



同店稳健+开店持续，增长回归双位数

——公司信息更新

2025 年 08 月 21 日

核心观点

- **事件：**公司发布 1H25 财报，期内实现营收 79 亿元/同比+10.5%，经调净利 4.1 亿元/同比+15%。
- **同店增长稳健，门店进一步下沉扩张对冲消费环境影响。**在汽车后市场景气仍较为疲弱的背景下，1H25 公司核心业务线回归双位数增长，增速环比 2H24 实现边际改善。个人终端业务中，轮胎、底盘零部件/汽车保养/其他板块/收入同比+11%/+11%/+16%/+8%；广告、加盟及其他收入同比+7%。我们认为，1H25 公司营收端改善主要受益于：1) 同店保持稳健增长，1H25 同店履约用户数+7%，背后由公司标准化的服务、数字化运营能力、国补政策共同驱动；2) 门店网络进一步向下沉市场扩张。1H25 公司门店数量 7205 家/同比+14%，广西、黑龙江、西藏等省份门店同比增长超 20%，同时 90%以上开业 6 个月以上的加盟商仍保持盈利。
- **毛利率仍有一定压力，2H25 或可企稳。**1H25 毛利率 25.2%/同比-0.7pct，其中轮胎、底盘零部件/汽车保养毛利率同比-1.7pct/-1.6pct，是拖累公司整体毛利率的主要因素，原因仍受消费者在轮胎、保养方面的消费降级影响。其他产品及汽配龙毛利率同比+2.7pct/+3.8pct，主要受益于深美容收入占比&毛利率提升，以及批发收入在汽配龙收入占比中下降带来的结构性改善。后续考虑公司在采购上的规模效应，以及进一步推动自有自控产品收入占比提升，叠加 2H24 毛利率存在低基数效应，2H25 公司毛利率表现有望企稳。
- **营销投放费用优化。**为协助加盟商应对消费环境疲软，公司加大对优质加盟商的扶持力度并增加流量投放，推动销售费用率提升+0.3pct 至 13%。其他期间费用公司仍保持较好的管控趋势，营运及承保开支、管理费用占收入比重同比均-0.1pct。整体而言，我们认为当前公司增加费用投放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 7.4 亿、8.4 亿、10.2 亿，对应 FY25-27PE 各为 19X、17X、14X，考虑公司下沉市场开店仍在持续，未来伴随宏观环境改善整体成长性有望回归，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。

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	738	843	1,021
利润增速%	30%	18.1%	14.3%	21.0%
经调 EPS(元)	0.77	0.90	1.02	1.24
PE(经调口径)	20.64	19.38	16.96	14.01

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

途虎-W (9690.HK)

推荐 维持评级

分析师

顾熹闽

☎：021-2025 2670

✉：guximin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070001

市场数据

2025-08-21

股票代码	9690
H 股收盘价(元, 港币)	19.06
恒生指数	25104.61
总股本(亿股)	8.24
实际流通股(亿股)	7.56
流通 H 股市值(亿元, 港币)	157

相对指数表现图

2025-08-21



资料来源：WinD，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

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	9,350	10,496	11,801
现金	1,375	1,022	2,198	2,988
应收账款及票据	226	255	272	288
存货	2,119	2,117	2,248	2,360
其他	4,645	5,956	5,777	6,165
非流动资产	4,432	4,311	4,136	4,100
固定资产	1,046	858	725	633
无形资产	473	473	473	473
其他	2,913	2,980	2,937	2,994
资产总计	12,797	13,661	14,631	15,900
流动负债	7,199	7,537	7,803	8,158
短期借款	8	8	8	8
应付账款及票据	4,458	4,368	4,533	4,642
其他	2,734	3,161	3,262	3,508
非流动负债	739	665	665	665
长期债务	0	0	0	0
其他	739	665	665	665
负债合计	7,938	8,201	8,467	8,822
普通股股本	0	0	0	0
储备	6,155	6,757	7,465	8,376
归属母公司股东权益	4,862	5,465	6,172	7,083
少数股东权益	-3	-5	-8	-5
股东权益合计	4,859	5,459	6,164	7,078
负债和股东权益	12,797	13,661	14,631	15,900

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,319	628	1,122	1,447
净利润	484	607	712	915
少数股东权益	-2	-2	-3	3
折旧摊销	316	336	279	240
营运资金变动及其他	521	-313	134	289
投资活动现金流	-2,428	-960	75	-637
资本支出	-322	-147	-147	-147
其他投资	-2,106	-813	222	-489
筹资活动现金流	-241	-16	-16	-16
借款增加	-135	0	0	0
普通股增加	-248	0	0	0
已付股利	0	-16	-16	-16
其他	142	0	0	0
现金净增加额	-1,340	-353	1,176	790

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	12,097	13,055	13,927
销售费用	1,916	2,129	2,318	2,492
管理费用	355	377	392	403
研发费用	640	710	773	831
财务费用	-168	-167	-160	-193
除税前溢利	487	671	834	1,080
所得税	5	67	125	162
净利润	482	604	709	918
少数股东损益	-2	-2	-3	3
经调整归母净利润	625	738	843	1,021
EBIT	319	505	674	888
EBITDA	635	841	954	1,127
经调整 EPS（元）	0.77	0.90	1.02	1.24

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8.51%	10.97%	8.85%	7.53%
经调整归母净利润	29.8%	18.1%	14.3%	21.0%
毛利率	25.38%	26.14%	26.77%	27.34%
销售净利率	3.28%	3.70%	3.99%	4.78%
ROE	9.95%	11.10%	11.53%	12.92%
ROIC	6.49%	8.31%	9.29%	10.65%
资产负债率	62.03%	60.04%	57.87%	55.49%
净负债比率	-28.15%	-18.58%	-35.54%	-42.11%
流动比率	1.16	1.24	1.35	1.45
速动比率	0.71	0.74	0.85	0.97
总资产周转率	1.20	1.24	1.26	1.26
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
每股收益	0.60	0.74	0.86	1.11
每股经营现金流	1.61	0.76	1.36	1.76
每股净资产	5.94	6.63	7.49	8.60
P/E（经调口径）	20.64	19.38	16.96	14.01
P/B	3.03	2.87	2.54	2.22
EV/EBITDA	21.05	17.47	14.17	11.28

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