

互联网	收盘价 港元 15.90	目标价 港元 24.00↓	潜在涨幅 +50.9%
-----	-----------------	------------------	----------------

2024年8月12日

途虎 (9690 HK)

客单价下降短期扰动收入增长，供应链优化下利润率提升趋势不变

我们调整了途虎 (9690 HK) 的盈利预测及估值。我们认为公司将继续推进工厂店拓展以及产品结构优化，预计全年稳步实现新增 1000 家工厂店目标以及利润率的提升。但客单价下降超出预期，因此我们下调 2024 年利润 7%，目标价从 26 港元下调至 24 港元，维持买入。

- 我们预计 2024 年上半年收入同比增 9% 至 71 亿元 (人民币，下同)。预计调整后净利润 3.3 亿元，同比增 55%，对应净利率 4.6%，同比提升 1.4 个百分点。预计因客单价下降幅度超出预期，收入增长低于我们此前预期，公司通过持续降本增效、优化产品结构带动利润率提升。预计上半年新开途虎工厂店超过 400 家，稳步推进达成全年新开 1000 家门店目标，新开门店仍以下沉地区为主。
- 预计 2024 年收入同比增 7% 至 146 亿元，调整后净利润 7.4 亿元，均较我们此前预期下调 7%，以反映消费者对平替产品的偏好对客单价的影响。预计 2025 年/2026 年收入分别为 166 亿元/186 亿元，预计调整后净利润为 11.8 亿元/16.2 亿元。

盈利预测变动

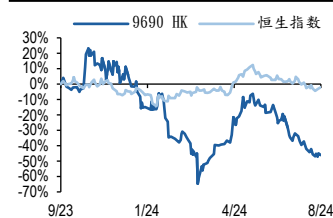
人民币百万	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	14,592	15,752	-7%	16,605	18,159	-9%	18,636	20,471	-9%
毛利	3,737	3,993	-6%	4,481	4,812	-7%	5,201	5,619	-7%
毛利率	25.61%	25.35%	0.3 ppts	26.98%	26.50%	0.5 ppts	27.91%	27.45%	0.5 ppts
经调整运营利润	698	755	-7%	1,195	1,280	-7%	1,683	1,828	-8%
经调整运营利润率	4.79%	4.79%	0 ppt	7.19%	7.05%	0.1 ppts	9.03%	8.93%	0.1 ppts
经调整 EBITDA	1,084	1,144	-5%	1,589	1,681	-5%	2,092	2,246	-7%
经调整 EBITDA 利润率	7.43%	7.26%	0.2 ppts	9.57%	9.26%	0.3 ppts	11.23%	10.97%	0.3 ppts
归母净利润	553	597	-7%	969	1,037	-7%	1,379	1,496	-8%
归母净利率	3.79%	3.79%	0 ppt	5.84%	5.71%	0.1 ppts	7.40%	7.31%	0.1 ppts
经调整归母净利润	739	798	-7%	1,181	1,269	-7%	1,616	1,757	-8%
经调整归母净利率	5.06%	5.07%	0 ppt	7.11%	6.99%	0.1 ppts	8.67%	8.58%	0.1 ppts

资料来源: FactSet, 公司资料, 交银国际预测 ^ 净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	36.30
52周低位 (港元)	10.46
市值 (百万港元)	11,924.05
日均成交量 (百万)	0.93
年初至今变化 (%)	(43.42)
200天平均价 (港元)	20.24

资料来源: FactSet

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

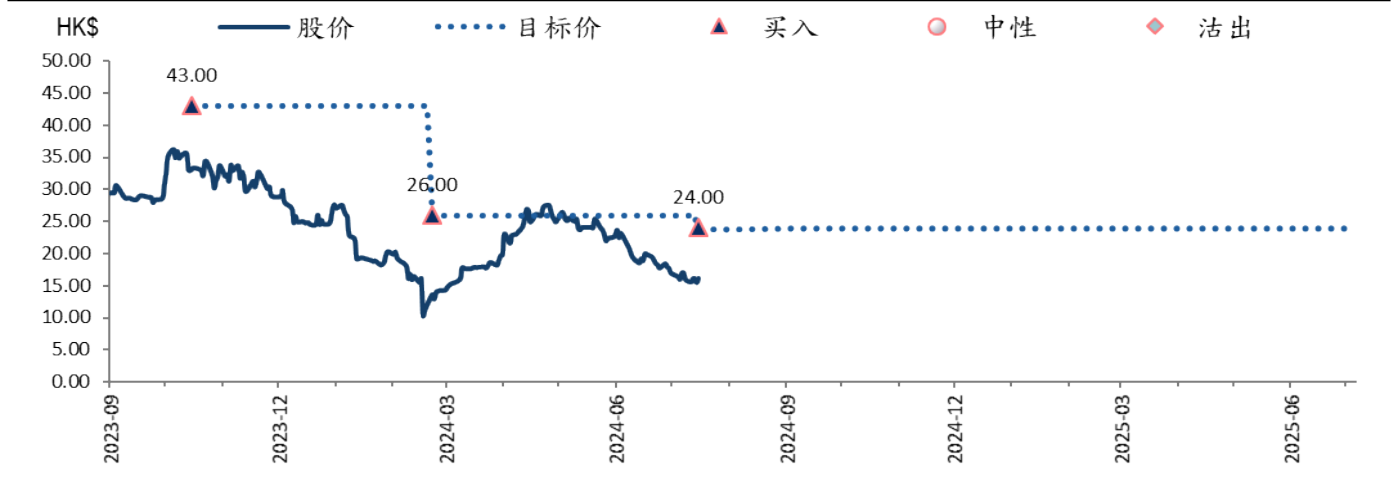
蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 途虎 (9690 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 2: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	85.10	129.00	51.6%	2024 年 07 月 17 日	广告
IQ US	爱奇艺	买入	3.12	4.20	34.6%	2024 年 07 月 22 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	45.10	55.00	22.0%	2024 年 07 月 17 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	13.86	20.00	44.3%	2024 年 07 月 15 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	91.65	120.00	30.9%	2024 年 06 月 04 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	12.96	17.00	31.2%	2024 年 05 月 14 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.77	5.90	-12.9%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	33.96	33.00	-2.8%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	25.35	29.00	14.4%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	138.04	213.00	54.3%	2024 年 05 月 23 日	电商
JD US	京东	买入	25.88	40.00	54.6%	2024 年 05 月 17 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	79.99	111.00	38.8%	2024 年 04 月 11 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	11.14	13.40	20.3%	2024 年 06 月 26 日	电商
GOTU US	高途	买入	4.41	7.50	70.1%	2024 年 08 月 08 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	9.06	13.80	52.3%	2024 年 08 月 02 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	53.35	80.00	50.0%	2024 年 08 月 01 日	教育
DAO US	有道	买入	3.43	5.00	45.8%	2024 年 05 月 24 日	教育
NTES US	网易	买入	90.36	117.00	29.5%	2024 年 05 月 24 日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	20.55	30.00	46.0%	2024 年 05 月 22 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	375.00	457.00	21.9%	2024 年 05 月 16 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	10.78	15.00	39.1%	2024 年 03 月 28 日	游戏
9690 HK	途虎	买入	15.90	24.00	50.9%	2024 年 08 月 12 日	本地生活
3690 HK	美团	买入	104.00	129.00	24.0%	2024 年 06 月 07 日	本地生活
9699 HK	顺丰同城	买入	9.65	13.50	39.9%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.27	1.70	33.9%	2024 年 07 月 19 日	物流
2618 HK	京东物流	中性	7.97	9.80	23.0%	2024 年 07 月 13 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	22.25	30.00	34.8%	2024 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	10.66	14.00	31.3%	2024 年 03 月 27 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	13.40	25.00	86.6%	2024 年 05 月 22 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	330.80	509.00	53.9%	2024 年 05 月 21 日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2024 年 8 月 12 日

财务数据

损益表(百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	11,547	13,601	14,592	16,605	18,636
主营业务成本	(9,277)	(10,242)	(10,855)	(12,124)	(13,435)
毛利	2,270	3,359	3,737	4,481	5,201
销售及管理费用	(2,569)	(2,735)	(2,928)	(3,155)	(3,373)
研发费用	(621)	(580)	(585)	(631)	(671)
其他经营净收入/费用	156	117	300	300	300
经营利润	(764)	162	524	994	1,457
Non-GAAP标准下的经营利润	(550)	396	698	1,195	1,683
财务成本净额	29	110	138	157	176
应占联营公司利润及亏损	(34)	(11)	(11)	(11)	(11)
其他非经营净收入/费用	(1,339)	6,465	0	0	0
税前利润	(2,108)	6,725	650	1,140	1,622
税费	(31)	(25)	(98)	(171)	(243)
非控股权益	2	0	0	0	0
净利润	(2,136)	6,701	553	969	1,379
归于权益的分派	(2,136)	6,701	553	969	1,379
作每股收益计算的净利润	(2,136)	6,701	553	969	1,379
Non-GAAP标准的净利润	(552)	481	739	1,181	1,616

资产负债表(百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2,686	2,715	3,688	5,571	7,617
应收账款及票据	174	218	182	364	248
存货	1,543	1,800	1,769	2,217	2,200
开发中物业及土地预付款	456	496	533	607	681
其他流动资产	2,047	3,042	1,455	1,455	1,455
总流动资产	6,906	8,271	7,626	10,214	12,201
物业、厂房及设备	671	899	844	811	793
其他有形资产	538	525	563	599	635
无形资产	16	20	21	22	24
合资企业/联营公司投资	279	363	381	400	420
其他长期资产	605	1,687	652	685	719
总长期资产	2,108	3,493	2,461	2,517	2,591
总资产	9,014	11,765	10,087	12,731	14,792
短期贷款	0	1	0	0	0
应付账款	3,119	3,887	3,784	4,795	4,720
其他短期负债	2,453	2,715	2,872	3,098	3,330
总流动负债	5,572	6,602	6,656	7,893	8,050
长期应付账款	274	290	311	353	395
其他长期负债	22,124	414	427	431	435
总长期负债	22,398	704	738	784	830
总负债	27,971	7,306	7,394	8,676	8,880
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	(18,957)	4,460	2,695	4,056	5,913
股东权益	(18,957)	4,460	2,695	4,056	5,913
非控股权益	0	(2)	(2)	(2)	(2)
总权益	(18,957)	4,458	2,693	4,054	5,912

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表(百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	(2,108)	6,725	650	1,140	1,622
合资企业/联营公司收入调整	34	11	11	11	11
折旧及摊销	364	362	386	394	409
营运资本变动	(197)	269	86	508	191
利息调整	(29)	(110)	(138)	(157)	(176)
税费	(1)	(5)	0	0	0
其他经营活动现金流	1,625	(6,232)	214	247	273
经营活动现金流	(313)	1,021	1,210	2,143	2,329
资本开支	(334)	(360)	(131)	(148)	(166)
投资活动	(270)	0	(27)	(29)	(30)
其他投资活动现金流	1,085	(2,012)	0	0	0
投资活动现金流	481	(2,372)	(158)	(177)	(196)
负债净变动	(264)	(1)	0	0	0
权益净变动	0	1,168	0	0	0
其他融资活动现金流	1,200	182	(79)	(83)	(87)
融资活动现金流	936	1,350	(79)	(83)	(87)
汇率收益/损失	109	30	0	0	0
年初现金	1,472	2,686	2,715	3,688	5,571
年末现金	2,686	2,715	3,688	5,571	7,617

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	(14.819)	8.308	0.762	1.335	1.899
全面摊薄每股收益	(14.819)	8.308	0.762	1.335	1.899
Non-GAAP标准下的每股收益	(3.829)	0.597	1.018	1.626	2.226
每股账面值	(131.506)	5.530	3.713	5.587	8.146
利润率分析(%)					
毛利率	19.7	24.7	25.6	27.0	27.9
EBITDA利润率	(3.5)	3.8	6.2	8.4	10.0
EBIT利润率	(6.6)	1.2	3.6	6.0	7.8
净利率	(18.5)	49.3	3.8	5.8	7.4
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	19.7	24.7	25.6	27.0	27.9
EBITDA利润率	(1.6)	5.6	7.4	9.6	11.2
经营利润率	(4.8)	2.9	4.8	7.2	9.0
净利率	(4.8)	3.5	5.1	7.1	8.7
盈利能力(%)					
ROA	NA	NA	5.1	8.5	10.0
ROE	NA	NA	15.5	28.7	27.7
ROIC	NA	NA	16.5	20.8	20.9
其他					
流动比率	1.2	1.3	1.1	1.3	1.5
存货周转天数	64.0	59.6	60.0	60.0	60.0
应收账款周转天数	6.0	5.3	5.0	6.0	6.0
应付账款周转天数	118.0	110.0	120.0	120.0	120.0

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。