

互联网	收盘价 港元 17.36	目标价 港元 24.00	潜在涨幅 +38.2%
-----	-----------------	-----------------	----------------

2024 年 8 月 26 日

途虎 (9690 HK)

2024 年中期业绩符合预期，供应链能力提升下利润率持续提升

我们微调了途虎 (9690 HK) 的收入和盈利预测，预计 2024 年收入同比增 8% 至 147 亿元 (人民币，下同)，调整后净利润 7.3 亿元，对应净利率 5%。我们认为消费者追求性价比造成的客单价下降仍将短期对收入增长造成压力，但利润率提升趋势不变，公司将继续推进工厂店拓展，优化产品结构，提升高利润率的专供和自控产品占比 (目前约 70%)，并深入与上游合作以提升供应链议价能力。维持目标价 24 港元和买入评级。

- ④ **2024 年上半年收入 71 亿元，同比增 9.3%。**毛利率同比提升 1.7 个百分点至 26%，得益于利润率较高的专供和自控产品及保养服务收入贡献增加及供应链议价能力提升。运营费率同比降 0.9 个百分点，调整后净利润 3.6 亿元，同比增 67%，对应净利率 5%。
- ④ **业绩要点：**1) 开店布局稳步推进，截至 6 月 30 日途虎工场店共 6311 家，相较 2023 年底增 402 家，新开门店中，中低线城市占比 60%+。2) 汽车产品和服务收入上半年同比增 10%，轮胎和底盘件收入受延迟需求持续释放拉动，部分被客单价下降抵消，洗美服务贡献收入增量。3) 广告、加盟及其他服务收入同比增 4%，合作供应商加大推广力度拉动广告收入增 22%，但被新能源车销售收入收缩部分抵消。

盈利预测变动

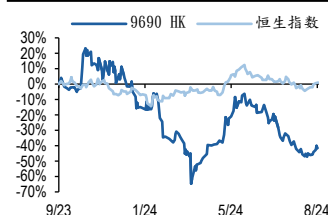
人民币百万	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	14,719	14,592	0.9%	16,743	16,605	0.8%	18,788	18,636	0.8%
毛利润	3,890	3,737	4.1%	4,654	4,481	3.9%	5,389	5,201	3.6%
毛利率	26.4%	25.6%	0.8ppts	27.8%	27.0%	0.8ppts	28.7%	27.9%	0.8ppts
经调整运营利润	689	698	-1.4%	1,166	1,195	-2.4%	1,672	1,683	-0.7%
经调整运营利润率	4.7%	4.8%	-0.1ppts	7.0%	7.2%	-0.2ppts	8.9%	9.0%	-0.1ppts
经调整 EBITDA	1,075	1,084	-0.9%	1,561	1,589	-1.8%	2,081	2,092	-0.5%
经调整 EBITDA 利润率	7.3%	7.4%	-0.1ppts	9.3%	9.6%	-0.2ppts	11.1%	11.2%	-0.1ppts
归母净利润	544	553	-1.6%	944	969	-2.5%	1,369	1,379	-0.7%
归母净利率	3.7%	3.8%	-0.1ppts	5.6%	5.8%	-0.2ppts	7.3%	7.4%	-0.1ppts
经调整归母净利润	732	739	-1.0%	1,158	1,181	-1.9%	1,608	1,616	-0.5%
经调整归母净利率	5.0%	5.1%	-0.1ppts	6.9%	7.1%	-0.2ppts	8.6%	8.7%	-0.1ppts

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)	13,018.96
日均成交量 (百万)	1.26
年初至今变化 (%)	(38.22)
200天平均价 (港元)	19.73

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: 损益表预测

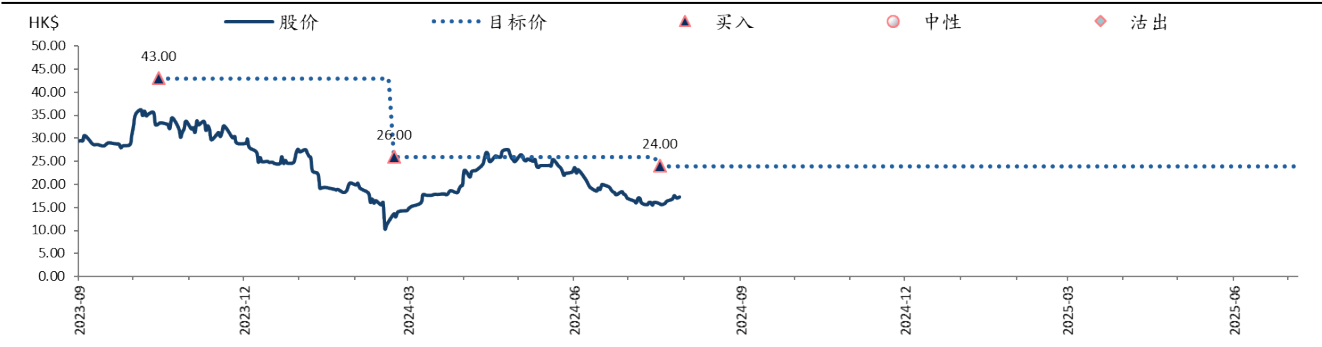
(人民币, 百万)	1H23	1H24	同比增速 (%)	2H24E	2024E	2025E	2026E
收入							
汽车产品和服务	6,059	6,643	10	7,085	13,728	15,614	17,520
向个人终端客户提供汽车产品和服务	5,407	5,970	10	6,324	12,294	14,018	15,783
轮胎和底盘零部件	2,678	2,973	11	3,121	6,094	6,748	7,275
汽车保养	2,365	2,618	11	2,771	5,389	6,337	7,529
其他	364	380	4	431	811	933	979
汽配龙	652	673	3	761	1,434	1,596	1,737
广告、加盟及其他服务	463	483	4	508	991	1,129	1,268
加盟服务	357	378	6	390	769	880	995
广告服务	39	48	22	53	101	121	139
其他	67	57	-15	65	122	127	133
总收入	6,522	7,126	9	7,593	14,719	16,743	18,788
彭博一致预期					15,124	17,071	19,037
销售成本	(4,944)	(5,280)	7	(5,549)	(10,829)	(12,089)	(13,399)
毛利	1,578	1,846	17	2,044	3,890	4,654	5,389
毛利率 (%)	24.2	25.9		26.9	26.4	27.8	28.7
营运及支持开支	(272)	(283)	4	(342)	(626)	(636)	(676)
研发开支	(298)	(302)	1	(288)	(590)	(636)	(676)
销售及营销开支	(842)	(908)	8	(928)	(1,836)	(2,093)	(2,256)
一般及行政开支	(185)	(186)	0	(235)	(421)	(419)	(432)
其他收入及收益净额	83	21	-75	24	45	45	45
金融资产公允价值变动	2	24	930	26	50	50	50
经营利润/(亏损)	67	212	218	300	512	964	1,444
经营利润率 (%)	1.0	3.0		4.0	3.5	5.8	7.7
净利润/(亏损)	59	284	378	260	544	944	1,369
归属母公司净利润/(亏损)	60	286	374	259	544	944	1,369
净利率 (%)	0.9	4.0		3.4	3.7	5.6	7.3
调整后 EBITDA	352	450	28	625	1,075	1,561	2,081
调整后净利润	214	358	67	373	732	1,158	1,608
彭博一致预期					697	1,154	1,595
调整后 EBITDA 率 (%)	5.4	6.3		8.2	7.3	9.3	11.1
调整后净利率 (%)	3.3	5.0		4.9	5.0	6.9	8.6

资料来源：公司资料，交银国际预测

2024 年 8 月 26 日

途虎 (9690 HK)

图表 2: 途虎 (9690 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际互联网和教育行业覆盖公司

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	85.79	119.00	38.7%	2024 年 08 月 23 日	广告
BILI US	哔哩哔哩	买入	12.96	19.00	46.6%	2024 年 08 月 23 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	2.60	3.80	46.2%	2024 年 08 月 23 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	40.80	54.00	32.4%	2024 年 08 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	10.25	14.00	36.6%	2024 年 08 月 14 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	92.85	120.00	29.2%	2024 年 06 月 04 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	34.20	33.00	-3.5%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	23.60	29.00	22.9%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
JD US	京东	买入	26.64	41.00	53.9%	2024 年 08 月 16 日	电商
PDD US	拼多多	买入	147.19	213.00	44.7%	2024 年 05 月 23 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	82.96	111.00	33.8%	2024 年 04 月 11 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	10.88	8.50	-21.9%	2024 年 08 月 26 日	电商
DAO US	有道	买入	3.35	4.50	34.3%	2024 年 08 月 23 日	教育
GOTU US	高途	买入	4.12	7.50	82.0%	2024 年 08 月 08 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	8.59	13.80	60.7%	2024 年 08 月 02 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	52.90	80.00	51.2%	2024 年 08 月 01 日	教育
NTES US	网易	买入	82.25	113.00	37.4%	2024 年 08 月 23 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	375.60	486.00	29.4%	2024 年 08 月 15 日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	20.40	30.00	47.1%	2024 年 05 月 22 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	10.54	15.00	42.3%	2024 年 03 月 28 日	游戏
9690 HK	途虎	买入	17.36	24.00	38.2%	2024 年 08 月 12 日	本地生活
3690 HK	美团	买入	107.50	129.00	20.0%	2024 年 06 月 07 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	9.42	11.30	20.0%	2024 年 08 月 16 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	10.90	13.50	23.9%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.16	1.50	29.3%	2024 年 08 月 21 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	21.20	30.00	41.5%	2024 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	10.60	14.00	32.1%	2024 年 03 月 27 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	13.38	23.00	71.9%	2024 年 08 月 21 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	331.20	509.00	53.7%	2024 年 05 月 21 日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2024 年 8 月 23 日

2024 年 8 月 26 日

途虎 (9690 HK)

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	14,719	16,743	18,788
主营业务成本	(9,277)	(10,242)	(10,829)	(12,089)	(13,399)
毛利	2,270	3,359	3,890	4,654	5,389
销售及管理费用	(2,569)	(2,735)	(2,883)	(3,148)	(3,364)
研发费用	(621)	(580)	(590)	(636)	(676)
其他经营净收入/费用	156	117	95	95	95
经营利润	(764)	162	512	964	1,444
Non-GAAP标准下的经营利润	(550)	396	689	1,166	1,672
财务成本净额	29	110	139	158	178
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	640	1,111	1,610
税费	(31)	(25)	(96)	(167)	(242)
非控股权益	2	0	0	0	0
净利润	(2,136)	6,701	544	944	1,369
归于权益的分派	(2,136)	6,701	544	944	1,369
作每股收益计算的净利润	(2,136)	6,701	544	944	1,369
Non-GAAP标准的净利润	(552)	481	732	1,158	1,608

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	3,671	5,527	7,558
应收账款及票据	174	218	185	365	252
存货	1,543	1,800	1,760	2,214	2,191
开发中物业及土地预付款	456	496	539	613	688
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	7,611	10,175	12,144
物业、厂房及设备	671	899	844	812	795
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	2,518	2,592
总资产	9,014	11,765	10,072	12,693	14,737
短期贷款	0	1	0	0	0
应付账款	3,119	3,887	3,773	4,789	4,709
其他短期负债	2,453	2,715	2,879	3,105	3,337
总流动负债	5,572	6,602	6,652	7,895	8,046
长期应付账款	274	290	313	355	398
其他长期负债	22,124	414	427	431	435
总长期负债	22,398	704	740	787	833
总负债	27,971	7,306	7,392	8,681	8,880
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	(18,957)	4,460	2,681	4,013	5,859
股东权益	(18,957)	4,460	2,681	4,013	5,859
非控股权益	0	(2)	(2)	(2)	(2)
总权益	(18,957)	4,458	2,680	4,012	5,857

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	640	1,111	1,610
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	395	410
营运资本变动	(197)	269	80	510	188
利息调整	(29)	(110)	(139)	(158)	(178)
税费	(1)	(5)	0	0	0
其他经营活动现金流	1,625	(6,232)	216	249	274
经营活动现金流	(313)	1,021	1,194	2,117	2,315
资本开支	(334)	(360)	(132)	(149)	(167)
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)	(159)	(178)	(197)
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	3,671	5,527
年末现金	2,686	2,715	3,671	5,527	7,558

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	0.750	1.301	1.885
全面摊薄每股收益	(14.819)	8.308	0.750	1.301	1.885
Non-GAAP标准下的每股收益	(3.829)	0.597	1.008	1.595	2.215
每股账面值	(131.506)	5.530	3.694	5.529	8.071
利润率分析(%)					
毛利率	19.7	24.7	26.4	27.8	28.7
EBITDA利润率	(3.5)	3.8	6.1	8.1	9.9
EBIT利润率	(6.6)	1.2	3.5	5.8	7.7
净利率	(18.5)	49.3	3.7	5.6	7.3
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	19.7	24.7	26.4	27.8	28.7
EBITDA利润率	(1.6)	5.6	7.3	9.3	11.1
经营利润率	(4.8)	2.9	4.7	7.0	8.9
净利率	(4.8)	3.5	5.0	6.9	8.6
盈利能力(%)					
ROA	NA	NA	5.0	8.3	10.0
ROE	NA	NA	15.2	28.2	27.7
ROIC	NA	NA	16.2	20.4	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

香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈 10 樓
總機: (852) 3766 1899 傳真: (852) 2107 4662

評級定義

分析員個股評級定義：

買入：預期個股未來12個月的總回報**高于**相關行業。

中性：預期個股未來12個月的總回報與相關行業**一致**。

沽出：預期個股未來12個月的總回報**低于**相關行業

無評級：對於個股未來12個月的總回報與相關行業的比較，分析員**並無確信觀點**。

分析員行業評級定義：

領先：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤基準指數**具吸引力**。

同步：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現與大盤基準指數**一致**。

落后：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤基準指數**不具吸引力**。

香港市場的基準指數為**恒生綜合指數**，A股市場的基準指數為**MSCI 中國A股指數**，美國上市中概股的基準指數為**標普美國中概股50（美元）指數**

2024年8月26日

途虎 (9690 HK)

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者之观点；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有限公司、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，并可能受送递延误、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。