

行业研究 | 行业深度研究 | 商贸零售

# 途虎深度系列 3：复盘美国汽车后市场 -连锁龙头穿越周期（公司篇）



## 报告要点

美国汽车后市场龙头公司具备数十年持续稳定成长且抗周期特点。1) AutoZone 近 20 年营收 CAGR 约为 5.99%，净利润 CAGR 约为 8.25%，并且公司在 2008 年金融危机和 2020 年新冠疫情期间业绩并未出现明显下滑。2) O' Reilly 过去 20 年创超 43 倍的股价涨幅，股价上涨主要来自同店收入稳步增长以及盈利能力提升。2003-2023 年期间毛利率从 2.22% 稳步提升至 51.26%；净利率从 6.62% 稳步提升到 14.84%。目前中国汽车后市场格局虽然较为分散，但却足够广阔，能够让强竞争力的企业稳步成长，推荐国内 O2O 汽车服务龙头途虎。

## 分析师及联系人



邓文慧



郭家玮

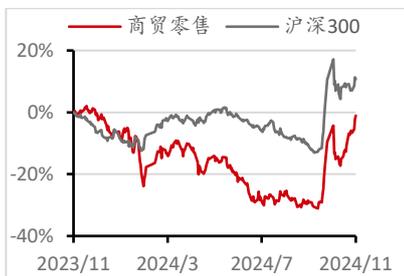
SAC: S0590522060001

## 商贸零售

# 途虎深度系列 3：复盘美国汽车后市场-连锁龙头穿越周期（公司篇）

投资建议： 强于大市（维持）  
上次建议： 强于大市

### 相对大盘走势



### 相关报告

- 1、《商贸零售：途虎深度系列 2：复盘美国汽车后市场-弱周期长坡厚雪大赛道（行业篇）》2024. 10. 24
- 2、《商贸零售：拆解三丽鸥探讨 IP 零售变现价值》2024. 10. 23



扫码查看更多

### ➤ AutoZone：以 DIY 用户为主的汽配连锁龙头

AutoZone 定位以 DIY 用户为主的社区汽配商超，门店每平方英尺的年均销售额较 O'Reilly 和 Advance Auto Parts 更高。公司高经营效率下盈利能力强劲，2023 财年 ROIC 为 85.7%，同期 O'Reilly 和 Advance Auto Parts 分别为 65.7%和 0.7%。股价方面，AutoZone 持续业绩增长及较好的股东回报推动股价上涨，2003-2023 财年公司通过回购注销了 82%的流通股数。较大的回购力度推动公司股价从 2003 年年初至今（截至 2024 年 9 月 24 日）上涨超过 40 倍。

### ➤ O'Reilly：DIY&DIFM 并重的汽配连锁龙头

O'Reilly 发展初期就确立了同时发展 DIY 和 DIFM 的双重市场策略。双重市场策略能够让公司拥有更大规模的消费群体，更加高效的利用配送中心设施和门店资源。公司在过去 10 年同店销售增长表现强劲，整体高于 AutoZone 和 Advance Auto Parts 两大竞争对手。公司在 2010 年自由现金流改善后开始持续回购，公司股价从 2003 年初至今（截至 2024 年 9 月 24 日）上涨超过 44 倍。估值方面，2006 年至今公司 PE 中枢约为 22X，整体估值高于 AutoZone（同期 PE 中枢约为 16X）。

### ➤ Advance Auto Parts：多品牌运营下盈利承压

截至 2023 年底，公司运营 3 个品牌服务不同客户，其中 Advance Auto Parts 服务涵盖 DIFM 和 DIY 客户；Carquest 主要服务 DIY 客户；Worldpac 通过线上履约的方式为 DIFM 客户提供进口原厂件。公司多品牌运营下盈利承压，2014 年在收购 GPII 后由于供应链成本上涨，盈利能力持续下滑，其中毛利率在 2014 年同比下降 4.84pct 至 45.24%，此后一路下滑至 2023 年的 40.07%。净利率从 2013 年的 6.03% 下滑至 2023 年的 0.26%，公司为降低成本在 2024 年 8 月将 Worldpac 出售。

### ➤ NAPA：聚焦 DIFM 的汽配连锁品牌龙头

美国 NAPA 品牌涵盖汽配商超、维修中心和针对 DIFM 客户的管理赋能服务项目。公司可提供的配件覆盖几乎所有车型，可以为包括混合动力汽车、电动汽车、卡车、SUV、大巴、房车、摩托车和农用车等在内的所有车型提供除轮胎和车身体以外数十万种配件。公司主要服务 DIFM 商业客户，包括汽修厂、商业车队、二手车商、租赁公司、公交运营公司、大型零售商等。2023 年公司 DIFM 客户占比为 80%，高于 AutoZone/O'Reilly/Advance Auto Parts 其他 3 大汽配龙头。

### ➤ 投资建议：推荐长期成长确定性较强的途虎

美国汽车后市场龙头公司具备持续稳定成长并且穿越周期的能力。1) AutoZone 近 20 年营业收入 CAGR 约为 5.99%，净利润 CAGR 约为 8.25%，并且公司在 2008 年金融危机和 2020 年新冠疫情期间业绩并未出现明显下滑。公司也通过回购注销了 82%的流通股推动股价上涨超 40 倍。2) O'Reilly 过去 20 年股价上涨超过 43 倍，股价上涨主要来自同店收入稳步增长以及盈利能力提升，2003-2023 年毛利率从 42.22%稳步提升至 51.26%；净利率从 6.62%提升 14.84%。美国汽车后市场龙头公司股价呈现长牛和抗周期特点，目前中国汽车后市场格局虽然较为分散，但却足够广阔，能够让强竞争力的企业稳步成长，推荐国内 O2O 汽车服务龙头途虎。

**风险提示：**数据局限性风险，国情差异风险，新能源汽车维保需求不及预期风险。

## 投资聚焦

### 核心逻辑

美国汽配行业在经历了大规模并购后集中度持续提升，前4大汽配公司门店数量占比从1995年的7.3%提升到2023年的49.3%，目前美国4大汽配在行业内占据主导地位。途虎相较于美国4大汽配，成长空间主要在两个方面：1) 自有品牌：AutoZone/O'Reilly/Advance Auto Parts 3家汽配龙头自有品牌产品销售占比均超过50%。途虎目前自有自控产品销售占比较低，2023年销售占比仅为26%。2) 产品品类：美国汽配连锁龙头汽车配件覆盖范围较广，AutoZone的产品包括故障件、保养件和其他汽车用品三大系列；NAPA产品种类更加丰富，可以为包括卡车、大巴、农用车等在内的所有车型提供除轮胎和车身体件以外数十万种配件。而途虎目前主要为乘用车提供轮胎、机油两大系列产品，品类拓展空间较大。

### 美国四大汽对比

- **AutoZone:** 定位以DIY用户为主的社区汽配商超，门店每平方英尺的年均销售额较O'Reilly和Advance Auto Parts更高。公司高经营效率下盈利能力强劲，2023财年ROIC为85.7%，同期O'Reilly和Advance Auto Parts分别为65.7%和0.7%。股价方面，AutoZone持续业绩增长及较好的股东回报推动股价上涨，2003-2023财年公司通过回购注销了82%的流通股数。较大的回购力度推动公司股价从2003年年初至今（截至2024年9月24日）上涨超过40倍。
- **O'Reilly:** 发展初期就确立了同时发展DIY和DIFM的双重市场策略。双重市场策略能够让公司拥有更大规模的消费群体，更加高效的利用配送中心设施和门店资源。公司在过去10年同店销售增长表现强劲，整体高于AutoZone和Advance Auto Parts两大竞争对手。公司在2010年自由现金流改善后开始持续回购，公司股价从2003年初至今（截至2024年9月24日）上涨超过44倍。估值方面，2006年至今公司PE中枢约为22X，整体估值高于AutoZone（同期PE中枢约为16X）。
- **Advance Auto Parts:** 截至2023年底，公司通过运营3个品牌服务不同客户，其中Advance Auto Parts有服务涵盖DIFM和DIY客户；Carquest主要服务DIY客户；Worldpac通过线上履约的方式为DIFM客户提供进口原厂件。公司多品牌运营下盈利能力承压，2014年在收购GPII后由于供应链成本上涨，盈利能力持续下滑，其中毛利率在2014年同比下降4.84pct至45.24%，此后一路下滑至2023年的40.07%。净利率从2013年的6.03%下滑至2023年的0.26%，公司为降低成本在2024年8月将Worldpac出售。
- **NAPA:** 美国NAPA品牌涵盖汽配商超、维修中心和针对DIFM客户的管理赋能服务项目。公司可提供的配件覆盖几乎所有车型，可以为包括混合动力汽车、电动汽车、卡车、SUV、大巴、房车、摩托车和农用车等在内的所有车型提供除轮胎和车身体件以外数十万种配件。公司主要服务DIFM商业客户，包括汽修厂、商业车队、二手车商、租赁公司、公交运营公司、大型零售商等。2023年公司DIFM客户占比为80%，高于AutoZone/O'Reilly/Advance Auto Parts其他3大汽配龙头。

## 正文目录

1. AutoZone: 以DIY用户为主的汽配连锁龙头	6
1.1 商业模式: 定位以DIY用户为主的社区汽配商超	6
1.2 核心优势: 高经营效率下盈利能力强劲	9
1.3 股价表现: 强盈利能力+持续回购支撑股价长牛	10
2. O'Reilly: DIY&DIFM并重的汽配连锁龙头	13
2.1 发展历史: 多次并购实现快速扩张	13
2.2 商业模式: 长期坚持DIY&DIFM并重的市场策略	14
2.3 股价表现: 现金流改善后积极回购推动股价上升	17
3. Advance Auto Parts: 多品牌运营下盈利承压	20
3.1 商业模式: 多品牌运营+DIY&DIFM客户结构均衡	20
3.2 财务表现: 高运营成本下盈利能力承压	21
4. NAPA: 聚焦DIFM的汽配连锁品牌龙头	23
4.1 GPC: 近百年发展成为全球汽车和工业配件分销服务商	23
4.2 汽车业务: 产品/服务种类覆盖范围广+DIFM客户为主	24
4.3 经营表现: 收入易受经济周期影响+连续68年分红稳定增长	26
5. 途虎成长空间: 自有品牌+产品品类	29
5.1 横向对比: 商业模式与发展阶段存在一定差异	29
5.2 自有品牌: 途虎自有自控品牌产品仍有较大提升空间	32
5.3 产品品类: 产品覆盖范围有较大的扩充空间	32
6. 投资建议: 推荐长期成长确定性较强的途虎	33
7. 风险提示	34

## 图表目录

图表 1: AutoZone 发展历程	6
图表 2: 2023 财年 AutoZone 分不同类型客户业务占比	7
图表 3: AutoZone 汽车配件业务的 3 大产品系列	8
图表 4: 2008 财年-2023 财年公司产品系列销售收入 (亿美元)	8
图表 5: AutoZone 每平方英尺的年均销售额较高	9
图表 6: AZO/ORLY/AAP 三大汽配销售、行政及一般费用率	9
图表 7: 2018-2023 年 AZO/ORLY/AAP 三大汽配 ROIC	9
图表 8: AutoZone 自有品牌 Duralast 官网	10
图表 9: 2003-2023 财年 AutoZone 营业收入及同比增速	11
图表 10: 2003-2023 财年 AutoZone 净利润及同比增速	11
图表 11: 2003-2023 财年 AutoZone 毛利率与净利率情况 (%)	11
图表 12: AutoZone 持续进行回购	12
图表 13: AutoZone 股价变化情况 (美元)	12
图表 14: 2006 年至今 AutoZone 市盈率 (TTM) 中枢约为 16X	12
图表 15: O'Reilly 发展历程	13
图表 16: 1995-2023 年公司每年新增门店数量	14
图表 17: O'Reilly 同店销售增速较高	15

图表 18:	2010-2023 年公司 DIY&DIFM 业务占比情况	15
图表 19:	AutoZone 从配送中心到门店采用分级库存管理	16
图表 20:	O'Reilly 库存周转率较高	16
图表 21:	O'Reilly 主要品牌覆盖	17
图表 22:	2003-2023 年 O'Reilly 营业收入及同比增速	17
图表 23:	2003-2023 年 O'Reilly 净利润及同比增速	17
图表 24:	2003-2023 年 O'Reilly 毛利率与净利率情况 (%)	18
图表 25:	2011 年起 O'Reilly 持续进行股票回购	19
图表 26:	O'Reilly 股价变化情况 (美元)	19
图表 27:	2007 年至今 O'Reilly 市盈率 (TTM) 中枢约为 22X	19
图表 28:	Advance Auto Parts 发展历程	20
图表 29:	2023 年 Advance Auto Parts 运营 3 个品牌服务不同客户	21
图表 30:	Advance Auto Parts 收购 GPII 后 DIFM 收入占比维持基本接近 60%	21
图表 31:	Advance Auto Parts 营业收入及同比增速	22
图表 32:	Advance Auto Parts 净利润及同比增速	22
图表 33:	Advance Auto Parts 收购 GPII 后毛利率下滑幅度较大	22
图表 34:	Genuine Parts/NAPA 发展历史	23
图表 35:	2023 年 Genuine Parts 分产品销售收入分布	24
图表 36:	2023 年 Genuine Parts 不同地区销售收入分布	24
图表 37:	Genuine Parts 业务流程图	24
图表 38:	美国 NAPA 涵盖汽配商超、维修中心和针对 DIFM 客户的门店管理赋能服务	25
图表 39:	NAPA 维修中心包括快修中心、事故车维修中心、卡车维修中心	25
图表 40:	2023 年 GPC 汽车业务 DIFM 客户占比较高	26
图表 41:	截至 2023 年美国前四大汽配公司配送中心数量	26
图表 42:	2003-2023 年 GPC 营业收入及同比增速	27
图表 43:	2003-2023 年 GPC 净利润及同比增速	27
图表 44:	2004-2023 年 GPC/AZO/ORLY/AAP 营收同比增速	27
图表 45:	2004-2023 年 GPC 各主要业务营收同比增速	27
图表 46:	GPC 毛利率和净利率	28
图表 47:	公司连续 68 年分红稳定增长	28
图表 48:	GPC 股价变化情况 (美元)	28
图表 49:	2006 年 3 月至今 GPC 市盈率 (TTM)	28
图表 50:	2023 年美国汽车后市场中 DIY 占 20%	29
图表 51:	2023 年美国前 4 大汽配 DIFM/DIY 业务占比	29
图表 52:	途虎/NAPA 旗下渠道网络结构分布	30
图表 53:	2023 年美国 4 大汽配全球门店数量	31
图表 54:	2021-2024H1 途虎低线城市门店增速较快	31
图表 55:	AutoZone/O'Reilly/途虎相关经营数据对比	31
图表 56:	O'Reilly 自有产品销售超过 50%	32
图表 57:	2019-2023 年途虎专供和自有产品占比	32
图表 58:	AutoZone 故障件销售占比较高	33
图表 59:	途虎轮胎和底盘零部件和汽车保养业务占比较高	33

# 1. AutoZone：以DIY用户为主的汽配连锁龙头

## 1.1 商业模式：定位以DIY用户为主的社区汽配商超

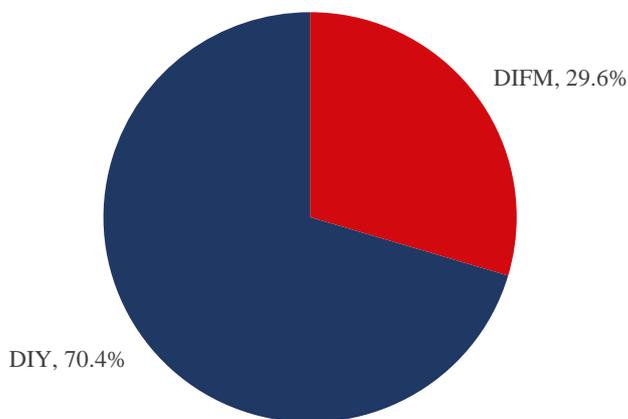
AutoZone 成立于 1979 年，是以 DIY 用户为主的汽配连锁品牌。公司前身 Auto Shack 于 1979 年在美国阿肯色州开设了第一家门店。公司在 1987 年更名为 AutoZone，1979 年在美国纽交所上市。截至 2023 财年，公司在美国拥有 6,300 家门店，已成为美国最大的汽车修配连锁品牌。公司最初聚焦个人车主 DIY 业务。从 2007 年开始，AutoZone 开展了面向汽车维修厂等商业客户的 DIFM 业务，由于 DIFM 市场相较于 DIY 市场更为分散，增长潜力巨大。公司在美国的 DIFM 业务收入增长迅速，2013 财年至 2023 财年 CAGR 达到 12.16%，同期总营收 CAGR 为 6.68%。2023 财年公司在美国的 DIY 和 DIFM 业务占比分别为 70.4%、29.6%，对应市占率分别约为 14%、3.3%。

图表1：AutoZone 发展历程

年份	重大事件
1979	AutoZone前身Auto Shack最初只是Malone & Hyde的一个部门，第一家店于1979年7月在美国阿肯色州福雷斯特城开业
1981	Auto Shack开始在田纳西州孟菲斯尝试提供汽车配件的配送服务
1986	AutoZone首次推出自有品牌Duralast，首批产品涵盖汽车交流发电机和启动器
1987	Auto Shack将公司名称改为AutoZone，同年公司首次推出了电子目录，公司员工能够随时查找零部件、保修信息以及门店的库存情况
1991	AutoZone在美国纽交所上市，股票代码为AZO
1996	AutoZone收购汽车诊断和维修信息软件公司-ALLDATA
1998	AutoZone收购Auto Palace的112家汽车配件店；收购TruckPro的43家店；收购Chief Auto Parts Inc的560家店；Pep Boys的100家快捷店；AutoZone在墨西哥新拉雷多开设第1家海外门店
2002	AutoZone推出Hub stores，使客户能够在较短时间内获得汽车零部件
2003	AutoZone针对DIY客户推出Duralast工具系列，产品涵盖钳子、扳手、套筒和螺丝刀等专业维修工具
2008	AutoZone推出Z-net，提供一键式维修指南信息等
2010	AutoZone推出AutoZone智能手机应用程序
2012	AutoZone开设电子商务履约中心，处理和运输个人客户以及门店的订单
2014	AutoZone推出ALLDATA Tech-Assist，提供基于电话的诊断支持；推出MegaHub增强履约能力
2018	AutoZone宣布次日送达计划，客户在晚上10点前下单可以在次日收货

资料来源：公司官网，公司公告，国联证券研究所

图表2：2023 财年 AutoZone 分不同类型客户业务占比



资料来源：公司公告，Bloomberg，国联证券研究所测算  
注：业务占比统计口径为美国境内，不包括墨西哥、巴西等海外地区的业务

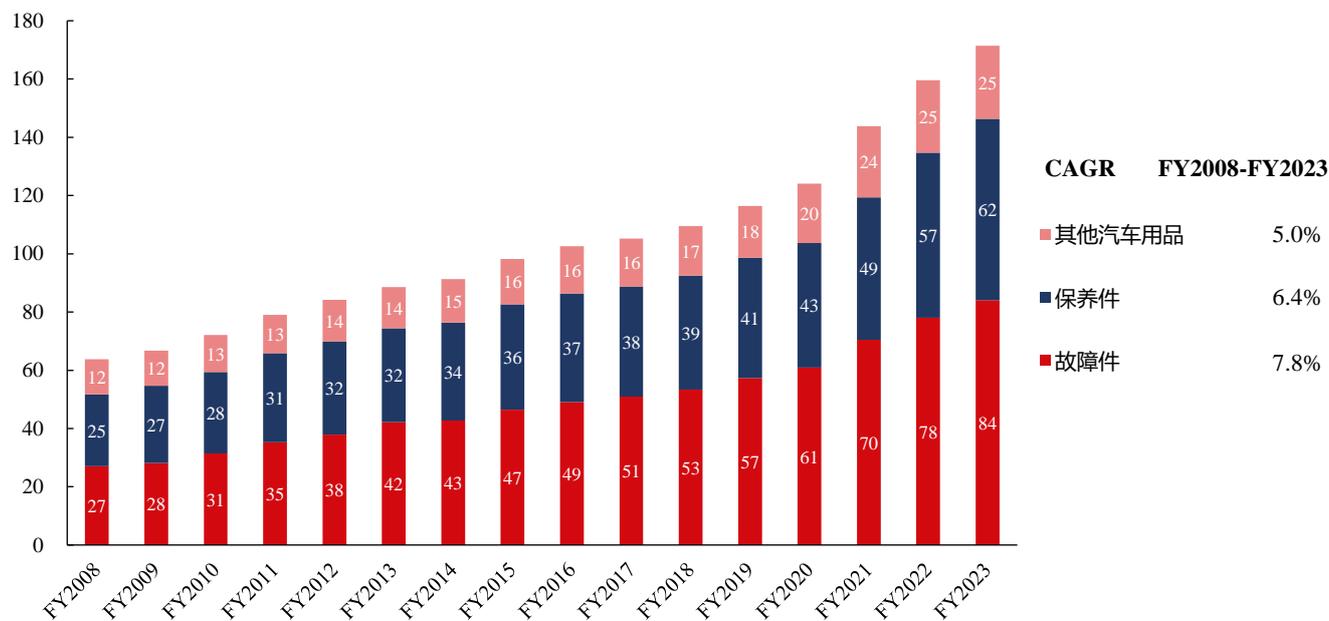
**AutoZone 主要产品可分为故障件、保养件和其他汽车用品，其中故障件产品收入增速最快。**公司主要经营汽车配件销售，同时销售 ALLDATA 汽车诊断和修复软件以及在 autozone.com 运营其电商业务。公司汽车配件可分为三大产品系列，其中故障件包括空调压缩机、发动机水箱、轴承等部件，受益于美国汽车平均车龄的不断上升，公司故障件销售收入增速最快，2008-2023 财年 CAGR 为 7.8%，同期保养件和其他汽车用品 CAGR 分别为 6.4%和 5.0%。保养件包括机油、机油滤芯、空气滤芯等。故障件和保养件产品销售均易受天气的影响，极端气温下车辆故障率高，故障件产品销售会增加；雨季期间车主通常会推迟保养，保养件产品销售会减少。

图表3: AutoZone 汽车配件业务的3大产品系列

故障件	保养件	其他汽车用品
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 空调压缩机</li> <li>• 电池及相关配件</li> <li>• 轴承</li> <li>• 刹车软管</li> <li>• 刹车卡钳</li> <li>• 离合器</li> <li>• 底盘</li> <li>• 驱动轴</li> <li>• 燃油泵</li> <li>• 发动机</li> <li>• 前照灯</li> <li>• 点火系统</li> <li>• 节温器</li> <li>• 水箱</li> <li>.....</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 防冻液</li> <li>• 刹车片</li> <li>• 刹车盘</li> <li>• 挡风玻璃清洗液</li> <li>• 制冷剂</li> <li>• 机油</li> <li>• 空气滤芯</li> <li>• 机油滤芯</li> <li>• 氧传感器</li> <li>• 减震器</li> <li>• 火花塞</li> <li>• 变速箱油</li> <li>• 雨刮器</li> <li>.....</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 空气清新剂</li> <li>• 车载手机配件</li> <li>• 饮料&amp;小吃</li> <li>• 脚垫&amp;坐垫</li> <li>• 后视镜</li> <li>• 车载娱乐系统</li> <li>• 内外饰配件</li> <li>• 拖车绳</li> <li>• 清洁剂</li> <li>• 密封剂和粘合剂</li> <li>• 方向盘套</li> <li>• 清洗&amp;打蜡</li> <li>.....</li> </ul>

资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表4: 2008 财年-2023 财年公司不同产品系列销售收入 (亿美元)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

## 1.2 核心优势：高经营效率下盈利能力强劲

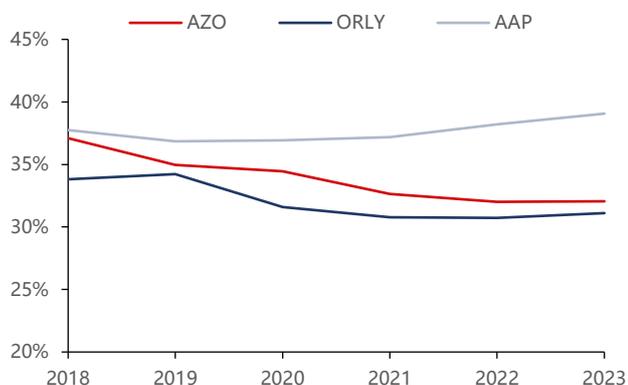
**AutoZone 门店坪效较高，高经营效率下公司盈利能力强劲。**AutoZone 是门店数最多的汽配连锁公司，但是公司门店平均面积小于 O'Reilly 和 Advance Auto Parts。公司较广的门店网络覆盖范围及丰富的汽车配件种类有效提升经营效率，每平方英尺的年均销售额较 O'Reilly 和 Advance Auto Parts 更高。AutoZone 在销售规模不断扩大的同时不断优化各项费用率，运营、销售、一般及行政支出收入占比从 2018 财年的 37.1% 下降到 2023 财年的 32.1%，费用率略高于 O'Reilly，远低于 Advance Auto Parts。公司高经营效率下盈利能力强，2023 财年 ROIC 为 85.7%，同期 O'Reilly 和 Advance Auto Parts 分别为 65.7% 和 0.7%。

图表5：AutoZone 每平方英尺的年均销售额较高

门店数量	2021	2022	2023
AutoZone	6,767	6,943	7,140
O'Reilly	5,784	5,971	6,157
Advance Auto Parts	4,972	5,086	5,107
门店平均面积(平方英尺)	2021	2022	2023
AutoZone	6,658	6,688	6,709
O'Reilly	7,466	7,470	7,582
Advance Auto Parts		8,426	8,897
每平方英尺的年均销售额 (\$)	2021	2022	2023
AutoZone	325	350	364
O'Reilly	309	323	339
Advance Auto Parts		260	248

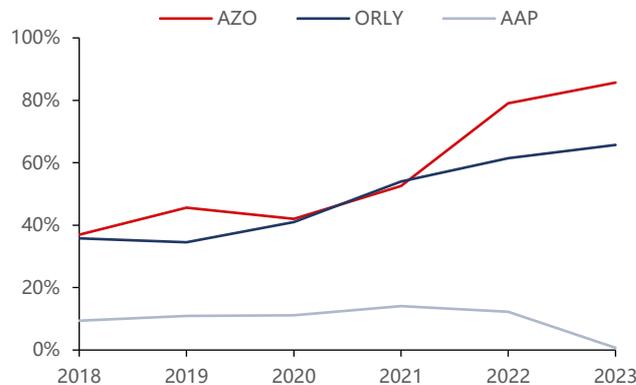
资料来源：Bloomberg，公司公告，国联证券研究所  
 注：AutoZone 统计口径是每一财年

图表6：AZO/ORLY/AAP 三大汽配销售、行政及一般费用率



资料来源：Wind，国联证券研究所  
 注：AutoZone 统计口径是每一财年

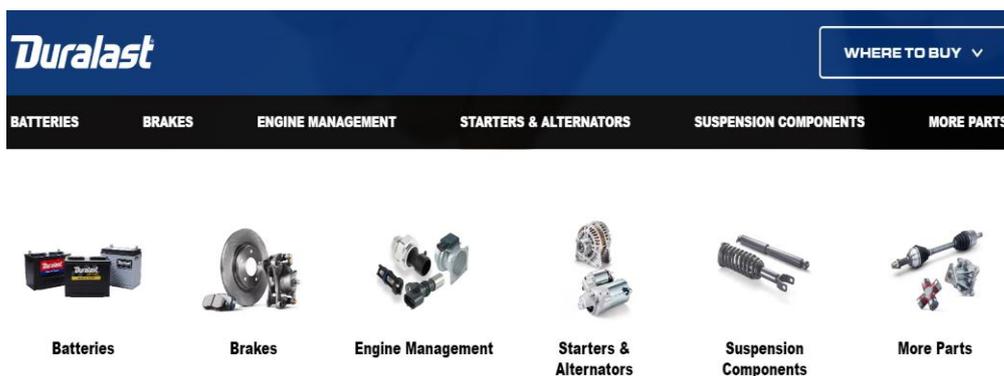
图表7：2018-2023 年 AZO/ORLY/AAP 三大汽配 ROIC



资料来源：Wind，国联证券研究所  
 注：AutoZone 统计口径是每一财年

**AutoZone 自有品牌销售占比超过 50%，同时也售卖 ALLDATA 汽车诊断软件。**公司早在 1986 年就推出了首个自有品牌 Duralast，目前 AutoZone 已创立了 Duralast、ProElite、ShopPro、TruGrade 等一系列自有品牌。2019 财年公司自有品牌销售占比超过 50%。公司向汽车维修店销售 ALLDATA 品牌的汽车维修、诊断和管理软件，实现了硬件和软件的组合销售，增加客户粘性和忠诚度。

图表8：AutoZone 自有品牌 Duralast 官网

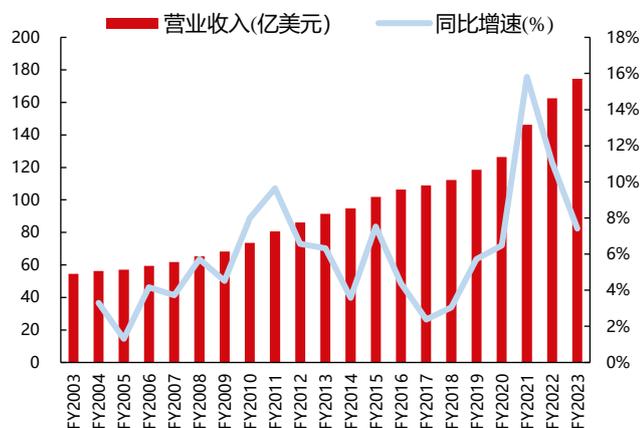


资料来源：公司公告，国联证券研究所

### 1.3 股价表现：强盈利能力+持续回购支撑股价长牛

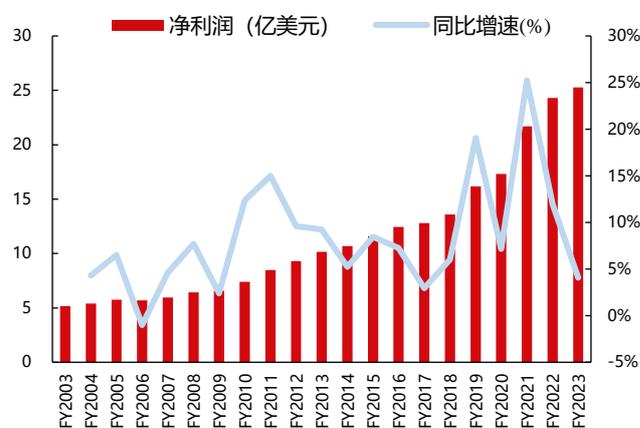
**AutoZone 业绩持续稳健增长，盈利能力维持在较高水平且稳中有升。**近 20 年以来 AutoZone 业绩持续成长，2003-2023 财年公司营业收入 CAGR 约为 5.99%；2003~2023 财年公司净利润 CAGR 约为 8.25%。公司抗周期能力强，在 2008 年金融危机和 2020 年新冠疫情期间，公司营业收入和净利润并未出现明显下滑。公司盈利能力稳中有升高，公司毛利率在 2008 年之后维持在 50% 以上，净利率从 2003 财年的 9.48% 稳步提升至 2023 财年的 14.48%。

图表9：2003-2023 财年 AutoZone 营业收入及同比增速



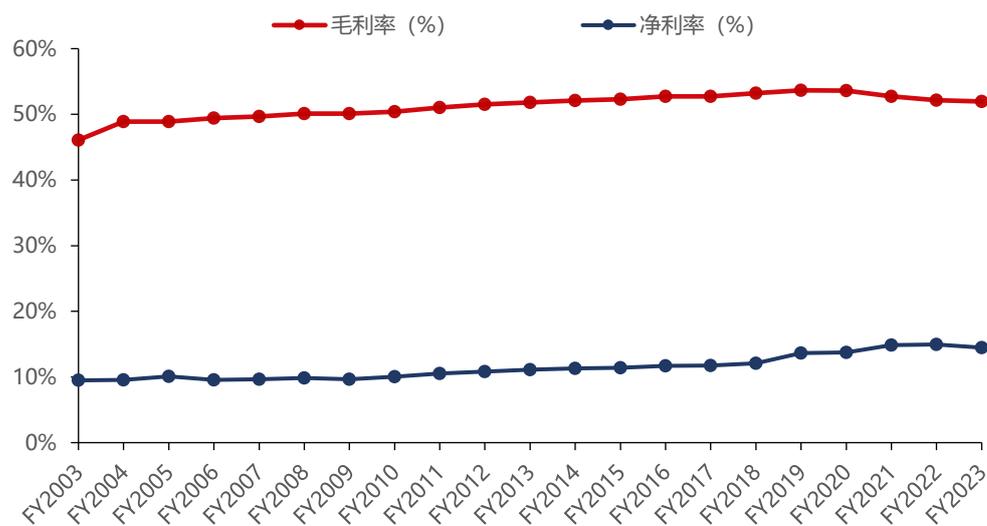
资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

图表10：2003-2023 财年 AutoZone 净利润及同比增速



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

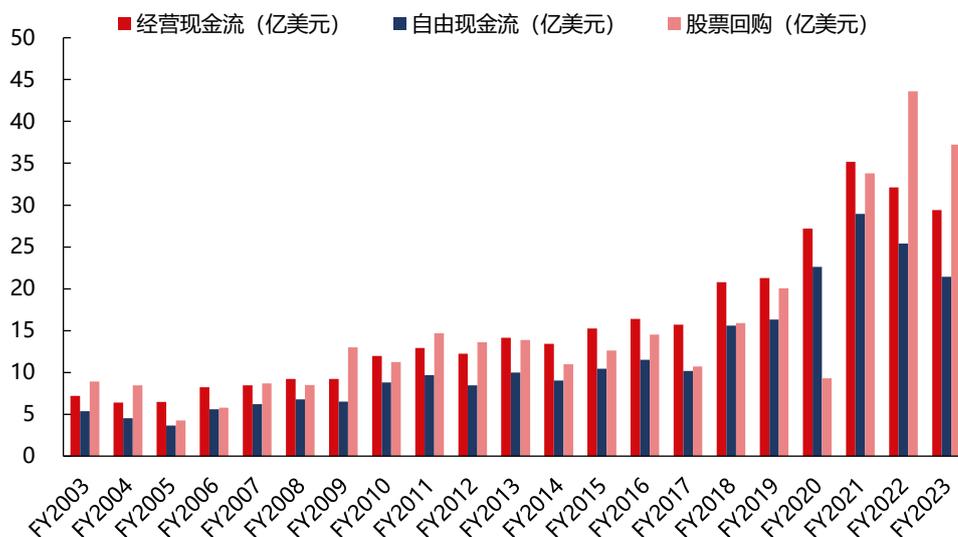
图表11：2003-2023 财年 AutoZone 毛利率与净利率情况 (%)



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

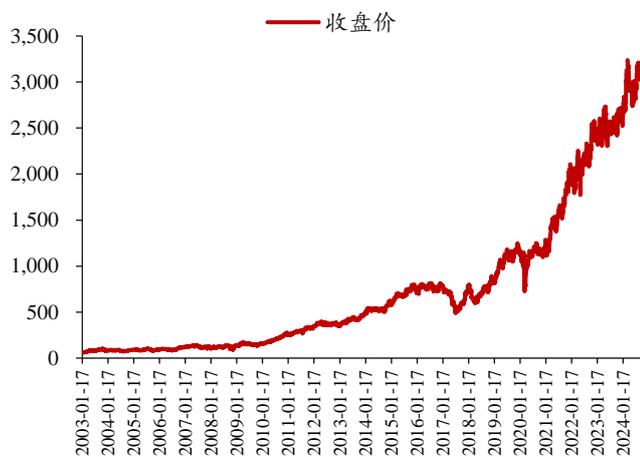
**AutoZone 持续进行股票回购，推动股价上涨。**2003-2023 财年公司通过回购注销了 82% 的流通股，合计金额 320 亿美元，是累计自由现金流的 1.29 倍；是合计净利润的 1.32 倍。持续业绩增长及较好的股东回报推动公司股价从 2003 年年初至今（截至 2024 年 9 月 24 日）上涨超过 40 倍。公司估值方面，2006 年至今公司 PE (TTM) 中枢约为 16X。

图表12: AutoZone 持续进行回购



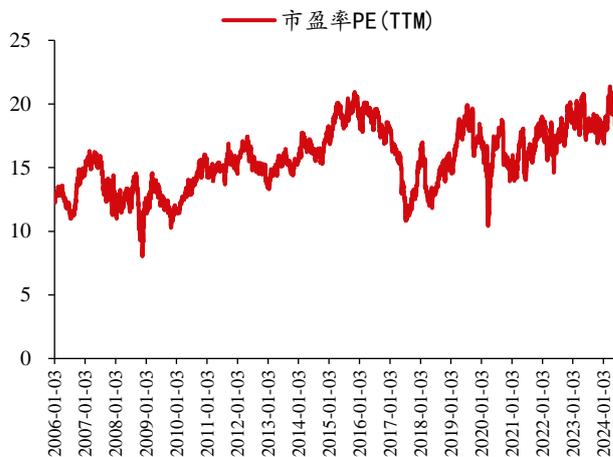
资料来源: Bloomberg, 国联证券研究所

图表13: AutoZone 股价变化情况 (美元)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表14: 2006 年至今 AutoZone 市盈率(TTM)中枢约为 16X



资料来源: Wind, 国联证券研究所

## 2. O'Reilly: DIY&DIFM 并重的汽配连锁龙头

### 2.1 发展历史：多次并购实现快速扩张

公司较早确立了 DIY&DIFM 并重战略，发展历史上经历了多次并购。1957 年 O'Reilly 在美国密苏里州普林菲尔德成立，公司早在 1986 年就确立了 DIY&DIFM 并重的战略并于 1993 年在纳斯达克上市。1998 年起公司开启快速扩张，通过不断并购扩大公司的销售范围，从美国中部地区不断扩张到基本覆盖美国全境。2019 年公司收购了墨西哥的 Mayasa Auto Parts 开始进入国际市场，2023 年 12 月通过收购 Groupe Del Vasto 进入加拿大市场。

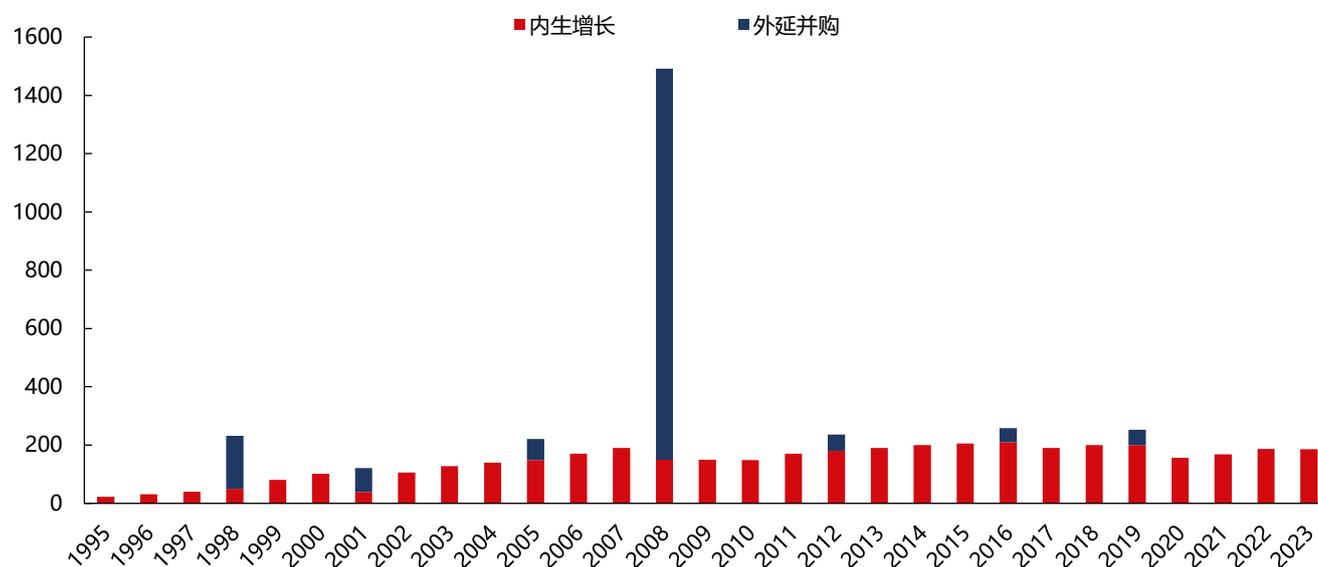
图表15：O'Reilly 发展历程

年份	重大事件
1957	Charles F. O'Reilly和他的儿子Charles H. "Chub" O'Reilly 在1957年12月2日在密苏里州斯普林菲尔德开设O'Reilly第一家门店
1975	O'Reilly 建立了第一个配送中心
1986	O'Reilly 确立了"DIY&DIFM并重战略"
1989	O'Reilly 的第100家门店开业
1993	O'Reilly 在纳斯达克上市，股票代码为ORLY
1998	O'Reilly 收购了 Hi/LO Auto Supply，使其规模几乎扩大了一倍。此次收购为其增加了一个配送中心，并在德克萨斯州和路易安那州合计增加了182家门店
2001	O'Reilly 收购了Mid-State，公司销售范围扩大了五个州，在阿拉巴马州、佛罗里达州、乔治亚州、印第安纳州和肯塔基州合计增加了 82 家门店，并在田纳西州新增2个配送中心。公司跻身全美前五大汽车配件连锁公司
2005	O'Reilly 收购了 Midwest，在明尼苏达州、蒙大拿州、北达科他州、南达科他州、威斯康星州和怀俄明州增加了72家门店，并在明尼苏达州和蒙大拿州增加了2个配送中心
2008	O'Reilly 收购了CSK Auto，在12个州增加了1,273家门店和4个配送中心
2012	O'Reilly 收购了VIP Auto Parts，VIP Auto Parts是一家总部位于缅因州的连锁企业，在缅因州、新罕布什尔州和马萨诸塞州共有56家门店，在缅因州有1个配送中心。此次收购标志着公司向新英格兰地区的扩张
2016	O'Reilly 收购 Bond Auto Parts，在明尼苏达州、蒙大拿州、北达科他州、南达科他州、威斯康星州和怀俄明州合计增加72家门店
2018	O'Reilly 收购总部位于佛罗里达州的Bennett Auto Supply，增加33家门店
2019	O'Reilly 收购墨西哥的Mayasa Auto Parts，标志着公司首次进入国际市场。Mayasa 在墨西哥工拥有6个配送中心、21家门店
2023	O'Reilly Auto 宣布收购 Groupe Del Vasto，标志着公司进入加拿大市场

资料来源：公司官网，公司公告，国联证券研究所

**O'Reilly 历史上通过多次并购实现门店快速扩张，目前已成为美国汽配门店数量第2的公司。**公司发展历史上共经历了9次收购，合计收购的门店数量为1857家，其中公司最大规模的一次收购发生于2008年，公司收购了CSK Auto 合计1342家门店。截至2024年7月30日公司在美国境内48个州拥有6,152家门店，门店数量位居美国第2；海外市场方面，公司分别在墨西哥和加拿大拥有69和23家门店。

图表16：1995-2023年公司每年新增门店数量

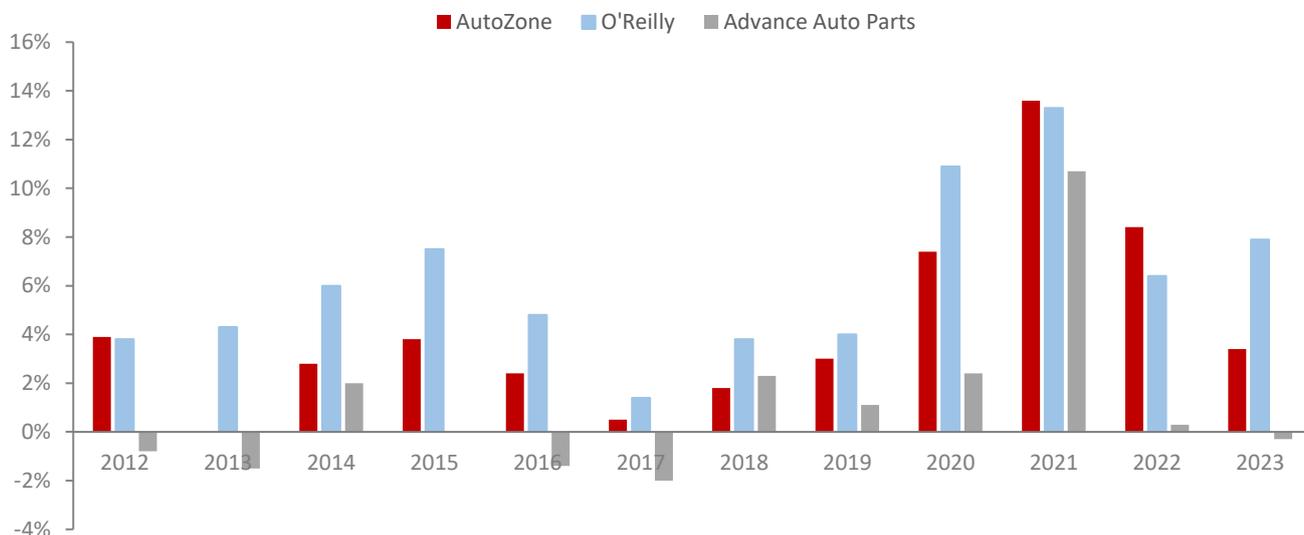


资料来源：公司公告，国联证券研究所

## 2.2 商业模式：长期坚持 DIY&DIFM 并重的市场策略

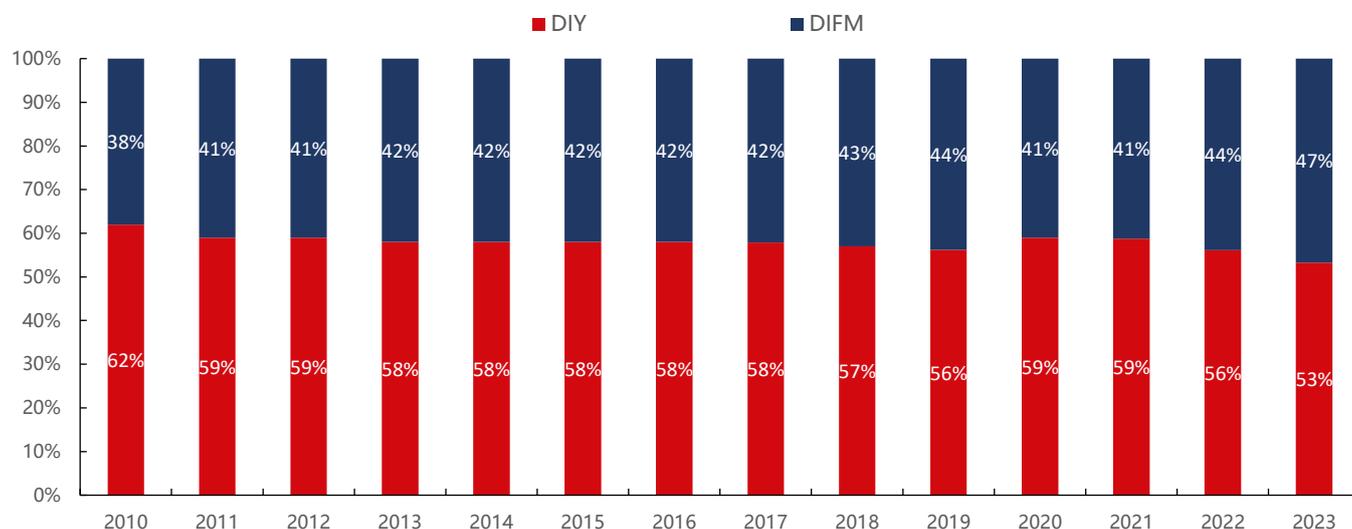
O'Reilly 发展充分受益于 DIY&DIFM 并重的市场策略，近年来 DIFM 客户销售收入占比逐年提升。公司发展初期就确立了同时发展 DIY(面向 C 端客户)和 DIFM (面向维修厂等 B 端客户)的双重市场策略。DIY&DIFM 双重市场策略能够让公司拥有更大规模的消费群体，更加高效的利用配送中心设施和门店资源。公司在过去 10 年同店销售增长表现强劲，整体高于 AutoZone 和 Advance Auto Parts 两大竞争对手。近年来公司来自维修厂等 B 端客户的销售占比逐步提升，公司 DIFM 收入占比从 2010 年的 38%提升到 2023 年的 47%，主要系 DIFM 市场竞争格局更为分散，大型汽配连锁企业市场份额提升的空间较大。

图表17: O'Reilly 同店销售增速较高



资料来源: Bloomberg, 国联证券研究所  
注: AutoZone 同店同比增速统计口径是每一财年

图表18: 2010-2023 年公司 DIY&DIFM 业务占比情况

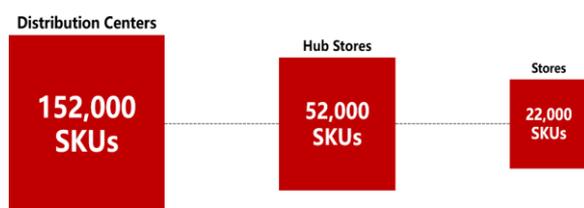


资料来源: Bloomberg, 公司公告, 国联证券研究所

**公司拥有庞大的库存分销网络, 供应链管理能力强。**如前文所述, 汽配行业具有产品品类多、库存周转低的特点, 要求公司拥有强大的供应链管理能力和能力, 尤其在 DIFM 市场, 客户对配送时间要求极高。O'Reilly 通过信息系统将每家门店与配送中心和中心商店连接起来, 从而实现分层级、高效的库存管理。截至 2023 年, 公司运营 30 个区域配送中心, 能够为门店提供平均 152,000 个 SKU 当日或次日送达的配件, 其中涵盖大量的非常用汽车配件; 同时公司运营了 385 家中心商店, 这些中心商店也能

够为门店提供平均 52,000 个 SKU 当日或次日送达的配件。在公司强大的库存分销网络下, 门店端平均只需要预留 22,000 个 SKU 配件。公司供应链管理较 AutoZone 和 Advance Auto Parts 更强, 2023 年 O'Reilly 库存周转率为 1.71, AutoZone 和 Advance Auto Parts 库存周转率分别为 1.45 和 1.39。

图表19: AutoZone 从配送中心到门店采用分级库存管理



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表20: O'Reilly 库存周转率较高



资料来源: Bloomberg, 国联证券研究所

公司自有品牌产品销售占比超过 50%。O'Reilly 为 DIY 用户以及汽车维修厂等商业客户提供丰富多样的汽车配件产品。公司既销售高知名度的品牌产品, 比如博世 (Bosch)、嘉实多 (Castrol)、美孚 (Mobil) 等; 公司也积极发力自有品牌 (proprietary brands), 比如 BesTest、Import Direct、O'Reilly Auto Parts、Ultima 等, 公司自有品牌产品符合原厂标准, 2023 年公司自有品牌产品销售占比超过 50%。公司通过提供不同品牌和价格区间的产品, 为不同的客户提供更为多样的选择。

图表21: O'Reilly 主要品牌覆盖

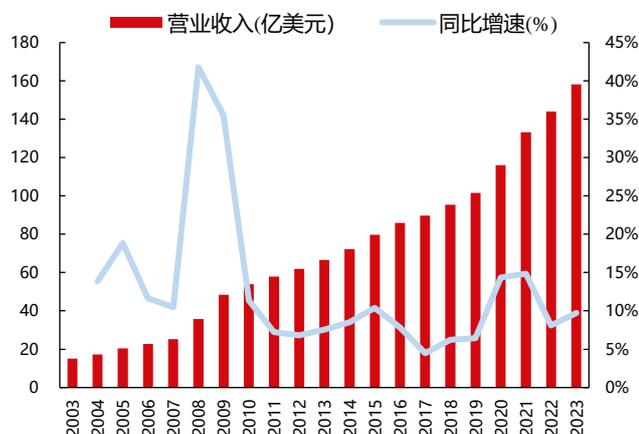


资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

### 2.3 股价表现: 现金流改善后积极回购推动股价上升

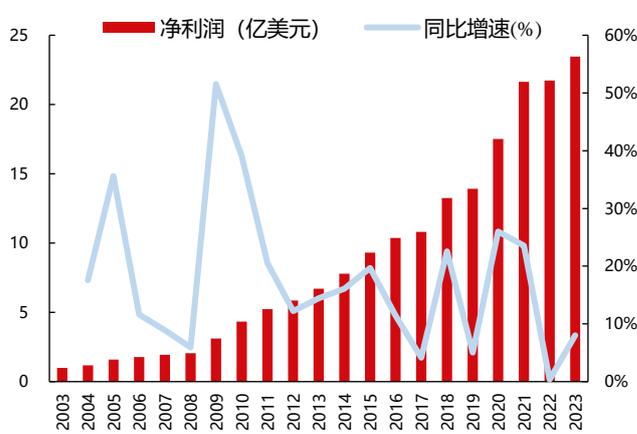
近 20 年 O'Reilly 营业收入、净利润持续增长。公司近 20 年营业收入及净利润逐年稳健增长。2003-2023 年公司营业收入从 15.12 亿美元增长至 158.12 亿美元, 对应 CAGR 为 12.45%; 净利润从 1 亿美元提升至 23.47 亿美元, 对应 CAGR 为 17.09%。盈利能力方面, 公司利润率在过去 20 年维持在较高水平, 毛利率从 2003 年的 42.22% 稳步提升至 51.26%; 净利率从 2003 年的 6.62% 提升到 2023 年的 14.84%。

图表22: 2003-2023 年 O'Reilly 营业收入及同比增速



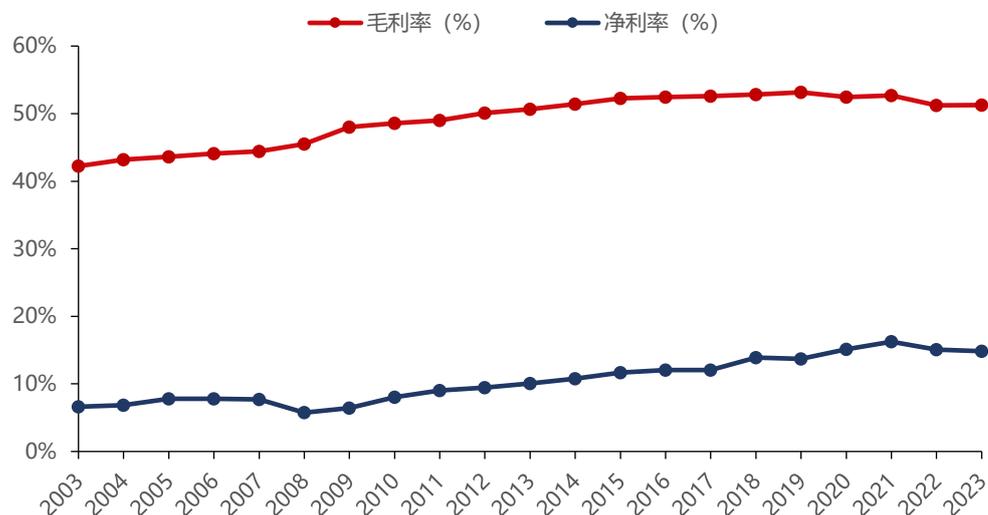
资料来源: Bloomberg, 国联证券研究所

图表23: 2003-2023 年 O'Reilly 净利润及同比增速



资料来源: Bloomberg, 国联证券研究所

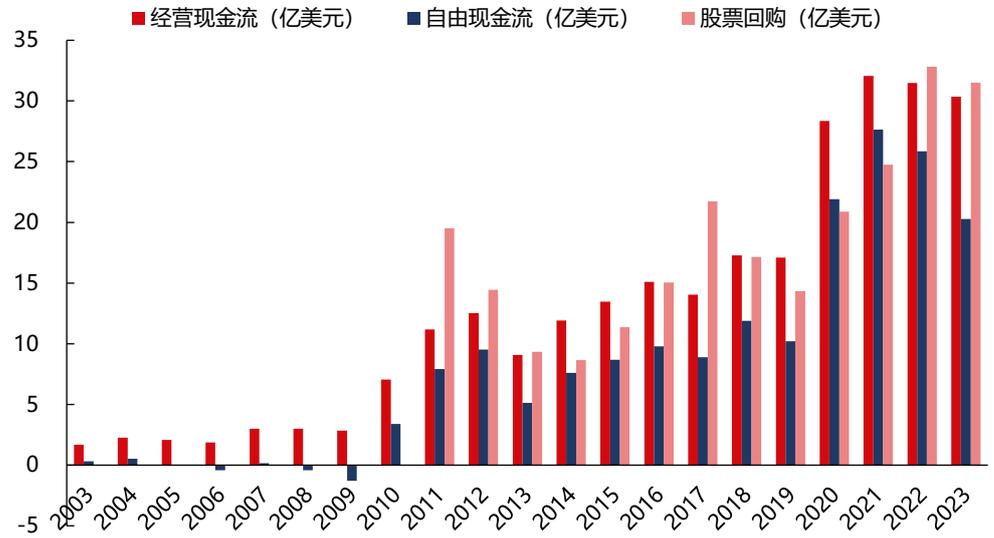
图表24：2003-2023年 O'Reilly 毛利率与净利率情况（%）



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

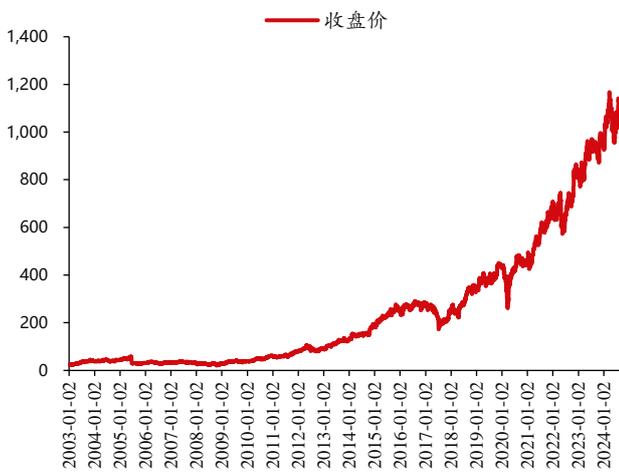
公司在 2010 年自由现金流改善后开始持续回购，公司估值高于 AutoZone。公司在 2008 完成对 CSK Auto 的收购之后，经过 2 年的整合，公司自由现金流从 2010 年呈现大幅度改善。此后公司积极利用充裕自由现金流进行回购，2011-2023 年公司累计回购注销 57% 的流通股，合计回购金额 241.54 亿元，是累计自由现金流的 1.38 倍；是合计净利润的 1.44 倍。公司股价从 2003 年初至今（截至 2024 年 9 月 24 日）上涨超过 43 倍。公司估值方面，2006 年至今公司 PE (TTM) 中枢约为 22X，整体估值高于 AutoZone。

图表25: 2011年起 O'Reilly 持续进行股票回购



资料来源: Bloomberg, 国联证券研究所

图表26: O'Reilly 股价变化情况 (美元)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表27: 2007年至今 O'Reilly 市盈率(TTM) 中枢约为 22X



资料来源: Wind, 国联证券研究所

### 3. Advance Auto Parts：多品牌运营下盈利承压

#### 3.1 商业模式：多品牌运营+DIY&DIFM 客户结构均衡

公司从日用百货转型聚焦汽车配件业务，通过并购实现业务规模的快速扩张。公司前身 Advance Stores 成立于 1929 年，经营涵盖汽车和家居用品在内的日用百货。1985 年 Advance Stores 更名为“Advance Auto”，将业务聚焦于针对 DIY 客户的汽车配件销售。公司在 1996 年开启了面向商业客户的配送项目并从 2000 年正式为 DIFM 客户提供服务。1998 年公司开启通过并购实现业务的大规模扩张，当年公司收购了 Western Auto。2001 年公司收购了 Corport Auto Parts 和 Discount Auto Parts；2014 年公司完了对 General Parts International, Inc. (“GPI”) 的收购，GPI 主要聚焦 DIFM 客户，旗下拥有 Carquest 和 Worldpac 两大品牌。

图表28：Advance Auto Parts 发展历程

年份	重大事件
1929	美国汽配公司Pep Boys开设了Advance Stores，当时公司在弗吉尼亚州罗阿诺克有两家店；在弗吉尼亚州林奇堡有一家店
1932	Advance Auto Parts公司创始人Arthur Taubman从Pep Boys公司收购了Advance Stores，开始打造汽车和家居用品的连锁店
1938	Advance Stores业务扩展到北卡罗莱纳州温斯顿塞勒姆，标志着公司跨州扩张的开始
1974	Advance Stores更名为“Advance Auto”
1982	Advance Auto推出PDQ(配件快速交付项目)，为客户提供超过25,000种汽车配件
1985	Advance Auto更名为“Advance Auto Parts”，表明公司将致力于汽配配件业务
1988	公司在弗吉尼亚州的罗安诺克开设了第一家官方配送中心
1996	公司开始向DIFM客户销售商品
1998	Advance Auto Parts收购了Western Auto Supply，使公司的业务规模扩大了一倍
2001	4月公司收购了Corport Auto Parts（在阿拉巴马州和密西西比州共拥有29家门店）；11月收购了Discount Auto Parts（佛罗里达州、阿鲁巴马州、乔治亚州、那卡罗莱纳州和路易斯安那州共拥有671家门店）；11月公司在纽交所正式上市，股票代码为AAP
2002	公司宣布收购Trak Auto位于弗吉尼亚州北部、华盛顿特区和马里兰州东部合计57家门店
2012	公司收购了B.W.P在美国东北地区的124家门店
2013	公司宣布收购General Parts International, Inc.(GPII)，该公司客户以DIFM为主，旗下拥有Carquest和Worldpac两大品牌

资料来源：公司官网，国联证券研究所

公司运营多个品牌服务不同客户，DIY&DIFM 客户结构较为均衡。截至 2023 年底，公司通过“Advance Auto Parts”、“Carquest”、“Worldpac”三个品牌合计运营 5107 家门店，其中 Advance Auto Parts 有 4,484 家门店，服务涵盖 DIFM 和 DIY 客户；Carquest 有 302 家门店，主要服务 DIY 客户，门店面积略小于 Advance Auto Parts，另外还有 1,245 家独立运营门店挂了 Carquest 的门头；Worldpac 有 321 家门店，通过线上履约的方式为 DIFM 客户提供进口原厂件。整体上公司客户结构较为均衡，2014 年公司完成对 GPII 收购后 DIFM 收入占比维持 57%-59%。营销策略方面公司同样也

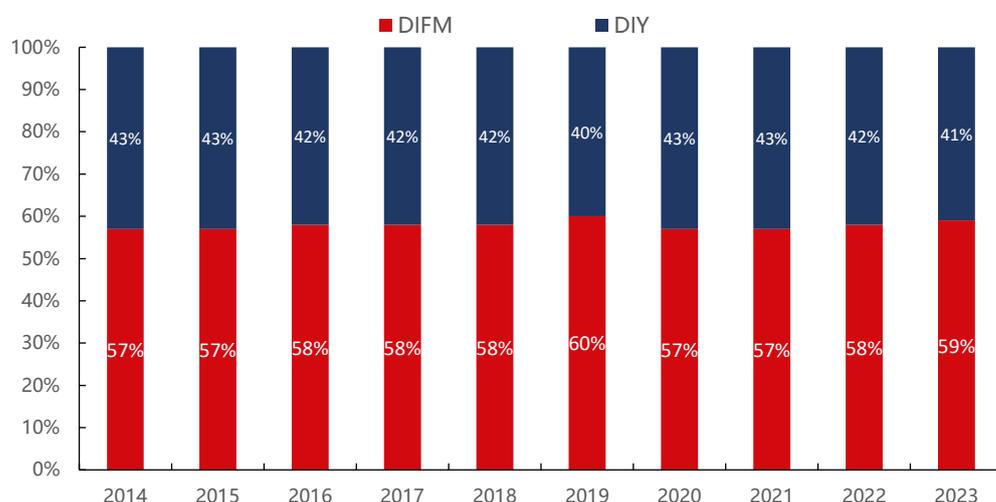
注重自有品牌的发展，2022 财年自有品牌产品销售占比超 50%。

图表29：2023 年 Advance Auto Parts 运营 3 个品牌服务不同客户

品牌	Advance Auto Parts	Carquest	Worldpac
服务对象	DIY&DIFM	DIY为主; DIFM为辅	DIFM
产品	品牌件	品牌件	进口原厂件
分支机构/门店数量	4,484	302	321
平均面积 (平方英尺)	7,800	7,000	26,000
SKU库存数量	23,000	19,000	293,000

资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表30：Advance Auto Parts 收购 GPII 后 DIFM 收入占比维持基本接近 60%

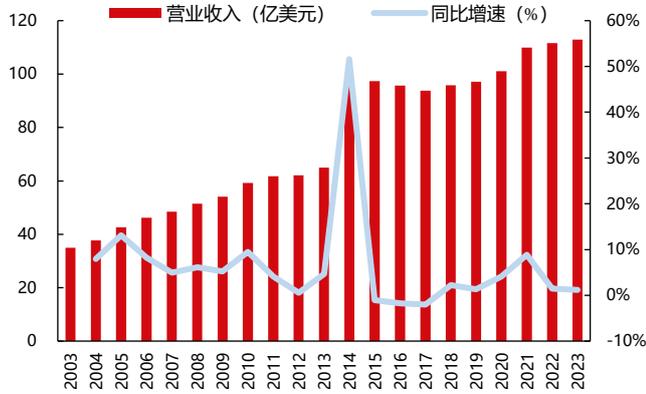


资料来源：公司公告，国联证券研究所

### 3.2 财务表现：高运营成本下盈利能力承压

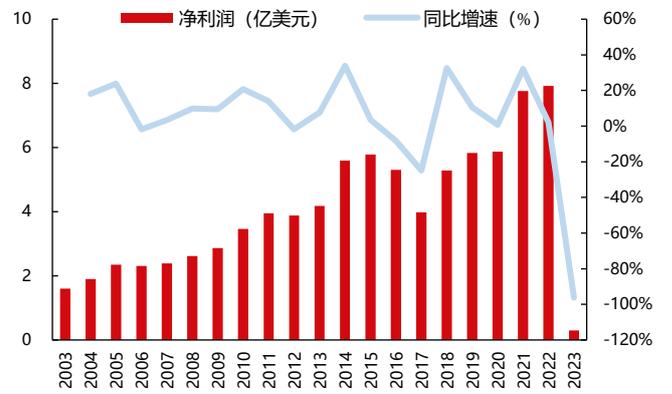
公司收购 GPII 之后经营业绩持续承压，2024 年出售 Worldpac 业务以实现降本增效。2014 年在公司收购 GPII 之后除了在 2020 和 2021 年疫情期间分别实现营收增速 4.09%、8.82%，其余年份增速维持在-2%至 2%以内，营收增速缓慢。利润率方面，公司在收购 GPII 后由于供应链成本上涨，盈利能力持续下滑，其中毛利率在 2014 年同比下降 4.84pct 至 45.24%，此后一路下滑至 2023 年的 40.07%。净利率从 2013 年的 6.03%下滑至 2023 年的 0.26%。公司为降低成本在 2024 年 8 月公司宣布以 15 亿美元的价格将汽车零部件批发分销业务 Worldpac 出售给私募巨头凯雷所管理的基金。

**图表31: Advance Auto Parts 营业收入及同比增速**



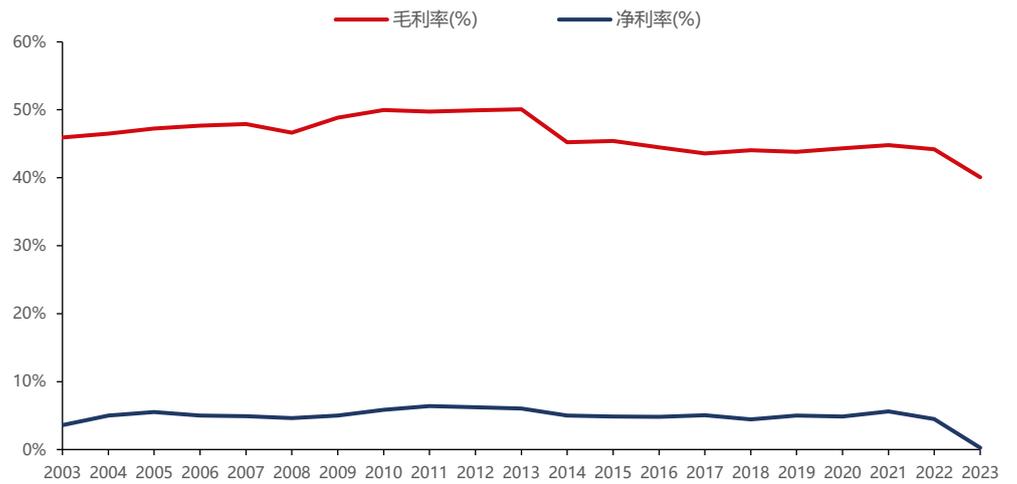
资料来源: Bloomberg, 国联证券研究所

**图表32: Advance Auto Parts 净利润及同比增速**



资料来源: Bloomberg, 国联证券研究所

**图表33: Advance Auto Parts 收购 GPII 后毛利率下滑幅度较大**



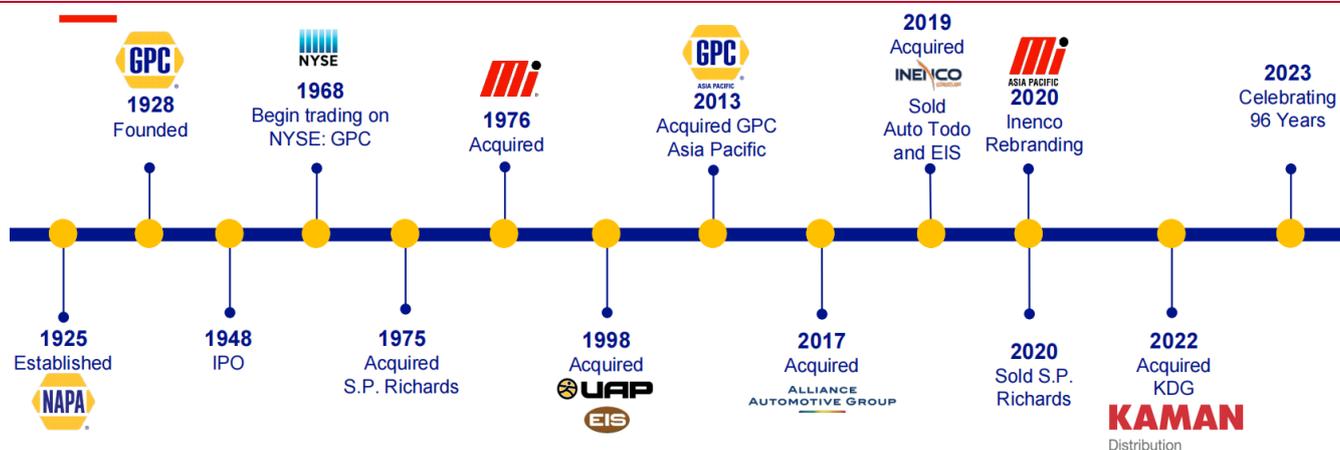
资料来源: Bloomberg, 国联证券研究所

## 4. NAPA：聚焦 DIFM 的汽配连锁品牌龙头

### 4.1 GPC：近百年发展成为全球汽车和工业配件分销服务商

NAPA 原为汽车零部件销售商联盟，目前 GPC 已成为 NAPA 的唯一持有人。1925 年美国独立汽车零部件销售商联合成立了 NAPA（美国国家汽车零部件协会），该协会帮助零部件分销商对接汽修厂进行配件销售。1928 年，卡莱尔·弗雷泽佐治亚州亚特兰大市成立了 GPC，同时也成为 NAPA 成员并借助 NAPA 的分销网络高效销售配件。GPC 于 1948 年首次公开发行募股，1968 年在纽交所上市。公司于 1966 年推出了以 NAPA 命名的汽车零部件品牌来纪念 NAPA 在 GPC 发展中起到的重要作用。1972 年公司收购了加拿大汽车零部件经销商 Corbetts 开始进军海外市场。此后由于技术进步和环保标准趋严，公司开始尝试多元化发展，1975 年公司收购了 SP Richards Co 进入办公用品市场；1976 年公司收购 Motion Industries 进入工业零部件领域。2012 年公司收购了 Quaker City Motor Parts 后，成为美国国家汽车零部件协会的唯一成员。

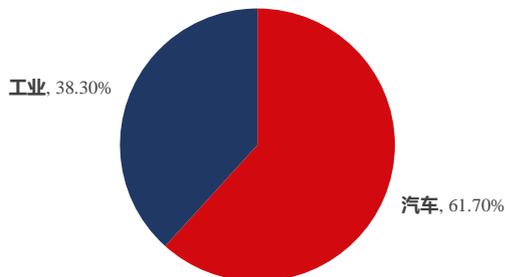
图表34：Genuine Parts/NAPA 发展历史



资料来源：公司公告，国联证券研究所

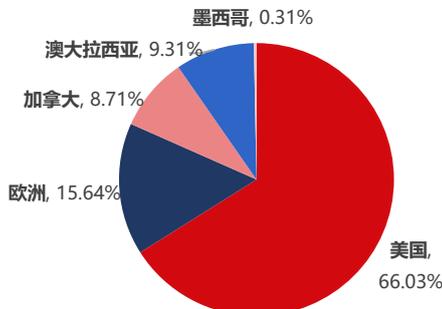
GPC 是全球专业的配件分销商，业务涵盖汽车和工业两大类。GPC 是专业的配件分销商不涉及生产制造，业务覆盖汽车和工业两大行业，2023 年营收占比分别为 61.70%、38.30%。其中 GPC 汽车业务主要提供汽车配件产品以及汽车后市场的市场营销、经营管理培训等服务，客户涵盖 DIY 个人车主用户以及汽修店、商业车队等 DIFM 用户；GPC 工业业务主要向工厂和工业品超市提供工业配件。

图表35：2023年 Genuine Parts 分产品销售收入分布



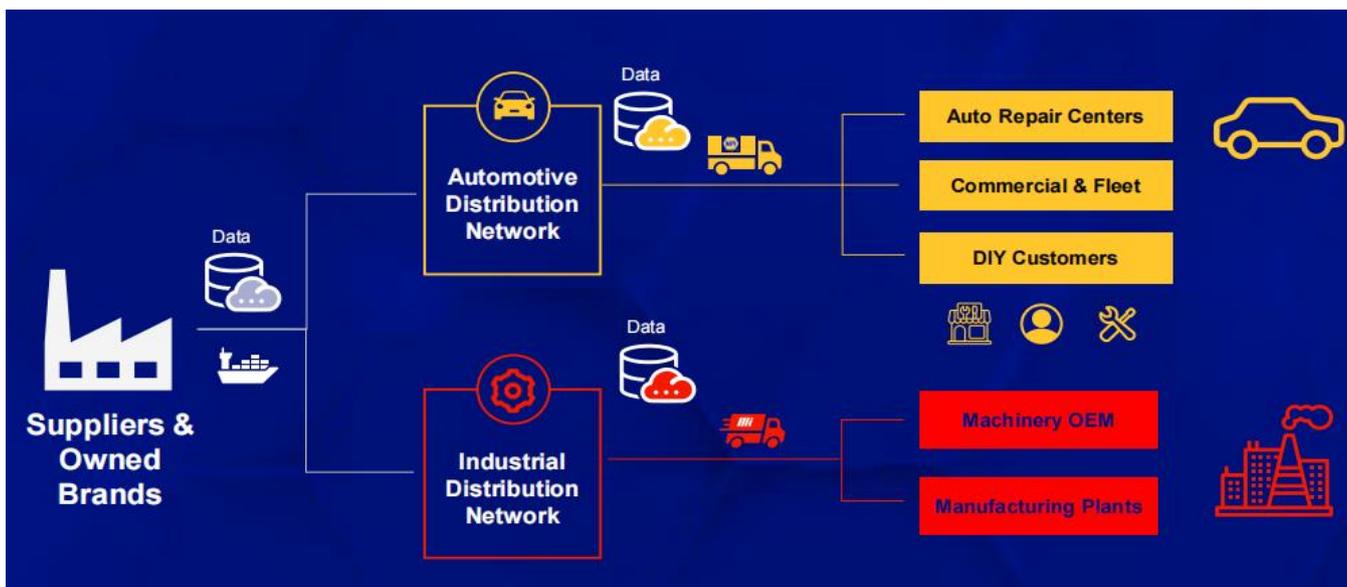
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表36：2023年 Genuine Parts 不同地区销售收入分布



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表37：Genuine Parts 业务流程图



资料来源：公司公告，国联证券研究所

## 4.2 汽车业务：产品/服务种类覆盖范围广+DIFM 客户为主

GPC 美国的汽配业务主要以 NAPA 品牌进行运营，NAPA 品牌涵盖汽配商超、维修中心和针对 DIFM 客户的管理赋能服务项目。1) 汽配商超：截至 2023 年美国共有 6,004 家 NAPA 汽配商超，其中 1,532 家门店为公司自营，另外 4,472 家为独立门店（公司基本不向独立门店收取特许经营费，日常经营不受公司管控）；公司也以 Traction 等非 NAPA 品牌自营针对重型卡车的汽配商超。2) 维修中心：截至 2023 年美国共有超过 17,000 家 NAPA 汽车维修中心，涵盖包括事故车维修中心、快修中心和卡车维修中心。根据 AC 汽车，NAPA 维修中心成员年费一般在 800-1000 美元之

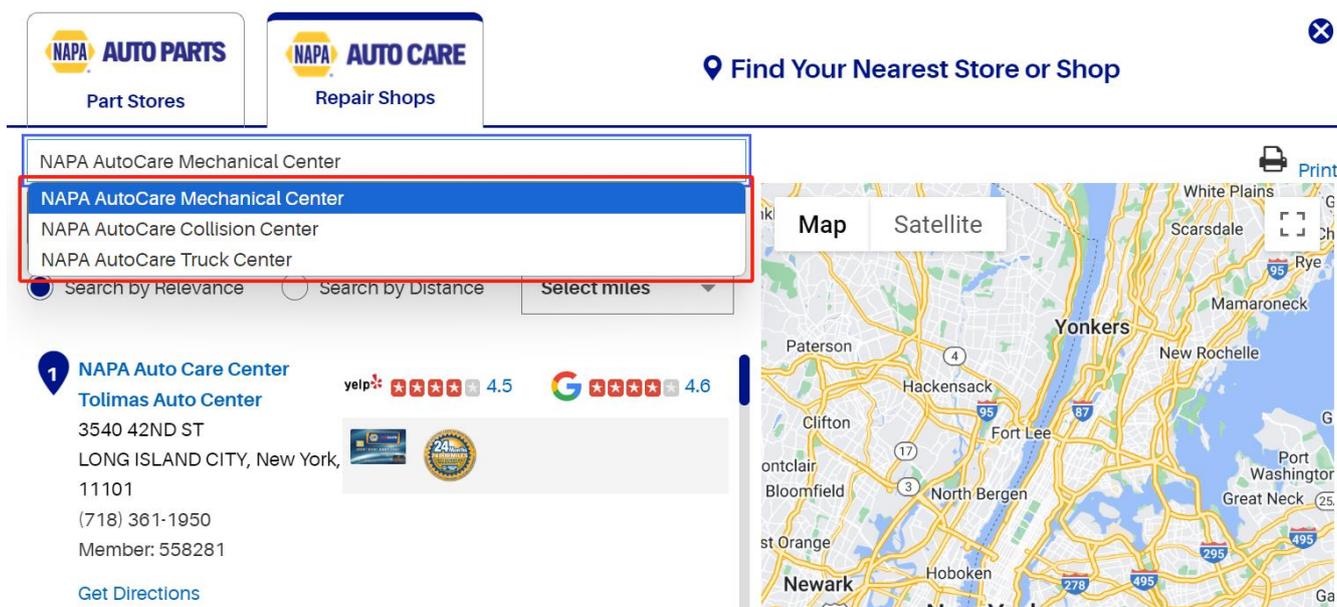
间，维修店加入 NAPA 体系后可换上 NAPA Auto Care 的门头，获得 NAPA 的品牌背书；门店从 NAPA 体系采购的汽配件可享受 24 个月/24,000 英里的质保。会员维修店从 NAPA 体系购买的零件通常占到门店总采购量的 60%-70%。3) 门店管理赋能项目：NAPA 也向 DIFM 商业客户提供市场营销、经营管理以及人员培训等管理赋能服务项目。

图表38：美国 NAPA 涵盖汽配商超、维修中心和针对 DIFM 客户的门店管理赋能服务



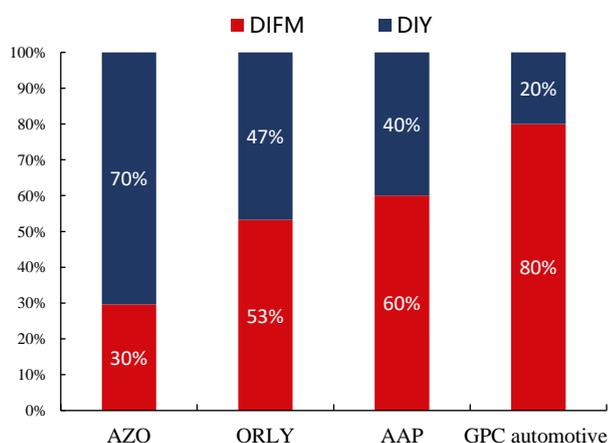
资料来源：公司官网，国联证券研究所

图表39：NAPA 维修中心包括快修中心、事故车维修中心、卡车维修中心

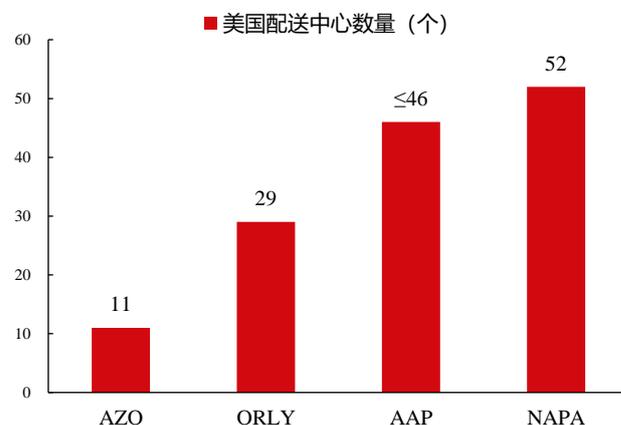


资料来源：公司官网，国联证券研究所

**GPC 汽车配件种类可覆盖绝大部分车型，大量的配送中心可以高效服务 DIFM 客户。** GPC 配件覆盖几乎所有车型，可以为包括混合动力汽车、电动汽车、卡车、SUV、大巴、房车、摩托车和农用车等在内的所有车型提供除轮胎和车身件以外数十万种配件。GPC 汽配业务主要服务 DIFM 商业客户，包括汽修厂、商业车队、二手车商、租赁公司、公交运营公司、大型零售商等。2023 年公司 DIFM 客户占比为 80%，高于 AutoZone/O'Reilly/Advance Auto Parts 其他 3 大汽配龙头。由于 DIFM 客户对即时配送的要求较高，公司建设了大量的配送中心来实现快速发货。截至 2023 年 NAPA 在美国共有 52 家配送中心，配送中心数量居于行业首位。

**图表40：2023 年 GPC 汽车业务 DIFM 客户占比较高**


资料来源：公司公告，国联证券研究所，注：统计口径为 2023 年，其中 AZO 为 2023 财年

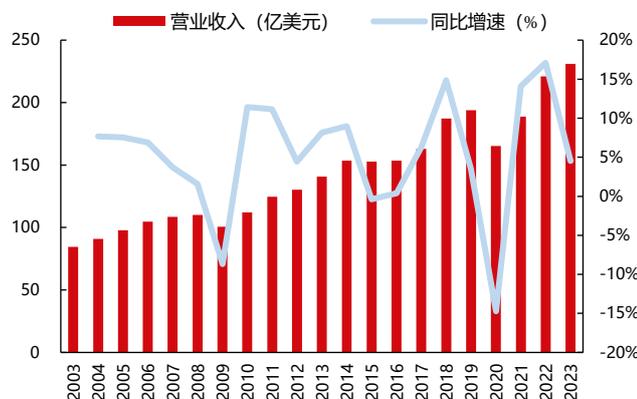
**图表41：截至 2023 年美国前四大汽配公司配送中心数量**


资料来源：公司公告，国联证券研究所  
 注：统计口径为 2023 年，其中 AZO 为 2023 财年；AAP 仅披露了其在美国 31 个州和加拿大 4 个省拥有 50 个配送中心，因此我们推算 AAP 在美国的配送中心数量不超过 46 个

### 4.3 经营表现：收入易受经济周期影响+连续 68 年分红稳定增长

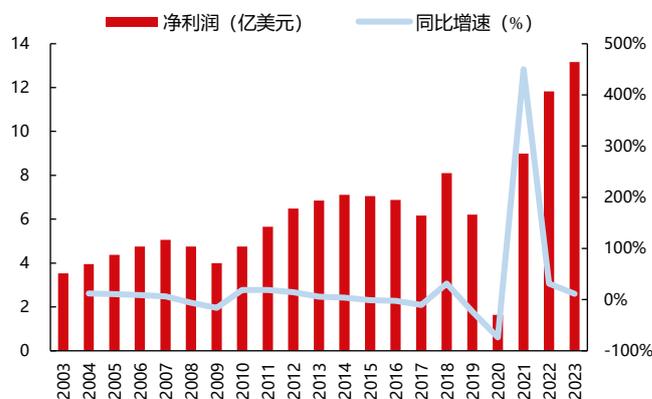
**GPC 营业收入易受到经济周期的影响，收入波动主要源于汽车以外业务。** 公司 2003-2023 年公司营业收入从 84.49 亿美元增长至 230.91 亿美元，对应 CAGR 为 5.16%。公司营业收入在 2009 年和 2020 年期间分别因为金融危机和新冠疫情下滑了 8.69%/14.72%，相较于 AutoZone/O'Reilly/Advance Auto Parts 3 家行业内其他汽配龙头，公司的营业收入更容易受到经济周期的影响。公司营收的波动性主要源于工业等汽车以外的业务，公司汽车业务仅在 2009/2015/2020 年分别小幅下滑 1.82%/1.01%/1.16%。净利润方面，公司 2003 年的 3.54 亿元提升至 2023 年的 13.17 亿美元，对应 CAGR 为 6.79%。

图表42：2003-2023年 GPC 营业收入及同比增速



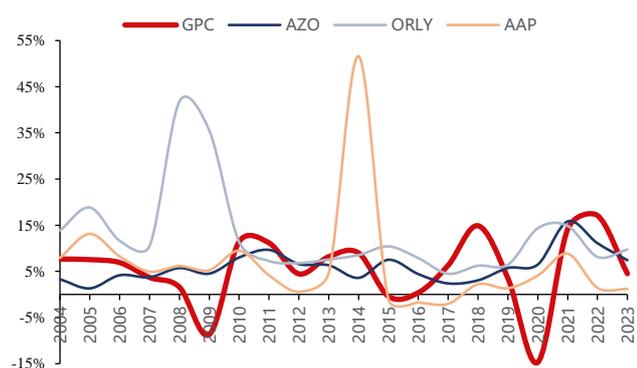
资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

图表43：2003-2023年 GPC 净利润及同比增速



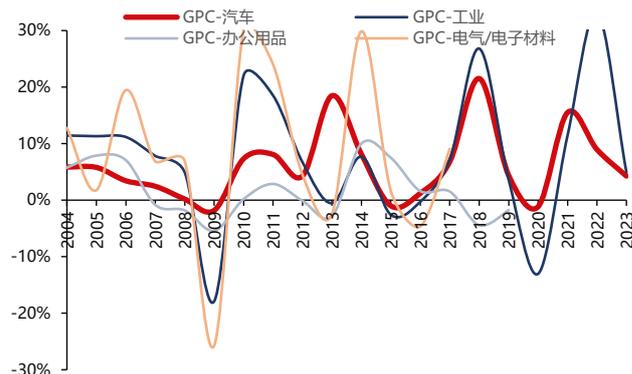
资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

图表44：2004-2023年 GPC/AZO/ORLY/AAP 营收同比增速



资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

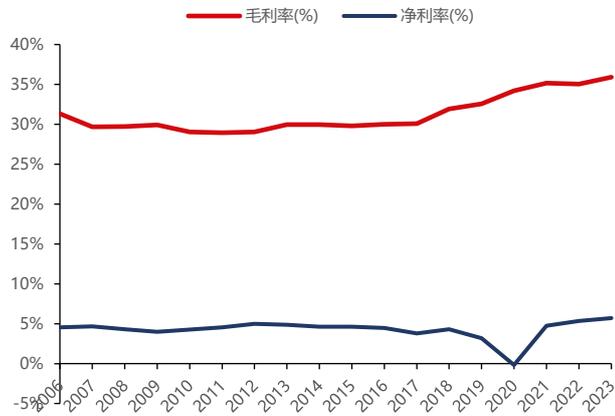
图表45：2004-2023年 GPC 各主要业务营收同比增速



资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

**GPC 连续 68 年分红稳定增长。** GPC 毛利率在 2017 年之前维持在 30%左右，2017 年后逐步提升，2023 年毛利率为 35.91%。GPC 由于自营门店数量占比较低，盈利能力低于 AutoZone 和 O'Reilly。同于 AutoZone 和 O'Reilly，除了股票回购，公司也采用分红的方式增加股东回报。公司已连续超过 68 年分红稳定增长，其中近 40 年分红年均复合增长达 7%，股息率 2%~3%。公司股价从 2003 年初至今（截至 2024 年 9 月 24 日）上涨超过 341%。公司估值方面，2006 年至今公司 PE (TTM) 中枢约为 18X。

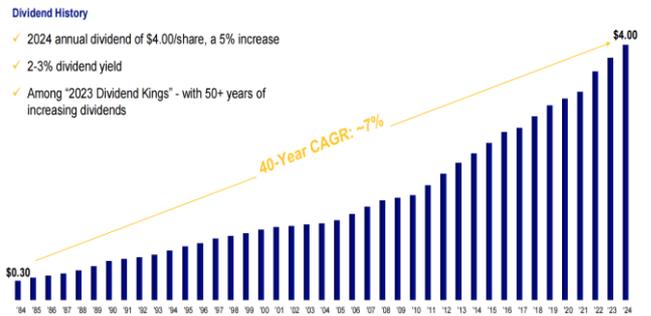
图表46: GPC 毛利率和净利率



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表47: 公司连续 68 年分红稳定增长

**68 Consecutive Years of Dividend Growth**



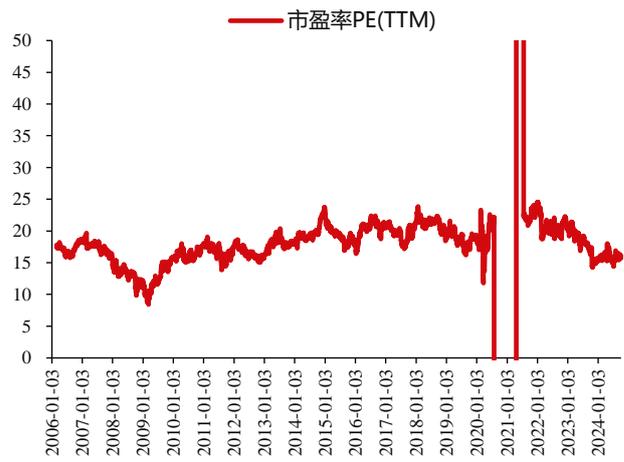
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表48: GPC 股价变化情况 (美元)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表49: 2006 年 3 月至今 GPC 市盈率 (TTM)



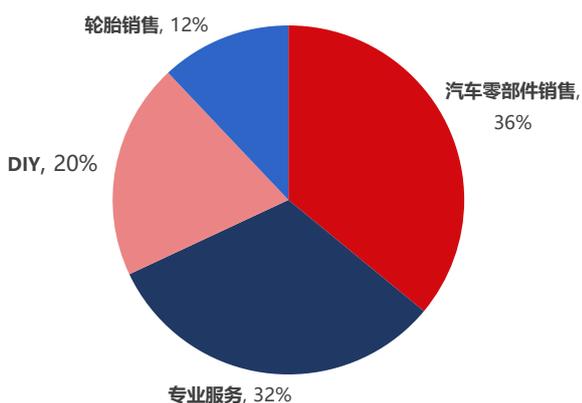
资料来源: Wind, 国联证券研究所

## 5. 途虎成长空间：自有品牌+产品品类

### 5.1 横向对比：商业模式与发展阶段存在一定差异

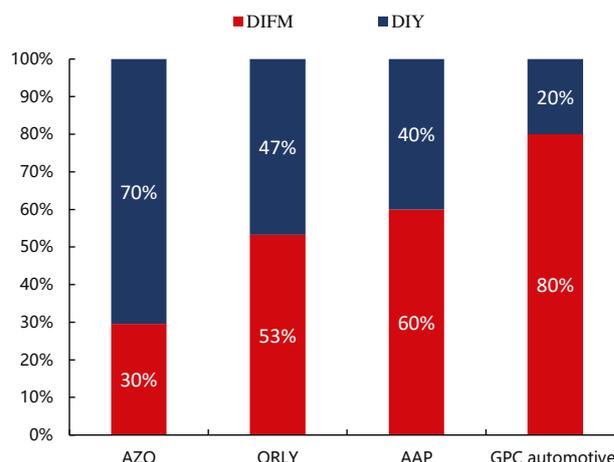
美国四大汽配业务重心在于销售商品，不直接提供付费的汽车维修和配件安装服务。不同于途虎完全是由线下门店提供商品安装履约流程，美国因为有悠久的DIY文化，大量的消费者会选择在汽配门店购买配件后自行安装。该场景下汽配业态类似于连锁商超，并且美国前4大汽配门店不直接提供付费的汽车维修和配件安装服务，仅提供一些基础简单的服务。比如AutoZone、O'Reilly、Advance Auto Parts均提供诊断服务和专业工具的出借；NAPA汽配商超提供汽车喷漆调色、电池测试等服务。

图表50：2023年美国汽车后市场中DIY占20%



资料来源：ACA Factbook，国联证券研究所

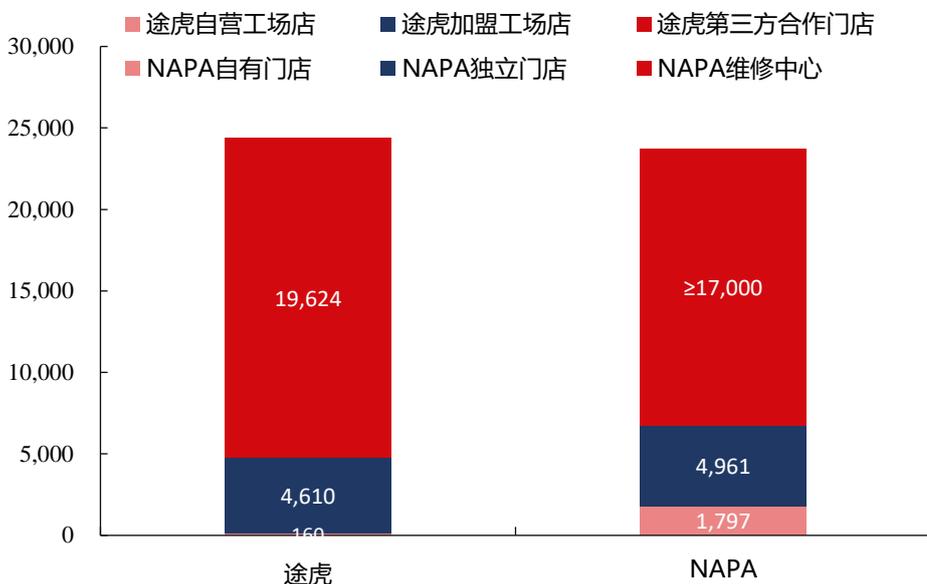
图表51：2023年美国前4大汽配DIFM/DIY业务占比



资料来源：公司公告，国联证券研究所  
注：AutoZone统计口径为2023财年

我们认为最接近途虎商业模式的是NAPA。NAPA汽配虽然不直接提供汽车维修和配件安装服务，但是旗下加盟维修中心提供线下维修安装履约。NAPA通过多种“奖励”渠道管理措施，使得维修中心从NAPA体系购买的零件可以占到60%-70%，从而实现对门店库存的较强管控。此外NAPA和途虎均拥有多层次的渠道连锁网络，截至2023年NAPA在美国拥有1,797家自营汽配商超和4,961家独立的汽配商超以及超过17000家NAPA合作维修中心；途虎门店类型包括自营工场店、加盟工场店和第三方合作门店。其中加盟工场店采用与自营途虎工场店相同的经营标准，受公司层面的强管控；合作门店可以为途虎平台上销售的产品提供线下安装和保养服务，并且作为工场店的补充，能够扩大公司的地域覆盖面和增强品牌影响力。

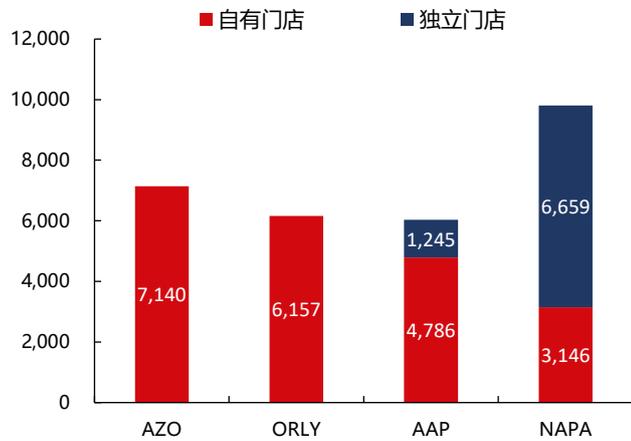
图表52: 途虎/NAPA 旗下渠道网络结构分布



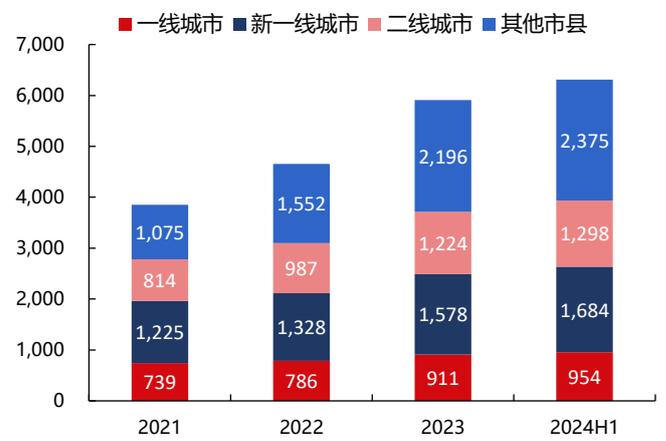
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

注: 途虎统计口径为截至 2023 年 3 月 31 日; NAPA 统计口径为截至 2023 年底美国境内的渠道网络结构

不同于美国汽配龙头门店布局接近饱和, 途虎门店网络还处在快速扩张的阶段。目前国内汽配行业竞争格局高度分散, 并且由于途虎的市占率仍然较低, 因此途虎门店网络还处于快速扩张阶段。2020-2023 年净增门店数量分别为 1065、1365、800、1256 家。新增门店布局方面, 由于低线城市途虎工场店覆盖密度仍然较低, 途虎开店重心聚焦下沉市场。在 2023 年净增门店中, 有 811 家在二线及以上城市。不同于 AutoZone 和 O'Reilly 单店平均收入处于持续增长态势, 由于低线城市居民消费能力较低, 途虎不断加大对低线城市门店的布局一定程度上使得公司单店平均收入出现下滑。

**图表53：2023年美国4大汽配全球门店数量**


资料来源：公司公告，国联证券研究所；  
 注：AutoZone 门店数量统计口径为 2023 财年

**图表54：2021-2024H1 途虎低线城市门店增速较快**


资料来源：公司公告，国联证券研究所

**图表55：AutoZone/O'Reilly/途虎相关经营数据对比**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>AutoZone</b>						
营业收入 (亿美元)	112	119	126	146	163	175
yoy		5.73%	6.48%	15.81%	11.09%	7.41%
门店数量 (家)	6,202	6,411	6,549	6,767	6,943	7,140
yoy		3.37%	2.15%	3.33%	2.60%	2.84%
单店平均营业收入 (万美元/家)		188	195	220	237	248
yoy			3.62%	12.72%	7.90%	4.57%
<b>O'Reilly</b>						
营业收入 (亿美元)	95	101	116	133	144	158
yoy			14.33%	14.85%	8.12%	9.73%
门店数量 (家)	5,219	5,460	5,616	5,784	5,971	6,157
yoy			2.86%	2.99%	3.23%	3.12%
单店平均营业收入 (万美元/家)		190	210	234	245	261
yoy			10.23%	11.58%	4.86%	6.36%
<b>途虎</b>						
营业收入 (亿元)		70	88	117	115	136
yoy			24.33%	33.94%	-1.51%	17.79%
门店数量 (家)		1,423	2,488	3,853	4,653	5,909
yoy			74.84%	54.86%	20.76%	26.99%
单店平均营业收入 (万元/家)		495	448	370	271	258
yoy			-9.53%	-17.39%	-26.58%	-5.14%

资料来源：公司公告，国联证券研究所；注：AutoZone 门店数量统计口径为 2023 财年；单店平均营业收入=营业收入/(期初门店数量+期末门店数量)/2  
 注：Advance Auto Parts 和 NAPA 有独立门店，因此我们只选取了 AutoZone 和 O'Reilly 两家公司和途虎进行对比

## 5.2 自有品牌：途虎自有自控品牌产品仍有较大提升空间

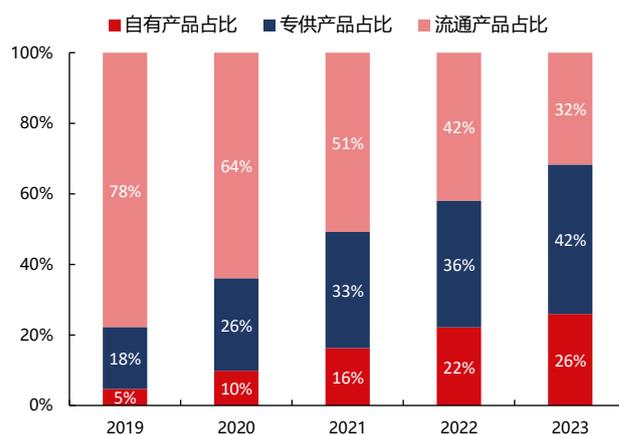
美国汽配龙头自有品牌产品销售占比较高，途虎自有自控品牌产品仍有较大提升空间。AutoZone 自有产品以 Duralast 为主，2019 财年公司自有品牌销售占比超过 50%；O'Reilly 自有品牌包括 BesTest、Import Direct、O'Reilly Auto Parts、Ultima 等十多个品牌，2023 年自有品牌产品销售占比超过 50%；Advance Auto Parts 同样也注重自有品牌的发展，2022 财年自有品牌产品销售占比超 50%。途虎通过推出和品牌商合作的专供产品作为过渡，目前更高毛利率的自有自控产品销售占比仍然较低，2023 年自有产品占比为 26%，较美国汽配龙头公司 50% 的自有品牌产品销售占比仍有较大提升空间。

图表56：O'Reilly 自有产品销售超过 50%



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表57：2019-2023 年途虎专供和自有产品占比



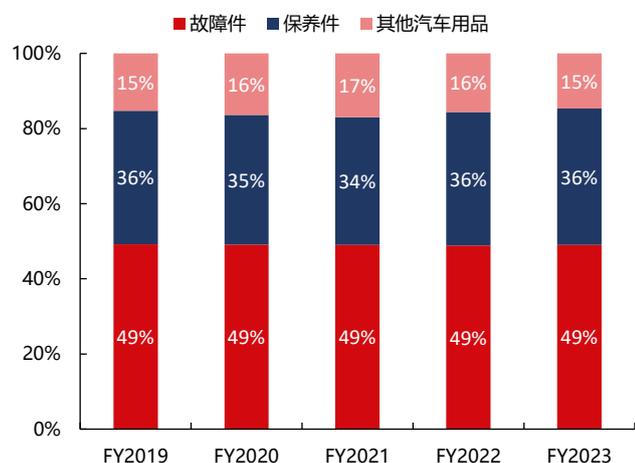
资料来源：公司公告，国联证券研究所

## 5.3 产品品类：产品覆盖范围有较大的扩充空间

目前途虎主要以轮胎、保养两大系列产品为主，品类拓展空间较大。美国汽配连锁龙头汽车配件覆盖范围较广，以 AutoZone 的产品分类为例，产品可分为故障件、保养件和其他汽车用品三大系列，其中故障件包括空调压缩机、发动机水箱、轴承等部件；保养件包括机油、机油滤芯、空气滤芯等。AutoZone 故障件销售收入增速最快，2008-2023 财年 CAGR 为 7.8%，同期保养件和其他汽车用品 CAGR 分别为 6.4% 和 5.0%。聚焦 DIFM 用户的 NAPA 产品/服务种类更加丰富，可以为包括混合动力汽车、电动汽车、卡车、SUV、大巴、房车、摩托车和农用车等在内的所有车型提供除轮胎和车身体件以外数十万种配件。而途虎目前主要以轮胎、保养两大系列产品为主，快修业务占比较低，并且汽车配件主要还是针对乘用车。我们认为途虎除轮胎、保养

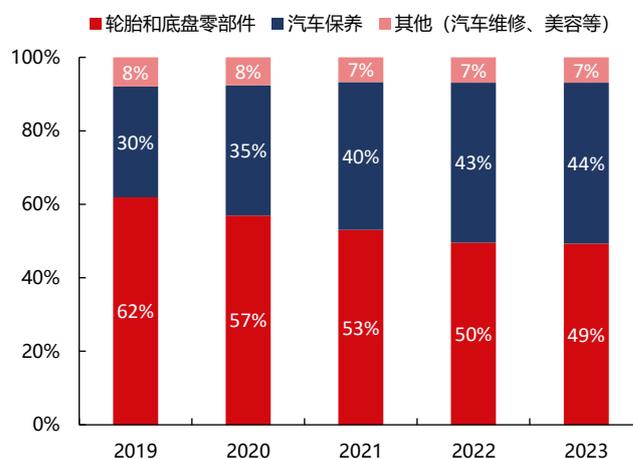
以外的收入仍然有较大的提升空间。

图表58: AutoZone 故障件销售占比较高



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表59: 途虎轮胎和底盘零部件和汽车保养业务占比较高



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

## 6. 投资建议: 推荐长期成长确定性较强的途虎

美国汽车后市场龙头公司具备数十年持续稳定成长并且穿越周期的能力。1) AutoZone 近 20 年营业收入 CAGR 约为 5.99%, 净利润 CAGR 约为 8.25%, 并且公司在 2008 年金融危机和 2020 年新冠疫情期间业绩并未出现明显下滑。公司也通过回购注销了 82% 的流通股推动股价上涨超 40 倍。2) O'Reilly 过去 20 年创超 43 倍的股价涨幅, 股价上涨主要来自同店收入稳步增长以及盈利能力提升, 公司毛利率从 2003 年的 42.22% 稳步提升至 2023 年的 51.26%; 净利率从 2003 年的 6.62% 提升到 2023 年的 14.84%。3) NAPA 产品/服务覆盖范围广, 可为绝大部分车型提供除轮胎和车身体件以外数十万种配件。不同于 AutoZone 和 O'Reilly, 除了股票回购, 公司也采用分红的方式增加股东回报。公司已连续超过 68 年分红稳定增长, 其中近 40 年分红年均复合增长达 7%, 股息率 2%~3%。近 20 年公司股价上涨超过 341%。美国汽车后市场发展较为成熟, 龙头公司股价呈现长牛和抗周期特点, 目前中国汽车后市场格局虽然较为分散, 但却足够广阔, 能够让强竞争力的企业稳步成长, 推荐国内 O2O 汽车服务龙头途虎。

## 7. 风险提示

- 1) **数据局限性风险。**美国汽车后市场相关数据摘自历史数据，可能由于数据不全面而导致存在一些局限性。
- 2) **国情差异风险。**中美两国国情、制度环境存在差异，或导致结论存在偏差。
- 3) **新能源汽车维保需求不及预期风险。**由于新能源汽车对机油等产品和服务的需求相较于燃油车可能会减少。随着新能源汽车渗透率的提升，汽车维保需求可能会受到不利影响。

## 评级说明

投资建议的评级标准		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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	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10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	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
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 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。

## 法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼