

国内汽车后市场龙头，受益理性消费趋势

——途虎-W（9690.HK）深度报告

2024年08月26日

核心观点

- 公司概况：国内领先的 O2O 汽车后市场服务商，规模领先。**途虎养车成立于 2011 年，是国内汽车后市场 O2O 服务模式的开创者，其核心业务逻辑是通过精简、整合上游供应链，为 C 端车主提供更具性价比、多样化的产品和服务，范围涵盖从轮带和底盘零部件更换，到汽车保养、维修、汽车美容等领域。历经 13 年发展，公司目前已成为国内最大的线上线下一体化汽车服务平台，截至 1H24 公司于全国拥有超过 6000 家途虎工场店，覆盖 300 余座城市。
- 如何看待途虎的竞争壁垒？**伴随 O2O 融资热潮褪去，我们认为当前汽车后市场服务行业的竞争已相对温和，途虎在门店规模上具备显著领先优势：一方面是庞大的用户和门店网络，为途虎进一步整合上游供应链、建设完善的物流基础设施网络、巩固价格优势奠定坚实基础；另一方面，途虎对加盟商的赋能效应显著，尤其在存货管理模式上，途虎为加盟商承担库存风险，使得加盟商能有余力做好服务并为途虎开设更多工场门店。
- 途虎的中期成长动能在哪里？**受益于乘用车保有量增长+平均车龄提升，中国汽车后市场服务需求有望在 2027 年达到 1.9 万亿元，23-27 年 CAGR~9%。其中，独立第三方模式（IAM）受益于广泛的覆盖范围和极具性价比的产品服务，更加符合当前中国居民的理性消费趋势，市场份额有望持续提升。而途虎作为 IAM 模式下的 O2O 平台公司，可有效解决传统 IAM 模式中“分销层级多、信息不透明”等消费痛点，未来成长逻辑将由加盟店下沉扩张、产品结构优化、拓展新能源车服务三轮驱动。
- 投资建议：**我们认为途虎的核心逻辑是依托自身平台优势，在上游持续整合汽配供应商，通过规模效应为下游消费者提供质优价廉的汽配产品，拓宽服务品类。同时，公司在下游通过良性循环的加盟模式，不断拓展、做深下沉市场，实现门店网络的进一步扩大和用户规模增长。我们预计受益高性价比的产品与优质服务，公司在当前消费环境下将较同业更有韧性，预计 2024-26 年收入各为 147/157/167 亿元，经调归母净利各为 7.5/11.4/15.6 亿元，对应 PE 各为 17X/11X/8X。参考海外同类公司估值，公司当前盈利预测对应 25 年 PE 已处于合理水平，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**低线城市门店扩张低于预期的风险；宏观经济持续下行的风险；新能源汽车业务拓展不及预期的风险。

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13601	14692	15701	16686
收入增长率	18%	8%	7%	6%
经调归母净利(百万元)	481	751	1,141	1,560
利润增速	-	56.22%	51.83%	36.72%
经调 EPS	0.59	0.93	1.40	1.92
P/E (经调口径)	18.8	17.17	11.31	8.27

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

途虎-W（9690.HK）

推荐 首次覆盖

分析师

顾熹闽

☎：021-2025 2670

✉：guximin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070001

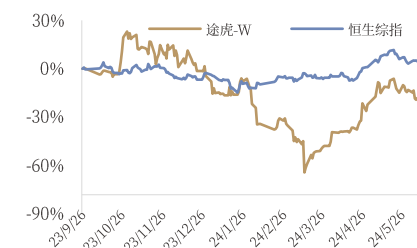
市场数据

2024-08-23

股票代码	9690.HK
H 股收盘价(元, 港币)	17.36
恒生指数	17612.1
总股本(亿股)	8.1
实际流通股(亿股)	7.4
流通 H 股市值(亿元, 港币)	131

相对恒生指数表现图

2024-08-23



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

目录

Catalog

一、公司概况：汽车后市场服务领军企业.....	3
（一）途虎：车后服务 O2O 模式领军者	3
（二）公司业务概况：O2O 模式赋能加盟商，汽车产品服务收入高增	4
（三）财务表现：规模效应显现，盈利能力开始释放.....	7
二、汽车后服务市场：大浪淘沙，剩者为王.....	10
（一）汽车后市场服务模式：O2O 模式赋能下，IAM 份额有望提升.....	10
（二）市场规模：万亿车后服务市场，新能源车渗透率提升带来发展新机遇	13
（三）如何看待途虎的竞争壁垒？	15
三、途虎的中期成长动能在哪里？	19
（一）低线扩张会否摊薄公司的成长速率和盈利能力？	19
（二）自营品占比提升契合合理性消费趋势，产品结构优化驱动盈利提升.....	21
（三）拓展服务品类，新能源维保有望带来新机遇	22
四、盈利预测与估值	24
（一）业务拆分	24
（二）投资建议	25
五、风险提示	26

一、公司概况：汽车后市场服务领军企业

（一）途虎：车后服务 O2O 模式领军者

途虎养车成立于 2011 年，2013-2014 年开始转型汽车后市场 O2O 服务，其核心业务主要是通过精简、整合上游供应链，依托途虎养车线上平台直接为 C 端车主提供具备性价比、多样化的产品和服务，范围涵盖从轮胎、底盘零部件更换，到汽车保养、维修、汽车美容等多个领域。

图1：公司服务范围概览

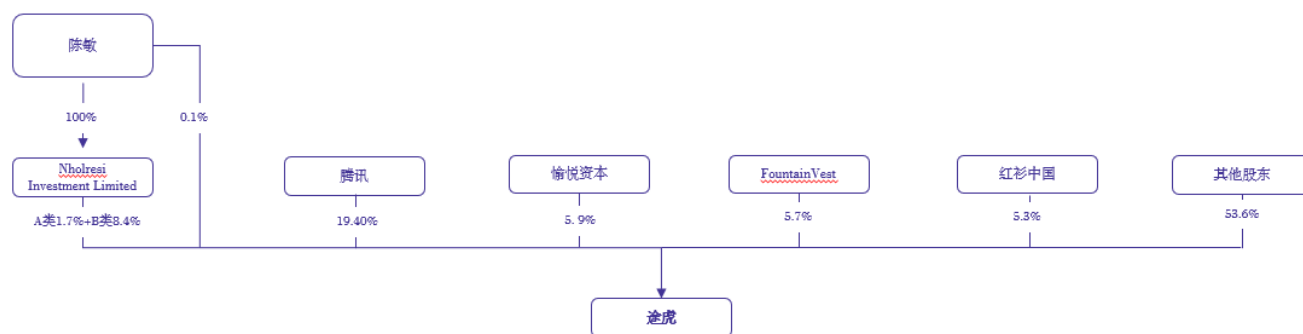


资料来源：公司招股书，中国银河证券研究院

历经 13 年发展，公司目前已成为国内最大的线上线下一体化汽车服务平台，处于行业领先地位。截至 1H24，公司于全国拥有超过 6000 家途虎工场店，覆盖 300 余座城市，是中国最大的独立汽车服务平台。从市场份额看，2023 年公司实现营收 136 亿元，市场份额提升至 1.0%，超越第二至第五名的市场份额之和。

9 年完成 16 轮融资，资本市场认可度亦侧面反映汽车后市场服务的成长空间与公司在行业内的领先地位。2013 年-2021 年，公司共实现融资 16 轮，累计获得投资 37.68 亿元人民币及 8.27 亿美元，投资人涵盖腾讯、愉悦资本、红杉资本等知名互联网、金融机构投资人，充分反映产业投资人和金融机构对其市场地位的认可。目前，公司股本由 A 类股和 B 类股组成，其中，公司创始人陈敏先生，拥有公司 1.6% 的 A 类股+8.4% 的 B 类股，表决权持股比例为 48.8%。腾讯系企业意像架构及 Cool Dragon 合计持有 A+B 类股 19.4%，为公司第一大股东。

图2：公司股权架构（截止 2023 年 12 月 31 日）



资料来源：公司招股书，中国银河证券研究院

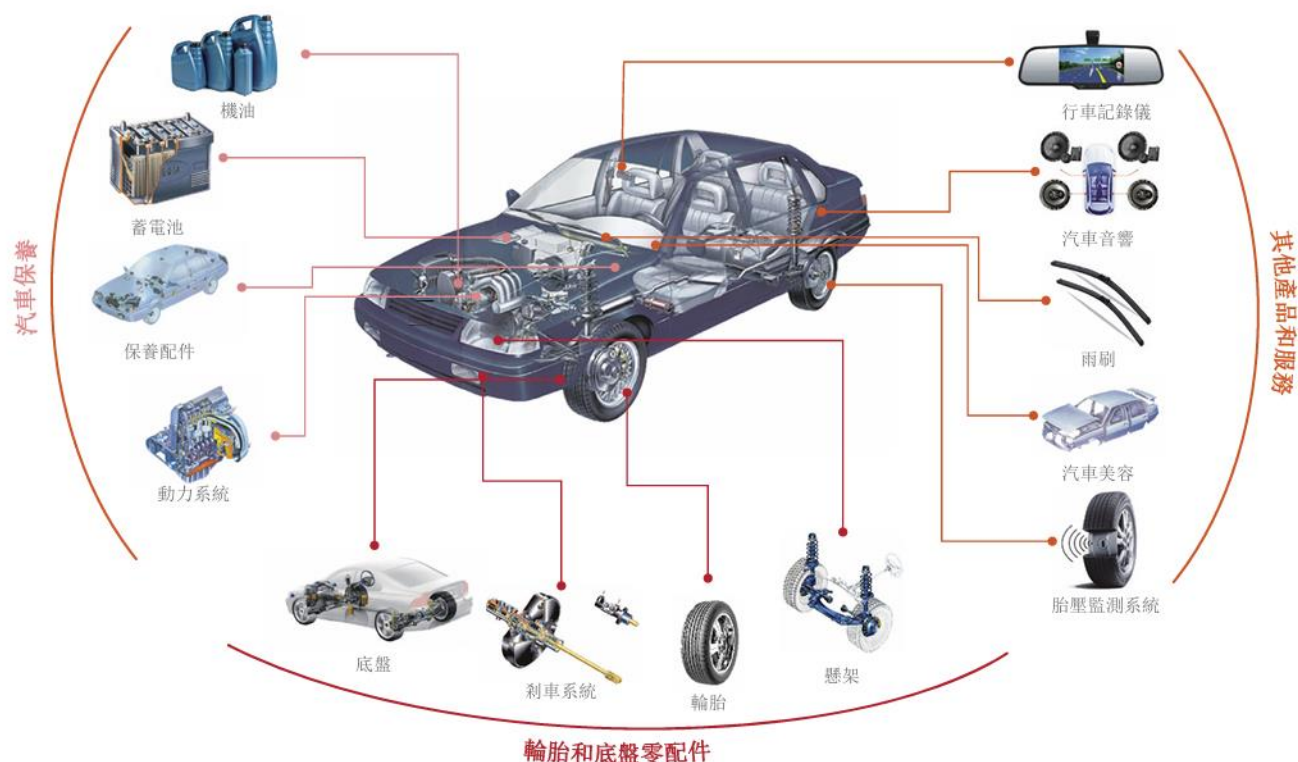
（二）公司业务概况：O2O 模式赋能加盟商，汽车产品服务收入高增

公司业务可分为：1) 汽车产品及服务，主要是通过自营门店、加盟门店和合作门店向 C 端车主提供汽车保养、汽车维修、汽车配件和零部件、汽车美容等多种服务；2) 广告、加盟和其他业务，主要以途虎工厂的前期加盟费、后端利润分成及广告费用为主；3) 汽配龙:汽车零配件交易平台，服务于 B 端的采购需求，提供即时配件采购服务。2023 年，公司轮胎和底盘零部件、汽车保养、其他产品和服务、汽配龙分别实现营收 55.5 亿、49.3 亿、7.8 亿和 13.8 亿元。此外，广告、加盟及其他服务实现收入 9.5 亿元。

1. 汽车产品及服务：核心收入来源，毛利率受益结构优化提升

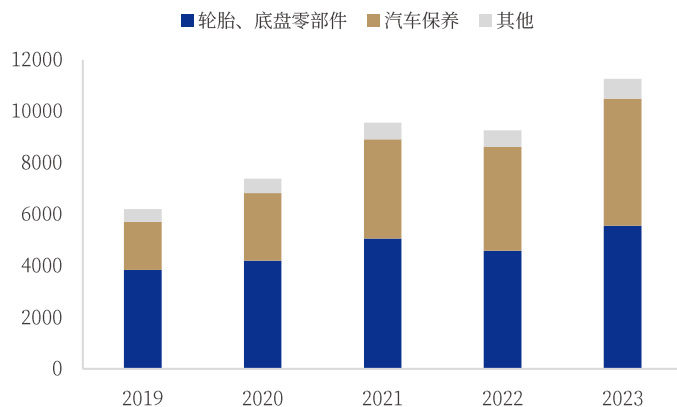
公司早期以轮胎、底盘业务起家，伴随规模量逐步成型，进一步拓展至汽车保养、美容服务。其中，1) 轮胎与底盘：2019-2023 年营收由 38.4 亿元增长至 55.5 亿元，CAGR 约 10%。伴随轮胎与底盘的规模效应释放、自主品牌在结构中的占比提升，该业务毛利率亦由 2019 年的 3.9 大幅提升至 17.4%；2) 汽车保养：包括机油、蓄电池和保养配件等，2019-2023 年营收由 18.7 亿元大幅增长至 49.3 亿元，毛利率受益规模采购优势及产品结构优化，由 21.2%提升至 32.5%；3) 其他服务：主要以汽车美容、凹痕维修、配件升级服务等，目前占营收比重较低，毛利率亦受益于前述因素整体呈上升趋势。

图3：公司汽车产品及服务业务范围



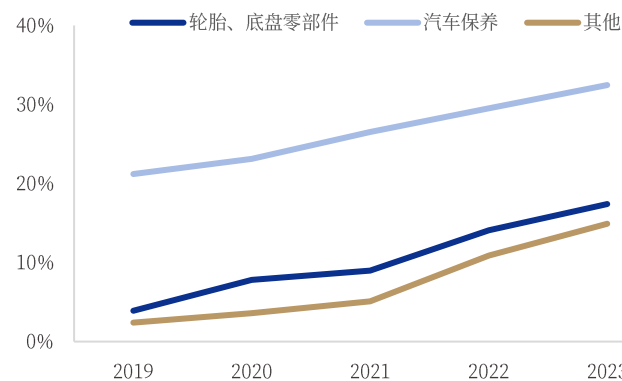
资料来源：公司招股书，中国银河证券研究院

图4：汽车产品及服务营收变化（单位：百万）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图5：汽车产品及服务各业务毛利率

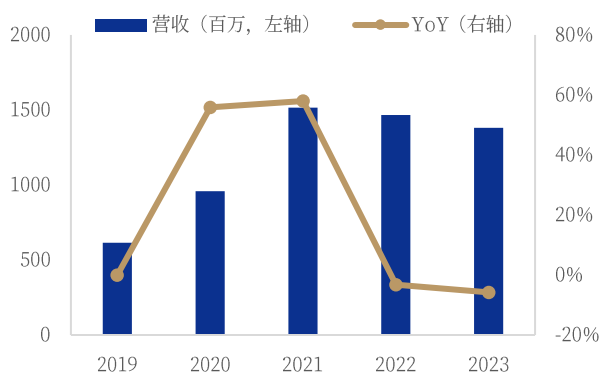


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2. 汽配龙

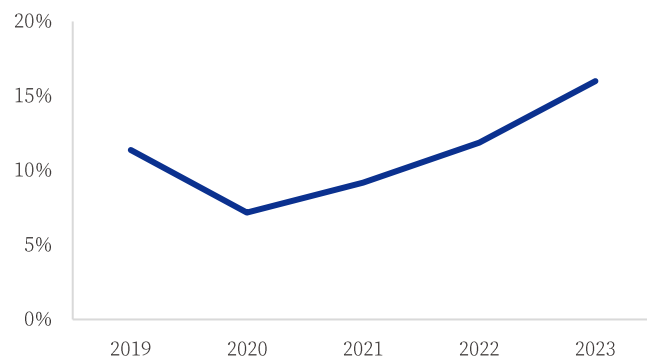
汽配龙是为公司旗下门店以及第三方门店搭建的汽车零配件交易平台，主要满足客户多样化的长尾需求。目前汽配龙主要提供两种服务，即时采购服务（针对直接到店客户产生的未经规划采购需求），以及撮合服务（外部采购服务）。其中，即时采购服务主要是利用途虎广泛分布于 57 个城市的前端配送中心（FDC）及现有供应商网络，产生的产品销售收入归途虎平台所有，如果产生服务费，则服务费部分由加盟店收取。伴随途虎的仓储物流设施建设持续完善，价值量更低的撮合服务收入占比持续下降。

图6：汽配龙营收变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图7：汽配龙毛利率变化

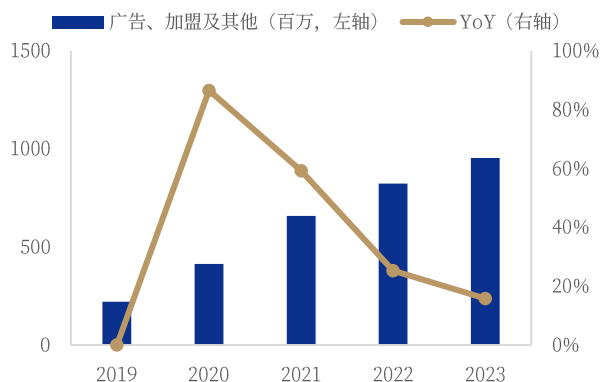


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

3.广告、加盟及其他服务

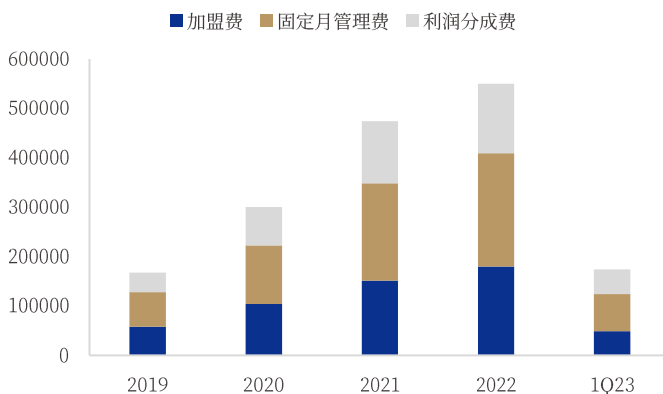
2023 年公司广告、加盟及其他服务收入规模为 9.54 亿元，占总收入的比重 7%。其中，加盟服务（包括加盟费、固定月度管理费及基于利润的分成费用）收入 7.31 亿元，是该业务的主要构成部分。目前公司对加盟店的收费主要由三部分组成：1 加盟费，一般以三年加盟协议收取，单店金额 10 万元-40 万元，续展期的加盟费在到期后由双方商议；2）固定管理费，分为每月 4000 元、8000 元两档；3）利润分成，约为门店经营利润的 10%。

图8：广告、加盟及其他服务



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

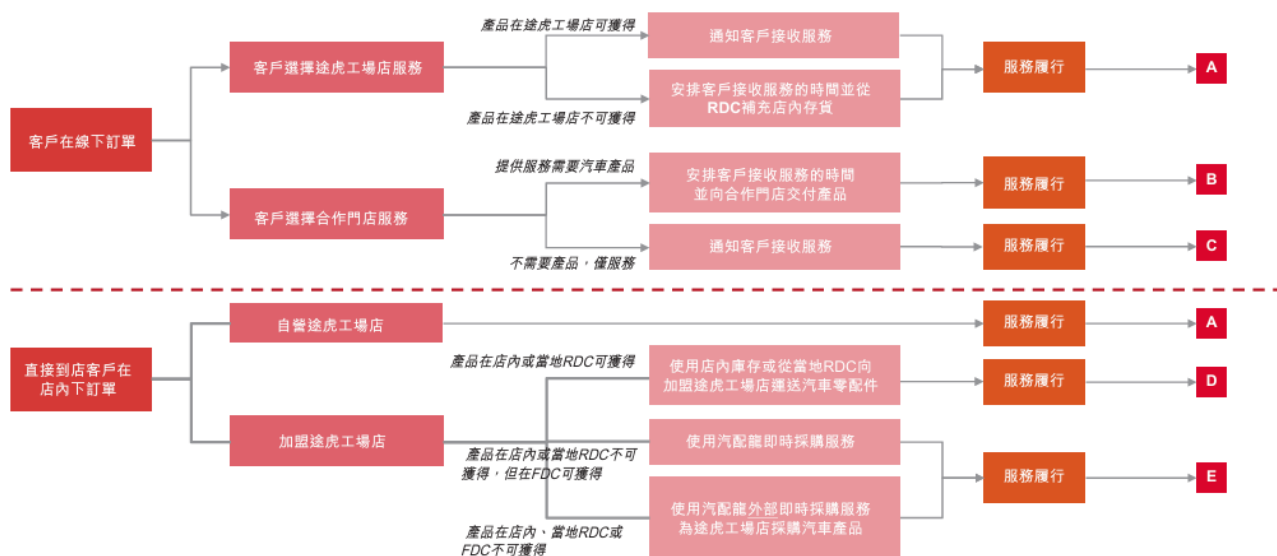
图9：途虎加盟服务收入结构（单位：千）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

相较于传统加盟模式，途虎作为平台，拓展加盟商的主要意图不在赚取加盟费，而是通过拓展加盟商，扩大门店网络，从而能够触及更多消费者，增加汽车产品及服务收入。公司加盟店商业模式：简言之，对于从途虎平台下单，到店使用途虎自身库存产品的用户消费，由途虎确认收入，加盟门店则收取服务费；对于直接到店下单的客户，如使用途虎的库存，或汽配龙服务，途虎仍可与加盟店/合作店分享收入。2023 年，途虎加盟费收入占营收比重仅为 5.4%。由于加盟、广告均为轻资产业务，毛利率维持较高水平（80%+），未来伴随门店网络进一步扩大，加盟相关收入占比提升也有望优化公司盈利能力。

图10: 不同服务模式下, 途虎门店服务流程



资料来源: 公司招股书, 中国银河证券研究院

图11: 不同服务模式下, 途虎对收入确认的规则

	途虎的收入及成本		加盟途虎工场店/合作门店的收入及成本(如适用)		收入分配的理由
A	收入	产品及服务收入 ⁽¹⁾	收入	途虎支付的服务费 ⁽²⁾	- 途虎为本次交易的主要负责人, 承担存货风险, 因此享有100%的产品收益 - 加盟途虎工场店仅为履约服务的代理, 因此支付服务费
	成本	产品成本 ⁽²⁾ 服务成本 ⁽²⁾ 自营途虎工场店的成本			
B	收入	产品及服务收入 ⁽¹⁾	收入	途虎支付的服务费 ⁽²⁾	- 途虎为本次交易的主要负责人, 承担存货风险, 因此享有100%的产品收益 - 合作门店仅为履约服务的代理, 因此支付服务费
	成本	产品成本 ⁽²⁾ 服务成本 ⁽²⁾			
C	收入	服务收入 ⁽¹⁾⁽³⁾	收入	途虎支付的服务费	途虎为合作门店提供服务的代理, 不承担存货风险
D	收入	产品收入 ⁽¹⁾	收入	产品及服务收入	加盟途虎工场店产生自然直接到店客户流量, 因此途虎向加盟途虎工场店分享部分产品收入
	成本	产品成本 ⁽²⁾	成本	产品成本 ⁽¹⁾	
E	收入	汽配商即时採購服务收入 ⁽⁴⁾	收入	产品及服务收入	
	成本	产品成本 ⁽⁵⁾	成本	汽配商即时採購服务成本 ⁽⁴⁾	

(1) 包含在向个人终端客户提供汽车产品和服务的收入中

(2) 包含在向个人终端客户提供汽车产品和服务的成本中

(3) 按净额基准

(4) 包含在来自汽配商的收入中

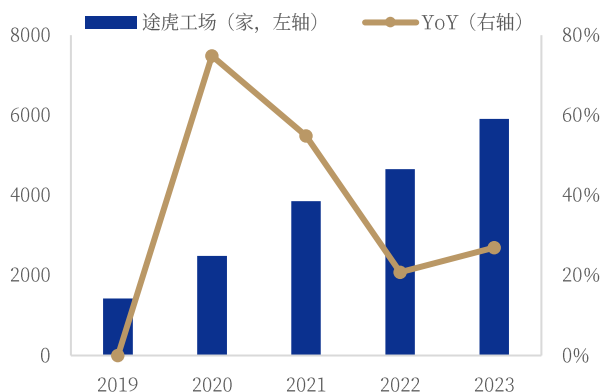
(5) 包含在与汽配商相关的成本中

资料来源: 公司招股书, 中国银河证券研究院

(三) 财务表现: 规模效应显现, 盈利能力开始释放

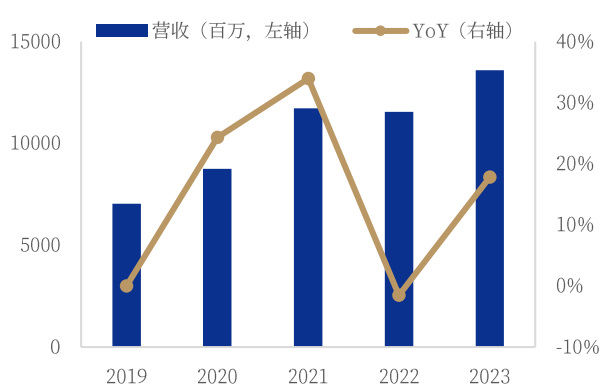
受益于途虎工场门店扩张, 公司营收实现快速增长。2019-2023 年途虎工场店数量从 1423 家扩张至 5909 家门店, 复合增速为 43%。随着途虎工场店以及合作门店的扩张, 收入由 2019 年的 70 亿元逐步增长至 2023 年的 136.01 亿元人民币, 复合增速为 17.9%。

图12: 途虎门店数量（不含合作门店）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

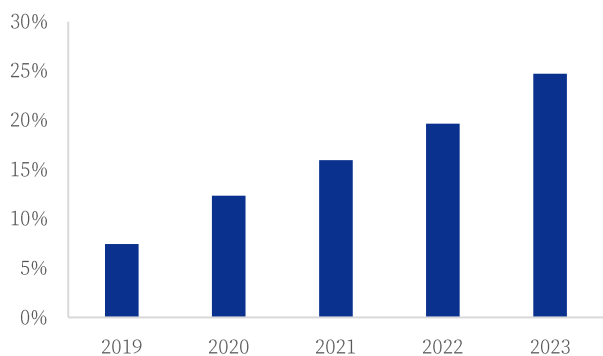
图13: 途虎营收增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

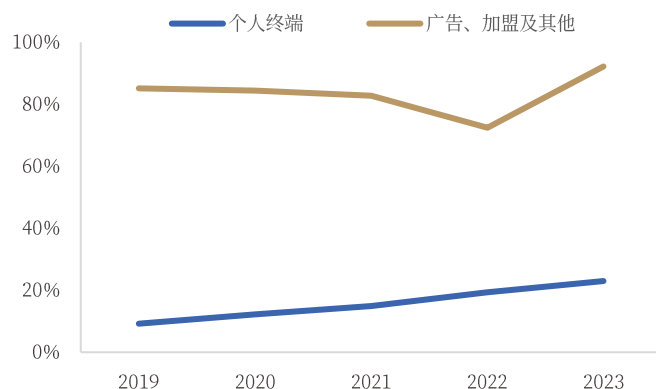
盈利能力持续提升，经调净利转正。随着产品结构、上游供应商议价能力的持续强化，公司综合毛利率由 2019 年的 7.4% 大幅提升至 2023 年的 24.7%。从结构上看，一方面是高毛利率汽车保养业务在营收中占比提升，另一方面公司其他汽车产品及服务业务的毛利率均呈上升趋势。伴随规模效应，公司运营费用率亦呈下降趋势，推动经调净利率在 2023 年实现转正。

图14: 途虎综合毛利率变化



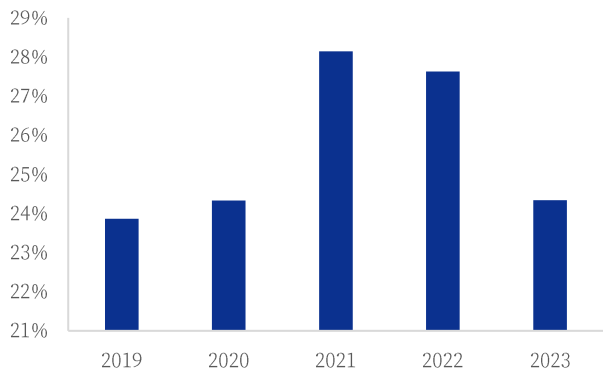
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图15: 途虎分板块毛利率变化



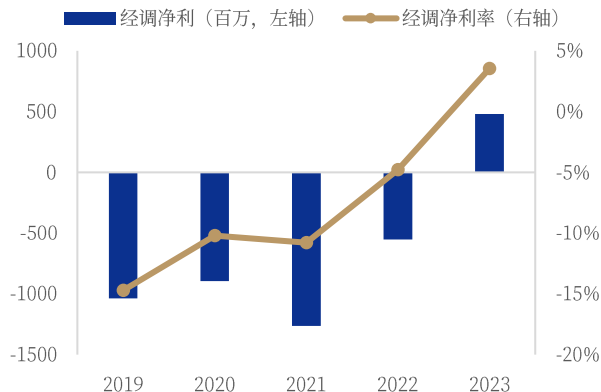
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图16: 途虎运营费用率变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图17: 途虎经调净利及经调净利率

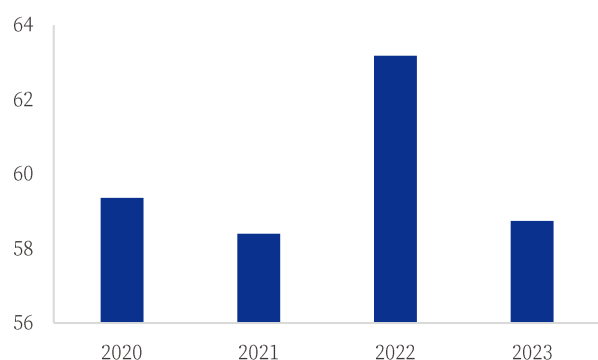


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

现金流和存货周转率均呈改善趋势。公司 2023 年实现经营性净现金流 10.2 亿元，为 2019 年以来首度转正，我们认为主要受益于公司经营规模的扩大与运营效率的提升。截止 2023 年末，公司现金余

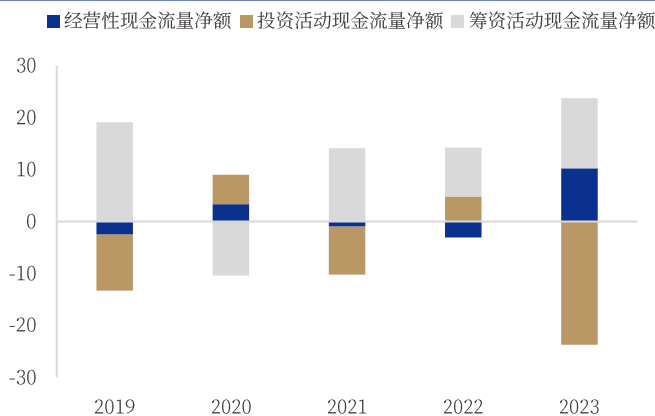
额为 27.2 亿元。从运营效率看，公司 2023 年库存周转天数 58.7 天，较 2022 年的 63.2 天显著改善，亦好于 2019 年的 59.4 天，反映公司在门店网络扩大数倍后亦保持了较好的供应链管理能力。

图18：途虎存货周转天数显著改善（单位：天）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图19：途虎净现金流（单位：亿）



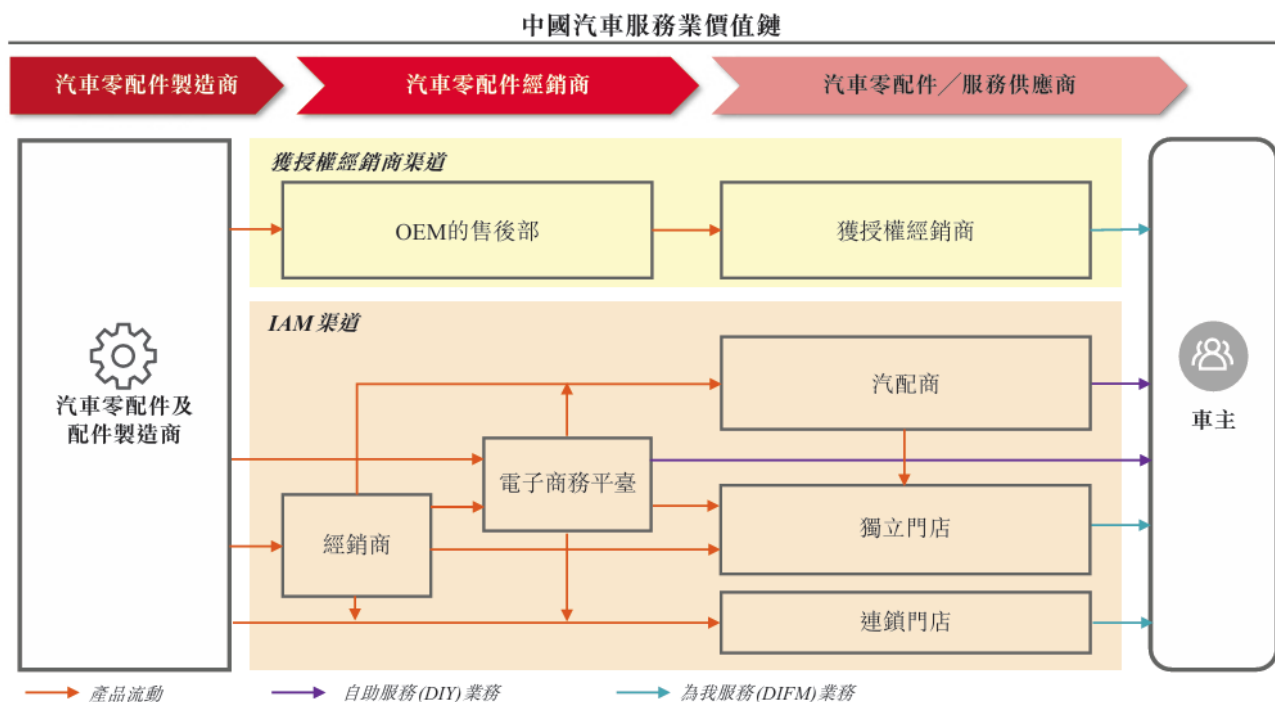
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、汽车后服务市场：大浪淘沙，剩者为王

（一）汽车后市场服务模式：O2O 模式赋能下，IAM 份额有望提升

汽车后市场服务产业链概览。汽车是结构最为复杂、零部件最多的消费品之一。在传统车后服务市场，由于汽配领域的品牌和零部件众多，汽车零配件流通主要采用多层分销模式，其中主要以 OEM 模式和 IAM 模式为主，涉及大量经销商、汽配商、夫妻老婆店、连锁店等，各自业务边界并不明晰，业态天然呈分散状态。

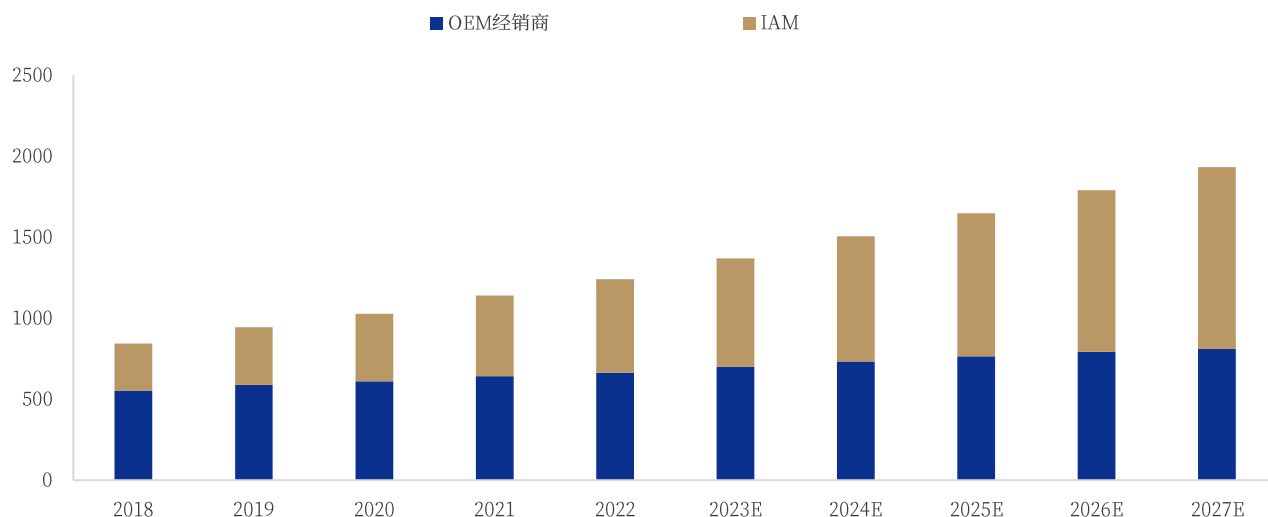
图20：汽车后市场服务产业链



资料来源：公司招股书，中国银河证券研究院

目前，IAM 模式市场份额呈逐年提升趋势，其中 O2O 形态未来或是最有效率的模式。据灼识咨询数据，IAM 门店 GMV 将继续以高于 OEM 授权经销商的速度增长，其市占率有望于 2024 年超过获授权经销商，并于 2027 年提升至汽车服务市场的 58.1%，达到 1.12 万亿元的市场规模。IAM 模式占比持续提升，我们认为主要是受益于中国市场车龄不断增长，以及性价比消费趋势。

图21：中国汽车后市场规模（按渠道，单位：十亿元人民币）



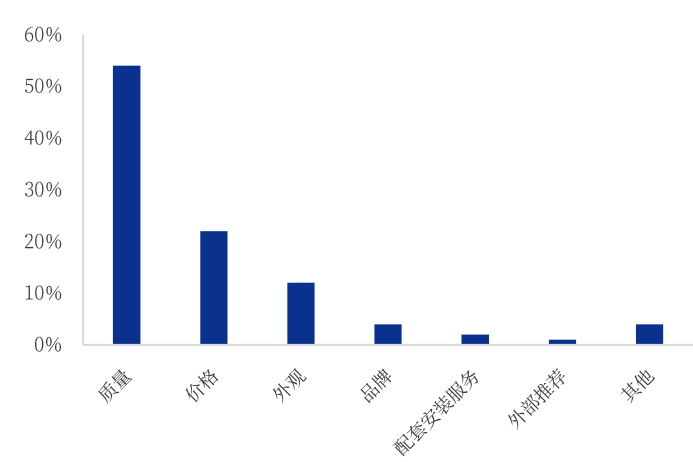
资料来源：灼识咨询，公司招股书，中国银河证券研究院

1) **OEM 模式收费高，主要以保修期客户为主**：2000 年初，伴随中国居民私家车保有量快速提升，海外车企进入中国市场带动 4S 店模式普及，并逐步成为汽修和保养市场的主导模式。同时，国际轮胎、润滑油等易损件和保养件品牌也进入中国售后市场，以提供换胎、保养、小修、装饰等服务形式建设连锁网络。此类 OEM 模式的优势在于服务的专业化、标准化，同时提供保真原厂配件，对于 3 年以内处于质保期的新车车主，或品牌忠诚度高的车主而言具备较强吸引力。但其缺点在于较高的门店运营成本，以及专业化的服务仅限于有限的汽车品牌，收费价格高，导致其门店的覆盖范围有限，难以形成规模化运营。

2) **IAM 模式：门店覆盖广，符合性价比消费趋势**。门店密度和覆盖范围更广，同时收费较 OEM 模式更低，对于车龄持续增长、超过保修期的车主而言，由于性价比是更为主要的考量因素，显然 IAM 模式更受青睐。但传统 IAM 模式多为个体经营，零配件质量参差不齐、价格不透明、安装服务水平低，导致车主对该渠道信任度相对较低，叠加门店库存管理难度大，传统 IAM 模式要实现连锁化扩张，存在较大难度。

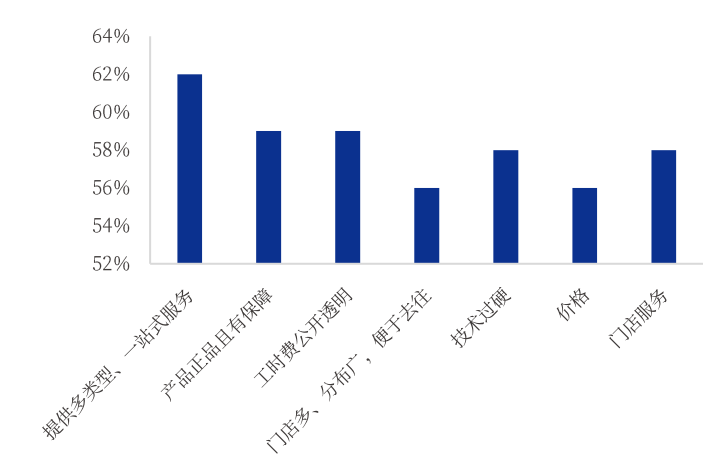
3) **O2O 模式：在 IAM 模式基础上，有效解决汽车后服务市场面临的分销层级多、信息不对称等消费痛点**。O2O 模式开始兴起，其核心是通过聚合上游供应链与下游用户，解决“代理商—分销商—批发商—零售商”多层分销、信息不对称等痛点问题。其中，以途虎为代表的车后服务 O2O 模式，前期主要围绕更换频率高、SKU 数量少且相对标准的轮胎和保养易损件，通过 S2B2C 扁平化供应链带来的价格优势和信息透明度吸引 C 端车主。后期伴随用户和营收规模持续扩大，途虎进一步向上游整合供应链，巩固价格优势，并建设完整的仓储、物流履约基础设施，从而得以拓展规模效应较弱的维修件、事故件，形成用户体验-经营业绩的正向循环。

图22：中国消费者汽配产品消费决定因素



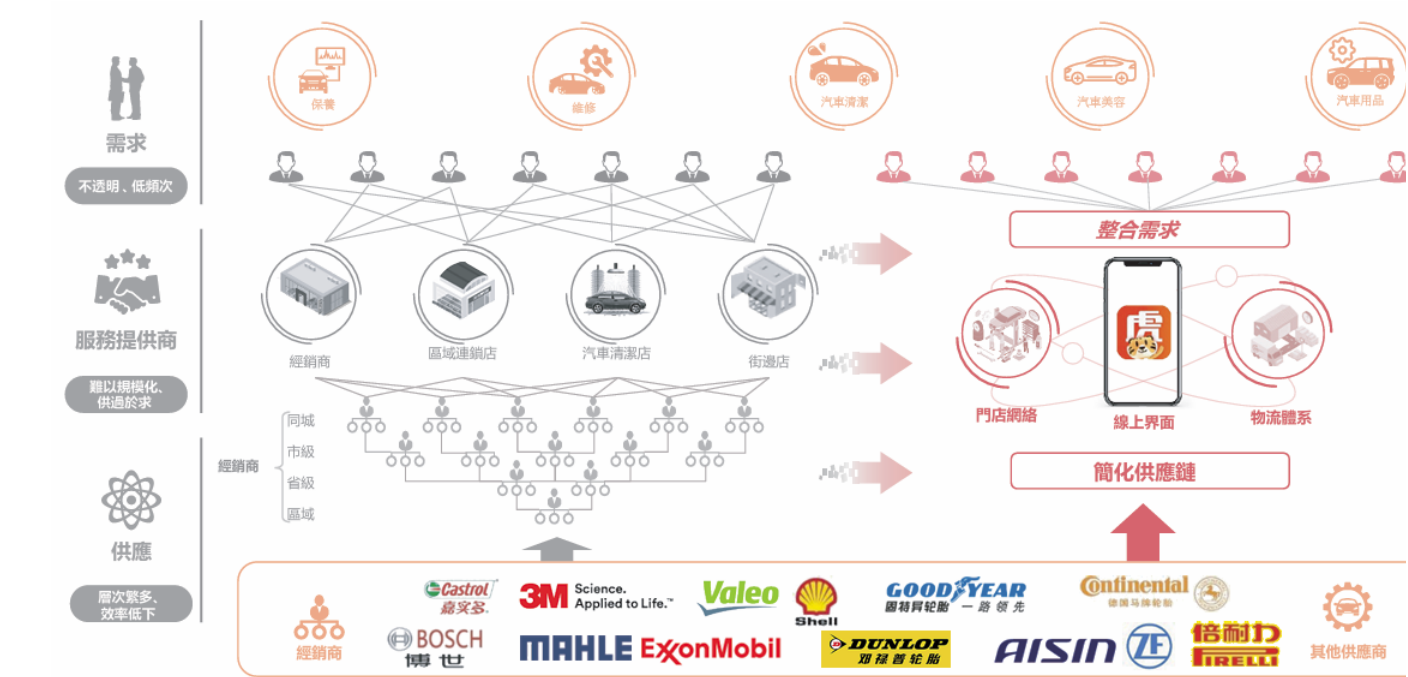
资料来源：德勤《2020 中国汽车后市场白皮书》，中国银河证券研究院

图23：中国消费者车后服务消费决定因素



资料来源：德勤《2020 中国汽车后市场白皮书》，中国银河证券研究院

图24：汽车后市场服务产业链



资料来源：公司招股书，中国银河证券研究院

政策鼓励车后服务行业连锁化发展，防止车厂垄断。中国政府自 2014 年以来已出台多项文件，鼓励车后服务市场实现连锁化发展，从而为汽车消费者提供更高质量的服务。其中，2014-2015 年多项文件明确破除车企对维修技术和配件渠道的垄断。此外，2023 年商务部等 9 部门联合发布《关于推动汽车后市场高质量发展的指导意见》，明确鼓励发展连锁经营模式，推动推动汽车配件流通规范、透明、高效发展。我们认为监管部门提升汽车后服务行业规范化、透明化将有利于以途虎为代表的 IAM 服务发展。

表 1：中国汽车后服务行业政策梳理

时间	政策/文件名称	重点内容
2014 年	《关于促进汽车维修业转型升级提升服务质量的指导意见》	打破车企对于汽车维修技术和配件渠道的垄断，并首次提出汽车维修“同质配件”概念
2015 年	《机动车维修管理规定》	明确规定不能垄断汽车维修市场，车主有权自主选择维修经营者进行

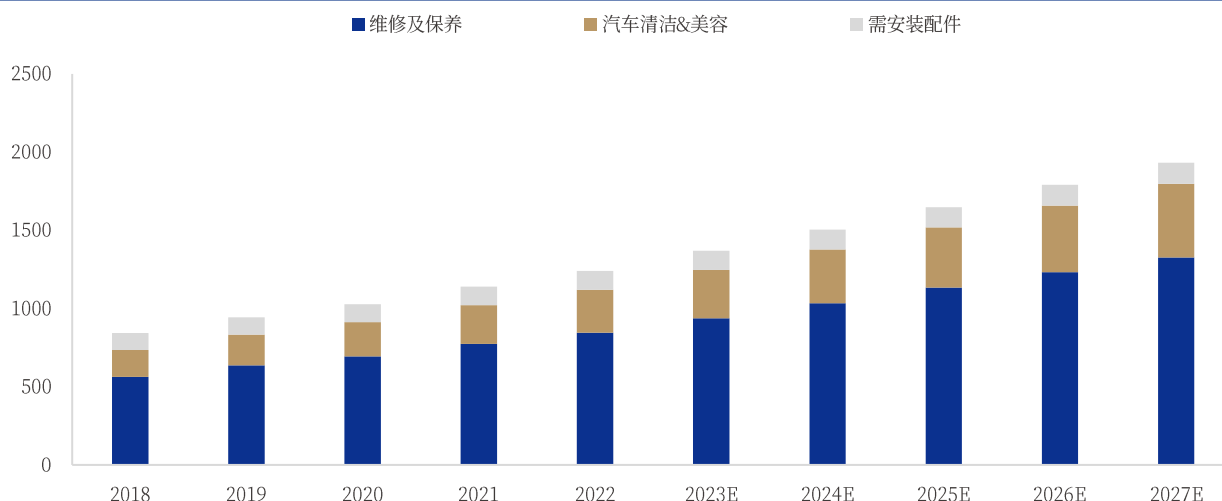
		维修，任何人不得变相强制指定维修经营者。
2015 年	《汽车维修技术信息公开实施管理办法》	明确汽车生产者应采用网上信息公开方式，公开所销售汽车车型的维修技术信息。
2021 年	《家用汽车产品修理更换退货责任规定》	明确家用汽车产品的三包条款，保障消费者选择非原厂汽车产品的权益。
2023 年	《关于推动汽车后市场高质量发展的指导意见》	优化汽车配件流通环境，提出制订实施汽车后市场配件流通标准、鼓励发展连锁经营等配件流通模式，推动汽车配件流通规范、透明、高效发展。

资料来源：商务部，交通运输部，中国银河证券研究院

（二）市场规模：万亿车后服务市场，新能源车渗透率提升带来发展新机遇

整体而言，受益于乘用车保有量+平均车龄提升，中国汽车后市场服务需求有望在 2023-2027 年保持 9% 的复合增速。参考灼识咨询预测，按 GMV 计，2022 年中国汽车服务市场规模为人民币 12398 亿元，预计到 2027 年将达到人民币 19319 亿元，2023 年-2027 年复合年增长率为 9.0%。其中，偏刚性需求的维修保养，以及偏可选属性的汽车清洁、美容将构成主要增长来源。

图25：中国汽车后市场规模（按服务类型，单位：十亿元人民币）

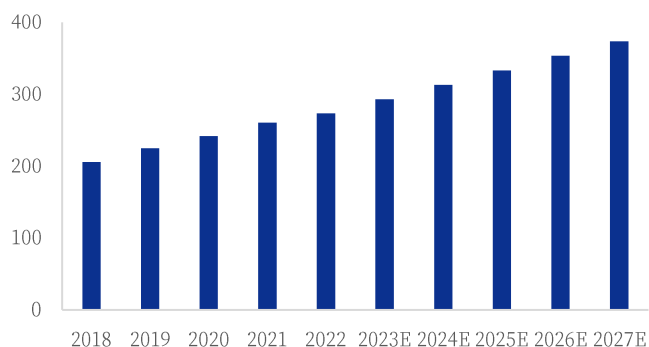


资料来源：灼识咨询，公司招股书，中国银河证券研究院

量：乘用车保有量+平均车龄提升驱动汽车后市场服务需求持续增长。从乘用车保有量看，中国拥有 2.74 亿辆乘用车，是全球第一大汽车市场，同时新车销量亦连续十年蝉联全球第一。但从人均保有量看，我国每千人乘用车保有量仍低于美国、欧盟成员国水平，反映中国乘用车的保有量仍有较大增长潜力。参考灼识咨询预测，至 2027 年中国乘用车保有量将达到 3.74 亿辆，5 年 CAGR 为 6.4%。我们预计实现这一复合增速的动力将来自中国人均 GDP 的增长、经济发展质量提升，以及更加完善的公路网络和公路承载量提升。从区域上看，则将更多来自于人口众多的二线及以下市县，目前该部分居民的每千人乘用车保有量仅为 179 辆。

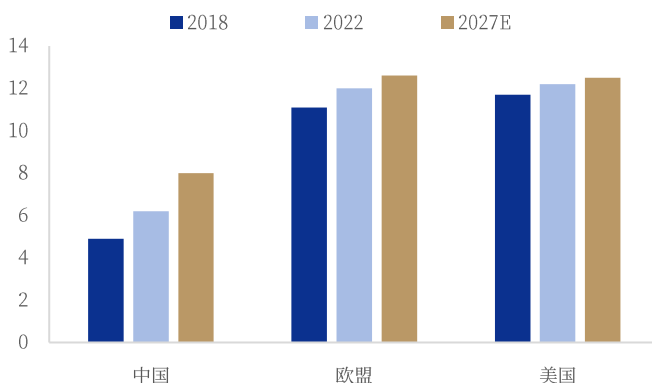
价：随着中国乘用车车龄的不断增长，每辆车在汽车服务上的平均开支预计将不断增加。由于超过 6 年车龄的车辆将带来更多服务开支（多数车企的质保期通常在 6 年内），而中国乘用车的平均车龄已由 2018 年的 4.9 年增至 2022 年的 6.2 年，用户对后市场服务的消费频次也处于提升阶段。参考公司招股书披露的灼识咨询预测数据，中国车主在 IAM 门店购买汽车服务的单车年度开支将由 2022 年的人民币 2102 元增至 2027 年的人民币 3001 元，CAGR 为 7.4%。

图26：中国乘用车保有量（单位：百万台）



资料来源：灼识咨询，公司招股书，中国银河证券研究院

图27：乘用车车龄变化（单位：年）

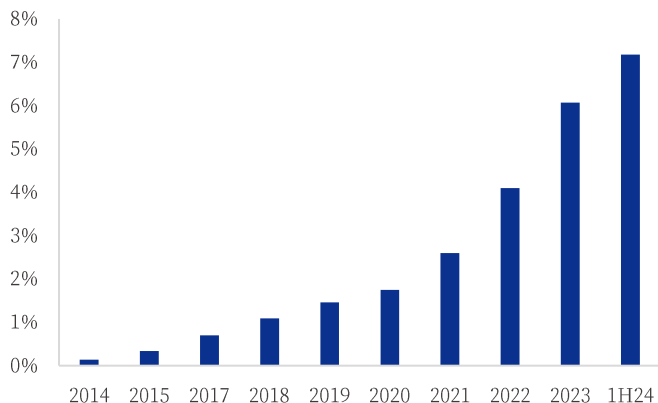


资料来源：灼识咨询，公司招股书，中国银河证券研究院

新能源车渗透率提升，汽车后市场服务“危中蕴机”。市场认为车后服务需求，尤其是 IAM 所面临的最大的挑战，是渗透率处于快速阶段的新能源汽车崛起，将导致车后服务市场需求量减少。背后逻辑在于电车较油车缺少机油更换、机油滤清器更换、火花塞更换等与发动机相关的项目，单车维护价值量下降。但我们认为，目前新能源车对车后服务需求，以及 IAM 模式的影响仍未有最终定论，原因在于：

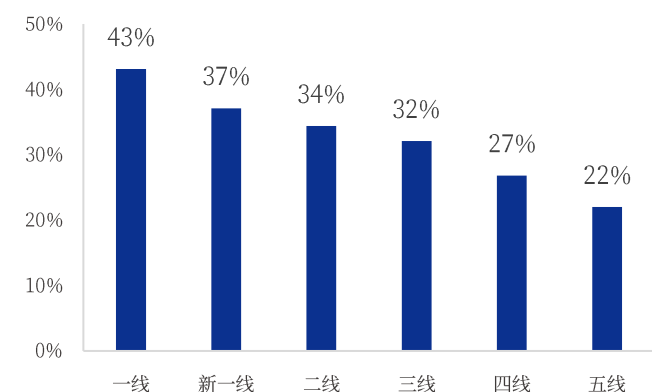
1) 油车依然将占据较大市场空间，新能源车销量渗透率提升对汽车后市场服务需求的直接影响较小。根据中国汽车工业协会，2024 年 6 月我国新能源汽车销量占乘用车整体销量比重已达到 48.8%。但从保有量占比看，新能源车的渗透率仍然较低，截止 2024 年 6 月仅为 7.2%。此外，由于 IAM 未来发展空间主要聚焦下沉市场，而这一市场的新能源车保有量和渗透率更低，因此当前新能源车渗透率提升，对车后服务市场总需求的影响较为有限。

图28：中国新能源汽车保有量占比



资料来源：公安部，中国银河证券研究院

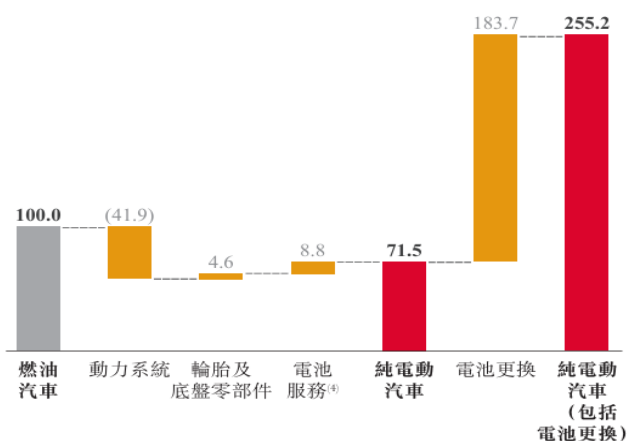
图29：2023 年不同线城市新能源汽车销量渗透率



资料来源：童济汽车评论，中国银河证券研究院

2) 新能源车可为车后市场提供增量需求。虽然新能源车少了机油更换、机油滤清器更换、火花塞更换等与发动机相关的项目，但由于电池成本占整车成本比例高达 30%-40%，电池容量检测及维修、更换电气系统等项目将带来增量需求。此外，由于新能源汽车平均重量通常高于燃油汽车，将导致更多的轮胎及悬挂磨损，对 IAM 服务需求频次或将更高。

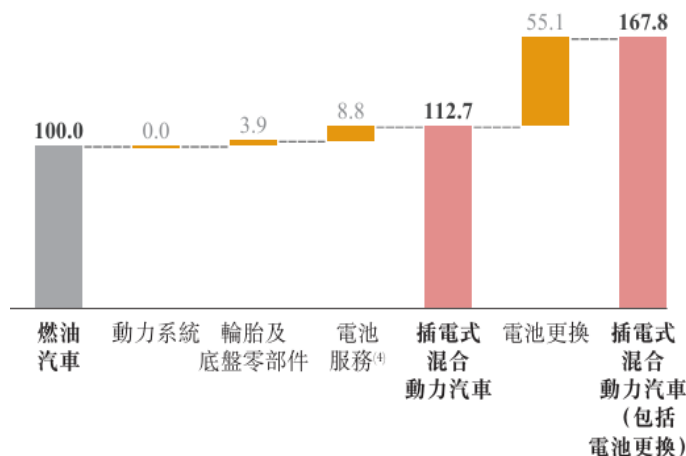
图30: 纯电汽车维保支出 VS 燃油车



资料来源: 灼识咨询, 公司招股书, 中国银河证券研究院

注: 假设燃油车年度开支为 100

图31: 插电式混动汽车维保支出 VS 燃油车



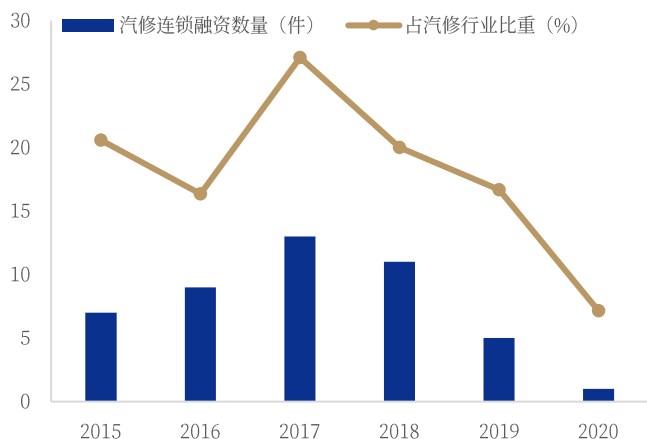
资料来源: 灼识咨询, 公司招股书, 中国银河证券研究院

注: 假设燃油车年度开支为 100

(三) 如何看待途虎的竞争壁垒?

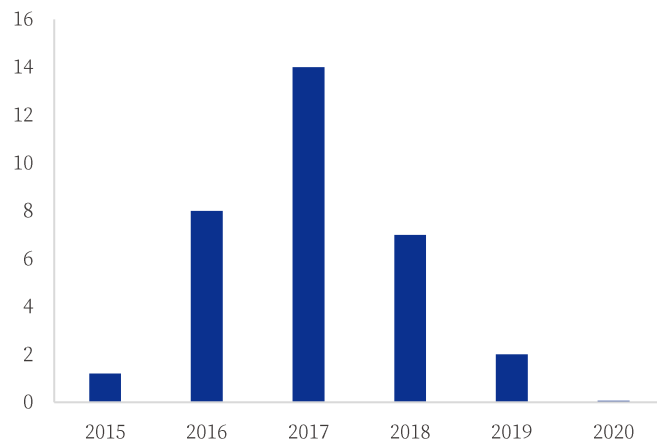
伴随 O2O 融资热潮褪去, 汽车后市场服务进入深耕细作阶段。汽车后市场服务行业融资高峰出现在 2015-2018 年, 彼时正逢中国商业社会从 PC 互联网向移动互联网转型, “一切生意都值得用移动互联网重做一遍” 推动汽修连锁融资数量、融资金额在 2017-18 年达到顶峰。而伴随 2018-2019 年政府对互联网监管力度提升, 资本对补贴烧钱的互联网模式热情消退, 汽修赛道融资随之进入寒冬, 大量纯粹依靠烧钱换市场的企业经营开始难以为继, 而真正具备线下服务能力+线上运营能力的优质公司, 在行业补贴竞争减弱后开始释放盈利能力。

图32: 2015-2020 年汽修行业融资概况



资料来源: 汽车服务世界, 中国银河证券研究院

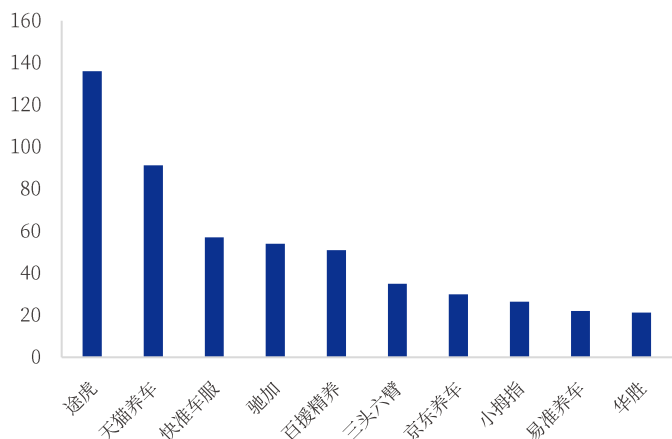
图33: 2015-2020 年汽修连锁行业融资金额 (亿元)



资料来源: 汽车服务世界, 中国银河证券研究院

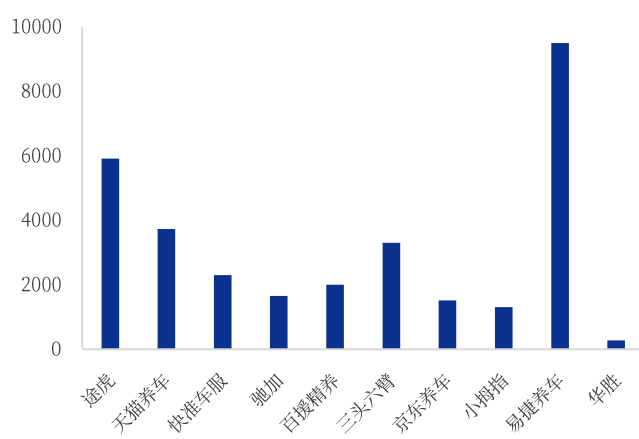
目前 IAM 市场的竞争格局已较为稳定, 途虎市场规模领先主要竞争对手。从门店数量看, 除易捷养车外 (数据包括中石化加油站内点位) 2023 年全国途虎工场店达 5909 家, 截至 2024 年 4 月已超过 6000 家, 远高于主要竞争对手天猫养车 (2000 家)、京东养车 (1400 家)。从 GMV 口径看, 2023 年公司在 IAM 市场的市场份额亦为第一名。

图34：头部 IAM 企业 2023 年 GMV（单位：亿）



资料来源：中国连锁经营协会，中国银河证券研究院

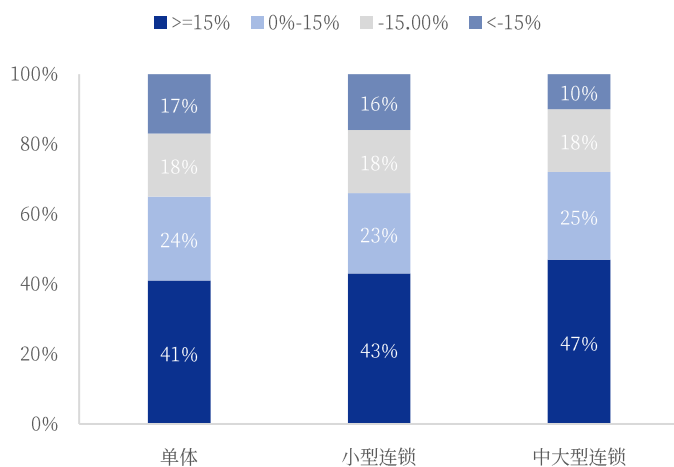
图35：头部 IAM 企业 2023 年门店数量（单位：个）



资料来源：中国连锁经营协会，中国银河证券研究院

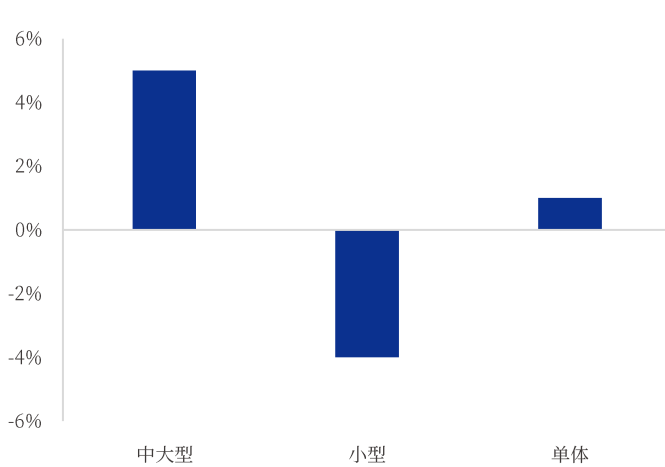
伴随整体竞争格局走向稳定，行业集中度开始显现提升趋势。根据 F6 大数据研究院数据，2022-2023 年，实现毛利增长的连锁门店比例高于夫妻老婆店，其中中大型连锁又明显好于中小型连锁。这一趋势在 2024 年上半年仍在延续，整体消费承压背景下，中大型连锁门店累计进店台次同比增长 5%，而小型连锁累计台次同比下滑 4%，我们认为背后原因在于消费承压导致的市场竞争更加激烈，中小连锁或单体店的经营能力（营销、引流、供应链管理）明显不及中大型连锁品牌，未来进一步整合的趋势将加剧。

图36：2023 年不同类型门店毛利同比增速



资料来源：F6 大数据研究院，中国银河证券研究院

图37：2024 年不同规模连锁门店累计进店台次同比增速



资料来源：F6 大数据研究院，中国银河证券研究院

如何理解途虎的领先地位与其竞争壁垒？我们认为，基于途虎目前业已形成的门店规模和交易体量，在前述行业趋势下，其竞争壁垒显而易见：

1) 规模化是整合上游供应链，从而形成采购成本优势的关键

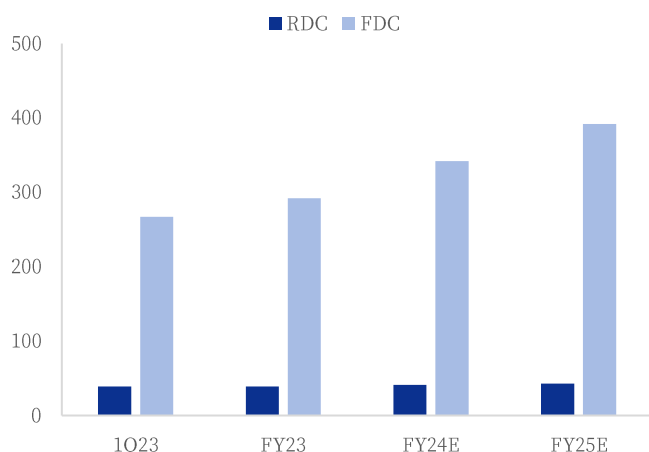
足够庞大的门店规模与用户需求，使得途虎可以通过更具优势的价格向上游各类汽配品牌进行采购，形成价格优势，同时可以摊薄自有、自控品成本，提高毛利率。以轮胎、机油为例，公司已通过直接采购、独家分销安排等多种模式与各大国际品牌建立密切合作关系，成为多家主要国际汽车零配件和机油品牌在中国的最大业务合作伙伴，部分品牌较获授权经销商的高端品牌平均机油采购价便宜约 30%。

2) 履约及时性：物流基础设施建设的成本，需要足够规模才能摊薄

公司在门店服务履约方面的及时性好于竞争对手，主要源于公司对门店库存管理的能力更强，而这一优势的背后是途虎通过多年资本开支，建立起的全国性仓储和物流体系，可确保产品及时交付以及对

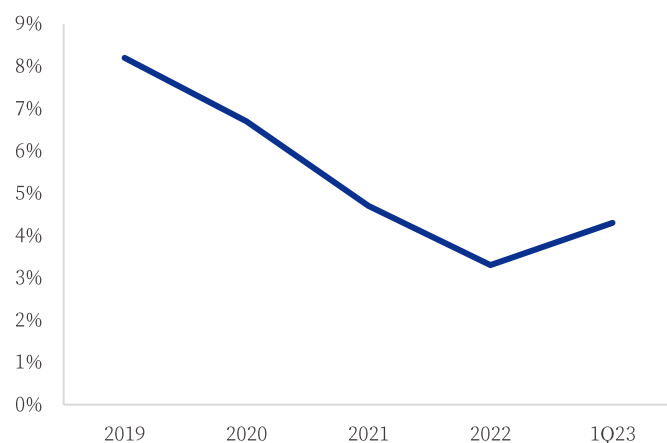
物流的准确监控。截至 2023 年底，公司已在全国建立 39 个区域配送中心，267 个前端配送中心，覆盖全国 300 多个城市。目前，全国 75% 以上途虎工场店已被前置仓即时配送服务覆盖，公司当日/次日达在线轮胎订单达 60%，在线保养及其他订单全年占比近 80%，2019-2023 年 3 月 31 日，按 GMV 计算，途虎工场店的外部采购比例（未使用汽配龙即时采购服务的途虎工场店采购的汽车产品的百分比）由 8.2% 降至 4.3%。

图38：公司 FDC、RDC 扩张规划（单位：个）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图39：途虎工场店外采比例持续下降



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

3) 可持续发展的加盟模式，进一步反哺途虎在规模上的领先优势

途虎对加盟工场店采取强管控模式，提供全国统一的标准化服务和货品的全链路管理，与之对应的是途虎自身承担了几乎所有的零配件库存压力，使加盟商可以在没有库存周转的压力下进行开店。

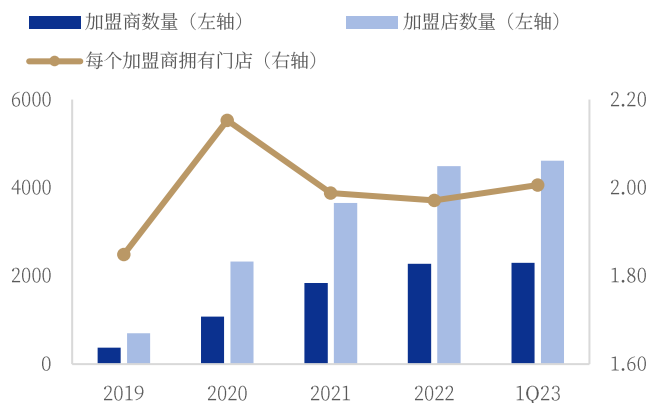
表 2：途虎加盟店与其他 IAM 加盟品牌模式对比

	途虎	其他服务商
服务	对所有工场店维持强有力的控制，以确保服务质量一致性和高标准	弱管控，有些加盟模式对加盟商提供的服务并无强有力的控制
产品采购	均使用途虎供应链，门店有专门系统确保服务可追踪，保证加盟店统一采购和定价	通常未对加盟商销售的产品维持强有力的控制，以防止他们从第三方采购产品
铺货模式	存货均有途虎采购、管理，存货的周转风险亦有途虎承担	加盟商需自担存货风险，有较高的资金门槛
交易结算	客户直接向途虎付款，然后途虎与加盟商进行结算。加盟工场店及客户之间的所有交易均须记录于途虎的系统中	加盟商直接向客户收款
销售目标	无最低销售目标	有最低销售目标

资料来源：公司招股书，中国银河证券研究院

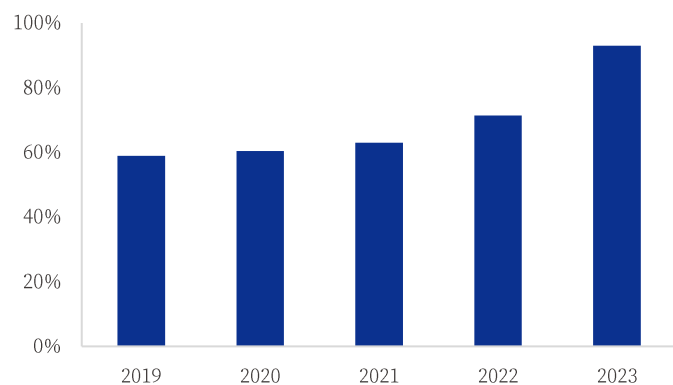
2023 年，途虎旗下加盟工场店盈利比例提升 22pct 至 93%，亦高于行业内平均 50% 加盟商可实现盈利的水平。受益于较高的盈利能力，途虎单个加盟商的开店数量，由 2019 年初每个加盟商开设 1.85 个门店，提升至 1Q23 每加盟商开设 2.0 个门店。

图40：单个加盟商拥有的门店数持续提升（单位：个）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

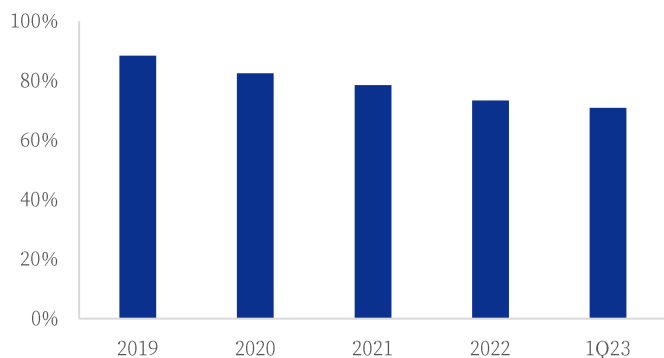
图41：实现盈利的加盟途虎工场店占比持续提升



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

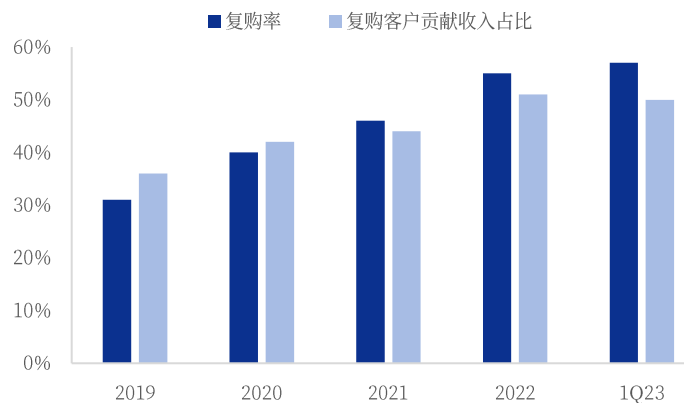
从消费者的复购率看，也容易理解途虎加盟店盈利比例较高的结果。2019 年以来途虎用户复购率、老客收入贡献稳步提升，反映途虎依托自身平台，对加盟商实现流量赋能、供应链管理赋能。

图42：2019 年-1Q23 途虎工场门店线上订单收入占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图43：2019 年-1Q23 途虎工场门店客户复购率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

4) 流量优势：背靠腾讯巨额流量支持，用户数量持续增长。与竞争对手京东养车、天猫养车相比，途虎背后亦有互联网流量巨头腾讯支持。自 2018-2019 年完成两轮对途虎的投资，腾讯已在持股比例上成为公司第一大股东，并推动双方展开深度战略合作，内容覆盖线上线下一体的精准车主营销、门店智慧零售，以及全方位汽车零配件厂商服务。更为重要的是，2021 年腾讯于部分城市微信“出行服务”后，进一步推动途虎成为其“出行服务”板块最重要的战略合作方之一。从用户端看，受益于腾讯流量支持及公司品牌知名度提升，2023 年途虎旗舰应用程序“途虎养车”和线上网站累计拥有 1.15 亿名注册用户，同比增长 21%。其中，最近十二个月的交易用户数超 1930 万名，同比增长 17%。

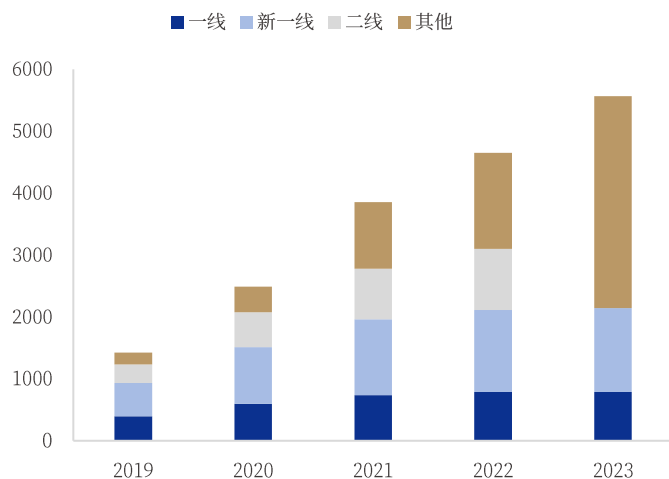
三、途虎的中期成长动能在哪里？

（一）低线扩张会否摊薄公司的成长速率和盈利能力？

开店仍是途虎成长性的重要来源之一。本质上，我们认为途虎是一个流量+供应链管理平台，实际C端车主所需的履约服务，主要是由途虎工场门店的加盟商实施完成。因此，不论是从突破原有的覆盖区域，还是从增加工位设施以满足更多用户的服务需求来看，增加门店数量都是途虎实现业绩增长的必由之路。目前，途虎通过自营、加盟、合作方式实现门店扩张，其中对业绩的贡献主要来自前两者。考虑公司目前独特的加盟工场模式已实现了正向循环，多数加盟途虎工厂店实现盈利，我们认为这将有利于公司在新的目标市场上进一步拓展市场份额。

公司未来开店将主要聚焦下沉市场，门店密度和覆盖区域仍有突破空间，中期目标看万店规模。公司自2021年发力低线城市，2022年5月发布千县发展计划。从2023年新增门店看，在1256家工场店中超70%开设于二线及以下城市，新增覆盖的县与县级市达221个，下沉市场成为公司重要增长驱动。目前，公司规划每年新开店1000家，70%位于下沉市场，预计三年时间门店数有望突破1万家。

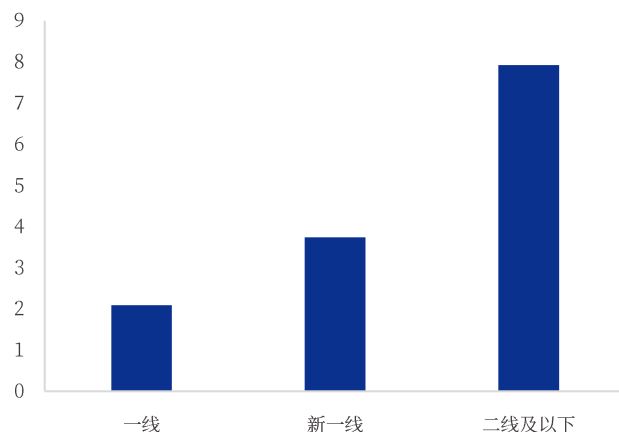
图44：2019-2023年途虎工场开店情况（单位：个）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

注：2023年其他区域包括二线及以下城市

图45：每一个途虎工场店对应的区域汽车保有量（单位：万辆）

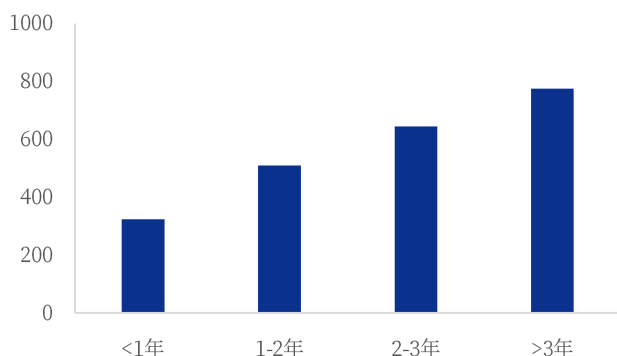


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

下沉市场开店是否会影响途虎的单店模型？

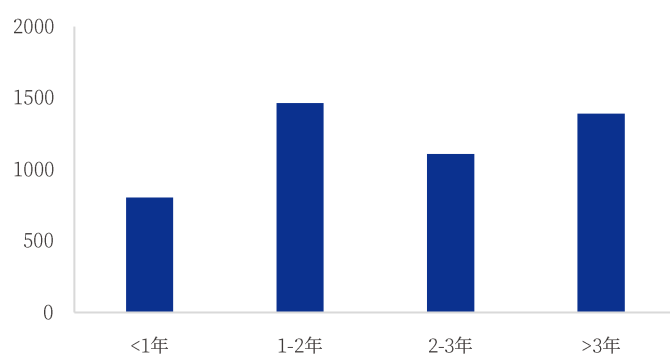
我们预计成熟期下沉市场门店收入体量约为一二线门店的70%-80%。考虑2020-2023年途虎新增的70%工厂加盟店均位于二线及以下城市，参考2023年公司IPO披露的不同店领工场店的收入贡献测算，我们预计这一批下沉市场工场加盟店对途虎的营收贡献约为高线城市的80%。如果进一步考虑未来下沉市场门店密度提升带来的分流影响，我们认为成熟期的单店收入差距或在70%-80%。

图46: 不同店龄工场店对途虎的单店收入贡献 (单位: 千元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

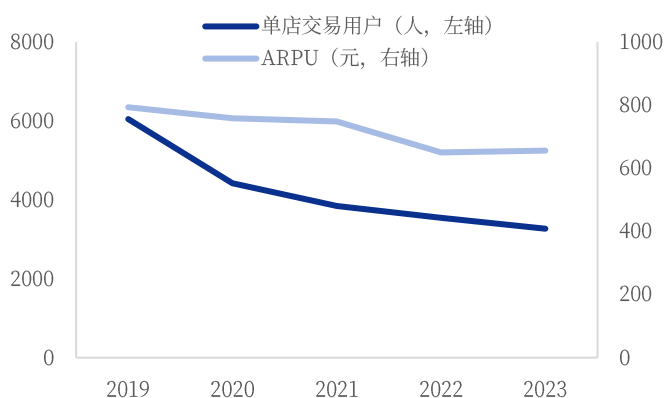
图47: 不同店龄工场店的门店数量 (单位: 个)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

单店毛利贡献与单店收入走势呈“剪刀差”，反映低线扩张未拖累盈利能力。自公司 2021 年开始在下沉市场加速开店，工场店的单店收入与单店用户数均呈下降趋势，导致市场担忧下沉开店将拖累整体经营效率。我们认为，公司目前的单店收入、覆盖的交易用户数下降是正常现象，一方面是新店仍在爬坡，另一方面也符合下沉市场的居民消费力特征。但是，我们认为单店收入及客单价的降低并不必然对应公司盈利能力的降低，反而可能有所提升。核心原因在于低线城市车主的价格敏感度更高，有利于途虎高性价比的自营品销售，从而带来更高的毛利率。事实上，我们已看到自 2021 年以来途虎工场店的单店毛利贡献呈持续扩大趋势。

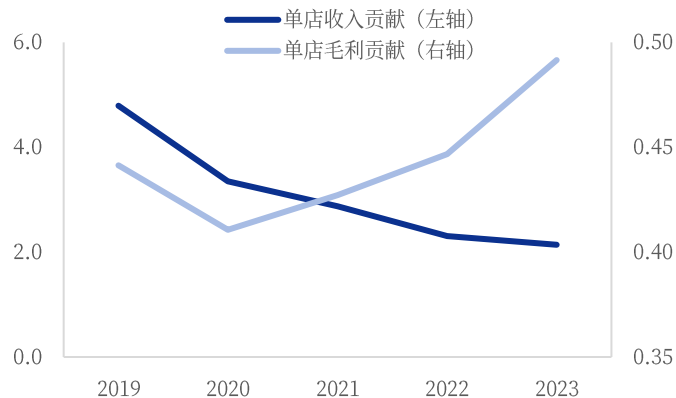
图48: 工场店平均覆盖的用户数与 ARPU 值下行



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

注: ARPU 值的分母为个人终端产品和服务收入

图49: 工场店单店收入与单店毛利 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

注: 单店收入/毛利的分母为个人终端产品和服务的收入/毛利

中期维度看，下沉市场需求具备一定的抗周期韧性。二季度，五线城市整体表现优于其他城市级别，乘用车轮胎、机油、机油滤清器、蓄电池销量同比均实现正增长，空气滤清器、空调滤清器与去年同期持平。新一线、三线城市整体表现略差，多品类销量同比降幅在 5% 以上。

图50: 2Q24 下沉城市汽车配件销量好于高线城市

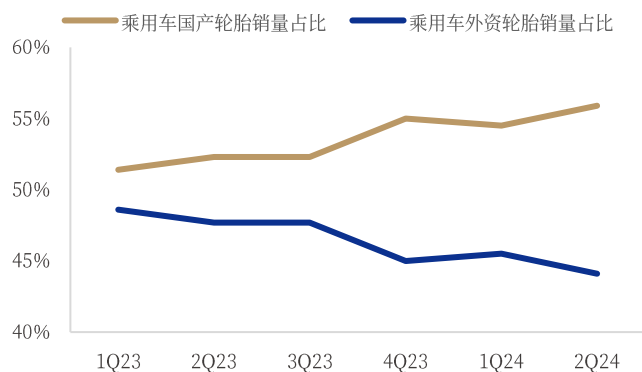
2024年Q2不同城市级别部分品类销量同比						
品类	一线	新一线	二线	三线	四线	五线
乘用车轮胎	-2%	-4%	-4%	-9%	-3%	3%
减振器	2%	6%	7%	5%	3%	-2%
刹车片	-1%	-6%	-4%	-7%	-5%	-1%
机油	0%	-6%	-4%	-4%	0%	6%
机油滤清器	0%	-7%	-5%	-7%	-3%	3%
火花塞	-12%	-12%	-8%	-11%	-11%	-7%
空气滤清器	-4%	-7%	-5%	-8%	-4%	0%
空调滤清器	-3%	-5%	-5%	-6%	-6%	0%
自动变速箱油	-5%	-23%	-21%	-24%	-21%	-22%
蓄电池	1%	-1%	-2%	1%	2%	12%
齿轮油	-11%	-5%	-8%	-15%	-12%	-18%

资料来源: F6 大数据研究院, 中国银河证券研究院

(二) 自营品占比提升契合合理性消费趋势, 产品结构优化驱动盈利提升

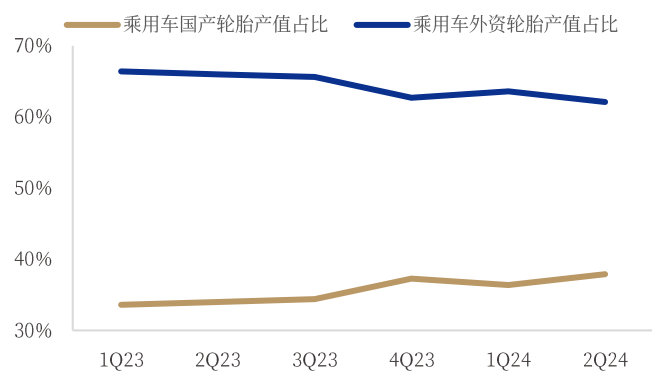
2023 年以来, 车后服务市场同样反映当下性价比消费趋势。国产品牌乘用车轮胎销量依托性价比优势, 在中国市场的份额中的占比于 2Q24 提升至 55.9%, 创下疫情结束后的新高。我们认为, 作为车后服务品类中的刚需消费品, 国产乘用车轮胎销量占比的提升, 侧面反映 2023 年以来中国居民的理性消费趋势, 考虑到当前中国经济中长期增长率变化对消费者行为的重塑, 我们认为发生在乘用车轮胎上的性价比消费趋势, 也将进一步向其他乘用车配件领域扩散, 驱动高性价比的国产配件品牌销量提升。

图51: 国产乘用车轮胎品牌销量占比持续提升



资料来源: F6 大数据研究院, 中国银河证券研究院

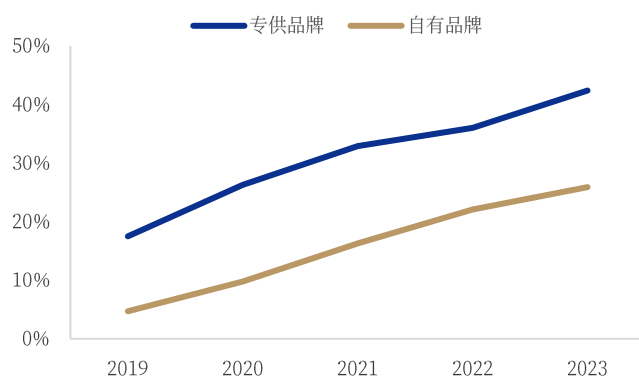
图52: 国产乘用车轮胎品牌产值占比持续提升



资料来源: F6 大数据研究院, 中国银河证券研究院

途虎通过引入+自主定制/制造已建立多个高性价比汽车配件品牌, 盈利能力显著优于传统流通品。公司凭借对海量原车数据的精确掌握, 深度洞察用户需求, 持续推进定制、自有、专供品牌产品研发 (包括自控品牌及拥有独家授权在中国管理制造、分销及销售的第三方独家授权品牌的产品)。截至 2023, 途虎拥有 51 个自有品牌、54 个专供品牌, 2023 年公司专供品、自有自控产品收入占比分别提升至 42.4%、25.9%。我们认为, 受益于当前理性消费趋势, 以及公司门店布局下沉, 此类产品较高的性价比更易于实现对车主需求的转化, 同时自有品牌、专供品更高的毛利率亦有助于优化公司盈利能力。

图53：途虎专供、自有品牌收入贡献占比持续提升



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

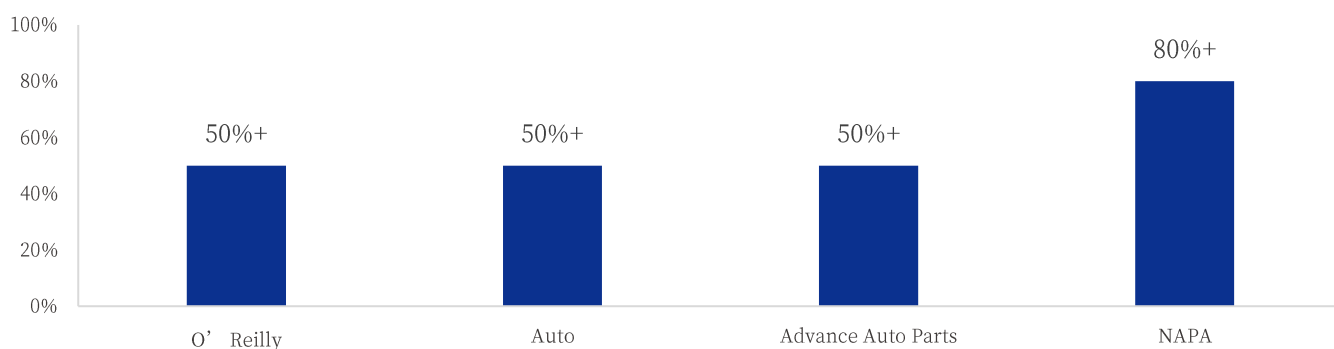
图54：途虎自有轮胎品牌雷神



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

从海外同类公司发展历程看，增加自有品牌占比亦是长期发展趋势。北美四大汽配连锁服务商均已形成较高的自有品牌产品收入结构。其中，O' Reilly 拥有十余种自有品牌，O' Reilly 自有品牌产品销售额在总营收中占比已超过 50%，目前其市值已超过 Autozone，成为全美第一大汽配连锁上市公司。此外，例如 Advance Auto Parts 亦可为重视性价比消费的用户提供自有品牌的汽车配件，2022 年自有品牌销售额亦占总销售额的 50%+。

图55：北美四大连锁汽修品牌自有产品销售占比均超过 50%



资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

（三）拓展服务品类，新能源维保有望带来新机遇

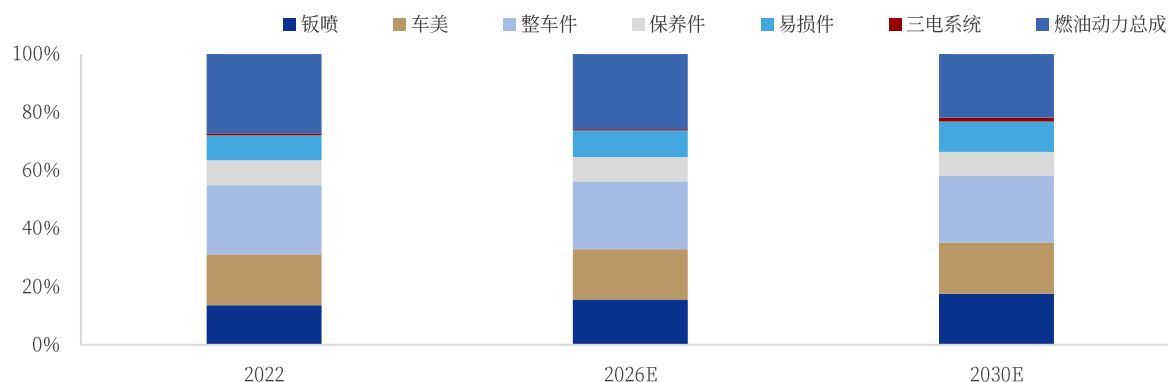
拓展服务品类和服务范围，是北美四大汽配连锁实现业绩持续增长的路径之一。北美四大汽配连锁可提供的汽配零部件覆盖范围较广，以 AutoZone 的产品分类为例，可分为故障相关、保养产品、配件及工具三类，故障相关产品包括蓄电池、皮带、底盘件、发动机等，保养产品包括防冻液、刹车盘片、机油、三滤等，配件包括空调、坐垫等，2023 财年 AutoZone 的故障相关和保养产品的收入占比分别为 49.0%、36.3%。

途虎借鉴北美龙头发展路径，持续扩充产品、服务品类，致力于提供一站式服务。途虎自成立以来，已成功从轮胎、机油、底盘零部件，拓展至包括三滤、刹车油、蓄电池、火花塞、刹车盘片、雨刮器在内超过 41 个保养类目，超过 8000 个 SKU。2023 年公司轮胎、保养及快修 SKU 分别增至 5000+、8000+ 和 35 万+个，可为车主提供一站式服务。

此外，对 IAM 服务商而言，新能源车渗透率的提升既是挑战也是机遇。一方面是动力总成系统变化，带来需求结构性转换；另一方面，虽然当前电池厂、整车厂在维修服务链条中掌握更强话语权，但长期来看，全国性铺设自营网点需要消耗厂商大量资源，同时在国家反垄断相关政策要求下，电池维修

技术大概率将走向普及，因此我们认为在新能源车时代，车后维保服务模式仍将从直营走向授权，将为具备规模优势的第三方服务商提供发展机遇。此外，我们认为虽然燃油动力总成维保收入增长将放缓，但新能源车渗透率提升将带动易损件、新能源电池维修等新服务品类的需求增长。若 IAM 服务商能把握乘用车维保需求的结构转换机遇，则在当前新能源车渗透率快速提升+油车保有量仍在增长的阶段，可推动业绩实现更快增长。

图56：中国乘用车后市场服务需求结构



资料来源：罗兰贝格，中国银河证券研究院

途虎依托流量和渠道优势，已与新能源主机厂/电池厂实现合作，并拓展新能源汽车售后服务品类：

1) **主机厂**：2021 年公司已与零跑等新兴新能源汽车品牌建立合作。此外，公司还与小鹏汽车、极狐汽车等新能源主机厂合建双门头服务店，其获主机厂授权的“油电兼修”工场店能够为车主提供符合原厂标准的服务。截止 2023 年，公司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%。

2) **动力电池维保**：公司是宁德时代、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，可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，公司已经培养 8000 名技术人员，其中具备低压电工证认证人数超过 400 人。按服务单量计算，2023 年公司已承接超过 2.2 万单的电池服务订单，数量位居 IAM 行业第一，市场份额为 2.8%。

3) **车美、改色膜**：新能源车主以年轻人为主，主机厂为匹配用户需求在外观设计上更加多样，因此带动车衣以及改色膜搭载率显著提高。此外，由于新能源车对环保要求较高，油漆以水性漆为主，具有不耐磨、易脱落、光泽差等缺陷，因此养护需求更高。途虎已于 2023 年 7 月全面升级汽车美容业务，在北、上海等一线城市优质商圈新建独立途虎纯洗美容中心门店，项目包括精洗、美容套盒、抛光打蜡、拉花、窗膜、车衣改色、轻改装等，同时在全国途虎养车工场店扩大汽车美容区域，增设独立贴膜、车衣、改色工位，满足用户对汽车养护和美容的需求。

图57：途虎纯洗美容中心门店



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

四、盈利预测与估值

（一）业务拆分

1) 汽车产品和服务：我们认为随着公司门店覆盖区域的进一步拓宽，以及理性消费趋势下，消费者对途虎自有、专供品牌的购买增加，预计公司轮胎与底盘零部件 2024-2026 年营收增速分别为 10%/7%/6%，毛利率受益结构优化分别为 17.0%/17.5%/18.0%。预计汽车保养业务 2024-2026 年营收增速各为 10%/7%/6%，毛利率 32.8%/33.0%/34.0%。

2) 汽配龙业务：预计 2024-2026 年营收随门店拓展增长，即时采购服务需求增加推动收入增速各为 3%/3%/3%，毛利率分别为 16.0%/17.0%/18.0%。

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、门店利润分成均将继续保持增长。但考虑到整体经济环境变化，以及公司新开门店主要集中在下沉市场，因此广告及其他服务收入增速我们给予持平的预测。综上，我们预计加盟服务、广告及其他收入 2024-2026 年增速分别为 3%/9%/8%。

表 3：分业务收入预测

单位：百万人民币	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
1.个人终端								
1.1 轮胎、底盘零部件	3839	4202	5064	4592	5553	6108	6505	6896
YoY		9%	21%	-9%	21%	10%	7%	6%
毛利率	3.9%	7.8%	9.0%	14.1%	17.4%	17.0%	17.5%	18.0%
1.2 汽车保养	1870	2619	3842	4025	4933	5426	5806	6155
YoY		40%	47%	5%	23%	10%	7%	6%
毛利率	21.2%	23.1%	26.5%	29.5%	32.5%	32.8%	33.0%	34.0%
1.3 其他	494.72	560	646	639	780	858	944	1019
YoY		13%	15%	-1%	22%	10%	10%	8%

毛利率	2.4%	3.6%	5.1%	10.9%	14.9%	15.0%	15.3%	15.5%
2.汽配龙	615	959	1515	1466	1381	1450	1508	1553
YoY		56%	58%	-3%	-6%	5%	4%	3%
毛利率	11.38%	7.17%	9.19%	11.87%	16.00%	17.0%	17.0%	18.0%
3.广告、加盟及其他	221	413	658	824	954	980	1070	1160
3.1 加盟	167	301	474	550	731	757	845	933
3.2 广告	51	73	84	59	75	75	77	79
3.3 其他	3	40	100	215	148	148	148	148
毛利率	85%	84%	83%	72%	92%	85%	85%	85%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）投资建议

我们认为途虎的核心逻辑是依托自身平台优势，在上游持续整合汽配供应商，通过规模效应为下游消费者提供质优价廉的汽配产品和服务，同时在下游通过良性循环的加盟模式，不断拓展、做深下沉市场，实现门店网络的进一步扩大和触达用户规模的增长。预计 2024-26 年收入各为 147/157/167 亿元，经调归母净利各为 7.5/11.4/15.6 亿元，对应 PE 各为 17X/11X/8X，对标海外同类公司估值，公司当前盈利预测对应 25 年 PE 已处于合理水平，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表 4：同行业公司盈利情况及估值预测（以 8 月 23 日收盘价计算）

代码	公司	总市值（亿）	经调整净利润预测（亿）			PE (X)		
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
AZO.N	AutoZone	544	25.3	27.0	27.5	18.5	21.0	19.5
ORLY.O	O'Reilly	653	23.5	24	25.8	24.7	27.3	24.6
AAP.N	AAP	36	0.3	2.1	2.5	57.0	17.1	14.4
GPC.N	GPC	194	13.2	12.9	14.1	14.8	14.9	13.7
平均			15.6	16.5	17.5	28.8	20.1	18.0
9690.HK	途虎-W	130	4.8	7.5	11.4	18.8	17.2	11.3

资料来源：彭博，Wind，中国银河证券研究院

注：美股公司货币为美元，港股为人民币

五、风险提示

- 1) 低线城市门店拓展不及预期的风险。
- 2) 宏观经济持续下行的风险；
- 3) 新能源汽车维保业务拓展不及预期的风险。

图表目录

图 1: 公司服务范围概览	3
图 2: 公司股权架构（截止 2023 年 12 月 31 日）	4
图 3: 公司汽车产品及服务业务范围	5
图 4: 汽车产品及服务营收变化（单位：百万）	5
图 5: 汽车产品及服务各业务毛利率	5
图 6: 汽配龙营收变化	6
图 7: 汽配龙毛利率变化	6
图 8: 广告、加盟及其他服务	6
图 9: 途虎加盟服务收入结构（单位：千）	6
图 10: 不同服务模式，途虎门店服务流程	7
图 11: 不同服务模式，途虎对收入确认的规则	7
图 12: 途虎门店数量（不含合作门店）	8
图 13: 途虎营收增速	8
图 14: 途虎综合毛利率变化	8
图 15: 途虎分板块毛利率变化	8
图 16: 途虎营运费用率变化	8
图 17: 途虎经调净利及经调净利率	8
图 18: 途虎存货周转天数显著改善（单位：天）	9
图 19: 途虎净现金流（单位：亿）	9
图 20: 汽车后市场服务产业链	10
图 21: 中国汽车后市场规模（按渠道，单位：十亿元人民币）	11
图 22: 中国消费者汽配产品消费决定因素	12
图 23: 中国消费者车后服务消费决定因素	12
图 24: 汽车后市场服务产业链	12
图 25: 中国汽车后市场规模（按服务类型，单位：十亿元人民币）	13
图 26: 中国乘用车保有量（单位：百万台）	14
图 27: 乘用车车龄变化（单位：年）	14
图 28: 中国新能源汽车保有量占比	14
图 29: 2023 年不同线城市新能源汽车销量渗透率	14
图 30: 纯电汽车维保支出 VS 燃油车	15
图 31: 插电式混动汽车维保支出 VS 燃油车	15
图 32: 2015-2020 年汽修行业融资概况	15
图 33: 2015-2020 年汽修连锁行业融资金额（亿元）	15
图 34: 头部 IAM 企业 2023 年 GMV（单位：亿）	16
图 35: 头部 IAM 企业 2023 年门店数量（单位：个）	16

图 36: 2023 年不同类型门店毛利同比增速.....	16
图 37: 2024 年不同规模连锁门店累计进店台次同比增速	16
图 38: 公司 FDC、RDC 扩张规划 (单位: 个)	17
图 39: 途虎工场店外采比例持续下降	17
图 40: 单个加盟商拥有的门店数持续提升 (单位: 个)	18
图 41: 实现盈利的加盟途虎工场店占比持续提升.....	18
图 42: 2019 年-1Q23 途虎工场门店线上订单收入占比	18
图 43: 2019 年-1Q23 途虎工场门店客户复购率.....	18
图 44: 2019-2023 年途虎工场开店情况 (单位: 个)	19
图 45: 每一个途虎工场店对应的区域汽车保有量 (单位: 万辆)	19
图 46: 不同店龄工场店对途虎的单店收入贡献 (单位: 千元)	20
图 47: 不同店龄工场店的门店数量 (单位: 个)	20
图 48: 工场店平均覆盖的用户数与 ARPU 值下行.....	20
图 49: 工场店单店收入与单店毛利 (单位: 百万元)	20
图 50: 2Q24 下沉城市汽车配件销量好于高线城市.....	21
图 51: 国产乘用车轮胎品牌销量占比持续提升	21
图 52: 国产乘用车轮胎品牌产值占比持续提升	21
图 53: 途虎专供、自有品牌收入贡献占比持续提升.....	22
图 54: 途虎自有轮胎品牌雷神	22
图 55: 北美四大连锁汽修品牌自有产品销售占比均超过 50%	22
图 56: 中国乘用车后市场服务需求结构	23
图 57: 途虎纯洗美容中心门店	24
表 1: 中国汽车后服务行业政策梳理.....	12
表 2: 途虎加盟店与其他 IAM 加盟品牌模式对比	17
表 3: 分业务收入预测	24
表 4: 同行业公司盈利情况及估值预测.....	25

附录：

公司财务预测表

资产负债表（百万）	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	8,271	8,972	10,103	11,713
现金	2,715	2,893	4,324	5,101
应收账款及票据	218	229	240	250
存货	1,800	1,866	1,945	2,005
其他	3,538	3,984	3,594	4,358
非流动资产	3,493	3,529	3,461	3,508
固定资产	899	823	770	733
无形资产	545	545	545	545
其他	2,049	2,160	2,145	2,230
资产总计	11,765	12,500	13,563	15,221
流动负债	6,602	6,687	6,795	6,998
短期借款	1	1	1	1
应付账款及票据	3,887	3,851	3,921	3,944
其他	2,715	2,836	2,873	3,054
非流动负债	704	728	728	728
长期债务	8	8	8	8
其他	697	720	720	720
负债合计	7,306	7,415	7,523	7,726
普通股股本	0	0	0	0
储备	5,733	6,362	7,321	8,772
归属母公司股东权益	4,460	5,089	6,048	7,499
少数股东权益	-2	-4	-8	-4
股东权益合计	4,458	5,085	6,040	7,495
负债和股东权益	11,765	12,500	13,563	15,221

现金流量表(百万元)	2024A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,021	917	1,302	1,925
净利润	6,703	621	950	1,442
少数股东权益	-2	-2	-4	4
折旧摊销	362	304	281	265
营运资金变动及其他	-6,041	-5	74	213
投资活动现金流	-2,372	-729	140	-1,138
资本支出	-362	-228	-228	-228
其他投资	-2,010	-501	368	-909
筹资活动现金流	1,350	-19	-19	-19
借款增加	-186	0	0	0
普通股增加	1,168	0	0	0
已付股利	0	-19	-19	-19
其他	367	0	0	0
现金净增加额	29	178	1,431	777

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	13,601	14,692	15,701	16,686
其他收入	5	42	42	42
营业成本	10,242	10,664	11,293	11,831
销售费用	1,715	1,866	1,884	1,919
管理费用	420	382	361	334
研发费用	580	617	659	701
财务费用	-110	-190	-193	-286
除税前溢利	6,725	807	1,188	1,863
所得税	25	121	178	279
净利润	6,701	686	1,010	1,583
少数股东损益	-2	-3	-4	5
经调归属母公司净利	481	751	1,141	1,560
EBIT	6,616	618	996	1,577
EBITDA	6,977	719	1,110	1,703
经调 EPS（元）	0.59	0.80	1.19	1.64

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	17.79%	8.02%	6.87%	6.28%
经调归属母公司净利	-	56.22%	51.83%	36.72%
获利能力				
毛利率	24.70%	27.42%	28.07%	29.10%
销售净利率	49.28%	4.22%	6.01%	8.57%
ROE	150.29%	12.19%	15.62%	19.11%
ROIC	147.56%	12.43%	14.53%	15.54%
偿债能力				
资产负债率	62.10%	59.32%	55.50%	50.82%
净负债比率	-60.71%	-52.74%	-65.28%	-61.03%
流动比率	1.25	1.31	1.43	1.60
速动比率	0.76	0.81	0.94	1.12
营运能力				
总资产周转率	1.31	1.21	1.21	1.16
应收账款周转率	69.41	65.78	67.04	68.08
应付账款周转率	2.92	2.76	2.91	3.01
每股指标（元）				
每股收益（经调）	20.80	0.76	1.16	1.76
每股经营现金流	1.25	0.88	1.39	2.18
每股净资产	5.45	6.27	7.44	9.21
估值比率				
P/E（经调）	1.35	17.17	11.31	8.27
P/B	5.16	2.77	2.33	1.88
EV/EBITDA	2.91	15.88	9.15	5.60

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

顾熹闽 社会服务行业首席分析师。同济大学金融学硕士，8 年证券研究经验。曾先后任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022 年 7 月加入中国银河证券。曾获 2022 第十届 Choice 社会服务业最佳分析师，2020 年《财经》杂志行业盈利预测最准确分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅 10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%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 20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
公司评级	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn