

## 途虎养车核心十一问

2024年08月01日

本篇报告我们以问答的形式针对市场关注的问题，对途虎及车后市场进行探讨：

- **Q1: 途虎靠什么赚钱?** 途虎 80%以上收入来自个人消费者，细拆个人消费者贡献，2023 年，收入端 50%来自于轮胎和底盘件业务，44%来自保养业务；毛利端 37%来自轮胎和底盘件业务，40%来自保养业务。
- **Q2: 途虎毛利率提升的原因是什么?** 1) 采购成本受益于规模效应而降低；2) 高毛利率的保养业务占比提升；3) 更高毛利率的自有自控产品消费占比提升。
- **Q3: 途虎的单店模型?** 订单来源决定收入贡献度，由于低线城市占比提升，单店利润贡献有所下滑。一般来说，加盟商 2-3 年回本，3 年后进入稳态运营。
- **Q4: 途虎 VS B2B 汽配公司?** 途虎下游是 C 端；B2B 汽配平台下游为修理厂，营销费用和教育成本更低，但修理厂生存状况堪忧，中间平台公司成长受限。
- **Q5: 途虎 VS 4S 店和街边店?** 4S 店精修单一品牌，单价较高；途虎修万国车，库存配件 SKU 要求高；街边店通常工位较少，拿货链路长，成本较高。
- **Q6: 途虎 VS 天猫养车和京东养车?** 途虎 2016 年开始做连锁门店，天猫养车和京东养车分别依靠阿里&新康众供应链和京东物流优势于 2018 年入局。
- **Q7: 加盟商和消费者为什么选择途虎?** 从用户流量获取、用户粘性、门店便利度、库存管理能力以及成本和价格优势等角度出发，途虎均具有较强吸引力。
- **Q8: 为什么中国车后长期以来第三方连锁化率低?** 2022 年 55%汽车车龄小于 6 年，66%汽车当年行驶里程小于 1 万公里，维保频次低，需求仍未释放。
- **Q9: 对标美国车后龙头股成长路径?** 美股汽配两大龙头 AutoZone 和 O'Reilly，其 2013-2023 年的 10 年间，股价年复合增速分别为 24%和 28%，除业绩 10%+复合增速外，每年回购 5%以上推动 EPS 进一步抬升。受益于 DIFM 模式业务比例提升，O'Reilly 增速更高，有望超越 AutoZone 成为新龙头。
- **Q10: 小非成本?** 小非比例超 44%，较低成本持股比例超 50%，短期承压。
- **Q11: 途虎管理层背景?** 创始人程序员出身，奠定自研系统的技术底蕴。
- **投资建议:** 我们认为，在中国当前车龄下，车后市场空间大于实际需求。受消费者低价偏好的影响，行业增速放缓，但平价化的品牌连锁汽服店或有高于平均水平的表现，我们预计途虎 2024-2026 年营业收入分别为 147/161/177 亿元；经调整净利润分别为 7.5/11.9/16.0 亿元；经调整 EPS 分别为 0.93/1.47/1.98 元，对应 8 月 1 日收盘价 PE 分别为 17/11/8 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 1) 加盟工场店合作不稳定的风险；2) 新能源汽车第三方保养维护平台渗透率不及预期的风险；3) 二三线城市是渗透率不及预期的风险；4) 小非减持的风险。

## 盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	13,601	14,711	16,078	17,696
增长率 (%)	17.8	8.2	9.3	10.1
经调整净利润	481	751	1,187	1,599
增长率 (%)	187	56	58	35
EPS(基于经调整净利润)	0.59	0.93	1.47	1.98
P/E(基于经调整净利润)	27	17	11	8
P/B	2.9	2.5	2.1	1.7

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 8 月 1 日收盘价, 汇率 1HKD=0.93RMB)

推荐

维持评级

当前价格:

17.06 港元



分析师 易永坚

执业证书: S0100523070002

邮箱: yiyongjian@mszq.com

## 相关研究

- 1.途虎-W(9690.HK) 2023 年年度业绩点评: 盈利渐具规模效应, 回购彰显长期信心-2024/03/16
- 2.途虎-W(9690.HK) 2023 年业绩预告点评: 2023 扭亏为盈, 2024 全力支持低线城市加盟-2024/02/25
- 3.途虎养车股份有限公司(9690.HK) 首次覆盖报告: 线上预约+线下履约, 汽车后市场第三方服务龙头-2023/11/13

# 目录

<b>Q1: 途虎靠什么赚钱?</b>	<b>3</b>
<b>Q2: 途虎毛利率提升的原因是什么?</b>	<b>6</b>
<b>Q3: 途虎的单店模型?</b>	<b>8</b>
3.1 途虎报表: 3年爬坡, 订单来源决定收入贡献度	8
3.2 加盟店报表: 普遍盈利, 长生命周期下可投资性强	9
<b>Q4: 途虎养车和三头六臂、新康众等汽配第三方公司的区别?</b>	<b>11</b>
<b>Q5: 途虎工场店与传统 4S 店、街边店的主要区别在哪?</b>	<b>14</b>
5.1 途虎工场店 VS 4S 店	14
5.2 途虎工场店 VS 夫妻老婆店	19
<b>Q6: 如何看待途虎养车 VS 天猫养车和京东养车?</b>	<b>20</b>
<b>Q7: 加盟商和消费者为什么选择途虎?</b>	<b>23</b>
<b>Q8: 为什么长期以来第三方连锁化率很低?</b>	<b>27</b>
<b>Q9: 对标美国车后市场, 复盘连锁龙头成长路径</b>	<b>29</b>
9.1 望尘追迹, 中国车后市场发展前路可期	29
9.2 他山之石, 探寻美股车后龙头的成长之路	31
<b>Q10: 小非成本的拆解?</b>	<b>34</b>
<b>Q11: 途虎的管理层背景?</b>	<b>36</b>
<b>12 盈利预测</b>	<b>37</b>
12.1 盈利预测假设与业务拆分	37
12.2 估值分析	39
12.3 投资建议	40
<b>13 风险提示</b>	<b>41</b>
<b>插图目录</b>	<b>43</b>
<b>表格目录</b>	<b>44</b>

## Q1：途虎靠什么赚钱？

途虎养车成立于 2011 年，经过 13 年的发展已成为中国领先的线上线下一体化汽车服务平台之一。公司以线下门店为触点，通过自有供应链，为车主提供数字化和高效率的服务和产品，通过信任加成，维系着一个由供应商、门店、车主三方组成的汽车服务平台。截至 2024 年 5 月，途虎工场店已超 6000 家，门店数量持续增长。随着门店的拓展，途虎触达更多用户，截至 2023 年底，“途虎养车”APP 和线上界面注册用户数达 1.15 亿，2023 年交易过的用户数达 1930 万名，占 2023 年 3.36 亿汽车保有量比例分别为 34.2%和 5.7%，较 2022 年同期比例分别提升 4.3pct 和 0.6pct；2023 年途虎的用户复购率近 60%，全年收入中约 50%贡献来自于复购用户。

图1：途虎汽车服务平台结构



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

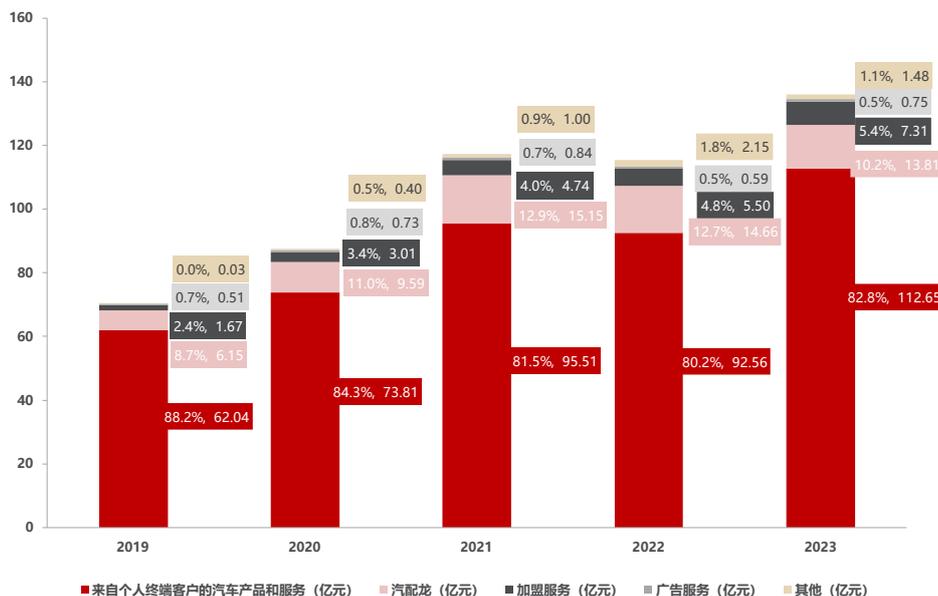
### 途虎以个人终端客户为主要收入来源，围绕汽车售后市场开展业务。

1) 公司以提供汽车产品和服务为主，根据产品调用的渠道，分为个人终端客户（门店仓库既有产品）以及汽配龙（供应链额外配送）两类，2019-2023 年汽车产品和服务合计贡献均超 90%以上收入，2023 年其中来自个人终端客户贡献的收入达 112.65 亿元，占总营收比例为 82.8%。

2) 作为加盟品牌，途虎向加盟商收取 3 类费用，分别为加盟费（标准收费 20 万元/3 年）、固定月度管理费（标准收费 8000 元/月）和基于利润的分成（标准收费门店净利润 10%），随着门店数量的增长，加盟收入比例逐渐增长，2023 年途虎收入的 5%来自于加盟服务的贡献。

3) 2019-2023 年广告服务和其他收入合计占总营收比例均低于 2%，主要为线上界面和线下门店的广告服务以及包括新能源业务在内的其他收入。

图2：2019-2023 途虎各业务营收及占比



资料来源：iFinD，公司公告，民生证券研究院

细拆来自个人终端客户的汽车产品和服务类目，根据车主到店业务类型，可分为轮胎和底盘零部件业务、汽车保养业务和其他业务。

1) 轮胎和底盘零部件：2023 年该业务收入约 56 亿元，占个人终端收入比例为 49.5%，为最大收入占比。业务包括汽车的轮胎、底盘、刹车系统、悬架等零配件和安装服务。

2) 保养业务：2023 年该业务收入约 49 亿元，占个人终端收入比例为 43.6%，收入占比持续上涨。业务包括机油、蓄电池、保养配件和动力系统等多方面的汽车维保。

3) 其他产品和服务：2023 年该业务收入约 8 亿元，收入占比为 6.9%。业务包括胎压监测系统、汽车美容、雨刷、汽车音响、行车记录仪等多品类业务。

图3：途虎养车提供的汽车服务及零配件类型



资料来源：公司年报，民生证券研究院

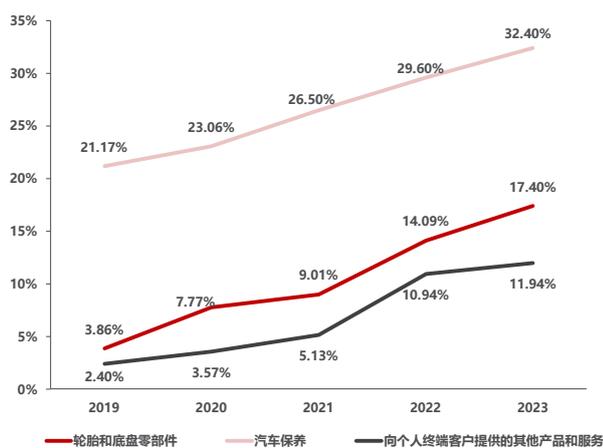
图4：2019-2023 年途虎个人终端客户细分收入及占比



资料来源：iFinD，公司公告，民生证券研究院

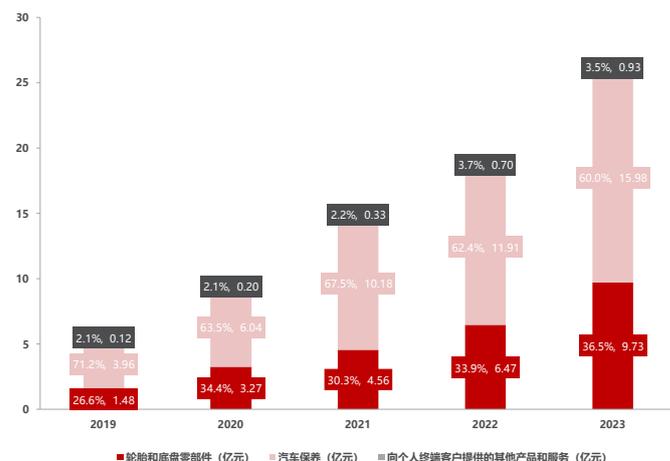
**从毛利率来看：**2019-2023 年个人终端客户贡献收入的各细分业务毛利率均呈现上涨态势，2023 年轮胎和底盘零部件毛利率为 17.4%，同比增长 3.3pct；保养业务毛利率为 32.4%，同比增长 2.8pct；其他产品和服务毛利率为 11.9%，同比增长 1.0pct。**按毛利值来看：**2019-2023 年保养业务因其高毛利率毛利始终贡献最高毛利，2023 年保养业务毛利为 16 亿元，占比为 60%；轮胎和底盘件毛利约 10 亿元，占比约 36.5%；其他业务毛利约 1 亿元，占比约 3.5%。

图5：2019-2023 年途虎个人终端客户细分业务毛利率



资料来源：iFinD，公司公告，民生证券研究院

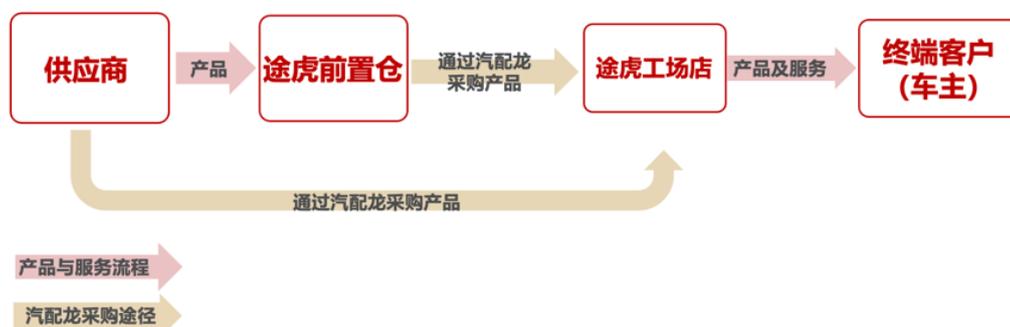
图6：2019-2023 年途虎个人终端客户细分毛利及占比



资料来源：iFinD，公司公告，民生证券研究院

**汽配龙是途虎养车针对长尾汽车产品需求（尤其是到店客户需求）而建立的零配件交易平台。**汽配龙采购服务主要针对自营和加盟途虎工场店门店仓库内的未配置的采购需求，通过途虎前置仓实现快速配送。根据途虎对工场店的强管控政策，只有当汽配龙无法满足途虎工场店的采购需求时，途虎工场店才可在外部进行采购。根据招股说明书，2019-2022 年途虎工场店的外采比例按 GMV 算分别为 8.2%、6.7%、4.7%和 3.3%。

图7：汽配龙采购服务流程

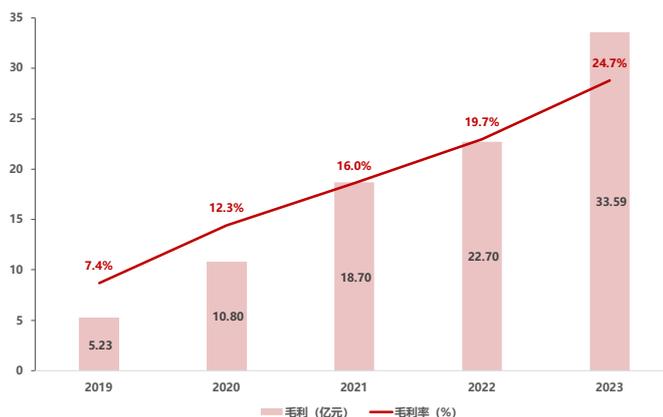


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

## Q2：途虎毛利率提升的原因是什么？

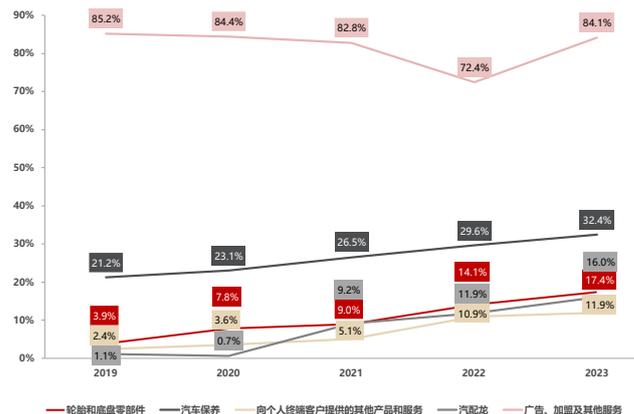
2019-2023 年途虎毛利率逐年陡峭提升。从公司整体情况来看，2019-2023 年途虎公司毛利由 5.2 亿元增长至 33.6 亿元，CAGR 达 24.8%；整体毛利率由 7.4% 提升至 24.7%，2023 年同比增长 5pct。

图8：2019-2023 年途虎公司毛利及毛利率



资料来源：iFinD，公司公告，民生证券研究院

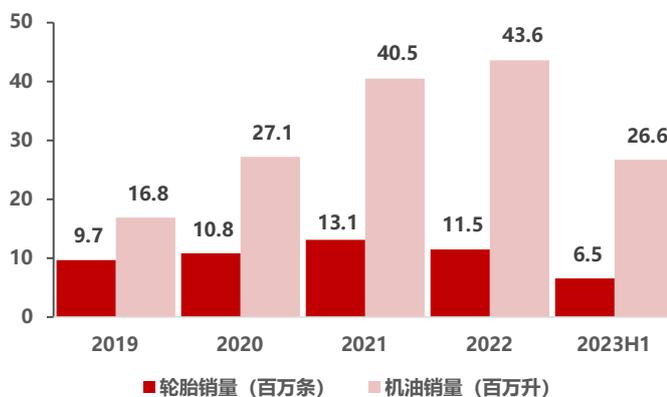
图9：2019-2023 年途虎各细分业务毛利率



资料来源：iFinD，公司公告，民生证券研究院

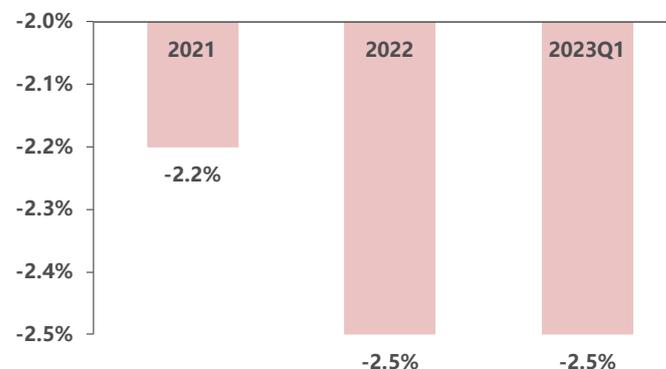
**直接采购，规模效应促进成本优势。**途虎大部分产品直接从制造商采购，公司已建立起与头部轮胎和机油品牌的合作，并通过量增获得更大的优惠条款。根据途虎招股说明书，途虎轮胎和机油的销量持续增长，2023 年上半年，途虎轮胎产品销量为 650 万条，同比增长 18.1%；机油产品的销量为 2660 万升，同比增长 29.0%。结果上来看，途虎的轮胎采购价格得以逐年下降，进而不断扩大优势，2021-2023Q1 分别下降 2.2%、2.5%和 2.5%。

图10：2019-2023H1 途虎轮胎和机油的销量



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图11：2021-2023Q1 年途虎轮胎采购成本变化情况

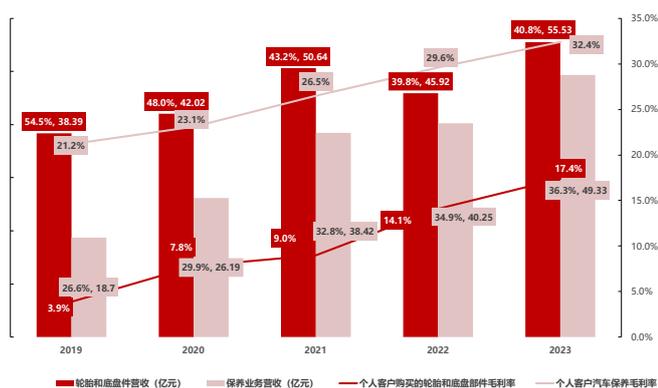


资料来源：招股说明书，民生证券研究院

**结构改善，信任提升保养深度。**2019-2023 年，在途虎各业务中，保养个人客户保养业务毛利率始终维持在较高水平，保养业务毛利率比同年轮胎和底盘件业务毛利率高分别高 17.3pct、15.3pct、17.5pct、15.5pct 和 15.0pct；期间保

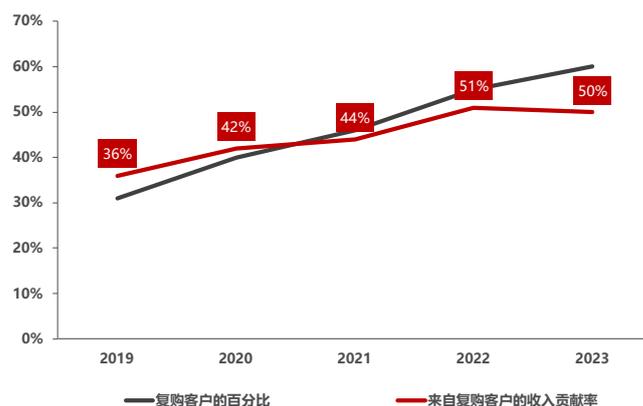
养业务占比从总收入的 26.6%持续提升至 36.3%，高毛利业务占比的持续提升，为公司整体毛利率增长源动力。表面来看，轮胎替换业务为汽车外部安装服务，保养业务包括涉及机油更换在内的内部服务，保养项目的消费建立在客户的信任提升。2019-2023 年，复购用户占比由 31%增长至近 60%，来自复购客户的收入贡献由 36%提升在 50%左右水平，老客的粘性在车龄提升进程中有助于进一步拉高保养业务客单价，进而提升高毛利的保养业务比例。

图12：2019-2023 轮胎和保养收入、占比及毛利率



资料来源：iFinD，公司招股说明书，公司公告，民生证券研究院

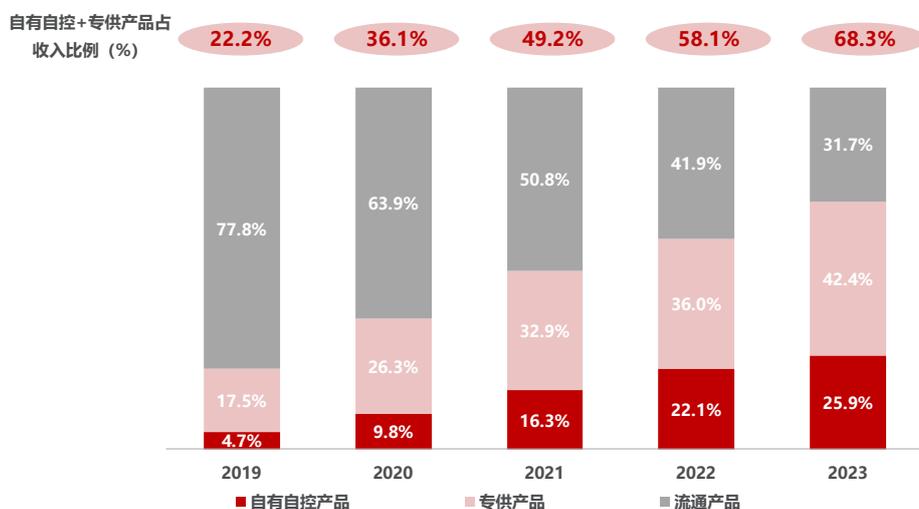
图13：2021-2023 年途虎复购客户及贡献收入占比



资料来源：iFinD，公司招股说明书，公司公告，民生证券研究院

**深度合作，专供到自有自控。**随途虎采购量的增长，途虎与国际品牌的合作逐渐深入，由专供品牌为切入点，途虎进一步深入至自由自控品牌。就轮胎而言，已经建立包括雷神、熊牌等 10 多个品牌在内的覆盖不同价位区间及品类的品牌矩阵，通过制造端毛利的增量，途虎单业务线毛利率水平稳步提升。2019-2023 年途虎养车专供及自有品牌的比例由 22.2%提升至 68.3%。

图14：2019-2023 途虎养车专供及自有品牌收入占比变化



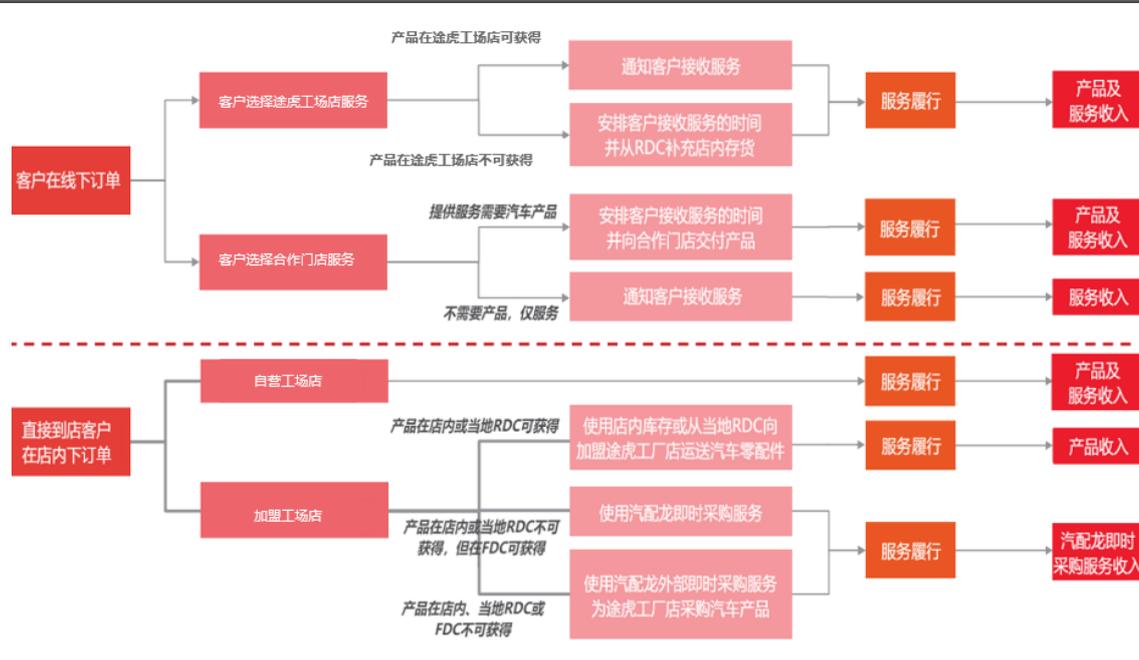
资料来源：公司招股说明书，公司公告，民生证券研究院

## Q3：途虎的单店模型？

### 3.1 途虎报表：3 年爬坡，订单来源决定收入贡献度

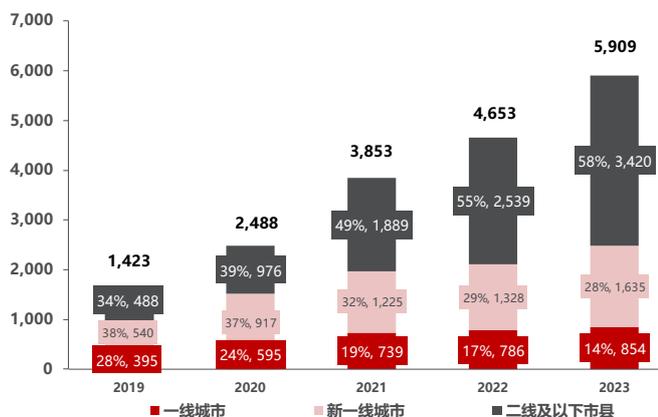
线上线下，订单来源区分收入贡献度。按客户下单的渠道区分，途虎订单分为线上订单和线下订单。对于线上订单，途虎全额确认消费者的订单收入；对于线下订单，在加盟工场店中，途虎仅确认和门店的产品结算价，在这个环节中，途虎相当于加盟门店的上游供应商。

图15：途虎收入确认路径



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

**二线及以下市县门店高增，线下订单比例增长。**从途虎工场店的数量来看，2019-2023 年途虎门店数量由 1423 家增长至 5909 家，CAGR 达 43%；二线及以下市县门店的数量由 488 家增长至 3420 家，CAGR 达 63%，比例由 34%提升至 58%。在低线城市的熟人经纪的商业环境下，消费者的预约习惯普遍更低，2019-2022 年个人端消费来自直接到店客户订单的收入由 7 亿元增长至 25 亿元，CAGR 达 51%，占比由 12%提升至 27%。2023Q1 线下订单比例进一步提升至接近 30%水平，从途虎公司报表来看，收入增速小于门店增速是可预见的。

**图16：2019-2023 年途虎工场店分布情况 (单位：家)**


资料来源：公司招股说明书，公司公告，民生证券研究院

**图17：2019-2023Q1 按订单来源收入贡献比例**


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

**门店持续爬坡，3 年进入稳态经营。**根据途虎招股说明书，2023Q1 小于 1 年的途虎工场店平均单店贡献收入为 32.4 万元，毛利率为 21.6%，平均单店贡献毛利约为 7 万元；开店 1-2 年的途虎工场店平均单店贡献收入为 51 万元，收入提升 57%，平均单店贡献毛利约为 12 万元，提升比例约为 74%；开店 2-3 年的途虎工场店平均单店贡献收入为 65 万元，收入贡献提升 26%，平均单店贡献毛利约为 16 万元，提升比例约为 34%；开店 3 年以上的途虎工场店平均单店贡献收入为 78 万元，提升了 20%，平均单店贡献毛利约为 20 万元，提升比例约为 22%。

**表1：按运营年份，2023Q1 途虎工场店对公司的财务贡献 (金额单位：千元，数量单位：个)**

	小于 1 年	1-2 年	2-3 年	大于 3 年	2023Q1
门店数量	805	1,465	1,109	1,391	4,770
单店收入	324	510	645	775	
总收入	260,820	747,150	715,305	1,078,025	2,801,300
YoY		57%	26%	20%	
<b>单店平均收入</b>					<b>587.27</b>
毛利润率	21.6%	23.9%	25.4%	25.7%	24.8%
单店毛利	70	122	164	199	
YoY		74%	34%	22%	
总毛利	56,337	178,569	181,687	277,052	693,646
<b>单店平均毛利</b>					<b>145</b>

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

### 3.2 加盟店报表：普遍盈利，长生命周期下可投资性强

**盈利的普遍性，利润的差异性。**根据公司公告，途虎加盟工场店开店 6 个月以上的盈利比例围绕 90% 上下波动，2023 年开店 6 个月以上的途虎工场店有 93% 实现盈利，加盟体系奠定加盟商的盈利基础。通过拆分途虎报表加盟合作业务中给予利润的分成收入，受限于二线及以下市县门店比例的提升，2023 年加盟工场店

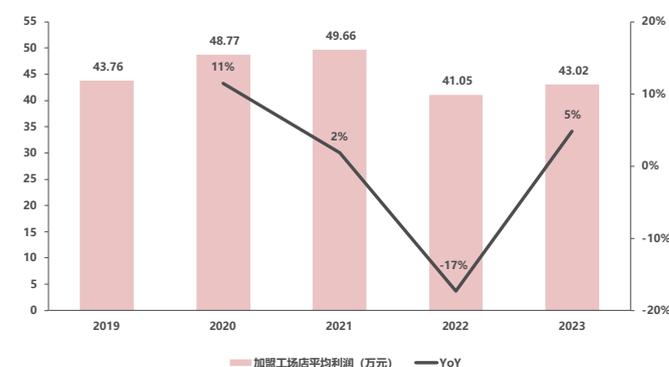
盈利的门店平均经营利润为 43.02 万元，同比增长 5%，较 2021 年减少了 13%。

图18：2019-2023 年开店 6 个月以上盈利加盟工场店 (单位：家)



资料来源：公司招股说明书，公司公告，民生证券研究院

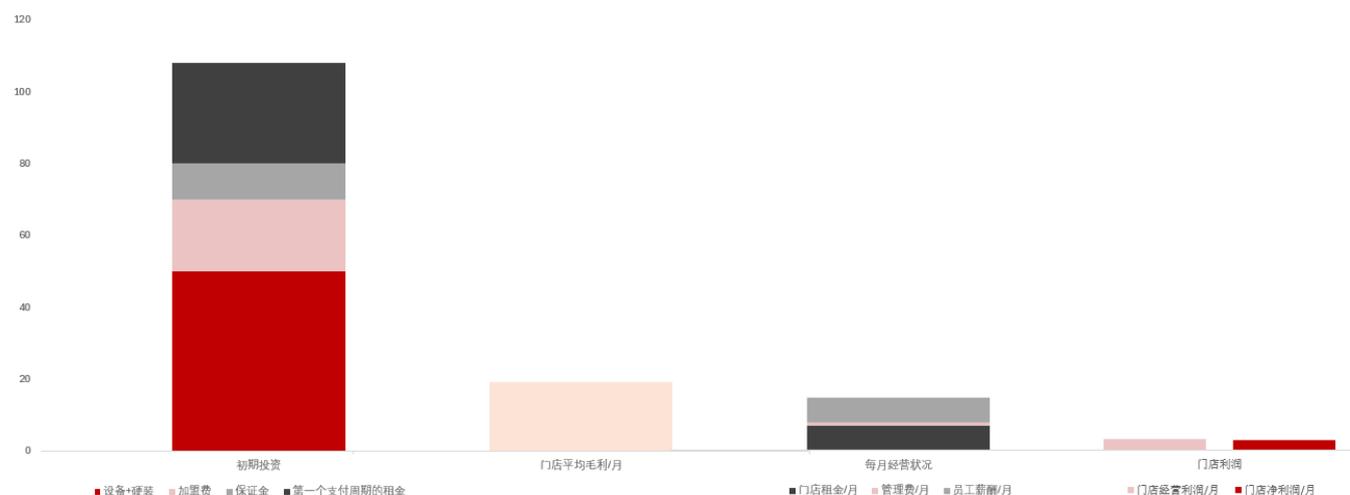
图19：2019-2023 年途虎加盟工场店平均利润及增速



资料来源：公司招股说明书，公司公告，民生证券研究院

以一家典型的一线城市加盟店为例。加盟商初期投入成本约 100-120 万元，其中包括 50%的设备加硬装支出，一次性支出 3 年 20 万元的加盟费和货品 10 万元保证金，以及第一个支付周期的门店租金（通常为押三付一）。相对成熟情况下门店平均毛利约为 15-20 万元，扣除每个月的门店租金、员工薪酬以及付给途虎的管理费，扣除 10%经营利润后，门店净利润可达 5 万元左右。根据我们的测算，一线城市的加盟店回本周期（加上 6 个月爬坡期）大约在 2 年左右。从收入端来看，新一线和更低线城市由于消费力弱于一线城市，门店收入会有所减少；但从费用端来看，门店租金、员工薪酬和加盟相关支出新一线和二线城市均显著低于一线城市，我们判断，途虎加盟店整体回本周期在 2-3 年。考虑到途虎门店 8 年以上的生命周期，途虎的加盟模型具有较强吸引力。

图20：一线城市典型单店模型 (单位：万元)

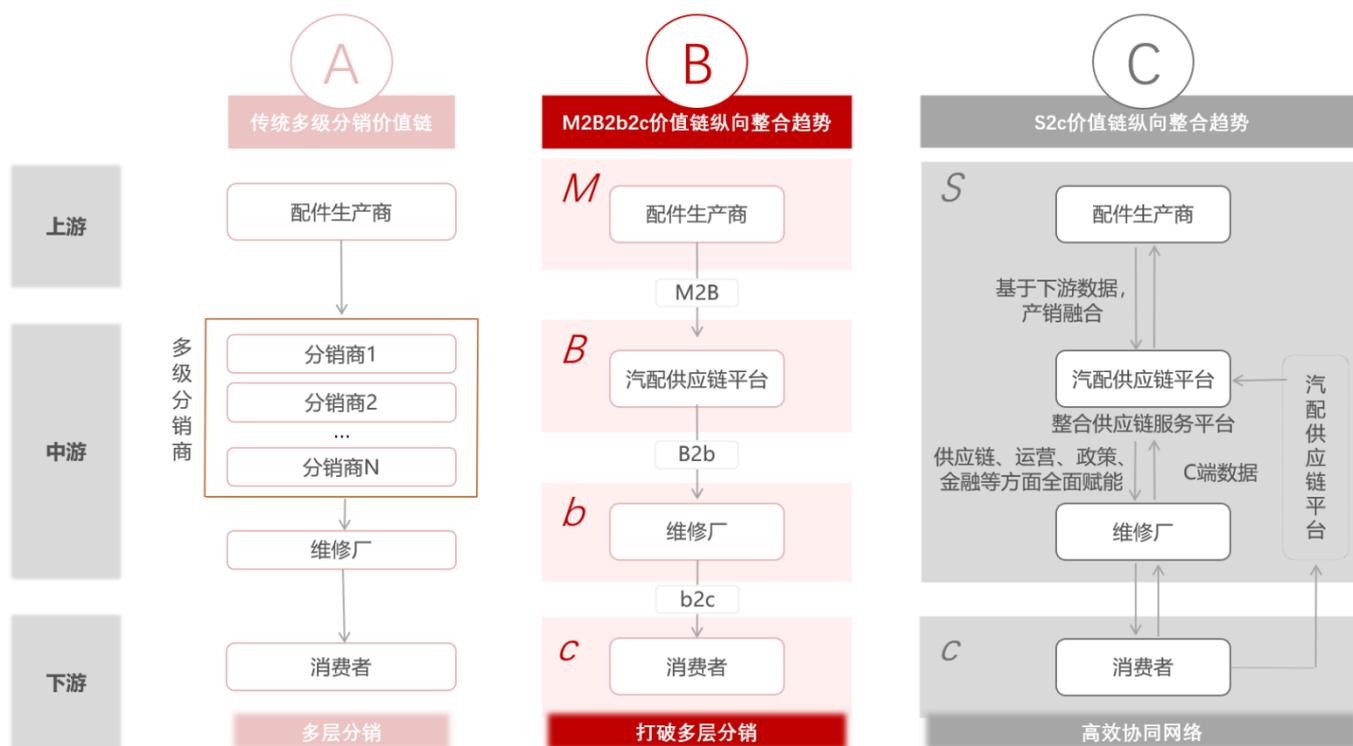


资料来源：途虎 APP，民生证券研究院

## Q4: 途虎养车和三头六臂、新康众等汽配第三方公司的区别?

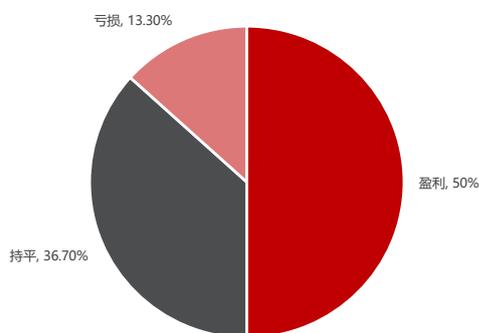
产业链来看，与途虎类似，B2B 厂商也是直接从配件生产商为源头，旨在缩短分销渠道，提升流通效率。与途虎直接链接 C 端客户不同，B2B 电商平台的目标客户群体为修理厂，免去精准匹配营销的步骤，降低了分散化推广的成本和教育客户的成本，更利于规模效应的形成。

图21: 4S 店、B2B、B2C 汽配产业链对比

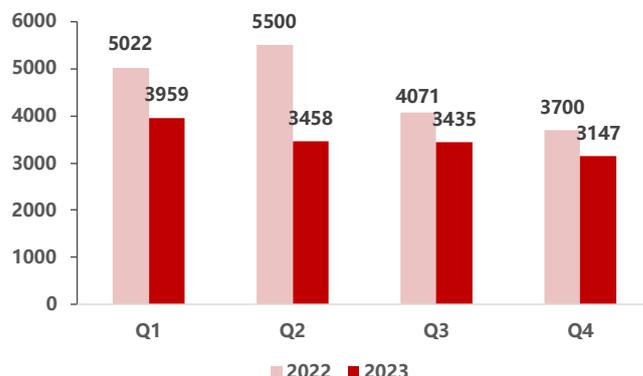


资料来源: 德勤, 民生证券研究院

从 B2B 的下游来看，修理厂生存状况堪忧。根据汽车服务世界对 583 家修理厂老板的调研结果，2023 年 50% 的门店盈利，36.7% 的门店不亏不赚，另外有 13.3% 的门店生意直接亏损。从转让数量上来看，2022 年全年共有超 1.8 万汽服门店转让，2023 年转让数量约 1.4 万家，尽管同比减少了 22%，但仍处于高位。下游数量与生存状况的下滑，同时也限制了 B2B 汽配供应链平台的发展。

**图22：2023年583家修理厂经营状况调研结果**


资料来源：汽车服务世界，民生证券研究院

**图23：2022-2023年全国汽服门店转让数量（个）**


资料来源：汽车服务世界，民生证券研究院

举例来看，新康众和快准车服、三头六臂是行业头部玩家。康众汽配成立于2013年，是服务于B端修理厂的主要做直营的经销商，2018年在拿到阿里巴巴的16亿元融资升级为“新康众”，开启并购整合之路；快准车服和三头六臂相继成立于2015年，线下门店主要采取加盟模式，其中快准依托巨江的600多家经销商，聚焦三四线城市，三头六臂由多家零部件工厂联合创立，主攻配件自主生产。

**表2：新康众融资历史**

融资轮次	时间	融资金额	投资方
A轮	2014/12/1	3000万元人民币	青葵资本
A+轮	2015/6/23	2亿人民币	华信资本、基石资本、富德资本
B轮	2016/11/10	5000万美元	高盛集团
B+轮	2017/7/4	5000万美元	基石资本、阳光保险、中金甲子
C轮	2017/12/15	未披露	不惑创投
D轮	2018/8/23	16亿人民币	云锋基金、华平投资、金固股份、阿里巴巴、
D+轮	2019/3/1	3.8亿美元	云锋基金、华平投资、PAG太盟投资集团
D+轮	2021/9/16	近2亿美元	Asia Investment Capital、阿里巴巴、云龙资本

资料来源：企查查，民生证券研究院

**表3：快准车服融资历史**

融资轮次	时间	融资金额	投资方
天使轮	2015/9/14	5000万人民币	巨江电源科技有限公司
Pre-A轮	2017/8/1	3000万人民币	-
A轮	2018/1/29	7000万人民币	宁波梅山保税港区政治股权投资合伙企业（有限合伙）、彬复资本、渠成资本
A+轮	2018/7/31	3000万人民币	-
B轮	2019/8/8	6000万人民币	元生资本
C轮	2021/2/2	-	浙江新巨江股权投资集团有限公司
D轮	2024/1/26	2亿人民币	彬复资本、鹰潭市余江区工业投资集团有限公司、九溪资本

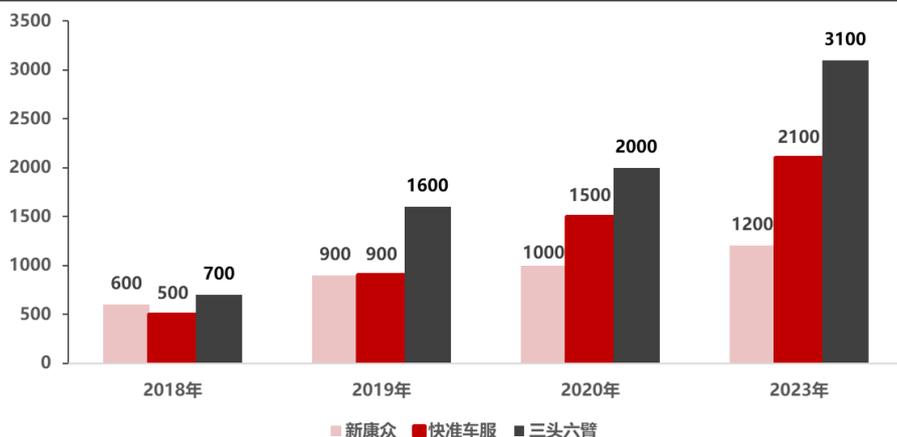
资料来源：企查查，民生证券研究院

**表4：三头六臂融资历史**

融资轮次	时间	融资金额	投资方
Pre-A 轮	2018 年 6 月	4100 万人民币	银河系创投
A 轮	2019 年 2 月	1.7 亿人民币	君联资本、钟鼎资本
A+ 轮	2019 年 9 月	2 亿人民币	君联资本
B 轮	2020 年 6 月	4 亿人民币	元禾辰坤、华兴新经济基金、襄禾资本、启元投资（香港）

资料来源：企查查，民生证券研究院

在资本的帮助下，新康众、快准和三头六臂的门店网络均有所拓展。对比三家的门店数量，2023 年新康众直营网点约 1200 家，快准约 2100 家，三头六臂约 3100 家。从战略上来说，康众汽配和旗下好快全主要依托新康众的修配融合理念，结合天猫养车、金铁橡、修工坊等门店布局，驱动区域生态形成；快准明确易损件+全车件+快准 E 站的战略，同时推进在俄罗斯、柬埔寨、马岛、墨西哥、越南、老挝、智利等 7 个国家的出海战略；三头六臂坚持自主品牌制造，2023 年自主品牌销售占比已超 95%。

**图24：新康众、快准车服、三头六臂门店数量变化趋势（不完全统计）（单位：家）**


资料来源：AC 汽车，民生证券研究院

**对比新康众和快准车服的加盟政策：**与途虎标准门店 6-8 个工位，10 人左右人员配置不同，新康众和快准车服均主打 30-50 万的小投入，3 人左右小团配置。在加盟费用和保证金方面，新康众收取 3 年 1.5 万元的技术服务费和 3 万元的保证金用作处罚备扣；快准车服收取 2 万元加盟费用于装修和设备铺设，1 万元保证金用于经营承诺。在回报率上，新康众测算预计 2-3 年回本，预计在第三年达到 300 万元销售额和 36 万元利润；第五年持续增长至 420 万元销售额和 57 万元的利润；快准则承诺 96% 的项目成功率，6 个月不满意无条件退站。

**表5：新康众和快准车服 2024 年加盟政策**

	新康众	快准车服
启动资金	30-50 万元	30-50 万元
人员配置	2-3 人	3-5 人
加盟费	1.5 万元/3 年	2 万元
保证金	3 万元	1 万元

资料来源：新康众和快准车服官方微信公众号，民生证券研究院

## Q5：途虎工场店与传统 4S 店、街边店的主要区别在哪？

### 5.1 途虎工场店 VS 4S 店

黄金时代已过，4S 店大比例亏损。1999-2008 年的 10 年中，汽车经销商从单店向集团化发展，市场供不应求，发展核心为快速规模扩张。2009-2018 年第二个 10 年间，受益于新车销量的迅猛发展，4S 店进入快速扩张期，随着 2010 年中升集团在中国香港上市成为 4S 店第一家上市公司，2016 年广汇集团营业收入超过美国最大经销商集团 AutoNation，成为全球最大经销商集团，汽车经销商开始了从粗放式管理到精细化管理的发展核心转变。根据中国汽车流通协会数据，2022 年，高达 60% 的 4S 店在亏损，持续的亏损直接导致不少汽车经销商被迫退网，乃至崩盘；2023 年 6 月，昔日“汽车经销商第一股”庞大集团退市；2024 年 7 月，国内规模最大的汽车经销商集团广汇汽车停牌。

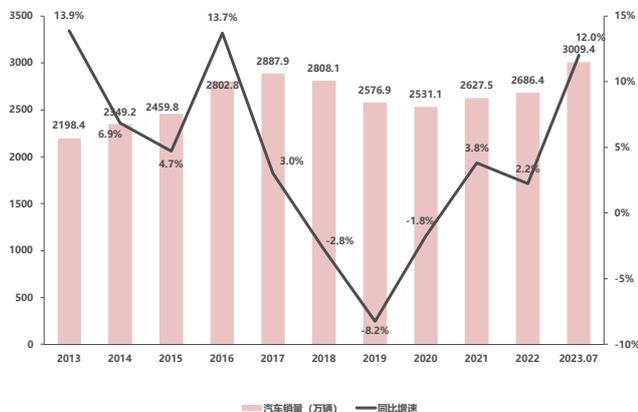
图25：中国汽车经销商及 4S 店发展历程



资料来源：中国汽车流通协会，全国工商联汽车经销商商会，财经汽车，民生证券研究院

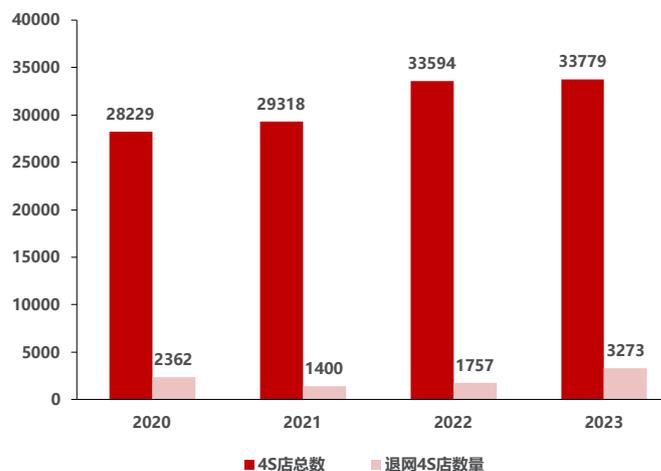
燃油车销量下滑，传统 4S 店退网数量高增。2023 年国内汽车销量为 3009.4 万辆，同比增长 12.0%，然而 949.5 万辆由新能源贡献，同比增长 37.9%，渗透率达 31.6%。根据中国汽车流通协会的数据，2023 年 4S 网络总数新增至 3.38 万家主要得益于自主品牌的增长，传统经销商生存空间依然堪忧。2020-2023 年退网 4S 店分别为 2362、1400、1757 和 3273 家。

图26：2013-2023 年汽车销量及增速



资料来源：中国汽车工业协会，艾瑞咨询，民生证券研究院

图27：2020-2023 年中国 4S 店总数及退网数量 (单位：家)



资料来源：中国汽车流通协会，民生证券研究院

**复盘股价：**汽车经销商港股上市公司主要有：中升控股（经销奔驰、雷克萨斯、奥迪、宝马、沃尔沃、丰田等）、美东汽车（经销保时捷、雷克萨斯、宝马、奥迪、丰田等），永达汽车（代理保时捷、宝马、宾利、奔驰、奥迪、蔚来、小鹏、极氪等），和谐汽车（经销劳斯莱斯、宾利、法拉利、玛莎拉蒂、兰博基尼、MINI、奥迪、沃尔沃等）、新丰泰集团（经销宾利、保时捷、奔驰、宝马、奥迪、雷克萨斯、凯迪拉克、大众进口、红旗、丰田、小鹏等）和正通汽车（经销保时捷、宝马、MINI、路虎、捷豹、奥迪、沃尔沃、奔驰等），多数为豪华车代理方。

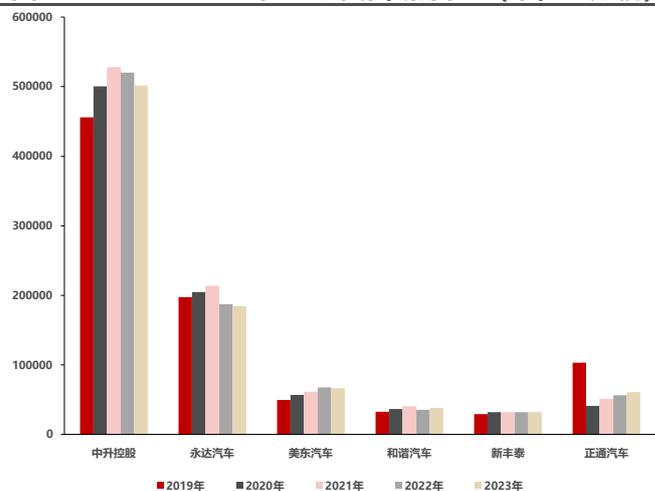
在汽车大盘销量快速增长的 2016-2018 年间，其股价进入上升通道。2018-2021 年，公司股价随豪华车品牌销量增长而持续走高。自 2022 年开始，各经销商新车销量下滑，且目前未见好转，各公司股价持续下跌。

图28：2014 年至今汽车经销商股价走势 (单位：港元)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图29：2019-2023 年 4S 店新车销售量 (单位：万辆)

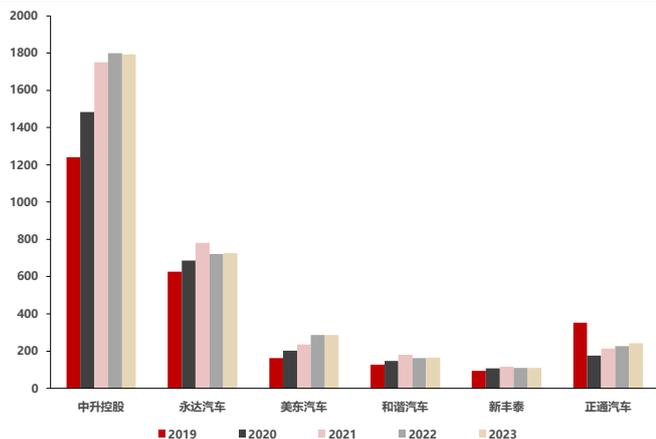


资料来源：iFinD，公司公告，民生证券研究院

**经销商财报来看：**2019-2023 年大部分传统汽车经销商（中升集团、永达汽

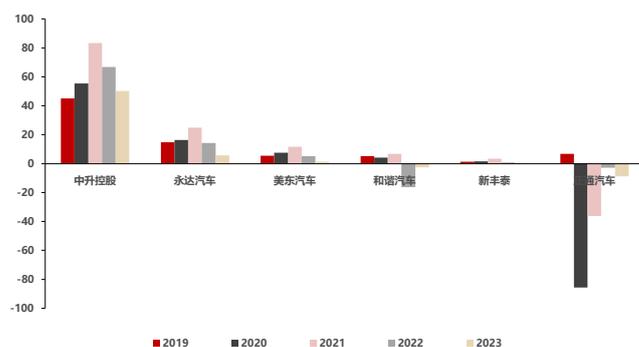
车、美东汽车、和谐汽车、新丰泰、正通汽车)的新车销量未见增长,营收初见减少。从归母净利润角度来看,4S店体系衰退迹象更为显著,和谐汽车和正通汽车已有亏损;2022年开始,所有4S店体系上市公司利润均呈现负增长。

图30: 2019-2023年经销商营收(单位:亿元)



资料来源: iFinD, 公司公告, 民生证券研究院

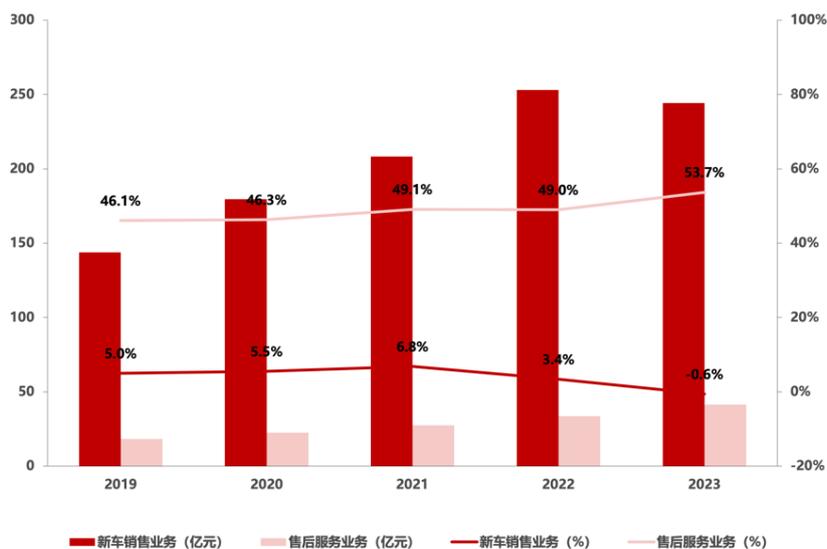
图31: 2019-2023年经销商归母净利润(单位:亿元)



资料来源: iFinD, 公司公告, 民生证券研究院

**拆分经销商业务模式, 以美东汽车为例:** 4S店业务主要包括前端新乘用车销售业务和后端售后服务业务, 2018-2023年, 美东新车销售业务贡献收入均超过85%, 2021年以前, 新车销售毛利占比接近50%水平; 2022年尽管美东新车销售业务贡献收入仍远超过售后服务业务, 但由于迅速下滑的毛利率, 前端卖车的毛利贡献度迅速下滑至34%; 2023年新车销售业务毛利率降为-0.6%, 亏本卖车倒逼后端售后服务提高毛利率以维持盈利, 车主维保成本亦被迫提高。

图32: 2018-2023年美东汽车各业务收入及毛利率



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**与4S店服务单一品牌不同, 途虎服务“万国车”, 提供更多的SKU。**截至2023年3月31日, 途虎可提供286个汽车品牌中逾66000款车型的汽车产品。截至2023年底, 途虎轮胎品类SKU覆盖超过5000个, 保养品类SKU覆盖超过

8000 个，快修品类 SKU 覆盖超过 35 万个。

表6: 4S 店与途虎工场店的比较

比较层面	4S 店	途虎工场店
产品及服务	涵盖汽车服务，包括质保索赔及保险索赔； 仅为单一品牌的汽车提供有限服务	为各种汽车品牌及车型的车主提供汽车服务，并有更多的 SKU
服务质量	技师均经过培训	
价格	价格相对较高	价格较合理
覆盖范围	门店密度较低，通常位于郊区	门店密度较高，覆盖城市及郊区，广泛分布于全国各地

资料来源：汽车服务世界，民生证券研究院

宝马 X3 为例，根据宝马客户服务中心小程序推荐，X3 官方机油机滤保养套餐优惠价为 1158-1227 元（含工时费）；途虎 APP 推荐宝马 X3 选择的机油价格优惠后为 579 元，滤清器为 69 元，工时费为 59 元，加上各类优惠券后价格为 565 元。途虎工场店单次保养价格约为 4S 店价格的 1/2。

图33: 宝马官方机油机滤保养优惠套餐价格

通用车型	车型代号	车型上市时间(参考)	产品名称	建议零售价	代金券售价
3系	G20_320i, G20_325i, G20_330i, G28_320Li, G28_325Li, G28_330Li	2018年至今	G系列 4缸发动机	¥1,227	¥1,227
4系	G22_425i, G22_430i, G23_425i, G23_430i	2020年至今	G系列 4缸发动机	¥1,227	¥1,227
5系	G30_520i, G30_530i, G38_520Li, G38_530Li, G38_530Li xDrive, G38_530Le, G38_530Le	2016年至今	G系列 4缸发动机	¥1,158-¥1,227	¥1,158
			G30_540i, G38_540Li	G系列 6缸发动机	¥1,331
6系GT	G32_630i, G32_640i xDrive	2017年至今	G系列 4缸发动机	¥1,158-¥1,227	¥1,158
			G系列 6缸发动机	¥1,331	¥1,331
7系	G12_730Li, G12_740Li, G12_740Le, G12_750Li	2015年至今	G系列 4缸发动机	¥1,158-¥1,227	¥1,158
			G系列 6缸发动机	¥1,158-¥1,400	¥1,158
			G系列 8缸发动机	¥1,894	¥1,894
8系	G14_840i, G15_840i, G16_840i	2018年至今	G系列 6缸发动机	¥1,331-¥1,400	¥1,331
			Z4	2018年至今	G系列 4缸发动机
	G29_Z4 M40i	G系列 6缸发动机	¥1,331		¥1,331
X3	G08_X3 xDrive25i, G08_X3 xDrive28i, G08_X3 xDrive30i, G08_X3, G08-X3	2018年至今	G系列 4缸发动机	¥1158-¥1227	¥1158
X4	G02_X4 xDrive25i, G02_X4 xDrive30i, G02-X4	2018年至今	G系列 4缸发动机	¥1,158-¥1,227	¥1,158
X5	G05_X5 xDrive30i, G05_X5 xDrive40i, G05_X5 xDrive45e, G05_X5, G18_X5	2018年至今	G系列 4缸发动机	¥1,227-¥1,400	¥1,227
X6	G06_X6 xDrive30i, G06_X6 xDrive40i	2020年至今	G系列 4缸发动机	¥1,227	¥1,227
			G系列 6缸发动机	¥1,400	¥1,400
X7	G07_X7 xDrive40i, G07_X7 M50i	2018年至今	G系列 6缸发动机	¥1,400	¥1,400
			G系列 8缸发动机	¥1,894	¥1,894

资料来源：宝马客户服务中心，民生证券研究院

图34: 途虎 APP 宝马 X3 机油机滤保养推荐价格

资料来源：途虎 APP，民生证券研究院

汽车的情况关系到用车人的人身安全，定期维保为硬需求。根据汽车保养手册，汽车的日常保养分为轮胎、机油、刹车系统、传动系统、发动机系统、冷却系统、悬挂系统等多方面维护。我国的汽车三包政策的保修期为 3 年/6 万公里，由于 4S 店的产品和工时费与第三方有差异，从性价比角度考虑，一般车主会从第 3 年开始转向第三方。以 2016 款大众新帕萨特 1.8T 双离合 330TSI 御尊版为例，

车主，官方指导价约 24 万元，官方保修期限为 3 年，以乘用车 12 年全生命周期来算，若车主第 4 年开始进入途虎养车体系，总基础保养总费用至少为 3.8 万元。

**表7：2016 款大众新帕萨特 1.8T 双离合 330TSI 御尊版途虎基础保养费用测算**

大类	细分项目	检查更换周期	途虎推荐产品价格	途虎工时费	4-12 年保外全生命周期途虎保养费用	
油液	全合成机油	1 年/1 万公里	493 元/6L	39 元	4788 元	
	防冻冷却液	2 年	144 元	39 元	915 元	
	制动液 (刹车油)	2 年/4 万公里	69 元	109 元	890 元	
	变速箱油	4 万公里	774 元/6L (重力换油, 循环机换油双倍)	89 元	2589 元	
	空调制冷剂+冷冻油	2-3 年	100 元/3 个制冷剂+1 个冷冻油	45 元	580 元	
四滤	机油滤清器	1 年/1 万公里	39 元	39 元	702 元	
	空气滤清器	2 年/2 万公里	56 元	19 元	375 元	
	空调滤清器	2 年/2 万公里	79 元	25 元	520 元	
	燃油滤清器	3 年/4 万公里	435 元	99 元	1602 元	
易损件	火花塞	普通 3 万-5 万公里 里/铱、铂 8 万公里	316 元/4 个	36 元	704 元	
	刹车片	4 万公里	559 元 (前), 429 元 (后)	69 元 (前), 79 元 (后)	5680 元	
	刹车盘	10 万公里	776 元/2 个 (前), 656 元/2 个 (后)	69 元 (前), 79 元 (后)	3160 元	
	雨刮器	1 万公里	158 元	5 元	1467 元	
	正时链条	8 万公里	944 元	1199 元	4286 元	
	发动机附件皮带	8 万公里	547 元	100 元	1294 元	
	蓄电池	2 年/4 万公里	559 元	0 元	2795 元	
	轮胎	5 年/6 万公里	1500-2796 元/4 条	0 元	3000-5592 元	
	保养	清洗节气门	1 万公里	29 元	99 元	1152 元
		清洗燃油系统	3 年/9 万公里	258 元/喷油嘴+进气	150 元/2 项清洗	1224 元
四轮定位		更换轮胎时		149 元	298 元	

资料来源：途虎 APP，汽车保养手册，懂车帝，有驾，民生证券研究院

## 5.2 途虎工场店 VS 夫妻老婆店

门店规模来看，途虎和夫妻老婆店属不同类别经营标准。按照 2024 年 4 月 1 日起实施的新国标《汽车维修业经营业务条件》规定，汽车维修企业按规模大小分为一类和二类汽车整车维修企业以及综合小修及专项维修业户。一类企业生产厂房面积应不小于 800 m<sup>2</sup>；二类企业生产厂房面积应不小于 200 m<sup>2</sup>；综合小修生产厂房面积应不小于 100 m<sup>2</sup>。根据招股说明书，典型的途虎工场店面积在 300-500 m<sup>2</sup>之间，平均工位为 6 个，为汽车整车维修企业，产能更多；路边常见的门店为夫妻老婆店，为汽车综合小修及专项维修业户，多为 1-2 个工位，或采用挂牌模式。

图35：途虎工场店



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

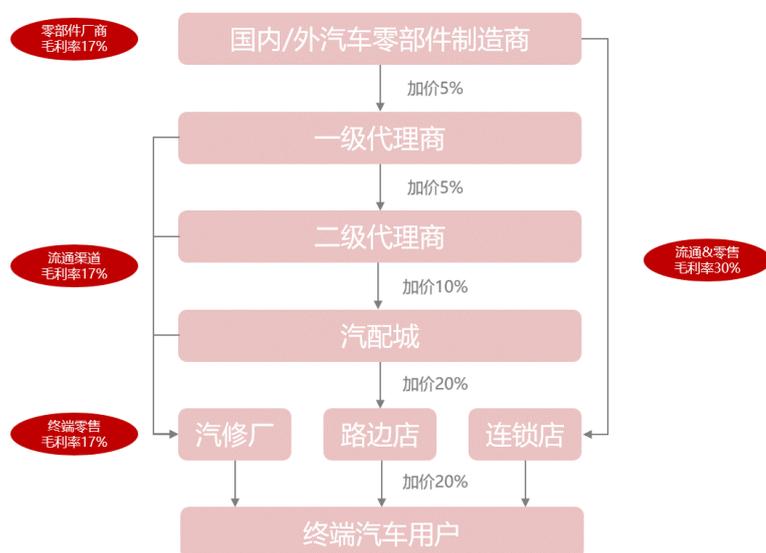
图36：壳牌喜力挂牌汽修店



资料来源：百度地图，民生证券研究院

供应链来看，途虎比夫妻老婆店享有更大毛利空间。根据德勤的报告，夫妻老婆店通常从汽配厂进货，一级代理商、二级代理商及汽配城的多层级流转后，通常加价 20%，有 17% 左右毛利率；而途虎直接从零部件制造厂商拿货，通过打通 B 端到 C 端的链路，途虎享有全流通渠道和终端零售两方面毛利，总毛利率约为 30%。

图37：多级分销渠道下某汽车配件的流转加价率及层级毛利率情况

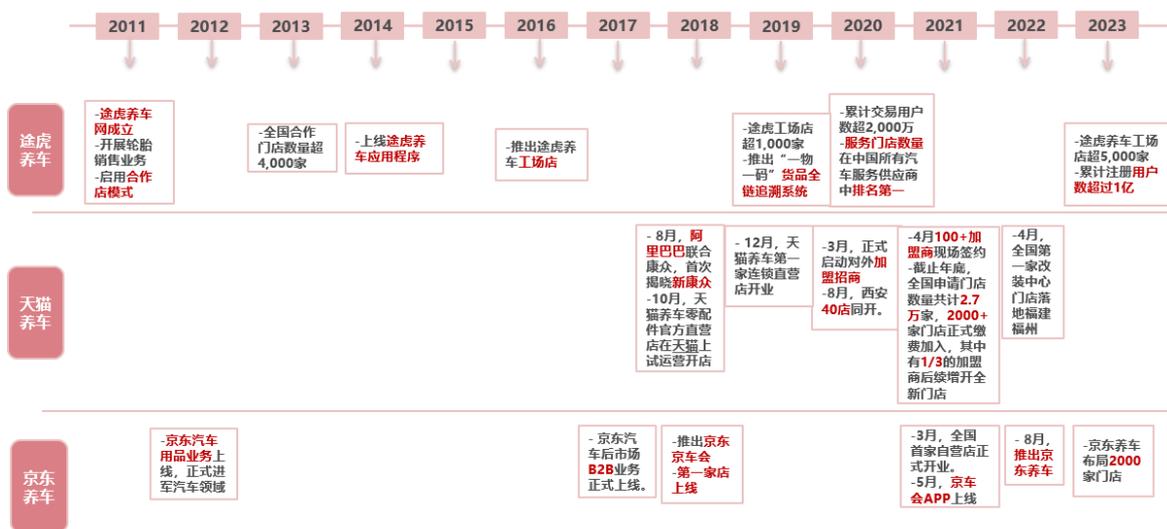


资料来源：德勤，AC 汽车，民生证券研究院

## Q6: 如何看待途虎养车 VS 天猫养车和京东养车?

追溯历史：天猫养车、京东车会于 2018 年推出，途虎养车则成立于 2011 年，率先于 2016 年实现汽车业务线上线下一体化。截至 2020 年，途虎养车服务门店数量已在中国所有汽车服务供应商中名列首位。截至 2024 年 5 月，途虎养车工场店数量超 6,000 家。天猫养车成立于 2018 年，依托阿里巴巴大数据生态系统，主打智能化运营；京东于 2018 年推出京车会，2022 年 8 月推出京东养车。

图38: 途虎养车、天猫养车、京东养车历史发展图



资料来源：公司官网，公司招股说明书，民生证券研究院

途虎养车、天猫养车和京东养车的加盟政策均实行分级管理。2024 年途虎持续加码下沉市场。对比三家，加盟商投入差异最大的为抽成类目（天猫养车为管理费，京东养车为技术服务费），途虎对加盟门店收取经营利润 10%，天猫养车和京东养车从门店营业额进行收费，抽成比例为 1%。根据途虎招股说明书，加盟门店约在 6-8 月实现盈利，途虎免除爬坡期的部分费用，有利于门店更好地走上正轨。

表8: 2024 年“猫狗虎”加盟费收费标准

品牌	门店类型	加盟费收费标准
天猫养车	标准店 (ABCDE 级城市)	5 万元/3 年
	老开新标准店 (ABCD 级城市)	
	老开新标准店 (E 级县级城市)	0 元
京东养车	养车贴膜/轻改中心 (ABCD 级城市)	标准: 9 万/前 3 年; 2024 特惠: 3 万/前 3 年或 7 万/5 年
	标准政策	20 万元/3 年
	新店优惠政策 (A 级城市)	市区: 15 万元/3 年, 郊县: 10 万元/3 年
	新店优惠政策 (B 级城市)	市区: 10 万元/3 年, 郊县: 6 万元/3 年
	新店优惠政策 (C 级城市)	6 万元/3 年
	老开新优惠政策 (A 级城市)	10 万元/3 年

途虎养车	老开新优惠政策 (B 级城市)	6 万元/3 年
	老开新优惠政策 (C 级城市)	3 万元/3 年
	BC 级城市	15 万元/3 年
	新店 (DEF 级城市)	10 万元/3 年
	单店城市老开新 (DEF 级城市)	10 万元/3 年
	“新城”开首店 (DEF 级城市)	10 万元/3 年
	重点省份 DEF 级城市 (黑龙江、吉林、辽宁、内蒙古、新疆、宁夏、青海、甘肃)	15 万元/3 年

资料来源: 各品牌官方微信公众号, 民生证券研究院

表9: 2024 年“猫狗虎”保证金收费标准

品牌	门店类型	保证金收费标准
天猫养车	标准店 (ABCDE 级城市)	10 万元/店
	老开新标准店 (ABCD 级城市)	10 万元/店 (同商圈免收)
	老开新标准店 (E 级县级城市)	10 万元/店
	养车贴膜/轻改中心 (ABCD 级城市)	3 万元/店
京东养车	标准政策	10 万元
	新店优惠政策 (A 级城市)	8 万元
	新店优惠政策 (B 级城市)	6 万元
	新店优惠政策 (C 级城市)	6 万元
途虎养车	老开新优惠政策 (ABC 级城市)	6 万元
途虎养车	所有门店	10 万元/店

资料来源: 各品牌官方微信公众号, 民生证券研究院

表10: 2024 年“猫狗虎”管理费收费标准

品牌	门店类型	管理费收费标准
天猫养车	所有门店	营业额 1% (自签约之日起免前 180 天)
京东养车	标准政策	8000 元/月
	新店优惠政策 (A 级城市)	市区/郊县: 7000 元/6000 元 (减免 3 个月)
	新店优惠政策 (B 级城市)	市区/郊县: 6000 元/5000 元 (减免 3 个月)
	新店优惠政策 (C 级城市)	5000 元 (减免 3 个月)
	老开新优惠政策 (A 级城市)	市区/郊县: 7000 元/6000 元 (减免 6 个月)
	老开新优惠政策 (B 级城市)	市区/郊县: 6000 元/5000 元 (减免 6 个月)
途虎养车	老开新优惠政策 (C 级城市)	5000 元 (减免 6 个月)
	A 级城市门店	减免 9 个月
	单店城市老开新 (DEF 级城市)	老店减免 6 个月
	“新城”开首店 (DEF 级城市)	12 个月全免

资料来源: 各品牌官方微信公众号, 民生证券研究院

表11: 2024 年天猫养车和京东养车技术服务费和途虎抽成收费标准

品牌	门店类型	技术服务费或抽成标准
天猫养车	老开新标准店 (ABCDE 级城市)	3000/月 (自开业之日起免前 90 天)
	养车贴膜/轻改中心 (ABCD 级城市)	2000/月 (自开业之日起免前 90 天)
	老开新标准店 (ABCDE 级城市)	3000/月 (自开业之日起免前 90 天)

京东养车

所有门店

营业额 1%

途虎养车

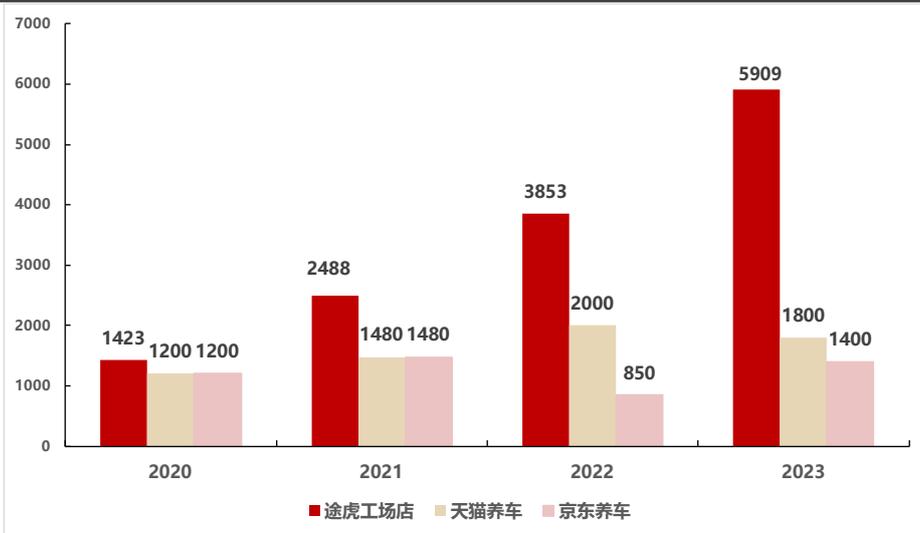
所有盈利门店

经营利润 10%

资料来源：各品牌官方微信公众号，民生证券研究院

从开店速度来看，截至 2023 年底，途虎工场店数量为 5909 家，是天猫养车的 3 倍+和京东养车的 4 倍+。从 2020 年至 2023 年，途虎工场店年化增长 61%，天猫养车和京东养车的 CAGR 分别为 14%和 5%。

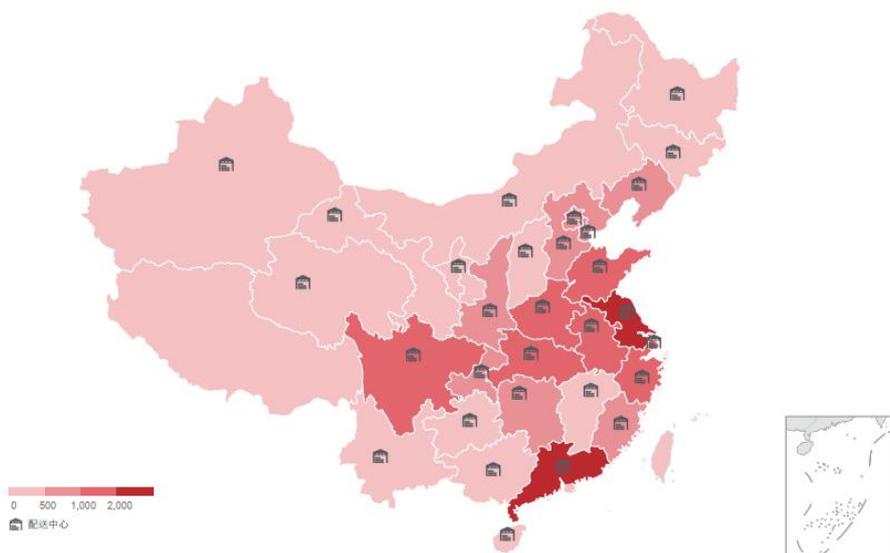
图39：2020-2023 “虎猫狗” 门店数量（单位：家）



资料来源：公司招股说明书，公司官网，民生证券研究院

从供应链管理来看，途虎凭借其广泛的门店数量，建立起相对完善的供应链，铺设更多的货物。根据公司年报，截至 2023 年途虎在全国拥有 34 个区域配送中心（RDC）、511 个包括合伙人模式的前端配送中心（FDC）和每个门店配备的门店仓。截至 2022 年底，天猫养车依靠新康众，拥有 41 个区域物流中心和 1200 多个前置仓。京东养车则是依靠京东物流和德邦物流的网络完成供应链履约。

图40：截至 2023 年 3 月 31 日途虎门店网络覆盖范围及密度



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

## Q7：加盟商和消费者为什么选择途虎？

探究维保业务产值的底层逻辑，解决产业发展核心问题是招揽加盟商的第一要务。根据普华永道的报告，车企的维保产值=用户基数\*(1-用户流失率)\*进店频次\*客单价。我们认为，从途虎角度来看，将存量车主转化为门店客户的能力决定了单店用户基数；车龄和门店的便利程度决定消费者的进店频次；消费者的粘性对应了用户忠诚率；消费品类 SKU 的齐全度决定了客单价。

图41：维保产值的底层逻辑、相关指标和影响环节



资料来源：普华永道，民生证券研究院

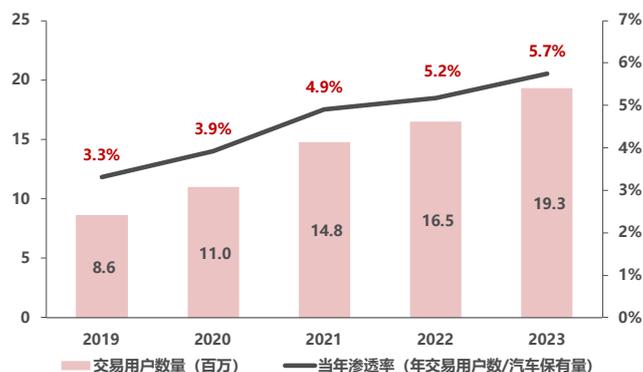
作为 O2O 的商业模式，流量是获取客户的基础。根据公司年报，途虎不断挖掘零售新渠道，包括直播电商。2023 年途虎所运营的 KOL 账号及官方直播渠道按产品属性和内容划分，已积累数百万粉丝，在抖音电商平台上，店铺全年长期位列抖音电单车后行业品牌 GMV 榜首。从交易用户量来看，2023 年在途虎全渠道交易过的用户数量为 1930 万，覆盖当年汽车保有量持续提升至 5.7%。

图42：途虎养车抖音官方直播间



资料来源：途虎抖音官方直播间，民生证券研究院

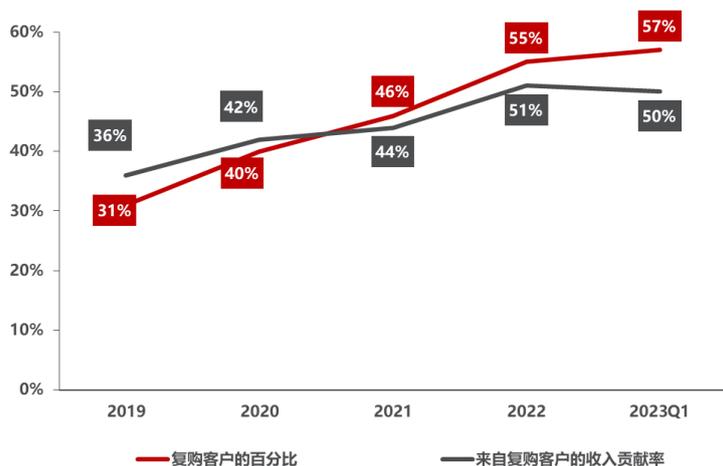
图43：20019-2023 年途虎交易用户量及渗透率



资料来源：公司招股说明书，公司公告，公安部，民生证券研究院

根据公司招股说明书，途虎用户复购率和满意度持续提升。2019-2023Q1 途虎复购客户的比例由 31%持续提升至 57%；来自复购客户的收入贡献在 2023Q1 保持在 50%左右水平。根据公司年报，途虎的客户满意度达 94.2%，较 2022 年提升了 1.5pct；持续领跑行业。

图44：2019-2023Q1 途虎用户复购率和复购客户收入贡献率



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

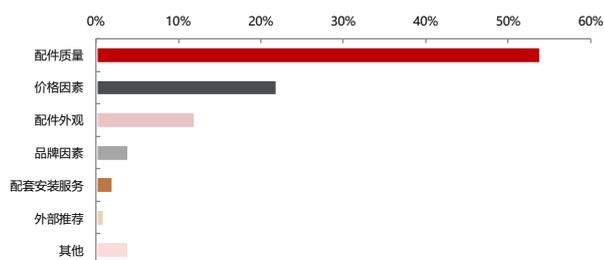
车主的消费品类对应了门店的产品矩阵。从备货压力来看，途虎的加盟商几乎可以充当“甩手掌柜”。根据途虎的招股说明书，途虎加盟商的外采比例小于 5%，绝大多数货品由公司基于大数据直接采购和分配运输。从货品的丰富度来看，2023 年途虎轮胎品类 SKU 覆盖增长超过 700 个，拓展至 5000 多种；保养业务纵深拓展到包括三滤、刹车油、蓄电池等超过 41 个保养类目，横向新增至超过 8000 个 SKU；快修业务新增 108 个细分类目，配件 SKU 增至超 35 万个。

图45：途虎养车同车型下机油和轮胎可选消费品

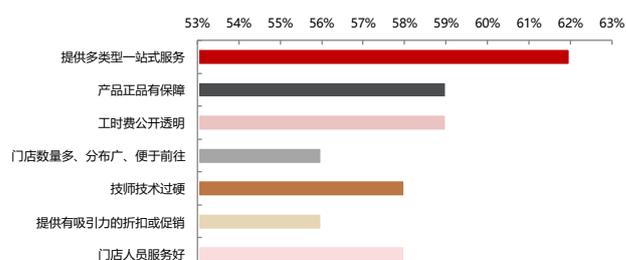


资料来源：途虎养车 APP，民生证券研究院

根据德勤咨询对中国消费者在汽车配件和相应服务的调研结果，客观性因素占主要选择偏好。中国消费者对产品而言，最关心的是其质量和价格；对服务最在意的是齐全度、保障性、透明度和便利性。综合来看，具有正品保障，提供公开透明的高性价比产品，并且距离较近的门店易于获得消费者青睐。

**图46：中国消费者汽车配件产品消费决定因素**


资料来源：德勤，民生证券研究院

**图47：中国消费者汽车后服务消费决定因素**


资料来源：德勤，民生证券研究院

**对比“618”期间各连锁品牌的保养促销套餐，途虎的价格具有较强吸引力。**

论单价，途虎依靠自有品牌“驾驰”，实现4L全合成机油+机滤+安装工时费150元较低客单；论流通品，途虎的美孚1号机油保养套餐，含4L全合成机油+机滤+安装工时费总计339元，在品牌产品中也具有较高性价比。

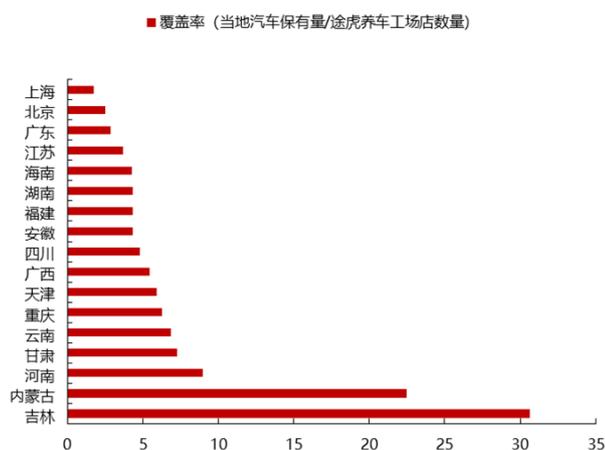
**表12：2024年“618”期间各连锁品牌保养促销套餐**

序号	连锁品牌	套餐内容	机油品牌	价格(元)
1	途虎养车	4L全合成机油、机滤、工时	驾驰	150
2	途虎养车	4L全合成机油、机滤、工时	美孚/美孚1号	339
3	天猫养车	4L全合成机油、机滤、工时、车检、洗车、玻璃水	全能9号经典	429
4	京东养车	4L全合成机油、机滤、工时、车检、玻璃水	金装升龙蟠油	189
5	京东养车	4L全合成机油、机滤、工时、车检	嘉实多悦行/壳牌劲速机油	329
6	百援精养	4L全合成机油、机滤、工时、车检、机舱清洗、玻璃水、洗车、消毒、轮胎加气、铰链润滑、门窗保养	SK A7/睿烁	198
7	百援精养	4L全合成机油、工时	SK/睿烁	100
8	小拇指	4L全合成机油、机滤、工时、洗车、玻璃水、发动机清洗、车检、轮胎补气、胎压检测	ZM402	188.8
9	小拇指	4L全合成机油、机滤、工时、洗车、玻璃水、发动机清洗、车检、轮胎补气、胎压检测	G500	198
10	驰加	4L全合成机油、工时、机滤、玻璃水、发动机清洗、车检	壳牌	239
11	驰加	4L全合成机油、工时、机滤、玻璃水、发动机清洗、车检	壳牌/福斯	358
12	车享家	4L全合成机油、工时	壳牌黄壳	298
13	车享家	4L全合成机油、工时	嘉实多	478
14	兔师傅	5L全合成机油、工时	马石油	198
15	百顺养车	全合成机油、机滤、车检、轮胎补气、吹机舱	福斯	159
16	大唛养车	5L全合成机油、机滤、车检	美孚/马石油	199
17	大唛养车	合成小保养套餐、引擎清洗、车检	美孚/马石油	248
19	豫涛	4L全合成机油、机滤、工时、空调除臭、安检	太行	188
20	华胜	5L全合成机油、工时、机滤、车检、洗车、臭氧杀菌、玻璃水	壳牌/福斯/泰坦	359

资料来源：抖音商城，民生证券研究院

对途虎养车 APP 工场店保养门店的数量的统计，部分经济较发达地区途虎养车工场店数量已突破 200 家。根据部分省市已披露 2023 年汽车保有量，将汽车保有量/当地途虎工场店数量，可算得该地区工场店覆盖的乘用车数量，综合来说，上海是途虎工场店开设最为密集的城市，平均每家途虎工场店覆盖乘用车数量不足 2 万辆。途虎工场店作为社区保养店，在选定住宅区 10KM 范围内有 9 家途虎工场店，便于消费者选择前往。

图48：2023 年途虎工场店覆盖率



资料来源：途虎养车 APP，乘联社，统计局，民生证券研究院

图49：上海市途虎养车工场店 10km 内覆盖密度



资料来源：途虎养车 APP，民生证券研究院

从配件的正品质来说，途虎源头采购正品有保障。途虎加盟工场店的门头统一装修印有“正品自营”，在保证正品的前提下，途虎联合国内外知名轮胎品牌，全网独家上线“金牌质保”，用户在途虎养车平台购买并安装轮胎后，均可享受为期 3 年的“金牌质保”。如遇到撞击损伤导致的鼓包或爆胎问题，补贴金额最高可达 80%。敢于承诺的背后，是途虎直接与制造商采购，且门店外采比例小于 5% 的管控自信度。

图50：途虎养车门头



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

## Q8: 为什么长期以来第三方连锁化率很低?

从消费品类来看，易损件的零售化仍有较大提升空间。根据德勤的测算，易损件中轮胎、蓄电池和油液由于其表外形特征，标品化、品牌认知度及流通效率相对较早地从批售化向快消化转型，线上化率更显著高于空气滤、刹车片、火花塞、雨刮器等深层配件的类目。

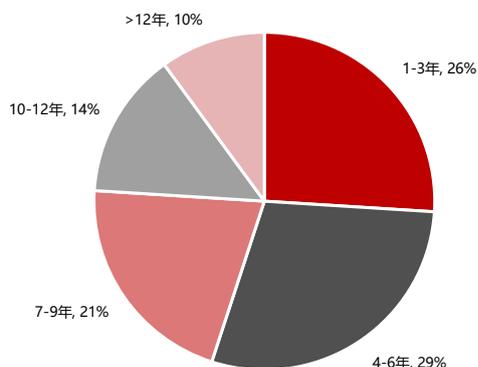
图51: 2019年易损件主要产品特征

种类	轮胎	机油/机滤	蓄电池	空气滤	刹车片	火花塞	雨刮器
更换频率 (每年)	1-1.5条	2.4次	0.4次	0.6次	0.2次	0.3次	0.5次
标品化							
品牌认知度							
流通效率							
线上化率	10%	7-8%	5%	<2%	<1%	<1%	<2%

资料来源: 德勤, 民生证券研究院

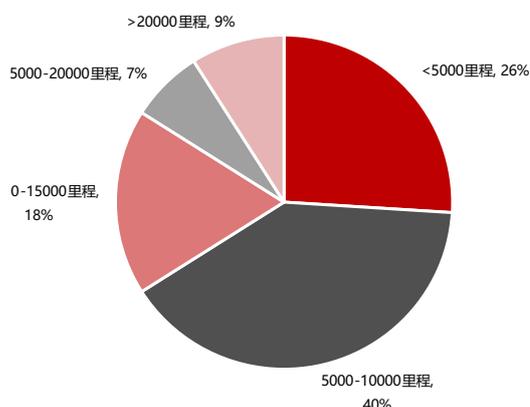
从汽车状态来看，较新的车需要维保的概率偏小，遑论前往第三方连锁。2022年我国汽车平均车龄为 6.2 年，传统意义上，售后市场维修的“最佳点”被认为是 6-11 岁。根据 F6 大数据研究院对我国汽车车龄和行驶里程的分布情况统计，2022 年我国仍有 55% 的汽车车龄在 6 年及以下，66% 的汽车行驶里程低于 1 万公里，第三方连锁店的需求释放仍需时间。

图52: 2022年中国汽车车龄分布情况



资料来源: F6 大数据研究院, 民生证券研究院

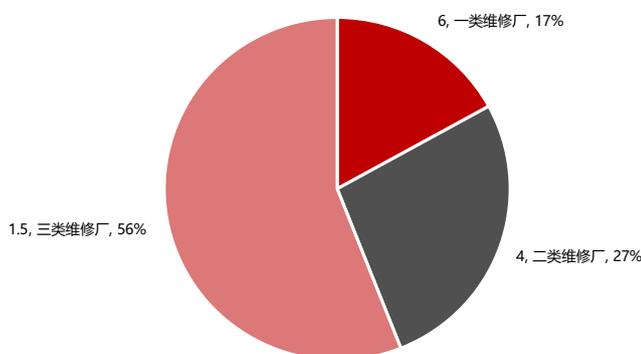
图53: 2022年中国汽车行驶里程分布情况



资料来源: F6 大数据研究院, 民生证券研究院

从供给方来看，我国共有 44 万家汽车维修厂。根据汽车服务世界的统计，截至 2023 年底，我国一类维修厂大约有 7.5 万家，二类修理厂大约有 11.9 万家，三类修理厂大约有 24.6 万家，占比超过 50%。我们假设一类、二类、三类修理厂每店的平均工位分别为 10/1.5 个。从门店数量来说，途虎工场店超过 6000 家，约占总维修厂 1.4%；从工位数量来说，途虎平均每店 6 个工位，约占总数的 2.4%。以途虎大部分门店所归属的二类修理厂来看，按门店数量来算，途虎市占率约为 5%；按工位数量来算，途虎市占率约为 8%。考虑到一类修理厂主要为 4S 店，三类修理厂主要为街边夫妻老婆店，未来途虎在全行业的市占率有望随 4S 店和街边店的持续退网而获得较大幅度的提升。

**图54：2023 年各类修理厂个数（万家）及比例**



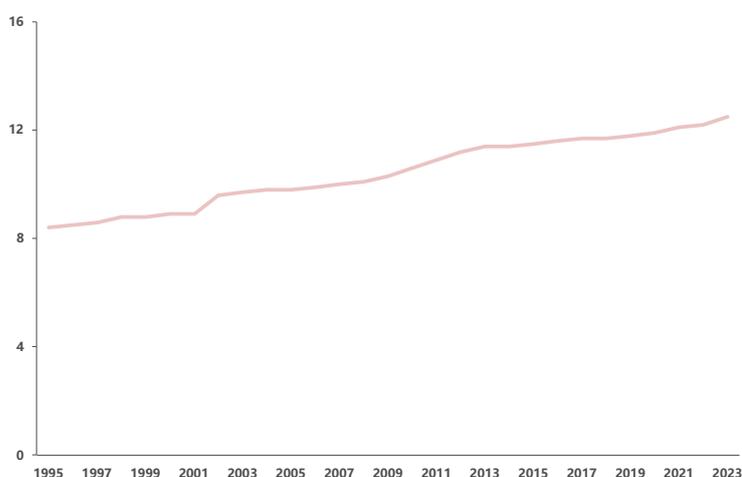
资料来源：汽车服务世界，民生证券研究院

## Q9：对标美国车后市场，复盘连锁龙头成长路径

### 9.1 望尘追迹，中国车后市场发展前路可期

受限于汽车工业起步时间，中国平均车龄与美国相距甚远。根据美国交通运输部数据，1995年美国乘用车平均车龄为8.4年，并于2002年由前一年的8.9年越升至9.6年，此后逐年稳步提升，2023年美国平均车龄已达12.5年。根据途虎招股说明书，2022年中国平均车龄为6.2年，预计在2027年达到8.0年，有望追赶至美国1995年左右水平。

图55：1995-2023年美国乘用车平均车龄



资料来源：美国交通运输部，民生证券研究院

从用车习惯来看，中国车主使用频次低于美国。中国消费者的用车场景主要集中在通勤等市内短途出行，2019年我国汽车年均行驶里程约为1.71万公里，明显低于美国的2.16万公里。根据汽车手册，维保类目通常采取汽车行驶里程和车龄孰先原则，中国乘用车的平均车龄和里程行驶数均低于美国，将更晚进入车后维修“甜蜜期”（6-11年车龄阶段）。

图56：2019中美汽车年均行驶里程对比



资料来源：德勤，民生证券研究院

从维保习惯来看,中国消费者偏好 DIFM 模式。从整体市场价值链全景来看,按照终端需求可以将汽车维保市场分成三大类型需求,分别是原厂维保 DIFM (Do It For Me, 供应商提供服务) 需求、非原厂维保 DIFM 需求以及非原厂维保 DIY 需求 (Do It Yourself, 消费者自己安装)。根据德勤报告, DIFM 模式在国内市场份额超过 95%, 而美国市场份额近 20%, 受劳动市场红利和消费认知能力受限,长期国内将继续由 DIFM 主导。细拆美国 56%的非原厂 DIFM 需求, CR4 市场集中度超过 50%, 占总市场份额近 30%。

图57: 中美汽车价值链及渠道模式异同分析

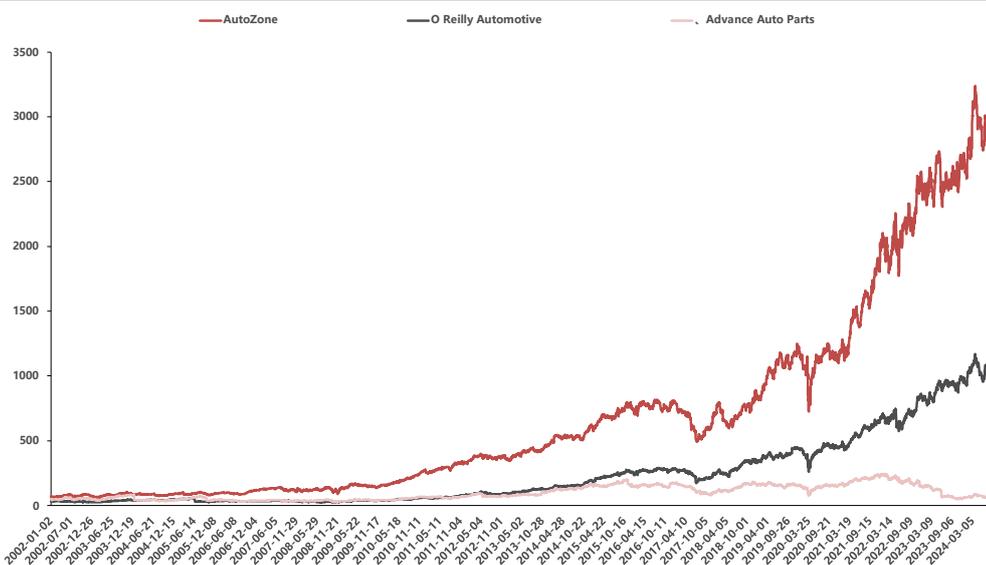


资料来源: 德勤, 民生证券研究院

## 9.2 他山之石，探寻美股车后龙头的成长之路

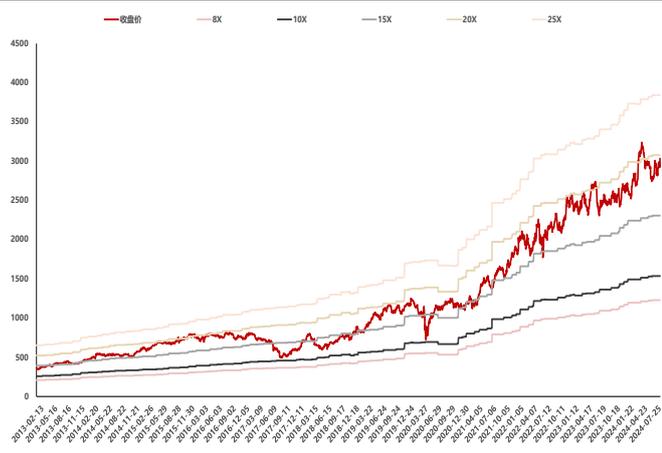
**复盘股价：**自 2002 年以来，美国汽配市场迎来长牛。从股价上来说，2002-2023 年美股汽配龙头 AutoZone 年复合增速达 17%，O'Reilly 的年复合增速为 16%，Advanced Auto Parts 年复合增速接近于 0。2013-2023 年的 10 年间，AutoZone 的股价年复合增速达 24%，平均估值在 15x-20x PE 之间波动；O'Reilly 的股价年复合增速为 28%，平均估值在 20x-25x PE 之间波动。

图58：2002 年至今美股汽配上市公司股价（单位：美元）



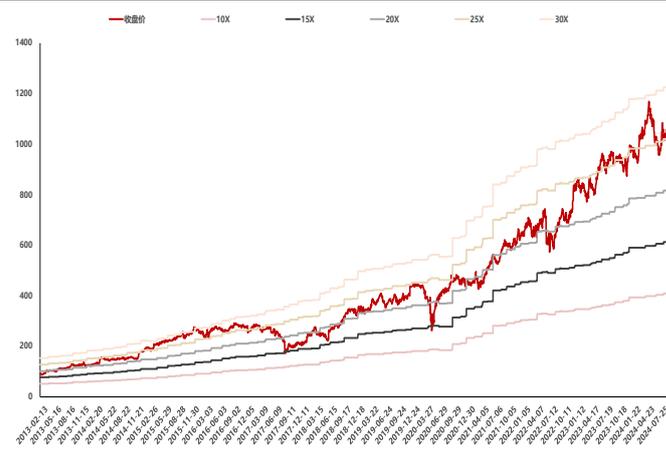
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图59：2013 年至今 Autozone 的 PE BAND



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图60：2013 年至今 O'Reilly 的 PE BAND



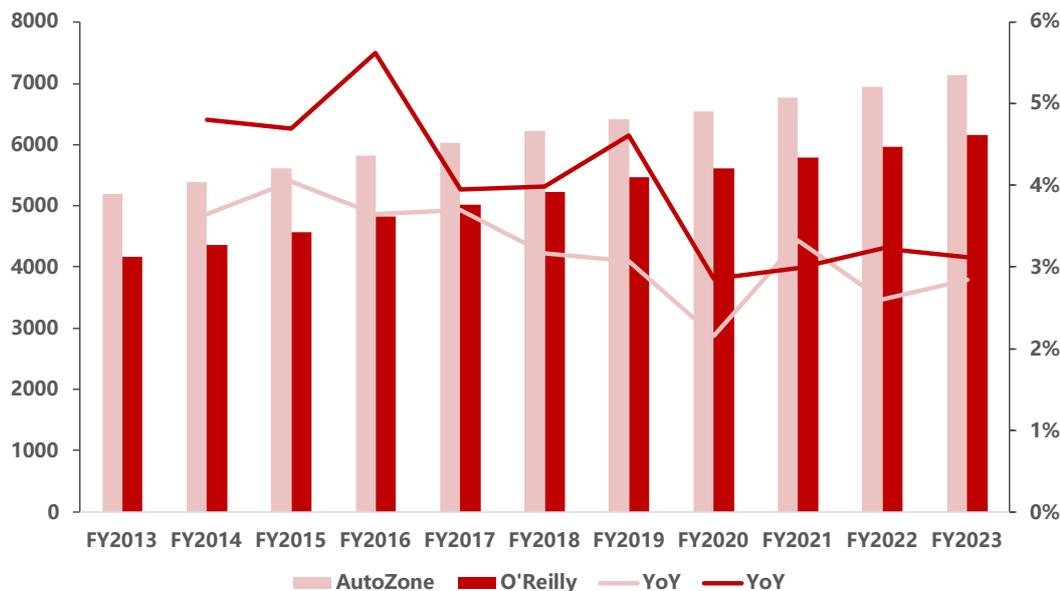
资料来源：iFinD，民生证券研究院

以下我们将重点探究 Autozone 和 O'Reilly 长期走牛，以及 O'Reilly 后来者居上的背后原因。其中 AutoZone 公司财年与日历年不一致，FY2023 年报覆盖时间为 2022 年 9 月 1 日至 2023 年 8 月 31 日。

**从门店拓展情况来看，连锁汽修门店数量持续提升。**Autozone 成立于 1979 年，原名“汽车小屋”，O'reilly 成立了与 1957 年，1998 年起通过并购迅速抢占

市场。FY2013-FY2023, Autozone 门店数量由 5201 家增长至 7140 家, 年复合增速为 3.2%; O'Reilly 门店数量由 4166 家增长至 6157 家, CAGR 为 4.0%, 两家每年闭店数均只有小个位数, 门店经营状况格外稳定。根据 ISISWorld 数据, 截至 2023 年, 美国汽配连锁门店约 43879 家, Autozone 和 O'Reilly 门店数量分别占市场份额 16%和 14%。

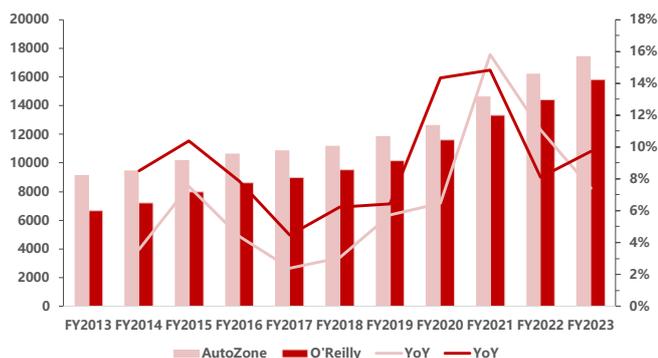
图61: FY2013-FY2023 AutoZone 和 O'Reilly 美国本土门店数量变化 (单位: 家)



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

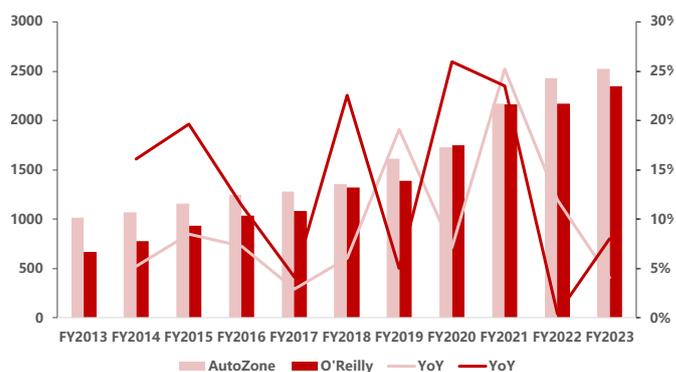
从财报表现来看, O'Reilly 迎头直追 Autozone 业绩。FY2013-FY2023, Autozone 营业收入由 91 亿美元增长至 175 亿美元, 年复合增速为 6.7%; O'Reilly 营业收入由 66 亿美元增长至 158 亿美元, 年复合增速为 9.0%; Autozone 经调整净利润(扣除股权激励)由 10.2 亿美元增长至 25.3 亿美元, 年复合增速为 9.5%; O'Reilly 经调整净利润(扣除股权激励)由 6.7 亿美元增长至 23.5 亿美元, 年复合增速为 13.3%。

图62: FY2013-FY2023 AutoZone 和 O'Reilly 营收及同比增速 (单位: 百万美元)



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

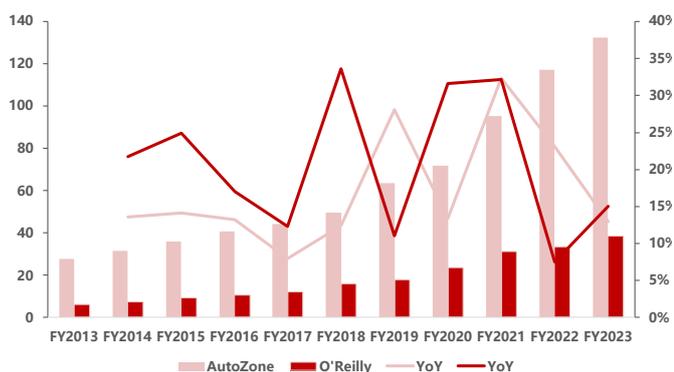
图63: FY2013-FY2023 AutoZone 和 O'Reilly 经调整净利润及同比增速 (单位: 百万美元)



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

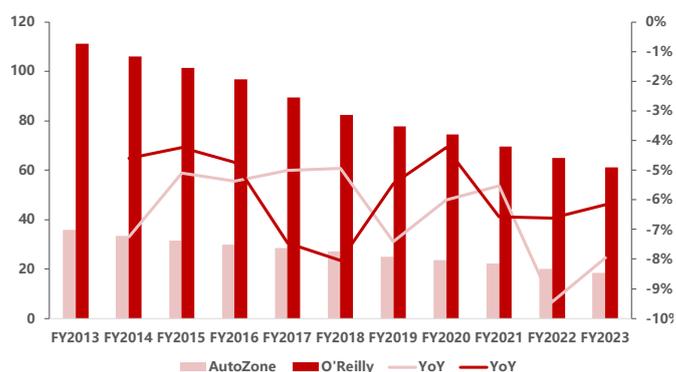
经调整 EPS 增速超利润增速，回购提升股东回报。FY2013-FY2023，Autozone 的经调整 EPS 由 27.79 美元增长至 132.36 美元，年复合增速为 16.9%；O'Reilly 经调整 EPS 由 6.03 美元增长至 38.47 美元，年复合增速为 20.4%；两家增速均远超利润增速，主要是由于公司定期回购计划，摊薄股本结构。FY2013-FY2023，Autozone 的总股本数量由 3590 万股减少至 1850 万股，每年回购约 6.4%；O'Reilly 的总股本数量由 1.1 亿股减少至 6100 万股，每年回购约 5.8%；

图64: FY2013-FY2023 AutoZone 和 O'Reilly 经调整 EPS 及同比增速 (单位: 美元)



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

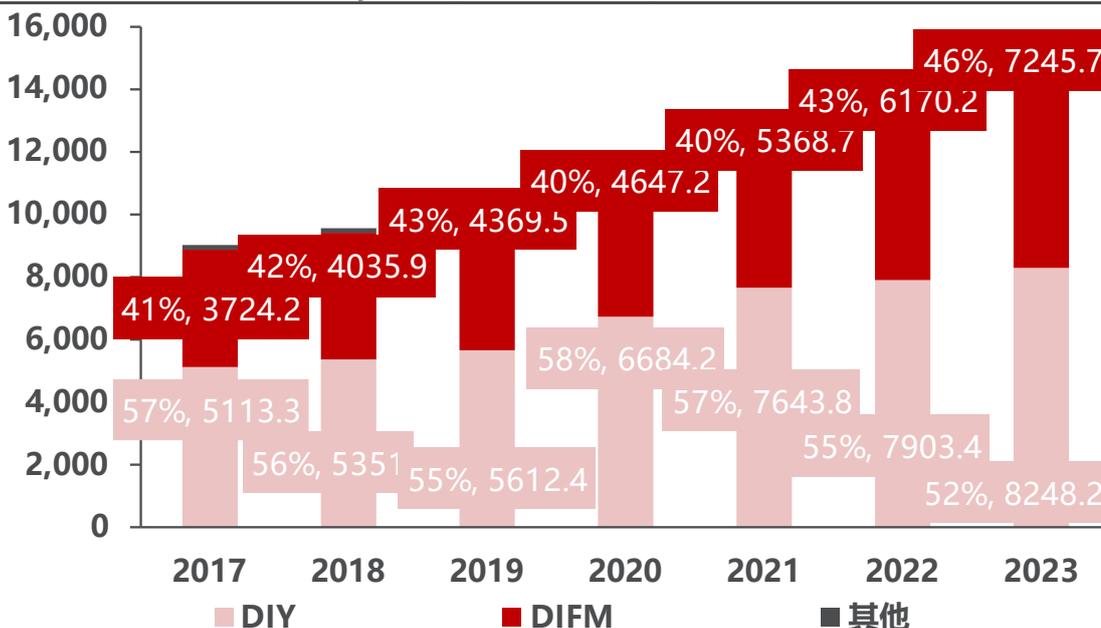
图65: FY2013-FY2023 AutoZone 和 O'Reilly 总股本数量 (加权后) 及同比增速 (单位: 百万股)



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

O'Reilly 有望赶超的驱动力来自于 DIFM 业务比例提升。Autozone 偏好货架商品模式，DIY 比例接近 80%。随着车主年龄年轻化，DIY 能力弱于上一代车主，消费者对 DIFM 偏好提高。2017-2023 年 O'Reilly 的 DIFM 比例由 41% 提升至 46%，加大服务提供适配市场需求。

图66: 2017-2023 年 O'Reilly 营收 (单位: 百万美元) 结构比例

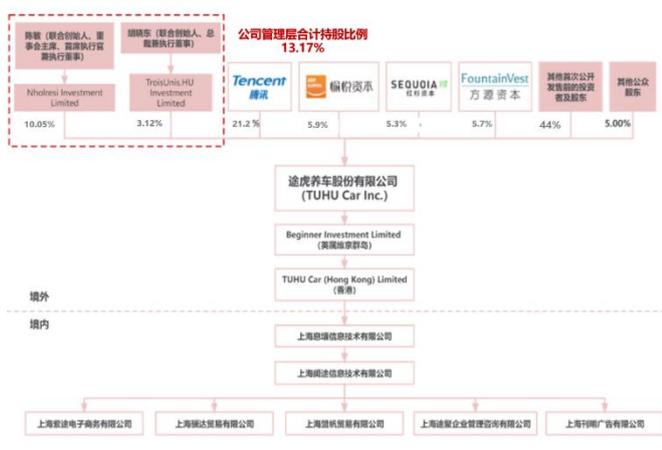


资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

## Q10: 小非成本的拆解?

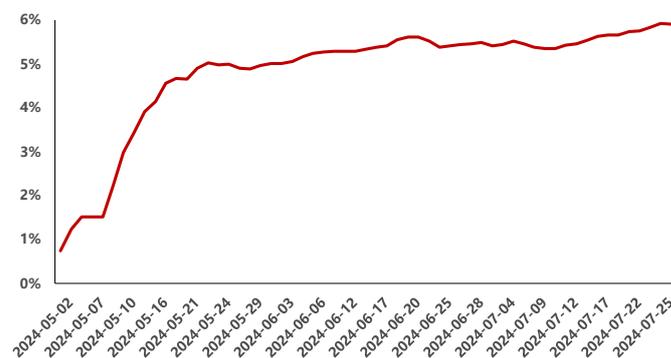
**小非持股较大，港股通持股比例稳健提升。**根据公司年报，截至 2023 年底，途虎管理层陈敏和顾晓东合计持股 13.17%，腾讯持股 21.2%，除愉悦、红杉、方源三大股东外，其他小非股东持股比例约为 44%。自 4 月 26 日入通以来，港股通持股持续提升，截至 7 月 25 日，港股通持股占总股本比例约为 5.9%。

图67: 截至 2023 年底公司股权结构



资料来源: 公司年报, iFinD, 民生证券研究院

图68: 途虎入通至今港股通持股占总股本比例



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

**小非持股成本:** 根据公司招股说明书，公司在 IPO 前历经 16 轮融资，获得数十家知名投资机构共计约 96 亿元人民币的投资，其中约 20% 比例股东的持股成本小于 10 港元，合计超过 50% 比例股东持股成本小于 15 港元。

表13: 途虎历史融资轮次和每股成本

融资轮次	时间	融资金额	投资方	每股成本 (港元)	持股比例
种子轮	2013/6/18	92.90 万元人民币	原子创投	0.08	1.37%
A 轮	2014/6/16	500.00 万美元	愉悦资本、君联资本、红杉中国、D1 Capital Partners、方源资本	0.93	3.63%
B-1	2014/8/5	449 万美元	君联资本、启明创投	3.56	0.99%
B-2	2014/9/25	1450 万美元	君联资本、启明创投	4.58	3.20%
C 轮	2015/2/28	1000.00 万美元	君联资本、启明创投	6.10	1.58%
C+ 轮	2015/7/17	3300.00 万美元	愉悦资本、红杉中国、腾讯投资、汇勤资本	7.40	4.97%
C++ 轮	2015/11/10	5700.00 万美元	红杉中国、启明创投、星界资本	8.80	5.36%
D 轮	2016/9/28	4.20 亿元人民币	原子创投、愉悦资本、星界资本、尚信资本、中金资本、远翼投资	12.20	3.97%
D+ 轮	2016/10/18	4.87 亿元人民币	原子创投、中金资本、腾讯投资、高盛集团、百度	11.68	4.68%
E 轮	2017/10/31	8.80 亿元人民币	原子创投、愉悦资本、启明创投、腾讯资本、中金资本、远翼资本、凯雷投资、B Capital Group、中国一汽	13.22	7.50%
E+ 轮	2017/12/26	4.97 亿元人民币	愉悦资本、红杉资本、中金资本、高盛集团、Shell Ventures、中国平安	13.22	4.21%

E++轮	2018/8/23	14.00 亿元人民币	腾讯投资	14.18	11.10%
E4轮	2018/9/3	8000.00 万元人民币	建设银行	14.81	0.61%
F轮	2020/6/19	3.00 亿美元	腾讯投资、君联资本、愉悦资本、红杉中国、D1CapitalPartners、远翼资本、凯雷投资集团、方源资本	25.53	12.68%
F+轮	2021/2/26	2.76 亿美元	红杉中国、D1 Capital Partners、腾讯投资、中金资本、B Capital Group、中国一汽、方源资本	39.69	6.59%
F++轮	2021/11/29	1.27 亿美元	建设银行、腾讯投资、方源资本	42.72	2.81%
基石投资	2023/9/13	1.00 亿美元	腾讯投资、零跑汽车、国轩高科、紫竹高新区、嘉实多	31.28	3.09%
IPO	2023/9/26	11.37 亿港元		28.51	2.61%

资料来源：公司招股说明书，新财富，企查查，民生证券研究院

## Q11: 途虎的管理层背景?

**互联网思维与汽车配件行业洞察。**途虎养车的联合创始人及首席执行官陈敏，原是惠普公司的软件开发师，后转向车险服务领域。携带丰富的互联网经验和对汽车服务行业的深刻洞察，与拥有深厚软件技术功底的胡晓东共同创立了途虎养车。他们采用线上与线下结合的 O2O 创新模式。

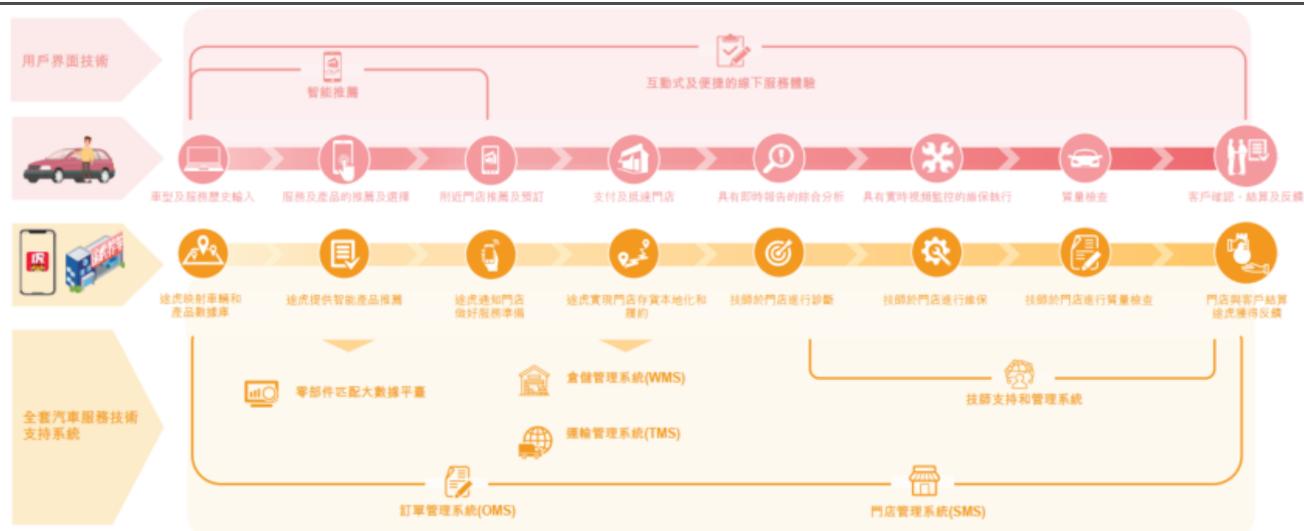
图69: 途虎管理团队



资料来源：公司官网，公司招股说明书，民生研究院

**自研系统，数字化运营实力强。**凭借管理人的科技背景，途虎自研汽车服务技术支持系统，涵盖零部件匹配数据平台、仓储管理系统、运输管理系统、订单管理系统、门店管理系统、及时支持和管理系统。根据招股说明书，截至 2023 年 3 月 31 日，途虎的汽车零部件数据库匹配准确率高达 99.99%，精准匹配全国 286 个品牌，超过 6.6 万款车型的零部件需求和库存管理。

图70: 途虎系统化支持平台



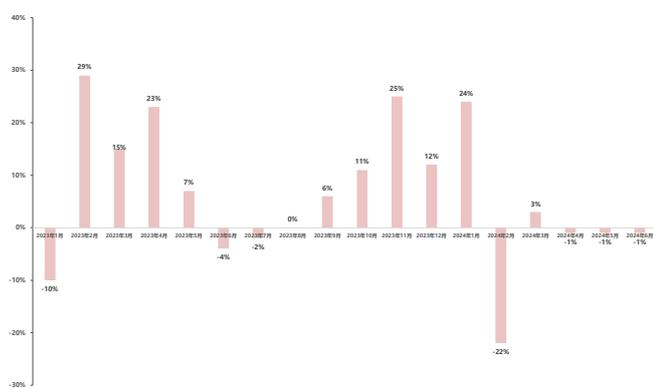
资料来源：公司招股说明书，民生研究院

## 12 盈利预测

### 12.1 盈利预测假设与业务拆分

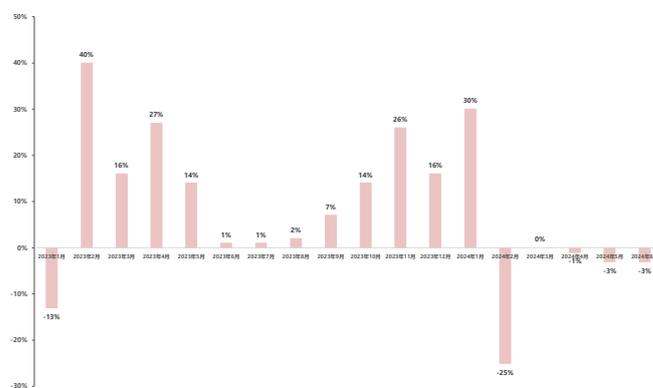
**2024 车后市场行业整体表现平淡。**根据 F6 大数据研究院的数据，2023 年上半年后市场累计台次同比增长 9%，产值同比增长 13%；然而今年后市场增长乏力，远不及去年同期增速水平，2024 年上半年后市场累计台次和产值均同比增长 1%，其中 Q2 表现更为低迷，当季度累计台次和产值分别同比下滑 1%和 2%。

图71：2023-2024H1 车后市场当月台次同比情况



资料来源：F6 大数据研究院，民生证券研究院

图72：2023-2024H1 车后市场当月产值同比情况



资料来源：F6 大数据研究院，民生证券研究院

**客单下滑明显，行业增长受限。**具体到不同业务的量价来看，2024 年上半年轮胎进店台次增长 3%，保养台次与去年同期持平，其余业务同比下滑；然而在产值上，轮胎业务产值同比仅持平，保养业务产值同比下滑 3%。随着行业竞争逐渐激烈，叠加“618”等促销活动，消费者低价消费偏好愈发显著，产值增速明显落后于进店台次增速，根据 F6 大数据研究院的数据，24Q2 大部分品牌的基础保养均价呈下滑趋势。

表14：2024Q2 不同类型服务产值（不含洗车）变化情况

服务类型	季度产值环比	季度产值同比	年度累计产值同比
维修	+2%	+2%	+4%
钣喷	-9%	-2%	+2%
轮胎	-4%	-4%	0%
保养	-5%	-6%	-3%
美容	+13%	-10%	-6%
精品	+4%	-17%	-14%

资料来源：F6 大数据研究院，民生证券研究院

**基于上半年的行业低迷情况，我们下调了途虎 2024-2026 年的盈利预测。**我们认为，途虎作为国内第三方连锁龙头的领先地位，凭借规模效应和自由自控高毛利率产品的优势，公司仍有超越行业平均的增速。

分业务来看：

1) 向个人客户提供的产品和服务：途虎通过 APP 和线下门店为车主提供一体化的汽车保养、维修服务，我们认为在乘用车保有量车龄提升后，IAM 供应商将迎来一波需求上涨，随着公司门店数量的拓展，公司各项业务均可实现稳健增长。我们预计未来途虎用户量将持续上涨，24-26 年增速分别为 16%/14%/12%；受消费环境影响，消费者偏好更具性价比的产品，我们预计各业务线客单价将有所下滑，根据交易用户\*单位用户收入贡献，我们预计 24-26 年向个人客户提供的产品和服务营收增速为 6%/9%/10%；但由于途虎体系内价格更低的自有自控产品比品牌产品毛利率更高，我们预计各细分业务毛利率有望持续上升。

2) 汽配龙业务：2023 年途虎将批发业务剥离，2023 年该项收入减少 5.8%，为较低基数，2024-2026 年汽配龙业务将随门店拓展继续增长，结合公司开店数量年复合增长 19%，我们预计 2024-2026 收入增速分别为 20%/18%/11%。

3) 广告、加盟及其他服务：我们将广告、加盟及其他服务合并，考虑到 2024 年预计新开店数量少于往年，且卖车和保险业务将持续收窄，预计 2024-2026 年三项业务收入增速分别为-8%/26%/12%。

**表15：公司盈利预测（分业务）**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
向个人终端客户提供汽车产品和服务	轮胎和底盘零部件营收（百万元）	5,064.10	4,592.22	5,552.90	5,704.94	6,125.36	6,660.30
	yoy	20.50%	-9.32%	20.92%	2.74%	7.37%	8.73%
	毛利率	9.01%	14.09%	17.40%	19.46%	20.96%	22.46%
	占比总营收	43.19%	39.77%	40.83%	39.40%	38.10%	37.64%
	汽车保养营收（百万元）	3,841.70	4,025.15	4,932.62	5,258.65	5,870.13	6,574.55
	yoy	46.68%	4.78%	22.55%	6.61%	11.63%	12.00%
	毛利率	26.50%	29.60%	32.40%	33.24%	34.34%	35.44%
	占比总营收	32.77%	34.86%	36.27%	36.32%	36.51%	37.15%
	其他业务营收（百万元）	645.53	639.09	779.89	982.36	1,020.89	1,057.64
	yoy	15.34%	-1.00%	22.03%	25.96%	3.92%	3.60%
	毛利率	5.13%	10.94%	11.94%	0.63%	1.13%	1.63%
	占比总营收	5.51%	5.53%	5.73%	6.78%	6.35%	5.98%
	<b>合计营收（亿元）</b>	<b>9,551.34</b>	<b>9,256.46</b>	<b>11,265.42</b>	<b>11,945.95</b>	<b>13,016.38</b>	<b>14,292.50</b>
	Yoy	29.40%	-3.09%	21.70%	6.04%	8.96%	9.80%
毛利率	14.88%	19.43%	20.14%	21.62%	22.38%	22.38%	
占比总营收	81.47%	80.16%	82.83%	82.50%	80.96%	80.77%	
汽配龙	营收（百万元）	1,514.91	1,466.29	1,381.36	1,652.59	1,953.41	2,162.15
	yoy	57.97%	-3.21%	-5.79%	19.63%	18.20%	10.69%
	毛利率	9.19%	11.87%	16.00%	16.37%	16.87%	17.17%
	占比总营收	12.92%	12.70%	10.16%	11.41%	12.15%	12.22%
广告、加盟及其他服务	营收（百万元）	658.02	824.10	954.31	881.28	1,108.69	1,240.94
	yoy	59.29%	25.24%	15.80%	-7.65%	25.80%	11.93%
	毛利率	82.80%	72.43%	84.10%	81.60%	80.02%	77.26%
	占比总营收	5.61%	7.14%	7.02%	6.09%	6.90%	7.01%
总营收	<b>营收（百万元）</b>	<b>11,724.26</b>	<b>11,546.85</b>	<b>13,601.09</b>	<b>14,479.82</b>	<b>16,078.49</b>	<b>17,695.60</b>
	yoy	33.94%	-1.51%	17.79%	6.46%	11.04%	10.06%
	<b>毛利率</b>	<b>15.95%</b>	<b>19.66%</b>	<b>24.70%</b>	<b>26.01%</b>	<b>27.85%</b>	<b>28.85%</b>

资料来源：Wind，民生证券研究院

## 12.2 估值分析

我们选取港美上市汽车服务公司 AutoZone、O Reilly Automotive、中升控股、永达汽车、美东汽车作为可比公司进行比较，美股可比公司 2024/2025/2026 年 PE 平均为 23/30/19 倍；港股可比公司 2024/2025/2026 年 PE 平均为 5/4/3 倍，根据我们的盈利预测，途虎养车 2024/2025/2026 年 PE 分别为 17/11/8 倍。考虑到美股可比公司所在市场车龄更长，车后市场规模更大，竞争格局为“两强”，途虎为国内车后市场发育期唯一龙头，估值溢价尚未显现；同时港股可比公司均为 OEM 公司，行业处于下行阶段，大部分收入由超低毛利率的新车销售业务贡献，而途虎仅进入高毛利率的保养产业，处于行业上行周期且公司盈利能力显著改善，故估值高于平均水平。

**表16: 可比公司 PE 数据对比**

股票代码	公司简称	收盘价 (美元/港币)	经调整 EPS (美元/港币)				PE (倍)			
			FY	FY	FY	FY	FY	FY	FY	FY
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
AZO.N	AutoZone	3,133.69	132.36	151.70	163.47	183.32	20	20	19	17
ORLY.O	Oreilly Automotive	1,126.34	38.47	42.06	26.65	52.35	25	27	43	22
<b>美股平均值</b>			<b>85.42</b>	<b>96.88</b>	<b>95.06</b>	<b>117.83</b>	<b>22</b>	<b>23</b>	<b>30</b>	<b>19</b>
0881.HK	中升控股	11.42	2.00	2.35	2.71	3.03	9	5	4	4
3669.HK	永达汽车	1.54	0.32	0.37	0.48	0.58	9	4	3	3
1268.HK	美东汽车	1.96	0.12	0.33	0.46	0.62	41	6	4	3
<b>港股平均值</b>			<b>0.81</b>	<b>1.01</b>	<b>1.22</b>	<b>1.41</b>	<b>20</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>3</b>
9690.HK	途虎-W	17.06	0.65	0.99	1.56	2.10	43	17	11	8

资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院;

注: 可比公司数据采用 Bloomberg 一致预期, 美股股价货币单位为美元, 收盘价为 2024 年 7 月 31 日, 其中 AutoZone 公司财年与日历年不一致; 港股货币单位为港币, 收盘价为 2024 年 8 月 1 日; 2024 年 8 月 1 日汇率为: 1CNY=0.1381USD=1.0794HKD

## 12.3 投资建议

我们认为, 在中国当前车龄下, 车后市场空间大于实际需求。受消费者低价偏好的影响, 行业增速放缓, 但平价化的品牌连锁汽服店或有高于平均水平的表现, 我们预计途虎 2024-2026 年营业收入分别为 147/161/177 亿元; 经调整净利润分别为 7.5/11.9/16.0 亿元; 经调整 EPS 分别为 0.93/1.47/1.98 元, 对应 8 月 1 日收盘价 PE 分别为 17/11/8 倍, 维持“推荐”评级。

## 13 风险提示

**1) 加盟工场店合作不稳定的风险。**公司主要依靠加盟工场店的铺设触及消费者,我国汽车后市场市场竞争格局极为分散,连锁化程度低,加盟店模式具有合作不稳定的风险。

**2) 新能源汽车第三方保养维护平台渗透率不及预期的风险。**新能源车行业发展较短,整车厂积极入局维保,考虑到品牌化和技术发展较快等因素,第三方保养维护平台优势不显著,渗透速度有不及预期的风险。

**3) 二三线城市是渗透率不及预期的风险。**途虎新增门店计划重点发力二三线市县,考虑到低线城市熟人社会摩擦成本较低,消费者更偏向于价格敏感型等因素,品牌门店渗透率具有不及预期的风险。

**4) 小非减持的风险。**途虎-W 当前股本全流通,从股权结构来看,截至 2023 年底,途虎管理层持股为 13%,IPO 发行除基石外的公众股份占比约为 2.6%;除大股东腾讯持股 21%外,IPO 前参与投资的一级投资人各自持股较为分散且成本较低股东比例高,公司股价具有小非减持的不确定性带来的波动风险。

## 公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产合计</b>	<b>8,271</b>	<b>9,042</b>	<b>10,462</b>	<b>12,678</b>
现金及现金等价物	2,715	3,135	4,368	6,216
应收账款及票据	218	226	230	253
存货	1,800	1,814	1,785	1,879
其他	3,538	3,867	4,079	4,330
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,493</b>	<b>3,370</b>	<b>3,513</b>	<b>3,419</b>
固定资产	899	903	906	908
商誉及无形资产	545	418	558	462
其他	2,049	2,049	2,049	2,049
<b>资产合计</b>	<b>11,765</b>	<b>12,412</b>	<b>13,975</b>	<b>16,097</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6,602</b>	<b>6,645</b>	<b>7,164</b>	<b>7,825</b>
短期借贷	1	1	1	1
应付账款及票据	3,887	3,628	3,867	4,197
其他	2,715	3,016	3,296	3,628
<b>非流动负债合计</b>	<b>704</b>	<b>704</b>	<b>704</b>	<b>704</b>
长期借贷	8	8	8	8
其他	697	697	697	697
<b>负债合计</b>	<b>7,306</b>	<b>7,349</b>	<b>7,868</b>	<b>8,529</b>
普通股股本	0	0	0	0
储备	4,460	5,064	6,107	7,566
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>4,460</b>	<b>5,064</b>	<b>6,107</b>	<b>7,566</b>
少数股东权益	-2	-1	0	1
<b>股东权益合计</b>	<b>4,458</b>	<b>5,063</b>	<b>6,107</b>	<b>7,568</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>11,765</b>	<b>12,412</b>	<b>13,975</b>	<b>16,097</b>

现金流量表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,021</b>	<b>715</b>	<b>1,799</b>	<b>2,183</b>
净利润	6,703	574	1,014	1,430
少数股东权益	-2	1	1	1
折旧摊销	362	419	422	429
营运资金变动及其他	-6,041	-279	363	323
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,372</b>	<b>-325</b>	<b>-595</b>	<b>-365</b>
资本支出	-362	-295	-565	-335
其他投资	-2,010	-30	-30	-30
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,350</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
借款增加	-186	0	0	0
普通股增加	1,168	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	367	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>29</b>	<b>419</b>	<b>1,234</b>	<b>1,848</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>13,601</b>	<b>14,711</b>	<b>16,078</b>	<b>17,696</b>
其他收入	117	132	132	134
营业成本	10,242	10,885	11,601	12,590
营运及支持开支	600	586	576	563
销售费用	1,715	1,755	1,870	2,023
管理费用	420	430	440	450
研发费用	580	580	580	570
财务费用	-110	-100	-80	-80
权益性投资损益	-11	-30	-30	-30
除税前利润	6,725	676	1,194	1,684
所得税	25	101	179	253
净利润	6,701	575	1,015	1,431
少数股东损益	-2	1	1	1
<b>归属母公司净利润</b>	<b>6,703</b>	<b>574</b>	<b>1,014</b>	<b>1,430</b>
EBIT	6,616	576	1,114	1,604
EBITDA	6,977	995	1,535	2,032
EPS (元)	8.28	0.71	1.25	1.77

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力(%)</b>				
营业收入	17.79	8.16	9.30	10.06
归属母公司净利润	413.78	-91.43	76.45	41.05
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	24.70	26.01	27.85	28.85
净利率	49.28	3.90	6.30	8.08
ROE	150.29	11.34	16.60	18.89
ROIC	147.56	9.66	15.48	17.99
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	62.10	59.21	56.30	52.99
净负债比率(%)	-60.71	-61.74	-71.39	-82.03
流动比率	1.25	1.36	1.46	1.62
速动比率	0.52	0.58	0.72	0.91
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.31	1.22	1.22	1.18
应收账款周转率	69.41	66.19	70.52	73.35
应付账款周转率	2.92	2.90	3.10	3.12
每股指标 (元)				
经调整每股收益	8.28	0.71	1.25	1.77
每股经营现金流	1.26	0.88	2.22	2.70
每股净资产	5.51	6.25	7.54	9.35
<b>估值比率</b>				
P/E	2	22	13	9
P/B	2.9	2.5	2.1	1.7
EV/EBITDA	1.45	10.14	6.58	4.97

## 插图目录

图 1: 途虎汽车服务平台结构.....	3
图 2: 2019-2023 途虎各业务营收及占比.....	4
图 3: 途虎养车提供的汽车服务及零配件类型.....	4
图 4: 2019-2023 年途虎个人终端客户细分收入及占比.....	4
图 5: 2019-2023 年途虎个人终端客户细分业务毛利率.....	5
图 6: 2019-2023 年途虎个人终端客户细分毛利及占比.....	5
图 7: 汽配龙采购服务流程.....	5
图 8: 2019-2023 年途虎公司毛利及毛利率.....	6
图 9: 2019-2023 年途虎各细分业务毛利率.....	6
图 10: 2019-2023H1 途虎轮胎和机油的销量.....	6
图 11: 2021-2023Q1 年途虎轮胎采购成本变化情况.....	6
图 12: 2019-2023 轮胎和保养收入、占比及毛利率.....	7
图 13: 2021-2023 年途虎复购客户及贡献收入占比.....	7
图 14: 2019-2023 途虎养车专供及自有品牌收入占比变化.....	7
图 15: 途虎收入确认路径.....	8
图 16: 2019-2023 年途虎工场店分布情况 (单位: 家).....	9
图 17: 2019-2023Q1 按订单来源收入贡献比例.....	9
图 18: 2019-2023 年开店 6 个月以上盈利加盟工场店 (单位: 家).....	10
图 19: 2019-2023 年途虎加盟工场店平均利润及增速.....	10
图 20: 一线城市典型单店模型 (单位: 万元).....	10
图 21: 4S 店、B2B、B2C 汽配产业链对比.....	11
图 22: 2023 年 583 家修理厂经营状况调研结果.....	12
图 23: 2022-2023 年全国汽服门店转让数量 (个).....	12
图 24: 新康众、快准车服、三头六臂门店数量变化趋势 (不完全统计) (单位: 家).....	13
图 25: 中国汽车经销商及 4S 店发展历程.....	14
图 26: 2013-2023 年汽车销量及增速.....	15
图 27: 2020-2023 年中国 4S 店总数及退网数量 (单位: 家).....	15
图 28: 2014 年至今汽车经销商股价走势 (单位: 港元).....	15
图 29: 2019-2023 年 4S 店新车销售量 (单位: 万辆).....	15
图 30: 2019-2023 年经销商营收 (单位: 亿元).....	16
图 31: 2019-2023 年经销商归母净利润 (单位: 亿元).....	16
图 32: 2018-2023 年美东汽车各业务收入及毛利率.....	16
图 33: 宝马官方机油机滤保养优惠套餐价格.....	17
图 34: 途虎 APP 宝马 X3 机油机滤保养推荐价格.....	17
图 35: 途虎工场店.....	19
图 36: 壳牌喜力挂牌汽修店.....	19
图 37: 多级分销渠道下某汽车配件的流转加价率及层级毛利率情况.....	19
图 38: 途虎养车、天猫养车、京东养车历史发展图.....	20
图 39: 2020-2023“虎猫狗”门店数量 (单位: 家).....	22
图 40: 截至 2023 年 3 月 31 日途虎门店网络覆盖范围及密度.....	22
图 41: 维保产值的底层逻辑、相关指标和影响环节.....	23
图 42: 途虎养车抖音官方直播间.....	23
图 43: 20019-2023 年途虎交易用户量及渗透率.....	23
图 44: 2019-2023Q1 途虎用户复购率和复购客户收入贡献率.....	24
图 45: 途虎养车同车型下机油和轮胎可选消费品.....	24
图 46: 中国消费者汽车配件产品消费决定因素.....	25
图 47: 中国消费者汽车后服务消费决定因素.....	25
图 48: 2023 年途虎工场店覆盖率.....	26
图 49: 上海市途虎养车工场店 10km 内覆盖密度.....	26
图 50: 途虎养车门头.....	26
图 51: 2019 年易损件主要产品特征.....	27
图 52: 2022 年中国汽车车龄分布情况.....	27
图 53: 2022 年中国汽车行驶里程分布情况.....	27
图 54: 2023 年各类修理厂个数 (万家) 及比例.....	28

图 55:	1995-2023 年美国乘用车平均车龄 .....	29
图 56:	2019 中美汽车年均行驶里程对比 .....	29
图 57:	中美汽车价值链及渠道模式异同分析 .....	30
图 58:	2002 年至今美股汽配上市公司股价 (单位: 美元) .....	31
图 59:	2013 年至今 Autozone 的 PE BAND .....	31
图 60:	2013 年至今 O'Reilly 的 PE BAND .....	31
图 61:	FY2013-FY2023 AutoZone 和 O'Reilly 美国本土门店数量变化 (单位: 家) .....	32
图 62:	FY2013-FY2023 AutoZone 和 O'Reilly 营收及同比增速 (单位: 百万美元) .....	32
图 63:	FY2013-FY2023 AutoZone 和 O'Reilly 经调整净利润及同比增速 (单位: 百万美元) .....	32
图 64:	FY2013-FY2023 AutoZone 和 O'Reilly 经调整 EPS 及同比增速 (单位: 美元) .....	33
图 65:	FY2013-FY2023 AutoZone 和 O'Reilly 总股本数量 (加权后) 及同比增速 (单位: 百万股) .....	33
图 66:	2017-2023 年 O'Reilly 营收 (单位: 百万美元) 结构比例 .....	33
图 67:	截至 2023 年底公司股权结构 .....	34
图 68:	途虎入通至今港股通持股占总股本比例 .....	34
图 69:	途虎管理团队 .....	36
图 70:	途虎系统化支持平台 .....	36
图 71:	2023-2024H1 车后市场当月台次同比情况 .....	37
图 72:	2023-2024H1 车后市场当月产值同比情况 .....	37

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 按运营年份, 2023Q1 途虎工场店对公司的财务贡献 (金额单位: 千元, 数量单位: 个) .....	9
表 2: 新康众融资历史 .....	12
表 3: 快准车服融资历史 .....	12
表 4: 三头六臂融资历史 .....	13
表 5: 新康众和快准车服 2024 年加盟政策 .....	13
表 6: 4S 店与途虎工场店的比较 .....	17
表 7: 2016 款大众新帕萨特 1.8T 双离合 330TSI 御尊版途虎基础保养费用测算 .....	18
表 8: 2024 年“猫狗虎”加盟费收费标准 .....	20
表 9: 2024 年“猫狗虎”保证金收费标准 .....	21
表 10: 2024 年“猫狗虎”管理费收费标准 .....	21
表 11: 2024 年天猫养车和京东养车技术服务费和途虎抽成收费标准 .....	21
表 12: 2024 年“618”期间各连锁品牌保养促销套餐 .....	25
表 13: 途虎历史融资轮次和每股成本 .....	34
表 14: 2024Q2 不同类型服务产值 (不含洗车) 变化情况 .....	37
表 15: 公司盈利预测 (分业务) .....	39
表 16: 可比公司 PE 数据对比 .....	40
公司财务报表数据预测汇总 .....	42

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026