

港股公司 | 公司深度 | 途虎-W (09690)

# 领航 020 汽车服务，规模效应释放利润弹性



## | 报告要点

公司定位独立汽车服务供应商，通过一体化线上线下的模式提供标准化、高质量的服务。上游供应商方面，公司作为行业龙头，凭借规模优势拥有较强的议价能力，成本优势明显；下游需求端方面，公司通过线上“途虎养车”APP 和线下自营途虎工场店、加盟途虎工场店以及合作门店 3 种类型的服务门店，打造出一个连接了包括车主、供应商、服务门店等在内的综合汽车服务平台。

## | 分析师及联系人



邓文慧



郭家玮

SAC: S0590522060001

## 途虎-W (09690)

# 领航 O2O 汽车服务，规模效应释放利润弹性

行业： 商贸零售  
投资评级： 买入（首次）  
当前价格： 15.58 港元

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股) 811.90/743.98  
流通市值(百万港元) 13,116.33  
每股净资产(元) 5.45  
资产负债率(%) 306.53  
一年内最高/最低(港元) 37.70/9.01

### 股价相对走势



### 相关报告



扫码查看更多

### 投资要点

#### 公司概况：国内领先的 O2O 汽车服务公司

公司定位独立汽车服务供应商，通过一体化线上线下的模式提供标准化、高质量的服务。上游供应商方面，公司作为行业龙头，凭借规模优势拥有较强的议价能力，成本优势明显；下游需求端方面，公司通过线上“途虎养车”APP 和线下自营途虎工场店、加盟途虎工场店以及合作门店 3 种类型的服务门店，打造出一个连接了包括车主、供应商、服务门店等在内的综合汽车服务平台。

#### 行业情况：IAM 在 O2O 赋能下有望重塑行业竞争格局

**1) 市场：**中国汽车服务市场规模随“汽车保有量+车龄”增长不断扩容，灼识咨询预测中国汽车服务市场规模有望从 2022 年的 12,398 亿元增长至 2027 年的 19,319 亿元，对应 CAGR 为 9.0%。**2) 格局：**目前中国汽车服务市场中 4S 店占据过半市场份额，但是 4S 店和传统 IAM 均存在用户痛点。随着 O2O 模式赋能 IAM 以及超过保修期的乘用车占比提升，IAM 门店的 GMV 增速预计将高于 4S 店，到 2027 年，IAM 市场占有率有望达到 58.1%。

#### 核心优势：从加盟商、车主、供应链三维度构建竞争壁垒

**1) 加盟商：**途虎对加盟商具有较强的吸引力，盈利能力上，全国加盟工场店单店每月平均毛利可以达到 15 万以上；流量赋能上，途虎在加盟店开业后能够很快为其导入线上流量，开店起点较高。**2) 车主：**途虎 O2O 模式解决了诸多用户痛点，服务输出标准、高效、透明。**3) 供应链：**途虎持续扩充产品和服务品类，已达到规模效应拐点。截至 2023 年，公司轮胎、保养 SKU 分别增至 6000+、8000+，已成为中国最大的轮胎和机油零售商。

#### 规模效应&业务结构优化驱动公司盈利能力提升，给予“买入”评级

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 149.3/162.0/174.9 亿元，对应增速分别为 9.8%/8.5%/8.0%；归母净利润分别为 7.4/12.5/17.3 亿元，对应增速分别为-88.9%/67.6%/39.1%（2023 年可转换可赎回优先股公允价值变动 65 亿元），EPS 分别为 0.92/1.54/2.14 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**低线城市拓店不及预期风险，加盟店管理风险，汽车保养需求不及预期风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11546.85	13601.09	14926.83	16198.34	17494.98
增长率(%)	-1.51%	17.79%	9.75%	8.52%	8.00%
EBITDA(百万元)	-1772.93	6977.17	965.53	1478.20	1980.23
归母净利润(百万元)	-2,136.17	6,702.94	743.81	1,246.28	1,733.58
增长率(%)	63.43%	413.78%	-88.90%	67.55%	39.10%
EPS(元/股)	-2.63	8.26	0.92	1.54	2.14
市盈率(P/E)	-5.92	1.89	17.01	10.15	7.30
市净率(P/B)	-0.67	2.84	2.43	1.96	1.55
EV/EBITDA	1.73	-0.58	-5.14	-4.33	-4.22

数据来源：公司公告、iFIND，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 08 月 08 日收盘价

## 投资聚焦

### 核心逻辑

公司通过一体化线上线下的模式解决了 4S 店和传统 IAM 存在的用户痛点。一方面，途虎养车作为行业龙头，凭借规模优势不断加强采购议价话语权，持续加强成本优势，能够为消费者提供价格相对合理的产品和服务；另一方面，公司通过线上“途虎养车”APP 和线下自营途虎工场店、加盟途虎工场店以及合作门店 3 种类型的服务门店，打造出一个连接包括车主、供应商、服务门店等在内的综合汽车服务平台，O2O 平台模式可确保提供标准化的客户体验。我们预计 O2O 赋能模式在汽车后市场具备较强的竞争力，公司市占率有望持续提升。

### 不同于市场的观点

市场担心公司未来成长的不确定性。我们则认为公司当前门店基数低，低线城市单店覆盖车辆数有较大的提升空间。利润端，一方面，我们认为随着公司的品牌效应逐步显现以及平均店龄增加，信任度进入释放期后维保等高毛利业务占比有望提升；另一方面，我们看好公司规模效应增强上游议价能力，专供、自有品牌占比持续提升带来毛利率提升。

### 核心假设

- **向个人客户销售产品和服务：**途虎通过 O2O 模式为车主提供一体化的汽车维修、保养服务。公司由于是从轮胎业务起家，前期轮胎和底盘零部件业务占比较高，我们认为随着信任度进入释放期，维保等高毛利业务占比有望提升。我们预计轮胎与底盘零部件 2024-2026 年增速分别为 8.7%/5.5%/5.3%；毛利率分别为 18.6%/19.7%/20.7%。汽车保养 2024-2026 年增速分别为 11.1%/9.0%/7.5%；毛利率分别为 33.8%/35.1%/36.3%。
- **汽配龙业务：**2023 年汽配龙剥离批发业务后，当年该业务收入有所减少，2024-2026 年预计将随着门店拓展而继续增长，我们预计 2024-2026 收入增速分别为 2.6%/7.5%/6.7%，毛利率分别为 19.0%/20.0%/21.0%。
- **广告、加盟及其他服务：**随着新店扩张以及实现盈利的加盟店增多，我们预计前端加盟费、月度固定管理费、门店利润分成均将保持快速增长。我们预计加盟服务收入 2024-2026 年增速分别为 15.4%/9.3%/7.8%；广告服务收入 2024-2026 年分别同比增长 6.0%/10.0%/10.0%。

### 盈利预测与投资建议

公司深耕汽车服务市场 10 余年，目前已成为国内 O2O 汽车服务龙头。随着公司低线城市拓店节奏加速，业务结构改善&规模效应释放&管理端降本增效驱动盈利能力持续提升，我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 149.3/162.0/174.9 亿元，对应增速分别为 9.8%/8.5%/8.0%；归母净利润分别为 7.4/12.5/17.3 亿元，对应增速分别为 -88.9%/67.6%/39.1%（2023 年可转换可赎回优先股公允价值变动 65 亿元），EPS 分别为 0.92/1.54/2.14 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。



## 正文目录

1. 公司概况：国内领先的 O2O 汽车服务公司.....	7
1.1 主营业务：聚焦汽车后市场服务 .....	7
1.2 发展历程：以轮胎供应切入汽车服务 .....	10
1.3 股权结构：腾讯系公司+创始人为实控人.....	10
1.4 财务分析：经营业绩在疫后迎来盈利释放期.....	12
2. 行业概况：汽车后市场规模广阔 .....	14
2.1 发展历程：汽车后市场商业模式与时俱进.....	14
2.2 市场规模：随“保有量+车龄”增长不断扩容 .....	14
2.3 竞争格局：目前 4S 店占据过半市场份额.....	17
3. 核心优势：从加盟商、车主、供应链三维度构建竞争壁垒.....	20
3.1 加盟商：多维赋能+突破服务半径 .....	20
3.2 车主：标准、透明、高效的服务输出 .....	23
3.3 供应链：货品广度、深度、履约均达到规模效应拐点.....	24
4. 公司成长：门店扩展+业务结构调整+品牌矩阵优化.....	27
4.1 门店拓展：下沉市场拓店空间大 .....	27
4.2 业务结构：信任度进入释放期后高毛利业务占比提升.....	28
4.3 品牌矩阵：专供、自有品牌占比有望持续提升.....	29
5. 新能源车：顺应新能源汽车三电专修领域的爆发趋势.....	30
5.1 市场结构：新能源占比提升推动维保市场结构变化.....	30
5.2 单车视角：新能源保养价值低+维修价值高.....	32
5.3 配件市场：三方配件流通体系预计将被授权流通体系取代.....	35
5.4 终端业态：预计以直营和授权维保体系为主.....	36
5.5 公司布局：强化与电池厂、主机厂合作.....	37
6. 盈利预测与投资建议 .....	39
6.1 盈利预测 .....	39
6.2 投资建议 .....	41
7. 风险提示 .....	42

## 图表目录

图表 1：公司业务模式.....	7
图表 2：公司为车主提供的产品和服务 .....	8
图表 3：2019-2023 年汽配龙业务营业收入、同比增速及毛利率 .....	9
图表 4：途虎加盟服务收入占比快速提升.....	9
图表 5：公司发展历程.....	10
图表 6：公司股权结构.....	11
图表 7：公司融资历程.....	11
图表 8：2019-2023 年公司营业收入及同比增速 .....	12
图表 9：2019-2023 年公司净利润及经调整净利润 .....	12
图表 10：2019-2023 年公司营业收入及同比增速 .....	13
图表 11：2019-2023 年公司净利润及经调整净利润 .....	13

图表 12:	2019-2023 年公司费用率 .....	13
图表 13:	中国汽车服务市场发展历程 .....	14
图表 14:	2018-2027E 中国乘用车保有量 .....	15
图表 15:	2018-2027E 中国/美国/欧盟成员国乘用车平均车龄 .....	16
图表 16:	主要汽车服务类型 .....	16
图表 17:	中国汽车服务市场的市场规模 (按 GMV 计) .....	17
图表 18:	中国汽车后市场主要参与者 .....	18
图表 19:	中国汽车服务业价值链 .....	18
图表 20:	汽车服务供应商按门店数量划分的排名 .....	19
图表 21:	2022 年按汽车服务收入计, 中国所有汽车服务供应商排名 .....	19
图表 22:	2022 年按汽车服务收入计, IAM 门店在中国汽车服务市场中的排名 ..	19
图表 23:	途虎养车多维度赋能加盟商 .....	20
图表 24:	“蓝虎系统”帮助门店实现高效运营 .....	20
图表 25:	途虎养车典型加盟商单店模型 .....	21
图表 26:	开店时间越久的门店对公司财务贡献越多 .....	21
图表 27:	天猫养车成立之初就确立了“洗美保”模型 .....	22
图表 28:	京东汽车商城售卖商品的线下安装业务可为京东养车导流 .....	22
图表 29:	途虎门店收入与成本分配模式 .....	22
图表 30:	以途虎为代表的 O2O 模式解决行业内诸多用户痛点 .....	23
图表 31:	途虎养车 APP 明码标价 .....	24
图表 32:	途虎大牌车品均有品牌官方授权书 .....	24
图表 33:	途虎门店网络规模优势明显 .....	25
图表 34:	途虎持续扩充产品和服务品类 .....	25
图表 35:	“前置仓+区域仓”组合提升供应链物流能力 .....	26
图表 36:	汽配龙 B2B 一站式汽配采购平台 .....	26
图表 37:	途虎门店网络分布情况 .....	27
图表 38:	途虎门店网络分布情况 .....	27
图表 39:	2023Q1 不同店龄途虎工场店对公司的财务贡献 .....	28
图表 40:	2019-2023Q1 客户复购率不断提升 .....	28
图表 41:	途虎面向个人客户销售产品和服务 .....	29
图表 42:	公司流通、专供和自有自控品牌 .....	29
图表 43:	公司专供、自有产品收入占比持续提升 .....	29
图表 44:	随着乘用车电动化渗透率不断提升, 中国燃油车保有量预计在 2025 年见顶 (十亿辆) .....	30
图表 45:	新能源/燃油车维保市场规模及同比增速 .....	30
图表 46:	新能源/燃油车维保市场规模占比 (%) .....	30
图表 47:	2022-2030 年乘用车全渠道维保收入细分 (亿元) .....	31
图表 48:	燃油车 vs 电动汽车单车维保价值比较 .....	32
图表 49:	名爵 6 燃油版日常保养费用 .....	33
图表 50:	名爵 6 PHEV (插电混合动力) 日常保养费用 .....	33
图表 51:	比亚迪唐燃油版日常保养费用 .....	34
图表 52:	比亚迪唐 BEV (纯电版) 日常保养费用 .....	34
图表 53:	新能源样本车型动力电池包单件零整比均值 .....	35
图表 54:	燃油车、新能源车零部件流通体系对比 .....	36
图表 55:	Tesla 授权钣喷中心店型标准 .....	37
图表 56:	华胜集团目前已与多家新能源头部车企合作 .....	37
图表 57:	途虎宁德时代专属服务站 .....	37
图表 58:	途虎门店的专属电池维修区 .....	37

---

图表 59: 途虎零跑双门头服务店.....	38
图表 60: 途虎小鹏双门头服务店.....	38
图表 61: 公司分业务盈利预测.....	40

## 1. 公司概况：国内领先的 O2O 汽车服务公司

### 1.1 主营业务：聚焦汽车后市场服务

公司专注汽车后市场赛道，是国内领先的 O2O 汽车服务公司。公司定位独立汽车服务供应商，通过一体化线上线下的模式提供标准化、高质量的服务。上游供应商方面，公司通过对接超过 4500 家汽车零配件供应商形成了较强的供应链规模优势；下游需求端方面，公司通过线上“途虎养车”APP 和线下“自营途虎工场店”“加盟途虎工场店”以及合作门店 3 种类型的服务门店，打造出一个联通包括车主、供应商、服务门店等在内的综合汽车服务平台。

图表1：公司业务模式



资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

公司业务主要分为面向个人终端客户的汽车产品和服务、汽配龙平台以及广告加盟服务 3 大部分。

公司为车主提供的产品和服务包括 1) **轮胎和底盘零部件**：**轮胎**：公司提供各种品牌和型号的轮胎并且是国内最大的替换轮胎销售商；**底盘零部件**：如轮毂、刹车油、刹车片、减震器、减震器顶胶、刹车感应报警线和控制臂等；**其他服务**：如四轮定位、动平衡、充气等。2) **汽车保养**：**液体化学品**：公司提供各种液体化学品，如机油、

发动机清洗剂、汽车清洁剂、空调管路消毒剂、冷冻油和燃油添加剂等。蓄电池和保养配件：公司还在平台上提供蓄电池及汽车保养配件，如点火线圈、火花塞、空气滤清器、雨刷和自动变速箱维修包等。其他保养服务：常规保养、大型保养和其他特殊的汽车保养服务等。**3) 其他产品和服务**：汽车维修：除提供轮胎、底盘零部件、大灯、传感器等汽车零配件的维修或更换外，公司汽车维修服务还为客户提供凹痕维修和喷漆服务。汽车美容：主要分为车身清洁和美容、内饰清洁和美容、外饰改装、汽车贴膜四大服务类别。汽车配件：公司提供各种汽车配件升级服务，包括电子产品、汽车饰品、公路旅行配件以及其他配件（如车内氛围灯、扬声器、隔音材料、行车记录仪和胎压监测系统）。自动汽车清洁：公司通过全自动智能汽车清洁机推出灵活、快速、便捷的汽车清洁服务。

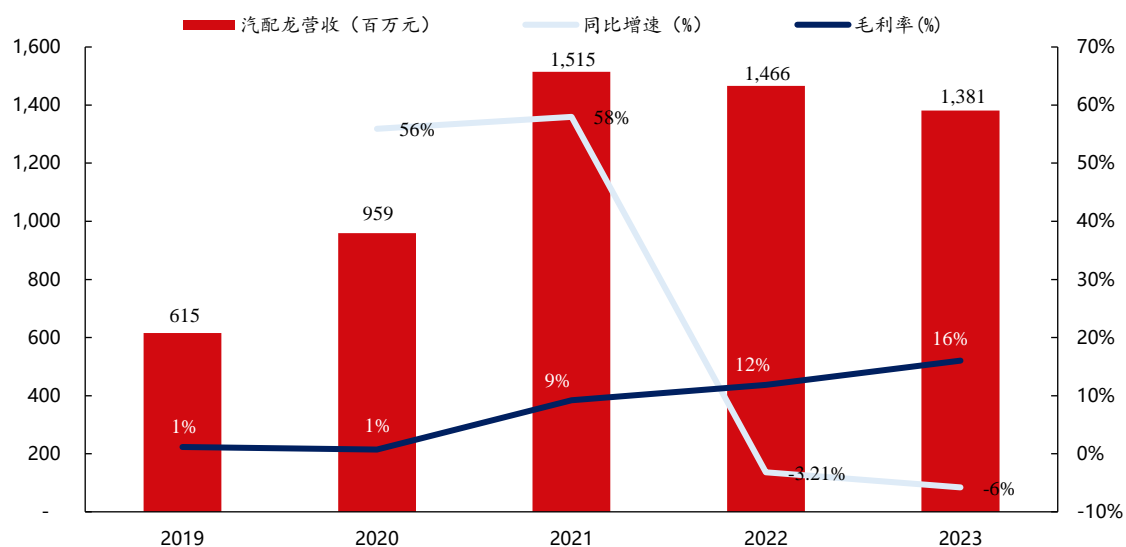
**图表2：公司为车主提供的产品和服务**

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
<b>To C 销售产品和服务 (百万元)</b>	<b>6204</b>	<b>7,381</b>	<b>9,551</b>	<b>9,256</b>	<b>11,265</b>
<b>轮胎与底盘零部件</b>	<b>3839</b>	<b>4,202</b>	<b>5,064</b>	<b>4,592</b>	<b>5,553</b>
yoy		9.5%	20.5%	-9.3%	20.9%
毛利率	3.9%	7.8%	9.0%	14.1%	17.4%
<b>汽车保养</b>	<b>1870</b>	<b>2,619</b>	<b>3,842</b>	<b>4,025</b>	<b>4,933</b>
yoy		40.0%	46.7%	4.8%	22.5%
毛利率	21.2%	23.1%	26.5%	29.6%	32.5%
<b>其他服务</b>	<b>495</b>	<b>560</b>	<b>646</b>	<b>639</b>	<b>780</b>
yoy		13.1%	15.3%	-1.0%	22.0%
毛利率	2.4%	3.6%	5.1%	10.9%	14.9%

资料来源：公司招股说明书，公司年报，国联证券研究所

汽配龙业务为公司线下门店的汽车零部件交易业务，包括 1) 由汽配龙即时提供途虎工场店配件采购的配送服务，2) 撮合门店与零配件供应商交易，3) 区域批发服务（2023 年已剥离）。公司对途虎工场店实施强有力的采购管控，2019-2022 年的外部采购比例（未使用汽配龙即时采购服务的比例）逐年下降，按 GMV 计算外采比例分别为 8.2%/6.7%/4.7%/3.3%，该业务毛利率由 2019 年的 1.1% 增长至 2023 年的 16.0%，主要是由于剥离了毛利较低的批发服务，因此 2022 年和 2023 年该业务营收下滑明显，未来将在门店扩张和整体业务发展的基础上实现新的增长。



**图表3：2019-2023年汽配龙业务营业收入、同比增速及毛利率**


资料来源：公司招股说明书，公司年报，国联证券研究所

公司也为平台参与者提供广告、加盟及其他服务，收入占比正快速提升。公司以汽车产品和服务业务为主，2019-2023年贡献超90%以上，其中80%以上来自个人终端客户；同时伴随着公司收入体量的增长，公司的品牌和规模效应正逐步显现，广告、加盟及其他服务业务收入占比提升显著，收入占比由2019年的3.1%提升至7.0%。

**图表4：途虎加盟服务收入占比快速提升**

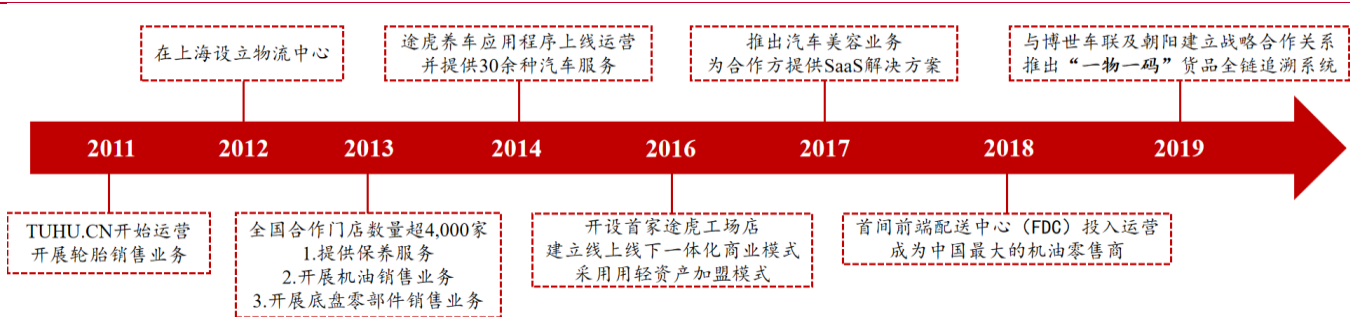
	2019	2020	2021	2022	2023
<b>汽车产品和服务</b>	<b>96.9%</b>	<b>95.3%</b>	<b>94.4%</b>	<b>92.9%</b>	<b>93.1%</b>
1) 个人终端	88.2%	84.3%	81.5%	80.2%	82.8%
轮胎和底盘零部件	54.6%	48.0%	43.2%	39.8%	40.8%
汽车保养	26.6%	29.9%	32.8%	34.9%	36.3%
其他	7.0%	6.4%	5.5%	5.5%	5.7%
2) 汽配龙	8.7%	11%	12.9%	12.7%	10.20%
<b>广告、加盟及其他服务</b>	<b>3.1%</b>	<b>4.7%</b>	<b>5.6%</b>	<b>7.1%</b>	<b>7.0%</b>
加盟服务	2.4%	3.4%	4.0%	4.8%	5.4%
广告服务	0.7%	0.8%	0.7%	0.5%	0.5%
其他（二手车交易，加油代金券等）	0.0%	0.5%	0.9%	1.8%	1.1%

资料来源：公司招股说明书，公司年报，国联证券研究所

## 1.2 发展历程：以轮胎供应切入汽车服务

以轮胎为切入点进军汽车后市场，实现门店服务网络与供应链扩张。2011年，公司借助轮胎供应切入汽车服务产业，并于2014年拓展30余种汽车保养服务，当前公司形成了汽车零配件修理与更换、汽车美容与保养的全方位服务模式。在丰富服务种类的同时，公司不断拓展线下门店网络，至2020年公司服务门店数量在中国所有汽车服务供应商中排名第一。截至2023年公司在多个城市拥有5,909家途虎工场店。

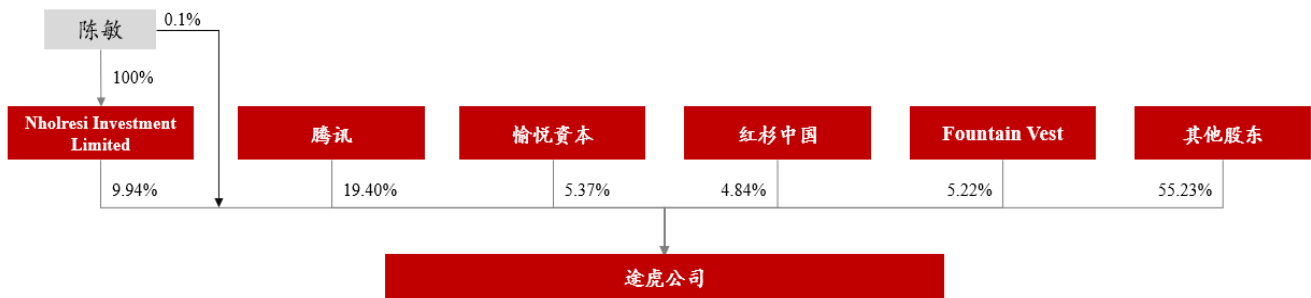
图表5：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，公司官网，国联证券研究所

## 1.3 股权结构：腾讯系公司+创始人为实控人

公司 AB 股架构、创始人为实控人。途虎 IPO 前历经了 16 轮融资，时间集中在 2014 年至 2021 年；公司领投机构包括腾讯、红杉资本、愉悦资本、Fountain Vest 等知名 VCPE 机构，在一级市场获得广泛认可。公司采用“同股不同权”架构，股本由 A、B 两类股份组成，分别对应 1、10 票每股投票权。截至 2023 年 12 月 31 日，公司实控人陈敏合计持有 10.05% 股份，投票权大约占 48.83%。公司第一大股东为腾讯，持股比例为 19.4%。

**图表6：公司股权结构**


资料来源：公司公告，国联证券研究所

注：截至 2023 年 12 月 31 日

**图表7：公司融资历程**

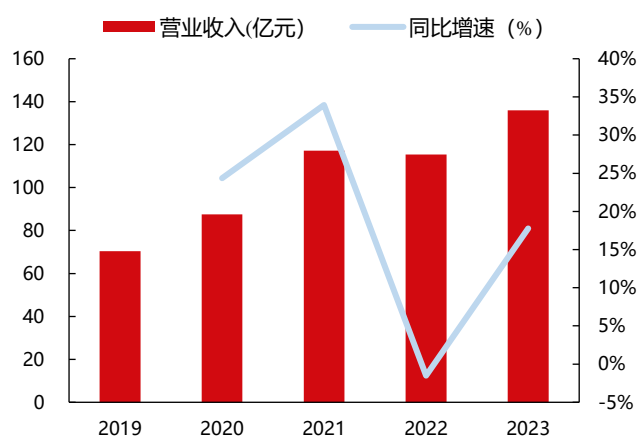
融资轮次	融资金额	投资日期	投资方	估值
种子系列	92.9 万人民币	2013/4/20	原子创投	7189.2 万港元
A 轮	500 万美元	2014/6/3	愉悦资本、君联资本、红杉中国、D1 Capital、方源资本	7.64 亿港元
B1 轮	449 万美元	2014/9/22	君联资本、启明创投	29.31 亿港元
B2 轮	1450 万美元	2014/9/22	君联资本、启明创投	37.60 亿港元
C1 轮	1000 万美元	2015/5/25	君联资本、启明创投	49.73 亿港元
C2 轮	3300 万美元	2015/5/25	愉悦资本、红杉中国、腾讯投资、汇勤资本	59.91 亿港元
C3 轮	5700 万美元	2015/10/12	红杉中国、启明创投、星界资本	72.01 亿港元
D1 轮	4.2 亿人民币	2016/7/18	原子创投、愉悦资本、星界资本、尚信资本、中金资本	117.74 亿港元
D2 轮	4.87 亿人民币	2016/9/26	高盛亚洲、原子创投、中金资本、腾讯投资、百度	112.75 亿港元
E1 轮	8.83 亿人民币	2017/10/31	原子创投、启明创投、腾讯资本、凯雷投资集团、B Capital Group、愉悦资本、中国一汽、中金资本、远东宏信	127.58 亿港元
E2 轮	4.97 亿人民币	2017/12/8	愉悦资本、红杉中国、中金资本、高盛集团、Shell Ventures、中国平安	127.58 亿港元
E3 轮	14.0 亿人民币	2018/8/23	腾讯投资	136.81 亿港元
E4 轮	8000 万人民币	2018/8/23	建设银行	142.95 亿港元
F1 轮	3.0 亿美元	2019/11/18	腾讯投资、君联资本、愉悦资本、红杉中国、D1 Capital、远翼资本、凯雷投资集团、方源资本	210.33 亿港元
F2 轮	2.76 亿美元	2021/2/8	高瓴资本、红杉中国、D1 Capital、腾讯投资、中金资本、B Capital、中国一汽、方源资本	325.69 亿港元
F3 轮	1.27 亿美元	2021/6/29	高瓴资本、建设银行、腾讯投资、方源资本、Fidelity	349.28 亿港元
IPO	10.81 亿港元	2023/9/26	零跑汽车、国轩高科、意像架构投资、嘉实多、上海紫竹	227.45 亿港元

资料来源：公司招股说明书，新浪财经，国联证券研究所测算

## 1.4 财务分析：经营业绩在疫后迎来盈利释放期

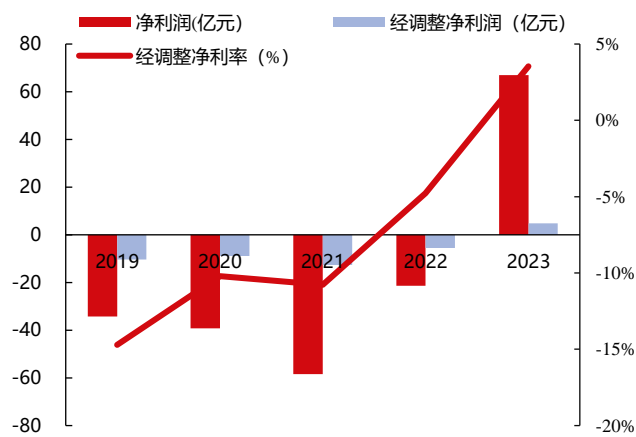
2023 年营收实现同比正增长，净利润同比已扭亏为盈。2019-2021 年公司收入稳定增长，受疫情影响 2022 年有所回落；因疫情后复苏带来的汽车产品及服务的收入增加，以及途虎工场店网络扩张和客户基础扩大，公司 2023 年实现营业收入 136.01 亿元，同比增长 17.79%。净利润方面，2019 年至 2022 年公司一直处于亏损状态，2023 年扭亏为盈，净利润 67.01 亿元，经调整净利润 4.81 亿元，经调整净利率 3.54%。

图表8：2019-2023 年公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，国联证券研究所

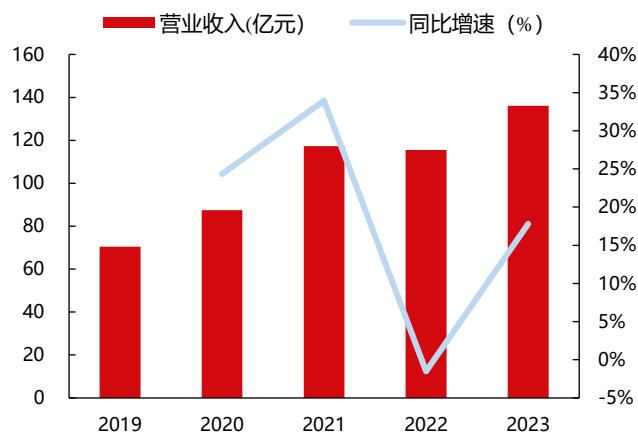
图表9：2019-2023 年公司净利润及经调整净利润



资料来源：公司公告，国联证券研究所

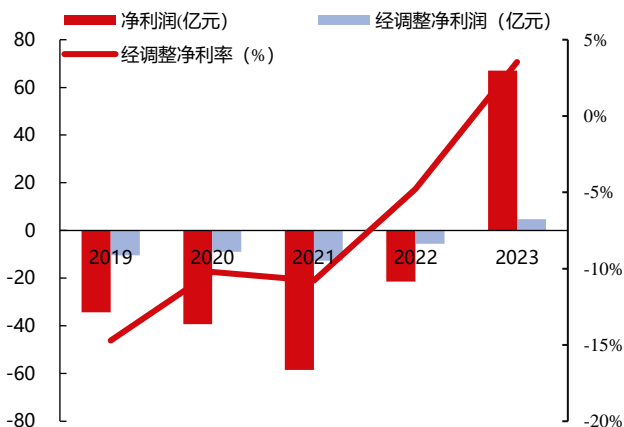
公司账面现金充足，费用管控实施有效。2023 年公司实现盈利、经营活动现金流大幅流入，经营活动产生的现金流量净额为 10.21 亿元。2019-2023 年公司账面现金持续增加，截至 2023 年，公司期末现金及现金等价余额为 27.15 亿元。费用端来看，公司不断提升经营效率，截至 2023 年，公司销售费用率降低至 12.6%，比 2019 年 14.7% 降低了 2.1pct；2019-2023 年公司管理费用率均保持稳定在 3% 左右水平，2020、2021 年研发费用率的提升主要是用于数字化平台系统的开发和维护。

图表10：2019-2023 年公司营业收入及同比增速



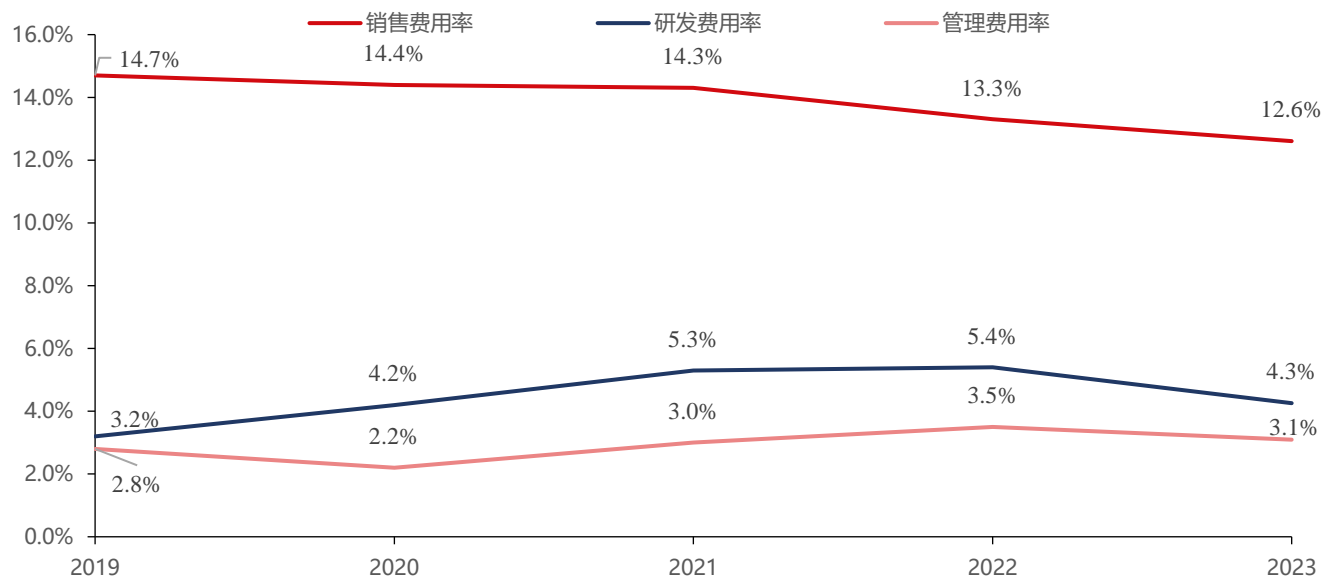
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表11：2019-2023 年公司净利润及经调整净利润



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表12：2019-2023 年公司费用率



资料来源：公司公告，国联证券研究所



## 2. 行业概况：汽车后市场规模广阔

### 2.1 发展历程：汽车后市场商业模式与时俱进

随着中国乘用车市场的快速发展，汽车后市场不断涌现新模式。1990-1999年，汽车后市场主要服务对象从公务车逐步转向私家车，各地区的汽配、汽修厂应运而生。2000年-2008年，特别是2001年中国加入世贸组织后，合资车销量快速增长，4S店销售和售后一体模式代表先进的模式开始占据主导。2009-2015年，随着互联网的兴起，资本与新技术推动O2O模式渗透至汽车后市场，其中途虎在2011年成立。2016年至今，汽车销量增速逐步放缓，资本经历紧缩后，企业加速出清；诸多主机厂和互联网巨头开设线上渠道。

图表13：中国汽车服务市场发展历程



资料来源：德勤，国联证券研究所

### 2.2 市场规模：随“保有量+车龄”增长不断扩容

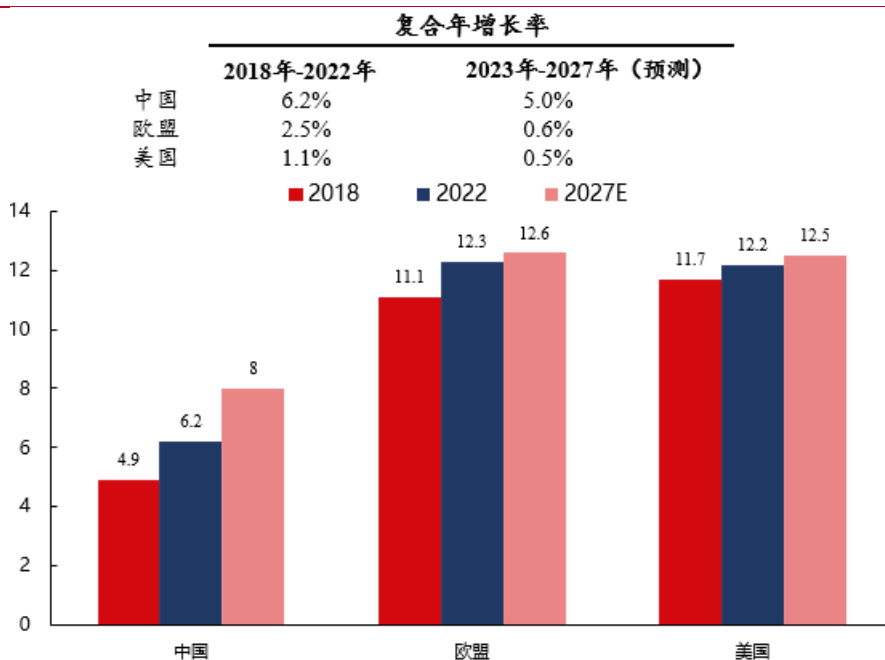
对标海外发达国家，中国乘用车保有量增长空间较大。据灼识咨询，按乘用车保有量计，中国已成为世界第一大汽车市场，截至2022年，中国乘用车保有量已达273.6百万辆。然而，每千人乘用车保有量仅为194辆，低于美国（每千人769辆）及欧盟成员国（每千人563辆）等发达国家，呈现出较大的增长空间。中国已连续超过10年蝉联全球新车销量第一。灼识咨询预计中国的乘用车保有量将继续保持增长势头，到2027年预计将达到373.8百万辆。

图表14：2018-2027E 中国乘用车保有量



资料来源：灼识咨询，国联证券研究所

单车维保价值量随着乘用车的车龄逐步提升，中国乘用车车龄有较大增长空间。相较于新车，老旧的车辆需要较多的汽车服务，尤其是维修及保养服务。据灼识咨询，中国乘用车的平均车龄由2018年的4.9年增至2022年的6.2年，到2027年预计将达到8.0年，而同年美国及欧盟成员国的平均车龄分别为12.5年及12.6年，中国乘用车的车龄有持续增长的空间。同时中国的汽车服务需求正接近爆发的临界点。汽车服务开支往往在车龄超过6年后开始显著增加，这是典型的车辆生命周期中的临界点。

**图表15：2018-2027E 中国/美国/欧盟成员国乘用车平均车龄**


资料来源：灼识咨询，国联证券研究所

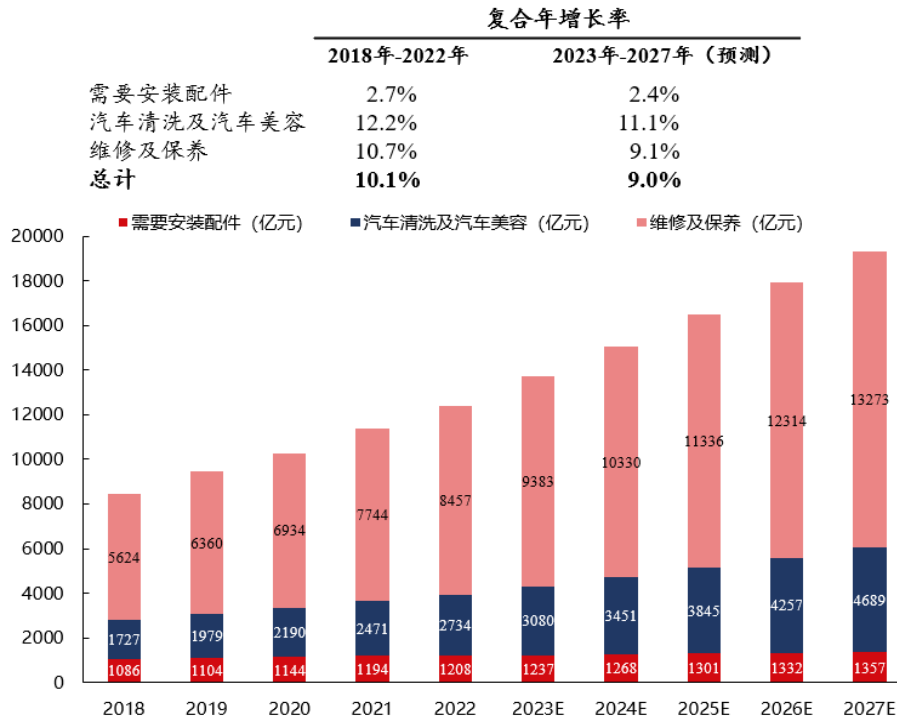
中国汽车后市场规模有望随着“保有量+车龄”增长不断扩容，2023-2027年预计CAGR为9%。根据灼识咨询，中国汽车服务市场规模2018年至2022年的CAGR为10.1%。按GMV计算，2022年中国汽车服务市场规模为12,398亿元，预计到2027年将达到人民币19,319亿元，2023年至2027年的CAGR为9.0%。

**图表16：主要汽车服务类型**

服务类型	具体内容
汽车维修及保养服务	<p><b>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：</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) 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）</li> <li>2) 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）</li> <li>3) 轮胎及底盘零部件（如刹车片及减震器以及车轮定位）保养</li> <li>4) 凹痕修复及喷漆服务</li> </ol>
汽车清洁及汽车美容服务	<p><b>指系统地对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：</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) 车身清洁和美容服务（包括汽车清洁、打蜡及抛光）</li> <li>2) 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）</li> <li>3) 外饰改装服务（包括漆面保护膜及喷漆以及结构改装）</li> </ol>
需安装配件	<p><b>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（数码视像录像机）、GPS导航仪及语音系统）等</b></p>

资料来源：灼识咨询，国联证券研究所

图表17：中国汽车服务市场的市场规模（按 GMV 计）



资料来源：灼识咨询，国联证券研究所

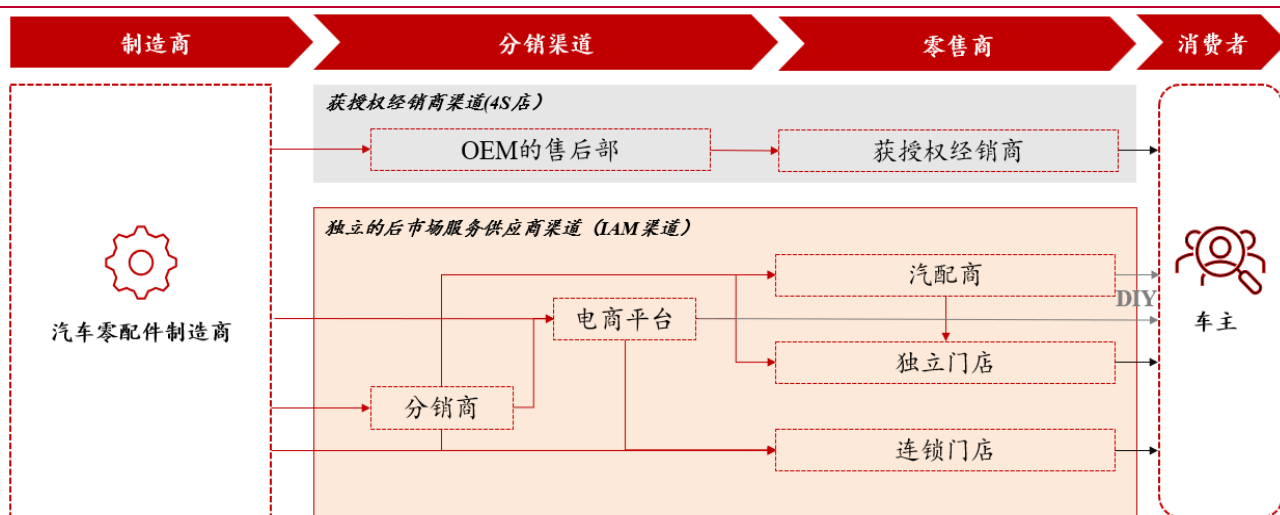
### 2.3 竞争格局：目前 4S 店占据过半市场份额

目前 4S 店占据过半市场份额，4S 店和传统 IAM 均存在用户痛点。中国汽车服务主要包括两个渠道，即获授权分销商渠道（4S 店）及独立的后市场服务供应商渠道（IAM 渠道），2022 年 4S 店约占汽车服务市场的 53.6%（按 GMV 计）。4S 店和传统 IAM 均存在用户痛点，4S 店服务价格高且门店密度较低：4S 店从 OEM 售后部门采购的汽车零配件通常较出厂价更高，同时 4S 店为了维持较高的运营成本，通常收取更高的安装服务费。根据灼识咨询，4S 店收取的汽车零配件价格及服务费分别较 IAM 门店收取的零配件及服务费高出约 30%及 80%。此外 4S 店门店密度较低，通常位于郊区。传统 IAM 渠道虽然价格相对合理但是服务标准化程度较低：IAM 采购的渠道存在分销网络层级多且无正品保障的特征，导致其产品存在定价不透明和服务标准化程度较低的情况。

**图表18: 中国汽车后市场主要参与者**

	 <b>获授权经销商 (4S店)</b>	 <b>传统IAM</b>	 <b>O2O平台 (IAM)</b>
<b>定义</b>	OEM授权的汽车经销商为车主/买家提供汽车相关的4S服务	独立于OEM的汽车服务供货商, 提供各种汽车服务	O2O汽车服务平台
<b>产品与服务</b>	涵盖汽车服务, 包括质保索赔及保险索赔 单个获授权经销商可能仅专门服务于有限的OEM汽车品牌	为各种汽车品牌及车型的车主提供汽车服务, 并且往往有更多的SKU	为各种汽车品牌及车型的车主提供汽车服务, 并且往往有更多的SKU
<b>服务质量与价格</b>	受过培训的合格技师提供更好的服务体验 <b>价格相对较高</b>	服务标准化程度相对较低 <b>价格相对合理</b>	<b>服务标准化程度较高</b> <b>价格相对合理</b>
<b>覆盖范围</b>	2022年中国约有3.4万家门店, 门店密度较低, 通常位于郊区	2022年中国约有86.2万家门店, 门店密度高, 覆盖城市及郊区, 全国广泛分布	门店数量逐步增加, 从一二线城市逐渐渗透, 门店密度适中

资料来源: 均识咨询, 招股说明书, 国联证券研究所

**图表19: 中国汽车服务业价值链**


资料来源: 均识咨询, 招股说明书, 国联证券研究所

**途虎在 IAM 中领先优势明显。**截至 2022 年 12 月 31 日, 在中国约 68.0 万家汽车服务供货商中, 途虎的门店数量排名第 1。其中在 IAM 门店中, 途虎截至 2022 年底的门店数量及 2022 年度的汽车服务收入均排名第 1。若按汽车服务收入计, 2022 年途虎在中国所有汽车服务供应商中排名第 3, 市场份额占比 0.9%, 位列获授权经销商的中升集团和广汇汽车之后。



**图表20：汽车服务供应商按门店数量划分的排名**

排名	汽车服务提供商	品牌定位	门店数量 (2020年)	门店数量 (2021年)	门店数量 (2022年)
1	途虎	O2O 汽车服务商	2488	3853	4653
2	壳牌喜力爱车中心	传统的 IAM	~2000	~2800	~4000
3	天猫养车	O2O 汽车服务商	~550	~1800	~2000
4	驰加	传统的 IAM	~1600	~1700	~1600
5	好修养	传统的 IAM	~1200	~1500	~1500
6	京东京车会	O2O 汽车服务商	~1200	~1480	~850

资料来源：招股说明书，国联证券研究所

**图表21：2022 年按汽车服务收入计，中国所有汽车服务供应商排名**

排名	汽车服务提供商	品牌定位	2022 年汽车服务收入 (单位：10 亿元人民币)	市场份额
1	中升集团 (00881.HK)	获授权经销商	24.6	2.0%
2	广汇汽车 (600297.SH)	获授权经销商	~14.2	1.1%
3	途虎	O2O 汽车服务商	11.5	0.9%
4	永达汽车 (03669.HK)	获授权经销商	~10.1	0.8%
5	利星行 (中国) 汽车	获授权经销商	~10.0	0.8%

资料来源：招股说明书，国联证券研究所

**图表22：2022 年按汽车服务收入计，IAM 门店在中国汽车服务市场中的排名**

排名	IAM	品牌定位	2022 年汽车服务收入 (单位：10 亿元人民币)	市场份额
1	途虎	O2O 汽车服务商	11.5	0.9%
2	壳牌喜力爱车中心	传统的 IAM	~3.2	0.3%
3	驰加	传统的 IAM	~2.3	0.2%
4	天猫养车	O2O 汽车服务商	~1.6	0.1%
5	京东京车会	O2O 汽车服务商	~1.3	0.1%

资料来源：招股说明书，国联证券研究所

### 3. 核心优势：从加盟商、车主、供应链三维度构建竞争壁垒

#### 3.1 加盟商：多维赋能+突破服务半径

途虎多维度赋能加盟商，提升加盟商开店体验。途虎具体从开店、流量、管理和供应链4大维度赋能加盟商。1) **开店赋能**：传统汽车后市场加盟流程主要通过半人工线下对接，从加盟到门店开业的整个流程需要花费大量时间和人力成本。途虎养车首创的加盟商“一键开店”系统上线后，加盟商开店效率显著提高，从发现商机到签约完成由73天缩短至31天，时效提升58%。2) **流量赋能**：公司将线上流量导入线下实体门店，可以避免门店冷启动，开店起点较高。3) **管理赋能**：公司打造了中国最大的汽车服务信息化管理系统“蓝虎系统”，它提供了全面的汽车养护服务管理功能，包括预约管理、技师管理、配件管理、工单管理等，帮助门店实现高效运营。4) **供应链赋能**：公司为加盟商提供了大量类目的产品和服务。截至2023年，公司的汽车保养业务已经拓展到包括三滤、刹车油、雨刮器等超过41个保养类目，超过8,000个SKU。同时公司对于零配件的规模化采购降低了加盟门店的成本和资金压力。

图表23：途虎养车多维度赋能加盟商



资料来源：公司招股说明书，汽车服务世界，国联证券研究所

图表24：“蓝虎系统”帮助门店实现高效运营



资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

综合考虑盈利能力、获客方式等因素，途虎对加盟商具有较强的吸引力。盈利能力：从单店财务模型看 2020 年加盟工场店单店每月毛利可以达到 15 万左右。另外根据途虎年报，截至 2023 年底，93% 的开业 6 个月以上的途虎工场店加盟商处于盈利状态；并且开店时间越长的门店，单店收入越高。对加盟商而言，为更好的供应链、物流时效、订单流量所付出的成本即途虎所收加盟费、管理费，单店单月成本约 1 万元。获客方式：1) 天猫养车：开店前期线上流量直接导入较少，强调以洗美优惠吸引流量，之后逐步转化到维保，转化时间较长；2) 京东养车：京东汽车商城售卖商品的线下安装业务可为京东养车导流，导流精准度相对较低；3) 途虎养车：途虎在加盟店开业后能够很快为其导入线上流量，开店起点高。其中传统 IAM 在翻牌途虎后通过借助线上流量能够快速突破原有的服务半径。

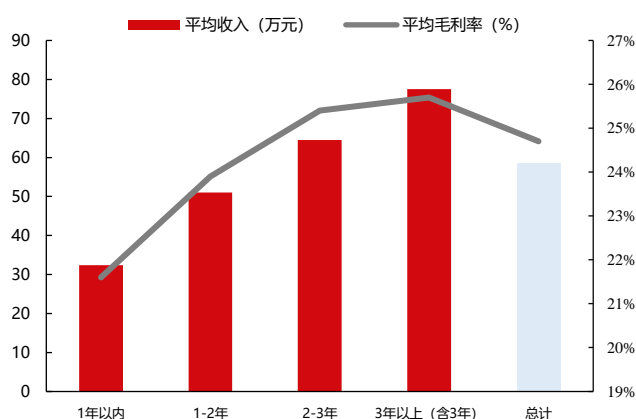
图表25：途虎养车典型加盟商单店模型

途虎典型加盟商单店模型	
初始投入	66.4万元
门店面积	300-800平方米
周边环境	成熟小区密集、成熟商圈
基本工位要求	4个机修工位、1个洗车工位、1个美容工位、独立客休区
保证金	10万元
加盟费	3.3-10万元/年（加盟费一般是按3年收取，费用介于10万-30万元）
管理费	4.8-9.6万元/年（管理费分为两个级别，4000元/月和8000元/月）
利润抽成	10%（附带减免政策）
单店平均毛利	15-20万元/月

资料来源：公司招股说明书，公司官网，汽车服务世界，AC 汽车，国联证券研究所

注：公司最大加盟商为每个加盟途虎工场店平均花费约 664,000 元，包括加盟费、固定装置、设备及装修成本以及其他杂项开支。公司认为该加盟途虎工场店的数据可代表所有加盟途虎工场店的数据。

图表26：开店时间越久的门店对公司财务贡献越多



资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

注：时间口径为截至 2023 年 3 月 31 日按经营年份划分的收入、毛利率

图表27: 天猫养车成立之初就确立了“洗美保”模型



资料来源: AC 汽车, 国联证券研究所

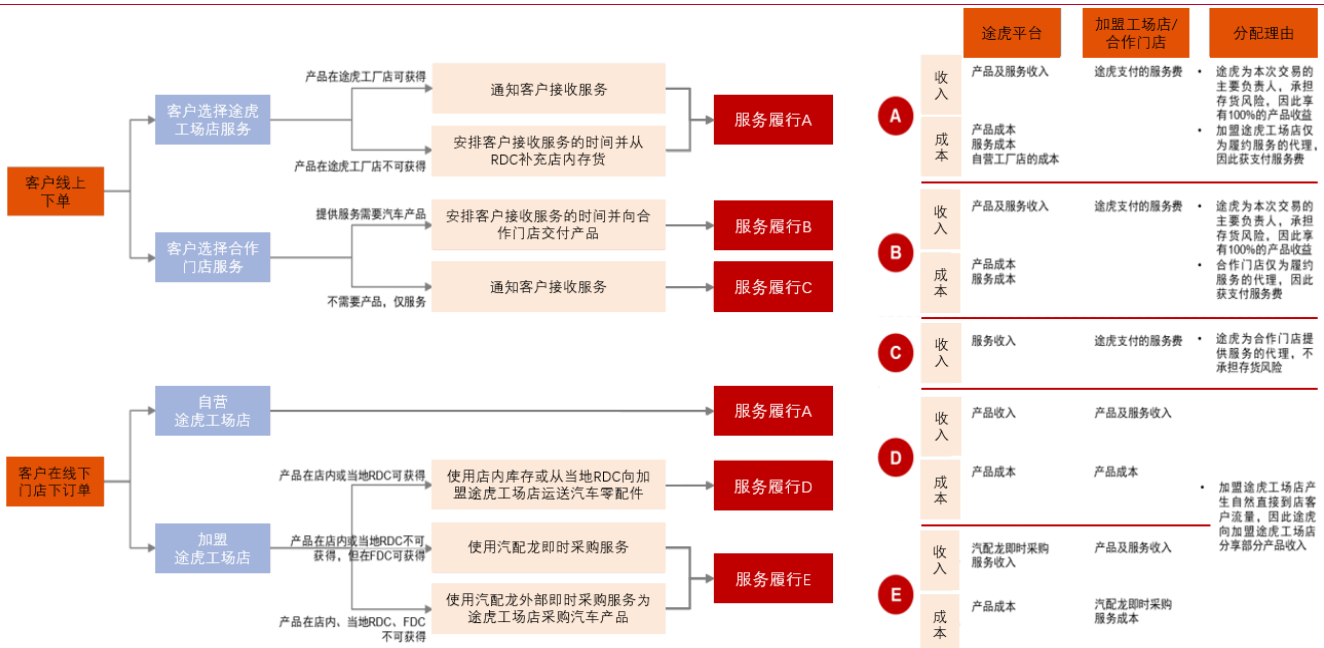
图表28: 京东汽车商城售卖商品的线下安装业务可为京东养车引流



资料来源: 京东汽车商城, 国联证券研究所

收入根据流量来源进行分配, 客户线下下单加盟工场店收入更高。收入分配的原则如下: 1) 当客户线上下单时, 途虎平台为交易的主要负责人, 且承担存货风险, 因此享有 100%的产品收益; 加盟工场店仅为履约的代理, 因此仅获得平台支付的服务费收入。2) 当客户在线下门店下单时, 加盟工场店产生自然直接到店客户流量, 因此途虎加盟工场店除了享受平台支付的服务费收入外, 还可获得部分产品收入。

图表29: 途虎门店收入与成本分配模式



资料来源: 招股说明书, 国联证券研究所

### 3.2 车主：标准、透明、高效的服务输出

以途虎为代表的 O2O 模式解决汽车后市场诸多用户痛点。O2O 汽车服务模式将线上平台及线下门店的优点相结合，线上平台为线下运营提供庞大的客户流量及数据分析；线下门店与集中式供应链系统合作，采用统一的数字化客户管理及订单系统，并且线下门店受到平台的实时严格管控。从用户体验的角度看，O2O 模式一方面可确保技师在培训和实操方面保持严格的标准，提供标准化的服务体验；另一方面可确保产品和服务定价透明合理。

图表30：以途虎为代表的 O2O 模式解决行业内诸多用户痛点

汽车后市场服务本质：低频、具有一定偶发性、服务流程较长	车主的痛点
<ul style="list-style-type: none"> <li><b>低频：</b>汽车养护大部分环节均是低频需求，较难单纯受价格因素驱动进行消费（对车主的补贴效果较难快速体现）。</li> <li><b>具有一定偶发性：</b>例如爆胎、配件损坏等问题具有偶发性，较难提前预判，车主的需求需要即时得到满足。</li> <li><b>服务流程较长：</b>汽车养护过程可能会持续1-2个小时，如果是疑难杂症可能涉及的时间更长，服务体验（包括在店体验、养护效果等）决定用户留存和复购。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>优质服务门店供应不足。</b>反馈时间慢，支付溢价高，缺乏专业技师。</li> <li><b>服务范围有限。</b>门店数量有限（尤其是于二线及以下市县）且分布较为分散，部分门店位于郊区，车主面临诸多不便。</li> <li><b>信任度低。</b>截止2022年底中国仅4.8%的IAM门店为连锁门店，正品汽车零配件供应不足，服务标准不一致。信息不对称可能会导致客户产生不信任及不愉快的体验。</li> <li><b>缺乏无缝及一体化的在线线下服务。</b>大多数汽车服务供货商仅提供线下服务，而没有提供在线预订、在线诊断等便捷在线服务。</li> </ul>

以途虎为代表的O2O模式	
海量产品选择，且定价透明	流程标准化
汽车零配件与车型准确匹配	服务透明及值得信赖
提供便利的线上搜索、预定、购买及支付体验	门店覆盖范围广，临近客户
提供综合维护报告及详细报价	高效的供应链
透过线上渠道管理车辆全生命周期	高素质技师
能够实时监控维修流程	门店管理控制严格

资料来源：灼识咨询，招股说明书，国联证券研究所

途虎养车价格体系透明，产品/服务质量可对标 4S 店。途虎的线上销售预约+线下标准化服务的创新养车模式上解决了传统 IAM 产品/服务价格不透明的痛点，也省去了讨价还价的过程，用户通过线上 app 可以详细了解所有项目的具体收费情况。此外用户通过 APP 绑定爱车后，系统会根据车型推荐适合的配件，相较于综合网购平台节省了产品横线对比时间。在产品方面，途虎在售的大牌车品均有品牌的官方授权书。在服务方面，“途虎八步”标准化服务流程多次迭代，每个岗位都有作业指导书。以换轮胎为例，途虎在对门店技工培训过程中会把换轮胎分为标准化的多个步骤，比如对换胎时是否需要更换气门嘴、拆卸时是否使用扭力扳手做出具体的细节指导，以此来规范技师的操作流程。



**图表31：途虎养车 APP 明码标价**


资料来源：途虎养车 app，国联证券研究所

**图表32：途虎大牌车品均有品牌官方授权书**


资料来源：途虎养车 app，国联证券研究所

### 3.3 供应链：货品广度、深度、履约均达到规模效应拐点

公司持续扩充产品&服务品类，已达到规模效应拐点。2011年起，途虎从轮胎切入汽车市场，凭借规模效应，一方面做大零售规模，另一方面与全球顶尖的轮胎厂商合作低价拿货，同时解决质量、价格等方面的用户痛点，用6年年的时间成为了中国最大的替换轮胎的销售商。同时借助庞大的服务网络 and 用户基盘，公司陆续快速地进入了机油、底盘、蓄电池、动力电池维修等领域，并且在各个细分服务科目下实现了类目和 SKU 覆盖的大幅增长。截至2023年，公司轮胎、保养 SKU 分别增至6000+、8000+个。



图表33: 途虎门店网络规模优势明显

业态	品牌	2023 年销额 规模(万元)	2023 年门店 总数(个)
汽车 养护 维修	途虎养车	1360000	5909
	天猫养车	912600	3728
	快准车服	570000	2300
	驰加	540000	1653
	百援精养	510331	2000
	三头六臂	350000	3300
	京东养车	300000	1518
	小拇指	265118	1306
	易捷养车	220000	9500
	华胜	212273	270

资料来源: 中国连锁经营协会《2023 年生活服务业连锁企业 TOP100》, 国联证券研究所

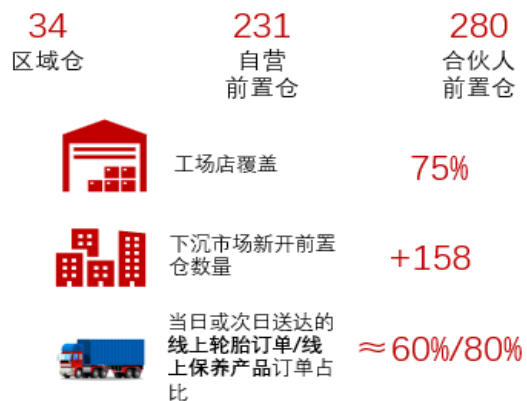
图表34: 途虎持续扩充产品和服务品类



资料来源: 公司公告, 公司官网, 36 氪, 国联证券研究所

**高效履约配送是保证庞大的门店网络顺利运转, 加盟模型跑通的关键。前置仓+区域仓组合满足即时配送需求:** 目前全国 75%以上的工场店已被前置仓即时配送服务覆盖。前置仓还协同公司门店下沉发展战略, 将更多前置仓下沉至低线城市。在高效物流履约配送体系的保证下, 2023 年当日/次日送达的线上轮胎、线上保养订单占比已经分别达到了 60%、80%。**“汽配龙”满足长尾和低频配件需求:** 线上系统赋能零配件交易, 为途虎工厂店、合作门店及其他终端门店提供即时采购、撮合服务。截至 2023Q1, 汽配龙对接了门店的产品需求、配送中心的采购需求及超 2,200 家外部零配件供应商的供应能力, 不仅可以实现门店与配送中心之间的高频消费产品的及时运输, 也能够满足长尾和低频维修件的需求。

图表35：“前置仓+区域仓”组合提升供应链物流能力



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表36：汽配龙 B2B 一站式汽配采购平台



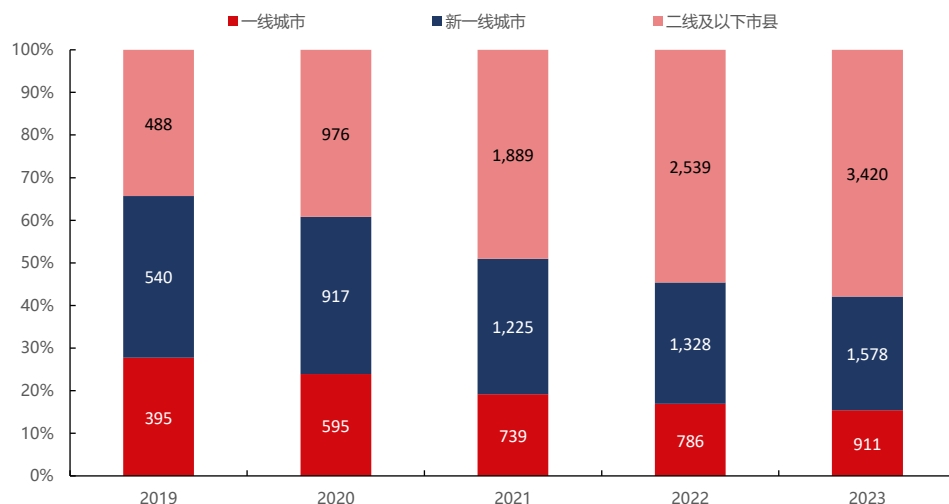
资料来源：汽配龙 app，国联证券研究所

## 4. 公司成长：门店扩展+业务结构调整+品牌矩阵优化

### 4.1 门店拓展：下沉市场拓店空间大

对标一线城市门店的覆盖车辆数，下沉市场拓店空间较大。截至 2023 年底，途虎在全国拥有 5,909 家途虎工场店，较 2022 年底增加 1,256 家，门店覆盖了全国所有的省级行政区，超过 300 个城市，是国内门店数量最多、覆盖最广的线下汽车服务网络。公司在门店拓展上实行开发下沉、发展县域的战略，截至 2023 年底，公司在二线及以下城市拥有 3,420 家工场店，同比增加 881 家，下沉市场工场店占比超过 57%，新增门店中，二线及以下城市占比超过 70%。截至 2023 年 3 月 31 日，公司全国范围内单家途虎工场店覆盖的车辆数约为 5.77 万，其中下沉市场单店覆盖车辆数约 7.92 万，约为一线城市的 3.8 倍及新一线城市的 2.1 倍。假设长期看，新一线城市门店密度向一线靠拢，下沉市场向新一线城市靠拢，公司仍有较大的拓店空间。

图表37：途虎门店网络分布情况



资料来源：招股说明书，公司公告，国联证券研究所

图表38：途虎门店网络分布情况

	汽车保有量 (百万辆)	途虎工场店数量	单店覆盖的车辆数 (万)
一线城市	16.5	790	2.09
新一线城市	50.7	1354	3.74
二线及以下城市	208	2626	7.92
<b>合计</b>	<b>275.2</b>	<b>4770</b>	<b>5.77</b>

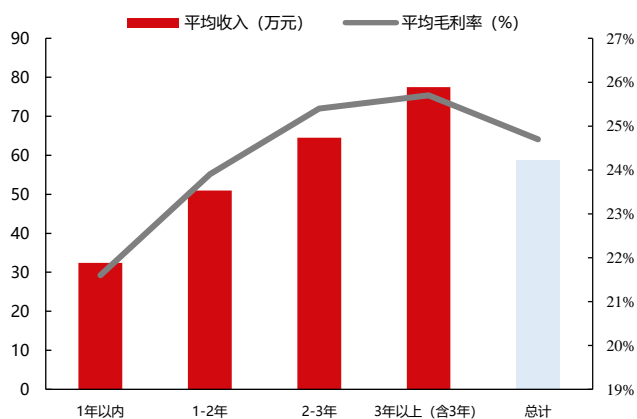
资料来源：招股说明书，国联证券研究所

注：截至 2023 年 3 月 31 日

## 4.2 业务结构：信任度进入释放期后高毛利业务占比提升

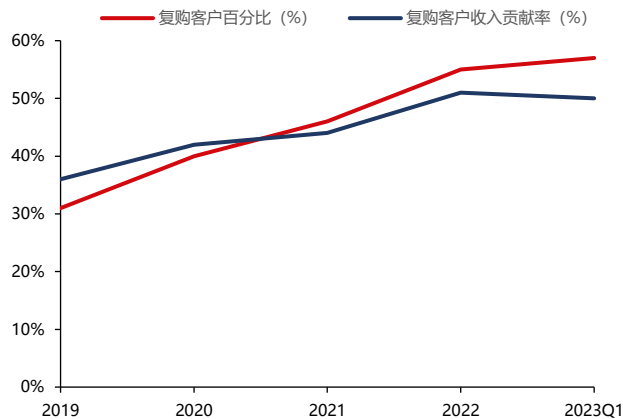
门店的店龄越长，单店收入越高。途虎工场店从 2019 年后持续快速扩张，店龄普遍不长，截至 2023Q1 其中 1 年以内、1-2 年、2-3 年、3 年及以上门店数量占比分别为 17%/31%/23%/29%。途虎门店呈现出店龄越长，平均收入越高的趋势。2023Q1，3 年及以上门店平均收入达 77.5 万元，而新开一年内门店，平均收入为 32.4 万元。除了门店有爬坡期以外，汽车后服务门店与周边车主的信任关系需要时间积累，形成信任关系后，往往具备较高的客户粘性，门店时间越久，积累沉淀客户越多。随着公司的品牌效应逐步显现以及平均店龄增加，复购客户比例持续提升。从 2019 至 2023Q1，复购客户占比从 31% 提升至 2023Q1 的 57%，反映了随着时间推移，客户的粘性持续加强。

图表39：2023Q1 不同店龄途虎工场店对公司的财务贡献



资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

图表40：2019-2023Q1 客户复购率不断提升



资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

随着途虎门店进入信任度释放期，维保等高毛利业务占比有望持续提升。途虎通过相对高频且标准化程度高的轮胎、机油切入汽车后服务市场，因此在公司门店现有业务结构中，轮胎、机油的占比较高，而轮胎的毛利率通常较低，按照公司披露口径看，2023 年轮胎及底盘业务毛利率为 17.4%，而同期维保业务毛利率为 32.45%。随着途虎门店与周边车主信任度进入释放期，维保等高毛利业务将维持提升趋势，带动综合毛利率提升。

**图表41：途虎面向个人客户销售产品和服务**

	2019	2020	2021	2022	2023
<b>轮胎和地盘零部件（百万元）</b>	<b>3,839</b>	<b>4,202</b>	<b>5,064</b>	<b>4,592</b>	<b>5,553</b>
毛利率（%）	3.86%	7.77%	9.01%	14.09%	17.40%
业务占比（%）	54.53%	48.01%	43.19%	39.77%	40.83%
<b>汽车保养（百万元）</b>	<b>1,870</b>	<b>2,619</b>	<b>3,842</b>	<b>4,025</b>	<b>4,933</b>
毛利率（%）	21.17%	23.06%	26.50%	29.62%	32.45%
业务占比（%）	26.56%	29.92%	32.77%	34.86%	36.27%
<b>其他服务（百万元）</b>	<b>495</b>	<b>560</b>	<b>646</b>	<b>639</b>	<b>780</b>
毛利率（%）	2.40%	3.57%	5.13%	10.94%	14.89%
业务占比（%）	7.03%	6.39%	5.51%	5.53%	5.73%

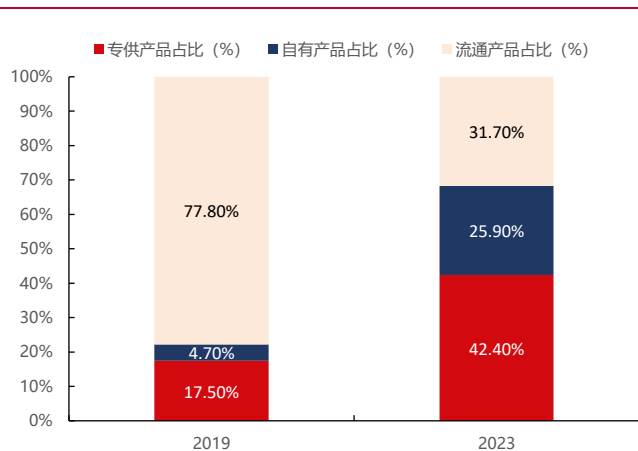
资料来源：公司招股说明书，公司公告，国联证券研究所

### 4.3 品牌矩阵：专供、自有品牌占比有望持续提升

公司专供、自有品牌占比持续提升，公司在低线城市推自有品牌更加便捷。截至2023Q1，途虎推出了51个自有品牌并于过去12个月通过途虎平台交易了7429个SKU；以及推出了54个专供品牌并于过去12个月通过途虎平台交易了2239个SKU。来自专供品牌的收入占比从2019年的17.5%增至2023年的42.4%；来自自有品牌的收入贡献自2019年的4.7%增至2023年的25.9%。专供品牌占比及自有品牌占比持续提升反映了公司对上游供应链有较强的议价权，有利于进一步提升公司层面毛利率及对加盟商的黏性。同时由于低线城市消费者更加注重性价比，随着公司下沉门店占比提升，公司在低线城市推广高毛利的自有自控产品相对高线城市更加便捷。虽然ASP可能拉低，但毛利率提升带动毛利额并不会受到下沉市场消费力影响。

**图表42：公司流通、专供和自有自控品牌**


资料来源：公司公告，国联证券研究所

**图表43：公司专供、自有产品收入占比持续提升**


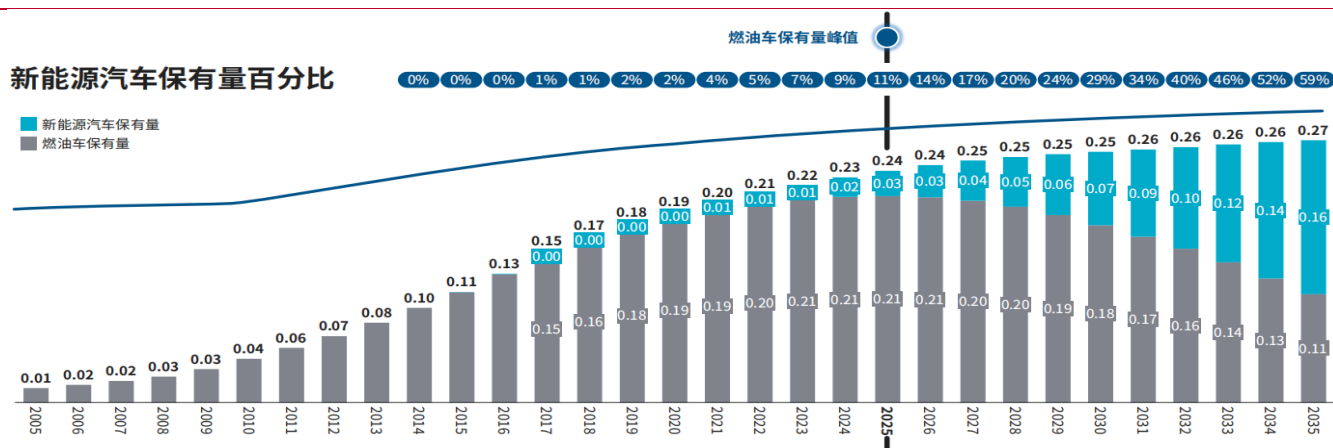
资料来源：公司招股说明书，公司公告，国联证券研究所

## 5. 新能源车：顺应新能源汽车三电专修领域的爆发趋势

### 5.1 市场结构：新能源占比提升推动维保市场结构变化

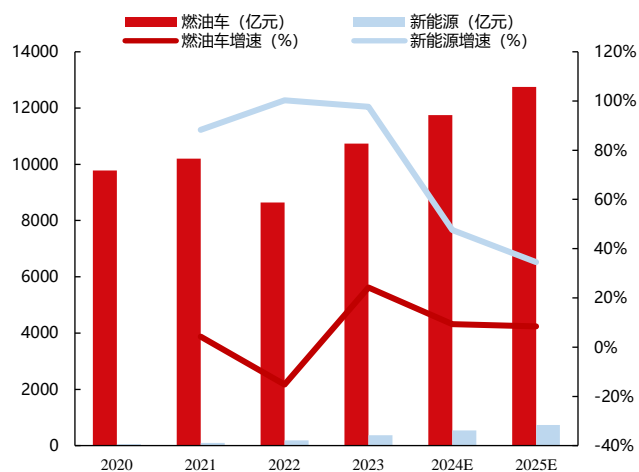
随着新能源汽车保有量提升，新能源维保占比有望快速提升。伴随电池技术不断成熟、生命周期拥车成本降低、产品多样化等，中国新能源汽车保有量有望快速增加。罗兰贝格预计，新能源汽车渗透率的快速提升将导致燃油车保有量在 2025 年见顶，达到 2.1 亿辆。从乘用车保有量结构看，未来 10 年仍以燃油车为主，但新能源汽车保有量有望在 2034 年迎来反超。新能源汽车保有量的快速增长带动了新能源维保市场的发展。根据普华永道估算，2020-2025 年新能源乘用车维保市场复合年均增长率高达 58.7%，远高于燃油车维保市场 4.5% 的年均复合增速。

图表44：随着乘用车电动化渗透率不断提升，中国燃油车保有量预计在 2025 年见顶（十亿辆）



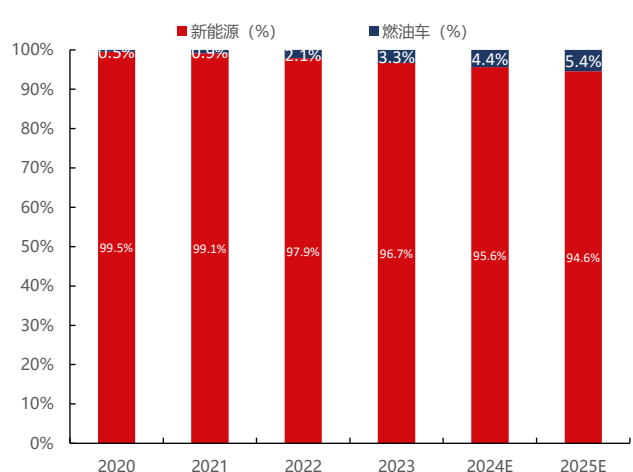
资料来源：罗兰贝格，国联证券研究所

图表45：新能源/燃油车维保市场规模及同比增速



资料来源：PWC，国联证券研究所

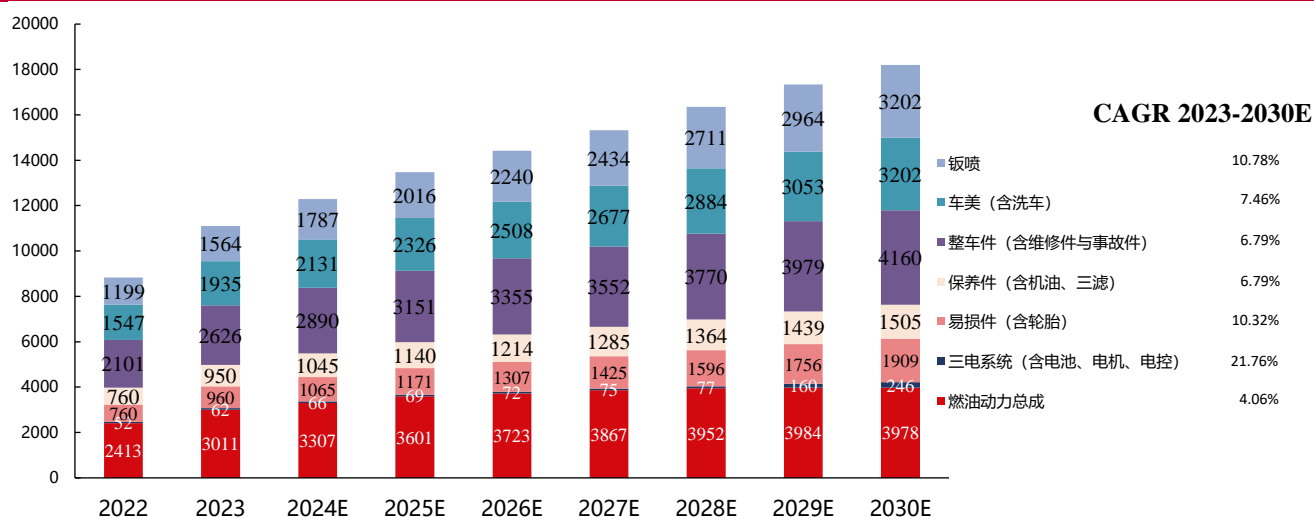
图表46：新能源/燃油车维保市场规模占比 (%)



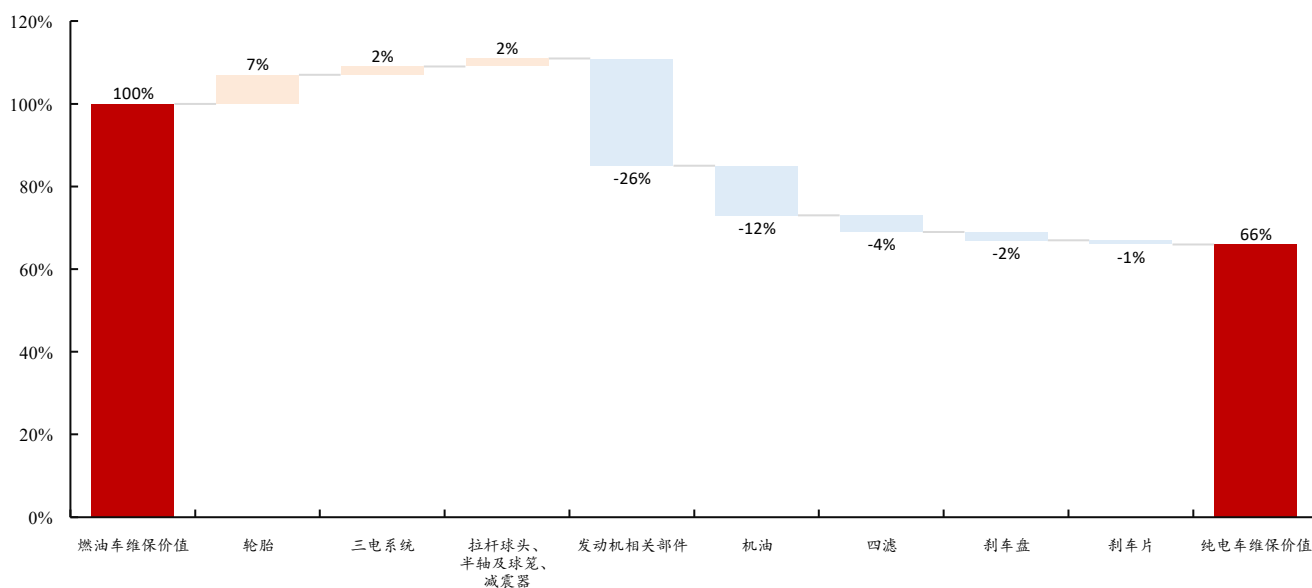
资料来源：PWC，国联证券研究所



新能源汽车构造变化、核心消费群体变动预计将推动汽车维保市场收入结构的变化。1) **三电系统**：新能源汽车燃油相关零部件与油液维护需求消失/减少，但是在三电维保方面的需求会增加，收入预计从 2023 年的 62 亿元增长至 2030 年 246 亿元，对应 CAGR 为 21.76%。2) **易损件**：由于新能源车车身重，轮胎消耗加大，轮胎等易损件更换频次增加，易损件收入预计从 2023 年的 960 亿元增长至 2030 年 1909 亿元，对应 CAGR 为 10.32%。3) **车美**：新能源车女性消费者、年轻消费者增加，强调个性化，导致汽车洗美养护相关需求快速提升，车美收入预计从 2023 年的 1935 亿元增长 2030 年 3202 亿元，对应 CAGR 为 7.46%。4) **钣喷**：新能源车车身设计强调一体化，钣金成本更高，钣喷收入预计从 2023 年的 1,564 亿元提升至 2030 年的 3,202 亿元，对应 CAGR 为 10.78%。

**图表47：2022-2030年乘用车全渠道维保收入细分（亿元）**


资料来源：罗兰贝格，国联证券研究所

**图表48：燃油车 vs 电动汽车单车维保价值比较**


资料来源：罗兰贝格，国联证券研究所

## 5.2 单车视角：新能源保养价值低+维修价值高

### 5.2.1 保养：混动/纯电保养价值均较燃油车低

**PHEV（插电混合动力汽车） vs 燃油车：**相较于燃油车，PHEV（插电混合动力汽车）车型包含两套动力总成系统，一套为传统的发动机+变速器，另一套为电动机+蓄电池。以名爵6燃油版和名爵6混动版为例进行对比：**1) 名爵6燃油版：**该车首保里程在3000公里，保养间隔则为5000公里/次；保养项目方面，名爵6燃油版主要包含更换机油以及三滤等易损件，此外23000公里左右还需要更换一次火花塞。38000公里总计保养费用约3960元；**2) 名爵6混动版：**相较于名爵6燃油版5000公里/次的保养周期，名爵6混动版的保养周期为7500公里/次，40000公里总计保养费用为2881元，约为名爵6燃油版的70%-75%。

**图表49：名爵6燃油版日常保养费用**

里程(公里)	机油	机油滤芯	空气滤芯	汽油滤芯	空调滤芯	变速箱油	刹车油	火花塞	防冻液	合计(元)
3000	✓	✓								免费
8000	✓	✓	✓							503.5
13000	✓	✓								367
18000	✓	✓	✓	✓	✓					705
23000	✓	✓						✓		809
28000	✓	✓	✓							503.5
33000	✓	✓		✓	✓					568.5
38000	✓	✓	✓							503.5
合计										3960

资料来源：中车友汽车，国联证券研究所

**图表50：名爵6 PHEV（插电混合动力）日常保养费用**

里程(公里)	机油	机油滤芯	空气滤芯	汽油滤芯	空调滤芯	变速箱油	刹车油	火花塞	防冻液	合计(元)
3000	✓	✓								免费
10500	✓	✓								299
18000	✓	✓	✓		✓					545
25500	✓	✓								299
33000	✓	✓	✓	✓	✓		✓			973
40500	✓	✓					✓			765
48000	✓	✓	✓		✓				✓	1104
55500	✓	✓								299
合计										4284

资料来源：中车友汽车，国联证券研究所

**BEV（纯电动车） vs 燃油车：**相较于燃油车和PHEV（插电混合动力汽车），BEV（纯电动车）车型只有电动机+动力电池组。以比亚迪唐燃油版和比亚迪唐纯电版为例进行对比：**1) 比亚迪唐燃油版：**该车首保里程在3500公里，保养间隔则为7500公里/次，56000公里全部保养费用约5492元；**2) 比亚迪唐纯电版：**相较于比亚迪唐燃油版7500公里/次的保养周期，比亚迪唐纯电版的保养周期为12000公里/次，60000公里总计保养费用为2145元，约为比亚迪唐燃油版的40%。

**图表51：比亚迪唐燃油版日常保养费用**

里程(公里)	机油	机油滤芯	空气滤芯	汽油滤芯	空调滤芯	变速箱油	刹车油	火花塞	防冻液	合计(元)
3500	✓	✓								免费
11000	✓	✓			✓		✓			703
18500	✓	✓	✓	✓				✓		1030
26000	✓	✓			✓		✓			703
33500	✓	✓							✓	620
41000	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓		1348
48500	✓	✓								385
56000	✓	✓			✓		✓			703
合计										5492

资料来源：中车友汽车，国联证券研究所

**图表52：比亚迪唐 BEV（纯电版）日常保养费用**

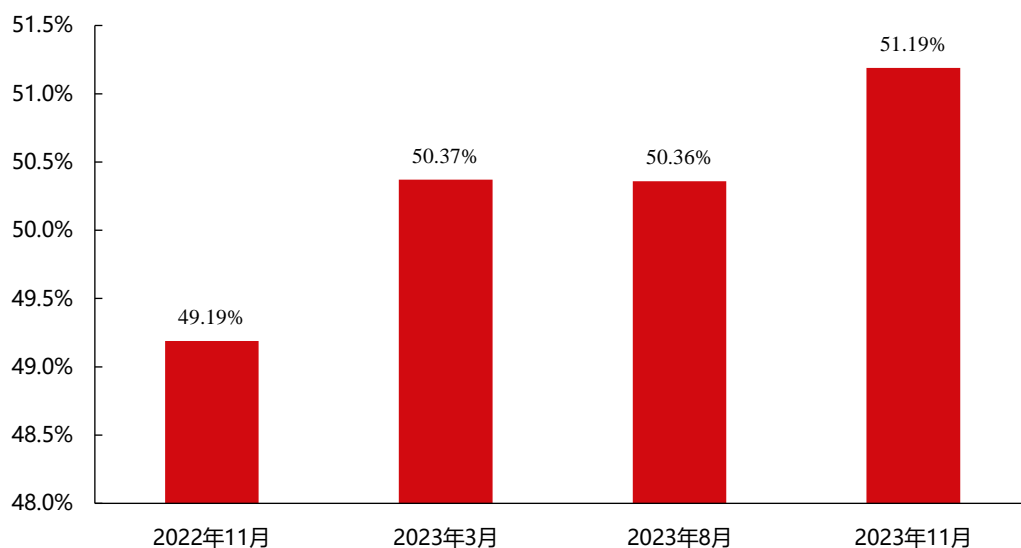
里程(公里)	机油	机油滤芯	空气滤芯	汽油滤芯	空调滤芯	变速箱油	刹车油	火花塞	防冻液	常规检查	合计(元)
12000					✓					✓	78
24000					✓					✓	278
36000					✓	✓	✓			✓	822
48000					✓					✓	278
60000					✓				✓	✓	767
合计											2145

资料来源：中车友汽车，国联证券研究所

### 5.2.2 维修：新能源车维修价值高于燃油车

**新能源车维修价值高于燃油车。**大量新能源汽车生产企业使用的一体化压铸生产技术虽然实现了单车轻量化，延长车辆续航，但是一旦碰撞严重就需要整体更换，推高了维修成本。核心部件方面，动力电池维修价格较高，中保研的官方统计显示，新能源车的电池包零整比普遍超过 50%，即电池的维修花费相当于整车价格的一半。此外，新能源汽车的智能硬件如激光雷达和毫米波雷达价格也较为昂贵。

图表53：新能源样本车型动力电池包单件零整比均值

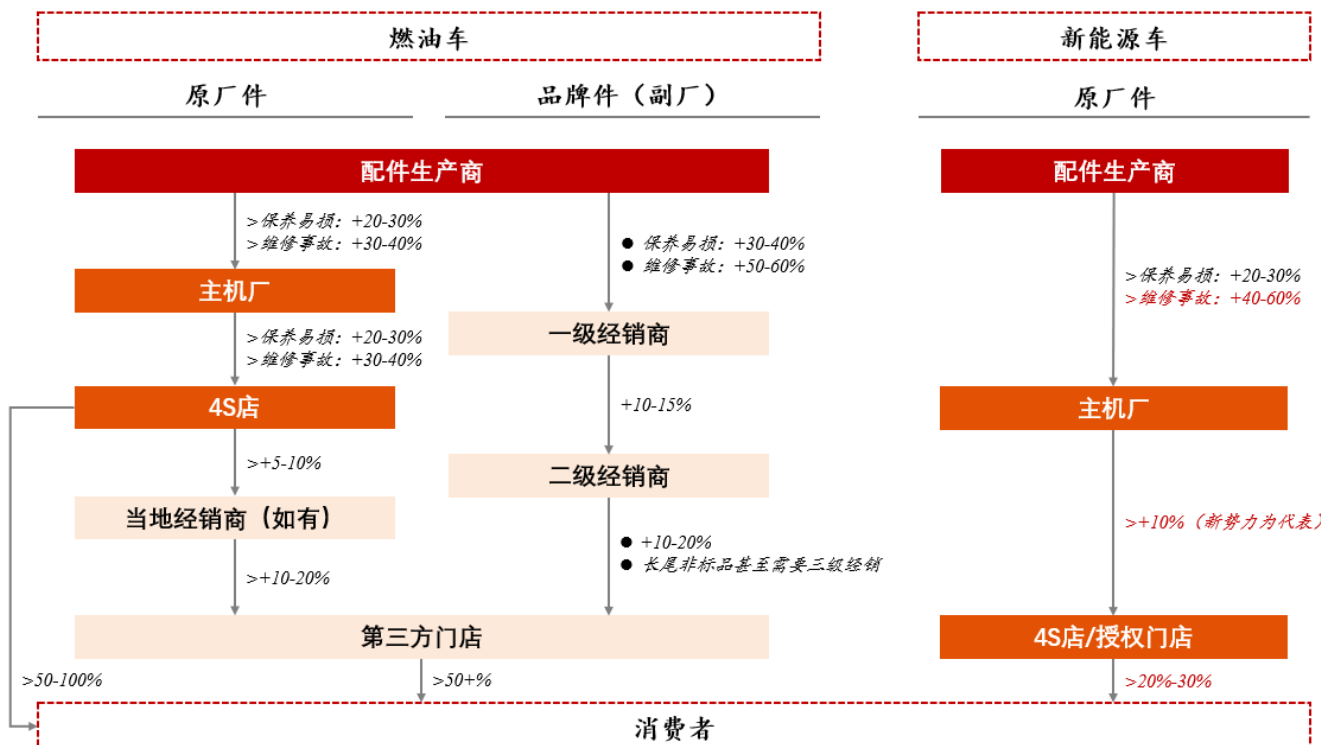


资料来源：中保研汽车技术研究院，车市睿见，国联证券研究所

### 5.3 配件市场：三方配件流通体系预计将被授权流通体系取代

**新能源车零部件更为精简，第三方配件流通体系预计将被授权流通体系取代。**传统燃油车的零部件 SKU 众多，主机厂难以将全部配件供应链纳入到官方授权体系中，必须依靠第三方流通体系才能更好服务消费者。因此从上游的零部件生产商到下游终端消费者环节较多，加价率较高。而新能源车的零部件更加精简，SKU 更少。因此主机厂就有能力把配件供应链纳入自己的官方授权体系实现强管控，摆脱对第三方社会化流通网络的依赖。随着流通体系的精简，各环节的加价率有望降低。

图表54：燃油车、新能源车零部件流通体系对比



资料来源：峰睿资本，36氪，国联证券研究所

## 5.4 终端业态：预计以直营和授权维保体系为主

造车新势力售后维保以直营维修中心和大型授权维修店为主，直营和授权维保体系预计会替代第三方。目前造车新势力在新能源车保有量高的城市通常会设有直营维修中心；在保有量较低的城市，则出现了大量的授权维修店。我们认为新能源车维修保养终端业态的变化主要系：1) 主机厂希望通过直营和授权维保体系，能够全流程地了解消费者的用车情况，不断提升用户体验。2) 传统燃油车配件供应链需要依赖第三方的流通网络，而新能源车可以将配件供应链纳入自己的官方授权体系，进而“以货控场”，把维保终端也纳入到授权体系。3) 新能源车更加智能化，核心零部件需要授权码才能打开维修，因此这类维修需求目前只能依赖授权体系。我们预计未来随着新能源车渗透率的提升，直营和授权维修中心的快速发展会替代第三方快修快保小店。



图表55: Tesla 授权钣喷中心店型标准

授权钣喷中心店型标准

项目	授权钣喷中心
授权业务范围	大中小型事故车辆维修业务, 授权范围不含电池电机等机电维修类业务及保养保养等日常维护类业务
资质要求	<ul style="list-style-type: none"> <li>具备二类及二类以上汽车维修资质</li> </ul>
行业经验	<ul style="list-style-type: none"> <li>在开放招募的城市具备 5 年及以上主流汽车品牌 4S 店的集团或企业优先</li> </ul>
行业理念	<ul style="list-style-type: none"> <li>认同并接受 TESLA 的经营理念, 能够高质量地满足 TESLA 车主钣喷服务需求</li> </ul>
地理位置	<ul style="list-style-type: none"> <li>临近交通便利的城市主要道路</li> <li>临近汽车相关产业集聚区</li> </ul>

资料来源: Tesla 官网, 国联证券研究所

图表56: 华胜集团目前已与多家新能源头部车企合作



资料来源: 酷闻汽车, 国联证券研究所

### 5.5 公司布局: 强化与电池厂、主机厂合作

在新能源车动力电池维保方面, 公司已与多家动力电池供应商达成长期稳定合作关系。新能源汽车保有量上升产生了三电系统(电动机、动力电池、电控)定期检测和 Related 维保等新的服务需求。在动力电池维保方面, 途虎养车是宁德时代、亿纬锂能和蜂巢等 13 家动力电池供应商的官方售后维保企业, 能够在电池厂的委派下向新能源车主提供质保内的专属维修服务。目前, 公司有超过 8,000 名技术人员通过了新能源汽车维护保养培训和考试, 具备低压电工证认证人数超过 400 人。2023 年共产生超过 2.2 万单的电池服务订单, 数量位居行业第 1, 同比增长超过 60%, 服务覆盖超过 280 个城镇。

图表57: 途虎宁德时代专属服务站



资料来源: 汽配圈, 国联证券研究所

图表58: 途虎门店的专属电池维修区



资料来源: 汽配圈, 国联证券研究所

公司已与多家新能源主机厂合建双门头服务店。在避免重复投资和过度投资、尊重产业发展规律的大前提下, 途虎养车体系内近 6000 家工场店正加速转型升级, 利

用现有工场店的条件适当改造新能源工位，推进新能源汽车+传统燃油车的“油电兼修”模式。途虎养车还与零跑汽车、小鹏汽车、极狐汽车等新能源主机厂合建双门头服务店，获主机厂授权的“油电兼修”工场店能够为车主提供符合原厂标准的服务。2023年途虎平台上的新能源汽车交易用户已超过130万，其中在混合动力汽车市场渗透率已达到9.3%。

图表59：途虎零跑双门头服务店



资料来源：汽配圈，国联证券研究所

图表60：途虎小鹏双门头服务店



资料来源：AC汽车，国联证券研究所

## 6. 盈利预测与投资建议

### 6.1 盈利预测

**1) 向个人客户销售产品和服务:** 途虎通过 O2O 模式为车主提供一体化的汽车维修、保养服务。公司由于是从轮胎业务起家,前期轮胎和底盘零部件业务占比较高,我们认为随着信任度进入释放期,维保等高毛利业务占比有望提升。我们预计轮胎与底盘零部件 2024-2026 年增速分别为 8.7%/5.5%/5.3%;毛利率分别为 18.6%/19.7%/20.7%。汽车保养 2024-2026 年增速分别为 11.1%/9.0%/7.5%;毛利率分别为 33.8%/35.1%/36.3%。

**2) 汽配龙业务:** 2023 年汽配龙剥离批发业务后,当年该业务收入有所减少,2024-2026 年预计将随着门店拓展而继续增长,我们预计 2024-2026 收入增速分别为 2.6%/7.5%/6.7%,毛利率分别为 19.0%/20.0%/21.0%。

**3) 广告、加盟及其他服务:** 随着新店扩张以及实现盈利的加盟店增多,我们预计前端加盟费、月度固定管理费、门店利润分成均将保持快速增长。我们预计加盟服务收入 2024-2026 年增速分别为 15.4%/9.3%/7.8%;广告服务收入 2024-2026 年分别同比增长 6.0%/10.0%/10.0%。

**图表61：公司分业务盈利预测**

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>To C 销售产品和服务 (百万元)</b>	<b>7,381</b>	<b>9,551</b>	<b>9,256</b>	<b>11,265</b>	<b>12,430</b>	<b>13,495</b>	<b>14,588</b>
轮胎与底盘零部件	4,202	5,064	4,592	5,553	6,036	6,370	6,705
yoy	9.5%	20.5%	-9.3%	20.9%	8.7%	5.5%	5.3%
毛利率	7.8%	9.0%	14.1%	17.4%	18.6%	19.7%	20.7%
汽车保养	2,619	3,842	4,025	4,933	5,481	5,972	6,422
yoy	40.0%	46.7%	4.8%	22.5%	11.1%	9.0%	7.5%
毛利率	23.1%	26.5%	29.6%	32.4%	33.8%	35.1%	36.3%
其他服务	560	646	639	780	914	1,153	1,461
yoy	13.1%	15.3%	-1.0%	22.0%	17.2%	26.2%	26.8%
毛利率	3.6%	5.1%	10.9%	14.9%	15.4%	16.1%	17.3%
<b>To B 销售产品和服务 (百万元)</b>	<b>959</b>	<b>1,515</b>	<b>1,466</b>	<b>1,381</b>	<b>1,417</b>	<b>1,523</b>	<b>1,626</b>
汽配龙	959	1,515	1,466	1,381	1,417	1,523	1,626
yoy	55.9%	58.0%	-3.2%	-5.8%	2.6%	7.5%	6.7%
毛利率	0.7%	9.2%	11.9%	16.0%	19.0%	20.0%	21.0%
平台服务	413	658	824	954	1,079	1,180	1,281
加盟服务	301	474	550	731	844	923	995
yoy	79.7%	57.7%	15.9%	33.0%	15.4%	9.3%	7.8%
毛利率	85.3%	86.6%	86.9%	88.8%	88.8%	88.9%	88.9%
广告服务	73	84	59	75	79	87	96
yoy	42.3%	15.0%	-29.4%	26.0%	6.0%	10.0%	10.0%
毛利率	87.8%	89.9%	90.6%	96.0%	96.2%	96.4%	96.7%
其他	40	100	215	148	156	170	190
yoy	6.4%	5.5%	5.5%	5.7%	6.1%	7.1%	8.4%
毛利率	71.2%	58.6%	30.5%	55.1%	55.0%	55.9%	56.9%
<b>营业收入</b>	<b>8,753</b>	<b>11,724</b>	<b>11,547</b>	<b>13,601</b>	<b>14,926</b>	<b>16,198</b>	<b>17,495</b>
yoy	24.3%	33.9%	-1.5%	17.8%	9.7%	8.5%	8.0%
毛利率	12.3%	16.0%	19.7%	24.7%	26.3%	27.5%	28.5%
销售费用	1,263	1,681	1,542	1,715	1,792	1,864	1,943
销售费用率 (%)	14.4%	14.3%	13.4%	12.6%	12.0%	11.5%	11.1%
一般及行政开支	193	351	399	420	401	387	383
一般行政及开支费用率 (%)	2.2%	3.0%	3.5%	3.1%	2.7%	2.4%	2.2%
运营及支持开支	308	654	627	600	540	504	475
运营及支持开支费用率 (%)	3.5%	5.6%	5.4%	4.4%	3.6%	3.1%	2.7%
研发费用	370	620	621	580	591	593	606
研发费用率 (%)	4.2%	5.3%	5.4%	4.3%	4.0%	3.7%	3.5%
<b>归母净利润</b>		<b>-5,841</b>	<b>-2,136</b>	<b>6,703</b>	<b>744</b>	<b>1,246</b>	<b>1,734</b>
yoy					-88.9%	67.6%	39.1%

资料来源：iFinD，国联证券研究所

## 6.2 投资建议

公司深耕汽车服务市场 10 余年，目前已成为国内 O2O 汽车服务龙头。随着公司低线城市拓店节奏加速，业务结构改善&规模效应释放&管理端降本增效驱动盈利能力持续提升，我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 149.3/162.0/174.9 亿元，对应增速分别为 9.8%/8.5%/8.0%；归母净利润分别为 7.4/12.5/17.3 亿元，对应增速分别为-88.9%/67.6%/39.1%（2023 年可转换可赎回优先股公允价值变动 65 亿元），EPS 分别为 0.92/1.54/2.14 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 7. 风险提示

- 1) 低线城市门店拓展不及预期风险。**公司新增门店计划重点发力低线城市，若未来低线城市传统 IMA 翻牌意愿不强，公司未来业绩增长具有不及预期的风险。
- 2) 加盟店管理风险。**随着公司加盟店数量的快速增长，公司对加盟店管理的难度不断增加。如果未来公司对加盟店的管理力度下降，可能会导致品牌声誉变差和顾客流失的风险。
- 3) 汽车保养需求不及预期风险。**由于新能源汽车对机油等产品和服务的需求相较于燃油车可能会减少。随着新能源汽车渗透率的提升，公司收入可能会受到不利影响。



**财务预测摘要**
**资产负债表**

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4193.28	4170.08	5228.98	6797.15	8877.58
应收账款	173.73	218.18	239.45	259.84	280.64
预付账款	308.10	275.97	302.87	328.67	354.98
存货	1542.55	1799.80	1933.58	2064.69	2197.60
其他流动资产	688.19	1807.26	1863.23	1916.92	1971.66
<b>流动资产合计</b>	<b>6905.85</b>	<b>8271.28</b>	<b>9568.10</b>	<b>11367.27</b>	<b>13682.46</b>
长期股权投资	279.07	362.61	362.61	362.61	362.61
固定资产	671.03	899.19	783.62	688.64	609.57
在建工程	0.00	0.00	120.00	210.00	270.00
无形资产	537.69	524.75	445.63	373.17	305.71
其他非流动资产	620.48	1706.85	1746.85	1776.85	1796.85
<b>非流动资产合计</b>	<b>2108.27</b>	<b>3493.40</b>	<b>3458.71</b>	<b>3411.28</b>	<b>3344.74</b>
<b>资产总计</b>	<b>9014.12</b>	<b>11764.69</b>	<b>13026.81</b>	<b>14778.54</b>	<b>17027.21</b>
短期借款	0.00	1.01	0.00	0.00	0.00
应付账款	3119.32	3886.76	4175.67	4458.80	4745.83
其他流动负债	2452.88	2714.59	2944.65	3166.39	3393.63
<b>流动负债合计</b>	<b>5572.20</b>	<b>6602.35</b>	<b>7120.32</b>	<b>7625.19</b>	<b>8139.46</b>
长期带息负债	0.00	7.50	7.50	7.50	7.50
其他非流动负债	22398.48	696.51	696.51	696.51	696.51
<b>非流动负债合计</b>	<b>22398.48</b>	<b>704.01</b>	<b>704.01</b>	<b>704.01</b>	<b>704.01</b>
<b>负债合计</b>	<b>27970.68</b>	<b>7306.37</b>	<b>7824.33</b>	<b>8329.20</b>	<b>8843.48</b>
少数股东权益	0.20	-1.65	-1.31	-0.73	0.07
股本	0.02	0.12	0.12	0.12	0.12
资本公积与留存收益	-18956.78	4459.85	5203.67	6449.95	8183.54
<b>股东权益合计</b>	<b>-18956.56</b>	<b>4458.32</b>	<b>5202.48</b>	<b>6449.34</b>	<b>8183.73</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9014.12</b>	<b>11764.69</b>	<b>13026.81</b>	<b>14778.54</b>	<b>17027.21</b>

**现金流量表**

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	-267.27	751.78	1150.52	1619.79	2077.09
折旧与摊销	363.78	361.51	234.70	247.43	266.53
财务费用	-29.06	-109.69	-16.06	-20.68	-27.07
其他经营资金	-380.16	17.69	281.05	273.88	279.51
<b>经营性现金净流量</b>	<b>-312.71</b>	<b>1021.29</b>	<b>1650.21</b>	<b>2120.42</b>	<b>2596.06</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>481.35</b>	<b>-2371.77</b>	<b>-606.36</b>	<b>-572.93</b>	<b>-542.70</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>935.98</b>	<b>1349.79</b>	<b>15.05</b>	<b>20.68</b>	<b>27.07</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>1104.61</b>	<b>-0.69</b>	<b>1058.90</b>	<b>1568.17</b>	<b>2080.43</b>

**利润表**

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>11546.85</b>	<b>13601.09</b>	<b>14926.83</b>	<b>16198.34</b>	<b>17494.98</b>
营业成本	9276.67	10241.73	11003.02	11749.10	12505.43
其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	1542.22	1714.68	1792.31	1863.99	1943.22
管理费用	1020.46	999.81	992.81	980.19	988.67
财务费用	-29.06	-109.69	-16.06	-20.68	-27.07
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-33.52	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>-296.95</b>	<b>754.54</b>	<b>1154.75</b>	<b>1625.75</b>	<b>2084.73</b>
其他非经营损益	-1810.70	5970.80	-407.86	-374.30	-343.97
税前利润	-2107.65	6725.35	746.90	1251.45	1740.77
所得税	30.67	24.65	2.74	4.59	6.38
税后利润	-2138.32	6700.70	744.16	1246.86	1734.39
<b>少数股东损益</b>	<b>-2.14</b>	<b>-2.24</b>	<b>0.34</b>	<b>0.58</b>	<b>0.80</b>
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>-2136.17</b>	<b>6702.94</b>	<b>743.81</b>	<b>1246.28</b>	<b>1733.58</b>

**财务比率**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营收额增长率	-0.02	0.18	0.10	0.09	0.08
EBIT 增长率	0.63	4.10	-0.89	0.68	0.39
EBITDA 增长率	0.68	4.94	-0.86	0.53	0.34
税后利润增长率	0.63	4.13	-0.89	0.68	0.39
<b>盈利能力</b>					
毛利率	0.20	0.25	0.26	0.27	0.29
净利率	-0.19	0.49	0.05	0.08	0.10
ROE	0.11	1.50	0.14	0.19	0.21
ROA	-0.24	0.57	0.06	0.08	0.10
ROIC	0.02	-0.03	2.68	6.65	44.09
<b>估值倍数</b>					
P/E	-5.92	1.89	17.01	10.15	7.30
P/S	1.10	0.93	0.85	0.78	0.72
P/B	-0.67	2.84	2.43	1.96	1.55
股息率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBIT	1.43	-0.61	-6.79	-5.20	-4.87
EV/EBITDA	1.73	-0.58	-5.14	-4.33	-4.22
EV/NOPLAT	8.58	-6.28	-4.37	-4.00	-4.07

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 08 月 08 日收盘价

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号玖安广场A座4层  
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层  
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼