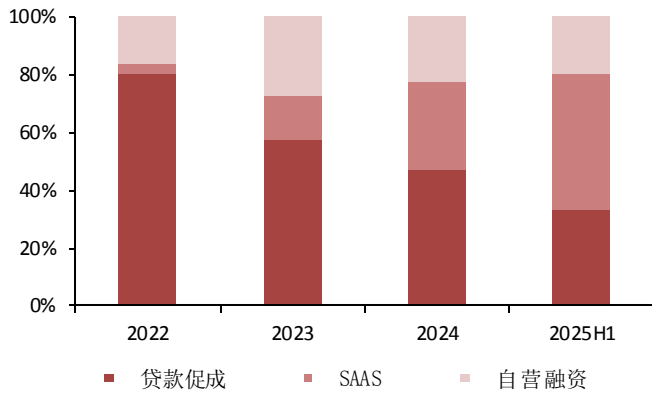
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：2022-2025H1 公司分业务融资交易额情况



数据来源：公司公告，西南证券整理；注：SAAS 业务交易融资规模为公司报告披露值，贷款促成和自营融资业务根据公司两大类业务汽车交易量测算所得

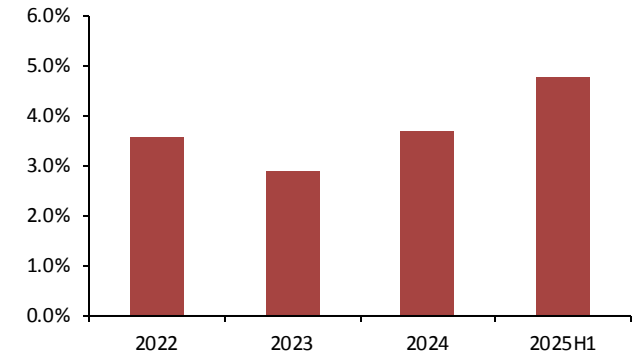
图 7：2019-2025H12022-2025H1 公司分业务融资规模占比



数据来源：公司公告，西南证券整理；注：SAAS 业务交易融资规模为公司报告披露值，贷款促成和自营融资业务根据公司两大类业务汽车交易量测算所得

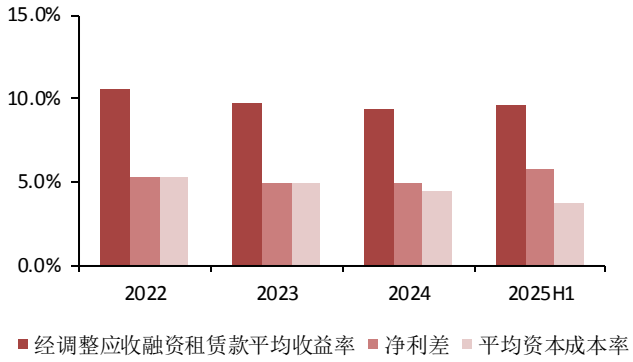
价：2023 年以来公司平台融资净服务费率持续上升，25H1 自营融资净利差提升。1）2025H1 年平台融资净服务费率上升。2025H1 年公司平台融资净服务费率（即贷款促成业务及金融科技收入扣除佣金后除以交易平台业务融资额）由 2023 年的 2.9%提升至 4.8%，这或得益于二手车融资比例提高导致服务费利润率扩大。**2）25H1 资金成本率下移，公司自营融资业务净利差提升。**2025H1 因为收益率相对较高的二手车融资比例增加，应收融资租赁款净额的经调整平均收益率由 2024 年的 9.4%温和上涨至 9.6%；同时，得益于公司新借款的利率降低，公司资金成本由 2024 年的 4.5%降至 3.8%，因此公司自营融资净利差较 2024 年末增长 90bp 至 5.8%。

图 8：2022-2025H1 公司平台融资净服务费率



数据来源：公司公告，西南证券整理

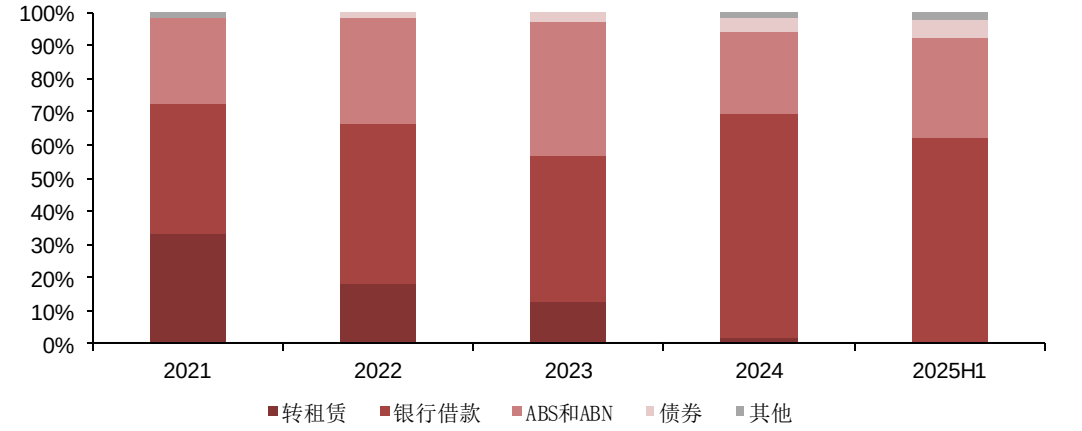
图 9：2022-2025H1 公司应收融资租赁款平均收益率、平均资金成本率以及净利差



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司融资渠道丰富，资金来源稳定。公司合作资源丰富，截至 2025 年 6 月，已合作银行及金融机构 100+，存续债券及资产证券化产品投资人达 60+，外资机构投资人 10+，包括三井住友、摩根大通等。公司标准化产品持续受到欢迎，截至 2025 年 6 月，公司 ABS/ABN 等标准化产品累计发行 72 单，融资金额超 632 亿元；2025 年 6 月发行资产支持债券（ABS）优先级票面利率低至 2.26%。同时，公司多元化融资渠道畅通，2025 年 1 月成功发行的非公开定向债务融资工具（PPN）为上海易鑫首次突破 3 年期信用债券，上半年发行 2 单，票面持续降低至 3.3%；2025 年 6 月境内首单双段式可循环额度可持续发展挂钩银团贷款，票面价格约为 3.0%。

图 10：2021-2025H1 公司主要资金来源结构



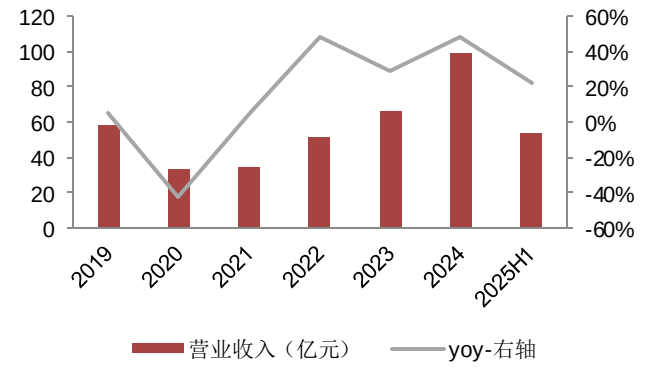
数据来源：公司公告，西南证券整理

1.5 财务表现：业绩进入高增长通道，流动性保持韧性

公司营收和净利润在 2020 年疫情后迎来高速增长。2021 年以来，公司业绩重回增长通道，2021-2024 年公司实现营业收入 34.9 亿元、52.0 亿元、66.9 亿元、98.9 亿元，同比增长 5.1%、48.9%、28.5%、47.9%；2021 年开始扭亏为盈，2022-2024 年实现归母净利润 3.7 亿元、5.6 亿元、8.1 亿元，同比增速分别为 1180.7%、49.7%、45.9%；2022-2024 年经调整净利润分别为 6.9 亿元、9.1 亿元、10.8 亿元，同比增速分别为 151.9%、32.2%、18.5%。2025H1 公司业绩仍然延续增长趋势，实现营业收入 54.5 亿元，同比增长 22.0%；实现归母净利润 5.5 亿元，同比增长 33.9%；实现经调整净利润 9.1 亿元，同比增长 33.0%；ROE 同比+0.77pp 至 3.4%。

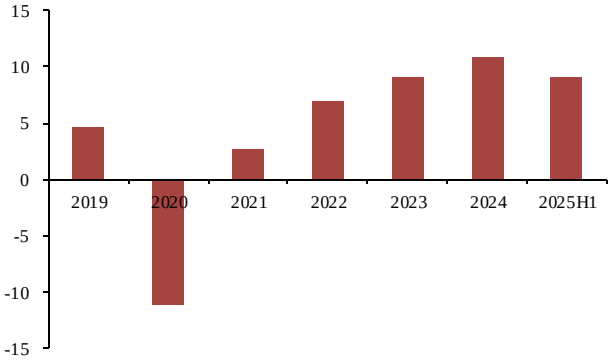
公司发布股权激励计划，业绩目标最高为 5 年内经调整净利润达 30 亿港元，对应 CAGR 约为 20.5%。2025 年 3 月 25 日，公司发布股权激励计划，已向公司董事会主席、执行董事兼首席执行官张序安先生、联席总裁高翀先生等人授出股份期权和股份奖励。若公司 5 年内经调整净利润达 30、25-30、20-25 亿港元，分别可获得全部、2/3、1/3 激励，我们测算未来 5 年内 20-30 亿港元经调整净利润对应 2024 年 CAGR 为 11.1%~20.5%。

图 11：2019-2025H1 公司营业收入及同比增速



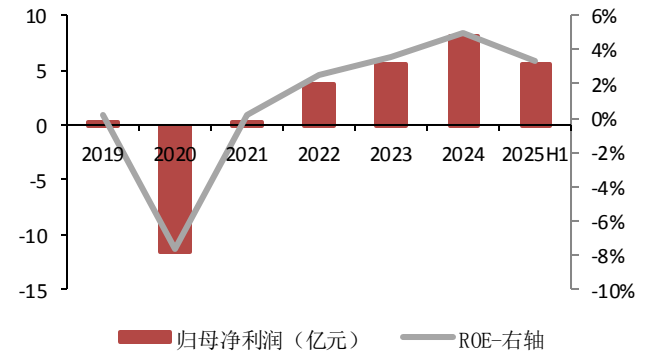
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：2019-2025H1 公司经调整净利润（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理；注：经调整净利润消除若干非现金项目及偶发事件的影响，即被投资公司产生的公允价值变动、于联营公司的投资减值亏损、低价购买相关的负商誉、资产及业务收购产生的无形资产摊销及股权激励费用及任何相关税务影响。

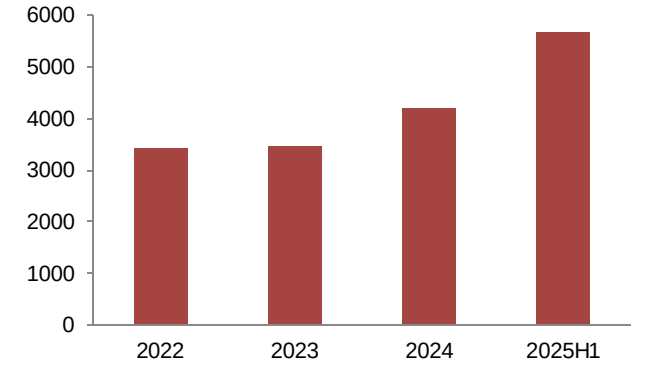
图 13：2019-2025H1 公司归母净利润及 ROE



数据来源：公司公告，西南证券整理

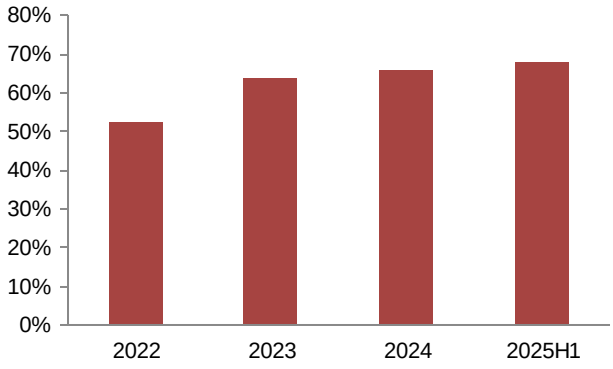
财务杠杆稳健适度，流动性保持韧性。截至 2025 年 6 月末，公司现金及等价物达到 56.8 亿元，是公司历史最高水平，反映了公司对各个合作方的流动性溢价增强，为公司运营发展提供了良好保障。

图 14：2022-2025H1 公司现金及现金等价物（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：2022-2024 年公司资产负债率



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：政策支撑汽车销量创新高，金融渗透率仍有较大提升空间

2.1 市场空间：提振消费政策导向支撑行业规模增长

以旧换新政策取得积极成效，2025 年政策力度加大。2024 年 3 月起，国家发布多项政策开展汽车以旧换新促销活动，2024 年取得积极成效，全国汽车以旧换新超过 680 万辆，成为拉动汽车市场增长的重要驱动力。今年以来国家发改委、商务部等部门已密集发布多份文件对设备更新与以旧换新工作进行部署，其中涵盖汽车行业专项政策，将通过提高补贴力度和扩大覆盖范围等措施，提振汽车消费、推动以旧换新扩容。

表 3：汽车消费相关部分政策及活动梳理

时间	政策	汽车行业相关的主要内容
2025 年 6 月	商务部组织开展 2025 年千县万镇新能源汽车消费季活动	统筹汽车以旧换新、汽车流通消费改革试点等重点工作和“购在中国”系列活动安排，充分发挥地方、行业协会、企业等作用，坚持“政策+活动”双轮驱动，加强新能源汽车供需对接、新品发布，推动完善县乡地区新能源汽车购买使用环境，助力新能源汽车下乡。
2025 年 5 月	工业和信息化等五部门开展 2025 年新能源汽车下乡活动	选取满足乡村地区使用需求、口碑好、质量可靠的新能源车型，开展展览展示、试乘驾驶等活动。组织新能源汽车售后维保服务企业，充换电服务企业，保险、信贷等金融服务企业协同下乡，持续优化乡村地区新能源汽车应用配套环境；落实车购税、车船税减免，汽车以旧换新，县域充换电设施补短板等政策等
2025 年 3 月	中共中央办公厅、国务院印发《提振消费专项行动方案》	加大消费品以旧换新支持力度。用好超长期特别国债资金，支持地方加力扩围实施消费品以旧换新，推动汽车、家电、家装等大宗耐用消费品绿色化、智能化升级；延伸汽车消费链条。开展汽车流通消费改革试点，拓展汽车改装、租赁、赛事及房车露营等汽车后市场消费。
2025 年 1 月	商务部等 8 部门印发《关于做好 2025 年汽车以旧换新工作的通知》	细化落实《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》

时间	政策	汽车行业相关的主要内容
2025 年 1 月	国家发改委及财政部印发《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	扩大汽车报废更新支持范围，将符合条件的国四排放标准燃油乘用车纳入可申请报废更新补贴的旧车范围。
2024 年 8 月	商务部等 7 部门发布《关于进一步做好汽车以旧换新工作的通知》	相对于 2024 年 4 月发布的首轮以旧换新细则，提高汽车报废更新补贴标准。
2024 年 7 月	国家发改委及财政部印发《关于加大支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	加大设备更新支持力度，提高汽车报废更新补贴标准
2024 年 6 月	国家发改委等部门印发《关于打造消费新场景培育消费新增长点的措施》	鼓励限购城市放宽车辆购买限制，增发购车指标；通过中央财政和地方政府联动，安排资金支持符合条件的老旧汽车报废更新；鼓励有条件的地方支持汽车置换更新。
2024 年 4 月	商务部、财政部等 7 部门印发《汽车以旧换新补贴实施细则》	细化落实《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》

数据来源：公司官网，西南证券整理

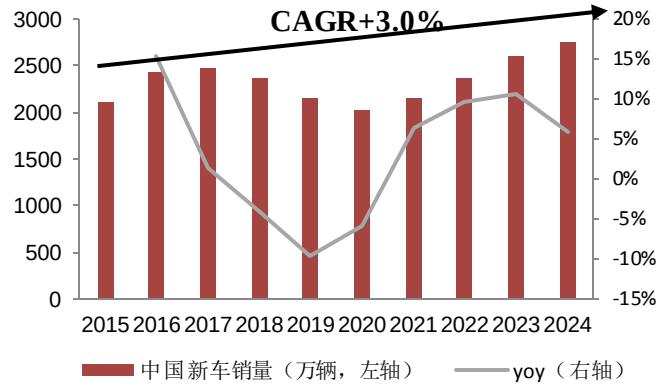
减少购车限制，定向增发购车指标。2024 年 6 月，国家发改委等五部门联合印发《关于打造消费新场景培育消费新增长点的措施》提到，鼓励限购城市放宽车辆购买限制，增发购车指标；中办、国办今年 3 月印发的《提振消费专项行动方案》中提出，有序减少消费限制，推动汽车等消费由购买管理向使用管理转变，分年限保障“久摇不中”无车家庭购车需求。自“鼓励限购城市放宽车辆购买限制”提出以来，多地已积极响应。北京分别于 2024 年和 2025 年连续两年向无车家庭定向增发指标，广州“久摇不中”可直接申请普通车牌，深圳 2024 年定向增发 1 万个普通车指标，上海放宽对消费者社保年限的要求。今年 4 月 28 日的国新办新闻发布会上，国家发改委提及将指导限购城市针对长期摇号家庭和无车家庭等重点群体定向增发购车指标。后续随着这些放宽汽车限购等政策推进，汽车市场规模增长有望进一步提升。

培育二手车消费，二手车有望成为行业新动能。今年 1 月 20 日，商务部等部门发布《关于开展汽车流通消费改革试点工作的通知》，强调促进二手车高效流通，持续完善二手车流通管理制度，加快二手车经纪转经销，提升二手车流通服务能力；探索建立线上交易管理制度和主动提供车辆质保服务，为二手车消费提供良好市场环境等。3 月 16 日，中央办公厅、国务院办公厅印发的《提振消费专项行动方案》中提到，推动二手商品流通试点建设，培育多元化二手商品流通主体，创新二手商品流通方式等。3 月 17 日，商务部市场运行和消费促进司司长李刚在国新办新闻发布会上表示，将组织开展汽车流通消费改革试点，积极支持有条件的地方在促进二手车高效流通、发展汽车后市场等方面先行先试，着力培育汽车消费的新增长点。

政策鼓励丰富汽车金融产品供给。2023 年 9 月，国家金融监管总局发布的《关于金融支持恢复和扩大消费的通知》中提到，丰富汽车金融产品供给，在车辆销售、拥有、使用、置换、处置环节向消费者提供新车贷款、电池租赁、维修保养贷款、置换车接续贷、二手车融资等多种金融服务。适应市场需求，设计满足不同人群不同需求的汽车金融产品。加大对二手车市场的金融支持力度，通过活跃二手车市场促进汽车更新消费。2024 年 9 月，国家金融监管总局发布《关于促进非银行金融机构支持大规模设备更新和消费品以旧换新行动的通知》，鼓励汽车金融公司加大对市政交通企业的融资支持，助力新能源汽车推广应用；在依法合规、风险可控前提下，鼓励适当降低汽车贷款首付比例，合理确定汽车贷款期限、信贷额度，降低汽车消费门槛等，丰富汽车金融产品供给。

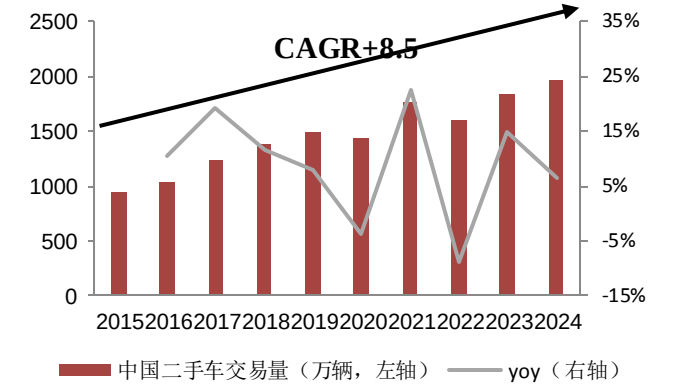
从市场空间看，二手车交易量仍有较大提升空间。近年来国内汽车销售市场逐步由增量市场转向存量市场，二手车交易量增速超新车销售增速。2024 年中国新车销量达 2756 万辆，同比增长 5.8%；二手车交易量达 1961 万辆，同比增长 6.5%。近十年中国新车销量、二手车交易量 CAGR 分别为 3.0%、8.5%。与发达市场相比，中国的二手车市场仍然有巨大的增长潜力，特别是考虑到汽车保有量水平及二手车与新车销售比例。随着国内二手车流通的利好政策的不断推新、消费者对二手车接受度的提高、二手车交易流程的不断完善，二手车交易未来发展具有较大的增长，中国汽车流通协会预计，在多方利好影响下，2025 年我国二手车市场或将首次突破 2000 万辆大关。

图 16：2024 年中国新车乘用车销量同比+5.8%



数据来源：Wind，西南证券整理

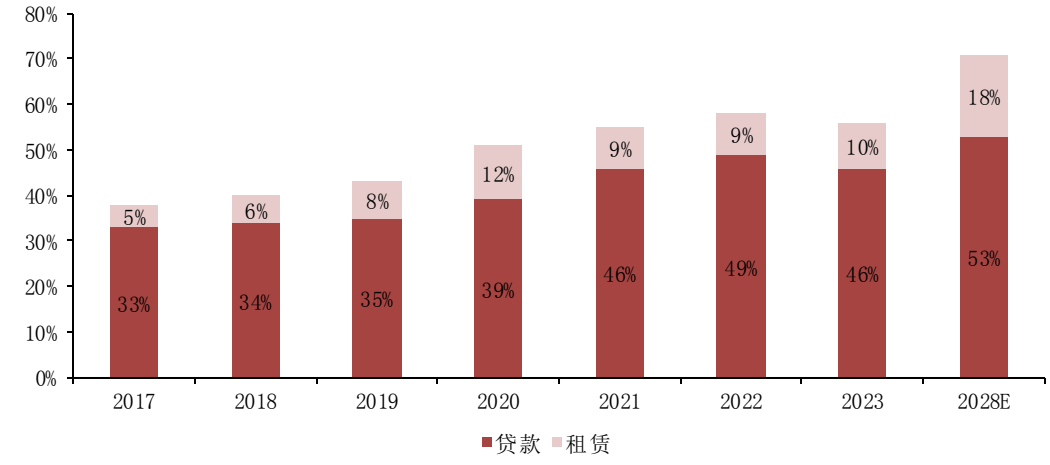
图 17：2024 年中国二手车乘用车交易量同比+6.5%



数据来源：Wind，西南证券整理

汽车金融渗透率仍有提升空间。罗兰贝格调研显示，2023 年新车金融渗透率为 56%，相比 2022 年下滑 2%。其中，供给不足、需求难振是汽车金融渗透率下滑的核心原因。随着国家利好政策持续出台，汽车金融产业规范化与多元化将不断提升，供需两端将逐步修正归位。罗兰贝格预测，到 2028 年，我国的新车金融渗透率将达 71%左右。据罗兰贝格观察，相比传统燃油车市场，新能源汽车金融渗透（约 50%）略低于整体新车金融渗透，未来尚有充足的发展空间。随着新能源汽车金融体系的进一步完善，新能源汽车金融渗透率最终有望与燃油车趋同。

图 18：2023 年我国新车金融渗透率为 56%，预计 2028 年提升至 71%

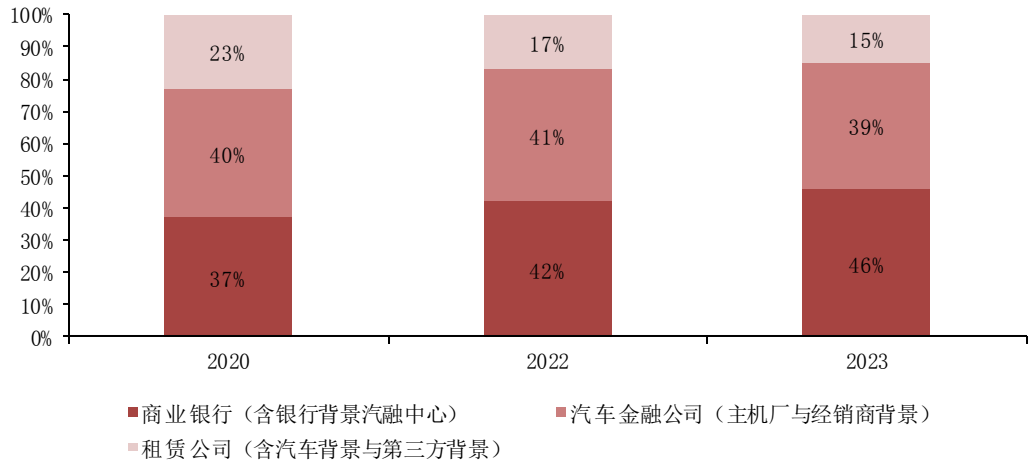


数据来源：罗兰贝格，西南证券整理

2.2 竞争格局：银行市场份额持续提升，公司撮合业务深度受益

商业银行、汽车金融公司、租赁公司是中国汽车金融市场的主要三类参与主体，2023 年市场份额分别为 46%、39%、15%。从 2023 年的市场竞争格局来看，商业银行得益于其相对较低的资金成本、领先的金融科技水平以及近年在零售金融方面的不断转型与提升，已成为汽车金融的主导者，正在大幅挤压汽车金融公司和租赁公司的市场空间。2023 年商业银行汽车金融市场整体份额可达 46%，相比 2022 年有较大幅度上升。汽车金融公司受到商业银行的冲击，叠加主机厂倾斜性支持力度的减弱，其市场份额压力显现，2023 年市场份额约为 39%，有所下滑。租赁公司（包括融资租赁与金融租赁公司）在银行客群下沉以及回租政策收紧的影响下，零售端市场空间收窄。2023 年整体市场份额进一步下降至 15%，在过去三年中已累计下滑 8 个百分点。

图 19：中国汽车金融市场格局



数据来源：罗兰贝格，西南证券整理

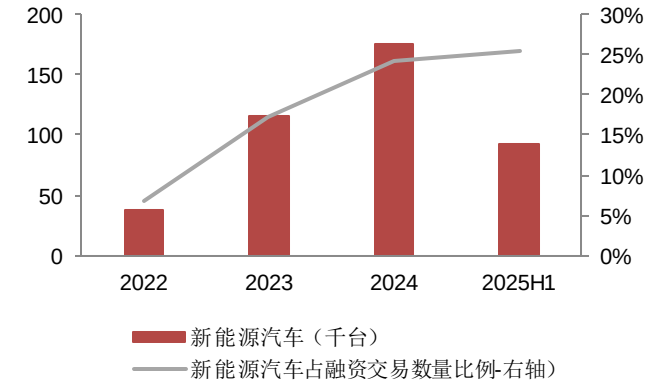
易鑫集团作为第三方汽车金融科技平台，商业模式与银行形成独特的竞合关系。易鑫集团的自营融资业务属于第三类主体，其交易平台业务主要为凭借公司在汽车金融领域的专业服务能力和广泛的渠道网络，为银行和消费者提供撮合服务，客户聚焦于小贷公司与银行之间的信用资质偏中上客群，2024 年公司交易平台业务收入占比已达 80%。虽然随着市场竞争的加剧，银行近年来在逐步侵蚀第三类市场的份额，易鑫集团 2024 年市占率约 2.3%（根据 2024 年公司汽车金融交易额以及前瞻产业研究院估算的 2024 中国汽车金融行业 3 万亿元的市场规模测算），处于较低水平，但易鑫集团并非与商业银行形成完全竞争的关系，其通过为银行提供撮合服务，有望直接受益于银行对于零售金融的重视及客群的下沉。

3 公司分析：线下 + AI + 先发筑护城河，政策东风启二手车及轻资产新增长

3.1 线下 38000 家汽车经销商，线上腾讯赋能引流

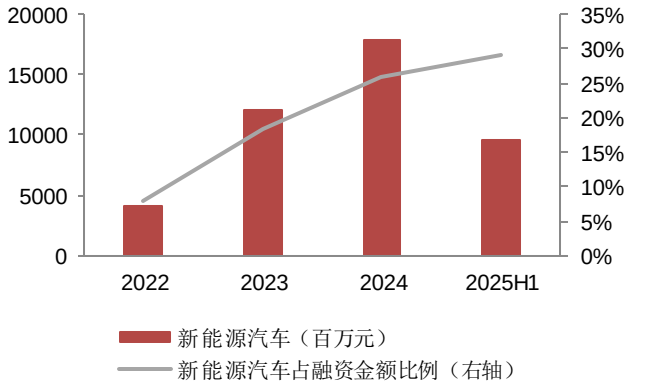
遍布全国各省市的线下网络构建了汽车金融领域的核心护城河，率先布局新能源领域。截至 2025 年 6 月末，公司线下布局覆盖全国超过 340 个城市、合作超 4.2 万家汽车厂商和经销商。同时，新能源汽车的兴起彻底改变了汽车销售模式，专注于新能源契合的主机厂采用直接面向客户销售的方式代替依赖于传统的经销商销售渠道。因此，与更多主机厂合作成为公司新能源汽车融资业务的关键战略，截至 2025 年 6 月末，公司增加主机厂及经销商集团总对总合作数量至约 50 家。2025H1，公司新能源汽车交易融资额达到 95.0 亿元，占总汽车交易融资的比例由 2022 年的 8%提升至 29%，其中新能源新车的融资额已占新车总融资额约 52%。

图 20：2022-2025H1 公司新能源汽车融资交易量及占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 21：2022-2025H1 公司新能源汽车融资交易额及占比



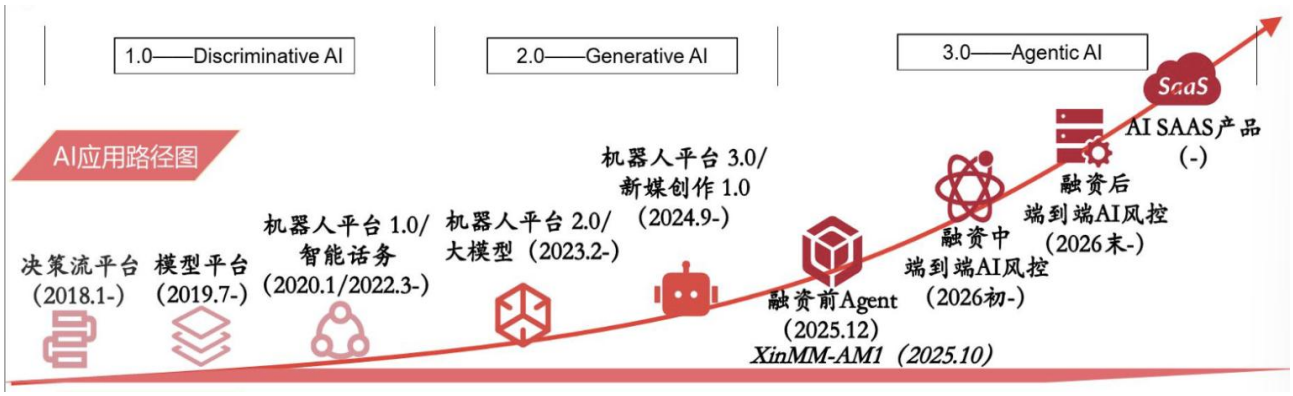
数据来源：公司公告，西南证券整理

大股东腾讯赋能引流，线上线下相结合。2022 年 5 月起，公司间接全资附属公司与腾讯计算机签订推广服务框架协议，腾讯为公司金融产品提供广告及市场推广服务。利用腾讯庞大的客户群，公司有效地扩大了客户基础并促进业务增长。2022 年 5-12 月、2023 年、2024 年 1-9 月公司根据推广服务协议框架向腾讯支付的总费用分别为 536 万、629 万、386 万元。2025 年续签三年推广协议，年度费用上限逐年提升至 4000 万元（2027 年）。

3.2 自研 AI 技术应用全业务价值链，经营费用率持续下降

自 2018 年起，公司开启 AI 技术研发与产品迭代进程，2024 年已完成首个汽车垂域多模态大模型备案。2018 年公司自主研发 ATM 决策流引擎；2019 年升级模型平台并引入大规模深度学习技术，推出可视化模型构建产品；2020 年进入算法模型产品化阶段，发布机器人平台 1.0 及智能话务产品，通过可视化配置工具为多业务场景提供智能解决方案，同时融合语音交互技术推出智能话务系统；2023 年起探索落地多模态大模型，发布覆盖 7B 至 70B 参数规模的文本处理大模型；2024 年完成首个汽车垂域多模态大模型「智鑫多维」备案，同年升级至机器人平台 3.0 和新媒体创作 1.0，通过 Workflow+Agent 架构实现全业务赋能并推出高效创作与营销模式。

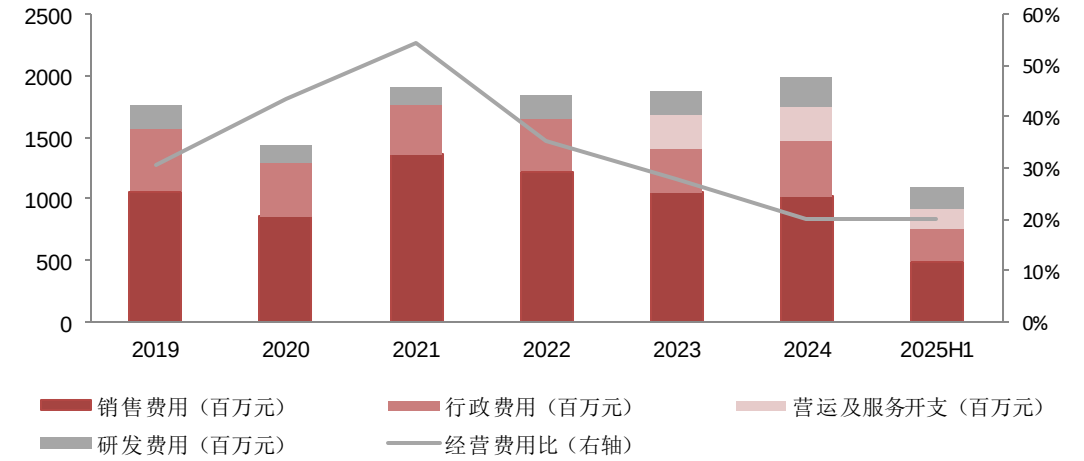
图 22：公司 AI 技术研发与产品迭代路径图



数据来源：公司2025H1 业绩说明会，西南证券整理

公司开发的 AI 应用已广泛应用于各种场景及整个业务价值链，并有效助力成本管控。人工智能代理通过运用语音识别、自然语言学习、知识图谱及深度学习等先进技术，已深度融入业务运营，覆盖呼叫、面审、审批等全链条关键环节，大幅提升营销、风险管理、客户服务及资产管理等关键领域的运营效率及客户满意度。例如，公司人工智能呼叫服务已完成超过 1.2 亿次呼叫，人工智能质检代理助力生产效率提升 282 倍。而 AI 工具的应用及精细化管理，推动公司经营费用率持续下降：2022 年以来，公司经营费用得到显著控制，经营费用率自 2021 年的 54.4%持续下降至 2024 年的 20.0%，2025H1 公司经营费用率仍然维持在 20.1%。

图 23：2019-2025H1 公司各项经营费用及经营费用比



数据来源：公司公告，西南证券整理

未来，公司将进一步拓展数字化与 AI 能力应用领域，以智能机器人平台为驱动力深化数字化转型，巩固市场竞争优势。4 月 15 日，公司在中国香港举行的“2025 世界互联网大会亚太峰会”上宣布，将于年内推出汽车金融行业首个 Agentic 大模型，Agentic 大模型是全 AI 驱动决策及流程的基础核心能力，对周期长、交互步骤多、决策因素复杂的汽车金融场景，可通过 AI 自主探索自主做复杂决策的全自动方式，彻底消除人工依赖，大幅提升业务质量和效率，进而提升金融服务的精准性与合规性。

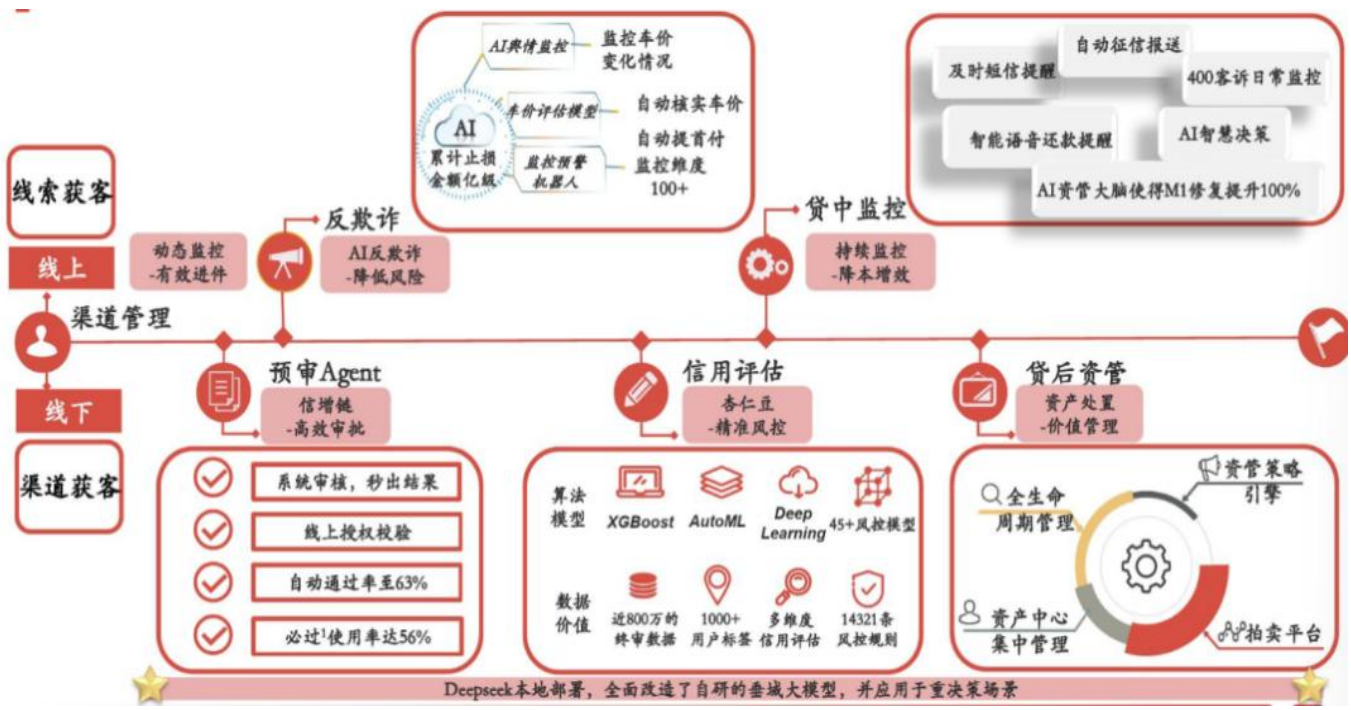
图 24：公司开发的 AI 应用已广泛应用于各种场景及整个业务价值链

数据来源：公司2025H1 业绩说明会，西南证券整理

3.3 11 年数据积累构建一体化风险管理体系，先发优势显著

公司与腾讯在大数据、AI、云计算等前沿领域开展技术协作，经过 11 年在汽车金融领域的积累，构建行业领先的风险管理体系，具备先发优势。该体系覆盖业务全流程，确保在融资前、中、后各环节均实现有效的风险管控，为公司业务的持续健康发展奠定了坚实的基础。具体来看：1）在反欺诈环节，公司利用 AI 技术开展舆情监控和车价评估，有效降低了因车价虚高引起的欺诈风险；2）在信用评估环节，公司信用评估体系“易鑫分”实现精准风控，依托庞大的数据资产和精准算法，在人+车综合评估中更侧重对客户信用历史和风险特征的深入分析，从而显著提升了评估的准确性和风险识别能力，助力更精准的匹配金融产品并优化决策；3）在贷后催收环节，公司资产中心实施全生命周期管理，并通过推出策略引擎，针对不同时段不同状态的资产制定应对方案。同时公司还成立了资产拍卖平台，最大程度的优化了资产价值回收。

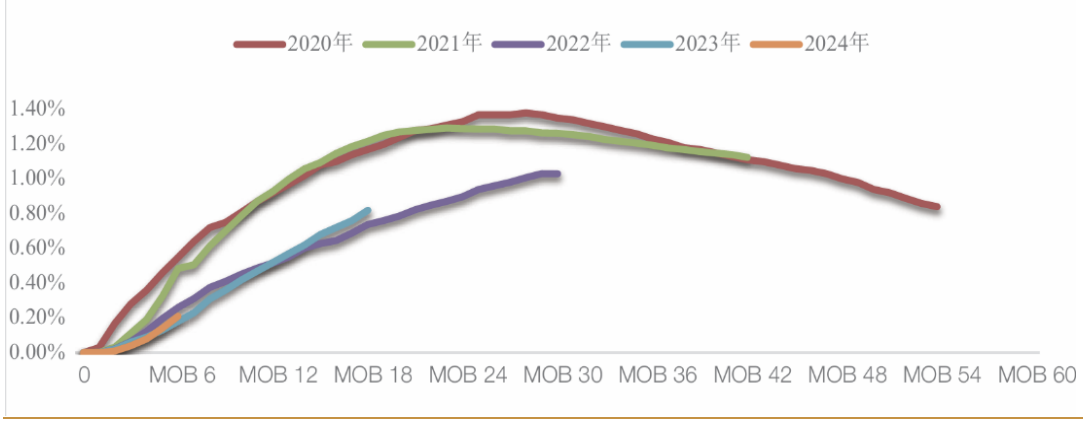
图 25：公司通过 AI 等技术构建行业领先的风险管理体系



数据来源：公司2025H1 业绩说明会，西南证券整理

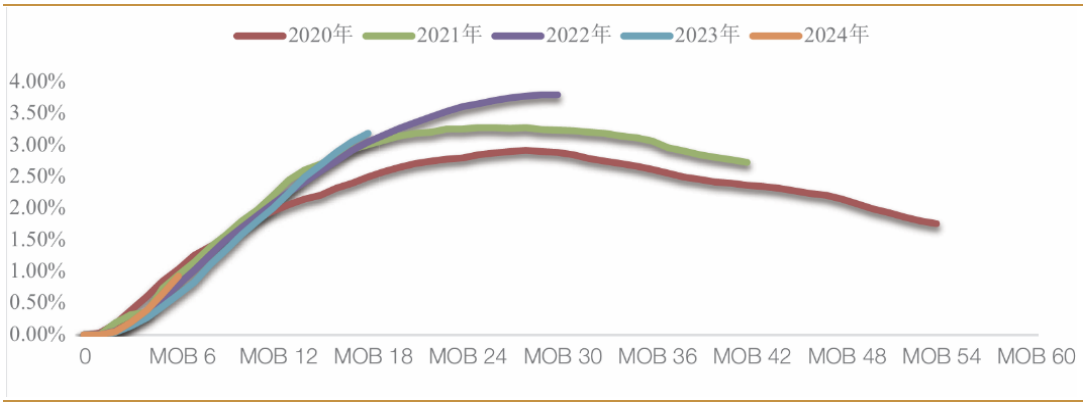
领先的风险管理体系驱动公司资产质量持续优化。公司账龄分析显示，2020 年以来公司新车和二手车 30 天以上逾期率逐步降低，近期资产安全性可期。90 天以上逾期率由 2022 年的 1.92%降至 2024 年的 1.86%，截至 2025 年 6 月末 90 天以上逾期率稳定在约 1.86%水平；拨备覆盖率由 2022 年的 158%提升至 2024 年的 196%，2025H1 进一步提升至 207%。同时，拨备覆盖率的提高使得公司 2025H1 信用减值亏损提升至 10.4 亿元，同比增长 58.6%。

图 26：公司新车 30 天以上历史逾期率逐步降低



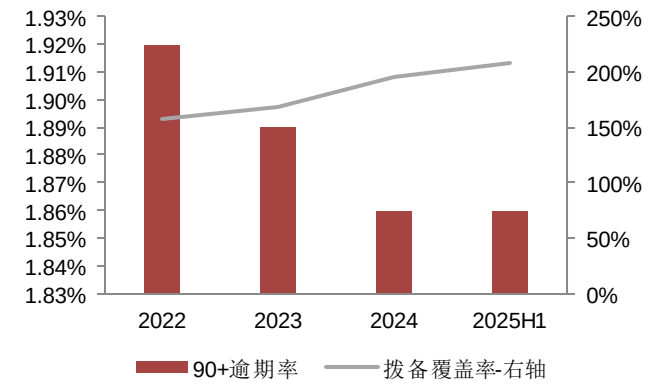
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 27：公司二手车 30 天以上历史逾期率逐步降低



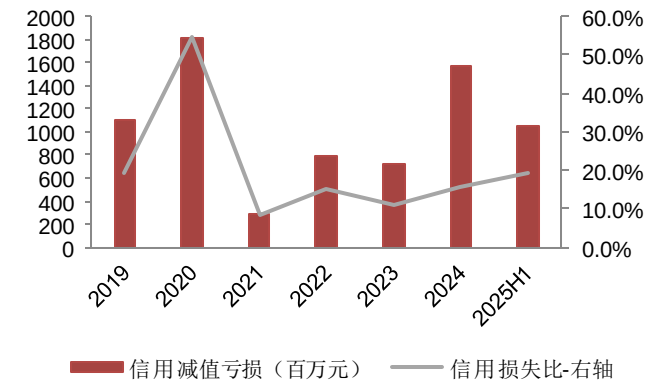
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 28：公司 90 天以上逾期率逐步降低



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 29：公司 2025H1 信用减值亏损大幅增加

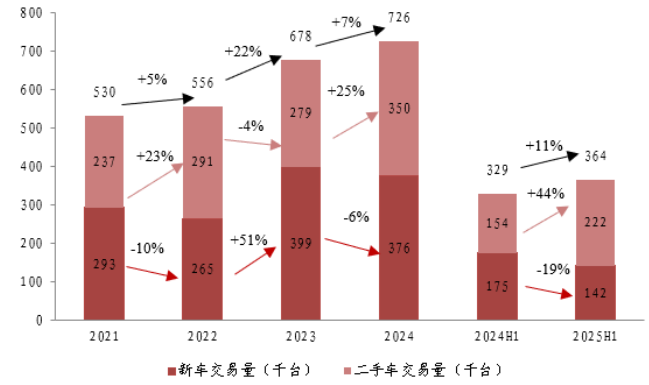


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.4 二手车业务盈利性高企，高速增长且空间广阔

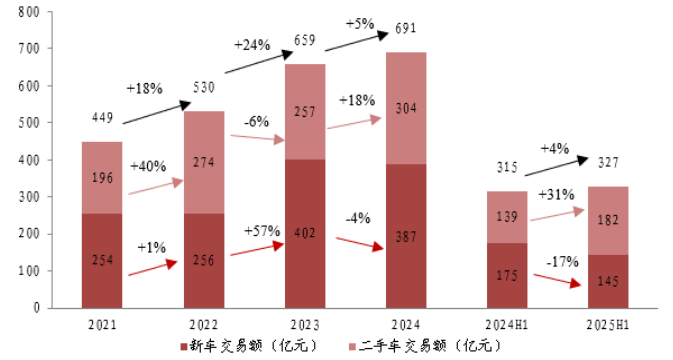
公司主动选取盈利性更高的二手车产品作为战略驱动，二手车相较于新车净服务费率或利差更高。2025H1 公司融资交易数量同比增长 11%至 36.4 万台，其中新车、二手车分别同比-19%、+44%至 14.2、22.2 万台；2025H1 公司融资规模同比增长 4%至 327 亿元，其中新车、二手车分别同比-17%、+31%至 145、182 亿元。但公司收入及毛利润分别同比增长 22%、36%，均超过融资规模增速，原因即在于二手车净服务费率及利差更高，二手车融资规模占比提升驱动公司收入及毛利润大幅增长。2025H1 公司二手车业务保持快速增长，二手车融资业务占汽车融资交易总量的比例达 55.7%，较去年同期增加 11.4 个百分点。

图 30：2025H1 公司二手车交易量增速高于新车



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 31：2025H1 公司二手车交易融资金额增速高于新车

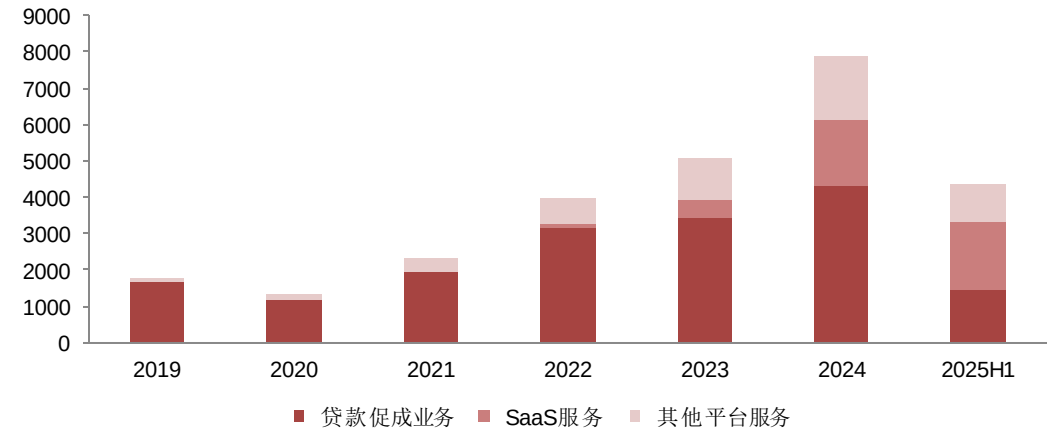


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.5 SaaS 业务高速成长，有望成为未来核心增长极

轻资产金融科技业务是公司下一步的关键战略重点。交易平台业务中，公司业务进一步分为贷款促成业务、金融科技业务（SaaS 服务）、其他平台业务（担保服务、增值服务等）。公司于 2022 年起开展金融科技(SaaS 服务)业务，与贷款促成业务的区别在于，金融科技业务不为消费者贷款金额提供担保，业务规模增长不受资本金限制，属于典型的轻资产模式。

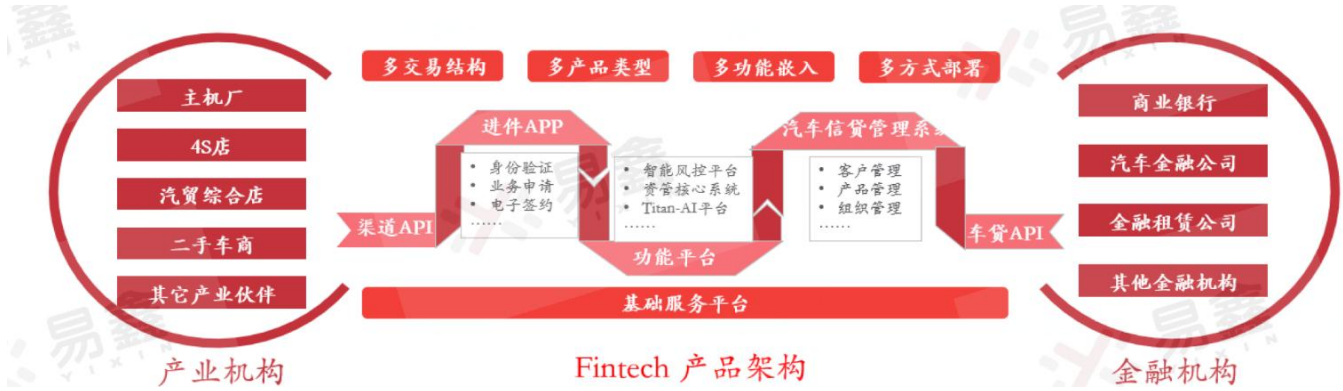
图 32：2019-2025H1 公司交易平台业务收入情况（百万元）



数据来源：公司2025H1 业绩说明会，西南证券整理

金融科技业务主要有两种模式：**1)“纯技术”解决方案**，公司为合作伙伴提供技术解决方案，例如提供给保时捷租赁部门的风险控制模型，帮助他们有效识别优质客户。**2)“流量+科技”的解决方案**，在促进交易的同时，也提供额外的科技赋能。例如，通过公司的战略合作伙伴关系，宁波银行等商业银行可以即时获得即插即用的汽车金融解决方案。2025H1“纯技术”模式促成融资金额 5 亿元，同比增长 27.0%；“流量+科技”模式促成融资金额 148 亿元，同比增长 59.5%。截至 2025/6/30，公司已与超过 60 家金融机构建立合作伙伴关系，在 25 年上半年期间供推出 6 个新项目，并已与银行、融资租赁公司与主机厂等多方建立合作合作关系。

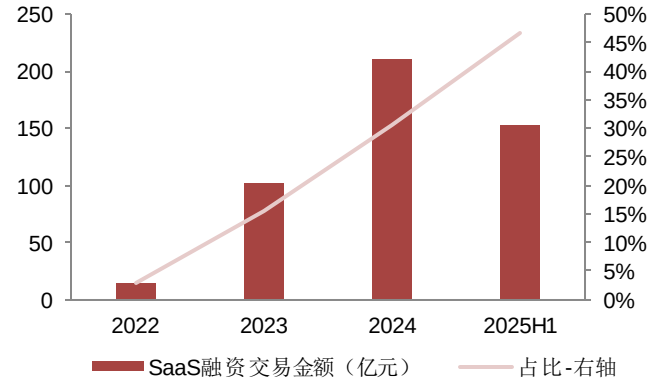
图 33：公司金融科技业务商业模式



数据来源：公司公告，西南证券整理

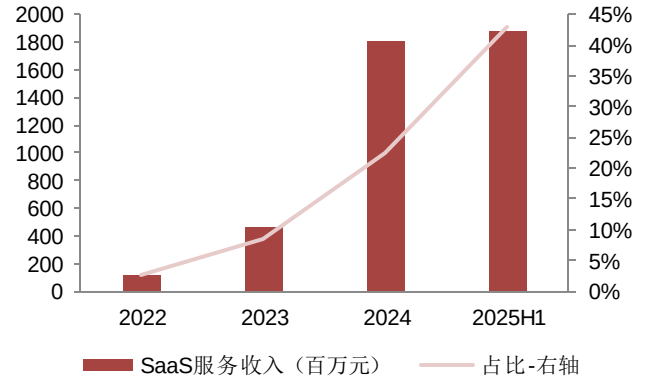
金融科技业务（SaaS 服务）逐步兑现，增长势头强劲。2025H1 公司金融科技业务（SaaS 服务）融资交易金额同比增长 57.7%至 153 亿元，占总融资交易金额的比例提升至 46.8%；金融科技收入同比增长 124.5%至 18.7 亿元，占融资业务收入（剔除其他平台服务和其他自营服务）的比例提升至 42.8%。金融科技业务的核心客户也在逐步增加，截至 2025 年 6 月底，相关核心客户较去年同期增加 3 名至 15 名，这些核心客户贡献的收入占金融科技业务产生总收入的 98%，且来自每位核心客户的平均收入（ARPCC）增加至 1.23 亿元，同比增长 86.4%，展现出客户对金融科技业务平台的信任。

图 34：公司金融科技融资交易金额及占比大幅增长



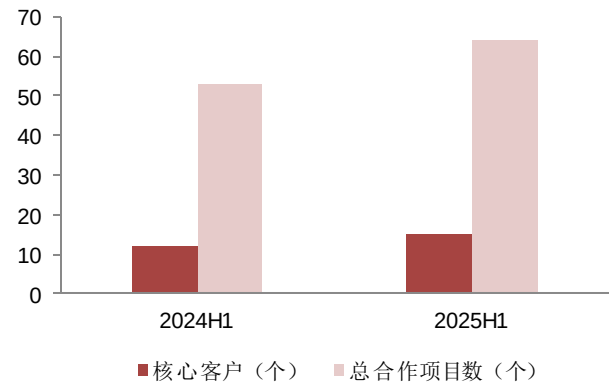
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 35：公司金融科技业务收入及占比大幅增长



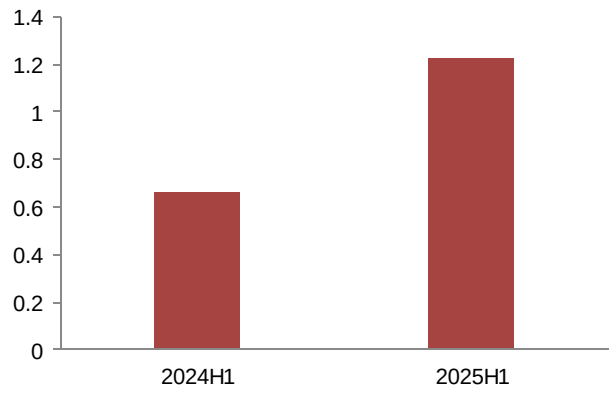
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 36：25H1 公司金融科技核心客户增加



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 37：25H1 公司金融科技业务核心客户平均收入增加（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：金融科技业务（SaaS 服务）和盈利性较高的二手车业务是公司未来的重点战略方向。预计金融科技业务交易规模将快速增长，2025H1 金融科技业务交易额达 153 亿元，同比+57.7%，我们假设 2025-2027 年公司金融科技业务融资交易规模分别增长 65.9%、50.0%、30.0%，手续费率分别为 9.55%、10.55%、11.55%。

假设 2：传统贷款促成业务交易规模增速放缓，2025H1 传统贷款促成业务同比下降 24%，我们假设 2025-2027 年传统贷款促成业务交易规模逐年下降 20%，手续费率随着二手车业务占比的增加逐年增长，分别为 14.2%、15.0%、15.5%。

假设 3：随着交易平台业务收入占比逐步提升，我们预计 2025-2027 年自营融资业务融资规模保持稳定，融资租赁利率随着二手车业务占比增加逐年增长，分别为 7.4%、7.5%、7.6%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
交易平台业务		7894	9027	10577	12238
贷款促成服务	收入	4318	3715	3139	2595
	融资规模	32615	26092	20873	16699
	融资规模 yoy	-14%	-20%	-20%	-20%
	手续费率（测算值）	13.2%	14.2%	15.0%	15.5%
SaaS 服务	收入	1804	3342	5538	7882
	融资规模	21100	35000	52500	68250
	融资规模 yoy	106.9%	65.9%	50.0%	30.0%

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
	手续费率（测算值）	8.55%	9.55%	10.55%	11.55%
其他平台服务	收入	1773	1970	1900	1761
	收入 yoy	49.16%	11.12%	-3.55%	-7.34%
自营融资业务		1993	2248	2403	2533
自营融资业务	收入	1960	2213	2367	2495
	融资规模	15429	15429	15429	15429
	融资规模 yoy	-14%	0%	0%	0%
	融资租赁利率（测算值）	7.30%	7.40%	7.50%	7.60%
其他自营服务	收入	33.10	34.76	36.49	38.32
	收入 yoy	74.21%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	收入	9888	11275	12981	14770
	增速	47.89%	14.04%	15.12%	13.79%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.18/0.21/0.25 元，对应 PE 分别为 15.83/13.30/11.05 倍。考虑到当前公司收取服务费率的轻资产业务交易平台业务收入占比较高，我们采用可比估值法中的市盈率法进行估值。我们选取百融云和盛业作为可比公司：百融云以金融科技为核心，为信贷业务提供风控等技术支持，与易鑫在金融科技赋能信贷业务上具有相似性；盛业主营供应链金融及科技服务，通过轻资产模式为特定领域提供融资相关服务，与易鑫的轻资产交易平台业务逻辑相通。可比公司 2025-2027 年一致预期 PE 分别为 19.76X/15.32X/12.52X。考虑到公司收益率更高的二手车业务占比逐步提升，轻资产业务有望快速增长，且 2024 年派息 0.13 港元/股，分红率（税前每股股利/每股收益）达到 104%，截至 2025/9/2，股息率（TTM）为 4.2%，我们给予公司 25 年 19 倍 PE，对应 3.67 港元（基于 2025/9/2 港元兑人民币汇率），首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5：公司可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值（亿港元）	股价（港元）	EPS（元）				PE（倍）			
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
6608.HK	百融云-W	53.76	11.52	0.58	0.54	0.70	0.84	18.11	19.34	14.95	12.54
6069.HK	盛业	113.32	11.23	0.39	0.51	0.65	0.82	26.26	20.18	15.70	12.51
平均值								22.18	19.76	15.32	12.52
2858.HK	易鑫集团	207.47	3.06	0.13	0.18	0.21	0.25	22.32	15.83	13.30	11.05

数据来源：Wind，西南证券整理；注：除易鑫集团外，其余公司 2025E-2027E EPS 和 PE 来自 Wind 一致预期；2025/9/2，1 港元对人民币 0.91183 元。

5 风险提示

1）监管政策趋严的风险：汽车金融行业作为金融领域的重要组成部分，亦处于严格的政策监管框架之下，或为公司经营带来一定的不确定性。

2）业务发展不及预期的风险：受汽车市场需求波动等宏观因素影响，公司二手车及 SaaS 业务拓展或不及预期。

3）行业竞争加剧风险：竞争者或压低融资利率抢占市场份额，行业竞争加剧或压缩行业净服务费率或利差。

4）消费者投诉及舆情风险：公司若对消费者投诉处理不当，或引发监管调查处罚、法律诉讼及负面舆情发酵，将损害品牌声誉、增加合规与舆情成本，影响公司业务拓展与市场份额。

附：财务报表

资产负债表(百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**22,950**	**26,670**	**29,088**	**31,532**
现金	4,213	4,049	4,721	5,332
应收账款及票据	2,917	5,287	6,086	6,925
存货	0	0	0	0
其他	15,820	17,334	18,281	19,275
非流动资产	**25,641**	**25,478**	**25,376**	**25,306**
固定资产	632	643	673	702
无形资产	701	526	394	296
其他	24,309	24,309	24,309	24,309
资产总计	**48,591**	**52,148**	**54,464**	**56,839**
流动负债	**18,306**	**21,507**	**23,350**	**25,150**
短期借款	14,103	15,330	16,198	17,016
应付账款及票据	964	1,611	1,895	2,152
其他	3,238	4,566	5,256	5,981
非流动负债	**13,805**	**13,805**	**13,805**	**13,805**
长期债务	12,846	12,846	12,846	12,846
其他	959	959	959	959
负债合计	**32,111**	**35,312**	**37,155**	**38,955**
普通股股本	4	4	4	4
储备	16,098	16,453	16,926	17,501
归属母公司股东权益	**16,480**	**16,835**	**17,309**	**17,883**
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	**16,480**	**16,835**	**17,309**	**17,883**
负债和股东权益	48,591	52,148	54,464	56,839

现金流量表(百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	**-1,998**	**955**	**2,354**	**2,732**
净利润	810	1,194	1,421	1,711
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	306	208	165	134
营运资金变动及其他	-3,115	-448	767	888
投资活动现金流	**192**	**-1,397**	**-1,491**	**-1,689**
资本支出	-245	-44	-63	-64
其他投资	436	-1,353	-1,428	-1,625
筹资活动现金流	**2,564**	**303**	**-167**	**-408**
借款增加	3,741	1,227	869	818
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-178	-815	-924	-1,112
其他	-999	-108	-112	-114
现金净增加额	**733**	**-164**	**672**	**611**

利润表(百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	**9,888**	**11,275**	**12,981**	**14,770**
其他收入	0	0	0	0
营业成本	**5,251**	**5,972**	**7,024**	**7,977**
销售费用	1,020	1,128	1,298	1,477
管理费用	443	496	545	591
研发费用	233	259	286	310
财务费用	28	24	51	67
除税前溢利	**1,090**	**1,593**	**1,895**	**2,281**
所得税	280	398	474	570
净利润	**810**	**1,194**	**1,421**	**1,711**
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**810**	**1,194**	**1,421**	**1,711**
EBIT	1,118	1,617	1,946	2,348
EBITDA	1,424	1,825	2,111	2,482
EPS（元）	0.13	0.18	0.21	0.25

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	47.89%	14.04%	15.12%	13.79%
归属母公司净利润	45.95%	47.48%	19.00%	20.36%
获利能力				
毛利率	46.89%	47.04%	45.89%	46.00%
销售净利率	8.19%	10.59%	10.95%	11.58%
ROE	4.91%	7.10%	8.21%	9.57%
ROIC	1.91%	2.69%	3.15%	3.69%
偿债能力				
资产负债率	66.08%	67.72%	68.22%	68.54%
净负债比率	137.96%	143.31%	140.53%	137.17%
流动比率	1.25	1.24	1.25	1.25
速动比率	1.12	1.07	1.06	1.06
营运能力				
总资产周转率	0.21	0.22	0.24	0.27
应收账款周转率	3.02	2.75	2.28	2.27
应付账款周转率	5.63	4.64	4.01	3.94
每股指标（元）				
每股收益	0.13	0.18	0.21	0.25
每股经营现金流	-0.31	0.14	0.35	0.40
每股净资产	2.53	2.48	2.55	2.64
估值比率				
P/E	22.32	15.83	13.30	11.05
P/B	1.10	1.12	1.09	1.06
EV/EBITDA	28.74	23.58	20.48	17.50

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jyj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzr@swsc.com.cn