

途虎-W(09690)

报告日期: 2026年05月05日

门店突破八千店, 全年经调整净利+12.2%

——途虎-W 2025年点评报告

投资要点

- 公司 2025 年实现营业收入 164.62 亿元同比+11.5%、经调整净利润 7.00 亿元同比+12.2%，蝉联独立汽车服务市场第一。**
 公司 2025 年实现营业收入 164.62 亿元、同比+11.5%；毛利 39.68 亿元、毛利率 24.1% (同比-1.3pct)；年内利润 4.19 亿元、同比-13.0%；剔除股份支付等影响后，经调整 EBITDA 8.43 亿元 (+8.5%)、经调整净利润 7.00 亿元 (+12.2%、净利率 4.3%同比+0.1pct)。25H2 收入 85.85 亿元 (+12.5%)、经调整净利润 2.90 亿元 (+8.9%)。
- 截至 2025 年末全球工场店突破八千家里程碑达 8,008 家，加盟模型与平台运营双重验证。**
 截至 2025 年末，工场店达 8,008 家 (同比+16.5%、自营 175+加盟 7,833 家)，全年净增 1,134 家，覆盖国内 32 省 324 地级 1,953 县 (县域覆盖率 75%)，低线 60%+，海外已开/筹备 10+家。同店用户数同比+6%，近 90%的 6 个月以上加盟工场店盈利，44%加盟商开 2 店+。平台端：注册 1.623 亿 (同比+16.9%)、交易用户 2,840 万 (同比+17.7%、渗透率近 10%)、年复购率 65.0% (同比+2.7pct)、App MAU 1,380 万 (同比+15.5%)。
- 供给结构持续升级，新能源驱动第二增长曲线落地，费用率延续优化趋势。**
 分品类 2025 年：轮胎底盘 69.04 亿 (同比+12.6%)、保养 60.36 亿 (同比+11.3%)、汽配龙 14.97 亿 (同比+6.3%)、广告/加盟/其他 10.76 亿 (同比+12.4%、广告服务同比+67.0%)；18寸+大尺寸占比近 30% (同比+5pct)、自控机油销量+45%、蓄电池+30%、快修+50%、轻美容线上订单+60%、事故维修上海+100%。新能源交易用户 427 万 (同比+60%、占比 15%+，混动同比+40%/纯电同比+70%)，合作华为乾崮。经调整销售/管理/研发费用率同比-0.9/-0.1/+0.1pct (研发费用同比+19.4%支撑 AI 投入)；期末现金 83 亿、储备充足。
- 盈利预测与估值**
 投资建议：途虎门店突破八千家，加盟模型在用户、门店与单店产出端均持续验证，新能源/海外/AI 构成第二成长曲线。我们预计公司 2026-2028 年实现营业收入 184.38/206.53/231.36 亿元，yoy+12.01%/+12.01%/+12.02%；实现归母净利润 4.59/6.33/8.78 亿元，yoy+9.14%/+38.05%/+38.61%，对应 PE 22X/16X/12X，维持"买入"评级。
- 风险提示**
 汽车服务行业景气度不及预期风险；门店扩张速度不及预期风险；加盟商盈利质量低于预期风险；新能源/AI 业务投入产出不及预期风险。

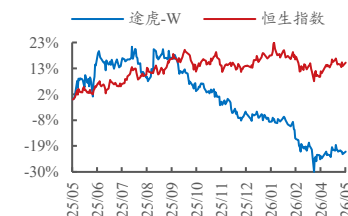
投资评级：买入(维持)

分析师：卢子宸
 执业证书号：S1230526010002
 luzichen@stocke.com.cn

基本数据

| | |
|-----------|-----------|
| 收盘价 | HK\$13.50 |
| 总市值(百万港元) | 11,159.13 |
| 总股本(百万股) | 826.60 |

股票走势图



相关报告

- 《飞轮效应显现，O2O 汽车服务龙头迎来盈利释放期》
2024.05.21

财务摘要

| (百万元) | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 16461.61 | 18438.22 | 20653.29 | 23135.65 |
| (+/-) (%) | 11.54% | 12.01% | 12.01% | 12.02% |
| 归母净利润 | 420.39 | 458.83 | 633.42 | 878.01 |
| (+/-) (%) | -13.10% | 9.14% | 38.05% | 38.61% |
| 每股收益(元) | 0.50 | 0.56 | 0.77 | 1.06 |
| P/E | 29.70 | 22.37 | 16.21 | 11.69 |

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

| 资产负债表(百万元) | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 利润表(百万元) | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 8,883 | 10,293 | 11,941 | 14,054 | 营业收入 | 16,462 | 18,438 | 20,653 | 23,136 |
| 现金 | 1,924 | 1,296 | 1,871 | 3,046 | 其他收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款及票据 | 362 | 294 | 329 | 368 | 营业成本 | 12,494 | 14,058 | 15,648 | 17,421 |
| 存货 | 2,373 | 2,432 | 2,693 | 2,999 | 销售费用 | 2,025 | 2,360 | 2,644 | 2,962 |
| 其他 | 4,224 | 6,270 | 7,048 | 7,642 | 管理费用 | 400 | 461 | 516 | 578 |
| 非流动资产 | 4,618 | 4,746 | 4,647 | 4,568 | 研发费用 | 764 | 719 | 764 | 810 |
| 固定资产 | 1,070 | 1,173 | 1,048 | 937 | 财务费用 | (164) | (19) | (13) | (19) |
| 无形资产 | 432 | 388 | 348 | 312 | 除税前溢利 | 422 | 464 | 640 | 887 |
| 其他 | 3,116 | 3,185 | 3,250 | 3,319 | 所得税 | 3 | 5 | 6 | 9 |
| 资产总计 | 13,501 | 15,039 | 16,587 | 18,623 | 净利润 | 419 | 459 | 634 | 878 |
| 流动负债 | 7,690 | 8,790 | 9,727 | 10,905 | 少数股东损益 | (1) | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司净利润 | 420 | 459 | 633 | 878 |
| 应付账款及票据 | 5,067 | 5,072 | 5,548 | 6,214 | | | | | |
| 其他 | 2,623 | 3,718 | 4,179 | 4,691 | EBIT | 259 | 444 | 627 | 869 |
| 非流动负债 | 757 | 757 | 757 | 757 | EBITDA | 563 | 614 | 791 | 1,016 |
| 长期债务 | 2 | 2 | 2 | 2 | EPS (元) | 0.50 | 0.56 | 0.77 | 1.06 |
| 其他 | 756 | 756 | 756 | 756 | | | | | |
| 负债合计 | 8,448 | 9,547 | 10,484 | 11,662 | 主要财务比率 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 普通股股本 | 0 | 0 | 0 | 0 | 成长能力 | | | | |
| 储备 | 6,958 | 7,396 | 8,008 | 8,865 | 营业收入 | 11.54% | 12.01% | 12.01% | 12.02% |
| 归属母公司股东权益 | 5,057 | 5,494 | 6,106 | 6,963 | 归属母公司净利润 | -13.10% | 9.14% | 38.05% | 38.61% |
| 少数股东权益 | (3) | (3) | (3) | (2) | 获利能力 | | | | |
| 股东权益合计 | 5,054 | 5,491 | 6,103 | 6,960 | 毛利率 | 24.10% | 23.75% | 24.23% | 24.70% |
| 负债和股东权益 | 13,501 | 15,039 | 16,587 | 18,623 | 销售净利率 | 2.55% | 2.49% | 3.07% | 3.80% |
| | | | | | ROE | 8.31% | 8.35% | 10.37% | 12.61% |
| | | | | | ROIC | 5.08% | 8.01% | 10.17% | 12.35% |
| 现金流量表(百万元) | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 偿债能力 | | | | |
| 经营活动现金流 | 996 | (3) | 713 | 1,323 | 资产负债率 | 62.57% | 63.49% | 63.20% | 62.62% |
| 净利润 | 420 | 459 | 633 | 878 | 净负债比率 | -38.03% | -23.56% | -30.62% | -43.74% |
| 少数股东权益 | (1) | 0 | 0 | 0 | 流动比率 | 1.16 | 1.17 | 1.23 | 1.29 |
| 折旧摊销 | 304 | 170 | 164 | 148 | 速动比率 | 0.70 | 0.62 | 0.66 | 0.74 |
| 营运资金变动及其他 | 272 | (631) | (85) | 297 | 营运能力 | | | | |
| 投资活动现金流 | 302 | (604) | (116) | (126) | 总资产周转率 | 1.25 | 1.29 | 1.31 | 1.31 |
| 资本支出 | (247) | (228) | 0 | 0 | 应收账款周转率 | 55.94 | 56.13 | 66.21 | 66.39 |
| 其他投资 | 548 | (376) | (116) | (126) | 应付账款周转率 | 2.62 | 2.77 | 2.95 | 2.96 |
| 筹资活动现金流 | (728) | 0 | 0 | 0 | 每股指标(元) | | | | |
| 借款增加 | (138) | 0 | 0 | 0 | 每股收益 | 0.50 | 0.56 | 0.77 | 1.06 |
| 普通股增加 | (575) | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金流 | 1.20 | 0.00 | 0.86 | 1.60 |
| 已付股利 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产 | 6.12 | 6.65 | 7.39 | 8.42 |
| 其他 | (14) | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | |
| 现金净增加额 | 548 | (628) | 575 | 1,175 | P/E | 29.70 | 22.37 | 16.21 | 11.69 |
| | | | | | P/B | 2.43 | 1.87 | 1.68 | 1.47 |
| | | | | | EV/EBITDA | 18.40 | 14.61 | 10.61 | 7.11 |

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>