

互联网	收盘价 港元 19.06	目标价 港元 25.00个	潜在涨幅 +31.2%
-----	-----------------	------------------	----------------

2025 年 8 月 22 日

途虎 (9690 HK)

上半年业绩符合预期，市占持续提升，利润率环比改善；维持买入

上半年汽车服务行业继续面临消费习惯变化的压力，公司通过 C 端洞察及供应链管控技术增长跑赢行业。2025 年上半年业绩、开店进展基本符合预期，收入同比实现加速增长，在客单价下行压力下，通过优化品类结构和供应链管控实现毛利润率的环比改善，运营费率亦延续优化趋势。预计下半年行业仍面临不确定性，但收入双位数增长、利润率稳定的趋势应能延续，预计 2026 年在今年的基础上有望恢复利润提升趋势，我们将估值调整至 2026 年，基于 18 倍 2026 年市盈率，目标价从 21 港元上调至 25 港元，维持买入。

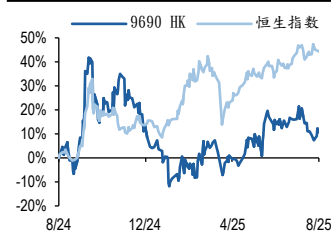
④ **2025 年上半年业绩：**总收入 79 亿元（人民币，下同），同比增 11%。毛利率 25%，同比小幅下降 0.7 个百分点，主要因消费偏好转向高性价比产品导致客单价下降，部分被高毛利业务如洗车美容收入贡献提升及其他业务毛利率改善所抵消。毛利润率环比实现改善，较 2024 年下半年提升 0.3 个百分点，反映公司供应链能力推动成本优化的成果。调整后净利润 4.1 亿元，同比增 15%，对应净利润率 5.2%，同比提升 0.2 个百分点，得益于运营费率占收比下降，抵消毛利润率下降的压力。

④ **运营数据要点：**1) 上半年 APP 平均 MAU 和 12 个月累计交易用户数分别同比增 23.8%/17.5%至 1350 万/2650 万。2) 门店数健康增长，途虎工厂店数量较 2024 年净增 331 家至 7205 家，上半年新开门店中下沉市场占比 60%+。3) 新能源汽车用户达到 340 万，同比增 83.5%，占比平台交易用户数 12%+。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	24.40
52周低位 (港元)	15.20
市值 (百万港元)	14,310.25
日均成交量 (百万)	0.54
年初至今变化 (%)	5.89
200天平均价 (港元)	18.30

资料来源: FactSet

盈利预测变动

人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	16,521	16,741	-1.3%	18,621	18,791	-0.9%	20,956	21,123	-0.8%
毛利润	4,169	4,303	-3.1%	4,897	4,979	-1.6%	5,736	5,765	-0.5%
毛利率	25.2%	25.7%	-0.5ppts	26.3%	26.5%	-0.2ppts	27.4%	27.3%	0.1ppts
经调整运营利润	671	681	-1.4%	1,066	1,141	-6.6%	1,477	1,500	-1.6%
经调整运营利润率	4.1%	4.1%	0.0ppts	5.7%	6.1%	-0.3ppts	7.0%	7.1%	-0.1ppts
经调整 EBITDA	1,012	1,022	-1.0%	1,396	1,472	-5.1%	1,824	1,848	-1.3%
经调整 EBITDA 利润率	6.1%	6.1%	0.0ppts	7.5%	7.8%	-0.3ppts	8.7%	8.8%	0.0ppts
经调整归母净利润	766	777	-1.4%	1,091	1,156	-5.6%	1,463	1,485	-1.5%
经调整归母净利率	4.6%	4.6%	0.0ppts	5.9%	6.2%	-0.3ppts	7.0%	7.0%	0.0ppts

资料来源: FactSet, 公司资料, 交银国际预测 ^ 净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86)10 8393 5330

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5333

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5332

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5334

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

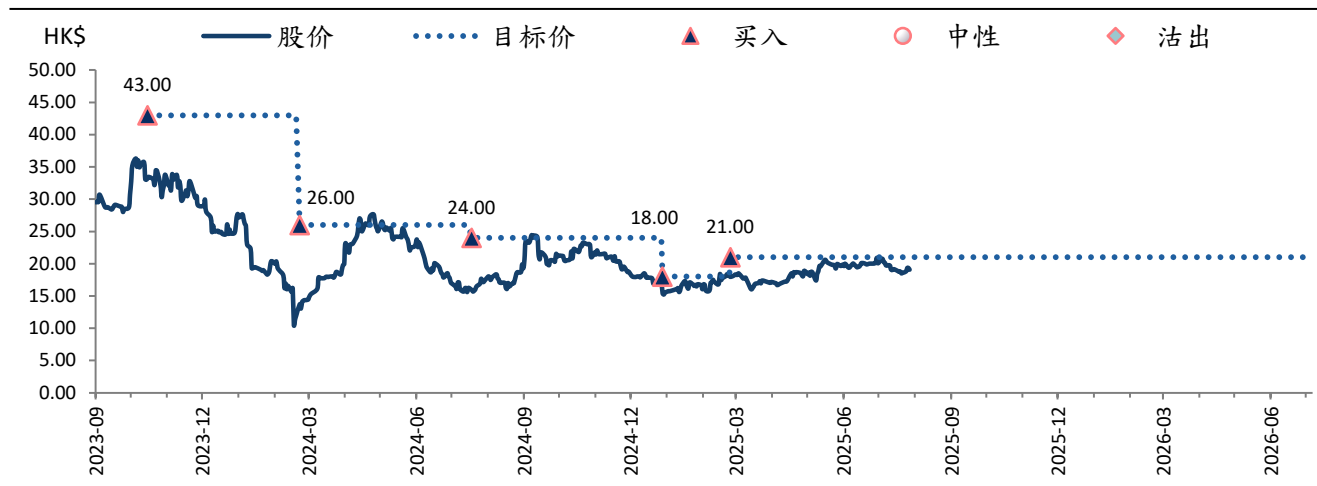
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 损益表预测

(人民币, 百万)	1H24	2H24	1H25	同比(%)	VA 一致预期	差异(%)	2025E	2026E	2027E
收入									
汽车产品和服务	6,643	7,158	7,362	11	7,277	1	15,458	17,420	19,617
向个人终端客户提供汽车产品和服务	5,970	6,423	6,633	11	6,589	1	13,923	15,748	17,794
轮胎和底盘零部件	2,973	3,159	3,285	11	3,288	0	6,867	7,403	7,980
汽车保养	2,618	2,803	2,907	11	2,890	1	6,072	7,213	8,569
其他	380	461	441	16	410	7	984	1,131	1,245
汽配龙	673	735	730	8	690	6	1,535	1,672	1,823
广告、加盟及其他服务	483	474	515	7	521	-1	1,063	1,201	1,339
总收入	7,126	7,633	7,877	11	7,798	1	16,521	18,621	20,956
销售成本	(5,280)	(5,732)	(5,895)	12	(5,778)	2	(12,352)	(13,724)	(15,220)
毛利	1,846	1,900	1,982	7	2,020	-2	4,169	4,897	5,736
毛利率(%)	25.9	24.9	25.2				25.2	26.3	27.4
营运及支持开支	(283)	(293)	(310)	9	(298)	4	(628)	(689)	(754)
研发开支	(302)	(338)	(344)	14	(320)	7	(719)	(782)	(859)
销售及营销开支	(908)	(1,008)	(1,022)	13	(989)	3	(2,049)	(2,234)	(2,515)
一般及行政开支	(186)	(169)	(194)	4	(191)	2	(397)	(447)	(482)
其他收入及收益净额	21	41	90	326	(41)	NA	45	45	45
金融资产公允价值变动	24	(14)	19	-21	(5)	NA	50	50	50
经营利润/(亏损)	212	119	222	5	264	-16	472	840	1,221
经营利润率(%)	3.0	1.6	2.8				2.9	4.5	5.8
净利润/(亏损)	284	198	307	8	321	-4	555	854	1,197
归属母公司净利润/(亏损)	286	196	359	26	321	12	555	854	1,197
净利率(%)	4.0	2.6	4.6				3.4	4.6	5.7
调整后 EBITDA	450	328	483	8	486	-1	1,012	1,396	1,824
调整后净利润	358	266	410	15	362	13	766	1,091	1,463
调整后 EBITDA 率(%)	6.3	4.3	6.1		6.2		6.1	7.5	8.7
调整后净利率(%)	5.0	3.5	5.2		4.6		4.6	5.9	7.0

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 2: 途虎 (9690 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	87.61	99.00	13.0%	2025 年 05 月 22 日	广告
1024 HK	快手	买入	71.75	90.00	25.4%	2025 年 08 月 22 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	2.35	2.90	23.4%	2025 年 08 月 21 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	290.60	339.00	16.7%	2025 年 08 月 15 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	买入	40.38	39.00	-3.4%	2025 年 08 月 13 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	24.99	30.00	20.0%	2025 年 08 月 13 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	买入	8.13	8.30	2.1%	2025 年 06 月 06 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	50.36	60.00	19.1%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	23.76	26.00	9.4%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
JD US	京东	买入	31.18	40.00	28.3%	2025 年 07 月 15 日	电商
PDD US	拼多多	买入	122.96	135.00	9.8%	2025 年 05 月 28 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	118.09	165.00	39.7%	2025 年 02 月 21 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	35.56	15.60	-56.1%	2025 年 01 月 22 日	电商
GOTU US	高途	买入	3.70	4.80	29.7%	2025 年 05 月 16 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	36.66	46.00	25.5%	2025 年 03 月 31 日	教育
DAO US	有道	买入	9.18	12.00	30.7%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.95	13.30	21.5%	2025 年 01 月 24 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	33.60	42.00	25.0%	2025 年 08 月 21 日	游戏
NTES US	网易	买入	131.87	155.00	17.5%	2025 年 08 月 15 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	593.00	700.00	18.0%	2025 年 08 月 14 日	游戏
777 HK	网龙网络	中性	11.83	10.20	-13.8%	2025 年 04 月 02 日	游戏
9690 HK	途虎	买入	19.06	25.00	31.2%	2025 年 08 月 22 日	本地生活
3690 HK	美团	买入	117.10	165.00	40.9%	2025 年 05 月 27 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	13.01	18.50	42.2%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	16.21	13.50	-16.7%	2024 年 07 月 12 日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	16.00	21.00	31.3%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	13.31	9.60	-27.9%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	495.80	591.00	19.2%	2025 年 05 月 21 日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	20.76	25.50	22.8%	2025 年 04 月 16 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	54.05	64.00	18.4%	2025 年 03 月 10 日	软件

资料来源：FactSet，交银国际预测 *截至 2025 年 8 月 22 日

2025 年 8 月 22 日

途虎 (9690 HK)

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	13,601	14,759	16,521	18,621	20,956
主营业务成本	(10,242)	(11,013)	(12,352)	(13,724)	(15,220)
毛利	3,359	3,746	4,169	4,897	5,736
销售及管理费用	(2,735)	(2,848)	(3,073)	(3,370)	(3,751)
研发费用	(580)	(640)	(719)	(782)	(859)
其他经营净收入/费用	117	73	95	95	95
经营利润	162	331	472	840	1,221
Non-GAAP标准下的经营利润	396	462	671	1,066	1,477
财务成本净额	110	168	156	176	198
应占联营公司利润及亏损	(11)	(12)	(11)	(11)	(11)
其他非经营净收入/费用	6,465	0	0	0	0
税前利润	6,725	487	617	1,004	1,408
税费	(25)	(5)	(62)	(151)	(211)
非控股权益	0	0	0	0	0
净利润	6,701	482	555	854	1,197
归属于权益的分派	6,701	482	555	854	1,197
作每股收益计算的净利润	6,701	482	555	854	1,197
Non-GAAP标准的净利润	481	624	766	1,091	1,463

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2,715	1,375	2,461	4,328	6,221
应收账款及票据	218	226	317	295	394
存货	1,800	2,119	2,281	2,607	2,814
开发中物业及土地预付款	496	462	531	611	703
其他流动资产	3,042	4,183	1,109	1,109	1,109
总流动资产	8,271	8,365	6,700	8,950	11,241
物业、厂房及设备	899	1,046	1,146	1,246	1,346
其他有形资产	525	453	472	493	516
无形资产	20	20	21	22	24
合资企业/联营公司投资	363	376	395	415	436
其他长期资产	1,687	2,536	698	733	769
总长期资产	3,493	4,432	2,733	2,909	3,091
总资产	11,765	12,797	9,432	11,860	14,332
短期贷款	1	8	0	0	0
应付账款	3,887	4,458	4,873	5,740	6,222
其他短期负债	2,715	2,734	2,940	3,173	3,425
总流动负债	6,602	7,199	7,813	8,912	9,647
长期应付账款	290	240	268	301	337
其他长期负债	414	499	504	509	514
总长期负债	704	739	772	810	852
总负债	7,306	7,938	8,585	9,722	10,499
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	4,460	4,862	850	2,141	3,835
股东权益	4,460	4,862	851	2,141	3,836
非控股权益	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)
总权益	4,458	4,859	848	2,138	3,833

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	6,725	487	617	1,004	1,408
合资企业/联营公司收入调整	11	12	11	11	11
折旧及摊销	362	316	340	331	347
营运资本变动	269	584	278	691	312
利息调整	(110)	(168)	(156)	(176)	(198)
税费	(5)	(8)	0	0	0
其他经营活动现金流	(6,232)	97	247	279	312
经营活动现金流	1,021	1,319	1,338	2,141	2,192
资本开支	(360)	(321)	(136)	(152)	(170)
投资活动	0	0	(33)	(35)	(36)
其他投资活动现金流	(2,012)	(2,106)	0	0	0
投资活动现金流	(2,372)	(2,428)	(169)	(187)	(207)
负债净变动	(1)	(1)	0	0	0
权益净变动	1,168	0	0	0	0
其他融资活动现金流	182	(240)	(83)	(87)	(92)
融资活动现金流	1,350	(241)	(83)	(87)	(92)
汇率收益/损失	30	9	0	0	0
年初现金	2,686	2,715	1,375	2,461	4,328
年末现金	2,715	1,375	2,461	4,328	6,221

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	20.793	0.596	0.687	1.031	1.411
全面摊薄每股收益	20.793	0.596	0.687	1.031	1.411
Non-GAAP标准下的每股收益	1.494	0.772	0.948	1.318	1.726
每股账面值	13.839	6.011	1.053	2.586	4.524
利润率分析(%)					
毛利率	24.7	25.4	25.2	26.3	27.4
EBITDA利润率	3.8	4.4	4.9	6.3	7.5
EBIT利润率	1.2	2.2	2.9	4.5	5.8
净利率	49.3	3.3	3.4	4.6	5.7
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	24.7	25.4	25.2	26.3	27.4
EBITDA利润率	5.6	5.3	6.1	7.5	8.7
经营利润率	2.9	3.1	4.1	5.7	7.0
净利率	3.5	4.2	4.6	5.9	7.0
盈利能力(%)					
ROA	NA	3.9	5.0	8.0	9.1
ROE	NA	10.3	19.4	57.1	40.0
ROIC	NA	6.9	50.0	33.3	27.1
其他					
流动比率	1.3	1.2	0.9	1.0	1.2
存货周转天数	59.6	64.9	65.0	65.0	65.0
应收账款周转天数	5.3	5.5	6.0	6.0	6.0
应付账款周转天数	123.0	123.0	130.0	133.0	135.0

交銀國際

香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈 9 樓
總機: (852) 3766 1899 傳真: (852) 2107 4662

評級定義

分析員個股評級定義：

買入：預期個股未來12個月的總回報**高于**相關行業。

中性：預期個股未來12個月的總回報與相關行業**一致**。

沽出：預期個股未來12個月的總回報**低于**相關行業

無評級：對於個股未來12個月的總回報與相關行業的比較，分析員**並無確信觀點**。

分析員行業評級定義：

領先：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤標杆指數**具吸引力**。

同步：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現與大盤標杆指數**一致**。

落后：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤標杆指數**不具吸引力**。

香港市場的標杆指數為**恒生綜合指數**，A股市場的標杆指數為**MSCI 中國A股指數**，美國上市中概股的標杆指數為**標普美國中概股50（美元）指數**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。