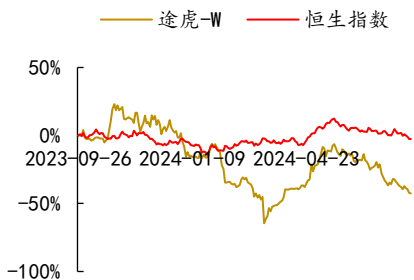


股票投资评级

买入|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(港元)	16.200
总股本/流通股本(亿股)	8.12 / 7.44
总市值/流通市值(亿港元)	132 / 121
52周内最高/最低价	37.70 / 9.01
资产负债率(%)	62.10
市盈率	16.5
第一大股东	意像架构投资(香港)有限公司

研究所

分析师: 鲍学博  
SAC 登记编号: S1340523020002  
Email: baoxuebo@cnpsec.com  
研究助理: 殷先伟  
SAC 登记编号: S1340123080022  
Email: yinxianwei@cnpsec.com

近期研究报告

《途虎-W (9690.HK): IAM 龙头发力万亿后蓝海市场, 加快低线城市布局, 模式清晰业绩加速释放》- 2024.05.12

途虎-W (9690.HK)

工场店有序扩张, 产品结构持续优化驱动业绩增长

● 投资要点

一、罗马非一日建成, 品牌效应逐步兑现

自 2011 年途虎养车成立以来, 从轮胎业务起步、逐渐将业务拓展至底盘零部件、汽车保养等领域, 通过货品/服务的强管控、规模效应及产品结构优化下的高性价比等优势, 积累的用户口碑及品牌效应实现用户数持续增长及良好客户忠诚度。23 年注册用户数/交易用户数分别达 1.153/0.193 亿、较上年分别+21%/+17%, 其中交易用户数实现加速上涨; 23 年用户复购率近 60%、复购用户贡献收入占全年总收入约 50%。考虑到工场店扩张及品牌效应兑现, 我们预计交易用户数将继续保持快速增长。

二、知消费者之所需, 产品结构改善驱动盈利水平中枢提升

与消费理性化趋势相契合, 途虎打造的自有自控品牌有望以性价比优势获消费者认可。23 年公司自有自控产品占收比由上年的 16.7% 跃升至 25.9%, 得益于其产品性价比优势及市场下沉策略。24 年初公司发布新加盟政策, 意在通过优惠措施加快低线城市工场店布局, 考虑到低线城市更为广阔的市场空间及相对更高的价格敏感性, 我们预计自有自控产品占收比有望提升至 30%+。公司丰富产品矩阵、深耕汽车深美容市场, 23 年隐形车衣、窗膜、改色膜等销售额均实现大幅提升, 产品及业务结构改善有望持续驱动盈利水平上行。

三、工场店有序扩张, 聚焦低线城市

截至 23 年底, 公司工场店数量达 5909 家、同比+1256 家, 其中一线/新一线/二线/其他市县占比分别达 15.4%/26.7%/20.7%/37.2%, 二线及以下城市工场店数量+881 家, 占新增总量的 70%, 显示公司站稳高线城市市场后、加快低线城市扩张。考虑到 24H1 春节假期影响、新加盟政策下与现有及潜在加盟商的沟通周期相对较长, 我们预计 H2 的工场店扩张节奏会高于 H1, 结合工场店扩张的年度规划, 预计 24H1 公司工场店数量逾 6300 家。较竞对而言, 公司更早深度挖掘高线市场、更快布局低线城市, 有望在工场店布局、消费者认知等方面占优, 取得先发优势。

● 投资策略

24H1 公司加快低线城市工场店布局, 我们预计截至 6 月底工场店数量逾 6300 家。据 F6 汽车科技, 24H1 后市场产值及台次同比均小幅+1%, 其中 Q2 产值、台次同比分别-2%、-1%, 显示单台次收入亦有所下滑, 消费趋理性化等环境变化致进店台次/单台次收入均承压。考虑到公司产品/业务结构改善及持续强化的规模优势, 叠加费用端

的优化，我们预计 24H1 经调整净利率同比约+1.5pct。综上，我们预计 2024/25/26 年公司营收为 147.87/168.46/189.17 亿元，考虑到股权激励等因素影响，预计公司归母净利润为 5.43/9.97/14.49 亿元，对应当前市值 PE 分别为 23/12/8 倍。维持“买入”评级。

● **风险提示：**

工场店扩张进度不及预期；行业竞争影响盈利水平等。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	13601	14787	16846	18917
增长率(%)	18	9	14	12
归属母公司净利润（百万元）	6703	543	997	1449
增长率(%)	414	-92	84	45
EPS(元/股)	20.80	0.67	1.23	1.78
市盈率(P/E)	1.26	22.52	12.27	8.44

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	13,601	14,787	16,846	18,917	营业收入	17.79%	8.72%	13.92%	12.29%
其他收入	5	0	0	0	归属母公司净利润	413.78%	-91.90%	83.54%	45.33%
营业成本	10,242	10,980	12,285	13,570	<b>获利能力</b>				
销售费用	1,715	1,893	2,107	2,310	毛利率	24.70%	25.75%	27.07%	28.27%
管理费用	420	478	515	558	销售净利率	49.28%	3.67%	5.92%	7.66%
研发费用	580	651	708	781	ROE	150.29%	10.79%	16.45%	19.22%
财务费用	-110	-122	-113	-123	ROIC	147.56%	8.16%	13.84%	16.24%
除税前溢利	6,725	538	988	1,436	<b>偿债能力</b>				
所得税	25	-5	-10	-14	资产负债率	62.10%	60.35%	59.04%	56.78%
净利润	6,701	544	998	1,450	净负债比率	-60.71%	-59.85%	-72.16%	-82.11%
少数股东损益	-2	1	1	1	流动比率	1.25	1.33	1.42	1.54
归属母公司净利润	6,703	543	997	1,449	速动比率	0.76	0.79	0.89	1.02
EBIT	6,616	417	875	1,313	<b>营运能力</b>				
EBITDA	6,977	731	1,176	1,602	总资产周转率	1.31	1.21	1.23	1.17
EPS (元)	20.80	0.67	1.23	1.78	应收账款周转率	69.41	67.11	70.79	70.31
<b>资产负债表</b>					应付账款周转率	2.92	2.90	3.14	3.12
流动资产	8,271	9,260	11,415	14,126	<b>每股指标 (元)</b>				
现金	2,715	3,140	4,701	6,819	每股收益	20.80	0.67	1.23	1.78
应收账款及票据	218	222	253	285	每股经营现金流	1.25	1.10	2.40	2.99
存货	1,800	1,826	2,043	2,256	每股净资产	5.45	6.20	7.46	9.28
其他	3,538	4,072	4,418	4,766	<b>估值比率</b>				
非流动资产	3,493	3,430	3,378	3,320	P/E	1.26	22.52	12.27	8.44
固定资产	899	899	899	882	P/B	4.80	2.43	2.02	1.62
无形资产	545	481	430	389	EV/EBITDA	2.68	12.62	6.68	3.77
其他	2,049	2,049	2,049	2,049	<b>现金流量表</b>				
资产总计	11,765	12,690	14,794	17,446	经营活动现金流	1,021	897	1,947	2,424
流动负债	6,602	6,954	8,030	9,202	净利润	6,703	543	997	1,449
短期借款	1	121	321	621	少数股东权益	-2	1	1	1
应付账款及票据	3,887	3,692	4,131	4,563	折旧摊销	362	314	301	289
其他	2,715	3,141	3,579	4,019	营运资金变动及其他	-6,041	39	648	685
非流动负债	704	704	704	704	投资活动现金流	-2,372	-619	-606	-615
长期债务	8	8	8	8	资本支出	-362	-250	-250	-230
其他	697	697	697	697	其他投资	-2,010	-369	-356	-385
负债合计	7,306	7,658	8,734	9,907	筹资活动现金流	1,350	117	190	279
普通股股本	0	0	0	0	借款增加	-186	120	200	300
储备	5,733	6,306	7,332	8,811	普通股增加	1,168	0	0	0
归属母公司股东权	4,460	5,033	6,059	7,538	已付股利	0	-3	-10	-21
少数股东权益	-2	-1	0	1	其他	367	0	0	0
股东权益合计	4,458	5,032	6,059	7,539	现金净增加额	29	425	1,561	2,118
负债和所有者权益总计	11,765	12,690	14,794	17,446					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048