

## 途虎-W (09690.HK) 25Q2 财报点评

强烈推荐 (维持)

## 收入稳步增长利润超预期，看好长期盈利增长潜力

途虎养车发布 2025 上半年财报，实现营收 78.8 亿元，同比+10.5%；经调整净利润 4.1 亿元，同比+14.6%。上半年收入稳健增长，利润超预期，长期看好公司稳固市场竞争力及盈利增长潜力，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 收入基本符合预期，全年维持双位数增长指引。2025H1 公司实现营收 78.8 亿元，同比+10.5%，汽车产品及服务收入 73.6 亿元，同比+10.8%，其中轮胎和底盘零部件及汽车维修分部收入同比增长 10.8%，主要源于公司进一步优化线上宣传推广以及途虎工场店网络扩展，来自其他产品及服务分部的收入同比增长 16.1%，主要源于汽车清洗及美容服务收入贡献升高；广告、加盟及其他服务收入为 5.15 亿元，同比+6.6%。全年来看，公司持续开展获客以及加强产品性价比谋求增长，维持此前预计全年有望实现收入双位数增长的指引。

□ 门店网络持续扩张，线上用户保持快速增长。截至 2025 年上半年途虎工厂店数达 7205 家，同比净增 894 家，同比+14%，全国乘用车保有量 2 万以上的县域覆盖率已提升至 70%，同比提高 5pct，途虎对低线城市的渗透范围进一步扩大，上半年新开门店中位于二线及以下城市的门店占比超过 60%。从门店运营情况来看，公司通过加强数字化营销、用户精细化管理等有效提高门店用户增长和留存，上半年同店履约用户数同比增长超过 7%，约 90% 的 6 个月以上的途虎加盟工场店保持盈利。从线上平台运营来看，25H1 途虎 APP 交易用户数 2650 万人，同比+23.8%，上半年 APP 平均月活用户达 1350 万人，同比+17.5%，途虎作为国内最大的独立汽车服务平台及车主社区，品牌心智不断增强，同时平台持续通过 AI 应用提升用户满意度并降低运营成本，上半年平台售前转化率同比提高 2%，智能客服满意度提升 7%，客服人力成本同比下降 18%，技术迭代有效推动行业升级发展。

□ 上半年利润增长超预期，长期盈利提升空间广。2025H1 实现毛利率 25.2%，同比-0.7pct，主要由于消费者对轮胎及底盘零部件产品价格敏感度提升客单价下降所致，以及中美加征关税带来的扰动，长期看伴随外部环境调整及市场竞争逐步恢复理性，毛利率有望回归正常水平；经调整净利润 4.1 亿元，同比+14.6%，高于市场预期。

□ 投资建议：看好长期公司门店稳步扩张和经营提效驱动下的利润增长潜力，预计 2025-2027 年经调整净利润为 7.86/8.99/10.5 亿元，给予 2025 年 Non-gaap 归母净利润 25 倍 PE，对应目标价 26.3 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%
经调整净利润(百万元)	481	624	786	899	1051
同比增长	-	29.7%	25.9%	14.4%	16.9%
每股收益(Non-GAAP)	0.59	0.76	0.96	1.10	1.28
P/E (Non-GAAP)	32.2	24.8	19.7	17.2	14.7

资料来源：公司数据、招商证券

消费品/商业

目标估值：26.3 港元

当前股价：20.74 港元

## 基础数据

总股本(百万股)	821
港股股(百万股)	753
总市值(十亿港元)	17.0
港股市值(十亿港元)	15.6
每股净资产(港元)	6.1
ROE(TTM)	9.6
资产负债率	60.1%
主要股东	腾讯控股有限公司
主要股东持股比例	19.4079%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9.1	17.6	20.0
相对表现	6.0	2.4	-9.8

资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《途虎-W (09690) 24H2 财报点评—业绩符合预期,看好 25 年收入增速改善及长期盈利空间》2025-03-23
- 《途虎-W (09690) 24H2 前瞻—定价策略调整下盈利有所承压,看好长期经营韧性》2025-02-14
- 《途虎-W (09690) —24H1 财报点评: 线下稳步拓店, 盈利能力持续增强》2024-08-28

丁浙川 S1090519070002

✉ dingzhechuan@cmschina.com.cn

李秀敏 S1090520070003

✉ lixiumin1@cmschina.com.cn

胡馨媛 S1090525060001

✉ 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
<b>流动资产</b>	8271	8365	9389	10409	11618
现金及现金等价物	2715	1375	2003	2693	3561
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
<b>非流动资产</b>	3493	4432	4425	4421	4418
长期投资	1975	2798	2798	2798	2798
固定资产	899	1046	1039	1035	1032
无形资产	545	473	473	473	473
其他	74	115	115	115	115
<b>资产总计</b>	<b>11765</b>	<b>12797</b>	<b>13815</b>	<b>14830</b>	<b>16036</b>
<b>流动负债</b>	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
<b>长期负债</b>	704	739	739	739	739
长期借款	8	0	0	0	0
其他	697	739	739	739	739
<b>负债合计</b>	<b>7306</b>	<b>7938</b>	<b>8577</b>	<b>9098</b>	<b>9656</b>
储备	4460	4862	5240	5736	6383
少数股东权益	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)
归属于母公司所	4460	4862	5240	5736	6383
<b>负债及权益合计</b>	<b>11765</b>	<b>12797</b>	<b>13815</b>	<b>14830</b>	<b>16036</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	1021	1319	1135	1189	1367
净利润	6703	484	396	512	664
折旧与摊销	362	316	469	467	465
营运资本变动	269	584	250	191	218
其他非现金调整	(6313)	(64)	20	20	20
<b>投资活动现金流</b>	(2372)	(2428)	(462)	(462)	(462)
资本性支出	(362)	(322)	(464)	(464)	(464)
出售资产净额	0	1	1	1	1
投资增减	3665	13638	0	0	0
其它	159	116	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	1350	(241)	(44)	(36)	(36)
债务增减	(186)	(135)	(8)	0	0
股本增减	1169	(248)	0	0	0
股利支付	0	0	16	16	16
其它筹资	367	142	(20)	(20)	(20)
其它调整	30	9	(33)	(33)	(33)
<b>现金净增加额</b>	29	(1340)	595	658	835

资料来源：公司数据、招商证券

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	(11)	(12)	0	0	0
其他非经营性	3	62	0	0	0
非经常项目损	6575	11	0	0	0
除税前利润	6725	487	373	682	885
所得税	25	5	(22)	171	221
少数股东损益	(2)	(2)	0	0	0
归属普通股东净	6703	484	396	512	664
<b>EPS (Nongaap, 元)</b>	0.59	0.76	0.96	1.10	1.28

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业收入	18%	8%	11%	8%	8%
营业利润	-105%	425%	52%	79%	29%
净利润	-414%	-93%	-18%	29%	30%
<b>获利能力</b>					
毛利率	24.7%	25.4%	26.3%	27.3%	27.7%
净利率	49.3%	3.3%	2.4%	2.9%	3.5%
ROE	150.3%	10.0%	7.6%	8.9%	10.4%
ROIC	3.8%	10.0%	8.0%	9.2%	10.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	62.1%	62.0%	62.1%	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	1.2	1.3
速动比率	1.0	0.9	0.9	0.9	1.0
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益 (Nongaap)	0.59	0.76	0.96	1.10	1.28
每股经营现金	1.24	1.61	1.39	1.45	1.67
每股净资产	5.43	5.94	6.40	7.00	7.79
<b>估值比率</b>					
PE	32.2	24.8	19.7	17.2	14.7

## 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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。