

途虎养车 (9690 HK)

基于 O2O 模式的汽车后市场先锋

作为汽车后市场先锋，途虎凭借对门店的强管控、友好的加盟商网络以及强大的供应链采购能力，将在不断增长的行业趋势中受益。我们预计途虎收入将在 FY23-25E 年实现 20% 的年均复合增长，动力来自门店扩张、效率优化、多元化商业模式和技术提升。汽车保养业务将成为中期主要驱动因素，而新能源汽车和其他服务或将释放长期增长机会。首次覆盖给予买入评级，基于 DCF 目标价为 50.1 港元（对应 2.8x FY24 P/S），看好其韧性增长和清晰的利润率提升路径。

- **基于数据驱动的 O2O 汽车后市场先锋。**途虎是一家立足于中国汽车后市场，提供一站式汽车保养服务的 O2O 公司。根据灼识咨询，公司 2022 年在同行门店数量上排名第一，并在汽车服务收入中排名第三。基于途虎的品牌效应、门店扩张和多元商业化模式，我们预计其收入将在 FY23-25 年实现 20% 的 CAGR。
- **汽车后市场空间可期，门店扩张驱动长期增长。**根据灼识咨询，中国的汽车后市场 GMV 在 FY23-27 年将以 9% 的 CAGR 增长。途虎通过对门店的强管控、友好的加盟商体系以及强大的供应链采购能力，构筑差异化壁垒并受益于行业增长。我们对其门店扩张和订单增长持乐观态度，并预计门店/订单在 FY23-25 年实现 21% / 23% 的 CAGR。在 FY22 年疫情扰动结束后，途虎业绩复苏可见性较高。途虎通过提供更丰富的产品供给（扩大自有/专供品牌的覆盖范围），强化变现能力。中期来看，汽车保养将成为主要的增长因素，新能源汽车及新业务拓展或将释放长期增长机会。
- **自有品牌丰富化，运营杠杆凸显，利润率提升路径清晰。**通过提供更多自有品牌和运营杠杆提升，途虎利润率提升空间可期。我们认为途虎能够缩小亏损并在 FY23 年实现盈利。预计毛利率将从 FY22 年的 19.7% 增长至 FY25 年的 26.7%，源于：1) 更丰富的自有/专供产品供给；2) 汽车保养收入占比提高（更高的毛利率）；3) 规模效应显现，对上游具有更高的议价能力。与此同时，我们预计随着效率提高和品牌知名度提升，运营杠杆效应凸显。
- **首次覆盖，给予买入评级。**基于 DCF 目标价为 50.1 港元，对应 2.8x FY24 P/S，与海外同行估值相当。在途虎上市后京东近期有发起价格战，但我们认为对途虎财务影响有限且价格战长期不可持续，源于途虎门店强把控、维修保养低频消费下用户注重服务特性、价格补贴下品牌商利益平衡。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入(百万人民币)	11,724	11,547	13,517	16,305	19,402
同比增长 (%)	33.9	(1.5)	17.1	20.6	19.0
调整后净利润(百万人民币)	(1,264)	(552)	203	753	1,396
调整后每股收益(人民币)	NA	NA	0.25	0.92	1.69
同比增长 (%)	NA	NA	NA	272	85
一致预期每股收益(人民币)	NA	NA	NA	NA	NA
市盈率(倍)	NA	NA	121	33	18
市销率(倍)	2.1	2.1	1.8	1.5	1.3
杠杆率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash

资料来源：公司数据，彭博，招银国际环球市场

买入（首次覆盖）

目标价	HK\$50.1
潜在升幅	+41.5%
当前股价	HK\$35.4

中国传媒与文娱

黄群

(852) 3900 0889
sophiehuang@cmbi.com.hk

许义鑫

(852) 3900 0849
easonxu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	26,458
3 月平均流通量(百万港元)	36.32
52 周内股价高/低(港元)	32.0/24.9
总股本(百万)	819

资料来源：彭博

股东结构

JOY Capital	8.58%
Ubiquity	5.22%
Max Hope	4.78%

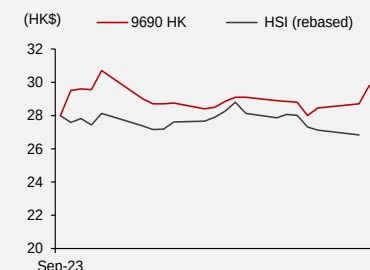
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1- 月	2.5%	5.4%
3- 月	N.A.	N.A.
6- 月	N.A.	N.A.

资料来源：彭博

12 个月内股价表现



资料来源：彭博

审计师：安永

财务分析

利润表

截至 12.31(百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
收入	11,724	11,547	13,517	16,305	19,402
汽车产品和服务	11,066	10,723	12,612	15,221	18,139
广告、加盟及其他	658	824	905	1,084	1,264
营业成本	(9,854)	(9,277)	(10,345)	(12,140)	(14,223)
毛利润	1,870	2,270	3,172	4,165	5,179
销售费用	(1,681)	(1,542)	(1,738)	(2,079)	(2,350)
行政费用	(351)	(399)	(372)	(375)	(388)
研发利润	(620)	(621)	(588)	(620)	(660)
其他收入	(654)	(627)	(541)	(546)	(563)
经营利润	(1,314)	(764)	92	707	1,383
财务收入/费用	(2)	29	7	21	34
税前利润	(5,810)	(2,108)	99	728	1,417
所得税	(35)	(31)	(5)	(73)	(142)
净利润	(5,845)	(2,138)	94	655	1,276
调整后净利润	(1,264)	(552)	203	753	1,396

现金流量表

截至 12.31(百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
净利润	(5,810)	(2,108)	99	728	1,417
摊销	305	364	404	470	525
运营资本变动	771	(197)	(305)	918	142
经营活动现金流	(99)	(312)	359	2,248	2,251
资本开支	(410)	(297)	(744)	(782)	(663)
投资购买	(3,358)	(3,585)	-	-	-
其他	2,850	4,364	-	-	-
投资活动现金流	(918)	481	(744)	(782)	(663)
股票发行	-	-	1,010	-	-
债券变动	(1,768)	(265)	-	-	-
优先股发行	2,636	-	-	-	-
其他	540	1,201	-	-	-
融资活动现金流	1,408	936	1,010	-	-
现金增加净额	391	1,105	625	1,466	1,588
年初现金及现金等价物	1,165	1,472	2,686	3,311	4,778
汇兑	(84)	109	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,472	2,687	3,311	4,778	6,366

资产负债表

截至 12.31(百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
非流动资产	2,086	2,108	2,186	2,595	2,792
固定资产	539	671	1,157	1,569	1,769
使用权资产	518	468	468	468	468
无形资产	79	86	83	79	76
其他	950	884	479	479	479
流动资产	7,746	6,906	8,426	10,078	12,658
现金	4,970	4,707	5,332	6,799	8,387
预付账款	539	456	621	728	853
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	320	26	26	26	26
贸易和其他应收款	203	174	419	296	555
其他	1,714	1,543	2,029	2,229	2,837
流动负债	5,743	5,572	6,163	7,266	8,400
应付账款	3,240	3,119	3,740	4,576	5,400
其他应付款	1,464	1,566	1,537	1,803	2,113
合同负债	559	653	653	653	653
租赁负债	148	137	137	137	137
其他	332	97	97	97	97
非流动负债	19,454	22,398	22,398	22,398	22,398
可转换可赎回优先股	18,609	21,726	21,726	21,726	21,726
其他	844	672	672	672	672
净资产总额	(15,367)	(18,957)	(17,949)	(16,992)	(15,348)
股东权益	(15,364)	(18,957)	(17,949)	(16,992)	(15,348)

主要比率

截至 12.31	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
收入结构 (%)					
汽车产品和服务	94.4	92.9	93.3	93.4	93.5
广告、加盟及其他	5.6	7.1	6.7	6.6	6.5
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增速 (%)					
收入	33.9	(1.5)	17.1	20.6	19.0
毛利	73.2	21.4	39.7	31.3	24.4
经营利润	NA	NA	NA	120.2	55.6
调整后净利润	NA	NA	NA	NA	85.3
利润表比率 (%)					
经营利润率	(11.2)	(6.6)	0.7	4.3	7.1
税前利润率	(49.6)	(18.3)	0.7	4.5	7.3
调整后净利润率	(10.8)	(4.8)	1.5	4.6	7.2
有效税率	0.6	1.5	(5.0)	(10.0)	(10.0)
回报率 (%)					
ROE	NA	NA	NA	NA	NA
ROA	(12.9)	(6.1)	1.9	5.9	9.0

资料来源：公司及招银国际证券预测

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。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

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错误、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定。

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，请与我们联络。

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个人。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士。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)所定义的认可投资者，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。