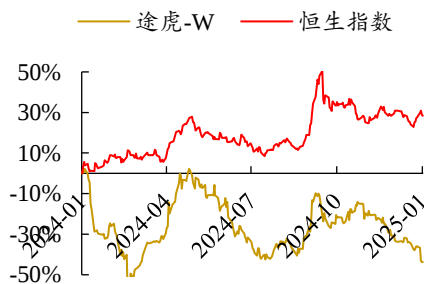


股票投资评级

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)	15.480
总股本/流通股本(亿股)	8.19/7.51
总市值/流通市值(亿港元)	127/116
52周内最高/最低价	37.70/9.01
资产负债率(%)	60.81
市盈率	19.6
第一大股东	意像架构投资(香港)有限公司

资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师: 殷先伟
SAC 登记编号: S1340524100003
Email: yinxianwei@cnpsec.com

近期研究报告

《【中邮汽车】五问乘用车油耗限值：燃油车要被淘汰了吗？》 - 2024.09.09

途虎-W (9690.HK)

以价换量盈利水平承压，行业格局持续优化

● 投资要点

一、后市场消费偏谨慎，加速供给端格局变化

据 F6 汽车科技，2024 年汽车后市场累计产值/台次同比均-1%；分季度来看，24Q1/Q2/Q3/Q4 产值同比分别+1%/-2%/-5%/-2%，Q4 降幅缩窄、其中 12 月产值较上年同期持平/环比+11%、进厂台次环比+5%。从行业格局看，在全年后市场累计台次下滑背景下，中大型连锁门店进厂台次同比增长 3%、单店/小型连锁同比分别下滑 1%/4%，显示中大型连锁店具备更强客流吸引能力，行业格局持续优化；考虑到大型连锁商加速市场下沉，预计将进一步提升市场份额。分城市来看，以轮胎为例，24Q4 一线及五线城市轮胎等多个品类销量同比实现正增长，其他级别城市多数品类销量表现不及上年同期，同时在消费理性化背景下，低线城市客单价波动水平相对较低。

二、工场店有序扩张，经营质量稳步提升

据公司 24 中报，截至 24H1 工场店总量达 6311 家、较 23 年末+402 家；考虑到 H2 加快新开店节奏，预计 H2 净新开店 500-600 家、至 24 年末工场店数量约 6900 家。从 24 年加盟政策看，公司将低线城市作为扩店重点，叠加消费趋于理性化趋势，具备性价比优势的自有自控产品占收比有望快速提升、进而有望驱动盈利水平提升。汽后维保作为低频但高价格敏感度类消费，通过线上与线下结合、流量变现较传统模式具备显著优势，叠加公司在 SKU、新能源车等方面的投入，有望进一步提升客户粘性、增加市场份额。据 F6 汽车科技，从全市场来看，独立售后凭借高性价比及便捷优势持续挤占 4S 店市场份额，以机油为例，24 年独立售后市场份额近 70%、较上年提升约 5pct。

● 投资策略

考虑到公司工场店持续扩张、SKU 进一步丰富，同时因降价策略影响单店收入，预计 24H2 收入同比增长约 8%；24H1 毛利率 25.9%、同比+1.7pct，考虑到公司降价促销在 H2 力度加大，预计 24H2 毛利率 24.4%、24 全年毛利率 25.1%；考虑到销售及营销开支增加、同时运营等开支下降，预计 24H2 经调整净利率环比小幅下滑。综上，我们预计 2024/25/26 年公司营收为 147.89/163.46/179.17 亿元，考虑到股权激励等因素影响，预计公司归母净利润为 4.49/7.09/10.46 亿元，对应当前市值 PE 分别为 26/17/11 倍。

● 风险提示：

工场店扩张进度不及预期；行业竞争、消费环境等影响盈利水平等。

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	13601	14789	16346	17917
增长率(%)	18	9	11	10
归属母公司净利润（百万元）	6703	449	709	1046
增长率(%)	414	-93	58	47
EPS(元/股)	20.80	0.55	0.87	1.28
市盈率（P/E）	1.26	26.24	16.61	11.26

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)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	13,601	14,789	16,346	17,917	营业收入	17.79%	8.73%	10.53%	9.61%
其他收入	5	0	0	0	归属母公司净利润	413.78%	-93.30%	57.97%	47.50%
营业成本	10,242	11,074	12,205	13,200	获利能力				
销售费用	1,715	1,864	1,983	2,162	毛利率	24.70%	25.12%	25.33%	26.33%
管理费用	420	471	500	520	销售净利率	49.28%	3.04%	4.34%	5.84%
研发费用	580	636	670	699	ROE	150.29%	9.13%	12.59%	15.64%
财务费用	-110	-122	-110	-113	ROIC	147.56%	6.48%	10.04%	12.75%
除税前溢利	6,725	445	703	1,037	偿债能力				
所得税	25	-4	-7	-10	资产负债率	62.10%	61.08%	60.48%	58.91%
净利润	6,701	450	710	1,048	净负债比率	-60.71%	-58.72%	-69.11%	-78.08%
少数股东损益	-2	0	1	1	流动比率	1.25	1.31	1.37	1.46
归属母公司净利润	6,703	449	709	1,046	速动比率	0.76	0.77	0.84	0.95
EBIT	6,616	324	593	924	营运能力				
EBITDA	6,977	637	894	1,213	总资产周转率	1.31	1.21	1.22	1.17
EPS (元)	20.80	0.55	0.87	1.28	应收账款周转率	69.41	67.12	69.79	69.51
资产负债表					应付账款周转率	2.92	2.91	3.12	3.09
流动资产	8,271	9,152	10,833	12,916	每股指标 (元)				
现金	2,715	3,015	4,223	5,853	每股收益	20.80	0.55	0.87	1.28
应收账款及票据	218	223	246	270	每股经营现金流	1.25	1.06	2.02	2.43
存货	1,800	1,841	2,029	2,195	每股净资产	5.45	6.01	6.88	8.17
其他	3,538	4,072	4,334	4,598	估值比率				
非流动资产	3,493	3,479	3,428	3,369	P/E	1.26	26.24	16.61	11.26
固定资产	899	899	899	882	P/B	4.80	2.40	2.09	1.76
无形资产	545	481	430	389	EV/EBITDA	2.68	13.96	8.83	5.41
其他	2,049	2,098	2,098	2,098	现金流量表				
资产总计	11,765	12,631	14,260	16,285	经营活动现金流	1,021	870	1,654	1,986
流动负债	6,602	6,986	7,897	8,866	净利润	6,703	449	709	1,046
短期借款	1	121	321	621	少数股东权益	-2	0	1	1
应付账款及票据	3,887	3,724	4,104	4,439	折旧摊销	362	314	301	289
其他	2,715	3,142	3,472	3,806	营运资金变动及其他	-6,041	106	643	650
非流动负债	704	728	728	728	投资活动现金流	-2,372	-695	-645	-643
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	-395	-413
负债合计	7,306	7,714	8,625	9,594	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	6,190	6,908	7,963	普通股增加	1,168	0	0	0
归属母公司股东权	4,460	4,918	5,636	6,691	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	4,916	5,635	6,691	现金净增加额	29	300	1,208	1,630
负债和所有者权益总计	11,765	12,631	14,260	16,285					

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