

途虎-W (09690.HK)

车后 IAM 龙头的模式优势、扩张边界和盈利方向

买入 (首次)

2024 年 06 月 11 日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

研究助理 郭若娜

执业证书: S0600122080017

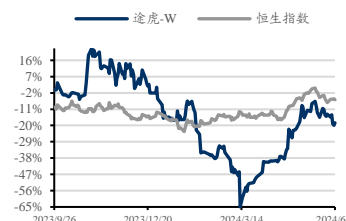
guorn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	11563	13606	15437	17987	20606
同比(%)	(1.42)	17.67	13.46	16.52	14.56
归母净利润 (百万元)	(2,136.17)	6,702.94	523.07	1,028.28	1,576.58
同比(%)	-	-	(92.20)	96.58	53.32
Non-IFRS 净利润 (百万元)	-551.93	481.31	735.50	1,228.28	1,776.58
同比(%)	-	-	52.81	67.00	44.64
EPS-最新摊薄 (元/股)	(2.64)	8.28	0.65	1.27	1.95
P/E (现价最新摊薄)	-	2.71	34.70	17.65	11.51
PE (Non-IFRS)	-	37.69	24.68	14.78	10.22

投资要点

- **引言:** 2023 年途虎作为“汽车独立售后服务市场第一股”上市, 并首次实现全年盈利, 商业模式得到验证。随着国内平均车龄到达拐点, 汽车服务市场将进入新的发展阶段, 头部玩家的商业模式和竞争格局可能走出与海外与众不同的路径。本文尝试回答: 1) 国内需求特点和空间; 2) IAM 前景良好, 其中 O2O 模式优势在哪; 3) O2O 模式败者无数, 途虎做对了什么, 怎么看其后续扩张和盈利空间。
- **汽车服务需求达拐点, 2027 年看向 2 万亿。** 中国汽车服务市场万亿规模, 仍在持续成长, 灼识咨询预计 2027 年将达 19319 亿元, 2023 年至 2027 年 CAGR 9%。1) **汽车保有量:** 有望受益于人均收入提高, 特别是下沉市场仍有增长空间。若对标日本, 我们预计 2027 年汽车保有量达 3.19 亿辆, 23-27 年 CAGR 4.2%。2) **车均消费:** 国内平均车龄到达保养拐点, 人均收入提高+车龄提升驱动增长。灼识咨询预计 2027 年每辆车年均服务支出提升到 5168 元, 23-27 年 CAGR 为 2.7%。3) 相比传统汽车, 新能源汽车换车周期更短, 每辆车服务支出总量和结构发生变化, 但短期对市场影响有限, 长期关注结构性机会。
- **供给变局: 互联网模式推动价值再分配。** 1) **旧格局:** 市场高度分散 (龙头收入市占率 2%, CR5 低于 6%), 4S 店以 4% 的门店数份额占 54% GMV 份额, 但并非效率最优, 零配件价格及服务费用分别较 IAM 门店高出 30% 及 80%。2) **新变局:** 随着更多汽车保修期届满及汽车车龄增加, 消费者对 IAM (独立售后) 需求有望提升。灼识咨询预计 2027 年 IAM GMV 有望增长至 1.1 万亿元, 市场占比提升至 58%。IAM 连锁化率不足 (仅 4.8% 的 IAM 门店为连锁门店, CR5 收入市占率 3%), 主要系汽车行业特性使得产品规模效应难以广泛建立, 对服务质量的要求加大产业链整合难度。我们更看好具备聚合需求优势、同时做全产业链整合 O2O 平台抢占市场份额。(若未特别注明, 均为 2022 年数据)
- **途虎养车: 有效扩张典范, 正开启利润释放期。** 汽车服务 O2O 本质是慢生意, 平台需实现有效扩张: 大部分门店能持续盈利; 复购率和 ARPU 比 MPU 更重要; 长期高毛利产品/服务品类收入占比能够提高。途虎便是有效扩张的典范。1) 门店数量领先同行的同时, 加盟商盈利优于行业平均水平, 且盈利具备可持续性: 途虎通过全流程数字化改造和即时履约体系实现服务标准化, 提高用户体验, 加深用户信任, 提高复购率。途虎用户复购率、老客收入贡献及直接到店订单收入贡献呈现稳步提升态势。在区域扩张上, 途虎对线下连锁业态理解深刻, 密度>速度, 在所有一线城市和新一线城市工场店平均门店数超过 100 家, 在上海、深圳、东莞等地实现平均每方圆 3 公里就有一家途虎工场店。较高城市密度助公司建立区域飞轮效应, 从而持续抢占市场份额。后续重点发力下沉市场, 开店空间我们中性看向 1 万家, 相比 2023 年还有 81% 增长空间。2) **盈利方向:** 公司 23 年首次扭亏为盈, 毛利率 25%, 若对比美国 IAM 龙头 (TOP4 平均 46%) 还有较大提升空间, 我们看好三个方面驱动公司毛利率继续提升: 规模效应; 高毛利率 SKU 收入占比提升; 专供及自有品牌收入占比提升。短期互联网巨头加码或加速行业出清, 但对途虎份额和盈利的影响有限。
- **盈利预测与投资评级:** 我们看好公司模式优势进一步凸显, 终端网络扩张的同时盈利能力进一步提高。我们预计公司 24-26 年经调整净利润分别实现 7.36/12.28/17.77 亿元, 参考美国汽车服务市场头部企业估值给予公司 2025 年 20 倍 PE, 对应目标价 33HKD, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争加剧, 短期需求不及预期, 新能源汽车服务需求不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	24.15
一年最低/最高价	9.01/37.70
市净率(倍)	4.43
港股流通市值(百万港元)	17,912.69

基础数据

每股净资产(元)	5.45
资产负债率(%)	62.10
总股本(百万股)	809.65
流通股本(百万股)	741.73

相关研究

内容目录

引言	5
1. 汽车服务需求达拐点，2027 年看向 2 万亿.....	5
2. 供给变局：互联网模式推动价值再分配	11
2.1. 旧格局：市场高度分散，4S 享受时代红利	11
2.2. 新变局：IAM 迎机遇，O2O 具备模式优势	13
3. 途虎养车：有效扩张典范，正开启利润释放期	17
3.1. 互联网模式做慢生意，需“有效扩张”	17
3.2. 途虎：长跑选手的扩张边界和盈利方向.....	18
3.2.1. 扩张边界：密度>速度，看向 1 万家门店	21
3.2.2. 盈利方向：规模效应+结构优化提升毛利	28
4. 管理层把控公司方向，上市开启新阶段	31
5. 盈利预测和投资建议	33
6. 风险提示	34

图表目录

图 1: 中国汽车服务市场规模 2018-2022CAGR 10%，2022 年达 12398 亿元（单位：十亿元）	.6
图 2: 中国汽车服务分类	6
图 3: 中国乘用车保有量（百万辆）	7
图 4: 中国乘用车销量 2018 年开始有所放缓（百万辆）	7
图 5: 国内 2021 年人均收入与美国 1980 年水平接近，千人保有量接近美国 1980 年的 27%（千人保有量为右轴）	7
图 6: 国内 2021 年人均收入与日本 1985 年水平接近，千人保有量约为日本 1985 年的 80%（千人保有量为右轴）	8
图 7: 汽车保养周期	8
图 8: 中国乘用车平均车龄逐年增长（单位：年）	9
图 9: 2023 年中国乘用车维保收入结构	9
图 10: 2022 年中国平均单辆乘用车服务支出对比发达国家	9
图 11: 美国机动车车主每辆车年支出 1980-2000 年 CAGR 7%，总体与车龄正相关	9
图 12: 中国乘用车保有量中新能源车渗透率提升趋势	10
图 13: 2023 年车价 30 万以上新能源和传统车同类配件价格差异（元，价格差为右轴）	10
图 14: 燃油汽车/插电式混合动力汽车/纯电动汽车于整个生命周期内进行定期保养及维修服务的年度开支比较（假设燃油汽车的年度开支为 100）	10
图 15: 中国汽车服务市场渠道结构分散：以润滑油为例	11
图 16: 国内汽车服务市场 GMV 分渠道结构（2021）	11
图 17: 国内汽车服务市场竞争格局	11
图 18: 车主各类服务在 4S 店渠道留存意愿（2021）	12
图 19: 销售费率对比：相比 IAM 模式，4S 模式靠品牌背书自带引流能力（2023 年报）	12
图 20: 中升控股 2023 年收入及毛利润业务结构	12
图 21: 4S 店承担主机厂部分资金周转压力，现金流相对紧张（2023）	12
图 22: 不同车龄的车辆在不同类型维修店花费占比	13
图 23: 国内汽车服务市场 IAM GMV 占比有望提升	13
图 24: 根据灼识咨询，国内乘用车市场二手车交易量 2023-2028 年 CAGR 有望接近 14%（百万辆）	13
图 25: 区别于其他主流线下业态，汽车服务重产品重服务，整合难度大的同时单店盈利弹性也相对更大	14
图 26: 不同类型汽车零配件特征及进入门槛	14
图 27: 保养件和易损件代表性 SKU 单价和频次对比	14
图 28: 汽车美容服务不同类型单价和频次对比	15
图 29: 国内车后市场连锁模式主要分类及代表玩家	15
图 30: 途虎等 O2O 模式对产业链条的改造：整合车主需求，简化并反向改造供应链	16
图 31: 消费者选择不同服务时的渠道偏好	16
图 32: 消费者一年汽车服务进店消费频次分布	17
图 33: 高频机油品类向低频的品类转化率有限	17
图 34: 车主对线上推荐的门店不满意因素	18
图 35: 国内车后市场 O2O 发展历史（柱状图为汽车后市场投资数量和投资金额，投资金额为右轴）	18
图 36: 2019-2023 年途虎营业收入 CAGR 18%（亿元）	19
图 37: 途虎市占率缓慢提升	19

图 38: 途虎养车 MAU 持续增长 (iOS 端, 万人).....	19
图 39: 途虎发展历程 (折线图为途虎工场店数量, 单位为家)	20
图 40: 2019-2023 年分业务收入构成 (单位: 亿元)	20
图 41: C 端业务收入结构	20
图 42: 途虎工场店增长趋势 (家)	21
图 43: 途虎加盟服务收入快速增长 (百万元)	21
图 44: 加盟门店开业 6 个月以上的盈利门店比例.....	21
图 45: 23Q1 不同店龄的途虎工场店为公司贡献的单店收入及毛利率分布 (万元, 毛利率为右轴)	21
图 46: 途虎养车用户数增长趋势 (百万人)	22
图 47: 小拇指门店客户群金字塔规律.....	22
图 48: 途虎直接到店客户订单占比逐年提升.....	23
图 49: 途虎交易用户复购率及老客收入占比.....	23
图 50: 2019-2022 年途虎研发费率逐年提升 (百万元)	24
图 51: 途虎工场店外采率逐年下降.....	24
图 52: 2019-2022 年途虎资本支出逐年增加 (百万元)	24
图 53: 途虎不同来源订单收入确认方式.....	25
图 54: 途虎存货/应付账款对比海外 IAM 龙头.....	26
图 55: 相比天猫养车和京东养车, 途虎养车工场店在多个高线城市门店突破 100 家 (统计时间: 2024/5)	26
图 56: 途虎养车工场店在不同高线城市分布密度 (统计时间: 2024/5)	27
图 57: 途虎工场店平均单店收入和交易用户数有所下滑.....	27
图 58: 途虎用户 ARPU 值较为稳健 (元)	27
图 59: 途虎开店空间测算.....	28
图 60: 途虎二线及以下城市门店数量占比逐年提升 (家)	28
图 61: 途虎毛利率逐年提升 (单位: 亿元)	28
图 62: 途虎毛利率低于美国 IAM 龙头毛利率 (2023)	28
图 63: 公司向 C 端用户提供的不同汽车产品和服务毛利率对比.....	29
图 64: 美国 IAM 龙头库存周转率较低 (2023)	29
图 65: 公司专供品和自有自控产品收入占比逐年提升.....	30
图 66: 天猫养车、京东养车、懂懂养车发展历史 (单位: 家)	30
图 67: 截至 2023 年 12 月 31 日, 公司股权结构一览.....	32
图 68: IPO 所得款项用途结构	33
图 69: 公司 2023 年经调整净利润扭亏为盈 (亿元)	33
表 1: 2022 年国内不同级别城市千人汽车保有量对比.....	7
表 2: 美国 IAM 头部企业线上化较晚.....	17
表 3: 途虎 IT 系统和仓储物流管理系统概况.....	23
表 4: 公司核心高管成员构成.....	31
表 5: 公司分业务收入和毛利率预测 (百万元)	33
表 6: 途虎及可比公司估值水平.....	34

引言

2023年9月，途虎作为“汽车独立售后服务市场第一股”上市，后续扩张得到资金支持；2024年3月公司发布2023年业绩，收入实现较快增长的同时首次实现全年盈利，线上线下一体化商业模式得到进一步验证，后续规模效应增强有望释放更多利润。

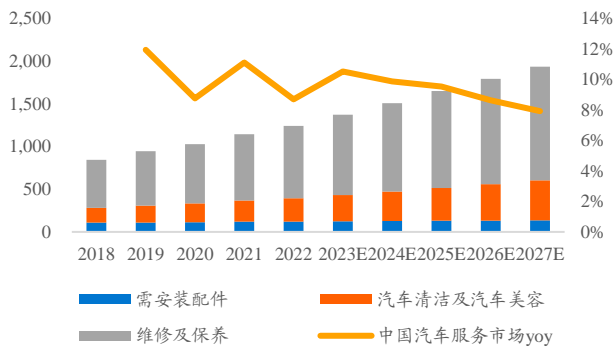
汽车服务市场大而分散，产品及服务规模效应不足，对产业链的整合考验玩家前期资本投入和管理能力；同时行业受经济周期影响小，在充分竞争的政策环境中具备孵化抗周期大公司的潜力。美国是经典市场，牛股辈出：独立连锁o'reilly 2014-2023年10年收入CAGR 8%、利润CAGR 12%，24/3/22历史最高收盘价相比14/1/1收盘价年化收益率24%；autozone同时间口径收入CAGR6%、利润CAGR 9%，年化收益率20%.....中国汽车工业发展时间远短于美国，但在部分汽车零配件、新能源汽车等领域呈现加速追赶甚至超越趋势，产业链上游的日渐成熟以及平均车龄的爬升正推动服务市场进入新的发展阶段，头部玩家成长可期。但玩家商业模式和竞争格局可能走出与海外不同的演变路径。本文主要尝试回答三个问题：

- 1) 对比海外，怎么看中国汽车服务市场需求特点和空间？
- 2) 独立售后模式前景良好，其中O2O平台模式优势在哪？
- 3) O2O模式败者无数，途虎做对了什么，怎么看待其后续扩张和盈利空间？

1. 汽车服务需求达拐点，2027年看向2万亿

中国汽车服务市场万亿规模，仍在持续成长。本文的汽车服务主要指为乘用车提供汽车维修及保养、汽车清洁及汽车美容及需安装配件等服务。汽车服务市场规模=汽车保有量*平均单辆汽车年均服务支出，其中年均支出与汽车里程、车龄等指标正相关。中国庞大并持续增长的汽车保有量，及日渐增长的车龄，推动汽车服务市场持续成长。根据灼识咨询，国内汽车服务市场GMV 2018年至2022年复合年增长率为10%，成为全球增长最快的汽车服务市场之一，2022年达12,398亿元，预计到2027年将达19,319亿元，2023年至2027年复合年增长率9%。

图1: 中国汽车服务市场规模 2018-2022CAGR 10%，2022 年达 12398 亿元（单位：十亿元）



数据来源: 灼识咨询, 东吴证券研究所

图2: 中国汽车服务分类

类别	定义
汽车维修及保养服务	指利用技术方法恢复车辆的正常功能或通过预防性维护延长车辆的使用寿命的流程: 定期保养(包括更换空气及燃料滤清器、更换机油及冷却剂及更换大灯)、大型保养(包括更换火花塞及线圈、正时皮带及附件带保养以及变速器维修)、轮胎及底盘零部件(如刹车片及减震器以及车轮定位)保养、凹痕修复及喷漆服务。
汽车清洁及汽车美容服务	指系统地对车辆外观而非机械部件进行操作,使车辆内外保持较好的状况: 包括车身清洁和美容服务(包括汽车清洁、打蜡及抛光)、内饰清洁和美容服务(包括底盘清洗及内部打蜡以及空调机组清洗)、外饰改装服务(包括漆面保护膜及喷漆以及结构改装)等。
需安装配件	指需要安装服务的汽车内饰配件,包括更换风挡雨刷、汽车装饰品及车载电子产品(如汽车 DVR(数码影像录影机)、GPS 导航仪及语音系统)等。

数据来源: 灼识咨询, 东吴证券研究所

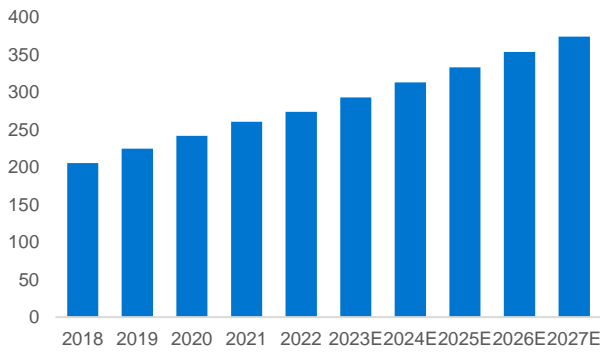
汽车保有量: 有望受益于人均收入提高, 特别是下沉市场仍有增长空间。

中国是世界乘用车保有量第一大市场, 根据灼识咨询, 2022 年保有量已达 2.736 亿辆。人均保有量主要受到居民收入、消费升级等因素影响, 22 年国内每千人乘用车保有量 194 辆, 远低于美国(769 辆)、日本(497 辆)、欧盟成员国(563 辆)等发达国家水平。但考虑到各国车市场基础差异显著:

- 国内传统婚礼习俗有对买车的需求, 同时有世界领先的公共交通/网约车/共享出行市场;
- 美国汽车工业发展悠久, 地广人稀带来对私家车的需求, 同时二手车市场发达, 人均保有量参考性弱。中国 21 年人均收入接近美国 1980 年水平, 但千人乘用车保有量是美国同期的 27%;
- 日本国土较小, 但文化相对可比, 中国 21 年人均收入接近日本 1985 年水平, 千人乘用车保有量是日本同期的 80%, 后者增长趋势与人均收入增长趋势相似。

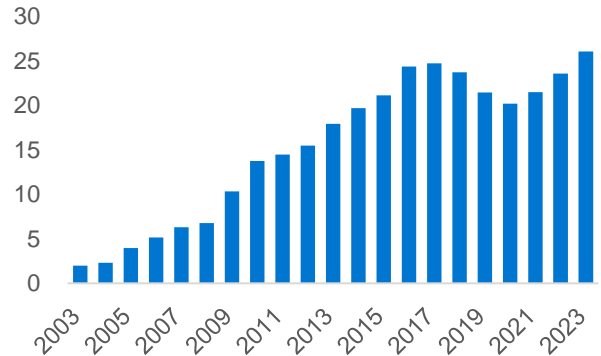
虽然国内乘用车销量自 18 年以来有所放缓, 但未来随着国内经济水平提高, 以及二手车交易市场逐渐完善, 我们认为千人汽车保有量, 特别是二线及以下城市(22 年千人乘用车保有量仅 179 辆)仍有提升空间。灼识咨询预计 2027 年汽车保有量有望达 3.738 亿辆, 23-27 年 CAGR 6.3%; 若对标日本, 我们保守预计 2027 年汽车保有量达 3.19 亿辆, 23-27 年 CAGR 4.2%。

图3: 中国乘用车保有量 (百万辆)



数据来源: 灼识咨询, 东吴证券研究所

图4: 中国乘用车销量2018年开始有所放缓 (百万辆)



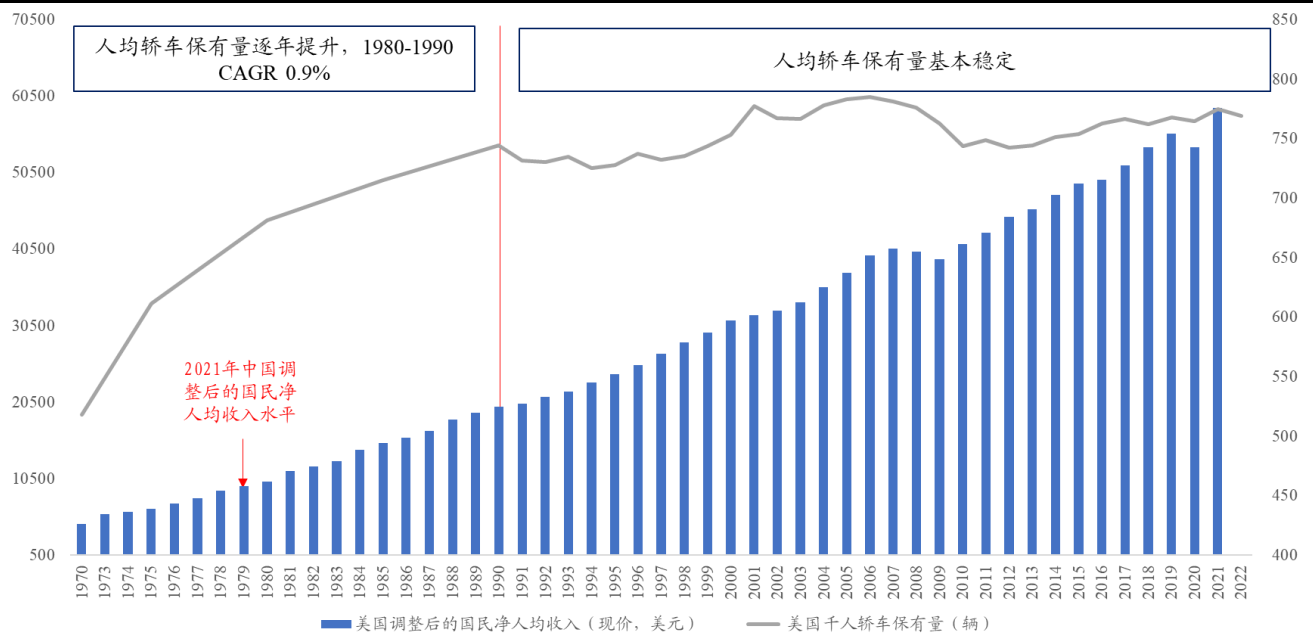
数据来源: 中国汽车工业协会, 东吴证券研究所

表1: 2022年国内不同级别城市千人汽车保有量对比

城市级别	汽车保有量 (百万辆)	每千人汽车保有量 (辆)	汽车保有量 2018-2022年 CAGR
一线城市	16.5	217	6.0%
新一线城市	50.6	279	9.8%
二线及以下市县	206.5	179	7.0%
总计	273.6	194	7.4%

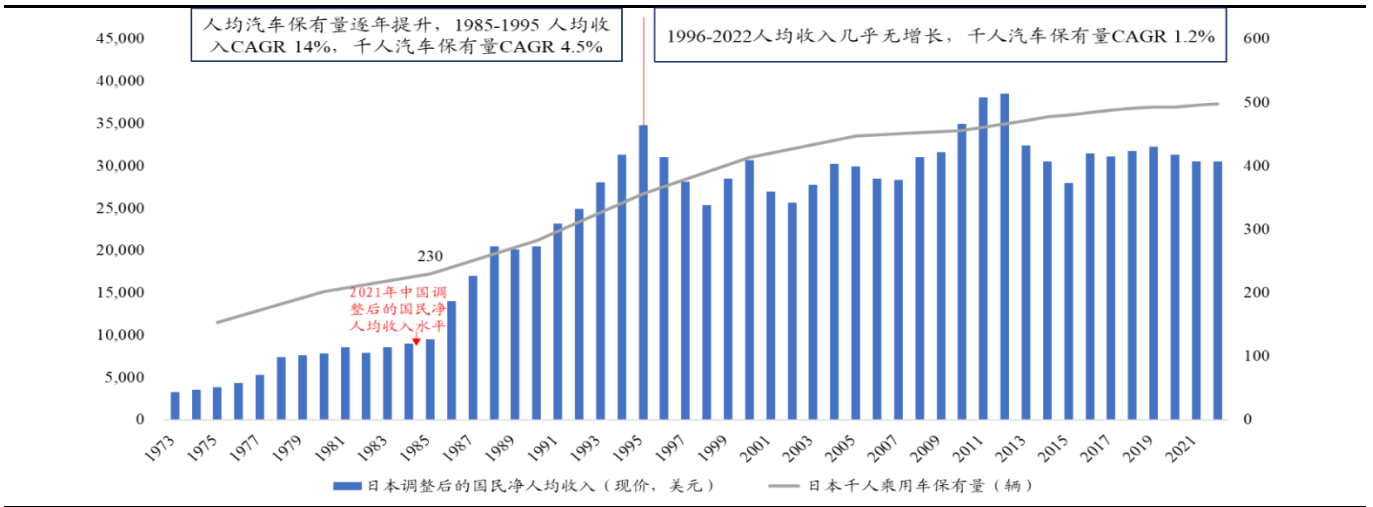
数据来源: 灼识咨询, 东吴证券研究所

图5: 国内 2021 年人均收入与美国 1980 年水平接近, 千人保有量接近美国 1980 年的 27% (千人保有量为右轴)



数据来源: 美国交通部, 世界银行, 美国经济分析局, 灼识咨询, 东吴证券研究所。轿车统计口径: 长轴距和短轴距的轻型车辆。

图6: 国内 2021 年人均收入与日本 1985 年水平接近, 千人保有量约为日本 1985 年的 80% (千人保有量为右轴)



数据来源: 日本统计局, 世界银行, 日本电动车工业协会, 东吴证券研究所

车均消费: 国内平均车龄到达保养拐点, 人均收入提高+车龄提升驱动增长。

随着汽车里程增加以及车龄增长, 故障开始增加, 一些零配件逐渐出现磨损且需要更换, 车主汽车服务开支增加。以保养为例 (年里程数假设为 1 万公里):

- 1) **每隔半年小保养:** 主要包括更换机油和机油滤芯以及基本检查 (如检查轮胎气压、制动系统、灯光等);
- 2) **每隔 3-3.5 年中保养:** 在小保养基础上增加更换空气滤芯、空调滤芯、火花塞及清洗节气门、喷油嘴和三元催化器等, 常规保养项目有所增加;
- 3) **每隔 5-6 年大保养:** 在中保养基础上更换全车油液, 并检查维护刹车片、轮胎、刹车片等安全部件。汽车服务项目在车龄超过 6 年后开始显著增加, 对应更多年均支出。

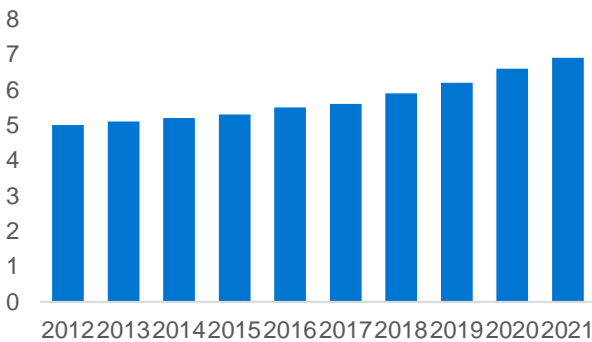
图7: 汽车保养周期



数据来源: 东吴证券研究所绘制。注: 标红为新增项目

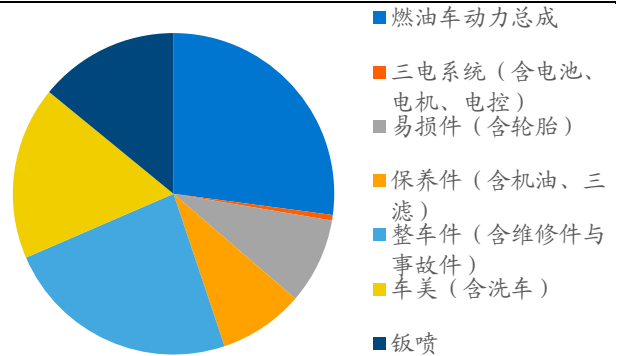
根据灼识咨询，22年国内乘用车平均车龄已提升到6.2年，已进入保养周期拐点，每辆车年均服务支出达4531元人民币，但车龄和支出仍显著低于美国、日本及欧盟成员国。但考虑到中国每辆车年均服务开支在国内人均收入中的占比超过10%，远高于发达国家水平，即更重的“养车”负担，我们认为未来人均收入及车龄提升将共同驱动车均维修保养支出提升。此外年轻车主、女性车主更愿意为车辆外观和个性化消费，随着这部分车主比例增加，洗美精品、车衣车膜、专业钣喷等服务支出有望提升。灼识咨询预计2027年每辆车年均服务支出提升到5168元人民币，23-27年CAGR为2.7%。

图8：中国乘用车平均车龄逐年增长（单位：年）



数据来源：中国汽车工业协会，东吴证券研究所

图9：2023年中国乘用车维保收入结构



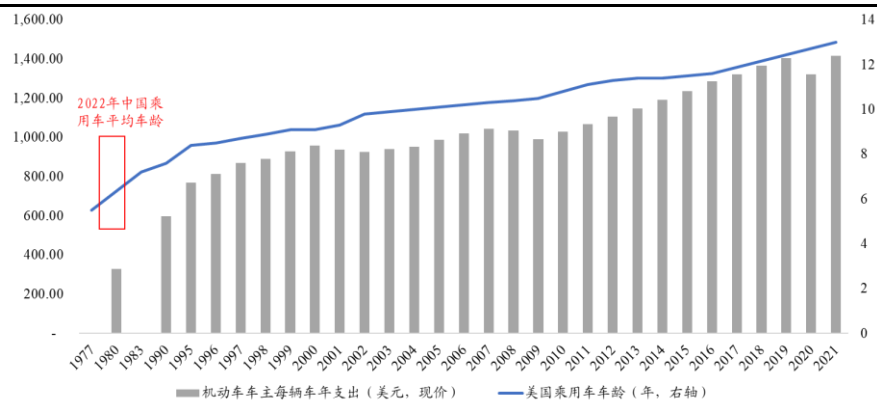
数据来源：普华永道思略特分析，东吴证券研究所

图10：2022年中国平均单辆乘用车服务支出对比发达国家

	车龄 (年)	单车年均里程 (公里)	单车服务年均开支 (美元)	在人均收入中的占比
中国	6.2	9,970	651	11.88%
美国	12.2	10,950	1,349	2.41%
日本	13.1	9,300	1,065	4.28%
欧盟成员国	12.3	10,266	875	4.44%

数据来源：灼识咨询，国家统计局，美国经济分析局，日本内阁府，欧盟统计局，运联研究，EEA，东拉西车公众号，东吴证券研究所。注：单车平均里程指标欧盟和美国为2021年数据，日本为2017年以前数据；日本单车服务年均开支为我们测算值，测算方式为“22年维保支出/维保支出在服务支出中的占比（占比参考美国）。”

图11：美国机动车车主每辆车年支出1980-2000年CAGR 7%，总体与车龄正相关



数据来源：美国交通部，东吴证券研究所。支出包含安装零配件、维修保养及其他服务。

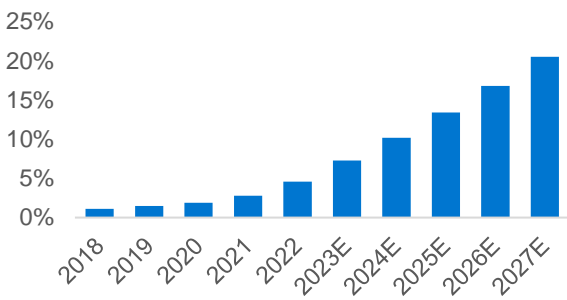
新能源汽车发展短期影响有限，长期关注结构性机会。国内新能源汽车发展迅猛，23年销量达9.5百万辆，同比增长38%。新能源汽车发展为汽车服务市场带来变量：

1) 更短的换车周期。根据天天拍车，21年新能源二手车成交年龄3年以内的占比43%，明显高于整体的11%，背后受新能源汽车迭代较快、电池续航里程等影响；

2) 每辆车服务支出总量和结构发生变化。在不考虑电池更换前提下，插电式混合动力汽车需同时对引擎及电池进行保养，定期保养及维修年度开支较燃油汽车高13%；纯电动汽车平均重量通常高于燃油汽车，导致更多的轮胎及悬架磨损，但不需对发动机进行保养及维修，总体定期保养及维修年度开支较燃油车低28%。

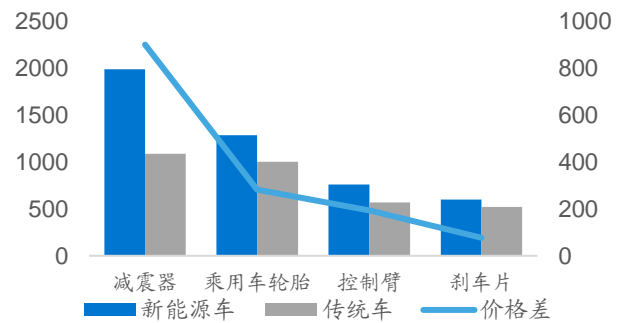
考虑到新能源车渗透率仍相对较小（根据灼识咨询，2022年新能源乘用车保有量占比4.6%；根据F6大数据研究院，2023年门店进场台次中新能源汽车占比5%），短期对汽车服务市场大盘影响有限，中长期有望增加对轮胎及底盘零部件、电池服务等部分品类的维修保养需求。

图12：中国乘用车保有量中新能源车渗透率提升趋势



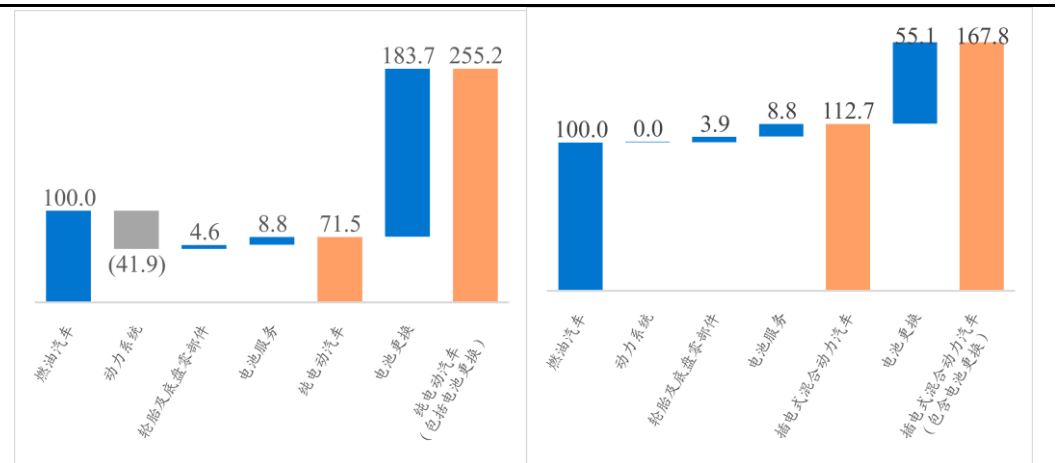
数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

图13：2023年车价30万以上新能源和传统车同类配件价格差异（元，价格差为右轴）



数据来源：F6大数据研究院，东吴证券研究所

图14：燃油汽车/插电式混合动力汽车/纯电动汽车于整个生命周期内进行定期保养及维修服务年度开支比较（假设燃油汽车的年度开支为100）



数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

2. 供给变局：互联网模式推动价值再分配

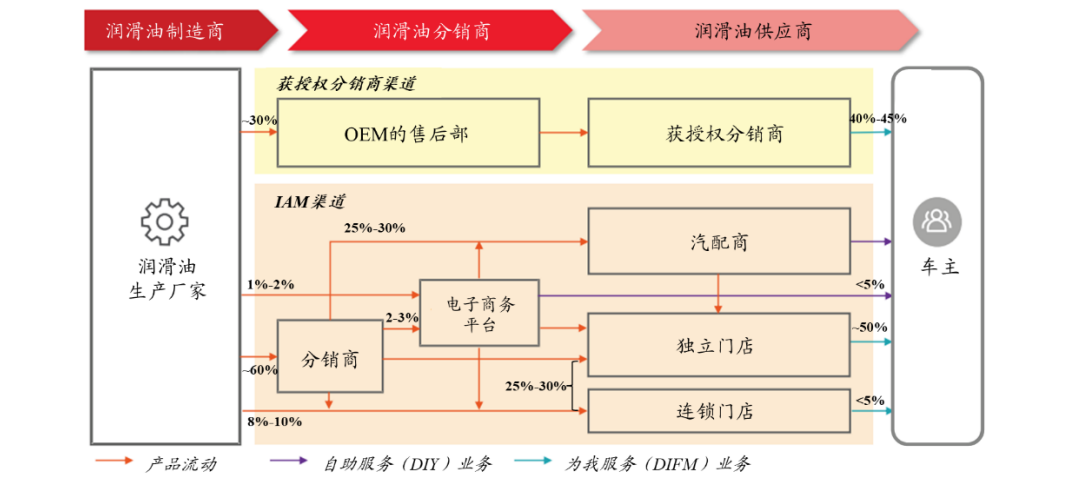
2.1. 旧格局：市场高度分散，4S 享受时代红利

国内汽车服务供给特征：

高度分散。 龙头中升集团 2022 年收入份额仅 2%，CR5 低于 6%，市场高度分散。

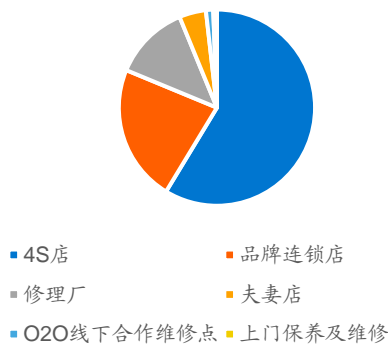
结构不均衡，获授权经销商以 4% 的门店数份额占据 54% 的 GMV 份额。 根据灼识咨询，2022 年国内获授权经销商（即 4S 店渠道）和独立后市场服务商门店数量分别为 3.4 万家和 86.2 万家，在汽车服务市场 GMV 中份额分别为 54% 和 46%。根据汽车服务世界（2021），品牌连锁店/修理厂/夫妻店/O2O 线下合作维修点/上门保养维修在售后业务中分别占 22.5%/12.5%/4.4%/1.2%/0.6%。TOP5 玩家中有 4 家均为获授权经销商。

图15：中国汽车服务市场渠道结构分散：以润滑油为例



数据来源：麦肯锡，灼识咨询，东吴证券研究所绘制

图16：国内汽车服务市场 GMV 分渠道结构（2021）



数据来源：汽车服务世界，东吴证券研究所

图17：国内汽车服务市场竞争格局

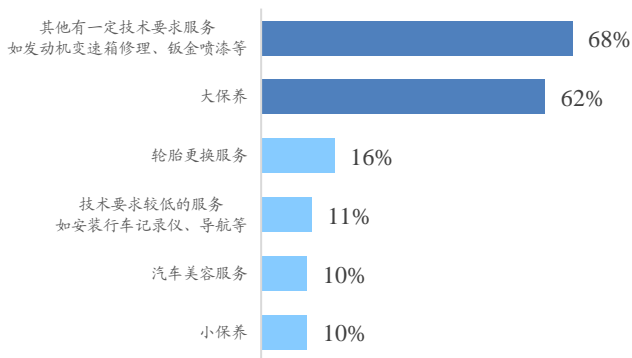
汽车服务供应商	2022 年汽车服务收入（十亿元）	市场份额
中升集团（4S）	24.6	2.0%
广汇汽车（4S）	~14.2	1.1%
途虎（IAM）	11.5	0.9%
永达汽车（4S）	~10.1	0.8%
利星行（中国）汽车（4S）	~10.0	0.8%
CR5		5.6%

数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

4S店是产业链不成熟时期消费者的更佳选择，但并非效率最优。

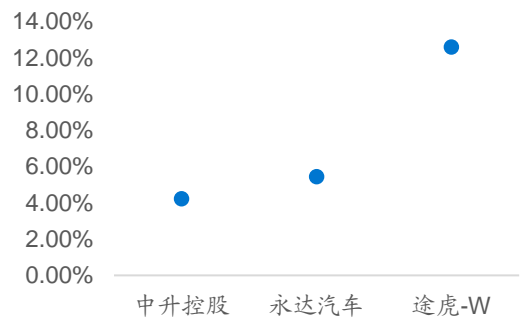
汽车服务的专业性和复杂性使其存在明显的信息不对称/不透明，且消费者对汽车的安全/可靠性要求很高，早年国内汽车服务产业监管未完善、零配件质量层次不齐、汽车认知有限时消费者更愿意选择与主机厂绑定、有品牌背书的4S门店，特别是在技术难度较高的项目上，“车主信任程度”为4S店溢价提供空间。免费保修期亦是影响车主选择4S店的关键因素之一。即使门店密度更低且通常分布在郊区，4S店相比IAM模式依然自带引流能力，在客流稳定性上更有优势。

图18: 车主各类服务在4S店渠道留存意愿 (2021)



数据来源: 罗兰贝格, 东吴证券研究所。调研车主数 N=100

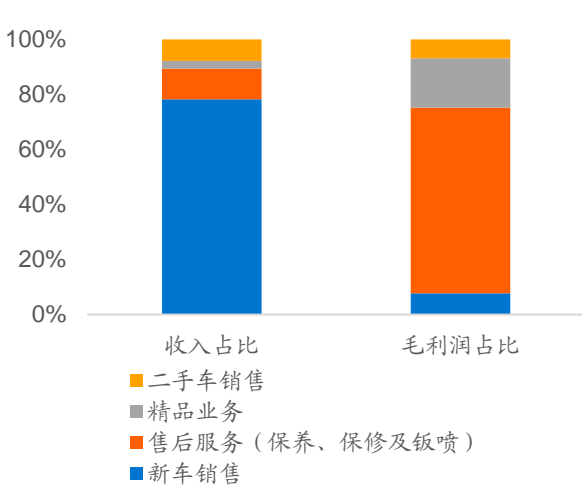
图19: 销售费率对比: 相比IAM模式, 4S模式靠品牌背书自带引流能力 (2023年报)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

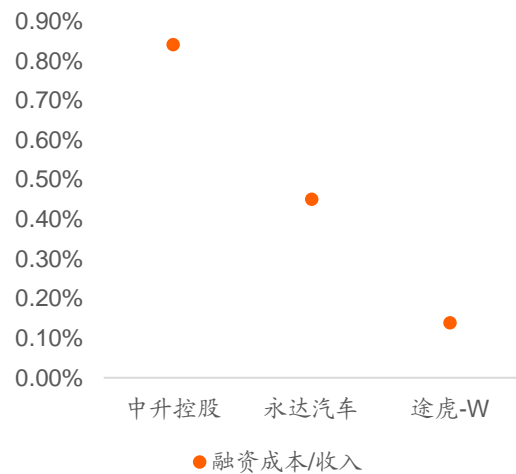
但4S门店需帮主机厂缓解资金和库存周转问题, 同时开展新车销售和售后业务, 靠高毛利率的售后业务改善门店盈利水平; 且单个门店可能仅专门服务于有限OEM汽车品牌 (也是经销商格局分散的原因之一), 保证服务质量的同时牺牲了部分效率。虽然流通环节少于IAM, 但零配件价格及服务费率分别较IAM门店高出30%及80%。

图20: 中升控股2023年收入及毛利润业务结构



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图21: 4S店承担主机厂部分资金周转压力, 现金流相对紧张 (2023)

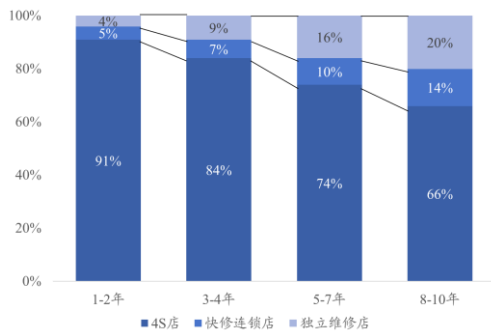


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.2. 新变局：IAM 迎机遇，O2O 具备模式优势

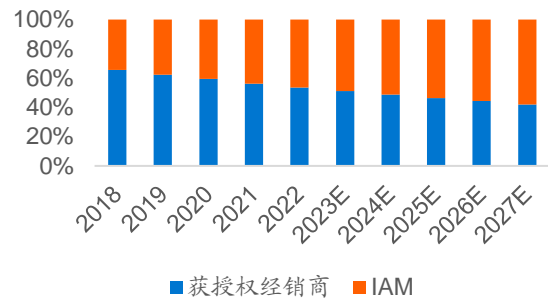
随着更多汽车保修期届满以及汽车车龄增加，消费者对 IAM 需求有望提升。根据灼识咨询，2022 年中国保修期届满的乘用车占总汽车保有量的 73.6%，预计到 2027 年将达到 79.1%。同时随着车龄增加，汽车“账面净值”降低，以及二手车保有量增加，越来越多车主也会偏向于性价比较高的独立维修店，我们认为 IAM 市场份额有望逐渐提升。市场趋于规范、零配件供给逐渐饱和、数字化查询系统普及等亦有利于 IAM 模式发展。根据灼识咨询预计，2027 年 IAM GMV 有望增长至 1.1 万亿元，2023-2027 年 CAGR 14%，2027 年在汽车服务市场中的占比提升至 58%。

图22：不同车龄的车辆在不同类型维修店花费占比



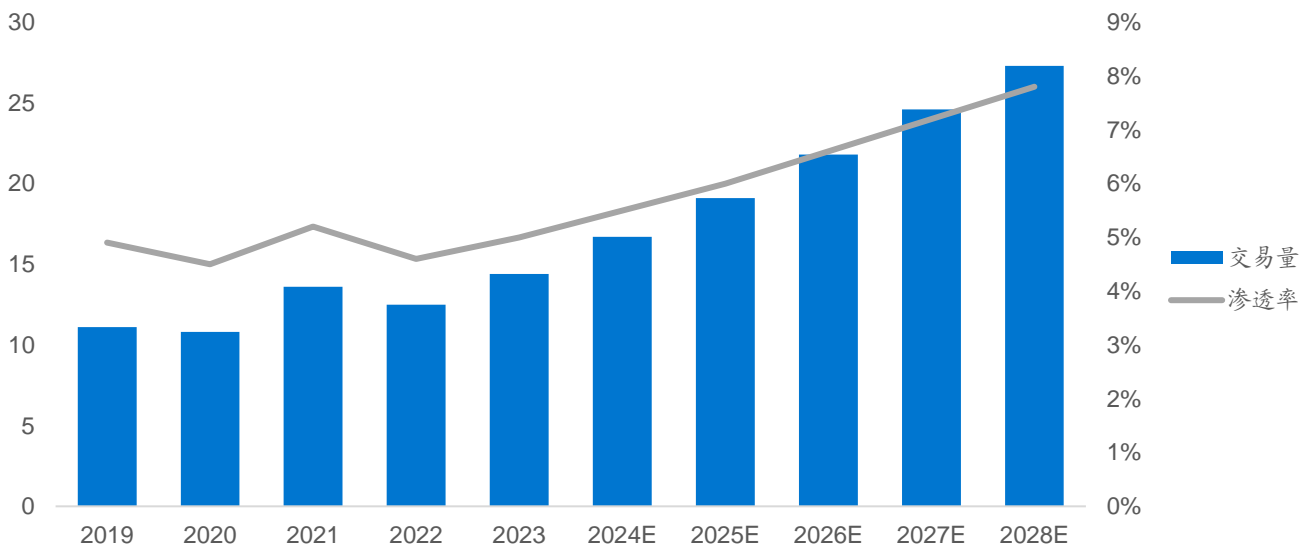
数据来源：中国汽车工业协会，东吴证券研究所

图23：国内汽车服务市场 IAM GMV 占比有望提升



数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

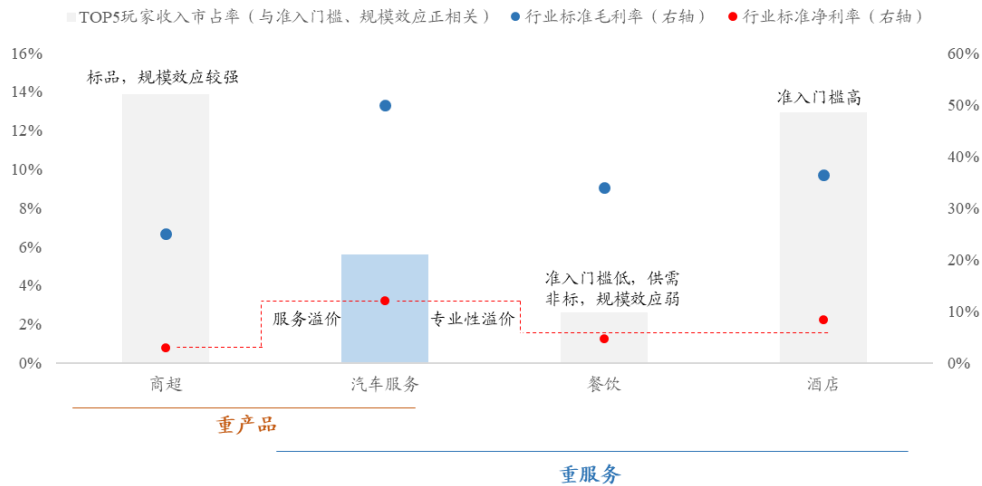
图24：根据灼识咨询，国内乘用车市场二手车交易量 2023-2028 年 CAGR 有望接近 14%（百万辆）



数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

IAM 玩家为何小而多？考验两个规模效应。2022 年国内仅 4.8% 的 IAM 门店为连锁门店，IAM 市场 CR5 收入市占率仅 3%。区别于线下大部分零售业态，汽车的复杂性和专业性使得汽车服务兼具广度和深度，玩家想“大而全且好”难度极大：产品规模效应难以广泛建立，对服务质量的要求加大产业链整合难度。

图25: 区别于其他主流线下业态, 汽车服务重产品重服务, 整合难度大的同时单店盈利弹性也相对更大



数据来源: CCFA, 国家统计局, 公司公告, AC汽车, 欧睿, 东吴证券研究所绘制

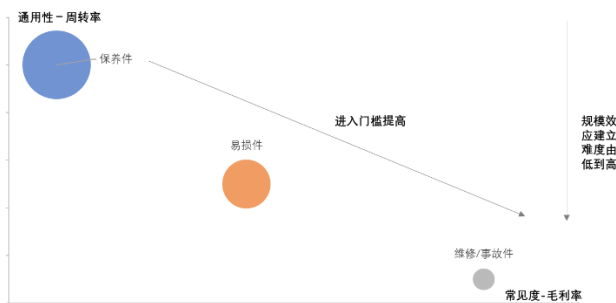
注: 商超、餐饮和酒店行业标准盈利能力选取国内上市公司2023年平均水平(剔除异常值); 商超的市占率为2022年数据; 汽车服务行业标准盈利能力为行业盈利门店的水平。

产品规模效应难以广泛建立。 零配件差价是汽修店一大收入来源, 规模越大压价能力越强, 利润率越高。但汽车是结构最为复杂、配件最多消费品之一, 车均汽配SKU约3万, 汽配整体SKU超5000万。按照维修更换频次、常见度(消费者的认知程度, 影响利润率)、通用性(对不同车型的适用程度, 通用性越低周转越慢)、更换技术难度(影响对服务质量的需求)等可大致分为易损件、保养件、维修件和事故件:

1) **规模效应相对容易建立: 保养件和易损件,** 更换频次和通用性相对较高, 单价和操作难度较低, 容易实现规模化, 社会化生产比例也较高, 特别是机油、轮胎等常见SKU; 但利润率相对较低, 同质化竞争激烈。

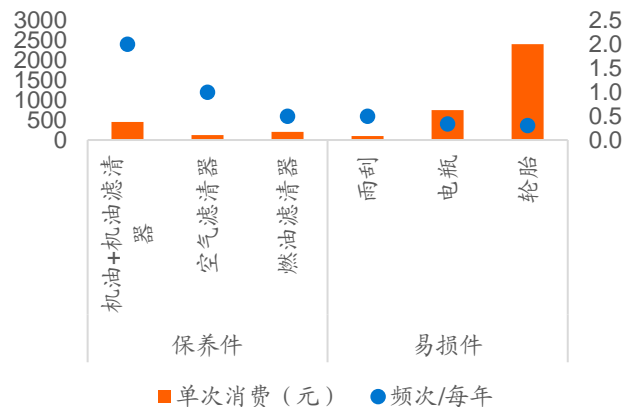
2) **规模效应较难建立: 维修件和事故件,** 低频且通用性差, 周转低, 考验库存管控能力; 更换难度高, 对服务要求高, 增加规模化难度, 但也对应更高利润率和壁垒。

图26: 不同类型汽车零配件特征及进入门槛



数据来源: 东吴证券研究所绘制。气泡大小表示频次, 气泡越大表示频次越高。

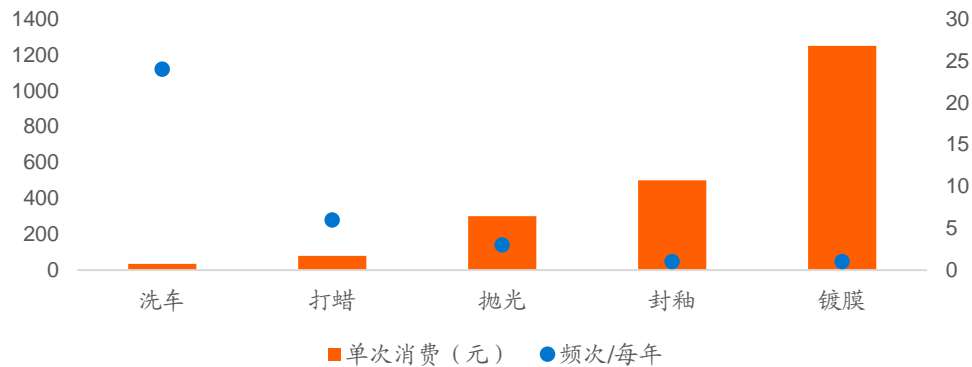
图27: 保养件和易损件代表性SKU单价和频次对比



数据来源: 抵押车交易网, 东吴证券研究所整理。注: 频次为右轴

服务规模效应受限于单店服务边界。工时费是汽修店另一重要收入来源，同一时间段内门店服务工时越多，规模效应越强，但存在限制。1) 工位/人力服务边界：如汽修店的快修工位数一般在3-6个之间，洗车2个工位等，同一时间段内只能服务有限车辆。2) 业务服务边界：如维修保养和美容服务对门店能力差异显著，美容服务非刚需、周期长、对操作人员专业要求低，重营销；维修保养服务刚需、周期短、痛苦消费、对操作人员专业要求高，重管理。单一门店往往难以同时做好这两类服务

图28：汽车美容服务不同类型单价和频次对比



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所。注：频次为右轴

基于以上分析以及不同模式特性，我们更看好做全产业链整合的O2O平台未来持续抢占市场份额。目前国内IAM可大致分为B2B（汽配连锁，终端门店为主要客户）和B2C（车主为主要客户）模式，其中B2C模式可分为带有互联网属性的O2O平台（线上线下一体化）和纯线下连锁。

图29：国内车后市场连锁模式主要分类及代表玩家

业务模式	B2B						B2C						
	新康众	快准车服	驰加	三头六臂	壳牌喜力爱车中心	好修养	途虎	百援精养	京东养车	小拇指	易捷养车	华胜	天猫养车
代表公司	新康众												
背后集团力量	阿里巴巴		米其林		壳牌	北汽			京东		中石化易捷		阿里巴巴
公司收入 (亿元, 2023)	71 (2022)	57	54	35	32 (2022)		136	35	30	27	22	21	16 (2022)
市场份额	1.23%	0.85%	0.81%	0.52%	0.56%		2.03%	0.52%	0.45%	0.40%	0.33%	0.32%	0.28%
门店数量 (2023)	1728	2300	1653	3300	5000	1500	5909	3300	1518	1306	9500	270	2000

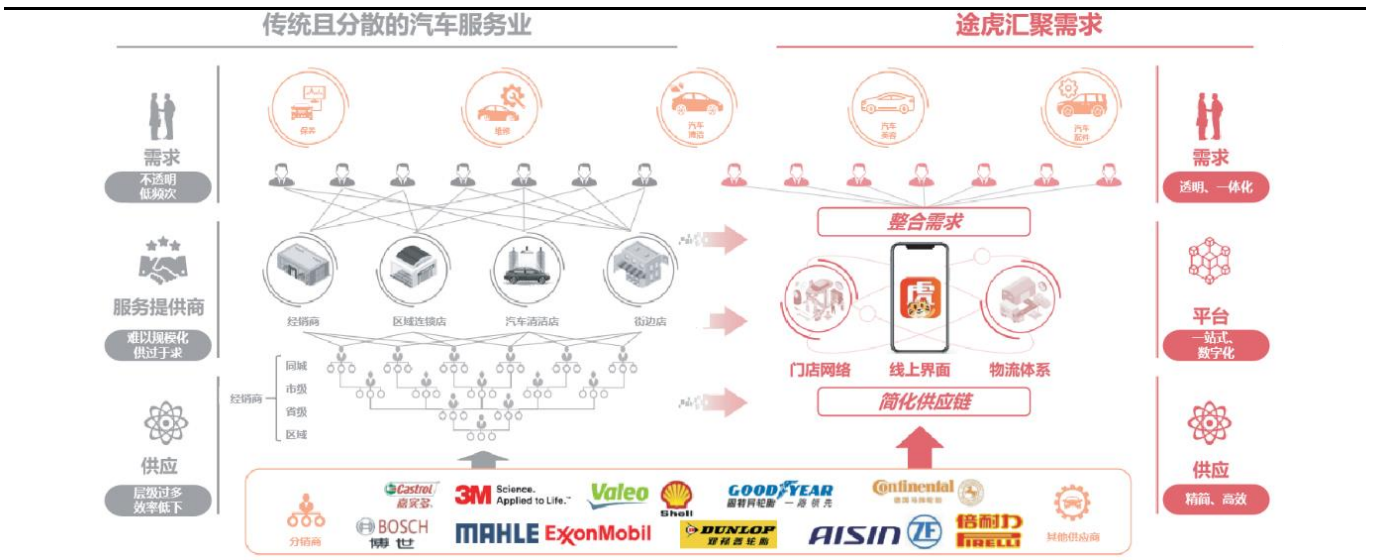
数据来源：汽车服务世界、公司官网，灼识咨询，CCFA，东吴证券研究所测算

注：1) 途虎、京东养车、天猫养车为O2O平台。2) 新康众2022年收入我们通过“杭州天猫车站科技有限公司”2022年收入（数据来源为CCFA）-天猫养车2022年收入（途虎招股书）得到，门店数量我们通过“杭州天猫车站科技有限公司”2023年门店（数据来源为CCFA）-天猫养车2023年门店（官方披露）得到，可能与实际情况存在误差。

互联网模式天然具备流量优势，同时增强产品和服务规模效应。O2O平台为车主(C端)提供价格透明、性价比高的选择，从而将线上流量计划性地导向线下门店(小b)，提高单店订单密度，充分发挥门店有限规模效应；把握C端和小b需求后可增强对上游汽配供应商/经销商的话语权，扩大产品规模效应。根据AC汽车，36%的车主选择线上购买维保服务的原因是线上信息透明且下单方便，26%的车主是出于价格便宜，23%的车主是出于省心，没有后顾之忧。IAM龙头途虎即采取O2O模式，已在轮胎服务、

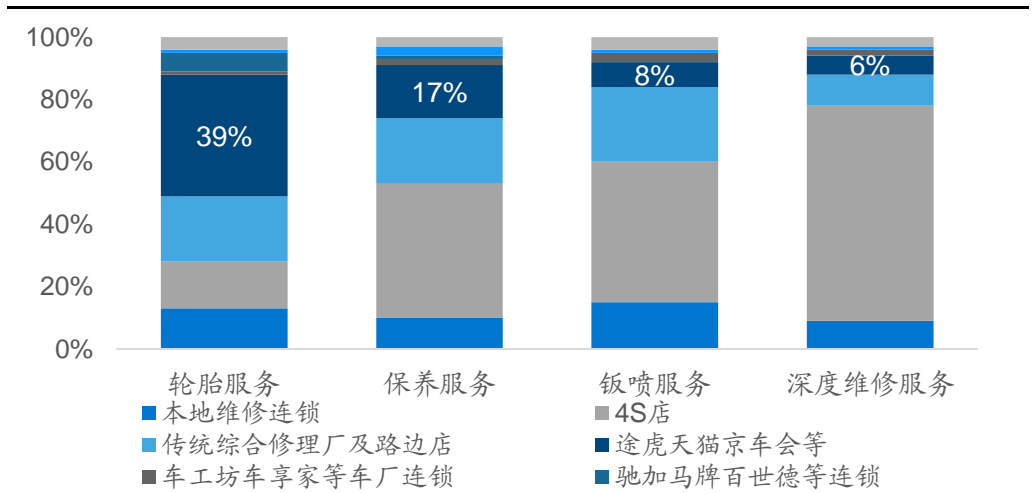
部分保养服务等技术门槛较低的服务中占据一定用户心智；2023Q1 每个汽车工位每天服务周转率为 2.2，远高于行业 2022 年平均水平 1.1。

图30：途虎等 O2O 模式对产业链条的改造：整合车主需求，简化并反向改造供应链



数据来源：途虎招股书，东吴证券研究所

图31：消费者选择不同服务时的渠道偏好



数据来源：AC 汽车，东吴证券研究所绘制

国内竞争环境区别于美国市场，我们认为纯汽配连锁最终份额或逊于需求和供应链齐发力的 O2O 平台。B2B 模式通过整合上游零配件供给，并建设完备且即时性强的物流基础，可帮助门店降低库存压力，在产品规模效应更有优势，特别是驰加等零配件品牌旗下连锁，产品技术能力较强，有望赋能门店，类似于美国车后市场 IAM TOP4 企业。但考虑到：

1) 美国汽车服务市场远早于互联网行业发展，互联网开始发展时 IAM 龙头基本已经完成供应链深度整合，格局趋于稳定，后来亚马逊等玩家追赶难度较大；而国内汽车市场发展时间相对较短，汽配流通体系尚未成熟，不同模式玩家在相互追赶的阶段。

2) 纯汽配连锁公司重库存重地推, 资金流压力大, 扩张节奏将慢于 O2O 平台 (汽配连锁头部玩家门店数普遍低于 O2O 平台头部玩家); O2O 平台整合产业链全环节, 有望更快建立飞轮效应。

表2: 美国 IAM 头部企业线上化较晚

企业	成立时间	线上服务开始时间
AutoZone	1979	2010
O'Reilly Auto Parts	1957	2008
Genuine Parts(NAPA)	1925	2000
Advance Auto Parts	1929	2009

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

3. 途虎养车: 有效扩张典范, 正开启利润释放期

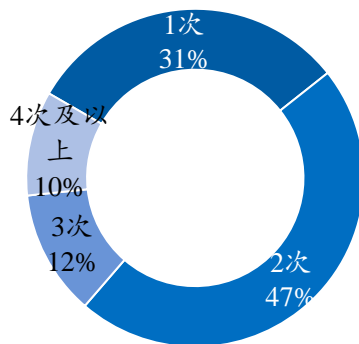
3.1. 互联网模式做慢生意, 需“有效扩张”

相比其他互联网行业, 汽车服务 O2O 本质是慢生意: 简单粗暴的补贴和资金投入只能换来无效扩张, 对玩家供应链、门店管理能力等有很高的要求。

汽车服务核心的维修保养需求是低频消费、痛苦消费, 且无法被创造。互联网平台难以单靠补贴拉动消费频次及培养车主习惯。

高频带低频法则不完全适用, 考验供应链效率和门店服务品质。正如前文所提, 不同零配件所需操作难度不同, 高频且低门槛的项目可通过补贴吸引消费者, 但不一定能将其转化到高毛利的服务上, 后者往往需要消费者对门店有一定信任。

图32: 消费者一年汽车服务进店消费频次分布



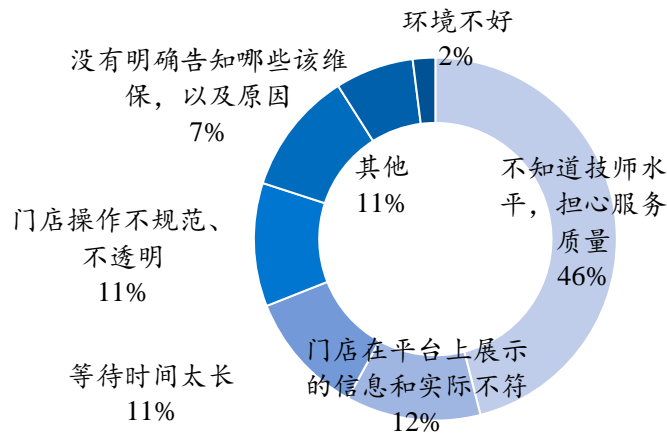
数据来源: AC 汽车, 东吴证券研究所

图33: 高频机油品类向低频的品类转化率有限

项目	全国门店水平
空气滤清器	47%
空调滤清器	41%
冷却液	18%
制动液	12%
刹车片	11%
火花塞	10%
蓄电池、雨刷	8%
自动变速箱油	7%
控制臂、减震器、刹车盘	2%

数据来源: F6, 东吴证券研究所

图34: 车主对线上推荐的门店不满意因素



数据来源: AC 汽车, 东吴证券研究所

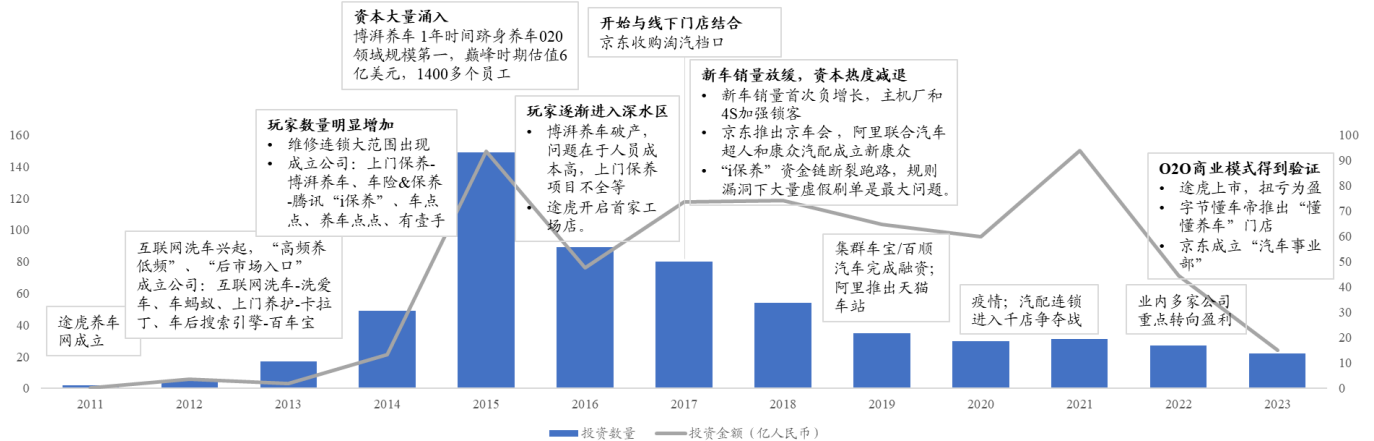
平台需实现有效扩张, 体现为: 1) 大部分门店能持续盈利; 2) 复购率和 ARPU 比 MPU 更重要, 老客占比和单客消费能持续提升; 3) 高门槛高毛利产品/服务品类收入占比能够提高。国内汽车后市场 O2O 模式 2011 年开始萌芽, 经过 13 年的探索和试错, 只有少数玩家能坚持到现在, 早年多家明星创业公司倒在过度烧钱补贴最终资金断裂的问题上, 与其对行业认知不深刻, 花费大量资金做“无效扩张”有很大关联。

图35: 国内车后市场 O2O 发展历史 (柱状图为汽车后市场投资数量和投资金额, 投资金额为右轴)

2011-2015年: 探索与试错
 • 移动互联网正开始高速发展, O2O商业模式兴起, 一批创业者带着互联网思维改造汽车服务市场, 疯狂烧钱补贴;
 • 行业玩家受美国IAM龙头模式启发;
 • 线上流量偏低, 门店不太重视

2016-2019: 从“纯线上”转型到线上线下一体化。
 澎湃养车、i保养等明星O2O平台资金断裂证明汽服行业无法单纯用纯互联网价格战打法跑通, 商业模式是否可持续盈利十分关键。

2020至今: 疫情带来线上化红利, 互联网巨头加码
 国内车龄超过6年, 汽服需求迎来拐点
 途虎上市, 互联网巨头和资本市场再次关注到汽车后市场, 行业中腰部供给或加速出清

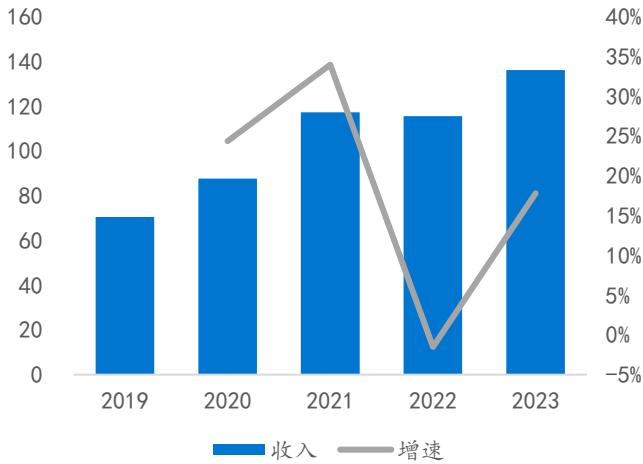


数据来源: IT 桔子, 公司官网, 汽车服务世界, 东吴证券研究所绘制

3.2. 途虎: 长跑选手的扩张边界和盈利方向

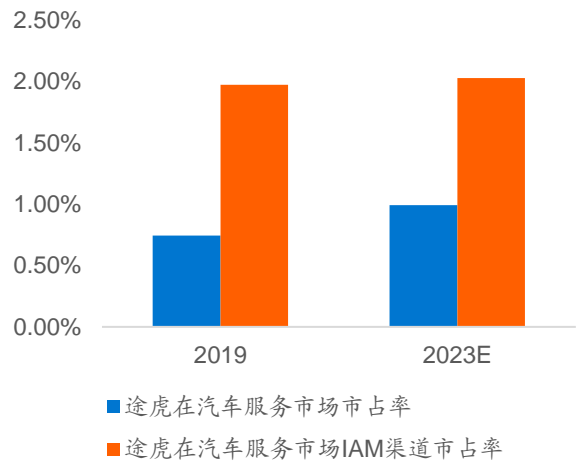
作为汽车服务市场 IAM 渠道龙头, 途虎的增长与行业一样呈现出“慢生意属性”: 2019-2023 年营业收入 CAGR 18%, 在汽车服务市场的收入市占率从 2019 年的 0.75% 提升至 2023 年的 0.99% (市场规模为灼识咨询预计值); iOS APP 的 MAU 自 2015 年以来持续增长, 真正的“长跑型选手”。

图36: 2019-2023 年途虎营业收入 CAGR 18% (亿元)



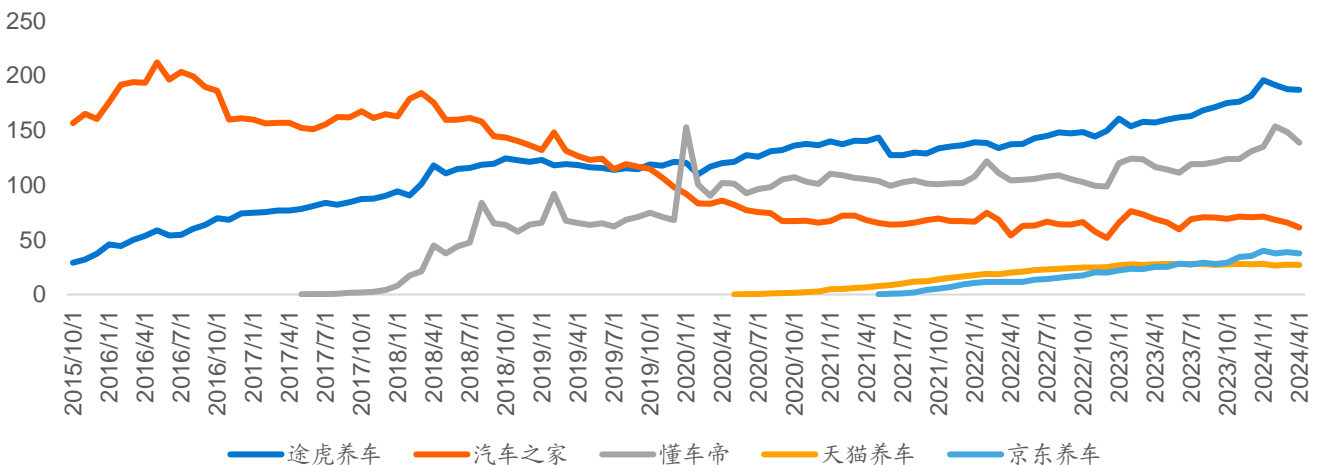
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图37: 途虎市占率缓慢提升



数据来源: 公司公告, 灼识咨询, 东吴证券研究所
注: 2023 年市场规模为灼识咨询预测数据, 公司收入为年报数据。

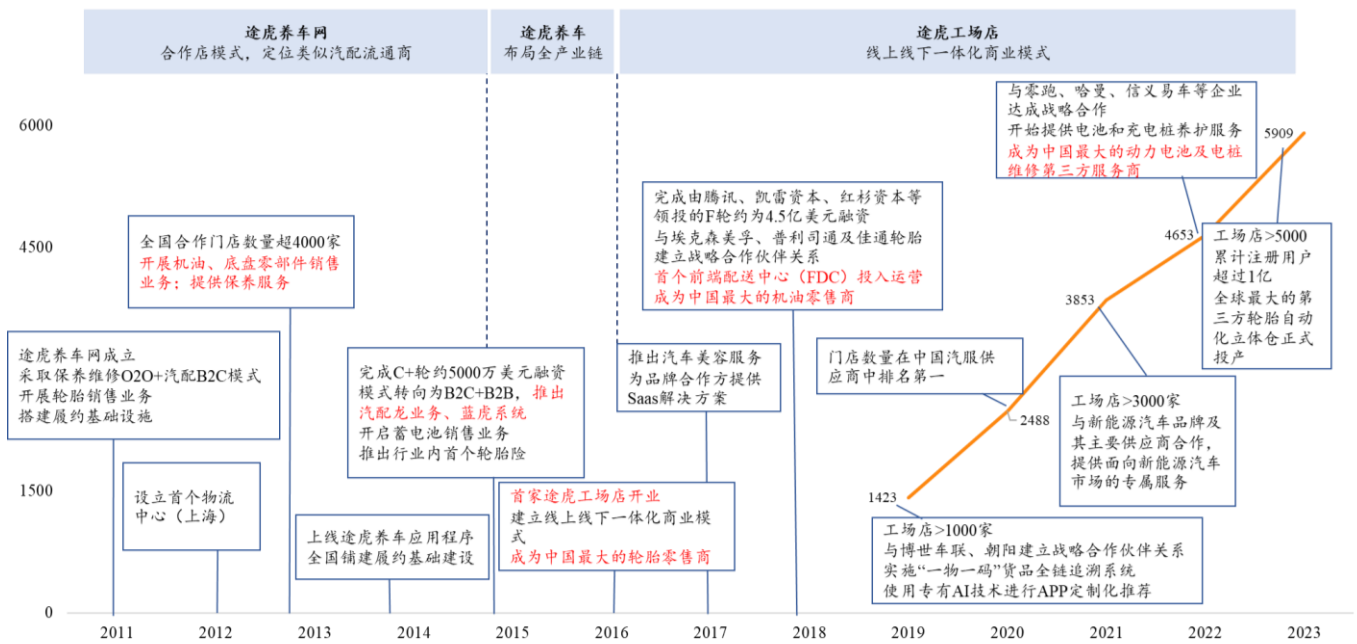
图38: 途虎养车 MAU 持续增长 (iOS 端, 万人)



数据来源: SENSOR TOWER, 东吴证券研究所

轮胎流通商起家, 历经 3 次转型, 逐步成为后市场 IAM 龙头。作为汽车后市场“老人”, 途虎 2011 年成立以来经历过 3 个重要时点: 1) 2011 成立: 途虎养车网时代, 以轮胎销售为主的纯电商平台, 线下网络采用合作模式, 此阶段开始搭建履约体系; 2) 2015: 品牌演变为“途虎养车”, 推出 B2b 汽配龙平台、蓝虎系统, 全产业链布局雏形初现; 3) 2016: 成为国内最大的轮胎替换市场零售商, 同年开设首家途虎工场店, 开启线上线下一体化模式, 逐步建立一个由管理良好的门店和技师组成的线下网络, 以提供高质量和标准化的店内服务。2020 年门店数量行业第一, 2021 年收入突破百亿, 2023 年门店数接近 6000 家, 并扭亏为盈。

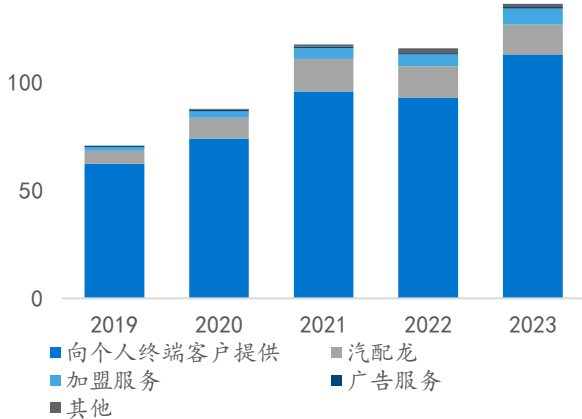
图39: 途虎发展历程 (折线图为途虎工场店数量, 单位为家)



数据来源: 公司公告, 公司官网, AC汽车, 东吴证券研究所绘制

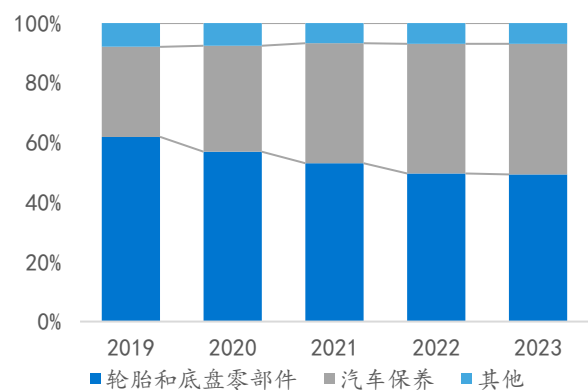
公司收入主要来自两大业务: 1) 向个人终端客户提供产品和服务, 收入占比83%: 通过“途虎养车”线上 b2C 平台, 用户可以订购或预约公司线下门店提供的“正品、低价、专业”的汽车产品和服务, 线上下单线下完成交付。其中轮胎和底盘零部件/汽车保养在总收入中分别贡献 41%/36%; 2) 汽配龙, 收入占比 10%: 汽配 B2b 交易平台, 主要基于途虎自有仓储物流设施及供应商, 为途虎工场店直接到店客户的非计划性采购需求提供即时采购服务; 也提供第三方供应商撮合交易服务和区域批发服务。此外, 公司还有 7%左右收入来自加盟服务、广告服务和其他业务。(均为 2023 年数据)

图40: 2019-2023 年分业务收入构成 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图41: C 端业务收入结构



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

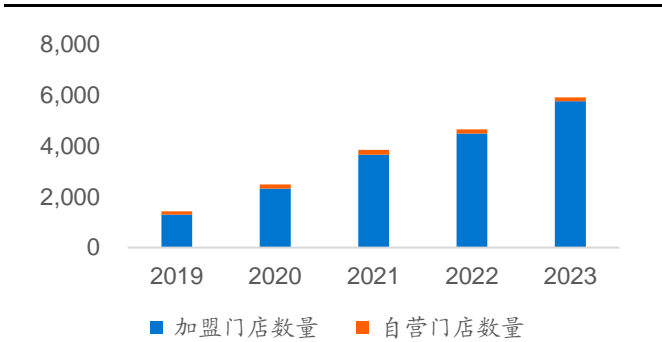
积极拥抱新能源, 前瞻布局有望抢占先机。公司已上线新能源车主专属应用程序定制页面, 各业务线针对热门新能源车型为车主推出客制化产品。在电池服务能力方

面，公司作为国内 13 家主流电池厂的官方售后维保企业，能在电池厂的委派下向新能源车主提供质保内专属维修服务，2023 年电池服务订单超过 2.2 万单，行业第一，同比增长超过 60%。2023 年公司混动车用户下单人数占中国混动车用户总量的渗透率达 9.3%。公司主动布局的态度及原有广泛终端网络有望在新能源时代抢占先机。

3.2.1. 扩张边界：密度>速度，看向 1 万家门店

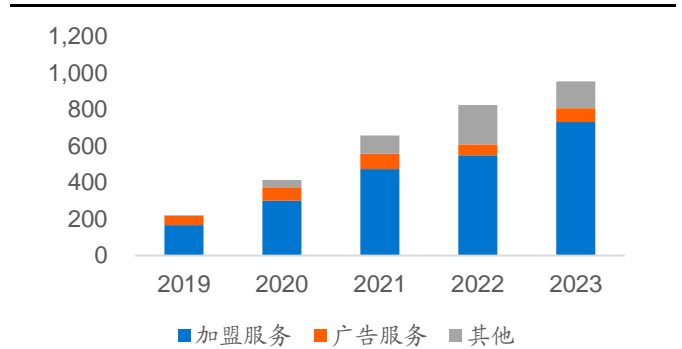
途虎门店数量领先同行，加盟商盈利优于行业平均水平。公司采取自营、加盟和合作门店相结合的方式进行扩张，其中自营和加盟门店均为“途虎工场店”，采用相同的标准及公司专有技术系统运营，其中加盟店数量占 97%。2023 年全国途虎工场店达 5909 家，远高于天猫养车（2000 家）、京东养车（1400 家）等 O2O 平台门店数量；截至 2024 年 4 月已超过 6000 家。其中加盟工场店实现了广泛盈利：2023 年盈利比例达 93%，超过 2019 年水平，亦高于行业门店 50% 盈利这一水平；加盟工场店平均爬坡期仅 6 个月。截至 2023 年 3 月 31 日，39.9% 的加盟商开设两家或以上的途虎工场店。

图42：途虎工场店增长趋势（家）



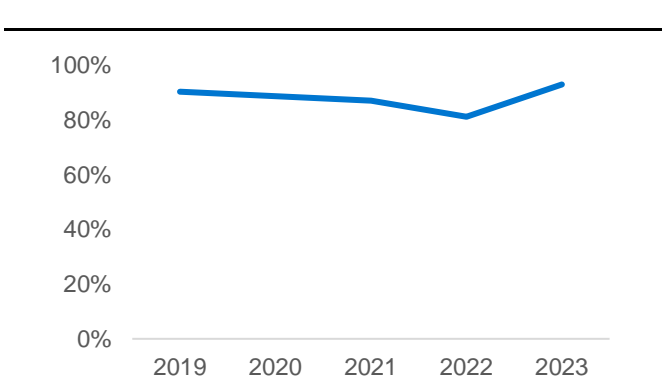
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图43：途虎加盟服务收入快速增长（百万元）



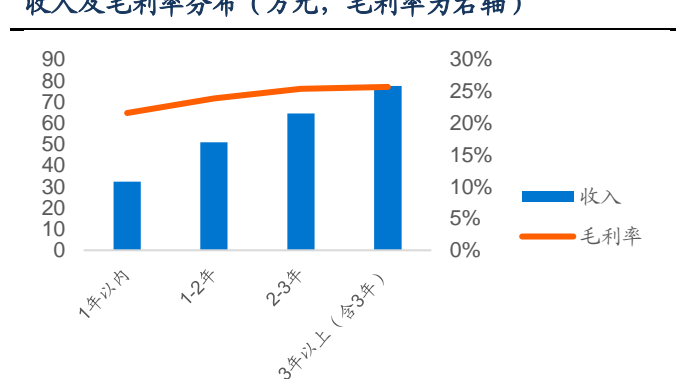
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图44：加盟门店开业 6 个月以上的盈利门店比例



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图45：23Q1 不同店龄的途虎工场店为公司贡献的单店收入及毛利率分布（万元，毛利率为右轴）



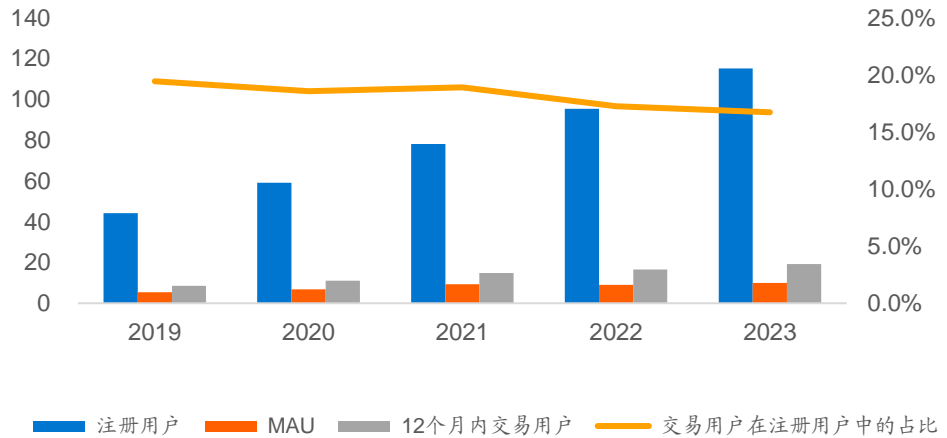
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

（1）加盟商视角：客流增加、盈利可持续、资产负债表健康

加盟商的核心诉求之一在于增加到店客流。截至 2024 年 4 月，途虎注册用户超过 1.2 亿人，在国内车主的渗透率约 41%；2023 年 MAU 超过 1000 万人年交易用户 1930

万人，在注册用户中占接近 17%。2021 年途虎约 79%收入来自线上订单。增量客流亦有望带动门店其他服务收入增长，23 年途虎养车工场店均洗美收益增长超 52%，维修收益增长超 51%。

图46: 途虎养车用户数增长趋势 (百万人)

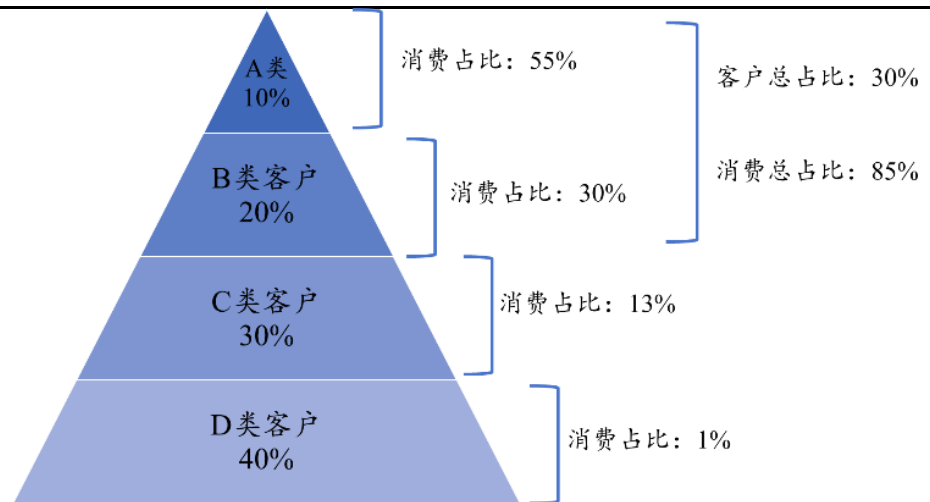


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

可持续性: 看加盟商盈利水平, 表观指标是老客占比及贡献, 底层看平台赋能。

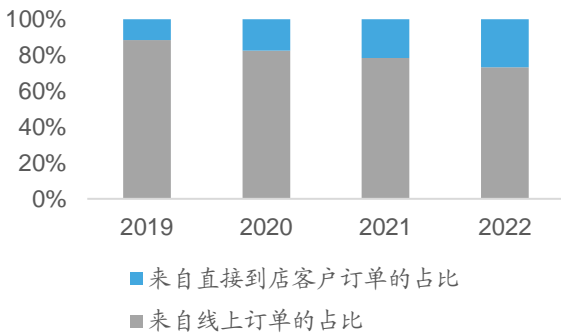
在门店盈利层面, 老客的运营维护比新客获取更为重要, 根据小拇指门店客户群金字塔规律, 30%的头部客户能给汽修店带来 85%的收入。众多 O2O 平台失败教训之一便是靠补贴吸引来众多低价值的“薅羊毛”用户, 但没有系统且深入地管控和赋能门店, 消费者无法形成信任, 加盟商真实盈利状态不佳。途虎通过在全流程数字化改造和更即时的履约体系实现服务标准化, 既提高加盟门店数字化水平, 降本提效, 又提高用户体验, 加深用户对途虎工场店的信任, 提高复购率。2019 年以来, 途虎用户复购率、老客收入贡献及直接到店订单收入贡献呈现稳步提升态势。

图47: 小拇指门店客户群金字塔规律



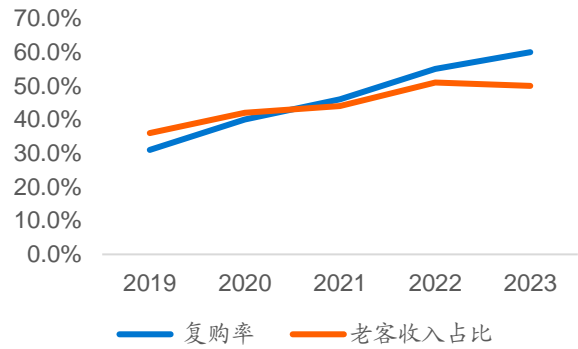
数据来源: 聚汽观察, 东吴证券研究所

图48: 途虎直接到店客户订单占比逐年提升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图49: 途虎交易用户复购率及老客收入占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

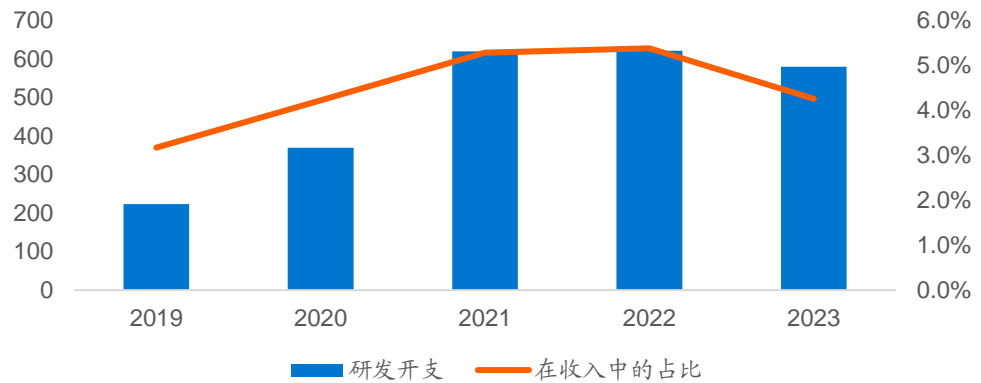
全流程数字化改造: 途虎为加盟商提供门店管理及信息系统、在线导流及全面供应链支持, 所有途虎工场店均采用公司专有 ERP 系统及数字化工具包, 以实现运营标准化及财务和交易管理。公司专注于控制供应链、存货、门店财务、运营及门店技师, 以确保一致的服务质量及产品的正品保障, 加盟途虎工场店的整个供应链已通过公司专有履约基础设施及汽配龙得以实现并可完全追踪。公司是 IAM 平台中唯一广泛采取该方式的公司, 背后对应较高的研发投入, 公司研发费率 2019-2022 年逐年提升。

表3: 途虎 IT 系统和仓储物流管理系统概况

系统	功能	效果	能力要求
零部件匹配大数据平台	根据车型匹配零部件	提高订购流程效率, 提升客户体验。	对客户数据的积累。途虎积累了汽配件供货商和销售渠道数据、客户在线线下活动记录等丰富数据
仓储管理系统 WMS	确保车型和汽车零配件存货与客户需求全面匹配; 货到人自动化分拣; 可监控进出仓库网络的存货和人员全程流动; 智能将零部件分配到更容易接触到潜在客户的仓库和门店。	从仓库端到门店端提升存货管理效率和服务质量; 实现快速的存货周转和高效的货物分配; 提高分拣效率和准确性, 降低人工成本; 公司实时了解存货状况, 提高存货管理效率。	对客户各种汽车产品需求的深入理解
运输管理系统 (TMS)	分析线上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; 自动分配运输资源, 执行路线规划并监控流程; 实时跟踪产品运输。	最大限度地减少人工干预, 提高效率, 优化成本; 加强运输流程控制以及车队和快递员与产品的资源匹配。	
门店管理系统 (SMS)	全面的门店管理和信息系统、完整的供应链支持和在线界面接入	使加盟商能够打造统一的途虎品牌。	
技师支持和管理系统 (蓝虎系统)	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	提高技师的技能和专业性, 增加门店管理的透明度和效率	深厚的运营知识

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

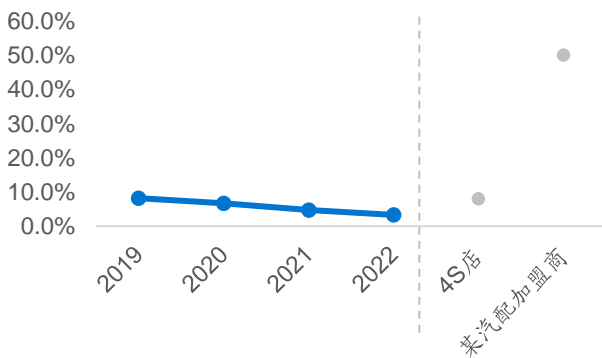
图50: 2019-2022 年途虎研发费率逐年提升 (百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

即时性履约体系: 前文提及不同汽配件周转效率不同, 对门店库存管理提出较高的能力要求。途虎已建立全国性仓储和物流体系, 以确保产品及时交付和对物流的准确监控。截至 2023 年底全国区域仓 34 个 (与汽配连锁头部玩家康众汽配 41 个区域物流中心数量接近), 前置仓 511 个, 全国 75% 以上途虎工场店已被前置仓即时配送服务覆盖; 实现公司当日/次日达在线轮胎订单达 60%, 在在线保养及其他订单全年占比近 80%, 门店外采率亦处于较低水平。背后对应较重的资本开支, 公司 2019-2022 年资本开支逐年提升。

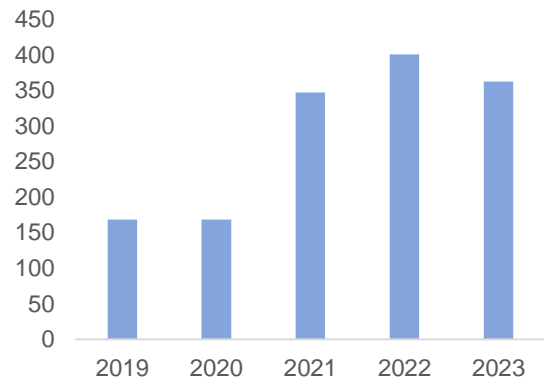
图51: 途虎工场店外采率逐年下降



数据来源: 公司公告, 汽配圈, 星河互联, 东吴证券研究所

注: 4S店外采率为2016年, 某汽配加盟商为2023年数据

图52: 2019-2022 年途虎资本支出逐年增加 (百万元)



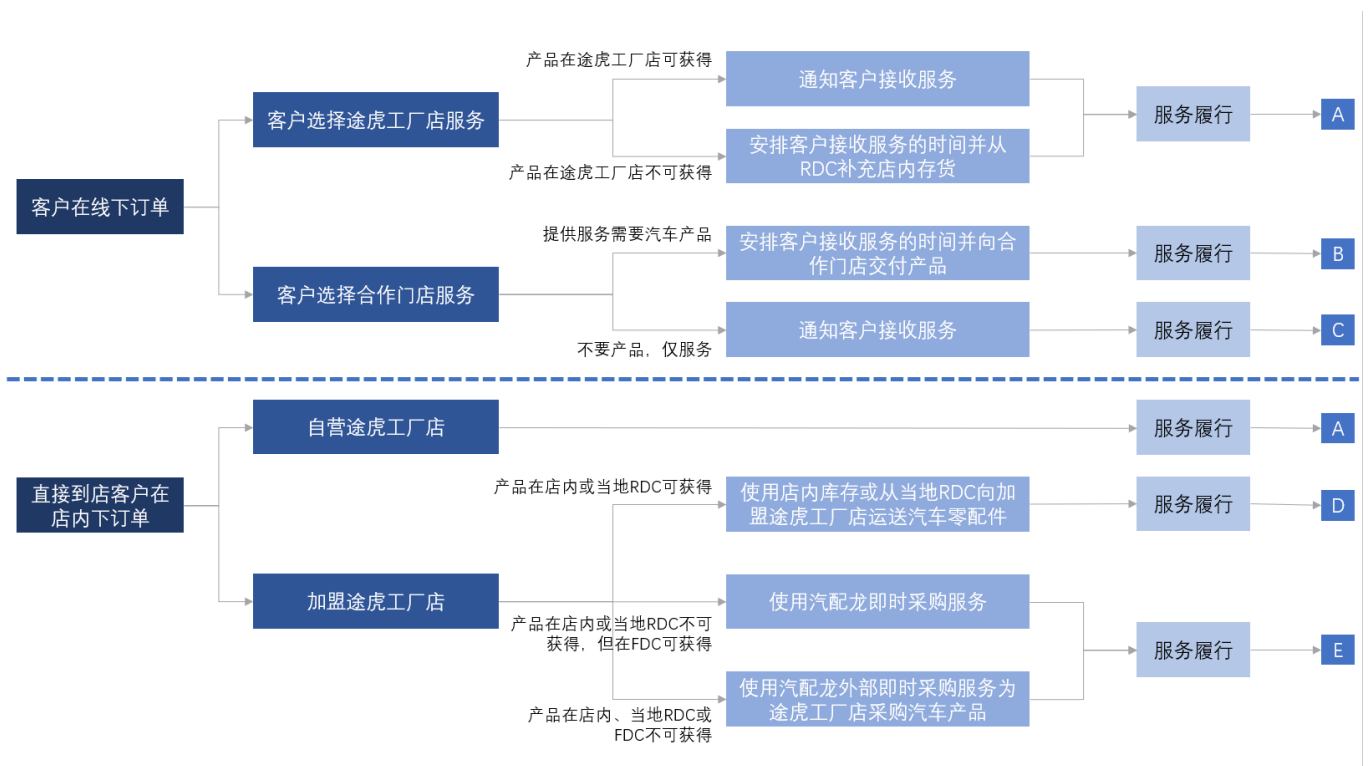
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司亦注重用户评价体系建设, 反向引导工场店提高服务能力, 形成正循环。2023 年公司正式启动“用户服务年”, 5 月开展“口碑好店”评选, 截至 8 月用户体验满意度环比提升超 45%。23 年“用户满意口碑好店”月均轮保用户数增长 23%, 月均轮保收益增长 29%, 用户满意对工场店进店量和收益起着明显拉升作用。

可持续性: 存货风险转移, 加盟商资产负债表更加健康。 前文提到不同汽配件周转速度不同, 对传统汽修店库存管理能力有一定要求, 上游议价能力不足的门店存在

资金链断裂风险；途虎工场店店内库存由途虎承担存货风险，加盟商收入模式由“零配件差价+服务费”转为服务费为主（汽配龙模式仍有差价收入），加盟商资产负债表更加健康，有利于持续发展。且值得注意的是，由于较强规模效应，途虎对上游汽配配件供应商有较强话语权，公司存货/应付账款长期低于 1，且呈现下降趋势，现金流压力相对较小。

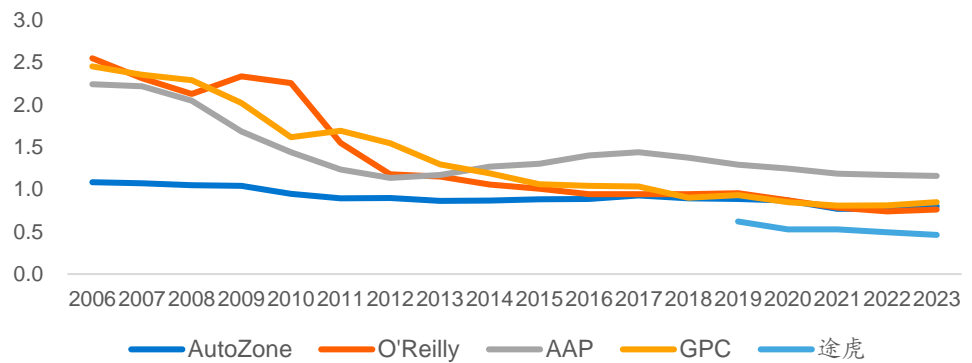
图53: 途虎不同来源订单收入确认方式



	途虎的收入及成本	加盟途虎工厂店/合作门店的收入及成本	收入分配的理由
A	收入 产品及服务收入	收入 途虎支付的服务费	· 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 · 加盟途虎工场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 自营途虎工厂店的成本		
B	收入 产品及服务收入	收入 途虎支付的服务费	· 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 · 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	· 加盟途虎工厂店产生自然直接到店客户流量,因此途虎向加盟途虎工厂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	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图54: 途虎存货/应付账款对比海外 IAM 龙头



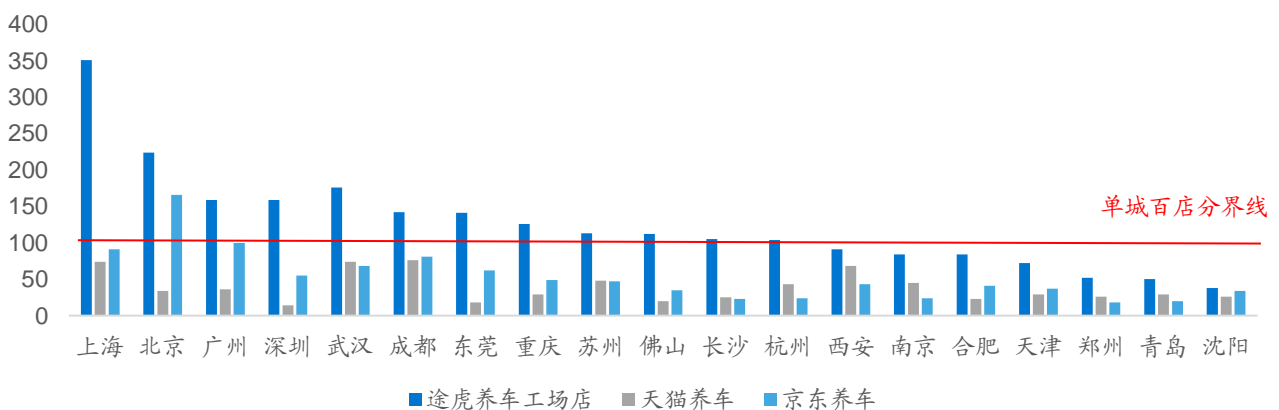
数据来源: 公司公告, 彭博, 东吴证券研究所

(2) 区域扩张: 先加密后复制, 看向 1 万家门店

途虎对线下连锁业态理解深刻, 密度权重大于速度。途虎是第一个做单城百店的 O2O 平台, 在区域和城市选择上亦有侧重; 而早期很多汽配连锁全国多点铺开, 最多百城千店, 区域深入程度不足。深耕区域的打法让途虎工场店得以在重点区域的门店密度领先同行, 公司在所有一线城市和新一线城市工场店平均门店数已超过 100 家, 单城市门店数量基本都超过天猫养车、京东养车门店数。根据我们统计, 途虎在上海、深圳、东莞等地实现平均每方圆 3 公里就有一家途虎工场店。较高的城市密度帮助公司建立起区域飞轮效应, 建立车主认知+实现更高的服务效率, 从而持续抢占市场份额。

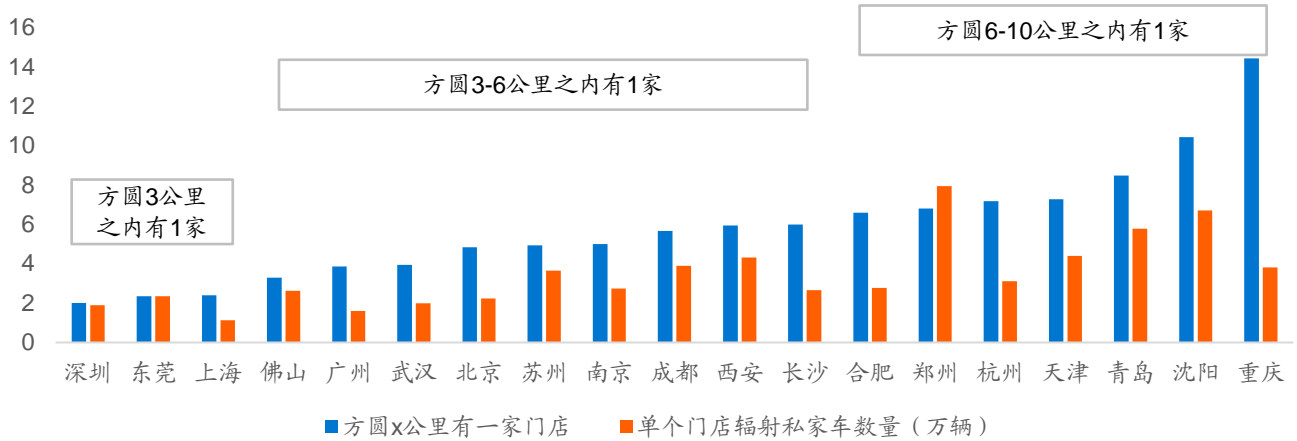
以代表性的广东市场为例, 2016 年 10 月途虎养车在广东第一家工场店开业, 开到 100 家店耗时近两年, 突破 200 家耗时 14 个月, 突破 300 家和 400 家则分别只耗时 9 个月和 5 个月, 开店速度逐渐加快, 背后是区域飞轮效应建立。23 年年初, 途虎收购畅途汽车, 两广地区工场店数量进一步增加到 900 家, 截至 23 年底已覆盖广东所有的地级市及以上城市。

图55: 相比天猫养车和京东养车, 途虎养车工场店在多个高线城市门店突破 100 家 (统计时间: 2024/5)



数据来源: 各公司 APP, 东吴证券研究所。注: 新一线城市划分选用途虎公司公告划分标准。

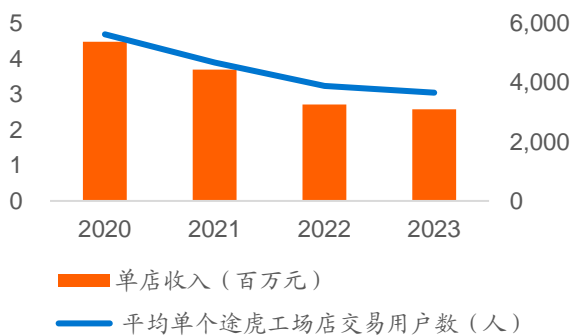
图56: 途虎养车工场店在不同高线城市分布密度 (统计时间: 2024/5)



数据来源: 各公司 APP, 国家统计局, 各省市统计局, 东吴证券研究所。注: 新一线城市划分选用途虎公司公告划分标准; 私家车数量为 2022 年数据, 采用各市“私人汽车—载客汽车保有量”指标。

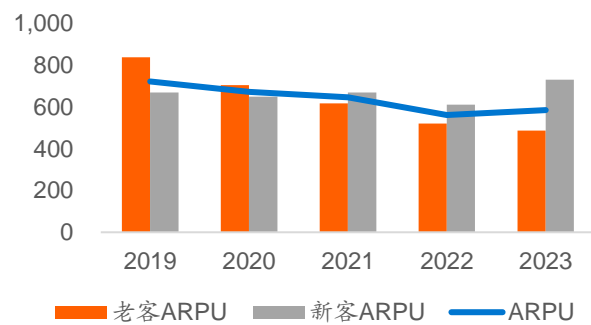
随着门店加密, 区域单店收入和交易用户数呈现自然下滑, 但我们认为加盟商盈利的可持续性更为重要。

图57: 途虎工场店平均单店收入和交易用户数有所下滑



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图58: 途虎用户 ARPU 值较为稳健 (元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所
注: $ARPU = C \text{ 端收入} / \text{用户数}$

后续将重点发力下沉市场, 门店总数中性看向 1 万家。

公司自 2021 年发力低线城市, 2022 年 5 月发布千县发展计划, 截至 22 年 10 月下沉门店数量超过 1300 家。2023 年新增 1256 家工场店中 70% 位于二线及以下城市, 新增覆盖的县与县级市达 221 个, 下沉市场成为公司重要增长驱动。相比高线城市, 下沉市场熟人经济更加主导, 价格带相对较低, 对公司运营和供应链能力提出更高要求。我们认为与区域汽服连锁 (如 23 年收购畅途汽车连锁) 以及在下沉市场有资源优势的玩家进行合作 (如与中国石油、中国石化等合作) 或有望帮助公司打开市场。

我们中性预计途虎工场店可开到 1 万家。我们中性假设一线城市开店基本饱和, 新一线城市和二线及以下市县仍有开店空间, 但门店密度依次递减, 中性假设三类城

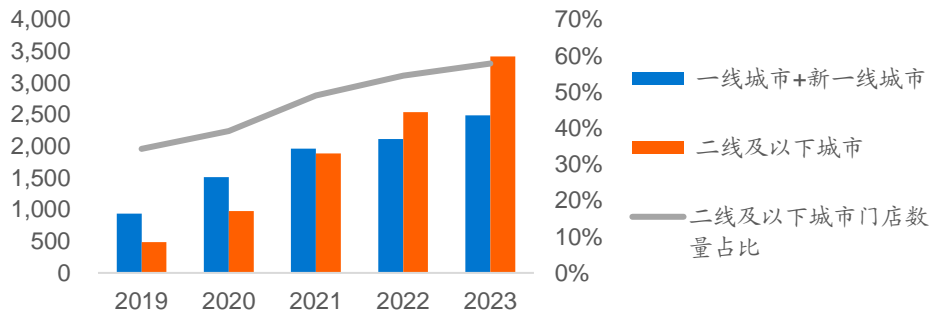
市“平均每家途虎工场店覆盖汽车保有量数量”指标分别为 1.85/2.10/2.80 万辆，对应途虎工场店开店空间分别为 893/2410/7375 家，在当地汽修厂数量中的占比分别为 2.7%/2.0%/1.0%；悲观假设为 1.85/2.20/3.00 万辆，对应途虎工场店合计开店空间 10076 家；乐观假设为 1.85/2.00/2.60 万辆，对应途虎工场店开店空间为 11365 家。

图59：途虎开店空间测算

	途虎工场店入驻城市数量 (家)	汽修厂数量 (家)	汽车保有量 (百万辆)	途虎工场店数量 (家)			汽车保有量/途虎工场店数量 (万辆/店)				途虎工场店数量在汽修厂数量中的占比				
				截至2024/4	中性	悲观	乐观	截至2024/4	中性	悲观	乐观	截至2024/4	中性	悲观	乐观
一线城市	4	32,762	17	893	893	893	1.85	1.85	1.85	1.85	2.73%	2.73%	2.73%	2.73%	
新一线城市	15	121,944	51	1,490	2,410	2,530	3.40	2.10	2.20	2.00	1.22%	1.98%	1.89%	2.07%	
二线及以下市县	313	775,153	207	3,617	7,375	6,883	5.71	2.80	3.00	2.60	0.47%	0.95%	0.89%	1.02%	
合计值	332	929,859	274	6,000	10,678	10,076	11,365	4.56	2.56	2.72	2.41	0.65%	1.15%	1.08%	1.22%

数据来源：公司公告，途虎 APP，企查查，东吴证券研究所测算。注：一线城市和新一线城市途虎工场店数量统计时间为 2024/5，合计值为公司 2024/4 官方披露的门店数量，二线及以下市县门店数量倒推得到。

图60：途虎二线及以下城市门店数量占比逐年提升 (家)



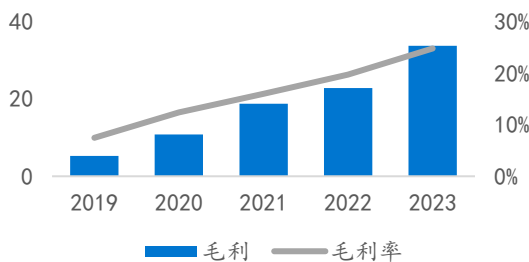
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2.2. 盈利方向：规模效应+结构优化提升毛利

23 年首次扭亏为盈，未来利润率潜力主要看毛利率提升。2023 年途虎经调整净利率 3.5%，同比提升 8pct，首次实现扭亏为盈，其中毛利率同比提升 5pct 至 25%，总费率同比下降 3pct 至 24%，毛利率提升是主要贡献。若对比美国 IAM 龙头 (TOP4 平均 46%)，途虎毛利率还有较大提升空间，我们看好三个方面驱动公司毛利率继续提升：

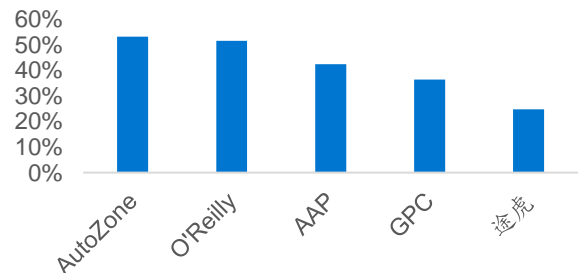
1) 规模效应；2) 高毛利率 SKU 收入占比提升；3) 专供及自有品牌收入占比提升。

图61：途虎毛利率逐年提升 (单位：亿元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图62：途虎毛利率低于美国 IAM 龙头毛利率 (2023)

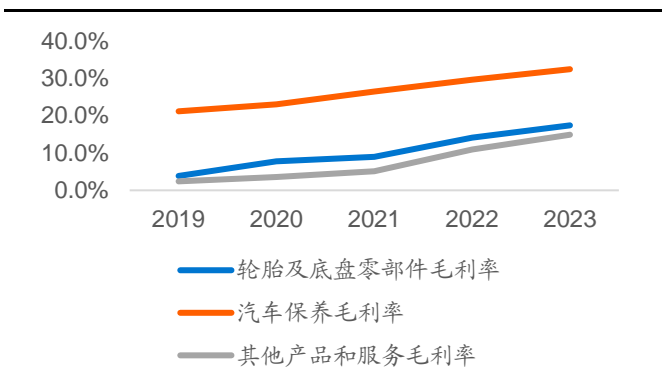


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1) **规模效应**。以公司深耕多年的轮胎品类为例，2022 年公司在国内替换轮胎销量中占比近 11%，已成为最大的替换轮胎销售商。公司已通过直接采购、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，实现明显的价格优势（如获授权经销商若干高端品牌机油平均采购价较公司价格高出约 30%）。随着公司规模和份额提升，对汽配供应商议价权将进一步提升；在汽配产能逐渐过剩、流通商数量过剩加速出清背景下，有望与更多汽配品牌方直接合作，整体采购价有望进一步下降。

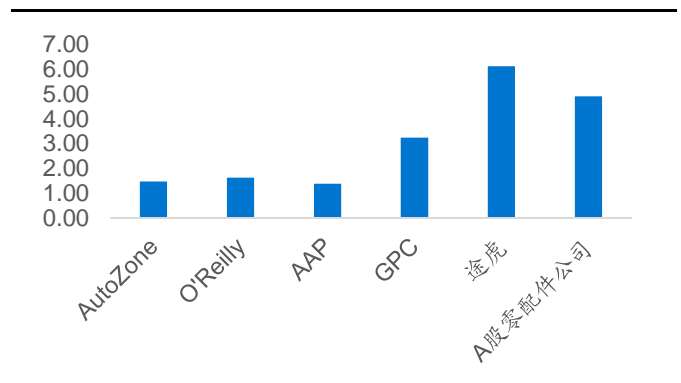
2) **高毛利率产品收入占比提升**。前文提及不同类型汽配毛利率差异较大，轮胎等一般易损件品类流通渠道毛利率一般在 20%~30%，而全车件品类流通渠道的毛利率在 30%~45%。美国 IAM 头部四家企业毛利率平均达到 46%，与其收入主要来自专业性强、周转较低、毛利率较高的故障件及维保件亦有关系（autozone 2023 财年故障和维护相关品类收入在销售组合中占 85%）。2023 年公司向个人终端用户提供的轮胎及底盘零部件/汽车保养/其他产品和服务（包含洗车贴膜等）业务毛利率分别为 17%/32%/15%，其中高毛利率的汽车保养业务受益于公司 SKU 持续拓展，收入占比从 2019 年的 27% 提升到 2023 年的 36%，利润贡献有所增加。未来随着用户对途虎工场店信任加深，从轮胎、机油、洗车等扩展至其他 SKU 消费，平台毛利率有望结构性提升。

图63: 公司向 C 端用户提供的不同汽车产品和服务毛利率对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图64: 美国 IAM 龙头库存周转率较低（2023）



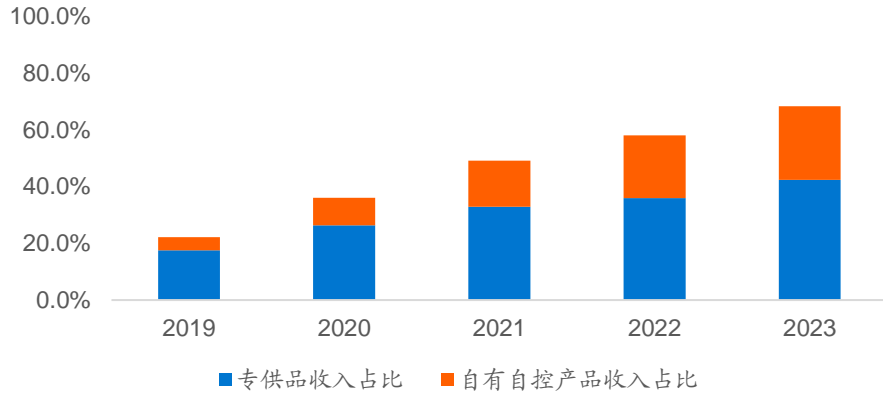
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3) **自有品牌收入占比提升**。公司不断加码专供品和自有自控产品，2023 年专供品及自有自控产品的收入分别占汽车产品及服务收入 42.4% 及 25.9%。截至 2023/3/31，途虎推出 51 个自有品牌并于过去十二月内交易 7,429 个 SKU，推出 54 个专供品牌产品并于过去十二个月交易 2,239 个 SKU，涵盖轮胎和底盘零部件、汽车保养产品等。目前自有自控保养类的鹏致、驾驰及霍尼韦尔润滑油等品牌均已在国内市场打响知名度；轮胎已建立包括雷神、熊牌等十多个品牌在内的品牌矩阵，雷神轮胎 2021 年刚推出市场时全平台消费者无提示提及率仅为 1.1%，2023 年显著提升到 5.2%。

专供品有望实现 SKU 差异化，自有产品有望增强用户心智，且毛利率往往高于流通货品。若根据雷神供货方 2023 年平均单条轮胎成本价及途虎平台雷神轮胎销量最高的型号定价测算，雷神轮胎毛利率或超过 40%，好于常规轮胎毛利率（轮胎及底盘零

部件 23 年毛利率 17%)。我们看好自有品牌收入占比增加驱动整体公司毛利率提升。

图65：公司专供品和自有自控产品收入占比逐年提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

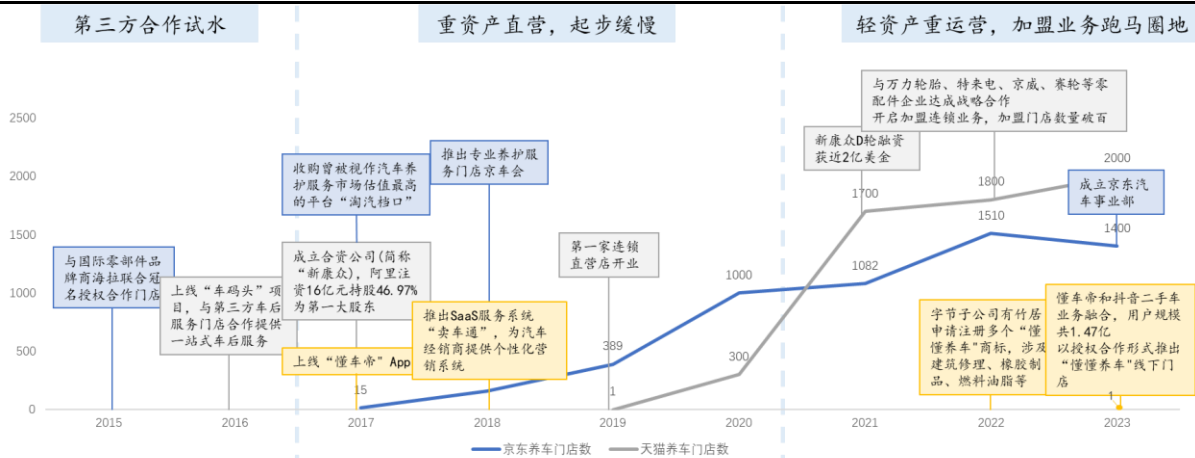
短期互联网巨头加码或加速行业出清，但对途虎份额和盈利的影响有限。

顶层设计层面，区别于途虎 ALL IN 汽车后市场，互联网平台更多是布局试水，相关业务需在内部争取资源，决心不如途虎的同时可能会出现过于追求短期速度的问题。

具体执行层面，前文已分析汽车服务市场不是简单的流量生意，而是产业链生意，需要货盘和库存管理、加盟商管理、后端技术和履约等多维度能力，需要较深的行业 knowhow，途虎自身也经历了 13 年的耕耘。阿里系产业链布局相对完整，天猫养车 B2C+新康众 B2B 齐发力，但后续需考验平台管理政策一致性及其业务协同性；京东系虽有集团仓储物流优势，但汽配配件仓储物流体系与主流电商件要求有所差异，原有资源或难以直接复制；字节系流量优势明显，23 年以来多家汽修店在抖音平台享受流量红利，资金雄厚，但要看平台业务优先级，沉淀时间也相对较短。

我们认为互联网巨头加码或对行业其他中腰部连锁玩家产生更大影响，加速供给整合出清，价格战亦是难以广泛开展，对途虎的份额和盈利影响有限。

图66：天猫养车、京东养车、懂懂养车发展历史（单位：家）



数据来源：CCFA, donews, 中新网浙江, 天猫养车 2024 加盟商大会, 东吴证券研究所绘制

4. 管理层把控公司方向，上市开启新阶段

公司创始团队兼具汽车后市场和 IT 行业从业经验。公司联合创始人、董事会主席陈敏先生于软件开发及数据管理领域和汽车服务市场及业务数据分析方面拥有十余年经验，曾任惠普公司软件工程师、百姓网 IT 运营经理等职务。联合创始人、总裁兼执行董事胡晓东曾任多个工程领导职位，包括微软中国上海分公司工程师兼电子商务顾问、车盟（中国）网络研发总监等，在软件开发领域积累丰厚经验。其他管理层基本均有互联网、汽车或金融相关领域任职经历。

表4：公司核心高管成员构成

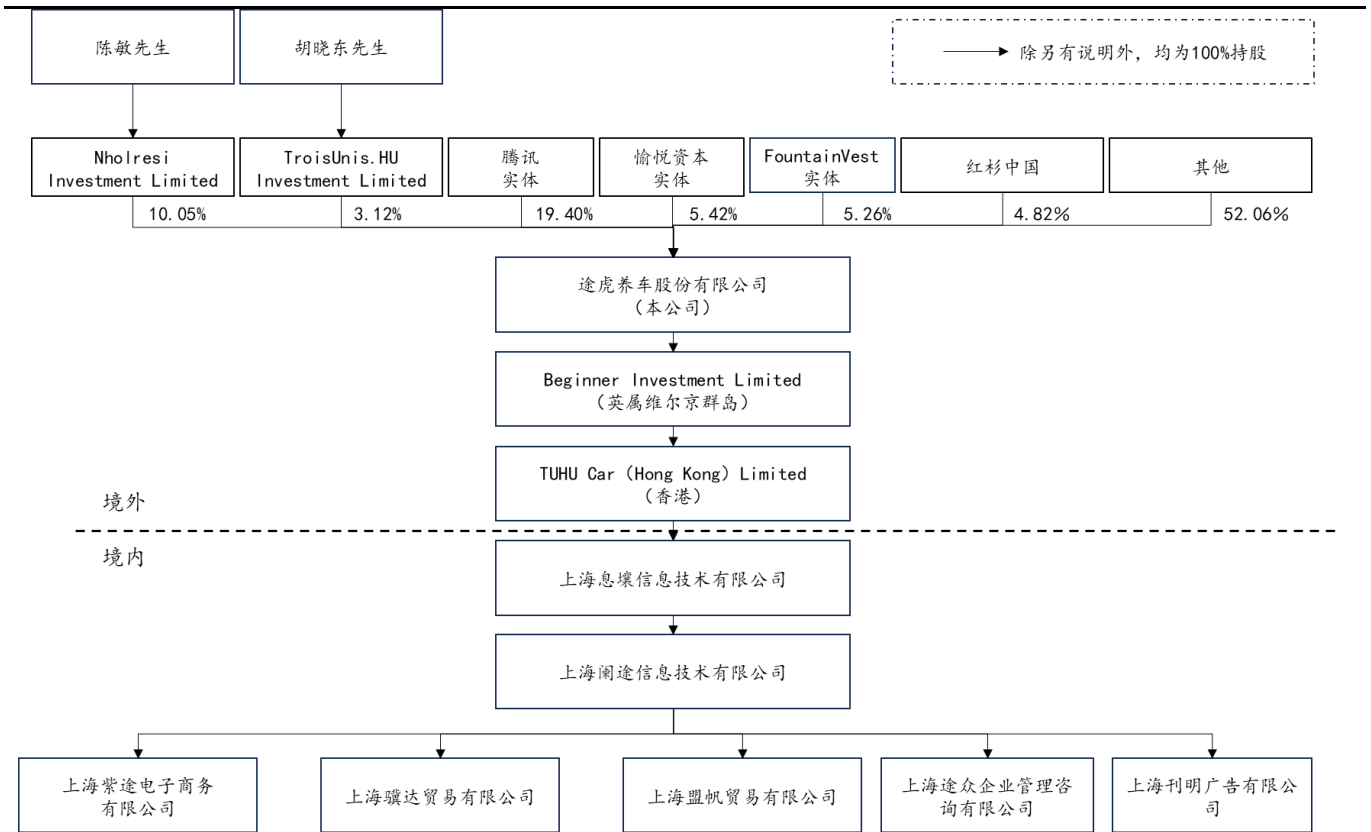
姓名	加入时间	职位	职务	履历
陈敏	2011	联合创始人、董事会主席、首席执行官兼执行董事	整体战略规划、日常业务运营及管理	曾任职于上海盈道贸易有限公司及上海易到网络科技有限公司；曾任百姓网股份有限公司 IT 运营经理；曾任职于车盟（中国）网络有限公司；曾担任惠普公司软件工程师；曾担任上海微创软件股份有限公司质量分析专员。于软件开发及数据管理领域拥有近 20 年的经验，于汽车服务市场及业务数据分析方面拥有逾 12 年的经验。获得中国上海财经大学经济学学士学位。
胡晓东	2011	联合创始人、总裁兼执行董事	主要负责以本集团业务的研发方面为重心之整体战略规划。	曾担任多个工程领导职位。曾任职于上海乃嘉软件科技发展有限公司，负责业务及系统分析；曾任职于上海易到网络科技有限公司；曾在车盟（中国）网络有限公司担任研发总监；曾为思爱普（北京）软件系统有限公司上海分公司的高级程序员；曾为微软（中国）有限公司上海分公司的工程师兼电子商务顾问。获华北电力大学通信工程专业工学学士学位，于中国上海交通大学完成通信与信息系统研究生课程。
王玲洁	2019	首席运营官	管理人力资源部及线下业务开发部	曾担任天津三快科技有限公司的人力资源总监；上海享纷享信息技术有限公司的联合创始人，曾担任监事；曾担任盛大计算器（上海）有限公司人力资源部主管；曾为携程计算器技术（上海）有限公司人力资源部经理。获得中国内蒙古大学英语学士学位、瑞典林雪平大学语言与文化专业艺术硕士学位。
张志嵩	2021	首席财务官	管理财务部及投资者关系中心	曾任高盛（亚洲）公司执行董事、花旗环球金融亚洲公司副总裁、Merrill Lynch (Asia Pacific) Ltd. 经理、德意志银行经理。获英国卡斯商学院管理学硕士学位。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

陈敏为公司控股股东，把控公司前进方向。途虎以不同投票权控制，A 类股份每股可投一票，B 类股份每股可投十票，惟有关若干保留事宜的决议案除外。截至 2024 年 4 月 16 日，公司联合创始人陈敏先生于 1249 万股 A 类股份及 6895 万股 B 类股份中拥有权益并控制该等股份，占公司股东大会已发行股份投票权约 48.7%。

腾讯为最大股东，多家资本助力公司“长跑”。截至 2023 年 12 月 31 日，腾讯持股 1.59 亿股，占总股本 19.4%，为公司最大股东，投票权重仅次于联合创始人陈敏；愉悦资本持股 44.0 百万股，占总股本 5.42%；Fountain Vest 持股 42.7 百万股，占总股本 5.26%；红杉中国持股 39.2 百万股，占总股本 4.82%；联合创始人胡晓东持股 25.2 百万股，占总股本 3.12%。此外启明创投、高盛、中金、百度、高瓴资本均有股权。

图67: 截至 2023 年 12 月 31 日, 公司股权结构一览

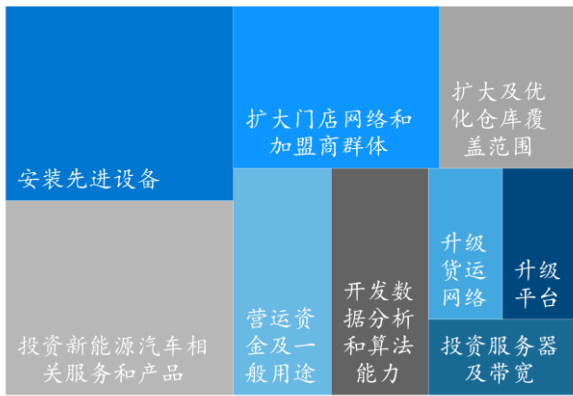


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2023 年公司成功上市开启新阶段, 后续发展得到增量资金支持。公司于 2023 年 9 月港股上市, IPO 后公司获得共 12.73 亿港元上市所得款项, 其中 1) 将 35% 资金 (4.456 亿港元) 用于提升供应链能力, 23 年已动用金额 29%; 2) 将 20% 资金 (2.547 亿港元) 用于研发以提升公司数据分析技术并提高运营效率, 23 年已动用金额 11%; 3) 将投入约 20% (共 2.55 亿港元) 用于投资新能源汽车相关服务, 包括招揽人才、拓展新能源汽车品牌商务合作、购买电池诊断工具及设施等, 23 年已动用金额 14%; 4) 将投入约 15% (共 1.91 亿港元) 用于扩大门店网络和加盟商群体, 23 年已动用金额 42%。保持门店扩张的同时, 供应链能力、IT 能力升级将助力公司更好赋能加盟商, 新能源布局帮助公司抢占先机。

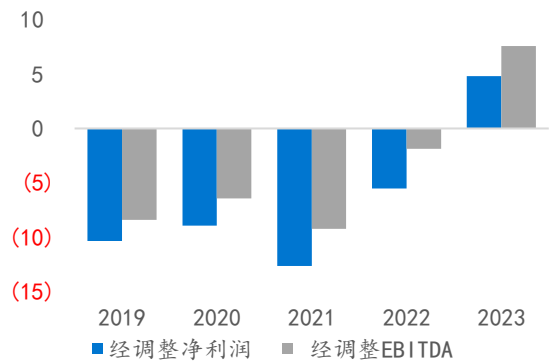
23 年公司亦顺利扭亏为盈, 期待后续利润释放。2022 年公司受疫情影响营收略有下滑, 2023 年公司业绩回弹, 营业收入同比提升 17.8% 至 136 亿元。2023 年公司首次实现全年盈利, 经调整净利润和经调整 EBITDA 分别达 4.81 亿和 7.58 亿, 主要得益于经营效率提升和费用控制。我们看好公司模式优势在汽车服务市场进一步凸显, 终端网络继续扩张的同时释放规模效应, 盈利能力进一步提高。

图68: IPO 所得款项用途结构



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图69: 公司 2023 年经调整净利润扭亏为盈 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

5. 盈利预测和投资建议

基于我们对公司扩张空间和盈利潜力的分析, 以及整体宏观经济环境, 我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别实现 154.37/179.87/206.06 亿元, 分别同比增长 13.5%/16.5%/14.6%, 其中汽车产品和服务收入分别同比增长 12.8%/16.2%/14.5%, 广告、加盟及其他服务收入分别同比增长 22.4%/20.3%/15.7%。

我们预计公司 2024-2026 年毛利率分别为 26.7%/28.1%/29.4%, 其中汽车产品和服务分别实现 23.9%/24.8%/25.7%, 广告、加盟及其他服务毛利率分别为 85.0%/87.0%/89.0%。

我们预计公司 2024-2026 年经调整净利润分别实现 7.36/12.28/17.77 亿元, 经调整净利率分别为 4.8%/6.8%/8.6%。

表5: 公司分业务收入和毛利率预测 (百万元)

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	13,601	15,437	17,987	20,606
yoy	17.8%	13.5%	16.5%	14.6%
汽车产品和服务	12,647	14,268	16,582	18,980
yoy (%)	17.9%	12.8%	16.2%	14.5%
向个人终端客户提供	11,265	12,787	15,041	17,393
yoy (%)	21.7%	13.5%	17.6%	15.6%
轮胎和底盘零部件	5,553	5,966	6,563	7,219
yoy (%)	20.9%	7.4%	10.0%	10.0%
汽车保养	4,933	5,872	7,340	8,808
yoy (%)	22.5%	19.0%	25.0%	20.0%
其他产品和服务	780	948	1,138	1,366
yoy (%)	22.0%	21.6%	20.0%	20.0%
汽配龙	1,381	1,482	1,541	1,587
yoy (%)	-5.8%	7.2%	4.0%	3.0%

广告、加盟及其他服务	954	1,169	1,406	1,626
yoy (%)	15.8%	22.4%	20.3%	15.7%
毛利润	3,359	4,123	5,054	6,050
毛利率	24.7%	26.7%	28.1%	29.4%
汽车产品和服务	23.0%	23.9%	24.8%	25.7%
轮胎及底盘零部件	17.4%	18.5%	19.0%	19.5%
汽车保养	32.4%	32.5%	32.7%	33.0%
其他产品和服务	14.9%	16.0%	19.0%	21.0%
汽配龙	16.0%	16.3%	16.6%	17.0%
广告、加盟及其他服务	84.1%	85.0%	87.0%	89.0%
归母净利润	6,703	523	1,028	1,577
归母净利率	49.3%	3.4%	5.7%	7.7%
经调整净利润	481	736	1,228	1,777
经调整净利率	3.5%	4.8%	6.8%	8.6%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

估值层面，考虑到国内可比上市公司有限，美国市场相对成熟，我们选取美国汽车服务市场头部企业作为可比公司，截至 2024/6/11 收盘价，2025 财年经调整利润口径的 PE 平均值为 17 倍；考虑到国内汽车服务市场还在成长期，途虎份额还在提升，利润有待释放，我们给予公司 2025 年 20 倍 PE，约 265 亿港币市值，对应目标价 33HKD，相较 2024/6/11 收盘价还有 35% 空间，我们看好公司中长期发展（份额和利润率均有较大提升空间），首次覆盖给予“买入”评级。（港元汇率取 2024/6/11 的 0.9282）

表6：途虎及可比公司估值水平

代码	公司	收盘价	总市值 (亿元)	营业收入预测 (亿元)			经调整净利润预测 (亿元)			PE (经调整口径)		
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
AZON	AutoZone	2,781.0	475.1	174.6	185.2	192.2	25.3	27.0	27.6	18.8	17.6	17.2
ORLY.O	O'Reilly	975.1	574.3	158.0	169.0	179.0	23.5	24.7	26.2	24.5	23.3	21.9
AAP.N	AAP	63.2	37.7	112.9	113.1	114.9	0.3	2.2	2.6	126.9	17.1	14.4
GPC.N	GPC	142.5	198.5	231.0	238.0	249.0	13.0	13.7	14.9	15.3	14.4	13.4
	平均值			169.1	176.3	183.8	15.5	16.9	17.8	47.2	18.3	16.9
9690.HK	途虎-W	24.2	181.5	136.0	154.4	179.9	4.81	7.36	12.28	37.7	24.7	14.8

数据来源：公司公告，WIND，彭博，东吴证券研究所预测。注：1) 海外公司数据货币均为美元；途虎收盘价为港元，总市值和盈利预测为人民币。2) 收盘价和总市值选取 2024/6/11 数据；3) 途虎盈利预测为我们预测数据，其他采用彭博一致预期，均为财年数据。

6. 风险提示

1、竞争加剧风险。互联网巨头加码汽车服务市场，竞争加剧，可能会对公司短期盈利能力造成不利影响。

2、短期需求不及预期。由于经济环境变化使得短期汽车服务需求不及预期，可能

对公司收入产生不利影响。

3、中长期新能源汽车服务需求不及预期。随着新能源汽车渗透率提升，若对 IAM 玩家需求不及预期，可能会对公司中长期发展不利影响。

途虎-W 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	8,271.28	9,482.56	11,375.58	13,772.15	营业总收入	13,605.88	15,436.62	17,987.15	20,605.75
现金及现金等价物	2,715.29	2,960.06	3,541.12	4,505.44	营业成本	10,241.73	11,314.06	12,933.06	14,555.56
应收账款及票据	218.18	231.98	268.81	305.65	销售费用	1,714.68	1,945.01	2,068.52	2,266.63
存货	1,799.80	2,011.39	2,335.14	2,668.52	管理费用	420.19	470.55	521.63	587.26
其他流动资产	3,538.02	4,279.13	5,230.51	6,292.54	研发费用	579.62	594.04	647.54	679.99
非流动资产	3,493.40	3,835.43	4,309.36	4,892.63	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	899.19	763.99	660.63	566.53	经营利润	49.26	1,112.95	1,816.40	2,516.30
商誉及无形资产	545.07	537.30	529.59	521.95	利息收入	128.51	135.76	148.00	177.06
长期投资	362.61	447.61	532.61	617.61	利息支出	18.82	16.70	16.70	16.70
其他长期投资	1,612.54	2,012.54	2,512.54	3,112.54	其他收益	6,566.40	(607.21)	(719.43)	(793.44)
其他非流动资产	73.99	73.99	73.99	73.99	利润总额	6,725.35	624.80	1,228.27	1,883.22
资产总计	11,764.69	13,317.99	15,684.94	18,664.78	所得税	24.65	93.72	184.24	282.48
流动负债	6,602.35	7,194.95	8,088.25	9,037.73	净利润	6,700.70	531.08	1,044.03	1,600.74
短期借款	1.01	1.01	1.01	1.01	少数股东损益	(2.24)	8.01	15.75	24.15
应付账款及票据	3,886.76	4,399.91	5,101.37	5,822.22	归属母公司净利润	6,702.94	523.07	1,028.28	1,576.58
其他	2,714.59	2,794.03	2,985.87	3,214.50	EBIT	6,615.66	505.74	1,096.97	1,722.86
非流动负债	704.01	704.01	704.01	704.01	EBITDA	6,977.17	723.98	1,284.52	1,885.00
长期借款	7.50	7.50	7.50	7.50	Non-IFRS 净利润	481.31	735.50	1,228.28	1,776.58
其他	696.51	696.51	696.51	696.51					
负债合计	7,306.37	7,898.96	8,792.26	9,741.74	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	0.12	0.12	0.12	0.12	每股收益(元)	8.28	0.65	1.27	1.95
少数股东权益	(1.65)	6.36	22.12	46.27	每股净资产(元)	5.51	6.69	8.51	11.02
归属母公司股东权益	4,459.97	5,412.66	6,870.56	8,876.76	发行在外股份(百万股)	809.65	809.65	809.65	809.65
负债和股东权益	11,764.69	13,317.99	15,684.94	18,664.78	ROIC(%)	182.16	8.69	15.13	18.50
					ROE(%)	150.29	9.66	14.97	17.76
					毛利率(%)	24.70	26.71	28.10	29.36
					销售净利率(%)	49.28	3.39	5.72	7.65
					资产负债率(%)	62.10	59.31	56.06	52.19
					营业总收入增长率(%)	17.67	13.46	16.52	14.56
					归母净利润增长率(%)	-	(92.20)	96.58	53.32
					P/E	2.71	34.70	17.65	11.51
					P/B	4.07	3.35	2.63	2.03
					EV/EBITDA	2.64	20.99	11.38	7.24

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2024年6月11日的0.9282,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>