

汽车汽配

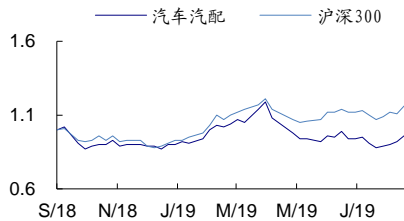
汽车前瞻研究系列（三）

超配

（维持评级）

2019年09月20日

一年该行业与沪深300走势比较



相关研究报告:

- 《国信证券汽车基础研究系列（三）：存量与增量：汽车行业空间与机会》——2019-07-24
- 《国信证券汽车前瞻研究系列（二）：ADAS+车联网，无人驾驶之路》——2019-05-13
- 《国信证券汽车前瞻研究系列（一）：共享汽车，非成熟条件下的模式探讨》——2018-12-26
- 《国信证券汽车基础研究系列（二）：转型升级背景下汽车零部件研究框架探讨与投资机会》——2018-12-04
- 《国信证券汽车基础研究系列（一）：模块化平台，车企竞争的根基》——2018-10-17

证券分析师：梁超

电话：0755-22940097
E-MAIL: liangchao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号：S0980515080001
联系人：陶定坤
E-MAIL: taodingkun@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明

行业专题

汽车流通领域的挑战与模式探讨

汽车的生产 and 流通相辅相成，汽车产品在智能化、电动化、共享化的冲击下，原有的流通方式同样迎来了挑战。本文通过梳理新旧模式的特点，结合汽车行业的发展，对汽车流通领域的变革趋势进行探讨。

● 4S店，汽车行业发展的历史选择

1996年，私人汽车的需求快速增长，汽车流通领域的大卖场模式弊端凸显，监管缺失造成市场混乱，价格不透明、卖方市场垄断削弱消费者消费体验，限制了汽车行业的发展。广汽本田率先提出“汽车特许经营”模式的概念，构建整车销售（Sale）、零配件（Sparepart）、售后服务（Service）、信息反馈（Survey）四个功能，成为4S店的雏形。本田的4S店模式的成功，引发大众、通用等品牌争相效仿，逐渐成为国内汽车流通市场的主要模式，推动了汽车行业发展。

● 传统模式弊端渐显，造车新势力搅局

流通端，库存居高不下，销售利润持续下滑。自2018年1月起，汽车经销商库存始终处于50%预警线以上，库存压力高，严重侵占运营资金，经销商利润逐年压缩，竞争逐渐加剧，传统汽车销售模式受到极大挑战。消费端，捆绑销售，附加条款饱受消费者诟病。市场信息不透明造成信息不对称，叠加汽车销售利润薄弱使部分经销商和销售人员乱收费，消费者的选择权和利益受到严重损害。造车新势力携手电商销售、线下直营、汽车卖场等模式袭来，传统渠道迎来挑战。

● 冲击有限，4S店仍是主流选择

汽车属于大类可选消费品，拥有消费频次低，消费单价高，售后服务需求强，产品使用周期长，用户粘性高等特点，目前的新流通模式，纯线上销售、线下体验店包括卖场形式能部分改善消费前端的场景，仍缺少售后场景的支持，存在明显弊端。传统4S店模式存在是汽车行业发展中历史的选择，仍具有一定的竞争优势，4S店主导的销售网络中期仍然是流通领域的主流选择。流通模式的变革由汽车行业变革主导，在国内存量整合与电动化趋势下，汽车品牌、型号、差异和故障率会有一定程度缩减，将降低线上选车和线下维护的复杂性，线上选购+线下体验+远郊维保支持的形式将得到一定的发展。

● 风险提示:

行业库存管理持续恶化；经济增速继续放缓，汽车需求下滑。

● 投资建议:

4S店主导的销售网络中期仍然是流通领域的主流选择，经销商是参与汽车行业发展和流通渠道建设的参与者，随着整车生产和全行业库存管理的优化，新车销售利润有望保持稳定，售前体验改善，我们推荐深耕服务，积极参与变革的国内汽车经销商龙头广汽汽车。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
600297	广汽汽车	增持	4.00	32,640	0.41	0.46	9.8	8.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测（收盘价截至20190918）

投资摘要

关键结论与投资建议

我们认为，汽车属于大类可选消费品，拥有消费频次低，消费单价高，售后服务需求强，产品使用周期长，用户粘性高的特点，目前的新流通模式，纯线上销售、线下体验店包括卖场形式能部分改善消费前端的场景，仍缺少售后场景的支持，存在一定的弊端。传统4S店模式存在是汽车行业发展中历史的选择，仍具有一定的竞争优势，4S店主导的销售网络中期仍然是流通领域的主流选择。流通模式的变革由汽车行业变革主导，在国内存量整合与电动化趋势下，汽车品牌、型号、差异和故障率会有一定程度缩减，将降低线上选车和线下维护的复杂性，线上选购+线下体验+远郊维保支持的形式将得到快速发展。远期，出行模式的改变将最终促使汽车流通模式发生根本变化。汽车使用权的转移尽在主机厂和出行平台间发生，出行平台和消费者间仅进行使用权的转移。消费者在需要时租用共享汽车，汽车使用和出行方式将更加轻量 and 便捷。

4S店主导的销售网络中期仍然是流通领域的主流选择，经销商是参与汽车行业发展和流通渠道建设的参与者，随着整车生产和全行业库存管理的优化，新车销售利润有望保持稳定，售前体验改善，我们推荐深耕服务，积极参与变革的国内汽车经销商龙头广汇汽车。

核心假设或逻辑

- 第一，主机厂以产定销和弱库存管理能力压缩了销售渠道利润。
- 第二，消费者对传统销售模式的不透明和捆绑条款感到不满。
- 第三，成长于互联网时代的人群对网络购物和直销接受度更高。
- 第四，汽车产品的选择需要线下环境的互动。
- 第五，产品生命周期长，结构复杂，售后服务要求较高。

与市场预期不同之处

- 1、我们认为纯线上销售模式，可以改善售前不透明的弊端，但在目前汽车品牌、型号、配置、功能较为复杂多样的背景下，增加了消费者的学习成本，缺乏专业的销售指引和线下售后服务，无法大规模推广。
- 2、我们认为直营店具有优化消费体验、打造消费闭环、获取消费者信息、快速反应市场需求等优点。但随着汽车销售渠道的下沉，一二线城市的汽车市场趋向饱和，逐渐向三四五线城市转移的过程中，在全国范围内布局直营店，资本开支大，运营成本高。

股价变化的催化因素

- 第一，车龄增加，维保需求提升。
- 第二，主机厂销量目标和库存管理优化，新车销售盈利能力趋于稳定。

核心假设或逻辑的主要风险：

- 第一，造车新势力发展好于预期，格局迅速被颠覆；
- 第二，行业库存管理没有改善，新车销售利润依然波动较大；
- 第三，经济超预期下滑，汽车持续需求下滑。

内容目录

传统模式弊端渐显	5
流通渠道矛盾突出	5
法规不断完善, 提供创新土壤.....	7
网售、直营, 携手造车新势力来袭	7
电商蓬勃发展, 试水网售汽车.....	7
群雄追逐造车, 直营店四起.....	10
传统主机厂, 渠道端自我变革.....	12
汽车直营模式教父: 特斯拉.....	13
4S店符合历史需求, 仍具现实意义	15
4S店仍是主流销售模式.....	16
合作电商平台, 从线下到线上.....	16
丰富内容场景, 从4S到6S.....	17
冲击有限, 共享化带来最终变革	17
全面布局直营店成本过高.....	18
纯电商无法保证售后体验.....	19
共享出行带来重大变革.....	21
投资建议	24
风险提示	27
分析师承诺	28
风险提示	28
证券投资咨询业务的说明	28

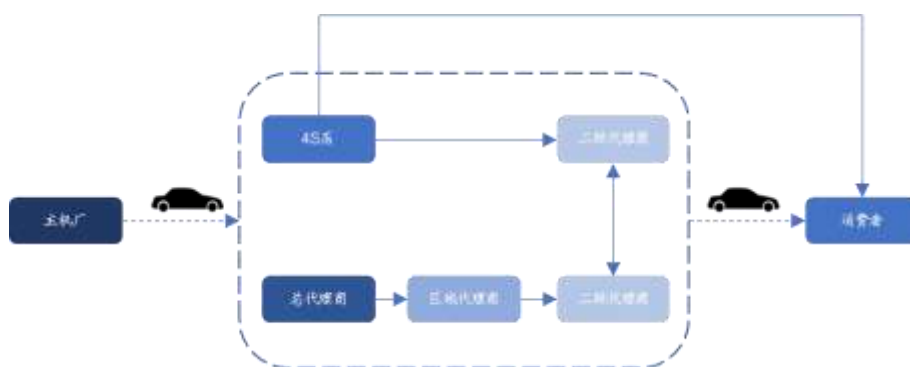
图表目录

图 1: 汽车产业流通渠道.....	5
图 2: 2014-2019 年我国新车销量及同比增速.....	5
图 3: 中国汽车经销商库存预警指数 (单月值).....	5
图 4: 2008-2018 年庞大集团汽车销售毛利率.....	6
图 5: 2008-2017 年亚夏汽车销售毛利率.....	6
图 6: 汽车销售中维权现象.....	6
图 7: 汽车销售中诸多收费项目.....	6
图 8: 保险协会第 11 期年零整比最低/最高的 10 款车型.....	7
图 9: 保险协会第 11 期年负担指数最低/最高的 10 款车型.....	7
图 10: 2007-2018 年中国网民规模和互联网普及率.....	8
图 11: 2013-2018 年中国网络零售总额.....	8
图 12: 中国新车销售渠道电商模式图解.....	8
图 13: 2015-2017 年新车电商投资轮次分析.....	9
图 14: 2015-2017 年新车电商分模式获投情况分析.....	9
图 15: 造车新势力汽车销售流程图解.....	11
图 16: 中国汽车销售模式发展历程.....	16
图 17: 2013-2016 年中国新车电商销量.....	16
图 18: 汽车电商接受度情况.....	16
图 19: 汽车街主要入驻经销商汇总.....	17
图 20: 领克中心.....	17
图 21: 领克中心的聚会活动.....	17
图 22: 2018 年中国城市分级统计.....	19
图 23: 消费者购买汽车的主要考虑因素.....	20
图 24: 汽车消费者年龄分布.....	20
图 25: 各渠道信息对消费决定的重要性.....	20
图 26: 消费者获取信息渠道的偏好.....	21
图 27: 消费体验对购买决策的重要性.....	21
图 28: 中国购车用户不选择线上购车原因.....	21
图 29: 中国购车用户选择线下购车原因.....	21
图 30: 新车销售: 无人驾驶预测 (美国/欧洲/中国, 单位: 百万辆).....	23
图 31: 出行服务的长期发展.....	24
图 32: 共享出行概念下汽车新型流通模式.....	24
图 33: 2018 中国经销商前十收入.....	25
图 34: 2018 中国经销商前十销量 (含二手车).....	25
图 35: 广汇主要覆盖品牌一览.....	25
图 36: 2014-2019H1 主要经销商销售费用率.....	25
图 37: 2014-2019H1 主要经销商管理费用率.....	25
图 38: 梅赛德斯-奔驰全国“2020 网络改善计划”的试点中心-广汇安徽之星.....	26
图 39: 广汇“汇养车”APP.....	26
图 40: 广汇·天猫狂欢节.....	27
图 41: 广汇双十一线下场景.....	27
表 1: 汽车行业销售主要政策法规.....	7
表 2: 中国新车电商分类.....	9
表 3: 汽车新流通平台汇总.....	10
表 4: 造车新势力信息汇总.....	11
表 5: 特斯拉与国内部分新造车企业销售模式对比.....	12
表 6: 十大主机厂独立售后战略与发展现状.....	13
表 7: 特斯拉中国体验店汇总.....	14
表 8: 特斯拉中国服务中心汇总.....	15
表 9: 直营店布局成本测算/万元.....	19
表 10: 共享汽车企业情况一览 (截至 2018 年).....	22
表 11: 汽车经销商上市公司售后服务客户满意度排名.....	26

传统模式弊端渐显

汽车零售是指汽车从主机厂到消费者手中的流通环节。经过汽车产业六十余年的发展,国内汽车产业已经建立了较为成熟的汽车流通模式——汽车特许经营。在该模式下,汽车制造商与汽车经销商签订合同,授权汽车经销商在一定区域内从事指定品牌汽车的营销活动,并对汽车经销商的销售方式、宣传方式、服务标准、销售流程等做出规定。多数汽车经销商通过建立专卖店的形式进行汽车销售,这类专卖店一般包括整车销售(Sale)、零配件(Sparepart)、售后服务(Service)、信息反馈(Survey)四个功能,被称为汽车4S店。

图 1: 汽车产业流通渠道



资料来源: 艾瑞咨询研究院、国信证券经济研究所整理

流通渠道矛盾突出

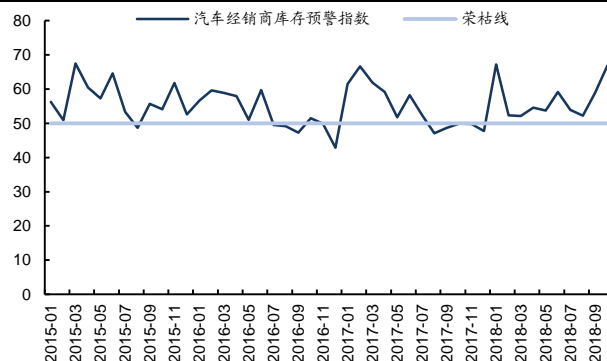
流通端,库存居高不下,销售利润持续下滑。在经过多年的井喷式增长之后,国内新车销量增速逐渐放缓,国内汽车产业发展逐步从增量市场转变为存量市场。库存和需求不匹配,厂家以产定销,汽车经销商库存高居不下,自2018年1月起,汽车经销商库存始终处于50%预警线以上,库存压力高,严重侵占运营资金,经销商不得以而采取“降价走量”方式削减库存缓解资金周转压力、补充现金流。经销商利润逐年压缩,竞争逐渐加剧,传统汽车销售模式受到极大挑战。

图 2: 2014-2019 年我国新车销量及同比增速



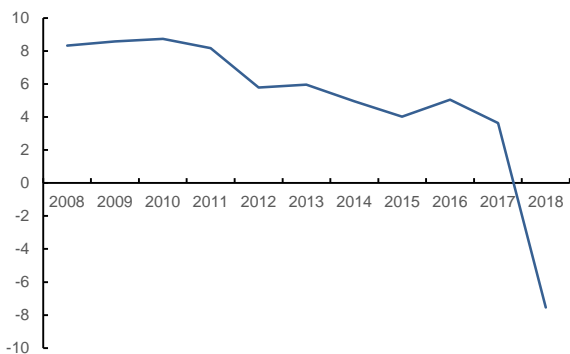
资料来源: 新华信咨询、国信证券经济研究所整理

图 3: 中国汽车经销商库存预警指数 (单月值)



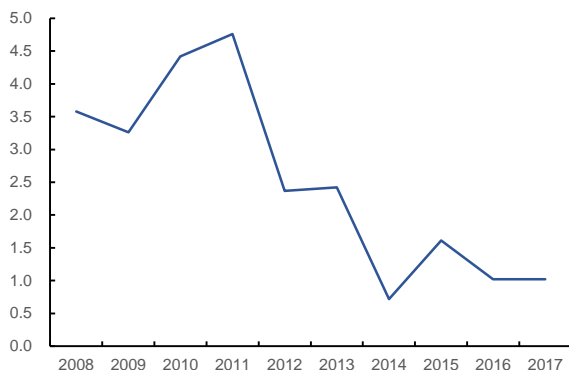
资料来源: 中国汽车流通协会、国信证券经济研究所整理

图 4：2008-2018 年庞大集团汽车销售毛利率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 5：2008-2017 年亚夏汽车销售毛利率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

消费端，捆绑销售，附加条款饱受消费者诟病。在传统卖方市场中，市场信息不透明造成信息不对称，同时汽车销售利润薄弱使得部分经销商和销售人员乱收费，消费者的选择权和利益受到严重损害。

4月12日，钱江晚报发布《66万买奔驰漏油 女研究生哭诉维权：太讲道理受辱》，接着新京报又发文《维权奔驰女车主不接受4S店道歉：避重就轻胡乱收费》，将“金融服务费”一词推向了大众视野。中国汽车行业早期，银行贷款需要4S店提供一定比例的担保金，才会放款给客户。4S店需要派出人手进行一系列相关准备工作，如准备材料、电核、借款人与担保人的家访、面签合同、合同内容解释、提报银行等，适当的缴纳金融服务费是合理的。随着简化的汽车金融产品推出，金融服务费已经显得没有必要。部分经销商还会收取保险介绍费、上牌审验费、新车提车检查费、税款代缴费、出库费、轿车服务费、续保保证金等杂多项目。

图 6：汽车销售中维权现象



资料来源: 汽车之家、国信证券经济研究所整理

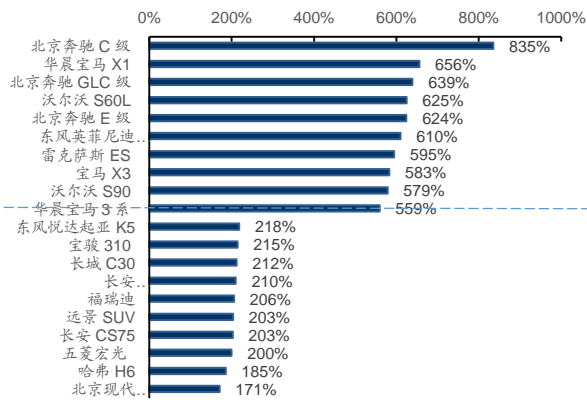
图 7：汽车销售中诸多收费项目



资料来源: 汽车之家、国信证券经济研究所整理

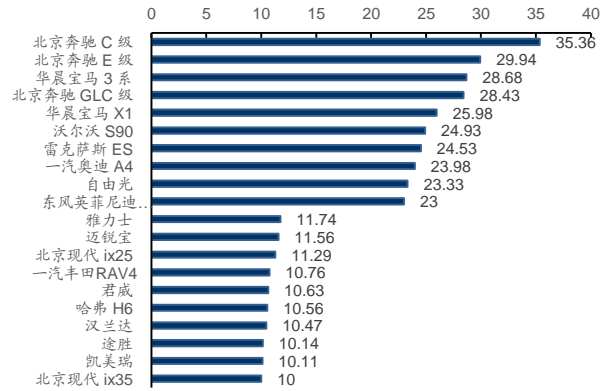
除此之外，4S店的零件价格及保养成本远高于市面上其他无授权的汽车保养维修店，大大提升车辆使用者的后续成本。在第11次汽车零整比研究成果发布中，常见100个车型的平均零整比高达336.97%，常用配件负担指数是16.16，豪华品牌车型的零配件价格及保养成本畸高，自主品牌情况稍好，但仍对消费者造成较高负担。

图 8：保险协会第 11 期年零整比最低/最高的 10 款车型



资料来源：中国保险行业协会与中国汽车维修行业协会、国信证券经济研究所整理
注：汽车零整比是指零配件价格总和与整车价格的比值，零整比系数越高，往往意味着维修成本越高。

图 9：保险协会第 11 期年负担指数最低/最高的 10 款车型



资料来源：中国保险行业协会与中国汽车维修行业协会、国信证券经济研究所整理
注：负担指数反映了消费者在事故车维修过程中更换配件费用负担的高低。

法规不断完善，提供创新土壤

长期以来，国家一直重视鼓励汽车行业发展，根据各个发展阶段的不同特点和需求，不断完善汽车工业整体行业规范，促进汽车工业更稳定更健康的发展。2017 年出台的《汽车销售管理办法》废止了 2005 年确立的汽车品牌授权销售体制，打破了汽车 4S 店经销商的销售壁垒，给传统 4S 经营模式带来了很大的冲击与挑战。《机动车维修管理规定》等多项政策进一步降低了汽车维保、二手车等汽车后市场的准入条件，鼓励各类竞争者进入市场，促进汽车产业价格公开透明、充分竞争。众多管理法规的出台，为汽车销售行业提供了创新的土壤。

表 1：汽车行业销售主要政策法规

时间	政策名称	主要内容
2005	《汽车品牌销售管理实施办法》	确立了汽车品牌授权销售体制，要求销售汽车必须获得品牌授权并实行备案管理。这对于提高汽车营销和服务水平，规范汽车市场秩序，推动汽车市场长期、快速发展发挥了积极作用
2005	《汽车贸易政策》	通过立法的手段，明确市场准入条件，建立市场规则。该政策的出台意味着我国汽车产业从配件、产销到旧车交易向外资全面开放，一些非品牌销售商将面临淘汰，而外商独资有望进入二手车市和汽配领域，在一定程度上会引起车市全方位的洗牌
2009	《汽车产业调整和振兴规划》	支持汽车产业技术进步和结构调整，加大技术改造力度；支持汽车零部件骨干企业通过兼并重组扩大规模，提高国内外汽车配套市场份额
2016	《汽车维修技术信息公开实施管理办法》	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，向所有维修经营者及消费者无差别、无歧视、无延迟地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	《机动车维修管理规定》	明确规定汽车用户可自由选择车辆维修保养店面，促进汽车售后服务领域的充分竞争，将维修费用控制在合理范围内
2017	《汽车销售管理办法》	废止 2005 年发布的《汽车品牌销售管理实施办法》，销售汽车不再以获得品牌授权为前提，实行授权销售与非授权销售并行，推进多样化销售模式，国家鼓励发展共享型、节约型、社会化的汽车流通体系

资料来源：中华人民共和国商务部，交通部等、国信证券经济研究所整理

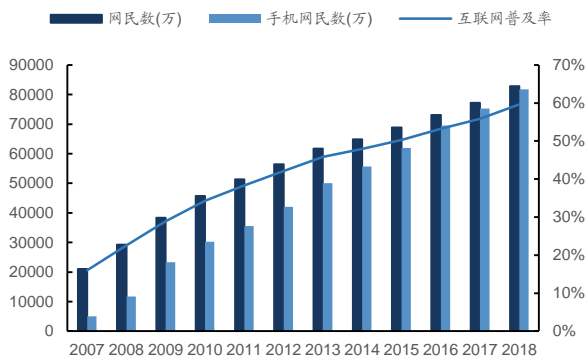
网售、直营，携手造车新势力来袭

自“汽车+互联网”的概念被提出，围绕汽车电商、以租代购、聚焦资讯平台的玩家集体加码布局汽车“新零售”，快速推动了汽车流通的商业要素重构。汽车行业传统的线下服务已经不再满足市场需求，以大数据为依托的全新商业模式被催生。

电商蓬勃发展，试水网售汽车

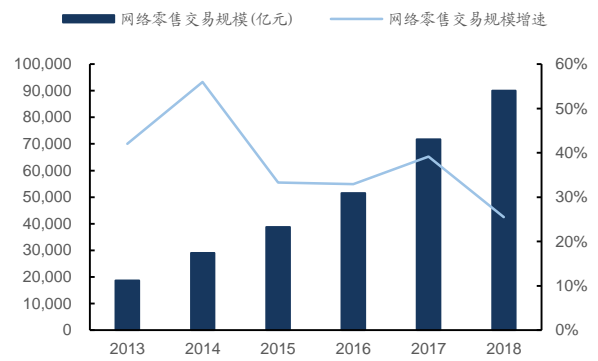
中国电子商务行业蓬勃发展，网络零售额保持高速增长，2018 年中国网络零售总额达到 9 万亿元，网上购物成为新常态。随着电子商务市场和互联网普及的快速增长，电商平台逐渐将目标转移到传统的汽车销售领域。

图 10: 2007-2018 年中国网民规模和互联网普及率



资料来源: 中国互联网络发展状况统计调查、国信证券经济研究所整理

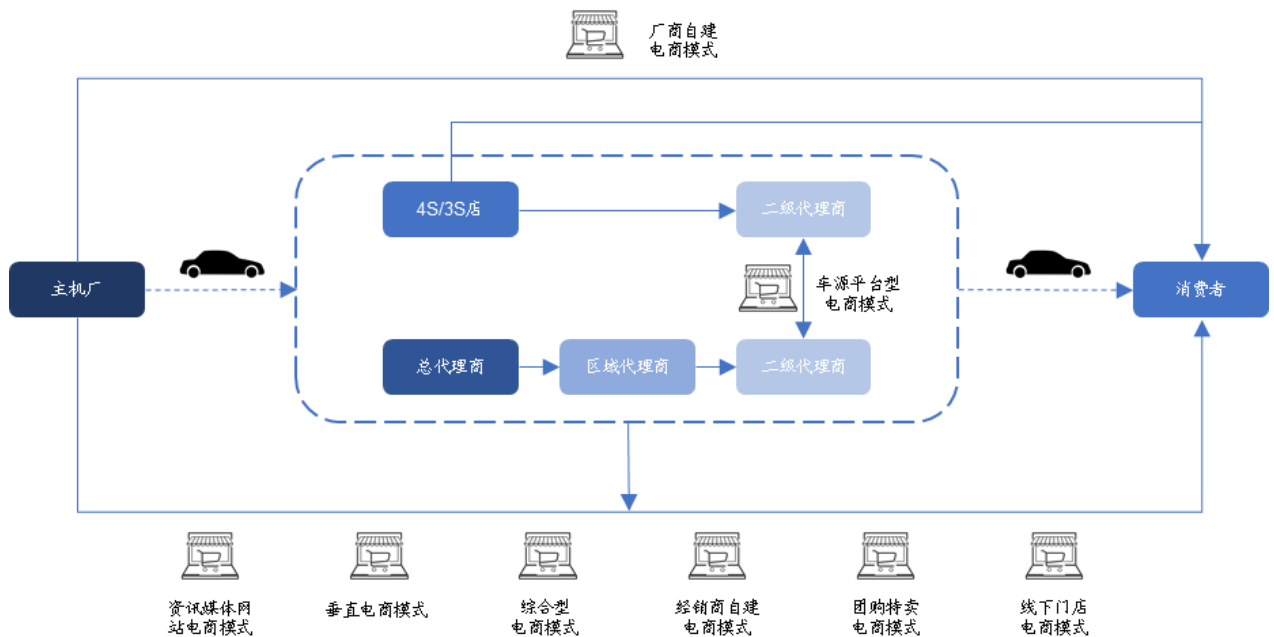
图 11: 2013-2018 年中国网络零售总额



资料来源: 云观咨询、国信证券经济研究所整理

汽车电商平台在主机厂到消费者的汽车流通渠道中扮演重要角色。电商平台的出现,很大程度上缓解了传统汽车流通方式中价格信息不透明、购车信息不对称的问题,为主机厂与 C 端消费者、经销商与 C 端消费者以及 B 端商户之间提供高效、及时、透明的信息交流平台,提升消费者购车便捷性的同时节约交易双方的金钱与时间成本。

图 12: 中国新车销售渠道电商模式图解



资料来源: 艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

中国的新车电商主要分为厂商自建型电商、经销商自建型电商、综合型汽车电商、车源平台型汽车电商、线下门店型新车电商、团购特卖型汽车电商、垂直型汽车电商和资讯媒体型电商。

表 2: 中国新车电商分类

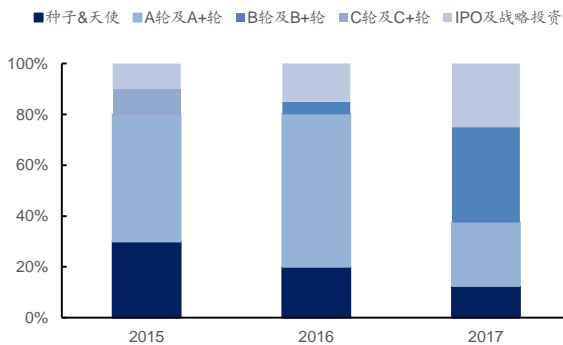
种类	定义	代表平台
厂商自建型电商	厂商主导设立的自由品牌专卖新车线上平台	车享平台、长安商城
经销商自建型电商	经销商设立服务旗下 4S 店的新车线上交易平台	庞大集团、汽车街
综合型汽车电商	大型综合性电商网站汽车线上销售板块	阿里汽车、京东
车源平台型汽车电商	为经销商提供车源获取、交易服务及车商管理系统服务的电商平台	卖好车、牛牛汽车
线下门店型新车电商	设立线下门店，开展线上平台结合线下门店售车业务	一猫汽车网、神州买买车
团购特卖型汽车电商	以团购活动为主的撮合交易新车线上平台	要买车、团车网
垂直型汽车电商	专注车辆交易的新车线上交易平台	优购汽车、海淘车
资讯媒体型电商	汽车资讯媒体建立的新车线上交易平台	车商城、易车惠

资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

汽车电商平台的繁荣发展吸引大量资本进入，汽车电商市场一时间成为投资红海。从投资轮次统计来看，2015 年，以租代购模式率先获得巨额融资，该模式下易鑫汽车获得了腾讯、京东、易车 25 亿元的投资，先锋太盟获得了 PAG1 亿美金的融资。在行业快速扩张的 2017 年至 2018 年间，大多数企业完成了 A 轮或者 B 轮融资，C/D 轮融资仍然较少，说明整个市场初具规模，但仍不成熟，多数企业进入业务探索阶段。

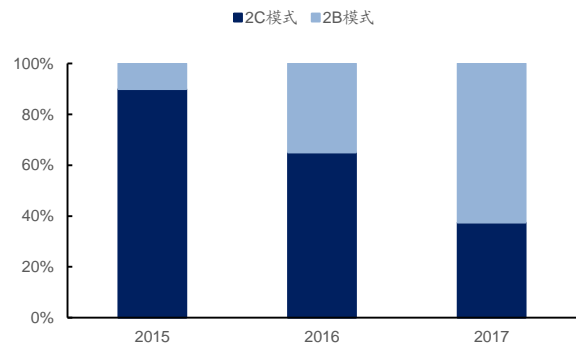
从分模式融资情况来看，2C 模式热度下降、2B 模式获投比例逐步上升。早期进入市场的 B2C 汽车电商在发展中普遍遇到了车型 SKU 扩张困难、定价权受限、线下服务能力缺失、客流不稳定等问题，依托现有模式道阻且长。但新车电商 B2B 自 2016 年开始备受投资方关注，成了炙手可热的汽车创业新方向。以 B2B 为主体业务创业项目，都先后获得了亿元级融资，让投资人将目光从 C 端市场聚拢到 B2B 模式市场。汽车流通 B2B 模式的风险相对集中，对资源的依赖性可弱化。随着政策对汽车流通创新模式的鼓励，新车 B2B 交易拥有了更大的发挥空间。

图 13: 2015-2017 年新车电商投资轮次分析



资料来源：艾瑞咨询研究院、国信证券经济研究所整理

图 14: 2015-2017 年新车电商分模式获投情况分析



资料来源：艾瑞咨询研究院、国信证券经济研究所整理

电商销售渠道的发展经历过三次浪潮，第一次是以汽车之家、易车为首的导购团购网站发起做电商的浪潮；第二次是以二手车电商转型为主要特征，且以 B2B 撮合平台兴起为特征的帮卖市场的形成；第三次是以汽车新零售为关键词带来的汽车销售渠道发生变化的浪潮。在这几次行业蜕变过程中，汽车流通市场由单一的 4S 店销售体系变为以创新手段促进产业发展的多形式、多模式的市场，汽车销售模式不断变化。

表 3: 汽车新流通平台汇总

公司/品牌名称	负责人	成立时间	公司最新融资信息	投资机构	布局城市	核心业务
京东汽车	辛利军	/	/	/	定位于三四五六线城市	汽车超市
天猫汽车	俞巍	/	/	/	/	电商渠道
苏宁汽车超市	刘东皓	/	/	/	南京、天津、上海、武汉、包头、苏州、四川	汽车超市
淘车	张序安	2015	IPO	/	/	涵盖新车、二手车交易、汽车保险、汽车金融等
弹个车	姚军红	2017	2018/F 轮上市前/5.78 亿美元	春华资本、晨兴资本、阿里巴巴等	全国 4000+ 门店，覆盖 200+ 城市	汽车新零售和新金融平台
花生好车	陈鹏云	2015	2017/战略投资/10 亿	民生租赁	已经在北京、天津、河北、山西、内蒙古等 27 个省布局直营店在长春、石家庄等 5 个城市建立了线下中心仓，服务覆盖全国 33 个主流城市	汽车交易服务平台
毛豆新车网	杨浩涌	2017	2018/C 轮/8.18 亿美元	腾讯、工银国际、云锋基金、方源资本等	/	汽车新零售平台
优信一成购	戴琨	2018	母公司已上市	/	/	以租代购新型购车平台
第 1 车贷梦享车	郭超	2018	2017/B+轮/1.4 亿元	天马股份、东南基金、青桐资本	/	汽车金融服务平台
1 号车	吕叶	2016	/	/	深圳	汽车交易、汽车保养、汽车金融、汽车租赁等
来用车	陆雨泉	2015	2017/A 轮/1 亿元	美利金融、浙江金科	三四五线城市	以租代购模式的分期购车平台服务商
壹品好车	冯璋	2015	2018/B 轮/数千万元	建银国际、启迪创投、启赋资本	计划在 2018 年底前完成 100 家门店的准入	服务车商，帮助车商卖车
易车出行	周修禄	2017	2017/天使轮/1.75 亿元	康美实业	已经在陕西、湖南、广东、河南、重庆、山西等城市开设门店	汽车分期服务提供商
开心汽车	李小光	2017	/	/	/	业务涵盖新车、二手车购车贷款、团购、以租代购等
团车网	闻伟	2009	IPO	/	目前已经覆盖全国三十个省、自治区与直辖市的上百个城市	汽车团购
砖头汽车	朱强	2016	2018/A 轮/3500 万元	执信资本	在 50 个城市展开业务布局	区域性汽车网络营销的服务运营商
行圆汽车	邵京宁	2016	2018/A 轮/5 亿元	执一资本、蔷薇控股、国星基金、安达资本等	/	互联网平台服务供应商及电商平台
牛牛汽车	陈琰俊	2014	2017/B 轮/1.1 亿元	凯泰资本、中骏资本	/	新车销售渠道
小马用车	赖俊杰	2014	2016/B 轮/1500 万美元	执一资本、策源创投、乾源资本	/	汽车电商
车享新车	夏军	2014	2017/B 轮/10 亿元	中国平安、中国太平、招商财富、汉能投资	在徐州、宿迁、烟台、绵阳、安庆、太原、大同、芜湖、泰州、昆明等 30 个城市开设门店	整车销售电子商务服务平台
省心宝	刘毅	2014	2018/B 轮/2 亿元	太盟投资集团	用户群体覆盖全国 31 个省	汽车交易平台
卖好车	李研珠	2014	2018/B+轮/5000 万元	凯欣亚洲投资、北极光创投、LB 投资等	覆盖境内全部省市区	汽车流通服务
一猫汽车	王辉宇	2013	2018/C 轮/未透露	光控众盈新兴产业基金、丝路华创	广州、北京、成都、杭州、上海、武汉	汽车电商平台
宜买车	包牟龙	2015	2018/A+轮/数千万元	险峰旗云	厦门、福州、泉州、威海、烟台、东莞、江门	汽车销售综合服务商
滚雷进口车	陈鸿	2012	2018/战略投资/5 亿元	中远海运集团物流基金	覆盖 31 个省市	美国平行进口车 B2B 采购服务平台
51 进口车	李天琦	2014	2018/C 轮/数千万元	海尔资本、上海旌隆、上海佩翰	上海、浙江、江苏、福建、汕头、长沙、武汉、兰州、青岛、云南、北京等	垂直进口车电商平台
蔚来	戴其其	2015	2018/Pre-A 轮/数千万元	通江投资、华正道物流	通过加盟形式将门店发展到 600 余家	三四线城市汽车零售平台
换车网	张珩	2008	2018/A 轮/亿元以上	中骏资本、琨玉资本	北京、武汉、上海、深圳、长沙、重庆等	全国一站式换车服务平台
乐车邦	林金文	2015	2017/B 轮/3 亿元	远翼投资、祥峰投资、均胜电子等	汕头、南昌、石家庄、金华、南通等 67 个城市	售后流通平台
大白汽车	罗敏	2017	已上市	/	在全国布局 175 家门店	购车分期服务提供商

资料来源: IT 桔子、公司官网、公开报道、国信证券经济研究所整理

群雄追逐造车，直营店四起

新能源车汽车制造业的机制和模式产生了颠覆性的改变，车身的机械结构复杂度大大降低。在此大背景下，自 2014 年起，互联网产业的迅速发展同时催生了一批“造车新势力”。内外夹击的竞争形势促使传统车企及跨行业企业也试水造车新模式，依托原有资源进行转型，大量新型电动车型进入市场。

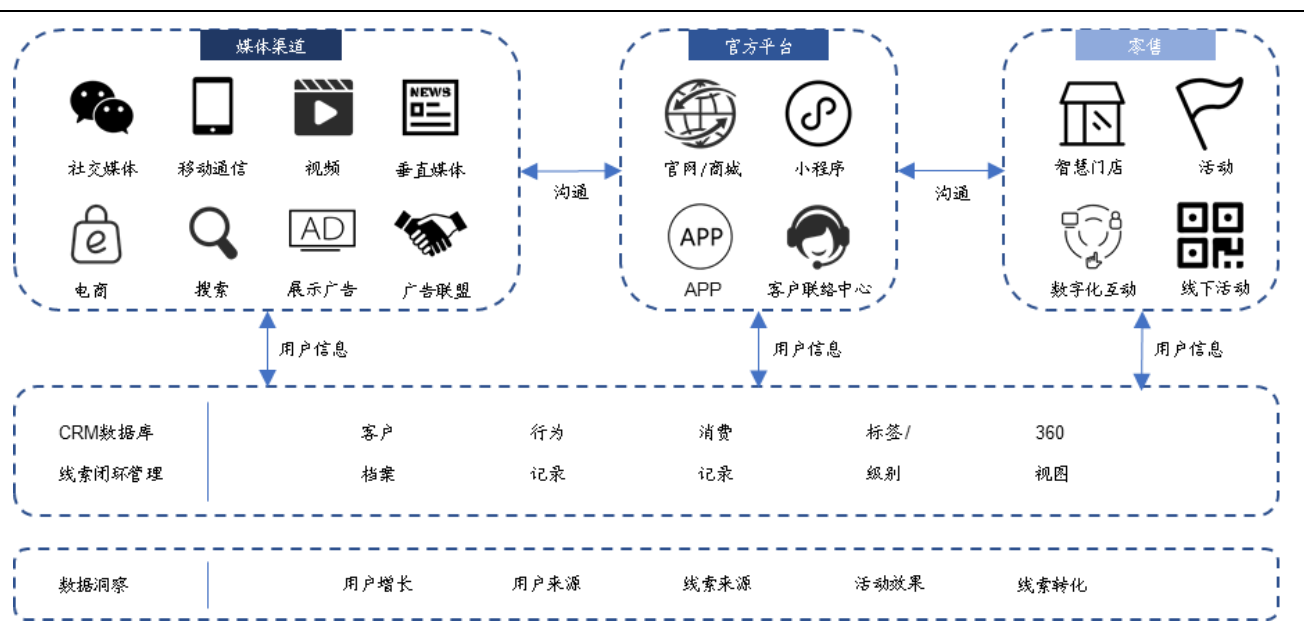
表 4: 造车新势力信息汇总

企业分类	车企名称	注册资金	车型定位	营销模式	量产车型/概念车	预计上市时间
互联网	蔚来汽车	12 亿美元	高端跑车、SUV	体验店	ES8、ES9/EVE	蔚来 ES8 于 2017 年 12 月上市
	乐视汽车	10 亿元	高端跑车、SUV	/	FF91	2017 年 1 月开始预订, 2018 年底交付
	车和家	6.9 亿元	SUV	直销	智能 SUV	2018 年发布, 2019 年交付
	奇点汽车	13.5 亿元	中端中大型 SUV	体验店	奇点 iS6	2017 年 4 月正式亮相并启动预订
	电咖	5250 万元	电动车	4s 店	EV10	2017 年 11 月 16 日
	小鹏汽车	1.5 亿元	中低端 SUV	体验店	小鹏汽车 G3 (量产车)	2018 年 1 月 9 日全球首发
	前途汽车	6 亿元	高端跑车、SUV	体验店	前途 K50	2018 年正式上市
	威马汽车	50 亿元	中端 SUV	体验店	EX5 (量产车)	2018 年下半年全面交付
	爱驰亿维	1716 万元	中低端 SUV	/	SUV (量产车)	2019 年
	传统转型	云度新能源	9 亿元	中端 SUV、SEV	4s 店	云度 π1
跨行业造车	万向集团	4.5 亿元	高端轿跑	4s 店	Revero (量产车)	2016 年
	格力汽车	1.5 亿元	SUV	/	首款电动 SUV, 货车均量产	2017 年量产
	零跑汽车	1000 万元	轿车	直营店	S01 (概念车)	2019 年量产上市

资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

除了在车型方面主推新能源车之外, 造车新势力在汽车流通模式上也进行了源头性的创新。互联网平台的加入为线下门店中销售与售后服务的分离提供了可能, 继而可以促进新能源汽车在销售渠道布局过程中的多样化和资产的轻量化。以蔚来汽车为例, 不同于传统 4S 店产销体系, 蔚来汽车的销售体系以体验中心、服务中心、交车中心、换电站、充电车等组成。消费者可以在线上商城下单, 在线下体验门店进行提车并在服务中心进行后续保养服务, 实现线下渠道的打通和融合。

图 15: 造车新势力汽车销售流程图解



资料来源: 零跑汽车、国信证券经济研究所整理

在渠道建立方式的选择上, 目前传统自主车企在销售新能源车时, 往往仍然采用自身已有的 4S 店渠道网络。资源较为丰富的特斯拉、蔚来汽车等选择建立直营店, 掌握全渠道的控制权。部分没有造车新势力也在积极寻求和现有经销商和服务商的合作, 以零跑汽车为例, 其采取的“直营+城市合作”的折中方案一方面实现了资产的轻量化, 一方面也缓解了资金投入方面的压力。

表 5: 特斯拉与国内部分新造车企业销售模式对比

企业	模式	体验试驾	预定购买	车辆交付	售后服务
特斯拉	直销	门店体验,或官网预约试驾	门店/官网预订,支付定金;推出燃油车置换、贷款及融资租赁等方案	用户指定服务中心	联系服务中心预约车辆检查和保养服务
蔚来	直销	蔚来中心(NIO House),通过工作人员预约试驾	官网/APP/工作人员进行预订	蔚来中心或自行定义交车地点	通过 APP 沟通,上门代办业务(维保服务和现有维修店进行合作,中转库存中心将设在北京五环外的区域)
小鹏汽车	直销	线下体验店	线上订购,采用租售结合的方式	在就近开设门店的城市提车	有专业服务中心提供车辆售后服务
威马汽车	直销	体验中心“威马 Space”	与“城市合伙人”设立体验销售服务中心“威马 Space”	/	与全国连锁实体服务网络等机构合作,构建综合服务网络“威马 Spot”;与“城市合伙人”设立维修充电服务站“威马 Station”
奇点汽车	直销	线下体验店	线上自营平台统一付款;与各类金融公司合作推出金融产品及二手车置换方案等	交车中心,也可提供上门交车服务;对于用户在新车使用一段时间后累积出现的问题,提供二次交车服务,于交车中心或上门提供实车讲解或陪驾	服务中心除正常保养维修服务外,借助厂家大数据和云平台,提前获知车辆状态,进行远程服务和主动服务
游侠汽车	直销	体验展示中心	线上个性化预订	/	城市运营服务中心,可承载该区域保有量的售后运营服务
零跑汽车	直营+城市合作伙伴(除在杭州建立直营店外,其他城市全部开放合作)	城市体验中心	APP/体验中心;为用户提供金融、保险及融资租赁产品	服务中心	社区维修点;线上基于智能网联及 Leapcloud 系统提供服务

资料来源:亿欧汽车,国信证券经济研究所整理

传统主机厂,渠道端自我变革

在经销商利润持续下滑、经营动力不足的背景下,主机厂也纷纷自建售后体系,4S店+社区快修店的模式成为大部分主机厂选择的拓展方向。拥有绝对资源优势的主机厂在独立售后发力,一方面为了连接车主,另一方面也在构建不同于4S的服务体系。不同于传统汽车经销商在汽车4S店的高投入,部分主机厂选择建立“轻量级”售后维修店,节约成本的同时,选址较传统4S店更接近人群密集的市中心,为消费者带来更便利的售后体验。

表 6: 十大主机厂独立售后战略与发展现状

主机厂	模式	主营业务	发展现状	未来计划
上汽汽车享家	直营门店(综合店+社区店)	社区店以美容装饰、轮胎、小保养、易损件为主,并给综合店导入机电维修和钣喷业务	全国 110 多个城市建立 1100 多家直营店,用户约 220 万	计划规模 10000 家,70%以上都会是加盟认证店
北汽好修养	区域服务商+授权维修终端	机油、养护品、易损易耗品,以及基于原厂数据开发的事故障件等	在全国 120 个地级以上城市有 120 家授权服务商,并且拥有 680 家加盟好修养终端维修服务门店	全国 318 座地级以上城市各拥有 1 家授权服务商,并依托地级服务商将渠道进一步下沉到县级,当地人做当地的事,完成 1000 家授权服务商的建设,在 1000 个地级市、县级市和县城为十万计维修厂提供服务
上海通用车工坊	官方授权独立销售快修连锁	别克、雪佛兰新车展示及销售、汽车综合维修,别克及雪佛兰品牌车型部分索赔等业务	车工坊拥有上汽通用授权认证,在全国已经发展 500 多家加盟店	考虑向上汽通用经销商体系之外开放加盟,同时加大德科配件的发展,建立德科行家学院,进行培训和在线问答服务
广汽大圣车服	大圣车服平台+4S店+社区店	清洗、美容、快修、保养等一站式服务	目前拥有 7 家线下门店	未来 3 年内欲在成都地区建立 30 家汽车售后服务社区店
PSA 集团欧洲维修 EURO REPAR	加盟连锁	多品牌保养维修	在欧洲已部署近 3000 家加盟网点,目前在上海已有 5 家店	2021 年在中国达到 2300 家加盟网络,易损件维修件覆盖 80%以上车型
东风日产 Okcare	连锁服务(经销商承接)	快修、保养、洗车、美容及部分水平业务	目前拥有线下门店 20 多家	/
广汽本田“喜悦”快修店	经销商集团自主投资建设	保养、美容、洗车等	拥有 5 家快修店	/
福特 Quick Lane	直营快修连锁	日常保养、制动系统、悬架系统、轮胎维修检测等基础服务	目前开始在南京、重庆建设 2 个直营店,为未来特许经营做准备	一方面将原有福特经销商投资加盟店转为特许经营店,另一方面向独立售后体系公开招募加盟
神龙汽车阳光工匠	直营店	维修、保养、洗车、美容、钣喷等一体的多品牌汽车快修服务	目前已与道达尔、汉高、大地保险、深圳联友及业界知名 O2O 运营商达成了战略合作	将在全国开设 400 家门店,2022 年将建立 3000 家连锁维修店,形成“贴近社区、快速灵活、高效便捷、质优价廉”的独特网络优势,并创立第三备件品牌“优联配”
宝马城市快修中心	城市快修店	涵盖车辆 12 项常规保养、机械与电子维修及依托 4S 母店完成钣喷维修(送修)等业务	全国拥有 30 多家快修中心,该计划扩展至起保时间在 2012 年及以前的所有 BMW 车型,惠及中国近 50%的宝马车主	/

资料来源:AC 汽车、国信证券经济研究所整理

汽车直营模式教父: 特斯拉

在汽车流通模式的创新上,特斯拉走在了大多数新兴造车企业前面。不同于传统汽车营销渠道依赖 4S 店或经销商进行销售,特斯拉采用了体验店与网络直销两种渠道结合的方式。线下完全依靠自身实力和资源布局和建造直营体验店和服务中心,线上打造一体化购车平台并辅助进行营销。互联网的加入大大减轻了线下实体店的压力——从网上预约到网上下单购车,最后到售后服务等一系列操作都可以通过互联网来解决,当车主遇到难题也可直接通过无线联网或者去实体服务中心进行解决。

自 2014 年特斯拉进入中国市场以来,特斯拉已在中国一线及二线城市布局 35 家直营体验店,并由华北、华东地区向华中、西南、西北等地区拓展版图。体验中心的选址上,特斯拉坚持选择城市的繁华地带。在特斯拉体验中心,消费者不仅能够近距离充分领略特斯拉所带来的全新智能的生活方式,更可以通过车身构造展示、互动触摸屏和亲身试驾体验等方式自主、透明的了解纯电动智能汽车,建立更深入的品牌认知。

表 7: 特斯拉中国体验店汇总

城市	体验店数量	店名	开业时间
北京	7	北京华贸中心店	2015 年 12 月
		北京侨福芳草地店	2013 年 12 月
		北京亦庄店	2014 年
		北京朝阳大悦城店	2016 年 8 月
		北京金港展厅	2016 年 4 月
		北京金融街店	2016 年 9 月
		北京颐堤港店	2016 年 11 月
上海	5	上海金桥店	2014 年 8 月
		上海虹桥店	2015 年 4 月
		上海新天地店	2015 年 8 月
		上海浦东嘉里中心店	2017 年 1 月
		上海太古汇店	2017 年 6 月
深圳	5	深圳龙华店	2014 年 7 月
		深圳欢乐海岸店	2015 年 12 月
		深圳海岸城店	2016 年 8 月
		深圳万象天地店	2018 年 5 月
		深圳 COCO PARK 店	2017 年 5 月
广州	3	广州广粤天地店	2015 年 11 月
		广州天环广场店	2016 年 6 月
		广州天汇广场店	2017 年 12 月
杭州	3	杭州西湖店	2015 年 8 月
		杭州城西银泰店	2017 年 6 月
		杭州万象城店	2017 年 12 月
成都	3	成都高新店	2014 年 9 月
		成都太古里店	2015 年 9 月
		成都悠方店	2018 年
天津	1	天津银河店	2017 年 1 月
武汉	1	武汉国际广场店	2017 年 6 月
长沙	1	长沙国金中心店	2018 年 5 月
西安	1	西安中大店	2014 年 12 月
南京	1	南京德基广场店	2017 年 6 月
苏州	1	苏州久光店	2018 年
宁波	1	宁波和义路店	2017 年 10 月
青岛	1	青岛万象城店	2018 年 1 月
重庆	1	重庆新光天地店	2018 年 4 月

资料来源:公司官网、公开报道、国信证券经济研究所整理

特斯拉线下布局的另一个重要部分，服务中心及充电桩的设置进一步完善特斯拉的售后服务体系。目前，特斯拉服务中心的数量仍远少于体验中心，随着车辆交付的速度加快，更多服务中心正进行快速建立。截止于 2017 年底，Tesla 在中国已完成建立 168 个超级充电站；充电桩数量已经超越 1000 多个。

表 8: 特斯拉中国服务中心汇总

省份	城市	服务中心数量	店名
北京	北京	2	北京亦庄服务中心
			北京来广营服务中心
上海	上海	3	上海金桥服务中心
			上海虹桥服务中心
			上海宝山服务中心
广东	广州	2	广州科学城服务中心
			广州海珠服务中心
	深圳	2	深圳龙华服务中心 深圳坂田服务中心
四川	成都	2	成都犀浦服务中心 成都高新服务中心
天津	天津	1	天津旺港服务中心
湖北	武汉	1	武汉光谷服务中心
陕西	西安	1	西安锦业服务中心
江苏	南京	1	南京九龙湖服务中心
	杭州	1	杭州沈半路服务中心

资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

特斯拉坚持的“电商+实体体验中心”直营模式将线上订购和线下体验相结合, 保证了销售体验的完整性。摒弃传统汽车经销商的做法, 不仅有效避免了汽车经销商根本性动力缺失、过分依赖燃油车销售, 同时为消费者实现购买过程中的完全透明、自主提供了更加便利的条件。

4S 店符合历史需求, 仍具现实意义

回观汽车 4S 店模式的十余年发展历程, 该模式的产生及繁荣发展带着时代和历史背景的深深烙印。

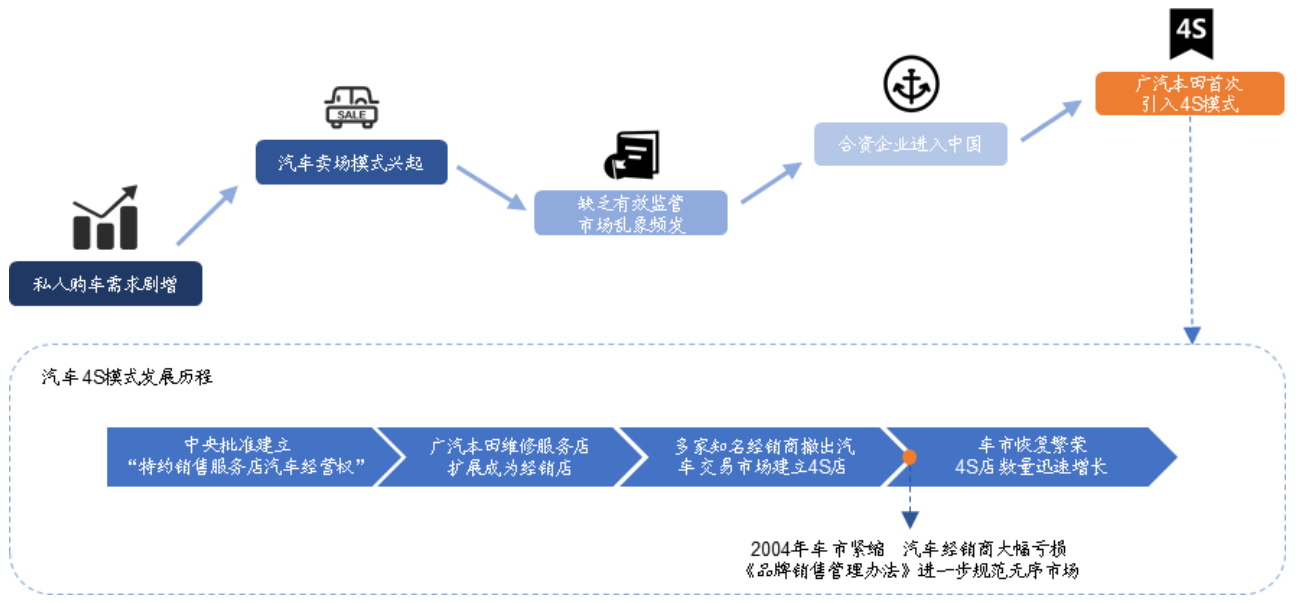
1996 年, 私人汽车的需求剧增, 汽车大卖场的模式一时间无法满足, 监管的缺失造成市场乱象频发。价格的不透明、卖方市场的垄断使消费者对于汽车这样的大额消费产生犹豫、怀疑的心理。

此时恰逢跨国汽车企业争相进入中国市场开始布局, 引发一轮合资热潮。广汽本田抓住消费者心理, 凭借在加拿大建立汽车销售渠道的经验, 率先提出“汽车特许经营”模式的概念。该模式下, 汽车制造企业不仅仅向顾客提供新车, 同时构建新车销售、部件销售、车辆维修等售后服务和搜集顾客反馈信息的任务, 这就是后来被称为 4S 店的营销模式。这样的闭环, 符合本田倡导的“喜悦”理念——打消顾客购买后的顾虑, 让顾客开心地用车。

契合了消费者的需求, 本田的 4S 店模式很快取得巨大成功, 高额的利润引发大众、通用等品牌争相效仿。双龙伯乐、亚之杰、众义达等知名经销商, 在获得高额利润后纷纷撤出大型汽车交易市场, 自立门户建立 4S 店, 4S 店发展迅猛。

大量经营主体的涌入导致质量良莠不齐, 2004 年部分经销商遭遇严重亏损以致被迫退出市场。2005 年 1 月 1 日商务部出台《汽车销售管理办法》, 要求销售汽车必须获得品牌授权并实行备案管理。该政策进一步规范了 4S 店的经营体系, 重心逐渐向主机厂转移。

图 16: 中国汽车销售模式发展历程

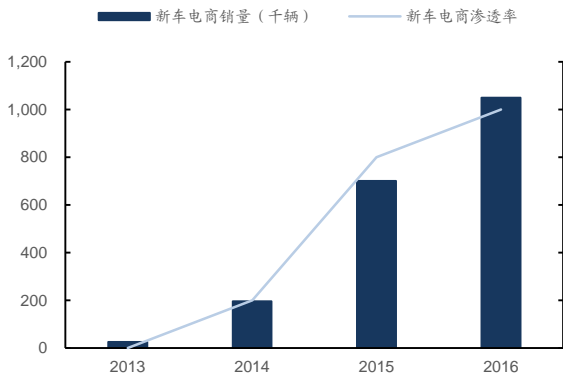


资料来源:《中国汽车四十年》、国信证券经济研究所整理

4S 店仍是主流销售模式

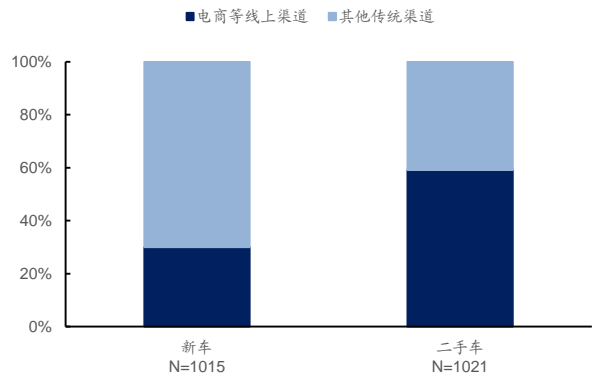
传统经销商所构建的 4S 店销售模式仍然是汽车流通体系的主体。截至 2017 年底,中国 4S 店已达 2.5 万家,二级维修店和配件店分别为 4.4 万家和 2.5 万家。虽然新车电商的销量也呈现逐年稳定增长的趋势,但 2016 年新车电商的渗透率仍然只有 5%。模式的热度要转化为实际的生产力,新车电商仍需要增加模式的可行性并推进其模式落地。

图 17: 2013-2016 年中国新车电商销量



资料来源:汽车流通协会、国信证券经济研究所整理

图 18: 汽车电商接受度情况



资料来源:艾瑞咨询网上调查、国信证券经济研究所整理

合作电商平台,从线下到线上

在传统销售渠道乏力的背景下,传统汽车经销商也积极寻求出路,尝试汽车新零售。其中一个选择是由经销商自建电商平台,打造线上线下汽车销售闭环。在 2015 年 8 月 8 日国内近 40 家经销商签约共建电商平台“汽车街”,截止到 2015 年 4 月底,汽车街已经吸引了近 5000 家经销商入驻。汽车街核心业务涵盖二手车线上线下同步拍卖、整车电商、整备物流、广告媒体等四大业务版块。通过该平台,经销商可以实现从展示、意向、到线下提车交易完整的商业闭环。

图 19: 汽车街主要入驻经销商汇总



资料来源: 搜狐汽车、国信证券经济研究所整理

另一方面，比起自建电商，与汽车新流通平台合作售车是一个更为省时省力的选择。以天猫旗舰店为例，已经有包括北汽、比亚迪、荣威、奇瑞、宝马、奥迪等近 50 家自主和国际厂商与其达成了合作。为打通线上线下，包括比亚迪、广汽本田等在内的近 500 家汽车 4S 店也与天猫建立了合作关系，消费者在享受天猫购车的优惠政策的同时，选择就近的汽车门店进行线下试驾和体验。消费者还可以再线下支付购车款时，享受天猫提供的金融服务。

丰富内容场景，从 4S 到 6S

在新的模式的冲击下，很多传统车企做出努力来弥补传统的 4S 店的弊端。例如吉利和沃尔沃合作的新品牌领克，其旗下领克中心就是在传统的 4S 店的基础上，再增加了两个属性 Social（社交）与 Share（分享），以人文的层面去与车主建立起互动。领克不仅提供购车、售后等传统服务，也可以成为用户举办生日聚会、朋友叙旧的社交场所，全国的领克中心致力于为领克粉丝们提供工作和亲情之外的第三种空间。

图 20: 领克中心



资料来源: 汽车之家、国信证券经济研究所整理

图 21: 领克中心的聚会活动



资料来源: 汽车之家、国信证券经济研究所整理

冲击有限，共享化带来最终变革

汽车属于大类可选消费品，拥有消费频次低，消费单价高，售后服务需求较长，

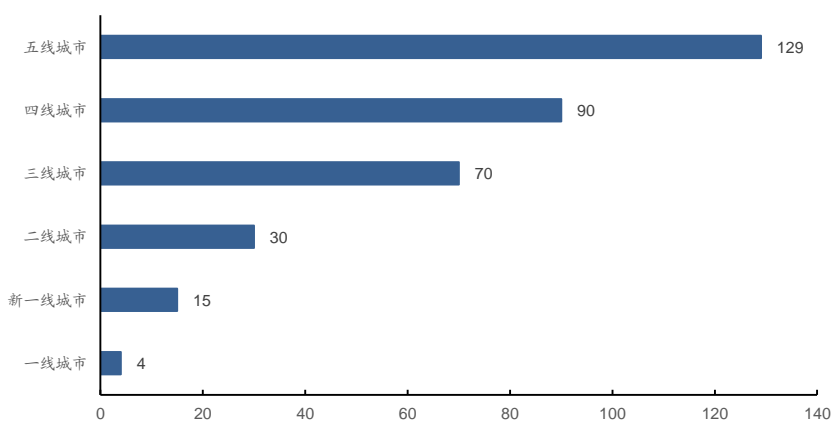
产品使用周期长，用户粘性高的特点，目前的新流通模式，纯线上销售、线下体验店包括卖场形式能部分改善消费前端的场景，仍缺少售后场景的支持，存在一定的弊端。传统 4S 店模式存在是汽车行业发展中历史的选择，仍具有一定的竞争优势，4S 店主导的销售网络中期仍然是流通领域的主流选择。

流通模式的变革由汽车行业变革主导，在国内存量整合与电动化趋势下，汽车品牌、型号与差异会有一定程度缩减，将降低线上选车的复杂性，线上选购和线下远郊维保支持的形式将得到快速发展。远期，出行模式的改变将最终促使汽车流通模式发生根本变化。汽车使用权的转移尽在主机厂和出行平台间发生，出行平台和消费者间仅进行使用权的转移。消费者在需要时租用共享汽车，汽车使用和出行方式将更加轻量化和便捷。

全面布局直营店成本过高

部分造车新势力在建立销售渠道时，选择了直营店的模式。直营店具有优化消费体验、打造消费闭环、获取消费者信息、快速反应市场需求等优点。但随着汽车销售渠道的下沉，一二线城市的汽车市场趋向饱和，未来汽车消费主力将逐渐向三四五线城市转移。要想在全国范围内全面布局直营店，需要花费汽车企业高额的人力物力，加上造车新势力的车辆交付时间普遍较长，布局直营店的成本在短期内很难收回，这对汽车的流动资金储备提出了极大的挑战。

图 22: 2018 年中国城市分级统计



资料来源: 2018 城市商业魅力排行榜、国信证券经济研究所整理

我们将城市分为一线、新一线及二线、三四五线三个等级, 假设在各等级城市分别布局 5、2、1 所体验店, 3、2、1 所售后服务中心, 出于贴近消费者、打造商业概念的考虑, 体验店多建设在城市中心, 地价高昂, 这导致汽车企业为了全面布局直营店所一次性投入的资产高达一百六十余亿元。

如此高的投入与众多造车新势力提出的“重模式、轻资产”的概念似乎有些背道而驰, 对于多数企业来说也是非常大的负担。年初, 特斯拉关闭了位于加州的几十家店铺, 并宣称未来将逐渐将销售转移到网上。

表 9: 直营店布局成本测算/万元

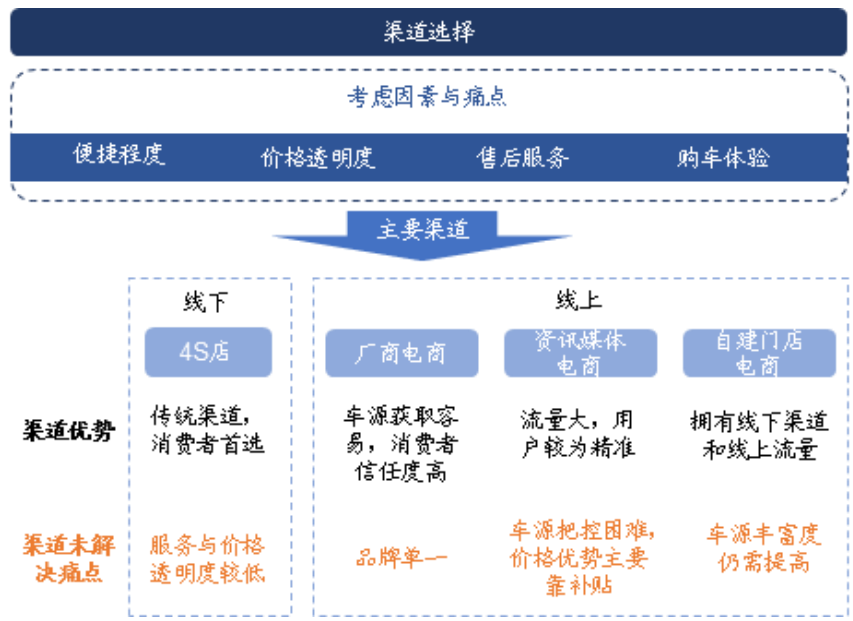
城市分级	城市数量	单个直营体验店开设成本	体验店数量	单个售后服务店开设成本	售后服务店数量	合计成本
一线	4	10000	5	1000	3	212000
新一线&二线	45	8000	2	800	2	792000
三四五线	289	2000	1	200	1	635800
						1639800

资料来源: 国信证券经济研究所测算

纯电商无法保证售后体验

消费者在购买汽车前, 主要考虑便捷程度、价格透明度、售后服务、购车体验等四个重要因素。电商平台的加入从很大程度上提高了购车的便捷程度, 消除了消费者与车企间的信息不对称, 从销售端提升了购车体验。但仍存在品牌单一、车源丰富度低和售后等问题, 成为其模式普遍推广的巨大障碍。

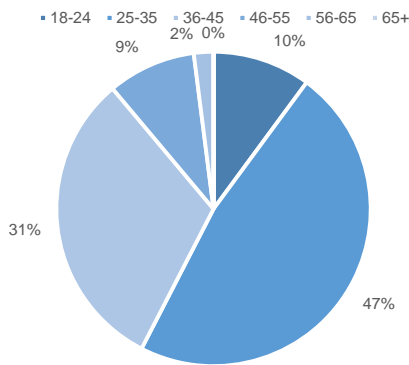
图 23: 消费者购买汽车的主要考虑因素



资料来源: 艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

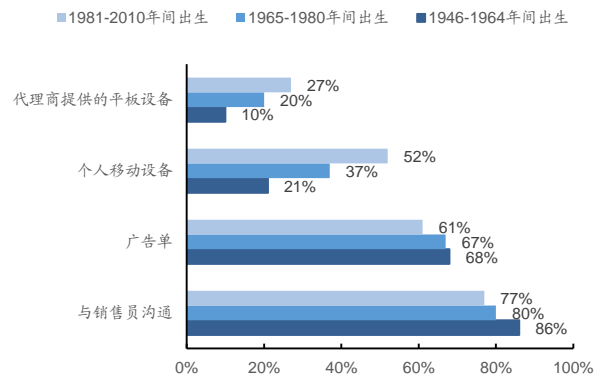
根据德勤 2018 年全球汽车消费者调查, 25-35 岁的 80-90 后年轻人已经成为消费消费的主力, 占据了近半的份额, 这部分消费者对于从互联网和移动设备获取的信息接受度较高。但不可忽视的是, 60-70 后的消费者仍在市场占据重要地位, 这部分消费者极为重视与线下销售员的沟通, 单纯从电商平台获取的信息很难对其消费决策产生影响。

图 24: 汽车消费者年龄分布



资料来源: 德勤 2018 年全球汽车消费者调查、国信证券经济研究所整理

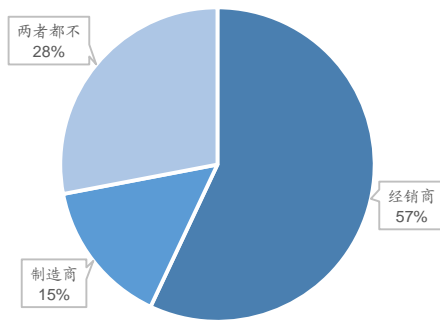
图 25: 各渠道信息对消费决定的重要性



资料来源: 德勤 2018 年全球汽车消费者调查、国信证券经济研究所整理

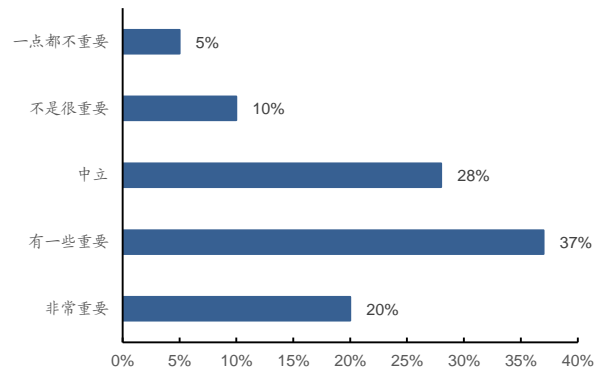
汽车传统经销商在数十年间建立起的专业品牌形象短时间很难被撼动, 57%的消费者表示仍然倾向于从经销商处获取汽车购买的相关信息。线下实体店提供的试驾服务、多样化的车型选择、便捷的支付方式等消费体验是线上平台很难满足的。若电商平台对于线下渠道的布局有所缺失, 将会对消费体验以至于销量产生较大的负面影响。

图 26: 消费者获取信息渠道的偏好



资料来源: 德勤 2018 年全球汽车消费者调查、国信证券经济研究所整理

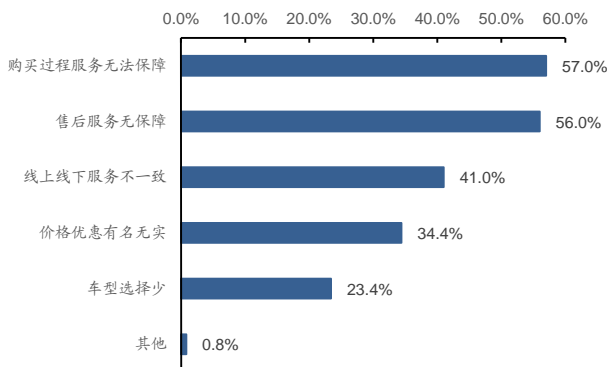
图 27: 消费体验对购买决策的重要性



资料来源: 德勤 2018 年全球汽车消费者调查、国信证券经济研究所整理

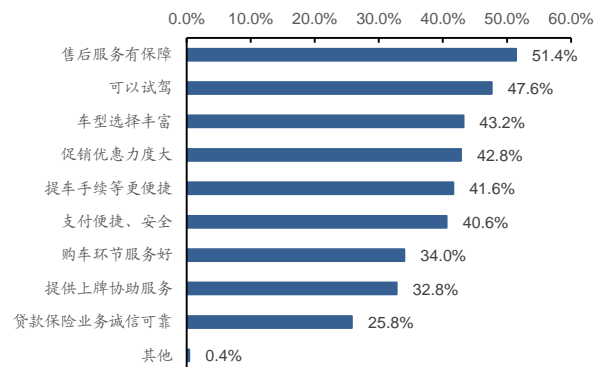
即使电商平台解决了大部分的销售痛点, 在售后领域, 线下渠道的配合必不可少。新车电商在深耕线上渠道时, 同样也需要和线下合作。售后服务店的地理位置、密集程度、定价、服务态度等都决定了售后服务体验的好坏与否。若要完善消费者的消费体验链条, 对于资金储备、人员配备等方面也是一个不小的挑战。

图 28: 中国购车用户不选择线上购车原因



资料来源: 艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

图 29: 中国购车用户选择线下购车原因



资料来源: 艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

共享出行带来重大变革

电商之外, 出行则是近年来冲击 4S 店体系的重要因素。它带来的压力似乎更大, 也更像是真正的“革命”。如果出行足够便利, “拥有一台车”的欲望减退, 对于主机厂而言, 挑战巨大。

在 18 年 4 月份, 滴滴宣布成立“洪流联盟”并与包括一汽在内的 31 家汽车产业链企业签署合作, 共建汽车运营商平台——这些车企未来会为滴滴司机提供车辆, 由滴滴来负责运营和管理司机。但实际上, 这样松散的合作是否将流于形式, 外界还并没有获得更多信息。但随后的 6 月, 一汽和滴滴宣布合作招募网约车司机, 但看起来却更像是在卖车。

共享汽车在未来出行市场会占据一定份额似乎已成行业内的共识。近年来, 大批的共享汽车企业如雨后春笋般冒出。数据显示 2017 年起, 全国注册的共享汽车企业数量不断增多, 截止到 2018 年 6 月, 已注册共享汽车企业超过 400 家, 投入运营的共享汽车数量超过 10 万辆, 共享汽车市场规模 17.29 亿元, 2018 年全年 36.48 亿元。

我国共享汽车行业进入快速发展阶段。政策利好，巨头企业涌入，大量资本看好，共享汽车前景可期。然而，在运营方面，共享汽车行业的盈利模式尚未成熟，企业营业收入普遍偏低，如何丰富收入结构，降低运营成本，将成为决定共享汽车行业未来发展的关键课题。

表 10: 共享汽车企业情况一览（截至 2018 年）

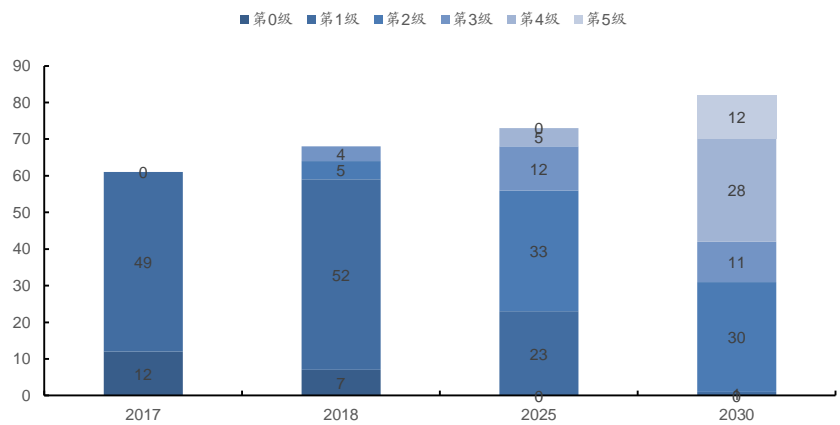
企业名称	所属地	成立时间	布局城市	切入场景	投放车辆	车型	最新融资	主要投资方	计划
立刻出行	北京	2017.5	广州、佛山、武汉、成都、南京、长沙等城市	10-100 公里的中短途城市内及周边出行需求	油电混动、新能源车	以大众、通用、福特、广汽传祺等主力热销车型为主	2018.5 B 轮 亿元以上	蚂蚁金服领投，君联资本、蓝驰创投、险峰长青跟投	2018 年落地全国 20-25 个城市，车队规模达到 4 万辆
TOGO 途歌	北京	2015.7	北上广深、西安、成都、南京等城市	一线城市、中国核心旅游城市	以燃油车为主	以燃油车为主，宝马 1 系、宝马 mini、奔驰 smart、JEEP、Polo、雪佛兰龙 C3-XR、标致、新国车红旗等车型	2018.1 B+ 轮 2600 万美元	海益得·凯欣基金领投，海纳亚洲创投基金、真格跟投	从“北上广深”等超一线城市，向成都、南京、西安等省会、旅游城市发展
芒果出行	深圳	2017.2	深圳等城市	满足互联网公司白领、高校师生、企业中经常外出的业务员的出行需求	新能源车	车型主要为知豆 D25	2018.2 Pre-A 轮 数千美元	文信集团	将在北京、杭州、四川、湖北、山东等省市布局 1 万辆；将与新西兰共享汽车品牌“MEVO”进行战略合作，进军澳洲和新西兰
GoFun	北京	2015.8	北上广深、天津、成都、厦门等 50 座城市	满足市民出行购物、通勤等多维度需求	燃油车、新能源车	车型逐渐由纯电动切换到燃油车科沃兹，包括奇瑞 EQ、奇瑞小蚂蚁、江淮 IEV6e、荣威 E50 等车型	2017.11 A 轮 2.14 亿元	大众资本、奇瑞汽车	2018 年底达到 5 万辆车规模
PonyCar	深圳	2016.12	北京、西安、广州、深圳、佛山、东莞、惠州、珠海、中山等城市	聚焦 CBD 与核心商圈，满足都市白领阶层、零售商会会员的出行需求	新能源车	知豆 D2、北汽 EU260、长安逸动、众泰 E200、知豆 D25 等 15 款车型	2017.12 C 轮 2.5 亿元	华夏幸福领投	2018 立足珠三角，稳扎广深，再布局内地和二线城市
小二租车	海口	2014.12	海口、三亚、琼海、白沙等 7 个城市	针对机场和旅行场景，满足游客和市民的出行需求	新能源车	北汽 EV150、奇瑞 EQ、康迪 K17、江淮 IEV4、康迪 K12、斯柯达昕动等车型	2018.3 战略 投资 2 亿元	知合出行	继续深耕海南，实现全海南岛景区、商圈、酒店、交通枢纽等全程出行场景覆盖
盼达用车	重庆	2015.5	杭州、济源、郑州、重庆、绵阳、成都、广州等城市	专注大型城市，适用于工业园区、交通枢纽、旅游景区、大学城等多种场景	新能源车	以力帆 330EV 为主	2017.10 战略 投资 1575 万元	力帆集团	2018 将采取稳健的城市拓展策略，完成更多城市落地运营，实现用户与车辆规模突破性增长
巴歌出行	北京	2015.12	北京、唐山、广州、中山、烟台、天津、廊坊、临沂等城市	满足白领阶层及市民的出行需求，适用于通勤、逛街购物、朋友聚会等场景	新能源车	奇瑞 EQ、北汽 EV150/160、江淮 IEV5、北汽 EV200、比亚迪 E5 等车型	2018.1 B 轮 未披露	XVC 创投	将在京津冀地区、珠三角及长三角地区为用户提供服务
大道用车	北京	2017.1	青岛等城市	通勤、旅游、探亲访友、商务接待等多场景	新能源车为主	北汽 EV160、大众 POLO、丰田威驰等车型	2018.3 A 轮 数千美元	贝塔斯曼亚洲投资基金领投，火山石资本、红杉资本中国、百度风投跟投	增加车辆投放数量及投放范围，并增加多种车型，按需密集停放，让车辆随处可见
驾呗	深圳	2015.7	广州、深圳、上海、北京等 9 座城市	主要面向一二线城市用户	新能源车	奇瑞 EQ、北汽 EU260、上汽荣威 E550、荣威 ERX5、比亚迪 E5 等车型	2017.12 Pre-A 轮 8000 万元	苏大天官创投领投，嘉鑫控股跟投	计划 2020 年钱在安徽省范围内投入运营 3000 辆车
易开出行	芜湖	2016.3	徐州、北海、淮南、淮安等 24 个城市	布局一二三线城市非核心区，满足用户中长途的出行需求	新能源车	奇瑞 EQ、一汽骏派 A70E 等车型	2016.7 A 轮 未披露	中国恒天	2018 年投入运营超过 20000 辆，2020 年布局超过 100 个城市
有车出行	北京	2014.9	北京、佛山、广	短途旅行、商	新能源	新能源汽车，长安	2018.3 A 轮	蔚来资本	将为用户提供专属道

			州、南京等多个城市	务出行、工作通勤、团队建设、短途接驳等场景	车	奔奔 EV、北汽 EV160、北汽 EV150、宝马 i3、启辰晨风 E30 等车型	一亿元	领投	路救援、动态租车计费、接驳调度用车
一步用车	郑州	2016.6	郑州、合肥等城市	瞄准二三四线城市出行市，定位于 10 至 100 公里的出行场景	新能源车	江淮 iEV4、知豆 D1、知豆 D25、江淮 IEV6E、海马爱尚 EV 等车型	2017.6 A 轮 1.35 亿元	多赢多集团	将车载人脸识别科技与大数据云计算分析系统运用在一步用车智能系统中，逐步落地中部多个省会城市
一度用车	北京	2015.5	北京、天津、厦门、太原、南昌、漳州、广州等 12 个城市	适用于公务出行、周末家庭郊游、日常通勤等多种场景	新能源车	北汽 EV160、奇瑞 EQ、江淮 iEV4、康迪 K10/K11、众泰知豆 D1、比亚迪 e6 等车型	2016.5 A 轮 1.28 亿元	国轩集团领投，中华创新基金会跟投	将在 25 个城市，投入 18000 台车供用户使用
小明出行	安徽	2017.7	合肥、西安、徐州、黄山、武汉等多个城市	主打二三线城市	新能源车	江淮 iEV6E、北汽 EC180、红星 X1、知豆 D2 等车型	2018.3 天使轮 未披露	多赢多集团	2018 年底在全国 10 个区域投入 10000 辆共享汽车，2019 年完成全国 600 万人口以上的主要二线城市覆盖
EVCAR D	成都	2013.7	天津、青岛、潍坊、徐州、西安等 60 余个城市	通勤、出差、高校往返、购物、旅游等多种场景	主推低续航小型纯电车	荣威 E50、奇瑞 EQ、北汽 EV160/EC180、众泰 1E、宝马之诺 1E 和 i3 等车型	2016.11 战略融资 未披露	中国财险、太平洋保险、中华财险	2018 年计划覆盖 80 个城市，运营车辆突破 10 万量；2020 年计划覆盖 100+城市，投放 30 万辆
car2go	北京	2015.2	重庆等城市	满足市民上下班、购物、约会等多种需求	燃油车	奔驰 smart	2018.3 被收购 8500 万美元	戴姆勒	/
神州 iCAR	北京	2018.1	北上广深、郑州、成都、西安等 55 座城市	适用于日常通勤、家庭出游等各种场景	燃油车	别克昂科拉、别克英朗、大众朗逸、别克科鲁兹、沃尔沃 S90、宝马、路虎等多种车型	/	/	未透露
京鱼出行	北京	2016.11	河北易县及下面 150 多个乡村	首个乡村分时租赁平台，采用“农村包围城市”的策略	新能源车	北汽 EV150、北汽 EC180、江淮 iEV4、江淮 iEV5、江淮 iEV6E 等车型	2017.8 天使轮 2000 万元	金沙江联合资本、水木资本	近两年将继续深耕京津冀地区的农村市场，覆盖更多村庄

资料来源：亿欧汽车、国信证券经济研究所整理

随着技术的进步，无人驾驶技术将对出行概念产生根本性的颠覆。根据普华永道预测，2028 年的无人驾驶技术将达到 4/5 级。无人驾驶技术的出现大大解决了出行痛点，事故率的降低、驾驶技术要求的释放将进一步激发共享出行的需求。未来无人驾驶将有极大可能成为私人汽车及共享出行中普遍使用的方式。

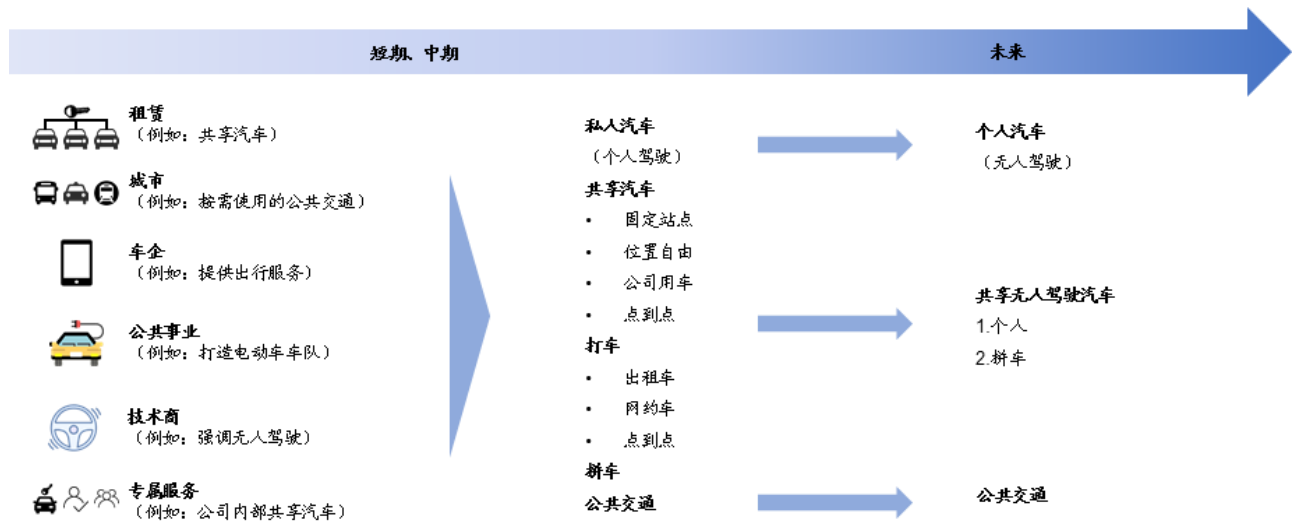
图 30：新车销售：无人驾驶预测（美国/欧洲/中国，单位：百万辆）



资料来源：普华永道 Autofacts、思略特咨询、国信证券经济研究所整理

在出行概念的大趋势下，比如北汽新能源这样的厂家也正在尝试推出“使用权交易”方面的产品，也因此，4S 店也要意识到需要向出行服务方面转型。

图 31: 出行服务的长期发展



资料来源:思略特咨询、国信证券经济研究所整理

出行模式的改变将最终促使汽车流通模式发生根本变化。汽车使用权的转移尽在主机厂和出行平台间发生，出行平台和消费者间仅进行使用权的转移。消费者在需要时租用共享汽车，汽车使用和出行方式将更加轻量 and 便捷。

图 32: 共享出行概念下汽车新型流通模式



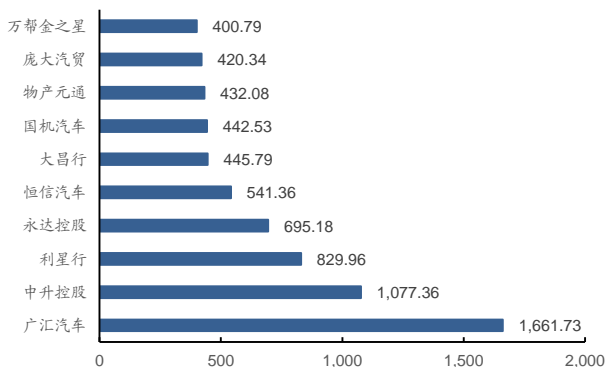
资料来源:36 氪、国信证券经济研究所整理

投资建议

4S 店主导的销售网络中期仍然是流通领域的主流选择，经销商不是流通渠道变革的被动接受者，而是参与汽车行业发展和流通渠道建设的参与者，随着整车生产和全行业库存管理的优化，新车销售利润有望保持稳定，消费者售前体验改善，我们推荐深耕服务，积极参与变革的国内汽车经销商龙头广汇汽车。

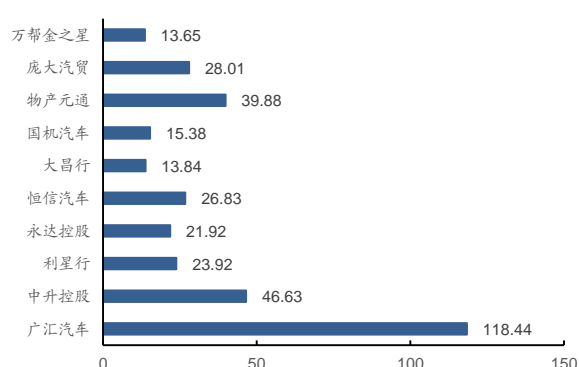
公司 2018 年收入 1661.73 亿元，共销售新车和二手车 118.44 万辆，位于国内经销商第一，远远领先第二名。广汇汽车拥有 839 家经销网点，包括 777 个 4S 店面，其中超豪华、豪华品牌 4S 店达到 221 家，覆盖全国 28 个省、自治区、直辖市。

图 33: 2018 中国经销商前十收入



资料来源:中汽协、国信证券经济研究所整理

图 34: 2018 中国经销商前十销量 (含二手车)



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

公司拥有从超豪华、豪华到中高端等不同档次的 50 多个乘用车品牌,以中高端品牌为主,占 4S 店比例 70% 以上。上市以后新增宝马、路虎和捷豹等高端品牌,目前已位居包括宝马、奥迪、沃尔沃、捷豹路虎、玛莎拉蒂等众多豪华及超豪华品牌的第一销售阵营。

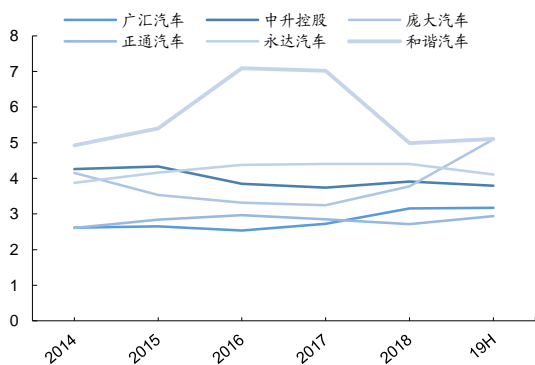
图 35: 广汇主要覆盖品牌一览



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

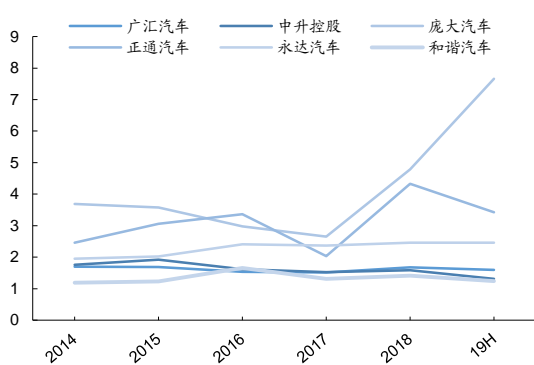
公司在经营方面具有规模效应,在管理费用方面表现出明显优势,销售费用率均小于 3%。2014-2019H1 广汇的销售费用占比明显低于和谐、永达、庞大和中升,2019H1 广汇的管理费用占比为 1.60%,与和谐、中升不相上下。在上市经销商中,广汇汽车管理水平处于第一梯队。

图 36: 2014-2019H1 主要经销商销售费用率



资料来源:公司年报、国信证券经济研究所整理

图 37: 2014-2019H1 主要经销商管理费用率



资料来源:公司年报、国信证券经济研究所整理

广汇汽车的业务范围覆盖广，销售模式全面，不仅注重线上互联网端的建立，还积极在线下建立品牌效应。从客户满意度来看，广汇在上市汽车经销商中排名第一，建立了良好的客户关系和口碑。

表 11: 汽车经销商上市公司售后服务客户满意度排名

排名	汽车经销商集团	满意度
1	广汇汽车服务股份有限公司	90.38
2	庞大汽贸集团股份有限公司	88.83
3	润东汽车集团有限公司	87.88
4	中国正通汽车服务控股有限公司	86.98
5	国机汽车股份有限公司	85.05

资料来源: 中国汽车维修行业协会, 国信证券经济研究所整理

精益求精, 服务质上。公司依托广泛的基盘客户资源及 ERP 系统, 不断完善自主研发的“汇养车”APP 这一售后服务平台, 通过加载线上预约、实时满意度评价功能及道路救援等系统, 不断提升售后服务能力及服务质量。2018 年“汇养车”APP 新增注册用户 215 万个, 线上成交订单 74.98 万个。公司长期通过规范、高效、便捷、智能的新服务模式, 进一步提升客户满意度及粘性(截止 2018 年底客户保有率 83.3%), 形成无形壁垒。

图 38: 梅赛德斯-奔驰全国“2020 网络改善计划”的试点中心 - 广汇安徽之星



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图 39: 广汇“汇养车”APP



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

积极探索, 创新模式。在 2018 年的“双 11”活动中, 公司借助与阿里巴巴展开电商大促活动的契机, 广汇汽车天猫旗舰店正式上线, 开启了汽车新零售的序幕。在首次参与的天猫双十一活动中, 新零售项目上线 33 款产品, 获得线上浏览量 130 余万次, 关注人数 80 余万, 总成交量达 3 万余台。截至 2018 年底, 公司新零售网络已铺设全国 700 多家门店, 实现网电销台次 30.17 万台, 销售占比达 34.10%。凭借高覆盖率的全国销售门店, 确保客户在 4S 店充分享受线下交付和专业服务。

图 40: 广汇-天猫狂欢节



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图 41: 广汇双十一线下场景



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

风险提示

- 第一，造车新势力发展好于预期，格局迅速被颠覆；
- 第二，行业库存管理没有改善，新车销售利润依然波动较大；
- 第三，经济超预期下滑，汽车持续需求下滑。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032