



公司评级 买入（首次）

报告日期 2025 年 12 月 12 日

### 基础数据

12 月 11 日收盘价（港元）	11.15
总市值（亿港元）	263.92
总股本（亿股）	23.67

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

\*注：总市值按港股股价\*公司总股本计算

### 相关研究

分析师：余小丽

S0190518020003

AXK331

yuxiaoli@xyzq.com.cn

分析师：李梦旋

S0190523060003

请注意：李梦旋并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。

limengxuan@xyzq.com.cn

中升控股(00881.HK)

## 全力打造高端汽车服务品牌，积极优化网络及品牌布局

### 投资要点：

- **我们的观点：**中升控股作为国内豪华汽车经销商龙头，全力打造高端汽车服务品牌，支撑售后业务持续稳健增长。同时，公司积极推进自身网络及品牌布局优化，有望带动新车业务规模及盈利水平改善。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 24.28、29.13、35.97 亿元（人民币，下同）；截至 2025 年 12 月 10 日收盘，公司港股股价对应 2025-2027 年 PE 分别 10.7x、8.6x、7.0x，首次覆盖给予公司“买入”评级，建议投资者关注。
- **全力打造高端汽车服务品牌，持续强化中心城市业务密度及品牌集中度，支撑售后业务持续稳健增长：**中升 2023 年 6 月开始战略转型，全力打造“中国高端汽车服务品牌”，战略重心聚焦于 32 个中心城市及数百万豪华客户群体。在当前严峻的市场环境下，本地市场业务密度及品牌集中度优势有力支撑公司跨品牌集中运营战略的实施。截至 2025 年 6 月 30 日，中升 439 家店中 46% 为本地品牌主导经销商（门店数量占比 50% 以上）、89 家为本地独家经销商；在公司主要覆盖的 32 个中心城市合计 2,010 万名豪华车主中，中升服务车主占比达 14.6%，平均每个城市设有 15 家经销店及维修服务中心，服务约 13.7 万名活跃客户；公司整体活跃客户达 454 万名，同比增长 15.2%。2025 上半年，在成都、大连、南京和深圳四个中心城市中，非自中升购车但回中升进行日常维保/事故车维修/续保的客户占比分别为 20%/36%/30%。2024 年及 2025 上半年，公司售后服务收入分别同比增长 9.6%、4.4%，售后服务毛利分别增长 9.9%、8.1%。
- **传统汽车品牌供给侧网络及产品改善，中升积极推进自身网络布局优化。**根据汽车流通协会数据，2024 年合资品牌和豪华品牌网络规模下滑，其中合资品牌总量为 7744 家，同比减少 13.5%；豪华品牌为 3990 家，同比减少 1.4%。产品层面，丰田、奥迪等传统品牌积极推出与华为、Momenta 等第三方供应商合作的智能化车型并采取一口价销售模式，经销商在相关车型新车端毛利水平得以改善。自 2024 年 11 月以来，中升完成史上规模最大的一轮网络优化，包括将既有门店拆分为运营多项业务的物业、将经销店改建为中升维修服务中心、以及基于既有物业调换营业类型等。超过 20% 的门店参与了本次调整。在此期间，中升合计新增 57 家经销店及 20 家维修服务中心，并退网了 37 家经销店。新增经销店中 48 家为豪华品牌，当中包括 36 家 AITO、1 家 HIMA、1 家梅赛德斯—奔驰、3 家雷克萨斯、1 家奥迪及 6 家沃尔沃。
- **风险提示：**宏观经济下行风险、OEM 返利补贴不及预期、行业竞争加剧。

### 主要财务指标

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	168,124	163,027	160,094	160,413
同比增长	-6.2%	-3.0%	-1.8%	0.2%
归母净利润(百万元)	3,210	2,428	2,913	3,597
同比增长	-36.0%	-24.3%	19.9%	23.5%
毛利率	6.3%	6.1%	6.8%	7.3%
归母净利润率	1.9%	1.5%	1.8%	2.2%
基本每股收益(元)	1.27	0.95	1.18	1.47
市盈率	8.0	10.6	8.6	6.9

数据来源：公司招股书、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

\*注：市盈率按照 2025/12/8 港股收盘价计算

## 附表

资产负债表				
单位：百万元人民币				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>65,580</b>	<b>66,942</b>	<b>69,737</b>	<b>73,195</b>
现金	18,688	21,276	23,992	27,349
预付款项、按金及其他应收	19,313	18,720	19,095	19,477
应收账款及其他应收款	4,654	4,511	4,601	4,693
存货	18,477	18,292	18,109	17,928
其它流动资产	4,449	4,143	3,941	3,749
<b>非流动资产</b>	<b>44,591</b>	<b>43,659</b>	<b>43,751</b>	<b>44,136</b>
固定资产净值	17,324	16,369	16,389	16,646
无形资产	9,238	9,238	9,238	9,238
商誉	8,273	8,273	8,273	8,273
土地使用款项	3,448	3,552	3,658	3,768
应付款项	343	360	378	397
于共同控制实体的权益	54	52	0	0
其他非流动资产	5,911	5,815	5,815	5,815
<b>资产总计</b>	<b>110,171</b>	<b>110,601</b>	<b>113,488</b>	<b>117,332</b>
<b>流动负债</b>	<b>40,019</b>	<b>38,117</b>	<b>38,400</b>	<b>40,290</b>
短期借款	16,965	15,456	16,124	18,391
应付账款及其他应付款项	12,608	12,356	12,109	11,866
应交所得税	2,153	2,110	2,068	2,027
其他	8,292	8,195	8,100	8,006
<b>非流动负债</b>	<b>23,234</b>	<b>23,268</b>	<b>24,273</b>	<b>24,308</b>
银行借贷	15,074	15,074	16,044	16,044
其他	8,160	8,194	8,229	8,264
<b>负债合计</b>	<b>63,253</b>	<b>61,386</b>	<b>62,673</b>	<b>64,598</b>
储备	47,023	49,109	50,688	52,581
少数股东权益	88	106	127	153
股东权益合计	46,918	49,215	50,815	52,734
<b>权益小计</b>	<b>46,829</b>	<b>49,109</b>	<b>50,688</b>	<b>52,581</b>
<b>负债及所有者权益合计</b>	<b>110,171</b>	<b>110,601</b>	<b>113,488</b>	<b>117,332</b>

现金流量表				
单位：百万元人民币				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动产生现金流量	14,567	12,528	14,351	16,108
投资活动产生现金流量	620	-747	-757	-767
融资活动产生现金流量	-1,000	-3,498	-3,221	-3,413
<b>现金净变动</b>	<b>3,059</b>	<b>2,539</b>	<b>2,642</b>	<b>3,234</b>
期初现金及现金等价物	15,612	18,688	21,276	23,992
<b>期末现金及现金等价物</b>	<b>18,688</b>	<b>21,276</b>	<b>23,992</b>	<b>27,349</b>

资料来源：公司公告、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

利润表				
单位：百万元人民币				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>收入</b>	<b>168,124</b>	<b>163,027</b>	<b>160,094</b>	<b>160,413</b>
销售成本	-157,452	-153,118	-149,243	-148,631
<b>毛利</b>	<b>10,672</b>	<b>9,909</b>	<b>10,850</b>	<b>11,781</b>
其他收入	4,784	4,229	3,800	3,800
销售费用	-7,553	-7,498	-7,363	-7,378
管理费用	-2,229	-2,249	-2,209	-2,213
<b>经营利润</b>	<b>5,675</b>	<b>4,391</b>	<b>5,079</b>	<b>5,991</b>
财务费用	-1,573	-1,363	-1,338	-1,341
<b>税前利润</b>	<b>4,103</b>	<b>3,023</b>	<b>3,735</b>	<b>4,645</b>
所得税	-1,033	-746	-922	-1,147
<b>净利润</b>	<b>3,068</b>	<b>2,276</b>	<b>2,813</b>	<b>3,497</b>
少数股东净利润	-141	-152	-100	-100
<b>归母净利润</b>	<b>3,210</b>	<b>2,428</b>	<b>2,913</b>	<b>3,597</b>
<b>基本每股收益（元）</b>	<b>1.27</b>	<b>0.95</b>	<b>1.18</b>	<b>1.47</b>

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长性</b>				
收入增长率	-6.2%	-3.0%	-1.8%	0.2%
净利润增长率	-39.9%	-26.3%	23.6%	24.3%
归母净利润增长率	-36.0%	-24.3%	19.9%	23.5%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	6.3%	6.1%	6.8%	7.3%
归母净利润率	1.9%	1.5%	1.8%	2.2%
ROE	6.6%	4.6%	5.5%	6.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	57.4%	55.5%	55.2%	55.1%
流动比率	1.6	1.8	1.8	1.8
速动比率	1.2	1.3	1.3	1.4
<b>运营能力（次）</b>				
总资产周转率	1.5	1.5	1.4	1.4
存货周转率	8.5	8.4	8.2	8.3

每股资料（元）				
基本每股收益	1.27	0.95	1.18	1.47
每股经营现金	1.42	2.84	2.77	3.11
每股净资产	19.40	20.58	21.24	22.04
<b>估值比率(倍)</b>				
PS	8.0	10.6	8.6	6.9
PB	0.5	0.5	0.5	0.4

\*注：表中估值倍数按 2025 年 12 月 8 日收盘价计算

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5% ~ 5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzzq.com.cn](http://www.xyzzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与广州开发区控股集团有限公司、澄达国际有限公司、江阴国有资本控股（集团）有限公司、盐城市大丰区城市发展投资控股集团有限公司、盐城市大丰区谐城实业发展有限公司、东台惠民城镇化建设集团有限公司、东台市城市建设投资发展集团有限公司、淄博高新国际投资有限公司、淄博高新国有资本投资有限公司、中国东方资产管理（国际）控股有限公司、四川港荣投资发展集团有限公司、上海银行、临工重机股份有限公司、东台市城市建设投资发展集团有限公司、东台市国有资产经营集团有限公司、泰州化工新材料产业发展集团有限公司、湖北浠川国有资本投资运营集团有限公司、德阳发展控股集团有限公司、安徽华恒生物科技股份有限公司、福建海西新药创制股份有限公司、芯迈半导体技术（杭州）股份有限公司、圣火科技集团有限公司、迈威（上海）生物科技股份有限公司、环世国际物流控股有限公司、嵊州市投资控股有限公司、新昌县交通投资集团有限公司、金叶国际集团有限公司、上海攀达科技发展股份有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、益阳市赫山区发展集团有限公司、湖南省融资担保集团有限公司、彭泽县城市发展建设集团有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、中港投资有限公司、广西交通投资集团有限公司、紫金黄金国际有限公司、紫金矿业集团股份有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、南阳城投控股有限公司、河南中豫信用增进有限公司、稠州国际投资有限公司、创兴银行有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、正定县国有资产控股运营集团有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、土耳其主权基金、北京讯众通信技术股份有限公司、安井食品集团股份有限公司、拨康视云制药有限公司、黄山旅游集团有限公司、周六福珠宝股份有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、Guangzhou Development District Holding Group Limited、Chengda International Co., Limited、Jiangyin State-owned Assets Holding (Group) Co., Ltd.、Yancheng Dafeng Urban Development Investment Holding Group Co., Ltd.、Yancheng Dafeng Xiecheng Industrial Development Co., Ltd.、Dongtai Huimin Urbanization Construction Group Co Ltd、Dongtai Urban Construction and Investment Group Co Ltd、Zibo High-Tech International Investment Co., Limited、Zibo Hi-Tech State-Owned Capital Investment Co., Ltd.、China Orient Asset Management (International) Holding Limited、Joy Treasure Assets Holdings Inc.、SICHUAN GLOPORT INVESTMENT DEVELOPMENT GROUP CO., LTD、BANK OF SHANGHAI、Lingong Heavy Machinery Co., Ltd.、DONGTAI URBAN CONSTRUCTION INVESTMENT DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、DONGTAI STATE-OWNED ASSETS OPERATION GROUP CO., LTD.、TAIXING RUNJIA HOLDINGS CO., LTD.、TAIZHOU CHEMICAL NEW MATERIALS INDUSTRY DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、HUBEI HUANCHUAN STATE-OWNED CAPITAL INVESTMENT OPERATION GROUP CO., LTD.、DEYANG DEVELOPMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、Anhui Huaheng Biotechnology Co., Ltd.、Fujian Haixi Pharmaceuticals Co., Ltd.、Silicon Magic Semiconductor Technology (Hangzhou) Co., Ltd.、Holyfire Technology Group Limited、Mabwell (Shanghai) Bioscience Co., Ltd.、Worldwide Logistics Holding Inc.、SHENGZHOU INVESTMENT HOLDINGS CO., LTD.、XINCHANG COUNTY TRANSPORTATION INVESTMENT GROUP COMPANY LIMITED、GOLDEN LEAF INTERNATIONAL GROUP LIMITED、SHANGHAI ZHIDA TECHNOLOGY DEVELOPMENT CO., LTD.、ZHEJIANG XINCHANG INVESTMENT DEVELOPMENT CO., LTD.、YIYANG HESHAN DISTRICT DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、UNCONDITIONALLY AND IRREVOCABLY GUARANTEED BY CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、HUNAN FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、PENGZE COUNTY DEVELOPMENT AND CONSTRUCTION GROUP CO., LTD.、CHONGQING XINGNONG FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、Sino Trendy Investment Limited、Guangxi Communications Investment Group Corporation Ltd.、ZIJIN GOLD INTERNATIONAL COMPANY LIMITED、Zijin Mining Group Co., Ltd.、Taixing Runjia Holdings Ltd.、NANYANG URBAN INVESTMENT HOLDINGS CO., LTD.、HENAN ZHONGYU CREDIT PROMOTION CO., LTD.、CHOUZHOU INTERNATIONAL INVESTMENT LIMITED、Chong Hing Bank Limited、YIWU STATE-OWNED CAPITAL OPERATION CO., LTD.、Shaoxing Shangyu State-owned Capital Investment and Operation Co. Ltd.、ZHENG Ding STATE-OWNED ASSETS HOLDING AND OPERATING GROUP CO., LTD.、CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、Turkey Wealth Fund、BEIJING XUNZHONG COMMUNICATION TECHNOLOGY CO., LTD.、ANJOY FOODS GROUP CO., LTD.、Cloudbreak Pharma Inc.、Huangshan Tourism Group Co., Ltd.、Zhou Liu Fu Jewellery Co., Ltd.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Impression Dahongpao Co., Ltd.有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

## 兴业证券研究

上 海	北 京
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元
邮编：200135	邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn
深 圳	香 港（兴证国际）
地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼	地址：香港德辅道中 199 号无限极广场 32 楼全层
邮编：518035	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：ir@xyzq.com.hk