

途虎养车 (9690 HK)

科技赋能汽车服务

我们认为途虎作为行业头部的独立汽车服务商有望在中国车龄增长、消费偏好理性化的趋势中获益。途虎通过自研系统，实现对供应链和门店的强管控，产品和服务标准化保持行业领先，更加满足年轻用户的消费习惯，实现了较低的获客成本和较高的用户粘性。我们认为途虎的门店网络扩张足以抵消潜在的单店增长压力，而自有自控产品占比的提升对公司的利润和利润率均有正面帮助。途虎是宏观经济波动中很好的防御性标的，我们将其作为本次 2025 年度策略中汽车服务板块的首选标的。

- **标准化服务+门店强管控，树立行业壁垒。**随着中国市场平均车龄的增长，我们认为独立的汽车售后服务商仍有较大的市场增长空间。途虎通过自研系统、自控供应链和对门店的管理能力，塑造了较高的行业壁垒。通过标准化的产品和服务，途虎实现了介于传统 4S 店和街边夫妻老婆店之间的精准定位，线上下单的方式也更符合年轻人的消费习惯，有利于用户粘性的培养。
- **消费降级带来新的市场机会。**随着宏观环境的不确定性增强，用户的消费偏好变得更加理性，在此过程中我们认为途虎有望承接更多从传统 4S 店流出的客户。除了通过品牌产品满足中高端客户的需求外，途虎的自有自控产品凭借较高的性价比可以抓住更多“消费降级”的客户。而自有自控产品的毛利率通常较高，综合来看，途虎甚至可能获得比品牌产品更高的毛利润，帮助公司在获客和利润增厚方面实现良性循环。
- **门店网络扩张抵御单店压力。**考虑到经济波动和门店逐步往低线城市延伸，我们认为途虎的平均单店贡献或面临增长压力，而网络的扩张有望带动整体收入和利润实现良性增长。得益于目前店端较好的盈利情况，管理层表示今年上半年新开店申请同比增长 22%，8-9 月又有进一步的提升，有望支撑其下半年和明年的开店计划。我们预计途虎工场店的数量有望从今年上半年的约 6,300 家增长至今年年底的约 7,000 家，以及明年的约 7,900 家。
- **盈利预测和估值。**考虑到近期消费回暖，我们上调今年和明年的收入预测 1-2% 至人民币 149 亿元和 171 亿元，毛利率分别改善至 26.0% 和 26.8%，上调调整后净利润 3-5% 至约 7.9 亿元和 11.5 亿元。重申“买入”评级，考虑到近投资情绪的改善，我们上调目标价至 26 港元，基于 17x（此前 15x）FY25E 调整后 P/E，相比海外同类公司（奥莱利（ORLY US，未评级），汽车地带（AZO US，未评级））20-30x 的估值倍数仍有折价。主要风险包括低于预期的网络扩张、收入和毛利率，行业估值下行。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入(百万人民币)	11,547	13,601	14,936	17,127	18,494
同比增长(%)	(1.5)	17.8	9.8	14.7	8.0
净利润(百万人民币)	(2,136.2)	6,702.9	634.2	1,028.6	1,245.1
同比增长(%)	na	na	(90.5)	62.2	21.0
调整后净利润(百万人民币)	(551.9)	481.3	790.3	1,151.9	1,356.7
每股收益(人民币)	(14.82)	20.80	0.78	1.25	1.50
市盈率(倍)	ns	0.9	25.1	15.5	13.0
调整后市盈率(倍)	ns	13.0	20.1	13.9	11.9
市净率(倍)	ns	1.4	3.2	2.6	2.1
股本回报率(%)	na	na	13.4	18.4	18.1

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入(维持)

目标价	26.00 港元
(此前目标价)	23.00 港元)
潜在升幅	24.7%
当前股价	20.85 港元

中国汽车

赛文静, CFA

(852) 6939 4751

douwenjing@cmbi.com.hk

史述, CFA

(852) 3761 8728

shiji@cmbi.com.hk

梁晓钧

(852) 3900 0856

austinliang@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	16,928.1
3 月平均流通量(百万港元)	56.1
52 周内股价高/低(百万港元)	32.80/10.46
总股本(百万)	811.9

资料来源：FactSet

股东结构

腾讯控股	19.6%
陈敏	10.1%

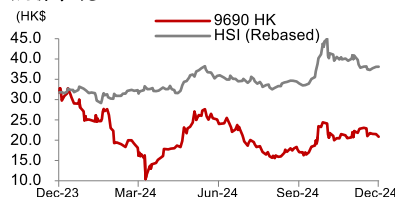
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	0.2%	5.3%
3 月	22.4%	9.1%
6 月	-12.2%	-17.1%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

图表 1：盈利预测调整

(百万元人民币)	新预测			旧预测			差别 (%)		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
收入	14,936	17,127	18,494	14,822	16,843	18,328	0.8%	1.7%	0.9%
利润	3,889	4,596	5,051	3,855	4,517	5,004	0.9%	1.7%	0.9%
营业利润	506	918	1,157	482	864	1,125	4.9%	6.3%	2.9%
净利润	634	1,029	1,245	610	974	1,211	4.0%	5.6%	2.8%
经调整净利润	790	1,152	1,357	766	1,097	1,323	3.2%	5.0%	2.6%
毛利率	26.0%	26.8%	27.3%	26.0%	26.8%	27.3%	0.0 ppt	0.0 ppt	0.0 ppt
营业利润率	3.4%	5.4%	6.3%	3.3%	5.1%	6.1%	0.1 ppt	0.2 ppt	0.1 ppt
净利润率	4.2%	6.0%	6.7%	4.1%	5.8%	6.6%	0.1 ppt	0.2 ppt	0.1 ppt
经调整净利率	5.3%	6.7%	7.3%	5.2%	6.5%	7.2%	0.1 ppt	0.2 ppt	0.1 ppt

资料来源：招银国际环球市场预测

图表 2：盈利预测与一致预测对比

(百万元人民币)	招银国际全球市场预测			彭博一致预测			差别 (%)		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
收入	14,936	17,127	18,494	14,774	16,420	18,146	1.1%	4.3%	1.9%
毛利润	3,889	4,596	5,051	3,838	4,450	5,085	1.3%	3.3%	-0.7%
营业利润	506	918	1,157	520	975	1,347	-2.7%	-5.8%	-14.1%
净利润	634	1,029	1,245	708	1,101	1,457	-10.4%	-6.5%	-14.5%
毛利率	26.0%	26.8%	27.3%	26.0%	27.1%	28.0%	0.1 ppt	-0.3 ppt	-0.7 ppt
营业利润率	3.4%	5.4%	6.3%	3.5%	5.9%	7.4%	-0.1 ppt	-0.6 ppt	-1.2 ppt
净利润率	4.2%	6.0%	6.7%	4.8%	6.7%	8.0%	-0.5 ppt	-0.7 ppt	-1.3 ppt

资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	11,724	11,547	13,601	14,936	17,127	18,494
销售成本	(9,854)	(9,277)	(10,242)	(11,047)	(12,531)	(13,443)
毛利	1,870	2,270	3,359	3,889	4,596	5,051
运营费用	(3,184)	(3,034)	(3,198)	(3,383)	(3,678)	(3,893)
销售费用	(1,681)	(1,542)	(1,715)	(1,859)	(2,073)	(2,223)
行政费用	(351)	(399)	(420)	(426)	(443)	(466)
研发费用	(620)	(621)	(580)	(591)	(614)	(627)
其他租金及相关开支	(654)	(627)	(600)	(621)	(658)	(689)
其他	122	156	117	113	110	112
运营利润	(1,314)	(764)	162	506	918	1,157
其他盈亏	(4,441)	(1,339)	6,465	0	0	0
应占联营公司的 (亏损) / 溢利	(53)	(34)	(11)	(10)	(7)	(6)
EBITDA	(5,440)	(1,716)	7,106	1,090	1,607	1,985
折旧	121	157	160	215	272	323
使用权资产折旧	182	203	196	210	230	254
其他摊销	2	4	5	5	6	6
EBIT	(5,744)	(2,080)	6,744	659	1,099	1,402
利息收入	64	57	129	163	188	251
利息支出	(66)	(28)	(19)	(18)	(19)	(21)
税前利润	(5,810)	(2,108)	6,725	641	1,081	1,381
所得税	(35)	(31)	(25)	(10)	(54)	(138)
税后利润	(5,845)	(2,138)	6,701	632	1,027	1,243
非控股权益	4	2	2	3	2	2
净利润	(5,841)	(2,136)	6,703	634	1,029	1,245
调整后净利润	(1,264)	(552)	481	790	1,152	1,357

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	7,746	6,906	8,271	9,241	11,401	13,004
现金与现金等价物	1,472	2,686	2,715	2,270	3,707	5,162
Restricted cash	2,480	1,507	1,455	1,330	1,482	1,440
应收账款	203	174	218	246	282	304
存货	1,714	1,543	1,800	1,816	2,060	2,210
以公允价值计入损益的资产	1,338	540	1,587	3,089	3,354	3,381
其他流动资产	539	456	496	491	516	507
非流动资产	2,086	2,108	3,493	3,522	3,680	4,021
物业及厂房及设备 (净额)	539	671	899	1,023	1,090	1,106
Right-of-use assets	518	468	467	413	390	394
合资及联营公司投资	194	279	363	353	346	340
无形资产	63	70	58	56	54	53
商誉	16	16	20	20	20	20
以公允价值计入损益的资产	201	227	191	176	168	160
其他非流动资产	555	378	1,495	1,481	1,612	1,949
总资产	9,832	9,014	11,765	12,763	15,081	17,026
流动负债	5,743	5,572	6,602	6,912	7,924	8,345
短期债务	264	0	1	8	0	0
应付账款	3,240	3,119	3,887	4,086	4,806	4,972
应付税款	68	97	120	121	164	289
其他流动负债	1,464	1,566	1,720	1,816	1,991	2,062
Lease liabilities	148	137	132	114	123	150
Contract liabilities	559	653	743	767	840	871
非流动负债	19,454	22,398	704	843	977	1,114
长期债务	0	0	8	50	100	150
其他非流动负债	19,454	22,398	697	793	877	964
总负债	25,197	27,971	7,306	7,755	8,901	9,459
股本	0	0	0	0	0	0
其他储备	(15,367)	(18,957)	4,460	5,012	6,186	7,574
股东权益总额	(15,367)	(18,957)	4,460	5,012	6,186	7,575
少数股东权益	2	0	(2)	(4)	(6)	(8)
总负债和股东权益	(15,364)	(18,957)	4,458	5,008	6,180	7,566

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	(5,810)	(2,108)	6,725	641	1,081	1,381
折旧摊销	305	364	362	431	508	583
税款	(2)	(1)	(5)	(8)	(10)	(12)
营运资金变化	771	(197)	269	393	446	51
其他	4,638	1,630	(6,330)	57	(3)	(75)
净经营现金流	(99)	(313)	1,021	1,514	2,021	1,928
投资现金流						
资本开支	(347)	(401)	(362)	(343)	(344)	(345)
收购与投资	(32)	(136)	(69)	0	0	0
处理短期投资所得现金	(518)	1,346	(2,108)	(1,436)	(265)	(228)
其他	(21)	(328)	167	168	188	251
净投资现金流	(918)	481	(2,372)	(1,611)	(421)	(322)
融资现金流						
净借贷	(1,749)	(264)	(1)	49	43	50
发行股票所得现金	0	0	1,168	0	0	0
股票回购	0	0	0	(191)	0	0
其他	3,157	1,200	182	(207)	(205)	(201)
净融资现金流	1,408	936	1,350	(349)	(162)	(151)
净现金流变动						
年初现金	1,165	1,472	2,686	2,715	2,270	3,707
汇率变动	(84)	109	30	0	0	0
年末现金	1,472	2,686	2,715	2,270	3,707	5,162
增长率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
销售收入	33.9%	(1.5%)	17.8%	9.8%	14.7%	8.0%
毛利润	73.2%	21.4%	48.0%	15.8%	18.2%	9.9%
经营利润	na	na	na	213.1%	81.5%	26.1%
EBITDA	na	na	na	(84.7%)	47.5%	23.5%
EBIT	na	na	na	(90.2%)	66.8%	27.6%
净利润	na	na	na	(90.5%)	62.2%	21.0%
调整后净利润	na	na	na	64.2%	45.7%	17.8%
盈利能力比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
毛利率	16.0%	19.7%	24.7%	26.0%	26.8%	27.3%
营业利益率	(11.2%)	(6.6%)	1.2%	3.4%	5.4%	6.3%
税息折旧及摊销前利润	(46.4%)	(14.9%)	52.2%	7.3%	9.4%	10.7%
调整后净利润率	(10.8%)	(4.8%)	3.5%	5.3%	6.7%	7.3%
股本回报率	na	na	na	13.4%	18.4%	18.1%
资产负债比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	na	na	(0.9)	(0.7)	(0.9)	(0.9)
流动比率 (倍)	1.3	1.2	1.3	1.3	1.4	1.6
应收账款周转天数	6.3	5.5	5.9	6.0	6.0	6.0
存货周转天数	63.5	60.7	64.1	60.0	60.0	60.0
应付帐款周转天数	120.0	122.7	138.5	135.0	140.0	135.0
估值指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
市盈率	ns	ns	0.9	25.1	15.5	13.0
市盈率 (摊薄)	ns	ns	32.6	20.9	14.2	12.1
市帐率	ns	ns	1.4	3.2	2.6	2.1
市现率	ns	ns	6.1	10.5	7.9	8.4
股息 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。