

证券研究报告

汽车

兴业证券
INDUSTRIAL SECURITIES

09690.HK 途虎-W

港股通（沪/深）

增持（首次）

汽车后市场大有可为，IAM 渠道龙头空间广阔

2024年1月8日

市场数据

日期	2024-1-5
收盘价(港元)	25.00
总股本(百万股)	819
流通股本(百万股)	750
净资产(百万元)	-19,451
总资产(百万元)	9,579
每股净资产(元)	-23.8

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

海外研究

分析师:

余小丽

yuxiaoli@xyzq.com.cn

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

李梦旋

limengxuan@xyzq.com.cn

SAC: S0190523060003

请注意: 李梦旋并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

投资要点

我们的观点: 首次覆盖途虎-W, 给予“增持”评级, 目标价 32.00 港元。途虎养车是中国最大的线上线下一体化汽车服务供应商, 在门店网络与用户数量上较同行有领先地位。公司门店网络易于复制快速扩张, 持续拓展新业务新品类, 规模效应显著。此外, 伴随汽车保有量增长、乘用车车龄增加、IAM 市占率提升推动 IAM 汽车服务赛道规模持续增长。汽车服务赛道具有广阔发展空间。公司作为 IAM 汽车服务行业龙头公司, 有望享受市场规模与份额提升的双重红利。我们首次覆盖给予公司“增持”评级, 目标价 32.00 港元, 对应 2024 年 1.5 倍 PS。

汽车服务市场空间广阔, 潜力巨大: 汽车市场保有量、行驶里程数与平均车龄持续增长将带动下游汽车服务行业需求增长, 根据灼识咨询预测, 行业规模将由 2022 年 1.2 万亿元增长至 2027 年 1.9 万亿元, CAGR 约 9.0%。中国汽车服务市场目前以授权经销商渠道为主, 行驶里程及车龄日渐增长将导致更频繁的保养和维修需求, 且车主更加倾向于高性价比、更加多元化的产品和服务, IAM 市场占有率占比有望提升。但 IAM 汽车服务市场目前高度分散, 长期面临客户体验差、供应链复杂、履约流程低效等痛点, 行业整合空间巨大。此外, 新能源车虽然保养项目减少, 但保有量渗透率提升仍然缓慢。全生命周期来看纯电车及插混车维修保养总开支并不低于燃油车, 且售前售后分离模式也将促进第三方体系发展。

线上线下一体化的途虎模式, 以用户需求为中心, 解决供应链痛点, 飞轮效应可期。途虎养车将零散的汽车服务需求聚集到一个平台上, 上游直接与汽车零配件供应商合作, 降低自身成本, 提高门店盈利能力; 下游通过自身强大的供应链和物流网络, 为用户提供高效多样且标准统一的汽车服务。公司通过搭建数字化系统+仓储物流体系, 革新供应体系提升效率; 高效及可扩展的门店网络, 确保标准化服务和快速扩张; 规模扩大提升上游议价能力, 发展定制产品及自有品牌持续降本; 成本降低+效率提升, 加盟途虎工场店盈利质量好; 飞轮开始转动, 将带动公司规模及盈利能力的进一步提升。此外, 公司积极布局新能源领域, 与主机厂及电池厂商展开合作。

风险提示: 行业竞争加剧、电动车保有量提升快于预期、业务品类拓展不及预期。

主要财务指标

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(千元)	11,546,851	13,624,243	16,116,585	19,029,072
同比增长	-1.5%	18.0%	18.3%	18.1%
归母净利润(千元)	-2,136,173	93,380	571,924	1,180,797
同比增长	-	-	555.6%	106.5%
毛利率	19.7%	24.0%	25.8%	27.8%
归母净利润率	-18.5%	0.7%	3.5%	6.2%
每股收益(元)	-2.61	0.11	0.70	1.44

来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

Outperform

(Initiate)

Tuhu-W
(09690.HK)

Stock Connect (SH/SZ)

The automotive aftermarket has great potential, and there is broad space for the IAM leader

Auto

January 8, 2024

Key Data

January 5, 2024

Closing Price (HKD)	25.90
Total Shares (Mn)	819
Shares Outstanding (Mn)	750
Net Assets (HKD/Mn)	-19,451
Total Assets (HKD/Mn)	9,579
BVPS(HKD)	-23.8

Source:Wind, Industrial Securities Research Institute

Analyst

YU Xiaoli

yuxiaoli@xyzq.com.cn

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

LI Mengxuan

limengxuan@xyzq.com.cn

SAC: S0190523060003

Please note: Li Mengxuan is not a registered licensee of the Hong Kong Securities and Futures Commission and cannot engage in regulated activities in Hong Kong.

Our view: Covering the Tuhu-W for the first time and giving it an "outperform" rating, with a target price of HKD 32.00. Tuhu is the largest integrated online and offline automotive service provider in China, with a leading position in store network and user base compared to its peers. The company's store network is easy to replicate and rapidly expand, continuously expanding new businesses and categories, with significant economies of scale. In addition, with the growth of car ownership, the age of passenger cars, and the increase in IAM market share, the scale of the IAM automotive service track continues to grow. The automotive service track has broad development space. As a leading company in the IAM automotive service industry, the company is expected to enjoy the dual benefits of increasing market size and share. We have given the company an "outperform" rating, with a target price of HKD 32.00, corresponding to 1.5x PS in 2024.

The automotive service market has vast space and enormous potential: the continuous growth of the automotive market's ownership, mileage, and average age will drive the demand for downstream automotive service industries. It is expected that the industry scale will increase from 1.2 trillion yuan in 2022 to 1.9 trillion yuan in 2027, with a CAGR of about 9.0%. The Chinese automotive service market is currently dominated by authorized dealer channels, and the increasing mileage and age of vehicles will lead to more frequent maintenance and repair needs. In addition, car owners are more inclined towards cost-effective and more diversified products and services, and the market share of IAM is expected to increase. However, the IAM automotive service market is currently highly fragmented and faces pain points such as poor customer experience, complex supply chains, and inefficient fulfillment processes in the long term. In addition, although the maintenance projects for new energy vehicles have decreased, the penetration rate of ownership is still slow. From a full lifecycle perspective, the total maintenance and upkeep expenses for pure electric vehicles and plug-in hybrid vehicles are not lower than those for gasoline vehicles, and the pre-sales and after-sales separation model will also promote the development of third-party systems.

The integrated Tuhu model of online and offline, centered on user demand, solves supply chain pain points, and has a promising flywheel effect. Tuhu Yangche brings together scattered automotive service needs on a platform, where upstream partners directly with automotive parts suppliers to reduce their own costs and improve store profitability; Downstream, through its strong supply chain and logistics network, provides users with efficient, diverse, and standardized automotive services. The company innovates its supply system and improves efficiency by building a digital system+warehousing and logistics system; Efficient and scalable store network, ensuring standardized services and rapid expansion; Expanding scale to enhance upstream bargaining power, developing customized products and continuously reducing costs for self owned brands; Cost reduction+efficiency improvement, good profit quality from joining the Tuhu factory store; The flywheel begins to rotate, which will further enhance the company's scale and profitability. In addition, the company actively expands into the field of new energy and cooperates with OEM and battery manufacturers.

Risk warning: intensifying industry competition, faster than expected increase in electric vehicle ownership, and less than expected expansion of business categories.

Key Financial Indicators

FY	2022A	2023E	2024E	2025E
Revenue (Thous/CNY)	11,546,851	13,624,243	16,116,585	19,029,072
YoY (%)	-1.5%	18.0%	18.3%	18.1%
Net Income Attributable to Shareholders (CNY/Thous)	-2,136,173	93,380	571,924	1,180,797
YoY (%)	-	-	555.6%	106.5%
Gross Margin (%)	19.7%	24.0%	25.8%	27.8%
Net Profit margin (%)	-18.5%	0.7%	3.5%	6.2%
EPS (CNY)	-2.61	0.11	0.70	1.44

Source: Company Disclosure, Industrial Securities Research Institute

目 录

1、公司概况：中国领先的在线线下一体化汽车服务平台	- 5 -
1.1、公司发展历史	- 5 -
1.2、公司核心管理层及股权架构	- 6 -
1.3、公司业务：线上线下一体化，大力发展加盟网络	- 8 -
2、行业空间广阔，潜力巨大	- 10 -
2.1、保有量及车龄提升驱动汽车服务市场持续增长	- 10 -
2.2、以美国成熟的汽车后市场生态看中国后市场发展方向	- 12 -
2.3、行业参与者众多，市场分散度高	- 15 -
2.4、新能源趋势影响及公司布局	- 16 -
3、公司看点：飞轮效应可期	- 18 -
3.1、搭建数字化系统+仓储物流体系，革新供应体系提升效率	- 18 -
3.2、高效及可扩展的门店网络，确保标准化服务和快速扩张	- 20 -
3.3、规模扩大提升上游议价能力，发展定制产品及自有品牌持续降本	- 21 -
3.4、成本降低+效率提升，加盟途虎工场店盈利质量好	- 22 -
3.5、积极布局新能源领域，与主机厂及电池厂商展开合作	- 23 -
4、财务分析：快速扩张下规模效应明显，经营现金流强劲	- 24 -
5、盈利预测与估值	- 25 -
6、风险提示	- 28 -

图 目 录

图 1、公司核心管理层	- 6 -
图 2、途虎养车全球发售后股权架构	- 7 -
图 3、途虎汽车服务平台	- 8 -
图 4、途虎 2022 年分业务收入占比	- 8 -
图 5、途虎历年分类型门店数量	- 9 -
图 6、中国乘用车保有量	- 10 -
图 7、中国汽车服务市场规模	- 10 -
图 8、分城市类型每千人保有量（单位：辆）及 2018-2022 复合增长率	- 10 -
图 9、中美平均车龄对比（单位：年）	- 10 -
图 10、中国汽车服务行业价值链	- 11 -
图 11、中国汽车服务市场分渠道规模及预测	- 11 -
图 12、美国 DIY/DIFM 渠道份额变化	- 12 -
图 13、2022 年美国连锁巨头 DIY/DIFM 渠道占比	- 12 -
图 14、2022 年汽车经销商行业售后业务毛利结构	- 12 -
图 15、中美事故车保险金额按赔付渠道占比	- 12 -
图 16、美国四大汽配连锁巨头收入（亿美元）	- 14 -
图 17、奥莱利毛利率及营业利润率（单位：%）	- 14 -
图 18、2018-2021 年中国车险赔付率	- 14 -
图 19、乘用车新能源汽车保有量渗透率	- 16 -
图 20、纯电车与燃油车生命周期保养维修开支比较（假设燃油汽车的年度开支为 100）	- 17 -
图 21、插混车与燃油车生命周期保养维修开支比较	- 17 -
图 22、途虎面向服务商的圈套汽车服务技术支持系统	- 18 -
图 23、途虎高效的仓储和物流体系	- 18 -
图 24、途虎配送中心分布	- 18 -

图 25、途虎当前提供的产品及服务	- 19 -
图 26、途虎个人客户分业务收入（千元）	- 19 -
图 27、途虎个人客户分业务毛利（千元）	- 19 -
图 28、途虎工场店形象	- 20 -
图 29、途虎对门店管控强	- 20 -
图 30、途虎复购客户及其收入贡献占比	- 20 -
图 31、途虎线上订单收入占比	- 20 -
图 32、与各品牌开展各种模式合作，强大的履约网络覆盖全国	- 21 -
图 33、途虎、工场店、合作门店收入及成本确认方式	- 22 -
图 34、途虎平均单店月度管理费（千元）	- 22 -
图 35、途虎平均单店利润分成（千元）	- 22 -
图 36、途虎零跑合作服务店	- 23 -
图 37、途虎宁德时代授权服务店	- 23 -
图 38、途虎历年收入、毛利润及净利润	- 24 -
图 39、途虎历年门店数量及类型	- 24 -
图 40、途虎历年销售、研发、管理及行政费用	- 24 -
图 41、途虎历年毛利率、经营利润率	- 24 -
图 42、途虎存货、应收、应付账款周转天数（天）	- 24 -
图 43、途虎经营、投资、融资现金流（千元）	- 24 -

表目录

表 1、途虎养车发展历史	- 5 -
表 2、途虎融资历史	- 7 -
表 3、途虎自营、加盟与合作门店区分与定位	- 9 -
表 4、途虎开店空间测算	- 9 -
表 5、中国汽车服务供应商按门店数目排名	- 15 -
表 6、中国按汽车服务市场收入排名	- 15 -
表 7、新能源汽车与燃油汽车的保养及维修服务比较	- 16 -
表 8、公司毛利率持续提升	- 21 -
表 9、途虎工场店数量预测	- 25 -
表 10、途虎 RDC 及 FDC 数量预测	- 25 -
表 11、途虎分业务类型收入预测	- 26 -
表 12、途虎盈利预测结果	- 26 -
表 13、可比公司估值表（截至 2024 年 1 月 4 日数据）	- 27 -

报告正文

1、公司概况：中国领先的在线线下一体化汽车服务平台

1.1、公司发展历史

途虎是中国领先的在线线下一体化汽车服务平台之一。途虎成立于 2011 年，凭借以客户为中心的模式和精简的供应链，公司提供数字化及按需服务体验，直接满足车主多样化的产品和服务需求，打造一个由车主、供应商、汽车服务门店和其他参与者组成的汽车服务平台。截至 2023 年 3 月底，公司旗舰应用程序「途虎养车」和在线界面拥有超过 1 亿名注册用户。截至 2023 年 3 月 31 日止最近十二个月，途虎拥有 17.1 百万名交易用户，同比增长 9.9%；平均月活跃用户达到 10.2 百万名，是中国汽车服务供应商聚集的最大车主社区。

表 1、途虎养车发展历史

时间	事项
2011	途虎养车网成立 开展轮胎销售业务 搭建履约基础设施 启用合作店模式
2012	在上海设立首个物流中心，逐步实现江浙沪极速达
2013	全国合作门店数量超 4,000 家 提供保养服务 开展机油销售业务 开展底盘零部件销售业务
2014	全国铺建履约基础建设 途虎养车 APP 上线运营并提供 30 余种汽车服务
2015	推出汽配龙业务 推出蓝虎系统 开展蓄电池销售业务 推出行业内首个轮胎险
2016	采用轻资产加盟模式，开设首家途虎工场店并建立线上线下一体化商业模式
2017	推出汽车美容业务 为品牌合作方提供 Saas 解决方案
2018	与埃克森美孚化工、普利司通及佳通轮胎建立战略合作伙伴关系 首间前端配送中心（FDC）投入运营
2019	与博世及朝阳建立战略合作伙伴关系 实施「一物一码」系统，实现店内货品追踪 途虎养车 APP 上使用专有人工智能技术进行定制化推荐 途虎工场店超过 1,000 家
2020	服务门店数量在中国所有汽车服务供应商中排名第一 途虎中国工场店数量超过 3,000 家
2021	与新能源品牌及新能源品牌主要供应商合作，推出动力电池及电桩维修业务 年销售额突破百亿
2022	成为中国最大的动力电池及电桩维修第三方服务 途虎养车工场店超过 2,000 家
2023	累计注册用户数超过 1 亿 全球最大的第三方轮胎自动化立体仓正式投产

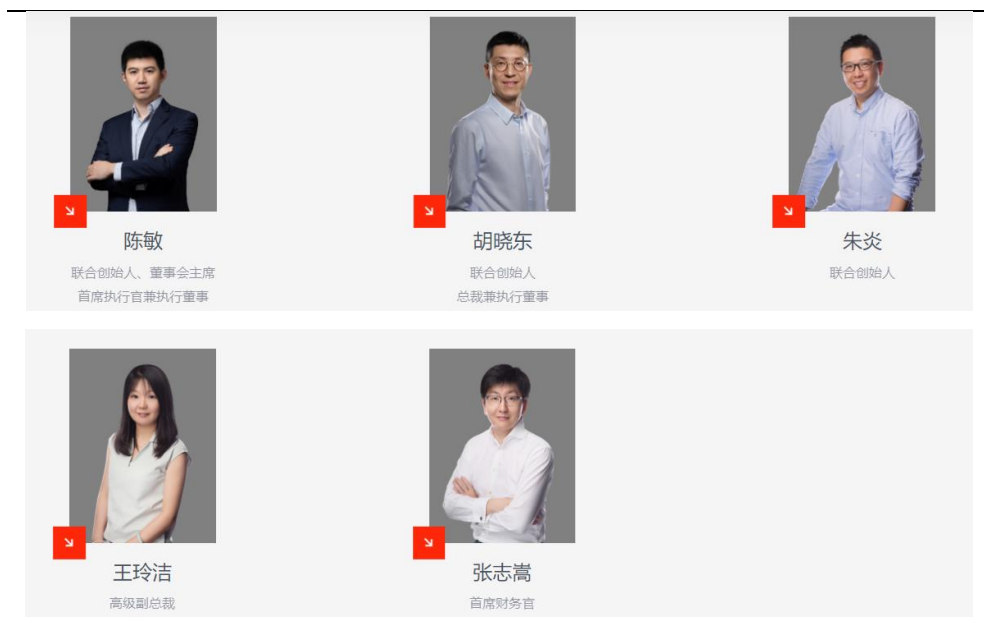
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、公司核心管理层及股权架构

核心管理层在软件开发行业及汽车服务运营行业拥有丰富经验：

- 陈敏先生，42岁，途虎联合创始人、董事会主席、首席执行官兼执行董事。陈先生主要负责本集团的整体战略规划、日常业务运营及管理。陈先生于软件开发及数据管理领域拥有逾18年的经验，于汽车服务市场及业务数据分析方面拥有逾11年的经验。
- 胡晓东先生，51岁，途虎联合创始人、总裁兼执行董事。胡先生主要负责以公司业务的研发方面为重心之整体战略规划。在联合创立途虎前，胡先生曾担任多个工程领导职位。
- 朱炎先生，41岁，途虎联合创始人，主要负责制定新业务拓展策略。在联合创立途虎前，朱先生担任上海隆金信息科技有限公司法定代表人。
- 王玲洁女士，39岁，途虎高级副总裁，主要负责管理人力资源部及线下业务开发部。加入途虎之前，王女士自2015年7月至2019年9月担任天津三快科技有限公司的人力资源总监。
- 张志嵩先生，40岁，途虎首席财务官，主要负责管理财务部及投资者关系中心。张先生自2021年7月至2022年7月为公司副首席财务官兼高级副总裁。加入途虎之前，张先生自2018年至2021年担任高盛（亚洲）有限责任公司执行董事。此前，张先生先后任职于花旗环球金融亚洲有限公司副总裁、Merrill Lynch（AsiaPacific）Ltd. 经理及德意志银行经理。

图 1、公司核心管理层



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

上市前经 16 轮融资共募集超 92 亿元，IPO 以 28 港元/股发行约 5% 股份。自成立以来，途虎养车颇受资本青睐，共获得 16 轮融资，其中包括腾讯、百度、高盛、高瓴资本、红杉中国、启明创投、方源资本、愉悦资本、君联资本、中金资本等多家知名投资机构。2023 年 9 月 26 日，途虎在港交所上市，IPO 全球发售 4696.58 万股，发行价 28 港元/股。

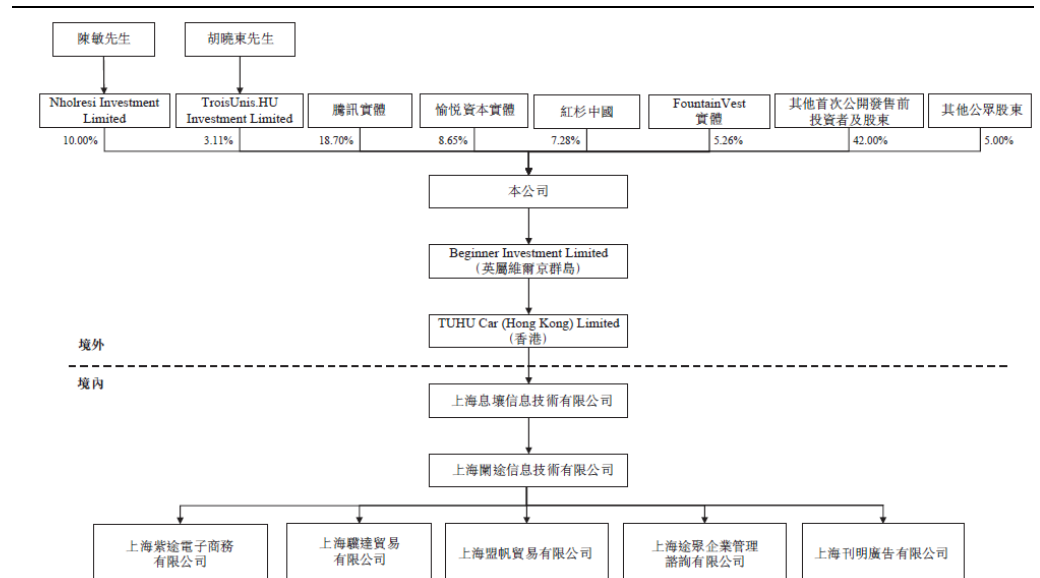
表 2、途虎融资历史

轮次	结算日期	募集资金 (亿元)
种子轮	2013 年 6 月	0.0
A 轮	2014 年 6 月	0.3
B 轮	2014 年 9 月	1.2
C 轮	2015 年 11 月	6.3
D 轮	2016 年 10 月	9.1
E 轮	2018 年 9 月	28.6
F 轮	2021 年 11 月	47.2
合计		92.6

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

腾讯为公司第一大股东，两位联合创始人分别持股 10.0%、3.1%。途虎养车创始人陈敏先生持股 10.00%，联合创始人胡晓东先生持股 3.11%。腾讯为公司最大持股股东，持股 18.70%。愉悦资本、红杉中国、方源资本分别持股 8.65%、7.28%、5.26%，为公司持股超 5% 的大股东。

图 2、途虎养车全球发售后股权架构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、公司业务：线上线下一体化，大力发展加盟网络

途虎已打造出一个包括车主、供应商、服务门店和其他参与者在内的线上线下一体化汽车服务平台。公司为车主提供的产品和服务包括轮胎和底盘零部件、汽车保养、汽车维修、汽车美容、汽车配件以及其他相关的安装服务，同时也为平台中的所有参与者提供广告、加盟及其他服务，包括广告服务和针对不同业务的SaaS解决方案。

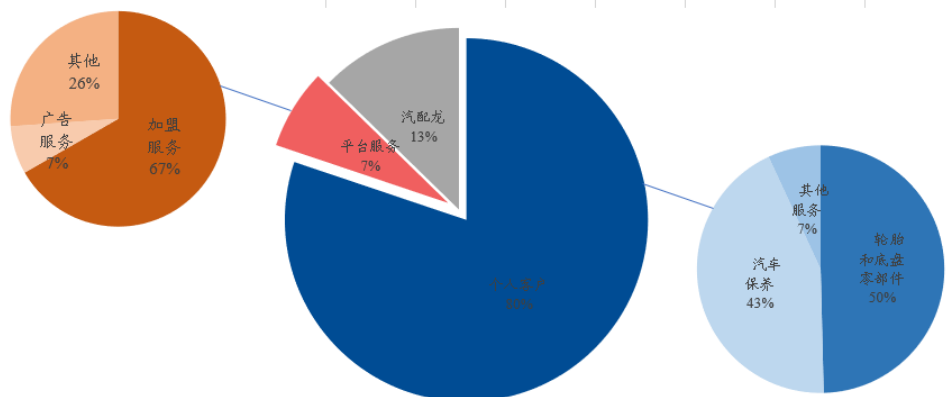
图 3、途虎汽车服务平台



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司当前收入以面向个人客户的产品及服务收入为主。2022 年，公司实现总收入 115.5 亿元，其中 80%为面向个人客户的收入（包括 50%轮胎和底盘零部件、43%汽车保养及 7%其他服务），13%为面向加盟途虎工场店的汽配龙收入，7%为平台服务收入（包括 67%加盟服务、7%广告服务及 26%其他）。

图 4、途虎 2022 年分业务收入占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

门店方面，途虎自营店定义标杆，加盟店实现扩张，合作店补充覆盖。途虎有三种不同类型的门店，包括自营途虎工场店、加盟途虎工场店和第三方合作门店。加盟途虎工场店采用与自营途虎工场店相同的标准及途虎专有技术系统运营。此外，途虎在中国各地亦有大量的合作门店，其主要作为途虎工场店的补充向通过途虎养车的在线界面下达订单的客户提供安装服务。

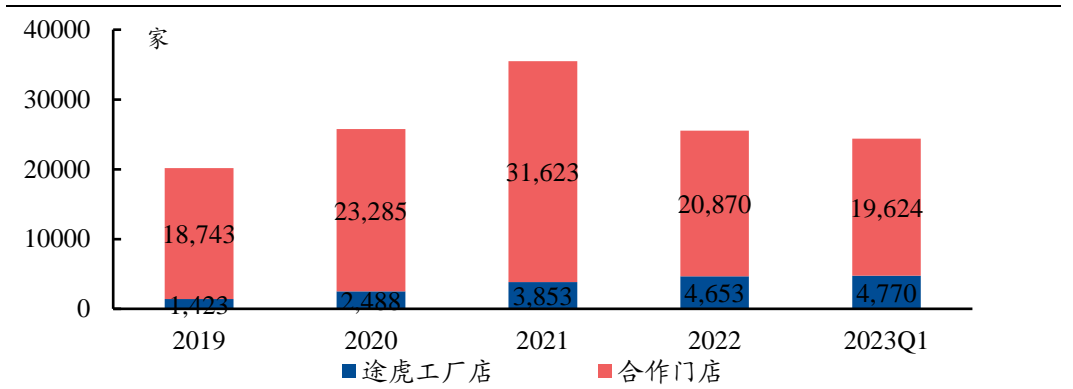
表 3、途虎自营、加盟与合作门店区分与定位

	战略定位	运营模式	贡献收入
途虎自营店	定义服务质量和运营效率的行业标准	全权控制	零配件销售+服务收入
途虎加盟店	以轻资产的商业模式实现网络的快速扩张	全权控制门店管理、信息、财务、供应链物流、品牌、技师、服务质量等系统部门	线上：零配件销售+服务收入 到店：零配件销售收入 加盟商：加盟+管理+分成费
合作门店	作为途虎工场店的补充，进一步扩大地域覆盖	不控制运营，合作门店仅提供安装服务	零配件销售收入+服务费净额

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

持续扩张加盟工场店数量，未来将扩大低线城市覆盖。截至 2023Q1 末，公司拥有途虎工场店 4770 家，其中自营途虎工场店为 160 家（环比 22 年末减少 2 家），加盟途虎工场店 4610 家（环比 22 年末增加 119 家）。从城市分布来看，途虎工场店在一线城市布局最为密集，每 100 万辆车对应 49 家途虎工场店，新一线/二线城市密度分别为每 100 万辆车对应 27/21 家途虎工场店，三线及以下城市覆盖度仍然非常低。未来公司将持续提升低线城市覆盖度实现进一步增长。

图 5、途虎历年分类型门店数量



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 4、途虎开店空间测算

	一线城市	新一线城市	二线城市	三线及以下城市	合计
汽车保有量 (百万辆)	16.8	52.3	51.4	158.6	279.1
2023H1 途虎工场店数量 (家)	818	1423	1076	1812	5129
每百万辆车对应工场店数量 (家/百万)	49	27	21	11	
预期每百万辆车对应工场店数量 (家/百万)	50	50	50	50	
预期工场店数量 (家)	840	2615	2570	7930	13955
预期工场店增量空间 (家)	22	1192	1494	6118	8826

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2、行业空间广阔，潜力巨大

2.1、保有量及车龄提升驱动汽车服务市场持续增长

2022 年中国汽车服务市场（包含汽车维修及保养、汽车清洁及汽车美容以及汽车配件）规模约 1.2 万亿元，根据灼识咨询预测，2023 年至 2027 年将以 9.0% 的 CAGR 增长至 2027 达到 1.9 万亿元。中国汽车服务市场的稳步增长和抗周期能力得益于：

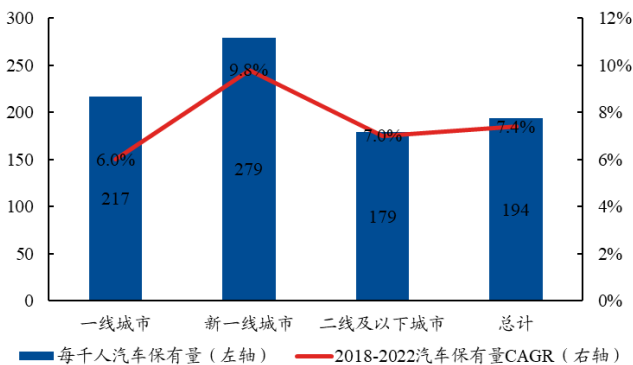
- **中国汽车保有量持续增长。**截至 2022 年底中国乘用车保有量达 273.6 百万辆，位居世界第一，但每千人乘用车保有量仅为 194 辆，显著低于美国每千人 769 辆乘用车以及欧盟成员国每千人 563 辆乘用车，未来增长空间广阔。
- **行驶里程及车龄不断增加。**2022 年中国乘用车总行驶里程达到 1.8 万亿英里，低于美国乘用车行驶的 2.8 万亿英里，预计到 2027 年将增长至 2.7 万亿英里。2022 年中国平均车龄为 6.2 年，远低于美国的 12.2 年以及欧盟成员国的 12.3 年。预期到 2027 年，平均车龄将达到 8.0 年。

图 6、中国乘用车保有量



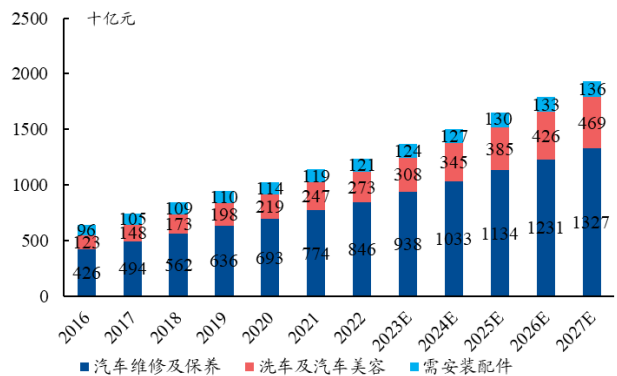
资料来源：灼识咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、分城市类型每千人保有量（单位：辆）及 2018-2022 复合增长率



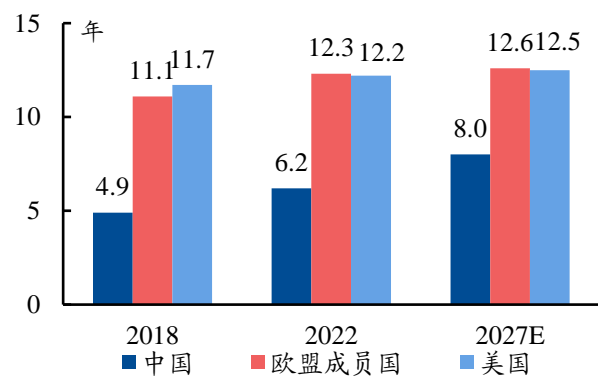
资料来源：灼识咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、中国汽车服务市场规模



资料来源：灼识咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、中美平均车龄对比（单位：年）

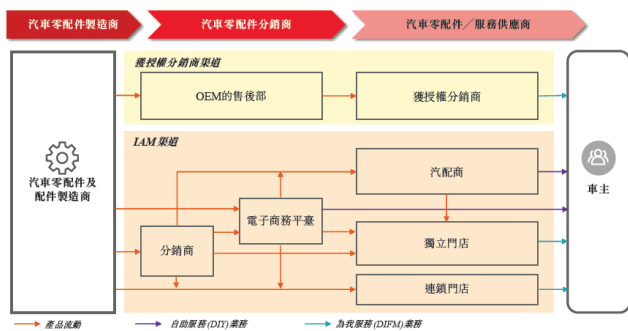


资料来源：灼识咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

中国汽车服务市场目前仍以授权经销商渠道为主，零配件销售价格及安装服务工时费居高不下。汽车服务价值链包括授权经销商及独立的后市场服务供应商（IAM）渠道，2022 年中国约有 3.4 万家授权经销商及 86.2 万家 IAM 门店，分别占据汽车服务市场 GMV 的 53.6% 及 46.4%。经销商通常自 OEM 售后部门采购汽车零配件，采购价格更高。此外，经销商门店较高的运营成本及开支通常使得其就零配件及相关安装服务收取较高价格。

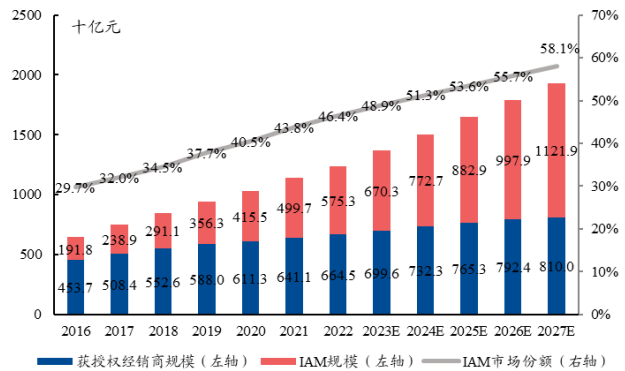
行驶里程及车龄日渐增长将带来汽车服务市场规模增长，成熟车主更加倾向于高性价比、多元化的产品和服务，IAM 市场份额有望提升。车龄提升带来保修期外乘用车数量增长，推动车主对 IAM 需求增长。此外，伴随中国汽车服务市场的快速发展，车主对更加个性化、定制化的需求也不断增加，装饰产品及汽车美容服务等细分市场也有望扩容。根据灼识咨询预测，2023-2027 年 IAM 市场规模复合增速将达到 13.7%，预计到 2027 年 IAM 市场占比将达到 58%。

图 10、中国汽车服务行业价值链



资料来源：灼识咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、中国汽车服务市场分渠道规模及预测



资料来源：灼识咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

中国独立汽车服务市场高度分散，核心原因在于长期面临以下痛点：

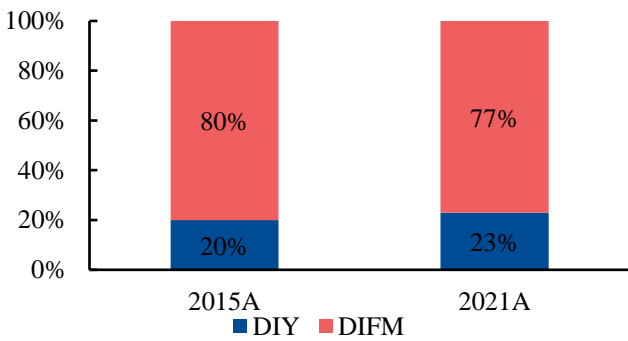
- **客户体验差：** 由于汽车服务市场的高度分散和复杂性，中国的车主往往面临牺牲一定服务需求来换取满足其他服务需求的选择困境，考虑因素包括便利性、服务质量、产品质量和正品保障以及价格高低。
- **供应链复杂：** 汽车零部件众多且不同品牌、车型不兼容，因此汽车服务市场充斥着大量 SKU。未经授权的制造商生产仿制产品，使市场进一步鱼龙混杂。中国传统的汽车零部件供应链通常层级较多，效率低下。品牌制造商必须在不同地区依靠不同的批发商和分銷商以期最大程度提升销售。这带来了额外成本，并导致市场不透明，消费者难以做出选择。
- **履约流程低效：** 汽车服务市场中大量的 SKU 也给履约流程带来压力。供需失衡使传统集中履约模式下的预测变得较为困难。因此，传统模式下，门店和分銷商不可避免出现库存积压，拖累了行业的整体效率。

2.2、以美国成熟的汽车后市场生态看中国后市场发展方向

根据美国 Auto Care Association 数据，2022 年美国汽车售后市场总规模约为 3570 亿美元，约为我国的 2 倍。此外，美国汽车服务市场具有以下重要特点：

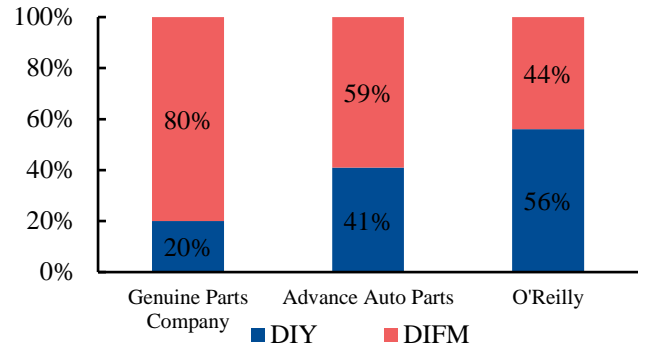
成熟的汽车文化+高昂的服务费用导致 DIY 渠道份额显著。美国后市场主要有 DIY 和 DIFM 两种模式。DIY 车主基于便利性及性价比选择从汽配零售店采购配件自己进行维修或养护，车主通常为驾龄或驾驶里程长的中年蓝领。DIFM 车主主要依靠专业人员帮助他们的汽车进行维修保养和安装工作，通常为 50 岁以上白领且行驶里程较短。根据 Lang Marketing 数据，2015 年 DIFM/DIY 分别占据美国 80%/20% 的份额，2021 年则分别占比 77%/23% 的市场份额。美国汽配连锁巨头 GPC/AAP/O'Reilly 在 2022 年年报中披露 DIY 收入占比分别为 20%/41%/56%。

图 12、美国 DIY/DIFM 渠道份额变化



资料来源：Lang Marketing, 兴业证券经济与金融研究院整理

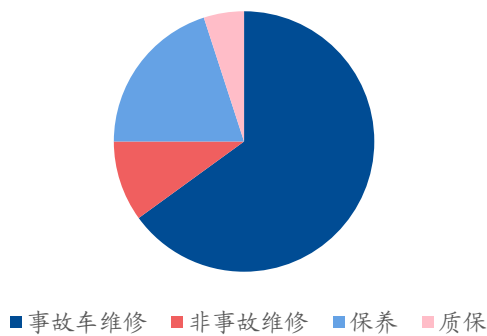
图 13、2022 年美国连锁巨头 DIY/DIFM 渠道占比



资料来源：公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

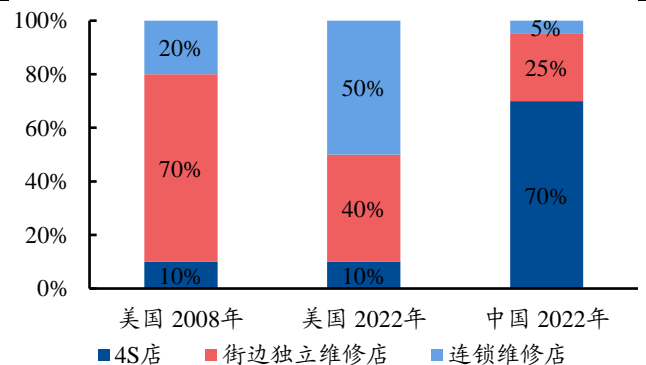
- **独立后市场体系十分发达，按销售额占绝大部分市场份额。**中国汽车服务利润蛋糕目前仍为经销商占据，而美国发达的独立渠道造就了街边独立店和连锁维修点占据远高于 4S 店的事后车赔付份额。根据 2022 年数据，美国连锁维修店、独立街边维修店及 4S 店分别占事故车保险赔付比例 50%、40% 及 10%，中国约为 5%、25%、70%。中国的连锁维修店占比非常少。

图 14、2022 年汽车经销商行业售后业务毛利结构



资料来源：中国汽车流通协会, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、中美事故车保险金额按赔付渠道占比



资料来源：CCC Intelligent Solutions, 中国汽车流通协会, 兴业证券经济与金融研究院整理

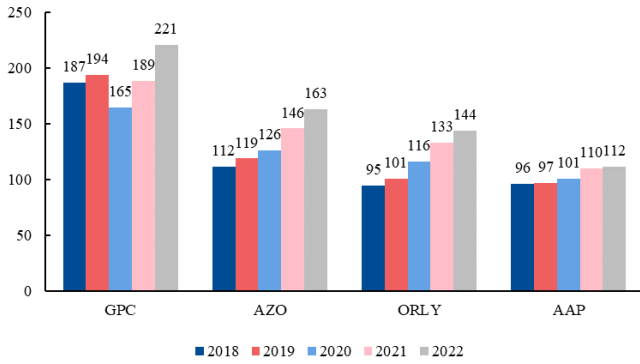
行业反垄断法案及完善的质量认证体系促进美国独立后市场体系发展:

- **《马格努森-莫斯保修法》为独立后市场体系发展提供条件。**1975年,美国政府出台《马格努森-莫斯保修法》,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。同时规定汽车制造企业或经销商不能仅仅因为车主安装非原装零件产品就拒绝保修,除非汽车制造企业或经销商能证明汽车修理的问题是车主安装非原厂零件造成。
- **《汽车可维修法案》保证汽车维修技术信息公开。**2003年,美国国会颁布实施《汽车可维修法案》,明确规定汽车生产企业应及时向车主、汽车维修者等提供诊断、维修车辆所必需的技术信息。如果汽车生产企业以保护商业秘密或以某项技术信息对汽车维修无直接影响为由拒绝公开,就必须向联邦贸易委员会举证并接受裁决。
- **质量认证体系确保非原厂配件外观与功能达到原厂水平,保险公司鼓励选用非原厂零件。**1987年成立的美国非营利性组织合格汽车零件协会(CAPA)是一家对非原厂配件质量认证的行业协会,CAPA提供给消费者、汽车修理厂、经销商以及保险公司一个公正的认证方式以确保零件的外观与功能上达到原厂水平。由于非原厂件的价格低于原厂件,很多保险公司会在保证非原装零件质量和车主知情的基础上,通过提供不同等级的保险费率,鼓励投保车主选用非原厂零件。

完善的非原厂零件认证体系、发达且分散的独立维修渠道与独特的DIY文化催生出美国汽配连锁巨头。美国汽配批发商通常不生产配件且通常不提供维修及安装服务,他们向上游零配件制造商采购,然后销售给下游的连锁维修店、街边独立维修店及DIY车主客户。在美国汽车后市场产业链上,汽配销售连锁企业占据产业链核心位置,在过去几十年中通过兼并收购规模持续扩张,促进供应链体系扁平化降低配件流通成本。

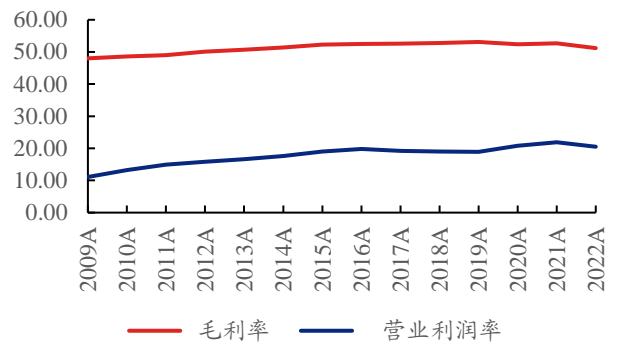
美国最大的四家汽配销售连锁企业包括AutoZone(AZO)、O'Reilly(ORLY)、Genuine Parts Company(GPC)和Advance Auto Parts(AAP)。截至2023年8月26日,AZO在美国/墨西哥/巴西分别拥有门店6300/740/100家。截至2022年底,GPC在北美/欧洲/澳大利亚分别拥有分销网络6796/2462/543家;ORLY在美国/墨西哥分别拥有门店5929/42家;AAP在美国运营门店4770家。

图 16、美国四大汽配连锁巨头收入（亿美元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、奥莱利毛利率及营业利润率（单位：%）

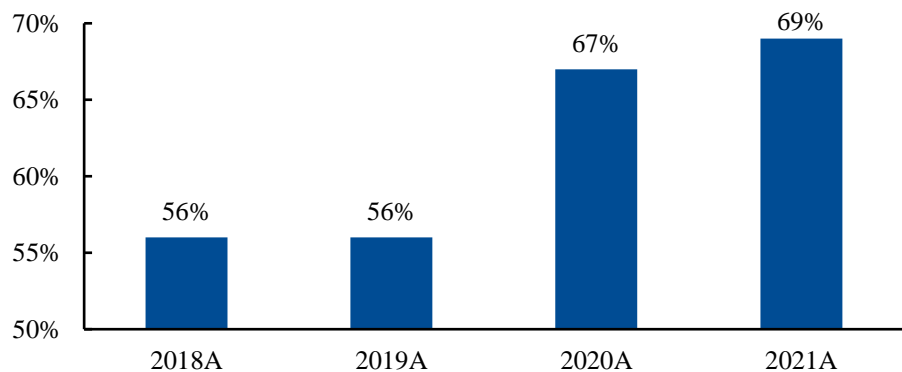


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

与美国发达的汽车独立后市场相比，我国汽车独立售后市场仍处于发展中阶段，行业将在以下因素驱动下迎来持续的健康稳定发展：

- 《汽车业反垄断指南》促进汽车配件生产及流通。2016 年 3 月，国家发改委网站公布了《关于汽车业的反垄断指南》（征求意见稿）；2019 年 1 月，国务院反垄断委员会印发《汽车业反垄断指南》，《指南》重点关注汽车配件生产与流通以及汽车售后市场上的滥用市场支配地位行为，要求主机厂和 4S 经销商为代表的授权体系开放技术、信息和原厂件流通，明确用户选择维修企业和维修配件的权利。
- 保险公司促进非原厂零件流通意愿增强。2020 年 9 月车险费改后，保险公司车险总保费下降但赔付率跃升，保险公司推动非原厂件应用进而降本意愿增强。
- 汽车售前售后体系分离趋势加速。当前，新能源车企售前售后模式普遍存在，传统品牌经销商也在加速整合售后资源发展独立售后中心。售前售后分离趋势下，第三方售后体系有望逐步赢得消费者认可。

图 18、2018-2021 年中国车险赔付率



资料来源：中国汽车流通协会，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、行业参与者众多，市场分散度高

与同行相比，途虎已经具备优势，且更加专注。在中国的 IAM 门店中，途虎在截至 2022 年末的门店数量及 2022 年度的 IAM 汽车服务收入方面均排名第一。

表 5、中国汽车服务供应商按门店数目排名

排名	汽车服务供应商	品牌定位	2020 年 (家)	2021 年 (家)	2022 年 (家)
1	途虎养车	一体化线上线下汽车服务供应商	2,488	3,853	4,653
2	壳牌喜力爱车中心	传统的 IAM	~2,000	~2,800	~4,000
3	天猫养车	一体化线上线下汽车服务供应商	~550	~1,800	~2,000
4	驰加	传统的 IAM	~1,600	~1,700	~1,600
5	好修养	传统的 IAM	~1,200	~1,500	~1,500
6	京东京车会	一体化线上线下汽车服务供应商	~1,200	~1,480	~850

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 6、中国按汽车服务市场收入排名

排名	汽车服务供应商	品牌定位	2022 年服务收入 (十亿元人民币)	市场份额
1	中升集团	获授权经销商	24.6	2.0%
2	广汇汽车	获授权经销商	~14.2	1.1%
3	途虎	一体化线上线下汽车服务供应商	11.5	0.9%
4	永达汽车	获授权经销商	~10.1	0.8%
5	利星行	获授权经销商	~10.0	0.8%

排名	IAM	品牌定位	2022 年服务收入 (十亿元人民币)	市场份额
1	途虎	一体化线上线下汽车服务供应商	11.5	0.9%
2	壳牌喜力爱车中心	传统的 IAM	~3.2	0.3%
3	驰加	传统的 IAM	~2.3	0.2%
4	天猫养车	一体化线上线下汽车服务供应商	~1.6	0.1%
5	京东京车会	一体化线上线下汽车服务供应商	~1.3	0.1%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/885341033242011040>