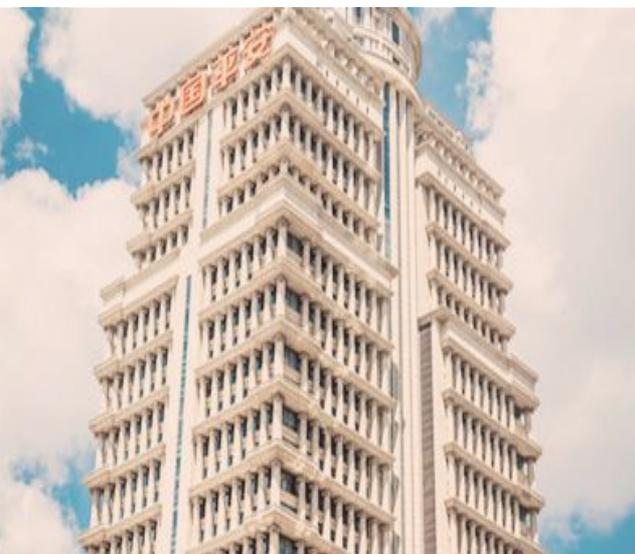


汽车经销商行业全景图

——行业变革+多元化业务发展，经销商有望从量变到质变



王德安 投资咨询资格编号 S1060511010006
021-38638428
WANGDEAN002@PINGAN.COM.CN

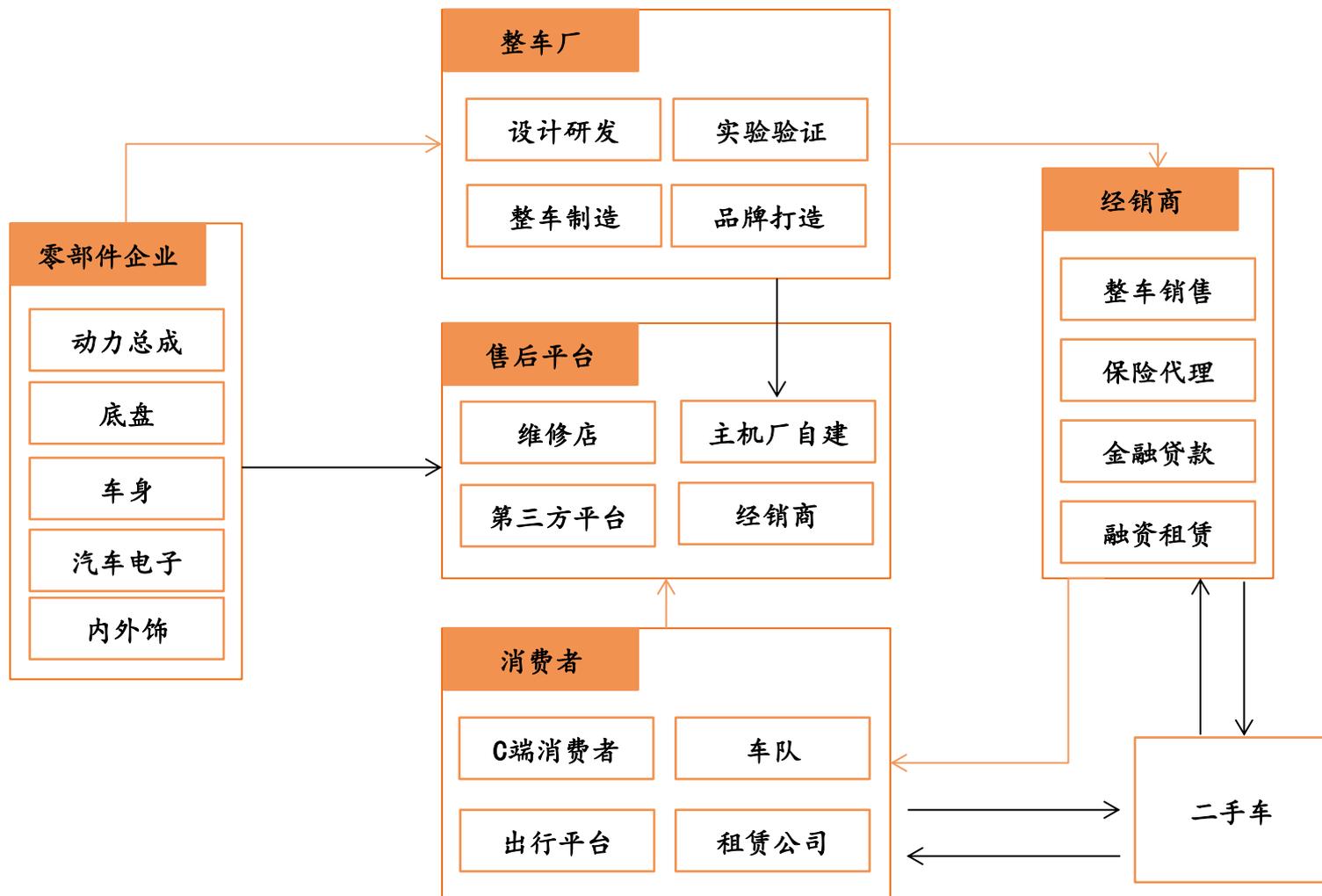
曹群海 投资咨询资格编号 S1060518100001
021-38630860
CAOQUNHAI345@PINGAN.COM.CN

李鹤 一般从业资格编号 S1060119070028
LIYAO15@PINGAN.COM.CN

 投资建议

- **经历三个阶段，从粗放式到精细化：**经过20多年的发展，经销商规模逐步扩大，行业集中度提升，经营效率低下的企业被淘汰。2018年过半经销商亏损，库存积压明显，经销商更加重视利润回报和精细化管理，减少盲目扩张。
- **新车占比高，售后、二手车及金融发展迅猛：**国内经销商新车业务收入占比超过80%，远高于美国的50%左右。二手车发展迅猛但基数很低，售后业务营收占比在8%-15%之间，在毛利润中的占比30%-70%。金融衍生业务包括贷款、保险代理、融资租赁等，新车整体金融渗透率逐年提升，2018年约43%，但与发达国家仍有较大差距。
- **豪华品牌代理商势头高企，经营不善者被淘汰：**上市经销商，除了广汇汽车以主流品牌为主，经销了50多个乘用车品牌之外，港股上市的中升、永达、正通和广汇宝信均是以豪华品牌为主，受益于行业快速增长，经营能力较强。资本性支出高、且现金流不善的企业面临较大压力。
- **美国经销商存量业务占比高，各业务盈利能力均高于我国：**美国经销商集团从最初追求规模扩大，到追求利润最大化。美国汽车市场成熟，保有量高，存量业务需求旺盛，经销商大力发展售后服务和二手车业务，对新车依赖度相对较低，业务更均衡，也使得公司周转率更高，单车附加值提升。
- **新商业模式促进转型，二手车量、价空间均巨大：**国内二手车交易量低于新车销量，但增幅远超新车，与国外相比，有巨大的增长空间。经销商在二手车行业的参与度较低，未来有很大上升空间；随着汽车消费的成熟，二手车的品质中枢上升空间大。此外，新商业模式将促进经销商在其他领域的转型。
- **投资建议：**伴随国内汽车保有量的提升、消费者对汽车的需求更加理性和务实、新零售模式的出现、政策更加完善，经销商作为集新车销售、售后服务、二手车和金融代理的综合服务商，站在新的历史节点，机遇与挑战并存。中短期内看好代理豪华品牌、经营效率高的经销商企业；长期看好二手车和售后等非新车业务表现好的企业。
- **风险提示：**1.新车及二手车销量不及预期；2.豪华品牌销量不及预期；3.经销商无法深入参与新商业模式，处于落后地位；4.经销商对整车厂的话语权提升不及预期。

经销商上下游产业链



—> 产业链流向

—> 服务业务流向

Contents



01 汽车经销商是什么？

02 历史与现状：经历三个阶段，从粗放式到精细化

03 业务分析：新车占比降低，售后、二手车及金融发展迅猛

04 竞争格局：豪华品牌代理商势头高昂，经营不善者被淘汰

05 美国经验：各业务均衡发展，经销商拥有话语权

06 机遇与挑战：新商业模式促进转型、新车和二手车空间较大



经销商链接整车制造商和消费者

经销商产业链

■ 经销商是链接整车厂和消费者的纽带

整车厂将资源集中在车辆设计、生产和品牌建立上，并通过对经销商的管理，进行销售、售后和保养的业务，二者相互配合。

■ 经销商新车销售附加值较低

整个汽车产业链中，整车制造商具有最高的话语权。但附加值呈现“微笑曲线”的形态：整车组装环节附加值最低，而零部件企业由于在细分市场的技术优势、后市场则受益于汽车保有量不断增长具有较高的附加值。

上游

整车制造



经销商



下游

消费者



◎ 经销商4S的含义



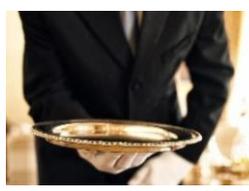
销售Sale



零配件Sparepart

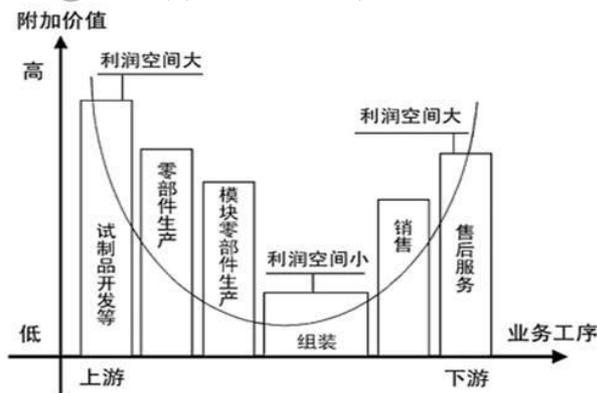


服务Service



调查/反馈Survey

◎ 汽车产业链各环节附加价值





经销商主要包括四大业务

业务结构

■ 新车销售：盈利能力低、收入占比高

经销商销售新车需先向整车厂批发购入，资金来源一般是银行贷款。赚取批发与零售的差价。新车业务占收入的比重最高。

■ 售后及零部件：附加值高、毛利润占比高

售后维修及零部件出售是基于新车销售的附加业务，收入占比低，但毛利润占比高。

■ 二手车：未来发展空间大

二手车在经销商的占比逐渐提升，未来具有较大的增长空间。

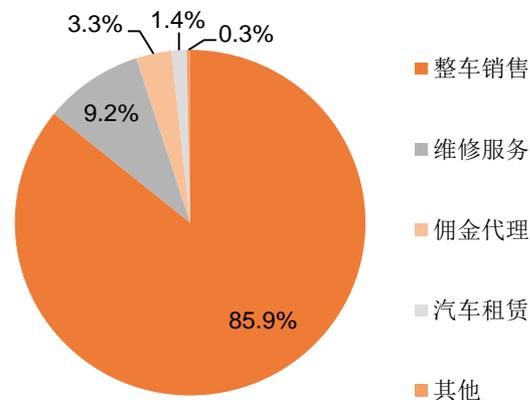
■ 金融衍生业务：受益于金融渗透率提升

主要包括金融贷款和保险的代理，经销商企业在这一业务的差异化较小，主要受益于金融渗透率的提升。

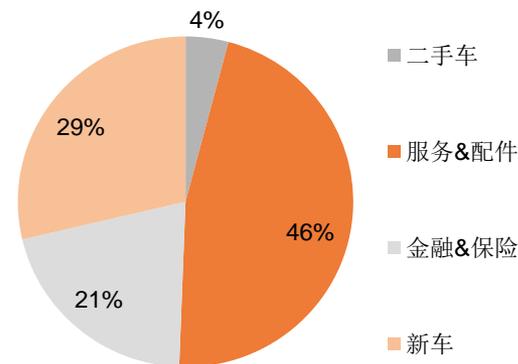
经销商四大业务模式



广汇汽车2018年各业务营收占比



百强经销商2017年各业务毛利润结构



Contents



01 汽车经销商是什么？

02 历史与现状：经历三个阶段，从粗放式到精细化

03 业务分析：新车占比降低，售后、二手车及金融发展迅猛

04 竞争格局：豪华品牌代理商势头高昂，经营不善者被淘汰

05 美国经验：各业务均衡发展，经销商拥有话语权

06 机遇与挑战：新商业模式促进转型、新车和二手车空间较大

国内经销商发展经历三个阶段

国内经销商经历了3个阶段

■ 第一个十年

1999-2008年，经销商主要采用从单店到集团的规模扩张发展路径。1999年3月26日，国内第一家汽车4S店广汽本田成立。

■ 第二个十年

2009-2018年，此阶段为经销商上市的密集期。2010年中升集团成为第一家4S店上市公司，2015年广汇在A股上市。头部经销商逐步提升管理的精细化程度。

■ 第三个十年

2019年-2028年，信息技术和新零售将带动行业新的商业模式。下一阶段经销商将朝向打造品牌、提升客户体验、提高与主机厂的话语权等方面努力。

三十年的发展与规划

第一个十年
(1999-2008)

从单店到集团

- 供不应求，产品不愁卖
- 掌握供应链为市场王者
- 快速规模扩张是核心

典型代表

广本/丰田/奔驰
/奥迪/宝马4S店

第二个十年
(2009-2018)

从粗放式管理到
精细化管理

- 居民消费能力大幅提升，汽车成为家庭重要配置
- 品牌授权、精细化发展是经营发展核心

广汇、中升

第三个十年
(2019-2028)

从卖产品/服务
到客户价值创造

- 信息技术变革 (5G技术/区块链/云计算等)，消费体验和服务的概念深入/全面变革
- 通过经营全链条网络挖掘客户价值，重塑客户最佳体验的产品/服务竞争力

?





经销商业务规模扩大

经销商规模逐步扩大

■ 营收、销量和4S店数量扩大

2018年百强经销商4S店数量6259个，整车销售台次896万台，约占汽车行业销量三成。

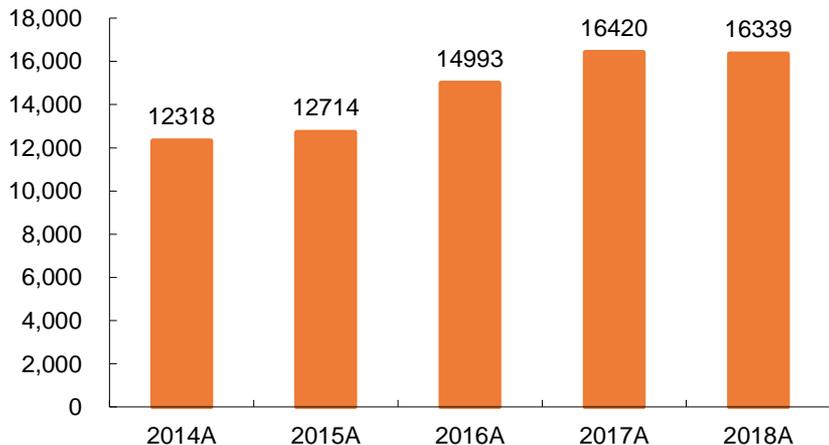
■ 业务拓展至四五线城市

随着中国汽车向四五线城市下沉和经销商市场的服务体系提升，经销商网络逐步从一二线城市向四五线城市过渡。

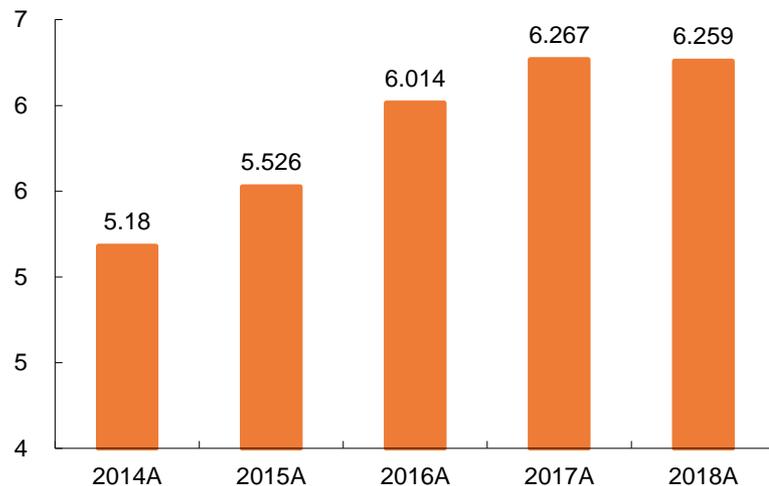
■ 投资并购整合

金融支持促使经销商行业扩大规模，并加速行业整合，使经销商集团有更多的能力进行区域和多元化业务的扩展。

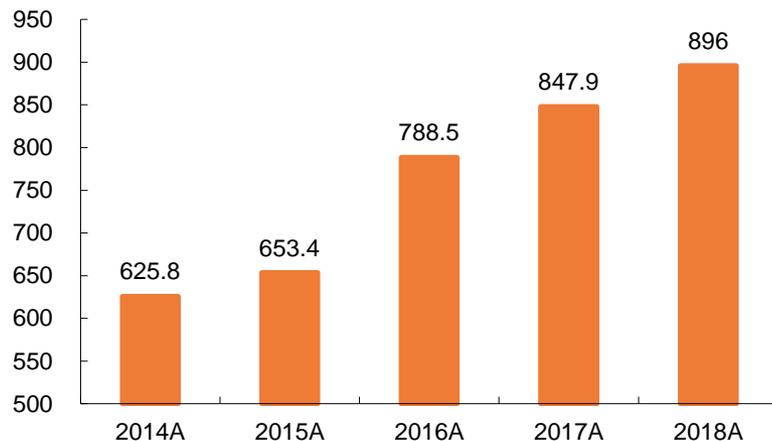
◎ 百强经销商营业收入 单位：亿元



◎ 百强经销商4S店网点数量 单位：千个



◎ 百强经销商整车销售台次 单位：万台





盈利能力提升，单车毛利率下滑

盈利能力提升，单车毛利率下降

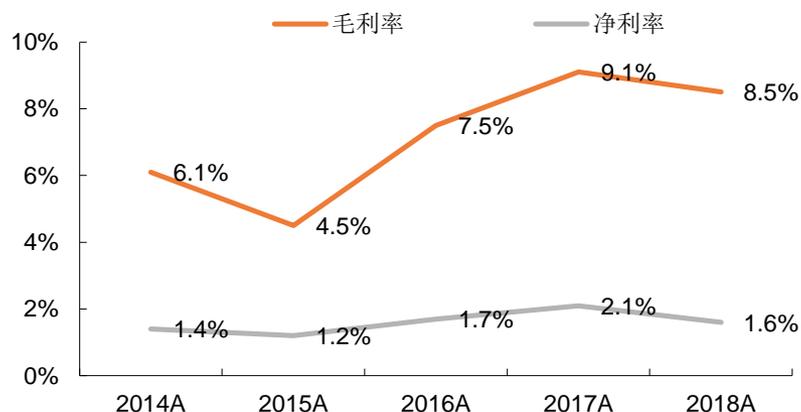
■ 百强经销商盈利能力提升

经销商盈利能力与汽车市场周期相关性高，2015年起随着汽车行业好转，经销商盈利能力改善，2018年开始又随之下滑。

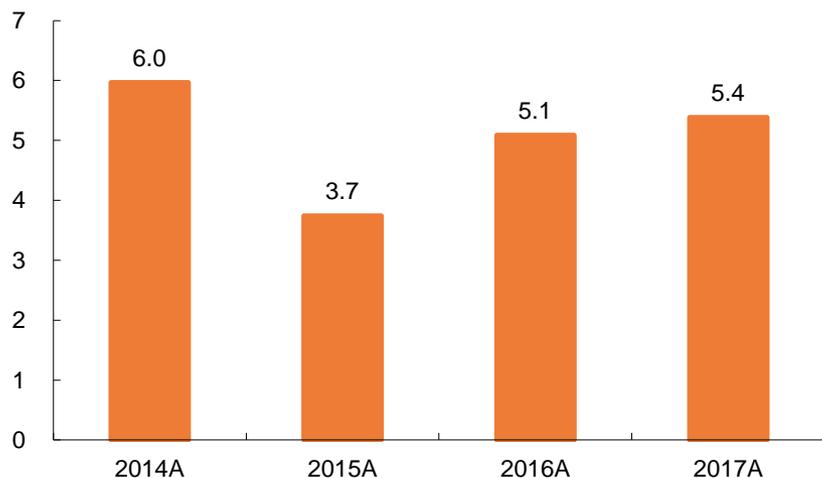
■ 单车毛利率下滑

单车毛利率下滑，主要由于整车行业竞争加剧，主机厂下调指导价，压缩经销商的盈利空间。

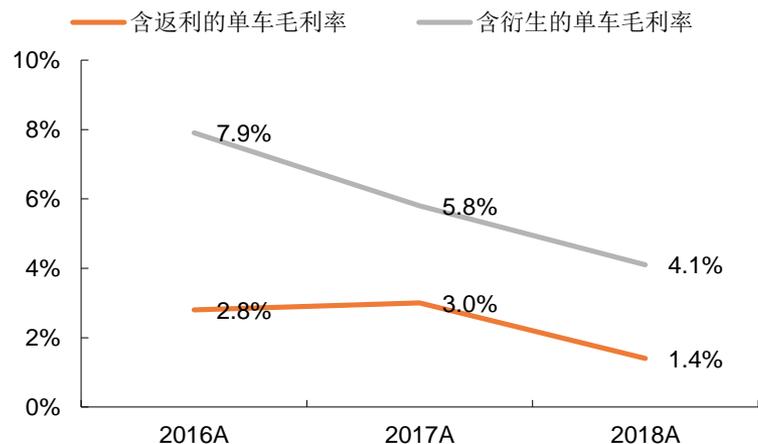
◎ 百强经销商净利率与毛利率



◎ 百强经销商新车单车毛利 单位：千元



◎ 百强经销商单车毛利率



规模小和经营不善者被淘汰

行业格局

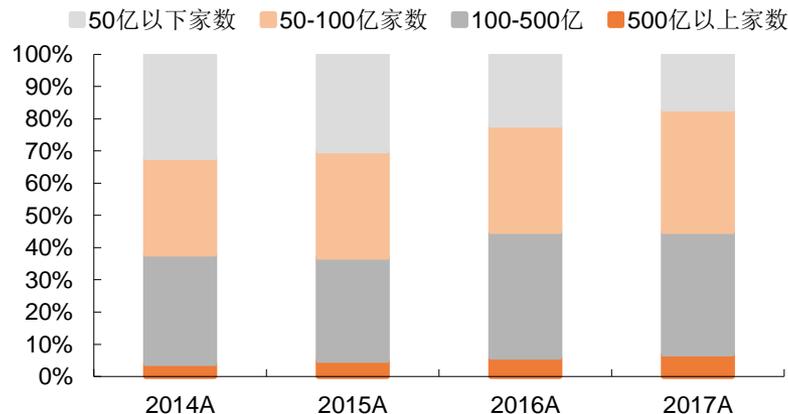
规模小的经销商逐渐被淘汰

经销商经历规模扩大、“大鱼吃小鱼”的时期。营收规模在50亿元以下的经销商在百强经销商中的占比降低，营收在50亿元以上的经销商占比在上升。

经营不善者被淘汰

庞大集团前期无序扩张，绝大部分门店使用自有土地，长期重资产运营导致现金流承压。此外，庞大的新业务进展不顺利，加速了被淘汰的步伐。

百强经销商按规模数量分布



中国汽车经销商集团百强排行榜

排名	公司名称	2018年营收 (亿元)	2017年总销量 (万台, 含二手车)	2018年总销量 (万台, 含二手车)	2017年销量份额	2018年销量份额
1	广汇汽车服务集团股份公司	1662	110	118	2.96%	3.16%
2	中升集团控股有限公司	1077	38	47	1.02%	1.24%
3	利星行汽车	830	21	24	0.55%	0.64%
4	上海永达控股(集团)有限公司	695	21	22	0.56%	0.58%
5	恒信汽车集团股份有限公司	541	27	27	0.73%	0.71%
6	大昌行集团有限公司	446	12	14	0.34%	0.37%
7	国机汽车股份有限公司	443	16	15	0.42%	0.41%
8	浙江物产元通汽车集团有限公司	432	24	40	0.65%	1.06%
9	庞大汽贸集团股份有限公司	420	50	28	1.34%	0.75%
10	江苏万邦金之星车业投资集团有限公司	401	14	14	0.38%	0.36%



经销商新政策促进行业多元发展

2017年新版《汽车销售管理办法》

打破汽车品牌销售单一授权体制

- 第十二条 经销商出售未经供应商授权销售的汽车，或者未经境外汽车生产企业授权销售的进口汽车，应当以书面形式向消费者作出提醒和说明，并书面告知向消费者承担相关责任的主体。

单一品牌授权



授权销售



非授权销售



可以跨地区买车

- 第十四条 供应商、经销商不得限定消费者户籍所在地，不得对消费者限定汽车配件、用品、金融、保险、救援等产品的提供商和售后服务商。经销商销售汽车时不得强制消费者购买保险或者强制为其提供代办车辆注册登记等服务。

只能在当地经销商购车



可跨地区购车

4S店可为其他品牌做售后

- 第二十一条 供应商不得限制配件生产商（进口产品为进口商）的销售对象，不得限制经销商、售后服务商转售配件，有关法律法规规章及其配套的规范性文件另有规定的除外。

经销商只能为单一品牌做售后



可为其他品牌做售后服务



第三方售后平台





2018年国内过半经销商经营亏损

库存系数较高经销商

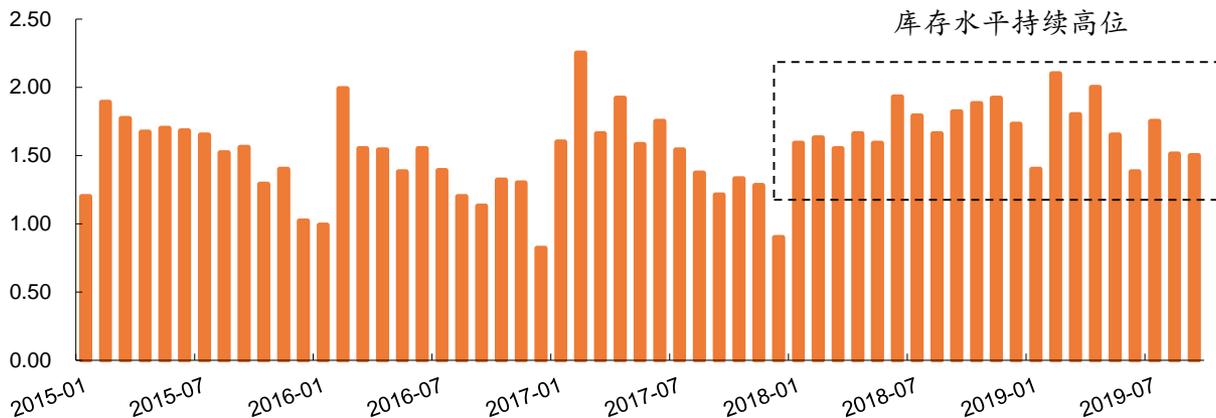
■ 库存压力大

从2018年下半年开始，经销商库存系数同比提高。2019年上半年处于近年来同期较高位，连续超过警戒线。

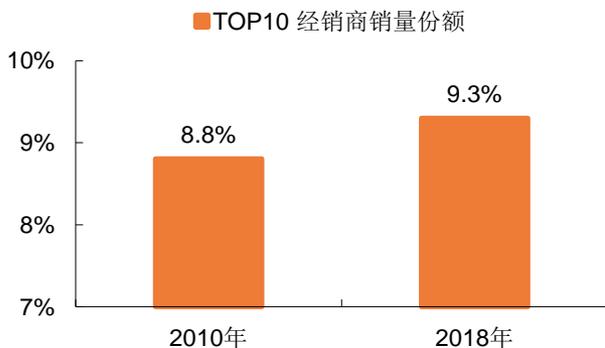
■ 经销商处境堪忧

中华全国工商业联合会汽车经销商商会《2018年汽车经销商对厂家满意度年度调查》数据显示，53.3%的经销商2018年全年经营亏损，竞争加剧提升了行业的集中度。

◎ 近年国内经销商库存系数



◎ 经销商集中度提升



53.5%的经销商全年经营亏损。

有27.1%的经销商2016-2018连续三年全部亏损；仅有28.9%的经销商3年全部盈利。

价格倒挂：57.3%的经销商代理产品价格低于厂家批发价。

整个行业价格倒挂严重。

63.3%的经销商没有对所代理产品销量、型号的定价权。

不少品牌的经销商反映厂家经常强制搭售滞销车型。

售后服务：80%的经销商反映只能从厂家采购零配件。

在精品与装饰件的采购、销售和售后等方面，厂家对经销商有所限制。

Contents



- 01 汽车经销商是什么？
- 02 历史与现状：经历三个阶段，从粗放式到精细化
- 03 业务分析：新车占比降低，售后、二手车及金融发展迅猛
- 04 竞争格局：豪华品牌代理商势头高昂，经营不善者被淘汰
- 05 美国经验：各业务均衡发展，经销商拥有话语权
- 06 机遇与挑战：新商业模式促进转型、新车和二手车空间较大



新车销售利润薄，但具有重要意义

新车业务毛利率低

- **新车业务的毛利率基本在2%-5%之间。**主要原因是从整车厂到经销商的竞争加剧，降价成了主要的促销手段。新车业务占营业收入的比重很高但毛利润占比低。
- **代理豪华品牌的经销商具有相对较高的毛利率，**豪华车近些年由于价格下探及换购人群增加而逆势增长。

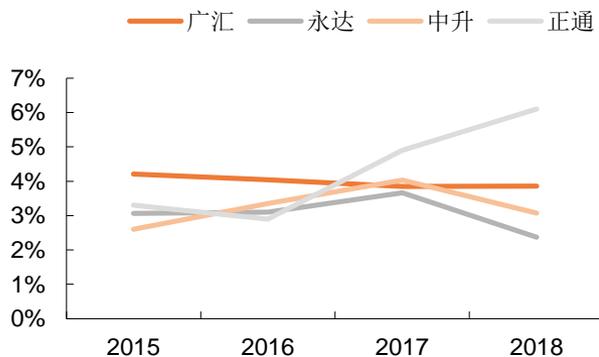
汽车销量是新车业务的基础

- **汽车周期底部时，销量低迷，经销商盈利最先承压。**2018年行业28年来首次负增长，经销商的新车业务受到明显的影响。2019年车市继续下滑，庞大集团因无法支付千万欠款被起诉，并于9月被实施退市风险警示。

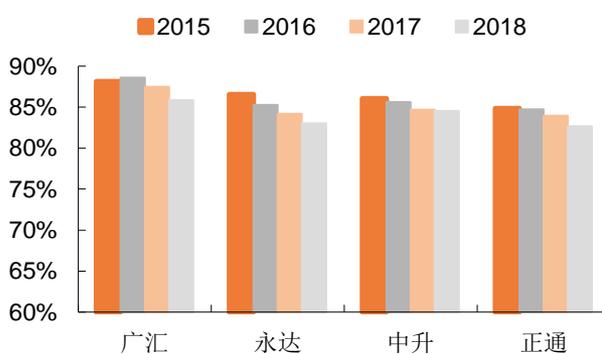
新车业务对经销商意义重大

- **新车销售是售后维保和金融衍生的基础。**一般而言，新车销售后3年内，车主会在4S店内进行保养和维修，4S店内的原装零件有较高的利润。保险和金融贷款随新车销售而产生，新车销量越多，金融衍生服务的收入越高。

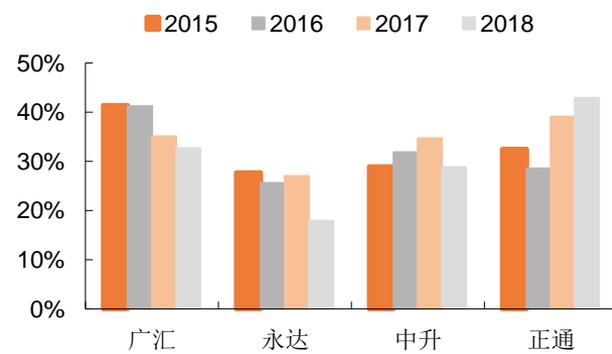
经销商新车业务毛利率



经销商新车业务营收占比



经销商新车业务毛利润占比





新车业务毛利率低，但具有重要意义

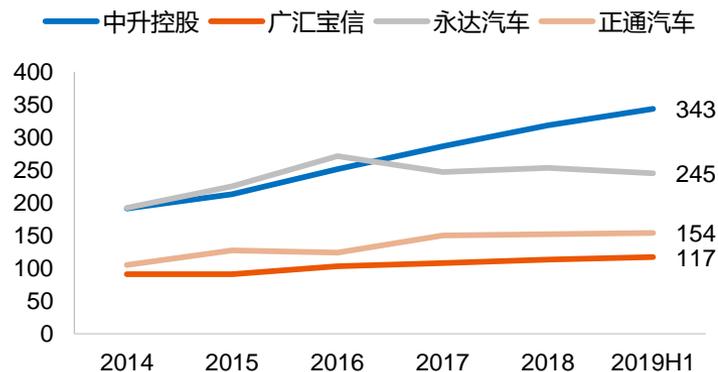
门店数量促进新车销量

■ 自建和收购是增加门店数量的主要途径

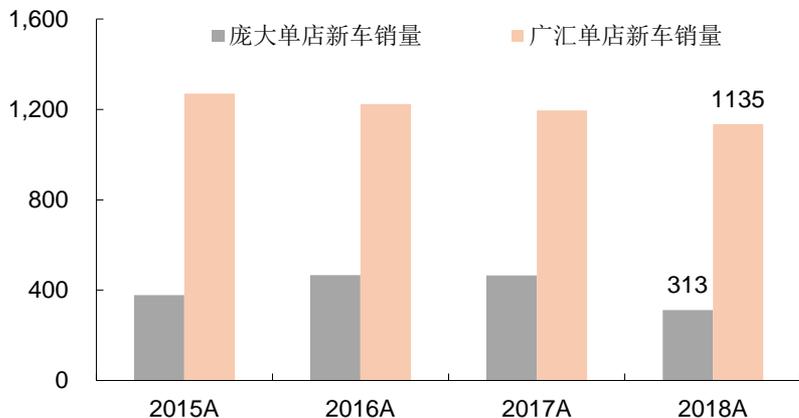
经销商自建4S店或城市展示店，一般使用自购土地或租赁土地，自购土地的成本相对较高。通过收购其他店面可缩短整合周期，并快速实现正常经营。

■ 豪华品牌经销商单店销量高，更注重运营效率。

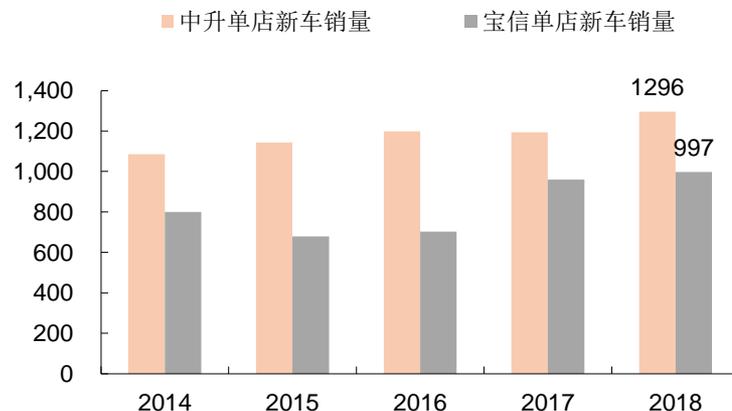
● 港股四大豪华车经销商门店数量对比 单位：家



● 庞大与广汇单店新车销量（综合型经销商） 单位：台



● 中升与宝信单店新车销量（豪华品牌代理） 单位：台





二手车业务快速发展，市场空间大

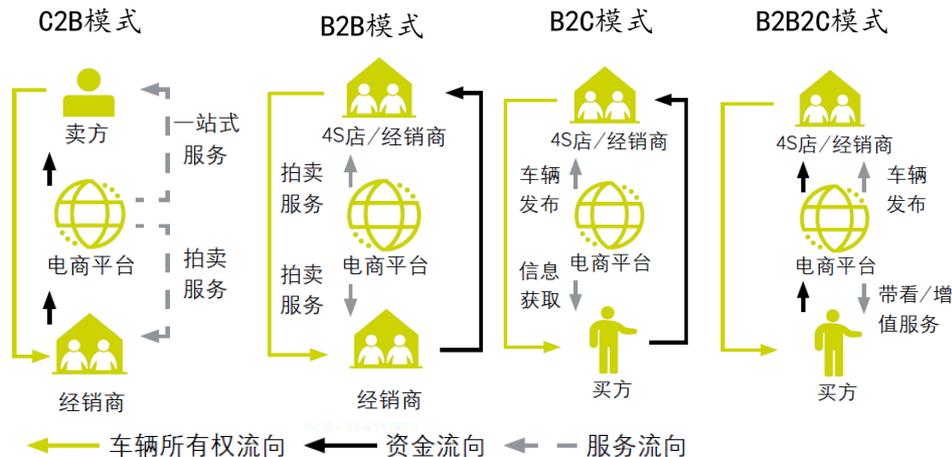
经销商二手车业务增长空间大

■ 经销商进行二手车交易的优势明显

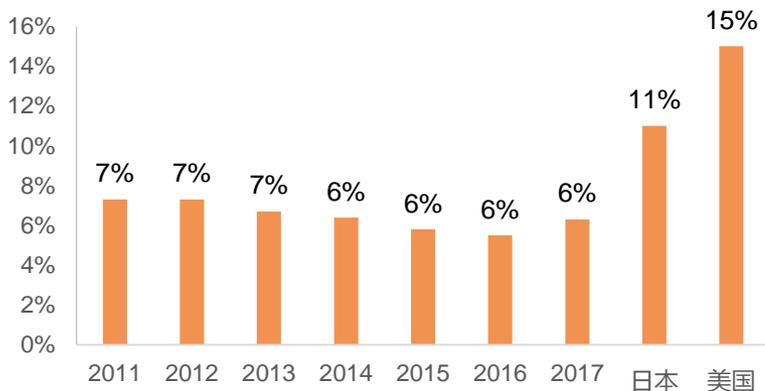
以旧换新/经营租赁退役车的方式获得稳定车源、经销商具有丰富的客户资源，可以给消费者提供更多的选择、经销商可以提供完善的售后服务。此外，经销商可深度参与新零售模式。

■ 国内二手车市场空间大

目前国内二手车市场快速发展，但与国外的差异很大，目前我国二手车交易量仍低于年新车销量，随着我国汽车消费市场逐步成熟，二手车交易量还有很大增长空间。



保有量析出率 单位：%



注：析出率=当年二手车交易量/汽车保有量

2017年中美二手车市场关键数据比较

国家	中国	美国
汽车保有量(亿辆)	2.09	2.79
平均车龄(年)	4.6	11.6
新车销量(万辆)	2888	1710
全行业二手车交易量(万辆)	1240.1	3930
二手车金融渗透率(%)	8-10	53-55
融资租赁渗透率(%)	2-3	31
二手车商数量(户)	10	3.6
授权经销商数量(家)	28531	16708
授权经销商二手车交易量(万辆)	400	1157



售后服务业务占比提升，毛利率高

售后服务业务毛利占比高

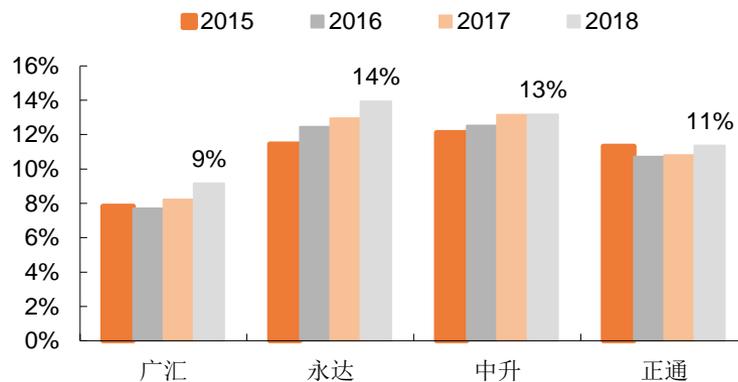
■ 售后业务毛利润占比高

售后业务营收占比在8%-15%之间，在毛利润中的占比30%-70%。经销商进行售后服务具有天然的优势，依托新车销售可以方便绑定售后服务，基本覆盖3年以内销售的车辆。

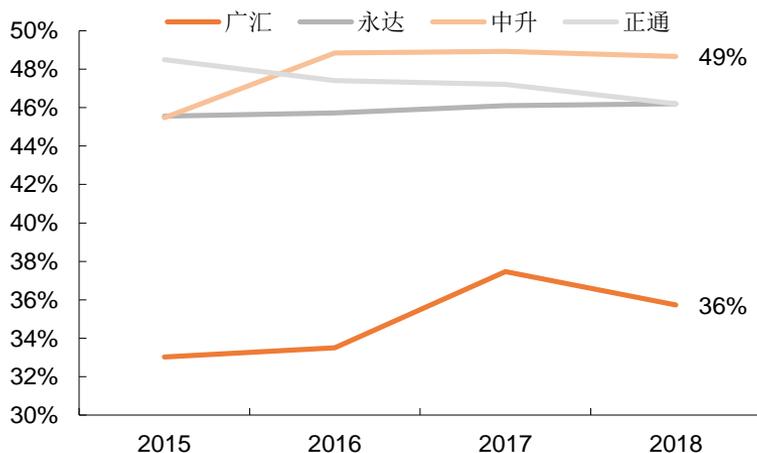
■ 售后业务对经销商盈利能力具有重要意义

新车业务利润低，经销商则主要靠其他业务获取利润，售后包括车辆维修和保养，维修过程中使用的原厂配件具有较高的盈利能力。

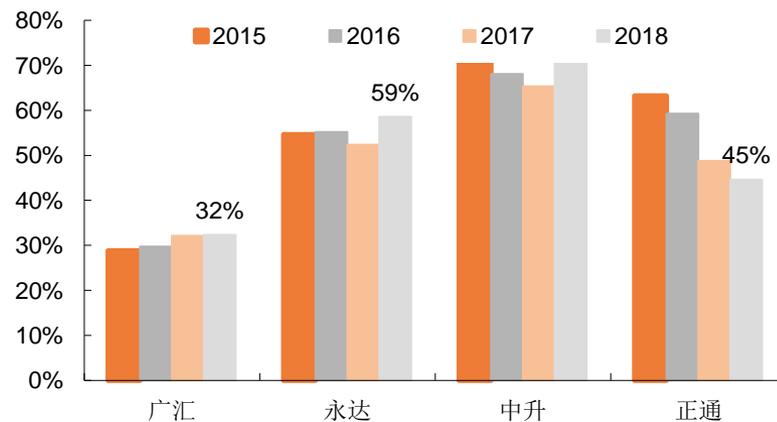
① 经销商售后业务营收占比



② 经销商售后业务毛利率



③ 经销商售后业务毛利润占比





售后服务业务占比提升，毛利率高

售后服务业务面临一定压力

■ 客户流失率提高

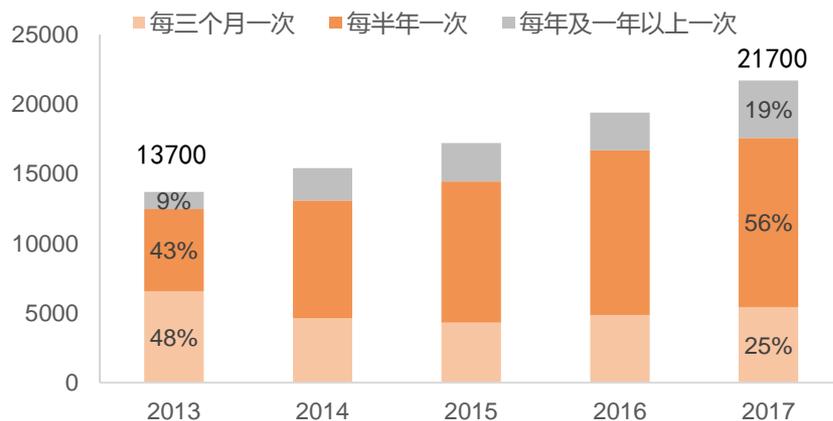
百强经销商客户流失率上升，一方面因为第三方售后服务平台迅猛发展，另一方面整车厂成立了售后子公司，专注零配件的供应。

■ 新的政策对经销商提出了新的挑战

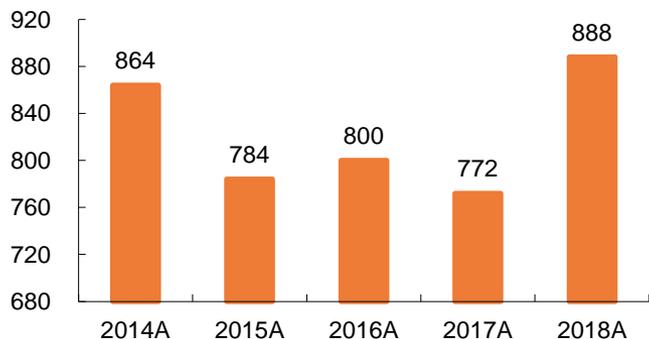
2019年国家出台新的三包政策，新车保养不能强制在4S店进行。这将导致部分消费者选择在价格更优惠的第三方店进行保养。国内汽车保有量提升，保养的次数增长，但保养的频率逐渐降低，未来的市场面临较大的竞争压力。



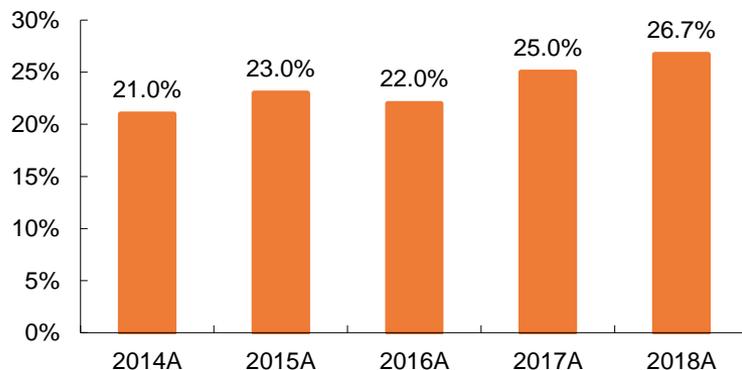
国内汽车保有量和常规保养频次分布 单位：万辆



百强经销商售后单车毛利 单位：元



百强经销商客户流失率



注：年度客户流失率 = (年应到店客户数 - 一年实际到店客户数) / 年应到店客户数 * 100



金融及衍生业务快速发展

金融衍生业务高速发展

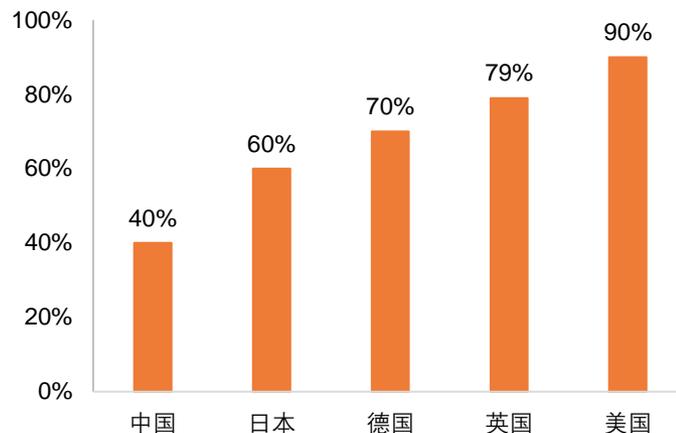
■ 金融业务高增速

以广汇汽车为例，广汇佣金代理业务包括车险、车贷等代理业务，营收逐年提高，且占总营收的比例提升，毛利润和毛利润占比也同步上升，其中毛利润占比提升至2018年的24.5%。

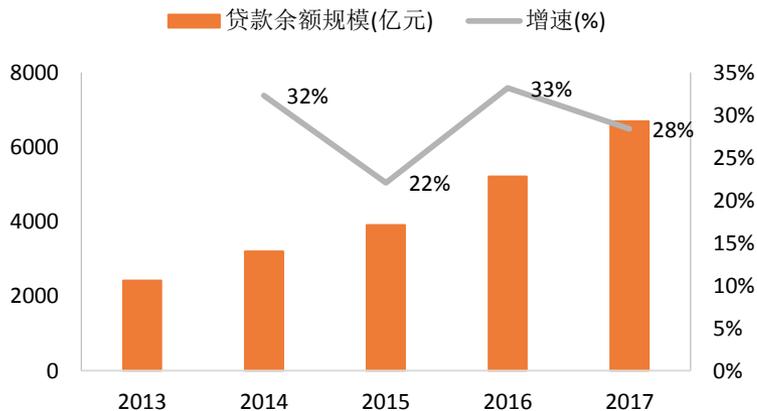
■ 新车金融渗透率5年提高了23个百分点

截至2018年末，据行业不完全统计，新车整体金融渗透率(含汽车金融公司、银行、融资租赁公司等各市场参与主体)进一步提升，至约43%，**但与发达国家仍有较大差距。**

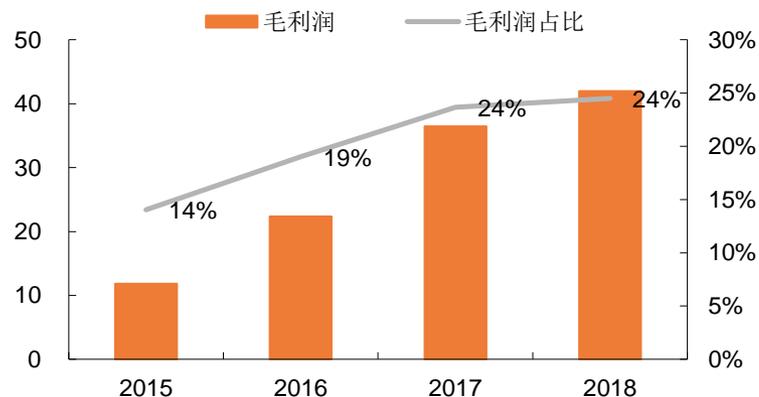
2017年全球主要国家汽车金融渗透率对比



中国汽车金融业务贷款余额及增速



广汇汽车佣金代理业务毛利润及占比 单位：亿元



Contents



- 01 汽车经销商是什么？
- 02 历史与现状：经历三个阶段，从粗放式到精细化
- 03 业务分析：新车占比降低，售后、二手车及金融发展迅猛
- 04 竞争格局：豪华品牌代理商势头高昂，经营不善者被淘汰
- 05 美国经验：各业务均衡发展，经销商拥有话语权
- 06 机遇与挑战：新商业模式促进转型、新车和二手车空间较大



国内上市经销商对比-品牌与区域战略

品牌战略

■ 代理豪华车品牌居多

以上市经销商为例，除了广汇汽车以主流品牌为主，经销了50多个乘用车品牌之外，港股上市均是以豪华品牌为主，豪华品牌近些年销量增长率高，为经销商带来了较好的收益。未来几年内豪华品牌仍有望持续增长，以上经销商或将受益。

公司名称	品牌战略	代理品牌	核心代理品牌
广汇汽车	主流品牌为主，兼顾豪华品牌	经销50多个乘用车品牌 /	
中升控股	聚焦豪华及丰田品牌	奔驰30%、雷克萨斯18%、宝马9%、雷克萨斯9%	奔驰、雷克萨斯
正通汽车	多元化品牌组合，专注豪华及超豪华品牌	宝马、奔驰、奥迪、路虎、保时捷、别克等	宝马、奥迪
永达汽车	豪华/超豪华、领先的中报端品牌（合资品牌为主）	宝马33.6%、保时捷4.9%、奥迪7%、捷豹路虎3.3%	宝马
广汇宝信	豪华品牌为主，兼顾中高端品牌	宝马、捷豹路虎、玛莎拉蒂等	宝马

区域战略

■ 各家有所侧重

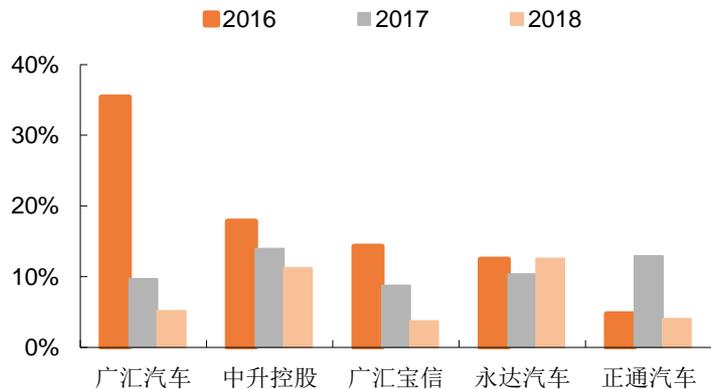
经济较发达的东部地区 and 一二线城市布局较多。具体而言，广汇汽车主要覆盖区域是西北和华北、中升主要覆盖区域是华南和华东的一二线城市、正通汽车主要是广东和两湖地区、永达汽车以长三角为中心、广汇宝信重点布局华北和长三角地区。

公司名称	区域布局
广汇汽车	覆盖全国28个省、自治区及直辖市的汽车经销网络，运营839个营业网点。主要区域是华北、西北等。
中升控股	重点布局全球一线、二线或省会城市。覆盖24个省份及地区，近90个城市。超过75%的经销店在一、二线城市，尤其是华南及华东区。
正通汽车	广东、湖北、湖南和四川等地，目标区域有重庆、云南、江苏和辽宁等。
永达汽车	以长三角为中心，向华北、华中、西南和华南地区扩张，分布于全国4个直辖市和19个省
广汇宝信	重点布局华北、长三角、陕西和四川等地区

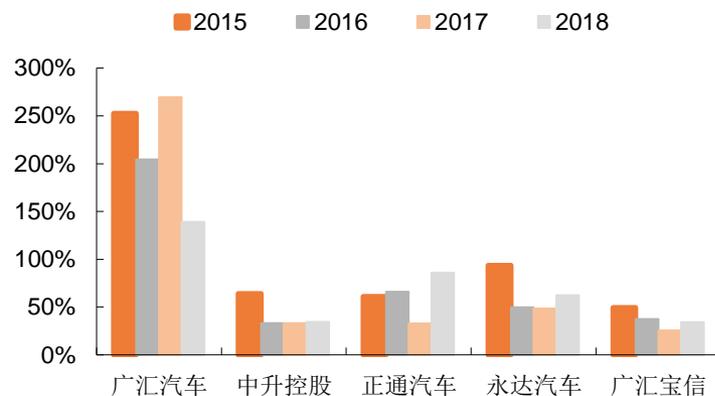


国内上市经销商对比-资本开支

● 新店扩张总体放缓



● 主要经销商资本开支/EBITDA



注：新店扩张速度 = (当年新增店数量/上年末店面总数) * 100%

公司名称	2016年	2017年	2018年
广汇汽车	收购167家4S店，新建4S店25家，关闭4S店16家	收购52家4S店，新建4S店19家。关闭4S店9家	收购33家4S店，新建4S店8家，关闭4S店5家
中升控股	新增38家网点	新增35家网点	新增32家网点
正通	新开设6家汽车运营网点，包括5家4S店和1家服务中心	新增16家汽车运营网点	新建成开业6家4S及城市展厅
上海永达	新建成开业10家网点，兼并收购18家网点（主要是宝马、别克）	新自建开业14家网点，兼并收购14家网点（主要是保时捷和宝马）	自建新开业16家网点，包括11家4S店和5家城市展厅
广汇宝信	收购13家店	新建店1家，收购店8家	收购4家4S店及1家二手车店面



国内经销商企业对比-盈利能力

2019年H1盈利能力有所提升

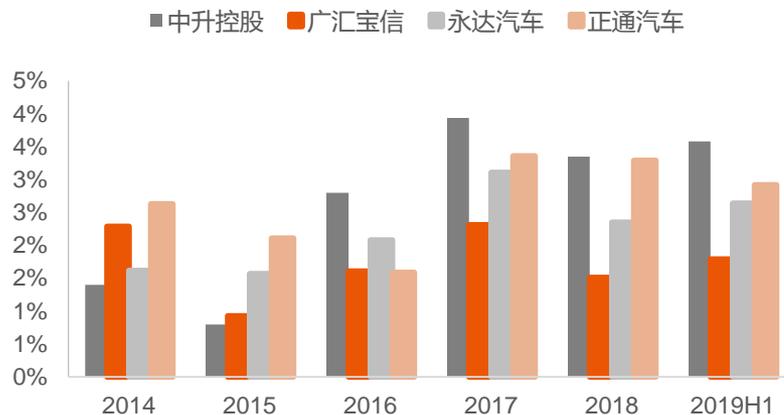
■ 盈利能力环比提升

豪华品牌经销商近5年综合毛利率有所提升，正通汽车综合毛利率2019年上半年达到了11.77%，广汇宝信表现较差。净利率方面，除了广汇宝信下滑之外，其他经销商相较2014年均有明显的提升。

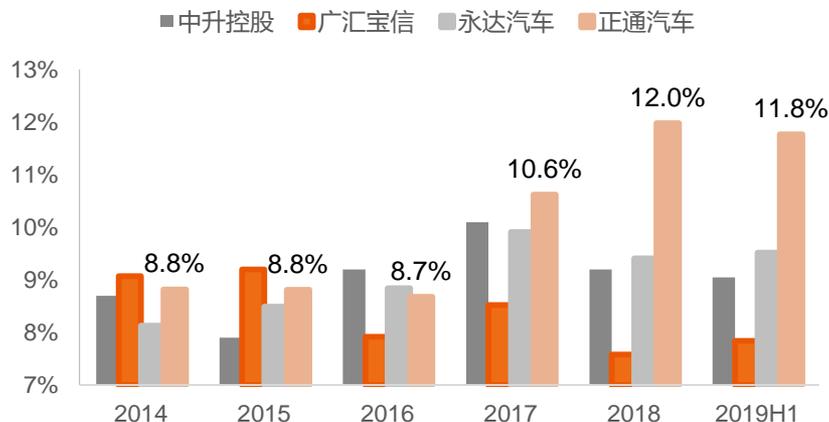
■ 豪华品牌代理商中升和宝信的单店营收最高

单店营收方面，中升和广汇宝信较高，正通汽车和永达汽车较低，体现了店面总体效率不高。

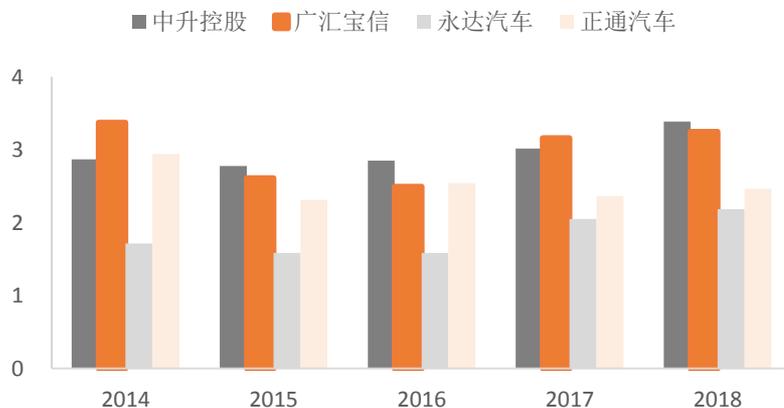
● 港股四大豪华车经销商净利率 单位：%



● 港股四大豪华车经销商综合毛利率 单位：%



● 港股四大豪华车经销商单店营收 单位：亿元





国内经销商企业对比-资本结构与经营效率

资本结构与经营效率

■ 资产负债率

四大豪华经销商近5年资产负债率总体呈下行趋势，体现了经销商主动去杠杆，并降低财务风险，其中最明显的是永达汽车。

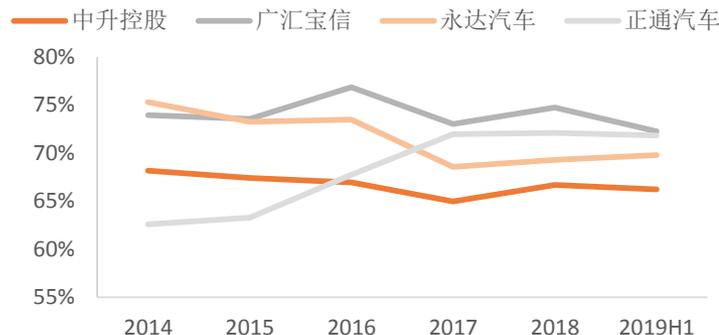
■ 存货周转天数下降

从2015年开始，四大豪华经销商有效控制存货，存货周转天数有不同程度的下降，效果最明显的是中升控股，

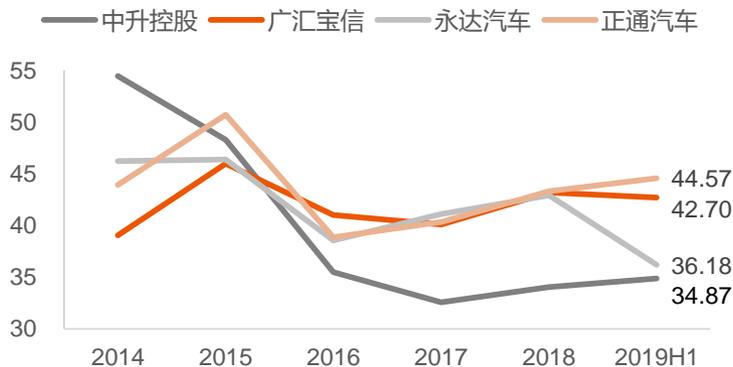
■ 经营性现金流净额逐步下滑

经营性现金流净额与EBITDA的比值逐年下滑，2018年四家企业差距较小。

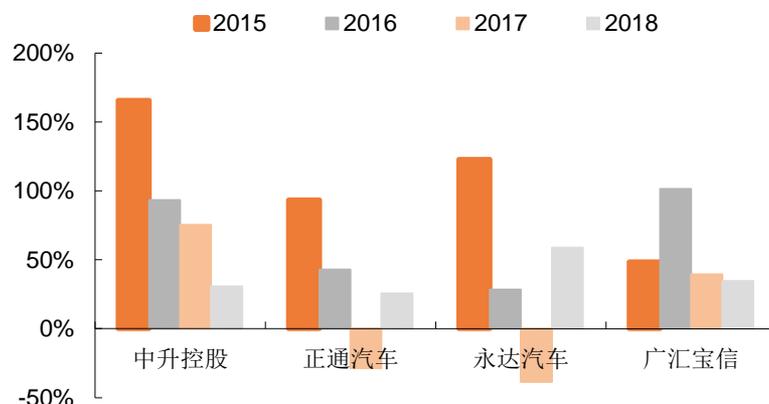
● 港股四大豪华车经销商资产负债率 单位：%



● 港股四大豪华车经销商存货周转天数 单位：%



● 港股四大豪华车经销商经营性现金流净额/EBITDA



Contents



01 汽车经销商是什么？

02 历史与现状：经历三个阶段，从粗放式到精细化

03 业务分析：新车占比降低，售后、二手车及金融发展迅猛

04 竞争格局：豪华品牌代理商势头高昂，经营不善者被淘汰

05 美国经验：各业务均衡发展，经销商拥有话语权

06 机遇与挑战：新商业模式促进转型、新车和二手车空间较大

美国汽车经销商从扩规模到树品牌

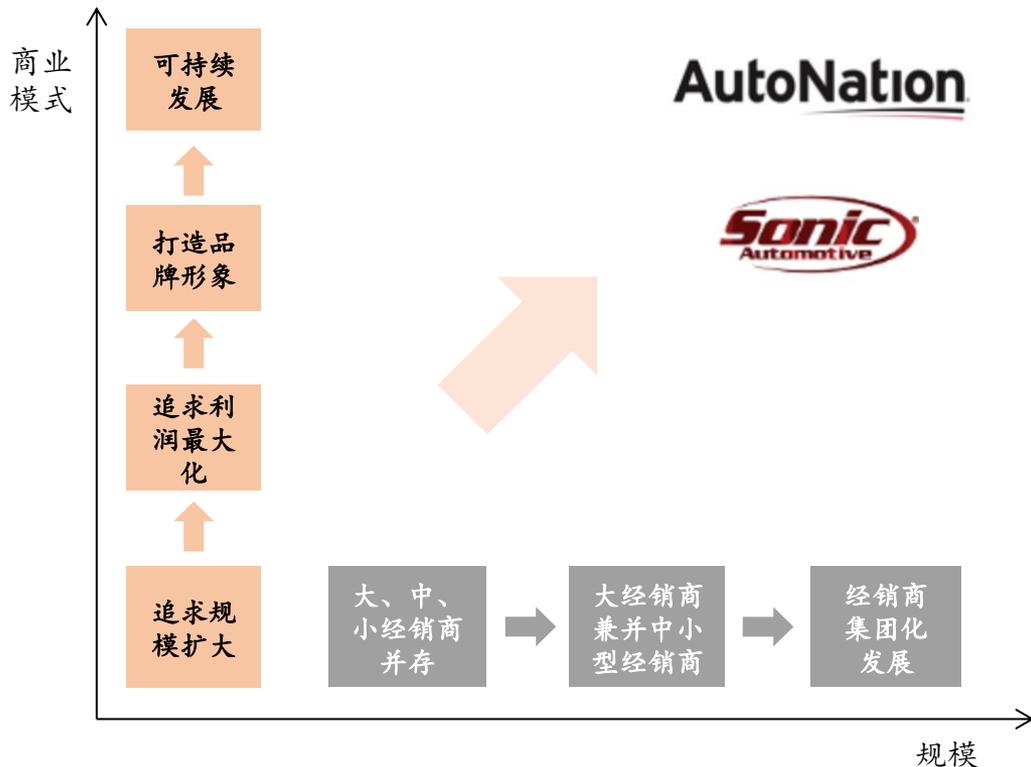
美国经销商发展较为成熟

■ 美国经销商经历了从追求规模到品牌

美国汽车经销商经历了大/中/小经销商并存——大型经销商兼并中小型经销商——集团化发展的阶段。经销商从追求规模扩大，到追求利润最大化，到开始注重自身品牌形象的打造，再到可持续发展。

■ 美国经销商话语权较大

美国汽车经销商协会（NADA）为经销商争取了较高的话语权。NADA成立于1917年，推动汽车行业相关法律法规的建立健全，当汽车厂商与经销商利益产生冲突时，有效保证经销商的利益。



V. S.





美国汽车经销商新车业务占比较低

美国经销商业务较为稳定

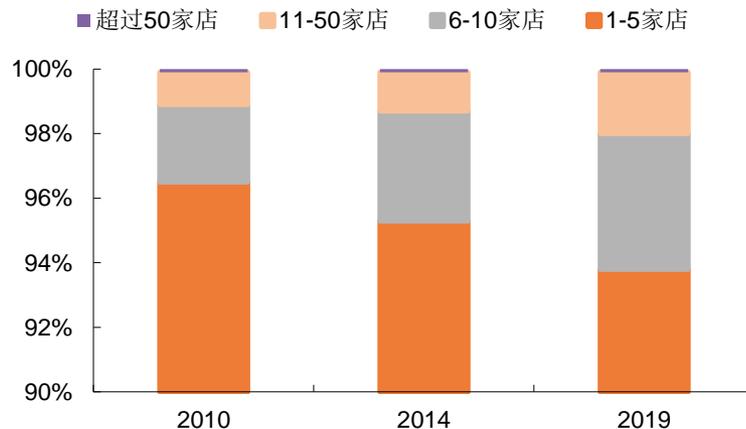
■ 美国经销商呈分散化特点

截至2018年底，美国共有1.7万家授权经销商，共出售1722万台车辆（包括二手车）。美国经销商中拥有1-5家4S店的比例超过90%，总体呈现分散化特点。

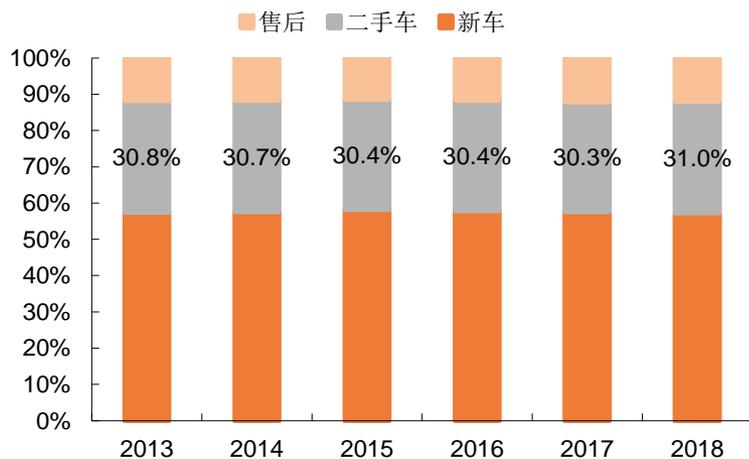
■ 美国经销商业务结构均衡

美国汽车市场发展成熟，经销商卖车的毛利润与售后服务的毛利润各占一半，其中卖车毛利润中新车与二手车又各占一半，盈利结构更为稳健。

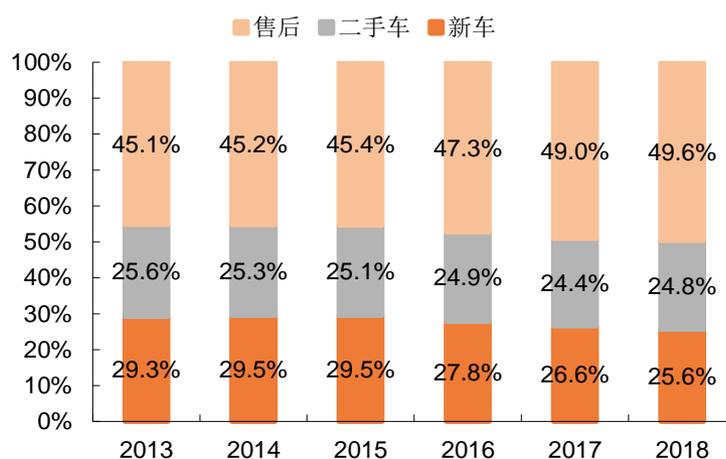
① 美国经销商拥有4S店数量占比



② 美国经销商各业务类型的收入占比



③ 美国经销商各业务类型的毛利占比





美国汽车经销商零售价格远高于中国

处汽车发展成熟期、单店价值量远高于国内

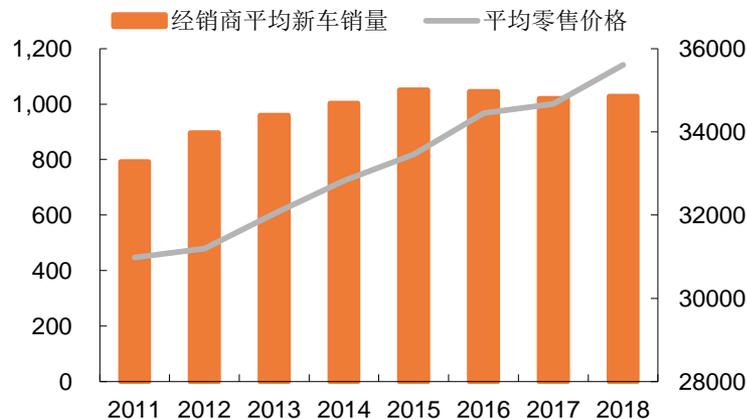
■ 美国经销商单车附加值更高

美国汽车经销商平均销售新车数量从2011年的793台上
升至2018年的1028辆。与我国领先经销商数量相当。

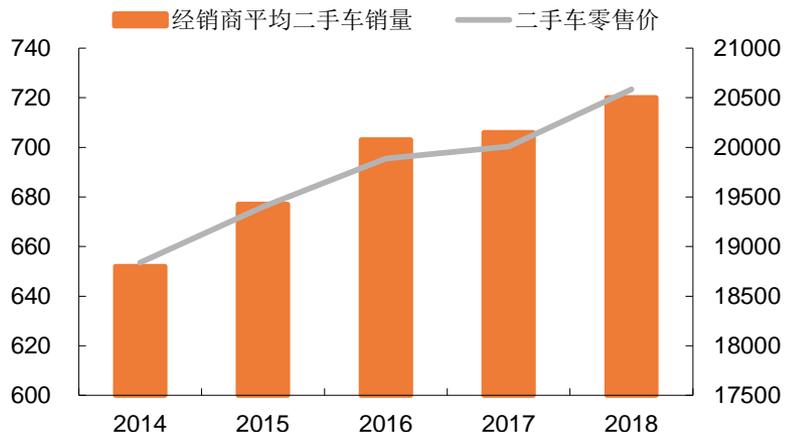
但其新车及二手车单价均远高于我国：2018年的平均
新车售价3.6万美元，远高于国内的16万元。2018年二
手车零售价格的2.1万美元，高于国内的6.6万元。

这意味着经销商销售同样数量的车，会获得更高附加
值，单店经营效率更高。随着中国汽车发展降速提质
阶段的来临，经销商获取的单车附加值有较大提升空
间。

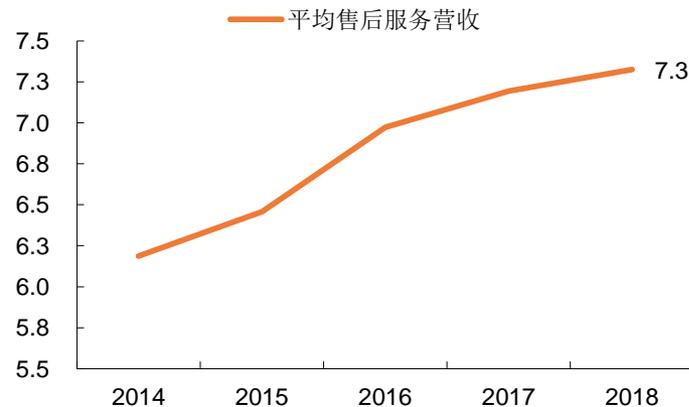
◎ 美国经销商平均新车销量及零售价格
单位：台（左轴），美元（右轴）



◎ 美国经销商平均二手车销量及零售价格
单位：台（左轴），美元（右轴）



◎ 美国单个经销商平均售后服务业务收入
单位：百万美元





Auto Nation——“全品牌”、“多业务”

全美最大的经销商集团

■ 二手车业务起家，“全品牌”代理

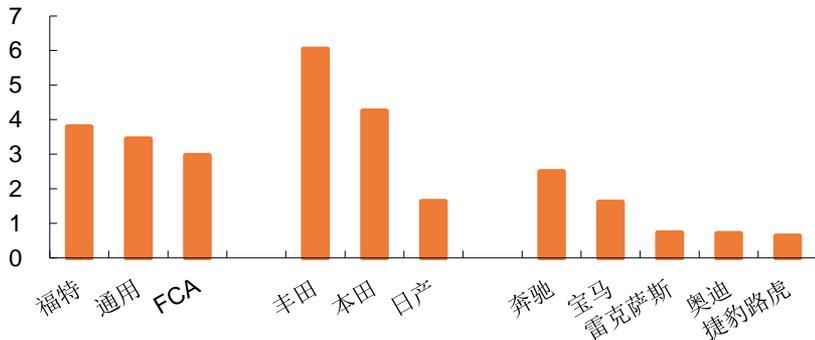
AutoNation前身是做废物处理，1996年通过收购汽车租赁公司并开设12家二手车连锁店，切入汽车零售行业，现在已代理美国绝大部分汽车品牌。

■ 独有特征促成行业龙头

1、发展AN物流，打造线上线下融合的零售业务；2、扩展AN品牌独立售后连锁店；3、由第三方配件厂代工，开发超过26个自有AN品牌配件。与国内企业不同，AN的新车业务占比较低，二手车和售后业务占比较高。

	美国自主	海外品牌	豪华品牌
代理品牌	别克、凯迪拉克、雪佛兰、克莱斯勒、道奇、福特、GMC、吉普、林肯等	菲亚特、本田、现代、英菲尼迪、马自达、三菱、日产、斯巴鲁、丰田、大众、沃尔沃	阿尔法罗密欧、奥迪、宝马、捷豹、路虎、雷克萨斯、玛莎拉蒂、梅赛德斯奔驰、保时捷等

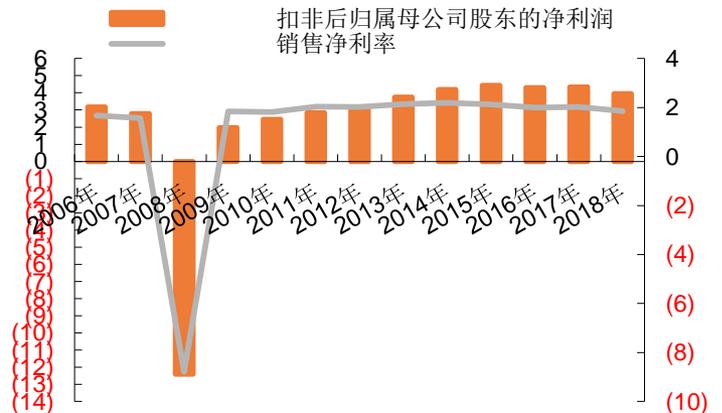
● AN 2018年主要汽车品牌销量 单位：万辆



● AN历年营收和毛利率 单位：亿美元（左轴），%（右轴）



● AN历年扣非净利润及净利率 单位：亿美元（左轴），%（右轴）





Auto Nation业务结构——存量业务占比高

AN存量业务占比高

■ 售后营收占比高于国内经销商

与广汇汽车相比，AN新车的收入占比低，零件和服务的毛利占比高。从AN的历史看，新车的占比下降，零件和服务的占比提升，毛利润方面，新车占比下降零件和服务占比提升。广汇未来非新车业务仍有巨大的增长潜力。

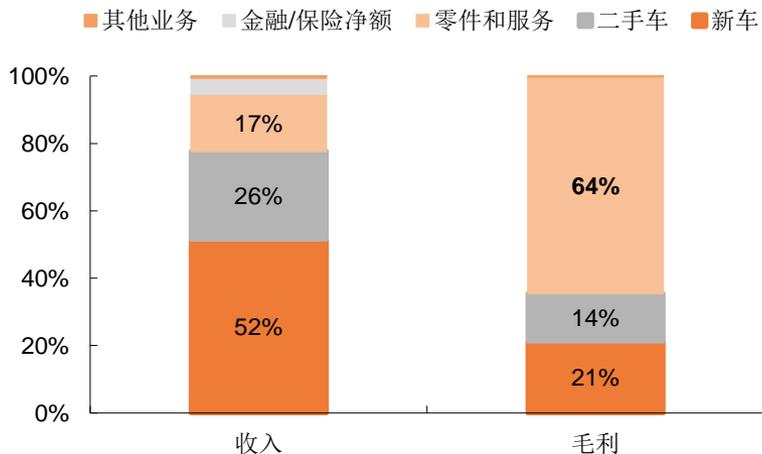
■ 各项业务盈利能力均高于国内

由新车销售毛利率，AN十年来维持在4-6个百分点，而国内综合型经销商普遍在3-4个百分点左右；AN二手车销售毛利率高于新车，一般在7-8个百分点左右。

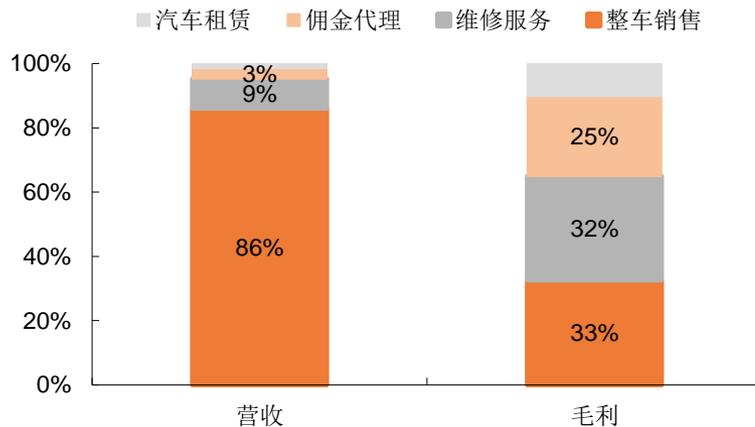
■ AN的区域布局与广汇汽车类似

AN在区域布局上有侧重点，并非各区域均衡发展，4S店主要在美国东南部的佛罗里达州、南方最大的州——德克萨斯州、西部沿岸的加利福尼亚州。相比之下，广汇汽车主要在中国的西北和华北布局。

◎ AutoNation2018年各业务营业收入和毛利占比



◎ 广汇汽车2018年各业务毛利占比



Auto Nation业务周转—资产周转率提升ROE水平

AN回报率高于中国经销商

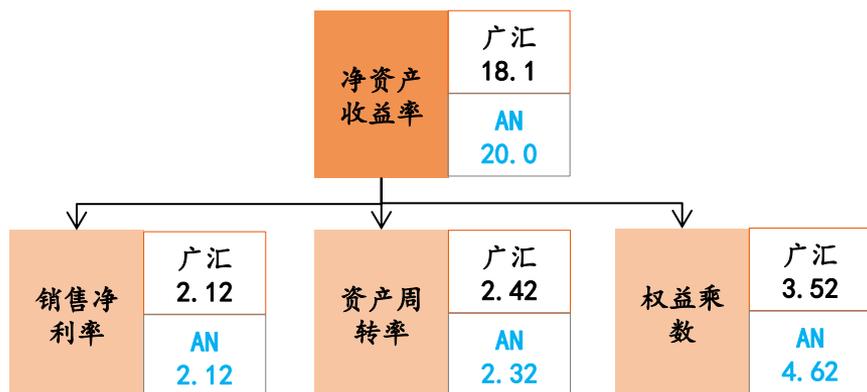
■ 资产负债率较高，但融资成本低

AN的资产负债率较高，且与汽车行业密切相关，在汽车行业周期下行的时候，AN的资产负债率主动降低，而在行业周期上行时，负债率相对较高。广汇汽车的负债率比AN的低，且近年来处于下行趋势。但是，中国的融资成本高于美国。

■ 资产周转率高带来更高资产回报率

AN的资产周转率较高。主要由于新车销售业务占比相对较低，而其它业务周转较快。广汇汽车总资产周转率逐年下滑，原因包括4S店规模扩大、新车销售占比高、汽车行业下行。

AutoNation与广汇2015年的杜邦分析



AutoNation与广汇2018年的杜邦分析



Contents



01

汽车经销商是什么？

02

历史与现状：经历三个阶段，从粗放式到精细化

03

业务分析：新车占比降低，售后、二手车及金融发展迅猛

04

竞争格局：豪华品牌代理商势头高昂，经营不善者被淘汰

05

美国经验：各业务均衡发展，经销商拥有话语权

06

机遇与挑战：新商业模式促进转型、新车和二手车空间较大



面临的挑战——整车行业增速放缓

汽车增速放缓，但单车售价会持续上移

行业增速放缓，机会与挑战并存

汽车2018年首次出现负增长，未来低速平稳，对经销商有直接的影响。

豪华车增速快，对代理豪华品牌的经销商有益，而代理非豪华品牌的经销商，则需要品牌代理上有所调整，并同时提高经营效率。

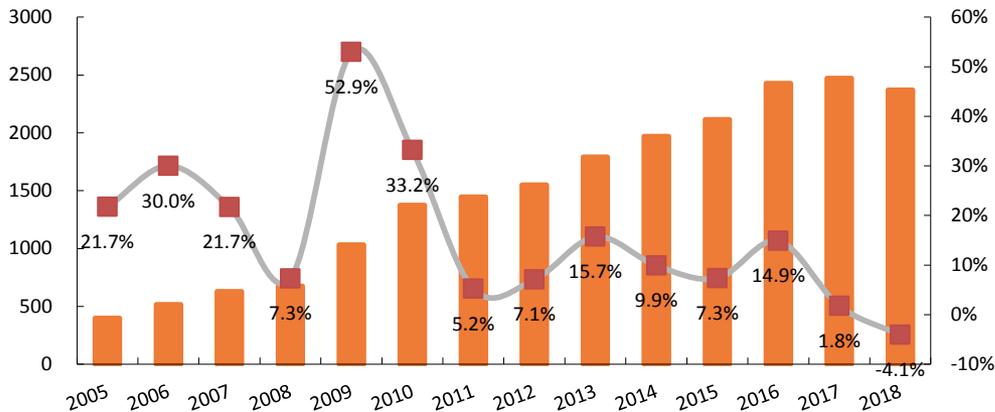
此外，新能源汽车快速发展，带来了新的机会，例如电池回收业务等。但同时动力总成简化减少了维修需求，经销商需综合考虑探索新的商业模式。



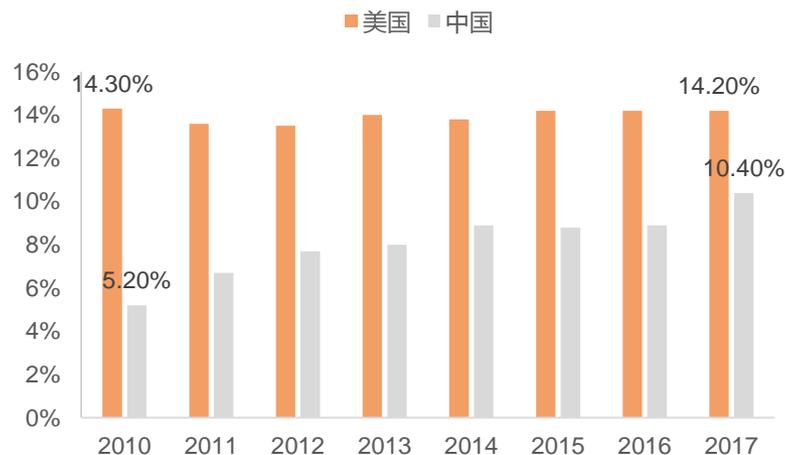
历年豪华车销量与增速
单位：万辆（左轴），%（右轴）



汽车行业销量和增速 单位：万辆



历年中美豪华品牌汽车渗透率比较 单位：%



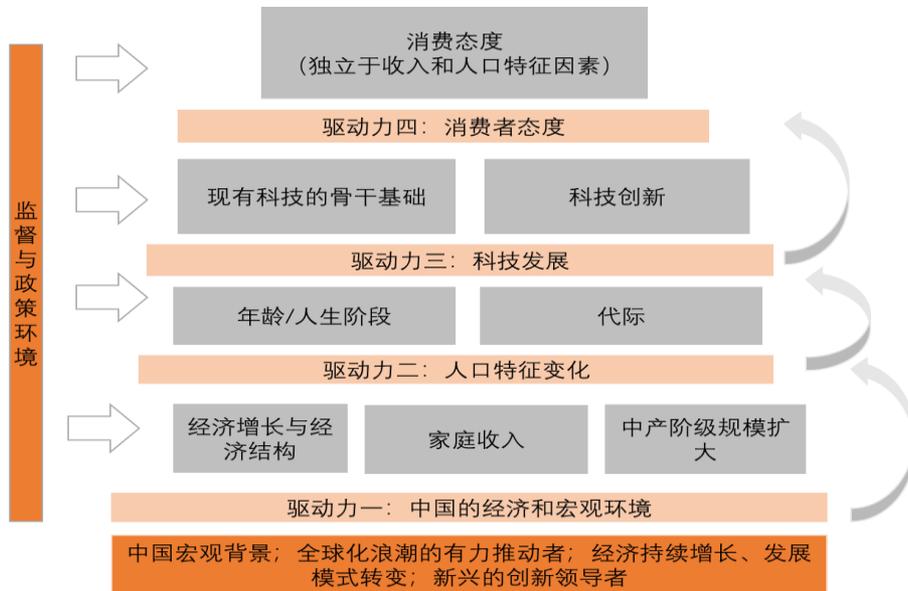


面临的挑战——新消费群体（90后/00后）

消费理念变化

■ 个性化追求和理性消费

线上购物覆盖全面，线下要求更加高效，O2O无缝整合，个性化产品服务，更加理性消费。传统经销商主要做线下服务，消费者体验较差，线上服务正在推行，目前还无法满足消费者日益增长的购车体验。未来经销商应该在数字化和个性化服务方面加强。



消费品
质要求
高

全面数
字化

选择共
享而非
购置



面临的挑战——直销模式的影响

直销+经销商模式

■ 直销模式的优劣势

直销的优势：降低用户的购买成本，明码标价。提高消费者体验，了解用户。

直销的劣势：交付车辆的及时性，需要由总部直接送达，销售费用率高。

■ 传统经销如何应对？

1. 提升服务质量和消费者体验。

2. 渠道的数量是根本的保证，需要直营+经销商结合的模式。

特斯拉开创汽车行业直销模式

■ 直销+体验店模式起源于 Apple公司

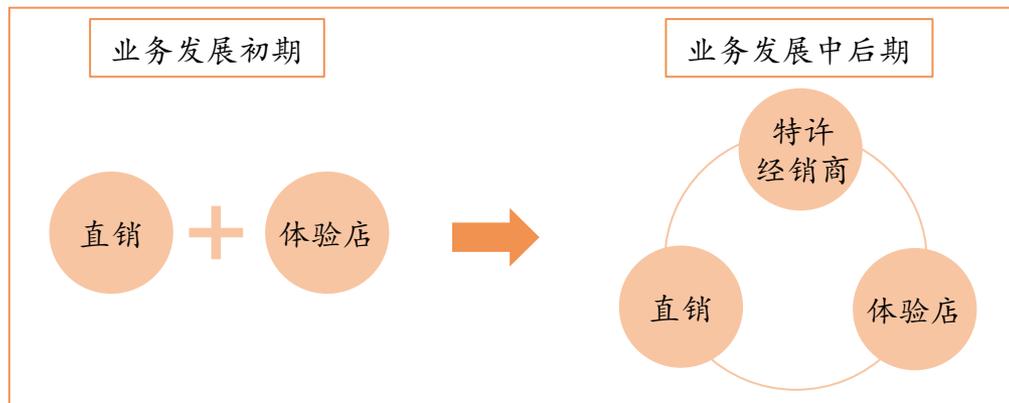
2001年推出ipod，价格比同类产品高出很多；消费者不了解ipod，体验店可以教育消费者。

■ 特斯拉也适用于直销+体验店的模式

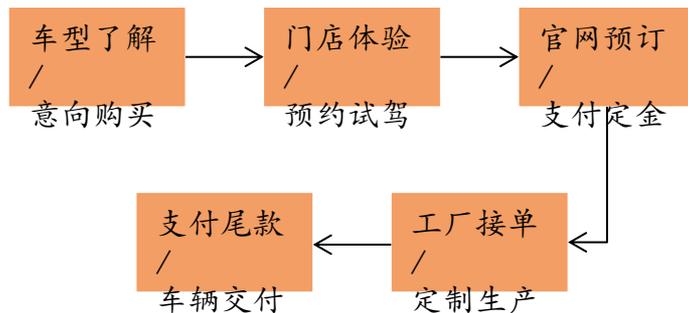
特斯拉的电动车也是高科技产品，最初Model S价格昂贵，且对消费者而言是全新的产品，对电动化和智能驾驶相关功能不熟悉，因此直营+体验店的模式对特斯拉适用。

特斯拉不适合传统经销商模式

1. 传统的开设在偏僻地区，特斯拉是科技公司，需要在人流量大的地方
2. 先下订单后生产的模式不需要提前存货
3. 传统模式基于高销量和快速购车
4. 特斯拉主要是新车销售环节获利，无发动机保养，OTA可以解决很多问题
5. 特斯拉线上线下价格一致，经销商无法上调价格。



特斯拉直销模式流程图





面临的挑战——新零售（线上，O2O）的影响

新零售

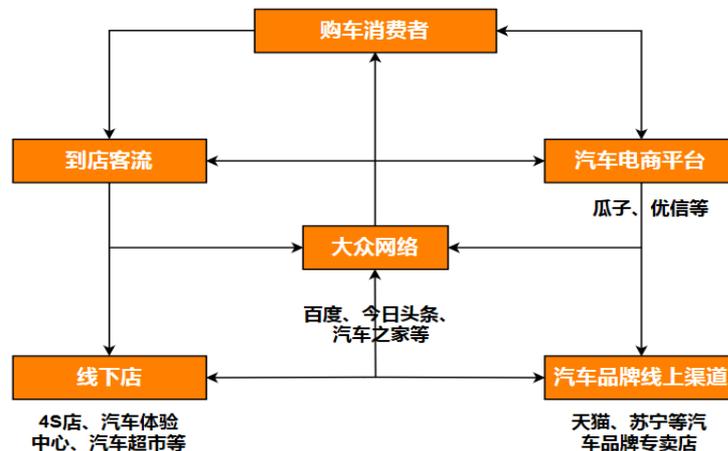
■ 数字化零售打通线上和线下

汽车新零售是各环节数字化，实现全链路数据的流通、可视化、可追踪。尤其是用户数据，汽车新零售则通过多场景收集用户数据，从而实现用户需求反向驱动汽车厂商对研发、制造进行优化调整。真正实现信息流、资金流、物流的高效统一。

■ 对经销商的影响

对OEM和传统经销商来说，线上零售多了一条渠道，可以导流到线下。对融资租赁的模式，自身商业模式难以长久盈利，对传统经销商威胁小。

汽车新零售：数字化、全渠道、新生产模式



- 汽车超市的新车销售利润低于传统经销商，在售后和金融业务方面也没有太多优势。



- 弹个车/毛豆新车/大白汽车等网站主要依靠融资租赁的模式
- 以低首付进行销售，但综合利息高



- 天猫线上品牌店是与花生好车/广汇汽车/大搜车等品牌入驻
- 苏宁汽车网店包括OEM网上旗舰店，传统下线经销商或实体店的入驻。





面临的挑战——主机厂自建，独立售后网络平台的影响

售后业务竞争对手崛起

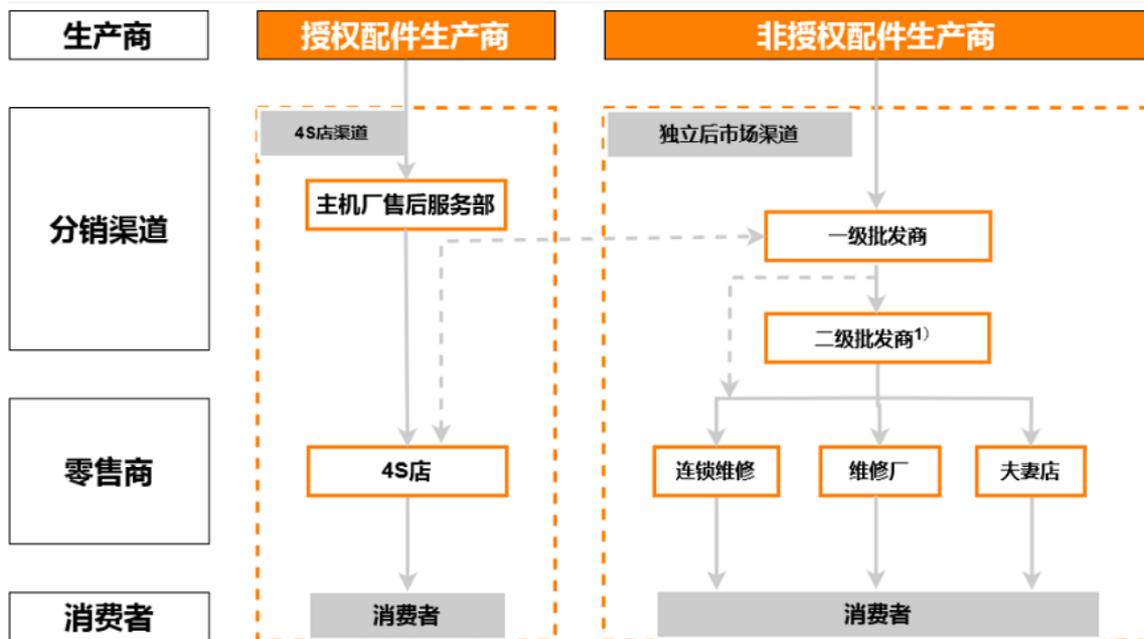
■ 整车厂和第三方布局售后平台

上汽通用建立售后子品牌德科，上汽集团建立车享家，互联网平台如途虎养车/汽车超人等大力布局后市场。

■ 传统经销的机会

德科第一批快修连锁店面向上汽通用现有体系内4S经销商。经销商可以与整车厂的售后平台合作。

此外，其他第三方平台在产品质量和标准化方面不足，但价格低廉，经销商可以考虑降低运营成本，让利消费者。



——> 主要流程通路 - - - -> 次要流程通路 1) 根据配件会存在多层次批发商，或无二级批发商存在的情况



- 车享家是上汽旗下的专业汽车服务平台，提供汽车保养、汽车美容和汽车养护等常规养车服务。
- 通用汽车旗下售后零部件品牌ACDelco，并整合推出全新汽车配件品牌——德科，加速开拓国内独立售后市场。

- 4S店的维修保养贵，路边修理厂的零配件质量得不到保障，因此第三方保养平台开始逐渐受到大家欢迎。





面临的挑战——二手车电商的影响

二手车领域

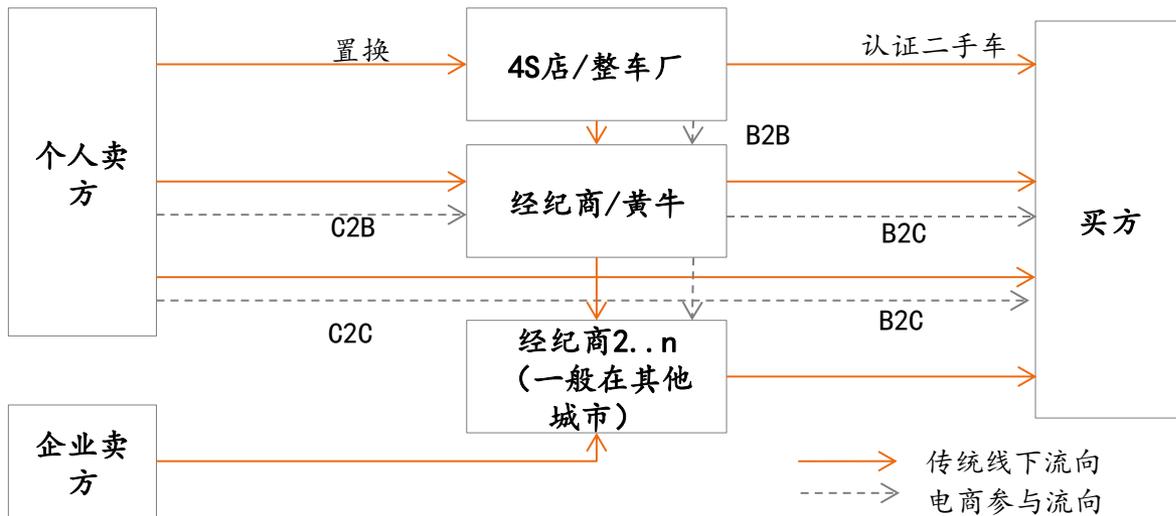
■ 经销商做二手车的优势

通过消费者置换可以低价获得车源，并在车辆检测方面具有优势。但由于经销商渠道单一，且受地域限制较大，与二手车电商相比，不具有直接面向C端的优势。

■ 传统经销的机会

未来二手车电商会进行多样化业务模式，并形成多模式间的协同效应；其次，二手车电商逐步向线下重模式拓展，通过线上平台与线下门店及其他配套联动发展，提供更全面高质量的服务。

无论是哪一种业务模式的电商，都离不开与线下经销商的协作运营。



二手车市场上个人消费者主要面临的三大痛点:

- 传统个体消费者只能在当地二手车市场的车辆中选择，品牌与车型有限，可选的优质车源相对缺乏。
- 个人消费者只能被动接受当地经销商对车况的介绍与给出的二手车价格，很难进行车况检查并得到公允的价格参考。

二手车电商的出现，在很大程度上解决了问题:

- 破除了传统交易中个人消费者面临的信息、时间与地域的限制，提升了经销商与消费者的交易体验。
- 在2C零售环节，电商的意义和价值最为突出，有效解决了个体消费者的大多数痛点。



共享出行对经销商的机遇和挑战

共享出行

■ 自动驾驶实现之前

机遇：融资租赁租车

以网约车为生计的司机可通过租赁解决；平台通过租赁公司批量拉新，效率更高；通过创新型融资租赁方案，平台拥有对松散司机群体进行管控的线下支点。

挑战：新车需求减少

■ 自动驾驶实现之后

经销商面临转型，单纯to C的模式已经无法继续进行，可以考虑的作为出行运营商的后市场服务者存在。

自动驾驶实现之前

商业模式：

网约车



分时租赁



机遇

“线上平台”模式演变出“线下平台”模式，融资租赁的需求提高。经销商可以作为融资租赁提供方，向出行平台提供车辆。

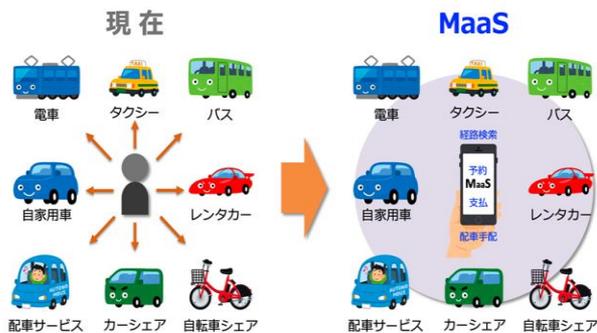
挑战

整体新车需求减少，经销商新车销量降低。

自动驾驶实现之后

商业模式：

MaaS (Mobility as a Service)



机遇

自动驾驶技术将成为移动出行运营商和主机厂的主要竞争点，技术+规模化+服务成为核心竞争力。维保需求提高。对经销商而言，可以在后市场的车辆维保等全方面进行整合，作为服务商存在。

挑战

新车销量大幅降低，消费者不再拥有车辆，经销商对C端客户需求大幅降低

经销商的机遇—新车销量空间大、单车附加值提升

中国千人保有量低，未来增长空间大

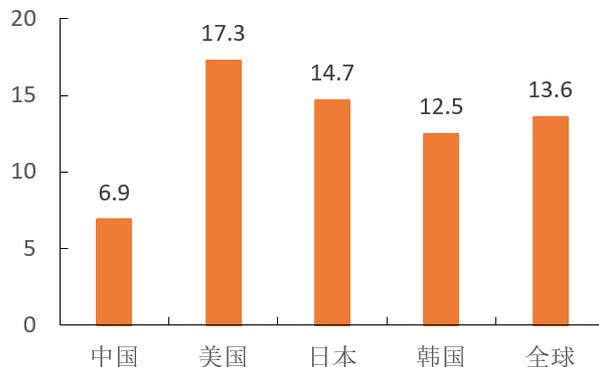
国内保有量持续增长，预计未来新车销售或达4000万台

根据世界经验，在人均GDP到1万美元时，日本、韩国的千人汽车保有量约200辆。据此假设未来中国千人保有量达200台时，我国汽车保有量可达2.8亿台，汽车更新周期为8.75年。不考虑出口市场，当千人保有量达到300辆时，长期汽车年销量有望达到4000万辆，对应更新周期为10.5年。

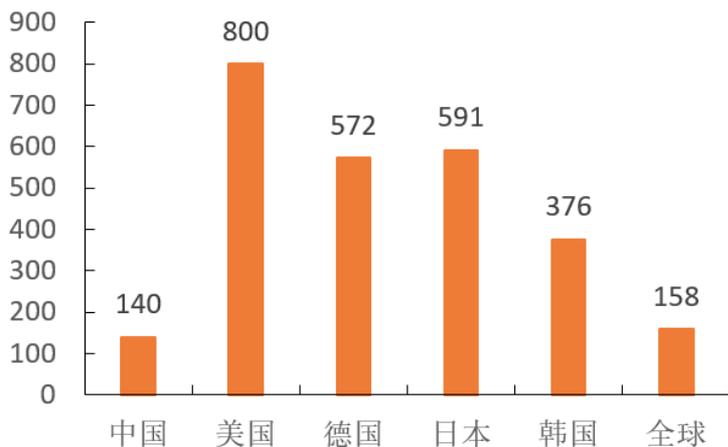
低端产品出清，单车价值提升

随着中国的汽车消费结构的中枢上移，企业竞争加剧，落后产品加剧出清，行业向中高端发展，单车价值量提升。

2016年各国汽车保有量与销量之比



2016年各国千人汽车保有量 单位：辆



中国汽车销量预测

千人保有量 (辆)	人口 (亿)	保有量 (亿辆)	换车周期	年销量 (万辆)
168 (2018年)	14	2.4	8.55	2808
200	14	2.8	8.75	3200
300	14	4.2	10.5	4000
400	14	5.6	11.2	5000

经销商的机遇——二手车业务基数很低，未来空间大

经销商在二手车领域有望继续发力

■ 二手车交易量低于新车，但增速快

随着国内汽车保有量增长，同时二手车政策逐步开放，国内二手车交易量增幅远超新车，未来二手车市场空间巨大。

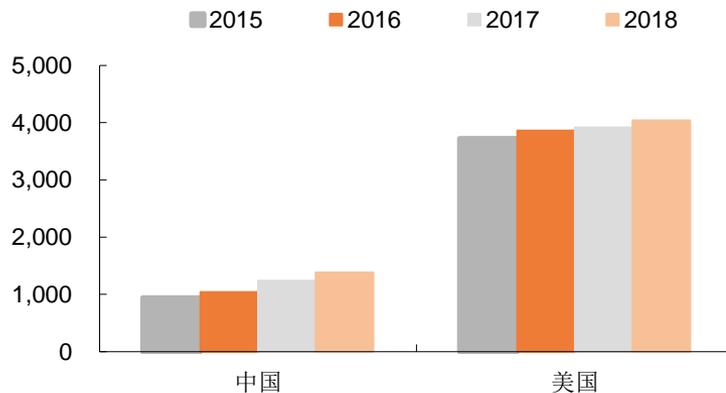
■ 经销商二手车交易量占比提升

经销商在国内二手车行业的参与度迅速提升，未来仍有较大的增长空间，因为：1. 经销商具有巨大的客户资源；2. 经销商具有较大的网络布局；3. 在车辆维修领域深厚积累，便于建立二手车评估体系。

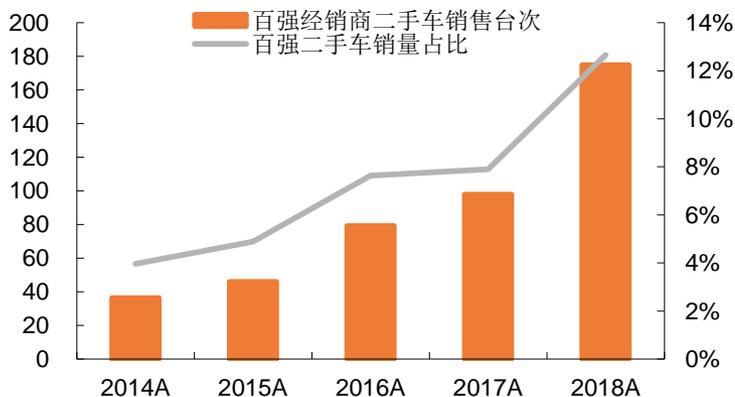
■ 交易均价低，低端车流通多

二手车交易均价提升，但与美国相比仍较低。随着汽车消费的成熟，二手车的品质中枢有很大的上升空间。

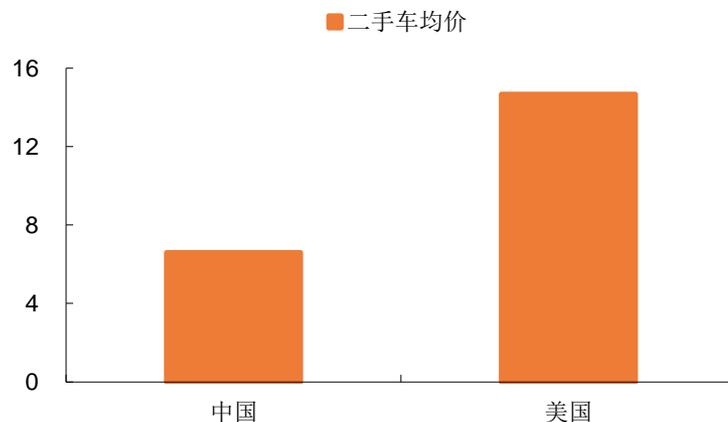
中美二手车交易量 单位：万辆



百强二手车交易量及占比 单位：万辆（左轴），%（右轴）



中美二手车交易均价 单位：万元





经销商的机遇——二手车有望成为新的增长点

二手车未来市场空间巨大

■ 与欧美国家相比，国内二手车空间巨大

二手车交易量与新车销量的比值：美国这一指标分别为2.3，而中国目前只有0.43，远低于发达国家。未来二手车市场将具有巨大的增长空间，而经销商作为重要参与者将充分受益。

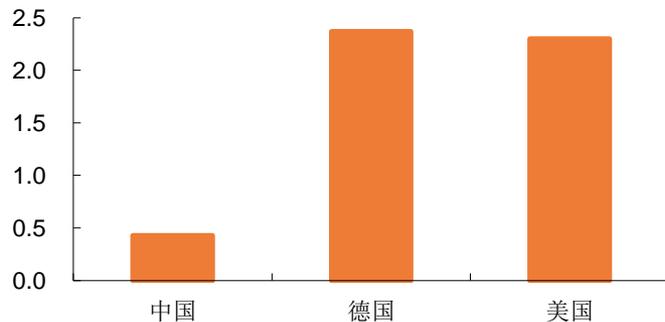
■ 经销商发展二手车的阻力：二手车税制

目前二手车交易对自然人是不征收增值税，但对法人是按交易额征收2%的增值税。流通协会呼吁将现有的全额征收改为差额征收增值税，以降低企业赋税。

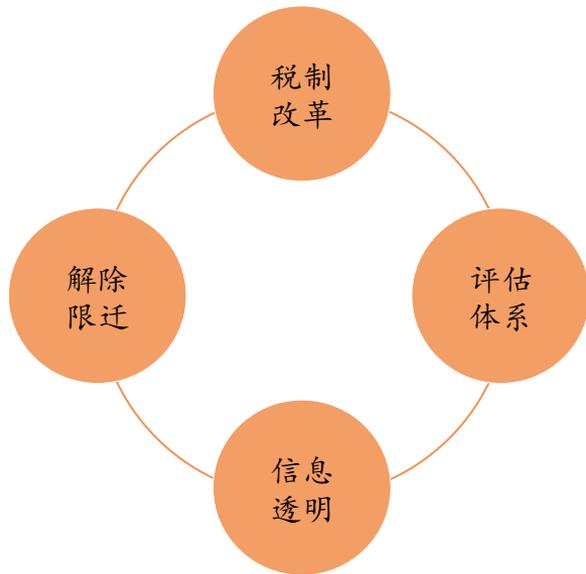
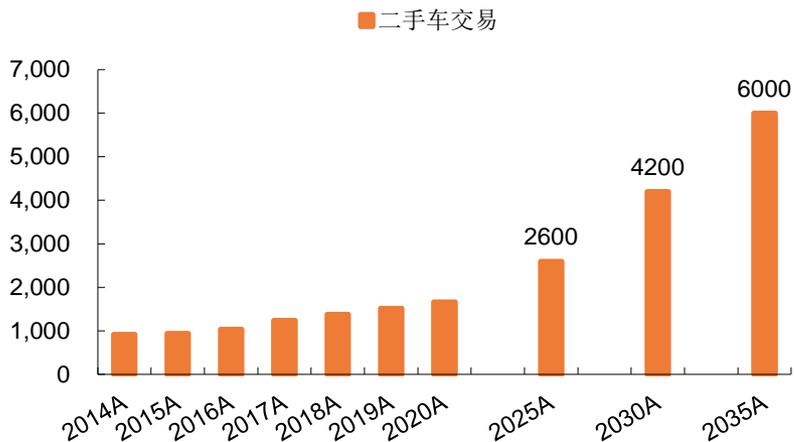
■ 中国二手车交易量未来或将达到6000万辆

假设中国新车销量2035年达到4000万台，二手车与新车销量的比将达到1.5，则二手车交易量将达到6000万辆。

◎ 各国二手车交易量与新车销量的比值



◎ 中国二手车交易量预测 单位：万辆



 投资建议

- **经历三个阶段，从粗放式到精细化：**经过20多年的发展，经销商规模逐步扩大，行业集中度提升，经营效率低下的企业被淘汰。2018年过半经销商亏损，库存积压明显，经销商更加重视利润回报和精细化管理，减少盲目扩张。
- **新车占比高，售后、二手车及金融发展迅猛：**国内经销商新车业务收入占比超过80%，远高于美国的50%左右。二手车发展迅猛但基数很低，售后业务营收占比在8%-15%之间，在毛利润中的占比30%-70%。金融衍生业务包括贷款、保险代理、融资租赁等，新车整体金融渗透率逐年提升，2018年约43%，但与发达国家仍有较大差距。
- **豪华品牌代理商势头高企，经营不善者被淘汰：**上市经销商，除了广汇汽车以主流品牌为主，经销了50多个乘用车品牌之外，港股上市的中升、永达、正通和广汇宝信均是以豪华品牌为主，受益于行业快速增长，经营能力较强。资本性支出高、且现金流不善的企业面临较大压力。
- **美国经销商存量业务占比高，各业务盈利能力均高于我国：**美国经销商集团从最初追求规模扩大，到追求利润最大化。美国汽车市场成熟，保有量高，存量业务需求旺盛，经销商大力发展售后服务和二手车业务，对新车依赖度相对较低，业务更均衡，也使得公司周转率更高，单车附加值提升。
- **新商业模式促进转型，二手车量、价空间均巨大：**国内二手车交易量低于新车销量，但增幅远超新车，与国外相比，有巨大的增长空间。经销商在二手车行业的参与度较低，未来有很大上升空间；随着汽车消费的成熟，二手车的品质中枢上升空间大。此外，新商业模式将促进经销商在其他领域的转型。
- **投资建议：**伴随国内汽车保有量的提升、消费者对汽车的需求更加理性和务实、新零售模式的出现、政策更加完善，经销商作为集新车销售、售后服务、二手车和金融代理的综合服务商，站在新的历史节点，机遇与挑战并存。中短期内看好代理豪华品牌、经营效率高的经销商企业；长期看好二手车和售后等非新车业务表现好的企业。



风险提示

- 1、豪华车销量不及预期风险：**近年来豪华品牌销量增速高，代理豪华品牌的经销商利润较高，如果豪华车销量不及预期，将对经销商产生不利影响。
- 2、二手车销量不及预期风险：**目前我国二手车交易量与新车销量比值远低于发达国家，但由于我国汽车工业起步晚，二手车增速可能较低，加之政策的不确定性较大，如果二手车交易量不及预期，将影响经销商的业务及盈利能力。
- 3、商业模式探索进程不达预期：**直销、O2O、共享出行等新商业模式冲击传统经销商，若经销商转型不利，将直接产生不利影响。
- 4、经销商对整车厂的话语权提升不及预期：**美国NADA帮助经销商大大提高了话语权，中国汽车经销商也在为经销商争取利益，如果结果不及预期，将影响经销商的综合实力。

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。平安证券股份有限公司2019版权所有。保留一切权利。