

审慎推荐-A (首次)

金固股份 002488.SZ

当前股价: 7.2 元

2018 年 12 月 13 日

携手阿里塑造 S2b2C 模式, 维修保养龙头起航在即

基础数据

上证综指	2602
总股本(万股)	101120
已上市流通股(万股)	76806
总市值(亿元)	73
流通市值(亿元)	55
每股净资产(MRQ)	4.2
ROE(TTM)	4.2
资产负债率	43.1%
主要股东	孙金国
主要股东持股比例	12.52%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

董瑞斌

021-68407847  
dongruibin@cmschina.com.cn  
S1090516030002

张景财

zhangjingcai@cmschina.com.cn  
S1090516070002

汽车维修保养进入黄金时代, 金固携手阿里塑造 S2b2C 模式将成为行业领军者!

- **钢制车轮龙头, 后市场之翘楚。**金固是国内钢制车轮龙头, 技术优势明显, 是少数能够直接进入 OEM 市场并进入通用和戴姆勒国际采购体系的企业。拓展汽车后市场是公司的核心战略, 公司通过整合供应链和服务链, 使得后市场业务得到高速发展。目前, “汽车超人”已经成为后市场翘楚, 在活跃用户数和月流水方面均居于行业前列。
- **汽车维修保养行业进入黄金时代, 政策+“巨头布局”驱动行业质变。**汽车保有量和老龄化决定维修保养行业将进入黄金时代, 预计 2020 年我国汽车维修保养市场空间将达到 1.2 万亿元。反垄断政策的推进使得独立维修商崛起是必然趋势, 互联网巨头(ATJ)深度布局将必然改写行业格局并驱动行业加速发展。大浪淘沙之后, 行业已然迎来质变。
- **携手阿里完成商业模式重构, 行业龙头启航在即。**参考国外, 供应链和服务链建设是龙头公司必备基因。金固塑造新零售 S2b2C 模式: 与阿里战略合作建设供应链、共享阿里海量线上数据; 同时通过并购重塑线下“汽车超人”门店, 并以 SaaS 系统等方式对门店赋能, 进而实现供应链、品牌、管理和服务统一输出。S2b2C 模式有望变革产业, 金固未来将有望成为行业领军者。
- **高端制造不乏亮点, EPS 设备有望快速起量。**公司深耕钢轮业务多年, 最新一代产品重量和外观已与铝轮相当, 产品和客户升级将驱动钢轮业务稳定增长。钢材酸洗污染严重, 绿色处理方式迫在眉睫。EPS 设备相比传统酸洗优势明显且无污染, 环保压力之下 EPS 设备需求有望激增。公司 EPS 设备为国内独家, 后续将有望快速放量。
- **投资与评级:**我们预计公司 2018-2020 年收入为 32.46 亿、24.68 亿和 28.95 亿, 净利润为 2.01 亿、3.11 亿和 4.46 亿, EPS 为 0.20 元、0.31 元和 0.44 元, 同比增速分别为 273%、54%和 43%, 对应 PE 为 36.2、23.4 和 16.3 倍, 首次覆盖给予“审慎推荐”评级。
- **风险提示: 业务推进不达预期、系统性风险**

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	2272	3011	3246	2468	2895
同比增长	49%	33%	8%	-24%	17%
营业利润(百万元)	(206)	36	237	386	570
同比增长	-976%	-117%	562%	63%	48%
净利润(百万元)	(138)	54	201	311	446
同比增长	-394%	-139%	273%	54%	43%
每股收益(元)	(0.14)	0.05	0.20	0.31	0.44
PE	-52.7	134.8	36.2	23.4	16.3
PB	5.2	1.8	1.8	1.7	1.5

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

1、钢制车轮龙头，后市场之翘楚.....	5
1.1 公司是国内钢制轮毂龙头企业.....	5
1.2 转型汽车后市场，厚积薄发.....	5
2、汽车维修保养行业进入黄金时代，政策+巨头布局驱动行业质变.....	6
2.1 汽车维修保养行业进入万亿黄金时代.....	6
2.2 反垄断政策破冰，行业内百花齐放.....	8
2.3 大浪淘沙，巨头布局有望带动行业质变.....	10
3、携手阿里塑造 S2b2C 模式，金固将成为行业领军者.....	11
3.1 他山之石，供应链和服务链的把控是核心.....	11
3.2 携手阿里重构商业模式，未来有望快速实现盈利.....	12
3.3 S2b2c 模式变革产业，行业龙头起航在即.....	14
4、高端制造业务不乏亮点，EPS 设备需求有望激增.....	15
4.1 产品+客户升级，钢轮业务维持稳定增长无虞.....	15
4.2 酸洗环保压力大，EPS 设备需求激增.....	16
5、投资评级.....	17
6、风险提示.....	18
6.1 业务推进不达预期.....	18
6.2 市场系统性风险.....	18

## 图表目录

图 1 公司主要产品为钢制轮毂.....	5
图 2 公司客户情况.....	5
图 3 公司收入和毛利润情况.....	5
图 4 钢轮业务收入和毛利润情况.....	5
图 5 公司各项业务收入情况（亿）.....	6
图 6 汽车后市场业务收入和毛利情况.....	6
图 7 公司业务逻辑图.....	6
图 8 汽车生命周期分布.....	7
图 9 汽车后市场业务分布.....	7
图 10 我国汽车保有量及增速情况.....	7

图 11 我国汽车维修保养市场规模 .....	7
图 12 国外成熟市场汽车产业链利润分布 .....	7
图 13 我国汽车产业链利润分布 .....	7
图 14 维修保养需求随着汽车老龄化增加 .....	8
图 15 国内车龄分布情况 .....	8
图 16 垄断带来的问题 .....	8
图 17 后市场高零整比情况严重 .....	8
图 18 传统垄断模式 .....	9
图 19 独立维修商介入市场 .....	9
图 20 汽车后市场投融资案件 .....	10
图 21 互联网+模式下维修保养市场案例 .....	10
图 22 行业遇冷，资本热度降低 .....	10
图 23 四大巨头市场份额 .....	11
图 24 两巨头股价上涨情况 .....	11
图 25 美国汽车保有量和车龄情况 .....	12
图 26 美国反垄断法支持汽车后市场 .....	12
图 27 供应链运营情况 .....	12
图 28 两大巨头门店数量 .....	12
图 29 新公司——天猫车站股权结构 .....	13
图 30 三方均具较强优势 .....	13
图 31 天猫车站业务模式图 .....	13
图 32 汽车超人处于金字塔顶层 .....	14
图 33 汽车超人门店赋能项目 .....	14
图 34 整合后金固商业模式 .....	14
图 35 金固盈利点 .....	14
图 36 S2b2c 商业模式 .....	15
图 37 S 对 b 赋能共同服务 c .....	15
图 38 金固塑造 S2b2c 商业模式 .....	15
图 39 钢制车轮渗透率 .....	16
图 40 钢轮和铝轮优缺点对比 .....	16
图 41 公司钢轮全自动化产线 .....	16

图 41 传统钢材酸洗缺点 .....	17
图 42 传统酸洗和 EPS 处理环境对比 .....	17
图 43 EPS 具有明显优势 .....	17
表 1: 相关政策梳理.....	9
表 2: 倒闭企业汇总.....	10
表 3: 互联网巨头在汽车后市场的布局.....	11

## 1、钢制车轮龙头，后市场之翘楚

### 1.1 公司是国内钢制轮毂龙头企业

公司是国内钢制车轮龙头企业。公司专业从事钢制滚型车轮的研发、生产和销售，是国内最大、全球前三的钢制车轮制造企业，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”。公司技术领先，产品已进行多代轻量化升级，基本达到铝轮重量。公司主要客户为上海大众、长安福特、奇瑞捷豹路虎、广汽本田、北京现代、宇通、中国重汽等国内品牌以及通用汽车和戴姆勒等国际品牌。

图 1 公司主要产品为钢制轮毂



资料来源：招商证券

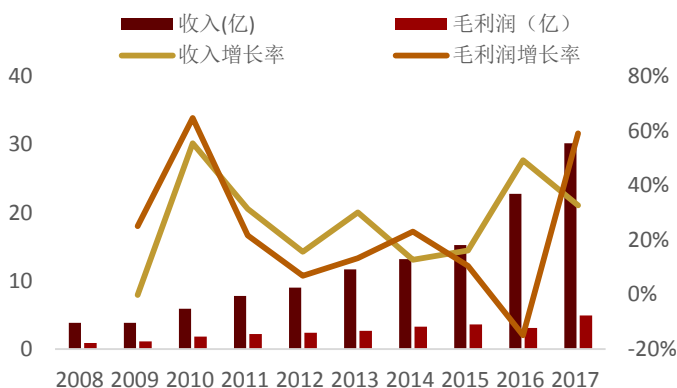
图 2 公司客户情况



资料来源：招商证券

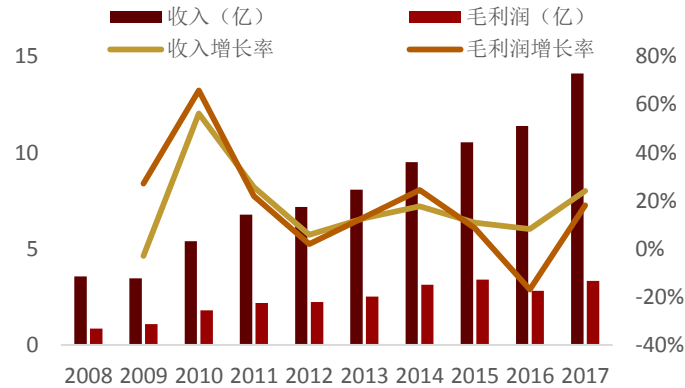
产品定位高端，业务稳定增长。公司产品质量和精度较高，是国内少有能直接进入 OEM 市场的企业，并已经进入通用国际采购体系。公司过去几年维持稳定增长，2017 年收入和毛利润分别为 30.11 亿元和 4.88 亿元，自 2010 年上市以来复合增速分别达到 26.19% 和 15.23%。钢轮业务是公司最主要的业绩来源，2017 年收入和毛利润占公司比重为 46.81% 和 67.99%，上市以来复合增速分别达到 14.73% 和 9.14%。

图 3 公司收入和毛利润情况



资料来源：wind 招商证券

图 4 钢轮业务收入和毛利润情况



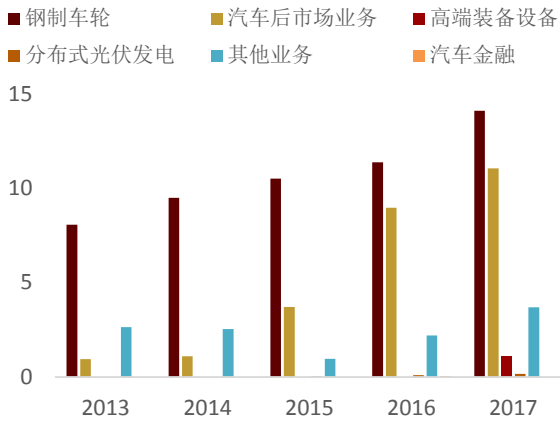
资料来源：wind 招商证券

### 1.2 转型汽车后市场，厚积薄发

拓展汽车后市场是公司未来核心战略。公司汽车后市场业务以轮胎、保养维修、汽车美容等汽车配套服务为切入点，结合线下合作门店和直营门店布局，为广大车主提供线上

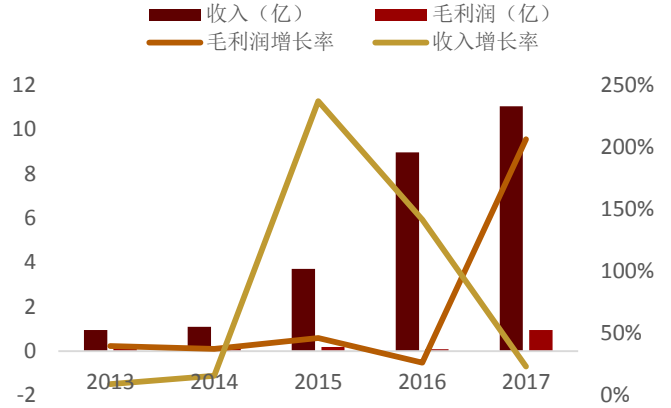
销售与线下服务相结合的服务体验，建立标准化、透明化的服务标准，并积极拓展汽车金融、汽车保险、汽车救援、车务服务等后服务市场相关业务，建成汽车后服务一站式解决方案平台。

图 5 公司各项业务收入情况 (亿)



资料来源: wind 招商证券

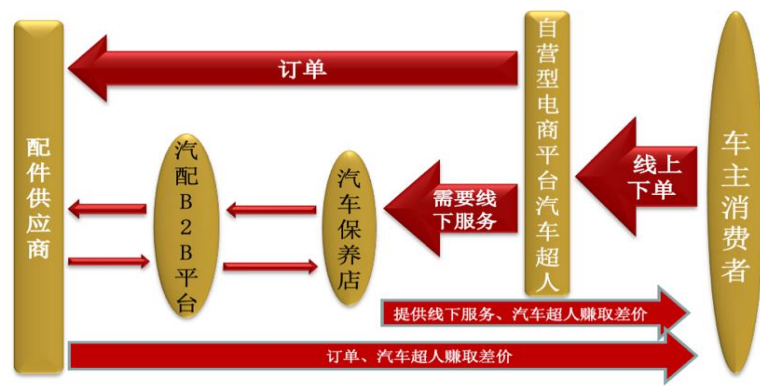
图 6 汽车后市场业务收入和毛利情况



资料来源: wind 招商证券

**打造“汽车超人”品牌，后市场业务高速发展。**公司此前定增 27 亿全部投资于汽车后市场，打造“汽车超人”品牌，通过整合上游供应链、建设物流系统和 IT 系统，同时发展线下合作门店（20000 家以上），实现全产业链打通，进而使得公司后市场业务得到高速发展。2017 年公司后市场业务收入达到 11.05 亿，占公司总收入比重 36.71%，近三年复合增速达到 72.58%。未来随着业务进一步拓展，后市场业务有望实现盈利。

图 7 公司业务逻辑图



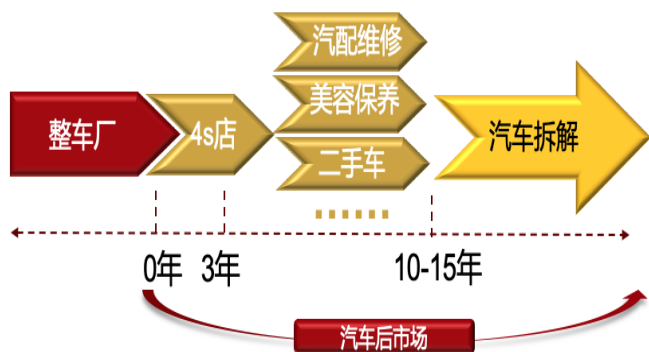
资料来源: 招商证券

## 2、汽车维修保养行业进入黄金时代，政策+巨头布局驱动行业质变

### 2.1 汽车维修保养行业进入万亿黄金时代

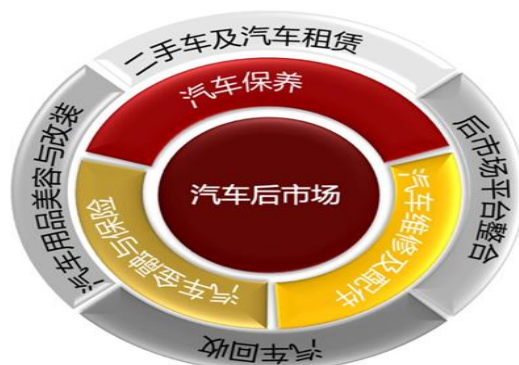
**汽车后市场是什么？** 广义的后市场概念指汽车销售之后直到报废过程中围绕汽车使用所产生的一切消费者所需的服务，包括七大行业，包括汽车维修及配件；汽车保养；汽车金融与保险；二手车及汽车租赁；汽车用品、美容与改装；汽车回收；后市场联盟平台整合/汽车电商。狭义的汽车后市场包括与车辆日常维护最相关的服务，包括汽车维修及配件，汽车美容改装以及汽车保养。

图 8 汽车生命周期分布



资料来源：招商证券

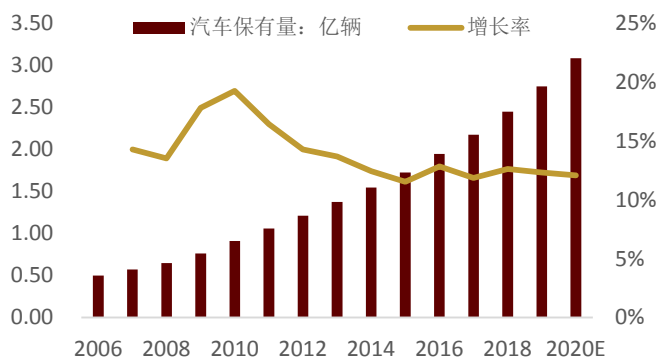
图 9 汽车后市场业务分布



资料来源：招商证券

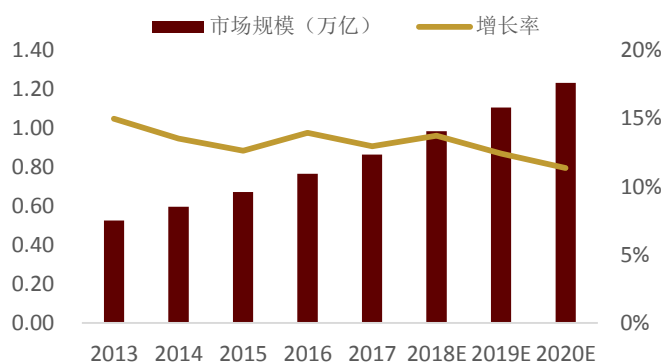
汽车维修保养行业空间大，万亿市场待挖掘。汽车后市场空间与汽车保有量直接相关。我国汽车保有量 2017 年已经达到 2.17 亿，居全球第二。2018 年 1-10 月份我国汽车销量为 2287.1 万辆，预计 2018 年底我国汽车保有量将达到 2.45 亿辆。假设未来两年新车销量增速为每年 1%，预计到 2020 年我国汽车保有量将超过 3 亿辆。根据统计局数据，每年平均汽车养护成本为 4023 元，那么到 2020 年汽车维修保养市场空间将达到 1.2 万亿。

图 10 我国汽车保有量及增速情况



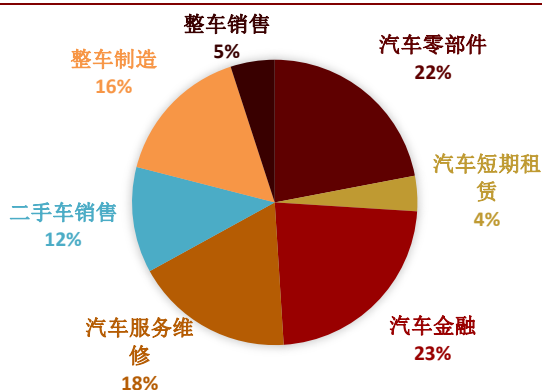
资料来源：wind 招商证券

图 11 我国汽车维修保养市场规模



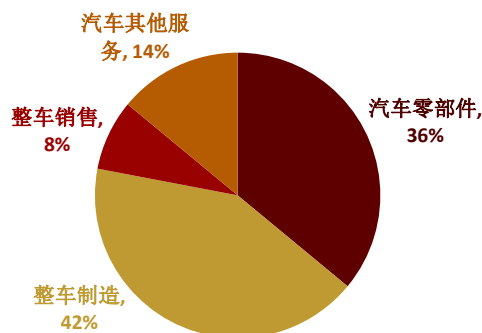
资料来源：wind 招商证券

图 12 国外成熟市场汽车产业链利润分布



资料来源：汽车后市场蓝皮书 招商证券

图 13 我国汽车产业链利润分布



资料来源：招商证券整理

汽车老龄化助推维修保养行业黄金时代到来。汽车每年维修保养成本随着车龄的增加而

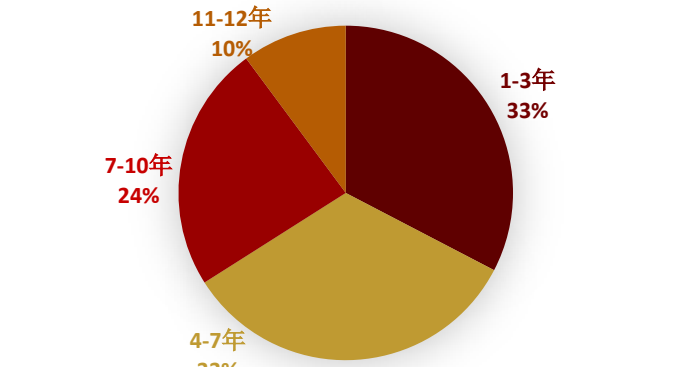
逐年提高，原因在于高车龄汽车配件老旧程度高，每年修理次数与单次修理支出都将增加。截止 2018 年底，我国存量汽车平均车龄已经达到 5 年，按照国外经验，汽车维修保养需求将进入高峰期。根据统计数据，2018 年我国 5 年以上车龄车辆占比接近 60%，未来随着汽车老龄化进一步加剧，我国汽车维修保养市场将迎来黄金时代。

图 14 维修保养需求随着汽车老龄化增加



资料来源：招商证券

图 15 国内车龄分布情况

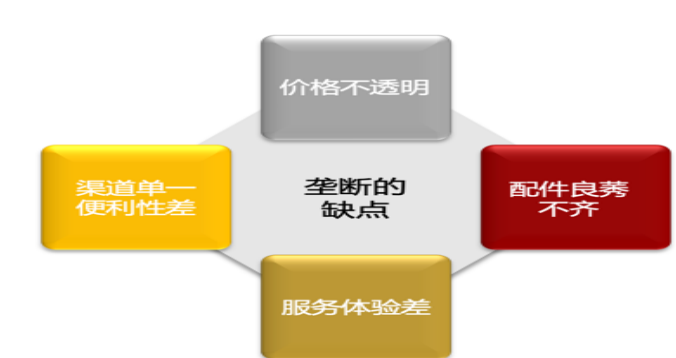


资料来源：wind 招商证券

## 2.2 反垄断政策破冰，行业内百花齐放

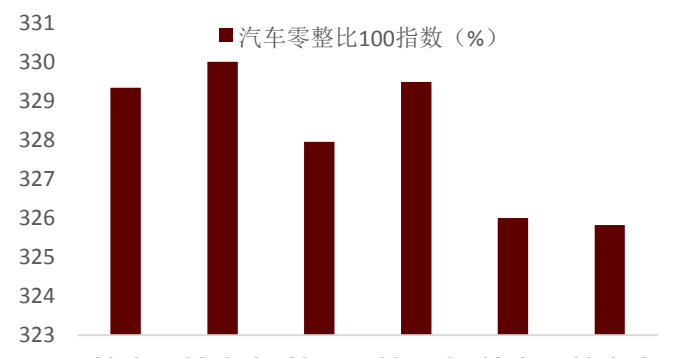
**传统垄断格局抑制汽车后市场发展。**2005 年《汽车品牌销售管理办法》要求整车厂负责销售、售后和零配件，这奠定了整车厂的主导地位。同时整车厂限制汽配流入独立维修商，因此维修保养几乎被 4S 店垄断。渠道层层导致维保成本过高、维修渠道选择单一体验差、独立维修商山寨件横行成为行业几大痛点，进而限制了我国汽车后市场行业发展。

图 16 垄断带来的问题



资料来源：招商证券

图 17 后市场高零整比情况严重



资料来源：wind 招商证券

**政策打破垄断，独立维修商崛起成为趋势。**2014 年起汽车后市场反垄断开始不断发酵，其中“同质配件”模式最为核心，也即配件厂可将“同质配件”贴牌直接投入后市场销售，4S 店、独立维修商甚至车主可直接购买使用。政策鼓励自由竞争，独立维修商可以拿到价格甚至更低的同质配件，车主不再必须去 4S 店进行车辆维保，甚至车主可以网上购买低价同质配件去维修店。模式的改变带动产业利润再分配，进而推动独立维修商崛起。

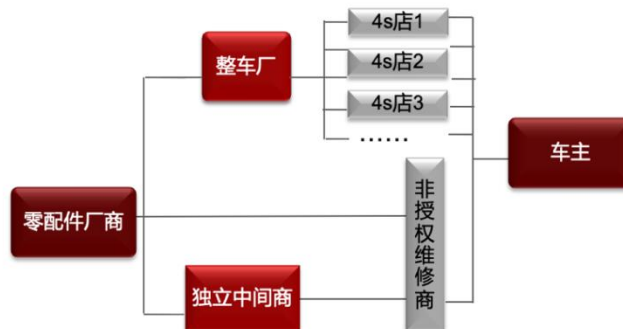


图 18 传统垄断模式



资料来源：招商证券

图 19 独立维修商介入市场



资料来源：招商证券

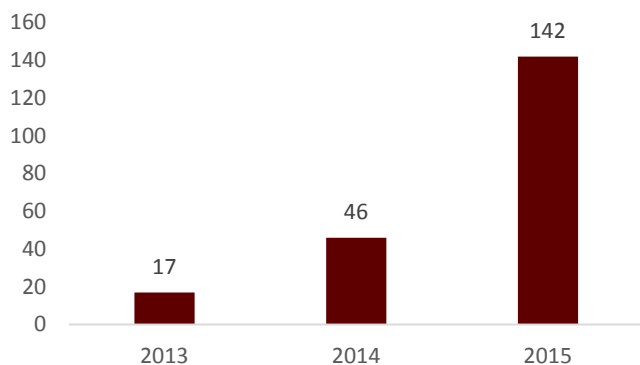
表 1：相关政策梳理

时间	主要政策	政策内容
2014	《关于促进汽车维修业转型升级、提升服务质量的指导意见》	鼓励信息技术和移动互联网形式的创新，促进汽修行业从规模扩张向质量提高转变。促使维修市场开放度更高、包容性更强、竞争更加充分。
2015	《汽车维修技术信息公开实施管理办法》征求意见稿	旨在打破汽修领域垄断，汽车生产者应以可用的信息形式、便利的信息途径、合理的信息价格，向所有维修经营者和消费者无差别、无歧视、无延迟地公开汽车维修技术信息。
2015	《汽车零部件的统一编码与标识》	规范并统一各类汽车零部件的编码和标识，有利于汽车服务市场的转型、升级，为后市场的电子商务、移动互联网的建立提供支撑
2016	《关于汽车业的反垄断指南》	为汽车业反垄断指南的制定提供了政策导向和实践基础，降低执法和经营者合规成本，促进公平竞争，维护消费者权益。
2017	《汽车销售管理办法》	打破汽车销售品牌授权单一体制，供应商可通过多种渠道销售汽车，经销商可以销售多品牌汽车，消费者可以通过多个渠道购车，规范交易行为。

资料来源：招商证券

资本热度高，“互联网+”维修保养百花齐放。反垄断政策彻底激活市场，“互联网+”为行业再添一把火。根据前瞻产业研究院资料，2014 年汽车后市场投融资数量为 67 次，2015 年达 142 起。商业模式上更多的是对“互联网+”、O2O 等模式的生搬硬套，线上下单线下维修、上门洗车、1 元维保等模式层出不穷。一时之间，“互联网+”维保创业百花齐放，资本和行业热度都已达到高潮。

图 20 汽车后市场投融资案件



资料来源：招商证券

图 21 互联网+模式下维修保养市场案例



资料来源：招商证券

### 2.3 大浪淘沙，巨头布局有望带动行业质变

商业模式难以为继，倒闭潮来临。O2O 模式维保存在两个关键问题，如何带来流量和如何将流量变现。引流方面，企业通过“1 元洗车”等方式吸引线上流量，再寄希望于将其转化为线下流量进行变现。但致命问题在于维修养护是低频行为，以线上高频行为带动线下低频行为难度非常大，也即线上流量难以转化为有效线下流量且用户粘性极低。事实证明，企业烧钱而不赚钱，补贴烧钱获取流量模式难以为继，行业迎来倒闭潮。

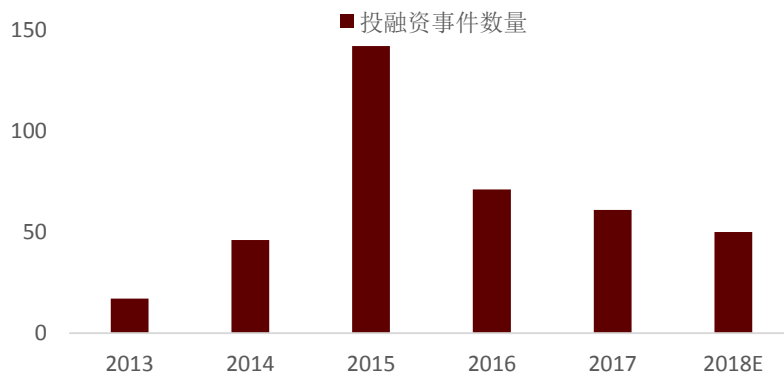
表 2：倒闭企业汇总

商业模式	具体公司
洗车类 O2O	智富惠、嘀嗒洗车、车 8、e 洗车、我爱洗车、易洗车、功夫洗车、云洗车、呱呱洗车
维保类 O2O	博湃养车、弼马温、有壹手、车蚂蚁、诸葛修车

资料来源：招商证券

大浪淘沙，沉者为金。资本处于狂热之时，本以为可以通过简单的 O2O 来改变行业，但其实并没有认识到维保行业最核心的要素是什么。当意识到这种模式真的只是纯烧钱且无盈利无壁垒时，资本开始趋于理性并逐渐退出市场，这进一步加速行业洗牌。寒冬过后，没有参与这种“失焦”竞争而是向汽车养护市场进行纵深垂直布局的少数企业被留了下来，如途虎养车、汽车超人等。

图 22 行业遇冷，资本热度降低



资料来源：招商证券

巨头介入改变格局，行业有望迎来质变。潮水退去，互联网巨头公司开始真正关注并跨

界布局。京东成立车管家和汽车云配，全面进军供应链、物流、系统、服务、金融等后市场领域；腾讯此前布局二手车交易、P2P 租车、汽车后市场 O2O 等，并于 2018 年 9 月领投途虎养车；阿里 2015 年成立汽车事业部，2018 年 8 月联手汽车超人、康众汽配成立后市场新公司。互联网巨头拥有大量线上精准流量、供应链资源优势、物流渠道以及巨额资金支持，必将改写行业格局，汽车后市场有望迎来质变。

表 3：互联网巨头在汽车后市场的布局

时间	投资事件	投资主体
2017 年 11 月	京东收购淘汽档口，在其原有业务和平台基础上叠加京东新的战略思路和资源进行改造和升级。打造国内首个汽车后市场全产业链以强化平台，京东汽车后市场 B2B 业务正式上线	京东
2018 年 3 月	苏宁联手柚紫养车，双方对接智慧零售门店管理系统，合作开设线下汽车连锁服务店，苏宁汽车在会员体系、供应链共享、金融、支付、门店运营、仓储物流及线上流量等方面提供支持，基于移动互联网、物联网技术、为汽车品类的消费者实现一站式的服务闭环。	苏宁
2018 年 8 月	天猫汽车联手金固股份旗下汽车养护平台汽车超人，汽配供应链服务商康众汽配，成立汽车后市场新公司，其中阿里现金注资 16 亿元，持股 46.97%，成为第一大股东。汽车超人持股 16.27%。	阿里
2018 年 9 月	途虎养车完成由腾讯、迅雷、红杉等知名投资机构和企业领投的 E 轮融资，融资总额约为 4.5 亿美元。	腾讯

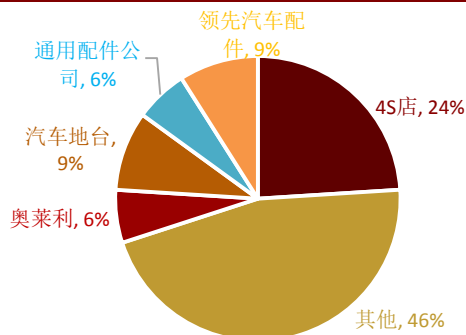
资料来源：招商证券

### 3、携手阿里塑造 S2b2C 模式，金固将成为行业领军者

#### 3.1 他山之石，供应链和服务链的把控是核心

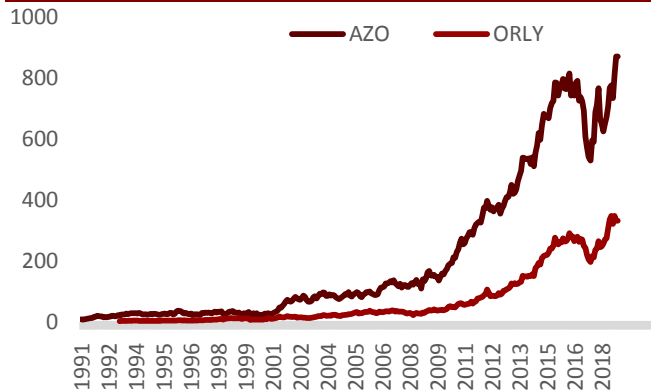
四大巨头引领市场，龙头公司股价涨幅大。参考美国汽车后市场，经过几十年发展格局已相对稳定。行业内呈现四大巨头——AutoZone、AAP、O'Reilly 和 NAPA 四足鼎立的局面，共占 30% 市场份额。O'Reilly 和 Autozone 分别作为 DIFM 和 DIY 模式龙头二十五年间股价分别上涨 120 倍以上（有回购因素）。其核心原因在于行业空间巨大且稳定增长，同时龙头公司长期上下游深耕构筑的强大壁垒。

图 23 四大巨头市场份额



资料来源：招商证券

图 24 两巨头股价上涨情况

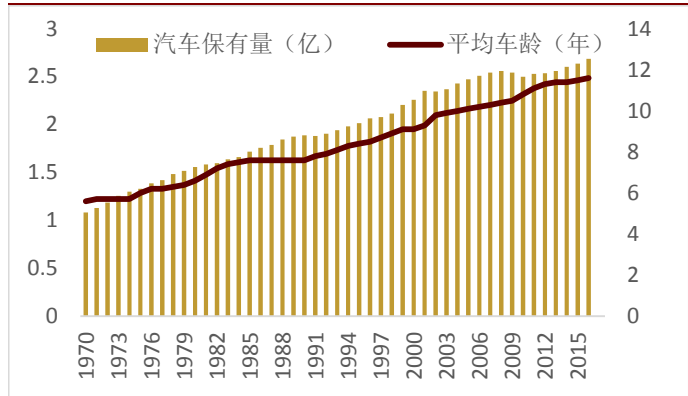


资料来源：招商证券

高保有量、车辆老龄化以及反垄断环境是独立维修保养市场崛起的先决条件。美国汽车保有量全球第一，1970s 末就已经达到 1.6 亿辆；同时当时美国平均车龄已经接近 6 年，

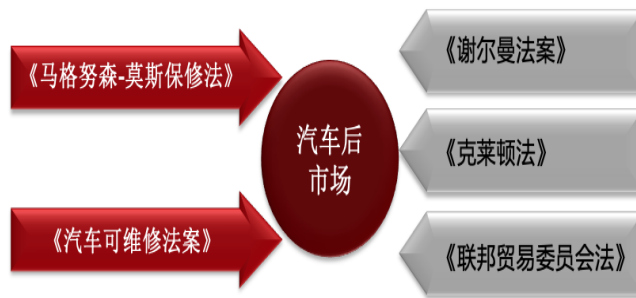
这开启了美国汽车后市场黄金时代。同时美国反垄断法体系非常健全，规定汽车制造企业和经销商不得把保修作为条件要求车主必须使用原厂零部件或某种特定零部件品牌，并且政策明确支持独立维修企业。这赋予了独立维修保养企业得天独厚的环境。

图 25 美国汽车保有量和车龄情况



资料来源: wind 招商证券

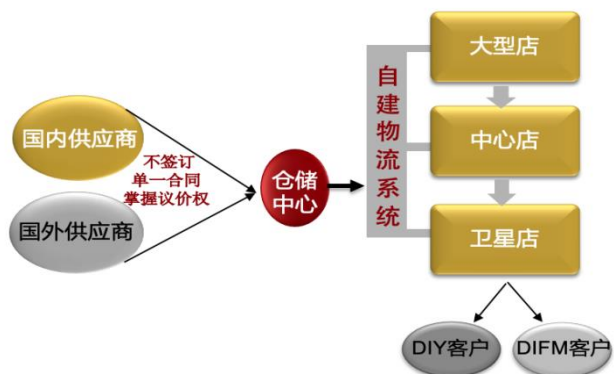
图 26 美国反垄断法支持汽车后市场



资料来源: 招商证券

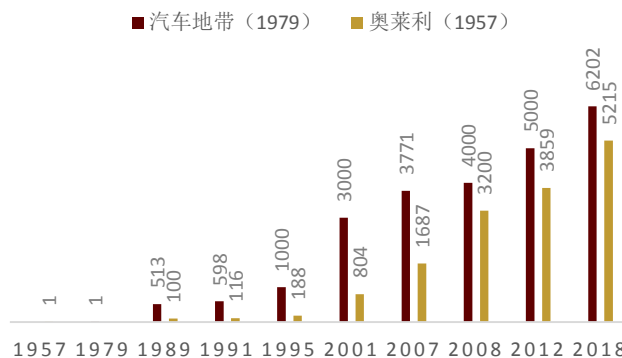
供应链和服务链的把控是称霸后市场的必备基因。Autozone 和 O'Reilly 在发展过程中都不约而同的重视供应链和服务链建设。首先二者均自建多级网络式仓储与物流系统，同时与一级经销商甚至原厂商签订供货协议但不签单一长期合同，这样能够提高对上游议价权同时将供应链牢牢把控。其次，二者均以自建或并购方式设立下游门店，并对门店进行品牌、管理和服务统一输出，增强客户体验感并拓展其他增值业务。供应链保证海量零部件整合和高效库存物流体系管理，服务链确保落地体验和增值业务拓展，这是 Autozone 和 O'Reilly 能够成功的最核心要素。

图 27 供应链运营情况



资料来源: 招商证券

图 28 两大巨头门店数量



资料来源: 招商证券

### 3.2 携手阿里重构商业模式，未来有望快速实现盈利

金固与阿里强强联合，多方位领先汽车后市场。公司将特维轮拆分为供应链公司和门店公司，并以供应链公司股权价值入股与阿里、康众汽配成立合资公司——天猫车站，交易完成后特维轮持有新公司 16.27% 的股权。新公司将负责供应链建设，同时阿里将授予新公司淘宝、天猫汽车后市场业务独家运营权，金固董事长孙峰峰先生将担任新公司董事长。新公司将拥有 1.4 亿精准线上车主流量，5 个中心仓、15 个区域仓和 600 个前置仓，流量和仓储物流方面均为行业第一。金固门店业务未来将与天猫车站多方位展开紧密合作。

图 29 新公司——天猫车站股权结构



资料来源：招商证券

图 30 三方均具较强优势



资料来源：招商证券

**共建供应链，打通零部件供应和物流系统。**新公司未来将重金投向供应链建设，预计未来将建设 3000 个以上前置仓（根据全国县级行政单位数量测算），以保证全国“半小时配送”仓配体系。同时新公司将整合零配件供应，越过中间商直接以最低成本拿货、同时建立溯源体系以保证正品品牌直供。经过强大的供应体系和仓储配送体系建设之后，新公司将拥有最领先的汽车后市场基础设施。金固为新公司第二大股东，且与新公司合作紧密，未来将直接受益于此最强供应链。

图 31 天猫车站业务模式图



资料来源：招商证券

**重塑线下服务链，实现品牌、管理和服务的统一输出。**目前汽车超人门店 500 家，但天猫拥有 60 万家汽修门店客户，金固未来将从中精选 5000-8000 家投资并赋予其“汽车超人”品牌使用权。公司首先通过 SaaS 系统对门店经营、库存、服务等数据分析和网联化，实现精细化管理；同时公司将门店赋能以提高综合软硬实力；最后公司打造统一服务模式和标准，对门店统一改造，进而实现品牌、管理、培训和服务统一输出。“汽车超人”亦是品牌背书，一旦出现质量和服务问题等，公司负责快速反馈解决。通过对门店强有力把控，将能够有效提升效能和品牌影响力。

图 32 汽车超人处于金字塔顶层



资料来源：招商证券

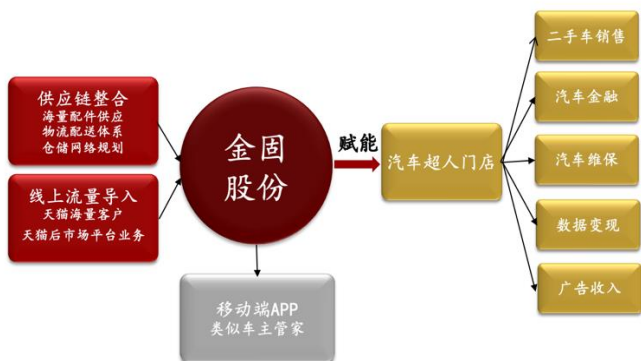
图 33 汽车超人门店赋能项目



资料来源：招商证券

重构商业模式，轻装上阵有望快速实现盈利。此次模式重构后，上游有新公司最强供应链支持，同时天猫线上海量流量会优先导给汽车超人，下游通过赋能对门店强有力把控，并拓展其他高附加值服务如车险、汽车金融、新车及二手车销售、广告和数据变现等。同时向上游企业（保险业务相关公司、汽车零部件生产商、整车生产商等）进行总对总业务合作，通过“车主-门店-零售”的模式全方位打造门店新零售业务融合形态。未来公司将轻资产上阵，有望快速实现盈利。

图 34 整合后金固商业模式



资料来源：招商证券

图 35 金固盈利点

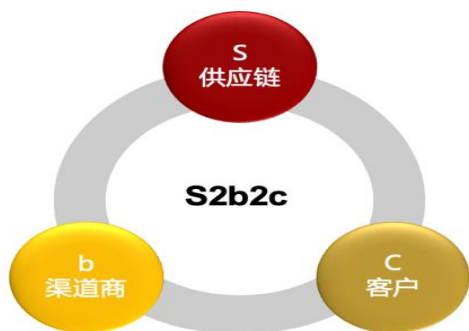


资料来源：招商证券

### 3.3 S2b2c 模式变革产业，行业龙头起航在即

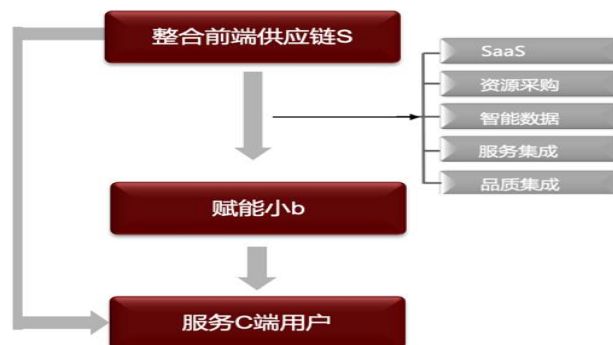
S2b2c 是最适合后市场的模式，有望实现产业变革。S 端既能提供 SaaS 工具和某些增值服务，又能整合上游供应链；b 端为独立个体，如本地服务商等，需要调用 S 提供的某种商品或者服务；c 端为顾客。传统模式 B2B 或者 B2C 相互均为孤岛模式，而 S2b2c 形成了相互协同网络，核心在于 S 赋能 b 共同深度服务 c。S 通过协同网络完成产业乃至社会效率的提升，进而通过赋能而非加盟方式实现与产业链上各类 b 共生共赢。S2b2c 是最创新也是最适合后市场的商业模式，未来有望变革整个产业。

图 36 S2b2c 商业模式



资料来源：招商证券

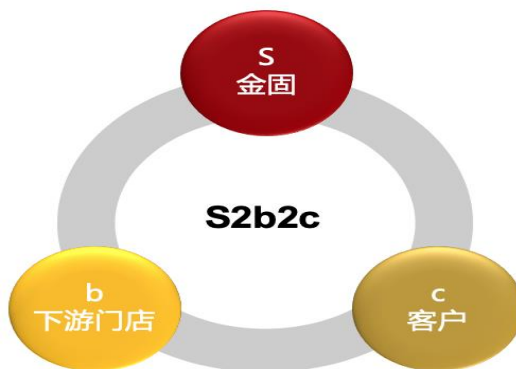
图 37 S 对 b 赋能共同服务 c



资料来源：招商证券

**塑造 S2b2c 模式，打造汽服新零售领军品牌。**金固与阿里共同整合上游供应链、赋能下游门店（不切分门店原有蛋糕）并共同拓展增值业务；同时通过提供 SaaS 系统使门店数据化、网联化，从而实时反馈提升服务，进而实现共赢最终更好服务车主，本质上就是 S2b2c 模式。公司通过 S2b2c 模式，为车主提供低成本、快反应、高定制、高附加值服务，未来有望成为汽服新零售领军品牌。

图 38 金固塑造 S2b2c 商业模式



资料来源：招商证券

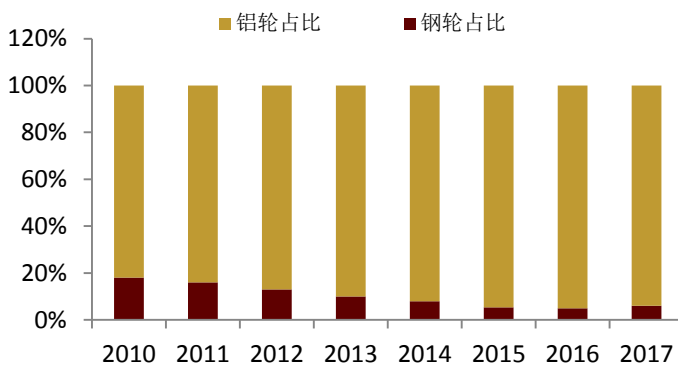
**整装待发，行业龙头崛起在即。**通过整合，金固拥有“半小时配送”的强大供应链支撑、天猫海量线上流量导流、线下优质门店落地服务，汽车维保后市场生态系统已然形成，进而确保了金固在后市场的领先地位。同时公司与阿里的合作也将大概率改写行业格局。本次商业模式变革后，金固将完成蜕变，汽车维修保养行业龙头崛起在即。

## 4、高端制造业务不乏亮点，EPS 设备需求有望激增

### 4.1 产品+客户升级，钢轮业务维持稳定增长无虞

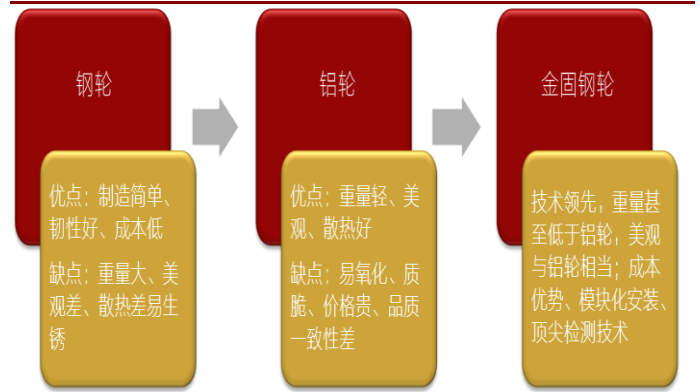
**产品升级，未来钢轮渗透率有望提升。**汽车轻量化大趋势之下，重量较轻且外形美观的铝制车轮在乘用车领域逐渐占据主要地位。但随着技术升级迭代，最新一代钢轮已达到甚至低于铝轮重量，同时外观上也有所提升，且钢制车轮最大优势在于高强度和低成本。我们认为当前车市不景气，主机厂成本控制意识逐渐增强，未来新一代低重量、高强度、低成本且外形美观的钢轮渗透率有望提升。

图 39 钢制车轮渗透率



资料来源：中国汽车材料网 招商证券

图 40 钢轮和铝轮优缺点对比



资料来源：招商证券

深耕钢轮多年，产品+客户升级驱动业绩稳定增长。金固作为国内钢轮龙头企业，技术领先且拥有全球顶尖车轮生产检测设备，公司新一代产品有望低于铝轮重量且外观与铝轮相当。同时公司已经进入国际汽车零部件配套采购体系，成功为上海大众和美国通用、戴姆勒等公司配套。我们认为随着公司产品升级和拓展高端客户，未来业绩维持稳定增长无虞。

图 41 公司钢轮全自动化产线



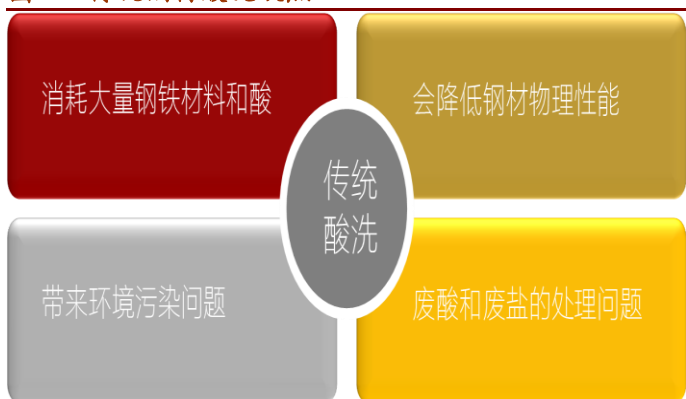
资料来源：招商证券

## 4.2 酸洗环保压力大，EPS 设备需求激增

环保压力大，钢材表面绿色处理迫在眉睫。钢材在存储和使用过程中表面容易生锈或者产生一层表面氧化铁皮，因此制造之前一般会进行表面处理。此前主要是通过酸洗的处理方式，但会带来一系列问题如消耗大量钢材和酸、降低钢材的物理性能以及环保问题。随着近几年环保压力增大，不达标酸洗线逐渐被关停同时也不在批新酸洗线，因此钢材表面绿色处理方式需求迫切。



图 41 传统钢材酸洗缺点



资料来源：招商证券

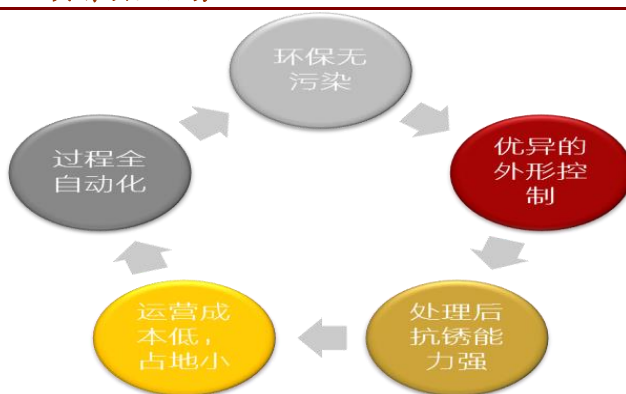
图 42 传统酸洗和 EPS 处理环境对比



资料来源：招商证券

公司 EPS 产品优势明显，未来需求有望激增。EPS (Eco Pickled Surface) 技术是 TWM 公司独家专利，是一种金属表面无酸洗物理清洗技术，此过程为纯物理过程且无任何环境污染问题。EPS 设备一次性投入虽然略高（单台价格 2000 万）但运营成本较低且可全自动化，与传统酸洗相比优势明显。根据测算，国内市场空间大概 3000 台，主要客户为国内钢厂、钢材加工中心和用钢企业等。公司与 TWM 成立合资公司独家负责中韩市场 EPS 设备生产与销售，今年逐渐开始放量，预计未来前景广阔。

图 43 EPS 具有明显优势



资料来源：招商证券

## 5、投资评级

公司此次商业模式重构后，上游有供应链和海量流量支撑，下游对门店赋能并进行供应链、品牌、管理和服务统一输出，我们认为本次塑造 S2b2C 模式有望变革后市场，公司有望成为行业领军者。同时因为业务模式发生改变，收入端短期出现下滑纯属计量方式变化影响，并非公司业务出现下滑；反而我们认为公司轻资产运营之下将很快实现盈利。

我们预计公司 2018-2020 年收入为 32.46 亿、24.68 亿和 28.95 亿，净利润为 2.01 亿、3.11 亿和 4.46 亿，EPS 为 0.20 元、0.31 元和 0.44 元，同比增速分别为 273%、54%和 43%，对应 PE 为 36.2、23.4 和 16.3 倍，首次覆盖给予“审慎推荐”评级。

## 6、风险提示

### 6.1 业务推进不达预期

汽车维修保养业务：公司未来精力主要集中于门店业务，但“汽车超人”门店推进整合难度大，目标数量可能不达预期；同时公司对门店赋能以开发其他增值业务，这边也有可能不达预期，进而对公司收入造成影响。

EPS 环保设备：基于环保压力，钢材表面绿色处理方式需求迫切这个大趋势是存在的，但需要钢厂采购，最近几年钢材业绩好，但未来采购可能具有不确定性。

### 6.2 市场系统性风险

经济周期下行，新车销量较差；同时市场总体较弱，可能会对公司产生负面影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	2147	4481	3070	3057	3533
现金	775	3004	1545	1952	2278
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	26	72	78	59	70
应收款项	225	316	321	244	286
其它应收款	60	105	113	86	101
存货	642	718	736	517	574
其他	418	265	278	199	224
<b>非流动资产</b>	2095	2706	2654	2608	2567
长期股权投资	302	310	310	310	310
固定资产	1139	1113	1089	1068	1049
无形资产	227	274	247	222	200
其他	426	1009	1008	1007	1007
<b>资产总计</b>	<b>4242</b>	<b>7187</b>	<b>5724</b>	<b>5664</b>	<b>6099</b>
<b>流动负债</b>	2482	2674	1177	866	947
短期借款	1571	1298	0	0	0
应付账款	204	198	205	144	160
预收账款	116	25	25	18	20
其他	591	1153	947	704	768
<b>长期负债</b>	325	364	364	364	364
长期借款	100	207	207	207	207
其他	225	157	157	157	157
<b>负债合计</b>	<b>2806</b>	<b>3038</b>	<b>1541</b>	<b>1230</b>	<b>1311</b>
股本	508	674	1011	1011	1011
资本公积金	845	3339	3339	3339	3339
留存收益	55	109	(195)	55	407
少数股东权益	27	27	28	29	30
归属于母公司所有者权益	1408	4122	4155	4406	4758
<b>负债及权益合计</b>	<b>4242</b>	<b>7187</b>	<b>5724</b>	<b>5664</b>	<b>6099</b>

现金流量表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	(78)	(385)	271	486	433
净利润	(138)	54	201	311	446
折旧摊销	130	158	168	162	157
财务费用	52	29	20	10	5
投资收益	(6)	(26)	(106)	(106)	(106)
营运资金变动	(59)	(551)	(12)	116	(72)
其它	(57)	(50)	1	(7)	4
<b>投资活动现金流</b>	(238)	22	(9)	(9)	(9)
资本支出	(125)	(264)	(115)	(115)	(115)
其他投资	(113)	286	106	106	106
<b>筹资活动现金流</b>	312	2596	(1721)	(70)	(98)
借款变动	755	538	(1533)	0	0
普通股增加	0	166	337	0	0
资本公积增加	4	2494	0	0	0
股利分配	(506)	(506)	(506)	(60)	(93)
其他	59	(97)	(20)	(10)	(5)
<b>现金净增加额</b>	(5)	2233	(1459)	407	326

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	2272	3011	3246	2468	2895
营业成本	1965	2514	2604	1828	2031
营业税金及附加	13	20	22	16	19
营业费用	280	271	260	173	188
管理费用	176	227	211	160	188
财务费用	39	29	20	10	5
资产减值损失	10	18	0	0	0
公允价值变动收益	0	(5)	(5)	(5)	(5)
投资收益	6	111	111	111	111
<b>营业利润</b>	(206)	36	237	386	570
营业外收入	23	2	2	2	2
营业外支出	4	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	(186)	34	235	384	568
所得税	(46)	(20)	33	72	121
<b>净利润</b>	(140)	54	202	312	447
少数股东损益	(2)	0	1	1	1
<b>归属于母公司净利润</b>	(138)	54	201	311	446
<b>EPS (元)</b>	(0.14)	0.05	0.20	0.31	0.44

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>年成长率</b>					
营业收入	49%	33%	8%	-24%	17%
营业利润	-976%	-117%	562%	63%	48%
净利润	-394%	-139%	273%	54%	43%
<b>获利能力</b>					
毛利率	13.5%	16.5%	19.8%	25.9%	29.8%
净利率	-6.1%	1.8%	6.2%	12.6%	15.4%
ROE	-9.8%	1.3%	4.8%	7.1%	9.4%
ROIC	-4.0%	0.8%	4.3%	6.3%	8.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	66.2%	42.3%	26.9%	21.7%	21.5%
净负债比率	40.1%	24.2%	3.6%	3.7%	3.4%
流动比率	0.9	1.7	2.6	3.5	3.7
速动比率	0.6	1.4	2.0	2.9	3.1
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.5	0.4	0.6	0.4	0.5
存货周转率	3.2	3.7	3.6	2.9	3.7
应收帐款周转率	9.8	11.1	10.2	8.7	10.9
应付帐款周转率	11.2	12.5	12.9	10.5	13.4
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	-0.14	0.05	0.20	0.31	0.44
每股经营现金	-0.08	-0.38	0.27	0.48	0.43
每股净资产	1.39	4.08	4.11	4.36	4.71
每股股利	0.50	0.50	0.06	0.09	0.13
<b>估值比率</b>					
PE	-52.7	134.8	36.2	23.4	16.3
PB	5.2	1.8	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	-104.3	22.6	11.0	8.4	6.4

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**董瑞斌**，本科就读于中国科技大学，博士毕业于中国科学院上海技术物理研究所，曾在国泰君安研究所，海通证券研究所从事电子行业，中小盘研究。于 2016 年加盟招商证券研发中心，从事中小盘研究。2013 年中小盘新财富最佳分析师第二名，2015 年电子行业新财富最佳分析师第五名，2016 年中小盘新财富最佳分析师第五名，2017 年中小盘新财富最佳分析师第二名及水晶球第二名。

**张景财**，西南财经大学金融学硕士，于 2016 年加入招商证券研发中心，从事中小市值行业研究，2016 年中小盘行业新财富第五名、2017 年中小盘行业新财富第二名及水晶球第二名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。