

行业

2025年09月19日

优信 (UXIN)

——强管控模式厚积薄发，经营周期右侧已现

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

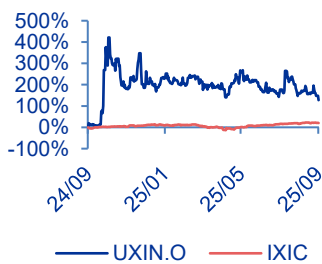
投资要点：

- **二手车“存量时代”最大赛道。**中国二手车市场仅2024年销量1961万、交易额破万亿。但**二手车/新车比仅0.6:1，析出率5.6%，远低于美、日、德13%以上水平。**供给端：3.5亿辆保有量中6-9年车龄占比最高，新能源车加速置换；需求端：90后+80后买家占比77%，下沉市场渗透率仍低；政策端：限迁、税收、商品属性“三座大山”基本拆除，全国转籍率升至30%。**中性测算2030年行业空间3500-4000万辆**，是汽车“存量时代”潜力最大的赛道。
- **海外对标：标杆企业用“强管控”筑护城河。**美国二手车商CarMax、Carvana均证明：①自持库存+直营网络才能把控车源质量与定价；②集中化整备中心降低单车成本、建立消费者信任；③数据驱动的定价+全国物流实现高周转。两家股价均经历行业供需波动-加息冲击，但资本市场还是愿意给与20~40X PE左右的估值水平。
- **优信跑通“工厂+大卖场”重资产模型：**优信早期从B2B拍卖起家，2020年起转向全自营“智能再制造工厂+仓储式大卖场”。西安、合肥、武汉三店验证：①**单店库存1000+台、40%到店客户成交**，较传统车商5-30台陈列形成更优体验；②**315项检测+自动化整备**，整备时效由13.6天缩至<4天，**库存周转30天**，低于行业55-60天；③**线上平台实时调价、全国交付**，金融、保险、延保等高毛利服务贡献收入占比近半，综合加价率反超传统商。2025Q1零售销量7545台，同比+134%，毛利率7.0%，亏损收窄至0.53亿元，**单季度EBITDA已转正，验证单店模型进入盈利拐点。**
- **未来5年收入增速有望实现10倍增长，利润弹性巨大：**公司计划2025-2029年每年新开3-10店，优先覆盖保有量300万+城市，我们测算保有量TOP20的城市可再开45个3000台库存体量的大卖场，对应年销130万台，为2025年销量约20倍。规模效应下，2029年形成32店、年销65万台，收入484亿元，经营净利11.6亿元。考虑反内卷因素，若2026后新车涨价/补贴退坡带动单车盈利再增1000元，2026年便有望扭亏，27/28年总体经营利润有望来到近4亿/9亿元。收入端2025-2027年CAGR 120%，收入为33.4/72.8/161.7亿元，同期归母净利润-2.4/-1.4/1.5亿元。
- **首次覆盖给与“增持”，目标市值55-108亿元。**优信2026年营收预计72.8亿元，考虑到优信未来3年持续高增长，以及经营周期改善的潜力。参考可比公司，兼顾线上占比与增速。在“行业β+公司α”共振下，优信已突破单店盈利拐点，未来五年门店与销量有望复制20倍扩张，兼具短期扭亏与中长期高成长，**给予2026年0.8-1.5X PS的估值**，对应市值55-108亿元人民币，较当前52亿元市值**上行空间6%-108%**。**首次覆盖给予“增持”评级。**
- **风险提示：**内卷造成价格波动、开店进度低预期、运营能力下滑、ASP提速不及预期。

市场数据：2025年9月18日

收盘价(美元)	3.55
纳斯达克综合指数	22,471
52周最高/最低(美元)	7.84/1.46
美股市值(亿美元)	7.32
总股本(百万股)	61851
汇率(人民币/美元)	7.11

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

证券分析师

戴文杰 A0230522100006
daiwj@swsresearch.com

联系人

戴文杰
(8621)23297818×
daiwj@swsresearch.com

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,399.36	1,814.36	3,343.58	7,282.98	16,166.32
YOY(%)	-37.00	29.66	84.28	117.82	121.97
净利润(百万元)	-307.83	-348.66	-241.28	-139.55	145.44
YOY(%)	66.97	-13.26	30.80	42.16	204.22
毛利率(%)	4.81	6.80	7.20	7.50	7.75
净利率(%)	-21.91	-18.85	-7.22	-1.92	0.90
EPS(元/股, 摊薄)	-1.49	-1.69	-1.17	-0.68	0.71
P/S(倍)	3.70	2.85	1.55	0.71	0.32

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖给与“增持”，目标市值 55-108 亿元。优信 2026 年营收预计 72.8 亿元，考虑到优信未来 3 年持续高增长，以及经营周期改善的潜力。参考可比公司，兼顾线上占比与增速。在“行业 β +公司 α ”共振下，优信已突破单店盈利拐点，未来五年门店与销量有望复制 20 倍扩张，兼具短期扭亏与中长期高成长，给予 2026 年 0.8-1.5X PS 的估值，对应市值 55-108 亿元人民币，较当前 52 亿元市值上行空间 6%-108%。首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设点

未来 5 年收入增速有望实现 10 倍增长，利润弹性巨大：公司计划 2025-2029 年每年新开 3-10 店，优先覆盖保有量 300 万+城市，我们测算保有量 TOP20 的城市可再开 45 个 3000 台库存体量的大卖场，对应年销 130 万台，为 2025 年销量约 20 倍。规模效应下，2029 年形成 32 店、年销 65 万台，收入 484 亿元，经营净利 11.6 亿元。考虑反内卷因素，若 2026 后新车涨价/补贴退坡带动单车盈利再增 1000 元，2026 年便有望扭亏，27/28 年总体经营利润有望来到近 4 亿/9 亿元。收入端 2025-2027 年 CAGR 120%，收入为 33.4/72.8/161.7 亿元，同期归母净利润-2.4/-1.4/1.5 亿元。

有别于大众的认识

市场认为二手车行业比较散乱，很难走出一个大公司，但这偏偏就是优信的机会，通过这种强管控的经营策略来构筑护城河。

市场担心新车持续降价，对二手车经营持续压制。但我们相信价格抬升是大趋势，公司的经营周期拐点已经出现，即使没有外力催动，27 年也有望开始盈利。

股价表现的催化剂

新车涨价，供需关系改善，大规模开店复制商业模式。

核心假设风险

内卷造成价格波动、开店进度低预期、运营能力下滑、ASP 提速不及预期。

目录

1. 二手车行业发展分析	6
1.1 中国二手车市场现状	6
1.2 中国二手车市场增长逻辑分析	9
1.2.1 供给侧：汽车老龄化催生置换需求和二手车供给	9
1.2.2 需求侧：性价比刺激测车主转向二手车消费	10
1.2.3 政策端：政策发力打破二手车增长瓶颈	13
1.3 中国二手车市场远期规模或超 6000 万台/年	15
1.3.1 关于“二手车析出率”与“二手车/新车比值”指标意义	16
2. 海外二手车市场分析：CarMax&Carvana 复盘	17
2.1 CarMax：美国二手车连锁鼻祖	17
2.2 Carvana：美国二手车市场新星	19
2.3 做好二手车，强管控才是门槛	21
3. 优信二手车介绍及优势分析	23
3.1 公司简介	23
3.2 全自营“工厂+大卖场”，提升客户信任度与购车体验	24
3.3 高效运营助力公司盈利能力提升	27
3.4 规模效应开启公司业绩增长飞轮	28
4. 盈利预测与估值	30
4.1 行业空间巨大，增长只取决于企业 α	30
4.2 单店模型跑通才是扩张的基础	31
4.3 稳步扩张，收入和利润都将持续爆发式增长	33
4.4 长坡厚雪，中长期投资价值明确	34
5. 风险提示	37

图表目录

图 1：中国二手车市场发展历程	6
图 2：2021-2025H1 中国二手车市场分车型占比情况.....	7
图 3：2018-2025H1 车龄 6 年以下的二手车占比有上升趋势	7
图 4：2017-2024 年中国二手车交易价格区间占比	8
图 5：2019-2025 年中国二手乘用车销售均价（单位：万元）	8
图 6：2023-2025H1 新能源二手车销量维持高速增长.....	8
图 7：2014-2025H1 全国汽车保有量持续增长.....	9
图 8：2014-2025H1 全国新能源车保有量快速增长	9
图 9：2024 年中国各车龄乘用车保有量（单位：百万辆）	9
图 10：2023 年中国汽车用户分性别购车目的.....	11
图 11：2024 年中国二手车购车原因分布.....	11
图 12：2015-2024 年中国二手车销量/新车销量	11
图 13：2024 年中国与成熟市场二手车销量/新车销量对比	11
图 14：年轻人对二手商品接受度较高	12
图 15：2024 年中国二手车消费年龄结构.....	12
图 16：2023 年分城市级别用户购车预算分布	12
图 17：2025 年 1-5 月各级别城市二手车交易占比	12
图 18：2023-2025 年中国二手车转籍率持续攀升	14
图 19：2018-2026 中国二手车金融渗透率预计持续增长.....	14
图 20：2015-2024 年中国二手车折出率及与国外对比（%）	15
图 21：美国本土的 Carmax 店面	17
图 22：Carmax 全美直营店分布，截止 25 年 1 月超过 250 家门店.....	17
图 23：二手车是 Carmax 主要营收来源（单位：百万美元）	18
图 24：2015-2024 年 Carmax 销量情况（单位：万辆）	18
图 25：Carmax 股价与 PE 走势对比.....	19
图 26：疫情成为 Carmax 股价分水岭	19
图 27：Carvana 自动售车机外形	20
图 28：Carvana 自动售车机分布	20
图：- 年 Carvana 营收利润走势（单位：亿美元）	

图 30: 2017-2025 年 Carvana 和标普 500 指数走势对比	21
图 31: 2017-2025 年 Carvanan 市盈率走势	21
图 32: 优信发展历程	23
图 33: 2017-2025Q1 优信营收情况 (单位: 亿元)	23
图 34: 2017-2025Q1 优信归母净利润情况 (单位: 亿元)	23
图 35: 2021-2025Q1 优信季度毛利率触底回升	24
图 36: 2021-2025Q1 优信期间费用率呈下降趋势.....	24
图 37: 优信智能再制造工厂提供高品质二手车供给	25
图 38: 优信二手车卖场相对传统车商的优势明显.....	25
图 39: 优信线上全球购商场非常全面	26
图 40: 优信线上平台车辆价格信息动态调整.....	26
图 41: 优信一站式综合服务提供全方位的零售体验	27
图 42: 优信二手车定价具备竞争力, 延伸服务保证盈利	27
图 43: 优信二手车整备时效大幅降低 (时间: 天)	27
图 44: 优信二手车库存车辆周转天数低于行业平均	27
图 45: 优信二手车运营管理体系标准化、流程化、可复制	28
图 46: 全国已开业 3 个卖场, 2 个在建, 未来空间广阔	28
图 47: 优信每个季度销量持续高速增长.....	29
图 48: 规模效应帮助盈利显著修复.....	29
表 1: 二手车/新车 3 年用车成本测算 (以 20 万级别车型为例, 单位: 万元) ...	10
表 2: 政策持续发力刺激二手车消费	13
表 3: 中国二手车市场中期看 3500 万辆规模, 远期需求或超 6000 万台/年.....	16
表 4: Carvana 发展历程.....	19
表 5: 优信二手车全国市占率仅 0.2%, 但所在地市占率超 15%	30
表 6: 中国汽车保有量 Top20 的城市支撑优信再开店 45 个.....	31
表 7: 稳定经营 2 年后, 单个门店的盈利模型便有望转正, 具备复制条件	32
表 8: 规模效应加持下, 公司盈利弹性巨大	34
表 9: 优信 2023-2027E 收入及利润预测情况	34
表 10: 重点对标公司盈利预测及估值情况	35
表 11: 优信 2026 年合理 PS 估值预计在 0.8x~1.5x 之间	36

1. 二手车行业发展分析

1.1 中国二手车市场现状

中国二手车的故事始于 1985 年，虽然仅有 40 年的发展历史，却实现了年交易量从 0 到最高 1961 万辆的跨越，交易增速反超新车，成为驱动中国汽车业蓄力上行的重要引擎。中国二手车市场经历了四个发展阶段：

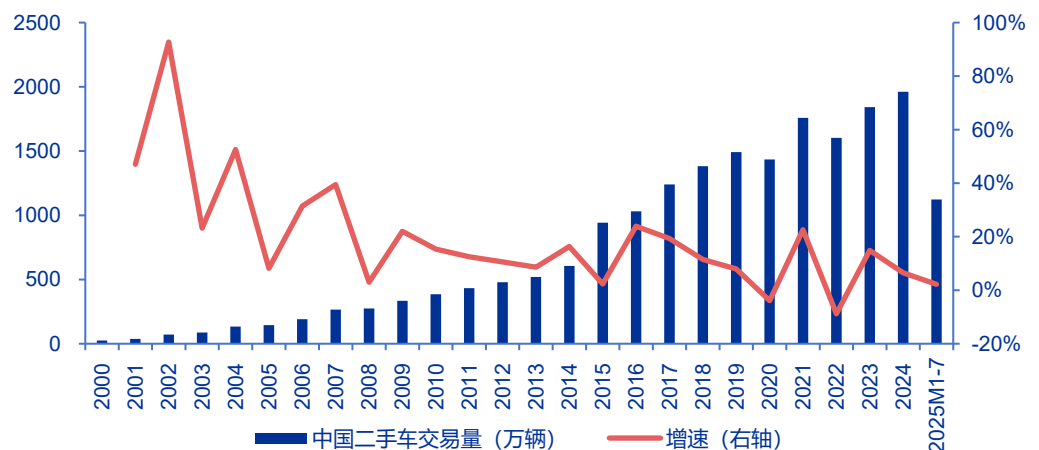
- **萌芽期 (1985-2000)**：私家车保有量较低，二手车交易以单位公车淘汰为主，个体户主导，无固定场所；1998 年《旧机动车交易管理办法》出台，首次明确二手车交易需在指定市场进行，但监管松散；

- **快速成长期 (2000-2015)**：2005 年正式实施《二手车流通管理办法》，取消了二手车交易场所的专营垄断，国内二手车行业进入全面成长阶段，2005~2014 年的 10 年间，中国二手车交易量增长了超 3 倍；但限迁政策一定程度上抑制了二手车的全国流通；

- **互联网革命期 (2015-2020)**：优信、汽车之家、瓜子二手车、人人车、天天拍车等一批带有互联网基因的二手车平台相继涌现，覆盖二手车交易各个环节，二手车价格更加透明，车况更加公开，从业人员整体素质得到提升，金融贷款更加便捷，消费者对二手车的传统认知逐步改变。与此同时，一部分难以适应市场变化的小车商在大浪淘沙中被淘汰；

- **生态重构期 (2020-)**：2020 年 5 月，二手车经销企业减税政策出台，二手车经销企业的增值税税负由 2% 降至 0.5%，2022 年 6 月，国务院常务会议提出对小型非营运二手车，自 8 月 1 日起全面取消迁入限制，10 月 1 日起实行单独签注、核发临时号牌等临时产权登记制度，影响二手车行业发展的“三座大山”终于有松动的迹象；与此同时，二手车流量入口快速迁移（抖音/快手占据 50% 以上二手车流量）、新能源二手车交易量迅速拉升等现象，表明中国二手车行业生态正在快速重构。

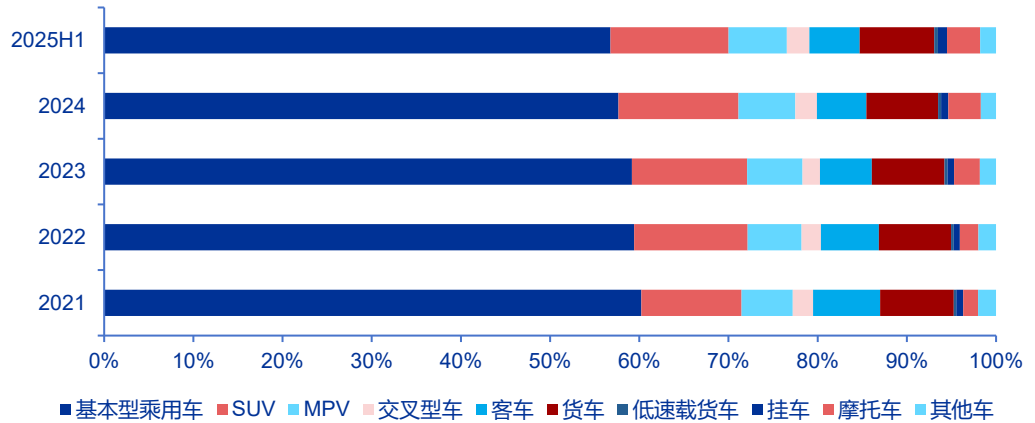
图 1：中国二手车市场发展历程



资料来源：中汽流通协会，中国汽车报，申万宏源研究

分车型看，乘用车占据二手车市场主要份额。各年份二手乘用车（含基本型乘用车、SUV、MPV、交叉型车）占据中国二手车市场近 80%的份额，其中轿车（基本型乘用车）始终占据主导地位但份额逐年下降，SUV 份额稳中有升，消费者对 SUV 的偏好持续增强。2025 年上半年，二手乘用车占比维持在 79.1%，而二手商用车（含客车、货车、低速载货车、挂车）占比仅为 15.4%，份额逐年萎缩，反映出商用车需求疲软。

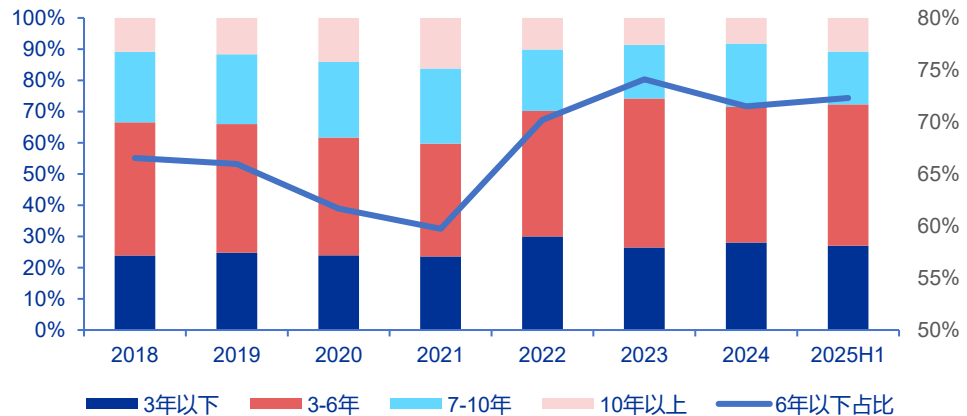
图 2：2021-2025H1 中国二手车市场分车型占比情况



资料来源：中汽流通协会，申万宏源研究

从使用年限看，车龄更短的二手车占比有上升趋势。在二手车交易市场中，市面流通的车况较新（车龄在 6 年以下）的二手车比例显著提高。从 2018 年至 2025 年上半年，3 年以下的二手车占比从 23.9%提升至约 27%，增加 3.1pct；而 3-6 年车龄的二手车 2018 年占比 42.7%，到 25 年上半年占比同样提升至 45.3%，增加 2.6pct。我们分析主要原因因为新车价格受价格战影响持续走低，受益于政策刺激，一些原本就有换车计划的车主，因为更有吸引力的新车价格，而主动卖出持有车辆去执行了置换操作。因此，价格战或许对置换需求的确产生了一定的刺激效果。

图 3：2018-2025H1 车龄 6 年以下的二手车占比有上升趋势

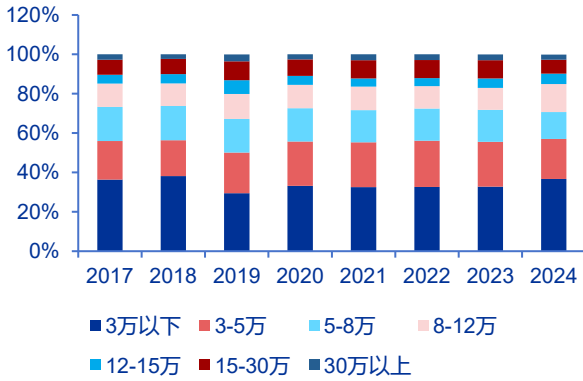


资料来源：中汽流通协会，申万宏源研究

从价格看，8 万以下二手车占据市场主导地位。2024 年，3 万以下二手车占比提升至 .% ，同比提升 . pct ； 万以下二手车占比接近 %。从成交均价看，过去 年中国

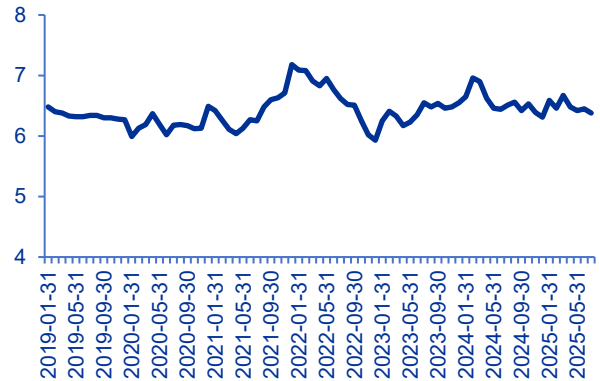
二手车成交均价在 6-8 万元区间波动。其中 2021 年由于缺芯带来的全行业供给下滑让二手车市场迎来了一波价格快速爬升，这是一次全球范围的供需错配。23 年随着疫情过后的需求修复，二手车市场又迎来了一轮繁荣期。

图 4：2017-2024 年中国二手车交易价格区间占比



资料来源：中汽流通协会，申万宏源研究

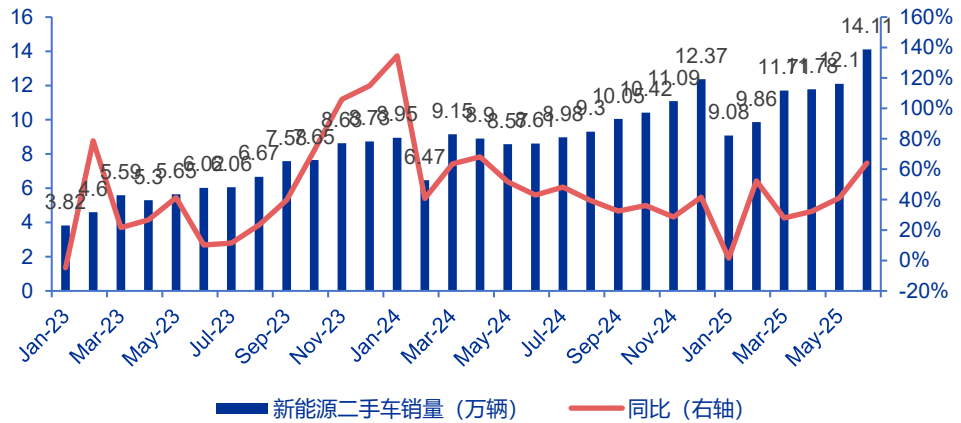
图 5：2019-2025 年中国二手乘用车销售均价 (单位：万元)



资料来源：中汽流通协会，申万宏源研究

新能源二手车销量在过去 4 年迅速攀升。中国新能源二手车销量从 2023 年初的约 3.8 万辆快速攀升至 2025 年 6 月的 14.1 万辆，同比增速持续高位。这一强劲增长既得益于新能源汽车保有量的快速增长为二手车市场提供了充足车源，也源于消费者对电动二手车认知度和信任度的不断提高。新能源二手车已成为推动整体二手车市场增长的重要新引擎，预计未来随着产品迭代加快、残值体系逐渐成熟，其渗透率和交易规模还将进一步上升。

图 6：2023-2025H1 新能源二手车销量维持高速增长



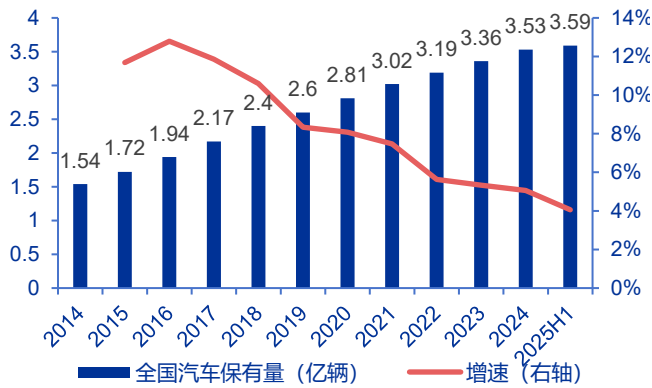
资料来源：中汽流通协会，申万宏源研究

1.2 中国二手车市场增长逻辑分析

1.2.1 供给侧：汽车老龄化催升置换需求和二手车供给

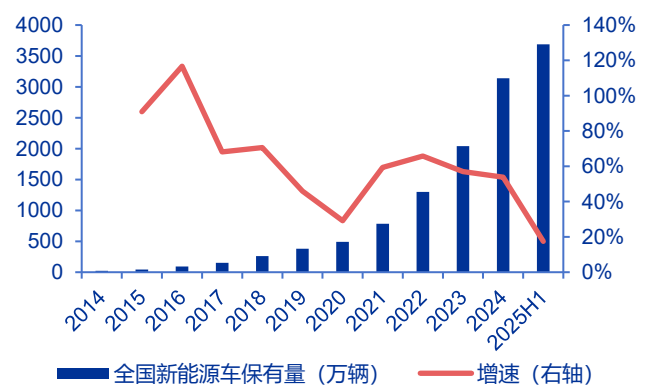
中国汽车保有量逐年上升。汽车产销量及保有量是二手车行业上游供给方之一。伴随宏观经济回暖以及国家促进新能源汽车产业高质量发展系列政策措施的持续落地，我国汽车产业呈现蓬勃发展态势。根据中汽协和公安部数据显示，2024年，我国汽车产销双超3100万辆，保有量达到3.53亿辆，相比于10年前已翻倍；其中新能源车保有量超3000万辆，巨大汽车存量正不断催生置换需求，为二手车市场注入稳定车源。同时新能源汽车爆发式扩张，保有量从几乎为零跃升至数百万辆且增速长期居高，不仅加速了传统燃油车的流转置换，更预示电动二手车规模放量在即。

图 7：2014-2025H1 全国汽车保有量持续增长



资料来源：公安部，申万宏源研究

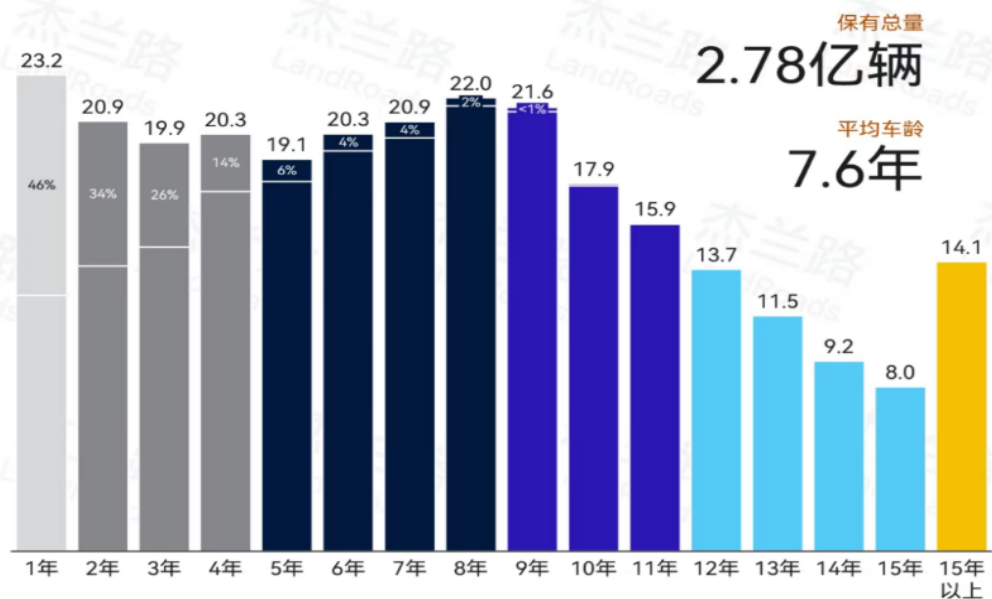
图 8：2014-2025H1 全国新能源车保有量快速增长



资料来源：公安部，申万宏源研究

汽车老龄化加速，催生置换需求和二手车供给。庞大的保有基盘与强劲的更新需求共同推动二手车供给量系统性提升，持续驱动交易活跃与市场扩容。

图 9：2024 年中国各车龄乘用车保有量 (单位：百万辆)



资料来源：杰兰路咨询，申万宏源研究

根据乘用车保有量的车龄结构推测，中国乘用车市场除了 1-3 年的准新车较多外，主要的车龄集中在 6-9 年之间，这与消费者比较高发的换车年限相重叠。

1.2.2 需求侧：性价比刺激测车主转向二手车消费

二手车的核心优势在于性价比。我们测算 20 万级别二手车 3 年使用成本比新车低近超 50%。测算的假设包括：

- ② 目前市场上 3 年车龄保值率在 55%左右，二手车购置成本显著低于同款新车；
- ② 二手车免征 10%的购置税，税务负担显著降低；
- ③ 二手车初始购置总成本低，虽然金融利率略高于新车。

虽然二手车维修保养成本高于新车，但其已被上述三方面的成本优势完全覆盖。当前汽车市场环境下二手车是极具性价比的选择。

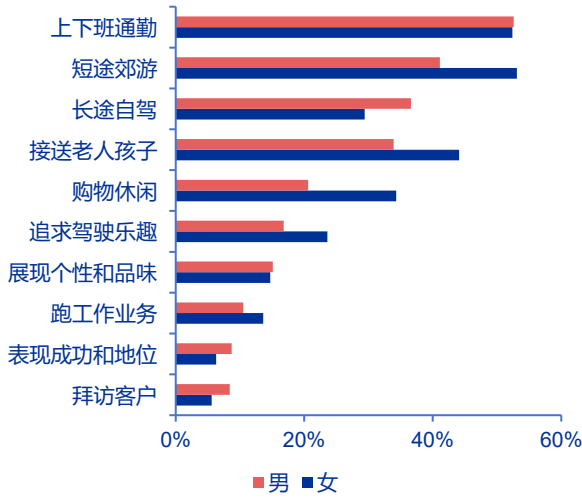
表 1：二手车/新车 3 年用车成本测算（以 20 万级别车型为例，单位：万元）

	新车		3 年车龄二手车	
初始购置成本	车价	20.00	车价	10.00
	购置税	1.77	过户费	0.10
	总成本	21.77	总成本	10.10
三年保险费用		2.00		1.50
金融成本（利息）	贷款 14 万/3 年,利率 4%	1.75	贷款 7 万/3 年,利率 6%	1.34
维保成本		1.00		1.50
机会成本	自有资金 7.77 万元, 理财收益每年 3%	0.72	自有资金 3.1 万元, 理财收益每年 3%	0.29
残值	保值率 55%	11.00	保值率 65%	6.50
三年使用成本		16.24		8.22

资料来源：申万宏源研究

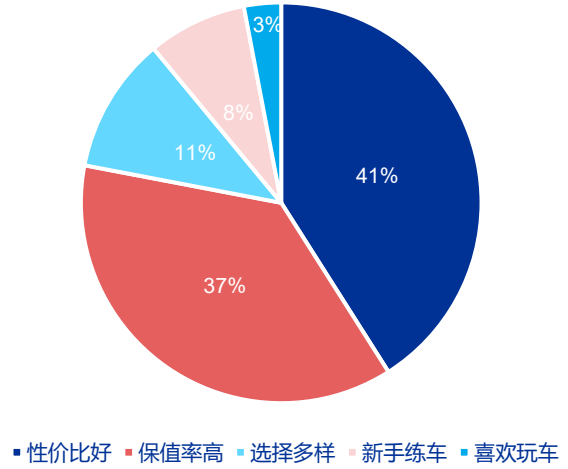
中国消费者购车时愈发关注性价比和实用性，预计随着车的外显属性逐步减少，出行的工具属性增加，更多车主未来会选择二手车。根据 2023 年汽车之家《中国汽车消费洞察报告》，消费者购车目的呈现鲜明的实用主义特征：无论男性或女性用户，上下班通勤、接送老人孩子、购物休闲等满足日常刚性需求的选项占据绝对主导（普遍高于 40%），而“展现个性和品味”、“表现成功和地位”等象征性需求占比极低。这种对核心功能和经济性的高度聚焦，直接反映出消费者对汽车性价比的日益重视。该趋势显著驱动了二手车市场的发展：在二手车购车动因中，“性价比好”以压倒性的 41% 成为首要驱动力，远高于“保值率高”（11%）、“选择多样”（8%）、“新手练车”（8%）和“喜欢玩车”（3%）等因素。消费者对车辆核心价值和经济性的理性追求，使得具备显著价格优势、同时能满足主要出行场景（通勤、家庭接送、短途出行）的二手车，成为越来越多务实用户的首选，从而持续推高市场对优质二手车的需求。

图 10: 2023 年中国汽车用户分性别购车目的



资料来源: 汽车之家研究院, 申万宏源研究

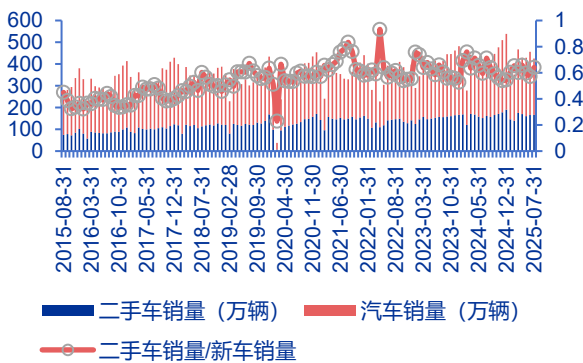
图 11: 2024 年中国二手车购车原因分布



资料来源: 中汽流通协会, 申万宏源研究

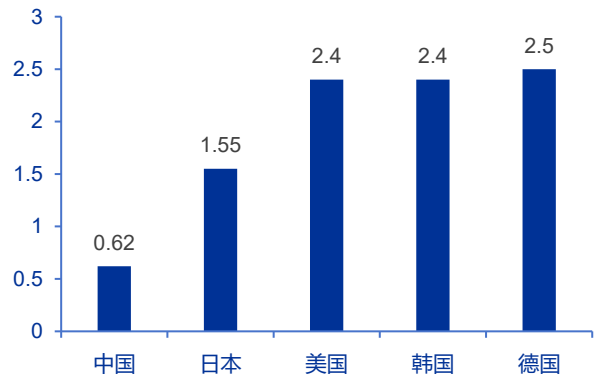
二手车销量不及新车水平, 未来有望快速提升。中国二手车与新车销量比长期在低位徘徊, 至今仍未突破 1.0 大关, 与成熟汽车市场形成强烈反差——**2024 年美国、德国、韩国等国家的二手车/新车比均在 2.4 及以上, 日本也达到 1.55, 而中国仅有 0.62。**在汽车市场逐渐从增量转向存量、消费者愈发看重性价比与实用性的背景下, 如此低的二手车渗透率恰恰反映出巨大潜力尚未释放。随着政策持续松绑和消费观念理性化, 相信更多购车需求将转向高性价比的二手车, 这一比值有望强势攀升, 向国际水平靠拢, 中国二手车市场真正的大周期才刚刚开始。

图 12: 2015-2024 年中国二手车销量/新车销量



资料来源: 中汽流通协会, ifind, 申万宏源研究

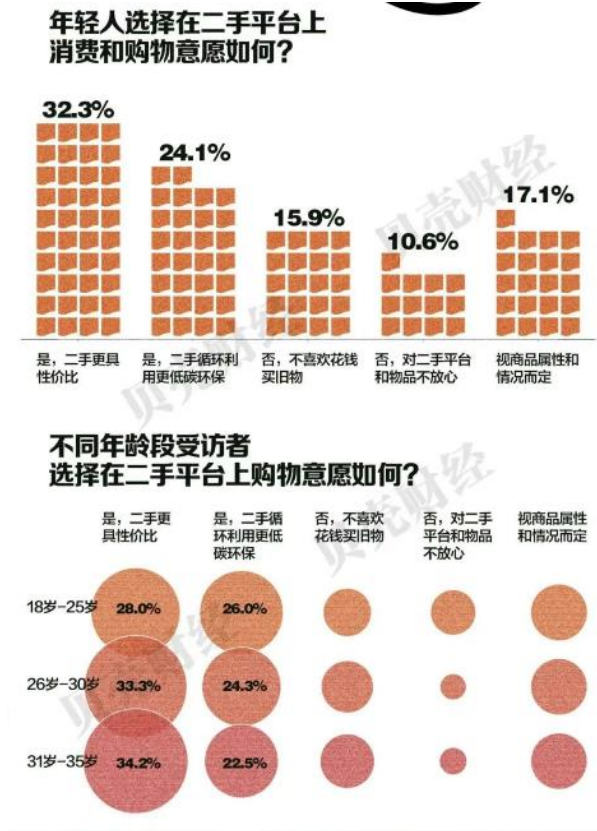
图 13: 2024 年中国与成熟市场二手车销量/新车销量对比



资料来源: 中汽流通协会, 申万宏源研究

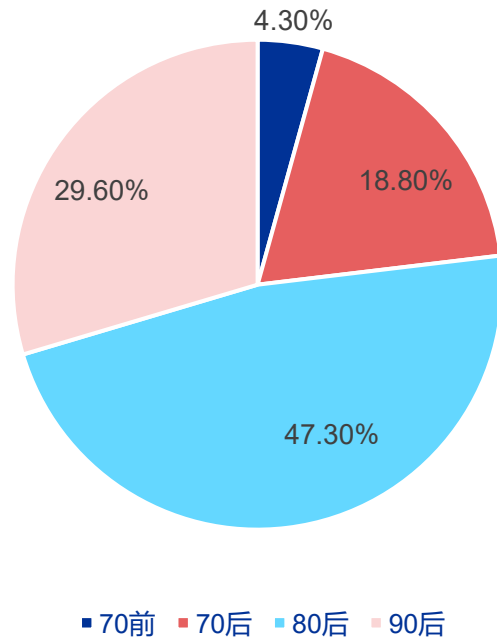
新世代年轻群体对二手商品接受度高, 未来有望成为二手车消费主力。当下 18-35 岁的新世代消费者对二手商品的接受度显著更高, 超过 32% 的年轻人因“性价比高”而主动选择二手交易, 尤其在 18-25 岁人群中, 近半数愿意购买二手商品, 反映出他们务实、开放的消费观念。目前 90 后和 80 后已共同占据二手车买家的 76.9%, 正逐渐主导市场。随着这批早已习惯二手消费的年轻人进入购车刚需阶段, 他们将对二手车表现出极强的接纳意愿和信任感, 彻底打破“拒绝旧物”的传统观念。未来, 这群理性且规模庞大的消费主力必将推动二手车渗透率快速提升, 带来市场结构的根本性变革。

图 14: 年轻人对二手商品接受度较高



资料来源: 新京报, 申万宏源研究

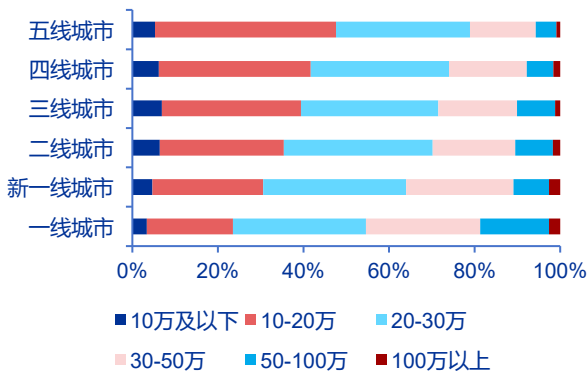
图 15: 2024 年中国二手车消费年龄结构



资料来源: 流通协会, 申万宏源研究

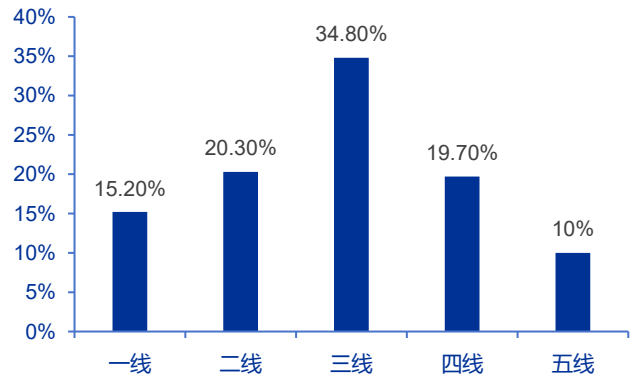
二手车契合低预算需求, 下沉市场二手车增长潜力大。2023 年低线城市用户购车预算普遍较低, 五线和四线城市中 10 万及以下和 10-20 万预算区间占比显著高于高线城市, 显示下沉市场消费者更青睐经济型车辆。与此同时, 二手车因其价格优势对预算有限的消费者吸引力较大。然而 2025 年 1-5 月四线和五线城市的二手车交易占比仍处于较低水平, 远低于三线城市的 34.8%和二线城市 20.3%, 说明下沉市场二手车渗透率目前仍较低。综合来看, 下沉市场购车需求以低价位为主, 与二手车的价格定位高度契合, 但当前二手车市场在这些城市仍有很大开发空间, 未来增长潜力巨大。

图 16: 2023 年分城市级别用户购车预算分布



资料来源: 汽车之家研究院, 申万宏源研究

图 17: 2025 年 1-5 月各城市级别二手车交易占比



资料来源: 中汽流通协会, 申万宏源研究

1.2.3 政策端：政策发力打破二手车增长瓶颈

政策持续发力，移除二手车行业“限迁+税收+商品属性”三座大山。自 2016 年国务院提出取消二手车限迁、完善交易登记管理等方向性意见以来，政策不断加码与细化，逐步移除了长期压在二手车流通领域的“限迁、税负、商品属性”三座大山，刺激二手车消费。2020 年 4 月，财政部与税务总局推出增值税优惠政策，将二手车销售增值税由 3% 减按 0.5% 征收，显著降低经销企业税负；2022 年 7 月，商务部等 17 部门明确全面取消国五二手车迁入限制，同时赋予二手车“库存商品”属性，允许企业像新车一样进行会计核算，并解除号牌限制，极大促进了二手车全国大流通与规模化经营。这一系列举措逐步打通了二手车市场的关键堵点，有效释放消费潜力，为行业健康发展注入持续动力。

表 2：政策持续发力刺激二手车消费

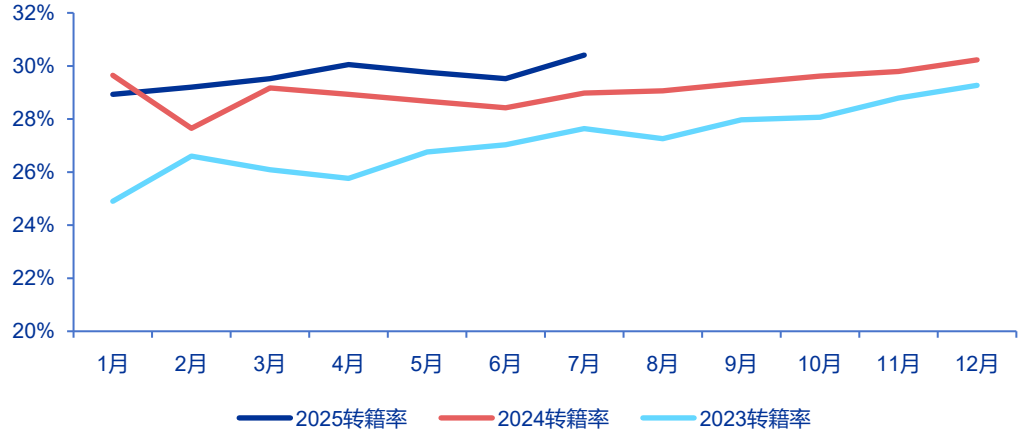
发布时间	发布部门	政策名称	重点内容
2016.3	国务院	《关于促进二手车便利交易的若干意见》	营造二手车自由流通的市场环境，不得制定实施限制二手车迁入政策；进一步完善二手车交易登记管理，加快完善二手车流通信息平台；按照“统一税制、公平税负、促进公平竞争”原则，进一步优化二手车交易税收政策；加大二手车交易信贷支持力度，降低信贷门槛。
2019.1	商务部、公安部、海关总署	《关于加快推进二手车出口工作有关事项的通知》	简化出口二手车登记手续；二手车出口许可证由“一车一证”改为“一批一证”；二手车出口适用全国通关一体化模式
2020.4	财政部、税务总局	《关于二手车经销有关增值税政策的公告》	自 2020 年 5 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日，从事二手车经销的纳税人销售其收购的二手车，由原按照简易办法依 3% 征收率减按 2% 征收增值税，改为减按 0.5% 征收增值税
2021.4	商务部、公安部、税务总局	《关于推进二手车交易登记跨省通办便利二手车异地交易的通知》	贯彻落实国务院深化“放管服”改革、推进政务服务“跨省通办”部署要求，加快推行小型非营运二手车交易登记跨省通办，促进二手车便利交易
2022.7	商务部等 17 部门	《关于搞活汽车流通扩大汽车消费若干措施》	自 2022 年 8 月 1 日起，在全国范围（含国家明确的大气污染防治重点区域）取消对符合国五排放标准的小型非营运二手车的迁入限制，将企业经销的二手车像新车一样按照“库存商品”进行会计核算，明确汽车销售企业购入并用于销售的二手车不占用号牌指标。
2022.12	商务部、公安部、海关总署	《关于进一步扩大开展二手车出口业务地区范围的通知》	新增辽宁省、福建省、河南省等 14 个地区开展二手车出口业务
2023.7	发改委	《国家发展改革委关于恢复和扩大消费措施的通知》	着力推动全面取消二手车限迁、便利二手车交易登记等已出台政策落地见效

资料来源：商务部、公安部、税务总局、海关总署等，申万宏源研究

二手车跨区域流通更加流畅。全国范围内解除二手车限迁政策的深入推进已显成效，二手车跨区域流通的制度性障碍基本扫除，二手车转籍率持续稳步攀升，从 2023 年 1 月的 24.90% 逐步增长至 2025 年 7 月的 30.41%，这一上升趋势表明政策红利正持续释放，二手车异地流转效率显著提升，不仅有效促进了全国车源的优化配置，极大丰富了消费选择，

也有助于提升车辆保值率和消费意愿。流通环境的优化有望进一步激发二手车消费潜力，为具备全国化收储与销售能力的企业打开更大的市场空间。

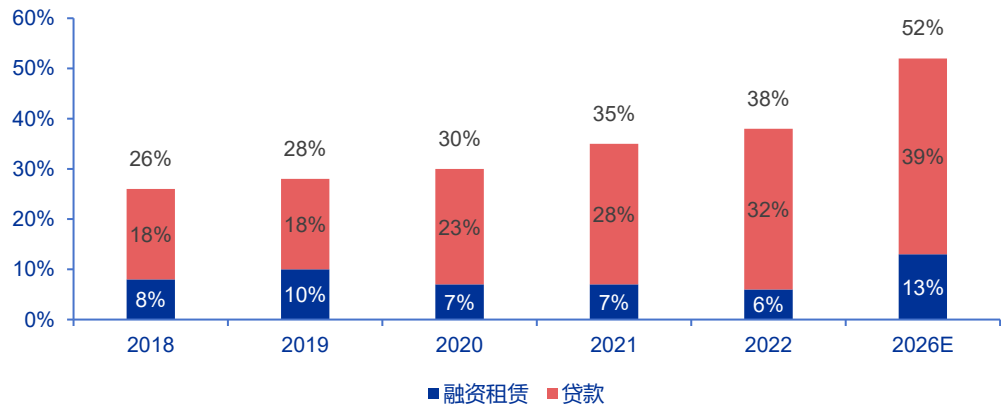
图 18：2023-2025 年中国二手车转籍率持续攀升



资料来源：中汽流通协会，申万宏源研究

二手车金融渗透率快速提升，进一步刺激二手车消费。根据罗兰贝格的预测，2018 年至 2026 年间中国二手车金融渗透率预计呈现持续上升趋势，从 2018 年的 26% 预计增长至 2026 年的 52%，增幅显著。这一增长主要由贷款方式驱动，其比例从 18% 升至 39%，而融资租赁亦保持稳定增长。金融渗透率的提升降低了消费者的购车门槛和资金压力，增强了购买意愿，有望进一步刺激二手车市场的消费增长。随着金融服务愈加普及和灵活，二手车市场预计将迎来更广阔的发展空间。

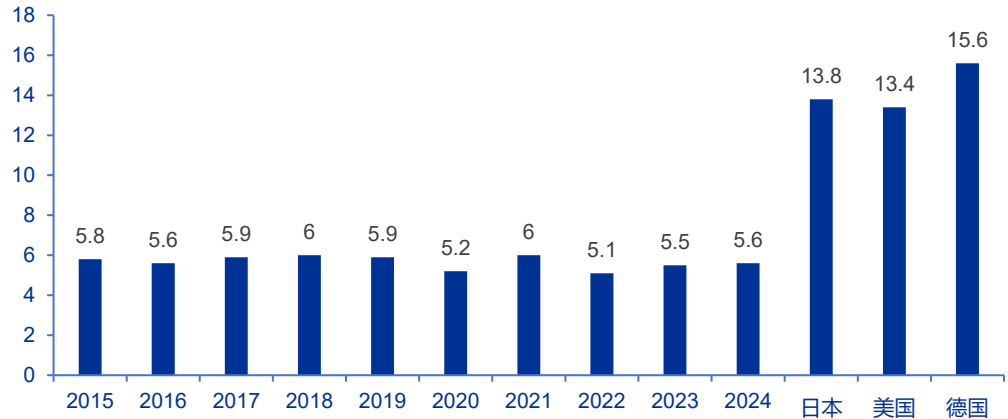
图 19：2018-2026 中国二手车金融渗透率预计持续增长



资料来源：罗兰贝格，申万宏源研究

二手车整体析出率低，同样说明成长空间广阔。中国二手车析出率（二手车交易量/汽车保有量）长期显著落后于发达国家，直至 2024 年仅为 5.6%，远低于日本（13.8%）、美国（13.4%）、德国（15.6%）等传统汽车市场，反映出二手车渗透低、流通活力有待进一步提升的行业现状。当前，理性消费观念抬头，高性价比二手车正逐渐成为务实之选，而政策持续松绑与经营环境优化将进一步释放潜力。放眼未来，中国二手车市场增长空间广阔，若二手车析出率向国际水平靠拢，行业有望迎来结构性爆发。

图 20：2015-2024 年中国二手车析出率及与国外对比 (%)



资料来源：中汽流通协会，申万宏源研究

1.3 中国二手车市场远期规模或超 6000 万台/年

2024 年中国二手车销量达 1961 万辆，当前中国汽车保有量为 3.59 亿辆。2024 年二手车析出率（即“二手车销量 / 汽车保有量”）仅为 5.6%，二手车与新车销量比例为 0.6:1，这两个指标既反映出当前市场“车辆流通效率有待提升”（析出率低意味着大量保有车辆未进入流通环节），也体现出“新车仍为主导、二手车尚未形成对等地位”的市场结构，同时也暗示未来存在较大的提升潜力。**析出率差距显著**：海外主流国家二手车析出率为 14.30%，远高于中国 2024 年的 5.6%。**新旧车比例差距明显**：海外主流国家二手车与新车销量比例为 2.21:1，同样远高于中国当前的 0.6:1。

我们假设未来中国新车销量每年以 0%~3% 的幅度小幅稳步增长，而同时报废量随着平均车龄的提升稳定在 10% 的速度提升（该假设值存在较大波动，此处仅作为趋势预测值，并不作为准确的测算假设），则 **2030 年中国汽车保有量将达到 4.8 亿台，2035 年保有量将接近 5.5 亿台**。与此同时，二手车析出率、新车比例这两个指标都是强相关于汽车消费成熟度，以及平均车龄的。因此我们假设 2030 年，2035 年中国汽车消费逐步与海外成熟市场（美国、英国、德国、日本）接轨，期间析出率、新车比例如下表。**析出率逐步向成熟市场靠拢**：预计从 2024 年的 5.6%，提升至 2030 年的 9%、2035 年的 11.5%——随着汽车保有量的增加，未来将有更高比例的存量车辆进入二手车流通环节，车源供给效率显著提升，是推动二手车销量增长的核心动力之一。**二手车逐步超越新车，成为市场主导**：二手车与新车销量比例预计从 2024 年的 0.6:1，突破至 2030 年的 1.1:1（即二手车销量首次超过新车）、2035 年的 1.5:1，标志着中国汽车市场将从“增量主导”转向“存量主导”，二手车成为消费者购车的主流选择之一。

两种测算方式均指向未来二手车市场的庞大空间，且数据趋势一致：

- **按二手车析出率测算：**以“汽车保有量 × 析出率”为逻辑，2030 年中国二手车市场空间预计达 4071.0 万辆（对应 4.79 亿辆保有量 ×9% 析出率），2035 年进一步增至 6375.4 万辆（对应 5.54 亿辆保有量 ×11.5% 析出率）；

- **按新车销量测算：**以“新车销量 × 二手车 / 新车比例”为逻辑（隐含“新车销量稳步增长”的前提），2030 年市场空间预计为 3643.1 万辆，2035 年达 5483.4 万辆；

表 3：中国二手车市场中期看 3500 万辆规模，远期需求或超 6000 万台/年

单位：万辆	2024 年	2030 年 E	2035 年 E
中国二手车销量	1961		
中国汽车保有量	35900	47894	55439
中国二手车析出率	5.6%	9%	11.5%
中国二手车/新车比例	0.6	1.1	1.5
海外主流国家二手车析出率		14.30%	
海外主流国家二手车/新车比例		2.21	
二手车析出率维度测算-市场空间		4071.0	6375.4
新车销量维度测算-市场空间		3643.1	5483.4

资料来源：中汽协，公安部，申万宏源研究

关于“二手车析出率”与“二手车/新车比值”指标意义：

前者聚焦“存量车辆的流通效率”，后者聚焦“新车与二手车的市场规模关系”，本质是“存量”与“增量”视角的差异。两者都是汽车行业的核心量化指标，最终目的是反映市场供需结构、消费趋势。

二手车析出率的意义：判断“二手车市场的‘供血能力’”。二手车交易的核心瓶颈之一是“车源”——若市场中有大量二手车，但因检测、流通、信任等问题无法进入交易（析出率低），即使消费者有需求，交易也无法完成。因此，析出率是衡量二手车市场“供血能力”的关键指标。

二手 / 新车销量比的意义：判断“汽车市场的‘成熟度’与‘需求趋势’”。这个比值是全球汽车市场的“通用成熟度指标”。新兴市场（如早年的中国、印度）因汽车保有量低，消费者以“首次购车”为主，二手 / 新车销量比通常 < 1；成熟市场（如美国、德国）因保有量高，“换购 / 增购”占比高，且消费者认可二手车性价比，比值通常 > 2。

- **二手车析出率：**看“存量二手车有没有‘活’起来”，解决“车源够不够”的问题；
- **二手 / 新车销量比：**看“新车与二手车的‘规模差’”，解决“市场够不够成熟”的问题。

2.海外二手车市场分析：CarMax&Carvana 复盘

2.1 CarMax：美国二手车连锁鼻祖

30 年耕耘建立二手车品牌壁垒。CarMax 成立于 1993 年，原母公司是美国最大的电子零售商 Circuit City Stores，1993 年，电器流通渠道的利润逐渐降低，Circuit City Stores 的高管 Austin Ligon 和时任 CEO Richard L. Sharp 利用零售业务方面的经验积累，首次提出了二手汽车“超级 商店”的概念，并在弗吉尼亚州开设了第一家 CarMax 门店，购买、翻新和出售二手车。2002 年从 Circuit City 分拆后正式在纽交所上市，持续通过门店扩张与数字化布局推动业务增长。其主要业务包括二手车销售及相关汽车金融服务，提供“无议价”定价模式与全渠道购车体验。自成立以来，大多数年度实现收入正增长，并在行业周期波动中保持稳健盈利能力。

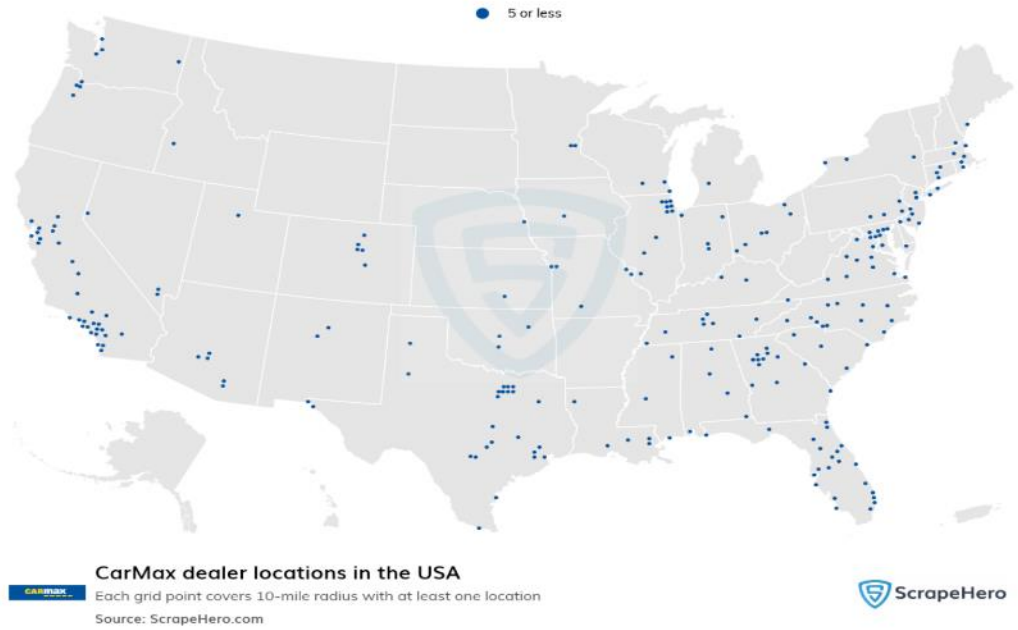
图 21：美国本土的 Carmax 店面



资料来源：公司公告，申万宏源研究

完全直营模式确认行业独特地位。CarMax 的零售及拍卖业务均采用直营模式，从消费者、批发拍卖会、车队等渠道买入车源修整之后再行出售。直营模式确保全国范围执行统一的“无议价”定价策略，避免加盟商各自定价造成的客户信任差异，全部流程由总部统一制定并严格执行，车辆、配件和设备由总部统一采购，议价能力更强，成本更低，且可通过区域性再加工中心和共享库存系统快速调配车辆，提高周转率；在全渠道布局、线上工具应用等方面，可以一次性在全国范围同步部署；同时，直营模式下，CarMax Auto Finance (CAF) 可直接接触所有客户，提升汽车金融业务渗透率和利润率。截至 2025 年 1 月，公司在全美 41 个州拥有超过 250 家门店，且全部为直营店。

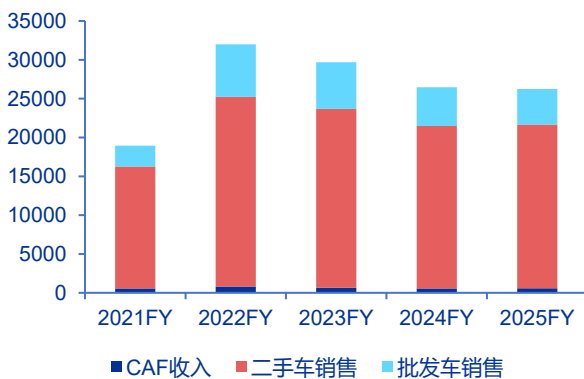
图 22：CarMax 全美直营店分布，截止 25 年 1 月超过 250 家门店



资料来源: ScrapeHero, 申万宏源研究

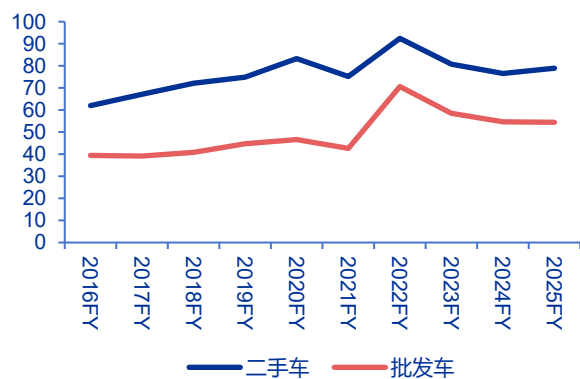
疫情冲击后业务一度快速增长, 但随后逐渐回落。 CarMax 业务分为两个板块: 二手车的销售批发和相关汽车金融服务, 但是公司主营业务还是与销售批发相关, 金融服务在营收占比很少。自 2021 年各项营收到达峰值后, 虽然近 3 年 (2022~2024 年) 公司各项营收基本都处于回落状态, 但是表现优于 2020 年。在车辆销售业务方面, 二手车销量占比常年维持在 60%左右, 而剩余的才是批发车辆。两者销量走势几乎相同, 在经历过 2021 年的销量激增, 随后的三年销量虽稍有回落, 但是远高于 2020 年。(注: Carmax 会计年度为 n 年 3 月至 n+1 年 2 月)

图 23: 二手车是 Carmax 主要营收来源 (单位: 百万美元)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 24: 2015-2024 年 Carmax 销量情况 (单位: 万辆)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

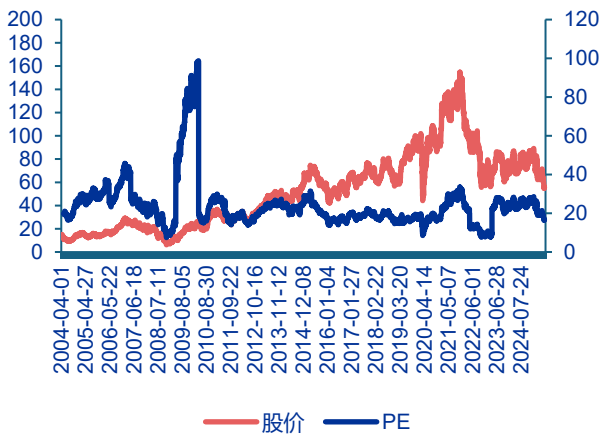
从 Carmax 历史股价走势看, 疫情成为公司业绩与股价的分水岭。

1. **2020-2021 年: 疫情催生的短期繁荣。** 新冠疫情导致新车供应链中断, 二手车需求激增。Carmax 凭借全国性的库存网络和线上化能力, 在 2021 财年营收同比大幅增长, 股价从 2020 年 3 月的低点 50 美元飙升至 2021 年 11 月的 155 美元。这一阶段的核心驱动因素是**新车短缺带来的价格溢价和政府刺激政策下的消费力释放。**

2. **2022-2025 年：行业寒冬与竞争加剧。**随着新车产能恢复和美联储激进加息（2022 年 3 月至 2023 年 7 月累计加息 525 个基点），二手车价格指数从高点快速回落。Carmax 的同店销售额和毛利率也出现下滑，拉低了同期盈利能力，反映出**价格战加剧和消费者负担能力下降**的双重压力。同时，2022 年起的加息周期使 Carmax 的融资成本大幅上升，2022 年底其长期债务规模达 182 亿美元，利息支出在 2023 财年增加至 8.2 亿元，这使股价随后便一直呈现回落趋势，至今跌幅已超 63%。

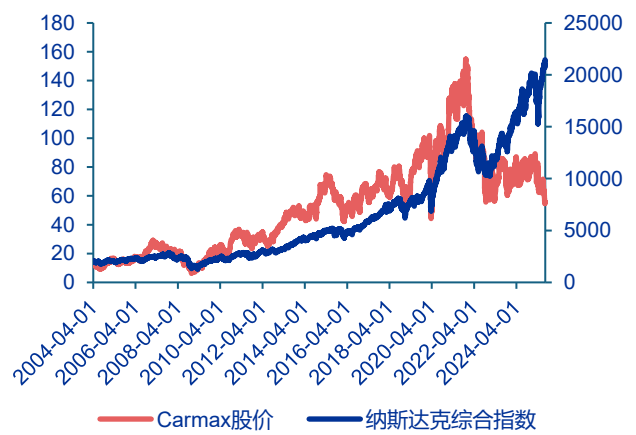
公司的 PE 水平在 2010 年后就开始处于较为稳定状态，大多数时间在 20x~30x 之间波动，估值水平保持稳定状态。

图 25: Carmax 股价与 PE 走势对比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 26: 疫情成为 Carmax 股价分水岭



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.2 Carvana: 美国二手车市场新星

Carvana 成立于 2012 年，于 2017 年在纽交所上市。以线上二手车交易平台为核心，采用“全程线上购车+送车到家”模式，并在全美布局自动售车机和物流网络。其主要业务包括二手车零售、批发及汽车金融服务，通过数据驱动的定价体系和数字化体验提升用户便利性与交易效率。自成立以来，凭借快速扩张与品牌差异化在竞争激烈的二手车市场中占据一席之地，但在高速增长过程中亦面临盈利波动与经营挑战。在公司成立的短短十多年，Carvana 就已经有了不少次战略性收购，旨在巩固 Carvana 在线上二手车销售的地位和拓展公司业务。

表 4: Carvana 发展历程

年份	事件
2012	公司成立，最初作为 DriveTime 的子公司运营，探索二手车全线上销售模式
2013	开设了第一代汽车自动售货机
2015	标志性汽车自动售货机的全自动纪念投币式自动售货机在田纳西州纳什维尔开业
2017	从 DriveTime 分拆独立，并在纽交所上市，成为首家美国全线上二手车交易上市公司
2017	收购了竞争对手汽车初创公司 Calypso，增强车辆数据和分析工具
2018	斥资 2200 万美元收购了 Mark Cuban 支持的 Car360，将智能手机技术用于使用 3D 计算机视觉、机器学习和增强现实拍摄车辆照片
	推出了非接触式送货和取货服务

2022	22 亿美元收购了美国第二大汽车拍卖批发连锁店 ADESA，扩展了在拍卖与批发领域的地面网络与业务能力
2025	收购 Stellantis 旗下的经销商，进军新车销售市场，作为试点探索线上与线下

资料来源：公司公告，申万宏源研究

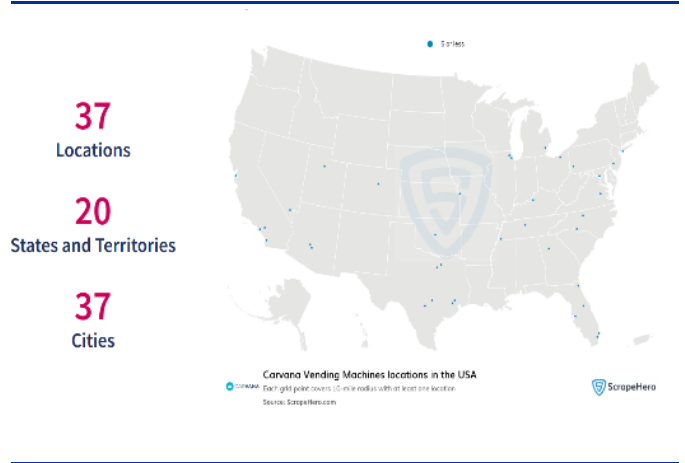
“自动售车机”是公司营销端的标志性特色，获取年轻消费者关注度。与传统二手车零售公司不同，Carvana 设计了全新的自动售车机模式，这是一种多层玻璃塔式结构，用于消费者提取已在网上购买的车辆。客户在线完成选车、签约、付款后，可以选择送车到家，或亲自到售车机体验提车流程。到达现场后，客户会收到一个大型硬币，将其投入机器后，系统会自动将车辆从存放格中取出，并送至地面交付区。至今，这种自动售车机在全美已有 37 台。自动售车机作为 Carvana 品牌标志性资产，不仅是提车渠道，更是差异化营销工具，**有助于获取年轻消费者与数字原住民的关注。**正是因为 Carvana 凭借着这一独特的自动售车机，使得 Carvana 在早期发展十分迅速。

图 27: Carvana 自动售车机外形



资料来源：公司公告，申万宏源研究

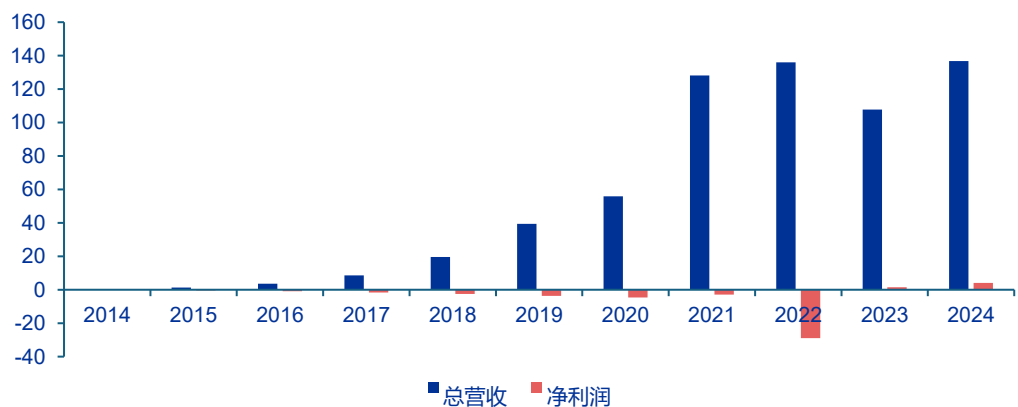
图 28: Carvana 自动售车机分布



资料来源：公司公告，申万宏源研究

成立以来业绩持续向好。自 2014 年以来，营业收入增长超百倍。公司在 2023 年开始扭亏，且 2024 年净利润较 2023 年增长了约 170%。

图 29: 2014-2024 年 Carvana 营收利润走势 (单位: 亿美元)



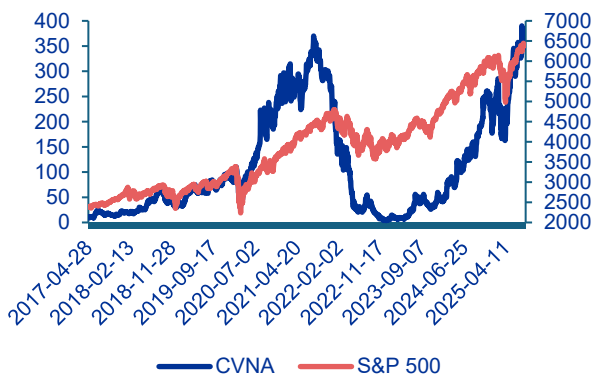
资料来源：公司公告，申万宏源研究

跨越债务危机，Carvana 股价随业绩同步迈上新高。Carvana 自上市以来股价涨势迅速，尤其 2020 年至 2021 年 8 月增幅超 1100%，但随后股价从 2021 年高点暴跌 99% 至

3.74 美元，市值缩水至不足 10 亿美元，原因主要系公司激进扩张（2022 年收购全美第二大二手车拍卖平台 ADESA），导致长期债务激增至 64.9 亿美元，叠加 2022 年美联储激进加息，Carvana 浮动利率债务利息支出大幅增加。同时二手车价格因新车供给恢复而暴跌，多重因素导致其 2022 年 Q4 每股净亏损达 4.27 美元，2022 年底公司现金储备仅 4.34 亿美元，而短期债务高达 17.35 亿美元，濒临破产。

随后 Carvana 通过债务重组、成本削减和运营效率提升等方式扭转颓势，推动公司业绩复苏，2023 年股价暴涨逾 900%，显著跑赢标普 500；2024 年公司营收利润再创新高，股价也延续反弹态势，年内涨幅仍大幅领先大盘。

图 30: 2017-2025 年 Carvana 和标普 500 指数走势对比



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 31: 2017-2025 年 Carvana 市盈率走势



资料来源: Wind, 申万宏源研究

2.3 做好二手车，强管控才是门槛

在美国二手车零售领域，Carvana 和 Carmax 作为行业巨头，展现出诸多相似的经营特点，这些特点成为其构筑超大规模零售版图的基石。

一、自持库存模式有效把控供给质量，灵活响应市场需求

1. **Carvana:** Carvana 虽以创新的线上交易模式和自动售卖机式取货点闻名，但对库存的把控极为重视。其通过直接从客户处收购车辆以及在全国性的大型二手车拍卖市场积极采购，构建起庞大的库存体系。根据 Carvana 在 2024 年 7 月 31 日发布的财报，2024 年第二季度，其零售单位销量同比增长 33%，达到 101,440 辆，如此显著的销量增长，若无充足且稳定的自持库存作为支撑，难以实现。自持库存模式使其能对车源质量进行源头把控，在车辆整备后，借助线上平台精准匹配消费者需求，提升交易效率。

2. **Carmax:** 作为美国最大的二手车连锁经销商，Carmax 在库存管理方面堪称典范。在 2025 财年第二季度财报中显示，其从消费者和经销商处购买了 35 万辆汽车，相比去年同期增长 2.9%。Carmax 对采购的每辆车进行 125+ 项检查，确定问题、评估整修成本并制定转售方案，保证了进入销售环节车辆的质量。通过这种方式，消费者能购买到经过专业评估、安全可靠的二手车，提升了消费者对车辆质量的信任度，有助于建立良好的品牌形象。通过自建的全国连锁实体店网络和线上平台，Carmax 将库存车辆高效推向市场。自持库存模式便于 Carmax 收集大量有关汽车市场及其内部活动的的数据。利用这些数

据，其可以实现更精准的定价、优化库存管理，如通过数据和算法系统判断车辆销售可能性，进而调整价格，提高库存周转效率，维持合理毛利率。

二、集中化规模化整备车辆，提高运营经济性和产品价格竞争力

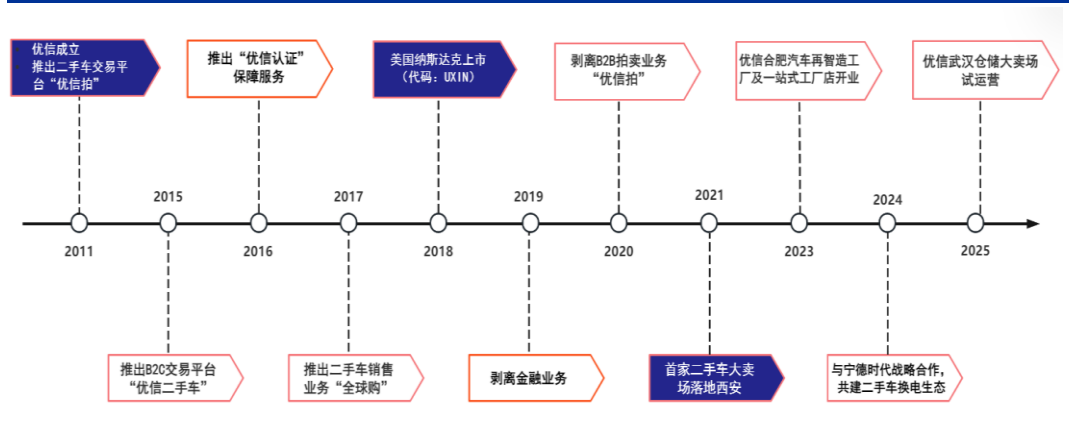
大规模整备中心的建设，对于 Carvana 和 Carmax 而言，均是实现高品质车辆大规模供给的核心要素。一方面，通过集中化、标准化的整备流程，可实现规模经济，降低单位车辆的整备成本；另一方面，专业整备确保每一辆进入市场的二手车都具备稳定可靠的质量，极大提升消费者购买信心，促进销售规模持续扩大，进而稳固其在超大规模二手车零售市场的领先地位。

3. 优信二手车介绍及优势分析

3.1 公司简介

优信是中国领先的二手车在线交易电商平台，是一家集线上全国购与线下超大型连锁二手车仓储卖场于一体的新零售企业。自 2011 年成立以来，始终引领中国二手车行业的创新与变革。公司始于行业 B2B 拍卖平台“优信拍”，并于 2015 年战略升级，推出直面消费者的“优信二手车”平台，次年首创“优信认证”保障体系，奠定了线上交易信任的基石。2017 年推出的“全国购”业务，首次打破了二手车交易的地域限制。2018 年，优信成功于美国纳斯达克上市，成为行业瞩目的里程碑。2020 年后，公司先后剥离金融、拍卖业务，开始向全自营新商业模式转型，并且先后在西安、合肥、武汉落地一站式超级卖场，构建了线上线下融合的新零售生态。历经十余年发展，优信为消费者提供丰富选择、透明价格及一站式保障服务，成为中国二手车行业转型发展的核心推动者与标杆企业。

图 32：优信发展历程

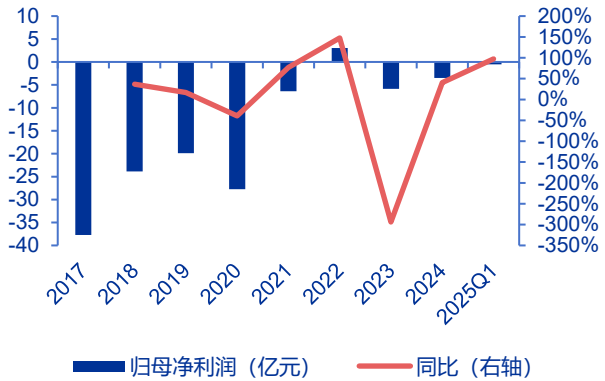
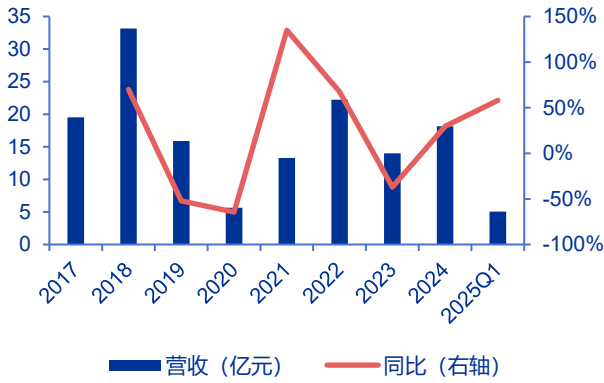


资料来源：优信官网，优信公告，优信公众号，申万宏源研究

业务调整后业绩逐步复苏，有望迎来盈利拐点。自 2018 年美国上市以来，优信的营收经历了较为显著的波动。上市首年营收达 33.15 亿元的高点，但随着公司于 2019 年至 2020 年间进行战略调整，先后剥离金融和拍卖业务，叠加疫情的影响，公司业绩出现显著波动。此后，公司聚焦于自营零售模式，营收呈现出稳健的复苏态势，2024 年实现营收 18.14 亿元，2025 年 Q1 实现营收 5.04 亿元，同比增长 58%。更为关键的是，伴随着业务结构优化和运营效率提升，公司亏损大幅收窄，归母净利润从 2020 年巨亏 27.73 亿元持续改善，至 2025 年 Q1 亏损已显著收窄至 0.53 亿元，公司正逐步走出战略调整阵痛，盈利拐点有望即将到来。（注：公司于 2020 年-2024 年调整会计年度从 n 年 1-12 月变为 n 年 4 月至 n+1 年 3 月，以下图表中财务数据均已调整至自然年）

图 33：2017-2025Q1 优信营收情况（单位：亿元）

图 34：2017-2025Q1 优信归母净利润情况（单位：亿元）

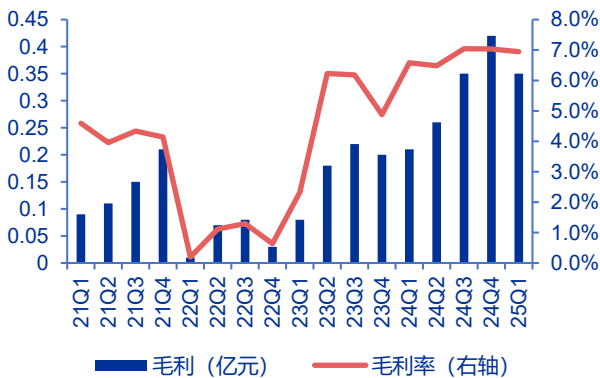


资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

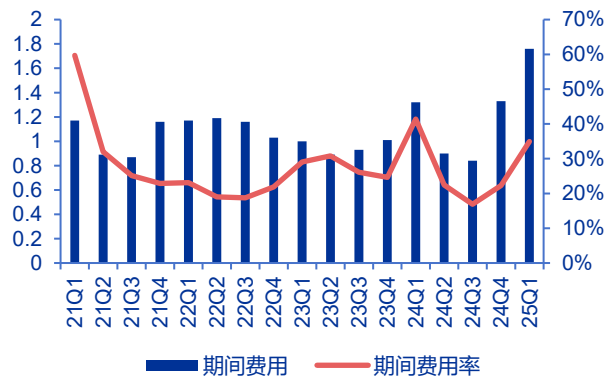
毛利率逐年提高，期间费用率逐步降低。自采用自营零售新模式并不断扩大业务规模以来，优信的盈利能力与运营效率持续提升，其毛利率呈现稳步上升趋势，从 2022 年初期最低点 0.2% 持续改善，至 2025 年 Q1，毛利率已显著提升至 6.9%。与此同时，营收增加和精细化运营管理推动了期间费用的显著优化，费用总额得到有效控制，而费用率则从 2021 年 59.7% 的高位大幅下降至 2025 年第一季度的 34.9% 以下。这一“一升一降”的积极变化，充分体现了优信新商业模式的成功转型，随着营收规模扩大和运营效率持续提升，公司整体盈利能力正在不断复苏。

图 35: 2021-2025Q1 优信季度毛利率触底回升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 36: 2021-2025Q1 优信期间费用率呈下降趋势



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.2 全自营“工厂+大卖场”，提升客户信任度与购车体验

自建智能再制造工厂，完善高品质二手车供给，提升客户信任度。优信以“设备智能化、工艺自动化、流程数字化和生产规模化”彻底颠覆传统二手车商依赖人工、缺乏标准、品质不稳定的作坊模式，凭借流水线式检测、自动化喷涂、先进内饰翻新和整车深度清洗等先进工艺，对二手车进行标准化检测、翻新和整备（315 项检测），实现了从回收、维修到翻新的全程标准化与可控化，极大提升了二手车品质与一致性。这不仅有效解决了二手车车况不透明、整备水平低的痛点，更以再制造能力强化高质量车源供给，直接构建起行业信任壁垒，让消费者敢于选择二手车，从而在竞争激烈的市场中确立领先优势。

图 37: 优信智能再制造工厂提供高品质二手车供给



资料来源：公司公告，申万宏源研究

强管控模式，全面领先传统小二手车商。优信通过自建超级卖场彻底碾压传统小车商分散、低效的经营模式。单店超 2000 台车、52+品牌的丰富选择，对比小车商仅 5~30 台的寒酸陈列，不仅**大幅提升客户购车体验**，更以自营整备工厂、标准车况报告和线下试驾构建起车况保障体系，彻底解决二手车信任痛点。

小时级调价机制和全透明费用确保价格竞争力，远胜于传统车商“看人定价”和隐藏收费的混乱做法。在实际业务运转中，优信真实二手车成交越多，其定价系统获取的数据就越丰富，定价也就越准确。以优信线下仓储式大卖场为例，大量车辆在此交易，平台能够实时收集成成交价、交易周期等数据反馈至定价系统。当系统依据更多真实成交数据不断训练相关性参数后，初始定价更为精准，过程调整也更及时。这与 Carvana 和 Carmax 通过自持库存与整备中心运作，实现车辆快速匹配市场需求、提升销售效率的逻辑相似，均是借助定价与销售环节的正向循环，增强市场竞争力。

随着优信交易规模持续增长，其定价能力优势愈发凸显。一方面，更多的交易意味着更多样化的车型、车况、价格区间数据被纳入定价模型，模型能够更全面地覆盖市场情况，对各类二手车的定价更加精准，吸引更多消费者与车商信赖其价格体系，促进更多交易；另一方面，准确的定价有助于优化库存管理，减少车辆积压，进一步加快销售周转，形成良性循环，这与 Carvana 和 Carmax 凭借大规模业务巩固市场地位、强化定价与销售优势的发展路径类似，都是利用规模增长强化定价能力这一核心优势，区别于传统车商相对分散、依赖经验的定价方式，在市场中占据有利地位。

再辅以金融、延保等完整增值服务，显著增强客户信赖与粘性。客户追踪表明，超 40% 的到店客户最终选择在优信成交，而转向其他二手车商的不足 5%，充分证明其模式有效锁定消费意愿，构建起强大的终端壁垒。

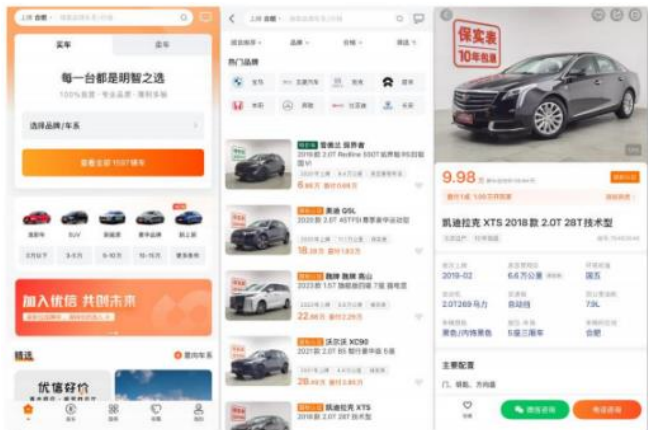
图 38: 优信二手车卖场相对传统车商的优势明显

	优信超级卖场	传统小车商
车辆选择	<ul style="list-style-type: none"> 单卖场展售2,000+台; 52+个品牌 	<ul style="list-style-type: none"> 单一门店展售仅5~30台; 小门店分散在传统交易市场中
车况保障	<ul style="list-style-type: none"> 自营的先进整备工厂; 有保障的车况; 标准车况报告; 车辆线下试驾 	<ul style="list-style-type: none"> 简单的基础整备; 车况没有保障和信任度; 极少数允许试驾
车辆价格	<ul style="list-style-type: none"> 有竞争力的车价; 小时级别的价格调整机制; 价格和费用全透明 	<ul style="list-style-type: none"> 车商“看人”定价; 不同车商间价格差异大; 存在“隐藏”费用
增值服务	<ul style="list-style-type: none"> 金融/保险/延保/精品/保养等 	<ul style="list-style-type: none"> 仅提供利率较高的金融产品

资料来源：公司公告、申万宏源研究

线上与线下战略协同，最大化市场覆盖和销售转化。 优信线上平台充分展示在库车辆状态，同时列出可信的质检报告，对车辆进行了全方面展示，让消费者购车放心。同时在后台管理上，也支持随时调价，快速响应市场供需关系的变化，提高报价成功率以及库存周转率。

图 39：优信线上全球购商场非常全面



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 40：优信线上平台车辆价格信息动态调整



资料来源：公司公告、申万宏源研究

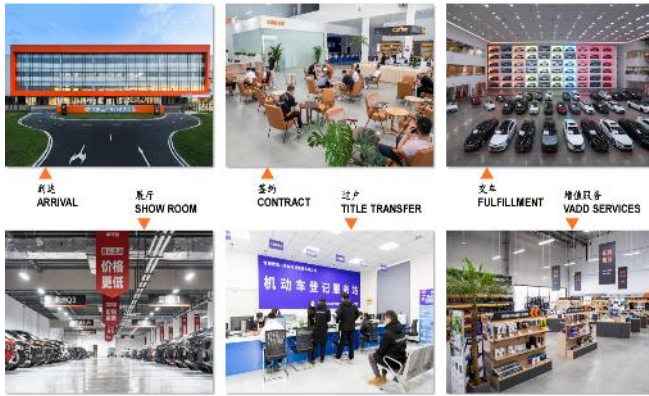
一站式综合服务提升客户全方位购车体验，同时获取增值服务收入。 优信凭借从看车、过户到交车的一站式综合服务，彻底颠覆了传统二手车市场零散、低效的零售体验，不仅以机动车登记服务站等设施极大提升交易便利性，更通过深度嵌入**金融、保险、精品加装、延保、维修保养**等增值服务全面拓宽盈利渠道。

相比于传统二手车商主要通过车辆价差获得收入，优信在物流、金融、维保等方面的增值收入已经与车辆销售价差基本持平，远超传统车商依赖单一价差的落后模式，展现出

服务闭环带来的强劲货币化能力。这种以体验赋能销售、以服务拓展边界的策略，不仅强化了客户黏性与信任，更构建起高竞争壁垒，实现收入结构的根本性升级。

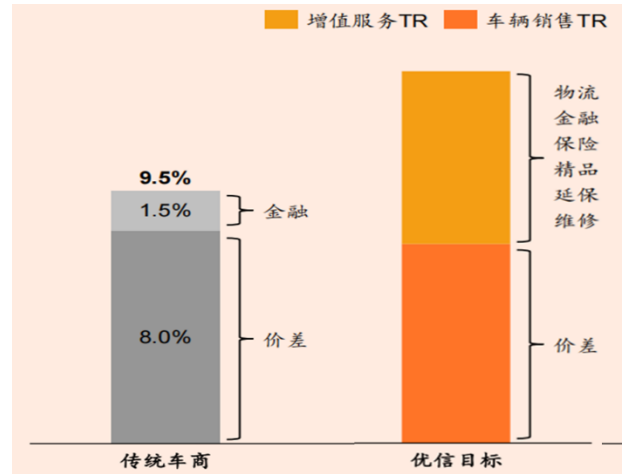
传统车商旧车加价大约 8%，金融服务加 1.5%，总体加价率 9.5%左右。但优信在二手车定价上，会更有性价比，促进用户比价成交。而在物流、金融、保险、精品等多方面提供服务，确保综合加价率高于传统模式，进而能赚取超额利润。

图 41: 优信一站式综合服务提供全方位的零售体验



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 42: 优信二手车定价具备竞争力, 延伸服务保证盈利

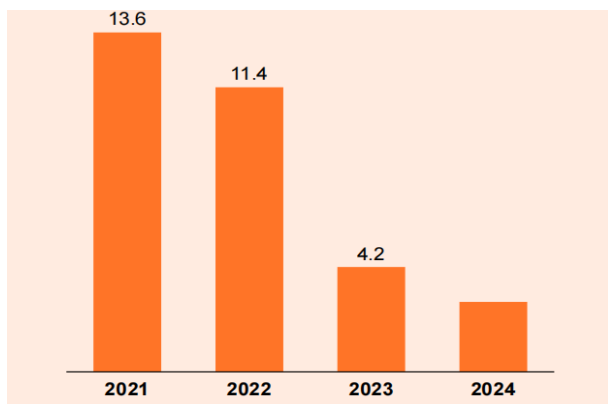


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

3.3 高效运营助力公司盈利能力提升

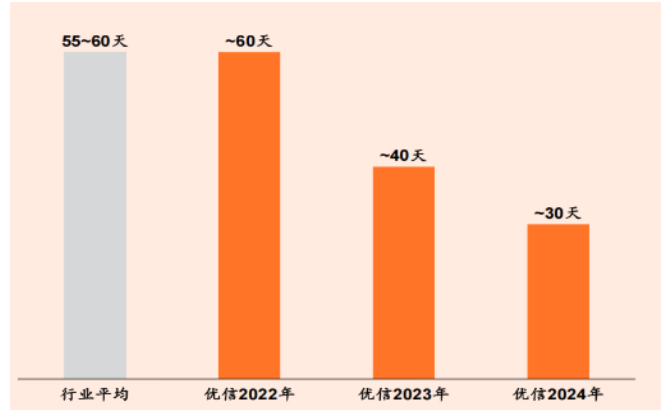
业务模式优势明显, 周转效率显著领先行业。 2022 年-2024 年优信二手车的库存周转天数从 60 天锐减至约 30 天, 低于行业平均的 55-60 天, 展现出极强的资产周转和供应链控制能力, 二手车销售前的整备时效也从 2021 年的 13.6 天降低至 2024 年的不足 4 天。这一持续优化的效率革命不仅大幅降低了资金占用成本和经营风险, 更使车辆更快触达客户、加速资金回笼, 为终端定价和利润释放争取了巨大空间。高效的周转体系意味着优信能以更灵活的策略应对市场变化, 持续巩固其成本与响应优势, 进而转化为显著的盈利能力和市场竞争壁垒, 彻底甩开仍陷于低效运营的传统车商。

图 43: 优信二手车整备时效大幅降低 (时间: 天)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 44: 优信二手车库存车辆周转天数低于行业平均

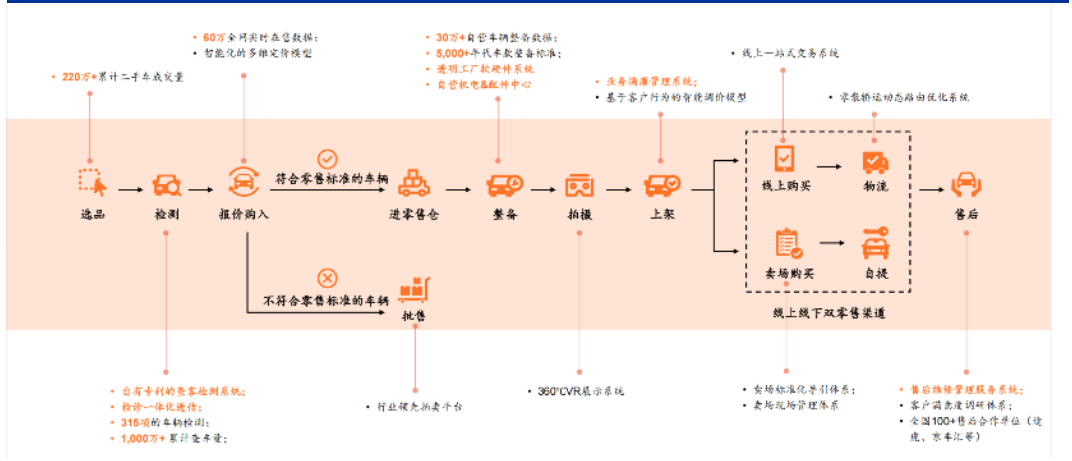


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

3.4 规模效应开启公司业绩增长飞轮

优信标准化运营体系可复制性强，有利于快速扩张规模。优信凭借高度标准化、数据驱动运营体系，构建了碾压传统二手车行业的可复制扩张能力。其依托 60 万全网实时数据与智能化定价模型精准选品购入，再通过自有专利的 315 项检测和千万级整车数据积累实现车况精准控制与标准化整备，确保车辆快速达到零售标准；而上架、销售及售后环节均依托线上交易系统、标准化卖场管理体系以及全国 100+合作服务网络完成，形成从检测、定价到售后的全流程标准化闭环。这种强标品、高可控的运营模式，可快速在全国复制推广，进而通过规模效应持续摊薄成本、提升议价能力并强化数据优势，最终形成强者恒强的正向循环和持续扩大的竞争壁垒。

图 45：优信二手车运营管理体系标准化、流程化、可复制



资料来源：公司公告，申万宏源研究

优信二手车卖场正快速向全国各地市渗透。优信以迅猛之势向全国进行扩张，目前已在西安、合肥等汽车保有量超 300 万辆的城市开设卖场，后续有望全面覆盖国内核心汽车消费市场。根据预测，单一城市每 50 万保有量即可支撑一个千台规模的二手车卖场，**优信将瞄准全国 26 个 300 万级以上保有量城市及 70 个 100-300 万级城市，加速推进大规模卖场建设。**这种高强度、标准化复制模式一旦全面落地，将迅速形成覆盖全国的销售网络，凭借集约采购、统一运营和品牌联动构建起碾压级的规模效应，彻底颠覆传统二手车区域分散、低效经营的旧格局，最终成为行业巨头。

图 46：全国已开业 3 个卖场，2 个在建，未来空间广阔

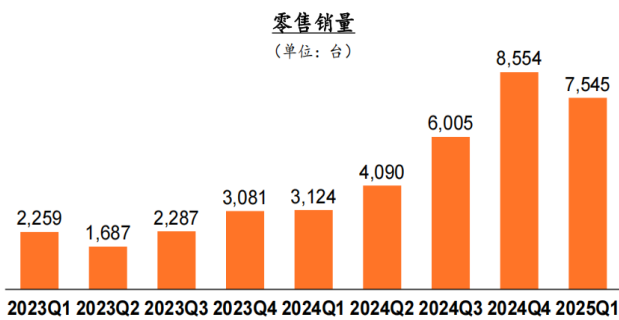


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

销量增长带动单季度 EBITDA 扭亏为盈, 规模效应已初步显现。 优信二手车零售销量从 2023Q1 的 2,259 台一路跃升至 2025Q1 的 7,545 台, 尤其在 2024Q4 单季突破 8,554 台, 反映出终端需求持续爆发与运营效率提升。与此同时, 调整后 EBITDA 从 2023Q1 亏 7,564 万元大幅收窄至 2024Q4 盈利 200 万元, 并且 2025Q1 仅小幅亏损 885 万元, 清晰表明随着交易规模扩大, 固定成本被快速摊薄, **毛利率与费用结构优化进入良性循环。** 这一历史性盈利拐点不仅验证了其高周转与标准化模式的盈利能力, 更凸显出优信已突破临界规模, 未来伴随全国卖场陆续投运, 规模红利将进一步释放。

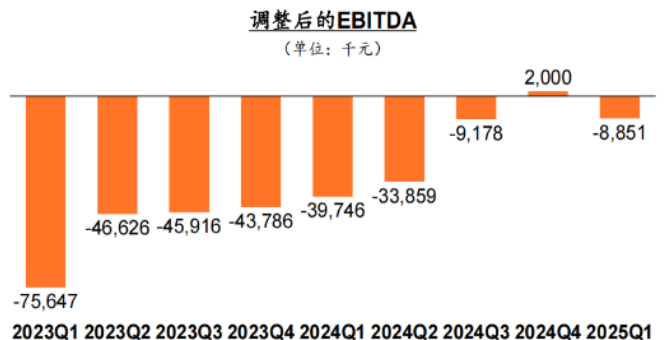
我们预计 Q2 销量持续增长, 但新车价格战影响, 叠加武汉新仓早期投入, 毛利率将有所下降; 随着武汉新仓销量逐步爬升 Q3 毛利有望快速回升, 至少回归到 Q1 的水平。

图 47: 优信每个季度销量持续高速增长



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 48: 规模效应帮助盈利显著修复



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

4. 盈利预测与估值

4.1 行业空间巨大，增长只取决于企业 α

市场空间巨大，中期不会遇到天花板。我们看到 2024 年优信二手车所在 2 省的二手车交易量接近 30 万台，而优信当年总销量为 2.6 万台，占所在省份销量的 8.7%，占全国销量的 0.2%。

属地市占率超 15%，中期潜在可触达销量规模超百万台。由于我们无法获得具体城市二手车销量数据，因此我们用新车上险量近似拟合。我们看到合肥、西安两地的新车销量占所在省份的比重为 46.2%。假设新车需求量与二手车销售量呈现正相关，城市占比可类比二手车需求结构。由此近似拟合出优信在两个城市的二手车市占率超过 15%。

表 5：优信二手车全国市占率仅 0.2%，但所在地市占率超 15%

	24 年二手车交易量
安徽省 (台)	157877
陕西省 (台)	140999
优信销量 (台)	26148
所在省份市占率	8.7%
全国市占率	0.2%
	24 年新车销量
合肥销量 (台)	314448
安徽销量 (台)	881909
合肥新车 占比	35.7%
西安销量 (台)	399316
陕西销量 (台)	663211
西安新车 占比	60.2%
两地合计新车销量 占比	46.2%
优信在两地二手车市占率	18.9%

资料来源：上险量、流通协会、申万宏源研究

如前文所述，全国二手车 2024 年销量 1961 万台，中期销量有望超过 3500 万台，远期销量超过 6000 万台。因此，对于优信来说，只要持续扩张，复制现有成功模式，我们相信随着门店布局的逐步展开，优信全国的销量也会迅速提升。

2030 年即使优信年销量 100 万台二手车(24 年销量 2.6 万台, 25 年预计销量 5 万台, 有近 20 倍成长空间)，占全国销量的 2.8%，远没有触及商业模式的天花板。

如果我们假设，单一城市每 150 万保有量，可以支撑一个 3000 台库存销量的大卖场(对应年销量 3 万台)。这个假设隐含的假设是：**中期稳态二手车析出率 9%的情况下，年交易量 13.5 万台，对应优信市占率约 22%。**

我们列出了中国保有量前 20 的城市，基于前文假设，对潜在可开店数量进行了预估。总体看，TOP20 的城市，优信还可再开 45 个 3000 库存量的店，对应中远期稳态年销量超过 130 万台，是 25 年的超 25 倍。

我们预计公司未来每年开店计划在 3-10 个之间，随着规模逐步扩大，开店速度也将同步加速。因此 40-45 家店的规模或将在 2030 年前后实现，**实现 5 年时间规模扩大超 20 倍的宏伟蓝图**。而这 20 个城市的保有量不足 1 亿台，占全国当前总保有量的份额不到 30%，远期优信在此基础上还有较大成长空间。

表 6：中国汽车保有量 Top20 的城市支撑优信再开店 45 个

城市	保有量 (万)	潜在可建卖场 (个)
成都	600+	4
北京	600+	4
重庆	600+	4
上海	500+	3
苏州	500+	3
郑州	500+	3
西安	400+	1
武汉	400+	1
东莞	400+	2
杭州	400+	2
天津	400+	2
深圳	400+	2
广州	300+	2
青岛	300+	2
佛山	300+	2
宁波	300+	2
济南	300+	2
长沙	300+	2
南京	300+	2
合肥	300+	0
合计		45

资料来源：中汽流通协会，公司公告，申万宏源研究

4.2 单店模型跑通才是扩张的基础

我们对扩张规模和速度较为乐观的前提是看到了单店模型跑通的可能性。我们通过对现有门店库存规模，以及销量进行测算。假设新店首年爬坡期销量以每个月 100-150 台的速度爬升，后续逐步稳定到 2500-3000 台月销水平。而 ASP 则参考现有水平，起步阶段为 6.4 万/车，后随着经营成熟逐步爬升。

经营规模维度

•**销量**: 年零售销量从第 1 年的 8950 辆, 增长到第 2 年的 27200 辆, 第 3 年达 36000 辆, 第 4 年及以后稳定在 36000 辆; 平均月销也从 746 辆逐步提升至 3000 辆并保持稳定, 体现出单店经营规模随时间不断扩大, 后期进入稳定阶段。

•**收入**: 年收入从第 1 年的 5.73 亿元, 增长到第 2 年的 18.35 亿元、第 3 年的 22.37 亿元, 第 4 年及以后为 26.06 亿元, 收入增长趋势与销量增长趋势一致, 同时平均单车售价 (ASP) 从 6.40 万元逐步提升到 7.24 万元。

成本维度

各项成本包括租金、门店人员费用、营销费用、其他管理费用、财务成本等, 整体随经营规模扩大而有所增长, 但在第 4 年及以后, 部分成本增长幅度放缓甚至略有下降。

门店人员费用: 随销量规模同步增长, 后期进入稳态。 门店人员费用是核心可变成本之一, **变化趋势与销量高度绑定**: 第 1 年 0.35 亿→第 2 年 0.68 亿→第 3 年 0.81 亿→第 4 年及以后 0.85 亿。开店基础人员为 250 人, 千台月销量时 300 人, 3000 台稳态 600-700 人。

营销费用: 随销量增长, 后期因“单车成本下降”进入稳定。 第 1 年 0.07 亿→第 2 年 0.21 亿→第 3 年 0.24 亿→第 4 年及以后 0.27 亿, 呈现“前增后稳”趋势。**核心假设**为: 单车营销线索、人员分润等费用, 从期初的 850 元/台, 逐步回归到 750 元/台。**假设逻辑**为: 前期为打开市场, 需更高的单车营销投入 (如获客补贴、线索采购); 后期品牌认知提升、客户复购 / 转介绍增加, 单车营销成本下降, 且销量稳定, 最终营销费用进入“固定值”状态。

盈利维度

•**门店盈利**: 第 1 年处于亏损状态, 盈利为 -0.26 亿元; 第 2 年实现盈利, 为 0.12 亿元; 之后盈利持续增长, 第 3 年达 0.36 亿元, 第 4 年及以后为 0.77 亿元, 显示单店从前期投入, 亏损, 到后期逐步实现盈利且盈利水平不断提高。

•**单车盈利**: 单车净利从第 1 年的 -0.29 万元 (亏损), 到第 2 年的 0.04 万元、第 3 年的 0.11 万元, **第 4 年及以后的 0.21 万元**; 单车净利率从第 1 年的 -4.5%, 逐步提升到第 2 年的 0.6%、第 3 年的 1.6%, **第 4 年及以后的 3.0%**, 反映出单车盈利情况随经营成熟度提升而不断改善。

•**毛利率**: 假设毛利率从初期的 6.8%, 逐步成熟到 9%, 也体现出随着经营规模扩大、成本控制优化等, 单店盈利能力的提升。

表 7: 稳定经营 2 年后, 单个门店的盈利模型便有望转正, 具备复制条件

时间周期	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年及以后	备注
年零售销量 (辆)	8,950	27,200	32,000	36,000	
平均月销 (辆)	746	2,267	2,667	3,000	
年收入 (亿)	5.73	18.35	22.37	26.06	
ASP (万)	

租金 (亿)	0.12	0.12	0.12	0.12	假设全国平均 100w/月房租
门店人员 (亿)	0.35	0.68	0.81	0.85	假设开店基础人员为 250 人, 千台月销量时 300 人, 3000 台稳态 600-700 人
营销费用 (亿)	0.07	0.21	0.24	0.27	假设: 单车营销线索、人员分润等费用, 从期初的 850/台, 逐步回归到 750/台
其他管理费用 (亿)	0.09	0.20	0.25	0.26	
财务成本 (亿)	0.02	0.05	0.07	0.08	库存融资的财务成本, 假设 70% 的库存资金为融资所得, 融资成本 5%, 公司库存周转率为 30 天, 所以只需要针对 1 个月的销量进行融资
单店模型总结 单位: 亿元					
门店总收入	5.73	18.35	22.37	26.06	
门店总成本	5.99	18.23	22.01	25.29	毛利率从 6.8% 假设开始, 逐步成熟到 9%
门店盈利	-0.26	0.12	0.36	0.77	
单车净利 (万元)	-0.29	0.04	0.11	0.21	
单车净利率	-4.5%	0.6%	1.6%	3.0%	

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

整体来看, 优信单店的成本变化完全服务于“从亏损到盈利”的经营目标: 前期通过成本投入支撑规模扩张, 后期通过“规模效应 + 效率优化”控制成本增速, 最终实现“收入增长快于成本增长”, 推动盈利持续提升。

4.3 稳步扩张, 收入和利润都将持续爆发式增长

在刚才单店模型的基础上, 我们对业务进一步进行模拟, 展望远期盈利弹性。我们进一步做以下几个重要假设:

1. 后续开店速度方面, 未来 4 年每年 3-10 个店的扩张速度, 每年新增门店比例从初期的 100%, 逐步下降到 50%。到 2029 年门店数 32 家, 相比上文提到的首批可开店 45 家仍有空间;
2. 每年新店均给予 4000-5000 台/年的销量预期, 逐步稳定后年销量在 2.8~3.2 万台/年的水平;
3. ASP 随着购置税逐步退坡, 以及国家两新补贴的逐步退出, 每年呈现 3%~5% 不等的增幅。2025 年 ASP 仍在 6.35 万元, 后续逐步提升至 7.4 万元, 与 2024 年基本持平;
4. 门店新建初期, 盈利能力参考首年新店水平 (净利率-4.5%), 次年净利率在 0.6%~0.8% 水平, 稳定后净利率 3% (对应单车净利 2100 元);
5. 核算完门店情况后, 单扣两项额外费用: ①合肥租金 9500 万元; ②总部费用每年 6600 万~ 万元。

表 8：规模效应加持下，公司盈利弹性巨大

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
门店数	2	3.5	7.5	13	22	32
总销量 (台)	21773	50500	107000	232500	383500	652000
ASP (万)	7.31	6.35	6.70	6.92	7.20	7.42
零售总收入 (亿)	15.919	32.09	71.74	160.76	276.20	483.66
门店贡献利润 (亿)	-1.83	-0.72	0.40	2.90	6.23	11.57
批发收入 (亿)	1.67	1.34	1.07	0.85	0.68	0.68
总收入 (亿)	18.1	33.4	72.8	161.6	276.9	484.3
总经营利润 (亿)	-1.79	-0.69	0.42	2.91	6.24	11.59
				0	0	0
单扣合肥租金 (亿)	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95
总部费用 (估, 亿)	0.66	0.69	0.73	0.76	0.80	0.84
税前净利润	-3.44	-2.36	-1.28	1.18	4.48	9.78
非经营性 (仅优先股调整)	-17.81	0	0	0	0	0
经营性净利润	-21.25	-2.36	-1.28	1.18	4.48	9.78
经营净利率				0.73%	1.62%	2.02%

资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

因此我们得到一张关于公司经营层面盈利弹性的测算表。其中显示公司在顺利扩张后，利润在 27/28 年开始将呈现出爆发式增长，净利率快速恢复。

更重要的是，如果进入新车涨价周期，新车/二手车供需格局改善，单车盈利修复对公司整体盈利的弹性更为可观。

参考 2026 年，新能源车购置税减半征收，假设行业均价 14 万/车，则将提高购车成本 7000 元。新车涨价 7000 元，参考新车定价的二手车也有望顺势涨价。同时，假设明后年两新补贴逐步退出，每年退坡 3000-5000 元，全行业的补贴减少，也会对二手车的定价以及供需关系改善起到极大的助益。

我们假设 26 年后单车盈利提升 1000 元 (对应毛利率增加约 1.5%)，则当年既有可能实现扭亏；27/28 年总体经营利润有望来到近 4 亿/9 亿元。

4.4 长坡厚雪，中长期投资价值明确

短期扭亏，中长期盈利弹性显著。通过上文，我们预计优信 25-27 年的收入分别为 33.4/72.8/161.7 亿元，每年都以接近 100%的增速在成长，增长的动力主要来自于新店开拓。与此同时，其盈利能力也将得到大幅改善，同期归母净利润预计为-2.4/-1.4/1.5 亿元，EBITDA 为-1.4/0.02/3.51 亿元。

表 9：优信 2023-2027E 收入及利润预测情况

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,399.36	1,814.36	3,343.58	7,282.98	16,166.32
同比增长率	-37.00%	29.66%	84.28%	117.82%	121.97%
减：营业成本	"	"	"	"	"

	毛利率	4.81%	6.80%	7.20%	7.50%	7.75%
其他费用		10.81	-0.64	0.00	0.00	0.00
	占营业收入百分比	0.77%	-0.04%	0%	0%	0%
销售和管理费用		344.43	426.88	451.38	640.90	1,050.81
	占营业收入百分比	24.61%	23.53%	13.50%	8.80%	6.50%
研发费用		37.12	14.16	16.72	21.85	29.10
	占营业收入百分比	2.65%	0.78%	0.50%	0.30%	0.18%
财务费用		42.85	92.19	78.94	88.65	91.30
加: 其他经营性净收益		64.97	32.61	50.00	54.00	58.00
税后经营利润		-303.30	-376.59	-256.30	-151.18	139.68
归属母公司股东的净利润		-307.83	-348.66	-241.28	-139.55	145.44
EBITDA		-225.43	-184.70	-144.44	2.35	350.89

资料来源: Wind, 申万宏源研究

我们选取美股的 Carvana、Carmax, 以及港股汽车后市场公司途虎作为对标企业进行研究。但考虑到优信特殊的经营阶段, 扭亏为盈早期, 并不适合用 PE 估值, 因此我们将重点考虑相对估值法中的 **PS 估值方式** 进行讨论。

在这些企业进入盈利周期, 稳定发展阶段, 我们注意到市场给与的 PS 估值区间仍然较为宽泛。典型如 Carvana 和 Carmax。Carmax 由于盈利能力相对弱于 Carvana, 且已近失去强劲的增长动能, 因此市场只给到了平均 0.3X PS 的估值。而 Carvana 有着更高的盈利天花板, 且近年来线上交易模式仍然保持着较为强劲的增长趋势, 因此市场愿意给到 3X PS 左右的估值优待。而港股途虎稳定增长, 每年 15% 左右, 利润释放增速略高于营收, 港股估值基本以 1X PS 为中枢波动。

从 PS 的意义: $PS = PE \times \text{净利润率}$ (或: $PE = PS \div \text{净利润率}$) 中我们注意到, PS 的高低和 PE, 以及净利率有关。而 PE 与当下节点企业的增长的天花板有着较强的相关性。因此只要最终能到达天花板, 早到或晚到不影响 PE 中枢。如果我们认为中国二手车市场, 相对于优信的确是一个 10 倍空间的机会, 即使是在 27 年盈利的那一刻, 年销量 23 万台。10 倍增长 230 万台, 相对远期中国 6000 万台二手车年交易量, 也仅不足 5% 市占率。27 年的 PE 估值, 考虑 10% 折现率, 也相当值得期待。

表 10: 重点对标公司盈利预测及估值情况

公司名称	2025/9/18 市值 (亿元)	主营收入					净利润				
		2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Carvana	3714.5	763.2	984.5	1345.4	1685.4	2135.7	31.9	15.1	54.9	72.1	95.7
Carmax	640.52	2020.4	1894.8	1901.8	1934.8	2020.9	33.0	34.2	36.1	41.6	47.8
途虎	151.18	136.0	147.6	163.6	182.1	199.3	6.7	4.8	5.9	7.6	9.5
		PE					PS				
Carvana		116.5	245.7	67.6	51.5	38.8	4.9	3.8	2.8	2.2	1.7
Carmax		19.4	18.7	17.7	15.4	13.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
途虎		22.6	31.2	25.7	20.0	16.0	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8

资料来源: Bloomberg、Wind、申万宏源研究

注: Carmax 使用财年数据 (n 年 3 月至 n+1 年 2 月)

重新回到 PS 估值框架，回到 Carvana 和 Carmax 增速较快的 2017-2021 年。我们看到当时的 **Carvana 也处于亏损阶段**，但凭借着每年接近翻倍的增速，以及轻资产线上模式的想象力，**市场仍然愿意给与 3x-4x 左右的 PS 估值溢价**。而 Carvana 虽然增速明显较弱，但也远比当下几乎不增长的经营情况要好，增速总体看，维持在高个位数以上的水平，因此 PS 估值中枢在 0.6x 以上。

考虑到优信当下也有 10%+ 的收入来自于线上交付，且具备每年接近 100% 的收入增速。我们认为：

乐观情况：资本市场对公司的前景非常认可，情绪较好。或可直接对标 Carvana，Carmax 在 17-21 年时的估值。参考当前优信有约 10% 的交付为线上模式，假设这一比例后续仍将稳步抬升，且考虑到优信持续的高增长。我们权重取 20% Carvana 估值，80% Carmax 估值后，得到 **2026 年优信的乐观估值为 1.5x PS**。

中性情况：参考当下市场给与可比公司的估值体系。业务模式上，公司更多的估值应参考北美对标企业，但考虑交易资金多为中资。因此取 2026 年 PS 估值中 12% Carvana，48% Carmax，40% 途虎作为样本，得到 **2026 年预计估值为 0.8x PS**。

表 11：优信 2026 年合理 PS 估值预计在 0.8x~1.5x 之间

	2017	2018	2019	2020	2021
Carvana 营收 (亿元)	61.0	138.9	279.8	396.8	910.0
增速同比 (%)	135.2%	127.7%	101.5%	41.8%	129.4%
Carvana PS	3.6	2.9	4.1	8.5	3.7
Carmax 营收 (亿元)	1215.9	1290.6	1443.1	1345.8	2265.5
增速同比 (%)	7.8%	6.2%	11.8%	-6.7%	68.3%
Carmax PS	0.7	0.6	0.7	1.0	0.6
优信 2026 年预计估值区间：				0.8	1.5

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：2017-2021 年 PS 计算使用 TTM 口径

2026 年优信营收预计 72.8 亿，对应市值区间为 55~108 亿元。当前优信市值 7.32 亿美金（人民币兑美元汇率 7.11:1），对应 52 亿人民币，仍有 6%~108% 涨幅，首次覆盖给与增持评级。

5. 风险提示

行业内卷带来二手车价格波动：过往盈利能力受到持续压制，部分原因是新车内卷带来持续降价，压制了二手车的盈利空间，这个风险在未来 1-2 年仍然存在。

新店开拓进度不及预期：短期开店进度具备能见度，但未来是否仍能维持翻倍的开店节奏存在不确定性。

库存周转率存在逐步下行的风险：当前库存周转率始终维持在 30 天，展现出了良好的经营效率和竞争力。但随着单店规模的提升，周转率是否仍能维持存在不确定性，需要持续跟踪和观察。

单车 ASP 提升幅度存在不确定性：同样与内卷相关，ASP 是否稳定回升对最终单车盈利也存在一定影响。

财务摘要

合并损益表 (单位: 百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,399.36	1,814.36	3,343.58	7,282.98	16,166.32
营业成本	1,332.04	1,690.92	3,102.84	6,736.76	14,913.43
其他营业费用	10.81	-0.64	0.00	0.00	0.00
销售和管理费用	344.43	426.88	451.38	640.90	1,050.81
研发费用	37.12	14.16	16.72	21.85	29.10
财务费用	42.85	92.19	78.94	88.65	91.30
其他经营损益	64.97	32.61	50.00	54.00	58.00
投资收益	-5.95	-3.52	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-308.87	-380.06	-256.30	-151.18	139.68
其他非经营损益	-4.01	2.85	7.60	4.20	5.60
利润总额	-312.88	-377.21	-248.70	-146.98	145.28
所得税	0.38	0.05	-7.42	-7.42	-0.16
净利润	-313.26	-377.26	-241.28	-139.55	145.44
少数股东损益	-1.21	-6.61	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	-312.05	-370.65	-241.28	-139.55	145.44
EBITDA	-225.43	-184.70	-144.44	2.35	350.89
EPS (元)	-1.49	-1.69	-1.17	-0.68	0.71

资料来源: 聚源数据, 申万宏源研究

合并现金流量表 (单位: 百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-251.14	-262.446	215.1704651	446.9383685	1310.527493
净利润	-313.26	-377.26	-241.28	-139.55	145.44
折旧摊销	30.84	40.82	25.32	60.68	114.31
财务费用	42.85	92.19	78.94	88.65	91.30
其他经营现金流	-11.57	-18.20	352.19	437.16	959.48
投资活动现金流	-32.03	-11.34	-94.98	-188.38	-327.26
资本支出	-50.71	-84.83	180.00	270.00	410.00
其他投资现金流	18.68	73.49	-274.98	-458.38	-737.26
筹资活动现金流	239.99	205.30	189.05	135.38	-94.94
短期借款	-156.47	180.73	211.27	183.42	-3.64
长期借款	-261.14	638.52	56.72	40.61	0.00
其他筹资现金流	657.59	-613.95	-78.94	-88.65	-91.30
现金净增加额	-43.19	-68.48	309.25	393.94	888.33

资料来源: 聚源数据, 申万宏源研究

合并资产负债表 (单位: 百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	281.75	339.39	894.96	1,975.30	4,442.46
现金	92.71	25.11	334.36	728.30	1,616.63
应收票据及应收账款合计	0.79	4.15	3.65	7.95	17.64
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	5.93	5.86	58.07	126.49	280.77
存货	110.89	207.39	255.03	581.39	1,348.34
其他流动资产	71.42	96.88	243.86	531.18	1,179.08
非流动资产	436.90	1,612.54	1,697.22	1,836.53	2,062.22
长期投资	288.71	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	63.73	71.42	119.26	248.91	426.25
无形资产	0.00	0.00	12.50	39.17	80.83
其他非流动资产	84.46	1,541.12	1,565.45	1,548.46	1,555.14
资产总计	718.65	1,951.93	2,592.18	3,811.84	6,504.68
流动负债	603.91	762.01	1,586.82	2,905.41	5,452.82
短期借款	178.74	359.47	570.74	754.16	750.52
应付票据及应付账款合计	80.67	81.58	161.43	350.49	775.89
其他流动负债	344.51	320.95	854.65	1,800.77	3,926.41
非流动负债	692.53	1,403.19	1,459.90	1,500.52	1,500.52
长期借款	556.51	1,195.03	1,251.75	1,292.36	1,292.36
其他非流动负债	136.02	208.16	208.16	208.16	208.16
负债合计	1,296.45	2,165.19	3,046.72	4,405.93	6,953.34
少数股东权益	695.47	154.74	154.74	154.74	154.74
股本	0.81	39.82	1,039.82	2,039.82	3,039.82
资本公积	15,451.80	19,007.95	18,007.95	17,007.95	16,007.95
留存收益	-16,725.88	-19,415.77	-19,657.04	-19,796.60	-19,651.16
归属母公司股东权益	-1,273.27	-368.00	-609.28	-748.83	-603.40
负债和股东权益	718.65	1,951.93	2,592.18	3,811.84	6,504.68

资料来源: 聚源数据, 申万宏源研究

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。