

汽车

2025年08月27日

途虎-W

(09690)

—— 盈利低点已过，增速恢复，从容不迫应对竞争

报告原因：有业绩公布需要点评

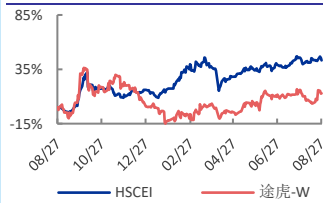
买入 (维持)

投资要点：

市场数据：2025年08月27日

收盘价 (港币)	20.22
恒生中国企业指数	9020.26
52周最高/最低 (港币)	25.00/14.36
H股市值 (亿港元)	166.58
流通H股 (百万股)	755.90
汇率 (人民币/港币)	1.0953

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

《重点公司更新：比亚迪、途虎、长城、零跑、双环、巨一、福达——周一刻钟，大事快评 (W111)》 2025/06/18  
《途虎-W (09690) 点评：经营周期重回轨道，口碑是服务业的基石》 2025/04/02  
《途虎、吉利、比亚迪、福达股份、巨一科技更新——周一刻钟，大事快评 (W099)》 2025/03/26

证券分析师

戴文杰 A0230522100006  
daiwj@swsresearch.com

联系人

戴文杰  
(8621)23297818x  
daiwj@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

- 途虎 2025H1 半年报显示：公司实现营业收入 78.8 亿元，同比+10.5%，重回双位数增长区间；经调整后净利润 4.1 亿元，同比+14.6%，净利率 5.2%，归母净利润 3.07 亿，同比+7.6%。整体业绩符合预期。
- 盈利能力触底，降本控费效果显著，同时持续加大 AI 投入。公司毛利率 25.2%，同比-0.7pct，主要受“质价比”策略及行业价格竞争影响。轮胎及底盘零部件板块毛利下滑最为明显，汽车保养板块受油液降价拖累，但快修、蓄电池、深美容等新兴业务毛利改善，有效对冲了价格压力。费用端，剔除股权激励的运营费用率 22.4%，同比-0.1pct。销售费率增加，源于加盟商与消费者补贴加大及 618 投入增加；研发费用因 AI 基建投入略升。整体看，公司通过供应链规模、自动化仓、自有自控商品占比提升等手段，成功在降价环境中维持净利率逆势提升，并释放正向经营杠杆。
- 重要运营指标的变化情况
  - 1.用户：年复购率 64.5%，同比+3.4pct；APP 月活 1350 万，同比+17.5%；品牌无提示提及率 54%。
  - 2.门店：25H1 同比净增 894 家，新开店中二线及以下城市占比超 60%。
  - 3.品类：自有自控占比接近 70%；中高端自有自控收入占比 27%。
  - 4.新能源：新能源用户占比达 33%。
- 考虑到行业竞争压力带来的门店盈利能力下降，公司积极投入营销资源扩大流量，我们小幅下调公司 25 营收预测由 167 亿至 164 亿，但考虑到用户人数超预期增长，上调 26-27 年营收预测由 192/218 亿至 194/222 亿元。维持 25 年归母净利润预测 6.3 亿，但谨慎对待后续竞争压力的持续性，小幅下调 26-27 年利润预测由 9.5/13.9 亿至 8.3/12 亿元。对应 PE 为 24/18/13 倍，因公司在激烈的竞争环境下，仍然保持着较高的用户和收入增速，已展现出了后续利润高增的潜力，25-27 年 PEG 不足 1，因此维持买入评级。
- 核心风险：经济复苏不及预期，原材料价格大幅波动，市场竞争恶化。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	13,601	14,759	16,434	19,441	22,222
同比增长率 (%)	17.7	8.5	11.4	18.3	14.3
归母净利润 (百万元)	6,703	484	632	831	1,213
同比增长率 (%)	413.8	-92.8	30.7	31.6	46
每股收益 (元/股)	20.80	0.60	0.77	1.01	1.47
净资产收益率 (%)	150.29	9.95	11.5	13.1	16.
市盈率	2.3	31.2	23.9	18.2	12.5
市净率	3.4	3.1	2.7	2.4	2.0

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

## 合并利润表

单位: 百万元 (人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,601	14,759	16,434	19,441	22,222
主营收入	13,601	14,759	16,434	19,441	22,222
营业成本	-10,242	-11,013	-12,256	-14,419	-16,437
销售及管理费用	-2,135	-2,271	-2,572	-3,023	-3,433
研发费用	-580	-640	-715	-836	-944
其他经营损益	118	62	85	78	80
财务费用	110	168	160	88	116
投资收益	-11	-12	-8	-12	-14
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他非经常性损益	5,864	-566	-521	-541	-488
除税前利润	6,725	487	608	775	1,101
所得税	-25	-5	22	54	110
净利润	6,701	482	630	829	1,211
少数股东损益及其他	-2	-2	-2	-2	-2
归属普通股股东净利润	6,703	484	632	831	1,213

资料来源: 聚源数据, 申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。