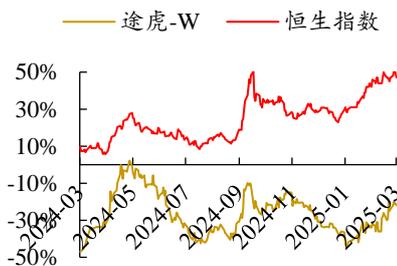


股票投资评级

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)	17.940
总股本/流通股本(亿股)	8.19 / 7.51
总市值/流通市值(亿港元)	147 / 135
52周内最高/最低价	37.70 / 9.01
资产负债率(%)	62.03
市盈率	28.1
第一大股东	意像架构投资(香港)有限公司

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

《途虎(9690.HK): 以价换量盈利水平承压, 行业格局持续优化》 - 2025.01.27

途虎-W (9690.HK)

扩张份额+提升经营质量, 途虎实现逆势增长

● 投资要点

一、盈利水平进一步提升, 现金储备充足

2024年途虎实现营收147.59亿元、同比+8.5%, 其中轮胎和底盘零部件收入61亿元、同比+10.4%, 汽车保养业务收入54亿元、同比+9.9%。据F6汽车科技, 24年后市场累计产值及台次同比均-1%, 行业整体承压背景下途虎实现逆势增长显示其发展韧性。24年公司毛利率25.4%、同比+0.7pct, 主要系专供及自有自控产品占收比提升、自供应商获得更优惠采购条款及业务结构改善等原因所致; 实现毛利37亿元、同比+11.5%, 经调整净利润6亿元、同比+29.7%。公司运营现金流13亿元、同比+29.2%, 现金余额超75亿元, 为进一步扩张及战略投资提供支撑。

二、消费者认可度持续提升, 交易用户数创新高

24年途虎注册用户近1.4亿、同比+20.4%, 交易用户2410万、同比+24.8%, 24年APP平均月活用户达1200万、同比+17.2%; 全平台订单满意度超95%, 用户复购率达62.3%。渠道上, 公司加大在短视频、知识付费等平台投入力度, 其中在抖音平台24年轮胎保养新用户数同比增逾100%; 服务上, 公司通过高网络覆盖和标准化工序打造服务壁垒, 推出虎标快洗、虎式标洗等特色服务, 24年单日线上轻美容订单峰值近12万单、为23年单日峰值的1.9倍。基于消费者对途虎品牌及服务的认可, 在24年消费环境严峻背景下途虎实现同店用户量正向增长。

三、工场店有序扩张, 市场马太效应显著

截至24年末途虎工场店达6874家、较上年净增965家, 基本完成年初目标; 其中加盟工场店6716家、较上年+959家, 截至24年底拥有至少两家店的加盟商占比近50%。据F6汽车科技, 24年中大型连锁门店进厂台次同比+3%、单店/小型连锁同比-1%/-4%, 汽后市场集中度持续提升、马太效应显著。公司持续推进门店下沉战略, 在全国乘用车保有量2万以上的县域已实现66%的覆盖率, 同时持续推出高性价比自有自控品牌, 兼具打开低线市场与提升盈利水平作用。

● 投资策略

考虑到公司工场店持续扩张、同店用户数增长显示公司品牌效应凸显及经营韧性足, 伴随消费环境趋暖, 预计25年收入同比增长11%; 考虑到公司自有自控品牌获消费者认可、占收比有望持续提升, 以及积极获客目标下的价格策略, 预计25年毛利率与上年基本持平; 考虑到24年扶持加盟商、线上线下渠道推广以及接入AI技术等投入致

费用结构变化，预计 25 年经调整净利率较上年有所提升。综上，我们预计 2025/26/27 年公司营收为 163.86/179.87/196.23 亿元，归母净利润为 6.74/8.74/10.65 亿元，对应当前市值 PE 分别为 20/16/13 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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	14759	16386	17987	19623
增长率(%)	9	11	10	9
归属母公司净利润（百万元）	484	674	874	1065
增长率(%)	-93	39	30	22
EPS(元/股)	0.60	0.82	1.07	1.30
市盈率(P/E)	27.90	20.29	15.65	12.84

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)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	14,759	16,386	17,987	19,623	营业收入	8.51%	11.03%	9.77%	9.10%
其他收入	0	0	0	0	归属母公司净利润	-92.78%	39.25%	29.67%	21.88%
营业成本	11,013	12,229	13,345	14,470	获利能力				
销售费用	1,916	2,040	2,203	2,374	毛利率	25.38%	25.37%	25.81%	26.26%
管理费用	355	360	468	569	销售净利率	3.28%	4.11%	4.86%	5.43%
研发费用	640	705	737	775	ROE	9.95%	12.15%	13.59%	14.19%
财务费用	-168	-94	-81	-87	ROIC	6.49%	10.21%	11.74%	12.03%
除税前溢利	487	668	866	1,055	偿债能力				
所得税	5	-7	-9	-11	资产负债率	62.03%	60.41%	59.33%	58.09%
净利润	482	674	874	1,066	净负债比率	-28.15%	-25.49%	-40.40%	-53.04%
少数股东损益	-2	1	1	1	流动比率	1.16	1.25	1.33	1.42
归属母公司净利润	484	674	874	1,065	速动比率	0.71	0.71	0.80	0.90
EBIT	319	573	785	968	营运能力				
EBITDA	319	902	1,098	1,267	总资产周转率	1.20	1.22	1.21	1.16
EPS (元)	0.60	0.82	1.07	1.30	应收账款周转率	66.44	69.34	69.56	69.36
资产负债表					应付账款周转率				
流动资产	8,365	9,649	11,512	13,681	2.64	2.85	3.10	3.09	
现金	1,375	1,540	2,924	4,607	每股指标 (元)				
应收账款及票据	226	247	271	295	每股收益	0.60	0.82	1.07	1.30
存货	2,119	2,033	2,219	2,406	每股经营现金流	1.61	0.94	2.30	2.55
其他	4,645	5,829	6,098	6,373	每股净资产	5.94	6.77	7.85	9.16
非流动资产	4,432	4,353	4,290	4,222	估值比率				
固定资产	1,046	1,017	994	957	P/E	27.90	20.29	15.65	12.84
无形资产	473	423	384	352	P/B	2.82	2.47	2.13	1.82
其他	2,913	2,913	2,913	2,913	EV/EBITDA	38.62	13.59	10.08	7.65
资产总计	12,797	14,002	15,802	17,903	现金流量表				
流动负债	7,199	7,720	8,636	9,662	经营活动现金流	1,319	767	1,883	2,091
短期借款	8	128	328	628	净利润	484	674	874	1,065
应付账款及票据	4,458	4,112	4,487	4,866	少数股东权益	-2	1	1	1
其他	2,734	3,481	3,821	4,168	折旧摊销	0	329	313	298
非流动负债	739	739	739	739	营运资金变动及其他	837	-236	695	727
长期债务	0	0	0	0	投资活动现金流	-2,428	-729	-698	-696
其他	739	739	739	739	资本支出	0	-250	-250	-230
负债合计	7,938	8,459	9,375	10,401	其他投资	-2,428	-479	-448	-466
普通股股本	0	0	0	0	筹资活动现金流	-241	117	190	279
储备	4,862	5,545	6,428	7,502	借款增加	0	120	200	300
归属母公司股东权	4,862	5,545	6,428	7,503	普通股增加	0	0	0	0
少数股东权益	-3	-2	-1	0	已付股利	0	-3	-10	-21
股东权益合计	4,859	5,543	6,427	7,502	其他	-241	0	0	0
负债和所有者权益总计	12,797	14,002	15,802	17,903	现金净增加额	-1,340	165	1,384	1,683

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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

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