

优信 (UXIN.O)

证券研究报告
2025 年 11 月 02 日

优信是否有望成为中国版“Carvana”？

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517010002
wuli1@tfzq.com戴飞 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520060004
daifei@tfzq.com

1、优信：技术和数字创新驱动的中国领先二手车零售商

优信集团创建于 2011 年，2018 年上市美股。15 年来，公司探遍二手车商业模式。2021 年，公司基于对中国客户二手车购买行为的深入了解，进一步将销售渠道从专注线上升级为全渠道——开设线下超级大卖场。2024 年公司线下大卖场模式已跑通。近年来，公司业绩同步向好，尤其是盈利能力快速提升。2025 年，公司继续在重点城市推进区域大卖场落地，预计公司业绩有望随全国展业的进展快速增长。

2、万亿二手车市场：对比美国，我国未来机会何在？

美国二手车市场发展自 70-80 年代后受益法制逐步健全，市场成熟，目前二手车年销量已达新车 2 倍，年交易额达 7 万亿人民币，是我国二手车的理想参考对象。我国二手车市场目前处于早期发展阶段，受益国家政策支持，近十年来持续向好发展，交易规模总体呈上升态势，销量增速远超新车，但年交易额仅 1 万亿元，发展空间大。2025 年，我国二手车行业仍面临众多挑战。前瞻行业，我国作为全球汽车保有量最大的国家，若按照成熟汽车市场 10% 左右的析出率，二手车年交易规模可达 3500 万辆以上，年交易额可达 2 万亿元以上，加上各类服务业务，大有可为。

3、市值两年涨 100 倍，美国二手车黑马 Carvana 做了什么？

美国 Carvana 与优信的商业模式和发展策略有较多相似之处。公司成立于 2012 年，2017 年上市 (CVNA.N)，通过在车辆采购、检查和翻新、在线检索、贷款服务、保险保修配套产品、全国物流配送七大环节给予客户独特购物体验，成为美国二手车电商龙头。公司通过打造自研专有的技术系统来进一步提高交易效率、通过收购汽车拍卖平台 ADESA，大幅增加公司线下网点数量以尽可能地触达更多消费者，进一步扩大了规模效应。从结果来看，公司整体净利润自 22Q4（即收购 ADESA 后的第二个季度）后进入快速上升轨道，自 24Q1 起整体回正，目前已连续 6 个季度实现正净利。公司股价自 2022 年 12 月至今，区间涨幅超 100 倍。

4、优信是否有望成为中国版“Carvana”？

在前端，公司首创“线下超级大卖场+线上全国购”的二手车自营模式。公司主营业务结构与 Carvana 相似，同样包括：二手车零售与批发销售、其他增值服务。不同的是：公司的二手车消费场景已经从“纯线上”转移到“线上+线下”模式；在后端，公司通过数据化驱动、AI 应用、及先进再制造等技术搭建了优势壁垒。从结果来看，公司的创新模式已成为公司二手车零售业务增长的驱动力。展望未来，随着公司线下大卖场模式不断在全国各大城市复制，公司二手车销量、营收、盈利能力有望继续快速增长，调整后 EBITDA 或有望于近季实现回正。

盈利预测 & 投资建议：我们预测 2025-2027 年，公司实现营收 31.31/64.78/107.9 亿元，归母净利润 -2.50/-1.23/0.99 亿元，对应 EPS -0.004/-0.002/0.002 元/股。我们看好在国内二手车行业正处于从新兴市场向成熟市场快速成长的背景下，公司在已跑通全渠道商业模式的基础上进行快速规模扩张线下，并已通过销量、营收及盈利能力展示了其未来的发展潜力。我们认为公司有望成为中国版“Carvana”。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：国内新车竞争加剧给二手车成交价格走势带来不确定性、公司超级大卖场项目进展不达预期、资金链相关风险、技术&专利及知识产权相关风险、公司股票市值较小的相关风险、公司尚未盈利的相关风险。

内容目录

1. 优信：技术和数字创新驱动的中国领先二手车零售商	4
2. 万亿二手车市场：对比美国，我国未来机会何在？	5
2.1. 美国目前：30 年来，二手车年销量约新车的 2 倍	6
2.2. 我国目前：10 年来，二手车年销量增速高于新车	6
2.3. 未来机会来自当前挑战——我国二手车行业发展潜力大	9
3. 市值两年涨 100 倍，美国二手车黑马 Carvana 做了什么？	10
3.1. 商业模式：七大环节，造就美国二手车电商龙头	10
3.2. 优势壁垒：对比传统车商，重在提升了交易效率	13
3.3. 业绩拐点：收购 ADESA，线下网点放大规模效应	15
4. 优信是否有望成为中国版“Carvana”？	17
4.1. 前端：首创“线下超级大卖场+线上全国购”的二手车自营模式	17
4.2. 后端：技术搭建优势壁垒：数据化驱动+AI 应用+先进再制造	21
4.3. 业绩：销量随新卖场营业快速增长，近季盈利能力迅速改善	23
5. 盈利预测&投资建议：	26
6. 风险提示	28

图表目录

图 1：优信股权结构示意图（截至 2025 年 10 月 10 日）	4
图 2：优信历年营收&同比增速（亿元人民币，%）	5
图 3：优信历年归母净利润&同比增速（亿元人民币，%）	5
图 4：2022 年后优信毛利及毛利率迈上新台阶（亿元人民币，%）	5
图 5：2022 年后优信调整后利润及利润率逐年上升（亿元人民币，%）	5
图 6：美国二手车交易金额（万亿美元）&单车均价（美元/辆）	6
图 7：中国二手车交易金额（万亿元）&单车均价（元/辆）	6
图 8：2014-2024 美国二手车与新车销量对比（万辆，%）	6
图 9：2014-2024 中国二手车与新车销量对比（万辆，%）	9
图 10：我国二手车析出率&汽车保有量（亿辆，%）	9
图 11：美国二手车析出率&汽车保有量（亿辆，%）	9
图 12：Carvana 股价表现（截至 2025 年 10 月 22 日，美元）	10
图 13：如何通过 Carvana 卖车？	11
图 14：Carvana IRC 内部示意图	11
图 15：Carvana 购车页面及 360 度看车示意图	12
图 16：Carvana 全美 IRC、汽车自动售货机、ADESA 拍卖站点或其他取车点分布（截至 250507 数据）&自动售货机、品牌运输车示意图	13
图 17：Carvana 收购 ADESA 的影响模型	16
图 18：Carvana 美国覆盖市场数量&人口覆盖率（个，%）	16
图 19：Carvana 汽车零售量及同比增速（辆，%）	16
图 20：Carvana 历年营收及同比增速（亿美元，%）	16

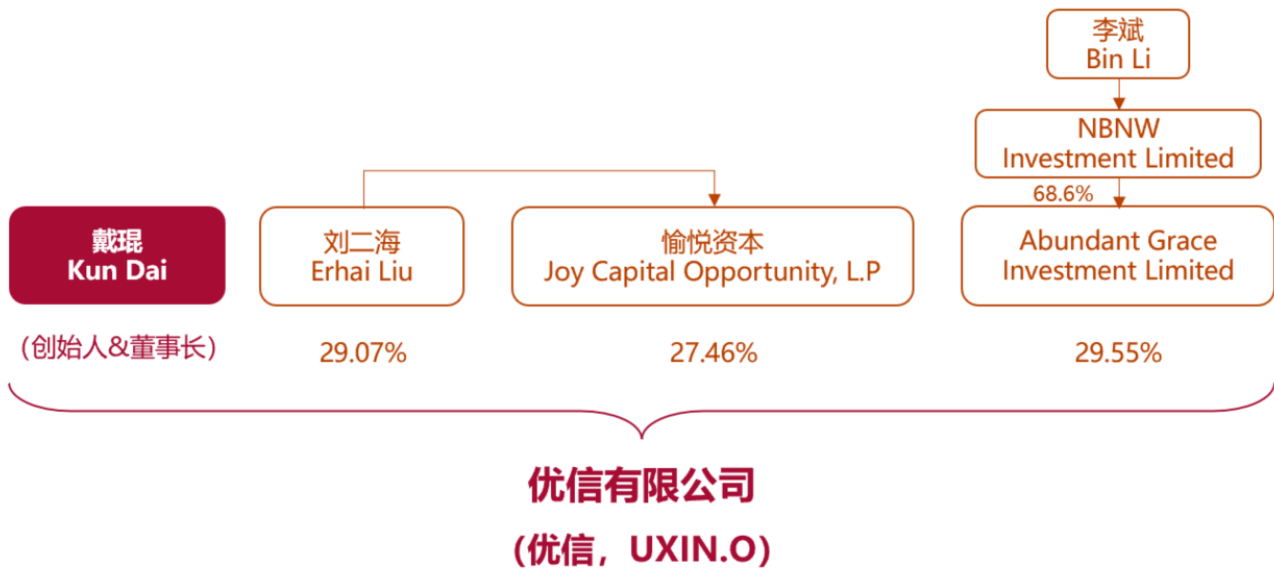
图 21: Carvana 单车均价及毛利率 (美元, %)	16
图 22: Carvana 历年毛利及毛利率 (亿美元, %)	17
图 23: Carvana 历年净利润及净利率 (亿美元, %)	17
图 24: 截至 2025 年 10 月, 优信已在全国四地开设 4 个二手车大卖场	18
图 25: 优信线下超级大卖场内部示意图 (以西安大卖场为例, 2025 年 9 月数据)	18
图 26: 优信购车流程示意图	19
图 27: 优信二手车检测标准示意图	20
图 28: 优信二手车再制造工厂示意图	23
图 29: 优信免费送车上门服务, 使收车像收快递一样简单	23
图 30: 优信二手车物流作业示意图	23
图 31: 优信逐季零售车&批发车销量及总销量环比增速 (辆, %)	24
图 32: 优信逐季零售&其他营收及总营收环比增速 (亿元人民币, %)	24
图 33: 尽管零售车单价逐季下行, 但公司毛利率仍保持历史相对较高水平 (元/辆, %)	25
图 34: 客户净推荐值 NPS 连续多个季度保持在 60 分左右	25
图 35: 优信逐季持续经营业务净利润 (亿元人民币)	25
图 36: 优信逐季调整后 EBITDA&利润率 (亿元人民币, %)	25
图 37: 优信线下大卖场开店进程及 2025-2027 年预测示意图	27
表 1: 优信自成立以来对二手车商业模式的探索道路	4
表 2: 历年政府工作报告中多次提及发展二手车	7
表 3: 进入 2020 年后, 促进二手车行业发展的利好政策持续推出	7
表 4: 车辆采购环节	13
表 5: 车辆翻新环节	13
表 6: 车辆交付环节	14
表 7: 客户获取环节	14
表 8: 车辆贷款环节	14
表 9: 成本结构方面	14
表 10: Carvana 技术优势概览	15
表 11: 优信首创线下大卖场+线上全国购买模式	17
表 12: 优信线下四大卖场&所在地居民和注册车辆情况	18
表 13: 优信可提供的关键购车服务	21
表 14: AI 技术已与优信数据分析和技术能力深度结合	21
表 15: 优信线下大卖场修复产能一览 (截至 25Q2 数据)	22
表 16: 优信正在筹备的济南大卖场所在地人口及车辆情况 (民用汽车)	26
表 17: 我国二手车市场 2025 至 2027 年预测	26
表 18: 我国 20 个重点城市汽车保有量情况 (截至 2024 年数据)	26
表 19: 优信 2025-2027 二手车供给量&销量&均价&营收预测	28
表 20: 优信盈利预测 (亿元人民币)	28

1. 优信：技术和数字创新驱动的中国领先二手车零售商

优信集团创建于 2011 年，2018 年 6 月于美股上市（优信，UXIN），是中国领先的在线二手汽车交易综合服务供应商。公司围绕二手车产业链深度布局，业务涵盖二手车交易、汽车金融、物流运输、售后保障、维修保养等全环节，现已具备提供二手车业务“一站式服务”的能力。

上市公司创始人和 CEO 为戴琨先生。根据 Wind 和公司公告，公司大股东分别为李斌先生及其旗下的 Abundant Grace Investment Limited、以及刘二海先生及其创立的愉悦资本。

图 1：优信股权结构示意图（截至 2025 年 10 月 10 日）



资料来源：Wind，优信公司公告，天风证券研究所

15 年来，公司探遍二手车商业模式。公司自成立来持续对在线二手车交易模式进行探索，尝试过 B2B “优信拍”、B2C “优信二手车”、金融业务、残值车等等业务，在此过程中，公司逐渐摸索出能应对我国二手车行业挑战、且适合我国消费者消费习惯的二手车商业模式：

- 2018 年推出了优信全国网上商城，使公司成为中国二手车行业首家提供一站式在线跨区域购买服务的公司。经过 4 年运营，公司成功地为消费者实现了一流的跨区域在线交易能力和体验；
- 2020 年，公司确定了专注 2C 在线二手车这一业务的发展路径，开始从收取交易佣金的传统模式向在线交易+自有库存的全新自营商业模式战略转型。
- 2021 年，公司基于对中国客户二手车购买行为的深入了解，进一步将销售渠道从线上升级为全渠道——开设线下超级大卖场，包括 IRC 检修中心和仓库式超市，区域客户可以通过参观、选择、咨询、试驾和购买自己喜欢的汽车来获得直接的店内体验；**2024 年公司线下大卖场模式已经跑通**，至 2025 年 10 月，大卖场已开设四家。

未来，公司将继续推进其他城市大卖场的落地方案，完善线上线下协同的大卖场网络，推动全国展业和业务增长。

表 1：优信自成立以来对二手车商业模式的探索道路

时间	事件&业务
2011	推出 B2B 二手车交易平台“优信拍”
2015	上线 B2C 二手车交易平台“优信二手车”
2017	创办“全国购”业务模式

2018	推出全新购车服务“优信二手车全国购”
2019	开启二手车出口业务
2019	剥离旗下金融业务
2020	剥离事故车拍卖业务
2020	剥离“优信拍”业务
2021	首创的线下商超+线上全国购买模式，开始建设线下二手车大卖场

资料来源：优信公司公告，优信官网等，天风证券研究所

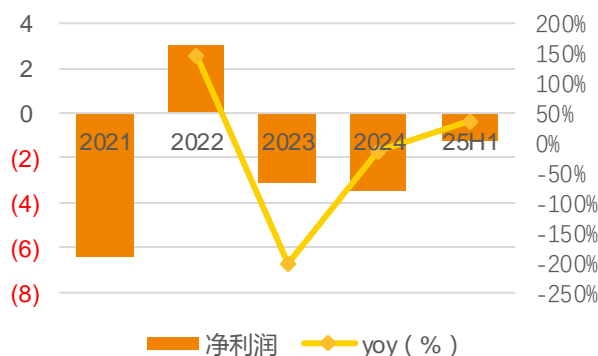
在公司 2022 年开始正式进行全渠道运营后，尽管公司营收和调整后利润至 2024 年才出现显著回升趋势，但盈利能力自商业模式调整伊始就已在改善。2024 年是公司宣布线下大卖场模式跑通的一年，当年总营收达 18.14 亿元，同比增 29.66%，归母净利润-3.49 亿元；25H1，公司实现营收 11.63 亿元，仅半年已达上年全年的 64%，同比增 61.38%；归母净利润为-1.27 亿元，亏损进一步收窄；调整后利润将公司向好发展的趋势呈现得更为明显，调整后 EBITDA 自 2022 年至 25H1，已从-2.4 亿元增至-0.25 亿元，对应利润率从-10.78% 增至-2.18%。从公司整体财务结果来看，我们认为，公司业绩与全渠道尤其是线下大卖场的营业数量相关性较强，结合公司未来发展计划，可见公司发展或已步入高增长快轨。

图 2：优信历年营收&同比增速（亿元人民币，%）



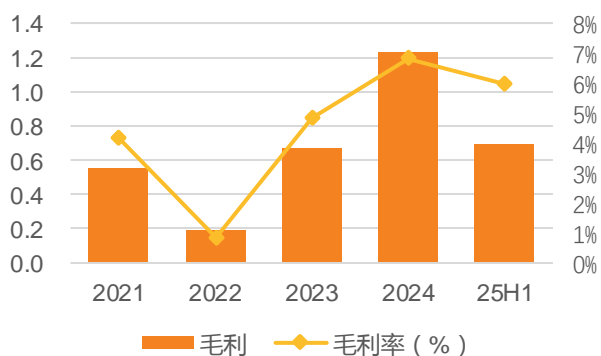
资料来源：优信公司公告，天风证券研究所

图 3：优信历年归母净利润&同比增速（亿元人民币，%）



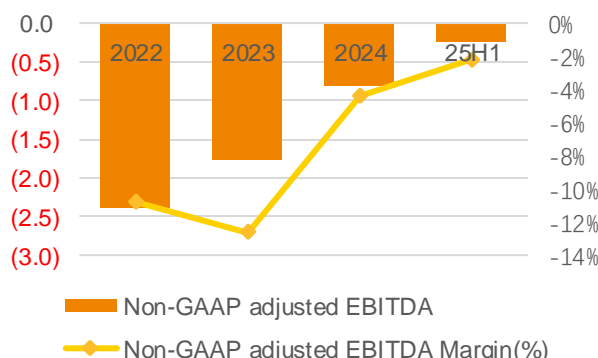
资料来源：优信公司公告，天风证券研究所

图 4：2022 年后优信毛利及毛利率迈上新台阶（亿元人民币，%）



资料来源：优信公司公告，天风证券研究所

图 5：2022 年后优信调整后利润及利润率逐年上升（亿元人民币，%）



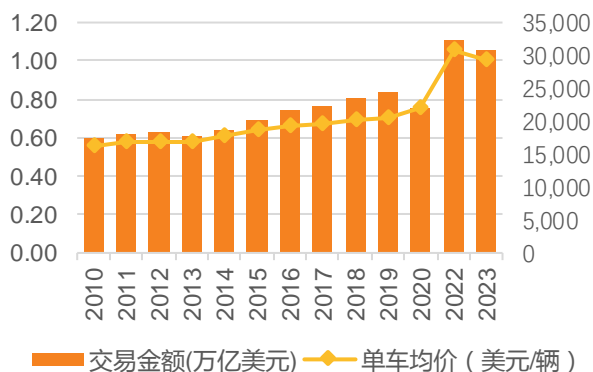
资料来源：优信公司公告，天风证券研究所

2. 万亿二手车市场：对比美国，我国未来机会何在？

当前，我国二手车市场正处于快速发展期。2024 年，我国二手车市场规模继续增长，达到 1.29 万亿元，同比增近 9%，2015-2024 年 CAGR 近 10%。美国二手车市场发展成熟，是前

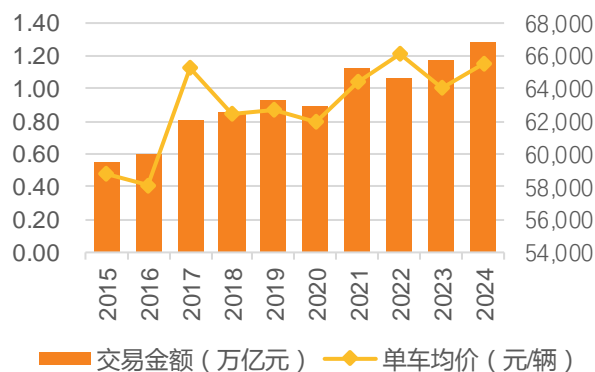
瞻我国二手车市场未来发展的理想参考对象。截至 2023 年数据，美国二手车年度交易金额在 1.05 万亿美元（约合 7.45 万亿人民币），我国在 1.18 万亿元人民币，美国二手车交易规模是我国的 6 倍。相较于成熟市场，我国二手车市场未来发展潜力可观。

图 6：美国二手车交易金额（万亿美元）&单车均价（美元/辆）



资料来源：Wind，华盛通，天风证券研究所

图 7：中国二手车交易金额（万亿元）&单车均价（元/辆）

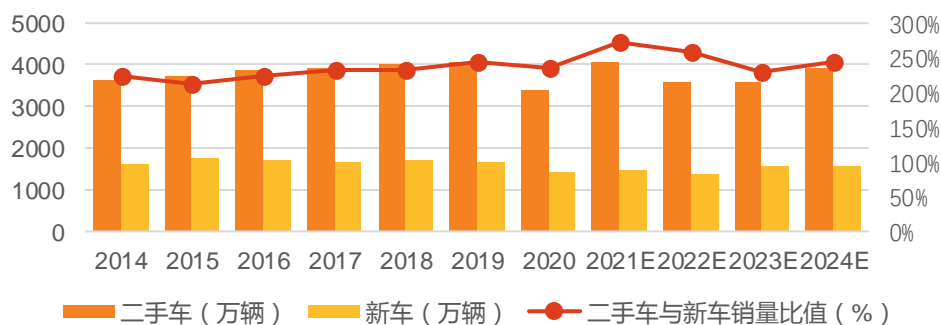


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.1. 美国目前：30 年来，二手车年销量约新车的 2 倍

美国二手车市场发展早，受益法制逐步健全，市场逐渐透明化，现已形成二手车销量远高于新车销量的大市场。美国二手车市场早期由于法律监管欠缺、行业不规范等原因，隐瞒车辆信息、以次充好等行业乱象频现，消费者信心严重缺失。70-80 年代，美国政府出台多项法案，对车辆信息披露、售后服务等方面做出规定，此后多家专业公司开始提供车辆担保、评估等工作，市场信息逐渐向透明化发展。80 年代后，随着美国新车市场饱和，新车销量不断下降，二手车交易量不断上升。1990 年后，二手车年销量稳定在新车销量的 2-3 倍。2024 年，美国二手车年销量约为 3900 万辆，新车年销量 1590 万辆，二手车是新车年销量的 2.45 倍。

图 8：2014-2024 美国二手车与新车销量对比（万辆，%）



资料来源：经济参考报，Carvana 公告等，天风证券研究所

2.2. 我国目前：10 年来，二手车年销量增速高于新车

近十年来，我国二手车行业持续向好发展，这与国家层面对二手车行业重视程度的不断提升密切相关。2016、2018 及 2021 年的政府工作报告中均对其有所提及，显示出国家发展二手车行业的决心。其中进入 2020 年后，多项利好政策更是加速推出，使我国二手车流通制度不断得到完善，具体措施包括但不限于：二手车经销企业减税、规范二手车交易、取消不合理限制、全面取消二手车限迁政策、便捷二手车备案流程、培育壮大二手车经营主体、支持二手车出口等。

表 2：历年政府工作报告中多次提及发展二手车

年份	相关内容
2009	加快发展二手车租赁市场、《汽车产业调整和振兴规划》
2016	活跃二手车市场、《关于促进二手车便利交易的若干意见》
2018	要全面取消二手车限迁政策
2021	取消对二手车交易的不合理限制

资料来源：中国汽车流通协会，天风证券研究所

表 3：进入 2020 年后，促进二手车行业发展的利好政策持续推出

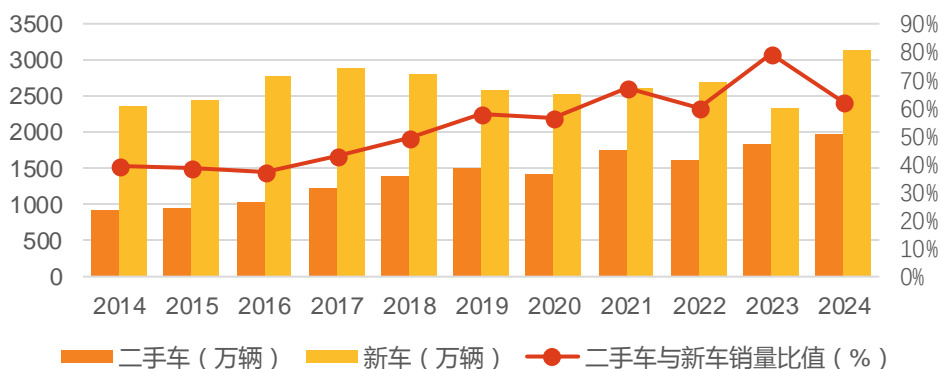
日期	事件&政策标题	详情
2020 年 4 月	财政部 税务总局关于二手车经销有关增值税政策的公告	自 2020 年 5 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日，从事二手车经销的纳税人销售其收购的二手车，由原按照简易办法依 3% 征收率减按 2% 征收增值税，改为 减按 0.5% 征收增值税 。
2020 年 4 月	国务院联防联控机制新闻发布会	五方面规范二手车交易 ：一是强化车辆的信息透明，推动经销企业检测核实车辆的技术状况，制作车辆状况表，并在醒目的位置向消费者展示；二是强化服务信息公开，推动二手车交易市场和经销企业公开服务项目、服务流程、服务内容、收费标准、监督电话等基本信息；三是强化信息查询服务，鼓励数据服务企业提供保险、维修、保养、召回等历史车况信息的查询服务；四是强化突出问题治理，禁止和严处非法修改车辆里程表、车辆识别代码和发动机号等造假问题；五是强化事中事后监管，加强部门信息共享，压实属地管理和经营主体责任，规范经营行为，保障消费者权益。
2020 年 7 月	国务院办公厅关于进一步优化营商环境更好服务市场主体的实施意见	督促地方 取消对二手车经销企业登记注册地设置的不合理规定 ，简化二手车经销企业购入机动车交易登记手续。
2021 年 3 月	2021 年政府工作报告	取消对二手车交易不合理限制
2021 年 4 月	商务部、公安部、税务总局联合印发《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》	从制度方面 着力解决二手车异地交易周期长、不便捷等问题 ，进一步促进二手车交易行业发展。一是推行二手车异地交易、二是便利二手车转移登记、三是规范二手车交易行为。2022 年全国全面推行。
2022 年 5 月	国务院办公厅关于推动外贸保稳提质的意见	支持国外消费者购买中国品牌汽车。 支持更多地区开展二手车出口业务 ，扩大二手车出口规模，提升二手车出口质量。
2022 年 5 月	国务院关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知	全面取消二手车限迁政策 ，在全国范围取消对符合国五排放标准小型非营运二手车的迁入限制，完善二手车市场主体登记注册、备案和车辆交易登记管理规定。
2022 年 7 月	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的通知	加快活跃二手车市场 ： 取消对开展二手车经销的不合理限制 ，明确登记注册住所和经营场所所在二手车交易市场以外的企业可以开展二手车销售业务； 促进二手车商品化流通 ，明确汽车销售企业应当按照国家统一的会计制度，将购进并用于销售的二手车按照“库存商品”科目进行会计核算；支持二手车流通规模化发展， 各地区严格落实全面取消二手车限迁政策 。
2022 年 9 月	商务部办公厅 公安部办公厅关于完善二手车市场主体备案和车辆交易登记管理的通知	一、完善二手车市场主体备案管理；二、规范经销小客车登记签注管理；三、便利二手小客车转让登记办理；四、规范临时行驶车号牌管理；五、加强二手车有关经营行为监管。各地商务、公安等部门要加强配合协作，优化管理服务， 确保二手车市场主体备案和车辆交易登记管理工作顺利开展 。
2024 年 3 月	商务部等 14 部门联合发布《推动消费品以旧换新行动方案》	通过加大政策引导支持力度， 力争到 2025 年 ，实现国三及以下排放标准乘用车加快淘汰；报废汽车回收量较 2023 年增长 50%；到 2027 年，报废汽车回收量较 2023 年增加一倍， 二手车交易量较 2023 年增长 45% 。 ➢ 开展汽车以旧换新 。推动汽车换“能”，着眼于新车、二手车、报废车、汽车后市场等汽

		<p>车全生命周期各环节，加大政策支持力度，畅通循环堵点，强化改革创新引领，全链条促进汽车以旧换新。</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 促进二手车放心便利交易。持续落实好二手车销售“反向开票”异地交易登记等便利化措施，破除各类隐形障碍。发挥二手车交易平台直联买卖双方的优势，推动二手车交易减环节、降成本、提效率。推动汽车领域非保密、非隐私信息开放使用，提升独立第三方二手车信息查询平台运营质效，支持新能源二手车动力电池检测和估值平台建设，引导二手车经销企业提供并展示车辆状况表，明示车辆基本信息、重要配置、价格等内容。 ➢ 培育壮大二手车经营主体。支持二手车销售由经纪转经销，鼓励汽车生产企业开展二手车置换、厂家认证等业务，鼓励二手车经销企业提供车辆质保服务，鼓励地方开展二手车经销企业分级分类管理，促进二手车品牌化、规模化发展。落实二手车出口管理措施，提高二手车出口质量，提升二手车出口企业国际化经营能力，支持其持续拓展海外市场。
2024年4月	商务部 财政部等 7 部门关于印发《汽车以旧换新补贴实施细则》的通知	-
2024年5月	财政部关于下达 2024 年汽车以旧换新补贴中央财政预拨资金预算的通知	-
2024年7月	中共中央 国务院关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见	<p>大力发展循环经济。深入推进循环经济助力降碳行动，推广资源循环型生产模式，大力发展资源循环利用产业，推动再制造产业高质量发展，提高再生材料和产品质量，扩大对原生资源的替代规模。推进生活垃圾分类，提升资源化利用率。健全废弃物循环利用体系，强化废弃物分类处置和回收能力，提升再生利用规模化、规范化、精细化水平。</p> <p>推动消费模式绿色转型。加大绿色产品供给。引导企业开展绿色设计、选择绿色材料、推行绿色制造、采用绿色包装、开展绿色运输、回收利用资源，降低产品全生命周期能源资源消耗和生态环境影响。</p>
2025年1月	商务部等 8 部门办公厅关于做好 2025 年汽车以旧换新工作的通知	<p>各地要建设完善汽车置换更新信息系统，商务主管部门、公安交管部门等加强信息共享和核查比对，税务部门做好配合工作。全国汽车以旧换新平台为消费者提供各地区汽车置换更新政策指引，辅助地方开展补贴申请信息审核，提供二手车转让登记、新车注册登记等信息核查比对服务。各地汽车置换更新信息系统按统一标准与全国汽车以旧换新平台对接，通过数据接口及时推送补贴申请发放等相关数据。</p>
2025年1月	商务部等 8 部门办公厅关于开展汽车流通消费改革试点工作的通知	<p>促进二手车高效流通。持续完善二手车流通管理制度，创新二手车交易登记便利化措施，探索建立线上交易管理制度。鼓励汽车生产企业开展厂家认证、二手车整备等业务，扩大二手车车源，提升二手车质量。加快二手车经纪转经销，支持二手车经销企业加强主体培育和品牌建设，主动提供车辆质保服务；鼓励开展二手车经销企业分级分类管理，推动二手车经销企业做大做强。提升二手车流通服务能力，支持第三方二手车信息查询平台建设运营，探索新能源二手车检测和估值技术，打造具有国际影响力的权威二手车检测机构，提升二手车检测结果公信力。</p>
2025年2月	市场监管总局等五部门关于印发《优化消费环境 三年行动方案(2025—2027 年)》的通知	<p>支持汽车产品等消费升级，促进汽车换“能”。完善再生资源回收体系，畅通消费循环。</p>

资料来源：中国政府网等，天风证券研究所

立足 2025 年，回顾近 10 年数据变化，我国二手车交易规模总体呈上升态势，且增速远超新车销量。2014 年至 2024 年，我国二手车销量自 920 万辆增至 1961 万辆，CAGR 为 7.86%；同期新车销量自 2349 万辆增至 3143 万辆，CAGR 为 2.95%。由此可见，**对比美国，我国刚刚进入二手车行业发展的早期阶段。**

图 9：2014-2024 中国二手车与新车销量对比（万辆，%）



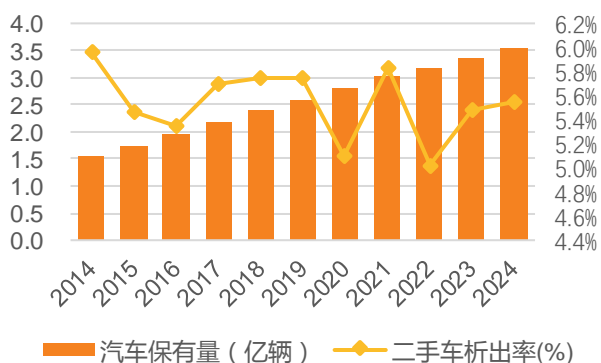
资料来源：中国汽车流通协会公众号，天风证券研究所

2.3. 未来机会来自当前挑战——我国二手车行业发展潜力大

根据中国汽车流通协会发布的《2025 年上半年中国汽车流通行业报告》，对于我国二手车企业，经营情况整体较为严峻，面临诸多挑战。一是企业亏损比例较高：主要由于新车价格战持续，严重影响二手车企业经营，同时也导致零售购买量下降，满意度相对较低。二是库存压力增大；三是获客成本高企与利润微薄；四是市场竞争激烈：目前市场上主流二手车平台商业模式几乎完全相同，缺乏差异化竞争力，平台之间只能依靠价格战争夺市场。

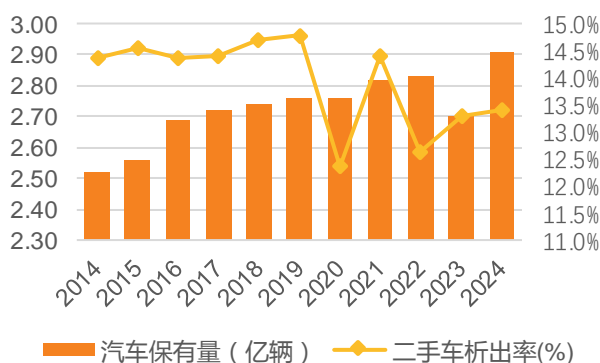
而我国作为全球汽车保有量最大的国家，若按照成熟汽车市场如日本、美国、德国等国，二手车析出率达到 10%左右，则二手车年交易规模可达 3500 万辆以上，年交易额可达 2 万亿元以上，加上各类汽车服务后市场业务，我国二手车行业大有可为。

图 10：我国二手车析出率&汽车保有量（亿辆，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：美国二手车析出率&汽车保有量（亿辆，%）



资料来源：FHWA，中国汽车流通协会公众号，BusinessCars 公众号，Carvana 年报、经济参考报、汽车商业评论等，天风证券研究所

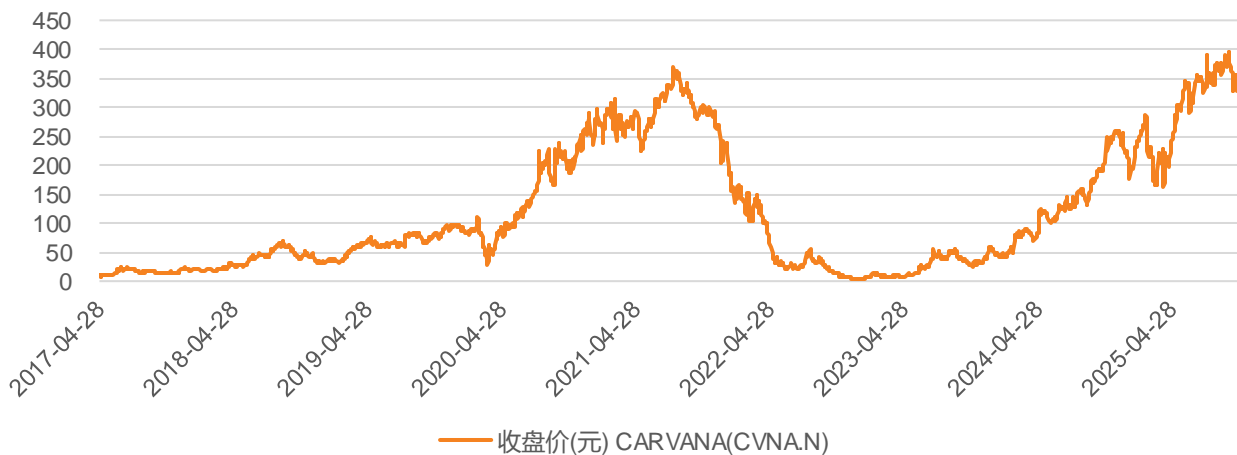
综上所述，我们认为，在当前我国从政策上已较大程度地为二手车交易制度放宽的背景下，我国二手车市场未来发展的核心驱动力或将来自二手车供应商对行业从**提质增效**角度进行的探索。二手车商通过改进商业模式和应用先进技术，解决消费者对信息不透明的顾虑、提升交易便捷度等问题，让消费者感到购买二手车与购买新车同样可满足消费需求。在这一过程中，不断探索高效商业模式和有研发能力解决二手车质量问题和信息不透明的企业，或有望率先分享行业发展红利。

3. 市值两年涨 100 倍，美国二手车黑马 Carvana 做了什么？

由于美国二手车市场对于中国二手车市场的发展具有前瞻意义，因此我们选择近年快速崛起的美国二手车电商龙头 Carvana 作为优信的对标公司，通过对比两家公司的商业模式和发展策略，以试图展望优信未来在中国的发展前景，为研判其投资价值作为参考。

美国 Carvana (CVNA.N) 成立于 2012 年，其创立之初便将业务定位于二手车电商。公司于 2017 年在纽交所上市 (CARVANA, 股票代码: CVNA.N)。自 2019 年来，公司股价经历大幅涨跌后，自 2023 年后再次崛起，自 2022 年 12 月 7 日 3.72 美元低点上涨至今，截至 2025 年 10 月 22 日收盘，区间收盘价高点一度达到 395.41 美元 (25/10/1)，区间涨幅超 100 倍。通过梳理 Carvana 的发展历程，我们认为资本市场对公司的青睐一方面来自公司盈利能力自 23Q1 起快速增强，另一方面更来自对其持续优化的商业模式在不断提升美国二手车市场交易效率的认可。

图 12：Carvana 股价表现（截至 2025 年 10 月 22 日，美元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.1. 商业模式：七大环节，造就美国二手车电商龙头

Carvana 是美国领先的二手车交易电商平台，主营专注二手车零售，同时拥有汽车批发销售、及其他销售和收入业务。公司通过提供广泛的车型选择、卓越的价值与品质、透明的定价以及简单、无压力的交易体验，来改变消费者的二手车购买体验。公司的差异化业务模式结合了全面的在线销售体验与垂直整合的供应链，旨在保持较低价格的情况下，以透明高效的方式向客户销售高质量的车辆。截至 2024 年 12 月 31 日数据，公司物流网络已可覆盖美国大都市 316 个、自有分销网络可服务美国人口超 80%，自 2012 年成立以来至 2024 年 12 月 31 日，已销售零售车辆 220 万辆，共创造总收入 637 亿美元。

公司现已完成对二手车交易全链条的打通，主要包括以下 7 个环节：

- 1) **车辆采购。**公司主要通过直接从客户、二手车拍卖会和批发二手车车辆供应商（包括零售市场合作伙伴）处购买公司的二手车库存。当直接从客户处购买时，可以省去拍卖费用，且选择多样化。在客户回答了一些关于车辆状况和功能的问题后，公司的在线报价系统工具会自动为客户提供一份针对其现有车辆的有条件报价，并根据客户时间安排公司上门取车的时间，再完成打款。这一流程使公司自客户处买车变得便捷、无缝，且使客户无需前往经销商处或进行私下交易谈判。


图 13：如何通过 Carvana 卖车？

A BETTER WAY TO SELL A CAR

SIMPLE

Three step process:

1. Input license plate or VIN
2. Enter vehicle details, and
3. Answer a few questions




AUTOMATED

Our artificial intelligence algorithms determine a contingent real-time offer for the customer

No haggling


Guaranteed for 7 days or 1,000 miles



CONVENIENT

You schedule a time that's convenient for you to drop the vehicle off at a Carvana location or you can schedule a time to have the car picked up using our last-mile delivery network

We'll review and hand you a check on the spot



资料来源：Carvana 公司公告，天风证券研究所

- 2) **检查和翻新。**一旦公司收购了一辆车，公司就会利用内部物流网络或供应商将车辆运送到公司的检查和修复中心（“IRC”）或具有修复能力的拍卖地点（与 IRC 一起称为“修复站点”），此时车辆进入公司的库存管理系统。然后，公司开始检查过程，包括控制、功能、刹车、轮胎和外观。每个修复站点都利用专有的库存管理技术，包括训练有素的技术人员、车辆升降机、无漆凹痕修复和喷漆能力，并从与公司集成系统的供应商那里获得现场支持，以加快零件和材料的准备。公司在所有修复站点都有一套统一的外观标准，以提供一致的客户体验。检查完成后，公司会估计车辆达到公司标准所需的修复成本，以及该车辆在公司网站上销售的预期时间。不符合公司标准的车辆会通过公司的批发市场平台或第三方拍卖进行批发销售。

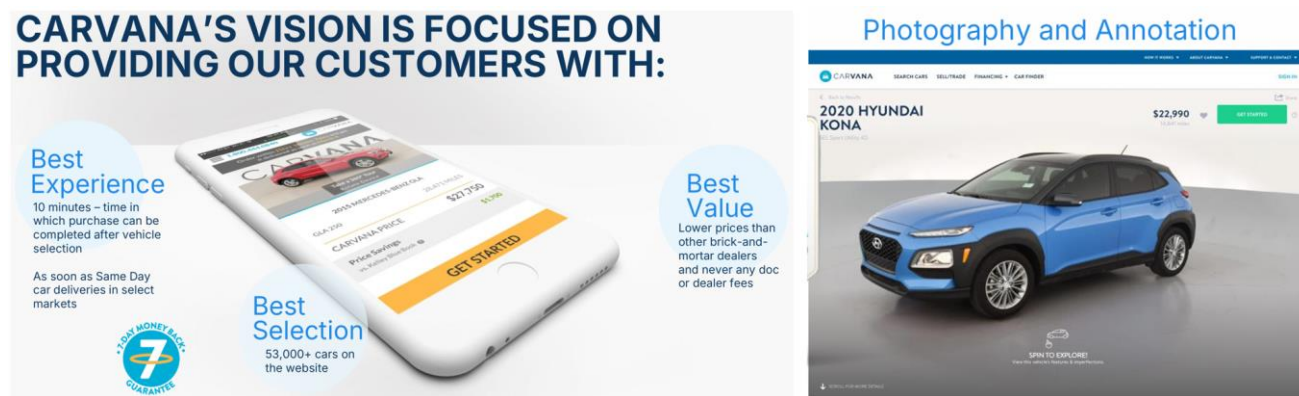
图 14：Carvana IRC 内部示意图



资料来源：Carvana 公司公告，天风证券研究所

- 3) **在线检索和购物体验。**公司提供了一个适合在移动端浏览的网站，潜在的零售汽车买家可以立即开始浏览、研究、筛选和确定他们选择的车辆。截至 2024 年 12 月 31 日，公司提供的销售车辆库存总量超过 53,000 辆。公司利用自有专利自动照片技术提供带注释的虚拟车辆游览，其中包括实际车辆内部和外部的 360 度视图，并允许客户通过高清摄影查看车辆缺陷。公司的网站还集成了各种车辆数据提供商的车辆功能和选项信息，以协助客户做出购买决策。

图 15：Carvana 购车页面及 360 度看车示意图



资料来源：Carvana 公司公告，天风证券研究所

- 4) **贷款服务。**公司使用专有的贷款发放平台为客户提供综合贷款。选择申请公司内部贷款的客户只需填写一份简短的资格预审表，如果获得批准，他们几乎可以立即看到公司专有的信用评分和交易结构算法为公司库存中的每辆车生成的一组交互式有条件贷款条款。公司的贷款工具直观、透明地显示了首付、月供和贷款期限之间的关系，以帮助客户选择最适合其特定需求的付款计划。这种预先批准涉及一个简短的过程，除非客户进行购买并为交易提供资金，否则不会影响客户的信用。对于选择不使用公司贷款的客户，公司也接受现金支付或第三方贷款机构（如银行或信用合作社）的贷款。
- 5) **配套产品。**公司将车辆服务合同（“VSC”）、担保资产保护（“GAP”）豁免保险和汽车保险统称为**配套产品**。作为综合购买流程的一部分，客户可以选择通过 VSC 来保护他们的车辆。VSC 在车辆原始制造商保修期结束后，为客户提供针对某些机械维修费用的保护。在大多数州，公司还会在结账时为用户提供公司提供的购车融资服务的客户提供 GAP 豁免保险，以保护客户的贷款价值。公司还与在线汽车保险公司 Root, Inc. 合作，提供综合汽车保险解决方案，通过该方案，大多数州的客户可以直接从公司的电子商务平台便捷地获取汽车保险。
- 6) **全国物流网络和独特的履约体验。**公司开发了专有的物流软件和自有的全国配送网络，旨在让公司能够有前瞻性和高效地运输汽车，同时为客户提供独特的履约体验。公司的物流网络和技术基于“中心辐射”模式，通过公司的多车和单车运输车队将修复站点连接到自动售货机和中心。这使公司能够高效地管理地点、路线、路线容量、卡车和司机，同时动态优化速度和成本。这种专有的物流基础设施使公司能够为客户提供和运营团队提供高度准确的车辆可用性预测，以最大限度地减少延误，并促进无缝可靠的客户体验。公司为市场中的客户提供送货上门服务，通常由公司员工驾驶品牌运输车进行。某些市场的客户还可以在公司的专利汽车自动售货机（多层玻璃塔，用于存储客户购买的车辆）或其他面向客户的地点取车。截至 2024 年 12 月 31 日，公司估计美国 75% 的人口距离 IRC 或拍卖站点 100 英里以内，这缩短了公司的库存池到客户的距离，从而缩短了交付时间。

图 16: Carvana 全美 IRC、汽车自动售货机、ADESA 拍卖站点或其他取车点分布 (截至 250507 数据) & 自动售货机、品牌运输车示意图



资料来源: Carvana 公司公告, 天风证券研究所

7) 售后客户支持。在客户购买后,公司的客服人员会处理售后协调和协助工作,包括根据公司的七天退货政策协助退货或换货。截至 2024 年 12 月 31 日,自成立以来,公司网站上的 21.5 万多份调查显示,客户对公司的平均评分是 4.7 分(满分 5.0 分),这也促进了回头客和强大的推荐网络。

3.2. 优势壁垒: 对比传统车商, 重在提升了交易效率

公司的电商模式在车辆采购、翻新、交付、客户获取、贷款、成本结构六个方面对比传统线下实体店二手车商具有多样化的优势壁垒,并在此基础上能为其客户带来众多便利、也可为自身获得更多经济利益:

表 4: 车辆采购环节

Carvana 电商模式	对比 传统线下实体店模式	Carvana 能给客户带来的好处	自身能获得的经济利益
采购策略覆盖全国车辆。	采购策略仅覆盖本地车辆。	通过自有物流网络连接集中、庞大和多样化的库存池,可为客户提供最佳选择。	库存模式受益于地区价格差异和对长尾二手车的广泛需求。
可针对单一大规模库存进行优化选择。	仅能针对许多单个小型交易进行优化选择。	进入全国市场使公司能够根据更广泛的市场趋势而非当地供需波动来调整定价。	从客户处直接收购零售汽车,比其他渠道获得,具有更好的利润率,并能实现批发毛利。
为客户卖车提供无缝在线交易和上门取货选项。	客户卖车需与商家面对面谈判。		

资料来源: Carvana 公司公告, 天风证券研究所

表 5: 车辆翻新环节

Carvana 电商模式	对比 传统线下实体店模式	Carvana 能给客户带来的好处	自身能获得的经济利益
大规模检验和翻新中心,制造过程有专用软件支持。	小规模翻新店,限制了固定成本杠杆、劳动力效率或批发折扣机会。	通用标准确保车辆质量始终如一。	规模化可提高产能利用率、更高的零件采购折扣、以及更低的单位间接成本。
大多数关键的修复功能为自有。	部分功能要外包给第三方供应商。	150 个检查点提供透明度和安心感; 7 天退货政策, 品质保证。	垂直整合降低了成本, 将原本给第三方的利润率自有化, 并缩短了修复时间。

资料来源: Carvana 公司公告, 天风证券研究所

表 6：车辆交付环节

Carvana 电商模式	对比 传统线下实体店模式	Carvana 能给客户带来的好处	自身能获得的经济利益
通过专有自主开发技术优化的全美自有交付网络。	外包给效率、质量和及时性各不相同的区域货运公司。	方便、快速、可靠的送货上门服务。	全国物流网络使全国范围内的客户都能获得库存，并带来额外的收入来源。
在 300 多个市场提供专门定制的送货上门服务。		通过在全国范围内快速且经济高效地移动汽车，可扩大可供客户选择的范围。	垂直整合降低了成本，将原本给第三方的利润率自有化，并缩短了运输时间。

资料来源：Carvana 公司公告，天风证券研究所

表 7：客户获取环节

Carvana 电商模式	对比 传统线下实体店模式	Carvana 能给客户带来的好处	自身能获得的经济利益
全国广告。	本地广告。	一个有引导、直观且易于导航的网站设计，能够确保用户能轻松地任何设备浏览、购买或出售车辆。	全国广告比地方广告成本更低。
大规模品牌建设可带来长期知名度提升。	规模小导致依赖第三方列表网站来生成潜在客户。	在所有地理位置提供统一体验。	随着时间的推移，该模式受益于电子商务的长期趋势。
从桌面或移动设备能便捷访问 Carvana.com 网站。	访问物理位置相对不便利。		

资料来源：Carvana 公司公告，天风证券研究所

表 8：车辆贷款环节

Carvana 电商模式	对比 传统线下实体店模式	Carvana 能给客户带来的好处	自身能获得的经济利益
内部贷款平台为所有客户提供自动化的条款、专有信用评分和集中核保服务。	贷款外包给第三方，导致成本上升，利润率下降。	自助式、便捷的流程使客户能够根据预算、首付和月供进行购物。	垂直整合降低了成本，将原本给第三方的利润率自有化，提高了客户及车辆信息的质量，消除了逆向选择，并允许在整个库存中优化条款。
由于拥有大规模平台和多种货币化策略，资金成本具有竞争力。	第三方贷款机构面临更高的成本、客户和车辆信息不完善以及逆向选择的的风险。	库存中每辆车的几乎即时的贷款条款，提高了客户对贷款的透明度和控制力。	规模效应提高了资金效率。

资料来源：Carvana 公司公告，天风证券研究所

表 9：成本结构方面

Carvana 电商模式	对比 传统线下实体店模式	Carvana 能给客户带来的好处	自身能获得的经济利益
前期技术和基础设施投资较高，但规模成本较低。	小规模、现场层级结构，包括高成本的财务和投资以及销售人员费用。	通过降低价格，可以将节省下来的成本传递给客户。	客户自助服务和人工智能消除了高成本功能和手动任务。
	外包技术将固定成本转化为可变成本。	技术投资创造新工具以提升客户体验。	支持功能的集中化允许更高的容量利用率。

资料来源：Carvana 公司公告，天风证券研究所

小结：通过梳理公司经营模式与传统线下实体店经营模式、对自身和客户的利益的赋能，我们注意到，除了对交易效率的显著提升，更重要的是，这种商业模式能通过通过规模效应

带来提质增效，持续放大经营成果、从而使全部交易环节形成成本不断降低、利润不断提升的良性循环。这其中，我们认为公司主要是一方面通过打造自研专有的技术系统来进一步**提高交易效率**；另一方面则是对汽车拍卖平台 ADESA 的收购，通过大幅增加公司线下网点数量以尽可能地触达更多消费者，进一步**扩大规模效应**。

表 10：Carvana 技术优势概览

六大方面	自研专有技术系统
车辆采购	AI 采购算法通过实现和表达的消费者需求提供近乎即时的报价。 客户可以在几分钟内通过移动设备评估、安排取车和卖车。
翻新	CARLI 系统能够自动整合流程、修复标准和零件采购的系统化标准。 专利成像技术提供车辆的交互式内部和外部虚拟游览。
交付	集中调度器可优化网络、运输和劳动力的利用。 在所有网络地点对车辆接收、储存、暂存和装载进行标准化的系统。
客户获取	对过去 10 年以上的营销支出进行稳健测试。 打造发长期培养客户的产品。 人工智能减少交易摩擦。
贷款	基于超过 10 年的数据和超过 300 亿美元的贷款发放量进行评分卡训练。 数字贷款界面提供条款，并能够在几分之一秒内按预算进行排序。 人工智能自动化关键承保任务。
成本结构	集成系统，涵盖客户服务、产权和注册、数字通信以及其他功能，旨在创造流畅的用户体验。 大量的数据和技术聚焦使公司 AI 处于领先地位。

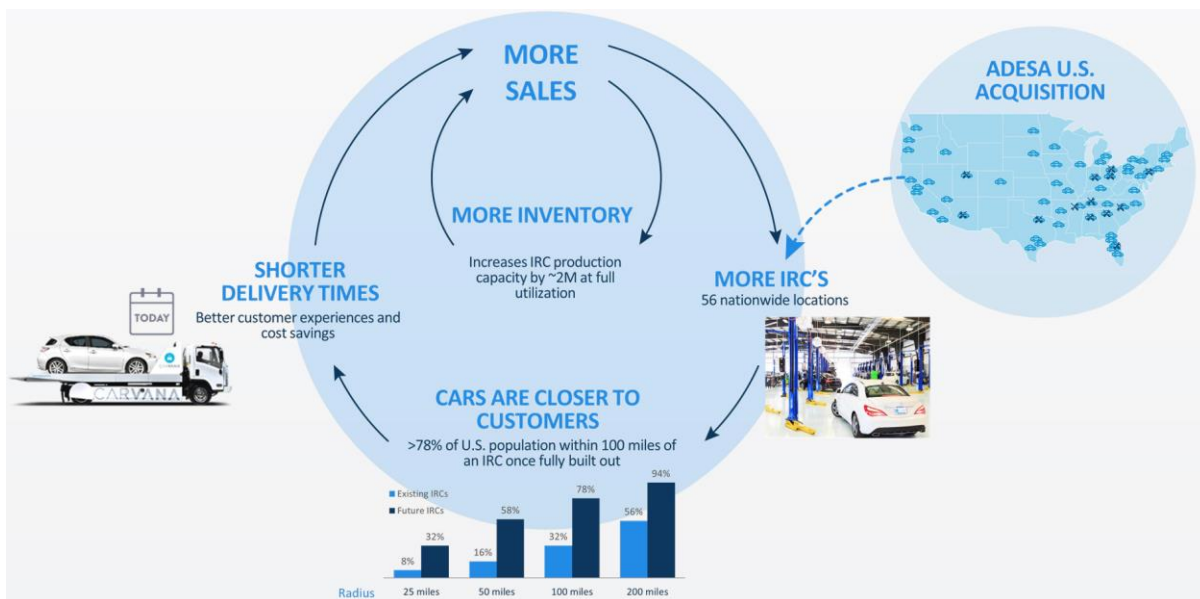
资料来源：Carvana 公司公告，天风证券研究所

3.3. 业绩拐点：收购 ADESA，线下网点放大规模效应

收购背景：2022 年 5 月，公司以约 22 亿美元的现金从 KAR 拍卖服务股份有限公司手中收购了 ADESA 美国拍卖有限责任公司在美国实物拍卖业务的 100% 股权。此次收购包括遍布美国各地的 56 个拍卖场地，这些场地位于超过 4000 英亩的土地上，拥有 650 万平方英尺的建筑，显著扩展了公司的基础设施，并通过提供更广泛的车辆选择和更快的交付时间，增强了公司对客户的服务。

公司认为：“从长远来看，我们相信收购 ADESA 将最终成为我们成为全美最大、最盈利的汽车零售商道路上的关键。” 根据公司绘制的模型，收购 ADESA 将为公司带来更多销量增长：首先，ADESA 的 56 个拍卖网站意味着公司将拥有更多的二手车库存存放空间；同时，ADESA 旗下的网点同样拥有对二手车的检查和翻新能力，且公司还将在此基础上进一步建立额外的修复能力，以使总产能从 20 万台提高到 200 万台/年；更重要的是，随着 ADESA 的拍卖网点纳入到公司的线下网络布局中，78% 的美国人口现在距离公司 IRC 或拍卖网站不到 100 英里，这缩短了公司的库存池到客户的距离，减少了交付时间，提高了公司最后一英里的交付能力，且在其他条件相同的情况下，这也会提高公司客户的转化率。**由此可见，收购 ADESA 对于公司放大规模效应以促进销售规模长期增长起到了至关重要的作用。**

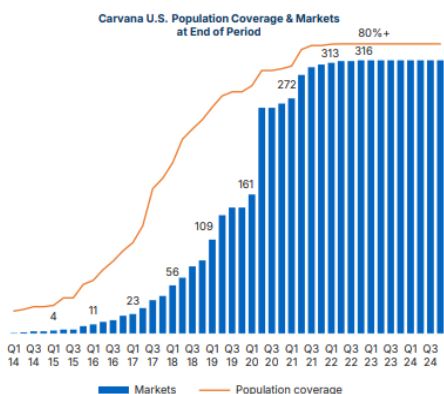
图 17: Carvana 收购 ADESA 的影响模型



资料来源: Carvana 公司公告, 天风证券研究所

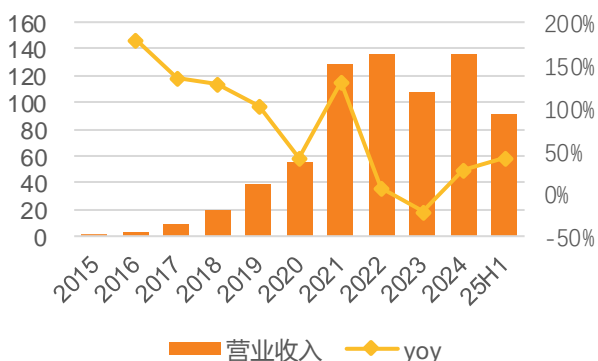
从结果来看, 公司业绩受益规模效应增加提升销量+电商模式和自有技术提升盈利能力, 公司整体净利润自 22Q4(即收购 ADESA 后的第二个季度)后进入快速回升轨道, 自 24Q1 起整体回正(不考虑 23Q4 来自非经营性业务对净利润的影响), 目前已连续 6 个季度实现正净利。2024 年, 公司实现总营收 136.73 亿美元, 同比增 26.94%, 净利润 2.10 亿美元, 净利率 1.54%; 25H1, 实现总营收 90.72 亿美元, 同比增 40.19%, 净利润 3.99 亿美元, 已超 24 年全年净利润。

图 18: Carvana 美国覆盖市场数量&人口覆盖率(个, %)



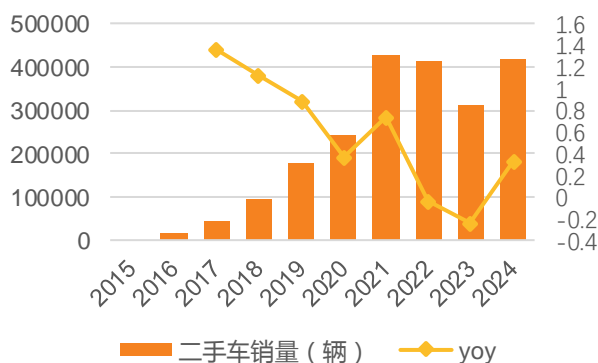
资料来源: Carvana 公司公告, 天风证券研究所

图 20: Carvana 历年营收及同比增速(亿美元, %)



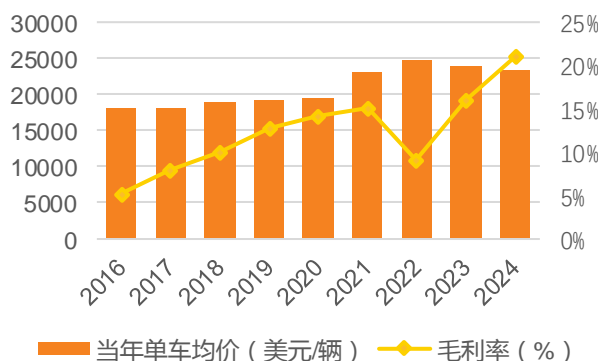
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 19: Carvana 汽车零售量及同比增速(辆, %)



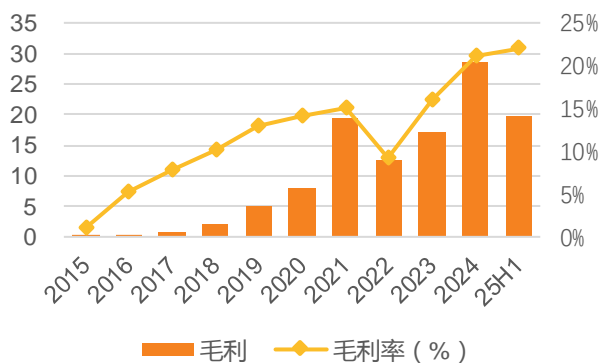
资料来源: Carvana 历年年报, 天风证券研究所

图 21: Carvana 单车均价及毛利率(美元, %)



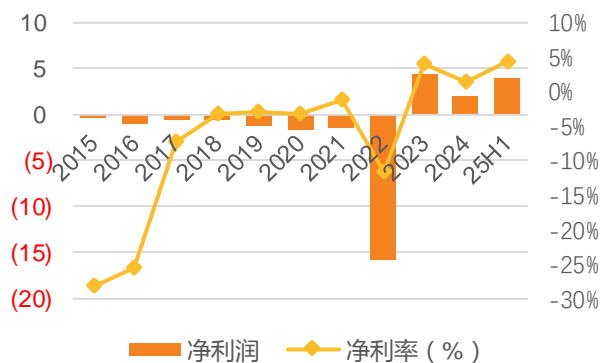
资料来源: Wind, Carvana 历年年报, 天风证券研究所

图 22：Carvana 历年毛利及毛利率（亿美元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：Carvana 历年净利润及净利率（亿美元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 优信是否有望成为中国版“Carvana”？

4.1. 前端：首创“线下超级大卖场+线上全国购”的二手车自营模式

与 Carvana 的主营业务结构相似，优信的主营业务同样包括：车零售与批发销售、其他增值服务：

- **车辆销售。公司车辆销售包括零售与批发：**公司通过多种渠道获得待售车辆，包括直接从消费者、拍卖平台和汽车经销商那里获得。1) **零售汽车销售业务。**公司从客户那里获得的车辆，符合零售标准的车辆将交付给公司的二手车大卖场进行进一步检查和修复，而后出售给客户；2) **批发汽车销售业务。**所获车辆如果不符合公司的零售标准上市和销售，将通过线下渠道进行批发。此外，为了提高现金周转率，公司可能会通过批发某些符合公司零售标准但不符合公司零售库存构成设计的车辆来增加批发车辆销售的比例。
- **其他增值服务。**主要包含二手车金融，保险，精品，延保，和维修等。

我们认为，与 Carvana 不同的是：**优信的二手车消费场景已经从“纯线上”转移到“线上+线下”模式。**优信的线下网点不止起到二手车存储仓库、IRC 检修中心、提货点的作用，更重要的是，它们是作为“线下超级大卖场”来使用的，重在为消费者打造区别于传统露天二手车市场的购物体验。公司在全国各地的线下卖场都是工厂店、仓储店，类似于山姆店，整体环境干净、整洁、朴素，能够让消费者一站式选购数千台车，同时有放心的售后保障。

表 11：优信首创线下大卖场+线上全国购买模式

时间	线下大卖场进程
2021 年 3 月	在西安建立公司首个线下二手车大卖场
2021 年 11 月	在合肥自营的线下二手车大卖场投入运营
2022 年 12 月	完成了西安大卖场的搬迁和升级，使其成为西北地区最大的自营二手车市场
2023 年 9 月	合肥旗舰店开始试营业，是全球最大的二手车零售大卖场，拥有全球先进的二手车翻新工厂
2024 年 7 月	与郑州机场汽车工业公司签署股权投资协议，成立合资公司，旨在支持优信在郑州建立一家新的二手车大卖场的计划
2024 年 10 月	与武汉市经济技术开发区间接控股的武汉君山公司建立了战略合作伙伴关系，旨在支持优信在武汉市建立一家新的二手车大卖场的计划
2025 年 2 月	武汉大卖场开始试运行
2025 年 9 月	郑州大卖场投入运营

资料来源：优信公司公告，合肥日报公众号，天风证券研究所

图 24：截至 2025 年 10 月，优信已在全国四地开设 4 个二手车大卖场



资料来源：优信二手车 App，天风证券研究所

表 12：优信线下四大卖场&所在地居民和注册车辆情况

地点	建筑面积 (万平方米)	展厅设计 展示车辆数 (辆)	所在地常住人口 (万人, 截至 2024 年数据)	所在地汽车保有量 (万辆, 截至 2024 年数据)
合肥	45	10000	1000	316
西安	15	3000	1317	574
武汉	14.3	5000	1381	483
郑州	15	5000	1309	>600 (截至 24/09 数据)

资料来源：优信公司公告，四地政府官网&《2024 年国民经济和社会发展统计公报》，天风证券研究所

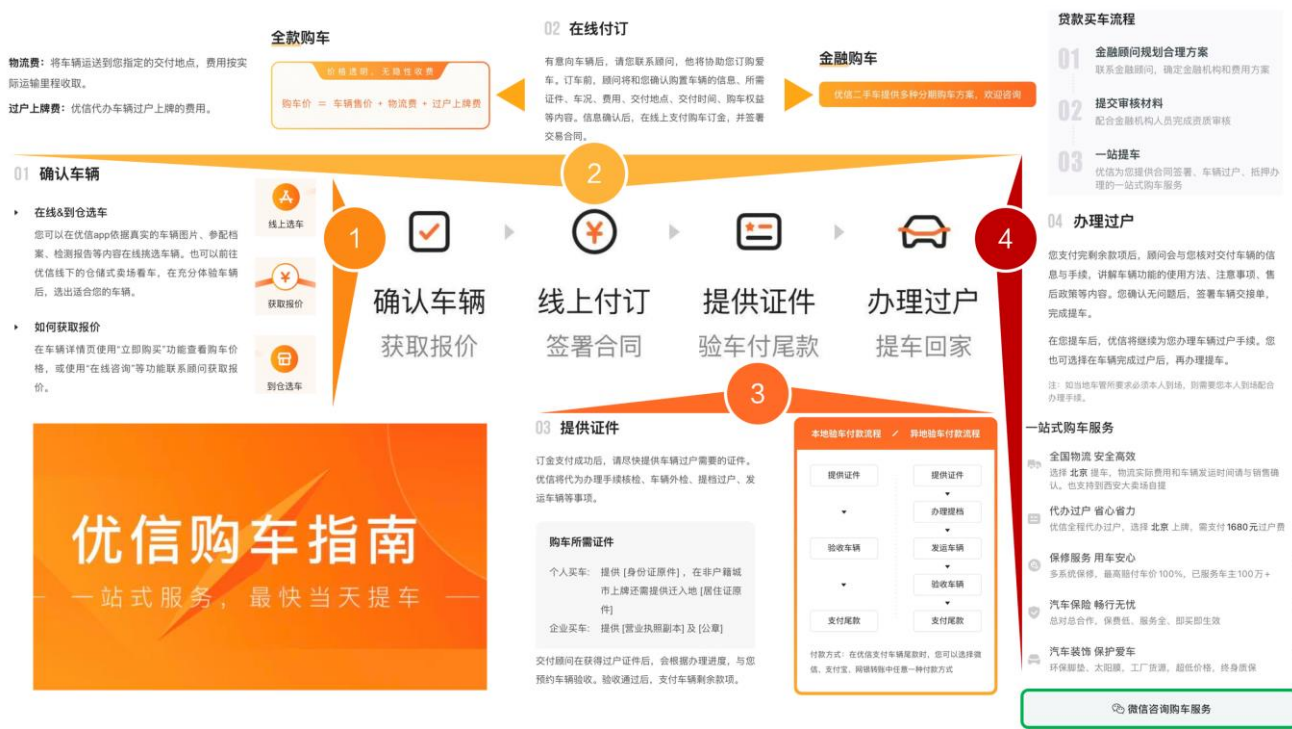
图 25：优信线下超级大卖场内部示意图（以西安大卖场为例，2025 年 9 月数据）



资料来源：西安航天基地公众号，天风证券研究所

根据 2025 年数据，目前，对于一个典型的优信二手车客户来说，有两种方式可以从优信购买二手车：

图 26：优信购车流程示意图



资料来源：优信二手车 App，天风证券研究所

一、在公司的区域二手车大卖场进行店内购买：

- 公司的二手车大卖场可以直接服务于西安、合肥、武汉、郑州的区域客户，也可以覆盖临近省的客户。所有的产品、交易流程和服务都与在线购买流程相同，唯一的区别是客户可以在线下访问公司的二手车大卖场，更清楚地了解所提供的汽车，并可以在购买当天提车。公司的店内销售人员能够从客户购买过程的各个方面为他们提供服务和支 持。店内购买对区域客户来说更方便，也符合了大多数中国消费者的购车习惯。

二、通过优信二手车 App 在线购买：

- 在线车辆搜索。**公司提供直观的用户界面，帮助客户浏览各种二手车。客户可以按品牌、价格和其他功能进行搜索。基于公司在用户分类和深度学习方面的技术能力，公司的平台还根据客户的特定需求和要求，对高质量列表的显示进行个性化和优先级排序，这可以使决策过程更加高效。随着公司在库存拥有模式下提高二手车库存的质量和价格竞争力，公司为客户提供了更广泛的高质量物有所值的二手车选择。
- 车辆选择。**公司在线平台上的交易流程高度透明。客户可以轻松获取公司平台上每个汽车列表的基本信息，例如汽车内部和外部的照片。此外，公司的检测宝系统会生成一份深入的汽车状况报告，以协助客户选择车辆。车辆状况报告根据国家标准《二手车鉴定评估技术规范 GB/T 30323》对车辆状况进行了评估。它包括车辆里程调整、结构损坏、水损坏和火灾损坏评估的明确定义和标准。此外，它还包括车辆的维护列表、任何历史事故的信息以及车辆维护历史的详细信息。这份全面的报告确保公司的客户充分了解所列车辆的情况。基于公司全面的库存数据库，公司的系统还可以轻松比较不同汽车的多种功能，包括价格、汽车状况和剩余价值，所有这些都将使客户能够做出更明智的购买决策。

图 27：优信二手车检测标准示意图



优信认证·车况就是放心

- 严可品控**：非调表、非结构性损伤、非水泡、非火烧、非营运、非盗抢、非金融纠纷车
- 安心工况**：行车电脑自检无故障、耗损件状态满足安全行驶要求、无漏油漏水现象
- 行驶正常**：车辆运转稳定、换挡顺畅、转向与刹车正常工作
- 功能正常**：车辆灯光、门窗、座椅、空调、影音、泊车等主要功能正常
- 清洁换新**：整车外观、发动机舱、内饰、后备箱、储物格等处全面清洁、杀菌除味

100%自营车源，专业保证品质

优信坚持自己持有全部车辆，严格把关品控，每一台车都需进行专业地检测与整备，只有达到高品质并能满足安全无忧驾驶的汽车，才能通过检测。

1. 依照国家检测标准，每车必检

优信依照国家标准审视每一辆汽车的经历与车况，确保车辆都能满足下列条件：

- 非调表车
- 非结构性损伤车
- 非水泡、火烧车
- 非盗抢车
- 非营运、金融纠纷车

检测依据
二手车鉴定评估技术规范 GB/T30323

2. 整车彻底检测

每台优信二手车都需在专用的车辆检测中心完成检测。在这里，我们使用荣获12项国家专利的先进技术诊断车况，检测范围涵盖发动机系统、底盘系统、电器系统和车身系统等。

3. 专业场地路试

每台优信二手车都需在专业场地进行动态路试检测，技术人员会评测车辆噪声异响，检验车辆仪表精度，测试加速、转向、制动等功能，确保车辆设备能够正常使用。

4. 全车整备洗美

优信会修复车辆在日常使用中产生的磨损或功能故障，对车辆机油、冷却液、轮胎厚度、刹车片等耗损件进行必要地保养。并且还会尽最大努力修复车辆使用痕迹，还原车况到近新品质。

专业可靠的车况检测

在优信车辆检测中心，我们的车辆检测工程师使用先进仪器完成车辆检测工作。相对传统验车方式，我们能够更加可靠地检测车身、底盘、启动等系统的状态，不放过任何一辆有问题的车。

看看我们检测了什么

- 车身外观检查 展开
- 发动机舱检查 展开
- 驾驶舱检查 展开
- 启动检查 展开
- 路试检查 展开
- 底盘检查 展开
- 排除结构性损伤车 展开
- 排除泡水车 展开
- 排除火烧车 展开
- 排除调表车 展开

资料来源：优信二手车 App，天风证券研究所

- **产品和服务。**在搜索二手车时，客户还可以查看和选择公司平台上第三方提供商提供的各种增值产品和服务，如二手车融资选项和汽车保险产品。一旦客户购买汽车，公司提供全套支持服务来完成在线购车，如全国物流和配送服务、全国产权转让服务以及协助车辆登记车牌。所有这些产品和服务都大大降低了从公司的平台在线购买二手车的门槛。
- **客户支持。**公司的在线平台允许二手车买家在销售顾问的协助下，虚拟浏览上市信息，做出明智的决定，锁定他们喜欢的汽车，下订单并在线完成交易。**注意，客户无法在公司的在线平台上独立完成购买。要发起购买，客户必须首先通过在线聊天或热线联系公司的销售人员。**确认购买意向后，公司的销售人员会将客户的相关信息输入公司的在线平台，然后客户就可以继续签署和完成交易。在交易过程的任何一步，客户还可以通过在线聊天或热线联系公司的售前和售后客户服务人员。公司的在线客户服务中心主要处理售前购车咨询，如有关汽车价格、汽车状况、汽车选择、所有权转让、车辆登记和二手车融资选择的初步问题。公司的人工智能销售顾问辅助系统集成成了灵犀智能推荐系统、爱迪生智能用户分析系统和公司在线客户服务中心生成的通信记录，使公司的销售顾问能够更详细地了解客户的具体需求和要求，并相应地自动生成汽车比较和推荐，从而提供更个性化和专业的服务。公司的履行管理中心主要处理售后咨询，回答客户购买汽车时可能出现的各种问题，如汽车贷款偿还、保险索赔和保修计划涵盖的汽车维修问题，并解决客户投诉。
- **签约和交付。**客户可以全额付款或使用不同的融资方式分期付款购买汽车。客户与公司签订合同并支付首付款后，公司的全国物流和配送服务会及时将汽车运送到客户最近的配送中心。当汽车到达时，公司的履行服务顾问将对汽车的情况进行履行前检查，并进行彻底的清洁和消毒过程。一旦确认车辆状况良好，公司将邀请客户到公司的配送中心检查并取车。客户将在配送中心完成剩余的付款。完成所有程序后，公司将帮助客户在当地车辆管理局注册汽车并完成所有权转移。如果客户无法亲自取车，公司提供门到门的汽车运输服务。
- **售后保修。**作为公司售后保修的一部分，目前从公司这里购买的每辆二手车都有 10 年的退款政策，涵盖了销售前发生的严重事故造成的某些重大损坏。

表 13：优信可提供的关键购车服务

服务名称	服务内容
销售服务	公司的在线咨询团队能够提供及时的车辆咨询服务，并促进无缝的自助购买体验。此外，公司还通过在线聊天和热线提高了售后服务的响应速度和质量，以确保客户的高度满意度。公司自各区域大卖场投入运营以来，也扩大了对应大卖场的线下服务团队，为线下客户提供全方位、无缝的服务。在全渠道销售方式下，公司为客户提供同样可靠、一站式和无忧的交易服务，无论他们是通过公司的在线平台还是从公司的大卖场购买。
增值产品和服务	公司提供广泛的汽车相关增值产品和服务。公司与二手车融资解决方案提供商合作，根据客户的需求和个人资料向他们推荐个性化的二手车融资方案。公司还与保险解决方案提供商合作，将他们的汽车保险产品推荐给公司的客户。截至 2024 年 12 月 31 日，公司与一家融资解决方案提供商和六家保险公司合作。
保修和维修服务	作为公司售后保修的一部分，目前从公司这里购买的每辆二手车都有 10 年的退款政策，涵盖了销售前发生的严重事故造成的某些重大损坏。此外，公司的延长保修服务为客户提供不同的延长保修解决方案。公司的维修服务网络覆盖全国 300 多个地级市。公司的维护审查团队审查维护计划，并确保公司的维护质量。公司的服务顾问提供一对一的专属售后服务，以改善客户的购买体验。
全国范围内的门到门送货服务	二手车可以送到公司的配送中心，由公司的客户亲自取车。对于没有物流中心的城市，公司利用公司的全国物流网络提供门到门的汽车运输服务。公司的物流和配送网络覆盖了中国近 300 个城市。借助公司行业领先的物流路线系统，通过公司的平台销售的二手车通常可以在四天内交付给公司的客户。
全国范围内的所有权转让和车辆登记服务	对于公司库存模式下的零售汽车销售，公司在将汽车出售给公司的客户之前拥有汽车的所有权。交易完成后，所有权将转移给公司的客户。公司还提供灵活全面的车辆登记解决方案，帮助来自不同城市的客户获得当地车牌，大大缩短了他们的等待时间。截至 2024 年 12 月 31 日，公司与全国 250 多个城市的产权转让服务提供商合作，为客户处理整个产权转让过程。

资料来源：优信公司公告，天风证券研究所

4.2. 后端：技术搭建优势壁垒：数据化驱动+AI 应用+先进再制造

公司后端的技术能力为面向前端客户提供优质的一站式服务打下了坚实的基础，其中的关键能力主要包括专有技术和数据分析能力、修复能力，同时值得重视的是，**AI 技术已深入渗透到公司多个业务环节中：**

- **数据分析和技术能力：**自 2011 年成立以来，公司的平台上积累了 10 多年的大量数据，包括用户行为数据、二手车和二手车交易数据，公司能够继续创新公司的专有技术。公司的专利和行业领先的汽车检测系统检测宝可以全面了解二手车的状况。公司的人工智能和大数据驱动的曼哈顿定价引擎根据汽车的具体情况为每辆二手车的销售提供定价。此外，基于公司对用户行为的丰富数据，公司的人工智能灵犀智能推荐系统通过分析客户的偏好为他们提供个性化的汽车推荐，使他们更容易找到自己选择的汽车；公司的 AI 驱动的爱迪生智能用户分析系统通过实时分析客户偏好并预测他们可能购买的二手车，帮助公司的客户服务人员和销售顾问更好地了解客户资料，使公司能够制定更有效的销售策略。

表 14：AI 技术已与优信数据分析和技术能力深度结合

技术名称	详情
检验宝检验系统 (Jiancebao inspection system)	公司专有的检测宝系统是一个集成的交互式车辆检测系统。检查过程的很大一部分是由公司专有的最先进技术自动进行的。通过可穿戴数字眼镜实现自动检查，记录检查过程，通过图像识别技术自动诊断汽车状况，可以自动识别某些汽车状况。在每次汽车检查期间，移动设备充当硬件管理和数据收集终端。该移动设备配备了触摸屏和语音命令功能，是一个由公司的检测软件驱动的高度互动平台。该移动设备还连接到多个检测硬件设备，包括可穿戴数字眼镜、内窥镜、车载诊断系统和涂层厚度计。公司的检查专业人员在检查过程中遵循移动设备提示的说明，并通过触摸屏和语音命令与软件系统进行交互。每次检查后，公司的系统都会自动生成一份全面的标准化检查报告。每份状况报告都包括有

	关汽车外部和内部、结构和发动机状况的大量信息，以及许多其他数据点。公司升级的检查系统涉及一个标准程序，涵盖了 750 多个记录在案的检查点。因此，公司的检测系统提高了检测精度和效率。截至 2024 年 12 月 31 日，公司拥有 12 项与车辆检查相关的专利。
曼哈顿定价引擎 (Manhattan pricing engine)	公司的 人工智能和数据驱动的曼哈顿定价引擎 根据每辆车的具体情况提供销售价格评估。公司还使用曼哈顿定价引擎来评估零售车辆的剩余价值，并根据市场上最新的二手车信息和外部数据（如可比新车的最新售价）继续优化剩余价值估计的准确性。此外，曼哈顿定价引擎为公司提供了价格评估，指导公司购买车辆。公司的曼哈顿定价引擎通过使用最近一周收集的交易数据实时更新其算法来保持高准确性。自 2018 年以来，公司的平台通过公司的 2C 业务完成了 196028 笔在线二手车交易，为公司的数据库提供了宝贵的交易相关数据。
灵犀智能推荐系统 (Lingxi intelligent recommendation system)	基于公司平台上积累的大量零售交易历史数据和二手车信息，公司的 人工智能灵犀智能推荐系统 通过分析客户的偏好，为平台上的客户提供个性化的汽车推荐，使他们更容易找到自己选择的汽车。此外，灵犀还嵌入了用户分类模块，该模块可以显示用户对汽车不同功能的偏好。公司的灵犀智能推荐系统是公司业务运营的重要基础。
爱迪生智能用户分析系统 (Edison intelligent user profiling system)	公司的 AI 驱动的爱迪生智能系统 帮助公司的销售顾问和客户服务人员更好地了解潜在买家，并为他们提供有效的服务。爱迪生系统有效地研究和预测用户对特定汽车功能的偏好，如特定品牌和型号、汽车颜色、发动机和变速箱，并通过实时监控用户行为数据不断调整其预测。此外，爱迪生系统可以通过将汽车功能与客户资料相匹配的过程，为公司的销售顾问提供有关客户可能购买哪辆二手车的见解。

资料来源：优信公司公告，天风证券研究所

- **修复能力**：公司的二手车大卖场配备了公司的检查和修复专家以及专业设备，能够将所有零售车辆修复到“如新”的状态，并简化和标准化整个修复过程，从而大大提高了公司运营的质量和效率。通过实施可持续供应链实践和零浪费政策，公司优化了修复成本，并以有吸引力的价格为客户提供高质量的汽车。公司积累并建立了一个修复标准和流程的综合数据库。此外，公司采用了先进智能的修复技术，更高效、更经济、更环保，这些新技术包括但不仅限于 SMART 维修和 3D 打印技术。截至 2024 财年，公司每辆车的修复成本比上一财年下降了 50%，车辆从仓储到销售平均只需三天时间。

表 15：优信线下大卖场修复产能一览（截至 25Q2 数据）

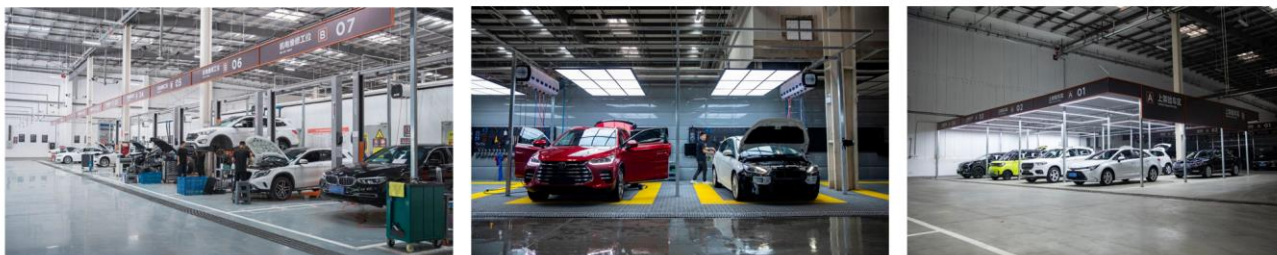
地点	二手车修复年产能（万辆/年）
合肥	6~10
西安	4
武汉	6
郑州	（暂未披露）
合计	16~20 万辆以上

资料来源：优信公司公告，天风证券研究所

图 28：优信二手车再制造工厂示意图

以西安大卖场为例：

- 车辆进入二手车收购中心后，需要经过机械检测、电脑检测动态监测、静态检测等315项检测。▶
- 再进入整备工厂，车辆会在这里经过专业整理包括内外精洗、抛光维修、装潢等程序以及独创的查客检测系统和盲盒复检系统智能消除二手车隐患各项检测达标后才能上架。▼



资料来源：西安航天基地公众号，天风证券研究所

- **全国物流配送能力：**公司是中国第一家建立全国二手车物流配送网络的公司。所有物流规划和交付解决方案都是自动化的，并从公司的集成智能物流和路线系统输出，确保及时交付和标准交付费用。通过公司的订单管理系统（OMS）和运输管理系统（TMS），公司以集中和透明的方式运营和管理公司的物流和交付网络，这使公司能够采取系统的方法将装运订单分配给物流提供商，并监控和管理交付进度。此外，公司历史上积累的交易量为公司的平台带来了更好的规模经济，这反过来又使公司能够通过优化路线规划来提高整体资源利用率和交付效率。因此，公司大大提高了在中国各地运营二手车物流和交付的能力。为了监控每批货物，公司临时安装了GPS设备来实时跟踪汽车的位置。通过公司的平台销售的二手车通常可以在五个日历日内通过公司的物流和交付网络交付给公司的客户。

图 29：优信免费送车上门服务，使收车像收快递一样简单



资料来源：优信二手车公众号，天风证券研究所

图 30：优信二手车物流作业示意图



资料来源：优信二手车公众号，天风证券研究所

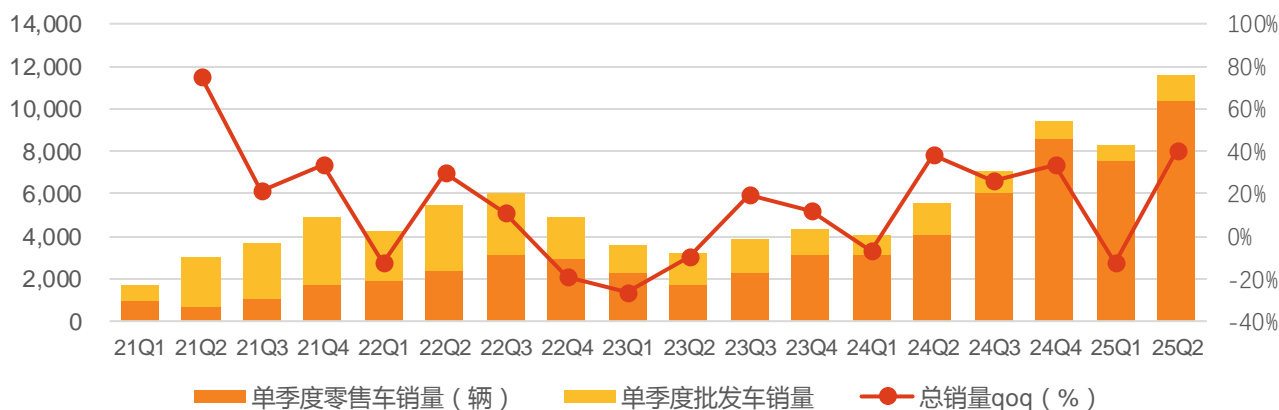
4.3. 业绩：销量随新卖场营业快速增长，近季盈利能力迅速改善

从结果来看，公司创新的“线下超级大卖场+线上全国购”的二手车自营模式推动了公司二手车零售业务长期持续的增长：

- 从销量上来看，2022年12月西安大卖场搬迁升级至2023年9月合肥旗舰店试营业

这段时间成为公司销量增长曲线上的转折点。在 23Q2 单季度实现 1687 辆零售后，公司单季度销量进入快速增长阶段，至 25Q2 零售量已达 10385 辆，这 9 个季度的复合增长率达到 22.38%。根据公司 25Q2 财报中的展望，预计 25Q3 单季度零售销量在 13500-14000 辆之间。

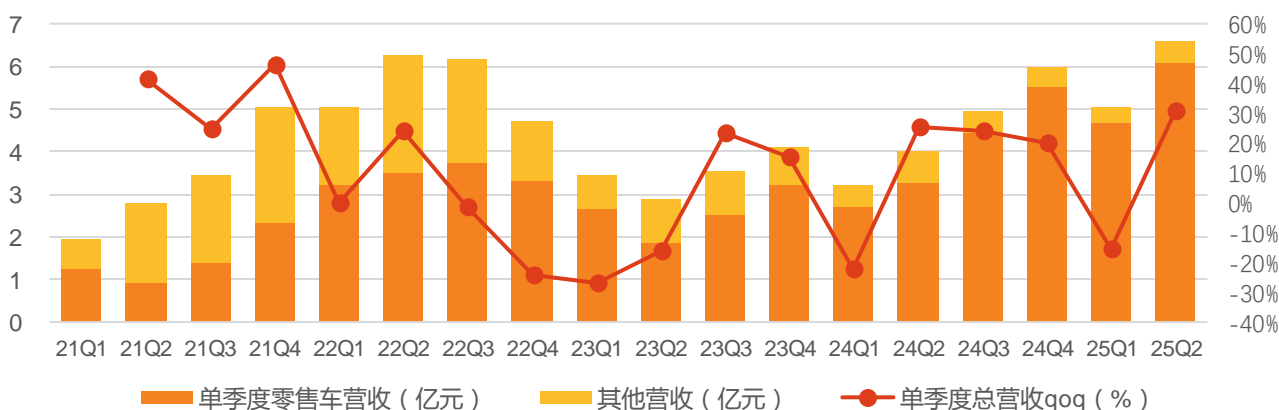
图 31：优信逐季零售车&批发车销量及总销量环比增速（辆，%）



资料来源：优信公司公告，天风证券研究所

- 从营收上来看，自公司 23Q2 营收重入上行轨道以来，二手车零售单季度营收占总营收比例从 64.65% 持续提升至 25Q2 的 92.3%，对应 1.87 亿元上涨至 6.08 亿元，已翻两倍，9 个季度的复合增长率为 14%；总营收自 2.89 亿元增至 6.58 亿元。根据公司 25Q2 财报中的展望，预计 25Q3 单季度总营收在 8.3 亿元至 8.6 亿元之间。

图 32：优信逐季零售及其他营收及总营收环比增速（亿元人民币，%）



资料来源：优信公司公告，天风证券研究所

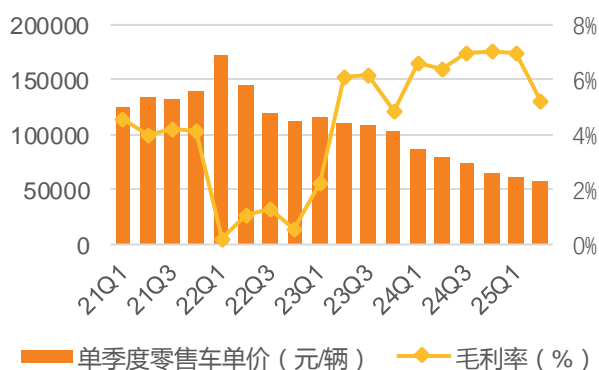
- 从盈利能力来看，受近年来我国新车价格的变化趋势等影响，公司二手车零售单价同样呈现逐季下降趋势，但在此背景下，公司零售毛利率仍然在 23Q2 后整体高企，从 22 年季度平均 0.8%，上升至 24 年的平均 6.75%。同时公司可见持续经营业务净利润和调整后的 EBITDA 及其利润率整体呈现快速回升趋势，甚至调整后 EBITDA 于 24Q4 已经实现了单季度回正。究其原因，我们认为：
 - 公司检修技术的持续提升以及规模化带来的降本增效，单车整備成本显著降低。通过规模化的配件采购，聪明维修和 3D 打印等技术的应用，仅 2024 财年的单车整備成本就同比下降了 50%。车辆从入仓整備到上架销售平均仅需 3 天时间，可以更快进入销售环节。
 - AI 定价模型对市场同类车型价格的快速响应，加速库存周转率。公司 AI 定价模型，动态监测全网 60 万二手车数据，从车款、车龄、车况、里程等多维度形成竞争力模型，并结合客户看车记录和线下试驾情况，快速生成收售价格并及时调

整，确保公司的在售车辆市场中保持较强的竞争力水平。在新车降价潮中，任何车型出现了降价，公司的定价系统会迅速响应，对库存中同样车型的车辆进行价格调整。价格调整越及时，车辆销售速度越快，受到新车降价的影响越小，可以尽快进入下一轮的正常销售周期。

- **依托于线下大卖场和整備工厂的一站式购车场景，公司不断拓展高毛利的衍生服务**，向消费者提供高性价比的金融、保险、延保、精品、维修保养等服务。增值服务的渗透率快速提升，带动了毛利率的显著提升。
- **公司品牌认可度（客户净推荐值 NPS）自首个线下大卖场开设以来，就长期保持在在 60 分以上**。公司超级大卖场已经成为所在区域消费者认知的二手车第一品牌，根据公司 2024 年报，公司区域市场占有率达到 10%且在持续增长。进一步地，公司通过好的产品和服务与客户连接，随着客户和口碑的积累在区域市场形成了更强的网络效应，进一步促进了销售转化，到店客户成交率约为 40%。
- **此外，公司还开展了一系列的降本增效措施，为适应卖场的业务发展完成新一轮架构调整和组织优化**。以市场营销为例，公司探索出一套高成本效益获客方式，整体市场费用较去年下降了 50%以上。公司利用大场地的优势，积极开拓与本地社区融合的营销方式，在卖场中组织运动会、动漫展、招聘会、车辆试驾等活动，增加了公司在区域市场的曝光度，带来大量自然流量，大幅降低了获客成本。

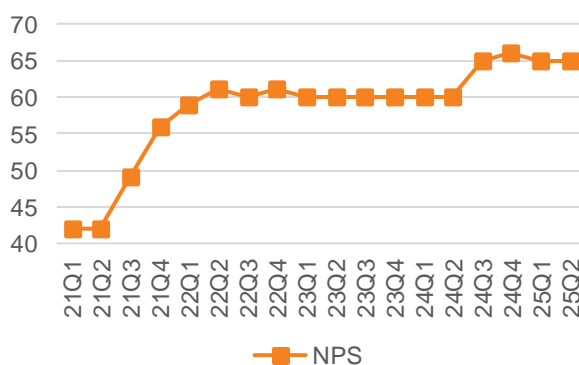
综上所述，虽然行业竞争激烈，仅 2024 年公司的零售车辆库存周转速度仍然同比增加了 60%以上，同样库存规模下可以实现更多的零售销量。由此可见，公司在整体跑通新的商业模式后，盈利能力获得了质的飞跃。

图 33: 尽管零售车单价逐季下行，但公司毛利率仍保持历史相对较高水平（元/辆，%）



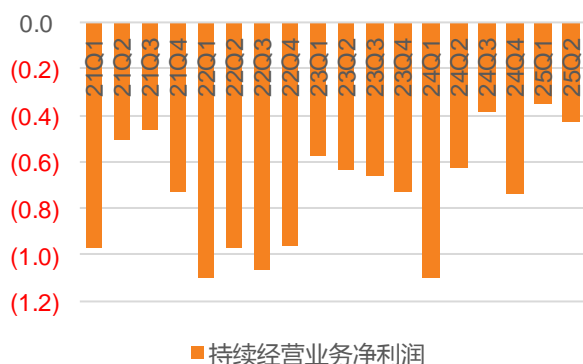
资料来源：优信公司公告，天风证券研究所

图 34: 客户净推荐值 NPS 连续多个季度保持在 60 分左右



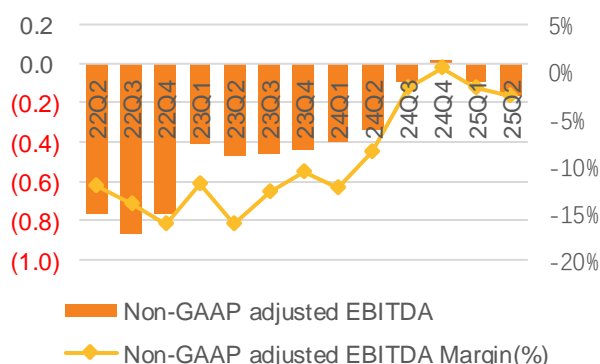
资料来源：优信公司公告，天风证券研究所

图 35: 优信逐季持续经营业务净利润（亿元人民币）



资料来源：优信公司公告，天风证券研究所

图 36: 优信逐季调整后 EBITDA & 利润率（亿元人民币，%）



资料来源：优信公司公告，天风证券研究所

根据公司 2025 年信息，公司目前正在筹备济南等线下大卖场。展望未来，我们认为随着公司线下大卖场不断进入全国各大城市，公司二手车销量、营收、盈利能力有望继续快速增长，调整后 EBITDA 或有望于近季实现回正和长期增长。

表 16：优信正在筹备的济南大卖场所在地人口及车辆情况（民用汽车）

地点	所在地居民（万人）	所在地汽车保有量（万辆）	人均车辆占有比例
济南	952	355	0.37

资料来源：山东省发展和改革委员会、济南市人民政府，济南市《2024 年国民经济和社会发展统计公报》，天风证券研究所

5. 盈利预测&投资建议：

核心假设：我们认为，公司未来业绩增长的主要驱动力，是我国二手车需求增速，以及线下二手车大卖场的开店进展和盈利进度：

一、我国二手车行业从新兴市场向成熟市场发展，假设析出率达到 10%，对应二手车年销量可达 3500 万辆以上，年交易额在 2 万亿元以上。根据 2020-2024 年历史数据，我国二手车交易额、销量、单车均价 CAGR 分别为 9.66%、8.14%、1.4%，假设 2025-2027 年仍将保持这一增速，则对应交易额为 1.41/1.55/1.69 万亿元、销量为 2121/2293/2480 万辆，单价为 6.65/6.74/6.83 万元/辆。

表 17：我国二手车市场 2025 至 2027 年预测

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
我国二手车交易额（万亿元）	1.13	1.06	1.18	1.29	1.41	1.55	1.69
yoy	27.3%	-6.4%	11.3%	9.0%	9.66%	9.66%	9.66%
我国二手车销量（万辆）	1759	1603	1841	1961	2121	2293	2480
yoy	22.6%	-8.9%	14.9%	6.5%	8.14%	8.14%	8.14%
我国二手车单车均价（万元/辆）	6.44	6.61	6.41	6.55	6.65	6.74	6.83
yoy	3.8%	2.7%	-3.1%	2.3%	1.4%	1.4%	1.4%
我国汽车保有量（万辆）	30200	31900	33600	35300	37372	39565	41887
yoy	7.5%	5.6%	5.3%	5.1%	5.87%	5.87%	5.87%
我国二手车析出率（%）	5.82%	5.02%	5.48%	5.56%	5.67%	5.80%	5.92%

资料来源：Wind，商务部，中国汽车流通协会公众号，天风证券研究所

二、基于假设一中我国二手车行业蓬勃发展的大背景，我们根据公司 2025 年信息（“郑州店、济南店预计今年下半年营业”，其中郑州店已于 2025 年 9 月运营，“同时，……（5 家）店都在筹备中”）。综上所述，我们假设公司 26-27 年或将将以每年 1 家的开店进度（详见图 37）在我国主要区域市场（详见表 18）开设大卖场。

表 18：我国 20 个重点城市汽车保有量情况（截至 2024 年数据）

序号	城市	汽车保有量（万辆）
1	成都	700
2	北京	648
3	重庆	641
4	郑州（已开大卖场）	>600（截至 24/09 数据）
5	上海	580
6	西安（已开大卖场）	574
7	苏州	557
8	武汉（已开大卖场）	483

9	杭州	450
10	天津	449
11	东莞	441
12	深圳	432
13	青岛	378
14	宁波	366
15	石家庄	365
16	长沙	359
17	济南 (计划中)	355
18	广州	352
19	南京	328
20	沈阳	327
合计		>9384

资料来源：停车网微信公众号，其中郑州、西安使用政府官网&《2024年国民经济和社会发展统计公报》数据，上海使用上海交通指挥中心公众号&《2024年上海交通运行年报》数据，天风证券研究所

图 37：优信线下大卖场开店进程及 2025-2027 年预测示意图

大卖场所在地	展示量	周转次数	当年最大供给量 (万辆)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
西安 (首个)	1000	12	1	21/03 营业						
西安 (升级后)	3000	12	4	22/12 营业		假设自23年贡献营收				
合肥 (一期)	2500	12	3	21/11 营业	假设自22年贡献营收至23/09					
合肥 (二期)	10000	12	12	23/09 营业, 假设自23Q4贡献营收						
武汉	5000	12	6	25/02 营业						
郑州	5000	12	6	25/09 营业, 假设自25Q4起贡献营收						
已开卖场当年最大供给量平均数			7	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
济南 (计划中)			7					预计25H2 营业	假设26年贡献营收	
(另有5地卖场筹备中, 假设1年开1家)			7						新增1卖场, 假设26H2起贡献营收	
			7						新增1卖场, 假设27H2起贡献营收	

资料来源：优信公司公告，新能源汽车国家大数据联盟公众号，天风证券研究所

- ◆ **销量方面：根据公司大卖场开店进程及未来规划，我们预测 2025 至 2027 年公司二手车当年最大供给量分别为 23/38/45 万辆，假设对应年份的供给量利用率在 22%/25%/35%，则对应二手车零售销量在 5/9.5/15.7 万辆，其中：**
 - 25 年数据根据 25H1 数据预测，公司零售量已达 1.8 万辆，并预计单 Q3 零售量为 1.35-1.4 万辆之间，即 Q1-3 合计在(1.8+1.35) 至 (1.8+1.4) 万辆左右。考虑到每年 Q4 为二手车销售旺季，则假设 25 年全年零售量在 5 万辆。
 - 26-27 年数据根据公司 26-27 年开设大卖场的进展预测 (详见图 37)，预计 26-27 年二手车零售量分别为 9.5 万辆和 15.7 万辆。
- ◆ **价格方面，其中：**
 - 25 年数据参考 25Q1、Q2 两个季度平均约为 6 万元/辆，因此假设 25 年公司单车零售均价为 6 万元；
 - 26-27 年数据参考核心假设一中我国二手车单车 26-27 年均价，并考虑到近年公司来整备技术及定价能力持续提升，因此假设公司单车零售均价或将继续提升，分别为 6.7/6.8 万元。

表 19：优信 2025-2027 二手车供给量&销量&均价&营收预测

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
当年卖场合计最大总供给量（万辆）	1	4	10	16	23	38	45
优信二手车零售销量（万辆）	0.44	1.03	0.93	2.18	5.00	9.49	15.70
yoy		136.5%	-9.5%	133.8%	129.6%	89.8%	65.5%
供给量利用率（%）	36.3%	24.5%	9.7%	14.0%	21.6%	25.0%	35.0%
优信二手车零售销量占二手车市场比（%）	0.02%	0.06%	0.05%	0.11%	0.24%	0.41%	0.63%
优信二手车零售单车均价（万元/辆）	13.46	13.30	10.94	7.31	6.01	6.74	6.83
yoy		-1.2%	-17.7%	-33.1%	-17.8%	12.1%	1.4%
优信二手车零售业务营收（亿元）	5.86	13.68	10.19	15.92	30.05	63.94	107.28
yoy		133.7%	-25.6%	56.3%	88.8%	112.8%	67.8%

资料来源：优信公司公告，天风证券研究所

表 20：优信盈利预测（亿元人民币）

营收构成	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
二手车零售额	5.86	13.68	10.19	15.92	30.05	63.94	107.28
二手车批发额	6.95	8.13	3.50	1.67	0.83	0.42	0.21
其他	0.46	0.39	0.31	0.55	0.43	0.42	0.41
总营收	13.26	22.21	13.99	18.14	31.31	64.78	107.90
毛利率（%）	4.19%	0.84%	4.81%	6.80%	7.50%	8.50%	9.50%

资料来源：优信公司公告，天风证券研究所

盈利预测&投资建议：我们预测 2025-2027 年，公司实现营收 31.31/64.78/107.9 亿元，归母净利润 -2.50/-1.23/0.99 亿元，对应 EPS-0.004/-0.002/0.002 元/股。我们看好在国内二手车行业正处于从新兴市场向成熟市场快速成长的背景下，公司在已跑通全渠道商业模式的基础上进行快速规模扩张线下，并已通过销量、营收及盈利能力展示了其未来的发展潜力。我们认为公司有望成为中国版“Carvana”。首次覆盖给予“增持”评级。

6. 风险提示

1. 国内新车竞争加剧给二手车成交价格走势带来不确定性。
2. 公司超级大卖场项目进展不达预期。公司规模扩张与新卖场开设数量关系大，若进展不达预期将对公司业绩和未来发展造成影响；
3. 资金链相关风险。公司处于快速发展期，资金链未来仍将需要依靠融资补充，若公司不能保持融资能力，或将对公司可持续发展带来风险；
4. 技术、专利及知识产权相关风险。
5. 公司股票市值较小的相关风险。截至 2025 年 10 月 17 日，公司股票市值为 6.1 亿美元，市场情绪、特殊事件等因素或对股价波动存较大影响。
6. 公司尚未盈利的相关风险。公司自 2018 年 6 月上市至 25Q2 财报季尚未盈利，从公司逐季调整后 EBITDA&利润率来看，盈利能力正逐季改善；从净利润来看，目前尚未扭亏。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com