

途虎-W (9690.HK) :

IAM龙头发力万亿汽后蓝海市场, 加快低线城市布局, 模式清晰业绩加速释放

股票投资评级: 买入|上调

分析师:鲍学博 SAC 登记编号:S1340523020002

研究助理:殷先伟 SAC 登记编号:S1340123080022

中邮证券研究所 汽车团队

中邮证券

2024年5月9日

- **加快低线城市工场店布局，单店收入增长驱动公司营收向上。** 2023年途虎工场店数量达5909家，同比+1256家，公司加大在低线城市的工场店布局力度，优化低线城市的招商加盟政策，工场店数量有望持续快速增长。公司拓宽服务及SKU品类、加快汽车保养业务营收增长，叠加良好口碑带来的复购率上行有望共驱工场店收入持续增长。公司顺应电动化趋势，与多家主机厂及动力电池厂商展开合作，在电动车后市场领域取得积极进展。
- **工位周转率上行，产品结构、业务结构改善助公司盈利水平向上。** 产品结构方面，公司战略性提升自有自控品牌、专供品牌的占收比，鉴于二者毛利率较流通品更高有望带动盈利水平上行；业务结构方面，公司侧重于毛利率更高的汽车保养业务的发展，致力于扩张服务与SKU品类以提升占收比；工场店工位周转率有望进一步上升，及单RDC、FDC覆盖工场店数量的增加有望进一步提升公司盈利水平。
- **线上+线下一体化、工场店强管控及规模优势赋予的强议价权构筑途虎核心竞争力。** 途虎作为IAM龙头具备规模效应下的产品价格优势、强管控下的产品质量及服务标准化优势、线上+线下一体化的模式优势，我们认为这是途虎能够长期具备较强竞争力及促使工场店稳定运营并实现盈利的核心原因。国内汽车后市场格局分散，在途虎工场店持续扩张背景下其市场份额有望持续提升、加快市场集中度上行。
- **投资建议：**我们预计公司2024/2025/2026年营收155.27/178.46/203.17亿，归母净利润7.02/11.27/16.07亿，对应当前市值PE为29/18/13倍，给予“买入”评级。
- **风险提示：**1) 行业竞争加剧影响公司产品售价及盈利水平；2) 门店扩张不及预期；3) 电动化趋势影响公司传统主业。

目录

- 一 砥砺前行：耕耘汽车后市场十数年，成长为IAM龙头
- 二 规模扩张：渠道下沉，工场店扩张驱动市场份额向上
- 三 盈利向上：加速进军低线市场，多措并举改善盈利水平
- 四 行业格局：头部集中趋势明显，IAM将成市场主导

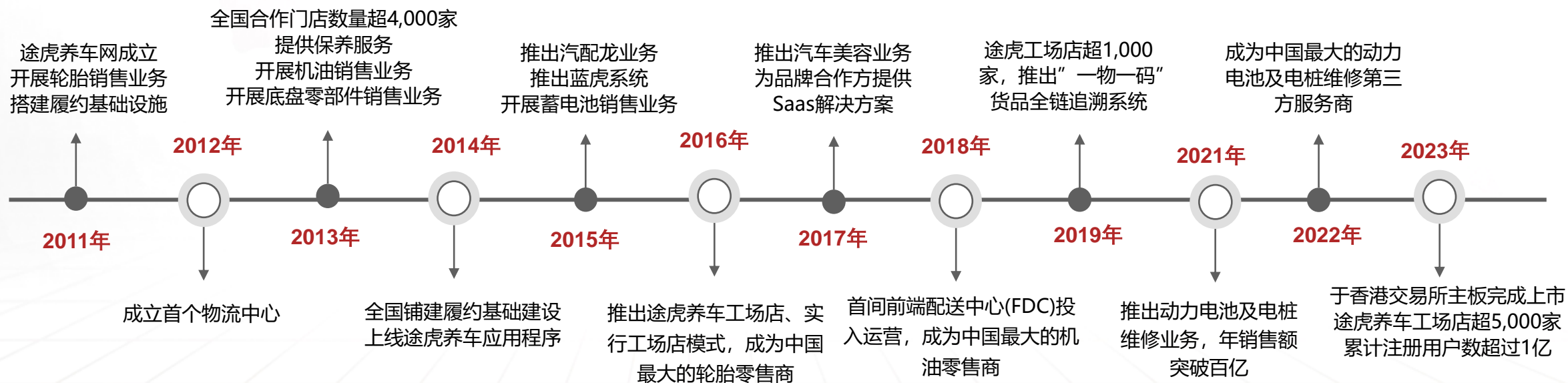


砥砺前行：耕耘汽车后市场十数年，成长为IAM龙头

1.1 耕耘汽车后市场十数年，成长为IAM龙头

- 途虎于2011年正式成立，从轮胎销售业务起步、逐步拓宽业务领域，已形成轮胎及底盘零部件、汽车保养两大业务大类布局。目前已成长为国内IAM龙头，并于2023年在香港交易所主板完成上市。截至2023年途虎在全国拥有5909家工场店和超过20000家合作门店，覆盖大部分地级市，累计注册用户数逾1亿。公司加速在二线及以下市县的工场店布局，有望进一步提升市场份额；且顺应电动化趋势，加速电动车、电池维保等业务布局，着眼长远建立先发优势。

图表 1.1：砥砺前行，于香港上市开启新篇章



资料来源：公司官网，公司年报，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

1.2 从轮胎产品起步，品类与业务持续扩张

轮胎和底
盘零部件

轮胎



底盘零部件



一站式安装服务



汽配龙



汽车保养

液体化学品



蓄电池和保养配件



线下保养服务



为满足门店网络及门店网络外的汽车服务门店采购需求而建立的一个汽车零配件交易平台。通过汽配龙，公司提供即时采购服务。

其他产品
和服务

汽车维修



汽车美容



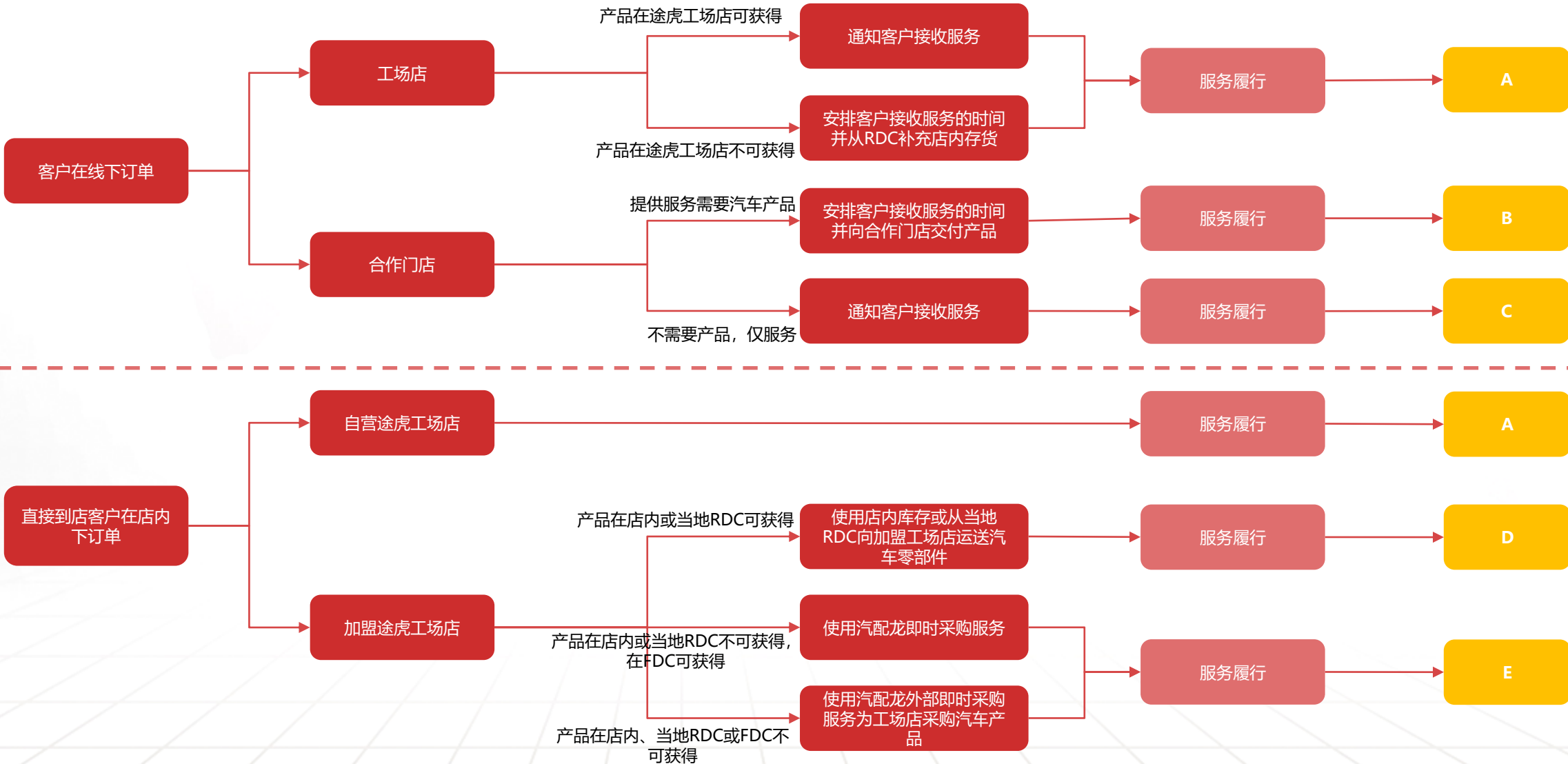
汽车配件



自动汽车清洁



1.3 汽车产品和服务在不同用户情况下收入和成本确认



资料来源: 公司招股说明书, 中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

1.3 汽车产品和服务在不同用户情况下收入和成本确认

- 若客户通过线上界面下达汽车零配件销售及汽车服务订单，可由途虎工场店或合作门店提供产品与服务，途虎会在客户取得及接受汽车产品及服务时确认收入。途虎将按总额基准确认收入，原因是其承担产品存货风险并在向客户转移前控制服务。
- 若客户通过线上界面下达并由合作门店履行的仅服务订单，会在扣除支付给合作门店的服务费后按净额基准确认收入。

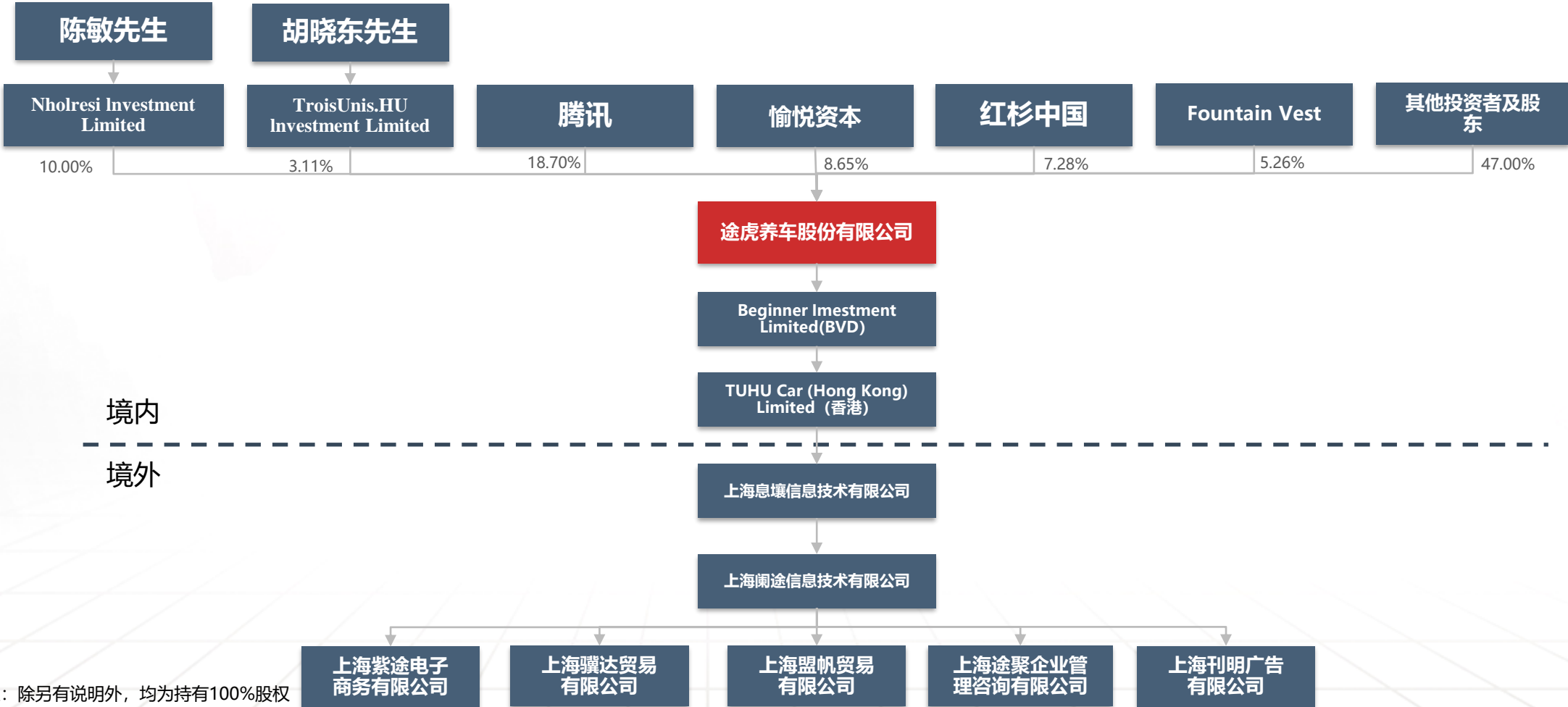
图表 1.2：汽车产品和服务在不同用户情况下收入和成本确认

	途虎的收入及成本		加盟工场店/合作门店收入及成本		收入分配的理由
	收入	产品及服务收入	收入	途虎支付的服务费	
A	成本	产品成本			1、途虎为本次交易主要负责人，承担存货风险，因此享有100%的产品收益； 2、加盟途虎工场店仅为履约服务的代理，因此获支付服务费
		服务成本			
		自营工场店成本			
B	收入	产品及服务收入	收入	途虎支付的服务费	1、途虎为本次交易的主要负责人，承担存货风险，因此享有100%的产品收益； 2、合作门店仅为履约服务的代理，因此获支付服务费
	成本	产品成本			
		服务成本			
C	收入	服务收入	收入	途虎支付的服务费	途虎为合作门店提供服务的代理，不承担存货风险
D	收入	产品收入	收入	产品及服务收入	加盟途虎工场店产生自然直接到店客户流量，因此途虎向加盟途虎工场店分享部分产品收入
	成本	产品成本	成本	产品成本	
E	收入	汽配龙即时采购服务收入	收入	产品及服务收入	
	成本	产品成本	成本	汽配龙即时采购服务成本	

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.4 股权架构：同股不同权架构有利公司运营决策

图表 1.3：全球发售完成后的公司股权架构



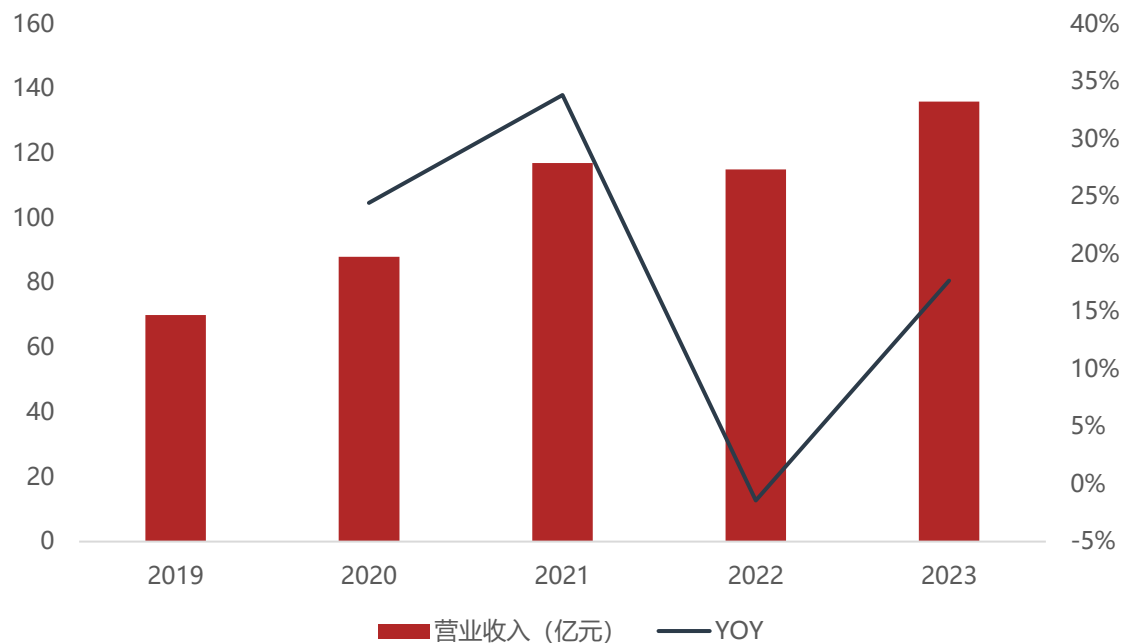
注：除另有说明外，均为持有100%股权

资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

1.5 2023年公司营收重启增长，核心业务增速强劲

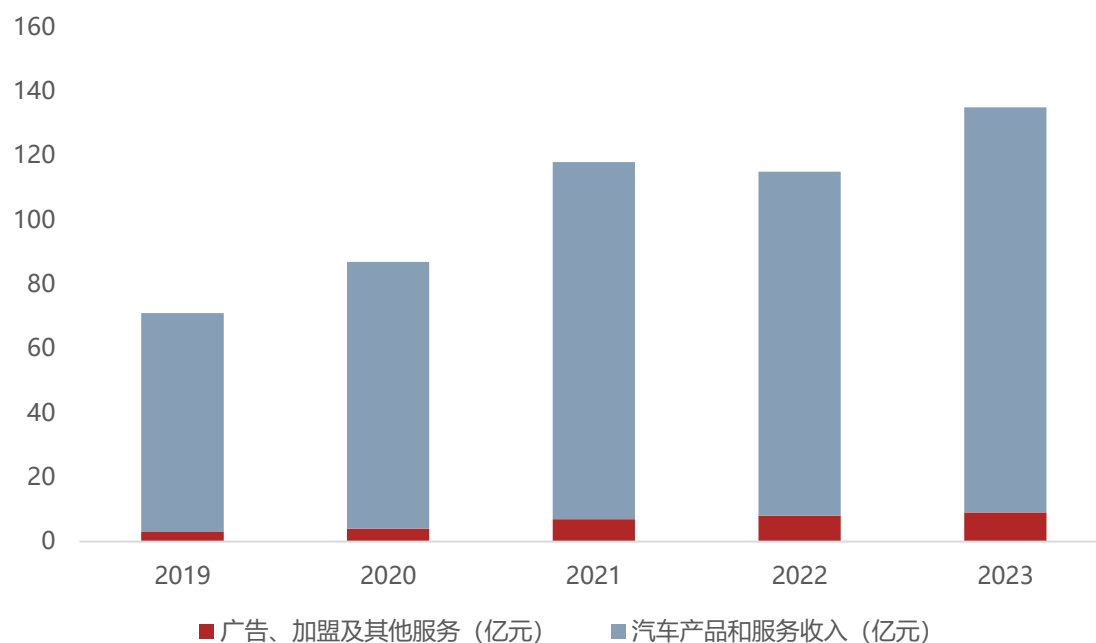
- 2019年以来途虎营收整体保持增长，2022年受疫情等因素影响出现短暂下滑，2023年受益于工场店扩张、不利因素消除后工场店收入回升等因素营收实现同比17.7%的增长。未来工场店数量增加、服务及SKU的扩张、工位周转率的上行将共同驱动公司营收的增长。
- 公司营收包含汽车产品和服务以及广告、加盟和其他服务两大部分。2023年汽车产品和服务业务实现收入126.47亿元，同比+17.76%，其中轮胎和底盘零部件业务、汽车保养业务分别实现营收55.53亿元/49.33亿元，同比分别+20.9%/+22.6%，占总收入比重达40.8%/36.3%。

图表 1.4: 2023年公司营业收入同比+17.7%



资料来源: Wind, 中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表 1.5: 2023年核心业务汽车产品及服务增速强劲



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

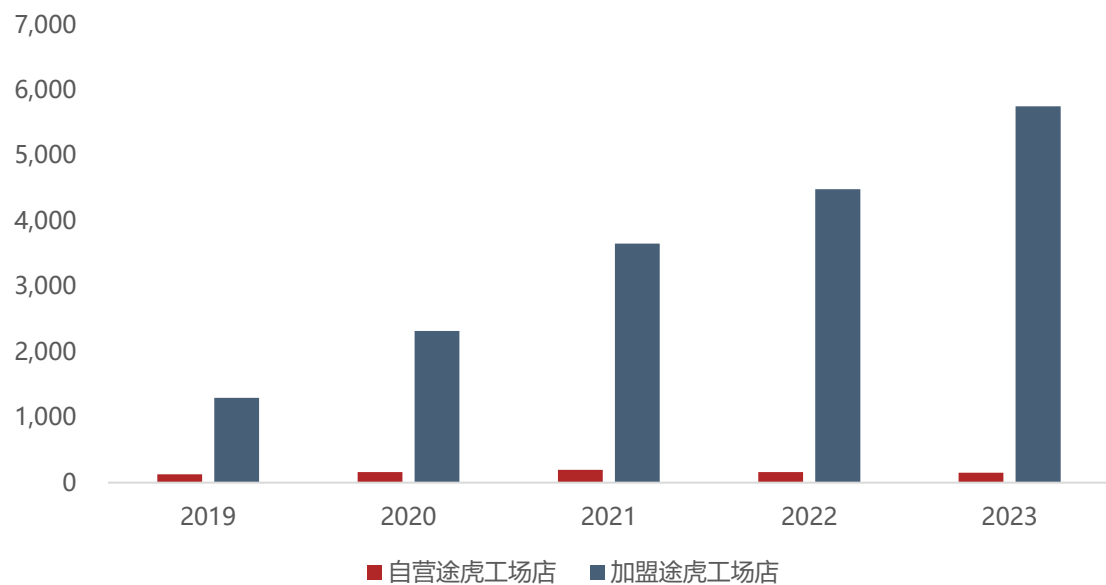
二

规模扩张：渠道下沉，工场店扩张驱动市场份额向上

2.1 收入增长驱动因素之一：工场店扩张

- **二线及以下城市市场空间大，基于可复制模式加快工场店布局。**途虎加快工场店布局，从2019年的1423家增至2023年的5909家，四年间CAGR达43%；公司持续扩大在二线及以下市县工场店布局，数量占比从2019年34.3%增至2023年57.9%，四年间+23.6pct。
- **加盟工场店贡献公司主要收入增量。**工场店的扩张直接带动2C业务营收增长，来自加盟工场店收入占公司总收入比重从2019年55.9%迅速攀升至23Q1的80.7%，伴随加盟工场店在二线及以下市县进一步扩张，来自加盟工场店收入占比预计将进一步提升。

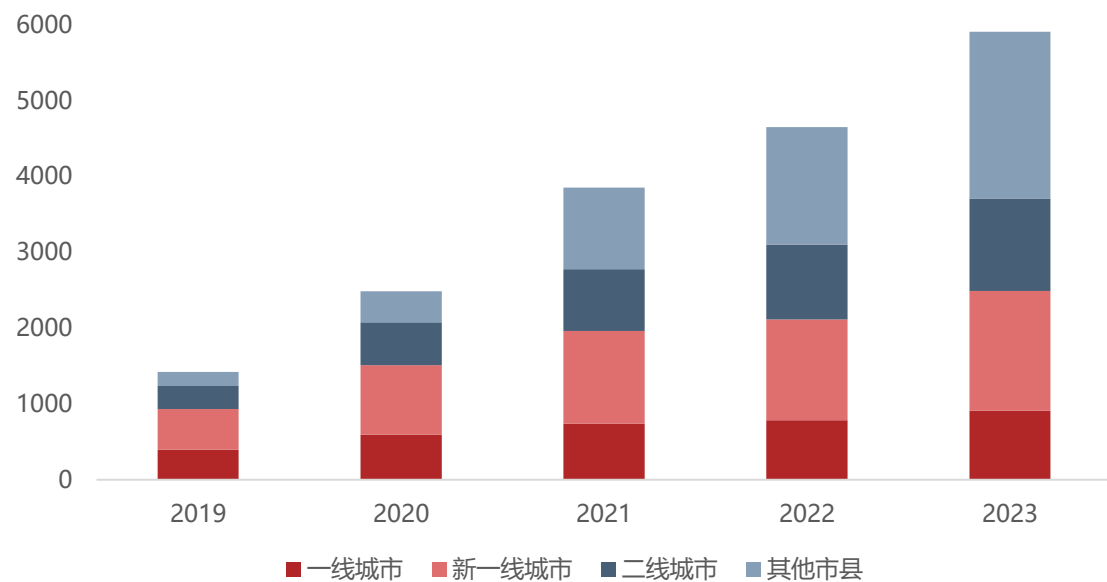
图表 2.1：2019年以来加盟店快速扩张（家）



资料来源：公司招股说明书，公司年报，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 2.2：二线及以下城市工场店增加明显（家）

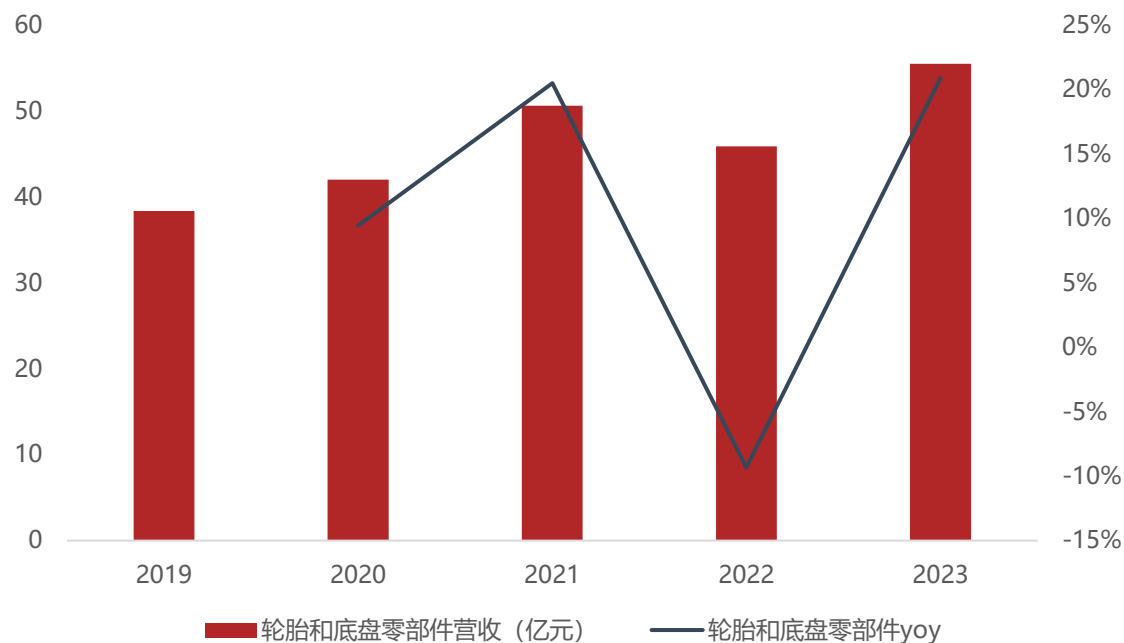


资料来源：公司招股说明书，公司年报，中邮证券研究所

2.1.1 收入增长驱动因素之一：工场店扩张之2C业务

- 途虎养车核心业务包含轮胎和底盘零部件业务和汽车保养业务，2019-2023年公司轮胎和底盘零部件营收整体呈现增长趋势，其中2022年受疫情复发影响，轮胎和底盘零部件营收同比-9.32%，2023年轮胎和底盘零部件营收恢复增长，同比+20.92%。
- 2019-2023年，公司汽车保养业务营收稳步增加，从2019年的18.7亿元增至2023年的49.33亿元，CAGR为27.44%。23年汽车保养业务实现营收49.33亿元，同比+22.55%，主要系疫情后汽车保养需求复苏及途虎工场店网络扩张、服务及SKU品类拓宽所致。

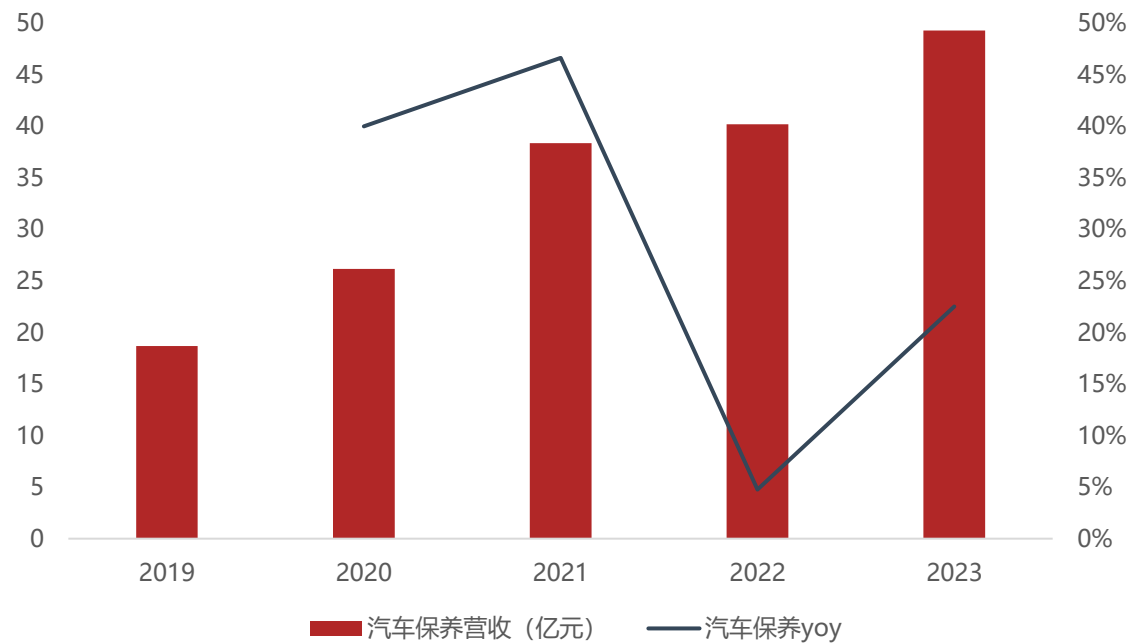
图表 2.3：23年轮胎和底盘零部件营收同比+21%



资料来源：公司招股说明书，公司年报，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 2.4：23年汽车保养业务营收同比+23%

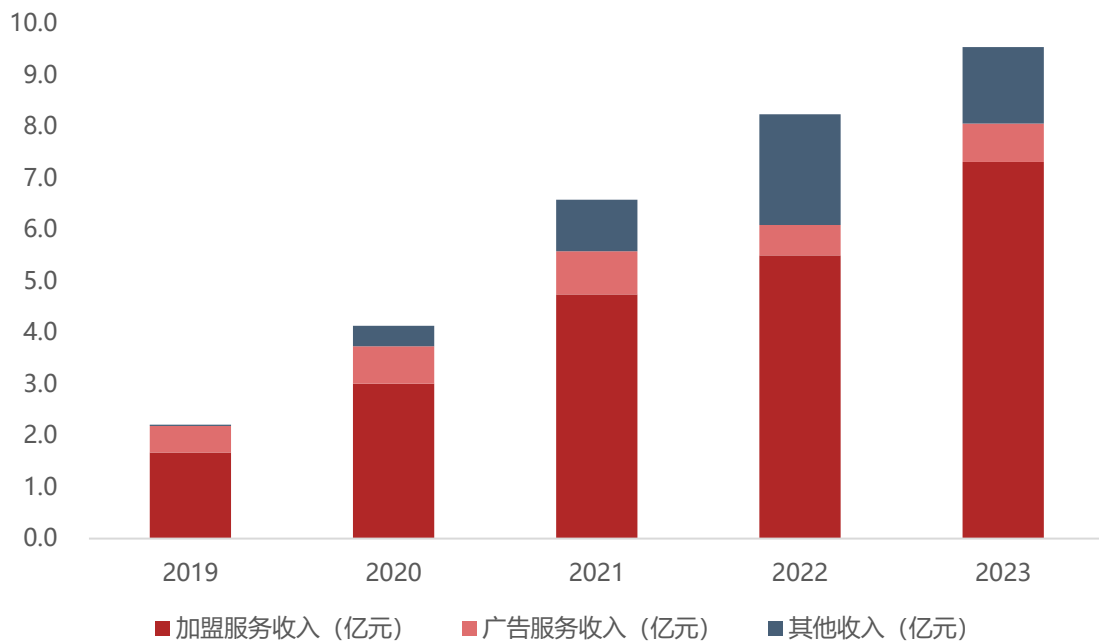


资料来源：公司招股说明书，公司年报，中邮证券研究所

2.1.2 收入增长驱动因素之一：工场店扩张之加盟业务

- 来自加盟商的收入包括加盟费、固定月度管理费、基于利润的分成费用，**1) 加盟费**：根据加盟工场店的区域、城市等级、汽车保有量和规模，就三年加盟协议收取10万-20万的加盟费，在初始期限结束后，加盟费的续展将视具体情况而定；**2) 管理费**：目前标准固定月度管理费分为4千/8千两个级别，可能会根据加盟途虎工场店的具体情况（如处于发展初期的加盟工场店、疫情影响加盟店运营等）减少固定月度管理费，以支持其业务增长及减轻营运压力；**3) 利润分成**：一般为加盟店经营利润的10%。

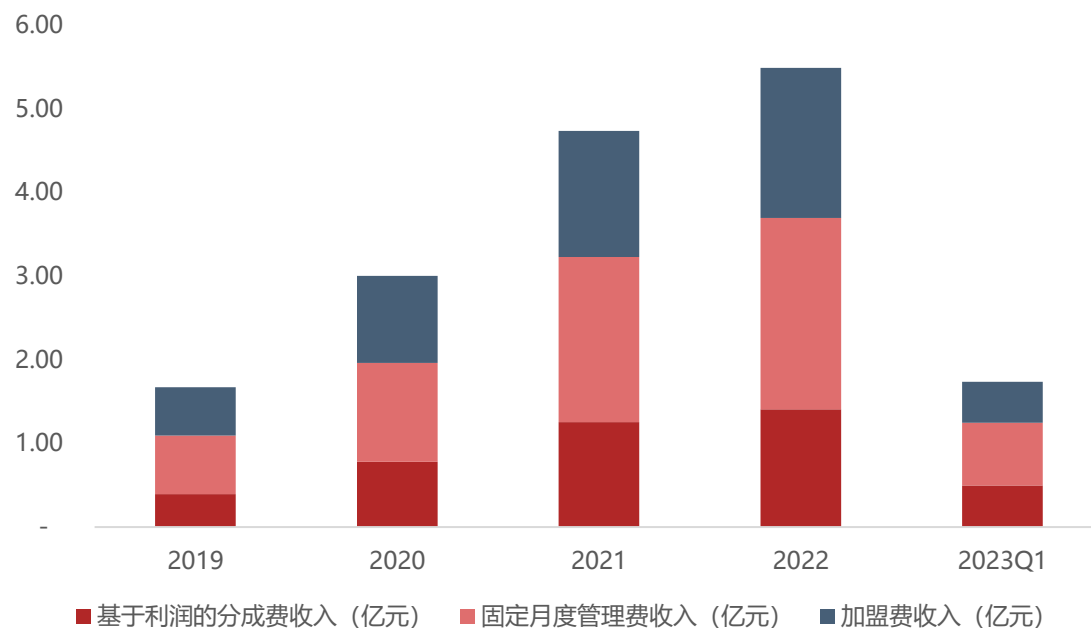
图表 2.5：加盟服务贡献主要收入



资料来源：公司招股说明书，公司年报，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 2.6：加盟收入含加盟费、管理费、利润分成

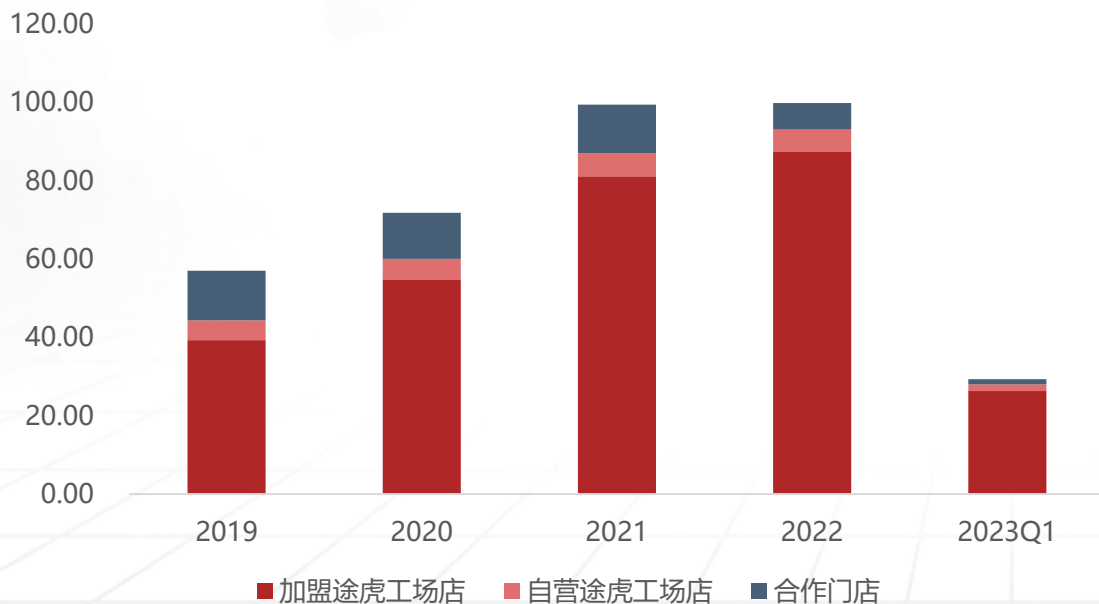


资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

2.2.1 工场店经营质量分析之一：收入情况

- **疫情&业务调整&工场店扩张对单店收入产生影响。** 1) 疫情影响，20/21/22年开设新店爬坡速度慢于19年门店，单工场店收入受损；2) 业务结构变化，公司战略性增加利润较高、均价较低业务占收比（如汽车保养产品和服务）；3) 工场店扩张，新店有爬坡周期，影响整体店均收入。
- 伴随疫情影响趋弱，23Q1自营/加盟工场店收入回升；伴随工场店年限增加，客流增长&SKU扩张将驱动单店年均收入上行，23Q1三年及以上工场店收入较一年以内店高139%。

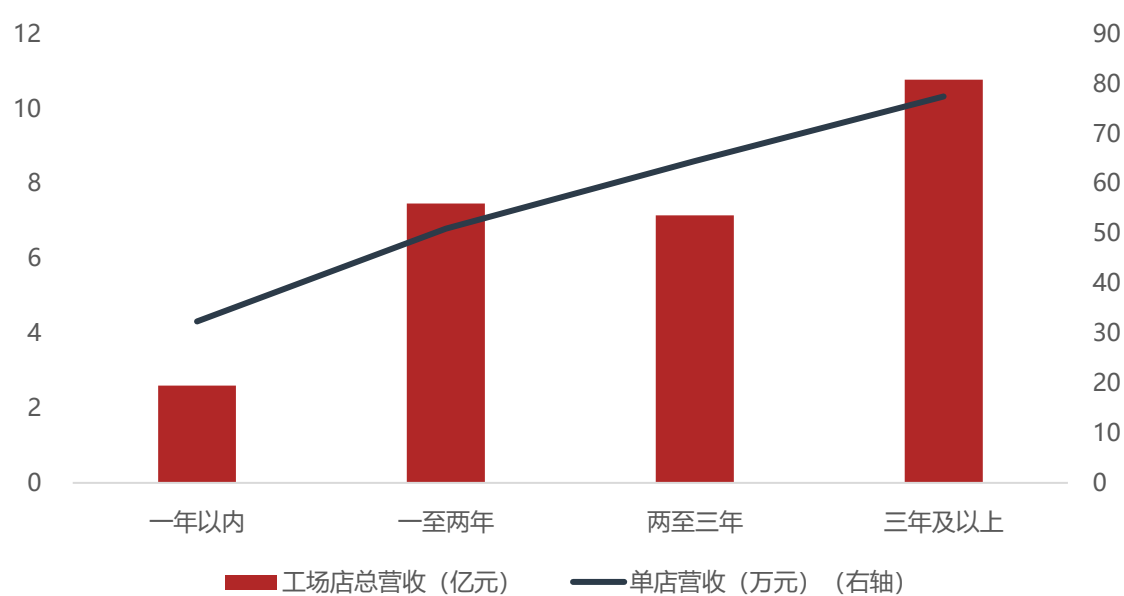
图表 2.7：途虎工场店贡献主要收入（亿元）



资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 2.8：23Q1分不同年限工场店收入

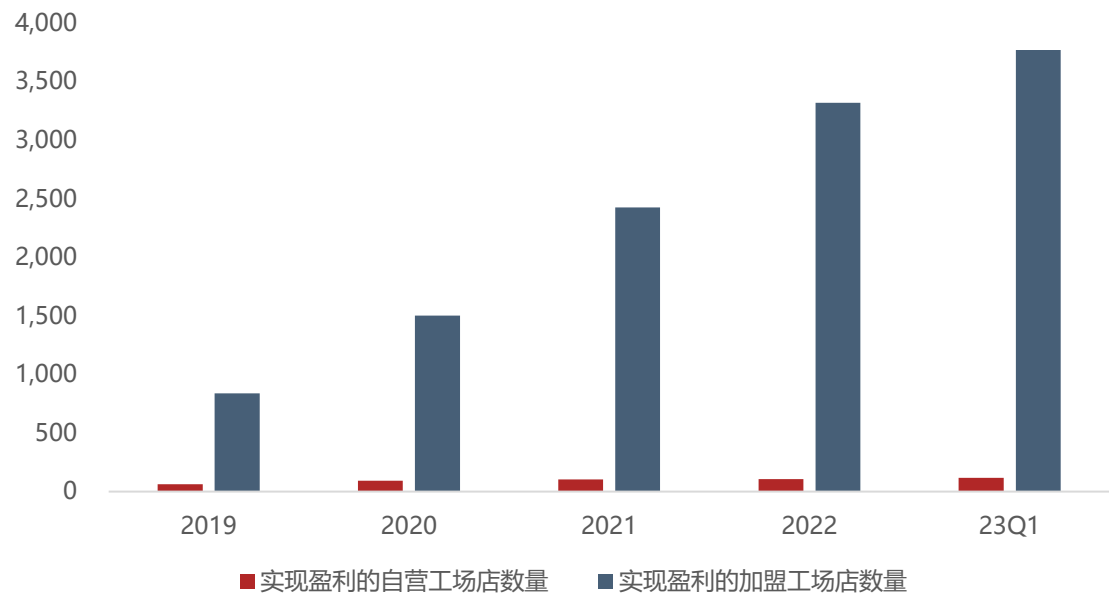


资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

2.2.2 工场店经营质量分析之二：盈利比例

- **加盟工场店盈利比例在疫情后已开启修复**：加盟店实现盈利比例在疫前的2019年为90.4%，其后疫情影响致盈利加盟店占比下滑至22年的81.2%，23Q1在疫情影响逐渐消除后迅速反弹至89.4%。截至2023年末，开业6个月以上途虎工场店的盈利比例由上年同期的81%提升至93%。伴随疫情等不利影响消除、产品及业务结构的改善，工场店盈利比例有望进一步提升；从绝对数量看，支付基于利润分成费的加盟店数量从19年838家增至22年3320家，三年间CAGR达58%。

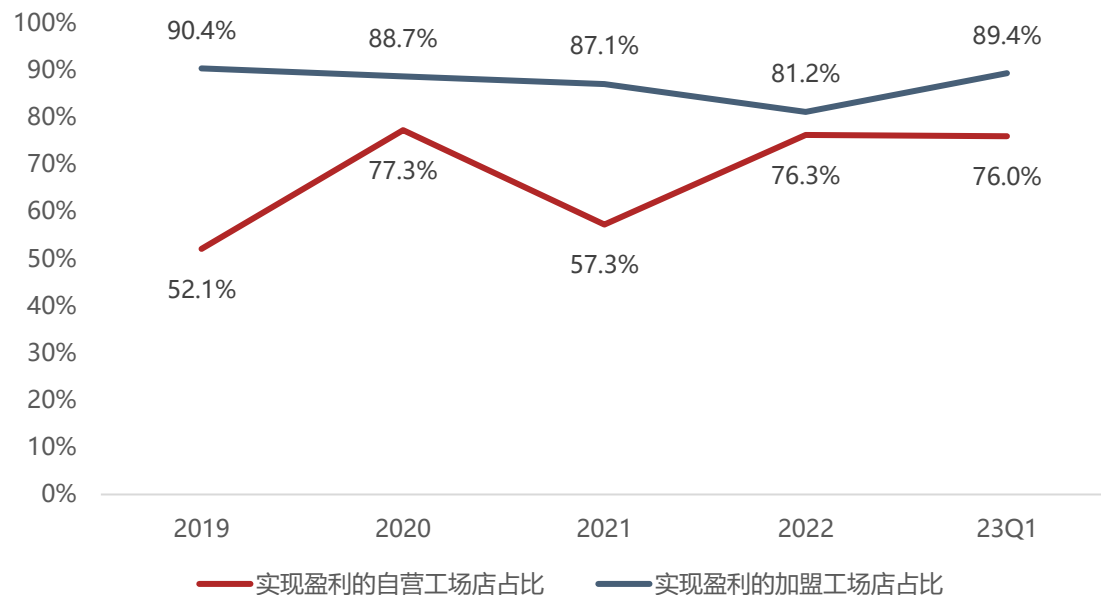
图表 2.9：实现盈利的自营/加盟工场店数量（家）



资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 2.10：实现盈利的自营/加盟工场店比例

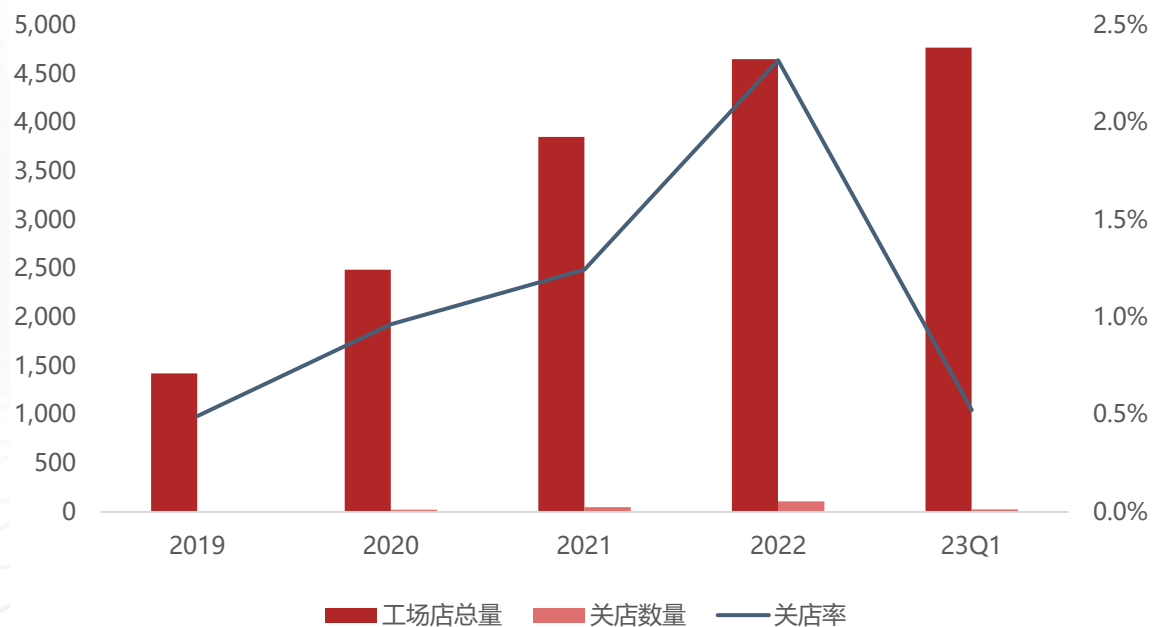


资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

2.2.3 工场店经营质量分析之三：存续情况

- 疫情等影响致关店率短暂攀升，23Q1已显著下降。2022年受疫情、租约到期、地点的策略化优化等因素影响关闭的自营及加盟工场店数量有所增加，伴随不利因素消除关店率显著降低、未来有望维持较低水平。
- 合作加盟商数快速增加，单加盟商开设加盟店数持续上行。公司合作的加盟商从2019年的632家增长至23Q1的2298家，截至23Q1占比39.9%的加盟商开设2家或以上工场店，显示途虎模式获得加盟商认可。

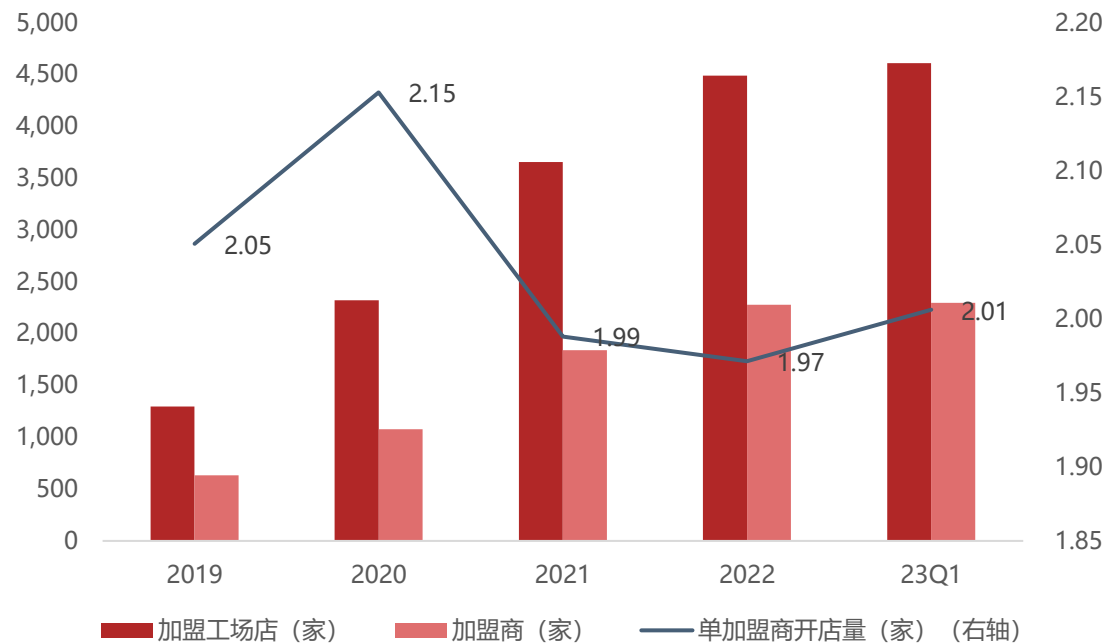
图表 2.11: 23Q1关店率显著降低 (家)



资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 2.12: 单加盟商开店数在23Q1重回2以上

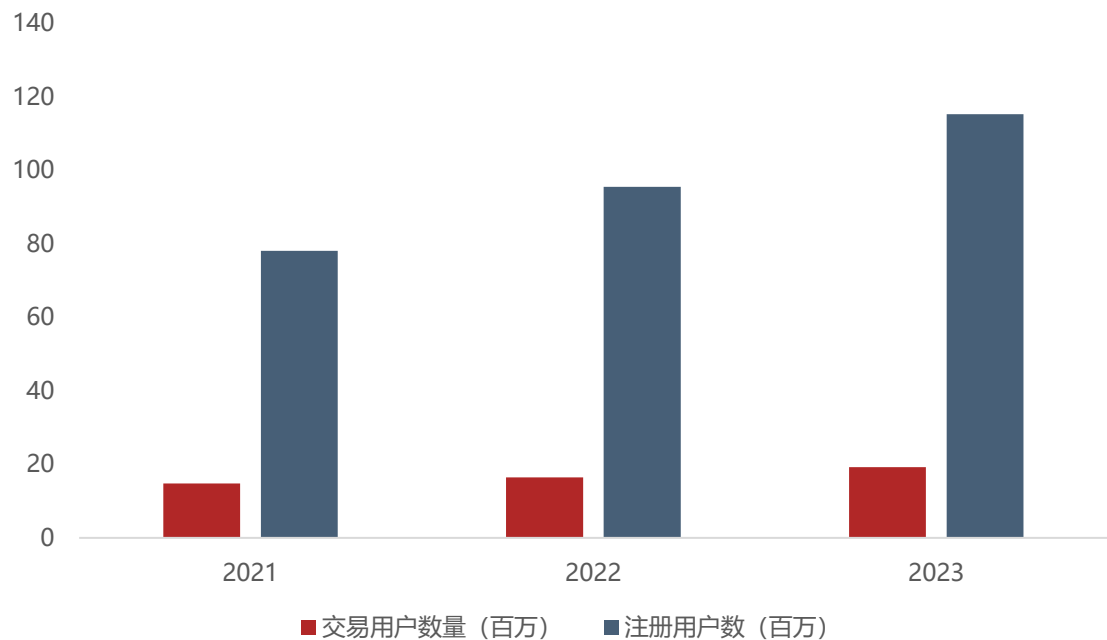


资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

2.3 收入增长驱动因素之二：用户增长与复购的力量

- 公司注册用户数稳步增长、2023年实现破亿，从2021年的0.78亿增至2023年的1.15亿。其中交易用户数则从2021年的0.15亿增至2023年的0.19亿，交易用户数的增长为工场店工位周转率及收入的提升奠定基础。
- **复购率持续提升，奠定长期向好发展之基。**据公司年报，2023年用户的复购率近60%，体现用户对途虎产品及服务的认可度持续提升，考虑到线上及线下流量有限，复购率的提升有利于获取稳定的客户群体及工场店在当地占据可观的市场份额。

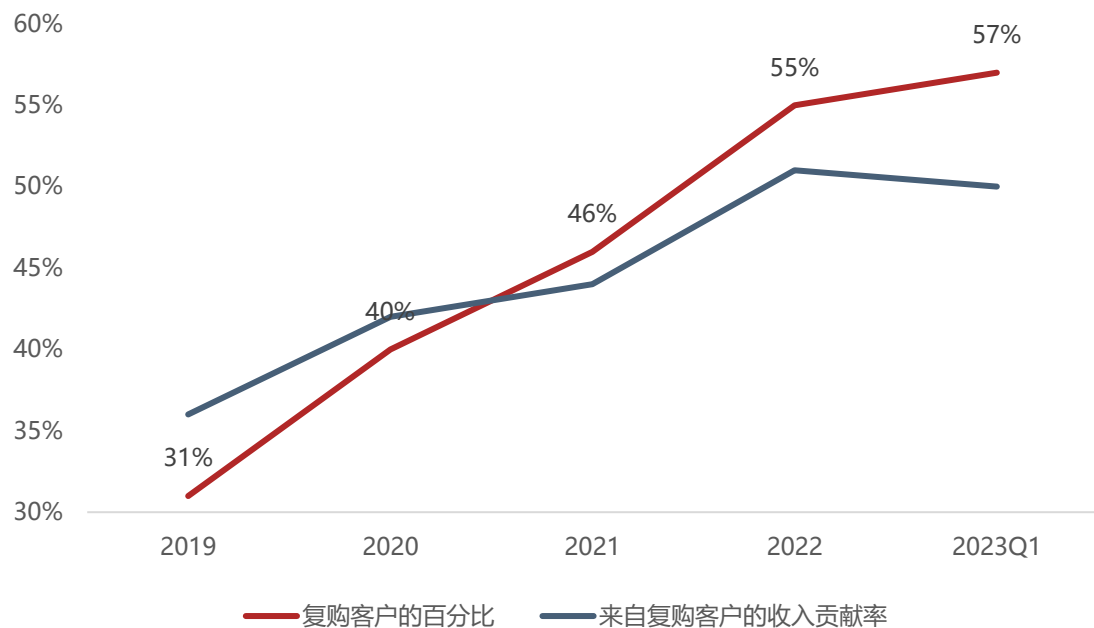
图表 2.13：交易用户数和注册用户数稳步提升



资料来源：公司招股说明书，公司年报，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 2.14：复购客户百分比逐年提升



资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

2.4 收入增长驱动因素之三：服务及SKU品类扩张

- **公司持续扩充产品&服务品类，致力于提供一站式服务。**从历史上看，途虎从轮胎、机油、底盘零部件、蓄电池等产品持续拓展多种服务类别，目前公司成为中国最大的轮胎和机油零售商。公司增加快修、汽车美容等服务内容，进一步提升综合服务能力、提高每笔交易用户的平均收入、改善业务结构。2023年轮胎、保养及快修SKU分别增至5000+、8000+和35万+个，利于增强用户黏性及驱动收入增长。

图表 2.15：公司在各服务领域表现出色

	轮胎	2011年推出	2016年在中国排名第一
	机油	2013年推出	2018年在中国排名第一
	底盘零部件	2015年推出	2017年在中国排名第一
	蓄电池	2015年推出	2019年在中国排名第一
	动力电池维修	2021年推出	2022年在中国排名第一

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 2.16：2023年公司类目/SKU进一步扩张

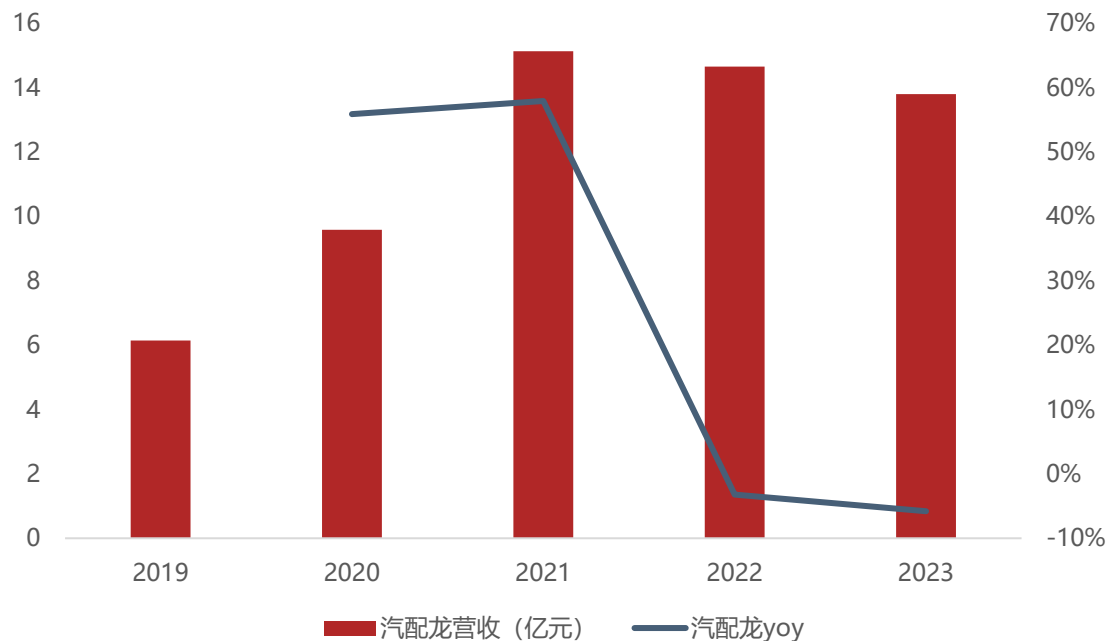
	类目	SKU
轮胎		SKU增至5000+个
保养	类目增至42个	SKU增至8000+个
快修	类目增至108个	SKU增至35万+个

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.5 收入增长驱动因素之四：汽配龙业务

- 汽配龙主要通过向途虎工场店、合作门店，以及第三方汽车零部件经销商/客户及服务供应商销售汽车零部件获取收入，汽配龙业务营收从2019年6.15亿元增至2023年的15.15亿元、CAGR达25%，2022/2023年汽配龙业务略有收缩，主要系公司分配更多资源通过汽配龙开发即时采购服务并取消区域批发服务。
- 23Q1公司RDC/FDC数量分别为39/267个，伴随RDC/FDC的建设、覆盖工场店数量增加，有望实现降本增效，2023年当日/次日达线上轮胎订单已达60%、线上保养及其他订单全年占比近80%。

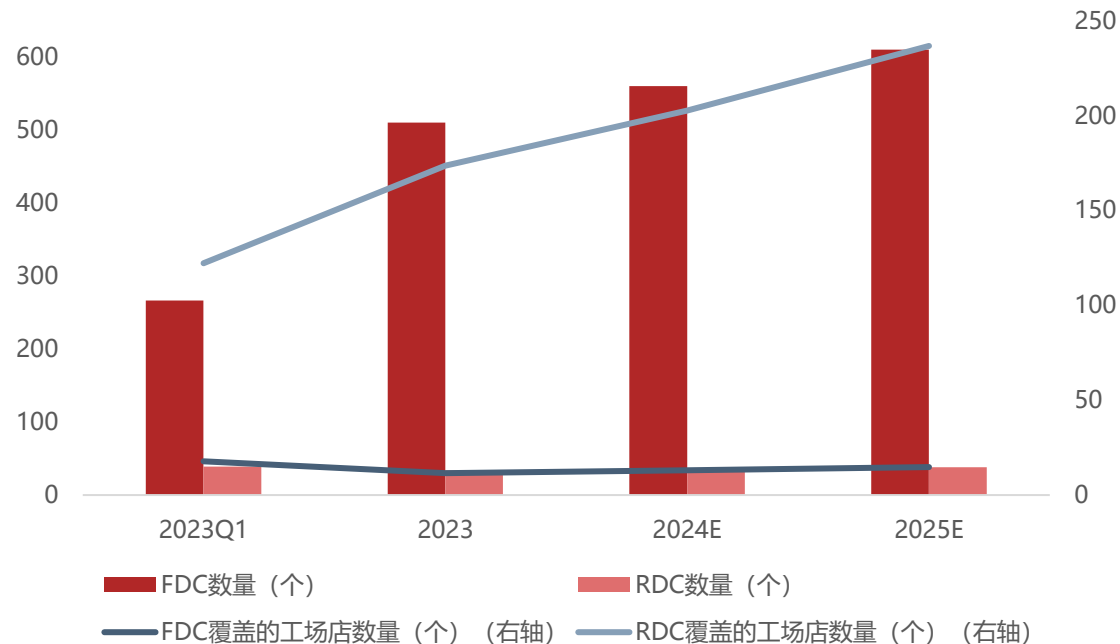
图表 2.17：2023年汽配龙业务营收同比略降



资料来源：公司招股说明书，公司年报，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 2.18：FDC、RDC覆盖工场店数量有望持续提升

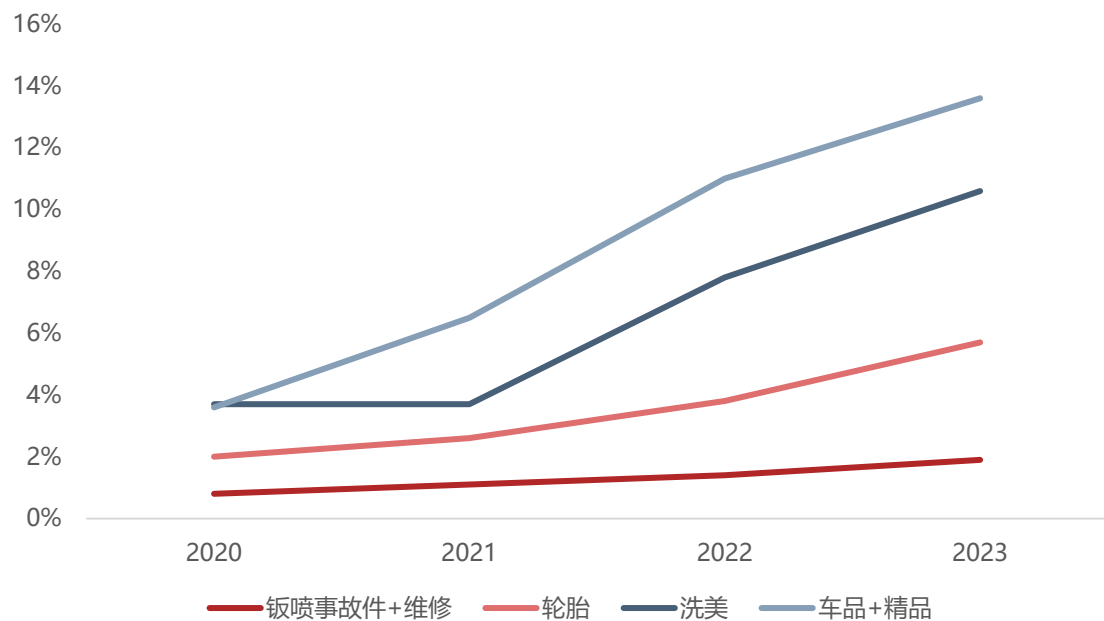


资料来源：公司招股说明书，公司年报，中邮证券研究所

2.6 拥抱新能源：与主机厂达成战略合作，布局电池服务

- **着眼长远，建立起新能源车汽后领域先发优势。**2020年以来，公司在钣喷维修、轮胎、洗美、车品等业务线的新能源渗透率持续提升，其中洗美、车品+精品的新能源渗透率均逾10%，呈现出快速上行趋势。
- **与知名新能源车企及电池厂商达成合作。**2021年途虎与零跑汽车达成战略合作，向其用户提供维修及汽车美容等服务；同年与北汽极狐达成战略合作框架协议。**电池服务方面**，途虎获13家电池厂商官方授权，且以自建网络的方式提供电池维护服务，并为技师创建平台维护培训系统。**23年途虎完成逾2.2万笔动力电池服务订单、同比增长逾60%，市占率达2.8%、行业居首。**

图表 2.19：公司各业务线新能源渗透率持续提升



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 2.20：公司与多家新能源品牌建立合作

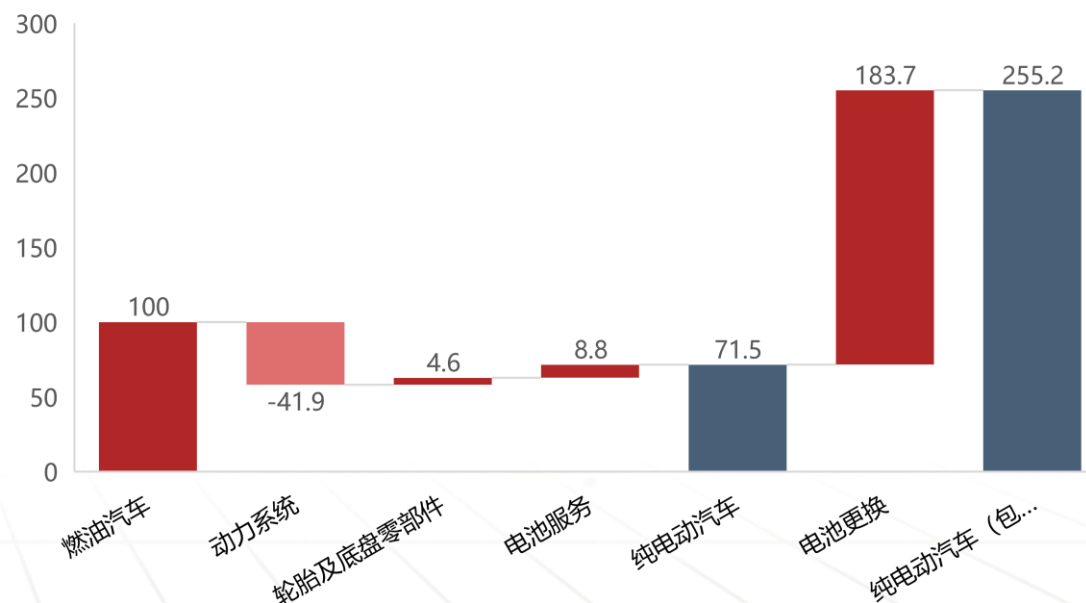
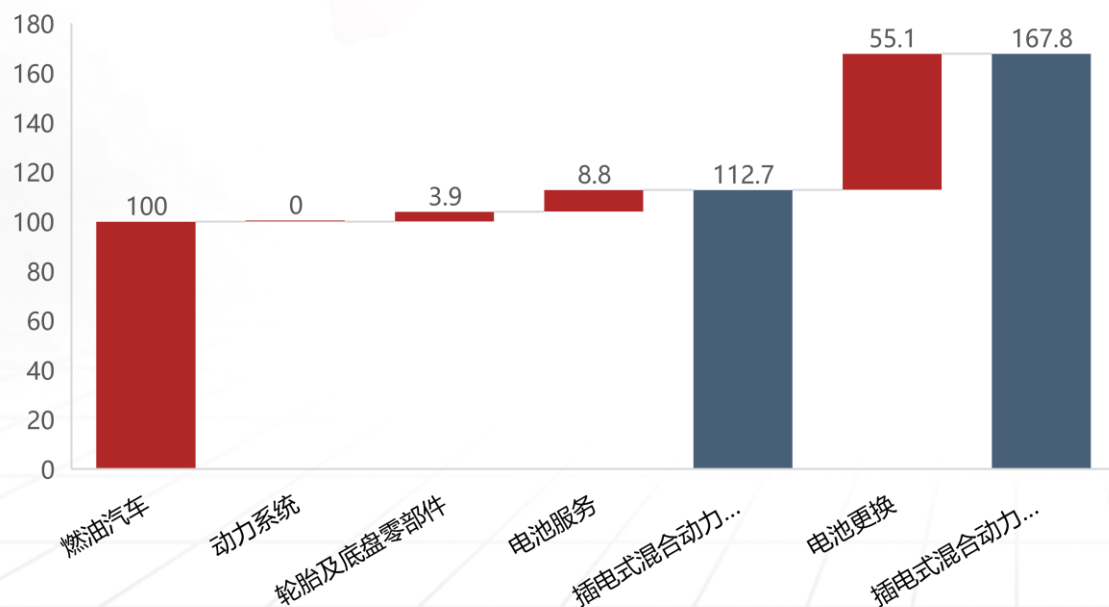


资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

2.6 拥抱新能源：纯电/混动维保开支并不比燃油车低

- **混动车维修保养支出更高：**与燃油车相比，除发动机保养外、插电混动亦需进行电池动力系统保养服务，包括电池容量检测、维修及电气系统更换等。据灼识咨询，插电混动定期保养及维修年度开支较燃油汽车高约13%。
- **纯电车电池更换大幅抬高维保开支：**纯电车不需对发动机进行保养维修，由于电池组较大纯电车平均重量通常高于燃油车，导致更多的轮胎及悬架磨损。由于电池组占物料清单成本的30-40%，预计将产生电池检查、均衡及测试等额外服务。纯电/插电混动定期保养及维修年度开支是燃油车的 71.5%/112.7%，若包括电池更换（按8年生命周期计），则为 255.2%/167.8%。

图表 2.21：燃油汽车/插电混动/纯电车全生命周期定期保养及维修服务年度开支比较(设燃油车年度开支为100)



资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所



三

盈利向上：加速进军低线市场，多措并举改善盈利水平

3.1 2C业务毛利率向上驱动因素之一：产品结构改善

- 途虎引入品牌拥有者为其定制及专门制造的专供品牌，亦通过引入其自有品牌（包括自控品牌及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）扩大产品供应并优化产品组合。截至23Q1，途虎推出51个自有品牌、54个专供品牌，涵盖轮胎和底盘零部件、汽车保养产品等，在22Q2-23Q1期间分别交易了7,429/2,239个SKU。
- 自有&专供品牌占收比提升驱动盈利水平上行：**从盈利水平看，自有品牌毛利率明显高于专供品牌以及标准化品牌，2023年公司自有自控/专供产品占收比同比分别提升9.2/1.0pct，考虑到公司加速布局低线市场，自有自控产品占收比有望进一步提升。

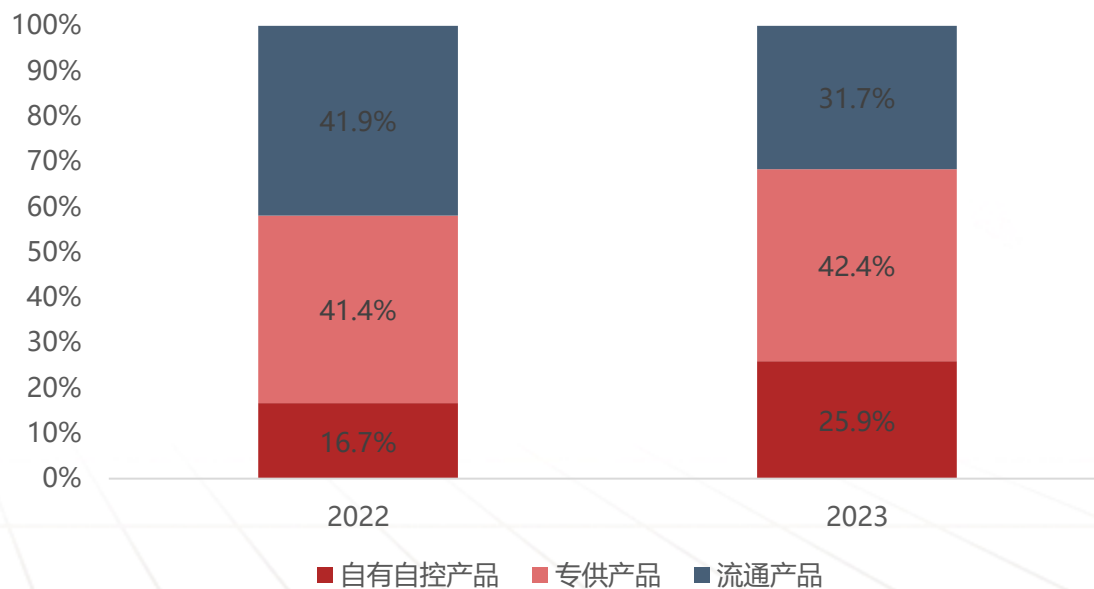
图表 3.1：公司自有品牌囊括轮胎、机油等多类产品

专供品牌	嘉实多嘉逸版润滑油
	布雷博Prime家族制动产品系列的“劲捷”系列，包括刹车片、刹车盘、刹车油全系产品
自有自控品牌	鹏致、驾驰、霍尼韦尔润滑油
	雷神、熊牌轮胎

资料来源：公司年报，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 3.2：自有自控&专供产品收入占比持续提升

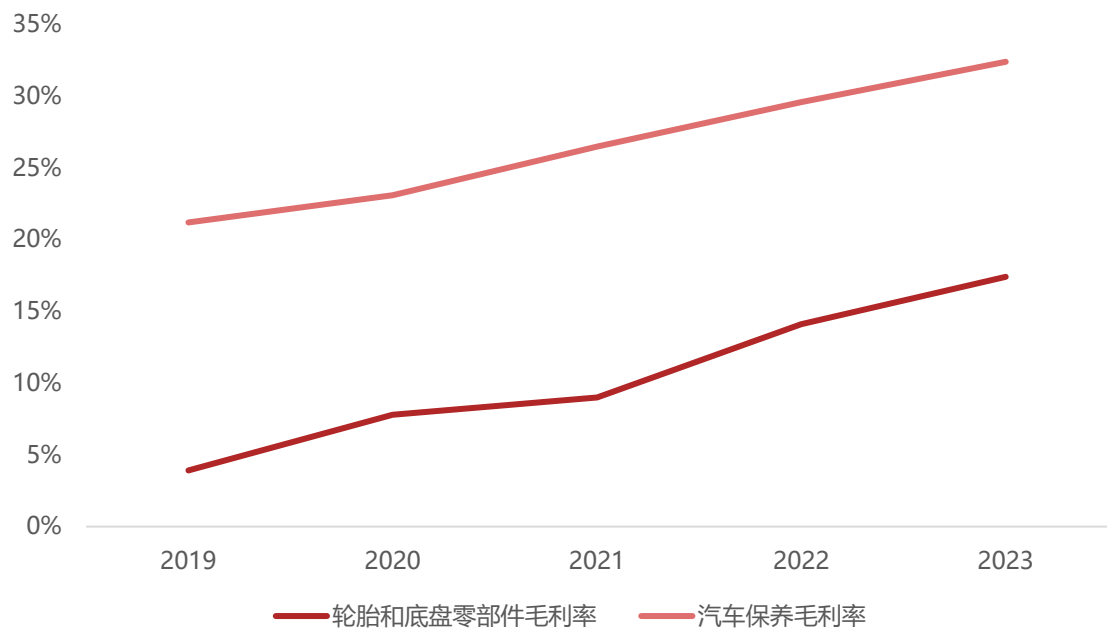


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

3.2 2C业务毛利率向上驱动因素之二：业务结构改善

- **改善业务结构，途虎聚焦毛利率更高的汽车保养业务。**从历史数据看，2019年以来汽车保养业务毛利率较轮胎及底盘零部件业务更高。工场店及SKU扩张助汽车保养业务加速增长，占2C业务营收比重从2019年的30.1%升至2023年的43.8%，业务结构的改善将带来2C业务整体毛利率的提升。

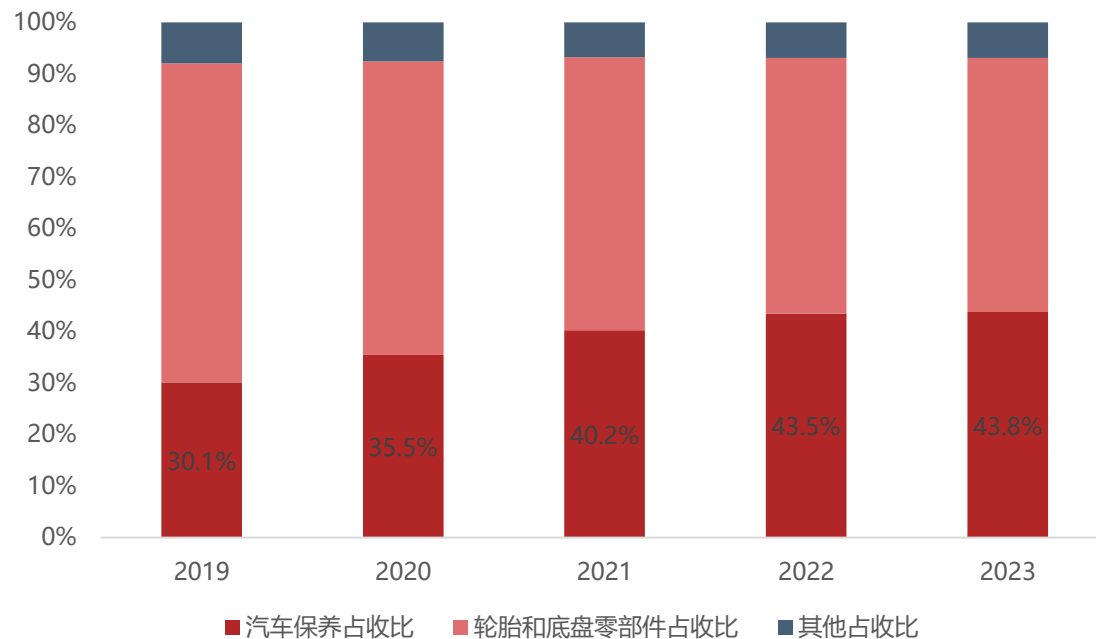
图表 3.3：汽车保养业务毛利率具有显著优势



资料来源：公司招股说明书，公司年报，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 3.4：毛利率更高的保养业务占收比持续提升

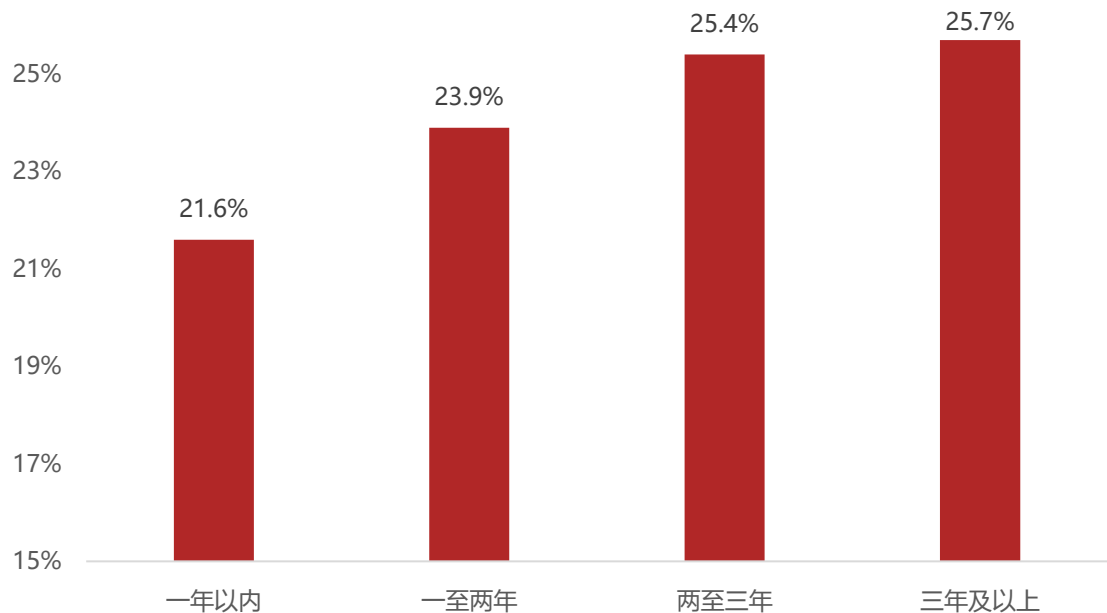


资料来源：公司招股说明书，公司年报，中邮证券研究所

3.3 2C业务毛利率向上驱动因素之三：周转率提升

- **时间的朋友，周转率&毛利率双升。**据公司公告，截至23Q1存续时间分别为一年以内、一至两年、两至三年、三年及以上的工场店毛利率分别为21.6%、23.9%、25.4%、25.7%，其中三年及以上较一年以内工场店毛利率高4.1pct，主要原因在于老店获认知度高、客流量大、单工位服务周转率更高，进而推动毛利率上行，伴随三年及以上老店占比提升，整体毛利率亦将持续上行。
- 途虎将自动化和其他技术驱动型工具引入门店，如自动汽车清洁机、数字诊断数据库等，实现门店运营效率及技师利用率提升。据灼识咨询，截至23Q1途虎单汽车工位日服务周转率为2.2，远高于行业平均的1.1。

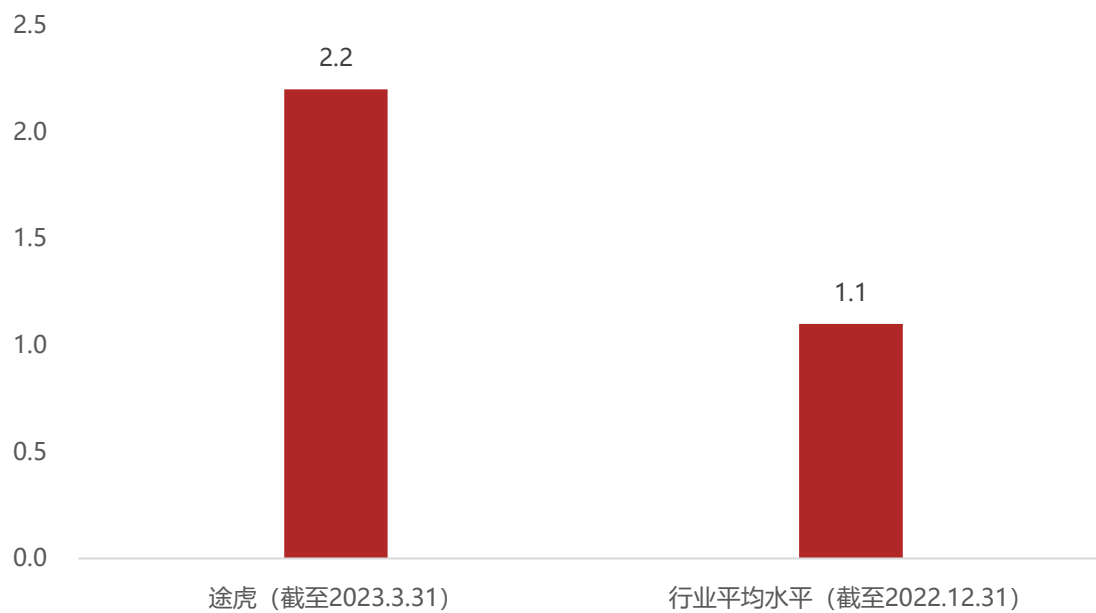
图表 3.5：23Q1不同年限工场店的毛利率水平



资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 3.6：公司工位周转率显著高于行业平均水平

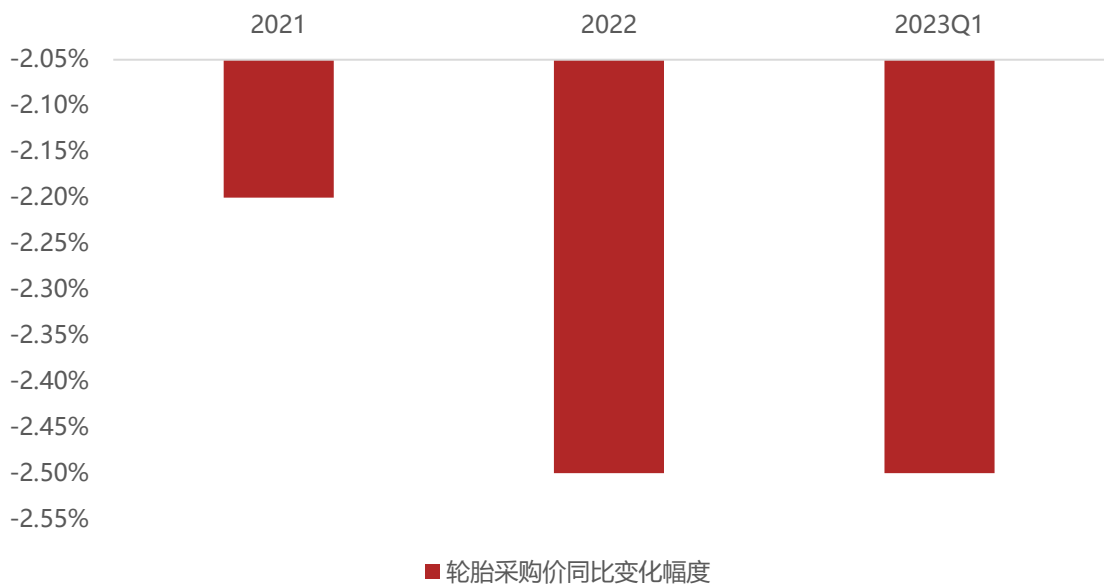


资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

3.4 2C业务毛利率向上驱动因素之四：强议价权与飞轮效应

- **产品价格优势显著**：鉴于OEM在汽车服务价值链的优势，通常以较高价格加成向获授权经销商销售汽车零配件，成本则向客户转移；途虎利用直接采购优势及规模经济向供应商取得有利条款，因此较获授权经销商及其他缺乏规模及流量的IAM竞对拥有较大产品价格优势。据灼识咨询资料，向获授权经销商提供的若干高端品牌机油平均采购价较途虎取得价格高出约30%。
- **若干产品类别采购成本有所降低**：途虎的规模优势赋予其议价能力提升、从供应商获得更优惠条款，21年轮胎单位平均采购成本较20年下降2.2%、并于22年进一步下降2.5%，23Q1则较22年同期下降2.5%。

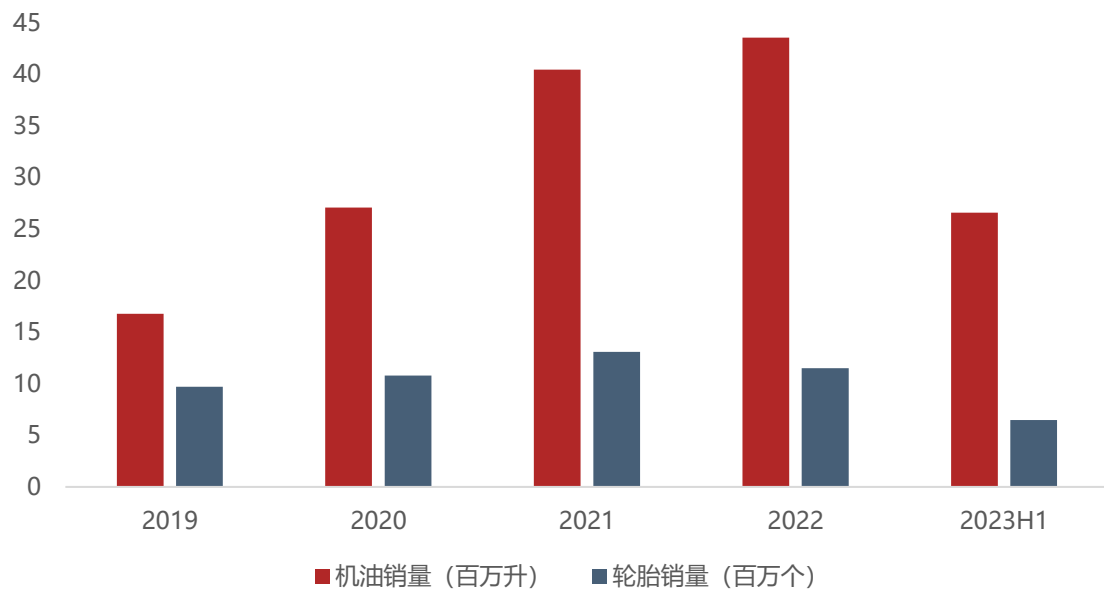
图表 3.7：飞轮效应下强议价权助轮胎采购价下降



资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 3.8：23H1轮胎销量同比+18%、机油销量同比+29%

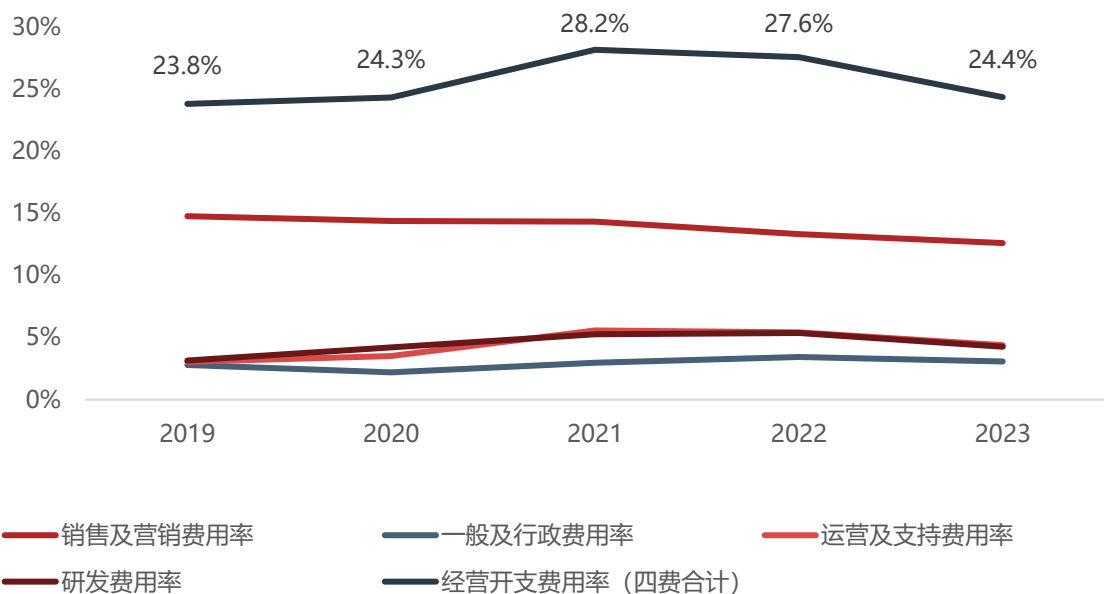


资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

3.5 费用端：提效控费，驱动费用率下行

- 2019/20/21/22/23年经营开支占收比分别为23.8%/24.3%/28.2%/27.6%/24.4%，1) 基于对经济复苏的预期，20H2/21H1公司增加研发及运营支持团队规模以支持门店网络扩张和新业务开展；2) 21H2/22年新冠疫情复燃对收入增长产生负面影响。
- 降低销售及营销开支途径：1) 增加运营效率，每个FDC门店覆盖更多途虎工场店；2) 通过提高劳动效率优化仓库及运费结构，提高仓库单位面积平均销售量，降低管理费用及利用有效数据提高配送精度及效率；3) 通过应用人工智能优化客户服务团队，以控制人工费用，并通过优化调度及招聘计划来提高客户服务团队的效率；4) 获客成本呈下降趋势，营销费率有望持续下行。

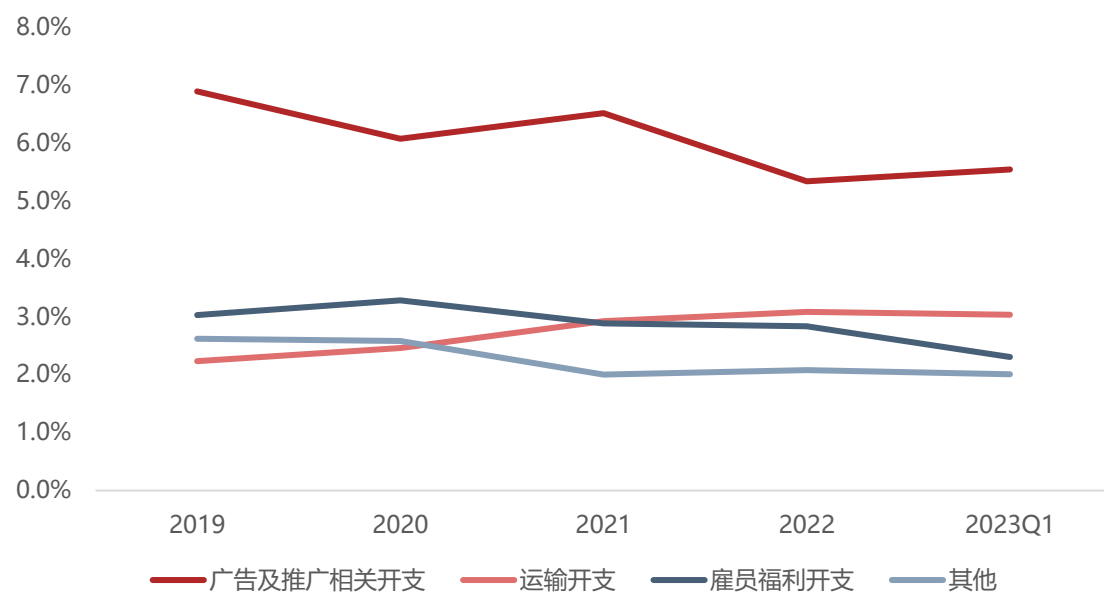
图表 3.9：2023年经营开支费用率同比-3.23pct



资料来源：公司招股说明书，公司年报，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 3.10：良好口碑有望助营销费率下行

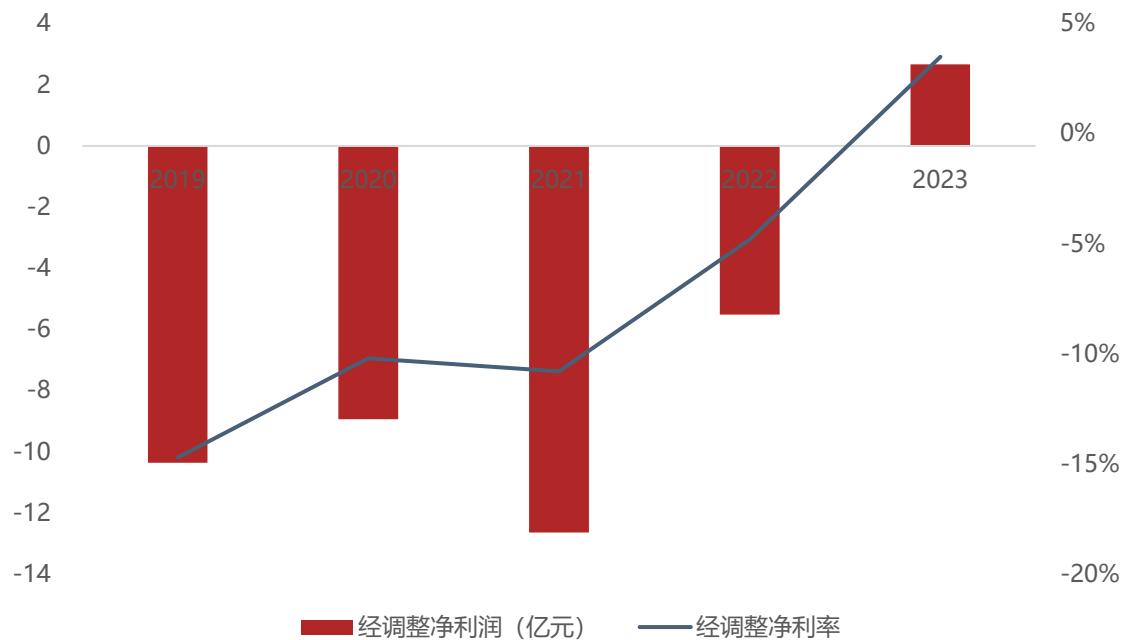


资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

3.6 经调整净利润扭亏，盈利水平稳步提升

- **经调整净利润更准确反映公司经营情况。**可转换可赎回优先股公允价值变动与公司估值变动有关，在上市后该优先股自动转换为普通股，故优先股负债由负债重新分类为权益。经调整净利润扣除股份支付开支、可转换可赎回优先股公允价值变动、购回可转换可赎回优先股产生的亏损及上市开支等，23Q1/H1/H2分别为0.9/2.1/2.7亿元，Q1/Q2/H2经调整净利率分别为2.8%/3.7%/3.8%，呈现稳步提升态势，业绩有望加速释放。

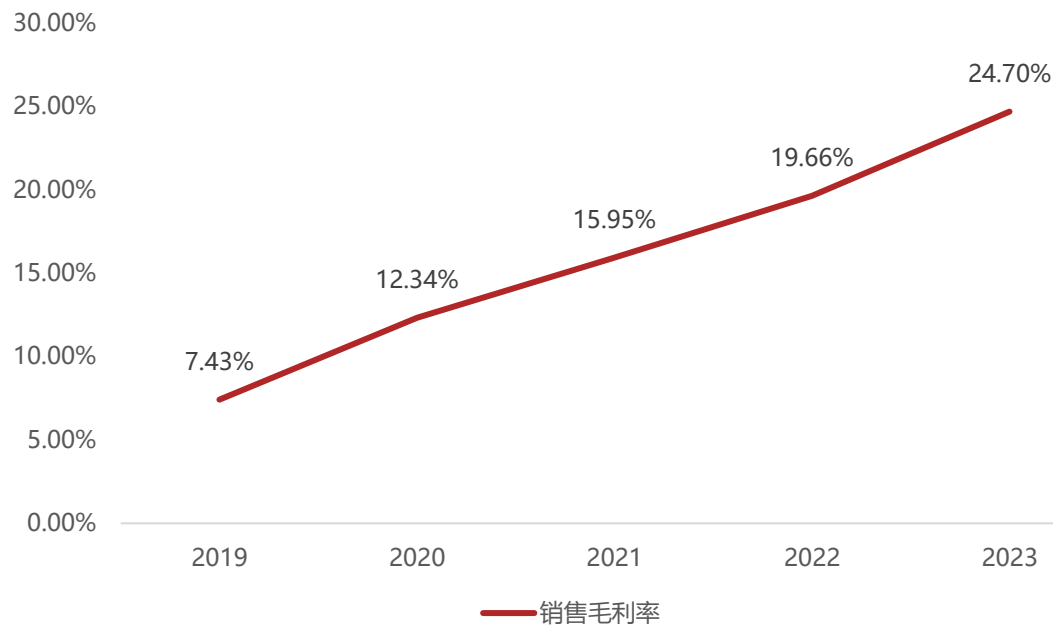
图表 3.11: 23年经调整净利率同比+8.3pct



资料来源：公司招股说明书，公司年报，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 3.12: 公司毛利率持续攀升



资料来源：Wind，中邮证券研究所

四

行业格局：头部集中趋势确定，IAM将成市场主导

4.1 政策支持：汽车后市场将迎来高质量发展阶段

图表 4.1：汽车服务行业相关产业政策

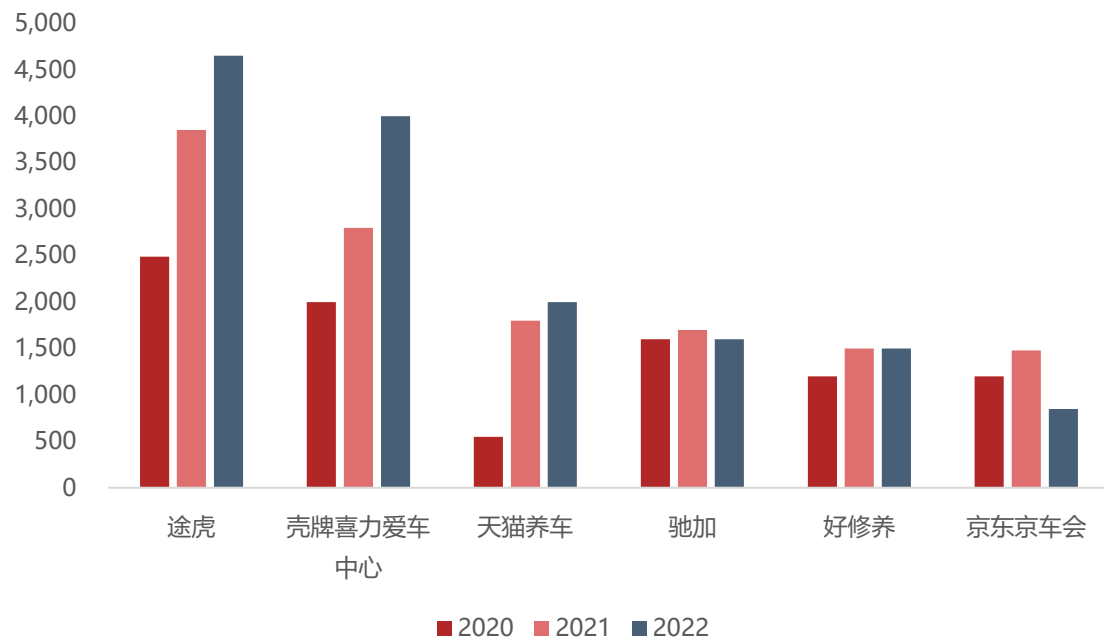
政策名称	发布部门	发布时间	相关内容
《关于推动汽车后市场高质量发展的指导意见》	商务部等9部门	2023年	明确了汽车后市场发展的总体目标和主要任务，系统部署推动汽车后市场高质量发展，提出7方面政策措施，覆盖了配件流通、维修服务、汽车金融等汽车后市场的不同环节和领域。
《关于进一步提升电动汽车充电基础设施服务保障能力的实施意见》	发改委、能源局、工信部等多部委	2022年	到“十四五”末，我国新能源汽车充电保障能力进一步提升，形成适度超前、布局均衡、智能高效的充电基础设施体系，能够满足超过2000万辆新能源汽车充电需求。
《中国汽车维修行业“十四”发展规划》	中国汽修行业协会	2022年	确保维修业健康有序发展；大力开展职业技能提升工作，为行业发展提供有力保障；完善治理机制和运行机制，促进全国维修协会协同发展等。
《中国保险行业协会新能源汽车商业保险专属条款（试行）》	中国保险行业协会	2021年	《专属条款》适用插电式混合动力（含增程式）汽车纯新能源原汽车和燃料电池汽车，几乎覆盖市面上所有新能源汽车
《关于支持民营企业参与交通基础设施建设发展的实施意见》	国家发改委、交通运输部等	2020年	提出了一系列支持民营企业参与交通基础设施建设的政策措施，包括优化市场环境、加强金融支持等，以激发民营企业参与交通基础设施建设的积极性。
《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案》	国家发改委、工信部等	2019年	提出了一系列促进汽车消费的政策措施，包括优化汽车使用环境、稳定居民消费预期、推动老旧汽车更新等，以促进汽车消费的平稳增长。
《推动交通运输、快递等物流业加快复工复产，实现稳定运行的若干政策措施》	国家发改委、交通运输部等	2018年	提出了一系列支持物流业发展的政策措施，包括减税降费、用电阶段性优惠、营业中断类保险产品临时扩围等，以促进物流业的稳定运行。

资料来源：政府官网，华经产业研究院，中邮证券研究所

4.2 行业格局：互联网化加速行业洗牌，头部集中趋势确定

- **格局分散，途虎门店数量优势显著。**据公司招股书，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，CR6 仅2.1%，其中途虎拥4653家门店，门店数量位居第一，占比约0.68%；按汽车服务收入口径计，CR5约5.6%。
- **行业头部集中本质是对个体夫妻店的替代。**1) 价格优势，大型连锁商直接向品牌商采购且具备采购规模优势、价格优惠多，且价格透明、对消费者折扣优惠多；2) 产品端，正品保证，途虎APP可直接筛选适用对应车型的产品；3) 服务端，标准服务流程、看齐4S店；4) 强大引流能力，线上引流+线下交付模式效率高。

图表 4.2：途虎门店数量保持领先



资料来源：灼识咨询，公司招股说明书，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 4.3：按收入计途虎在IAM中居首位

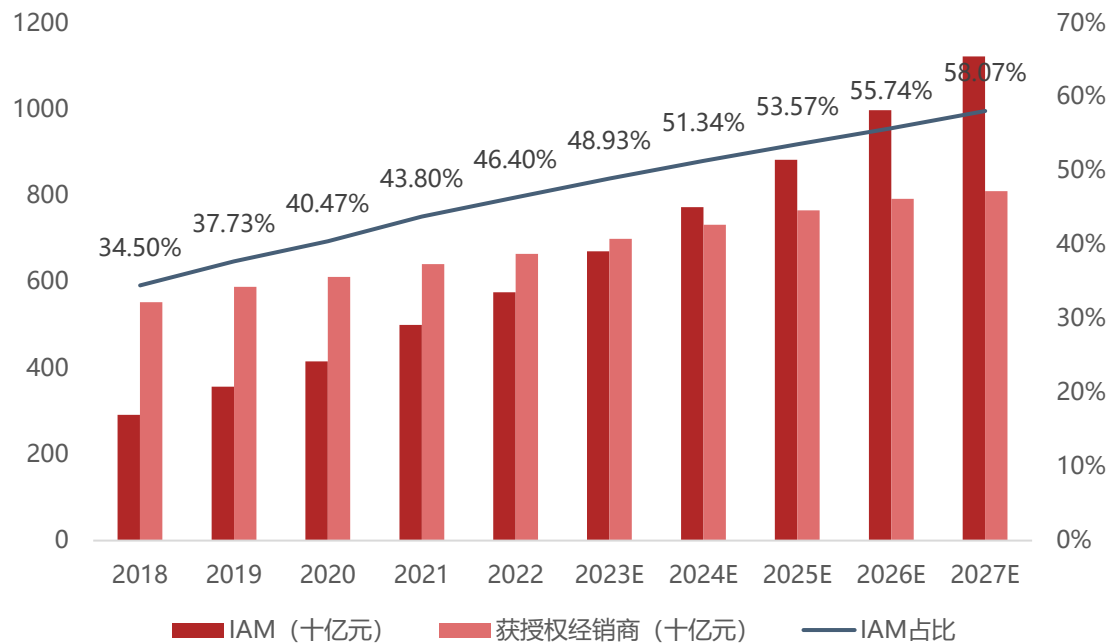
排名	汽车服务供货商	品牌定位	2022年汽车服务收入 (亿元)	市场份额
1	中升集团	获授权经销商	246	2.00%
2	广汇汽车	获授权经销商	约142	1.10%
3	途虎	线上线下一体化汽车服务供货商	115	0.90%
4	永达汽车	获授权经销商	约101	0.80%
5	利星行(中国)汽车	获授权经销商	约100	0.80%

资料来源：灼识咨询，公司招股说明书，中邮证券研究所

4.3 行业结构：维保市场引领增长，IAM将成行业主导

- **IAM快速增长，市场规模有望超获授权经销商。**据灼识咨询，获授权经销商收取汽零配件价格及服务费用分别较IAM高30%/80%。一般来说，车主会在保修期后选择性价比更具优势的IAM门店。2018-2022年间IAM市场规模CAGR为18.57%、获授权经销商市场规模CAGR则为4.72%，IAM门店的GMV增长速度显著高于获授权经销商，预计在2024年IAM将占汽车服务市场的51.34%、市占率首次超过获授权经销商。
- 分服务类型来看，汽车维修及保养市场规模有望从2018年的5624亿元增至2027年的13273亿元，九年间CAGR达10%。

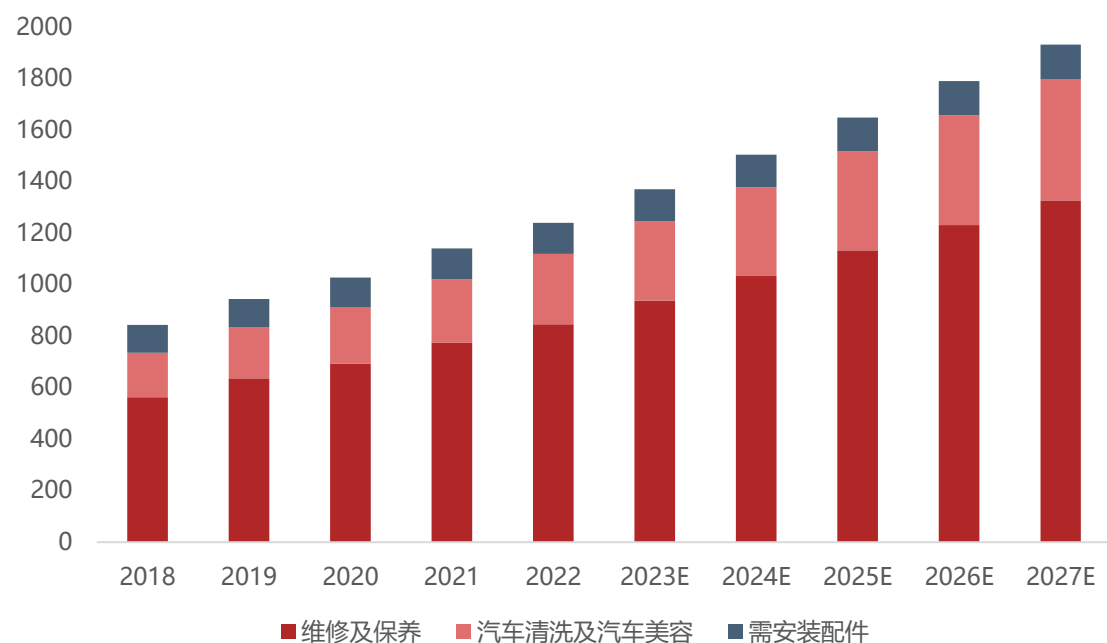
图表 4.4：按渠道分中国汽车服务行业市场规模（十亿元）



资料来源：灼识咨询，公司招股说明书，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 4.5：按服务类型分汽车服务行业市场规模（十亿元）

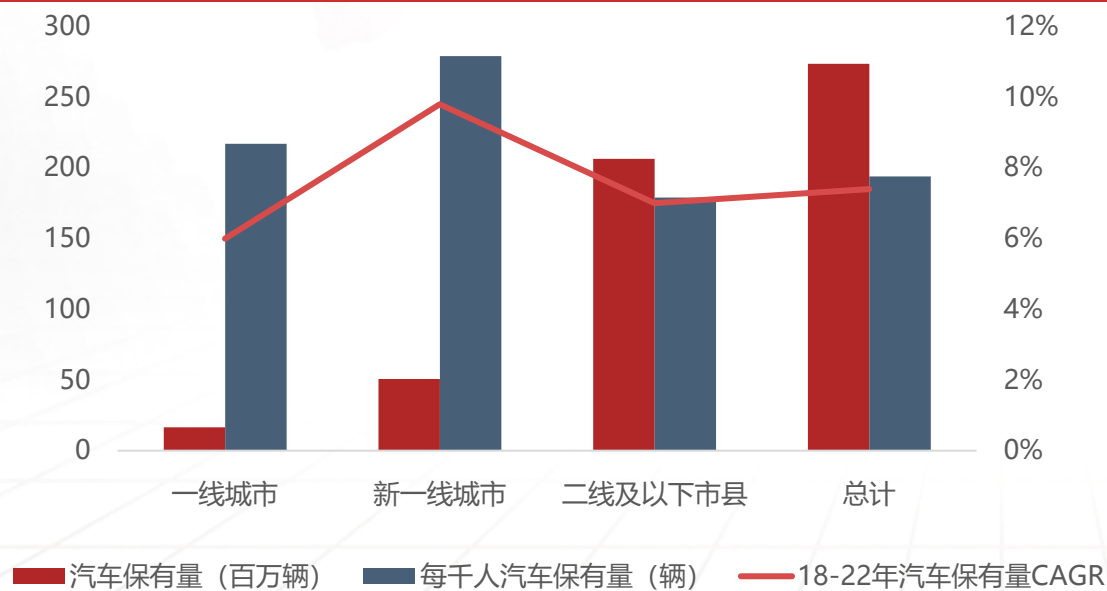


资料来源：灼识咨询，公司招股说明书，中邮证券研究所

4.4 市场规模：保有量、行驶里程、车龄三驾马车拉动

- **中国汽车保有量持续增长**：按乘用车保有量计中国已成世界第一大汽车市场，2022年保有量已达273.6百万辆，据灼识咨询报告，预计到2027年将达373.8百万辆。而每千人乘用车保有量仅为194辆，低于美国/欧盟的每千人769/563辆，上行空间巨大。
- **行驶里程不断增加**：2022年中国乘用车总行驶里程达1.8万亿英里，低于美国的2.8万亿英里，预计2027年将增至2.7万亿英里。
- **车龄提升**：2022年中国平均车龄为6.2年，远低于美国/欧盟的12.2/12.3年；预计2027年中国平均车龄将达8.0年。车龄日渐增长通常导致更频繁的保养和维修需求，且车主更倾向于高性价比的产品和服务。

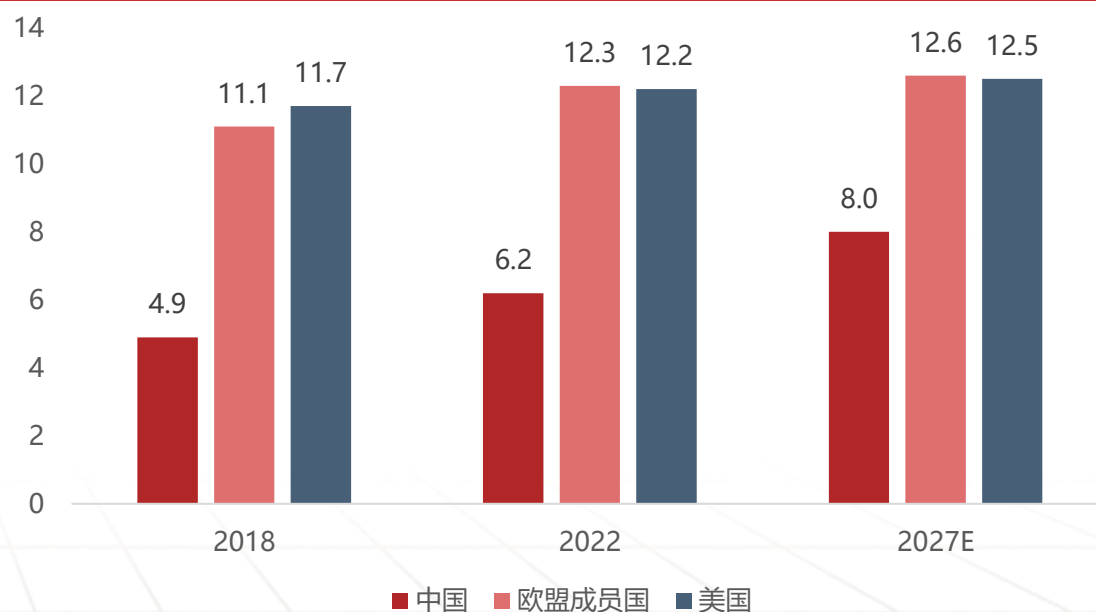
图表 4.6：截至22年底国内汽车保有量情况



资料来源：公司招股说明书，灼识咨询，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 4.7：中国乘用车车龄远低于欧美（年）

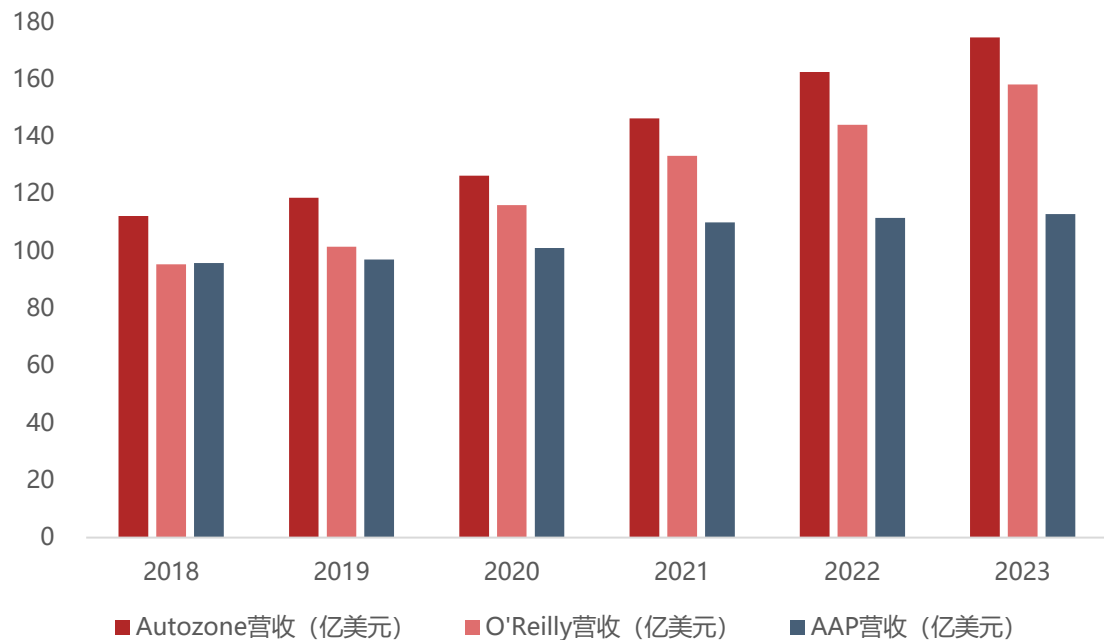


资料来源：公司招股说明书，灼识咨询，中邮证券研究所

4.5 横向对比：途虎较美国同行的盈利水平尚有差距

- 美国头部汽配供应商Autozone、O'Reilly及AAP近年通过门店扩张、收购及拓宽SKU等方式实现营收及市场份额的增长，2018-2023年间三者营收CAGR分别为9.2%、10.6%和3.3%，驱动美国汽车后市场集中度进一步提升。
- 从盈利水平看，Autozone、O'Reilly的毛利率均维持在50%以上，主要受益于公司完善的运营体系、规模效应、自有品牌占收比高，目前途虎的盈利水平较美国头部同行尚有一定的提升空间。

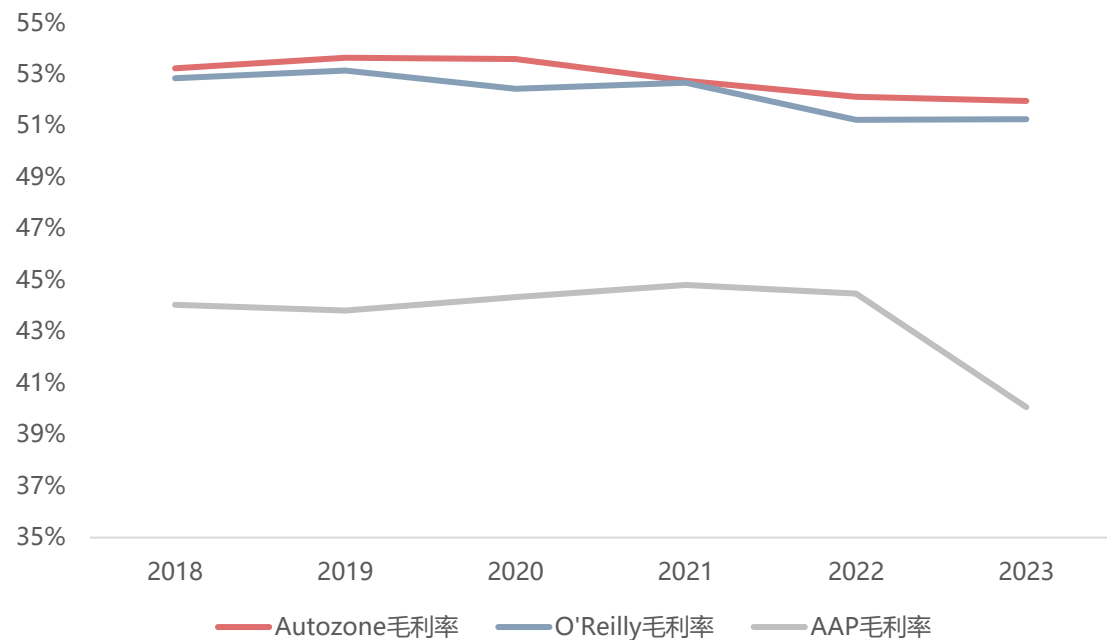
图表 4.8：美国前三大汽配零售商营收对比



资料来源：Wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 4.9：Autozone、O'Reilly的毛利率均较高



资料来源：Wind，中邮证券研究所

五

投资策略

- 我们预计公司2024/2025/2026年营收155.27/178.46/203.17亿，归母净利润7.02/11.27/16.07亿，对应当前市值PE为29/18/13倍，给予“买入”评级。

图表5.1：途虎养车业绩预测

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
2C产品和服务业务 (亿元)	95.51	92.56	112.65	130.54	151.22	174.02
YOY	29.4%	-3.1%	21.7%	15.9%	15.8%	15.1%
毛利率	14.9%	19.4%	22.7%	24.1%	25.5%	26.6%
汽配龙	15.15	14.66	13.81	14.07	14.99	15.74
YOY	58.0%	-3.2%	-5.8%	1.9%	6.5%	5.0%
毛利率	9.2%	11.9%	16.0%	13.1%	13.3%	13.6%
加盟、广告及其他服务业务 (亿元)	6.58	8.24	9.54	10.66	12.25	13.41
YOY	59.3%	25.2%	15.8%	11.7%	14.9%	9.5%
毛利率	82.8%	72.4%	84.1%	85.0%	85.7%	86.4%
营业收入 (亿元)	117.24	115.47	136.01	155.27	178.46	203.17
YOY	33.8%	-1.4%	17.8%	14.2%	14.9%	13.8%
毛利率	16.0%	19.7%	24.7%	26.7%	27.8%	28.7%
归母净利润 (亿元)	-58.41	-21.36	67.03	7.02	11.27	16.07
YOY	-48.7%	63.4%	413.8%	-89.5%	60.5%	42.6%
净利率	-49.8%	-18.5%	49.3%	4.5%	6.3%	7.9%
PE				29	18	13

资料来源：Wind，中邮证券研究所

■ 风险提示：

- 1) 行业竞争加剧影响公司产品售价及盈利水平；
- 2) 门店扩张不及预期；
- 3) 电动化趋势影响公司传统主业。

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

鲍学博

SAC编号: S1340523020002

邮箱: baoxuebo@cnpsec.com

殷先伟

SAC编号: S1340123080022

邮箱: yinxianwei@cnpsec.com

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。

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

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



中邮证券

CHINA POST SECURITIES