



2H24 增速略有放缓，但经营仍具韧性

——公司信息更新

2025 年 01 月 23 日

核心观点

- **受消费降级影响，预计 2H24 内地汽后服务市场面临量价压力。**参考 F6 大数据研究院数据，2024 年内地汽车后市场累计产值及台次同比均下滑 1%，其中 Q4 产值、台次同比仍出现下滑，但降幅较 Q3 有所改善（Q3 同比-5%，Q4 同比-2%）。我们认为，2H24 内地汽车后市场的数据趋势变化，仍是泛消费行业经营境况的一个缩影，其中既包括居民消费决策频率延长，同时也受到进口大牌产品价格下降，从而推动行业整体定价下行。根据米其林财报数据，尽管 1-9 月中国轮胎销售同比增长 1%，但 Q3 录得同比 3% 的下滑，反映市场需求存在较大压力。
- **我们预计公司将不可避免的受到行业需求放缓的影响，但自身经营仍具韧性。**我们预计 2H24 公司收入增速放缓至 8.3%，核心 TO C 业务中，我们预计轮胎/保养受益刚需属性及门店增长，收入分别同比增长 10%/9%；其他业务因洗美促销活动催化，增速高于整体。毛利率层面，考虑进口配件大牌下半年降价趋势扩大，公司为应对市场竞争进行降价促销，我们预计 2H24 毛利率放缓至 24.2%，环比-1.7pct。此外，我们观察到公司于新渠道（抖音、小红书）增加流量投放，虽带动用户量增长，但同时也带来营销费用率提升，但在其他管理费用层面，预计公司仍保持较好的费用管控趋势。整体而言，我们预计 2024 年公经调净利率为 4.1%，同比+0.6pct。
- **考虑公司竞争壁垒，我们认为 25 年展望仍存修正空间。**受市场整体需求放缓影响，公司作为汽后服务市场龙头将进一步平衡收入、利润增长与用户体验之间的关系，同时公司自有品牌存在平替产品也将受益于理性消费趋势。此外，考虑到公司基于规模优势，与供应商之间存在价格年框重新谈判预期，因此在 1H25 价格调整完毕后，毛利率将存在改善空间。
- **投资建议：**我们下调公司 FY24-26 经调净利至 6.0 亿、8.7 亿、12.6 亿，对应 FY24-26 PE 各为 21X、15X、10X，展望 2025 年，我们预计公司基于门店扩张及产品性价比，收入增速将有望回归双位数增长，维持“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	14793	16259	17389
收入增长率%	18%	9%	10%	7%
经调净利润(百万元)	481	602	869	1,258
利润增速%	-	25.21%	44.22%	44.79%
经调 EPS(元)	0.59	0.74	1.07	1.55
PE(经调口径)	18.8	21.42	14.85	10.26

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

途虎-W (9690.HK)

推荐 维持评级

分析师

顾熹闻

☎：021-2025 2670

✉：guximin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070001

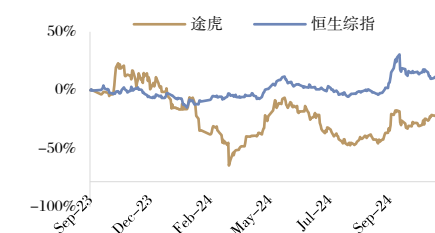
市场数据

2025-01-22

股票代码	9690
H 股收盘价(元, 港币)	15.4
恒生指数	19778.77
总股本(亿股)	8.19
实际流通股(亿股)	7.51
流通 H 股市值(亿元, 港币)	114

相对指数表现图

2025-01-22



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

相关研究

【银河社服】途虎-W (9690.HK) 深度报告：国内汽车后市场龙头，受益理性消费趋势

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	8,271	8,946	10,181	11,623
现金	2,715	2,816	4,210	4,779
应收账款	218	230	248	261
其它应收款	1,800	1,902	2,058	2,146
预付账款	3,538	3,998	3,663	4,437
存货	3,493	3,529	3,461	3,508
其他	899	823	770	733
非流动资产	545	545	545	545
长期投资	2,049	2,160	2,145	2,230
固定资产	11,765	12,474	13,641	15,131
无形资产	6,602	6,782	7,127	7,404
其他	1	1	1	1
资产总计	3,887	3,926	4,150	4,221
流动负债	2,715	2,855	2,975	3,182
短期借款	704	728	728	728
应付账款	8	8	8	8
其他	697	720	720	720
非流动负债	7,306	7,510	7,854	8,132
长期借款	0	0	0	0
其他	5,733	6,241	7,066	8,275
负债合计	4,460	4,968	5,794	7,002
少数股东权益	-2	-4	-7	-3
归属母公司股东权益	4,458	4,965	5,787	6,999
负债和股东权益	11,765	12,474	13,641	15,131

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,021	851	1,277	1,729
净利润	6,703	500	817	1,200
少数股东权益	-2	-2	-3	4
折旧摊销	362	304	281	265
营运资金变动及其他	-6,041	49	182	260
投资活动现金流	-2,372	-740	129	-1,149
资本支出	-362	-228	-228	-228
其他投资	-2,010	-512	357	-921
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	100	1,395	569

资料来源：Wind，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	14,793	16,259	17,389
其他收入	5	42	42	42
营业成本	10,242	10,871	11,952	12,663
销售费用	1,715	1,879	1,951	2,000
管理费用	420	385	374	348
研发费用	580	621	683	730
财务费用	-110	-110	-115	-120
除税前溢利	6,725	586	957	1,416
所得税	25	88	144	212
净利润	6,701	498	813	1,204
少数股东损益	-2	-2	-3	4
经调整归母净利润	481	602	869	1,258
EBIT	6,616	476	842	1,296
EBITDA	6,977	780	1,124	1,561
EPS (元)	20.80	0.61	1.00	1.47

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	18%	9%	10%	7%
归属母公司净利润	414%	-93%	63%	47%
毛利率	24.7%	26.5%	26.5%	27.2%
销售净利率	49.3%	3.4%	5.0%	6.9%
ROE	150.3%	10.1%	14.1%	17.1%
ROIC	147.6%	8.1%	12.4%	15.7%
资产负债率	62%	60%	58%	54%
净负债比率	-61%	-57%	-73%	-68%
流动比率	1.25	1.32	1.43	1.57
速动比率	0.76	0.82	0.93	1.09
总资产周转率	1.31	1.22	1.22	1.19
应收账款周转率	69.41	66.00	67.08	68.29
应付账款周转率	2.92	2.78	2.92	3.03
每股收益	20.80	0.61	0.99	1.45
每股经营现金流	1.25	1.04	1.46	2.09
每股净资产	5.45	6.07	7.07	8.53
P/E	1.35	25.22	15.48	10.62
P/B	5.16	2.54	2.18	1.80
EV/EBITDA	2.91	12.56	7.57	5.12

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
公司评级	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
	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