

途虎-W (09690.HK)

汽车后市场龙头生态化运营+规模化扩张，线上线下协同赋能

汽车后市场行业龙头地位稳固，业绩增长确定性强。途虎养车作为中国领先的线上线下一体化汽车服务平台，自2011年成立以来，已构建起覆盖全国的服务网络与完善的生态体系。财务层面，公司已实现盈利突破，营收与净利润保持稳健增长态势，毛利率稳步提升，现金流状况良好。随着线上用户流量增加和线下门店网络持续下沉、高毛利业务占比提升及运营效率进一步改善，公司业绩增长的持续性与确定性较强，龙头地位稳固。

行业红利持续释放，成长空间广阔。中国汽车保有量稳步增长与车龄结构老化趋势，直接驱动汽车维修保养等后市场需求持续扩张。独立汽车服务渠道（IAM）凭借高性价比优势，成为保修期届满车辆的优选渠道，市场占比不断提升，行业红利有望释放。同时，新能源汽车渗透率快速提升催生新的服务需求，插电式混合动力汽车和纯电动汽车都能为行业在未来带来一定的增量空间。途虎养车精准把握行业趋势，提前布局新能源汽车服务业务，通过合作拓展充电网络、升级门店服务能力等方式，有望充分受益于行业空间的增长红利。

线上平台为用户打造汽车服务生态，线下以轻资产加盟模式进行规模化扩张。在线上平台，途虎积累了海量注册用户与高粘性消费群体，通过数字化工具实现用户需求精准匹配与服务高效流转，持续改善客户体验，扩大客户群。在线下，公司搭建了标准化门店管理系统，以轻资产加盟模式实现线下网络规模化扩张，结合标准化服务流程与严格的质量管控，持续提升服务网络的运营效率与覆盖能力，已形成了覆盖地级市与县域市场的庞大门店网络。同时在基础设施方面，途虎打造了自营基础设施+第三方服务商的全国性仓储物流体系，从而保障履约能力。凭借“线上平台生态+线下网络规模”的巨大优势，公司持续扩大线上线下一体化平台的规模，在门店数量及用户规模上均处于行业领先地位，核心竞争力不断强化。

投资建议：途虎作为汽车后市场龙头，持续扩张线上线下一体化平台规模，我们预计公司在2025-2027年归母净利润分别为6.47/8.22/10.55亿元，同增33.75%/26.96%/28.45%，当前对应市值PE为18/14/11x。考虑到途虎线上生态的流量壁垒持续强化、线下门店网络不断下沉扩张，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业需求不及预期风险、与加盟商合作不稳定的风险、技术进步风险、数据滞后性风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万人民币)	13,601	14,759	16,511	18,471	20,664
增长率 yoy (%)	17.8	8.5	11.9	11.9	11.9
归母净利润(百万人民币)	6,703	484	647	822	1,055
增长率 yoy (%)	413.8	-92.8	33.7	27.0	28.5
EPS 最新摊薄 (元/股)	8.11	0.59	0.78	0.99	1.28
净资产收益率 (%)	150.3	9.9	11.8	13.0	14.3
P/E (倍)	1.7	24.0	18.0	14.2	11.0
P/B (倍)	2.6	2.4	2.1	1.8	1.6

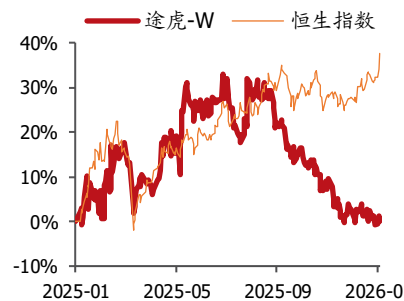
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2026年01月28日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	汽车服务
01月28日收盘价(港元)	15.73
总市值(百万港元)	13,002.14
总股本(百万股)	826.58
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	1.05

股价走势



作者

分析师 丁逸滕
执业证书编号: S0680521120002
邮箱: dingyimeng@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8271	8365	9339	10721	12330
现金	2715	1375	1303	3271	4426
应收票据及应收账款	218	226	252	272	287
其他应收款	496	462	495	517	537
预付账款	0	0	0	0	0
存货	1800	2119	2059	2294	2559
其他流动资产	3042	4183	5230	4367	4520
非流动资产	3493	4432	4615	4881	5411
长期投资	1613	2422	2722	3122	3622
固定资产	899	1046	1017	949	1029
无形资产	545	473	378	303	242
其他非流动资产	437	491	498	508	518
资产总计	11765	12797	13954	15602	17741
流动负债	6602	7199	7788	8619	9709
短期借款	1	8	18	18	18
应付票据及应付账款	3887	4458	4633	5277	5972
其他流动负债	2715	2734	3137	3325	3720
非流动负债	704	739	665	665	665
长期借款	8	0	0	0	0
其他非流动负债	697	739	665	665	665
负债合计	7306	7938	8453	9284	10374
少数股东权益	-2	-3	-4	-4	-7
股本	0	0	0	0	0
资本公积	5733	6155	6798	7615	8666
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	4460	4862	5505	6322	7373
负债和股东权益	11765	12797	13954	15602	17741

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1021	1319	1490	1492	1880
净利润	6703	484	647	822	1055
折旧摊销	362	316	324	294	280
财务费用	19	16	0	1	1
投资损失	-11	-12	-23	-16	-12
营运资金变动	269	584	532	417	636
其他经营现金流	-6320	-68	10	-25	-80
投资活动现金流	-2372	-2428	-1569	480	-720
资本支出	-362	-322	-200	-150	-300
长期投资	-1096	-809	-300	-400	-500
其他投资现金流	-914	-1297	-1069	1030	80
筹资活动现金流	1350	-241	10	-1	-1
短期借款	1	6	10	0	0
长期借款	-21719	-8	0	0	0
普通股增加	1168	-248	0	0	0
资本公积增加	23952	422	643	817	1051
其他筹资现金流	-2053	-414	-643	-818	-1052
现金净增加额	29	-1340	-73	1968	1155

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13601	14759	16511	18471	20664
营业成本	10242	11013	12356	13766	15357
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	1715	1916	2278	2512	2769
管理费用	420	355	495	554	620
研发费用	580	640	759	868	992
财务费用	-110	-168	-20	-19	-48
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	6582	73	36	56	102
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-11	-12	-23	-16	-12
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	44	258	621	770	927
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	6725	487	654	830	1065
所得税	25	5	8	9	12
净利润	6701	482	646	821	1053
少数股东损益	-2	-2	-1	-1	-2
归属母公司净利润	6703	484	647	822	1055
EBITDA	6977	635	958	1105	1297
EPS (元/股)	8.11	0.59	0.78	0.99	1.28

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	17.8	8.5	11.9	11.9	11.9
营业利润(%)	104.8	481.2	140.4	24.0	20.3
归属母公司净利润(%)	413.8	-92.8	33.7	27.0	28.5
获利能力					
毛利率(%)	24.7	25.4	25.2	25.5	25.7
净利率(%)	49.3	3.3	3.9	4.4	5.1
ROE(%)	150.3	9.9	11.8	13.0	14.3
ROIC(%)	147.6	6.5	11.4	12.7	13.6
偿债能力					
资产负债率(%)	62.1	62.0	60.6	59.5	58.5
净负债比率(%)	-60.7	-28.2	-23.4	-51.5	-59.8
流动比率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	69.4	66.4	69.0	70.5	73.9
应付账款周转率	2.9	2.6	2.7	2.8	2.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	8.11	0.59	0.78	0.99	1.28
每股经营现金流(最新摊薄)	1.24	1.60	1.80	1.81	2.27
每股净资产(最新摊薄)	5.40	5.88	6.66	7.65	8.92
估值比率					
P/E	1.7	24.0	18.0	14.2	11.0
P/B	2.6	2.4	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	2.9	21.0	10.8	7.6	5.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 01 月 28 日收盘价

内容目录

1、汽车后市场龙头，深耕汽车服务产业链.....	5
1.1 以轮胎销售业务起家，逐步搭建线上线下一体化汽车服务平台	5
1.2 股权结构清晰，管理层经验丰富	6
1.3 业绩稳健增长，盈利能力不断提升	7
2、中国汽车保有量逐渐提高，汽车服务市场行业空间广阔	10
2.1 DIFM 为中国汽车的主导服务模式，OEM/IAM 为汽车服务链主要渠道	10
2.2 汽车服务市场空间广阔，增长潜力巨大	11
2.3 新能源汽车渗透率快速提升，未来有望为汽车服务市场带来新的机遇	12
3、线上平台搭建汽车服务生态，线下以加盟模式实现扩张	14
3.1 通过线上平台构建汽车服务生态系统，持续增强用户粘性	14
3.2 打造覆盖供应链的数字化解决方案，利用 AI 撬动增长新引擎	15
3.3 以轻资产加盟模式扩张线下网络，并配备完善的履约基础设施	17
盈利预测	20
风险提示	21

图表目录

图表 1: 公司历史沿革	5
图表 2: 途虎汽车服务平台	6
图表 3: 传统汽车服务商和途虎商业模式的对比	6
图表 4: 公司股权结构图（截至 2025 年中报）	7
图表 5: 公司董事会人员构成	7
图表 6: 公司营业收入及同比增长（亿元）	8
图表 7: 公司净利润及扣非归母净利润及同比增长（亿元）	8
图表 8: 2020-2025H1 公司各业务收入占比	8
图表 9: 2020-2025H1 公司个人终端客户汽车产品与服务收入占比	8
图表 10: 2020-2025H1 公司毛利率和净利率	9
图表 11: 2020-2025H1 公司各业务条线毛利率	9
图表 12: 2020-2025H1 公司主要费用/营业收入	9
图表 13: 2020-2025H1 公司现金净流量和期末现金余额（亿元）	9
图表 14: 中国汽车服务的类别	10
图表 15: 中国汽车服务业价值链	10
图表 16: 获授权经销商与 IAM 门店之比较	11
图表 17: 2018-2027 年中国乘用车保有量（百万辆，预测）	11
图表 18: 2018-2027 年中国/美国/欧盟成员国乘用车平均车龄（年）	11
图表 19: 2018-2027 年中国汽车服务市场的市场规模（按 GMV 计，按服务类型划分；人民币十亿元）	12
图表 20: 2018-2027 年中国汽车服务市场的市场规模（按 GMV 计，按渠道划分；人民币十亿元）	12
图表 21: 2018-2027 年中国乘用车保有量中的新能源汽车渗透率	12
图表 22: 2017-2025 年中国纯电动与插电式混动新能源汽车销量（万辆）	12
图表 23: 新能源汽车及燃油汽车所需的汽车保养及维修服务	13
图表 24: 燃油汽车/插电式混合动力汽车/纯电动汽车于整个生命周期内进行定期保养及维修服务的年度开支比较（假设燃油汽车的年度开支为 100）	13
图表 25: 途虎商业模式	14
图表 26: 在途虎平台下订单的典型流程	15
图表 27: 公司交易用户与同比增长（百万）	15
图表 28: 公司每个交易用户的平均收入（元人民币/人）	15
图表 29: 途虎汽车服务技术支持系统	16
图表 30: 途虎向个人终端客户提供的产品和服务	16
图表 31: 途虎养车广州自动化仓库	17
图表 32: 途虎三种类型的门店	18

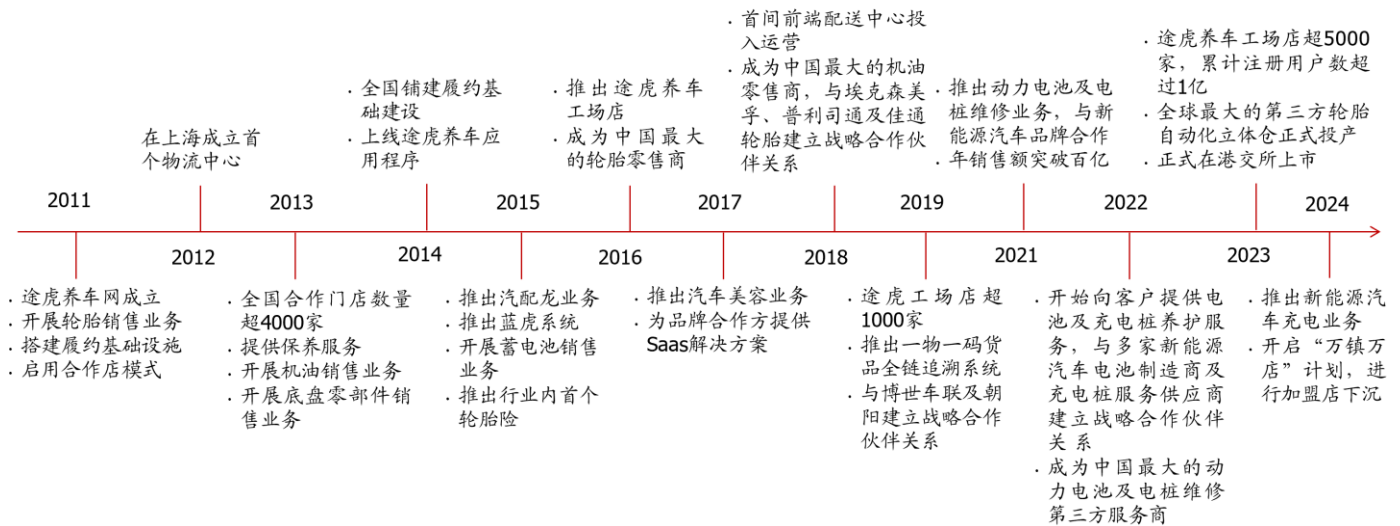
图表 33:	途虎工场店示意图	18
图表 34:	2019-2025H1 自营途虎工场店	19
图表 35:	2019-2025H1 加盟途虎工场店	19
图表 36:	途虎养车全国仓配网络	19
图表 37:	途虎各业务收入及盈利能力核心假设 (百万元)	20
图表 38:	途虎可比公司估值表 (亿元人民币, 截至 2026 年 1 月 28 日)	21

1、汽车后市场龙头，深耕汽车服务产业链

1.1 以轮胎销售业务起家，逐步搭建线上线下一体化汽车服务平台

途虎养车成立于2011年，目前已发展成中国领先的线上线下一体化汽车服务平台。公司以轮胎销售业务起家，最初启用了合作店模式，并随后持续开拓新的业务，服务网络不断扩张。在2013年开始提供保养、机油销售、底盘零部件销售等业务，于2014年正式上线途虎养车应用程序。2015-2017年，公司陆续推出汽配龙、蓄电池销售和汽车美容等业务。在2021年，为顺应新能源汽车的快速崛起，途虎养车正式推出动力电池及充电桩维修业务。2023年9月，途虎正式于港交所上市。截至2025年上半年，公司的旗舰应用程序“途虎养车”和线上界面拥有1.5亿名注册用户，其平台也是中国汽车服务供应商聚集的最大车主社区；公司在全国拥有7205家途虎工场店，覆盖了全国几乎所有省级行政区的300多个地级市、近1800个县域地区。就所运营汽车服务门店数目及品牌认知度而言，途虎为中国领先的独立汽车服务品牌。

图表1：公司历史沿革



资料来源：Wind、公司官网、公司年报、公司招股说明书、国盛证券研究所

途虎建立了线上线下一体化服务网络，进而满足车主的各类需求。公司最初是一个纯粹的线上零售平台，为客户提供多种价格透明的正品汽车产品，之后逐步建立了一个由管理良好的门店和技师组成的线下网络，以提供高品质和标准化的店内服务。同时公司还直接与汽车零配件供应商合作，通过覆盖全国的物流体系，高效提供价格实惠的正品产品。凭借以客户为中心的模式和精简的供应链，途虎提供数字化及按需服务体验，直接满足车主多样化的产品和服务需求，已成功打造出一个包括车主、供应商、服务门店和其他参与者在内的汽车服务平台。

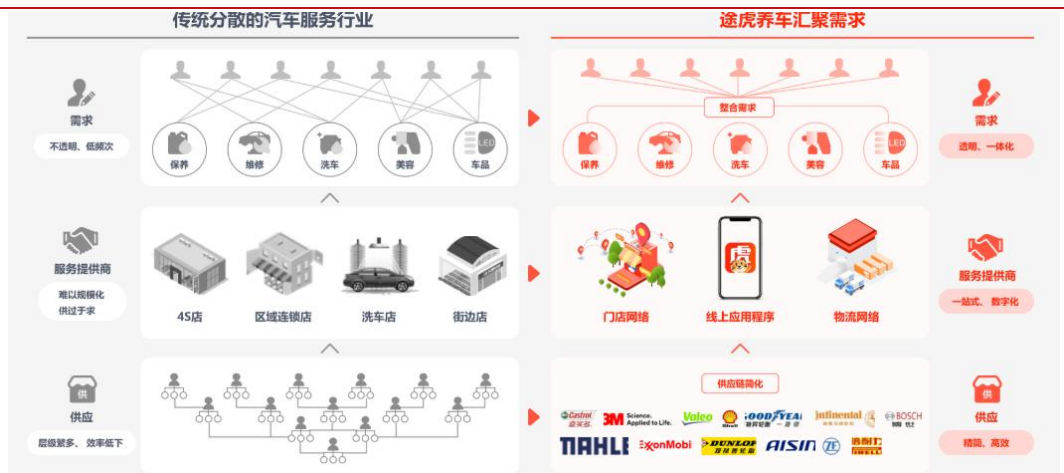
图表2: 途虎汽车服务平台



资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

与传统汽车服务商有别，途虎可将零散的汽车服务需求聚集到一个平台上。公司为车主提供的产品和服务包括轮胎和底盘零部件、汽车保养、汽车维修、汽车美容、汽车配件以及其他相关的安装服务。公司还为平台中的所有参与者提供广告、加盟及其他服务，包括广告服务和针对不同业务的 SaaS 解决方案。途虎的平台能够服务中国在售的大多数乘用车车型，与高度依赖本地化服务需求的传统线下汽车服务模式相比，通过将零散的汽车服务需求聚集在一个平台上，用户交互度显著提高。

图表3: 传统汽车服务商和途虎商业模式的对比

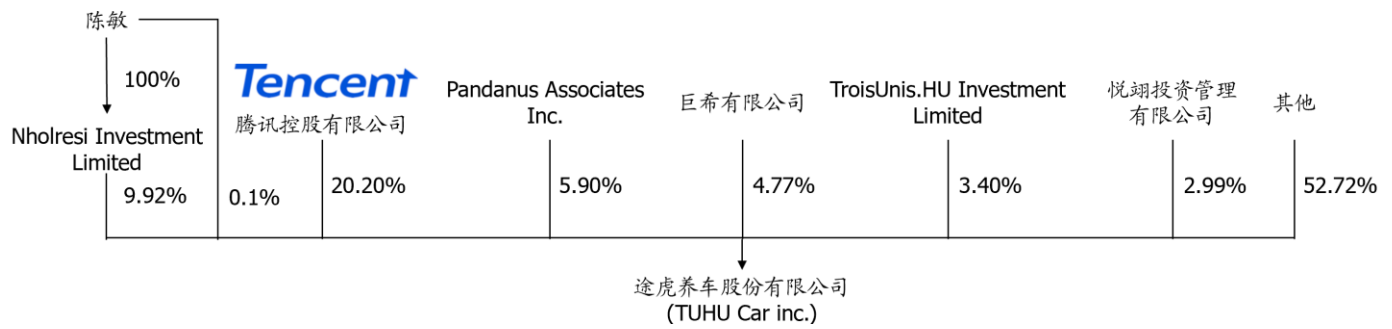


资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

1.2 股权结构清晰，管理层经验丰富

途虎股权结构清晰，创始人陈敏先生为公司实际控制人。公司实行“同股不同权”的设计方案，股本由 A 类股份及 B 类股份组成，A 类股份持有人享有每股一票投票权，而 B 类股份持有人享有每股十票投票权。创始人陈敏先生持股 10.02%，为公司的实际控制人。腾讯以 20.2% 的持股占比为公司第一大股东。

图表4: 公司股权结构图 (截至 2025 年中报)



资料来源: Wind、公司半年报、国盛证券研究所

管理团队经验丰富，且拥有深厚的技术背景。途虎的联合创始人和管理团队的大多数人自公司成立以来便加入公司，管理团队的核心成员都来自著名的互联网或 IT 公司。其中，公司创始人陈敏先生和胡晓东先生拥有丰富的软件开发及汽车服务等领域的专业管理经验。

图表5: 公司董事会人员构成

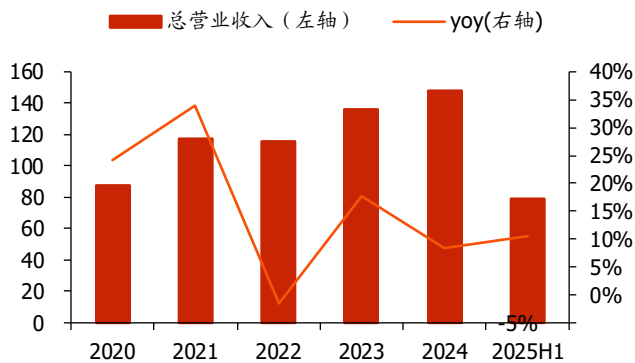
姓名	职务	职责
陈敏	联合创始人、董事会主席、首席执行官、执行董事	整体战略规划、日常业务运营及管理
胡晓东	联合创始人、总裁、执行董事	以研发为重心的整体战略规划
姚磊文	非执行董事	向董事会提供专业建议、意见和指引
颜惠萍	独立非执行董事	监督并向董事会提供独立判断
周凌霄	独立非执行董事	向董事会提供独立判断
王静波	独立非执行董事	监督并向董事会提供独立判断

资料来源: 公司官网、公司年报、国盛证券研究所

1.3 业绩稳健增长，盈利能力不断提升

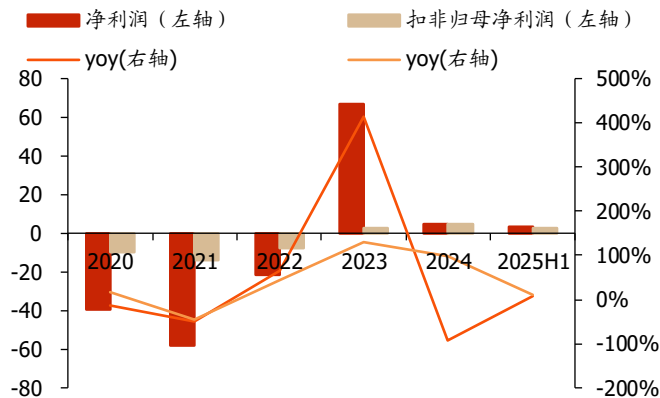
近年来业绩稳健增长，2023 年即首次实现盈利。2020-2024 年，公司的营收稳步上升，营收规模从 87.5 亿元升至 147.6 亿元，复合年增长率达 14%，并在此期间实现扭亏为盈，扣非归母净利润从 2020 年的-9.6 亿元增长至 2024 年的 4.7 亿元。在 2023 年，得益于销售结构优化及营运效率持续提升，公司首次实现全年盈利。2024 年，途虎保持了稳定的增长态势，营业收入同比提升 8.5%，扣非归母净利润进一步增至 4.7 亿元，同增 98.1%。2025H1，途虎录得总收入人民币 78.8 亿元，同比提升 10.5%，在行业客单价持续下行的大背景下持续依靠平台议价能力推动供给侧成本优化，实现扣非归母净利润 2.9 亿元，同比增长 10.2%。

图表6: 公司营业收入及同比增长 (亿元)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表7: 公司净利润及扣非归母净利润及同比增长 (亿元)

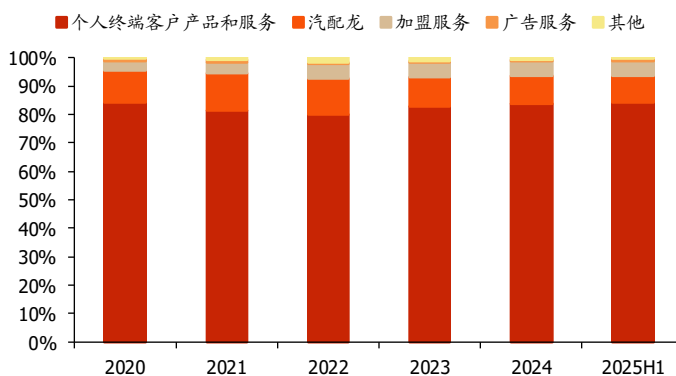


资料来源: Wind、国盛证券研究所

途虎的收入主要包含两大类: 提供汽车产品和服务&广告、加盟及其他服务。前者包括 (i)通过线上界面及线下服务网络为个人终端客户提供汽车产品和服务, 如轮胎和底盘零部件更换、汽车保养产品和服务及其他服务 (如汽车配件、汽车美容、自动化汽车清洁及维修); (ii) 通过汽配龙提供汽车零配件交易服务, 汽配龙将第三方汽车零配件提供商与汽车服务供应商相连接, 主要包括向途虎工场店/合作门店, 及第三方汽车零配件经销商/客户及服务供应商销售汽车零配件。广告、加盟及其他服务则主要包括向品牌商提供加盟服务及广告服务等。

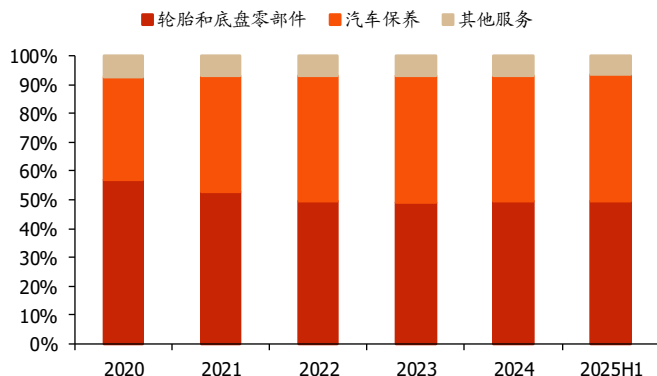
途虎业务结构相对稳定, 个人终端客户产品和服务为核心收入来源, 深度布局汽车售后全场景。公司收入以汽车产品与服务业务为主, 2020-2025H1 贡献 90%以上收入, 其中 80%以上来自个人终端客户, 2024 年个人用户购买的产品和服务收入达 123.9 亿元; 伴随公司整体规模的扩张, 加盟服务收入同步增长, 加盟服务收入占比由 2020 年的 3.4% 提升至 2025H1 的 5.4%, 业务矩阵的协同效应持续增强。汽配龙的收入占比有所下降, 由 2020 年的 11% 降至 2025H1 的 9.3%。

图表8: 2020-2025H1 公司各业务收入占比



资料来源: 公司年报、公司半年报、公司招股说明书、国盛证券研究所

图表9: 2020-2025H1 公司个人终端客户汽车产品与服务收入占比

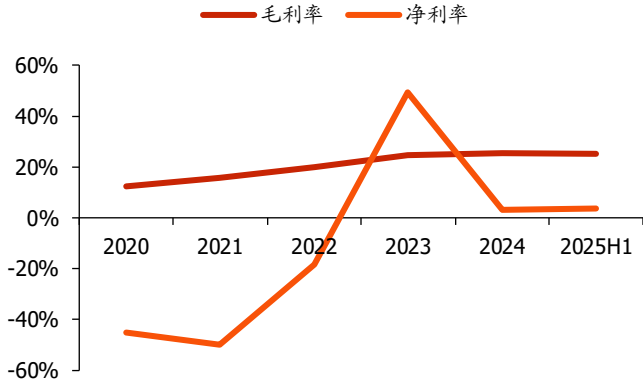


资料来源: 公司年报、公司半年报、公司招股说明书、国盛证券研究所

公司盈利能力实现改善, 毛利率水平逐渐攀升。公司的毛利率从 2020 年的 12.3% 升至 2024 年的 25.4%, 2024 年, 途虎客单价有所下降, 但持续深耕供应链带来的上游议价能力和产品结构优化仍使得毛利率同比提升 0.7pct。其中汽车产品和服务的毛利率增加 0.3pct, 这源于专供及自有自控产品销售收入占比增加、自供应商获得更优惠的采购条款及战略性减少了汽配龙低利润率的区域批发服务。消费者的品牌偏好发生变化, 因而轮胎和底盘零部件毛利率下降 1.1pct。另外, 公司缩减了低利润率的业务, 自营途虎工

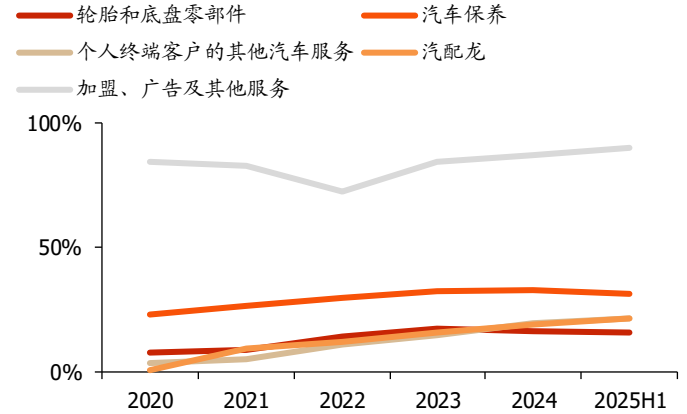
场店亦采取了更有效的成本控制措施。2025H1的毛利率25.2%，同比下滑0.7pct，主要因为汽车产品及服务毛利率随轮胎、底盘零部件和汽车维修业务的产品性价比偏好提升、平均交易额走低而小幅下降，以及自营途虎工场店等因业务增长带来附加税项增加推高销售成本。

图表10: 2020-2025H1 公司毛利率和净利率



资料来源: Wind、国盛证券研究所

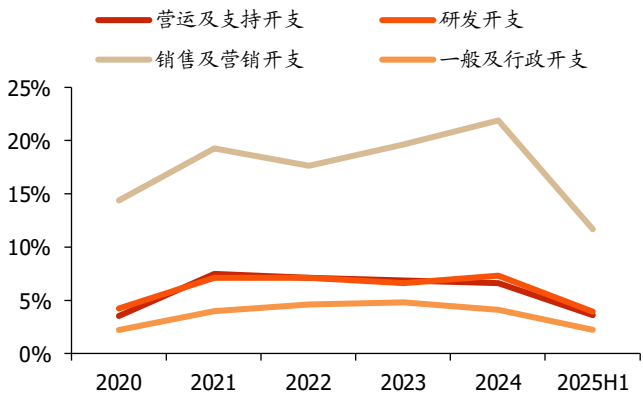
图表11: 2020-2025H1 公司各业务条线毛利率



资料来源: 公司年报、公司半年报、公司招股说明书、国盛证券研究所

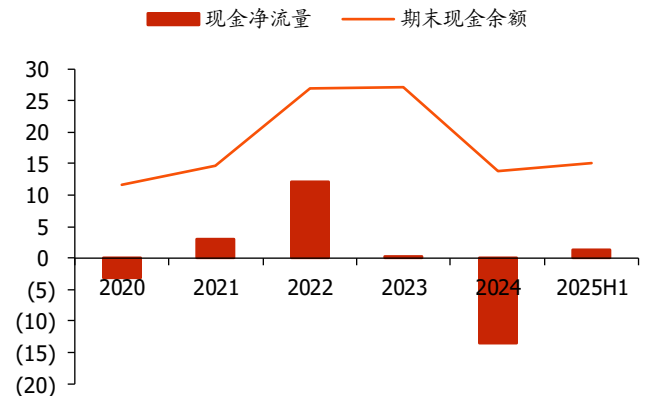
公司的费用支出持续摊薄，现金流量较为充裕。2024年，集团运营效率伴随业务规模的增长和提效举措的落地持续优化，运营费用率持续摊薄，营运及支持开支、研发开支、销售及营销开支、一般及行政开支合计的总运营费用支出为人民币35亿元，总运营费用占收入的比例为23.6%，相较于2023年的占比下降0.7pct。2025H1，途虎通过AI能力的部署以及其他各项提效举措的落地，持续优化运营及支持开支和一般及行政开支，营运及支持、研发、销售及营销及一般及行政开支占营业收入比重分别为3.5%、3.9%、11.7%、2.2%。2025H1，公司自由现金流达到3.4亿元，同比提升32.2%；拥有现金余额15.1亿元，资金储备充足。

图表12: 2020-2025H1 公司主要费用/营业收入



资料来源: Wind、公司年报、公司半年报、公司招股说明书、国盛证券研究所

图表13: 2020-2025H1 公司现金净流量和期末现金余额 (亿元)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

2、中国汽车保有量逐渐提高，汽车服务市场行业空间广阔

2.1 DIFM 为中国汽车的主导服务模式，OEM/IAM 为汽车服务链主要渠道

汽车服务的定义和类别：汽车服务包括汽车维修及保养、汽车清洁及汽车美容以及需安装配件，为整个汽车生命周期中用户需求的关键部分。中国的汽车服务市场包括为所有运营中的乘用车提供的服务，汽车服务的市场需求总量与乘用车总保有量及平均车龄等因素直接相关。

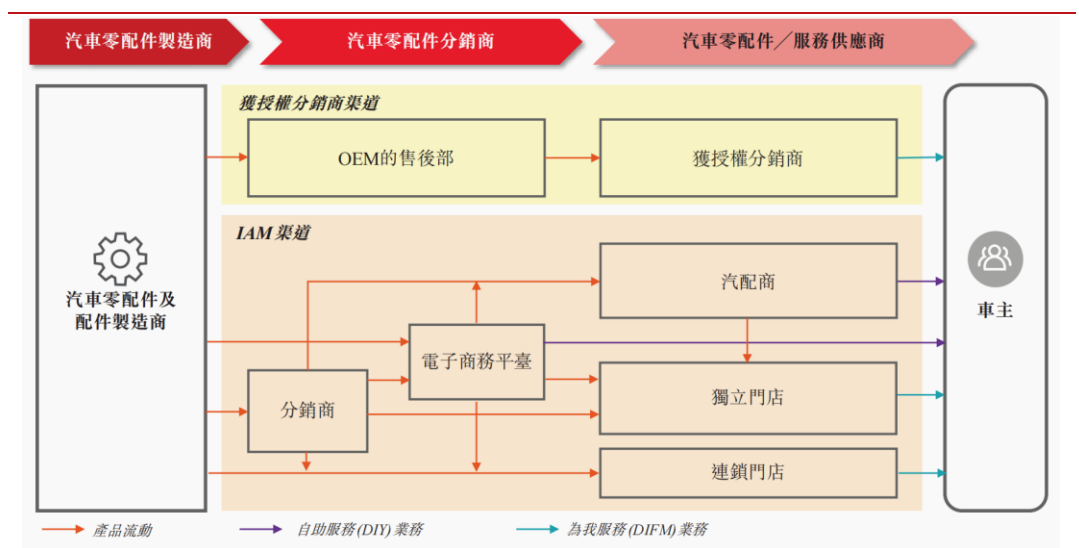
图表14: 中国汽车服务的类别

类别	内容
汽车维修及保养服务	指利用技术方法恢复车辆的正常功能或通过预防性维护延长车辆的使用寿命的流程： <ul style="list-style-type: none"> •定期保养（包括更换空气及燃料滤清器、更换机油及冷却剂及更换大灯）。 •大型保养（包括更换火花塞及线圈、正时皮带及附件带保养以及变速器维修）。 •轮胎及底盘零部件（如刹车片及减震器以及车轮定位）保养。 •凹痕修复及喷漆服务。
汽车清洁及汽车美容服务	指系统地对车辆外观而非机械部件进行操作，使车辆内外保持较好的状况，主要包括： <ul style="list-style-type: none"> •车身清洁和美容服务（包括汽车清洁、打蜡及抛光）。 •内饰清洁和美容服务（包括底盘清洗及内部打蜡以及空调机组清洗）。 •外饰改装服务（包括漆面保护膜及喷漆以及结构改装）。
需安装配件	指需要安装服务的汽车内饰配件，包括更换风挡雨刷、汽车装饰品及车载电子产品（如汽车 DVR（数码视像录影机）、GPS 导航仪及语音系统）等。

资料来源：公司招股说明书、灼识咨询报告、国盛证券研究所

汽车服务处于汽车零部件制造商和车主之间，DIFM 模式为中国汽车的主导服务模式。汽车服务业务可以分为两种模式：为我服务（DIFM）及自助服务（DIY）。在 DIY 业务中，消费者从汽车零部件零售商处购买汽车零部件，并自行安装汽车零部件。在 DIFM 业务中，消费者到汽车服务供应商的网点购买汽车零部件及专业服务。由于人口密度高，缺少车库、工具等必要资源以及有关汽车及汽车维修的基础知识，中国车主高度倾向于使用一站式 DIFM 服务来满足自身的汽车服务需求。

图表15: 中国汽车服务业价值链



资料来源：公司招股说明书、灼识咨询报告、国盛证券研究所

获授权经销商及 IAM 门店为中国汽车服务市场主要的 DIFM 服务供应商。中国的汽车服务市场中，汽车服务的价值链包括两个渠道，即获授权分销商渠道（OEM）及独立的

后市场服务供应商渠道 (IAM)。获授权经销商从汽车 OEM 售后部门采购零配件的出厂价更高,叠加维持经销商门店的营运成本及开支较高,其零配件售价及服务费分别较 IAM 门店高出约 30%、80% (根据灼识咨询),因而具备强供应链能力、可高性价比提供正品及优质服务的 IAM 门店更受车主青睐。汽车是否处于保修期是车主选择服务渠道的关键因素,乘用车原厂保修期多为新车售出后三年,保修期届满后车主更倾向于选择便捷且经济的 IAM 门店;据灼识咨询数据,预计 2027 年底国内保修期届满乘用车占总保有量的比例将升至 79.1%,受益于这一趋势, IAM 门店 GMV 增速预计持续高于获授权经销商。

图表16: 获授权经销商与 IAM 门店之比较

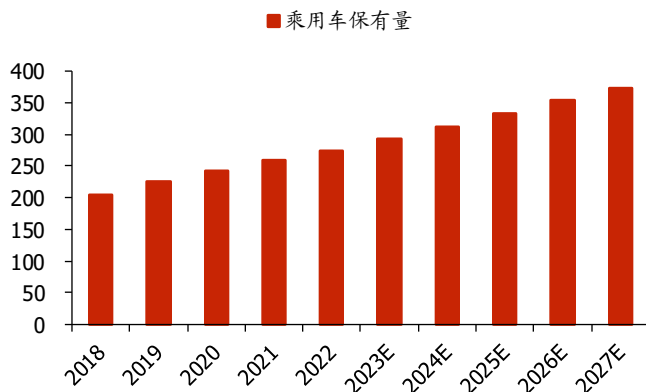
层面	获授权经销商	传统的 IAM 门店
定义	获 OEM 授权的汽车经销商为车主/买家提供新车及二手车相关的 4S 服务 (即销售、服务、配件及反馈)。	独立于 OEM 的汽车服务供应商,提供各种汽车服务,包括汽车维修及保养、汽车清洁及美容服务,以及配件安装。
产品及服务	涵盖汽车服务,包括质保索赔及保险索赔;单个获授权经销商可能仅专门服务于有限的 OEM 汽车品牌。	为各种汽车品牌及车型的车主提供汽车服务,并且往往有更多的 SKU。
服务质量及价格	由受过培训的合格技师提供更好的服务体验,价格相对较高。	服务标准化程度相对较低,价格较合理。

资料来源: 公司招股说明书、灼识咨询报告、国盛证券研究所

2.2 汽车服务市场空间广阔, 增长潜力巨大

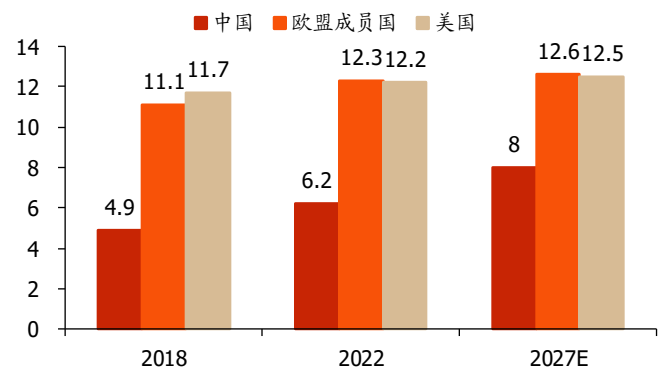
中国乘用车平均车龄相较于发达国家仍有较大差距,乘用车保有量预计持续提升。根据灼识咨询报告,中国的乘用车保有量在 2018 年至 2022 年的复合年增长率为 7.4%。然而,每千人乘用车保有量显著低于美国及欧盟成员国等发达国家,呈现出巨大的增长空间。中国的乘用车保有量预计将继续保持增长势头,预计到 2027 年更将进一步达到 373.8 百万辆,2023 年至 2027 年的复合年增长率可达到 6.3%。随着中国乘用车总保有量的稳步增长,乘用车的车龄结构亦逐步发生变动。相较于新车,老旧的车辆一般需要较多的汽车服务,尤其是维修及保养服务。中国乘用车的平均车龄由 2018 年的 4.9 年增至 2022 年的 6.2 年,到 2027 年预计将达到 8 年,预计 2023 到 2027 年的复合年增长率可达 5%,不断增长的中国乘用车保有量和平均车龄将带动汽车服务的需求增长。

图表17: 2018-2027 年中国乘用车保有量 (百万辆, 预测)



资料来源: 公司招股说明书、灼识咨询报告、国盛证券研究所

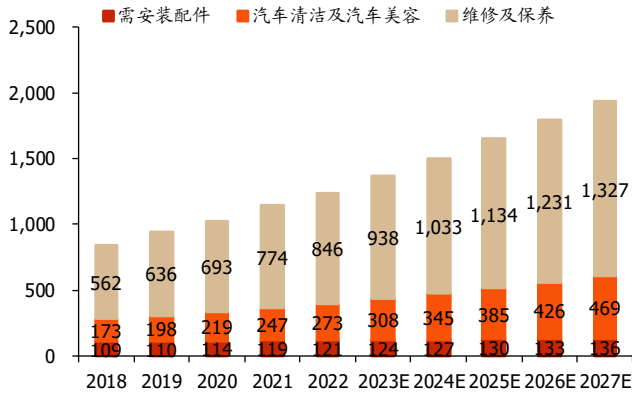
图表18: 2018-2027 年中国/美国/欧盟成员国乘用车平均车龄 (年)



资料来源: 公司招股说明书、灼识咨询报告、国盛证券研究所

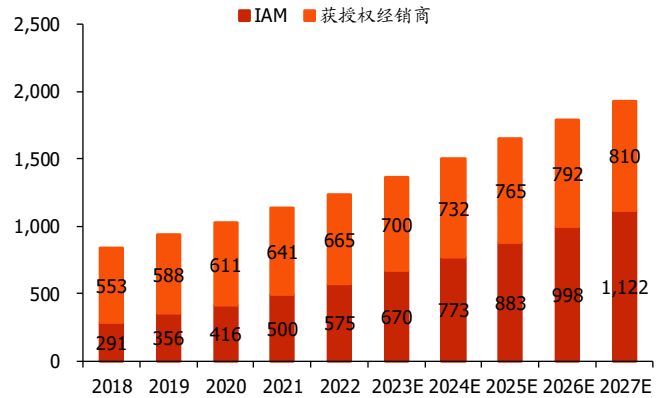
中国汽车服务市场增长潜力较大，IAM 门店相较获授权经销商预计将迎来更快增长。得益于中国汽车保有量和车龄持续增长，中国汽车服务市场有望保持高增，根据灼识咨询预测，预计到 2027 年市场规模将达到人民币 19319 亿元，2023 年至 2027 年的复合年增长率可达 9%。中国的车主高度依赖各类汽车服务门店提供的 DIFM 服务，该服务由获授权经销商或 IAM 提供。随着越来越多乘用车的保修期到期，客户逐渐开始转向 IAM 门店。因此，IAM 门店的增长预计将超过获授权经销商，到 2027 年将占汽车服务市场的 58.1%。

图表19: 2018-2027 年中国汽车服务市场的市场规模 (按 GMV 计, 按服务类型划分; 人民币十亿元)



资料来源: 公司招股说明书、灼识咨询报告、国盛证券研究所

图表20: 2018-2027 年中国汽车服务市场的市场规模 (按 GMV 计, 按渠道划分; 人民币十亿元)

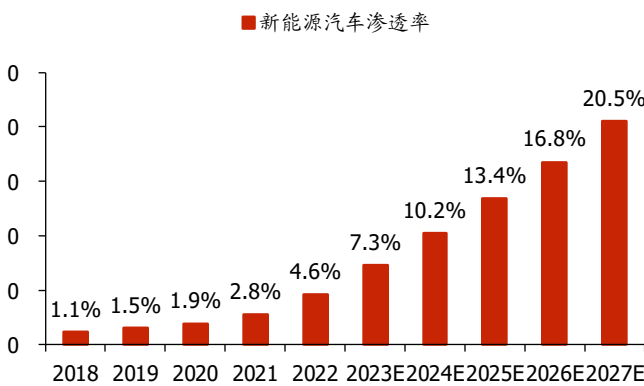


资料来源: 公司招股说明书、灼识咨询报告、国盛证券研究所

2.3 新能源汽车渗透率快速提升, 未来有望为汽车服务市场带来新的机遇

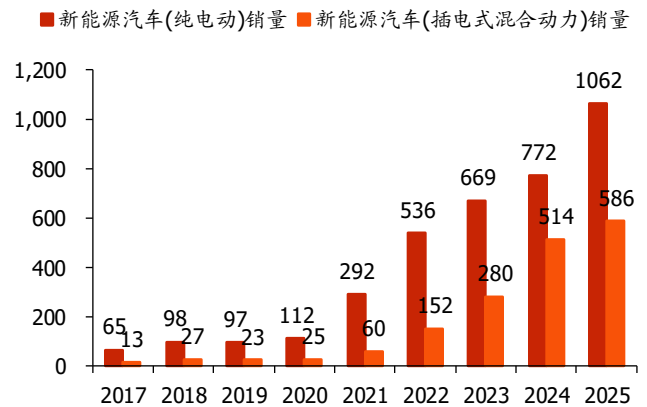
乘用车保有量中的新能源汽车渗透率逐步提升, 但新能源乘用车保有量占比仍然较小。根据灼识咨询报告, 到 2027 年, 新能源乘用车保有量在乘用车总保有量中的渗透率预计将达到 20.5%。新能源汽车可分为纯电动汽车及插电式混合动力汽车, 自 2020 年以后, 两者销量均迎来了快速上涨, 从 2020 年的 112/25 万辆升至 2025 年的 1062/586 万辆。

图表21: 2018-2027 年中国乘用车保有量中的新能源汽车渗透率



资料来源: 公司招股说明书、灼识咨询报告、国盛证券研究所

图表22: 2017-2025 年中国纯电动与插电式混动新能源汽车销量 (万辆)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

新能源汽车及燃油汽车所需的汽车保养及维修服务有所差异。在新能源汽车中, 插电式混合动力汽车需要对引擎及电池进行保养, 原因为该类汽车同时使用发动机及电池作为

动力系统，而纯电动汽车使用电池动力系统完全取代内燃机。对其动力系统的保养工作与燃油汽车相比需求较低。

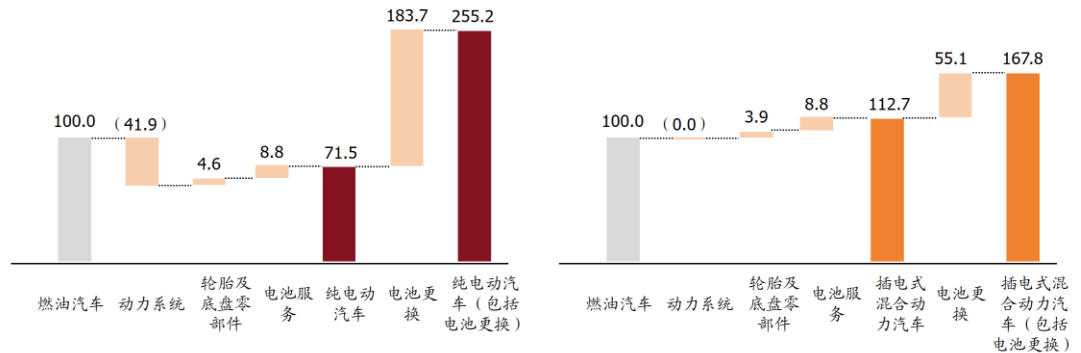
图表23: 新能源汽车及燃油汽车所需的汽车保养及维修服务

类别	电池容量检测及维修	更换电气系统	机油更换	机油/燃油/空气滤清器更换	火花塞更换	制动钳更换	底盘保养	轮胎更换	其他易损件
新能源汽车									
纯电动汽车	✓	✓	✗	✗	✗	✓	✓	✓	✓
插电式混合动力汽车	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
燃油汽车									
燃油汽车	✗	✗	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

资料来源: 公司招股说明书、灼识咨询报告、国盛证券研究所

出于自身结构，新能源汽车会为汽车服务市场带来潜在机遇。与燃油汽车相比较，插电式混合动力汽车需要进行额外的电池动力系统保养服务，包括电池容量检测及维修及电气系统更换等服务。因此，根据灼识咨询报告，插电式混合动力汽车的定期保养及维修的年度开支较燃油汽车大约高 13%。纯电动汽车则不需要对发动机进行保养及维修，但由于电池组较大，纯电动汽车的平均重量通常高于燃油汽车，导致更多的轮胎及悬架等门店网络所提供的关键产品磨损。此外，占物料清单成本 30-40%的电池组将产生电池检查、均衡及测试等服务。在定期保养的情况下，新能源汽车电池组的生命周期约为八年，之后电池组可能需要更换。因此，就新能源汽车的整个生命周期而言，相较于保养及维修服务的总开支，更换电池组的费用相当高。

图表24: 燃油汽车/插电式混合动力汽车/纯电动汽车于整个生命周期内进行定期保养及维修服务的年度开支比较 (假设燃油汽车的年度开支为 100)



附注: (1) 定期保养及维修服务包括动力系统、制动系统、轮胎及其他易损件的保养及维修, 不包括碰撞维修; (2) 年度开支乃基于平均厂商建议零售价约为人民币 20 万元且处于车辆使用寿命前五年的燃油汽车/插电式混合动力汽车/纯电动汽车计量; (3) 年度电池更换开支按电池组更换开支除以车辆的整个生命周期 (12 年) 进行计算; (4) 电池服务指电池检查及测试服务, 如电池均衡、电池容量测试及服务。

资料来源: 公司招股说明书、灼识咨询报告、国盛证券研究所

途虎顺应新能源趋势，加速切入新能源汽车服务市场，布局充电和轻美容等业务。2024 年，活跃新能源汽车用户在途虎平台上占比已超 11%，公司顺应新能源汽车渗透率提升的趋势，于 2024 年初上线了新能源汽车充电业务，截至当年底，途虎已整合国内头部充电桩供应商，累计接入 7 万座电站，覆盖全国 342 个城市。在服务端，公司加速布局轻美容业务，已上线“虎标快洗”“虎式标洗”等特色服务。2024 年新增 1300 家具备轻美容能力的工场店，年底覆盖超 5700 家，依托高覆盖与标准化流程建立轻美容业务的服务壁垒。另外，途虎与诸多新能源汽车品牌展开合作，以持续扩大新能源汽车服务网络。

3、线上平台搭建汽车服务生态，线下以加盟模式实现扩张

3.1 通过线上平台构建汽车服务生态系统，持续增强用户粘性

公司持续优化线上平台的服务能力和用户运营，保障用户体验。途虎养车构建了线上线下一体化的汽车服务体系，线上依托 APP、微信小程序为核心入口，为用户提供丰富的产品服务选择、全维度产品信息及智能推荐功能。途虎通过线上界面不断吸引大量的用户流量，并将这些流量引流到线下门店，同时通过对门店的管控及提高服务的一致性和运营效率，从而改善客户体验、增强品牌认知度，进一步吸引用户流量。在线上平台端，途虎持续优化 APP 易用性、商品供给、物流履约、门店服务、售后等环节的用户体验与运营效率，客户可通过任一线上界面便捷地下达订单并获取门店信息，如产品是否在库、门店的位置、驾驶路线和门店的营业时间等。通过线上界面和线下服务网络以及端到端数字化解决方案，途虎将汽车服务价值链上的关键利益相关者连接起来。2024 年，途虎养车全平台订单的满意度超过 95%（同比+2pct），复购率在 2024 年 12 月提升至 62.3%（同比+3pct）。

图表25：途虎商业模式



资料来源：公司年报、国盛证券研究所

通过线上界面和线下门店提供汽车产品和服务的流程完善，平台高效且具有可扩展性。途虎平台对用户进行服务的一般流程如下：在用户输入车辆信息后，系统可结合消费画像、门店库存及服务能力完成定制化推荐，且支持线上下单和服务预约。线上订单配套高效的供应链体系，门店有货可实现当日安装，无货则由仓储、运输管理系统自动完成货品调拨配送，用户可实时跟踪物流状态；线下门店除承接线上订单外，同步提供到店服务，满足用户即时需求，店内缺货可通过汽配龙即时采购、FDC 即时送货或预约提货服务解决。服务环节实现了标准化的全流程管控，技师会先完成车辆初检或全面诊断，再开展配件安装、保养维修等服务，服务完成后经终检确认车辆安全状态，用户签收完成结算。

图表26: 在途虎平台下订单的典型流程

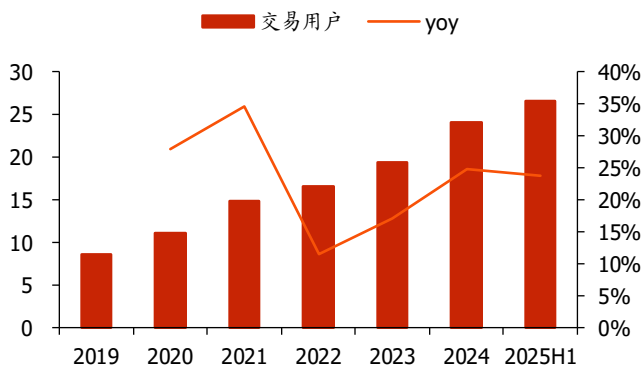


资料来源: 公司招股说明书、国盛证券研究所

途虎利用新渠道、新工具完善平台运营, 驱动用户与服务效率双升。在渠道端, 公司在用户内容创作平台及知识付费问答平台进行投入。2024年, 在抖音平台上实行“内容+直播间+本地生活服务”矩阵的运营, 使途虎在该渠道的轮胎保养新用户数同增超100%。于2024年12月联合抖音推出了“云途引擎3.0”行业生态解决方案, 赋能供应商与门店提升运营效率。在效率端, 途虎聚焦AI大模型技术升级, 搭建覆盖售前-售中-售后的智能客服体系, 2024年日均接待会话近10万次, 满意度同比提升超10pct; 2025年初已部署DeepSeek-R1、V3等AI模型并将其融入核心业务体系, 未来将进一步赋能加盟商与门店运营。

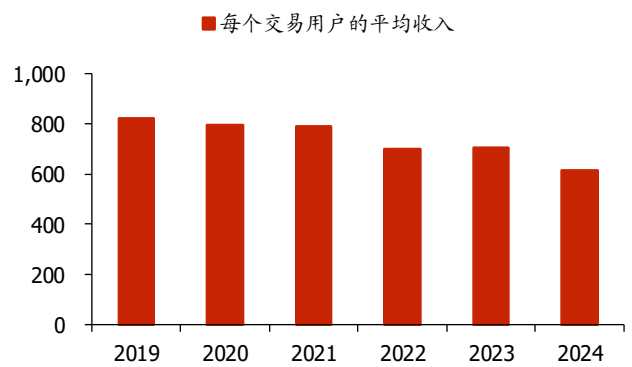
平台赋能效果显著, 交易用户持续增长。2024年, 途虎交易用户为2410万, 同比提升24.8%, 用户规模稳居国内汽车服务市场首位。截至2025H1, 公司在以途虎养车APP为主的全渠道拥有2650万的累计十二个月交易用户, 同时APP平均月活用户达到1350万, 分别同比大幅提升23.8%和17.5%。

图表27: 公司交易用户与同比增长(百万)



资料来源: 公司年报、公司半年报、公司招股说明书、国盛证券研究所

图表28: 公司每个交易用户的平均收入(元人民币/人)



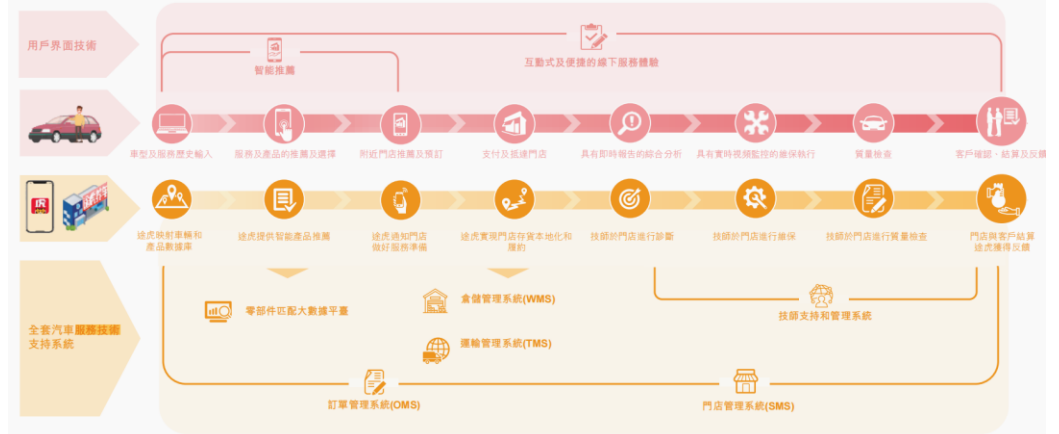
资料来源: Wind、公司年报、公司半年报、公司招股说明书、国盛证券研究所

3.2 打造覆盖供应链的数字化解决方案, 利用AI撬动增长新引擎

进行数字化运营与管理, 进而提升公司经营透明度、运营效率及服务能力。公司依托大数据、AI等前沿技术, 围绕汽车服务产业链开发出包括零部件匹配大数据平台、仓储管理系统、运输管理系统、门店管理系统、技师支持和管理系统等在内的全面汽车服务技术支持系统。公司专属技术体系实现供应链全流程数字化, 通过智能算法完成各环节协

同同步，支撑门店管理、存货规划、供应链网络优化等环节的集中化决策。对终端客户，该体系可优化交易流程、提升服务体验，实现车辆检测结果即时反馈、维修过程实时视频监控，显著提升服务质量；对供应链端，公司凭借数据分析能力实现零配件库存与市场需求的精准匹配，有效提升库存周转效率，实现货物高效分配。

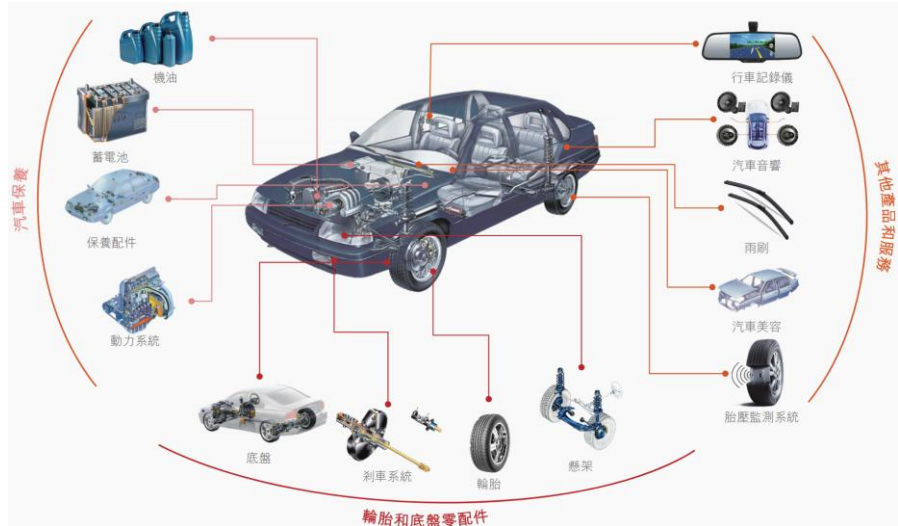
图表29: 途虎汽车服务技术支持系统



资料来源: 公司招股说明书、国盛证券研究所

途虎采用 C2M 模式开发自有和专供品牌，从而向个人终端客户提供多产品与服务。途虎提供的产品组合包括轮胎和底盘零部件、汽车保养、汽车维修、汽车美容和汽车配件，整体涵盖了知名的优质品牌产品，如倍耐力、德国马牌、邓禄普、固特异、埃克森美孚、壳牌和 3M 等，亦引入品牌拥有者为公司定制的专供品牌和自有品牌。公司采用 C2M 模式开发自有品牌与专供品牌，基于积累的销售数据挖掘客户需求，评估产品开发的可行性与盈利性后，联合制造合作伙伴完成产品落地。自有及专供品牌通常具备高利润率，可帮助公司实现盈利提升。同时，公司与多家国际知名品牌展开合作，对产品进行本地化重新设计并进行分销。依托零部件匹配大数据平台，公司可精准识别需求趋势、价格敏感性、制定有效的销售及营销策略，从而做出销售决策。

图表30: 途虎向个人终端客户提供的产品和服务



资料来源: 公司招股说明书、国盛证券研究所

AI 与智能供应链增强竞争优势，支撑门店高效运转与持续盈利。在前端用户体验与门店运营侧，途虎将 AI 深度应用于客户服务、门店培训、运营指导等场景。例如，其智能客服系统能精准理解车主模糊的故障描述，并推荐相应检测与服务；AI 培训系统能为不同水平的技师提供个性化提升方案；基于海量门店数据训练的运营模型，能主动为店长提

示库存优化建议、营销活动时机甚至潜在客户维系点。在后端，途虎自建了覆盖数万车型的庞大数据系统，用户输入车牌即可实现精准配货。在此基础上，途虎打造了“中央仓-区域仓-前置仓-工场店”的四级智能仓储物流网络。2025 年投入运营的广州自动化仓，效率达到传统仓的 2.5 倍，人工成本降低 60%。这套系统能实现需求预测、智能分仓、自动补货，不仅保障了服务时效，也极大降低了全链条的库存资金占用，从而保障了加盟商的盈利。

图表31: 途虎养车广州自动化仓库



资料来源: 人民网财经公众号、国盛证券研究所

聚焦线下运营体系的精细化管理，保障网络质量与用户体验。2025 年，途虎通过增加督导与 AI 视频识别检查密度等措施，加强了对门店的环境卫生高标准治理和门店行为的合规治理。同时优化了途虎商户 APP 内技师履约流程，增加了施工过程中的系统校验，包括开发违规事项事前风险检查功能和完善事后审核逻辑。还致力于建设更精细化的施工知识库，以此来明确项目复杂度与工时的关系，从源头规范服务行为。得益于上述举措，2025H1 途虎工场店的同店履约用户数同比增长超过 7%，约 90% 的 6 个月以上的途虎加盟工场店保持盈利状态。

3.3 以轻资产加盟模式扩张线下网络，并配备完善的履约基础设施

途虎有三种不同类型的门店，包括自营途虎工场店、加盟途虎工场店和第三方合作门店。加盟途虎工场店采用与自营途虎工场店相同的标准及专有技术系统运营。公司在中国各地亦有大量的合作门店，其主要向通过线上界面下达订单的客户提供安装服务，作为途虎工场店的补充。

图表32: 途虎三种类型的门店

		途虎工场店		途虎合作门店
		自营店	加盟店	
战略考量	制定服务质量和运营效率的行业标准	以轻资产的商业模式实现网络的快速扩张		作为途虎工场店的补充, 进一步扩大地域覆盖
经营模式	对以下方面拥有完全的控制权: <ul style="list-style-type: none"> • 门店选址 • 店面装修 • 员工招聘 • 门店管理和信息系统 • 支付、结算和财务系统 • 供应链和物流能力 • 统一的途虎品牌 • 技师管理 • 服务质量 	对以下方面拥有完全的控制权: <ul style="list-style-type: none"> • 门店管理和信息系统 • 支付、结算和财务系统 • 供应链和物流能力 • 统一的途虎品牌 • 技师管理 • 服务质量 途虎提供选址、店面装修和人员培训方面的指导	<ul style="list-style-type: none"> • 不控制合作门店的运营 • 合作门店主要为途虎线上平台销售的产品提供安装服务 	

资料来源: 公司招股说明书、国盛证券研究所

途虎打造高效及可扩展的门店网络, 确保标准化服务和快速扩张。公司对于途虎工场店和门店供应链维持强有力的控制, 所有的途虎工场店均采用专有系统实现作业标准化及财务和交易管理; 同时建立了标准的运作流程。此外, 途虎创建了在线技师支持系统以及综合专业知识数据库。公司为选址、店面布局和装修以及店面人员配备制定了一套详细的标准。例如要求自营和加盟途虎工场店有统一的店面设计、标识展示和标准化的服务站, 一家典型的途虎工场店面积介乎 300 至 500 平方米之间。

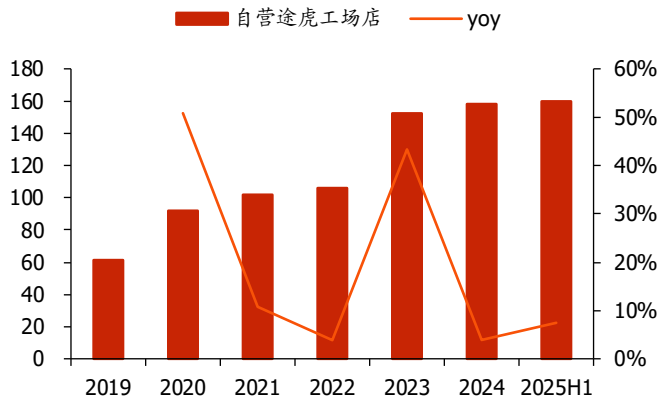
图表33: 途虎工场店示意图



资料来源: 公司招股说明书、国盛证券研究所

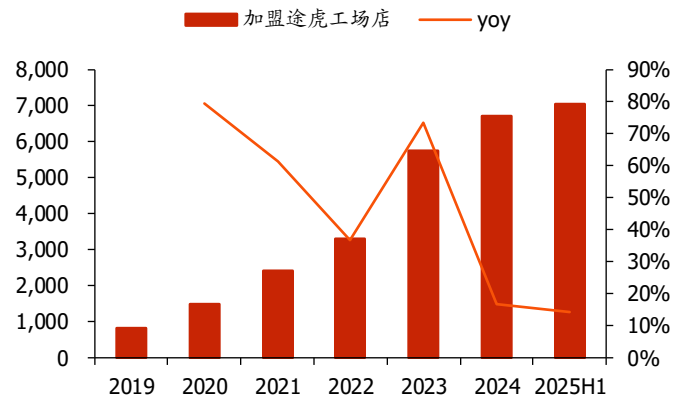
通过持续的技术投入和标准化运营扩张门店网络, 下沉战略使得门店网络兼具广度与深度。从 2019 年到 2024 年, 途虎的自营和加盟工场店从 61/838 家增长至 158/6716 家, 复合年增长率分别高达 21%/51.6%。截至 2025H1, 途虎已在全国拥有 7205 家工场店, 在门店总规模和增速方面大幅领跑行业。途虎门店覆盖了全国 320 个地级行政区划、1855 个县级行政区划, 对全国乘用车保有量在 2 万以上的县域覆盖率已提升至 70%。同时途虎持续实行门店下沉战略, 将门店下沉至县级和乡镇行政区域, 2024 年 8 月开启“万镇万店”计划, 针对中西部下沉空白乡镇提供加盟费和管理费折扣的优惠政策, 截至 2025H1, 通过深化下沉市场渗透, 途虎对于低线城市的覆盖进一步扩大, 新开门店中位于二线及以下城市的门店占比继续超过 60%, 其中广西省、黑龙江省、西藏自治区、新疆维吾尔自治区等地门店数同比增幅均超过 20%。

图表34: 2019-2025H1 自营途虎工场店



资料来源: 公司年报、公司半年报、公司招股说明书、国盛证券研究所

图表35: 2019-2025H1 加盟途虎工场店



资料来源: 公司年报、公司半年报、公司招股说明书、国盛证券研究所

灵活完善的履约基础设施是平台高效运营的核心保障，公司已构建起自营基础设施+第三方服务商的全国性仓储物流体系。近年来，公司持续完善物流体系，以保障向用户高效交付产品。截至2024年末，途虎已搭建覆盖全国的物流网络，包括30个区域仓、606个前置仓、243条自配送线路，为产品的流转提供有力支撑，从而优化终端用户的体验。2024年，通过持续的仓网优化举措，公司物流时效进一步升级。对于线上预约订单，当日次日达率达到79%，同比提升5pct；对于线下进店订单，前置仓的5公里30分钟达/10公里1小时达率则维持在97%的高水平。

图表36: 途虎养车全国仓配网络



资料来源: 公司年报、国盛证券研究所

盈利预测

1) 汽车产品和服务: 途虎通过线上界面及线下服务网络为个人终端客户提供汽车产品和服务, 如轮胎和底盘零部件更换、汽车保养产品和服务及其他服务, 以及通过汽配龙提供汽车零配件交易服务。分业务来看, 随着我国乘用车保有量的提升, 预计轮胎和底盘零部件业务收入可稳步增长; 随着新能源汽车渗透率的不断提高和车龄的逐渐上升, 相关的保养业务和其他服务也会迎来需求的提升。另外, 公司线上平台用户拓展和线下网络的下沉扩张也会提升对于个人终端客户的覆盖, 预计汽车产品和服务这一板块盈利可持续增长, 2025-2027年营收增速为 12.00%、12.00%、12.00%, 毛利率分别达到 23.00%、23.30%、23.50%。

2) 广告、加盟及其他服务: 随着途虎的线上线下一体化平台规模的不断扩大, 预计广告、加盟服务收入将持续提升。预计 2025 至 2027 年的营收增速为 10.00%、10.00%、10.00%, 毛利率分别达到 88.00%、89.00%、90.00%。

图表37: 途虎各业务收入及盈利能力核心假设 (百万元)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,601.09	14,758.69	16,510.60	18,470.81	20,664.15
YOY	17.8%	8.5%	11.9%	11.9%	11.9%
毛利率	24.70%	25.38%	25.16%	25.47%	25.68%
1.汽车产品和服务					
营业收入	12646.78	13801.67	15457.87	17312.82	19390.36
YOY	17.94%	9.13%	12.00%	12.00%	12.00%
毛利率	22.96%	23.27%	23.00%	23.30%	23.50%
2.广告、加盟及其他服务					
营业收入	954.31	957.02	1052.72	1157.99	1273.79
YOY	15.80%	0.28%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	84.14%	86.91%	88.00%	89.00%	90.00%

资料来源: wind, 国盛证券研究所预测

盈利预测与投资建议: 综上, 我们预计 2025-2027 年营收分别为 165.11/184.71/206.64 亿元, 同增 11.87%/11.87%/11.87%, 毛利率分别为 25.16%/25.47%/25.68%; 预计 2025-2027 年归母净利润分别为 6.47/8.22/10.55 亿元, 同增 33.75%/26.96%/28.45%, 当前对应市值 PE 为 18/14/11x。

途虎主业聚焦汽车服务市场, 当前积极进行线上线下一体化平台的拓展, 我们选取美洲地区领先的汽车零部件和配件的零售商汽车地带、美国最大的汽车后市场零部件零售商之一奥莱利汽车, 以及在中国拥有广泛的 4S 经销店网络、领先的全国性汽车经销商中升控股作为可比标的。2026 年行业平均 PE 为 21x, 考虑到公司线上生态的流量壁垒持续强化、线下门店网络不断下沉扩张, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表38: 途虎可比公司估值表 (亿元人民币, 截至2026年1月28日)

标的	市值	归母净利润			PE		
		25E	26E	27E	25E	26E	27E
汽车地带	4398.1	177.5	171.7	203.7	24.8	25.6	21.6
奥莱利汽车	5933.3	179.3	193.3	209.5	33.1	30.7	28.3
中升控股	261.3	29.6	38.5	48.7	8.8	6.8	5.4
可比公司 平均					22.2	21.0	18.4
途虎	116.3	6.5	8.2	10.6	18.0	14.2	11.0

资料来源: 可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期、国盛证券研究所

风险提示

- 1、行业需求不及预期风险:** 公司的业务及增长受中国汽车服务的客户需求及支出变动的的影响, 若中国汽车服务市场需求不及预期, 则会影响公司的业务需求。
- 2、与加盟商合作不稳定的风险:** 公司主要通过途虎工场店及合作门店向客户提供汽车服务, 若其无法吸引或留住加盟商或合作门店运营商则可能会影响业务的展开。
- 3、技术进步风险:** 公司的业务可能受到汽车技术(如新能源汽车、自动驾驶及共享出行等)进步的影响。
- 4、数据滞后性风险:** 部分数据引用存在一定滞后性, 行业政策、市场环境、公司经营等情况可能存在变化。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com