

# 2024 年报点评：业绩超预期，用户数显著增长

## 核心观点

2024 年公司实现营收 147.59 亿元，同比增长 8.51%，实现 Non-IFRS 净利润 6.24 亿元，同比增长 29.67%，对应利润率 4.23%，上一年同期为 3.54%，收入和利润端均高于彭博一致预期。中观景气疲弱拖累公司下半年收入和利润端表现，在行业低迷阶段，途虎抓住机会去获得更多的市场份额和用户增长，未来随着行业需求继续复苏，公司利润有望逐步释放。2025 年 2 月，公司宣布已完成 DeepSeek-R1、V3 等模型的部署，并将其接入核心业务流程，预计很快全面投入使用，进一步提升整体服务水平。

## 事件

2025 年 3 月 20 日，途虎公布 2024 年度业绩，2024 年公司实现营收 147.59 亿元，同比增长 8.51%，实现 Non-IFRS 净利润 6.24 亿元，同比增长 29.67%，对应利润率 4.23%，上一年同期为 3.54%，收入和利润端均高于彭博一致预期。

## 简评

**用户显著增长，份额持续提升。**2024 年公司实现营收 147.59 亿元，同比增长 8.51%，汽车产品和服务收入 138.02 亿元，同比增长 9.13%，其中轮胎底盘零部件、汽车保养、汽配龙收入分别为 61.32/54.21/14.08 亿元，同比增长 10%/10%/2%。广告、加盟及其他服务收入 9.57 亿元，同比增长 0.28%，其中加盟服务收入 7.86 亿元，同比增长 7%。截至 2024 年 12 月 31 日，途虎养车工场店共计 6874 家，较 2023 年末增加 965 家，门店扩张稳步推进，下沉市场贡献主要增量。在中观景气疲弱的大背景下，下半年公司收入增速环比略有放缓，市场出清加速，途虎抓住机会去获得更多的市场份额和用户增长。截至 12 月 31 日，途虎养车平台累计注册用户 1.39 亿人，同比增长 20%，用户规模稳步增长，其中月活用户达 1200 万人，同比增长 20%，交易用户（TTM）2410 万人，同比增长 25%。公司新能源总支付用户数（TTM）持续攀升，截至 12 月底达 270 万，同比增长 105%，新能源用户渗透率上升至 11%，处于行业领先身位。

## 途虎-W (9690. HK)

维持

买入

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BUI663

于伯韬

yubotao@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520110001

SFC 编号:BRR519

发布日期：2025 年 03 月 21 日

当前股价：18.16 港元

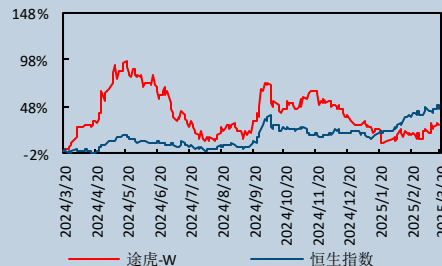
目标价格 6 个月：21.84 港元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1 个月           | 3 个月         | 12 个月       |
|----------------|--------------|-------------|
| 8.74/3.18      | -5.22/-27.84 | 39.48/-7.05 |
| 12 月最高/最低价（港元） |              | 27.65/14.04 |
| 总股本（万股）        |              | 81,938.29   |
| 流通 H 股（万股）     |              | 81,938.29   |
| 总市值（亿港元）       |              | 148.80      |
| 流通市值（亿港元）      |              | 148.80      |
| 近 3 月日均成交量（万）  |              | 209.96      |
| 主要股东           |              |             |
| 意像架构投资(香港)有限公司 |              | 18.75%      |

### 股价表现



### 相关研究报告

【中信建投海外研究】途虎-W(9690):2024 年报前瞻：用户显著增长，份额持续提升

【中信建投海外研究】途虎-W(9690): 四问四答，再看汽车后服务市场 IAM

**毛利率提升叠加期间费用率优化，净利率进一步抬升。**2024 年公司实现毛利率 25.38%，同比提升 0.68pct，隐含下半年毛利率为 24.90%，环比上半年有所回落，因为下半年更多采取了主动降价策略，但和上游供应商谈年框价格下半年相比上半年变化不大，更低的年框价格要到 25 年才能落地，预估 25 年毛利率同比 24 年将继续优化。期间费用方面，2024 年公司销售费用率/研发费用率/管理费用率分别为 12.98%/4.33%/2.40%，同比下降 -0.38pct/-0.07pct/0.68pct，期间费用率整体优化。受益于毛利率提升和期间费用率优化，公司盈利能力进一步提升，2024 年公司实现 Non-IFRS 净利润 6.24 亿元，同比增长 29.67%，对应利润率 4.23%，上一年同期为 3.54%，预估 25 年净利率仍将继续改善。

**DeepSeek-R1/V3 大模型融入核心业务系统，落地应用基础场景。**2025 年 2 月，公司宣布已完成 DeepSeek-R1、V3 等模型的部署，并将其接入核心业务流程，预计很快全面投入使用。2024 年，途虎的智能客服系统日均接待近 10 万次电话，AI 大模型推动优化客户服务和运营效率。今年，DeepSeek 大模型将与途虎现有 AI 系统深度融合，推动门店数字化管理、智能诊断支持、预测性维护、供应链协同以及智能客户管理等关键领域的技术升级，为公司近 7000 家工场店提供精准高效的决策支持，进一步提升整体服务水平。

**盈利预测与估值：**我们预计途虎 2025-2026 年营业收入分别为 167.98 亿元和 190.22 亿元，同比增长 13.82% 和 13.24%，经调整净利润分别为 7.51 亿元和 9.20 亿元，同比增长 20% 和 22%。维持“买入”评级，目标价 21.84 港币，对应 2025 年 22 倍 PE。

**风险提示：**员工行权减持风险；利润增长低预期：国内宏观经济及消费增长疲弱，汽车终端销量低预期；行业竞争加剧，来自京东、天猫等互联网平台的竞争；门店扩张速度低预期；门店扩张导致存量门店单店收入被摊薄；单店收入爬坡速度低预期；合作门店截留部分客源；新能源车占比提升对收入增长造成阶段性影响；股东回报低于预期；美联储降息进程低预期，拖累港股市场整体表现；人民币超预期贬值；中美关系发展的不确定性；其他影响港股市场表现的不利因素。

表 1:途虎盈利预测（单位：人民币百万元）

| 资产负债表   | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 利润表                           | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   |
|---------|--------|--------|--------|--------|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| 总流动资产   | 8,271  | 8,365  | 9,370  | 11,395 | 营业收入                          | 13,601  | 14,759  | 16,798  | 19,022  |
| 总非流动资产  | 3,493  | 4,432  | 4,407  | 4,875  | 营业成本                          | -10,242 | -11,013 | -12,498 | -13,983 |
| 总资产     | 11,765 | 12,797 | 13,777 | 16,270 | 毛利润                           | 3,359   | 3,746   | 4,300   | 5,039   |
| 总流动负债   | 6,602  | 7,199  | 7,392  | 8,126  | 其他收入及收益<br>净额                 | 118     | 62      | 71      | 80      |
| 总非流动负债  | 704    | 739    | 718    | 728    | 营运及承保开支                       | -600    | -577    | -625    | -699    |
| 总负债     | 7,306  | 7,938  | 8,110  | 8,854  | 研发费用                          | -580    | -640    | -672    | -761    |
| 普通股股本   | 0      | 0      | 0      | 0      | 销售费用                          | -1,715  | -1,916  | -2,100  | -2,378  |
| 储备      | 4,460  | 4,862  | 5,667  | 7,416  | 管理费用                          | -420    | -355    | -370    | -418    |
| 库存股     | 0      | 0      | 0      | 0      | 指定按公允价值计入<br>损益之金融资产公<br>平值变动 | -1      | 11      | 0       | 0       |
| 其他综合性收益 | 0      | 0      | 0      | 0      | EBIT                          | 162     | 331     | 604     | 862     |
| 普通股权益总额 | 4,460  | 4,862  | 5,667  | 7,416  | 财务收入                          | 129     | 183     | 117     | 108     |

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

|                 |        |        |        |        |                         |       |       |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|-------------------------|-------|-------|--------|--------|
| 归属母公司股东权益       | 4,460  | 4,862  | 5,667  | 7,416  | 财务支出                    | -19   | -16   | -15    | -15    |
| 少数股东权益          | -2     | -3     | 0      | 0      | 可转换可赎回优先股的公允价值变动收益/(亏损) | 6,465 | 0     | 0      | 0      |
| 股东权益合计          | 4,458  | 4,859  | 5,667  | 7,416  | 可转换可赎回优先股回购的影响          | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 总权益及负债          | 11,765 | 12,797 | 13,777 | 16,270 | 应占合营公司权益损失              | 0     | 0     | 0      | 0      |
|                 |        |        |        |        | 应占联营公司损益                | 0     | 0     | 0      | 0      |
|                 |        |        |        |        | 应占联营公司及共同控制实体损益         | -11   | -12   | 0      | 0      |
|                 |        |        |        |        | 除税前溢利                   | 6,725 | 487   | 706    | 955    |
|                 |        |        |        |        | 所得税                     | -25   | -5    | -106   | -191   |
| 现金流量表           |        |        |        |        | 净利润(含少数股东权益)            | 6,701 | 482   | 600    | 764    |
| 经营活动所得现金净额      | 1,021  | 1,319  | 1,274  | 1,864  | 少数股东损益                  | -2    | -2    | -2     | -3     |
| 投资活动所得现金净额      | -2,372 | -2,428 | 180    | -143   | 净利润(不含少数股东权益)           | 6,703 | 484   | 602    | 767    |
| 融资活动所得现金净额      | 1,350  | -241   | -81    | -405   | Non-IFRS 净利润            | 481   | 624   | 751    | 920    |
| 现金及现金等价物增加/减少净额 | -1     | -1,349 | 1,373  | 1,316  | 关键比率                    |       |       |        |        |
| 年初的现金及现金等价物     | 2,686  | 2,715  | 1,375  | 2,748  | 营业收入 yoy                | 18%   | 8.51% | 13.82% | 13.24% |
| 汇率变动            | 30     | 9      | 0      | 0      | Non-IFRS 净利润 yoy        | 187%  | 30%   | 20%    | 22%    |
| 年末的现金及现金等价物     | 2,715  | 1,375  | 2,748  | 4,065  | 净利率                     | 3.5%  | 4.2%  | 4.5%   | 4.8%   |

资料来源: Bloomberg, 中信建投证券

## 分析师介绍

### 崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，8 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技公司研究，擅长游戏行业研究。2022-2023 年新财富港股及海外最佳研究团队入围，2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

### 于伯韬

FRM，香港大学金融学硕士，7 年互联网及港股策略卖方从业经历，2024/2021/2020 年新财富港股及海外方向第五名，2022 年新浪金麒麟港股及海外市场最佳分析师第三名，2020 年新浪金麒麟港股及海外市场新锐分析师第一名。

## 评级说明

| 投资评级标准                                                                                                                                         |      | 评级   | 说明            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对涨幅 15%以上    |
|                                                                                                                                                |      | 增持   | 相对涨幅 5%—15%   |
|                                                                                                                                                |      | 中性   | 相对涨幅-5%—5%之间  |
|                                                                                                                                                |      | 减持   | 相对跌幅 5%—15%   |
|                                                                                                                                                |      | 卖出   | 相对跌幅 15%以上    |
|                                                                                                                                                | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上    |
|                                                                                                                                                |      | 中性   | 相对涨幅-10-10%之间 |
|                                                                                                                                                |      | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上    |

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
 电话:(8610) 56135088  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk