

金固股份 (002488.SZ)

联手阿里数字赋能连锁门店，汽后市场高增和整合趋势下有望剩出

事件: 9月12日，金固股份|汽车超人在北京举办“2019数字新力量”发布会。

国内钢轮和EPS设备领军，联手阿里打造汽后新零售新贵。 1) 公司钢轮板块经过20多年的经营已成长为成熟业务，为国内第一、全球三强，专利“阿凡达”领先行业三年。EPS环保设备获得全球独家技术授权，国家绿色环保政策号召下需求提升。2) 公司股权结构稳定确保战略定力，2018年8月阿里、金固和康众强强联手，一举收获顶级流量与汽配供应链，全面进军汽后新零售。2019年业务重组导致业绩短期承压，汽车轮毂和EPS业务盈利能力稳定。但2019Q2现金流快速改善，汽车后市场业务有望进入收获期。

车龄增长催生万亿汽后市场，连锁品牌领军将加速扩张。 1) 截止2019年6月末，我国汽车保有量达2.5亿辆，过去十多年里，汽车销量规模扩大了近4倍。中国平均车龄仅有4.9年，保有期5年以上的车辆占比较2010年增加8%。随着车龄增长汽后服务需求与日俱增，2018年我国汽车后市场规模已经达到1.3万亿元，较去年增长20.56%。2) 美国汽后服务市场，独立后市场服务门店市场份额已经超越4S店。国内市场传统4S店经营存在诸多痛点，需求爆发以及技术赋能下连锁品牌门店有望迅速扩张。参照欧美市场经验，国内汽后连锁领军有望通过兼并整合加速扩张。

阿里系流量叠加SaaS门店优势，超人品牌有望逐步胜出。 1) 公司核心优势在于：阿里的生态和流量，新康众供应链资源，结合汽车超人线下门店服务能力，三者实现高协同。2) 移动互联网时代充分渗透，培养出庞大的O2O消费群体，汽后线上消费渗透加深。现汽车后服务市场已经步入4.0时代，更加注重线下服务能力的打造，汽车超人线下门店优势凸显。3) 行业进入精细化运营时期，对比行业主要竞争对手途虎养车、车享家等，超人品牌有望享受胜者收获期。

维持“增持”评级。 根据关键假设和2019年半年报，预计公司2019-2021年营业收入分别为25.48亿、37.98亿和48.66亿，归母净利润分别为1.51亿、2.53亿和3.67亿。维持“增持”评级。

风险提示: 门店拓展不达预期；盈利能力不达预期；受下游行业周期波动影响。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,001	2,709	2,548	3,798	4,866
增长率yoy(%)	32.1	-9.7	-5.9	49.1	28.1
归母净利润(百万元)	54	164	151	253	367
增长率yoy(%)	139.1	204.2	-8.0	67.5	45.0
EPS最新摊薄(元/股)	0.05	0.16	0.15	0.25	0.36
净资产收益率(%)	1.3	4.0	3.6	5.7	7.6
P/E(倍)	146.1	48.0	52.2	31.2	21.5
P/B(倍)	1.91	1.98	1.91	1.81	1.67

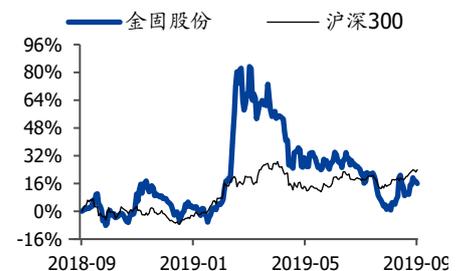
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持(维持)

股票信息

行业	汽车零部件
前次评级	增持
最新收盘价	7.72
总市值(百万元)	7,807.34
总股本(百万股)	1,011.31
其中自由流通股(%)	76.03
30日日均成交量(百万股)	16.66

股价走势



作者

分析师 刘高畅

执业证书编号: S0680518090001

邮箱: liugaochang@gszq.com

分析师 杨然

执业证书编号: S0680518050002

邮箱: yangran@gszq.com

相关研究

- 《金固股份(002488.SZ):上半年大幅扭亏,汽后新零售领军拐点明确》2018-10-30
- 《金固股份(002488.SZ):获阿里资本合作及独家运营权,汽服新零售绝对领军地位确立》2018-08-24
- 《金固股份(002488.SZ):业绩拐点明确,汽修新零售领军》2018-07-04



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4481	3580	3136	3749	3806
现金	3004	2167	1824	1221	1565
应收账款	316	325	278	621	531
其他应收款	105	0	98	48	140
预付账款	200	149	179	310	316
存货	718	669	506	1207	943
其他流动资产	138	269	250	341	311
非流动资产	2706	3699	4122	5419	5977
长期投资	310	894	1495	2297	2498
固定投资	1113	1055	935	1351	1647
无形资产	274	269	282	299	319
其他非流动资产	1009	1480	1410	1473	1513
资产总计	7187	7279	7258	9169	9783
流动负债	2674	2746	2674	4394	4706
短期借款	1298	1660	1660	2469	3053
应付账款	198	123	149	247	250
其他流动负债	1178	964	865	1678	1402
非流动负债	364	514	416	377	323
长期借款	207	398	301	262	207
其他非流动负债	157	115	115	115	115
负债合计	3038	3260	3090	4771	5028
少数股东权益	27	34	32	29	25
股本	674	1011	1011	1011	1011
资本公积	3352	3030	3030	3030	3030
留存收益	109	172	321	571	933
归属母公司股东收益	4122	3985	4136	4369	4730
负债和股东权益	7187	7279	7258	9169	9783

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	-385	-439	306	245	784
净利润	54	162	149	250	362
折旧摊销	158	162	134	168	220
财务费用	29	19	109	157	208
投资损失	-26	-375	-51	-11	-12
营运资金变动	-523	-587	-36	-316	6
其他经营现金流	-78	180	0	-2	-1
投资活动净现金流	22	-113	-507	-1452	-765
资本支出	264	253	-177	496	356
长期投资	237	-153	-601	-0	-202
其他投资现金流	524	-13	-1285	-956	-611
筹资活动净现金流	2596	-95	-142	-206	-259
短期借款	-274	362	0	0	0
长期借款	107	192	-98	-39	-55
普通股增加	166	337	0	0	0
资本公积增加	2511	-323	0	0	0
其他筹资现金流	86	-663	-45	-167	-205
现金净增加额	2232	-644	-343	-1412	-240

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3001	2709	2548	3798	4866
营业成本	2514	2309	1956	2853	3580
营业税金及附加	20	15	13	22	28
营业费用	271	217	108	173	243
管理费用	227	202	215	274	336
财务费用	29	19	109	157	208
资产减值损失	18	61	23	40	59
公允价值变动收益	-5	4	-0	2	1
投资净收益	26	375	51	11	12
营业利润	36	248	173	292	424
营业外收入	2	6	6	6	6
营业外支出	4	5	4	4	4
利润总额	34	249	175	294	426
所得税	-20	87	26	44	64
净利润	54	162	149	250	362
少数股东收益	0	-2	-2	-3	-4
归属母公司净利润	54	164	151	253	367
EBITDA	194	473	362	550	780
EPS (元/股)	0.05	0.16	0.15	0.25	0.36

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	32.1	-9.7	-5.9	49.1	28.1
营业利润 (%)	117.4	594.2	-30.2	68.6	45.4
归属母公司净利润 (%)	139.1	204.2	-8.0	67.5	45.0
盈利能力					
毛利率 (%)	16.2	14.8	23.2	24.9	26.4
净利率 (%)	1.8	6.1	5.9	6.7	7.5
ROE (%)	1.3	4.0	3.6	5.7	7.6
ROIC (%)	1.0	3.3	3.1	4.5	5.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	42.3	44.8	42.6	52.0	51.4
净负债比率 (%)	-30.5	-2.3	5.2	36.4	37.7
流动比率	1.7	1.3	1.2	0.9	0.8
速动比率	1.4	1.1	1.0	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	11.1	8.4	8.4	8.4	8.4
应付账款周转率	12.5	14.4	14.4	14.4	14.4
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.05	0.16	0.15	0.25	0.36
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.32	0.03	0.30	0.24	0.78
每股净资产 (最新摊薄)	4.08	3.94	4.09	4.32	4.68
估值指标 (倍)					
P/E	146.1	48.0	52.2	31.2	21.5
P/B	1.91	1.98	1.91	1.81	1.67
EV/EBITDA	35.03	16.8	22.8	17.5	12.6

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、国内钢轮和 EPS 设备领军，联手阿里打造汽后新零售新贵	5
1. 钢轮和 EPS 环保设备国内领军，全面进军汽后新零售市场	5
2. 联合阿里打造汽车新零售新贵	9
3. 重组导致业绩承压，汽后业务有望进入收获期	11
二、车龄增长催生万亿汽后市场，连锁品牌领军将加速扩张	13
1. 我国汽车市场存量巨大，随着车龄增长汽后服务需求与日俱增	13
2. 参照欧美历史，连锁品牌有望通过兼并扩张成为国内主流	15
三、阿里系流量叠加 SaaS 门店优势，超人品牌有望逐步胜出	17
1. 核心壁垒：阿里顶级生态和流量，新康众供应链资源，超人门店能力	17
2. 汽后新零售 O2O 服务模式更注重线下体验	19
3. 行业进入剩者收获期，“汽车超人”兼具流量和线下能力、有望胜出	21
四、盈利预测	22
五、风险提示	22

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司股权结构及子公司情况	6
图表 3: 公司钢轮生产车间	7
图表 4: 高通风孔车轮	7
图表 5: 公司 EPS 环保设备	7
图表 6: EPS 线主要优势（对比酸洗线）	8
图表 7: 汽车超人合作门店	8
图表 8: 汽车超人合作供应商	9
图表 9: 汽车超人发展历史	9
图表 10: 汽车超人业务布局	10
图表 11: 与阿里合作架构及整合战略	10
图表 12: 汽车超人覆盖区域规划	11
图表 13: 2016-2019H1 公司营业收入及增速	11
图表 14: 2016-2019H1 公司归母净利润及增速	12
图表 15: 2019H1 公司销售占比	12
图表 16: 2016Q3-2019H1 经营活动现金流净额情况	12
图表 17: 2010-2018 年我国新车销售量（万辆）及增速	13
图表 18: 我国汽车平均车龄统计	13
图表 19: 2014-2018 年我国汽车后市场规模	14
图表 20: 近年汽车及后服务相关政策	15
图表 21: 中美汽车售后维保市场渠道对比	16
图表 22: 不同售后维保渠道服务竞争力比较	16
图表 23: “汽车超人”数据可视化智能分析平台	17
图表 24: 中美汽车后市场情况对比	17
图表 25: 汽车超人数字解决方案	18
图表 26: 汽车超人 APP 和小程序	18
图表 27: 汽车超人赋能门店得到的提升	19
图表 28: 我国手机网民和网民规模情况	19
图表 29: 中国消费者对未来汽车消费场景的兴趣统计	20

图表 30: 中国汽车维修保养市场线上渗透率估计	20
图表 31: 我国汽车后服务市场发展阶段	21
图表 32: 国内主要汽后服务厂商情况对比	22

一、国内钢轮和 EPS 设备领军，联手阿里打造汽后新零售新贵

1. 钢轮和 EPS 环保设备国内领军，全面进军汽后新零售市场

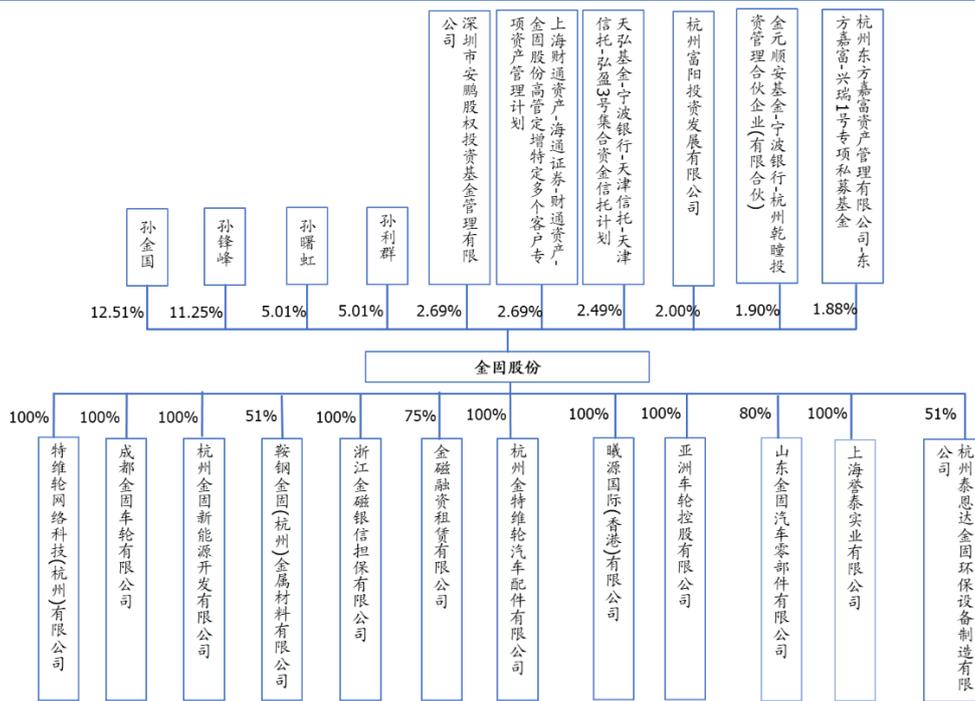
国内钢轮和 EPS 环保设备领军，股权结构稳定确保战略定力，多年积累全面进军汽后新零售。1) 浙江金固股份有限公司成立于 1986 年，2010 年于深交所上市。公司以钢轮业务和 EPS 环保设备业务为主线，汽车后市场新零售板块为重点布局，致力于实现“高端制造+汽车后市场”两架马车并驾齐驱的模式，在国内垂直领域占据绝对优势地位。2) 钢轮板块经过 20 多年的经营已成长为成熟业务，为国内第一，全球三强，专利“阿凡达”领先行业三年，逐步迈向国际一流钢制车轮生产企业；EPS 环保设备获得全球独家技术授权，响应国家绿色环保政策号召，符合监管要求，主要销售给汽车零部件企业、国内特钢企业、钢材加工中心；汽车后市场已成为汽配汽服门店新零售领导者，通过“天猫车站+汽车超人”打通上下游，建立“供应链平台+线上系统+线下门店”服务生态圈。3) 公司股权主要由现任董事长孙锋峰及家族成员控制，确保了公司战略和经营的稳定性。

图表 1: 公司发展历程



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

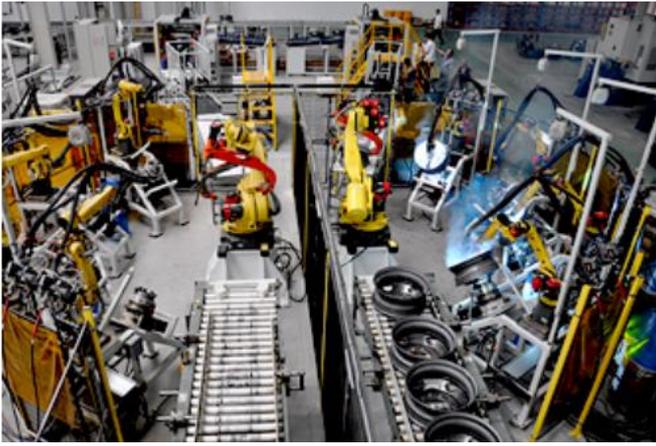
图表 2: 公司股权结构及子公司情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

领军级别钢轮生产技术，获诸多全球整车厂认可。1) 公司钢制滚型车轮板块，在国内外拥有 7 个车轮生产基地，1 个轮胎车轮装配基地，于 2012 年收购了具有 35 年车轮设备经验的美国 Hess Industries Inc 公司，为公司高品质研发和升级奠定基础。产品覆盖主要产品包含轿车，微型车等乘用车和部分特种用途车辆的钢制滚型车轮，及各型号卡车，挂车和客车等商用车的钢制滚型车轮。2) 公司是商务部和国家发改委认定的首批“国家汽车零部件出口基地企业”，被中国汽车工业协会评选的“中国汽车零部件车轮行业龙头企业”，是国内少有的可直接进入 OEM 市场并进入通用和戴姆勒等高端厂商国际采购体系的企业。国内市场，公司是上汽大众，巴西大众，上汽通用，巴西通用，斯柯达，福特，广州本田，奇瑞捷豹路虎，上汽通用五菱，长城汽车，吉利汽车，奇瑞汽车，观致汽车，东风柳汽，宇通客车，青年汽车，金龙客车等各大整车制造商的供应商。3) 公司多项技术领先同业竞争者，轿车车轮轮辋旋压技术通过旋压减薄轮辋上受力较小位置减小车轮重量，单个轮辋最大能减重 20%。已投产的 High-End Factory——高端产品工厂，车间占地面积为 56 亩，两期共四条车轮生产线，年产能达 600 万套。2018 年 6 月，公司与汽配零部件龙头提供商蒂森克虏伯钢铁欧洲股份有限公司、鞍钢股份共同成立金蒂鞍（杭州）科技有限公司，进一步加强公司研发能力，提高公司钢制车轮创新水平和市场占有率。

图表 3: 公司钢轮生产车间



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 4: 高通风孔车轮



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

EPS 环保高端设备进入爆发期, 且有望实现股权价值增值。1) EPS 技术由美国 TMW 公司研发, 2014 年独家授权本公司使用, 公司与 TMW 公司合资成立公司“泰恩达金固环保设备制造有限公司”, 其中金固股份占注册资本 51%, TMW 占 49%。该技术使用物理方法去除金属材料表面氧化皮及杂质, 使金属板材表面更光滑、更清洁、耐腐能力更强, 介质可循环使用, 期间不产生化学污染, 符合日趋严苛的环保要求趋势。主要市场为中国、韩国以及环太平洋国家。2) TMW (The Material Works) 公司成立于 1992 年, 是一家集代加工和技术研发为一身的公司。TMW 代加工项目主要包括对钢板的切割、冲裁、整平、激光、冲孔和绿色表面处理等, 在美国拥有庞大以及稳定的客户群体。3) EPS 全称是 Eco Pickled Surface, 即“绿色表面清洁技术”, 是一种新型的板材表面清洁方法, 相对于传统的酸洗来说, EPS 表面处理的方法更加环保更加清洁。2017 年公司 EPS 技术成功入选《国家重点环境保护实用技术名录》。通过引进 EPS 技术, 不仅能为公司提供原材料表面处理、降低成本, 也是公司升级转型并向原材料上游延伸的重要途径。4) 2019 年 1 月, 金固股份完成对外资股东 TMW 公司 49% 的股权收购, 主体公司由中外合资变更为金固独资, 并已与券商签订相关协议, 就环保设备公司分拆到科创板上市进行可行性认证及股改方案设计冲刺科创板。

图表 5: 公司 EPS 环保设备



资料来源: 新浪网, 国盛证券研究所

图表 6: EPS 线主要优势 (对比酸洗线)

主要优势

相同产能的 EPS 线和酸洗线比较, EPS 线的长度仅为后者的一半, 大大缩小了设备的占地空间。整个过程没有酸, 免去了酸洗工艺中的废酸处理等费用。

EPS 线生产自动化, 节约了人力, 同时也使出产品表面效果稳定、均匀。

系统监控自动化, 可以实时通过计算机来查看系统的运作情况, 防止突发情况的发生。

EPS 处理后的钢板表面无需涂油, 使涂装的前处理更加简便, 同时减少焊接时的烟尘, 提高了焊接性能和牢固度, 也使得激光切割速率大大加快。

EPS 处理过后的钢板表面抗锈能力强, 能够进行后续的冷轧, 也可以以热代冷, 是传统酸洗的良好替代。

EPS 生产线可以在 3 分钟内迅速启动生产, 这是酸洗线不能做到的。

EPS 处理设备可以不断地重复循环使用介质, 而且整个表面处理过程使用的是物理方法, 完全不会产生任何化学污染, 符合未来对于环保要求越来越苛刻的大势所趋。

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

联合阿里打造“汽车超人”, 全面进军汽车新零售市场。 1) 2013 年公司成立杭州金特维轮汽车配件有限公司, 以线上轮胎及汽车零配件的销售, 线下门店进行安装和服务的 O2O 电商模式, 正式进军汽车后市场。2015 年 4 月, 汽车超人 APP1.0 版上线, 同年 7 月, 官方商城上线, 目前汽车超人自营平台主要为汽车超人官方 APP, 并在天猫、淘宝、京东等综合电商平台接入服务入口。2017 年, 公司定向增发 27 亿元, 全部用于“汽车后市场 O2O 平台建设项目”, 为汽车超人项目提供资金投入保证。2) 汽车超人主要涉及汽车保养、汽车美容、汽配销售、汽车金融等领域, 主要向用户提供保养、美容、轮胎、保险、查违章、加油卡、充值等业务, 后续逐步开展汽车金融、二手车、车险、新能源汽车、车联网等业务。其通过整合上游供应链, 搭建平台并借助第三方平台为门店导流; 针对下游门店进行整合改造使其 IT 化, 并提供标准化服务。实现供应链重塑又导流门店, 让门店完成汽修店到汽车服务中心的转型, 让用户享受低价、高质、标准化的产品和服务。3) 2018 年 8 月, 公司将旗下汽车超人供应链业务与阿里天猫汽车、康众汽配相关业务进行战略重组, 成立新康众, 阿里为第一大股东, 金固为第二大股东。新康众拥有天猫、淘宝后市场业务(除汽车用品外)的独家运营权, 共享天猫汽车后市场零售平台海量车主数据。新康众通过提供线上流量和供应链仓配能力成为行业基础设施建设者, 打造业内最具权威的汽车后市场服务认证平台。汽车超人则通过信息数字化手段赋能改造线下汽修门店, 是领先的汽服新零售连锁品牌。

图表 7: 汽车超人合作门店



资料来源: 新浪网, 国盛证券研究所

图表 8: 汽车超人合作供应商

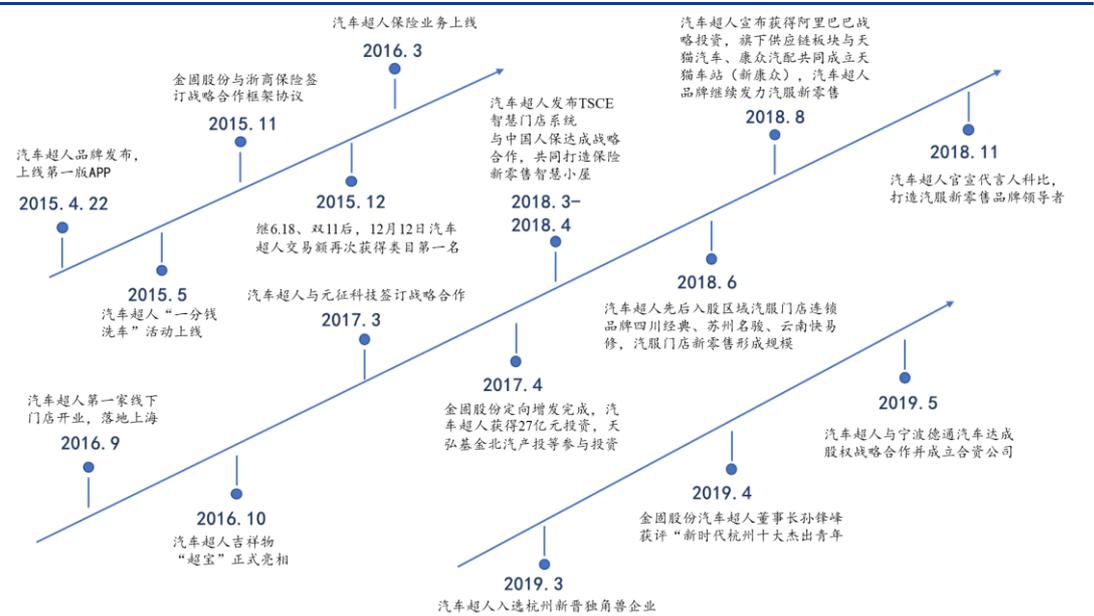


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

2. 联合阿里打造汽车新零售新贵

阿里、金固和康众强强联手，金固一举收获顶级流量与汽配供应链。1) 2018年8月份根据公告，特维轮网络科技有限公司（全资子公司）拟和 Alibaba Investment Limited、江苏康众汽配有限公司在汽车后市场中开展合作，具体分为供应链业务和门店业务的合作。阿里以现金方式出资人民币 16 亿元，将持有合资公司约 46.97% 股权，特维轮将持有约 16.27% 的股权，合资公司将获得淘宝、天猫相应汽车后服务独家运营权。2) 汽车超人五年深耕，拥有线下优质门店（全国直营门店超过 400 家，合作门店两万多家）、全国七大仓储体系、成熟门店 SaaS 系统以及大批后市场服务人才；康众汽配拥有覆盖全国的汽配供应链，涉及近 30 个省份约 200 余座城市；阿里拥有顶级线上流量以及雄厚的资本支撑。三者优势高度互补，打通汽车后市场线上流量、线下门店、供应链配套三大关键环节，国内汽车服务新零售绝对领军确立。

图表 9: 汽车超人发展历史



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 10: 汽车超人业务布局



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

供应链业务重组进入阿里体系, 汽车超人入股整合优质门店, 有望形成规模化优势。1) 公司获得阿里巴巴战略投资后, 并将平台供应链业务与阿里天猫汽车、康众汽配进行战略重组, 成立天猫车站(新康众); 另一方面, 原有汽车超人品牌则重点通过供应链整合, 门店 SaaS 系统, 线上精准营销, 流量导入, 品牌建设, 数据服务, 新零售业务导入等信息化手段来赋能改造线下汽修门店。2) 汽车超人也通过入股整合的模式, 将优质门店吸收。目前汽车超人已战略入股精典汽车、名骏车业、云南快易修等多个区域优质汽服连锁品牌, 加上原汽车超人服务门店, 线下门店已覆盖上海、浙江、江苏、安徽、四川、重庆、云南等全国多个区域, 逐步形成规模化新零售智慧连锁服务品牌。

图表 11: 与阿里合作架构及整合战略



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 12: 汽车超人覆盖区域规划

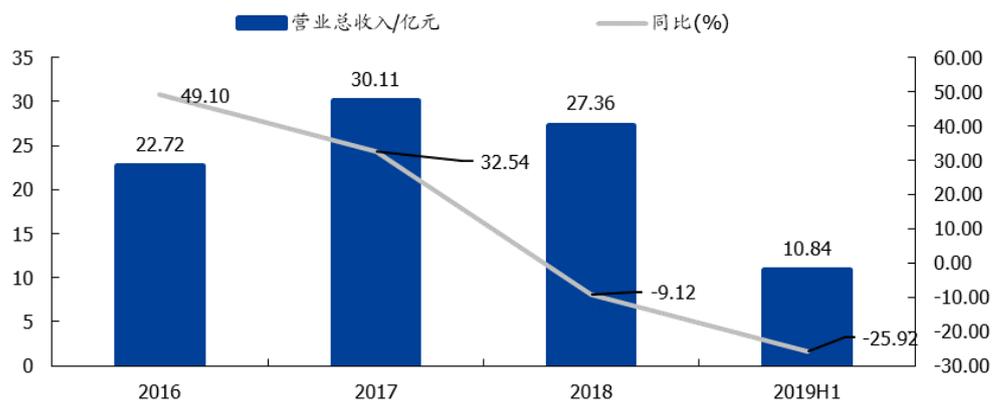


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

3. 重组导致业绩承压, 汽后业务有望进入收获期

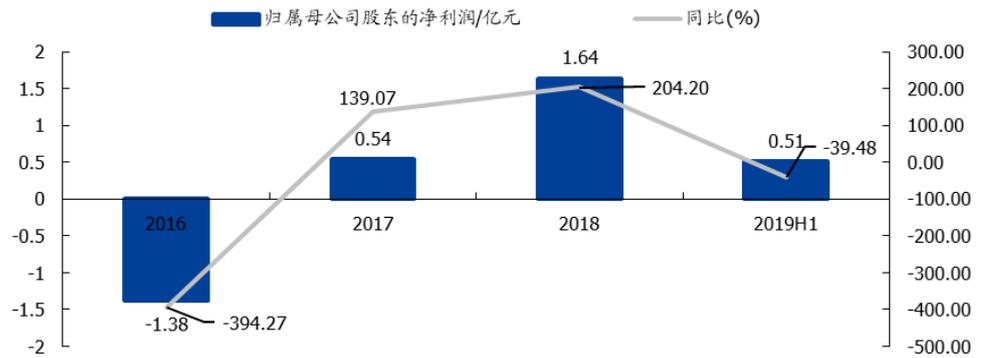
业务重组导致业绩短期承压, 汽车轮胎和 EPS 业务盈利能力稳定。1) 2019H1 公司实现营业收入 10.84 亿元, 同比下滑 25.92%。汽车超人供应链业务拆分并入天猫车站后, 主要聚焦于赋能门店, 收入以 SaaS 服务费、品牌使用费、加盟费等为主。当期汽车后市场业务板块收入为 0.40 亿元, 同比下滑 92.68%, 导致收入规模有所下降的主要原因。2) 2019H1 汽车零部件制造收入为 5.71 亿元, 同比下滑 17.72%, 高端装备制造业务收入为 1.15 亿元, 同比下滑 22.57%。宏观经济承压环境下, 汽车销售以及钢铁行业需求萎靡影响。但两块业务毛利率水平趋于稳定, 技术壁垒和业务盈利能力较为稳定。3) 2019H1 净利润为 0.51 亿元, 同比下降 39.48%。净利润的下滑主要由于新康众前期投入支付现金增加所致, 权益法计入公司亏损额较大。

图表 13: 2016-2019H1 公司营业收入及增速



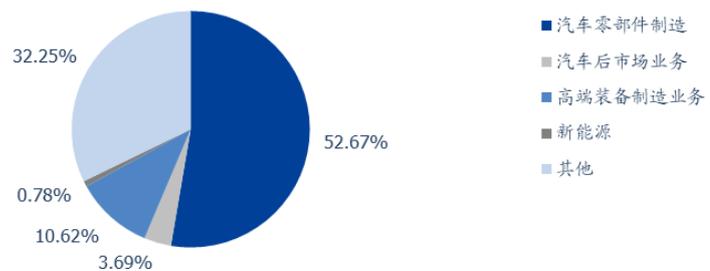
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 2016-2019H1 公司归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

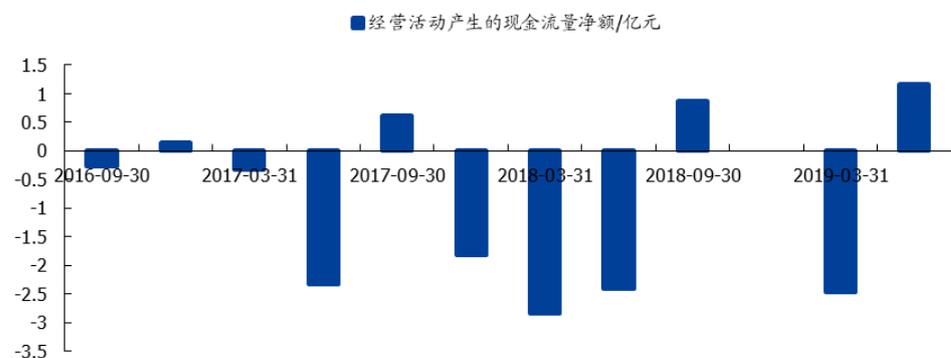
图表 15: 2019H1 公司销售占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

现金流快速改善, 汽车后市场业务有望进入收获期。1) 公司通过“天猫车站+汽车超人”打通上下游, 通过数字化手段建立起标准化的汽车后市场服务生态体系。随着门店整合不断加速, 规模效应逐步产生, 该业务板块有望进入收获期。2) 2019H1 经营活动产生的现金流量净额较去年同期增长 75.33%, 其中 2019Q2 单季度实现 1.17 亿元、为近三年新高, 主要得益于汽车超人已经度过大规模投入期, 由于减少了对供应链端及流量获客层面的投入, 也直接推动了现金流的改善, 未来盈利在即。

图表 16: 2016Q3-2019H1 经营活动现金流净额情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

二、车龄增长催生万亿汽后市场，连锁品牌领军将加速扩张

1. 我国汽车市场存量巨大，随着车龄增长汽后服务需求与日俱增

我国汽车存量市场巨大，孕育了广阔的汽车后服务需求。1) 截止2019年6月末，我国汽车保有量达2.5亿辆，过去十多年里，汽车销量规模扩大了近4倍(从2006年的718万辆至2018年的2,808万辆)。近些年来保有量依然在稳步增长。2) 根据中国公安部交通管理局发布的信息，截至2019年6月末，全国机动车保有量已达3.4亿辆，其中汽车2.5亿辆；机动车驾驶人4.2亿人，其中汽车驾驶人3.8亿人。截至今年6月末，全国汽车保有量超过100万辆的城市共有66个，与去年同期相比，增加8个。其中，汽车保有量超过200万辆城市29个，超过300万辆城市11个，依次是北京、成都、重庆、苏州、上海、郑州、深圳、西安、武汉、东莞、天津。北京、成都汽车保有量超过500万辆。巨大的存量市场孕育了广阔的汽车后服务需求。

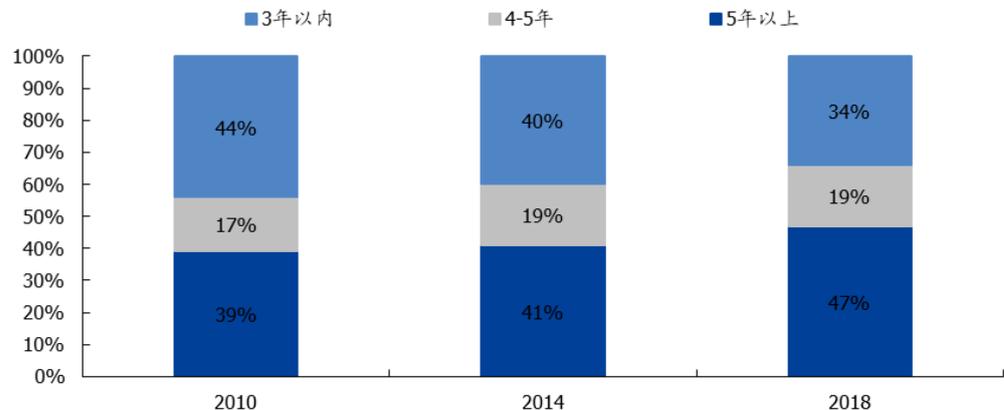
图表 17: 2010-2018 年我国新车销售量 (万辆) 及增速



资料来源: 中国汽车工业协会, 国盛证券研究所

国内平均车龄逐年快速提升，催生汽车后服务需求。1) 2018年美国平均车龄超过10年，而中国平均车龄仅有4.9年，但保有期5年以上的车辆占比较2010年增加8%，平均车龄快速提升。2) 大量汽车原厂质保期为四年，质保期外消费者会寻求低成本的服务解决方案，平均车龄增长将提升消费者自费费用比例；另一方面，车龄增加提升养护需求频率，部分易损件进入更换周期。以美国汽修市场为例，70%的“脱保”车辆通过独立后市场渠道接受售后维保服务。而国内目前还是以4S店为主的模式。

图表 18: 我国汽车平均车龄统计

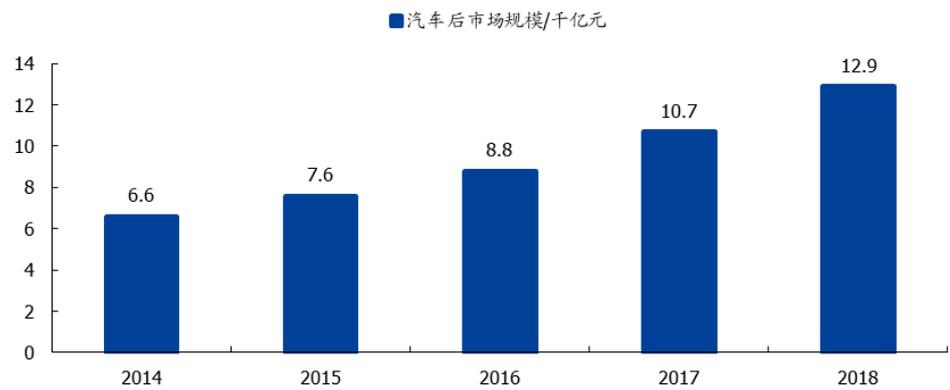


资料来源: 中国汽车工业协会, 国盛证券研究所

根据汽车工业协会数据，2018年我国汽车后市场规模已经达到1.3万亿元，较去年增

长 20.56%。

图表 19: 2014-2018 年我国汽车后市场规模



资料来源: 中国汽车工业协会, 国盛证券研究所

国家有关政策强调公平竞争、引导行业有序发展。自 2009 年起, 有关部门频繁出台中国汽车产业的相关政策, 为汽车市场及后服务市场创造有序的竞争环境。例如, 汽车市场及后市场政策对第三方服务提供商及零配件供应商越来越开放, 汽车生产商需向维修经营者无差别公开汽车维修技术信息, 打破汽车维修领域垄断, 即给第三方服务提供商及零配件供应商带来了新机遇, 保证汽车后市场信息的透明化, 渠道的多元化。

图表 20: 近年汽车及后服务相关政策

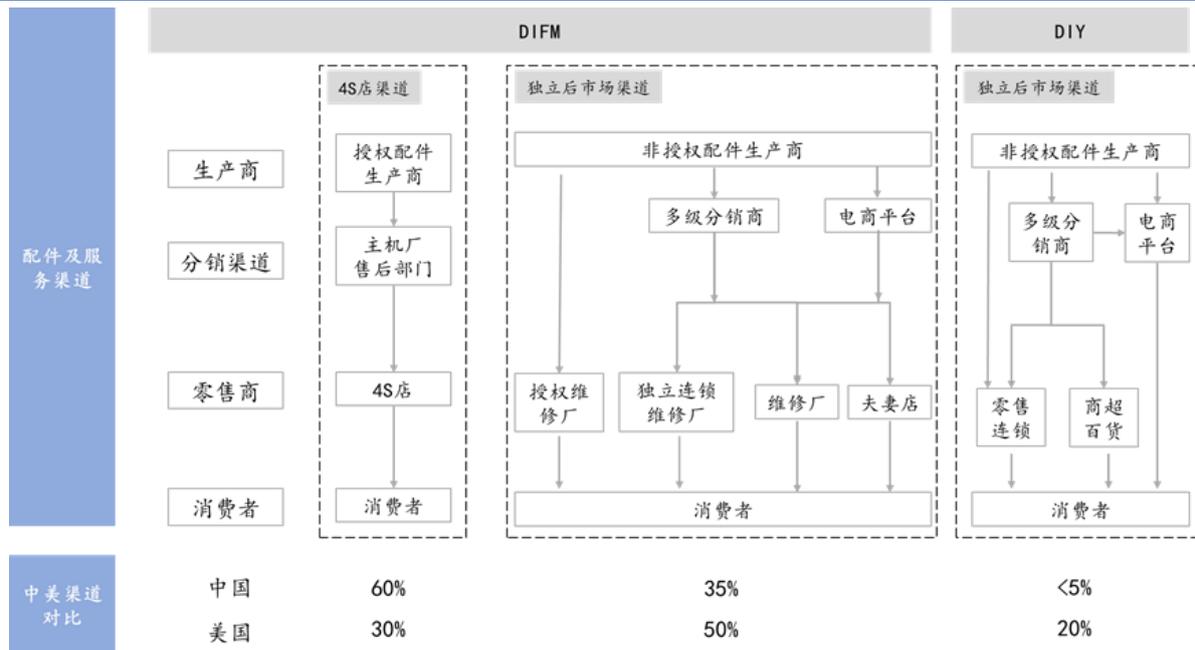
发布时间	发文单位	文件名称	具体内容
2009.03	发改委	《汽车产业调整和振兴计划》	促进汽车产业调整和振兴, 培育汽车消费市场, 发展现代汽车服务业。
2014.09	交通部、国家发改委等十部门	《关于促进汽车维修业转型升级提升服务质量的指导意见》	鼓励规模化、品牌化、专业化发展, 鼓励连锁经营。建立实施汽车维修技术信息公开制度, 推进信息化建设, 破除维修配件渠道垄断, 加强市场监管。
2015.09	国家标准委	《汽车零部件的统一编码和标识》	促进零部件生产企业、整车企业、维修和流通领域品牌建设, 为后市场的互联网化提供强有力支撑。
2015.09	交通运输部	《汽车维修技术信息公开实施管理办法》	建立实施汽车维修技术信息公开制度, 向消费者公开所销售汽车车型的维修技术信息; 不得通过设置技术壁垒排除、限制竞争, 封锁或者垄断汽车维修市场。
2016.03	发改委	《关于汽车业的反垄断指南(征求意见稿)》	不限制配件制造商生产双标件, 不限制售后配件供应与流通, 禁止垄断, 维护消费者选择权。
2016.04	交通运输部	《机动车维修管理规定》	促进机动车维修经营者加强从业人员从业行为管理, 规范从业维修。确保维修技术信息公开。
2017.01	国务院	《十三五节能减排综合工作方案》	加快互联网与资源循环利用融合发展, 支持回收、再制造等后市场市场周期信息互通共享。严格汽车尾气排放限值, 实施汽车检测与维护制度。
2017.05	国务院	《汽车产业中长期发展规划》	大力发展智能网联汽车, 加快发展汽车后市场及服务业, 支持企业由提供产品向提供整体解决方案转变。
2018.1	国务院	《完善促进消费体制机制实施方案(2018—2020年)》	全面取消二手车限迁政策, 便利二手车交易。修订报废汽车回收管理办法。积极发展汽车赛事、旅游、文化、改装等相关产业, 深挖汽车后市场潜力。
2018.07	国务院	国务院关于取消一批行政许可等事项的决定	取消机动车维修经营许可证, 降低行业门槛, 鼓励资本注入, 减少审批环节。
2018.08	上海市汽车维修行业协会	《新能源汽车维护技术标准》	规定了新能源汽车日常保养及各级保养周期、保养内容和技术要求。促进新能源汽车后市场规范化发展。
2018.09	工信部	《国家车联网产业标准体系建设指南》	加快建立车联网产业体系, 促进自动驾驶发展, 培育经济发展新动能。
2019.07	交通运输部	新版《机动车维修管理规定》	为机动车维修建立电子档案纳入信用监管体系, 增强市场规范。

资料来源: 有关部门官网, 国盛证券研究所

2. 参照欧美历史, 连锁品牌有望通过兼并扩张成为国内主流

美国汽后服务市场, 独立后市场服务门店市场份额已经超越 4S 店。1) 美国汽车售后维保市场渠道模式分为 DIFM (Do It For Me) 和 DIY (Do It Yourself) 两种模式。前者由专业修理厂提供服务, 后者是车主自行采购配件并维修。2) DIFM 在中国汽修市场中超过 95%, 占绝对市场份额, 其中 60% 份额为整车厂授权的 4S 店, 35% 为独立后市场服务渠道。而美国约 50% 市场份额为独立后市场服务门店, 4S 店占比仅为 30%, 另外 DIY 模式占 20%。

图表 21: 中美汽车售后维保市场渠道对比



资料来源: AAIA, 德勤《中国汽车后市场物流服务洞察》, 国盛证券研究所

传统 4S 店经营存在诸多痛点, 需求爆发以及技术赋能下连锁品牌门店有望迅速扩张。1) 目前 4S 店普遍存在建设成本高, 运营成本居高不下, 单一店面影响范围小, 获客难度及用户流失风险较高等痛点。4S 店配件质量顶尖但缺乏价格竞争力, 由国际经验, 70% “脱保” 车辆将通过独立后市场渠道接受服务。2) 国内独立后市场渠道普遍为地方性小规模店面, 资源的局限性使得客户服务范围有限。连锁汽修品牌门店在爆发式的需求增长下有望实现迅速扩张。3) 随着 SaaS、AI、数据分析等新技术应用深化, 服务标准化和流程化及信息的透明化将会促进独立后市场服务快速发展成熟, 甚至有望未来 10 年内超越 4S 店成为市场主流。

图表 22: 不同售后维保渠道服务竞争力比较

项目	4S 店	路边店	维修厂/连锁店
网络便利性	网络覆盖率低	网络多	覆盖网络比 4S 店广
	不够便利	比较便利	位置没有路边店便利
配件质量	原厂授件较多	市场混乱	市场较为混乱
	质量高	质量差	部分品牌件质量较差
配件种类	基本只有原厂件可选	少量主推产品可选	少量主推产品可选
价格吸引力	定价高	定价低	定价适中, 吸引相对价格敏感客户
服务品质	授权品牌	技术实力弱	有一定服务能力
	服务最专业	服务水平低	硬件和软件设施不及 4S 店
服务效率	手续冗长, 客流扎堆入场	工位利用率不高	工艺及流程有标准化能力
	等待时间较长	工艺简陋	追求效率

资料来源: 德勤, 国盛证券研究所

图表 23: “汽车超人”数据可视化智能分析平台



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

参照欧美市场经验, 国内汽后连锁领军有望通过兼并整合加速扩张。1) 美国汽配市场发展时间较久, 市场相对集中, 数十年连锁化发展后进入互联网化历程。北美四大连锁巨头 (Autozone, Advance Auto Parts, O’ Reilly 和 NAPA) 为 DIY 和 DIFM 混业经营, 通过兼并收购, 整合扁平化供应链体系, 现占据约 30% 市场, 高于经销商市场份额。另外, 波兰、英国、西班牙等欧洲市场, 独立后市场渠道份额高达 60% 以上, 德国、法国也均超过 50%。2) 规模效应、供应链管理能力和物流体系成为核心竞争力。AZO 前期将大量资金投入 DIY 业务, 培养忠实客户, 并积极布局供应链体系, 引导向 DIFM 业务过渡; ORLY 由于下设密集的配送中心和完善的物流服务在 DIFM 业务上处领先地位。3) 新兴厂商 Monro Muffer Brake 通过直营并购融合模式, 专注于易损件维修领域, 在直营店业务成熟标准化后通过三年一并购迅速实现区域性业务扩张, 打造规模优势。4) 由于主机厂技术和配件流通的垄断, 国内汽配汽修市场处于信息不对称、产品价格不透明的发展初期阶段。国内龙头厂商通过兼并整合, 打造统一的服务和价格体系, 有望实现规模化异地扩张。

图表 24: 中美汽车后市场情况对比

指标	中国		美国	
	经销商	维修厂	经销商	维修厂
汽车保有量 (亿)	~2.4		~2.6	
店面数量 (万)	~3	~46	~1.7	~8
每千辆车拥有店面数量	0.13	1.92	0.07	0.31
汽配行业集中度 CR4	<2%		~30%	
汽修行业集中度 CR4	<2%		<2%	
资产证券化程度	中国	极低	高	中

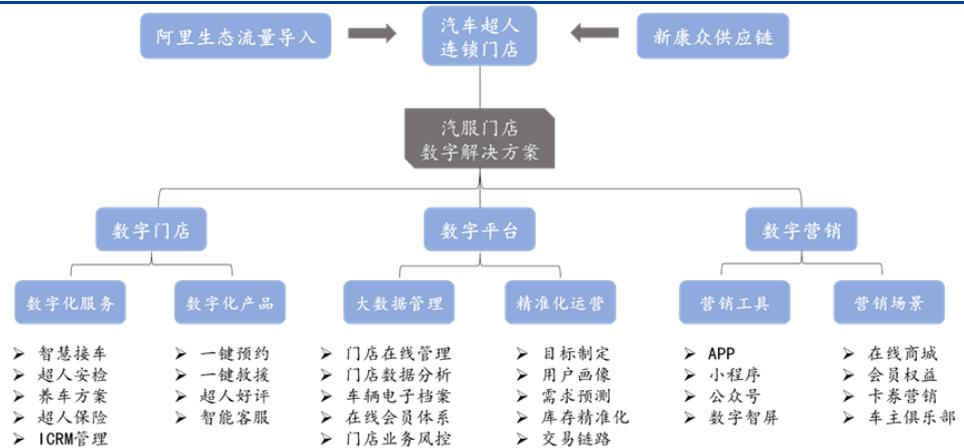
资料来源: 公安部, IHS, AAIA, NADA, 德勤, 国盛证券研究所

三、阿里系流量叠加 SaaS 门店优势, 超人品牌有望逐步胜出

1. 核心壁垒: 阿里顶级生态和流量, 新康众供应链资源, 超人门店能力

我们认为公司核心优势在于：阿里的生态和流量，新康众供应链资源，结合汽车超人线下门店服务能力，三者实现高协同。1) 战略上，阿里生态流量入驻汽服产业，整合供应链标准化数字门店运营。阿里天猫汽车与汽车超人供应链业务、汽配供应龙头康众汽配战略重组成立新康众。新康众整合汽车超人轮胎、机油供应链体系和原康众汽配易损件供应链资源，门店采用数字化解决方案，利用 SaaS 为门店数字化管理赋能。2) SaaS 系统是针对汽修门店的单店管理系统，以智修（智慧维修管理）、智数（智慧维修应用数据系统）、智配（智慧配件供应链系统）、智营（智慧运营管理）为系统逻辑，通过信息化手段为维修企业提供系统管理解决方案。3) 利用店库一体终端形态为数万家维修厂提供基础供应链服务，通过门店及天猫背书引流，辅以服务号营销扩散培育目标用户，利用大数据分析对用户进行精准画像；大数据处理能力帮助下修理厂高校匹配配件；客户可以在 APP 及小程序上一键预约，并实时查看服务进度；门店用户转化后，通过 APP 进行二次转化和留存，盘活存量客户，形成维修养护服务闭环。4) 汽车超人现已成长为覆盖上海、浙江、江苏、安徽、四川、重庆、云南等多区域的规模化新零售智慧连锁服务品牌。根据官网新闻，SaaS 赋能的试点效果反馈良好，部分门店营业额提升明显。

图表 25: 汽车超人数字解决方案



资料来源：公司官网、公告，国盛证券研究所

图表 26: 汽车超人 APP 和小程序



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 27: 汽车超人赋能门店得到的提升

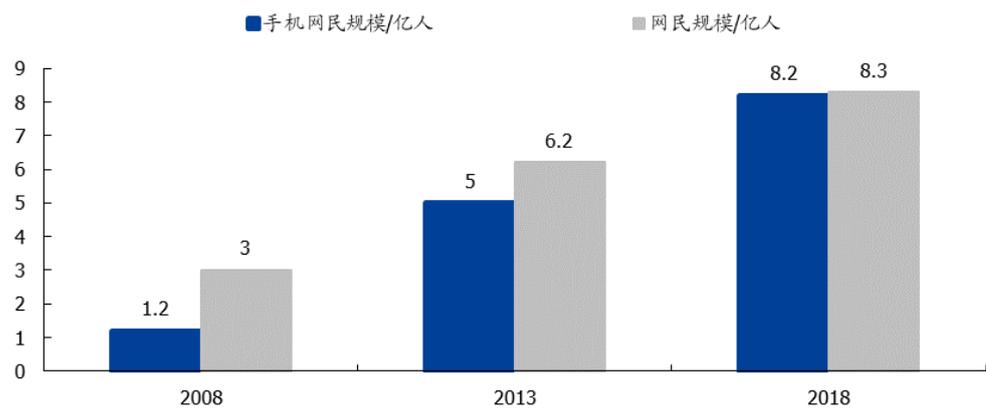
提升方面	内容
实现门店数字化管理	通过搭建数字门店，助推门店在线化管理，提升门店整体服务效率；搭载智慧接车、智慧保险、超人安检、超人好评等功能，基于数字化管理和产品为用户提供数字养车服务
提升门店经营效率	为门店提供标准化的行业服务体系，简化管理流程；借助数字门店系统，进行在线化操作，提升门店整体效率，为用户创造更好的服务体验
提升门店盈利能力	结合行业标准化服务体系、数字门店系统、数字营销工具快速引流纳新、提高用户转化、强化留存、创造门店商机，最终达到营收增量
降低门店运营成本	基于行业标准化服务体系、数字门店系统、数字营销工具，降低门店整体运营成本

资料来源：公司官网和公告，国盛证券研究所

2. 汽后新零售 O2O 服务模式更注重线下体验

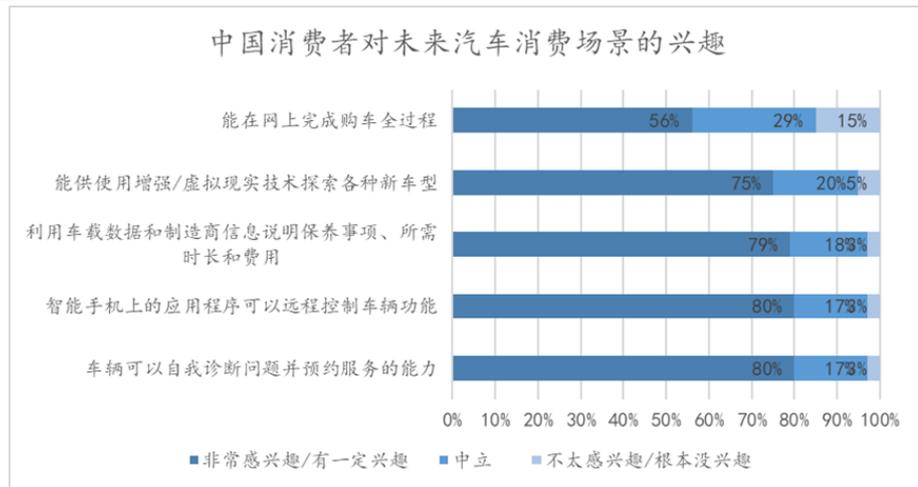
移动互联网时代充分渗透，培养出庞大的 O2O 消费群体，汽后线上消费渗透加深。1) 据互联网信息中心统计，线上金融服务、外卖、移动支付等在中国渗透率远超海外市场，培养出了 O2O 庞大的用户群体和市场。截至 2018 年 6 月，网购渗透率为 71%，相较 2017 年末增长 6.7%；网络外卖渗透率 49%，相较 2017 年末增长 6.0%；网约车用户数量较 2017 年末增加 5970 万，增长率约 20%。2) 特别是年轻消费者，热衷于使用更便利的手机来替代过去的繁复消费体验，节约时间和成本是首先考虑的因素。德勤报告中指出，80%的消费者对使服务体验更简便的科技感兴趣，通过一站式的简化服务流程，提升服务效率和体验，成为未来消费者追求的服务模式。3) 根据德勤预计，2018 年汽车维修保养市场电商渗透率仅 5%，2025 年可达到 17%。线上消费化的趋势将驱动消费者对汽车维保 O2O 服务依赖程度加深。

图表 28: 我国手机网民和网民规模情况



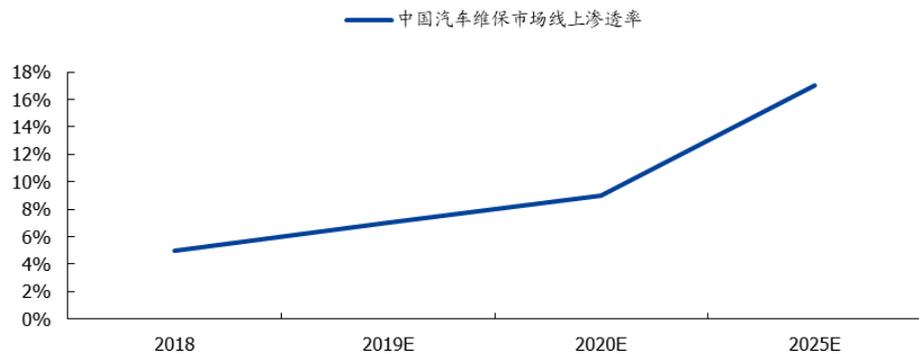
资料来源：《第 43 次中国互联网络发展状况统计报告》，国盛证券研究所

图表 29: 中国消费者对未来汽车消费场景的兴趣统计



资料来源: 德勤《2019年全球汽车消费者调查报告》, 国盛证券研究所

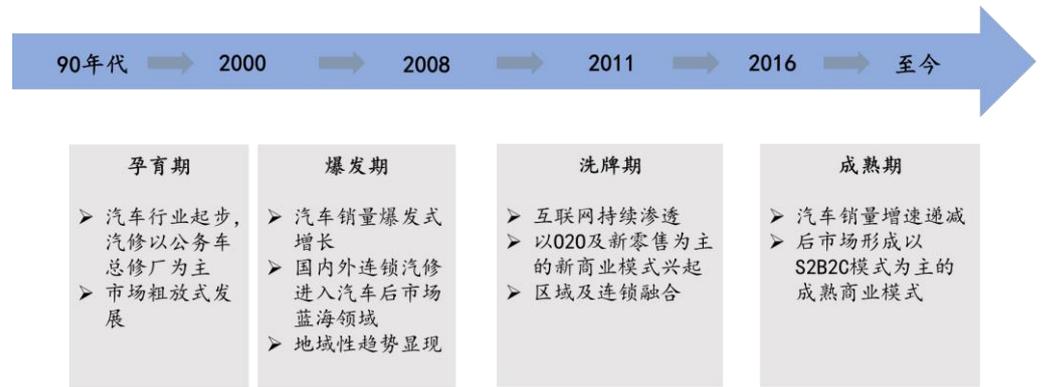
图表 30: 中国汽车维修保养市场线上渗透率估计



资料来源: 德勤, 国盛证券研究所

汽车后服务市场已经步入 4.0 时代, 更加注重线下服务能力的打造。1) 1.0 时代: 90 年代初期, 中国汽车行业起步, 汽修行业以国营公务车综修厂为主。随着汽车销量的增加, 个体维修店等开始通过社区店形式进入市场, 维修连锁态势初现端倪。2) 2.0 时代: 2000-2008 年, 中国汽车产销激增, 国内外连锁汽修企业瞄准维保蓝海市场大量涌入, 专注于销售和主机厂授权售后的 4S 店占据中国维护保养市场主导地位。3) 3.0 时代: 2009-2015 年, 随上一阶段新车“脱保”, 汽修和配件更替为后市场带来巨大空间。2011 年互联网开始大举渗透行业, 带动 O2O 及新零售商业模式兴起, 电商平台致力于实现 S2B2C 扁平化供应链模式, 减少中间流通环节的固定资产及服务费用投入, 借助互联网流量优势, 融合资本与技术, 推动汽车后市场进入红海领域。4) 4.0 时代: 2016 年至今, 上门服务创新型模式因场地制约等局限纷纷退出市场, 消费者和企业恢复理性, 线下服务的打造是核心壁垒。

图表 31: 我国汽车后服务市场发展阶段



资料来源: 德勤, 国盛证券研究所

3. 行业进入剩者收获期, “汽车超人”兼具流量和线下能力、有望胜出

行业进入精细化运营时期, 超人品牌有望享受胜者收获期。1) 从2015年9月以来, 包括赶集易洗车、e洗车、小雨洗车、嘀嗒洗车在内的一大批上门洗车平台关门。2016年4月, 国内最大的上门保养类创业公司博湃养车停摆。汽车养护行业经历了几年调整期后, 诸多前期创业品牌被市场淘汰, 线下门店服务被重新重视。即互联网短平快的方式不再, 烧钱和扩张速度放慢, 精细化运营和盈利能力成为核心因素。2) 目前国内汽后服务市场互联网基因连锁品牌主要为: 汽车超人、途虎养车和车享家。各方在覆盖门店数量、流量来源、供应链建设、合作品牌、融资能力、扩张方式等均各有所长。与竞争对手不同, 超人品牌依托阿里系的千万车主流量优势, 同时依靠打磨多年的 SaaS 平台输出管理能力, 叠加新康众多年积累的供应链渠道能力, 可实现半小时配件到达、精细化服务, 成为未来汽车超人逐步胜出的关键。

图表 32: 国内主要汽后服务厂商情况对比

对比项目	汽车超人	途虎养车	车享家
创立时间	2015	2011	2014
经营模式	线上商城平台+线下门店服务, 供应链整合	线上购买预约+线下安装付款, 自建仓储物流	人、货、场
投资背景	阿里流量+新康众供应链	腾讯领投, 品牌商战略合作, 集中竞价, 正品专业低价	上汽集团售后服务
融资概况	2017年金固股份定增27亿	2015C轮、C+轮共1.5亿美元, 2016D轮1亿元, 2018E轮融资4.5亿美元	2017年约10亿元B轮融资
门店模式	数字门店, 自营+合作	自营+合作	直营+加盟
线下门店	预计直营门店2019年将达到1050家, 三年内达到5000家	线下布局广泛, 2018年已有13000多家合作安装门店和500家工场店, 覆盖31省直辖市, 405个城市	目标建立3公里社区服务生态圈, 解决最后一公司维修问题。2018年底有2500家门店, 直营门店有1200家左右, 预计2020年布局10000家门店数量
仓配体系	2018年天猫车站前置仓数量达到650个, 2019年前置仓数量将达到1258个, 到2022年将建成3000个以上前置仓, 每个前置仓覆盖5公里范围内100-200家汽服门店	超过30个仓储物流中心, 总面积超过17万平方米	上汽安吉物流、天地华宇
线上导流	汽车超人APP、淘宝、天猫、大众点评、人保、平安等	途虎养车APP、腾讯微信等	车享家APP、上汽
APP MAU	100-200万	427.2万	20万
上游品牌合作商	固特异、马牌、邓禄普、固铂、辉门、马勒等	万丰奥威、3M美国胜牌、固铂轮胎、博世、瓦尔塔等	瓦塔尔、壳牌、中国石油、嘉实多等
业务覆盖	汽车用品, 维保, 轮胎, 保险	轮胎, 保养, 汽车美容, 汽车用品, 车险违章查询等汽车服务	整车销售, 维保, 二手车, 租赁, 汽车支付, 汽车配件
价格优势	中	高	低

资料来源: 相关公司官网和公告, 国盛证券研究所

四、 盈利预测

维持“增持”评级。根据关键假设和2019年半年报, 预计公司2019-2021年营业收入分别为25.48亿、37.98亿和48.66亿, 归母净利润分别为1.51亿、2.53亿和3.67亿。维持“增持”评级。

五、 风险提示

门店拓展不达预期: 汽后市场较为分散, 公司线下门店拓展目标较高, 实际推进过程中可能不达预期。

盈利能力不达预期: 汽车后市场行业竞争激烈, 相关业务盈利能力可能不达预期。

受下游行业周期波动影响: EPS环保设备受下游钢铁行业景气度影响较大, 后续订单可

能存在不确定性。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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“国盛证券有限责任公司”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：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 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：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 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