

毛利率持续提升，门店拓展仍以低线城市为主

2024 年 08 月 25 日

事件: 2024 年 8 月 23 日, 途虎-W (9690.HK) 发布 2024 年上半年业绩, 2024 年上半年收入为 71.3 亿元, 同比增长 9.3%; 毛利率为 25.9%, 同比提升 1.70pct, 环比提升 0.74pct; 净利润为 2.9 亿元, 净利率为 4.0%; 经调整净利润为 3.6 亿元, 经调整净利率为 5.0%, 同比提升 1.75pct, 环比提升 1.24pct。

➤ **上半年收入增速放缓, 客单价出现下滑趋势。** 细拆个人消费者贡献收入主要业务构成, 24H1 途虎个人消费者贡献的汽车产品和服务收入为 59.7 亿元, yoy+10.4%, 收入占比为 93%。其中 1) 轮胎和底盘零部件业务收入为 29.7 亿元, yoy+11.0%; 2) 汽车保养业务收入为 26.2 亿元, yoy+10.7%。截至 24H1, 过往 12 个月途虎平台交易用户数为 2140 万, 个人用户贡献收入的客单价约为 247.52 元, yoy-6%, qoq-18%。

➤ **自有自控产品消费增加, 驱动毛利率进一步增长。** 客单价下滑对应性价比商品消费增加, 细拆个人客户消费类目客单价及毛利率情况, 24H1 个人消费者贡献的汽车产品和服务毛利率为 24.3%, yoy+0.87pct, qoq+0.20pct。其中 1) 轮胎和底盘零部件业务平均客单价为 138.91 元, yoy-6.6%, qoq-6.8%; 毛利率为 17.5%, yoy+1.54pct, qoq-1.19pct; 2) 汽车保养业务平均客单价为 122.32 元, yoy-6.9%, qoq-8.1%; 毛利率为 32.9%, yoy-0.65pct, qoq+1.44pct, 占个人用户毛利贡献比例为 59%; 3) 其他个人用户业务平均客单价为 17.75 元, yoy-12.2%, qoq-17.7%; 毛利率为 18.89%, yoy+5.61pct, qoq+2.33pct。

➤ **门店持续扩张, 上半年新增 402 家门店。** 截至 24H1, 途虎拥有工场店 6311 家, 上半年增加 402 家, 新增门店中, 63% 的门店开设在二线及以下城市。按门店类型来看, 途虎加盟工场店数量为 6162 家, 新增 405 家; 按门店分布来看, 一线城市有 954 家, 占比为 15%; 新一线城市有 1684 家, 占比为 27%; 二线城市有 1298 家, 占比为 21%; 其他市县有 2375 家, 占比为 37%。

➤ **现金储备充足, 回购计划用于员工激励。** 24H1 途虎自由现金流为 2.6 亿元, yoy+42%; 截至 24H1, 公司拥有现金及现金等价物、理财投资及受限制现金 70.6 亿元人民币。3 月 15 日至 6 月 30 日, 公司累计花费 2.04 亿港币回购并注销 1229 万股; 6 月 25 日, 公司重启 10 亿港币回购计划 (剩余 8 亿港币), 计划通过回购并授予合计 3300 万股的员工激励。

➤ **投资建议:** 我们认为在后市场低价偏好的消费环境下, 途虎自有自控产品有望带动毛利率持续增长; 随门店拓展, 经营效率可获进一步提升。我们预计途虎 2024-2026 年经调整净利润分别为 7.6/11.9/15.9 亿元; 经调整 EPS 分别为 0.94/1.46/1.96 元, 当前股价对应 PE 分别为 17/11/8 倍, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 加盟工场店合作不稳定的风险; 新能源汽车第三方保养维护平台渗透率不及预期的风险; 二三线城市是渗透率不及预期的风险; 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	14,722	15,873	17,447
增长率(%)	17.8	8.2	7.8	9.9
经调整净利润	481	761	1,186	1,591
增长率(%)	187	58	56	34
EPS(基于经调整净利润)	0.59	0.94	1.46	1.96
P/E(基于经调整净利润)	27	17	11	8
P/B	2.9	2.6	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 23 日收盘价, 汇率 1HKD=0.92RMB)

推荐

维持评级

当前价格:

17.36 港元



分析师 易永坚

执业证书: S0100523070002

邮箱: yiyongjian@mszq.com

相关研究

- 途虎养车股份有限公司 (9690.HK) 深度系列 (二): 途虎养车核心十一问-2024/08/01
- 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
- 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
- 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

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
流动资产合计	8,271	9,029	10,365	12,565
现金及现金等价物	2,715	3,122	4,338	6,186
应收账款及票据	218	226	227	249
存货	1,800	1,811	1,753	1,838
其他	3,538	3,869	4,047	4,291
非流动资产合计	3,493	3,419	3,562	3,468
固定资产	899	903	906	908
商誉及无形资产	545	418	558	462
其他	2,049	2,098	2,098	2,098
资产合计	11,765	12,448	13,927	16,033
流动负债合计	6,602	6,642	7,054	7,682
短期借贷	1	1	1	1
应付账款及票据	3,887	3,623	3,799	4,105
其他	2,715	3,018	3,254	3,577
非流动负债合计	704	728	728	728
长期借贷	8	8	8	8
其他	697	720	720	720
负债合计	7,306	7,370	7,782	8,410
普通股股本	0	0	0	0
储备	4,460	5,079	6,145	7,621
归属母公司股东权益	4,460	5,079	6,146	7,622
少数股东权益	-2	-1	0	1
股东权益合计	4,458	5,078	6,146	7,623
负债和股东权益合计	11,765	12,448	13,927	16,033

现金流量表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,021	752	1,802	2,205
净利润	6,703	611	1,057	1,468
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	-278	322	307
投资活动现金流	-2,372	-333	-575	-345
资本支出	-362	-295	-565	-335
其他投资	-2,010	-38	-10	-10
筹资活动现金流	1,350	-21	-20	-20
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	-21	-20	-20
现金净增加额	29	407	1,215	1,849

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
营业收入	13,601	14,722	15,873	17,447
其他收入	117	105	70	70
营业成本	10,242	10,868	11,397	12,314
销售费用	1,715	1,853	1,966	2,127
管理费用	420	416	430	450
研发费用	580	602	600	600
财务费用	-110	-125	-100	-80
权益性投资损益	-11	-13	-10	-10
其他损益	6,578	0	0	0
除税前利润	6,725	623	1,080	1,499
所得税	25	11	22	30
净利润	6,701	612	1,059	1,469
少数股东损益	-2	1	1	1
归属母公司净利润	6,703	611	1,057	1,468
EBIT	6,616	498	980	1,419
EBITDA	6,977	917	1,402	1,848
EPS (元)	8.26	0.75	1.30	1.81

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)				
营业收入	17.79	8.24	7.82	9.92
归属母公司净利润	413.78	-90.89	73.08	38.78
盈利能力(%)				
毛利率	24.70	26.18	28.20	29.42
净利率	49.28	4.15	6.66	8.41
ROE	150.29	12.03	17.21	19.26
ROIC	147.56	9.61	15.61	18.22
偿债能力				
资产负债率(%)	62.10	59.20	55.87	52.45
净负债比率(%)	-60.71	-61.31	-70.44	-81.04
流动比率	1.25	1.36	1.47	1.64
速动比率	0.52	0.58	0.73	0.92
营运能力				
总资产周转率	1.31	1.22	1.20	1.16
应收账款周转率	69.41	66.22	70.04	73.31
应付账款周转率	2.92	2.89	3.07	3.12
每股指标 (元)				
每股收益	8.26	0.75	1.30	1.81
每股经营现金流	1.26	0.93	2.22	2.72
每股净资产	5.49	6.26	7.57	9.39
估值比率				
P/E	2	21	12	9
P/B	2.9	2.6	2.1	1.7
EV/EBITDA	1.67	12.67	8.29	6.29

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。本报告清晰准确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