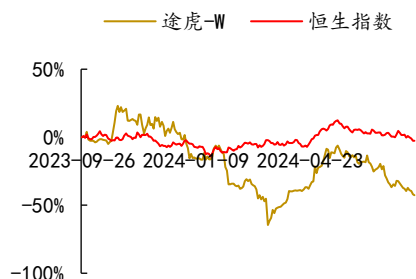


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(港元)	17.540
总股本/流通股本(亿股)	8.12 / 7.44
总市值/流通市值(亿港元)	142 / 130
52周内最高/最低价	37.70 / 9.01
资产负债率(%)	60.81
市盈率	21.0
第一大股东	意像架构投资(香港)有限公司

研究所

分析师: 鲍学博
SAC 登记编号: S1340523020002
Email: baouxuebo@cnpsec.com
研究助理: 殷先伟
SAC 登记编号: S1340123080022
Email: yinxianwei@cnpsec.com

途虎-W (9690. HK)

立足长远把控扩店节奏，拓宽品类提升运营效益

● 投资要点

一、无惧消费环境影响，24H1 盈利水平进一步提升

24H1 公司实现营收 71.26 亿、同比+9.3%，经调整净利润 3.58 亿、同比+67.3%，经调整净利率 5.0%、环比+1.2pct；受益于规模效应、产品/业务结构改善等，24H1 公司实现毛利率 25.9%、同比+1.7pct。分业务来看，24H1 轮胎和底盘零部件/汽车保养/广告、加盟及其他业务营收分别+11%/11%/4%，其中轮胎和底盘零部件/广告、加盟及其他业务毛利率实现提升，显示产品结构改善及规模效应下主要业务盈利水平长期向好趋势。受消费环境及扩张期利用率等因素影响，汽车保养业务毛利率同比有所下滑、但环比明显回升，显示保养业务及品类加码、产品结构调整策略赋予盈利水平较强韧性。产品结构方面，24H1 专供和自有自控产品占收比持续提升，我们认为主要得益于产品策略与消费环境及趋势相契合，有望赋予公司盈利水平中枢持续向上能力。

二、高瞻远瞩，以长远眼光看待汽后生意

24H1 工场店数量达 6311 家、较上年末净增加 402 家，考虑到公司为强化服务管控、提升消费者体验实行的工场店淘汰制，H1 实际新开工场店数显著高于前值。对于消费者聚焦的过度推销、不合规操作等问题，途虎以舍弃眼前利益、立足长远发展的策略强化对线下门店、技师的管控，意在通过高质量服务赢得客户口碑，截至 24 年 6 月末用户复购率达 61.1%，显示消费者对产品、服务及运营模式的认可。截至 24H1 末的前 12 个月交易用户数达 2140 万、同比+18.8%，从单店的交易用户量来看，24H1 较 23H2 实现环比明显提升，我们认为主要系业务及品类扩张、交叉转化及复购率提升所致。

三、拓宽服务品类，建立在高复购率基础上的工场店运营能力提升之道

从门店角度看，公司着力于提升其运营能力及盈利水平，通过要求其上线新项目/产品并提供标准化服务实现增收增利及增加用户粘性。轮胎产品方面，公司与双星、双钱等厂商合作，推出高性价比轮胎产品，24H1 两大品牌生产的自有自控轮胎销量逾 150 万条。汽车保养方面，公司通过与博世、沙特阿美、道达尔、瓦尔塔等合作拓宽自有自控产品品类，实现覆盖更多车型、为消费者提供高性价比产品。途虎的自有保养品牌覆盖油液、滤芯、雨刮器、养护类产品、火花塞、点火线圈等 30 个类目，截至 2024 年 6 月底累积售出商品 2100 万件。公司新增 800 多家配置洗车服务的途虎工场店，目前全国范围内超过 5300 家途虎工场店拥有洗美能力。通过线上客户体验端优化升级，

24H1 相关业务线上支付订单量实现同比+51%,且通过交叉销售及用户留存转化惠及其他养车服务品类。

● 投资策略

公司把控工场店扩张节奏、以消费者体验为核心管控工场店服务质量,用户复购率保持高水平背景下拓宽服务品类、叠加交叉转化率提升,有力驱动公司营收稳健增长;业务/产品结构持续改善及规模效应下费率持续优化有望带动公司盈利水平提升。我们预计 2024/25/26 年公司营收为 147.87/168.46/189.17 亿元,考虑到股权激励等因素影响,预计公司归母净利润为 5.43/9.97/14.49 亿元,对应当前市值 PE 分别为 24/13/9 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示:

工场店扩张进度不及预期;行业竞争影响盈利水平等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13601	14787	16846	18917
增长率(%)	18	9	14	12
归属母公司净利润(百万元)	6703	543	997	1449
增长率(%)	414	-92	83	45
EPS(元/股)	20.80	0.67	1.23	1.78
市盈率(P/E)	1.26	24.37	13.28	9.14

资料来源:公司公告,中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	13,601	14,787	16,846	18,917	营业收入	17.79%	8.72%	13.92%	12.29%
其他收入	5	0	0	0	归属母公司净利润	413.78%	-91.89%	83.46%	45.36%
营业成本	10,242	10,980	12,285	13,570	获利能力				
销售费用	1,715	1,863	2,072	2,282	毛利率	24.70%	25.75%	27.07%	28.27%
管理费用	420	471	515	558	销售净利率	49.28%	3.68%	5.92%	7.66%
研发费用	580	636	691	757	ROE	150.29%	10.84%	16.57%	19.39%
财务费用	-110	-122	-112	-121	ROIC	147.56%	8.20%	13.95%	16.38%
除税前溢利	6,725	539	988	1,436	偿债能力				
所得税	25	-5	-10	-14	资产负债率	62.10%	60.52%	59.28%	57.05%
净利润	6,701	544	998	1,451	净负债比率	-60.71%	-59.18%	-71.55%	-81.62%
少数股东损益	-2	1	1	1	流动比率	1.25	1.32	1.41	1.53
归属母公司净利润	6,703	543	997	1,449	速动比率	0.76	0.78	0.88	1.01
EBIT	6,616	417	876	1,315	营运能力				
EBITDA	6,977	731	1,177	1,604	总资产周转率	1.31	1.21	1.23	1.18
EPS (元)	20.80	0.67	1.23	1.78	应收账款周转率	69.41	67.11	70.79	70.31
资产负债表					应付账款周转率	2.92	2.90	3.14	3.12
流动资产	8,271	9,214	11,348	14,038	每股指标 (元)				
现金	2,715	3,094	4,634	6,731	每股收益	20.80	0.67	1.23	1.78
应收账款及票据	218	222	253	285	每股经营现金流	1.25	1.17	2.46	3.05
存货	1,800	1,826	2,043	2,256	每股净资产	5.45	6.17	7.41	9.21
其他	3,538	4,072	4,418	4,766	估值比率				
非流动资产	3,493	3,479	3,428	3,369	P/E	1.26	24.37	13.28	9.14
固定资产	899	899	899	882	P/B	4.80	2.64	2.20	1.77
无形资产	545	481	430	389	EV/EBITDA	2.68	14.06	7.59	4.45
其他	2,049	2,098	2,098	2,098	现金流量表				
资产总计	11,765	12,693	14,776	17,407	经营活动现金流	1,021	948	1,998	2,475
流动负债	6,602	6,954	8,030	9,202	净利润	6,703	543	997	1,449
短期借款	1	121	321	621	少数股东权益	-2	1	1	1
应付账款及票据	3,887	3,692	4,131	4,563	折旧摊销	362	314	301	289
其他	2,715	3,141	3,579	4,019	营运资金变动及其他	-6,041	90	699	736
非流动负债	704	728	728	728	投资活动现金流	-2,372	-695	-657	-665
长期债务	8	8	8	8	资本支出	-362	-250	-250	-230
其他	697	720	720	720	其他投资	-2,010	-445	-407	-435
负债合计	7,306	7,682	8,758	9,930	筹资活动现金流	1,350	117	190	279
普通股股本	0	0	0	0	借款增加	-186	120	200	300
储备	5,733	6,285	7,290	8,748	普通股增加	1,168	0	0	0
归属母公司股东权	4,460	5,012	6,018	7,475	已付股利	0	-3	-10	-21
少数股东权益	-2	-1	0	1	其他	367	0	0	0
股东权益合计	4,458	5,011	6,017	7,477	现金净增加额	29	379	1,540	2,097
负债和所有者权益总计	11,765	12,693	14,776	17,407					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048