

互联网重构汽车后市场
(下)

会员专享 · 行业研报

2016.9

研究员：李清乐

关注微信公众号

虎嗅会员服务
huxiuvip

加入虎嗅会员
即可阅读会员专享内容
还有更多会员专属权益

虎嗅注：本文为《互联网重构汽车后市场》下篇。

上篇已于 2016 年 9 月 8 日在虎嗅网研究报告版块发表。

目录（下）

第 2 章 汽车后市场主要构成板块.....	1
2.4 汽车金融.....	1
2.4.1 车贷、融租是银行与主机厂商的舞台....	1
2.4.2 整体渗透率低.....	6
2.4.3 二手车金融等待爆发时机.....	11
2.4.4 车险，大而不肥的市场.....	16
第 3 章 用车平台.....	23
3.1 滴滴.....	23

3.2 神州.....	29
3.3 易到.....	34
第4章 汽车后市场行业发展趋势及投资建议.....	41
4.1 发展趋势.....	41
4.1.1 二手车：商业模式难成护城河.....	44
4.1.2 后服务：互联网“平台（导流）+品牌（加盟）”成主流.....	45
4.1.3 金融：互联网保险“挂羊头，卖狗肉”	46
4.2 二级资本市场.....	48
4.2.1 充电桩板块需警惕“政策性”泡沫.....	48
4.2.2 代表性上市公司.....	51
4.2.3 投资建议.....	54

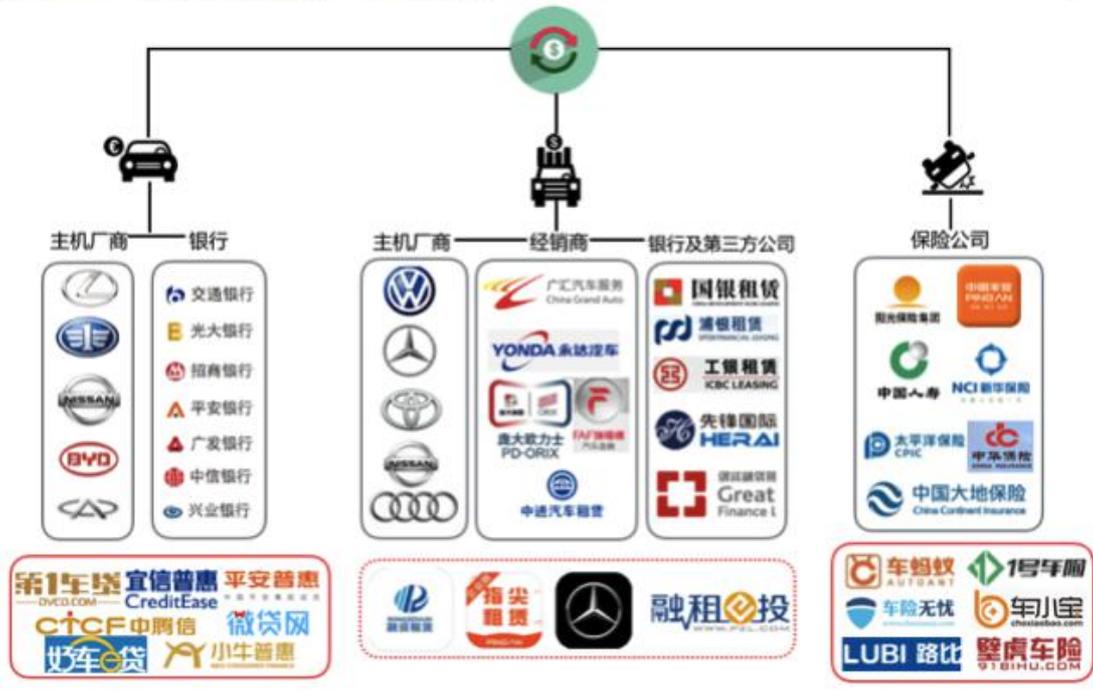
第 2 章 汽车后市场主要构成板块

2.4 汽车金融

2.4.1 车贷、融租是银行与主机厂商的舞台

车险由保险公司掌控。学术角度，专家们将保险作为金融一大支柱产业，喜欢分开研讨。而汽车贷款、融资租赁及汽车保险，紧扣汽车交易流通，所以在这里我们统一放到汽车金融板块分析。

图21：汽车金融产业构成



数据来源：虎嗅研究组

虎嗅研究组制图

虎嗅梳理的汽车产业链构成中，汽车流通环节涉及(供应链、消费)贷款、融资租赁(不包含“消费性直租”，如神州租车，融资租赁业务占比非常小，都不到1/4)。其中贷款的主流玩家是银行和主机厂商，在融资租赁的主流玩家中多了经销商、第三方租赁公司的身影。

值得注意的是，主机厂商、经销商参与的形式都是通过银监会批准设立的“汽车金融公司”，本质是围绕汽车产业链上下游提供金融服务的非银行金融机构。可从事同业拆借，提供购车贷款业务；接受汽车经销商采购车辆贷款保证金和承租人汽车租赁保证金；提供汽车融资租赁业务（售后回租业务除外）；经批准，发行金融债券等业务。

2004年，中国第一家汽车金融公司批复成立——上汽通用汽车金融（GMAC-SAIC），由通用汽车金融、上汽通用、上汽财务三方合资组建，属于中外合资性质。

截止到2016年6月，我国共有26家汽车

金融公司获批(主体 90%是主机厂商 ,10%是经销商) , 资产规模约 5000 亿。来自中国银行业协会的数据显示 ,截至 2015 年末 ,汽车金融公司库存批发贷款余额为 840 亿 ,零售贷款余额 3051 亿。

汽车保险属于财产保险中的一种 ,其主流玩家是平安、人寿、太平洋、阳光等几大保险公司 (占据 80%以上的市场份额) ,由中国保监会监管。

除了上述综合性保险公司 ,还有垂直财产保险公司在经营车险 ,如福德财险、天安财险 ,以及外资公司三星财险。

车贷、融租、车险 ,正被互联网改造。有银

行、汽车金融公司自建的互联网产品，如北京银行的“金贷宝”、平安集团的“平安普惠”，也有垂直互联网金融公司涉足，如第1车贷、好车e贷及P2P公司。汽车融租业务的互联网金融产品并不多见，这里我们并没有把PP租车、凹凸租车这类共享短租概括在内。

相比之下，互联网汽车保险类创业公司涌现较多，但他们没有获得保监会批准的保险牌照，具备车险产品开发的资质，而互联网车险公司打出的保险产品，本质上是一种“消费预付款”，在现有的保险产品之外，额外提供的增值服务。比如，蚂蚁推出的“意外宝”、“出行保”，是在车主出现意外损坏后，提供维修、养护产品来获利。

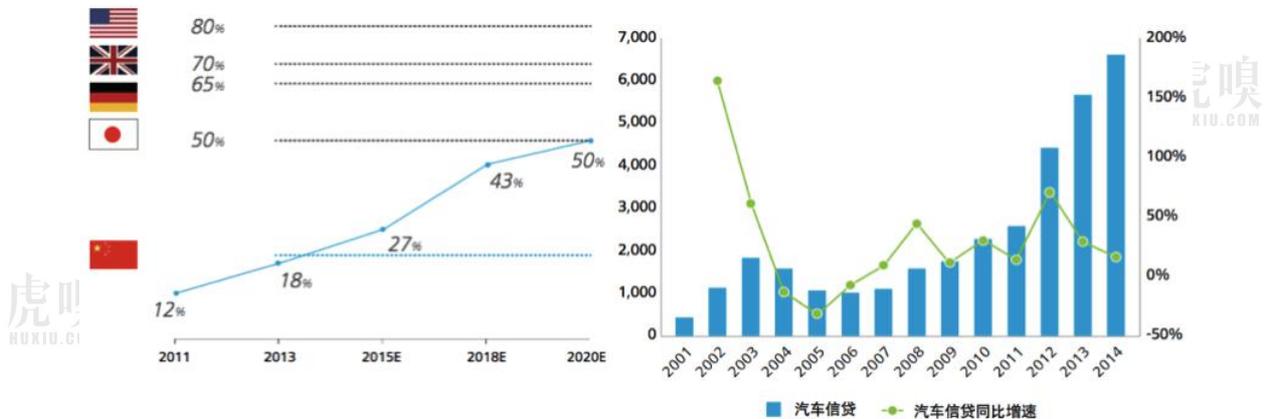
总而言之，互联网金融公司介入汽车后市场，一方面是做资金配资，另一方面是成为传统汽车金融公司的获客渠道、代销渠道。

2.4.2 整体渗透率低

资产证券化才有大未来。

截止到 2015 年底，中国汽车保有量已经突破 1.7 亿辆（图 4），仅次于美国，跃居世界第二，但金融产品在汽车产业链中的渗透率远低于发达国家。

图22：汽车消费金融渗透率(2011-2020E) 图23：中国汽车信贷规模(亿元)



数据来源：德勤、Wind 资讯

目前我国汽车零售金融服务以汽车消费贷款为主体,约占 85%的市场规模,融资租赁、经营性租赁等规模较小,约占 15%左右的市场规模。汽车金融行业,近几年吸引了众多机构,包括银行(消费信贷和信用卡分期付款)、汽车金融公司、融资租赁企业、小贷公司、担保公司和互联网金融公司的参与。

据德勤研究预测的分析数据显示,截至 2014 年底,中国汽车消费金融渗透率仅为 20%,

预计到 2020 年达到 50%的水平，与日本汽车消费金融发展水平相近。可见我国汽车消费金融的发展空间巨大。

2004 年之前，中国的汽车信贷业务几乎被银行所垄断，2004 年之后，银监会发布《汽车金融公司管理办法》，首次允许国外汽车厂商设立汽车金融公司，而后国产汽车厂商也加入汽车金融大军，形成多元化局面。汽车信贷总额从 2014 年 1500 亿的规模，经过 10 年的发展，接近 7000 亿的规模，年均复合增长率在 30%的水平。

尽管中国汽车金融发展存在巨大发展空间，但需要面对中国新车销量增速放缓带来的

挑战。根据麦肯锡最新发布的报告显示，消费者心态的改变加上宏观经济放缓，使得中国汽车市场进入下行通道。从 2010 - 2015 年，中国新车销量以每年超过 12% 的速度增长，展望 2020 年预计将会放缓至每年 5%。

制约汽车消费金融发展的还有地域因素、征信体系、风控能力等因素。从市场发展活力的角度来看，虎嗅认为汽车金融资产证券化才有更大的未来。

2008 年，上海通用汽车金融发行了国内首单汽车新单资产证券化项目（ABS），当时是“审批制”，发行机构需要向银监会和中国人民银行提出申请，获得“资格审批”和“项目

审批”才能在证券交易所挂牌。而美国资产证券化是“备案制”，发行可以以“周”为单位。

可见资产证券化的效率，需要提升。2014年11月，《关于信贷资产证券化备案登记工作流程的通知》（银监办便函1092号文）及《关于汽车金融公司、消费金融公司、资产证券化业务资格审批和产品备案登记有关工作规程的通知》（非银发[2014]5号）的颁布，中国资产证券化迎来了“备案制”时代。

据统计，2014年全年，汽车金融公司信贷资产证券化产品发行总额仅为77.96亿元，而实施“备案制”后，2015年全年，10家汽

车金融公司发行资产证券化产品总规模达到了 224.03 亿。备案制的到来，加大了第三方评级机构对汽车金融公司信用评级能力的要求。

总之，证券化产品对汽车金融公司而言，扩大了融资渠道，降低了融资成本，及摆脱对银行的过度依赖，同时有利于盘活汽车信贷消费市场。相比欧美发达国家，其发行金融债以及通过资产证券化进行融资已成主流，比例各占总融资的 1/3。

2.4.3 二手车金融等待爆发时机

中国新交易告别高速发展阶段后，随着汽车保有量的增长，我们需要重点关注二手车消

费金融的发展。

图24：二手车金融产业链构成



二手车金融产业链比新车金融产业链要长，新车交易流通直接从采购开始，而二手车不仅在来源上没有既定的产出，还要根据“一车一况”进行车检、评估认证，给予当时市场的公允价。

在经销商端（2B），二手车流通环节以供应链金融为主，常见的是采购时的银行抵押贷

款，货款分离，结算不同步。按汽车金融公司新的《汽车贷款管理办法》规定，二手车首付金额不得低于车辆认证价格的 50%，且贷款期限不得超过 3 年。

另一种非常见贷款方式为“仓储融资”，是一种现货质押贷款方式，即二手车入库后，由银行或汽车金融公司（租赁公司）掌握仓库钥匙，一售一结，期末盘库存，动态跟踪经销商信用风险。

该模式与电商 B2B 拍卖平台结合更顺畅，如优信拍旗下的优信金融为自己平台的商家（黄牛）提供月息 1.5% 的仓储融资，电商平台有根据商家个人征信情况、进出库信息、

销售记录及账户资金周转情况，建立数据模型，评估风险系数后决定放款金额。

C2C 模式的二手车电商平台信贷业务，则与消费金融相关。以人人车为例，其属于市场投放驱动阶段，与竞争对手在品牌投放“买流量”之事上烧钱难止，因此尚不具备自营金融业务的能力，普遍做法是与银行或汽车金融公司合作，由电商平台进行二手车价值评估、个人车主贷款资质初审核，最终由第三方信贷机构放款。

整体而言，当前中国二手车交易市场的电商渗透率还不足 5%，相应金融渗透率会也低于新车电商。虎嗅认为，一方面，因为我国二手车交易市场鱼龙混杂，受到“限迁”因素

的影响，区域特色明显，分散、不成熟很难融入当地的金融体系；另一方面，二手车检测评估缺乏统一标准，车维数据不全也未互通开放，主要依靠二手车评估师经营与手艺，间接影响到授信情况；第三方面，二手车残值折旧率高，整体呈现了低客单局面，成交价在 3 万以内的占到了 43.7%（图 14）。政策方面，国家开始鼓励二手车金融业务发展。

2016 年 8 月初，国务院办公厅印发了《关于促进二手车便利交易的若干意见》，鼓励汽车金融公司业务产品创新。汽车金融公司开展购车附加产品融资业务时，执行与汽车贷款一致的管理制度。经银监会批准经营个

人汽车贷款业务的金融机构办理二手车贷款的首付款比例，可在 30%最低要求基础上，根据自愿、审慎和风险可控原则自主决定。

二手车与新车都有共同的车险部分，报废前都需要延保。

2.4.4 车险，大而不肥的市场

车险按大类主要分为交强险和商业险，其中交强险为法律强制投保的险种，商业险是客户自愿购买的险种，主要包括车损险、三者险、车上人员责任险、盗抢险等主险及玻璃破碎、划痕等附加险。

图25：汽车保险类型



图26：不同车种的投保组合 (2014)

车种	单交	交三	主全	其他
家用车	29.6%	12.4%	57.9%	0.1%
营业货车	51.1%	25.3%	23.5%	0.1%
非营业货车	52.0%	16.0%	31.8%	0.2%
营业客车	35.2%	33.5%	31.2%	0.1%
非营业客车	20.9%	7.6%	71.4%	0.1%
特种车	35.7%	15.7%	48.5%	0.1%

数据来源：中国保监会《保险公司业务范围分级管理办法》；《中国保险报》

虎嗅研究制图

客户会根据需要搭配不同的组合进行投保，
 交强、三者、车损等险别投保的概率明显高于其他险别。据《中国保险》的车险行业纯
 保费统计研究表明：

虽然行业保全率不断提高，但由于不同车种
 代表不同的消费群体，其风险转移需求和购
 买力均存在差异，导致不同车种之间的投保
 组合差异较大。

一是非营业客车的险别保全率最高。由于客户群主要为机关企业，预算相对固定且购买力强，险别投保组合调整可能性较低，因此险别保全率最高。

二是家用车的保全率较高。由于主要用途为家庭自用，车辆作为家庭的重要资产，客户希望通过保全来规避风险，导致保全率保持在较高水平。

三是货车和营业客车的保全率较低。由于该类车辆多作为经营工具使用，受到车辆性能和维修成本的影响，对于车损险的需求相对较低，因此保全率也较低。

图27：2009—2014年全年车险情况



图28：2012—2016上半年车险情况



数据来源：国家统计局《中国统计年鉴（2010—2015）》、人保财险车辆保险部

虎嗅研究组制图

车险产品“两大类、十一小类”的形态既定，

并不是一个靠产品“多样性”取胜的行业，而是建立在精算基础之上。

据国家统计局的数据显示，2009—2014年

间，中国汽车保险保费收入由 2155.6 亿元提升至 5515.9 亿元，六年增长 1.5 倍，略高于汽车保有量的增速（图 4）。按人保财险

车险保障部的数据统计，截止到 2016 年上

半年，车险保费收入为 3290.6 亿元，同比

增长 11.9%。

虽然车险保费收入还在逐年增高，但从 2011 年开始增速已经明显放缓，年均增速在 16% 左右。此外，需要关注车险赔付率，近五年车险的平均赔付率在 55% 左右，是财险中最高 的险别，同时车险在财险中的占比也是最高 的，达到 70%—75%。因此，车险业务盈利 状况，直接影响到产险公司的经营状况。

据《证券日报》从业内获取的数据显示，2016 年上半年车险行业承保利润约为 82 亿元， 同比下降了 34%；在车险规模保费排名前 60 名的财险公司中，仅有 17 家财险公司车 险承保盈利，43 家公司车险承保亏损。

大部分保险公司的车险业务亏损，很大程度上是渠道费用过高，整个行业的平均渠道费用占比达到保费收入的 40%，产品同质化渠道竞争中进行返利、补贴等促销手段，压低整体毛利水平。另一方面，保险公司的车险业务与维修店存在天然利益冲突，保险公司希望低出险、低赔付，而维修公司是要通过修理赚钱的，因此大病小修，甚至与不良车主串通骗保，屡见不鲜。

所以说车险是一块“大而不肥”的市场。保监会试图通过“车险费用改革”来改善这一局面：2015 年 6 月 1 日起，黑龙江、山东等首批 6 个试点地区试行商业车险改革；北京作为第

三批试点地区，于 2016 年 6 月启动了商业车险改革。预计今年车险费改将车险产品的定价权交给保险公司，产品选择权交给车主，然后通过车主驾驶习惯，将行车违章信息、出险次数与车险保费系数直接挂钩，区分“好司机”与“坏司机”，采用浮动费率（一般在 5%—10%），赔付比例也因人而异。

车险费改是要打破过去“高保低赔”，起到“无责不赔”的直接效果。如果向全国推广，预计整体保费收入会带来波段性回落，不过相应签单数会有所增长（包括续保）。涌现的互联网车险公司或会抓住车保浮动定价进行营销，隐藏灰色地带。

第 3 章 用车平台

2016 年 6 月，Uber 中国与嘉实多联合对外宣布达成战略合作，双方将共同致力于车辆保养服务领域的开拓，为广大优步合作车主提供定制化的车辆养护解决方案。在合作初期，双方将为指定城市的优步车主提供嘉实多产品及知名品牌深度养护，并可在推荐的维修店享受车辆保养服务。

3.1 滴滴

滴滴与 Uber 中国合并后，整个网络约车市场格局已定，神州、易到一起在 15% 的市场份额中挣扎，细分市场已经很难出现翻天覆地的变化，共同点都会瞄准车后市场。

对滴滴而言，合并后的滴滴，国内工作重心会放在生态系统工程建设上，车后市场在商业化空间，市场需求方面的机会都会让其动心。

图29：滴滴驿站及内容运营



数据来源：滴滴官方

虎嗅研究组制图

2015年中，滴滴推出滴滴驿站，主要为司机和乘客提供一些日常服务。滴滴驿站主要以“店中店”的形式，在城区人流车流密集的

区域，与餐饮、购物、加油、汽车维修等店面合作布点。

滴滴驿站的初衷是，将出租车司机以及乘客导流到线下连锁店面，由商家为用户提供增值服务，为出租车司机提供休息、饮水、开放洗手间等基础服务，还涉及养生足疗。

2016年6月，滴滴驿站进行了调整，服务项目主要包括车辆保养、故障维修、事故维修、划痕快修、汽车美容、车辆救援、免费安装检测、轮胎修补、保险快速理赔等。

图30：滴滴俱乐部



数据来源：滴滴官方

虎嗅研究组制图

2015 年底，首个“滴滴车主俱乐部”在北京开设并投入运营。汽车后市场是其重点服务领域，可提供车辆保养、维修、保险定损理赔以及保险直赔维修服务，通过携手符合资质条件要求的合作方，提供专业性强的车辆服务。

车主俱乐部还计划引入二手车交易、新车买卖、银行以及保险业务等车主商业服务。此外，在俱乐部里，车主可线下办理信息补充、申诉、升级和账户等相关事宜，通过工作人员的接待服务。

图31：滴滴加油及商城业务



数据来源：滴滴官方

虎嗅研究组制图

同样，滴滴也瞄准了车后市场的动态服务，

滴滴司机版本应用中“滴滴加油”，目前覆盖了全国 15 个城市近 200 家加油站。

值得注意的是，在滴滴车主俱乐部、滴滴驿站围绕的车后保养维修等服务中，对应配套了汽车配件 / 用品的维修商城服务，目前在北京、武汉、重庆、广州等 12 个城市开展了业务分站。

当前，滴滴车后服务只面向其车主（专车司机、顺风车司机、出租车司机）开放，并在司机端 APP 上有业务入口。据虎嗅了解，滴滴配件商城业务曾在用户端 APP 上有过二级页面，但当前已经撤下，可能是业务向乘客推出还不成熟。

但未来，滴滴车后服务面向所有消费者提供车后服务是必然结果，其特点：有良好的品牌背书，过亿用户基础下天然车后服务流量入口，轻的商业模式是广告营销。重的服务落地，还是会选择传统车后服务商（4S店、品牌店）合作——开放平台，金融自营的可能性最大。

3.2 神州

神州专车（运营主体神州优车股份有限公司）用自营模式在专车中高端市场、企业用户市场博取一席之地。其创始人陆正耀也是国内最大租车上市公司“神州租车”的创始人，20年汽车租赁经验，赋予神州专车的车后服务

基因。

虎嗅
HUXIU.COM

虎嗅
HUXIU.COM

虎嗅
HUXIU.COM

虎嗅
HUXIU.COM

2016年7月，神州专车（神州优车）顶着

年亏37亿的压力在新三板挂牌上市，当前

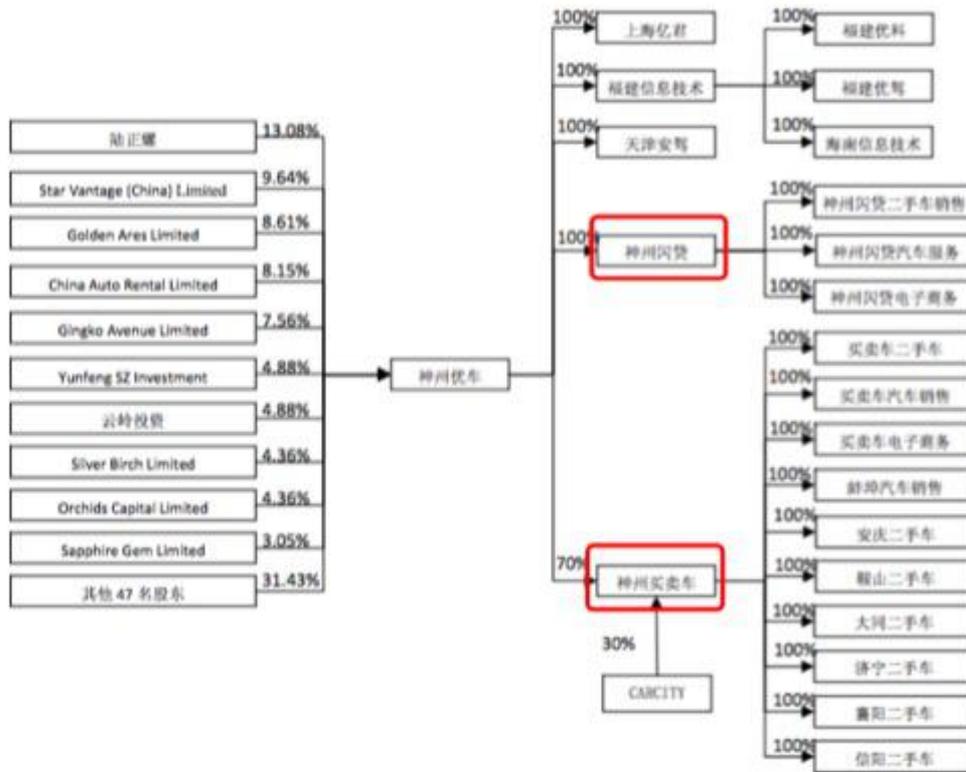
市值430亿。在神州专车的招股书中披露了

汽车后市场的相关业务，汽车金融、二手车

电商。

虎嗅
HUXIU.COM

图32：神州专车布局车后市场



数据来源：神州优车招股书

神州闪贷（金融）：2016年3月，神州优车新设立全资子公司神州闪贷，计划开展汽车金融业务。披露信息显示，神州闪贷汽车服务注册资本为50,000万元，法定代表人为陆正耀，经营范围为“汽车租赁；汽车零配件、机械设备、五金产品、电子产品、通

讯产品、仪器仪表批发兼零售；代办机动车上牌、年检服务（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

神州买卖车（二手车）：2016年3月，买卖车汽车销售由时代共享(天津)科技有限公司设立。设立时，其企业名称为“神州买卖车(福建)汽车销售有限公司”，注册资本为50,000万元。旗下拥有10个地方分公司。

可见，神州专车在汽车后市场的业务开展不到半年，还未涉及维修保养等车后服务，地方分公司落地执行有电商、互联网的框架，但仍保留传统业务模式的烙印。

神州专车做二手车，在车源上可以为租车、

专车业务做残值处理，也可以借助神州租车的线下网点打通交付环节。截至 2016 年 3 月，神州租车的营运车辆为 82227 辆，在 74 个主要城市拥有 739 家直营服务网点，在 188 个中小城市拥有 239 个加盟服务网点。

神州租车、专车两块业务，新车采购的成本优势相对明显，因为业务开展需要定期定量换车，已经与主机厂商建立定制采购（品牌车系高端，内配简易）。所以，神州出售的二手车翻新空间大（提价），选择 B2C 模式相对自然，但与其他电商一样，神州二手车也需要打广告买用户。要丰富车源，应面向个人车主征车，同时二手车评估、运营能力需要加大。

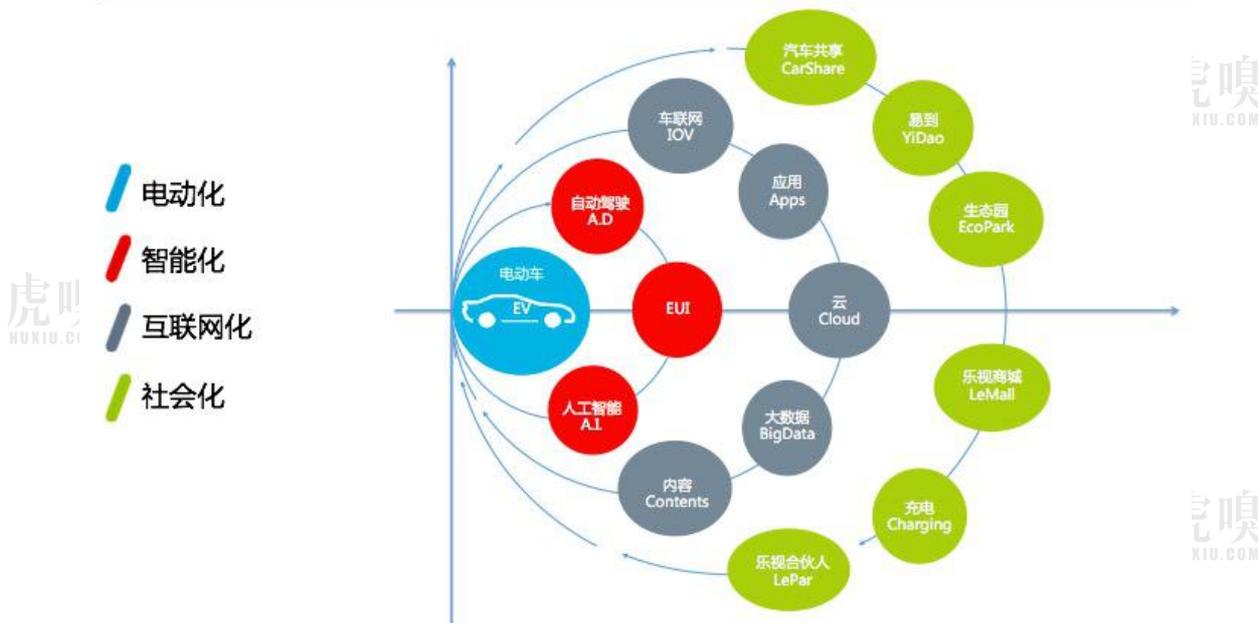
二手车金融在神州闪贷业务对接的契合度高，不过神州专车业务仍处于亏损状态，少有自由资金注入到金融业务中，独立融资或与第三方金融机构合作，车贷到车险的业务线后续应该会扩展。神州专车业务自营，没有滴滴（司机）车主用户，所以企业用户会成为神州车后市场挖掘的重要资源。

3.3 易到

2014年12月，乐视董事长贾跃亭对外公布“SEE计划”，将复制乐视生态垂直整合的模式，通过自主研发打造互联网智能电动汽车。虎嗅获得的一份乐视内部资料显示，乐视汽车生态战略的规划是从新能源汽车到自动

驾驶、车联网、车云及 less 内容整体产业链打通。

图33：乐视汽车生态全景图



数据来源：乐视内部资料

2015年1月，乐视“SEE计划”的第一个阶段性成果，发布了第一套智能汽车UI系统——LeUI Auto版。贾跃亭大张旗鼓从上汽、宝马、特斯拉挖来高管，组建乐视汽车创始团队。

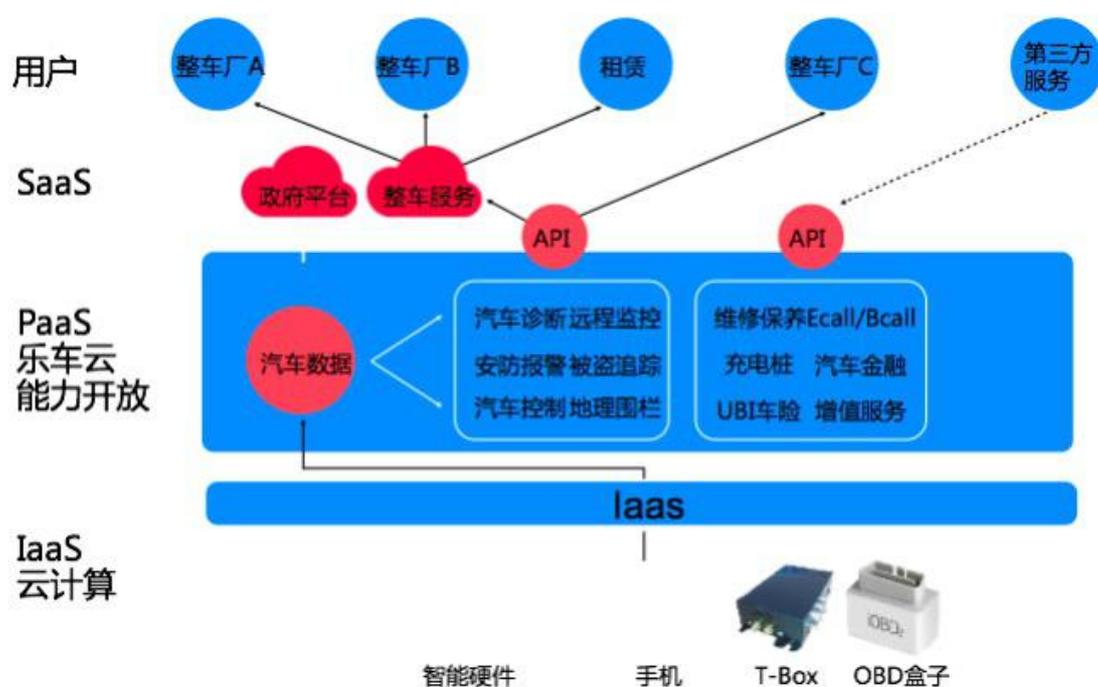
2016年初，北京车展上，乐视首款无人电动汽车的概念车 LeSEE 对外公开亮相。7月份，传出贾跃亭投资的电动车初创公司 Faraday Future 计划投资 10 亿美元在美国内华达州建造工厂的机会，因为当地政府质疑乐视借债融资的能力，可能搁浅。8月，乐视又宣布将投资近 200 亿人民币，在浙江湖州德清的莫干山经济开发区建设超级汽车工厂和汽车生态小镇。

从目前来看，乐视汽车事业还处于“画饼”阶段，很大程度上乐视新能源汽车的进展，直接决定了后续乐视在汽车后市场的作为。

2016年3月，乐视发布了一款行车记录仪

与轻车机套装（乐视手机 + 乐键 + 车乐盒）算是直接向车后市场推出实质性产品的第一步。除此之外，易到用车是离汽车后市最近的筹码。

图34：乐视车云开放平台



数据来源：乐视内部资料

易到 2016 年 6 月换 Logo 后，Slogan 也变为了“共享汽车生态”，不过从目前情况来看，易到仍停留在“专车生态”，直接切入汽车后

市场（维修、保养、金融）还相去甚远。

从易到官方对外公布的数据了解，其日订单刚过百万单，但也只是接近滴滴日订单量的十分之一，滴滴也是在日订单过 500 万后，才试水汽车后市场的相关业务，目前仍处于前期打磨阶段。可见，易到亲身设置汽车后市场还有一段距离。

据虎嗅了解，目前易到先从新车市场入手，联合新能源（混合动力）主机厂商做（司机）试驾，但面积并不大，上个月在北京地区只有 80 余辆新能源车。另一方面，易到也不像神州专车做自由，有二手车车源储备，所以易到还需要等待合适的时机。

于乐视而言，易到做汽车后市场只是投石问路，而乐视宏大的构思是通过车云平台数据开放的方式，切入维修保养、汽车金融、充电桩等车后服务。

滴滴与 Uber 中国合并后，也可以关注下 51 用车、天天用车等垂直用车平台在没法撼动整个网络约车市场后，默默转型汽车后市场服务方向，如天天用车做的到店保养“车管家”。

虎嗅预计，三年后如果易到一直无法取得 10% 以上的市场份额，乐视没有理由再进行高额补贴，彼时乐视新能源车按计划已经投入市场，而易到配合乐视“SEE 计划”转型[新

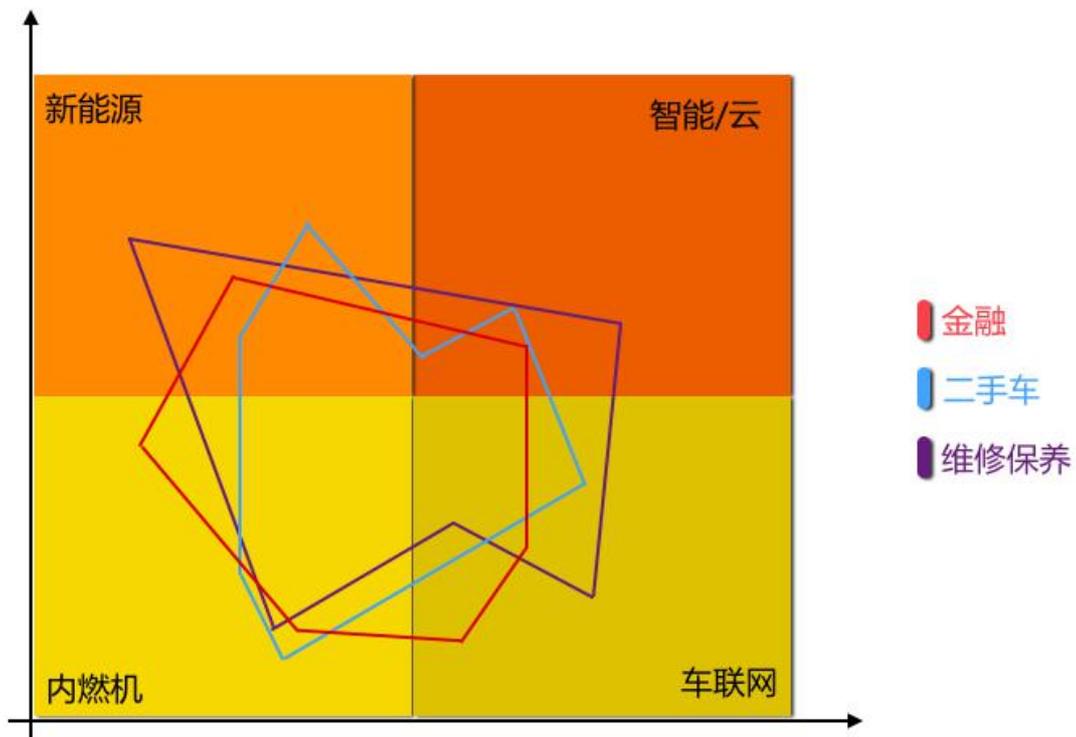
能源车] 汽车后服务可能性非常大。

第 4 章 汽车后市场行业发展趋势及投资建议

4.1 发展趋势

看待未来汽车后市场行业的发展，我们需要从 4 个基础技术维度出发。

图35：科技在汽车后市场业务板块中的影响力分布



数据来源：虎嗅研究组

虎嗅研究组制图

内燃机到混合动力（汽油+电力）过渡到新能源车的趋势明显，要后者普及成为主流，从能源革命周期及接受方式上，至少在 10 年内还很难实现。而车联网将汽车高度互联网化，在大数据、云计算的技术推进下，加速智能化，无论是传统汽车，还是新能源车，是必经之路，且这个过程要比新能源车普及快得多。预计 5 年内，5 万以上的车都会实现（多终端）互联。

在汽车互联网化、智能化的方向上，BAT 非常积极，都希望拿下新入口。如阿里携手上汽，成立车联网公司，今年 7 月推出一款“斑马智行”来做汽车中的操作系统，在此之前已有车载系统——苹果 carplay、谷歌

Android Auto。百度则在去年下半年推出了无人驾驶汽车，比谷歌无人汽车推出晚了 3 年。

新能源、车联网、人工智能、云计算等技术影响汽车产业，从汽车构造上，需要(节能、智能)简洁化、模块化、可辨识、可追溯，影响到汽车蓄能体系、售后体系、配件材质及金融渗透。当然，在 10 年内，以传统汽车(内燃机)为主流的汽车后市场体系还不会打破。

从商业模式及业务形态的角度看汽车后市场，虎嗅分板块进行下小结。

4.1.1 二手车：一车一况，商业模式难成护城河

1) 束缚二手车发展“限迁政策”将全部打破，营改增在二手车交易中推行，二手车跨区域流通加强，不过北上广限牌政策已久制约着一线城市二手车交易活跃度。

2) 车联网普及，车载数据、行车数据、维修数据可实现共享，加大了二手车评估的可行性。

3) 二手车交易与互联网结合进一步加深，但“一车一况”的现实问题，不能让商业模式成为“护城河”，“市场驱动型”流量买卖，在二手车交易平台品牌认知形成后，效果会变

弱，而技术优化交易效率的方向不变。

4.1.2 后服务：互联网“平台（导流）+品牌（加盟）”成主流

1) 车联网普及，提升了车检效率，数据化、可视化。新能源车普及，对车后服务冲击大，比如电动汽车结构更简洁，保养项目少很多，不用换机油和机滤，对零配件的要求也截然不同。

2) 上门保养/维修变成补充业务，到店仍是主流，而缺乏品牌优势、管理混乱的“夫妻店”淘汰加速。涌现互联网“平台（导流）+品牌（加盟）”的创业公司，在包装好后，密集冲击新三板，上市。

3) 最后，能活下来，且活得很好的保养/维修品牌，一方面在上游汽车零配件供应链环节深入，普惠加盟商；二是在下游获客能力、用户粘性强，多店管理效率高，服务口碑好。

4) 互联网品牌保养/维修店的连锁加盟形式趋向多元化——联营、托管、收购，盈利方式也从过去招商加盟时的品牌使用费、管理输出费、装修设计费，转向分红、绩效管理佣金、供应链服务费，为提升服务水平，将其标准化，统一技术培训将成为“软实力”输出的主要方向。

4.1.3 金融：互联网保险“挂羊头，卖狗肉”

1) 汽车供应链金融、消费金融在主机厂商

金融公司的变活跃，资产证券化有大未来。

二手车电商平台与金融业务融合加速，多以合作为主，新政策将二手车首付比例降至30%以内，并可以由交易平台来定，能加大二手车金融渗透率。

2) 融资租赁业务以企业客户（运输公司、租车公司等）为主，短租的主流地位10年内也不能撼动。而市面上的共享租车，被不良用户骗车抵押贷款的现象频发。

3) 保险公司仍握有车险产品研发大权，涌现的互联网车险公司“挂羊头，卖狗肉”，没有保监会颁发牌照的保险牌照，除了做保险公司车险销售渠道，主推的自主研发特色产

品，本质是一种车后服务“消费预付款”。

4) 互联网维修/保养平台，推出自己的理财产品，其获得的收益进行消费抵扣，以此来黏住用户，增加消费频次。

4.2 二级资本市场

4.2.1 充电桩板块需警惕“政策性”泡沫

按照概念股板块分类，虎嗅统计了汽车零部件、汽车电子、充电桩三个热门板块，业务题材重合会有公司重合，而按照证监会今年7月底统计的官方数据，将汽车相关的上市公司归纳成“汽车制造”，共计92家(不重合)，包含主机厂商在内。

图36：汽车后市场概念股板块



数据来源：同花顺（截止2016年9月2日收盘）

虎嗅研究组制图

有点巧合。上述汽车后市场的三个板块市值累计 9600 亿，与今年整个汽车后市场规模相近（图 5）。其交易活跃度，同期比“一带一路”、“大数据”热门概念板块要高。近三年，充电桩板块上市公司数量少于汽车零部件上市公司数量的情况下，前者整体市值基本

上都压着后者。

根据 2015 年 10 月国家发改委公布的《电动汽车充电基础设施发展指南》预测，2020 年，我国将新增集中式充换电站超过 1.2 万座，分布式充电桩超过 480 万个，用于满足全国 500 万辆电动汽车的充电需求。

而按照国际能源署（IEA）估算，2015 年全球投入使用的电动汽车已超过 100 万辆，其中中国以近 37 万辆的成绩位居全球第一。尽管如此，按去年私家车保有量计算（图 4），新能源车只占到传统汽车的 2%。从存量来看，充电桩板块市值比汽车配件板块市值高，是存在泡沫的。而泡沫的破灭，很可能就来

自政府对新能源车的政策性补贴收紧或停止。

根据前面虎嗅的判断，车联网智能化的速度要快于新能源车的普及，反观汽车电子板块市值，会有不错的上升空间。

4.2.2 代表性上市公司

我们从上述汽车零部件、汽车电子、充电桩三个概念板块中选取了 10 家代表性公司。

图37：汽车后市场代表性上市公司经营状况

公司名及证券代码	营业额（万元）			毛利（万元）			毛利率		
	2014年	2015年	2016年上半年	2014年	2015年	2016年上半年	2014年	2015年	2016年上半年
华城汽车（600741）	7,397,260.00	9,112,020.00	6,133,980.00	1,119,940.00	1,276,010.00	834,093.00	15.14%	14.00%	13.60%
京威股份（002662）	244,736.00	361,588.00	222,321.00	84,944.10	108,297.00	67,545.10	34.71%	29.95%	30.38%
星宇股份（601799）	201,602.00	246,752.00	154,973.00	47,611.60	56,868.40	33,512.30	23.62%	23.05%	21.62%
拓普集团（601689）	273,686.00	300,721.00	166,726.00	79,426.50	84,980.60	50,820.30	29.02%	28.26%	30.48%
凌云股份（600480）	655,359.00	724,479.00	423,969.00	125,845.00	143,400.00	86,262.40	19.20%	19.79%	20.35%
亚太股份（002284）	327,888.00	305,948.00	168,766.00	53,837.60	49,963.50	29,519.40	16.42%	16.33%	17.49%
东风科技（600081）	490,161.00	482,493.00	249,945.00	98,913.30	81,580.70	43,788.40	20.18%	16.91%	17.52%
中原内配（002448）	108,398.00	110,447.00	55,729.40	37,896.60	39,290.20	19,893.30	34.96%	35.57%	35.70%
国轩高科（002074）	88,550.60	274,550.00	239,938.00	23,465.00	122,045.00	113,509.00	26.50%	44.45%	47.31%
万马股份（002276）	584,695.00	684,715.00	273,418.00	83,748.00	99,207.00	50,742.70	14.32%	14.49%	18.56%

数据来源：上市公司财报披露

虎嗅研究组制图

近三年，上述 10 家汽车后市场上市公司的平均毛利率在 25% 左右，远低于服饰、房地产行业，整体营收与毛利率有微增迹象，但增速还是远落后于 10% 左右的汽车保有量增速（图 4）及 15% 左右的汽车后市场规模的增速。

主要原因：由于新车市场增速趋缓，主机厂商在出现负增长，根据财报信息，今年上半

年,东风营收 68.86 亿,同比增长率为-11.7%,净利润 22.2 亿,同比增长-5.7%;一汽轿车营收 84.91 亿,同比增长率为-38.3%,净利润-8.26 亿,而去年同期为 1.61 亿。

而上述三个汽车后市概念板块企业,主要一部分业务是为主机厂商提供汽车生产配件,而这部分业务在新车增速放缓后,受到冲击。所以要有现有汽车保养、维修、改装、钣喷等车后服务增加,带来配件用品业务增长。

宏观原因:近年来,钢铁产能过剩,并没有带来汽车配件用品的生产资料成本上升,且技术更新,制造工业水平并不像服饰制造一样,是“劳动力密集型”产业,所以人力成本

也得控制。

不过这三个汽车后市场概念板块企业未来增长，需要在技术研发加大投入，提升快速响应个性化定制需求的能力，用时髦的话是融入“工业 4.0”。

4.2.3 投资建议

图38：汽车后市场代表性上市公司在资本市场表现

公司名及证券代码	收盘价（元）	EPS（元）			PE（倍）			PB	评级
		2015年	2016年E	2017年E	2015年	2016年E	2017年E		
华域汽车（600741）	15.78	1.85	1.64	1.86	9.42	8.57	8.15	1.42	增持
京威股份（002662）	15.55	0.6	1.03	1.11	41.35	27.35	19.73	2.67	买入
星宇股份（601799）	40.97	1.22	1.45	1.75	30.49	34.85	32.38	3.17	买入
拓普集团（601689）	27.77	1.22	1.45	1.75	47.94	38.69	40.21	5.25	买入
凌云股份（600480）	15.01	0.37	0.42	0.48	51.83	35.07	37.93	1.95	增持
亚太股份（002284）	17.74	0.19	0.24	0.29	91.74	76.52	63.58	4.99	增持
东风科技（600081）	15.42	0.49	0.48	0.58	38.34	41.22	43.45	4.42	增持
中原内配（002448）	12.88	0.33	0.37	0.41	44.08	35.54	39.63	3.66	增持
国轩高科（002074）	35.81	0.8	1.29	1.76	79.47	35.57	43.72	9.16	买入
万马股份（002276）	18.29	0.29	0.35	0.42	116.49	68.39	56.17	5.83	增持

数据来源：wind资讯（截止2016年9月2日收盘）

虎嗅研究组制图

有一个特点：汽车零部件（偏传统业务）在每股收益（EPS）最高的情况下，市盈率（PE）、

平均市净率 (PB) 都要低。当然，平均市净率高也就直接反映了投资风险大了。

举例来说，2015 年华域汽车[汽车零部件]每股收益 1.85 元，高于东风科技[汽车电子]0.49 元、万马股份[充电桩]0.29 元，但万马股份市盈率却达到了 116 倍，东风科技市盈率也有 38 倍，而华域汽车仅为 9 倍。

和 TMT 概念上市公司一样，科技元素越丰富的概念，市场给予的估值就比传统企业高一大截，这类的现象同样出现在汽车后市场，我们称之为“科技溢价”。结合行业发展实情，需要提醒投资者区分泡沫与真实价值，当然也要根据股价走势判断投资时机。

在大方向上，我们给出的投资建议：

1) 可以重点关注，A 股上市（汽车制造板块）公司通过定增，投资汽车后市场互联网创业公司，这样的情况后续增加概率大。已有案例：2016 年 7 月 12 日，亚夏汽车（002607）发布公告，拟以人民币 1 亿元溢价认购途虎养车 2.03% 股权。

2) VC/PE 可关注汽车制造商、主机厂商、经销商与有互联网经验创业团队成立的合资公司，或者汽车领域资深人士与互联网资深人士合伙创业的汽车后市场项目。这两类公司，有汽车后市场供应链整合资源及丰富经验，上下游捆绑更密切。

3)寻找汽车后市场“打新股”机会 ,比如 2016 年 9 月 9 日上市的三角轮胎(601163)2015 年净利润 3.88 亿 ,总股本 8 亿股 ,首次发售 2 亿股 ,发行价格 22.07 元/股 ,发行市盈率 22 倍 ,远低于类公司三力士(002224) 63 倍市盈率 ,青岛双星 (000599) 51 倍的市盈率。

4) 在业务板块和模式创新上。二手车电商创业的机会窗口已关闭 ,汽车后市场数据服务大有机会 ,汽车金融的在线征信、评估体系完善后会迎来爆发 ,车后理财与消费捆绑加强 ,车险在线购买率 5 年内会到达 60% ,但渠道不再稀缺。模式创新方向上“万变不

离其宗”——汽车后市场（交易/服务）效率提升，缩短中间环节，但又不脱离现有经销商/4S店/维修店的体系。

虎嗅
HUXIU.COM

精选 干货 有料 犀利

聚合优质的创新信息和人群

关注微信公众号

虎嗅会员服务 (huxiuvip)

点击菜单栏#会员服务#按照提示
加入虎嗅会员
即可阅读会员专享内容
还有更多会员专属权益

详情咨询

虎嗅会员小秘书

微信个人号: huxiuvip302

Email: service@mail.huxiu.com