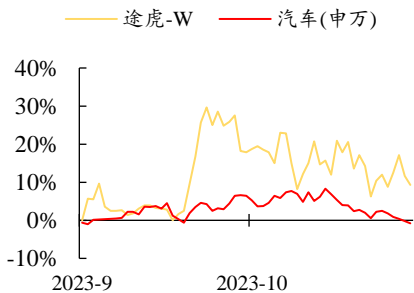


股票投资评级

增持|首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(港元)	25.300
总股本/流通股本(亿股)	8.19 / 7.50
总市值/流通市值(亿港元)	207 / 190
52周内最高/最低价	37.70 / 24.10
资产负债率(%)	303.06%
市盈率	-17.0
第一大股东	意像架构投资(香港)有限公司

研究所

分析师:白宇  
SAC 登记编号:S1340523040001  
Email: baiyu@cnpsec.com

途虎-W (9690.HK)

利用互联网深度重整汽车后市场

● 投资要点

一、公司是国内领先的汽车后市场电商

目前途虎拥有 5000 家以上线下门店和 100 亿以上的营收，从门店数量、营收规模、日活率等各类数据来看，途虎是目前国内最大的汽车后市场电商，甚至也是最大的汽车后市场服务商。

二、中国汽车后市场仍然空间巨大

目前国内汽车保有量已经超过 3 亿，并且仍在以每年千万级的规模在不断增长，汽车后市场消费量和消费价值不断增加，需求端高速增长无虞。从供给端上来看，过去传统的 4S 为主的模式已经产生了一定的供给不足，独立服务商叠加 O2O 平台成为最具发展潜力的供给模式，而且目前来看此种供给渗透率仍然有限，未来占比将不断提升。

三、中国汽车后市场层级过于密集，互联网整合空间巨大

汽车主机厂支撑的后市场模式成本较高，独立分散的售后服务模式又缺乏上游有效支持，而 O2O 赋能的售后服务模式对于简化渠道、降低成本、提高客户满意度来说是杀手铜般的存在，在一线城市已经取得了较好成绩的途虎，在三四线城市潜力巨大，未来几年公司将着重布局三四线城市，市场机遇显著。

四、轮胎、保养两大后市场品类快速增长

目前途虎的两大品类轮胎和保养快速增长，公司已成长为很多轮胎厂、润滑油厂的国内最大经销商。公司不断推出平台自有品牌的相关产品，并且推广效果显著，未来轮胎、保养业务仍将保持高速增长。

五、钣喷、维修等后市场品类潜力无穷

公司依托强大的门店优势和客户资源，近两年逐步发力轮胎、保养之外更大的钣喷、维修市场，汽配龙将有效解决汽车后市场目前上游零部件短缺问题，助力公司维修后市场业务增长。

● 投资策略：

鉴于公司工场店的持续扩张，轮胎及零部件、汽车保养业务预计将保持稳健增长，我们预计公司 2023/2024/2025 年营收分别为 135.40、167.26、202.46 亿元；考虑到公司在产品、业务结构端的持续优化，叠加工位服务周转率上行及规模优势赋予公司的强议价权，预计公司盈利水平将持续改善，我们预计 2023/2024/2025 年净利润分别为 2.55/8.88/15.30 亿元，对应当前市值 PE 分别为 76/22/13 倍。首次覆盖给予“增持”评级。

● **风险提示:**

向二三线及以下城市渗透进度不及预期；行业竞争激烈影响盈利水平等。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11547	13540	16726	20246
增长率(%)	-2	17	24	21
归属母公司净利润(百万元)	-2136	255	888	1530
增长率(%)	63	112	248	72
EPS(元/股)	-15.00	0.31	1.08	1.87
市盈率(P/E)	0.00	75.56	21.70	12.59

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	11,547	13,540	16,726	20,246	营业收入	-1.51%	17.26%	23.53%	21.05%
其他收入	16	0	0	0	归属母公司净利润	63.43%	111.94%	248.15%	72.38%
<b>营业成本</b>	<b>9,277</b>	<b>10,250</b>	<b>12,100</b>	<b>14,200</b>	<b>获利能力</b>				
销售费用	1,542	1,828	2,258	2,733	毛利率	19.66%	24.30%	27.66%	29.86%
管理费用	399	474	585	709	销售净利率	-18.50%	1.88%	5.31%	7.56%
研发费用	621	745	920	1,114	ROE	11.27%	-1.37%	-5.02%	-9.52%
财务费用	-29	0	0	0	ROIC	-78.26%	7.94%	20.34%	24.44%
<b>除税前溢利</b>	<b>-2,108</b>	<b>253</b>	<b>880</b>	<b>1,517</b>	<b>偿债能力</b>				
所得税	31	-3	-9	-15	资产负债率	310.30%	281.88%	239.19%	200.15%
<b>净利润</b>	<b>-2,138</b>	<b>255</b>	<b>889</b>	<b>1,532</b>	净负债比率	-100.44%	-99.00%	-96.64%	-93.45%
少数股东损益	-2	0	1	2	流动比率	1.24	1.26	1.33	1.44
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-2,136</b>	<b>255</b>	<b>888</b>	<b>1,530</b>	速动比率	0.69	0.73	0.81	0.92
EBIT	-2,137	253	880	1,517	<b>营运能力</b>				
EBITDA	-1,773	253	880	1,517	总资产周转率	1.23	1.41	1.46	1.41
EPS (元)	-15.00	0.31	1.08	1.87	应收账款周转率	61.30	71.74	73.46	72.79
<b>资产负债表</b>					应付账款周转率	2.92	3.12	3.22	3.21
<b>流动资产</b>	<b>6,906</b>	<b>8,173</b>	<b>10,544</b>	<b>13,729</b>	<b>每股指标 (元)</b>				
现金	2,686	3,434	4,948	7,283	每股收益	-15.00	0.31	1.08	1.87
应收账款及票据	174	203	248	295	每股经营现金流	-0.38	0.57	1.56	2.40
存货	1,543	1,704	2,012	2,295	每股净资产	-23.15	-22.76	-21.59	-19.64
其他	2,503	2,831	3,336	3,857	<b>估值比率</b>				
<b>非流动资产</b>	<b>2,108</b>	<b>2,101</b>	<b>2,101</b>	<b>2,101</b>	P/E	0.00	75.56	21.70	12.59
固定资产	671	671	671	671	P/B	0.00	-1.03	-1.09	-1.20
无形资产	554	554	554	554	EV/EBITDA	-10.74	149.24	41.32	22.61
其他	884	876	876	876	<b>现金流量表</b>				
<b>资产总计</b>	<b>9,014</b>	<b>10,273</b>	<b>12,645</b>	<b>15,830</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>-313</b>	<b>470</b>	<b>1,279</b>	<b>1,966</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,572</b>	<b>6,434</b>	<b>7,894</b>	<b>9,424</b>	净利润	-2,136	255	888	1,530
短期借款	0	120	320	620	少数股东权益	-2	0	1	2
应付账款及票据	3,119	3,447	4,069	4,640	折旧摊销	364	0	0	0
其他	2,453	2,868	3,505	4,164	营运资金变动及其他	1,462	215	391	434
<b>非流动负债</b>	<b>22,398</b>	<b>22,436</b>	<b>22,436</b>	<b>22,436</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>481</b>	<b>54</b>	<b>17</b>	<b>26</b>
长期债务	21,726	21,726	21,726	21,726	资本支出	-401	0	0	0
其他	672	709	709	709	其他投资	882	54	17	28
<b>负债合计</b>	<b>27,971</b>	<b>28,870</b>	<b>30,330</b>	<b>31,860</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>936</b>	<b>120</b>	<b>200</b>	<b>300</b>
普通股股本	0	0	0	0	借款增加	-451	120	200	300
储备	-18,219	-17,860	-16,949	-15,296	普通股增加	0	0	0	0
<b>归属母公司股东权</b>	<b>-18,957</b>	<b>-18,597</b>	<b>-17,686</b>	<b>-16,033</b>	已付股利	0	0	0	0
少数股东权益	0	0	1	3	其他	1,387	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>-18,957</b>	<b>-18,597</b>	<b>-17,685</b>	<b>-16,030</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>1,214</b>	<b>712</b>	<b>1,564</b>	<b>2,360</b>
负债和股东权益	9,014	10,273	12,645	15,830					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048