

途虎-W (09690.HK) 24H2 财报点评

强烈推荐 (维持)

业绩符合预期,看好 25 年收入增速改善及长期盈利空间

途虎养车发布 2024 下半年财报,实现营收 76.3 亿元,同比+7.8%;经调整净利润 2.66 亿元,同比-0.5%。展望 2025 年门店稳步扩张及专注用户增长战略下全年收入有望实现双位数稳健增长,利润端基于与上游供应商议价能力的增强、以及高毛利自有自控产品占比的提升,长期利润保持较高提升空间,看好公司稳固市场竞争力及长期盈利增长潜力,维持“强烈推荐”投资评级。

□收入增长符合预期,2025 年有望实现双位数增长。2024H2 公司实现营收 76.3 亿元,同比+7.8%,符合预期;其中汽车产品及服务收入 71.6 亿元,同比+8.7%,主要源于轮胎和底盘零部件及汽车维修收入、以及汽车清洗与美容服务收入的稳健增长;广告、加盟及其他服务收入为 4.7 亿元,同比-3.5%,主要由于业务战略调整下新能源车及二手车销售、以及 SaaS 业务收入下降所致。全年来看公司实现收入 148 亿元,同比+8.5%,符合市场预期。展望 2025 年,参考 Q1 至今消费向好趋势及公司增速表现,叠加 24 年门店整治导致加单业务量的下降的基数影响消除,预计全年有望实现收入双位数增长。

□门店稳步扩张,线上加强新渠道投入实现用户较快增长。截至 2024 年底途虎工厂店数达 6874 家,同比+16.3%,同比净增 965 家,继续稳固全国最大汽车服务平台的地位,目前公司已实现对乘用车保有量在 2 万以上的区域的全域覆盖,未来公司将继续发展门店下沉战略,针对中西部下沉乡镇提供加盟费及管理费折扣的优惠政策扶持,有望持续推进全国性门店扩张。此外线上平台用户也保持增长趋势,公司通过在抖音等内容平台新渠道的投入有效获得更多用户关注,截至 24 年底交易用户数 2410 万人,同比+24.8%;注册用户数 1.39 亿人,同比+20.4%,全年途虎工厂店同店用户量实现同比正增长。

□专注增长战略下毛利率及净利率提升周期有所延长,长期利润保持较高提升空间。2024H2 实现毛利率 24.9%,同比-0.3pct,主要源于消费者品牌偏好变化导致的汽车产品及服务毛利率下降;经调整净利润 2.66 亿元,同比-0.5%。展望 2025 年预计毛利率及净利率同比提升幅度保持稳定,对于未来毛利率 30%、净利率 10%目标的达成周期预计将有所延长,但长期看基于与上游供应商议价能力的增强、以及高毛利自有自控产品占比的提升,利润仍具备较高提升空间。

□投资建议:看好长期公司自有自控产品占比提升和经营提效驱动下的利润增长潜力,预计 2025-2027 年 Non-gaap 归母净利润为 7.6/9.0/10.5 亿元,给予 2025 年 Non-gaap 归母净利润 20 倍 PE,对应目标价 20.4 港元/股,维持“强烈推荐”评级。

□风险提示:宏观经济风险;行业竞争加剧;拓店速度不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万元)	13601	14759	16364	17737	19106
同比增长	17.8%	8.5%	10.9%	8.4%	7.7%
Non-GAAP 归母净利润	481	624	761	899	1051
同比增长	-	29.7%	21.9%	18.2%	16.9%
每股收益(Non-GAAP, 元)	0.59	0.76	0.93	1.10	1.28
P/E (Non-GAAP)	27.8	21.5	17.6	14.9	12.8

资料来源:公司数据、招商证券

消费品/商业

目标估值: 20.4 港元

当前股价: 17.82 港元

基础数据

总股本(万股)	81938
香港股(万股)	75146
总市值(亿港元)	147
香港股市值(亿港元)	135
每股净资产(港元)	6.41
主要股东	意象架构投资(香港)有限公司
主要股东持股比例	18.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8.5	-2.5	27.8
相对表现	5.4	-34.0	-15.4

资料来源:公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《途虎(9690.HK)首次覆盖报告: IAM 市场领军者,规模+供应链+管理构筑壁垒》2024-05-08

丁浙川 S1090519070002

dingzhechuan@cmschina.com.cn

李秀敏 S1090520070003

lixiumin1@cmschina.com.cn

胡馨媛 研究助理

huxinyuan@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	8271	8365	9662	10845	12157
现金及现金等价物	2715	1375	2275	3129	4100
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	1587	3075	3075	3075	3075
应收账款及票据	218	226	251	272	293
其它应收款	496	461	511	554	597
存货	1800	2119	2320	2483	2657
其他流动资产	1455	1109	1230	1333	1436
非流动资产	3493	4432	4168	4000	3894
长期投资	1975	2798	2798	2798	2798
固定资产	899	1046	782	614	508
无形资产	545	473	473	473	473
其他	74	115	115	115	115
资产总计	11765	12797	13830	14845	16051
流动负债	6602	7199	7838	8359	8917
应付账款	3887	4458	4882	5223	5589
应交税金	425	392	392	392	392
短期借款	1	8	0	0	0
其他	2290	2341	2565	2744	2936
长期负债	704	739	739	739	739
长期借款	8	0	0	0	0
其他	697	739	739	739	739
负债合计	7306	7938	8577	9098	9656
股本	0	0	0	0	0
储备	4460	4862	5255	5751	6398
少数股东权益	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)
归属于母公司所有者权益	4460	4862	5255	5751	6398
负债及权益合计	11765	12797	13830	14845	16051

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1021	1319	1091	1037	1154
净利润	6703	484	411	512	664
折旧与摊销	362	0	411	314	253
营运资本变动	269	0	250	191	218
其他非现金调整	(6313)	835	20	20	20
投资活动现金流	(2372)	(2428)	(147)	(147)	(147)
资本性支出	(362)	0	(147)	(147)	(147)
出售固定资产收到现金	0	0	0	0	0
投资增减	3665	0	0	0	0
其它	159	(2428)	0	0	0
筹资活动现金流	1350	(241)	(44)	(36)	(36)
债务增减	(186)	0	(8)	0	0
股本增减	1169	0	0	0	0
股利支付	0	0	16	16	16
其它筹资	367	(241)	(20)	(20)	(20)
其它调整	30	9	(33)	(33)	(33)
现金净增加额	29	(1340)	868	821	938

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	13601	14759	16364	17737	19106
主营收入	13601	14759	16364	17737	19106
营业成本	10242	11013	12060	12903	13807
毛利	3359	3746	4304	4835	5299
营业支出	3315	3487	3911	4133	4395
营业利润	49	258	393	702	905
利息支出	19	16	20	20	20
利息收入	129	183	0	0	0
权益性投资损益	(11)	(12)	0	0	0
其他非经营性损益	3	62	0	0	0
非经常项目损益	6575	11	0	0	0
除税前利润	6725	487	373	682	885
所得税	25	5	(37)	171	221
少数股东损益	(2)	(2)	0	0	0
归属普通股股东净利润	6703	484	411	512	664
EPS (Nongaap, 元)	0.59	0.76	0.93	1.10	1.28

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	18%	8%	11%	8%	8%
营业利润	-105%	425%	52%	79%	29%
净利润	-414%	-93%	-15%	25%	30%
获利能力					
毛利率	24.7%	25.4%	26.3%	27.3%	27.7%
净利率	49.3%	3.3%	2.5%	2.9%	3.5%
ROE	150.3%	10.0%	7.8%	8.9%	10.4%
ROIC	3.8%	10.0%	8.2%	9.2%	10.6%
偿债能力					
资产负债率	62.1%	62.0%	62.0%	61.3%	60.2%
净负债比率	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.3	1.2	1.2	1.3	1.4
速动比率	1.0	0.9	0.9	1.0	1.1
营运能力					
资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
存货周转率	6.1	5.6	5.4	5.4	5.4
应收帐款周转率	20.6	21.1	22.6	22.3	22.3
应付帐款周转率	2.9	2.6	2.6	2.6	2.6
每股资料 (元)					
每股收益 (Nongaap)	0.59	0.76	0.93	1.10	1.28
每股经营现金	1.24	1.61	1.33	1.27	1.41
每股净资产	5.43	5.94	6.42	7.02	7.81
估值比率					
PE	27.8	21.5	17.6	14.9	12.8

资料来源：公司数据、招商证券；注：由于 2024 年公司财务报表及 wind 标准化报表-现金流量表目前为简版，2024 年折旧与摊销等项目暂填为 0，配平项反映在“其它”项目

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。