

2024年04月12日

途虎-W (9690.HK)

——轻资本快速扩张，汽车后市场真正的价值创造者

买入 (首次覆盖)

投资要点:

- 公司是国内领先的线上线下一体化汽车服务平台之一，致力于解决中国汽车服务业面临的关键痛点。公司建立了一个由管理良好的门店和技师组成的线下网络，以提供高品质和标准化的店内服务。同时公司还直接与汽车零部件供应商合作，通过公司强大的供应链和覆盖全国的物流体系，高效提供价格实惠的正品产品。公司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汽车服务平台。截至2023年底，公司已经在全国拥有5909家途虎工场店，相较2022年新增1256家，其中加盟店达到5757家，新增1266家，这些门店覆盖了全国所有的省级行政区，超过300个城市，使得公司成为中国门店数量最多，覆盖最广的线下汽车服务网络。截至2023年底，公司的注册用户达到1.15亿人，2023年有超过1930万人在途虎的平台上下单产品和服务，平均每个月会有超过1000万活跃用户使用公司的途虎养车应用程序。公司以解决用户痛点为目标，改造传统汽车服务行业，打造全新商业模式，成为2022年国内汽车服务门店数量第一和IAM汽车服务收入第一的独立后市场供应商。公司专有的技术支持系统支持供应链的数字化，并且通过其智能算法进行协调和同步。公司目前拥有超过800名研发人员，围绕汽车服务产业链，开发出一套汽车服务技术支持系统，涵盖零部件匹配大数据平台、仓储管理系统、运输管理系统、订单管理系统、门店管理系统、技师支持和管理系统等。
- 轻资产商业模式持续稳定扩张赋予公司优质基因，全自研线上平台为公司商业模式稳定运转提供支持。公司快速扩张的门店网络为公司可持续和可扩展的商业模式提供支持。创新的加盟模式使得公司能够以轻资产的方式迅速扩大其门店网络，同时确保服务标准化和产品质量。公司的加盟模式与传统加盟模式的不同之处主要体现在服务控制水平、产品采购、存货风险、交易结算和最低销售目标等方面。公司对于加盟店强有力的管控决定了公司商业模式的可持续性。截至2023年3月31日，途虎已建立国内最大且最精准的汽车零配件数据库，涵盖286个品牌，超过66000款车型，匹配准确率高达99.99%。另一方面公司商业模式形成正反馈飞轮效应，对于上游议价权高，下游用户忠诚度高，目前复购率超过60%。
- 汽车后市场长坡厚雪，具备孕育牛股的条件，中国目前行业格局仍未稳定，龙头企业市占率仍有提升空间。2022年中国汽车服务市场规模达到1.2万亿元，随着中国汽车保有量持续增长，汽车行驶里程不断增加，车龄增长，预计2023~2027年汽车服务市场规模CAGR将达9%，汽车后市场赛道稳定增长且具备明显的抗周期能力。目前我国汽车服务市场高度分散，传统的IAM门店占比预计将从2022年的46.6%增加至2027年的58.1%，公司全新的商业模式，有望解决传统IAM门店用户体验差、供应链层级复杂，履约流程低效等弊病。
- 美国汽车后市场牛股倍出，业绩和估值的强势完美诠释了商业模式的优势。复盘Autozone、O'Reilly等美国汽车后市场巨头，业绩保持长期稳定增长，具备明显抗周期能力，股价上涨来自业绩驱动，以及持续不断地股票回购。Autozone 2005-2023财年营收由57.11亿美元提升至174.6亿美元，CAGR约为6.4%；净利润由5.71亿美元提升至25.3亿美元，CAGR约为8.6%；股价自2000年以来至今（截止2024年4月10日）上涨超过97倍，平均PE（TTM）水平为15.6倍；O'Reilly 2005-2023财年营收由20.45亿美元提升至158.12亿美元，CAGR约为12%；净利润由1.64亿美元提升至23.47亿美元，CAGR约为15.9%；股价自2000年以来至今（截止2024年4月10日）上涨超过97倍，平均PE（TTM）水平为21.9倍。持续稳定的增长、优质的盈利能力和现金流、持续的现金股东回报造就了持续高于复合增速的估值水平，体现了商业模式优势对业绩和估值的重要性。
- 投资分析意见：首次覆盖，给予买入评级。门店持续扩张是公司收入增长的驱动力，自有品牌和专供品牌的提升使得公司毛利率持续上升，加盟店的模式决定了公司后续资本开支较低，参考海外同类型公司Autozone、O'Reilly等美国汽车后市场巨头，公司目前在中国的市占率仍远低于Autozone、O'Reilly在美国的市占率，未来行业集中度有望持续提升，随着公司门店持续稳定增长，收入规模仍将持续增长，此外公司毛利率仍然低于海外龙头（50%以上），公司毛利率仍有较大提升空间。我们预计公司2024/2025/2026年归母净利润分别为6.71/11.14/15.47亿元，可比公司2025年平均PE为21X，途虎2025年对应PE为12X，首次覆盖，给予“买入”评级
- 风险提示：门店扩张不及预期，现有加盟商流失，竞争格局恶化导致毛利率下降等

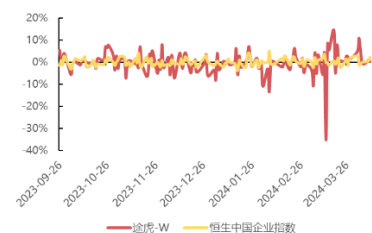
证券分析师

郑嘉伟

S1350523120001

zhengjiawei@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

股价数据: 2024年4月10日

收盘价(港币)	17.98
年内最高/最低(港币)	37.7/9.01
总市值(亿港元)	148

基础数据: 2023年12月31日

总股本(亿股)	8.21
总资产(亿元人民币)	118
净资产(亿元人民币)	45
每股净资产(元人民币)	5.45
市净率PB	3.00

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元人民币)	11,698	13,719	15663	17909	20127
同比增长率(%)	-1.2%	17.3%	14.2%	14.3%	12.4%
毛利率(%)	19.7%	24.7%	26.0%	26.7%	27.4%
归母净利润(百万元人民币)	-2,136	6,703	671.1	1114.0	1547.0
同比增长率(%)			14.2%	14.3%	12.4%
每股收益(元人民币/股)	-2.6	8.17	0.82	1.36	1.89
ROE(%)			13.1%	17.8%	19.9%
市盈率			28	20	12

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润分别为 6.71/11.14/15.47 亿元，参考海外同类型公司 Autozone、O' Reilly 等美国汽车后市场巨头作为可比公司，可比公司 2025 年平均 PE 为 21X，途虎 2025 年对应 PE 为 12X，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

我们从门店的角度对于公司的业绩进行拆解，我们假设未来公司每年维持 1000~1200 家左右加盟店的开店量，假设 2024/2025/2026 年加盟店数分别为 6757/7957/9157 家，考虑到公司未来门店扩张将会下沉至二线城市，单店营收会低于一线城市，我们假设 2024/2025/2026 年加盟店单店收入为 190/187.5/185 万元/年，考虑到老店数量的增长，同时自有品牌和专供品牌占比的提升，我们假设未来毛利率维持增长，假设 2024/2025/2026 年毛利率分别为 27%/27.5%/28%；单店毛利为 51.3/51.6/51.8 万元/年。

投资逻辑要点

门店持续扩张是公司收入增长的驱动力，自有品牌和专供品牌的提升使得公司毛利率持续上升，加盟店的模式决定了公司后续资本开支较低，参考海外同类型公司 Autozone、O' Reilly 等美国汽车后市场巨头，公司目前在中国的市占率仍远低于 Autozone、O' Reilly 在美国的市占率，未来行业集中度有望持续攀升，随着公司门店持续稳定增长，收入规模仍将持续增长，此外公司毛利率仍然低于海外龙头（50%以上），公司毛利率仍有较大提升空间。

核心风险提示

门店扩张不及预期，现有加盟商流失，竞争格局恶化导致毛利率下降等。

目录

1. 公司是我国线上线下一体化汽车服务平台龙头	6
1.1 公司是我国最大的独立汽车服务平台	6
1.2 公司业绩稳健增长，23 年实现扭亏为盈	8
2. 汽车后市场长坡厚雪，强者恒强，我国格局远未稳定	10
2.1 4S 店模式退出主导地位，高保有量+低车龄确保增长潜力	10
2.2 中国汽车服务市场相对落后，行业格局远未稳定	13
2.3 海外对标：Autozone 业绩持续稳定增长，过去 15 年毛利率始终维持 50%以上 ...	14
2.4 新能源汽车趋势为汽车服务市场带来机遇	18
3. 优质的商业模式+技术领先的线上支持系统造就公司核心竞争力	19
3.1 商业模式赋予公司优质基因	19
3.2 轻资产快速扩张的全国门店网络驱动公司增长	22
3.3 技术领先的中央平台是驱动公司商业模式运转的大脑	24
3.4 规模效应形成后更具议价权，同时专供产品和自有品牌占比不断提升	25
4. 盈利预测与估值	26
4.1 盈利预测	26
4.2 公司估值	29
4.3 风险提示	30

图表目录

图 1: 途虎养车服务平台打通供应商、车主以及服务门店.....	6
图 2: 公司历史沿革	7
图 3: 公司营业收入情况 (亿元; %)	8
图 4: 公司归母净利润情况 (亿元)	8
图 5: 公司营收结构情况 (%)	9
图 6: 公司毛利率与净利润率变化情况	9
图 7: 公司分业务毛利率变化情况 (%)	9
图 8: 公司期间费用率情况 (%)	10
图 9: 公司现金流情况 (亿元)	10
图 10: 中国汽车服务业价值链	11
图 11: 我国汽车服务市场规模情况 (按 GMV 计, 按渠道划分, 十亿元)	11
图 12: 中国乘用车保有量情况 (百万辆)	12
图 13: 中国乘用车平均车龄较发达国家仍有差距 (年)	13
图 14: 我国汽车服务市场规模情况 (按 GMV 计, 十亿元)	13
图 15: 美国汽车保有量情况	15
图 16: 美国零配件销售服务门店数量及 CR10 情况	15
图 17: 美国前十大公司门店数量	15
图 18: AutoZone 营业收入情况	16
图 19: AutoZone 归母净利润情况	16
图 20: AutoZone 毛利率与净利润率情况 (%)	16
图 21: AutoZone 门店数量 (个)	17
图 22: AutoZone 单店收入情况	17
图 23: AutoZone 单店净利润情况	17
图 24: AutoZone 持续进行股票回购	17
图 25: AutoZone 股价变化情况 (美元)	18
图 26: 2006 年至今 AutoZone PE (ttm) 中枢为 15~16X	18

图 27: 燃油汽车与纯电动汽车生命周期内维保年度开支比较	18
图 28: 燃油汽车与插电式混合动力汽车生命周期内维保年度开支比较	18
图 29: 我国新能源汽车保有量及渗透率情况 (百万辆; %)	19
图 30: 获授权经销商与传统的 IAM 门店对比.....	21
图 31: 良好的客户体验是飞轮的原动力.....	21
图 32: 公司自营店和加盟店的数量变化.....	22
图 33: 公司合作门店的数量变化	22
图 34: 公司不同类型门店贡献收入情况 (亿元; %)	22
图 35: 客户、加盟店与途虎之间的产品流和资金流情况 (线上订单)	23
图 36: 客户、加盟店与途虎之间的产品流和资金流情况 (直接到店客户订单) ...	23
图 37: 技术支持系统提升服务质量与效率	24
图 38: 线上订单收入占比七成以上.....	26
图 39: 公司自有品牌与专供品牌收入占比持续提升	26
表 1: 公司核心管理层情况.....	7
表 2: 公司交易用户及门店数量变化情况.....	8
表 3: 中国所有汽车服务供应商门店数量排名	14
表 4: 中国所有汽车服务供应商 2022 年汽车服务收入排名	14
表 5: 获授权经销商与传统的 IAM 门店对比	20
表 6: 线上线下一体化的汽车服务模式	20
表 7: 三种不同门店类型对比	23
表 8: 公司的加盟模式与传统加盟模式的不同	24
表 9: 公司整套汽车技术服务支持系统介绍	24
表 10: 公司业绩拆分 (按照渠道; 千元)	27
表 11: 公司业绩拆分 (按照业务口径; 千元)	28
表 12: 利润表关键假设 (百万元)	29
表 13: 可比公司估值表.....	30
表 14: 资产负债表 (百万元)	31
表 15: 利润表 (百万元)	32
表 16: 现金流量表 (百万元)	33

1. 公司是我国线上线下一体化汽车服务平台龙头

1.1 公司是我国最大的独立汽车服务平台

公司是国内领先的线上线下一体化汽车服务平台之一，致力于解决中国汽车服务业面临的关键痛点。公司建立了一个由管理良好的门店和技师组成的线下网络，以提供高品质和标准化的店内服务。同时公司还直接与汽车零配件供应商合作，通过公司强大的供应链和覆盖全国的物流体系，高效提供价格实惠的正品产品。公司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汽车服务平台。

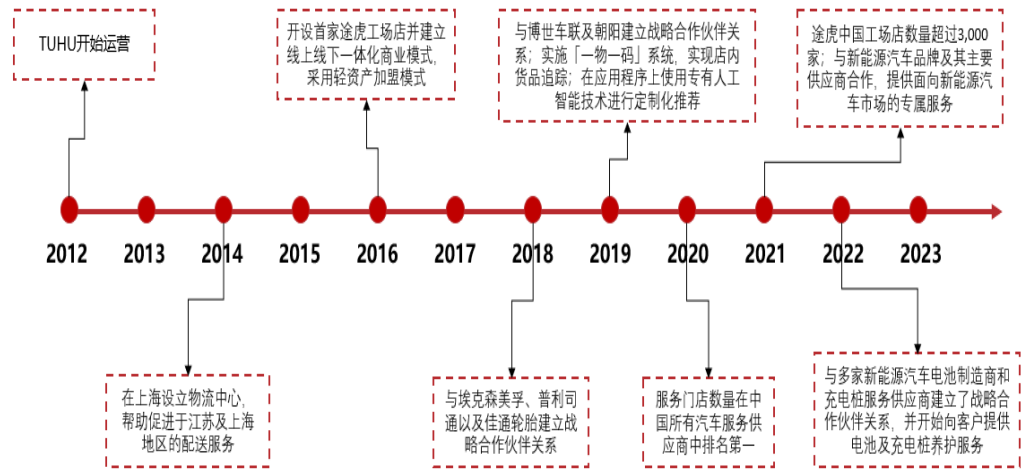
图 1：途虎养车服务平台打通供应商、车主以及服务门店



资料来源：公司招股说明书、华源证券研究

公司由线上零售平台起家，十余年发展成为国内领先的线上线下一体化汽车服务平台。公司自 2011 年成立，2014 年途虎养车应用程序上线运营并提供 30 余种汽车服务，最初是一个纯粹的线上零售平台，为客户提供多种价格透明的正品汽车产品；2016 年开始逐步建立了一个由管理良好的门店和技师组成的线下网络，2016 年开设首家途虎工场店，并建立线上线下一体化商业模式，采用轻资产加盟模式；发力线下的同时，公司开始加强对供应链的把控，开始直接与汽车零配件供应商合作，2018 年与埃克森美孚、普利司通及佳通轮胎建立战略合作伙伴关系；2020 年公司成长为国内服务门店数量第一的汽车服务供应商；2021 年在新能源汽车发展的浪潮下，与新能源汽车品牌及其主要供应商合作。

图 2：公司历史沿革



资料来源：公司招股说明书、华源证券研究

创始人具有 IT 背景，核心管理层经验丰富，大都来自著名的互联网或 IT 公司。陈敏先生、胡晓东先生及朱炎先生为公司的联合创始人。陈敏先生为公司的联合创始人之一，董事会主席、首席执行官执行董事，在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。胡晓东先生为公司的联合创始人之一，担任总裁，曾经担任多个工程领导职位，负责以研发方面为中心的整体战略规划。

表 1：公司核心管理层情况

姓名	年龄	职位	职务及职责
陈敏	42 岁	联合创始人, 董事会主席, 日常业务运营及首席执行官	整体战略规划
胡晓东	51 岁	联合创始人, 总裁兼执行董事	以研发为重心的, 整体战略规划
朱炎	41 岁	联合创始人	管理业务创新中心
王玲洁	39 岁	高级副总裁	管理人力资源部及线下业务开发部
张志嵩	40 岁	首席财务官	管理财务部及投资者关系中心

资料来源：公司公告、华源证券研究

从汽车门店数量的角度看，公司是中国最大的独立汽车服务平台。截至 2023 年底，公司已经在全国拥有 5909 家途虎工场店，相较 2022 年新增 1256 家，其中加盟店达到 5757 家，新增 1266 家；自营店达到 152 家，同比下降主要是因为部分自营店转为加盟店。这些门店覆盖了全国所有的省级行政区，超过 300 个城市，使得公司成为全中国门店数量最多，覆盖最广的线下汽车服务网络。截至 2023 年底，公司的注册用户达到 1.15 亿人，2023 年有超过 1930 万人在途虎的平台上下单产品和服务，平均每个月会有超过 1000 万活跃用户使用公司的途虎养车应用程序。

表 2：公司交易用户及门店数量变化情况

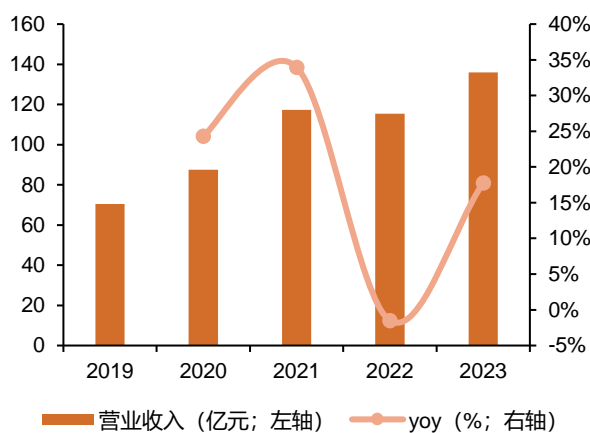
	2019	2020	2021	2022	2023
交易用户 (万人)	860	1100	1480	1650	1930
途虎工场店数量	1423	2488	3853	4653	5909
其中：自营店	127	165	195	162	152
加盟店	1296	2323	3658	4491	5757
合作门店数量	18743	23285	31623	20870	

资料来源：公司公告，华源证券研究

1.2 公司业绩稳健增长，23 年实现扭亏为盈

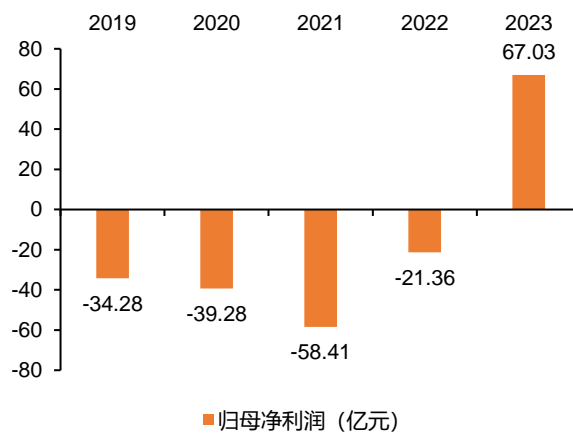
公司营收恢复稳健增长，2023 年实现扭亏为盈。2022 年公司受疫情影响，营收小幅下滑，其余时间营收高速增长，2023 年开始随着出行需求提升，单车行驶里程预计恢复增长，汽车产品及服务的需求恢复增长，公司受益于工场店数量的持续增长，交易用户的稳健增长，2023 年公司实现营业收入 136 亿元，同比增长 17.8%，实现归母净利润 67.03 亿元，首次实现全年盈利，经调整净利润（非国际财务报告准则计量）为 4.81 亿元。

图 3：公司营业收入情况（亿元；%）



资料来源：公司招股说明书、wind、华源证券研究

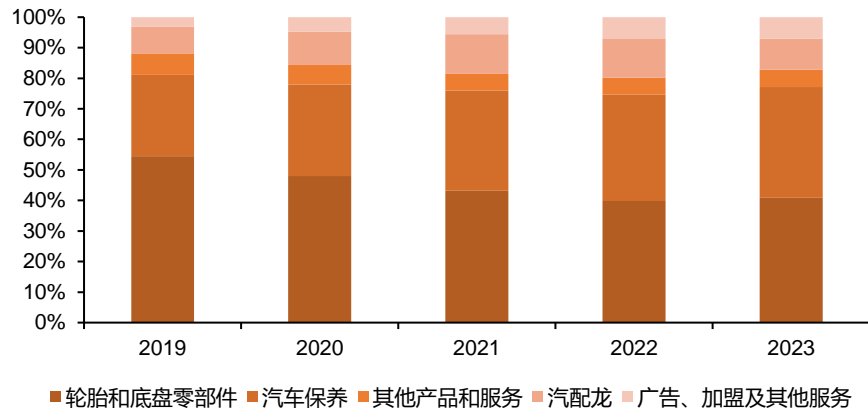
图 4：公司归母净利润情况（亿元）



资料来源：公司招股说明书、wind、华源证券研究

公司产品结构逐步优化，高毛利率业务占比持续提升带动公司净利润率持续提升。公司业务可分为两大板块，1) 综合汽车产品和服务：包括轮胎和底盘零部件替换、汽车保养以及汽车维修、美容等其他产品和服务、汽配龙；2) 为平台参与者提供的广告、加盟以及其他服务。轮胎和底盘零部件营收占比呈下降趋势，自 2019 年的 55% 下降至 2023 年的 41%，汽车保养占比则从 2019 年的 27% 上升至 2023 年的 36%。

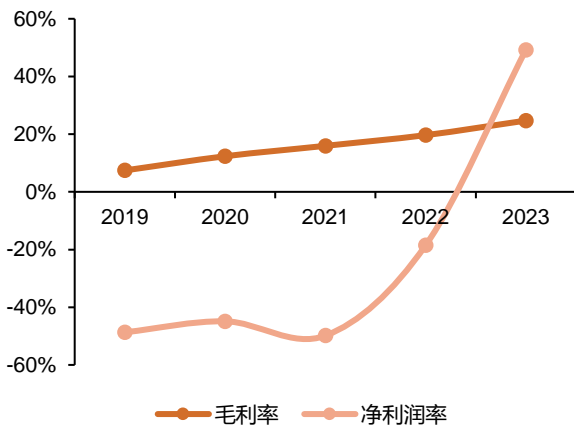
图 5：公司营收结构情况 (%)



资料来源：公司招股说明书、wind、华源证券研究

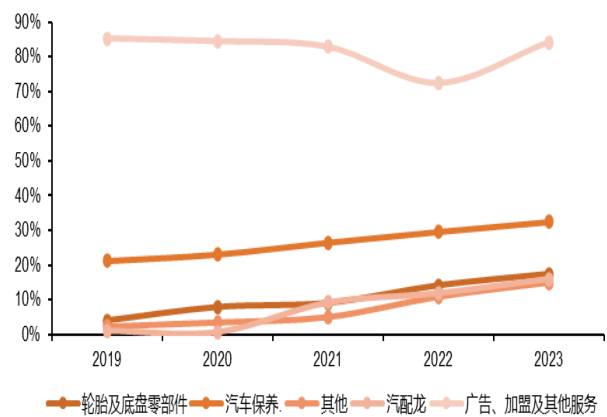
各产品线毛利率同样呈上升趋势，主要受益于规模效应带来的采购成本降低。公司轮胎及零部件业务毛利率自 2019 年的 3.9% 提升至 2023 年的 17.4%；汽车保养业务毛利率从 2019 年的 21.2% 提升至 2023 年的 32.4%；汽配龙业务毛利率从 2019 年的 1.1% 提升至 2023 年的 16%，未来随着规模效应的进一步提升，自供和专供品牌收入的提升，预计公司毛利率仍有进一步上升的空间。

图 6：公司毛利率与净利润率变化情况



资料来源：公司招股说明书、wind、华源证券研究

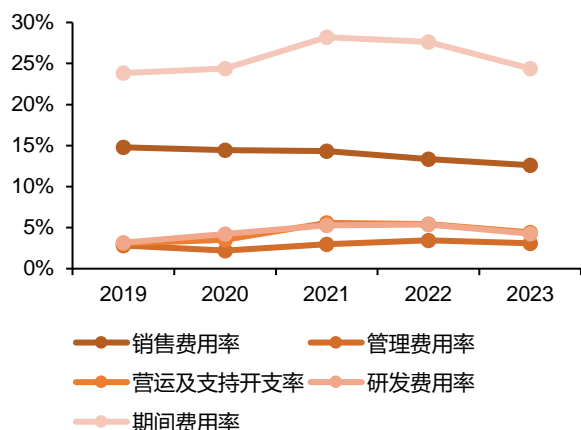
图 7：公司分业务毛利率变化情况 (%)



资料来源：公司招股说明书、wind、华源证券研究

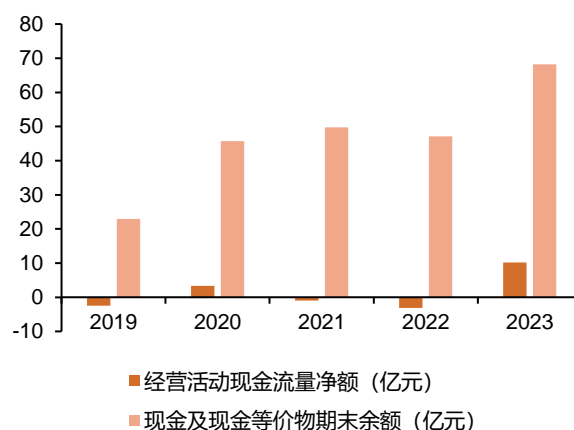
公司期间费用把控良好，现金流持续改善，在手现金充裕。公司期间费用率稳步下行，2023 年期间费用率（运营及支持开支研发开支、销售及营销开支、一般及行政开支占总收入比例）较 2022 年下降 3.2pct，随着后续公司总体人员逐步稳定，预计管理费用以及研发费用绝对额将增长有限，随着营收的持续增长，预计管理费用率和研发费用率将持续下降。截至 2023 年底，公司在手现金（包括现金及现金等价物、理财投资及受限制现金）约为 68.22 亿元，同比增长 44.9%，经营活动现金流量净额转正。

图 8：公司期间费用率情况（%）



资料来源：公司招股说明书、wind、华源证券研究

图 9：公司现金流情况（亿元）



资料来源：公司招股说明书、wind、华源证券研究

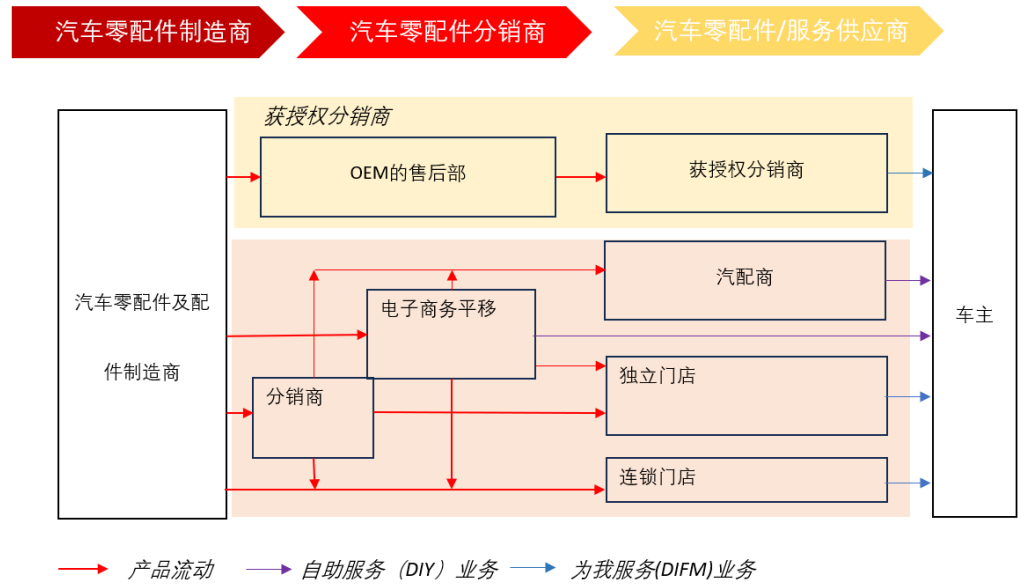
2. 汽车后市场长坡厚雪，强者恒强，我国格局远未稳定

2.1 4S 店模式退出主导地位，高保有量+低车龄确保增长潜力

一站式 DIFM 是我国车主主流满足汽车服务需求的方式。汽车服务可以分为两种模式：为我服务（DIFM）和自主服务（DIY）。中国由于人口密度高、缺少车库、工具等必要资源以及有关汽车及汽车维修的基础知识，中国车主更倾向于使用一站式 DIFM 服务来满足自身的汽车服务需求，依赖汽修店提供的安装服务及专业知识，根据公司招股说明书数据，DIY 市场仅占中国汽车服务市场不到 5%。

中国汽车服务的价值链分为两种渠道，即获授权经销商渠道及独立的后市场服务供应商渠道。获授权经销商自汽车 OEM 售后部门采购汽车零部件，而 IAM 则独立于 OEM，能够以更具吸引力的价格提供正品及高质量的汽车产品和服务。获授权经销商收取的汽车零配件价格及服务费用分别较 IAM 门店收取的零配件及服务费用高出约 30% 及 80%。OEM 提供的保修期一般为新乘用车出售后三年，之后车主为获得更加经济实惠的服务，车主更有可能选择 IAM 门店。

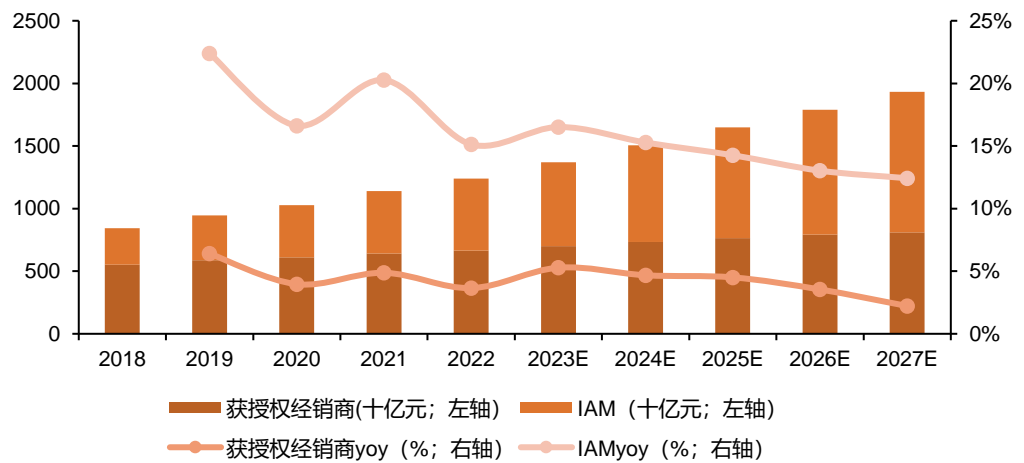
图 10：中国汽车服务业价值链



资料来源：公司招股说明书、wind、华源证券研究

IAM 占比将逐步提升，增速显著高于获授权经销商。根据灼识咨询数据，2022 年中国约有 3.4 万家获授权经销商及 86.2 万家 IAM 门店，分别占中国汽车服务市场的 53.6%及 46.4% (按 GMV 计算)，截至 2022 年年底，中国保修期届满的乘用车占总汽车保有量的 73.6%，预计到 2027 年年底，这一数字将达到 79.1%，因此 IAM 门店的 GMV 预计将以高于获授权经销商的速度增长，预计 2027 年，将占汽车服务市场的 58.1%，2022~2027 年 CAGR 约为 14.3%。

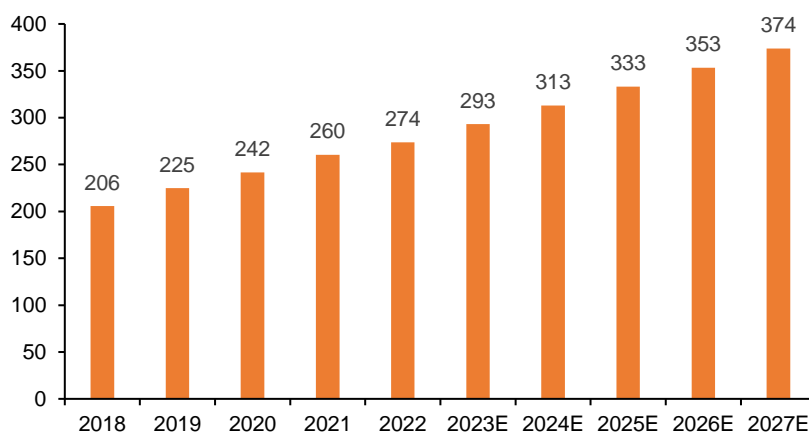
图 11：我国汽车服务市场规模情况（按 GMV 计，按渠道划分，十亿元）



资料来源：公司招股说明书、wind、华源证券研究

中国已成为全球乘用车保有量最多的国家。根据灼识咨询报告，截至 2022 年底，中国乘用车保有量已达 2.74 亿辆，2018~2022 年乘用车保有量 CAGR 约为 7.4%，新车销量已连续十年蝉联全球第一，预计我国乘用车保有量将继续保持增长态势，2027 年我国乘用车保有量有望达到 3.74 亿辆。

图 12：中国乘用车保有量情况（百万辆）

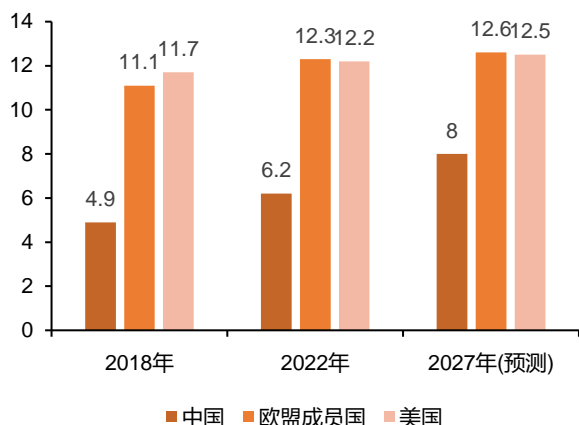


资料来源：公司招股说明书、wind、华源证券研究

我国乘用车车龄较欧美发达国家仍然较低。相较于新车、老旧车辆一般需要更多的汽车服务，尤其是维修及保养服务。根据灼识咨询数据，中国乘用车的平均车龄由 2018 年的 4.9 年增加至 2022 年的 6.2 年，预计 2027 年将达到 8.0 年，而同年美国及欧盟成员国的平均车辆分别为 12.5 年及 12.6 年，这意味这中国乘用车的车龄仍有进一步增长空间。一般而言，汽车服务开支在车龄超过 6 年后会开始显著增加，目前中国车主在汽车服务上的年平均开支约为 650.6 美元/辆，低于美国的 1349.1 美元/辆和欧盟成员国的 875.1 美元/辆。

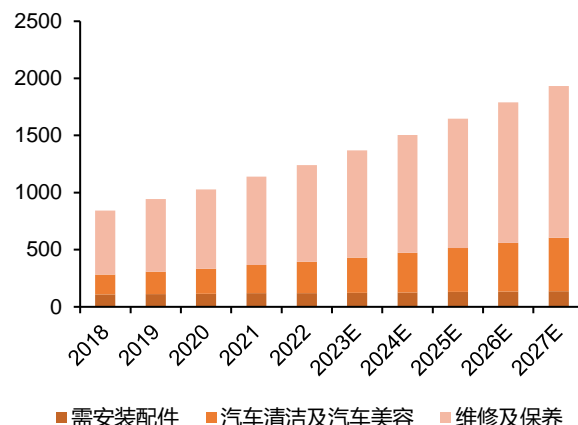
保有量多+车龄低意味着中国汽车服务市场具有极大的市场潜力。汽车服务包括汽车维修保养、汽车清洁及汽车美容以及需安装的配件，是整个汽车生命周期中用户需求的关键部分。根据灼识咨询数据，2018~2022 年中国汽车服务市场 CAGR 约为 10.1%，成为全球增长最快的汽车服务市场之一。按照 GMV 计算，2022 年中国汽车服务市场规模约为 1.24 万亿元，预计 2027 年将达到 1.93 万亿元，CAGR 约为 9.0%。

图 13: 中国乘用车平均车龄较发达国家仍有差距 (年)



资料来源：公司招股说明书、wind、华源证券研究

图 14: 我国汽车服务市场规模情况 (按 GMV 计, 十亿元)



资料来源：公司招股说明书、wind、华源证券研究

2.2 中国汽车服务市场相对落后，行业格局远未稳定

中国汽车服务市场相较美国仍然相对落后，门店运营效率低、行业集中度低。

中国汽车服务门店运营效率仍有较大提升空间。截至 2022 年 12 月 31 日，中国的汽车服务门店约为 89.6 万家，其中连锁门店仅占 7.8%，2021 年，中国的汽车服务门店平均仅服务 336 辆乘用车，远低于美国的 1205 辆及欧盟成员国的 726 辆。

国内汽车服务市场竞争格局高度分散。根据公司招股说明书数据，截至 2022 年底，中国约有 68 万家汽车服务供应商，按门店数量计算，CR6 仅为 2.1%，其中途虎有 4653 家门店，占比约为 0.68%；按汽车服务收入口径计算，CR5 约为 5.6%，前五家仅有途虎一家线上线下一体化汽车服务供应商，其余均为获授权经销商。截至 2023 年 3 月 31 日，在中国约 68 万家汽车服务供应商中，途虎的门店数量排名第一，在中国的 IAM 门店中，途虎在截至 2023 年 3 月 31 日的门店数量及 2022 年度的汽车服务收入方面均排名第一。

表 3：中国所有汽车服务供应商门店数量排名

排名	汽车服务供货商	品牌定位	截至 2020 年 12 月 31 日的门店数量	截至 2021 年 12 月 31 日的门店数量	截至 2022 年 12 月 31 日的门店数量
1	途虎	线上线下一体化汽车服务供应商	2488	3853	4653
2	壳牌喜力爱车中心	传统的 IAM	约 2,000	约 2,800	约 4000
3	天猫养车	线上线下一体化汽车服务供应商	约 550	约 1,800	约 2000
4	驰加	传统的 IAM	约 1,600	约 1,700	约 1600
5	好修养	传统的 IAM	约 1,200	约 1,500	约 1500
6	京东京车会	线上线下一体化汽车服务供应商	约 1200	约 1480	约 850

资料来源：公司招股说明书、华源证券研究

表 4：中国所有汽车服务供应商 2022 年汽车服务收入排名

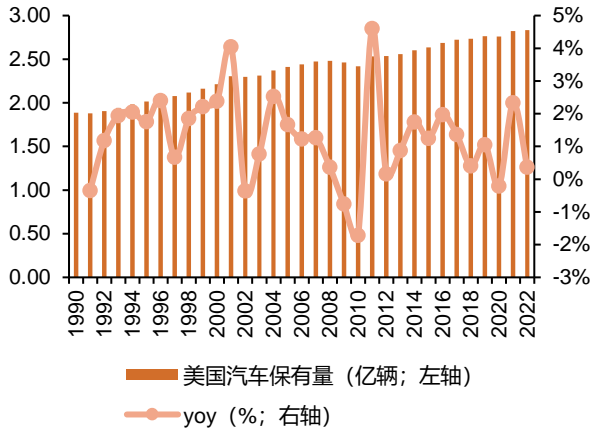
排名	汽车服务供货商	品牌定位	2022 年的汽车服务收入(亿元)	市场份额
1	中升集团	获授权经销商	246	2.0%
2	广汇汽车	获授权经销商	约 142	1.1%
3	途虎	线上线下一体化汽车服务供货商	115	0.9%
4	永达汽车	获授权经销商	约 101	0.8%
5	利星行(中国)汽车	获授权经销商	约 100	0.8%

资料来源：公司招股说明书、华源证券研究

2.3 海外对标：Autozone 业绩持续稳定增长，过去 15 年毛利率始终维持 50%以上

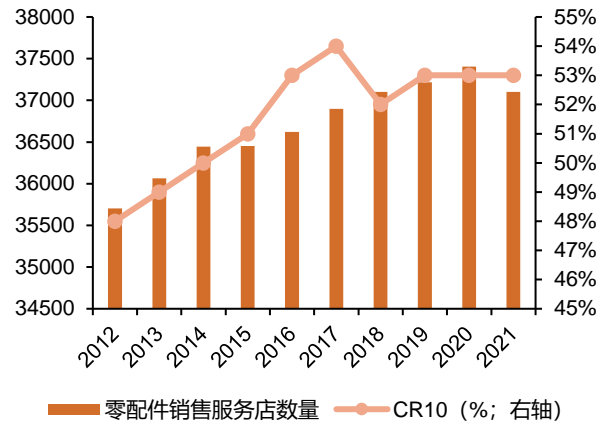
美国汽车历史悠久，汽车后市场更加成熟，行业集中度更高，CR10 在 50%以上。根据 CEIC 数据，截至 2022 年底，美国汽车保有量约为 2.83 亿辆，2000~2022 年 CAGR 约为 1.13%。截至 2021 年底，零配件销售服务门店数量在 3.7 万家左右，总体呈现稳定增长趋势，根据 ACA factbook 数据，行业集中度稳步提升，2021 年 CR10 达到 53%，CR3 达到 46%。与美国相比，我国目前保有量增速更高，随着时间的推移中国汽车后市场规模理应超过美国，但是我国集中度目前远低于美国。

图 15: 美国汽车保有量情况



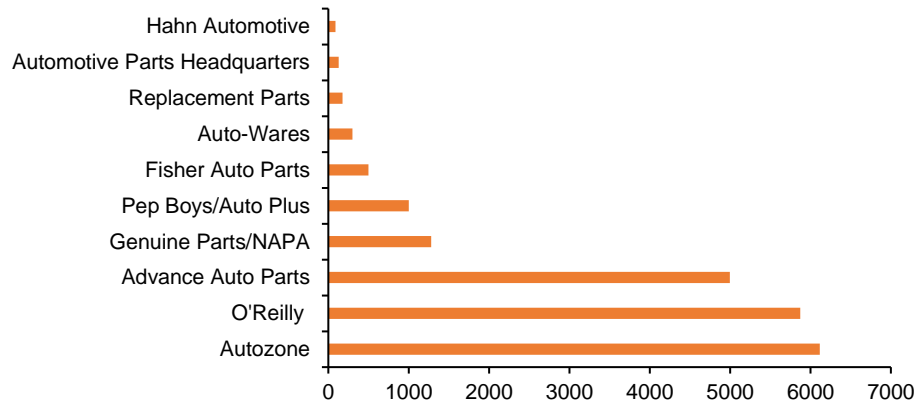
资料来源: CEIC、华源证券研究

图 16: 美国零配件销售服务门店数量及 CR10 情况



资料来源: O' reilly 年报、华源证券研究

图 17: 美国前十大公司门店数量



资料来源: O' reilly 年报、华源证券研究

AutoZone 具备明显的抗周期能力，公司业绩持续稳健增长。 AutoZone 自 1979 年上市以来实现了超过 40 年持续成长，2005 年~2023 年公司营业收入 CAGR 约为 6.4%，2023 财年实现营业收入 174.57 亿美元，2005~2023 年公司归母净利润 CAGR 约为 8.6%，2023 财年实现归母净利润 25.28 亿美元。

图 18: AutoZone 营业收入情况

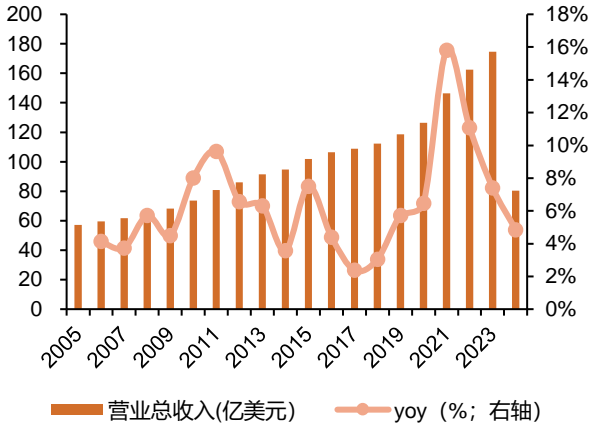
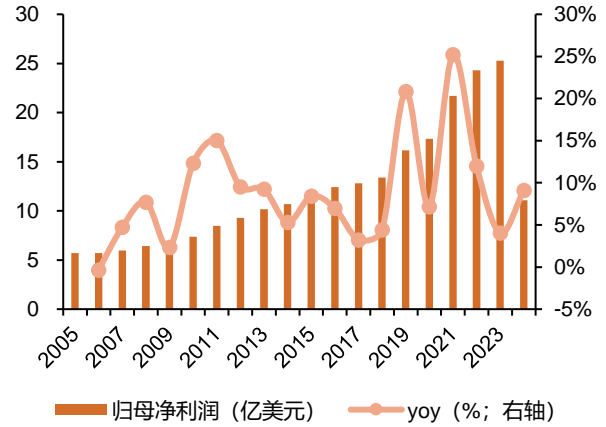


图 19: AutoZone 归母净利润情况

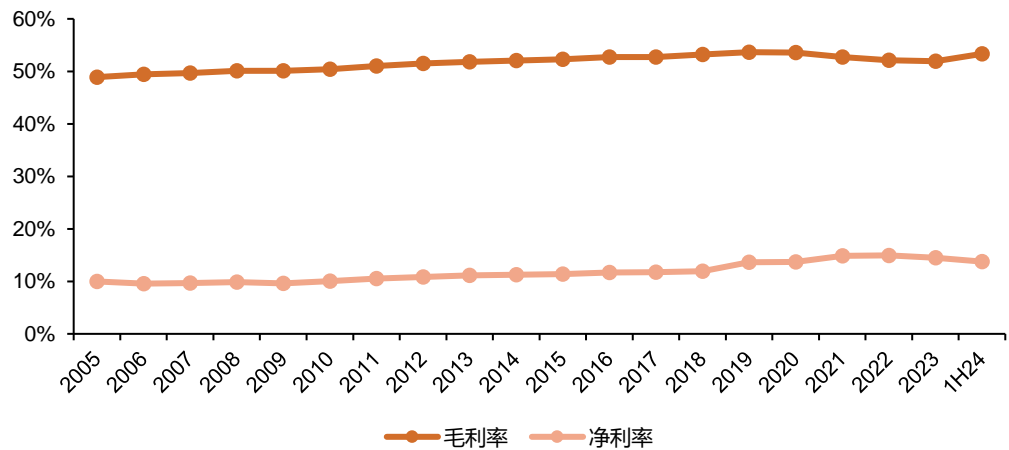


资料来源: wind、Autozone 年报、华源证券研究

资料来源: wind、Autozone 年报、华源证券研究

AutoZone 毛利率自 2008 年后始终维持在 50% 以上。公司业绩持续稳定增长，同时盈利能力稳中有升，2023 财年公司毛利率达到 52%，净利润里达到 14.5%。

图 20: AutoZone 毛利率与净利润率情况 (%)



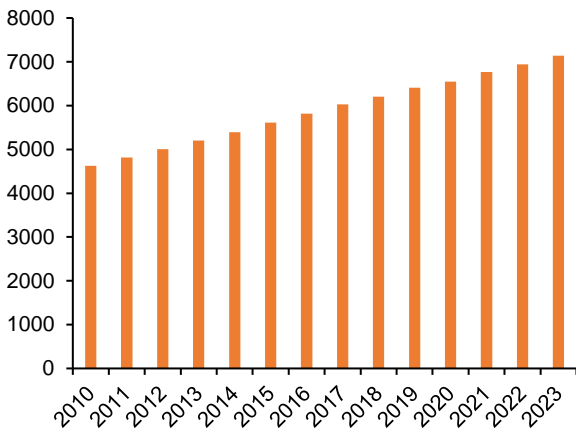
资料来源: 公司招股说明书、wind、华源证券研究

AutoZone 良好的业绩表现主要源自其持续不断地门店扩张与单店利润提升。根据公司年报数据，公司门店数量从 2010 年的 4627 家增长至 2023 年的 7140 家，平均每年新增约 193 家门店；单店年收入稳定上升，自 2010 年的 159.5 万美元上升至

2023 年的 243.5 万美元，CAGR 约为 3.3%；单店净利润增长更加显著，自 2010 年的 15.9 万美元上升至 2023 年的 35.4 万美元，CAGR 约为 6.3%。

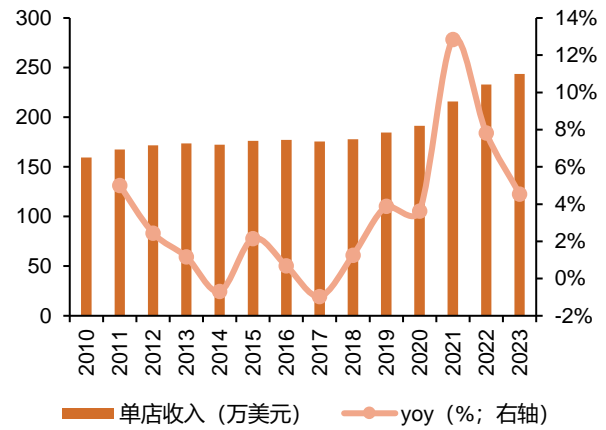
AutoZone 持续进行股票回购，过去 20 年，公司利润基本均用于股份回购。根据公司年报数据，2005~2023 年公司合计产生经营性现金流净额为 319 亿美元，合计回购 301 亿美元，是推动股价持续上升的关键因素之一。

图 21: AutoZone 门店数量 (个)



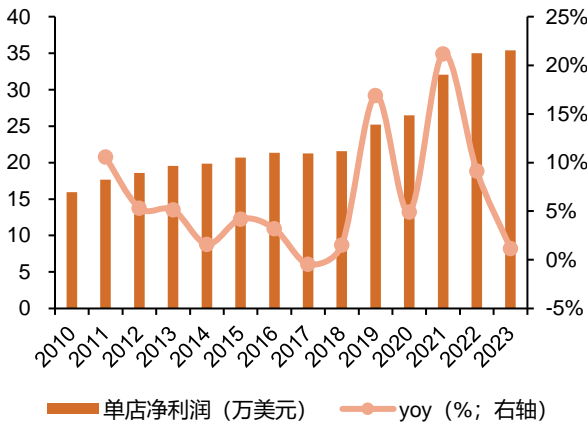
资料来源: wind、Autozone 年报、华源证券研究

图 22: AutoZone 单店收入情况



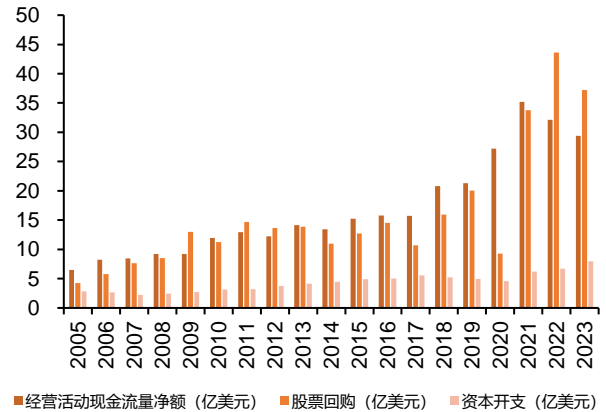
资料来源: wind、Autozone 年报、华源证券研究

图 23: AutoZone 单店净利润情况



资料来源: wind、Autozone 年报、华源证券研究

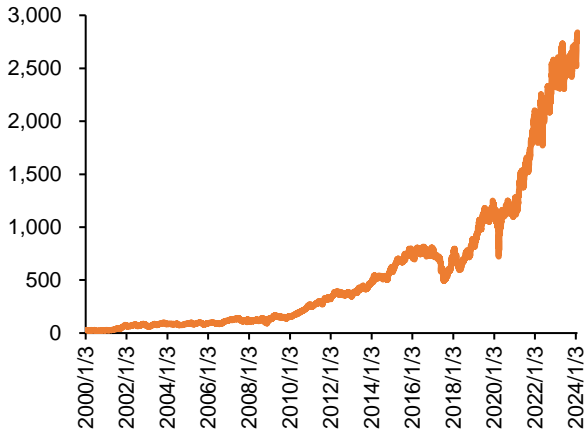
图 24: AutoZone 持续进行股票回购



资料来源: wind、Autozone 年报、华源证券研究

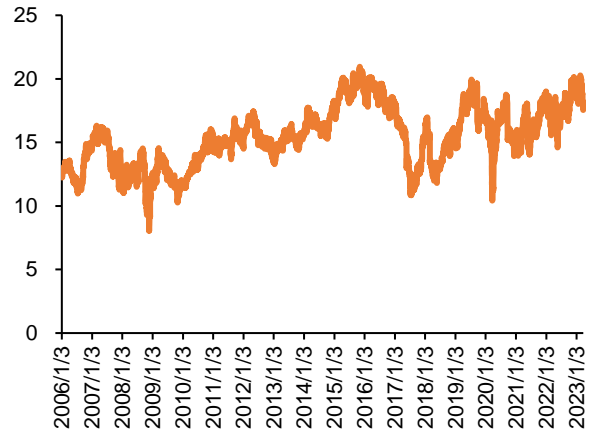
2006 年至今，公司 PE (TTM) 中枢为 15~16X；公司股价自 2000 年至今（截止 2024 年 4 月 10 日）增长超过 97 倍。

图 25: AutoZone 股价变化情况 (美元)



资料来源: wind、Autozone 年报、华源证券研究

图 26: 2006 年至今 AutoZone PE (ttm) 中枢为 15~16X



资料来源: wind、Autozone 年报、华源证券研究

2.4 新能源汽车趋势为汽车服务市场带来机遇

理论上讲，如果考虑电池更换费用，纯电动汽车单车平均年度开支将大于传统燃油车；混动汽车无论是否考虑电池更换都将增加年度维保开支。新能源汽车电池组在定期保养的情况下，生命周期为 8 年，之后电池组可能需要更换，会产生较高的费用，如果不考虑电池更换费用，纯电动汽车维保年度开支低于燃油汽车约 28.5%。

与传统燃油车相比，纯电动汽车不需要对发动机进行保养和维修，例如，更换机油、更换滤清器及更换火花塞；但是由于纯电动汽车平均重量通常高于燃油汽车，会导致更多的轮胎及悬架磨损。插电式混合动力汽车则既包括发给保养发动机保养外，还需要进行额外的电池动力系统保养。

图 27: 燃油汽车与纯电动汽车生命周期内维保年度开支比较

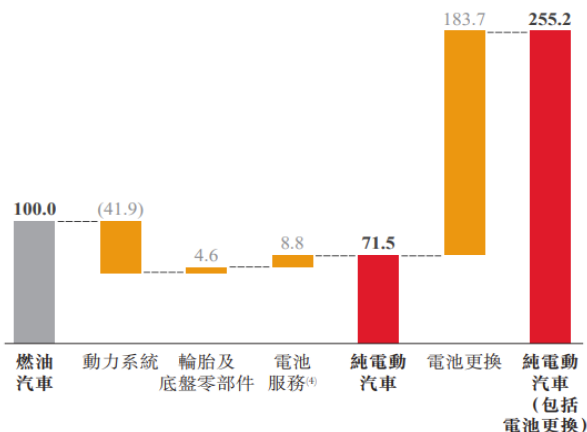
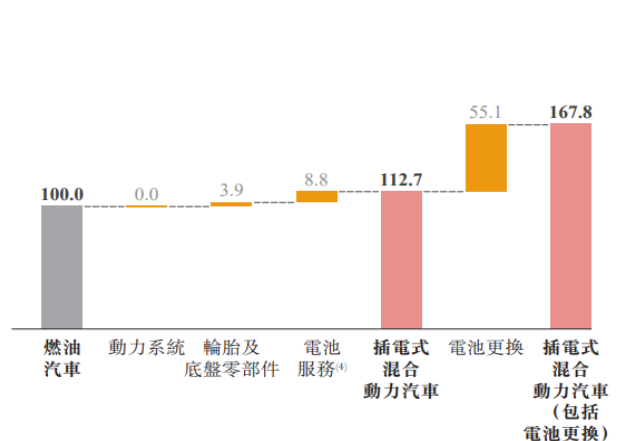


图 28: 燃油汽车与插电式混合动力汽车生命周期内维保年度开支比较

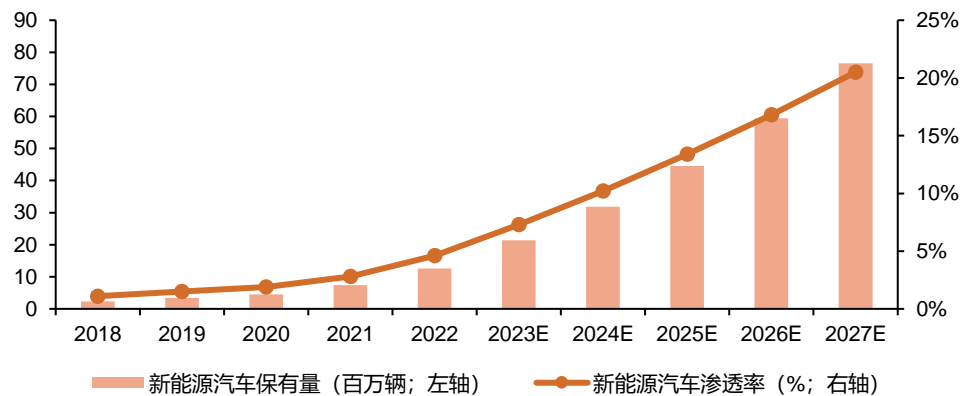


资料来源：公司招股说明书、华源证券研究

资料来源：公司招股说明书、华源证券研究

新能源汽车浪潮为途虎创造了难得的市占率提升机遇。虽然前期纯电动汽车年度维保开支在前期可能较少，但是新能源汽车保有量渗透率目前仍然较低，根据公司招股说明书，2022年，中国新能源乘用车保有量达到1260万辆，占乘用车总保有量仅为4.6%，对于汽车服务总体市场空间影响十分有限。新势力品牌的直接销售和服务模式满足不了前景广阔的新能源汽车服务市场的需求，未来有望与领先的IAM门店合作或将其汽车服务悉数外包于合作方。此外新势力的出现挤占了传统燃油车主机厂的市场，部分品牌退出市场导致4s店关闭，根据汽车之家数据显示，2020~2023年，4S店的数量从2018年的2.9万家下降至2023年的2.2万家，其中2023年4S店退网数量达到2540家，达到历史新高，4S店退网释放的红利将会由IAM门店承担，途虎有望抓住机遇提升市场份额。

图 29：我国新能源汽车保有量及渗透率情况（百万辆；%）



资料来源：公司招股说明书、华源证券研究

3. 优质的商业模式+技术领先的线上支持系统造就公司核心竞争力

3.1 商业模式赋予公司优质基因

获授权经销商模式和传统IAM模式具有较多固有缺陷。获授权经销商模式服务范围有限，并且溢价较高，地理位置多位于郊区，低线城市供应不足；传统IAM门店则面临优质服务门店供应不足、车主对于IAM门店的信任度低、缺乏无缝及一体化的线上线服务等问题；同时传统的IAM门店分散在全国各地，会涉及多层分销网络及信

息不对称问题，交货效率低等问题。

表 5：获授权经销商与传统的 IAM 门店对比

店面	获授权经销商	传统的 IAM 门店
定义	获 OEM 授权的汽车经销商为车主/购买者提供新车及二手车相关的 4S 服务（即销售、服务、配件及反馈）	独立于 OEM 的汽车服务供应商提供各种汽车服务，包括汽车维修及保养、汽车清洁及美容服务，以及配件安装
产品及服务	涵盖汽车服务，包括质保索赔及保险索赔。单个获授权经销商可能仅专门服务于有限的 OEM 汽车品牌	为各种汽车品牌及车型的车主提供汽车服务，并且往往有更多的 SKU

资料来源：公司招股说明书、华源证券研究

在过往两种模式存在众多缺点的背景下，线上线下一体化的汽车服务模式使得行业发生变革。线上线下一体化的汽车服务模式将线上平台和线下门店的优点相结合，线上平台为线下运营提供庞大的客户流量及数据分析，线下门店与集中式供应链系统合作，采用统一的数字化客户管理及订单系统，提供更加的客户体验。

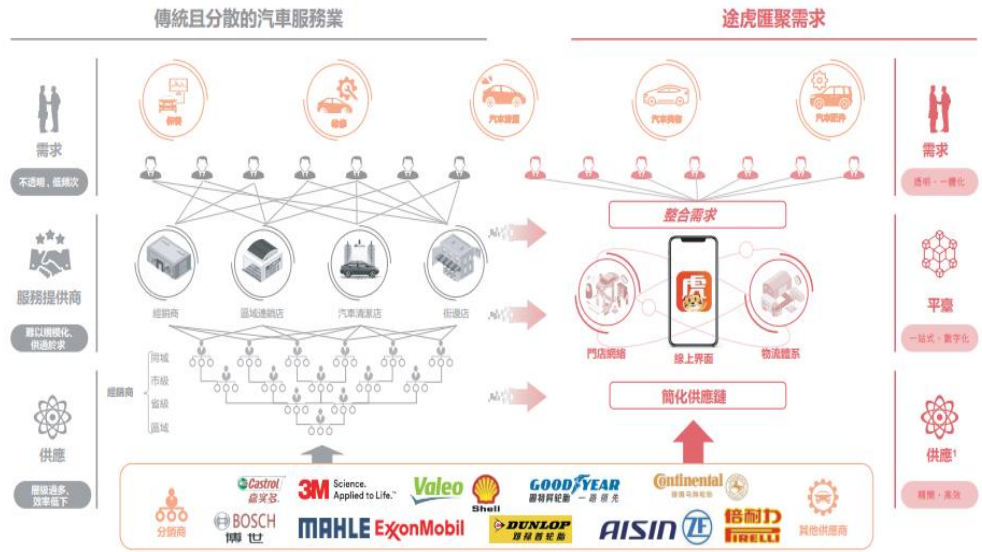
表 6：线上线下一体化的汽车服务模式

线上	线下
海量产品选择，且定价透明	流程标准化
汽车零配件与车型准确匹配	服务透明及值得信赖
提供便利的线上搜索、预定、购买及支付体验	门店覆盖范围广，临近客户
提供综合维护报告及详细报价	高效的供应链
能够透过线上渠道管理车辆的整个生命周期	高素质技师
能够实时监控维修流程	门店管理控制严格

资料来源：公司招股说明书，华源证券研究

途虎通过线上线下一体化汽车服务平台，整合客户需求，简化供应链。传统的汽车服务业，客户需求不透明、低频次；而服务提供商难以规模化，提供服务相对单一；供应链层级过多，效率低下。途虎的模式通过平台将客户需求全部整合，更加透明，同时通过平台对服务商强管控，线下一门店能够提供多种服务，将多种低频需求整合，变成中高频需求；同时简化供应链，更加精简高效。

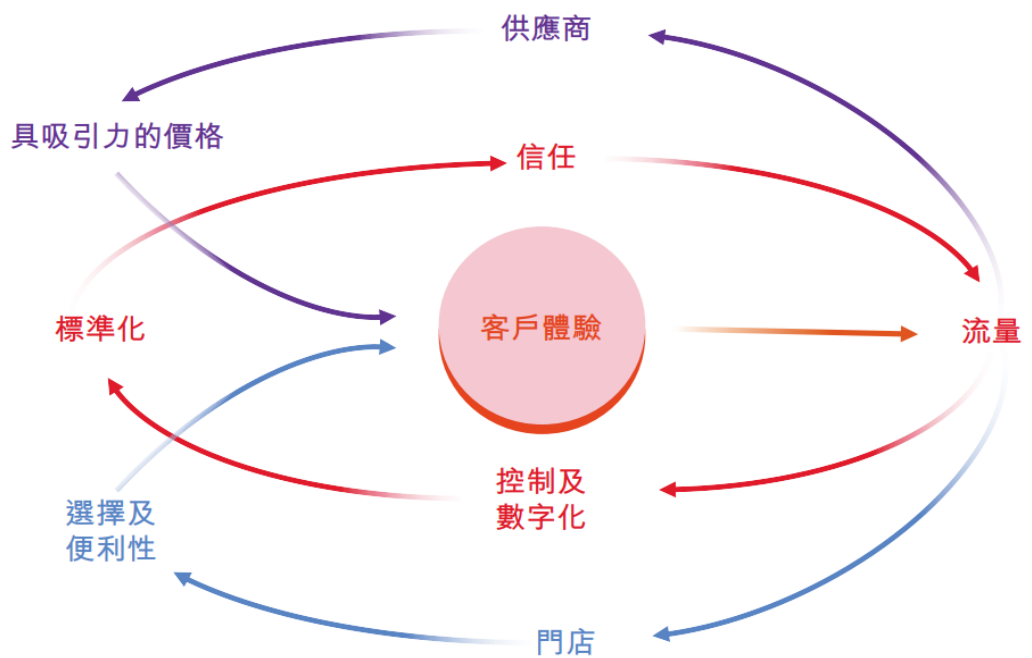
图 30：获授权经销商与传统的 IAM 门店对比



资料来源：公司招股说明书、华源证券研究

优异的商业模式，推动飞轮效应，形成良性循环。提升客户体验为公司带来更多的客户流量，足够多的流量使得公司能够对线下门店实施强管控，进行标准化服务，进一步加强客户信任，进而带动用户流量；另一方面，足够多的流量能够使得公司在商品采购的过程中拥有足够强的议价权，给到客户更具吸引力的价格，提升客户体验，增加用户流量；此外，足够用户流量能够吸引更多的门店加入公司，丰富公司的门店网络，使得客户的选择更加便利。

图 31：良好的客户体验是飞轮的原动力



资料来源：公司招股说明书、华源证券研究

3.2 轻资产快速扩张的全国门店网络驱动公司增长

公司快速扩张的门店网络为公司可持续和可扩展的商业模式提供支持。公司门店可以分为两大类，一类是途虎工场店，一类是合作门店，途虎工场店分为自营途虎工场店和加盟途虎工场店。从门店数量来看，加盟途虎工场店快速增长，从2019年的1296家到2023年的5757家，平均每年增长约1100家左右，自营工场店的数量则始终维持在一百多家左右；合作门店数量变化较大，在2021年达到顶峰的31623家后，由于疫情，部分门店关闭，合作门店数量下降。

图 32：公司自营店和加盟店的数量变化

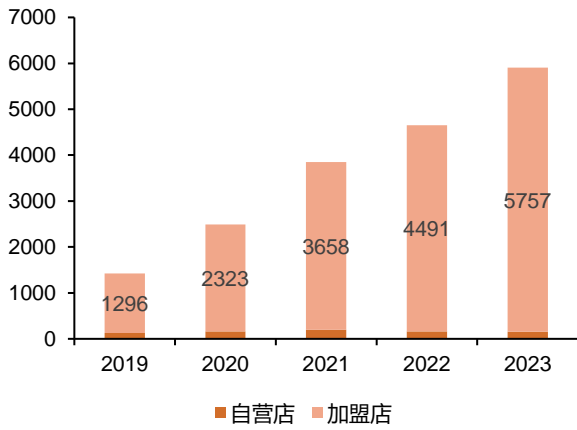
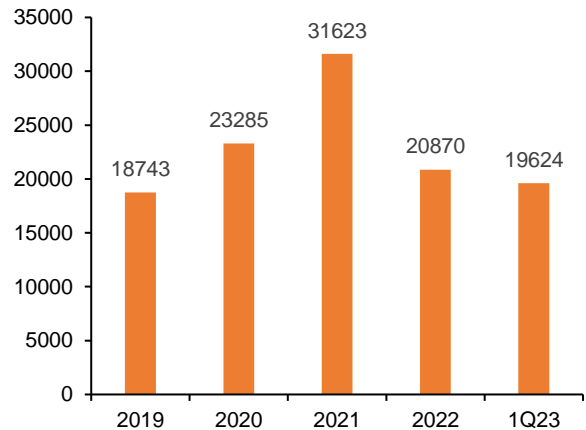


图 33：公司合作门店的数量变化

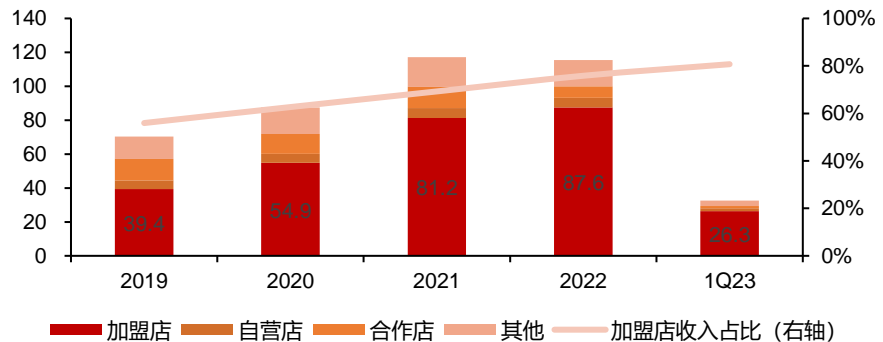


资料来源：公司招股说明书、华源证券研究

资料来源：公司招股说明书、华源证券研究

三类门店战略地位与运营模式不同。自营途虎工场店作为公司制定服务质量和运营销量的行业标准，加盟店则是以轻资产的商业模式实现门店网络的快速扩张，合作门店则作为途虎工场店的补充，进一步扩大其地域覆盖。从贡献业绩的比例来看，加盟店是公司收入的主要来源，同时也是利润的主要来源，截至1Q23年，加盟店收入占比约80.7%，毛利占比约86.7%。

图 34：公司不同类型门店贡献收入情况（亿元；%）



资料来源：公司招股说明书、华源证券研究

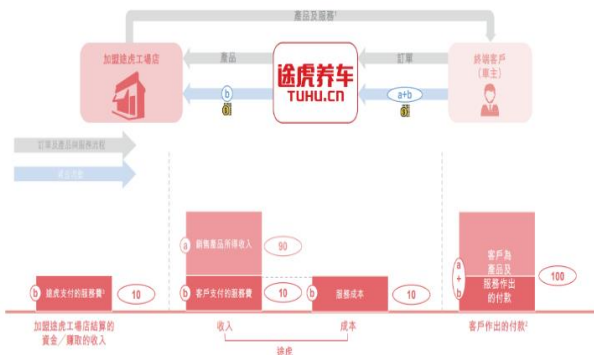
表 7: 三种不同门店类型对比

	自营店	加盟店	途虎合作门店
战略考量	制定服务质量和运营效率的行业标准	以轻资产的商业模式实现网络的快速扩张	作为途虎工场店的补充, 进一步扩大公司的地域覆盖
运营模式	公司对以下方面拥有完全的控制权: 门店选址、店面装修、员工招聘、门店管理和信息系统、支付、结算和财务系统、供应链和物流能力、统一的途虎品牌、技师管理、服务质量	公司对以下方面拥有完全的控制权: 门店管理和信息系统; 支付、结算和财务系统; 供应链和物流能力; 统一的途虎品牌; 技师管理; 服务质量; 装修和人员培训方面的指导	公司不控制合作门店的运营: 合作门店主要为公司在线平台销售的产品提供安装服务

资料来源: 公司公告, 华源证券研究

创新的加盟模式使得公司能够以轻资产的方式迅速扩大其门店网络, 同时确保服务标准化和产品质量。公司的加盟模式与传统加盟模式的不同之处主要体现在服务控制水平、产品采购、存货风险、交易结算和最低销售目标等方面。公司来自加盟商的收入主要包括三部分: 1) 加盟费, 三年加盟协议收取的加盟费介乎人名币 10 万元~40 万元之间; 2) 固定月度管理费, 人民币 4000 元或人民币 8000 元; 3) 基于利润的分成费用, 一般等于加盟店经营利润的 10%。

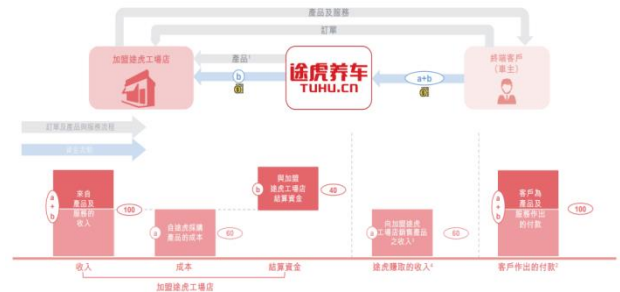
图 35: 客户、加盟店与途虎之间的产品流和资金流情况 (线上订单)



附注: 资金流动数字仅供说明之用。
1. 无需线下安装的产品可由途虎直接配送至车主。
2. 就所有产品及服务费而言, 客户直接向途虎付款。
3. 就线上订单而言, 加盟途虎工场店仅有收取提供服务的费用。

资料来源: 公司招股说明书、华源证券研究

图 36: 客户、加盟店与途虎之间的产品流和资金流情况 (直接到店客户订单)



附注: 资金流动数字仅供说明之用。
1. 如果店内或本地RDC可供产品, 加盟途虎工场店可利用店内存货或请途虎RDC向门店调入汽车零配件。
2. 就所有产品及服务费而言, 客户直接向途虎付款。
3. 计入向个人终端客户销售产品及服务所得收入。我们向个人终端客户提供汽车产品和服务的业务线下确认来自该等订单的收入, 原因是我们为途虎工场店及RDC设置存货以直接满足我们的个人终端客户的汽车产品需求。因此, 我们将销售该等订单的汽车产品视为我们直接为个人终端客户提供的汽车产品和服务的一部分。
4. 与线上订单相比, 我们确实直接到店客户订单的收入较少, 因为就直接到店客户订单而言, 我们加盟途虎工场店的员工将指导客户完成整个下单及提供服务的流程, 包括客户接待、产品及服务推荐、车辆检查及下单, 为直接到店客户提供无缝服务体验。由于直接到店客户订单的服务流程需要更多的员工参与及推广工作, 而这种自然的直接到店客户流量是由我们平台的加盟途虎工场店所产生, 因此我们与加盟途虎工场店分享部分产品收入, 让彼等获得合理的经济回报。

资料来源: 公司招股说明书、华源证券研究

对于加盟店具有强有力的管控。首先公司拥有一套系统性和标准化的程序来规划和执行新的途虎工场店扩张计划, 然后有一系列的标准去筛选加盟商, 选定好加盟商后, 公司在运营方面会提供一系列的帮助, 包括指导加盟商进行选址、建设, 制定协议来管理销售及营销、技师培训、供应链和门店运营, 以保持一致的品牌形象和定价。

表 8：公司的加盟模式与传统加盟模式的不同

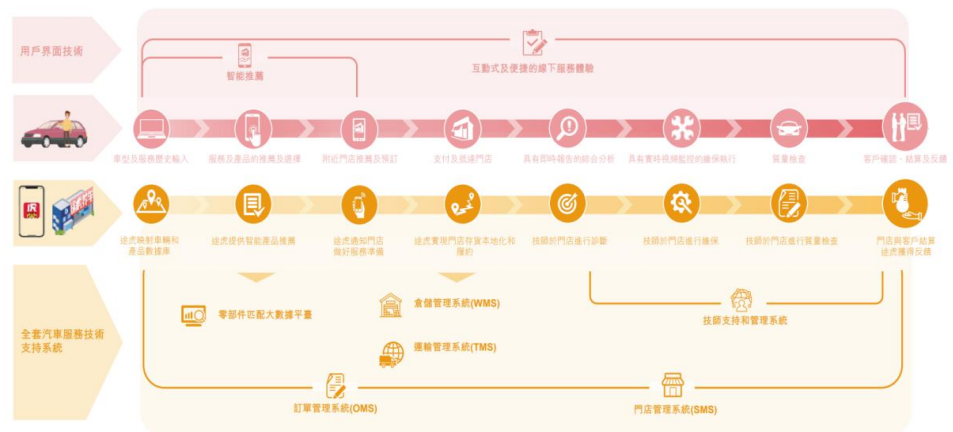
	公司的加盟模式	传统的加盟模式
服务	对所有途虎工场店维持强有力的控制，以确保服务质量一致性和高标准	做法各异，有些加盟模式对加盟商提供的服务并无维持强有力的控制
产品采购	采用集中采购政策，加盟途虎工场店的供应链已通过公司专有的履约基础设施及汽配龙得以实现并可完全追踪，以确保产品的正品保障	通常未对加盟商销售的产品维持强有力的控制，以防止他们从第三方采购产品
存货风险	在与客户进行交易结算之前，存货风险通常由公司承担	加盟商承担存货风险
交易结算	客户直接向公司付款，然后公司与加盟商进行结算。加盟途虎工场店及客户之间的所有交易均需记录于公司的系统中	加盟商直接向客户收款
最低销售目标	无最低销售目标	加盟商通常须达到每月最低销售目标

资料来源：公司公告、华源证券研究

3.3 技术领先的中央平台是驱动公司商业模式运转的大脑

数据洞察与技术能力是公司的关键优势之一。公司专有的技术支持系统支持供应链的数字化，并且通过其智能算法进行协调和同步。公司目前拥有超过 800 名研发人员，围绕汽车服务产业链，开发出一套汽车服务技术支持系统，涵盖零部件匹配大数据平台、仓储管理系统、运输管理系统、订单管理系统、门店管理系统、技师支持和管理系统等。根据公司招股说明书数据，截至 2023 年 3 月 31 日，公司拥有中国最大且最准确的汽车零配件数据库，涵盖 286 个品牌，超过 66,000 款车型，匹配准确度高达 99.99%。根据灼识咨询报告，以日活跃用户数计，公司专有的门店和技师管理系统——蓝虎在中国排名第一。

图 37：技术支持系统提升服务质量与效率



资料来源：公司招股说明书、华源证券研究

表 9：公司整套汽车技术服务支持系统介绍

系统	介绍
零部件匹配大数据平台	<p>公司从汽车零配件原厂的记录开始，整合汽车零配件供应商和销售渠道的数据，并利用公司的人工智能能力进行交叉比较。公司还利用客户的线上线下活动记录来提高数据库的准确性。凭借公司的研发能力和行业专长，公司建立了一个全面、行业领先的大数据平台，将汽车与各大品类的汽车零配件相匹配。公司的零部件匹配大数据平台可智能识别适合客户车型的汽车零配件和配件，提高订购流程效率，提升客户体验。</p>
仓储管理系统	<p>公司基于对客户各种汽车产品需求的深入理解构建公司的 WMS，借助人工智能驱动的大数据分析，从仓库端到门店端提升存货管理效率和服务质量。凭借公司的数据分析能力，公司能够确保车型和汽车零配件存货与客户需求全面匹配，实现快速的存货周转和高效的货物分配。公司的 WMS 自动将存货分拣，这有助于提高分拣效率和准确性，实现货到人自动化分拣，降低人工成本。公司的 WMS 还可监控进出仓库网络的存货和人员全程流动，使公司能够实时了解存货状况，提高存货管理效率。此外，公司利用预测建模来智能地将零部件分配到更容易接触到潜在客户的仓库和门店</p>
运输管理系统	<p>当客户在网上下订单时，公司的 TMS 会分析订单信息和可用的第三方车队和快递员，并确定优化后的路线规划，在平衡成本的同时确保最短的运输时间。对于每批产品，公司的 TMS 会自动分配运输资源，执行路线规划并监控流程。公司的 TMS 可最大限度地减少人工干预，提高效率，达到优化成本的目的。此外，当产品通过公司的履约基础设施运送时，公司的 TMS 可提供实时跟踪功能，这可加强运输流程控制以及车队和快递员与产品的资源匹配。</p>
订单管理系统	<p>公司的在线订单管理系统可同步和整合在线订单数据，实现在线订单管理流程数字化，提高效率。该系统使客户能够在整个交付过程中监控每一个订单。通过订单管理模块，公司的 OMS 可管理和跟踪订单从产生到结算的整个生命周期，进一步实现与 WMS 和 TMS 操作互动。通过整合供应链上的 WMS 和 TMS，公司的 OMS 可最大限度地提高上下游业务的高效合作，使公司能够高效地管理每一个订单的履约</p>
门店管理系统	<p>公司拥有深厚的运营知识，能够为门店提供有价值的运营指导。所有的途虎工场店都采用公司专有的系统进行统一运营及财务和交易管理。公司为门店提供全面的门店管理和信息系统、完整的供应链支持和线上界面接入，使加盟商能够打造统一的途虎品牌</p>
技师支持和管理系统	<p>公司的技师支持和管理系统由综合培训系统、智能绩效评估、专有技术数据库和技术支持团队组成，可提高技师的技能和专业性，增加门店管理的透明度和效率</p>

资料来源：公司公告、华源证券研究

3.4 规模效应形成后更具议价权，同时专供产品和自有品牌占比不断提升

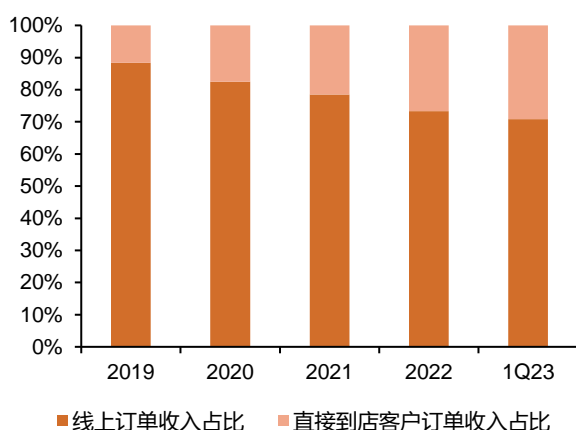
平台对于线下门店持续导流，70%左右收入来自线上导流，同时客户粘性也在持续提升。根据公司招股说明书数据，截至 1Q23 年，来自线上订单的收入占比约为 70.8%。

一方面，公司与供应商保持牢固而长期的关系，保证其供应链的市场竞争力和可靠性。公司通过直接采购、独家分销安排等多种模式与各大国际品牌建立密切的合作关系，成为多家主要国际汽车零配件和机油品牌在中国的最大业务合作伙伴。公司尽可能直接向汽车零部件制造商直接采购，较获权经销商从 OEM 的售后部门采购以及其他不具规模和流量的 IAM 竞争对手具有较大的优势。

另一方面，公司与多个主要供应商和品牌制造商建立独家合作关系，推出毛利率更

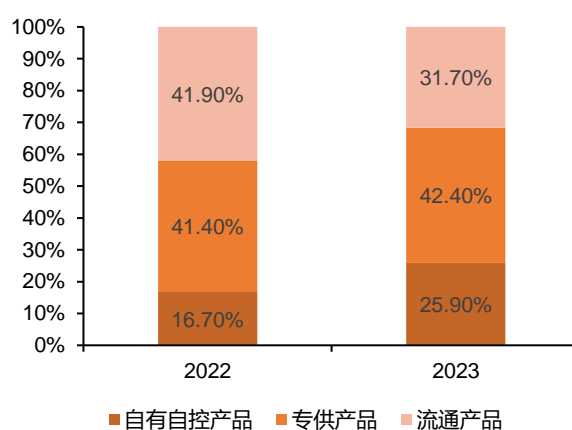
高的专供产品和自有品牌。公司引入品牌所有者为公司定制及专门制造的专供品牌；同时还通过引入公司的自有品牌（包括自控品牌及公司拥有独家授权在中国管理制造、分销及销售的第三方独家授权品牌的产品）扩大产品供应及优化产品组合。根据公司招股说明书数据，截至 2023 年 3 月 31 日，公司推出了 51 个自有品牌并于过去十二个月通过平台交易了 7429 个 SKU，1Q23 年收入占比为 30.1%；推出了 54 个专供品牌并于过去十二个月交易了 2239 个 SKU，1Q23 年专供品牌的收入占比为 36.5%。根据公司年报数据，2023 年公司专供品牌和自有品牌产品的收入分别占公司汽车产品和服务收入的 42.4%及 25.9%，合计占比 68.3%，较 2022 年的 58.1%提升 10.2pct。

图 38：线上订单收入占比七成以上



资料来源：公司招股说明书、公司公告、华源证券研究

图 39：公司自有品牌与专供品牌收入占比持续提升



资料来源：公司招股说明书、公司公告、华源证券研究

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

门店的不断扩张是维持公司营收增长的主要驱动力，自有品牌和专供品牌是维持公司毛利率持续提升的主要原因。

我们首先从门店的角度对于公司的业绩进行拆解，我们假设未来公司每年维持 1000~1200 家左右加盟店的开店量，假设 2024/2025/2026 年加盟店数分别为 6757/7957/9157 家，考虑到公司未来门店扩张将会下沉至二线城市，单店营收会低于一线城市，我们假设 2024/2025/2026 年加盟店单店收入为 190/187.5/185 万元/年，考虑到老店数量的增长，同时自有品牌和专供品牌占比的提升，我们假设未来毛利率维持增长，假设 2024/2025/2026 年毛利率分别为 27%/27.5%/28%；单店毛利为 51.3/51.6/51.8 万元/年。

预计公司 2024/2025/2026 年主营业务收入分别为 155.3/177.6/199.6 亿元，毛

利率分别为 26%/26.7%/27.4%。

表 10：公司业绩拆分（按照渠道；千元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
交易用户 (万人)	860	1100	1480	1650	1930			
途虎工厂店数量	1423	2488	3853	4653	5909			
其中：自营店	127	165	195	162	152	150	150	150
加盟店	1296	2323	3658	4491	5757	6757	7957	9157
合作门店数量	18743	23285	31623	20870		19000	18000	18000
加盟途虎工厂店								
收入	3938470	5485465	8119365	8757970		12838300	14919375	16940450
yoy		39%	48%	8%			16%	14%
毛利	433104	870982	1507109	1964166		3466341	4102828	4743326
毛利率	11.0%	15.9%	18.6%	22.4%		27.0%	27.5%	28.0%
单店收入	3039	2361	2220	1950		1900	1875	1850
yoy		0	0	0				
单店毛利	334	375	412	437		513	516	518
自营途虎工厂店								
收入	503440	525423	591376	563321		525000	600000	675000
毛利	-45465	4592	-22423	-18818		52500	90000	135000
毛利率	-9%	1%	-4%	-3%		10%	15%	20%
单店收入	3964	3184	3033	3477		3500	4000	4500
单店毛利	-358	28	-115	-116		350	600	900
合作门店								
收入	1265064	1182971	1240969	673712		570000	540000	540000
毛利	23543	61091	88905	63809		85500	81000	81000
毛利率	2%	5%	7%	9%		15%	15%	15%
单店收入	67	51	39	32		30	30	30
单店毛利	1	3	3	3		5	5	5
直销客户								
收入	833789	777705	795355	776372		800000	800000	800000
yoy		-7%	2%	-2%				
毛利	58994	60910	118313	125347		192000	200000	200000
毛利率	7%	8%	15%	16%		24%	25%	25%
其他业务								
其他业务收入	499598	781752	977198	775476		800000	900000	1000000
其他业务毛利	53231	82447	178398	135678		240000	270000	300000
毛利率	11%	11%	18%	17%		30%	30%	30%
合计								
营业收入	7040361	8753316	11724263	11546851	13601085	15533300	17759375	19955450
yoy		24%	34%	-2%	18%	14%	14%	12%
销售成本	6516954	7673294	9853961	9276669	10241732	11496959	13015546.88	14496124
毛利	523407	1080022	1870302	2270182	3359353	4036341	4743828.125	5459326
毛利率	7%	12%	16%	20%	25%	26%	27%	27%

资料来源：公司招股说明书、公司公告、华源证券研究

表 11：公司业绩拆分（按照业务口径；千元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
汽车产品和服务								
轮胎和底盘零部件								
收入	3839114	4202427	5064102	4592220	5552904	6330311	7216554	8082541
YOY		9.5%	20.5%	-9.3%	20.9%	14.0%	14.0%	12.0%
销售成本	3691044	3875709	4607896	3945254	4586683	5095900	5809326	6466032
毛利	148070	326718	456206	646966	966221	1234411	1407228	1616508
毛利率	3.9%	7.8%	9.0%	14.1%	17.4%	19.5%	19.5%	20.0%
汽车保养								
收入	1870179	2619116	3841702	4025150	4932621	5672514	6523391	7436666
YOY		40.0%	46.7%	4.8%	22.5%	15.0%	15.0%	14.0%
销售成本	1474333	2015052	2823579	2833070	3332013	3772222	4305438	4871016
毛利	395846	604064	1018123	1192080	1600608	1900292	2217953	2565650
毛利率	21.2%	23.1%	26.5%	29.6%	32.4%	33.5%	34.0%	34.5%
其他产品和服务								
收入	494720	559696	645531	639092	779891	912472	1003720	1104092
YOY		13.1%	15.3%	-1.0%	22.0%	17.0%	10.0%	10.0%
销售成本	482841	539740	612442	569145	663729	766477	838106	916396
毛利	11879	19956	33089	69947	116162	145996	165614	187696
毛利率	2.4%	3.6%	5.1%	10.9%	14.9%	16.0%	16.5%	17.0%
汽配龙								
收入	614938	958970	1514910	1466286	1381364	1450432	1522954	1599102
YOY		55.9%	58.0%	-3.2%	-5.8%	5.0%	5.0%	5.0%
销售成本	607936	952092	1375682	1292252	1160086	1218363	1279281	1343245
毛利	7002	6878	139228	174034	221278	232069	243673	255856
毛利率	1.1%	0.7%	9.2%	11.9%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
广告、加盟及其他服务								
加盟服务收入	167246	300606	474158	549679	731334	877601	1018017	1156901
YOY		79.7%	57.7%	15.9%	33.0%	20.0%	16.0%	13.6%
广告服务收入	51294	72984	83950	59256	74672	88113	102211	117543
YOY		42.3%	15.0%	-29.4%	26.0%	18.0%	16.0%	15.0%
其他	2870	39517	99910	215168	148299	201857	372528	458607
合计收入	221410	413107	658018	824103	954305	1167571	1492756	1733050
销售成本	32851	64442	113169	227174	151317	186811	238841	277288
毛利	188559	348665	544849	596929	802988	980759	1253915	1455762
毛利率	85.2%	84.4%	82.8%	72.4%	84.1%	84.0%	84.0%	84.0%
自营途虎工厂店的成本	227949	226259	321193	409774	347904	457186	544554	622146
合计								
营业收入	7040361	8753316	11724263	11546851	13601085	15533300	17759375	19955450
销售成本	6516954	7673294	9853961	9276669	10241732	11496959	13015547	14496124
毛利	523407	1080022	1870302	2270182	3359353	4036341	4743828	5459326

资料来源：公司招股说明书、公司公告、华源证券研究

表 12: 利润表关键假设 (百万元)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	7040	8753	11724	11547	13601	15533	17759	19955
营业成本	-6517	-7673	-9854	-9277	-10242	-11497	-13016	-14496
毛利	523	1080	1870	2270	3359	4036	4744	5459
其他收入及收益,净额	12	115	121	151	118	130	149	172
yoy		858%	5%	25%	-22%	10%	15%	15%
营运及支持开支	-216	-308	-654	-627	-600	-606	-622	-639
营运及支持开支率	3%	4%	6%	5%	4%	4%	4%	3%
研发费用	-223	-370	-620	-621	-580	-544	-568	-599
研发费用率	3%	4%	5%	5%	4%	4%	3%	3%
销售费用	-1041	-1263	-1681	-1542	-1715	-1957	-2184	-2415
销售费用率	15%	14%	14%	13%	13%	13%	12%	12%
管理费用	-198	-193	-351	-399	-420	-435	-426	-439
管理费用率	3%	2%	3%	3%	3%	3%	2%	2%
指定按公允价值计入损益之金融资产公允价值变动	8	26	0	5	-1	0	0	0
营业利润	-1135	-913	-1314	-764	162	625	1093	1540
财务收入	42	63	64	57	129	139	163	197
财务费用	-26	-51	-66	-28	-19	-18	-18	-18
可转换可赎回优先股的公允价值变动收益/(亏损)	-1934	-2993	-4441	-1339	6465	0	0	0
可转换可赎回优先股回购的影响	-364					0	0	0
应占合营公司权益损失				-3		0	0	0
应占联营公司损益	-1	-11	-53	-31		0	0	0
应占联营公司及共同控制实体损益					-11			
除税前溢利	-3418	-3904	-5810	-2108	6725	746	1238	1719
所得税	-10	-25	-35	-31	-25	-75	-124	-172
所得税率	0%	1%	1%	1%	0%	10%	10%	10%
净利润(含少数股东权益)	-3428	-3928	-5845	-2138	6701	671	1114	1547
净利润(不含少数股东权益)	-3428	-3928	-5841	-2136	6703	671	1114	1547
少数股东损益			-4	-2	-2	0	0	0
其他综合收益	77	473	265	-1673	-474	0	0	0
综合收益总额	-3351	-3456	-5580	-3812	6227	671	1114	1547
综合收益总额(母公司)	-3351	-3456	-5576	-3809	6229	671	1114	1547
综合收益总额(少数股东)			-4	-2	-2	0	0	0

资料来源: 公司招股说明书、公司公告、华源证券研究

4.2 公司估值

门店持续扩张是公司收入增长的驱动力,自有品牌和专供品牌的提升使得公司毛利率持续上升,加盟店的模式决定了公司后续资本开支较低,参考海外同类型公司 Autozone、O' Reilly 等美国汽车后市场巨头,公司目前在中国的市占率仍远低于 Autozone、O' Reilly 在美国的市占率,未来行业集中度有望持续攀升,随着公司门

店持续稳定增长，收入规模仍将持续增长，此外公司毛利率仍然低于海外龙头（50%以上），公司毛利率仍有较大提升空间。我们预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润分别为 6.71/11.14/15.47 亿元，可比公司 2025 年平均 PE 为 21X，途虎 2025 年对应 PE 为 12X，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 13：可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价	市值	EPS			PE		
		2024/4/10	亿港元/亿美元	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
AZO.N	汽车地带 (AUTOZONE)	3026	524	132.36	153.15	167.22	23	20	18
ORLY.O	奥莱利汽车(O REILLY AUTOMOTIVE)	1093	645	38.47	42.25	46.90	28	26	23
	平均						26	23	21
9690.HK	途虎-W	17.98	148	0.64	0.89	1.48	28	20	12

资料来源：yahoo finance、wind、华源证券研究 注：autozone 与 o'reilly 盈利预测来自 yahoo finance，币种为美元，途虎盈利预测来自华源证券研究，币种为港元，汇率以 4 月 10 日 1 港元=0.92 人民币计算，2023 年途虎 EPS 按照经调整后净利润计算

4.3 风险提示

门店扩张不及预期：轻资产快速扩张是公司业绩增长的主要驱动力之一，一旦公司对于加盟商的吸引力降低，市场竞争环境恶劣，可能会导致公司未来门店扩张的计划不及预期，进而影响公司整体业绩增速

现有加盟商流失：市场竞争激烈以及汽车维保需求不及预期，可能会导致加盟商盈利情况受损，使得公司现有加盟商流失，进而影响公司业绩

竞争格局恶化导致毛利率下降：公司毛利率提升主要依靠其产品结构的优化，自有品牌与专供品牌占比提升，但是如果市场竞争格局恶化，可能会导致公司产品单价下滑，进而使得毛利率下降，影响公司业绩

表 14：资产负债表（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产：	6906	8271	9461	11183	13416
现金及现金等价物	2686	2715	3694	5128	7046
交易性金融资产	26	0	0	0	0
其他短期投资	537	1588	1588	1588	1588
应收款项合计	607	713	748	784	820
应收账款及票据	174	218	253	289	325
其他应收款	434	495	495	495	495
存货	1543	1800	1976	2229	2507
其他流动资产	1507	1455	1455	1455	1455
非流动资产：	2108	3493	3513	3518	3507
固定资产净值	671	899	963	1013	1047
权益性投资	279	363	363	363	363
其他长期投资	516	1613	1613	1613	1613
商誉及无形资产	554	545	500	455	410
其他非流动资产	88	74	74	74	74
总资产	9014	11765	12975	14701	16923
流动负债：	5572	6602	7121	7713	8368
应付账款及票据	3119	3887	4386	4958	5593
应交税金	405	425	445	465	485
交易性金融负债					
短期借贷及长期借贷当期到期部分		1	0	0	0
其他流动负债	2048	2290	2290	2290	2290
非流动负债：	22398	704	725	745	765
长期借贷	21726	8	8	8	8
其他非流动负债	672	697	717	737	757
总负债	27971	7306	7846	8458	9133
股东权益：	-18957	4458	5129	6243	7790
优先股					
普通股股本	0	0.118	0	0	0
储备	-18219	5671	6342	7456	9003
库存股					
其他综合性收益	-737	-1211	-1211	-1211	-1211
普通股权益总额	-18957	4460	5131	6245	7792
归属母公司股东权益	-18957	4460	5131	6245	7792
少数股东权益	0	-2	-2	-2	-2
总负债及总权益	9014	11765	12975	14701	16923

资料来源：wind、公司招股说明书、公司公告、华源证券研究

表 15：利润表（百万元）

利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	11698	13719	15663	17909	20127
主营业务收入	11547	13601	15533	17759	19955
其他营业收入	151	118	130	149	172
营业总支出	12467	13557	15039	16816	18587
营业成本	9277	10242	11497	13016	14496
营业开支	3190	3315	3542	3801	4091
营业利润	-904	49	625	1093	1540
利息收入	57	129	139	163	197
利息支出	28	19	18	18	18
权益性投资损益	-34	-11	0	0	0
其他非经营性损益	24	3	0	0	0
非经常项目前利润	-885	150	746	1238	1719
非经常项目损益	-1223	6575	0	0	0
除税前利润	-2108	6725	746	1238	1719
所得税	31	25	75	124	172
少数股东损益	-2	-2	0	0	0
持续经营净利润	-2136	6703	671	1114	1547
净利润	-2136	6703	671	1114	1547
归属普通股股东净利润	-2136	6703	671	1114	1547
综合收益	-3812	6227	671	1114	1547

资料来源：wind、公司招股说明书、公司公告、华源证券研究

表 16: 现金流量表 (百万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	-2136	6703	671	1114	1547
加: 折旧与摊销	364	362	281	296	311
营运资本变动	-197	425	308	304	341
其他非现金调整	1657	-6469	-121	-145	-179
经营活动产生的现金流量净额	-313	1021	1138	1568	2020
减: 资本性支出	401	360	300	300	300
投资减少	5376				
减: 投资增加	4533				
其他投资活动产生的现金流量净额	39	-2012	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	481	-2372	-300	-300	-300
债务增加	50		20	20	20
减: 债务减少	501				
减: 股本减少					
其他筹资活动产生的现金流量净额	1387	1350	121	145	179
筹资活动产生的现金流量净额	936	1350	141	165	199
汇率变动影响	109	30	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	1214	29	979	1434	1918
现金及现金等价物期初余额	1472	2686	2715	3694	5128
现金及现金等价物期末余额	2686	2715	3694	5128	7046

资料来源: wind、公司招股说明书、公司公告、华源证券研究

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 恒生中国企业指数 (HSCEI)