

经营仍具韧性，静待需求复苏

——公司 24 年年报点评

2025 年 03 月 21 日

- **事件：**公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营收 148 亿元/同比+8.5%，归母净利 4.8 亿元，剔除可转可赎回优先股的公允价值变动影响，经调整净利润 6.2 亿元/同比+30%。
- **受消费疲弱影响，公司 2H24 增长略有放缓但仍具韧性。**2H24 公司收入增速 7.8%，较 1H24 增长有所放缓，预计受线下消费疲软影响，但 Q4 以来经营趋势整体有所改善。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、台次同比仍下滑，但降幅已较 Q3 有所改善（Q3 同比-5%，Q4 同比-2%），我们预计公司经营趋势与之相近。开店方面，受益于门店扩张进一步下沉，2024 年途虎工场数量增长至 6874 家/同比+16%，符合年初制定的净开店目标，其中 1H/2H 净开店 402 家/563 家，下沉市场门店占比 58.2%/同比+0.3pct。公司整体 ARPU 同比-13%，一方面因居民消费决策频率延长及产品定价策略下调，另一方面则受公司门店下沉，以及较多新店仍处爬坡期的影响。进一步从同店层面看，根据公司年报披露，2024 年交易用户数同比+25%，其中同店履约用户同比+5%，平均每个门店交易用户数同比+7%，整体表现好于行业水平。
- **轮胎、底盘及保养增长承压，毛利率改善放缓。**核心业务板块中，24 年轮胎、底盘零部件收入同比+10.4%，汽车保养收入同比+9.9%，较 1H24 均略有放缓。其他产品及服务受益汽车美容、快修业务增长同比+7.8%；汽配龙同比+1.9%。毛利率层面，受进口配件大牌降价趋势扩大，公司主动调整产品价格策略，2H24 毛利率放缓至 24.9%，环比-1.0pct。其中，主要因轮胎及底盘零部件毛利率同比-1.1pct 至 16.3%。
- **费用管控稳健，营销投放及 AI 投入预计可维持较好的 ROI 水平。**为协助加盟商应对消费环境疲软，2024 年公司加大对加盟商的扶持力度，销售费用率提升+0.4pct 至 13%，其中主要是线上、线下推广费用支出 10.4 亿元/同比+2.5 亿元。其他费用层面公司仍保持较好的管控趋势，营运及承保开支同比-4%；管理费用同比-15.5%。此外，公司开始推动 AI 技术的应用，推动研发支出同比+10.4%。整体而言，我们认为公司的费用投放结构将有助于推动长期可持续增长，尤其是与加盟商的共赢（开业 6 月以上的门店 90%实现盈利），以及在 AI 技术上的投入将带来可观的 ROI。
- **投资建议：**预计公司 FY25-27 经调净利 7.9 亿、10.8 亿、13.9 亿，对应 FY25-27PE 各为 17X、13X、10X，展望 2025 年，基于 1-2 月社零环比改善，我们认为消费信心的整体回升，以及公司基于门店下沉扩张及产品性价比的策略，有望推动收入增速回归双位数增长，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。

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

2025-03-20

股票代码	9690
H 股收盘价(元, 港币)	18.1
恒生指数	24219.95
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)	149

相对指数表现图

2025-03-20



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

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14759	16377	17827	19169
收入增长率%	9%	11%	9%	8%
经调净利润 (百万元)	625	793	1,080	1,393
利润增速%	30%	27%	36%	29%
经调 EPS(元)	0.77	0.98	1.33	1.72
PE (经调口径)	20.64	17.27	12.68	9.83

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8,365	9,568	11,037	12,820
现金	1,375	1,240	1,715	2,919
应收账款	226	255	272	288
其它应收款	2,119	2,115	2,246	2,357
预付账款	4,645	5,958	6,804	7,256
存货	4,432	4,314	4,264	4,226
其他	1,046	858	725	633
非流动资产	473	473	473	473
长期投资	2,913	2,983	3,066	3,120
固定资产	12,797	13,882	15,301	17,046
无形资产	7,199	7,533	7,798	8,153
其他	8	8	8	8
资产总计	4,458	4,364	4,528	4,638
流动负债	2,734	3,161	3,262	3,508
短期借款	739	739	739	739
应付账款	0	0	0	0
其他	739	739	739	739
非流动负债	7,938	8,272	8,537	8,892
长期借款	0	0	0	0
其他	4,862	5,616	6,775	8,160
负债合计	4,862	5,617	6,775	8,161
少数股东权益	-3	-6	-10	-6
归属母公司股东权益	4,859	5,611	6,764	8,154
负债和股东权益	12,797	13,882	15,301	17,046

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,319	773	1,573	1,924
净利润	484	745	1,149	1,376
少数股东权益	-2	-3	-5	4
折旧摊销	0	336	279	240
营运资金变动及其他	837	-304	149	303
投资活动现金流	-2,428	-901	-1,091	-712
资本支出	0	-147	-147	-147
其他投资	-2,428	-754	-944	-565
筹资活动现金流	-241	-16	-16	-16
借款增加	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	-16	-16	-16
其他	-241	0	0	0
现金净增加额	-1,340	-135	475	1,205

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	14,759	16,377	17,827	19,169
其他收入	0	62	62	62
营业成本	11,013	12,086	13,042	13,913
销售费用	1,916	2,064	2,139	2,262
管理费用	355	377	357	383
研发费用	640	704	767	824
财务费用	-168	-167	-168	-173
除税前溢利	487	873	1,346	1,624
所得税	5	131	202	244
净利润	482	742	1,144	1,380
少数股东损益	-2	-3	-5	4
经调整归母净利润	625	793	1,080	1,393
EBIT	319	706	1,178	1,451
EBITDA	319	1,042	1,457	1,691
经调 EPS (元)	0.77	0.98	1.33	1.72

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8.51%	10.97%	8.85%	7.53%
经调归母净利润	29.94%	26.94%	36.16%	28.99%
毛利率	25.38%	26.20%	26.84%	27.42%
销售净利率	3.28%	4.55%	6.44%	7.18%
ROE	9.95%	13.26%	16.95%	16.86%
ROIC	6.49%	10.68%	14.78%	15.11%
资产负债率	62.03%	59.58%	55.79%	52.16%
净负债比率	-28.15%	-21.98%	-25.27%	-35.73%
流动比率	1.16	1.27	1.42	1.57
速动比率	0.71	0.77	0.92	1.10
总资产周转率	1.20	1.23	1.22	1.19
应收账款周转率	66.44	68.11	67.64	68.47
应付账款周转率	2.64	2.74	2.93	3.04
经调每股收益	0.77	0.98	1.33	1.72
每股经营现金流	1.61	0.94	1.92	2.35
每股净资产	5.94	6.85	8.27	9.96
经调整 P/E	20.64	17.27	12.68	9.83
P/B	3.03	2.65	2.20	1.82
EV/EBITDA	41.85	13.10	9.04	7.08

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