

途虎养车(9690.HK)/汽车

证券研究报告/公司深度报告

2024年07月18日

评级：买入（首次）

市场价格：18.32 港元

分析师：何俊艺

执业证书编号：S0740523020004

分析师：刘欣畅

执业证书编号：S0740522120003

分析师：毛葵玄

执业证书编号：S0740523020003

Email: hejunyi@zts.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	810
流通股本(百万股)	810
市价(港元)	18.32
市值(百万港元)	14,833
流通市值(百万港)	14,833

### 股价与行业-市场走势对比



### 公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	11,563	13,606	15,882	18,734	22,110
增长率 yoy%	-1.4%	17.7%	16.7%	18.0%	18.02%
净利润(百万元)	-2,136	6,703	770	1,229	1,839
增长率 yoy%	63%	414%	-89%	60%	50%
每股收益(元)	-2.64	8.28	0.95	1.52	2.27
每股现金流量	-0.39	1.26	1.34	2.37	3.46
净资产收益率	12%	-92%	14%	15%	17%
P/E	-6.3	2.0	17.5	10.9	7.3
P/B	-0.7	3.0	2.0	1.4	1.1

备注：数据统计日期为 2024 年 07 月 18 日收盘价

### 报告摘要

- 公司概况：深耕 10 余年的汽车后市场 IAM 龙头；**公司深耕汽车后市场 10 余年，是汽车后市场 IAM 龙头，主营业务包括：①轮胎和底盘零部件；②汽车保养；③汽配龙；④其他汽车配件&美容&维修等；凭借品牌&管理&资金等综合优势，开创线上线下一体化模式筑核心壁垒；后续成长依靠城市开拓&业务结构优化促量利齐升。
- 行业分析：万亿级汽车后市场规模，格局分散且集中度持续提升；**1) 行业规模：万亿级市场，过去由经销商主导（销售-售后粘性大，经销商具标准程度高&服务体验好的先发优势），第三方份额较低。2) 格局变化：①IAM 份额逐步提升：随自主品牌崛起，大量 4s 店逐步退出，叠加 IAM 优势凸显，IAM 份额有望快速提升；②IAM 格局趋于集中：当前 IAM CR5 仅 3%。随着 O2O 模式下的第三方持续沉淀品牌&建立客户粘性，其有望逐步出清尾部传统第三方；③格局集中趋势下，兼具品牌+资金+管理 3 大能力的厂商更具竞争力。
- 整体认知：品牌&管理&资金综合优势强，线上线下一体化模式构筑护城河；**优势①-品牌：公司深耕汽车后市场 10 余年，品牌底蕴深厚，并通过完善渠道布局&拓展新能源供应链持续巩固品牌力。优势②-管理：公司自建仓储物流&全流程数字化管理体系，供应链管理能力强，运营效率显著高于行业。优势③-资金：受益于腾讯背书&强议价权，公司具备雄厚的资金实力，利于保证充沛现金流。
- 成长逻辑：二线城市开拓&业务结构优化，业绩呈量利齐升之势；**1) 成长逻辑-量：注册用户数和交易用户转化率是核心要素。随着公司二线城市拓展加速，叠加线上订单转化驱动，注册用户数和交易转化率提升有望促公司收入端持续增长。2) 成长逻辑-利：①品牌&业务结构优化：随着公司高盈利性业务结构性改善(自有品牌&汽车保养业务占比持续提升)，公司毛利率有望稳步提升。②规模效应&精细化管理下，公司降本增效成果显著，有望进一步促进盈利能力提升。
- 投资评级：我们预计 24-26 年公司营收分别为 159/187/221 亿元，同比增速分别 +17%/+18%/+18%；实现归母净利润 7.7/12.3/18.4 亿元，同比增速分别 -89%/+60%/+50%，对应 PE 为 17.5/10.9/7.3x。看好公司作为行业稳固龙头在马太效应下的业绩成长稳定性，业绩端有望充分受益于第三方格局优化，带动估值端共振，首次覆盖，给予“买入”评级。**
- 风险提示：互联网公司发展线上线下一体化平台导致行业竞争加剧，汽车保养等业务拓展速度不及预期可能影响盈利能力提升，公司在二线及以下城市门店扩张速度不及预期，可能影响收入增长，研究报告中使用的公开资料可能存在数据更新不及时风险以及行业规模测算偏差风险。**

## 内容目录

<b>公司概况：深耕 10 余年的汽车后市场 IAM 龙头</b> .....	<b>- 4 -</b>
主营业务：开创线上线下一体化模式，主营配件&保养服务.....	- 4 -
经营模式：加盟为主，具备较高控制权&采取利润分成.....	- 4 -
发展历程：深耕 10+年的汽车后市场龙头，快速转型新能源.....	- 5 -
股权结构：最大股东腾讯持股 19%，双重赋能资金&流量.....	- 5 -
财务情况：营收端稳健增长，利润端 23 年首次扭亏.....	- 6 -
财务情况：毛利率稳步提升，控费成效显著.....	- 6 -
<b>行业分析：万亿级汽车后市场规模，格局分散且集中度持续提升</b> .....	<b>- 7 -</b>
行业分析：万亿级汽车后市场规模，格局分散且集中度持续提升.....	- 7 -
竞争格局：过去由经销商主导，第三方份额较低.....	- 8 -
格局变化：整车格局强结构性，大量 4S 店逐步退出.....	- 8 -
格局变化：IAM 有望持续抢占 4s 店份额.....	- 9 -
IAM 格局：CR5 约 3%，集中度有望持续提升.....	- 10 -
IAM 格局：格局逐步集中，兼具 3 大能力的厂商更具竞争力.....	- 10 -
<b>整体认知：品牌&amp;管理&amp;资金综合优势强，线上线下一体化筑护城河</b> .....	<b>- 11 -</b>
优势①-品牌：深耕 10 余年，品牌底蕴深厚.....	- 11 -
优势②-管理：仓储物流&数字化管理完善，供应链管理强.....	- 12 -
优势③-资金：腾讯背书&强议价权，双重赋能稳定现金流.....	- 13 -
<b>成长逻辑：二线城市开拓&amp;业务结构优化，业绩呈量利齐升之势</b> .....	<b>- 14 -</b>
成长逻辑-量：注册用户数和交易用户转化率是核心要素.....	- 14 -
成长逻辑-量：二线城市拓展&线上订单转化，收入有望稳健增长.....	- 14 -
成长逻辑-利①：品牌&业务结构持续优化，毛利率稳步提升.....	- 15 -
成长逻辑-利②：规模效应&精细化管理下，降本增效显著.....	- 16 -
<b>盈利预测和估值</b> .....	<b>- 17 -</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>- 18 -</b>

## 图表目录

图表 1: 公司开创线上线下一体化模式.....	- 4 -
图表 2: 公司主营汽车配件销售和保养服务, 配件以轮胎+底盘件为主.....	- 4 -
图表 3: 途虎加盟模式为主, 实现门店快速扩张(单位: 家).....	- 4 -
图表 4: 途虎对加盟商拥有较高控制权, 采取利润分成利于激励加盟商.....	- 4 -
图表 5: 途虎门店收入构成(亿元).....	- 5 -
图表 6: 途虎不同门店毛利率增长趋势.....	- 5 -
图表 7: 公司发展历程.....	- 5 -
图表 8: 腾讯是公司第一大股东.....	- 6 -
图表 9: 公司营收主要由汽车产品与服务构成, 整体快速增长(百万元).....	- 6 -
图表 10: 23 年公司经调整净利润首次扭亏(亿元).....	- 6 -
图表 11: 公司整体和各分业务毛利率稳步提升.....	- 7 -
图表 12: 期间费用率整体下滑, 主要受益于销售费用得到良好控制.....	- 7 -
图表 13: 汽车保有量和车龄提升趋势下, 汽车服务市场规模有望稳增.....	- 7 -
图表 14: 汽车服务市场规模呈万亿元级, CAGR23-27 约 9%.....	- 7 -
图表 15: 汽车服务市场过去由经销商主导.....	- 8 -
图表 16: 过去由经销商主导的原因.....	- 8 -
图表 17: 随着自主新能源崛起, 4s 门店逐步退出且近半经销商面临亏损(家).....	- 8 -
图表 18: Top3 经销商的营收 yoy 和净利率大幅下滑, 接近亏损.....	- 9 -
图表 19: 独立第三方在性价比和门店数量方面优势显著.....	- 9 -
图表 20: 途虎等 IAM 向线上线下一体化转型 O2O 新模式, 有效解决行业痛点.....	- 10 -
图表 21: 国内 IAM 格局分散, CR5 约 3%.....	- 10 -
图表 22: 国内 O2O 模式的 IAM 持续积淀品牌力, 规模接近传统 IAM.....	- 10 -
图表 23: 汽车后市场行业具备 3 大壁垒, 行业集中度有望向优势企业集中.....	- 11 -
图表 24: 公司持续拓展门店数, 23 年自营+加盟店接近 4800 家(单位: 家).....	- 11 -
图表 25: 公司是汽车 IAM 龙头, 营收和门店规模明显高于其他第三方(家).....	- 11 -
图表 26: 公司积极布局新能源业务.....	- 12 -
图表 27: 公司建立全套汽车服务支持系统, 实现全流程数字化管理.....	- 12 -
图表 28: 汽配龙将产品从 FDC 运输至工场店, 提供即时采购服务.....	- 12 -
图表 29: 公司汽车工位服务周转率是行业的 2 倍.....	- 13 -
图表 30: 强议价权叠加腾讯背书, 公司资金实力雄厚.....	- 13 -
图表 31: 强议价权下, 公司轮胎采购单价逐年下滑.....	- 13 -
图表 32: 相比其他 IAM, 公司多个同款产品的售价最高可便宜近 20%(元).....	- 13 -
图表 33: 用户数和购买转化率提升有望带动公司规模持续扩大.....	- 14 -
图表 34: 腾讯赋能, 公司线上订单构成主要收入来源.....	- 15 -
图表 35: 在线流量加持下, 公司线上复购率有望持续提升.....	- 15 -
图表 36: 公司二线及以下城市的工场于 23 年起开启扩张模式.....	- 15 -
图表 37: 公司自有和专供品牌占比大幅提升, 23 年接近 70%.....	- 16 -
图表 38: 高盈利性的汽车保养业务占比快速提升.....	- 16 -
图表 39: 多重举措下, 公司运营和销售控费效果显著(单位: 家).....	- 16 -
图表 40: 公司规模优势显著, 飞轮效应明显.....	- 17 -
图表 41: 公司盈利预测.....	- 17 -
图表 42: 可比公司估值对比.....	- 18 -

## 公司概况：深耕 10 余年的汽车后市场 IAM 龙头

主营业务：开创线上线下一体化模式，主营配件&保养服务

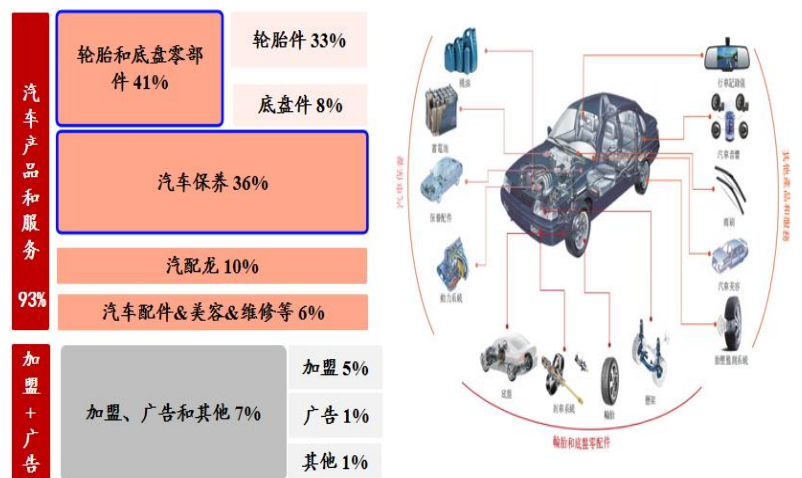
- 公司开创线上线下一体化的业务模式，主营汽车产品和服务，主要包括：1) 轮胎和底盘零部件：面向消费者销售各类配件，轮胎占比高；2) 汽车保养：主要包括机油和蓄电池等保养；3) 汽配龙：公司旗下+第三方门店搭建的汽车零配件交易平台，针对客户临时到店需求提供即时配件采购服务；4) 其他汽车配件&美容&维修等。

图表 1：公司开创线上线下一体化模式



来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 2：公司主营汽车配件销售和保养服务，配件以轮胎+底盘件为主

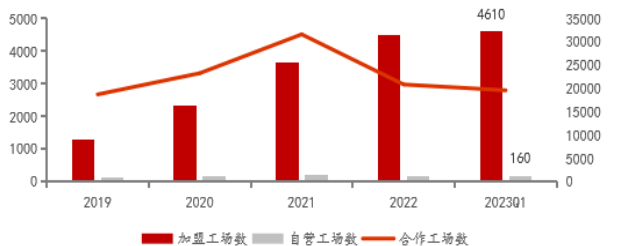


来源：招股说明书、中泰证券研究所备注：百分比为 23 年营收占比

经营模式：加盟为主，具备较高控制权&采取利润分成

- 公司以加盟模式为主、自营为辅，以实现快速扩张，并通过合作工场为线上销售产品提供安装服务。
- 加盟店收入来源主要包括①加盟费+②产品收入(按途虎用户下单模式确认)，其中加盟费=①首次加盟费+②月度管理费+③利润分成(针对盈利门店抽成净利润的 10%)。

图表 3：途虎加盟模式为主，实现门店快速扩张（单位：家）



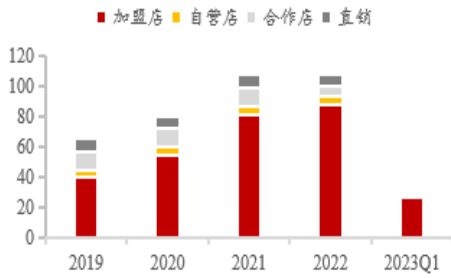
来源：招股说明书，公司公告，中泰证券研究所注：右轴为合作工厂坐标

图表 4：途虎对加盟商拥有较高控制权，采取利润分成利于激励加盟商

差异	途虎加盟模式	传统加盟模式
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途虎的专有履约基础设施及汽配龙得以实现并可完全追溯，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(下单模式)	客户直接向途虎付款，然后途虎与加盟商进行结算。加盟途虎工场店及客户之间的所有交易均须记录于途虎的系统中。	加盟商直接向客户收款
最低销售目标	并无为加盟途虎工场店设定每月最低销售目标	加盟商通常须达到每月最低销售目标
分成模式	利润分成	收入分成

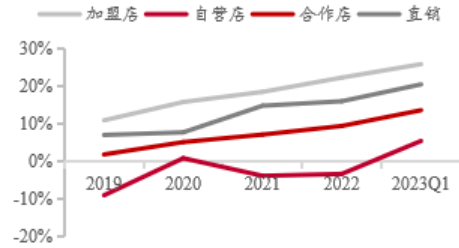
来源：招股说明书，公司公告，中泰证券研究所

图表 5: 途虎门店收入构成 (亿元)



来源: 招股说明书, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 途虎不同门店毛利率增长趋势

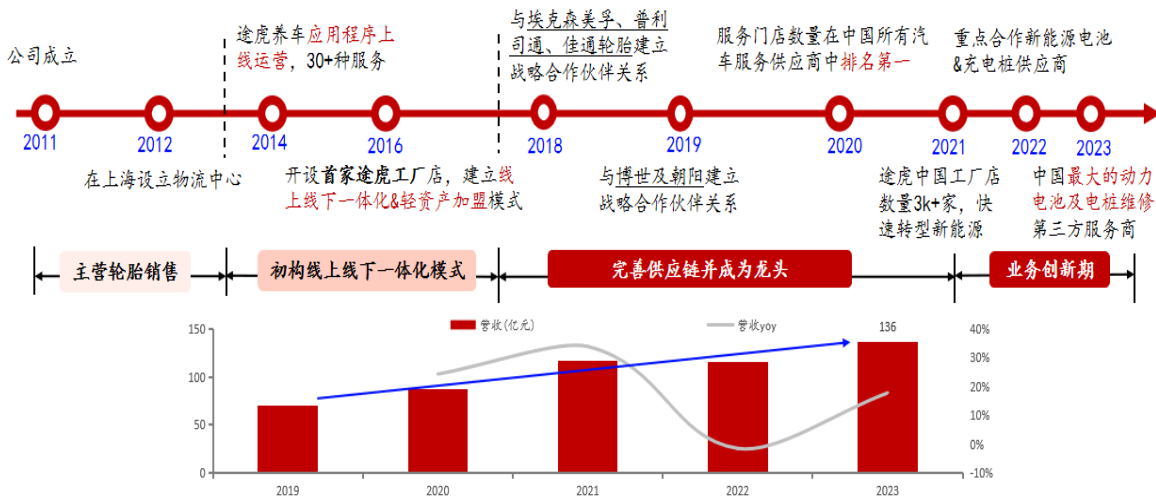


来源: 招股说明书, 公司公告, 中泰证券研究所

**发展历程: 深耕 10+ 年的汽车后市场龙头, 快速转型新能源**

- 公司深耕汽车后市场 10 余年并引领国内行业, 整体分为四个发展阶段; ① 2011 年成立后主营轮胎销售业务并设立物流中心; ② 2014 年途虎养车应用程序上线运营, 开始构筑线上线下一体化模式生态, 并采用轻资产加盟模式; ③ 2018 年起全面完善轮胎、底盘等汽零供应链, 积累品牌力与快速扩大规模, 成长为第三方龙头; ④ 2021 年起, 途虎在新能源趋势下快速转型, 与整车&汽零&电池&电桩维修供应商全面开展合作, 有望持续稳固龙头地位。
- 公司是国内最大的汽车后市场第三方(IAM)龙头, 营收达百亿元, 23 年底累计拥有 1.15 亿的线上注册用户。

图表 7: 公司发展历程



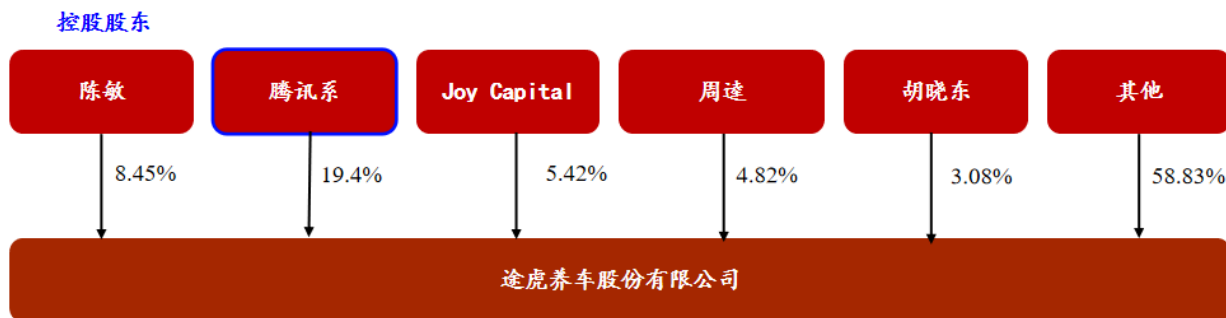
来源: 招股说明书, 公司公告, 中泰证券研究所

**股权结构: 最大股东腾讯持股 19%, 双重赋能资金&流量**

- 腾讯系公司第一大股东, 有望为公司流量&资金双重加持。腾讯多次投资入股途虎养车并成为公司第一大股东, 当前持股 19%。
- 平台/流量赋能: 18 年 12 月, 腾讯携途虎发布“腾虎计划 1.0”战略合作, 基于途虎早期的线上平台进一步完善推出汽车后市场产业互联网解决方案, 覆盖线上线下一体化的精准车主营销、门店智慧零售和汽零配件厂等服务。21 年, 途虎在部分城市接入腾讯微信“出行服务”, 未来有望获得微信平

台流量充分赋能、持续引流。

图表 8: 腾讯是公司第一大股东

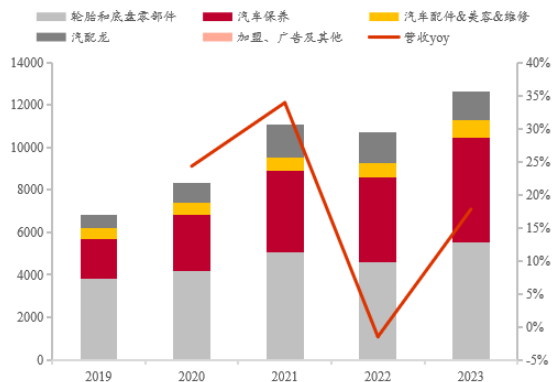


来源: iFinD、招股说明书, 公司公告, 中泰证券研究所

**财务情况: 营收端稳健增长, 利润端 23 年首次扭亏**

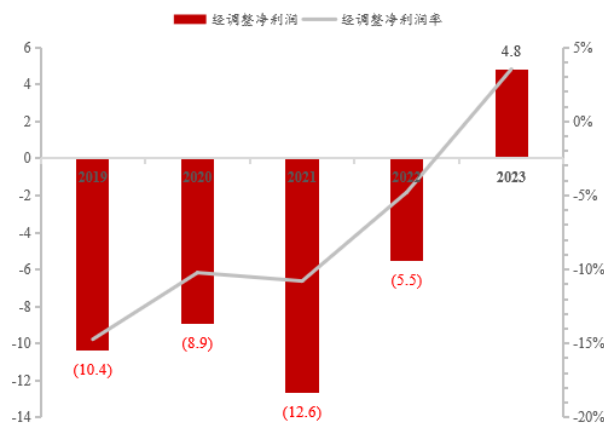
- **营收层面:** 受益于门店扩张&汽车保养业务拓展的横纵向发展, 公司近年来营收稳健增长, CAGR19-23 约 18%。19 年以来, 公司重视汽车保养业务发展, 营收规模快速扩大, CAGR19-23 约 27%>18%。
- **利润层面:** 受益于规模效应显现+业务结构优化(自有品牌/汽车保养的强盈利业务占比提升), 23 年公司利润端首次扭亏, 23 年经调整净利率达 3.5%。

图表 9: 公司营收主要由汽车产品与服务构成, 整体快速增长 (百万元)



来源: iFinD、招股说明书, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 10: 23 年公司经调整净利润首次扭亏 (亿元)

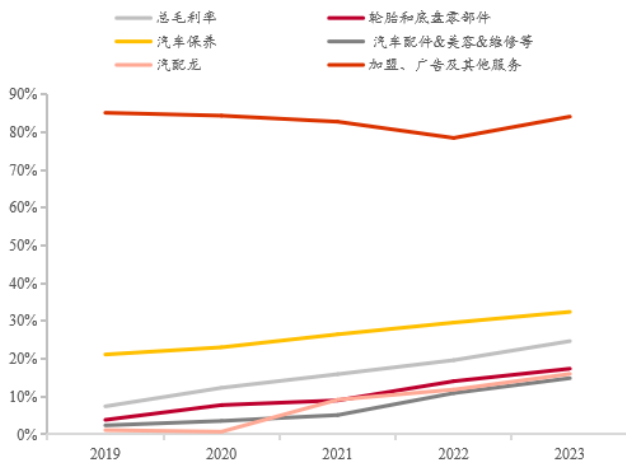


来源: iFinD、招股说明书, 公司公告, 中泰证券研究所

**财务情况: 毛利率稳步提升, 控费成效显著**

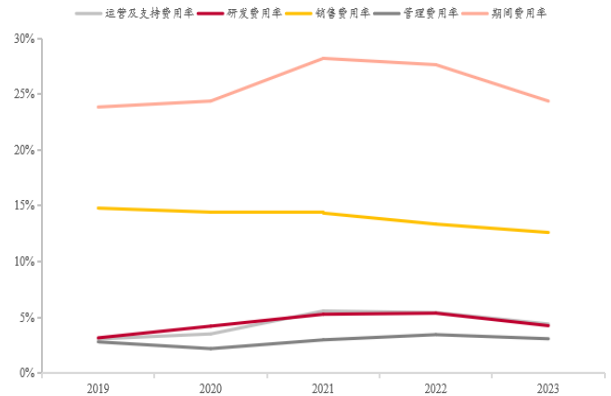
- **利润率方面:** 公司主营的汽车保养业务盈利能力强, 近年来毛利率持续趋向 30%; 并且受益于规模效应, 公司其他业务毛利率皆持续稳定提升, 整体毛利率从 19 年的 7% 快速提升至 23 年的 25%。
- **费用率方面:** 21 年公司转型新能源业务扩张带来费用率有所提升, 随着运营效率不断提升, 近年来销售费用率明显改善带动期间费用率稳步下滑, 23 年期间费用率约 24%。

图表 11: 公司整体和各分业务毛利率稳步提升



来源: 招股说明书, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 12: 期间费用率整体下滑, 主要受益于销售费用得到良好控制



来源: 招股说明书, 公司公告, 中泰证券研究所

## 行业分析: 万亿级汽车后市场规模, 格局分散且集中度持续提升

### 行业分析: 万亿级汽车后市场规模, 格局分散且集中度持续提升

- 受益于汽车保有量+平均车龄提升, 国内汽车服务市场呈万亿元级, 预测 CAGR23-27 约 9%, 行业抗周期特征明显。汽车服务市场包括①维修及保养、②汽车清洁及汽车美容和③需安装配件。该市场过去 CAGR18-22 约 10%, 由于国内汽车保有量持续增长, 叠加平均车龄提升有望带动后市场服务需求, 预计未来市场增速有望保持稳定。

图表 13: 汽车保有量和车龄提升趋势下, 汽车服务市场规模有望稳增



来源: 招股说明书, 灼识咨询, 中泰证券研究所注: 文字备注乘用车保有量与车龄的部分均为 2022 年数据

图表 14: 汽车服务市场规模呈万亿元级, CAGR23-27 约 9%

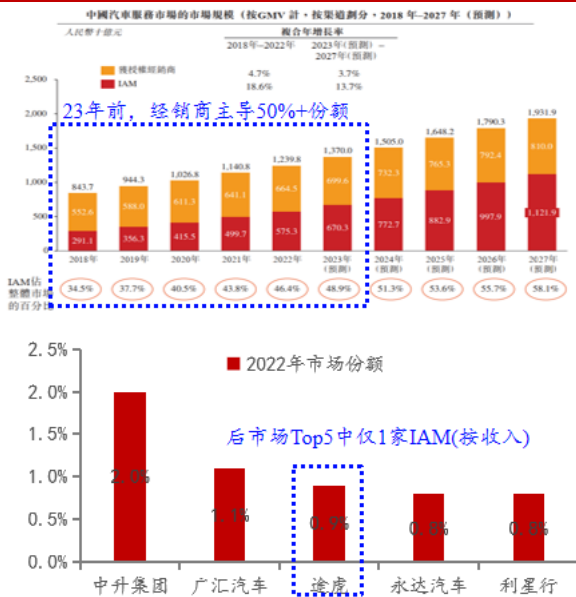


来源: 招股说明书, 灼识咨询, 中泰证券研究所

竞争格局：过去由经销商主导，第三方份额较低

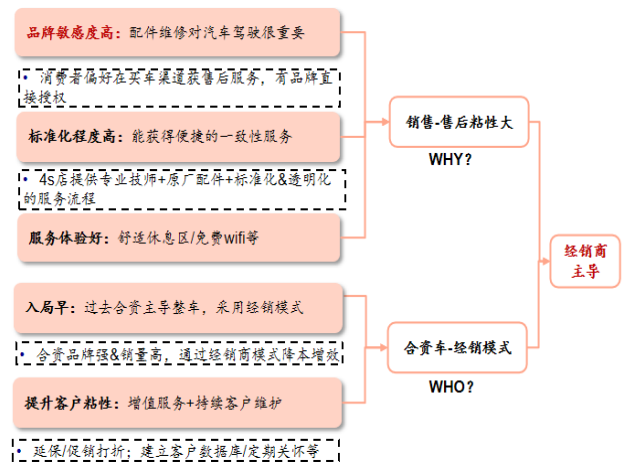
- 汽车服务市场过去由经销商(4s店)主导，独立第三方(IAM)份额较低。过去格局固化原因：**销售-售后粘性大**，消费者更愿意在购车的经销商渠道进行售后维修等，标准化程度高&服务体验好。过去经销商主导原因：过去合资品牌主导整车，并采用经销商模式，因此**经销商(4s店)作为先入者**，得以通过增值服务、建立数据库等**进一步提升客户粘性**。

图表 15: 汽车服务市场过去由经销商主导



来源：招股说明书，灼识咨询，中泰证券研究所

图表 16: 过去由经销商主导的原因

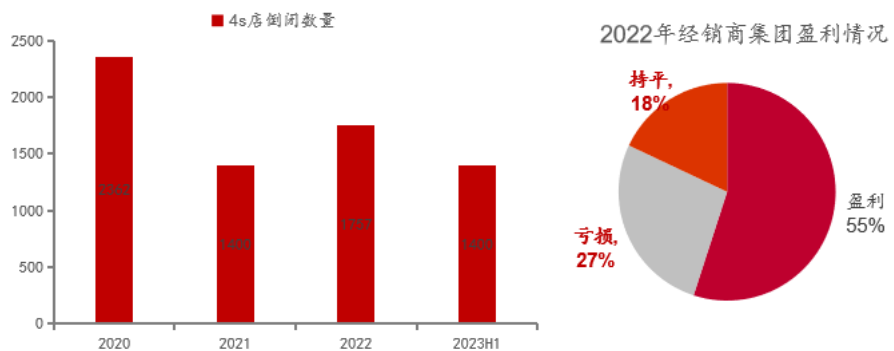


来源：中泰证券研究所

格局变化：整车格局强结构性，大量4S店逐步退出

- 随着自主新能源崛起，大量4s店逐步退出，叠加IAM优势凸显，IAM份额有望快速提升。4s店退出：自主新能源崛起，采用经销商模式的合资份额快速下滑，叠加价格战使得经销商面临量利双杀(主要靠厂家返点+售后)，汽车后市场的巨大保有量有望转向IAM。以经销商top3为例，其营收增速和净利率大幅下滑，面临亏损。

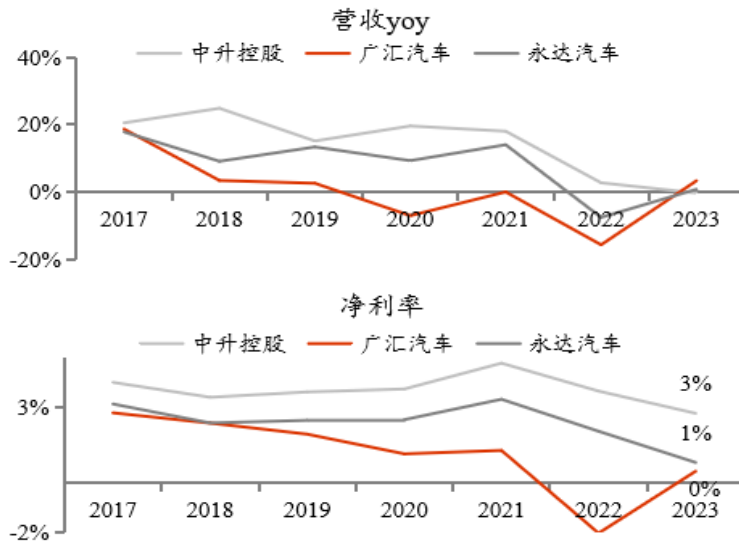
图表 17: 随着自主新能源崛起，4s门店逐步退出且近半经销商面临亏损(家)



来源：汽车之家，财经汽车公众号，全国工商联汽车经销商商会，中泰证券研究所



图表 18: Top3 经销商的营收 yoy 和净利率大幅下滑，接近亏损



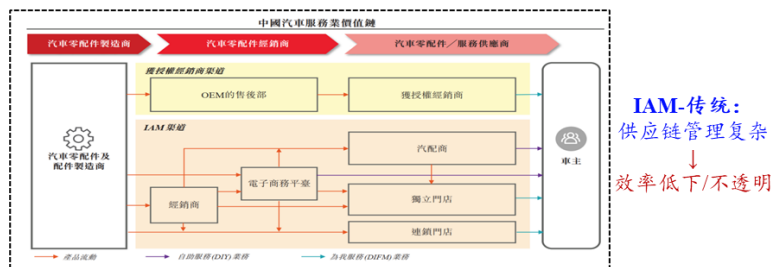
来源: iFinD, 中泰证券研究所

格局变化: IAM 有望持续抢占 4s 店份额

- 随着自主新能源崛起，大量 4s 店逐步退出，叠加 IAM 优势凸显，IAM 份额有望快速提升。IAM 优势凸显：1) 性价比高：平均车龄提升意味着保修期外保有量提升，第三方更具性价比优势；2) 门店扩张快：23 年数量已显著高于 4s 店达 86.2w，且覆盖城郊区；3) 线上线下一体化转型趋势下，解决了传统标准化程度低的痛点。

图表 19: 独立第三方在性价比和门店数量方面优势显著

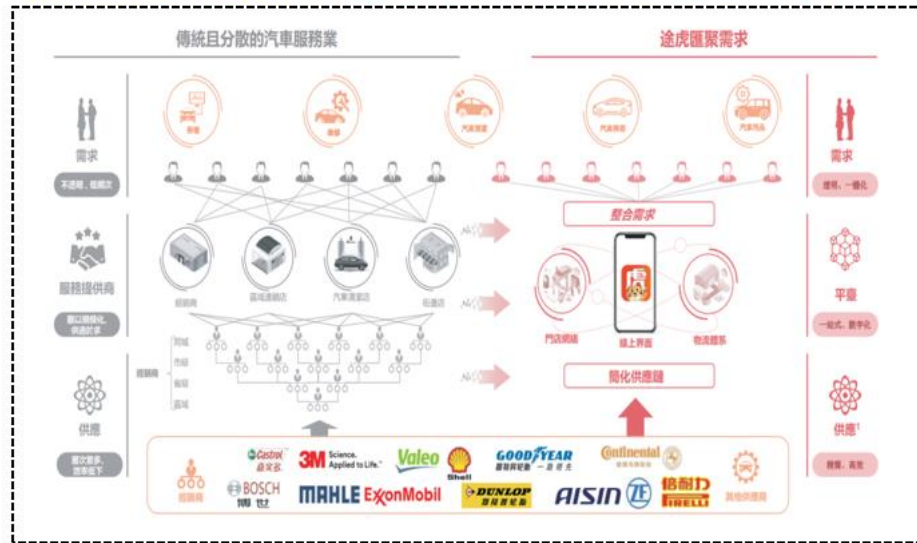
	获授权经销商	独立第三方(IAM)
优点	<ul style="list-style-type: none"> <li>标准化程度高</li> <li>服务体验优</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>性价比高</li> <li>门店密度较高，覆盖城郊区</li> <li>SKU 丰富</li> </ul>
缺点	<ul style="list-style-type: none"> <li>溢价高</li> <li>地理位置多位于郊区</li> <li>获授权服务有限</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>标准化程度低</li> <li>服务体验一般</li> <li>无透明化流程</li> </ul>
1 服务质量	优，专业有执照的技工提供	良，标准化程度相对较低
2 价格	保修期外 较高(价格/服务费分别高30/80%) 保修期内 免费保修(工时/材料)	保修期外，第三方性价比更高 较低
3 门店数量	3.4w	86.2w
4 门店密度	较低(位于郊区)	较高(广泛分布郊区/市区)



来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

图表 20: 途虎等 IAM 向线上线下一体化转型 O2O 新模式, 有效解决行业痛点

IAM-O2O 转型: 通过线上平台整合 2B 渠道与 2C 服务网络, 上游简化供应链, 下游整合需求

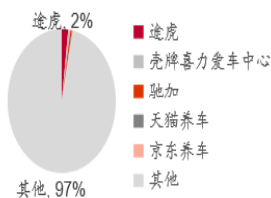


来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

**IAM 格局: CR5 约 3%, 集中度有望持续提升**

- 随着 O2O 模式下的第三方持续沉淀品牌&建立客户粘性, 其有望逐步出清尾部传统第三方, 促进集中度持续提升。国内 O2O 模式下的第三方企业主要含途虎、天猫养车和京东养车, 相比传统第三方标准化优势明显, 有望持续抢份额。
- 复盘海外: 在授权经销商渠道规模持续下滑背景下(新车销售乏力), 第三方龙头份额持续提升且逐步集中。在经销商门店下滑的机遇下, 美国 IAM 龙头品牌厚积薄发, 积淀多年后(4 大汽配公司已经经营 40+年)头部效应显现。因此类比海外, 国内 IAM 有望在 4s 店规模缩减的机遇下快速抢份额, 且头部厂商有望充分受益。

图表 21: 国内 IAM 格局分散, CR5 约 3%



2022年IAM份额(按收入)		
1 途虎	1.9%	
2 壳牌喜力爱车中心	0.6%	
3 驰加	0.4%	
4 天猫养车	0.2%	
5 京东养车	0.2%	
6 其他	96.6%	

来源: 招股说明书, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 22: 国内 O2O 模式的 IAM 持续积淀品牌力, 规模接近传统 IAM

IAM	商业模式	扩张模式	成立时间	大股东	22年营收(亿元)	22年门店数
1 途虎	O2O模式	加盟(主要)+自营	2011年	腾讯	115	4653
2 壳牌喜力爱车中心	传统型	加盟制	2007年	荷兰皇家壳牌石油公司	~32	~4000
3 驰加	传统型	加盟制	2008年	米其林集团	~23	~1600
4 天猫养车	O2O模式	加盟制	2019年	阿里巴巴集团	~16	~2000
5 京东养车	O2O模式	加盟制	2018年	京东集团	~13	~850
6 好修养	传统型	加盟制	2015年	北汽集团	—	~1500

来源: 招股说明书, 公司公告, 中泰证券研究所 注: 门店数单位:家

**IAM 格局: 格局逐步集中, 兼具 3 大能力的厂商更具竞争力**

- 汽车后市场第三方格局集中趋势下，兼具**3大能力**的厂商更具核心竞争力：
  - 1) **品牌壁垒**：一方面，消费者看重配件维修的品质要求和标准化流程，另一方面，大企业更能吸引优质高级技师；
  - 2) **资金壁垒**：汽车服务需要快速扩张渠道实现引流，对于公司现金流具有较高要求；
  - 3) **管理壁垒**：汽车配件商需要提供上万个汽车零部件，对供应链管理要求极高。

图表 23: 汽车后市场行业具备**3大壁垒**，行业集中度有望向优势企业集中



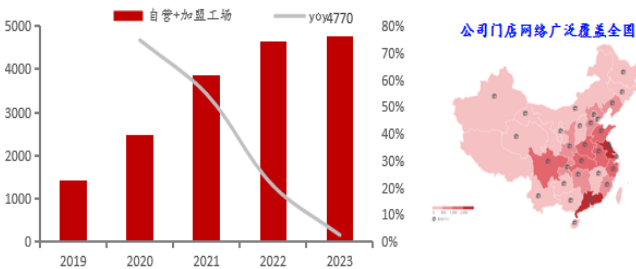
来源：中泰证券研究所

## 整体认知：品牌&管理&资金综合优势强，线上线下一体化筑护城河

### 优势①-品牌：深耕 10 余年，品牌底蕴深厚

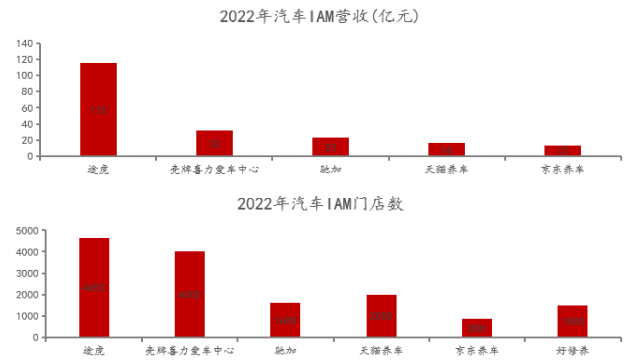
- 公司深耕汽车后市场 **10 余年**，品牌底蕴深厚。新能源时代下，公司通过**完善渠道布局&拓展新能源供应链持续巩固品牌力**，市占率得以稳居第一，营收和门店数量规模明显高于其他 IAM 厂商。渠道方面，公司门店广泛覆盖全国，23 年自营和加盟门店接近 4800 家；供应链方面，公司早在 21 年起就快速拓展主机厂+动力电池厂供应链，23 年已成为中国最大的动力电池及充电桩维修第三方服务商。

图表 24: 公司持续拓展门店数，23 年自营+加盟店接近 4800 家 (单位：家)



来源：招股说明书，公司公告，中泰证券研究所

图表 25: 公司是汽车 IAM 龙头，营收和门店规模明显高于其他第三方 (家)



来源：招股说明书，公司公告，中泰证券研究所

图表 26: 公司积极布局新能源业务



来源: 人民网, 36 氪, 公司公告, 中泰证券研究所

优势②-管理: 仓储物流&数字化管理完善, 供应链管理强

■ 公司自建仓储物流&全流程数字化管理体系, 供应链管理能力强, **运营效率显著高于行业。**

**库存-运输-门店数字化管理:** 公司通过建立汽车服务支持系统, 实现了门店管理、存货规划和供应链网络优化的集中决策。其中, 公司建立了国内**最大&最精准**的汽车零配件数据库和国内日活跃用户数**最高**的汽车门店&技师管理系统“蓝虎”。

**库存管理:** 构建“区域仓(RDC)-前置仓(FDC)-门店仓”三级仓库网络, 满足高-低频产品需求。其中, RDC 覆盖高频采购的 SKU, FDC 陈列低频 SKU 满足门店补充需求(支持 30 分钟交付 5km 半径内订单), 门店仓用于日常运营需求。23 年, 公司拥有 34/511 个 RDC/FDC, 每家工场店皆有 1 个门店仓。

图表 27: 公司建立全套汽车服务支持系统, 实现全流程数字化管理



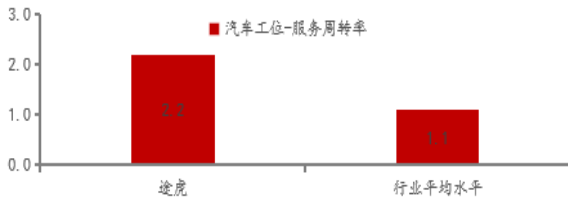
来源: 招股说明书, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 28: 汽配龙将产品从 FDC 运输至工场店, 提供即时采购服务



来源: 招股说明书, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 29: 公司汽车工位服务周转率是行业的 2 倍



来源: 招股说明书, 中泰证券研究所 备注: 途虎数据截止 2023.3.31, 行业数据截止 2022.12.31

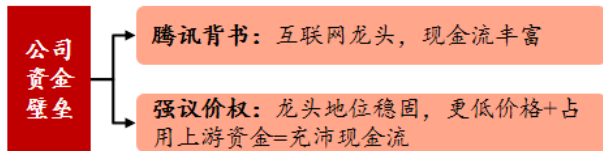
**优势③-资金: 腾讯背书&强议价权, 双重赋能稳定现金流**

- 受益于腾讯背书&强议价权, 公司具备雄厚的资金实力, 利于保证充沛现金流。

公司在显著的规模优势下具备更强的上游议价权, 轮胎采购价格逐年下滑。

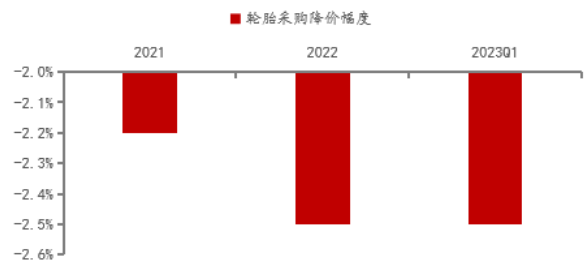
另外, 受益于较强的采购议价能力, 公司多个相同产品的售价相比其他 IAM 可便宜 1-20%。

图表 30: 强议价权叠加腾讯背书, 公司资金实力雄厚



来源: 招股说明书, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 31: 强议价权下, 公司轮胎采购单价逐年下滑



来源: 招股说明书, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 32: 相比其他 IAM, 公司多个同款产品的售价最高可便宜近 20% (元)

产品	型号	途虎价低幅度	途虎	壳牌喜力爱车中心	驰加	天猫养车	京东养车
轮胎	米其林 浩悦4 PRIMACY4 205/55R16 91W	1.2%	559		579	559	559
	米其林 揽途3 LATITUDE SPORTS 245/50R19 105W ZP	1.1%	1399		1445	1399	1399
	米其林 浩悦4 PRIMACY4 195/65R15 91H TL ST	1.0%	465		479	465	465
	韩泰 傲特马K415 205/55R16 91V Hankook	18.9%	289			398	289
机油	壳牌 金装极净超凡喜力天然气合成机油 OW-40 API SP级4L	9.3%	598	698			609
	壳牌 先锋超凡喜力 欧系专属 全合成机油 OW-30 4L SN/C2/C3 MB229.52认证	0.1%	498	498			499

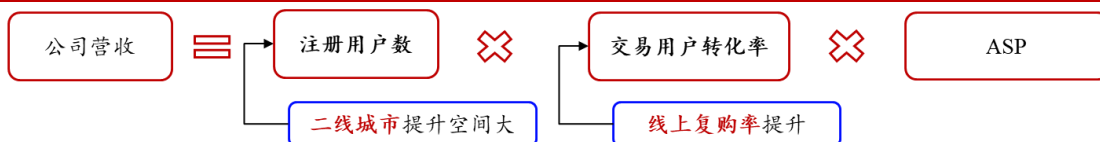
来源：各公司官方微信小程序平台，中泰证券研究所备注：价格信息取自 2024 年 6 月 18 日官方价格

## 成长逻辑：二线城市开拓&业务结构优化，业绩呈量利齐升之势

成长逻辑-量：注册用户数和交易用户转化率是核心要素

- **复盘营收高增原因**：针对公司营收模型进行拆解可知，**注册用户数**快速提升是营收高增的原因。根据公安部，23 年汽车驾驶人/汽车保有量约为 1.4 人/辆，以此估算国内乘用车车主数约 4 亿，则 23 年途虎平台**用户覆盖率已接近 30%**。其次，交易用户转化率稳定在 17-19%。最后，近年来**客单价**下降主要系受疫情以来新店爬坡速度慢影响，23 年已开始向上恢复。
- **中长期来看**，**注册用户数和交易用户转化率**仍有提升空间，有望驱动收入端稳健增长。

图表 33: 用户数和购买转化率提升有望带动公司规模持续扩大



	2019	2020	2021	2022	2023	备注
公司营收(亿元)	70	88	117	115	136	
①注册用户数(百万)	44	-	78	96	115	23年公司 <b>用户覆盖率接近30%</b> (中国乘用车车主约4亿)
②交易用户转化率 (%)	19%	-	19%	17%	17%	稳定在17-19%
交易用户数(百万)	9	11	15	17	19	
③ASP (元)	819	799	794	698	705	20-22年新店爬坡影响

来源：招股说明书，公司公告，政府官网，中泰证券研究所

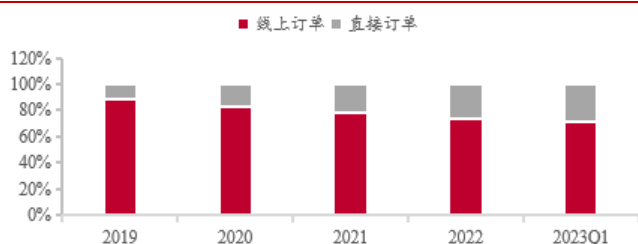
成长逻辑-量：二线城市拓展&线上订单转化，收入有望稳健增长

- 随着公司二线城市拓展加速，叠加线上订单转化驱动，**注册用户数和交易转化率提升**有望促公司收入端持续增长。

二线城市拓展促**注册用户数**提升：对比来看，公司二线及以下城市工场数远低于一线城市，提升空间大。23 年起，随着公司逐步扩张二线及以下城市门店，途虎平台覆盖有望持续下沉，促进注册用户数提升。

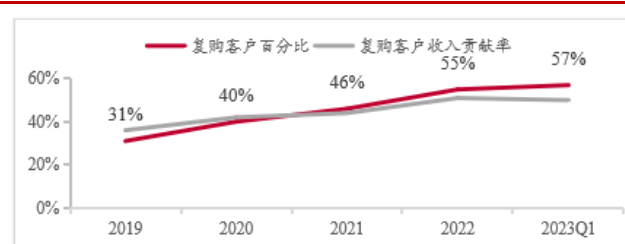
大量线上订单促**交易用户转化率**提升：近年来公司线上订单构成收入主要来源(占比 70%+)，腾讯作为公司第一大股东有望在平台方面(微信流量引流)全面赋能，促进线上复购率持续提升。23 年客户复购率已接近 60%。

图表 34: 腾讯赋能, 公司线上订单构成主要收入来源



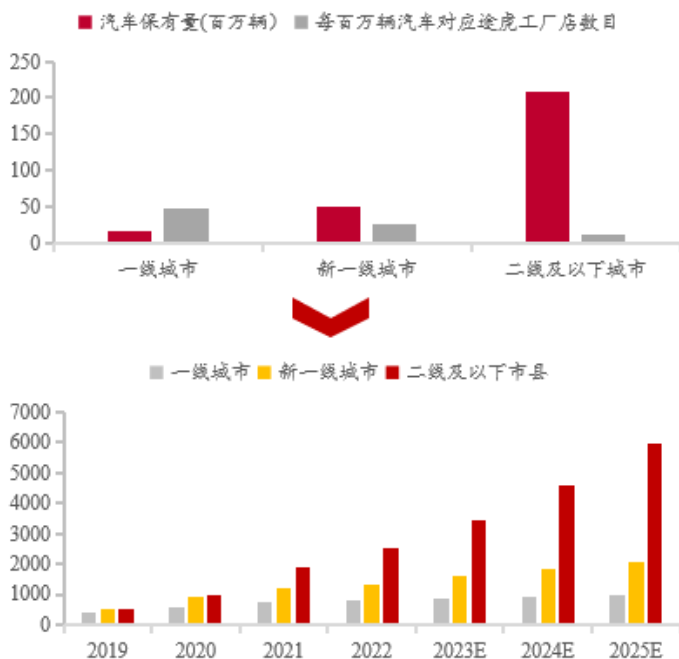
来源: 招股说明书, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 35: 在线流量加持下, 公司线上复购率有望持续提升



来源: 招股说明书, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 36: 公司二线及以下城市的工场于 23 年起开启扩张模式



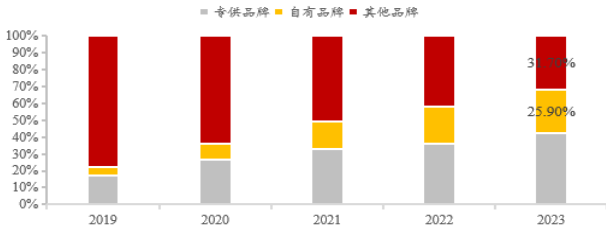
来源: 招股说明书, 公司公告, 中泰证券研究所 备注: 上图数据截止 2023 年 3 月 31 日

**成长逻辑-利①: 品牌&业务结构持续优化, 毛利率稳步提升**

- 随着公司高盈利性业务结构性改善(自有品牌&汽车保养业务占比持续提升), 公司毛利率有望稳步提升。
- **品牌结构性:** 公司除了提供完备的全国知名品牌产品外, 还通过与供应商合作打造大量自有+专供品牌的产品组合, 23 年合计收入占比接近 70%。截至 23Q1, 途虎共推出 54/51 个专供/自有品牌, 覆盖轮胎、底盘件、机油等产品。
- **业务结构性:** 公司近年来持续重视高盈利性的汽车保养类业务发展(机油/蓄电池/配件等保养), 23 年毛利率高达 32%。随着该业务营收占比从 19 年的 27%提升至 23 年的 36%, 23 年公司整体毛利率快速提升至 23%, 未来有望稳步提升。

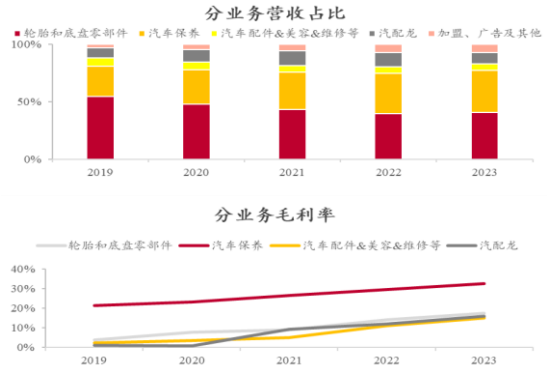
图表 37: 公司自有和专供品牌占比大幅提升, 23 年接近 70%

自有品牌 (23年新增)	轮胎: 雷神、熊牌等10+品牌 机油: 鹏致、驾驰、霍尼韦尔润滑油等
专供产品 (23年新增)	机油: 嘉实多嘉逸版润滑油(众多豪华品牌认可) 配件: 劲捷Prime系列



来源: 招股说明书, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 38: 高盈利性的汽车保养业务占比快速提升



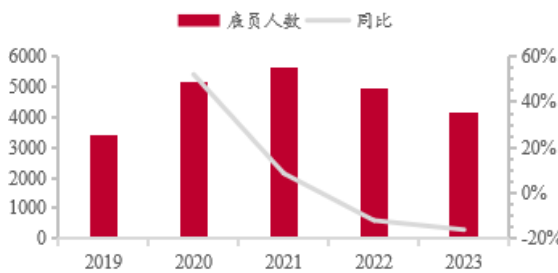
来源: 招股说明书, 公司公告, 中泰证券研究所

**成长逻辑-利②: 规模效应&精细化管理下, 降本增效显著**

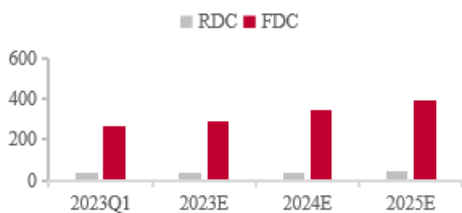
- **规模效应&精细化管理下**, 公司降本增效成果显著, 有望进一步促进盈利能力提升。
- **规模效应**: 公司通过多重护城河形成巨大的规模优势, 针对供应商存强议价能力, 且随着门店运营爬坡, 有望带动公司盈利能力持续提升。
- **多重举措下降费显著**: 1)降销费: 应用人工智能优化客户服务团队增人效; 2)降运营费: ①持续扩充 FDC 门店, 促单门店覆盖更多途虎工厂店; 3)降管费: 优化仓库及运费结构, 数字化管理提高配送精度及效率。

图表 39: 多重举措下, 公司运营和销售控费效果显著 (单位: 家)

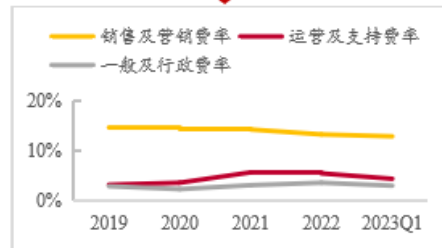
①降销费: 控职员数增效



②降运营费: 提升单FDC门店覆盖工场数



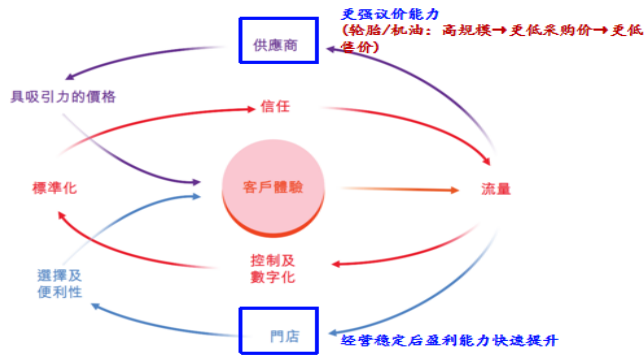
■ 门店管理及服务 ■ 仓储及供应链  
■ 运营及支持 ■ 销售及营销  
■ 研发 ■ 一般及行政



来源: 招股说明书, 公司公告, 中泰证券研究所注: 右上图为截止 2023 年 3 月 31 日全职员工的职能分类



图表 40: 公司规模优势显著, 飞轮效应明显



来源: 招股说明书, 公司公告, 中泰证券研究所

## 盈利预测和估值

■ 公司收入端受益于二线城市拓展加速, 利润端受益于业务结构改善&规模效应&管理端降本增效, 整体业绩呈量利齐升之势, 23年盈利拐点已至, 未来有望稳步增长。预计公司 24/25/26 年将实现营收 159/187/221 亿元(同比 +17%/+18%/+18%), 归母净利润 7.7/12.3/18.4 亿元(同比 -89%/+60%/+50%)。

■ 根据不同板块进行预测:

1) 汽车产品和服务: **轮胎和底盘零部件**和**汽车保养**作为两大主营构成有望保持收入端稳健增长, 其中, 汽车保养业务作为公司近年来重点发展业务, 营收延续约 23%的高增速。汽车配件&美容&维修等和汽配龙业务规模相对较小, 有望受益于公司二线城市门店扩张维持快速增长。**规模效应**下, 4 大业务毛利率有望稳步提升, **高毛利率的汽车保养业务**有望带动公司整体毛利率稳步提升。

2) 广告、加盟和其他: 受益于公司市占率持续提升, 该板块业务有望随门店数增加保持稳定增速。

图表 41: 公司盈利预测

单位: 亿元		2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收	营业总收入	115.5	136.0	158.8	187.3	221.1
	yoy	-1.5%	17.8%	16.7%	18.0%	18.0%
	汽车产品和服务	107.2	126.5	147.9	174.9	207.0
	yoy	-3.1%	17.9%	17.0%	18.3%	18.3%
	轮胎和底盘零部件	45.9	55.5	64.5	74.7	86.3
	yoy	-9.3%	20.9%	16.1%	15.9%	15.5%
	汽车保养	40.3	49.3	60.7	74.7	92.0
	yoy	4.8%	22.5%	23.0%	23.1%	23.2%
	汽车配件&美容&维修等	6.4	7.8	9.0	10.3	11.8
	yoy	-1.0%	22.0%	15.0%	14.9%	14.8%
汽配龙	14.7	13.8	13.8	15.2	16.8	
yoy	-3.2%	-5.8%	0.0%	10.0%	10.5%	
广告、加盟和其他	8.2	9.5	10.9	12.4	14.1	
yoy	25.2%	15.8%	13.8%	13.9%	13.9%	
毛利率	毛利率	19.7%	24.7%	25.8%	26.8%	27.8%
	汽车产品和服务	19.4%	23.0%	24.0%	24.8%	25.8%
	轮胎和底盘零部件	14.1%	17.4%	17.9%	18.5%	19.0%
	汽车保养	29.6%	32.4%	33.5%	34.0%	35.0%
	汽车配件&美容&维修等	10.9%	14.9%	15.0%	15.5%	16.1%
	汽配龙	11.9%	16.0%	16.5%	16.8%	17.0%
广告、加盟和其他	78.5%	84.1%	83.0%	82.9%	82.9%	
归母净利润	(21.4)	67.0	7.7	12.3	18.4	
归母净利率	-18.5%	49.3%	4.9%	6.6%	8.3%	

来源: 招股说明书, 公司公告, 中泰证券研究所

- 选取与公司主营汽车服务相关配件(轮胎和底盘件)有关的汽零厂商和汽车服务厂商(经销商)作为可比公司, 包括拓普集团、赛轮轮胎、玲珑轮胎、福耀玻璃和广汇汽车。
- 公司深耕汽车服务市场 10 余年后成为国内稳固龙头, 受益于收入端二线城市拓展加速, 利润端业务结构改善&规模效应&管理端降本增效, 公司 23 年已经迎来经营性盈利拐点, 24-26 年业绩呈量利齐升之势, 预计 24-26 年实现归母净利润为 7.7/12.3/18.4 亿元, 对应 PE 为 17.5/10.9/7.3x。考虑到公司在汽车服务市场稳固的龙头地位, 第三方格局优化趋势下 (IAM 份额提升和集中度提升), 看好公司在马太效应下的业绩成长稳定性, 业绩&估值端有望共振, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 42: 可比公司估值对比

公司	代码	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)				PE			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
拓普集团	601689.SH	57.7	670.8	2.0	1.7	2.2	2.8	29.6	33.8	25.7	20.8
赛轮轮胎	601058.SH	13.5	442.9	1.0	1.3	1.5	1.7	13.6	10.4	8.9	7.7
玲珑轮胎	601966.SH	17.5	257.9	0.9	1.5	1.8	2.2	18.5	11.5	9.5	8.0
福耀玻璃	3606.HK	46.8	1,241.3	2.2	2.5	3.0	3.5	21.7	18.5	15.6	13.3
广汇汽车	600297.SH	0.8	64.7	0.0	0.1	0.1	0.1	16.1	13.1	10.4	7.9
平均值								19.9	17.4	14.0	11.5
途虎	9690.HK	18.3	148.3	8.3	1.0	1.5	2.3	2.0	17.5	10.9	7.3

来源: Wind, 中泰证券研究所 备注: 1) 福耀玻璃、途虎股价、市值单位为港元; 2) 股价采用 2024.7.18 收盘价, EPS 采用 WIND 一致预测 180 天

## 风险提示

- **行业竞争加剧:** 天猫、京东等互联网平台作为后起之秀开始发力线上线下一体化平台, 加剧了汽车服务市场竞争, 可能对短期内公司收入增长和利润释放的速度产生一定影响。
- **主营业务方面:** 汽车保养等业务拓展速度不及预期可能影响盈利能力提升。
- **门店扩张方面:** 公司在二线及以下城市门店扩张速度不及预期, 可能影响收入增长。
- **数据更新不及时风险以及行业规模测算偏差风险。**

**盈利预测表**

资产负债表					利润表				
单位:百万人民币					单位:百万人民币				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2,715	6,334	8,825	12,337	营业总收入	13,606	15,882	18,734	22,110
应收款项合计	714	834	1,062	1,133	主营业务收入	13,601	15,878	18,729	22,105
存货	1,800	2,069	2,411	2,805	其他营业收入	5	5	5	5
其他流动资产	3,042	2,581	3,020	3,370	营业总支出	13,557	15,222	17,614	20,381
流动资产合计	8,271	11,818	15,318	19,645	营业成本	10,242	11,776	13,719	15,960
固定资产净额	899	1,719	2,375	2,900	营业开支	3,315	3,445	3,896	4,421
权益性投资	363	399	439	483	营业利润	49	661	1,120	1,729
其他长期投资	1,613	777	969	1,119	净利息支出	-110	-110	-110	-110
商誉及无形资产	545	636	727	818	权益性投资损益	-11	0	0	0
土地使用权	0	20	39	58	其他非经营性损益	3	0	0	0
其他非流动资产	74	78	82	86	非经常项目前利润	150	770	1,229	1,839
非流动资产合计	3,494	3,629	4,631	5,464	非经常项目损益	6,575	0	0	0
资产总计	11,765	15,447	19,949	25,109	除税前利润	6,725	770	1,229	1,839
应付账款及票据	3,887	4,593	5,419	6,304	所得税	25	0	0	0
短期借贷及长期借贷当期到期部分	1	1	1	1	少数股东损益	-2	0	0	0
其他流动负债	2,714	2,851	3,329	3,883	持续经营净利润	6,703	770	1,229	1,839
流动负债合计	6,602	7,445	8,749	10,188	非持续经营净利润	0	0	0	0
长期借贷	8	508	1,008	1,508	净利润	6,703	770	1,229	1,839
其他非流动负债	696	696	696	696	优先股利及其他调整项	0	0	0	0
非流动负债合计	704	1,204	1,704	2,204	归属普通股股东净利润	6,703	770	1,229	1,839
负债总计	7,306	8,649	10,453	12,392	EPS (按最新股本摊薄)	8.28	0.95	1.52	2.27
归属母公司所有者权益	4,460	6,797	9,494	12,713					
少数股东权益	-2	0	2	4					
股东权益总计	4,458	6,798	9,496	12,718					
负债及股东权益总计	11,765	15,447	19,949	25,109					

**现金流量表**

单位:百万人民币

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,021	1,082	1,917	2,805
净利润	6,703	770	1,229	1,839
折旧和摊销	362	289	453	585
营运资本变动	-5,940	132	344	490
其他非现金调整	-104	-110	-110	-109
投资活动现金流	-2,372	-422	-1,454	-1,417
资本支出	-362	-1,220	-1,220	-1,220
长期投资减少	-1,180	800	-232	-195
少数股东权益增加	0	2	2	2
其他长期资产的减少/(增加)	-831	-4	-4	-4
融资活动现金流	1,350	2,959	2,028	2,124
借款增加	-	500	500	500
股利分配	21,718	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
其他融资活动产生的现金流量净额	23,068	2,459	1,528	1,624

**主要财务比率**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	17.8%	16.7%	18.0%	18.0%
归属普通股股东净利润增长率	413.8%	-88.5%	59.6%	49.6%
获利能力				
毛利率	24.7%	25.8%	26.8%	27.8%
净利率	49.3%	4.9%	6.6%	8.3%
ROE	-92.5%	13.7%	15.1%	16.6%
ROA	64.5%	5.7%	6.9%	8.2%
偿债能力				
资产负债率	62.1%	56.0%	52.4%	49.4%
流动比率	1.3	1.6	1.8	1.9
速动比率	1.0	1.3	1.5	1.7
每股指标 (元)				
每股收益	8.28	0.95	1.52	2.27
每股经营现金流	1.26	1.34	2.37	3.46
每股净资产	5.51	8.40	11.73	15.70
估值比率				
P/E	2.0	17.5	10.9	7.3
P/B	3.0	2.0	1.4	1.1

来源: Wind, 中泰证券研究所

## 投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。