

## 中信证券研究部



尹欣驰  
汽车及零部件行业  
首席分析师  
S1010519040002



李景涛  
汽车及零部件行业  
联席首席分析师  
S1010520120003



武平乐  
汽车及零部件分析  
师  
S1010522080002



廖原  
智能互联分析师  
S1010522030004

## 核心观点

作为汽车电商龙头，途虎有望受益于车龄老化、和追求性价比消费的趋势；在分散的车后市场中，公司目前份额不到1%，门店扩张过程有望继续保增长。加盟模式带来轻资产、高稳定性的优势，我们看好途虎未来2年盈利释放。预计2024、2025年途虎的净利润为7.6、14.2亿元。参考可比公司给予途虎2024年11.5x EV/EBITDA倍数，对应目标价28.30港元。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **向“后”看：万亿市场，模持续扩张。**2023年以来价格竞争挤压着服务商在新车端的利润空间，但视线向“后”看，近年来中国的乘用车保有量稳健提升，也带来了车后市场的持续扩容。我们估算2023年我国汽车保有量达到3.27亿辆，未来5年保有量将以4.9%的复合增速继续增长。除了保有量规模增长之外，车辆销售均价提升、豪华车保有量上升，也是未来车后市场增长的动力来源。我们测算2023年中国汽车后市场规模约为1.4万亿元，未来4年复合增速有望达到4.7%。除了行业规模增长外，车后市场产品的毛利率较高、且周期性和波动较小，是汽车服务板块的优质赛道。

■ **“车龄老化”+“消费平权”，头部的连锁维保品牌有望受益。**根据F6大数据研究院《2022中国汽车后市场维保行业白皮书》，2018年至2022年中国的平均车龄由5.3年增长至6.4年，预计到2025年乘用车平均车龄将增长至7.9年。随着车龄增加和车辆“残值”的下降，车主会更倾向于寻求更低价的维修和养护服务；且当前经济环境下，人们普遍注重消费的性价比。对比授权4S店，非授权体系的独立维保门店更具备价格优势；但独立后市场维保行业格局分散，长期存在“品质、价格体系不透明”的痛点，消费者普遍担心遇到以次充好等情况。途虎等头部大型连锁的后市场品牌，能够为消费者高效地提供平衡“价格”与“品质”的选择，有望在车龄老化和消费平权的趋势下受益。

■ **途虎：互联网基因的独立车后市场龙头。**2011年在O2O创业浪潮中，途虎创立于上海。陈敏等创始人致力以“线上+线下”结合的方式，搭建线上数字化系统，线下自建采购、仓储、物流体系，实现对加盟店产品和服务的强管控，解决车后市场“大而乱”的痛点。途虎的业务从轮胎起家，现在已经布局轮胎及底盘、汽车保养、洗美、电池包充电桩检测等业务。截止2023年6月30日，途虎工场店达到5,129家，现已成为中国最大的独立汽车维保服务提供商。2022年公司营业收入达到115亿元，毛利率连续4年提升到19.7%；2023年上半年首次实现扭亏，调整后归母净利润1.07亿元，实现经营现金流7.15亿元。

■ **途虎的业务：好生意、高壁垒。**途虎采取加盟模式，本质是挣“供应链”的钱。加盟模式的好处是固定资产投资轻、盈利稳定。加盟商承担门店资本开支，途虎仅承担门店库存，而库存又可以被账期覆盖（2022年现金周转天数：-35天），因此无论从利润还是现金流的角度，途虎在店端是“稳赚不赔”。“复制途虎”难不难？结论是不容易。途虎的核心竞争优势是打造了一个完善、高效的供应链体系。截至2023Q1，全国39个区域配送中心（RDC）和267个前端配送中心（FDC）能够在0.5~1小时将高频SKU补货到位；汽配龙平台上集合了2200个供应商，满足更长尾、分散的需求。到23Q1，途虎的供应链无法覆盖而需要门店纯外采的GMV仅占4.3%，95%以上的产品都是途虎体系提供。2023Q1复购客户占比达到57%，连续数年稳健提升，也证明途虎在消费者心中逐渐站稳了脚跟。

■ **盈利释放的高确定性在哪里？来自：1）门店拓展增收；**我们预计途虎2024、2025年新开门店在1000+家，到2025年底工场店数量拓展到接近8,000家。

途虎-W	09690.HK
<b>评级</b>	<b>买入 (首次)</b>
当前价	19.40 港元
目标价	28.30 港元
总股本	819 百万股
港股流通股本	750 百万股
总市值	159 亿港元
近三月日均成交额	49 百万港元
52 周最高/最低价	36.3/19.28 港元
近 1 月绝对涨幅	-22.71%
近 6 月绝对涨幅	-30.71%
近 12 月绝对涨幅	-30.71%

根据公司招股书，1) 后续新开门店重点围绕下沉市场展开，我们预计新一线城市、二线城市会成为途虎网点加密的核心；2) 目前加盟商盈利面在 90%左右，投资回收周期约为 2.5 年，相比其他连锁业态如餐饮（回报周期 1.5 年），途虎的优势在于业务可以保持长期的稳定；2) **销售结构改善增利**；毛利率：自有产品>专供产品>标品；截止 2023H1，自有、专供产品贡献收入的比例分别为 28.9%、37.4%，我们预计未来还有持续提升空间。3) **费用可控**；2023Q1 四项费用率之和为 24.8%，基本回到了疫情前 2019 年（23.8%）的水平。费用中运营开支、研发费用、管理费用等较为固定，销售费用率也开启下降。

■ **风险因素**：宏观经济承压；开设门店拓展不及预期；自有品类高毛利产品占比无法继续上升；同业发起价格战；费用控制不及预期；中长期纯电车保有量提升带来维保单车价值量下降。

■ **盈利预测、估值与评级**：公司 2023H1 首次盈利转正，实现归母净利润 0.6 亿元，调整后净利润 1.07 亿元。我们预计未来途虎收入端受益于门店扩张和同店收入的增长；毛利端自有和专供产品占比的提升，将带动公司盈利能力继续上行。预计公司 2023、2024、2025 年归母净利润为 2.7、7.6、14.2 亿元，EBITDA 分别为 8.1、13.4、20.8 亿元。参考可比公司的 EV/EBITDA 倍数，我们给予途虎 11.5x 2024 年的预测 EBITDA，目标价 28.30 港元。首次覆盖，给予“买入”评价。

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,724	11,547	13,449	15,690	18,139
增长率 YoY%	33.9%	-1.5%	16.5%	16.7%	15.6%
归母净利润(百万元)	-5,841	-2,136	267	760	1,421
增长率 YoY%	N/A	N/A	N/A	184.4%	86.9%
调整 EBITDA (百万元)	-922	-187	808	1,338	2,080
每股收益 EPS(基本)(元)	-7.13	-2.61	0.33	0.93	1.74
毛利率%	16.0%	19.7%	24.6%	26.4%	28.5%
PE	N/A	N/A	54.7	19.2	10.3
PB	N/A	N/A	3.5	3.0	2.3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2024 年 2 月 6 日收盘价；1 港元=0.92 人民币

## 目录

向“后”看：车后市场规模持续扩张 .....	6
乘用车保有量增长，汽车后市场规模扩张 .....	6
“车龄老化”+“消费平权”，独立后市场玩家受益 .....	8
<b>途虎：互联网基因的独立后市场龙头 .....</b>	<b>10</b>
汽车电商的开拓者，解决行业“大而乱”的痛点 .....	10
目前拥有工场店 5000+家，2023 年上半年利润首次转正 .....	12
<b>好生意，高壁垒 .....</b>	<b>16</b>
好生意：采取加盟模式挣供应链的钱，稳定性好 .....	16
高壁垒：对门店的控制能力同行难以复制 .....	19
<b>盈利释放有高确定性 .....</b>	<b>22</b>
门店拓展增收，毛利率提升增利 .....	22
持续探索品类突破，布局电池、充电桩检修业务 .....	26
<b>风险因素 .....</b>	<b>28</b>
<b>盈利预测、估值及评级 .....</b>	<b>29</b>
盈利预测 .....	29
估值、评级 .....	29

## 插图目录

图 1: 乘用车保有量 (单位: 亿辆)	6
图 2: 汽车后市场整体规模及预测 (单位: 亿元)	7
图 3: 2018-2025E 中国乘用车平均车龄 (单位: 年)	8
图 4: 2022 年中国车龄结构分布	8
图 5: 各品牌连锁店门店数量 (单位: 家)	9
图 6: 途虎股权结构图 (收益权)	10
图 7: 途虎自研的全套汽车服务技术支持系统	12
图 8: 途虎养车湖北轮胎车库	12
图 9: 途虎自有物流车队	12
图 10: 加盟店、自营店、合作门店收入贡献率	13
图 11: 途虎自营店和工场店单店收入 (万元)	13
图 12: 2019-2023Q1 途虎收入拆分 (单位: 亿元)	14
图 13: 途虎 2019-2023Q1 毛利情况 (毛利单位: 亿元)	15
图 14: 途虎 2019-2023Q1 各项业务毛利率	15
图 15: 途虎与加盟商的利益分配, 按照线上和线下、产品与服务分类示意图	17
图 16: 途虎各业务毛利占比	18
图 17: 途虎和加盟商的利润变化示意图 (万元)	18
图 18: 途虎采用汽配龙进行即时产品履约服务 (以直接到店客户为例)	19
图 19: 2024 年 2 月途虎养车、竞品 1、竞品 2 的百度搜索指数	20
图 20: 复购客户占比及贡献率	21
图 21: 分城市线级途虎门店数量 (含预测) (单位: 个)	22
图 22: 各品牌加盟开店资金投入、回收周期及连锁店数量情况	23
图 23: 盈利的加盟店平均利润 (扣 10% 的利润分成前, 单位: 万元/家)	24
图 24: 专供、标品、自有品牌收入贡献比例	24
图 25: 途虎各业务毛利率情况	25
图 26: 途虎 2019-2023Q1 总费用构成 (亿元)	25
图 27: 途虎 2019-2023Q1 费用率变化	25
图 28: 途虎平均单店费用 (万元)	26
图 29: 途虎&宁德时代动力电池维修专区	27
图 30: 途虎与特来电签署战略合作协议	27

## 表格目录

表 1: 新能源汽车与燃油汽车的保养及维修服务比较	7
表 2: 燃油车、新能源车不同价格段车型年均维修保养费用假设 (元)	7
表 3: 中国独立后市场门店数量 (单位: 万家)	9
表 4: 途虎创始人和高管团队介绍	10
表 5: 2019 年-2023Q1 途虎各类门店数量 (单位: 个)	13
表 6: 各业务收入占比	14
表 7: 途虎净利润/亏损和调整后的净利润/亏损情况 (单位: 亿元)	15
表 8: 途虎加盟店单店 UE 模型 (单位: 万元、年)	16

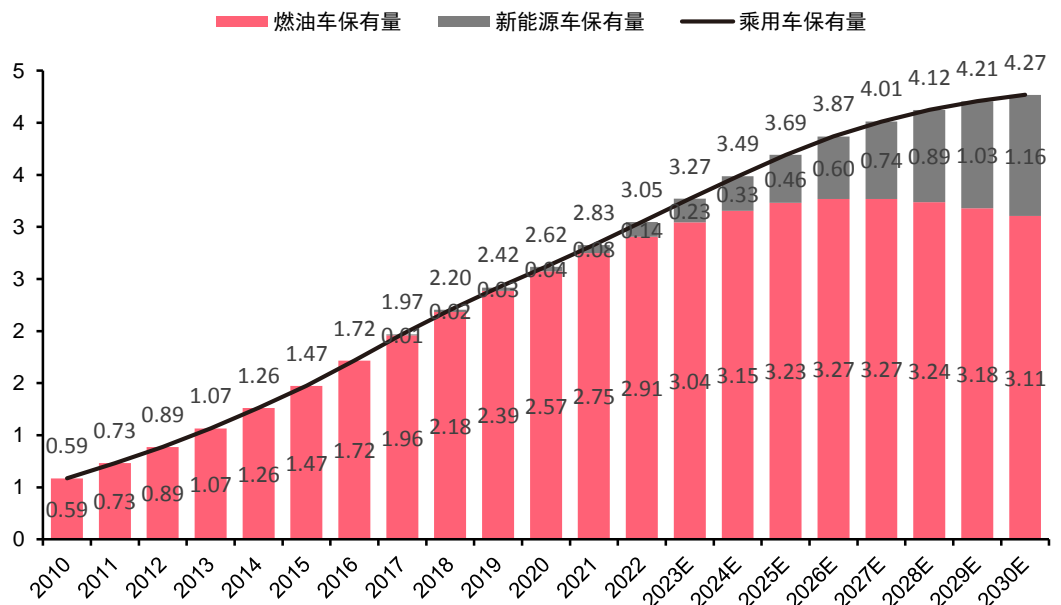
表 9: 途虎各业务毛利分布 (单位: 亿元) .....	17
表 10: 现金周转天数 (单位: 天) .....	19
表 11: 2022 年汽车养护保养连锁头部品牌和门店数量 (单位: 个) .....	20
表 12: 各品牌/主体开店投入、回收周期及连锁店数量情况 .....	23
表 13: 实现盈利的工场店数量及比例 (单位: 家) .....	24
表 14: 途虎工场店数数量和新增工场店数量 (含假设, 单位: 个) .....	29
表 15: 途虎盈利预测和估值 .....	29
表 16: 头部连锁类 (单位: 亿, 货币单位见注) .....	30
表 17: 可比公司不同阶段的利润和估值情况 .....	30
表 18: 可比公司 2014-2023 年利润和估值情况 .....	30

## 向“后”看：车后市场规模持续扩张

### 乘用车保有量增长，汽车后市场规模扩张

预计 2023 年乘用车保有量达到 3.27 万台，燃油车保有量继续增长。根据国家统计局数据，乘用车（国家统计局数据“民用小型载客车辆”及“民用微型载客车辆”）的保有量持续增长，从 2010 年的 5900 万辆快速提升到 2022 年的 3.05 亿辆。我们测算 2023 年我国乘用车保有量将达到 3.27 亿辆，其中燃油车保有量 3.04 亿辆，电动车保有量 2300 万辆。我们预计，未来中国乘用车仍有较大增长空间，2030 年有望达到 4.27 亿辆的规模；其中，燃油车保有量未来 4 年将继续增长，到 2027 年达到峰值 4.27 亿台，复合增速 1.8%；2027 年之后，燃油车保有量还将维持在高位，到 2030 年依旧有 3.11 亿台燃油车的保有量基盘。

图 1：乘用车保有量（单位：亿辆）

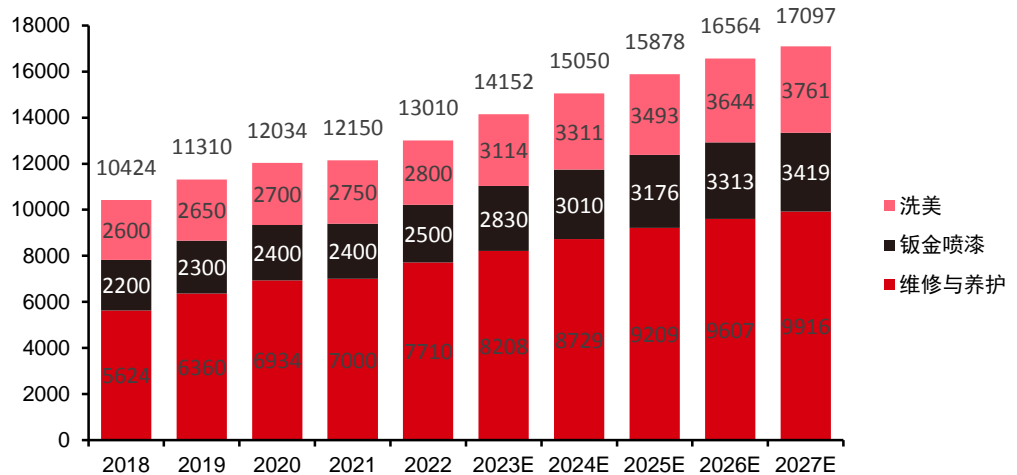


资料来源：国家统计局，中汽协，中信证券研究部预测

**车后市场规模测算：2023 年约为 1.42 万亿元，预计未来 4 年复合增速 4.7%。**我们预测，汽车后市场整体规模自 2018 年至 2023 年由 1.04 万亿元增长至 1.42 万亿元，对应 5 年复合增速 6.4%；从 2023 年至 2027 年，汽车后市场整体规模将由 1.42 万亿元增长至 1.71 万亿元，对应未来四年年复合增长率为 4.7%。分业务来看，我们测算 2023 年维修与养护、钣金喷漆与洗美的市场规模分别约 8200 亿元、2800 亿元和 3100 亿元。我们估算，在维修与养护中，约一半规模（约 4000 亿元）与日常使用相关，发生频率较为稳定，如机油机滤更换、刹车片损耗等；另外一半的发生具有一定概率属性，如机械故障快修等。事故车的钣金喷漆的业务和 4S 店有较强的绑定关系，而市场规模最大的“维修与养护”业务目前是 4S 店、第三方连锁品牌、夫妻老婆店共同参与竞争。



图 2：汽车后市场整体规模及预测（单位：亿元）



资料来源：F6 汽车科技大数据研究院，中信证券研究部预测

除了保有量规模增长之外，中国的汽车销售均价提升、豪华车保有量上升，也是未来车后市场增长的动力来源。乘联会数据显示，乘用车销售均价在 2023 年提升到 16.71 万元，近五年来持续走高。分品牌来看，国产品牌的均价从 2019 年的 9.15 万元提升到 13.07 万元，增幅超过 40%；合资品牌的均价从 13.93 万元增长到 16.42 万元。虽然豪华品牌均价略有下降（2023 年：32.8 万元，2019 年：34.04 万元），但是豪车销量的占比在提升（2023:13.5%，2019:10.7%）。新能源车的售后产值相比燃油车较低，主要体现在纯电车不需要进行机油机滤更换，日常养护的项目只剩刹车片更换等项目，价值量减少；但是混动、增程车型由于动力系统中发动机（增程器）的存在，保养与燃油车较为类似。目前新能源车销售的结构中，纯电车型约占 2/3，混动及增程车型约占 1/3。

表 1：新能源汽车与燃油汽车的保养及维修服务比较

类别	电池容量检测及维修	更换电气系统	机油更换	机油/燃油/空气滤芯更换	火花塞更换	制动钳更换	底盘保养	轮胎更换	其他易损件
新能源汽车	纯电动	✓	✓	✗	✗	✗	✓	✓	✓
	插电混动	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
燃油汽车	燃油驱动	✗	✗	✓	✓	✓	✓	✓	✓

资料来源：公司招股书，中信证券研究部

表 2：燃油车、新能源车不同价格段车型年均维修保养费用假设（元）

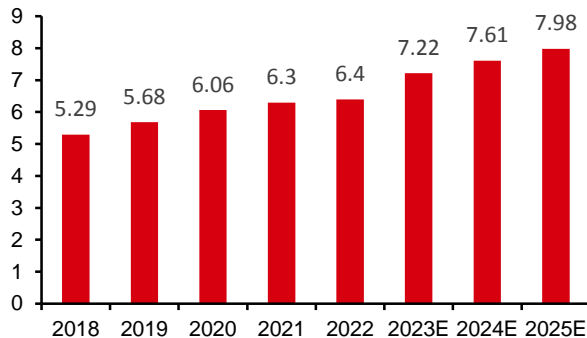
	<10 万	10-20 万	20-30 万	≥30 万	平均维保费用
新能源汽车	400	800	1500	3000	1428
传统汽车	1000	2200	3300	5600	2590

资料来源：F6 汽车科技大数据研究院，中信证券研究部估算

## “车龄老化” + “消费平权”，独立后市场玩家受益

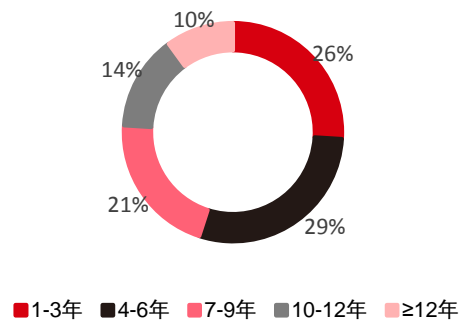
中国乘用车步入“老龄化”阶段，独立后市场玩家受益。根据 F6 大数据研究院《2022 中国汽车后市场维保行业白皮书》（简称“白皮书”），2018 年至 2022 年中国乘用车的平均车龄由 5.29 年增长至 6.4 年，“白皮书”预计到 2025 年乘用车平均车龄将增长至 7.98 年。2022 年，从乘用车车龄的分布结构来看，1-3 年的新车占据了 26%，4-6 年车龄的车辆占比 29%，7-9 年车龄的车辆占比 21%，10 年及以上车龄车辆占比为 24%。随着车龄增加和车辆“残值”的下降，车主会更倾向于从授权经销门店转向独立第三方后市场门店，寻求更低价的维修和养护服务。特别是车龄高于 6 年后，因为 4S 店提供的“售后无忧”一类的服务普遍只覆盖购车的前 6 年。除保时捷、宾利、劳斯莱斯等高价豪华、超豪华品牌之外，6 年以上车龄的乘用车寻求第三方机构保养、小修的概率大大提高。因此车龄结构“老化”意味着 4S 店之外的第三方后市场公司具备更大的业务潜力。

图 3：2018-2025E 中国乘用车平均车龄（单位：年）



资料来源：F6 大数据研究院《2022 中国汽车后市场维保行业白皮书》，中信证券研究部预测

图 4：2022 年中国车龄结构分布



资料来源：F6 大数据研究院《2022 中国汽车后市场维保行业白皮书》，中信证券研究部

**独立车后市场格局分散，品质、价格体系不透明是痛点。**根据罗兰贝格数据，2021 年在全国 58 万家独立第三方维保门店中，占大头的是夫妻老婆店，数量为 38.86 万家，占比 67%；全国连锁店和区域连锁店分别为 5800 家、1.74 万家，占比 1%、3%；近 2 年来，虽然全国性连锁店（如途虎、京东养车等）数量增长，但占比依然非常小。第三方车后市场呈现高度分散的格局。随之而来的是产品、服务标准不明确，价格体系不透明的问题。且大多数消费者对于维修店提供的产品，不具备辨别能力，担心遇到以次充好、不明码标价的情况。

**头部大型连锁的后市场品牌，为消费者提供平衡“价格”与“品质”的选择。**受经济周期影，人们普遍在消费活动中注重质量保障和价格合理性之间的平衡和统一，“消费平权”代替“消费升级”成为了最新的主流趋势。途虎等头部大型连锁后市场品牌，在过去十余年的经营中打下了较为坚实的品牌基础和良好的口碑，公开透明的价格和完善的服务体系给予了消费者选择购买连锁店服务的信心和理由，同时，得益于规模经济效应和自有供应链，连锁店先比品牌授权 4s 店，在价格竞争上具备更高的自由度，提供了质优价廉的选择，以让利消费者达到“双赢”的局面。

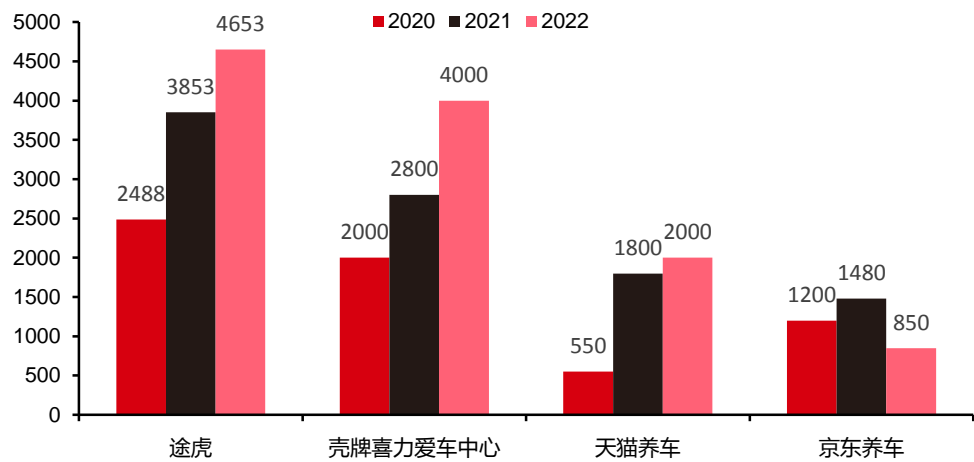


表 3：中国独立后市场门店数量（单位：万家）

	2021A		2025E	
	数量	占比	数量	占比
全国连锁	0.58	1%		
区域连锁	1.74	3%	13.05	29%
其他连锁维修	6.96	12%		
独立修理厂	9.86	17%	8.1	18%
夫妻老婆店	38.86	67%	23.85	53%
总计	58	100%	45	100%

资料来源：罗兰贝格预测，中信证券研究部

图 5：各品牌连锁店门店数量（单位：家）



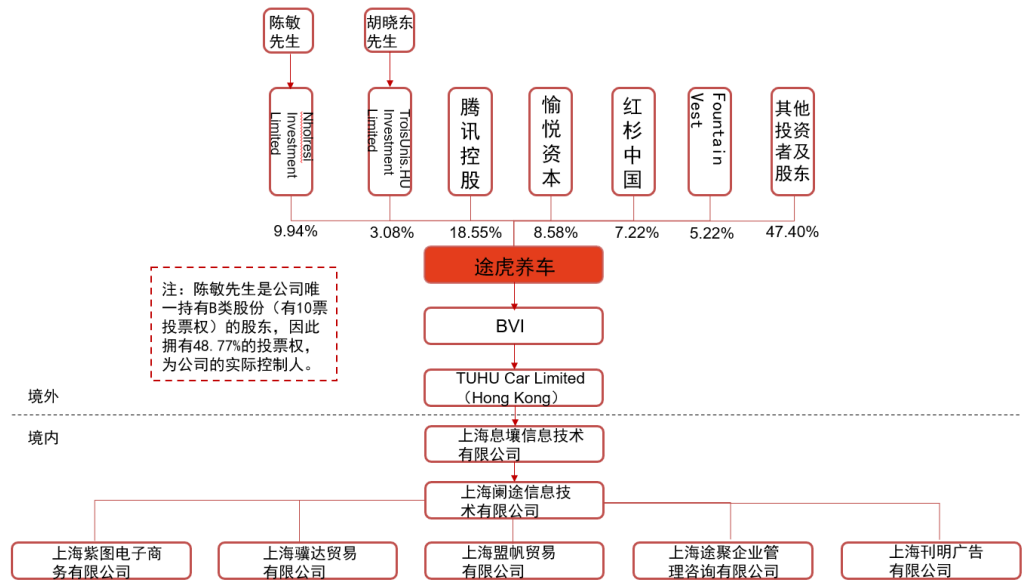
资料来源：公司招股书，中信证券研究部

## 途虎：互联网基因的独立后市场龙头

### 汽车电商的开拓者，解决行业“大而乱”的痛点

途虎养车 2011 年成立于上海，是中国第一个、也是最大的汽车养护电商平台，业务主要包括轮胎、机油、汽车保养、汽车美容、车品等。途虎为用户提供“线上预约+线下安装”的养车服务，并且通过对加盟商的强管控，保障产品质量、服务标准、价格透明。经历 12 年的发展，截止 2023 年 6 月 30 日，途虎在全国已拥有直营和加盟工场店 5,129 家，合作门店 2 万家；累计注册用户达到 1.048 亿人，过往 12 个月交易用户增加 1800 万人。途虎于 2023 年 9 月 25 日在港交所上市，每股发行价 28 港元，净融资额 10.8 亿港元，募集资金用于建设仓储体系完善供应链能力、增强研发团队强化数据分析算法能力、扩大特别是二线及以下城市门店网络和加盟商基础。

图 6：途虎股权结构图（收益权）



资料来源：公司招股书，中信证券研究部

表 4：途虎创始人和高管团队介绍

姓名	年龄	职位	履历
陈敏	42	联合创始人、首席执行官兼执行董事	2003 年 7 月获得中国上海财经大学经济学学士学位。主要负责途虎的整体战略规划、日常业务运营及管理。2005 年 2 月至 2006 年 1 月担任惠普公司软件工程师，2006 年 3 月至 2007 年 12 月任职于车盟(中国)网络有限公司，2008 年 5 月至 2009 年 5 月担任百姓网股份有限公司 IT 运营经理。

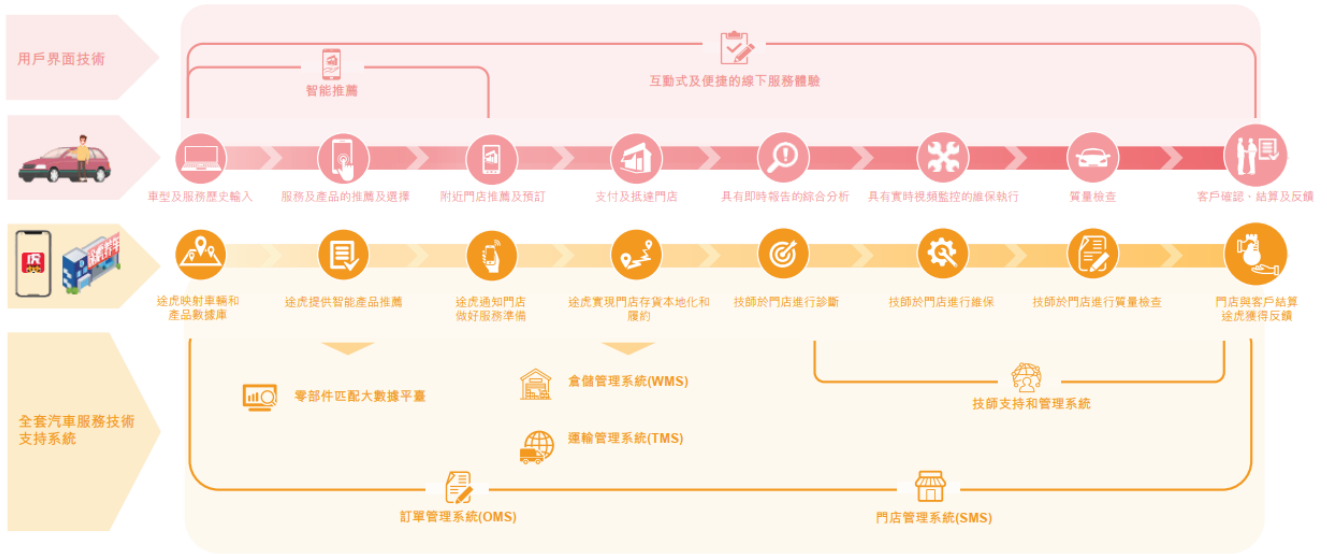
姓名	年龄	职位	履历
胡晓东	 51	联合创始人、总裁兼执行董事	1993年7月获得华北电力大学通信工程专业工学学士学位，1999年9月获得中国上海交通大学通信与信息系统研究生学位。负责途虎业研发方面的整体战略规划。自2006年至2007年在车盟（中国）网络有限公司担任研发总监，2009年至2011年在上海乃嘉软件科技发展有限公司担任业务及系统分析师。
朱炎	 41	联合创始人	2004年7月获得中国上海财经大学管理学学士学位。负责制定途虎新业务拓展策略。2006年7月至2011年7月于玫琳凯（中国）化妆品有限公司上海分公司担任商业分析师。
王玲洁	 39	高级副总裁	在途虎主要管理人力资源部和线下业务开发部；加入公司前，曾为上海享纷享信息技术有限公司联合创始人，并自2014-2015年担任监事；2015-2019年曾担任天津三快科技有限公司人力总监。
张志嵩	 40	首席财务官	2008年10月获得英国卡斯商学院管理学硕士学位。主要负责管理途虎财务部及投资者关系中心。2008年至2014年担任德意志银行经理，2015年至2018年担任花旗环球金融亚洲有限公司副总裁，2018年至2021年担任高盛（亚洲）有限责任公司执行董事。

资料来源：公司招股书，公司官网，中信证券研究部

在“O2O”创业浪潮中途虎诞生，“线上”+“线下”是它最大的特点。

**线上平台：自研管理系统渗透在业务的方方面面。**创始人深知数字化管理对“大而乱”的车后市场的重要性，陈敏与胡晓东也是这方面最早的一批专家；从 Day One 开始，公司遍自研搭建了全套的汽车服务管理系统，包括零部件匹配平台、仓储管理系统、运输管理系统、门店管理系统、技师支持系统等功能。数字化管理的好处举例而言，工场店采用统一的运营和财务交易系统，有助于确保报价的透明；销售给客户的产品，也均来自途虎的备货或者采购自认证零部件供应商，保证工场店所售产品的质量；无论是线上订单还是直接进店客户，均直接向途虎支付，途虎再向工场店结算，最大程度防止“跑冒滴漏”的发生。

图 7：途虎自研的全套汽车服务技术支持系统



资料来源：公司招股说明书

**线下履约：自建物流体系，打造高效供应链。**途虎已经打造了较为完善的履约系统。在仓储设施方面，截至 2023 年一季度末，途虎共运营 39 个区域配送中心（RDC）和 267 个前端配送中心（FDC），物流解决方案覆盖中国 300 多个城市。在 2023 年一季度平均每个月支持接收和运送 2700 万条轮胎和 1300 万其他零部件。自有仓储物流体系提供了高效快速的履约能力，以湖北为例，根据极目新闻的报道，“武汉市内下单，当天就能送货，省内其他区域，大多数也能做到次日达”。除了满足 C 端的订单需求，通过直接向门店供货可以加强对线下服务的掌控。

图 8：途虎养车湖北轮胎车库



资料来源：湖北之声官网

图 9：途虎自有物流车队



资料来源：爱卡汽车官网

### 目前拥有工场店 5000+家，2023 年上半年利润首次转正

加盟店是主要的收入来源，目前数量已突破 5000 家。截止 2023 年 3 月 31 日，途虎开业的工场店共 4,770 家，其中直营门店 160，加盟商门店 4,610 家。从门店分工的角度，自营门店承担着培训展示等功能，加盟店是收入和利润的核心来源，而合作门店对收入的

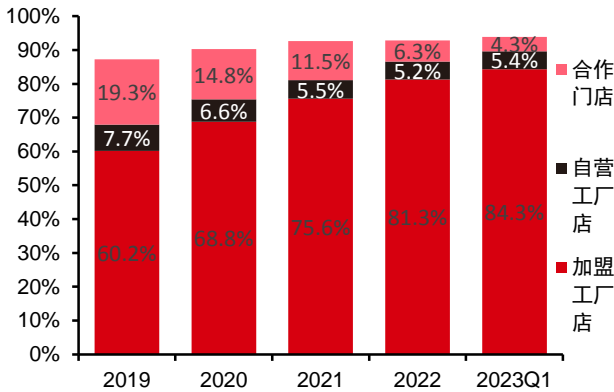
贡献较小，预计以后不会成为发展重点、甚至会有所收缩。2023 年一季度，途虎收入的 84.3%和毛利润的 91.1%来自加盟工场店；160 家自营门店贡献 5.4%的收入和 1.2%的毛利润；另外有 19,624 家合作门店，贡献 4.3%的收入和 2.4%的毛利润。2023 年 6 月 30 日，合计工场店数量已经达到 5,129 家。

表 5：2019 年-2023Q1 途虎各类门店数量（单位：个）

	2019	2020	2021	2022	2023Q1
自营途虎工场店	127	165	195	162	160
加盟途虎工场店	1,296	2,323	3,658	4,491	4,610
<b>自营+加盟门店总数</b>	<b>1,423</b>	<b>2,488</b>	<b>3,853</b>	<b>4,653</b>	<b>4,770</b>
合作门店	18,743	23,285	31,623	20,870	19,624
<b>门店总计</b>	<b>20,166</b>	<b>25,773</b>	<b>35,476</b>	<b>25,523</b>	<b>24,394</b>

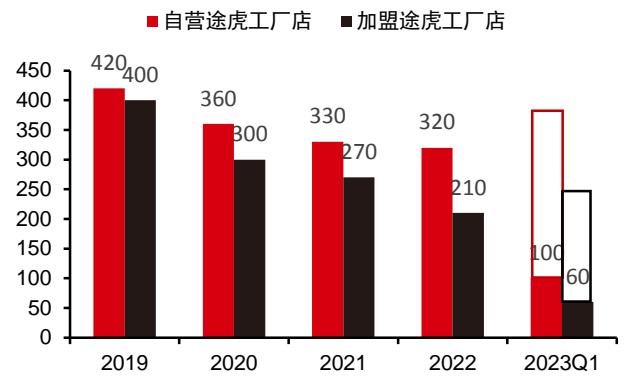
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 10：加盟店、自营店、合作门店收入贡献率



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 11：途虎自营店和工场店单店收入（万元）



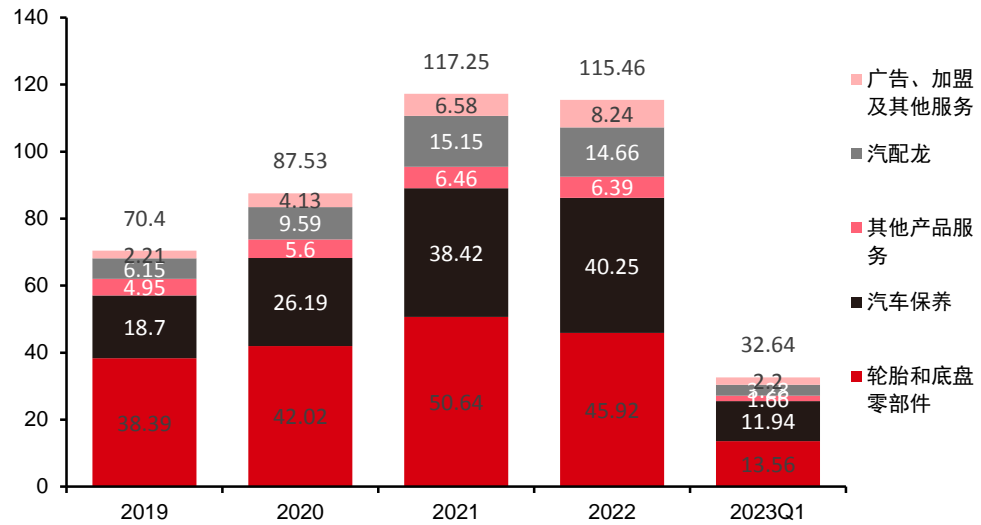
资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：空心柱为\*4 测算年化

2022 年，途虎实现营业收入 115.5 亿元，同比-1.5%。2023 年一季度实现收入 32.6 亿元，同比+9.9%。分业务来看

1) **轮胎和底盘零部件业务**：途虎的业务从轮胎起家，2022 年、2023 年第一季度公司分别出售 1250 万、350 万条轮胎，根据灼识咨询，途虎现已成为中国最大的替换轮胎销售商。“底盘和零部件”业务主要包括轮毂、刹车油、刹车片、助力转向油、减震器等。这部分业务与出行高度相关；2023 年，由于疫情管控带来的出行频率减少，轮胎和底盘零部件的收入从 2021 年的 50.64 亿下降到 45.92 亿元，也是公司 2023 年收入小幅下滑的主要原因。在疫情防控接触后，业务体量恢复增长，2023 年一季度，轮胎和底盘零部件业务收入达到 13.56 亿元，同比增长 11.7%。

2) **汽车保养类业务**：主要包括定期保养（更换机油机滤、空气及燃料滤清器等）、大型保养（更换火花塞及线圈、正时皮带等）。由于汽车的养护一般是定期进行的，即便不开车也需要更换机油，因此这部分业务的稳定性较高。2022 年途虎的汽车保养收入为 40.25 亿元，同比+4.7%；2023Q1 收入实现 11.94 亿元，同比+20.4%。这部分业务较为稳定且毛利率高，2023Q1 毛利率达到 33.2%，是除了加盟费之外毛利率最高的项目。

图 12：2019-2023Q1 途虎收入拆分（单位：亿元）



资料来源：公司招股书，中信证券研究部

- 3) **其他产品和服务**：主要包括汽车美容（车身清洁、内饰清洗、外饰改装、汽车贴膜等）、汽车维修（凹痕维修、喷漆）等。这部分业务收入贡献较少，2023 年 Q1 仅为 5.1%，是未来有机会继续拓展品类的方向。
- 4) **汽配龙**：汽配龙主要提供采购和配送服务。因为客户维保需求对应的零件呈现“长尾”分布，多样性强，对于门店不具备现成库存的产品，汽配龙可以将 FDC（前端物流中心）储备的产品供应给门店。汽配龙虽然直接贡献收入占比仅为 10%，但对途虎的意义非常大，是公司对供应商进行强管控的关键一环。
- 5) **广告、加盟及其他服务**：主要包括①加盟费：根据不同城市线级、不同门店面积等级，3 年的加盟费介于 10~40 万元之间，即平均每年 3.3~13.3 万元；②管理费：有 4 千/月和 8 千/月两档，对应 4.8/9.6 万元每年；部分新门店有半年减免期。③门店利润抽成：对盈利的门店进行 10%的利润抽成，约为门店营收的 1%；④广告服务：在加盟店及线上界面展示商家广告，以时间计费的收入。

表 6：各业务收入占比

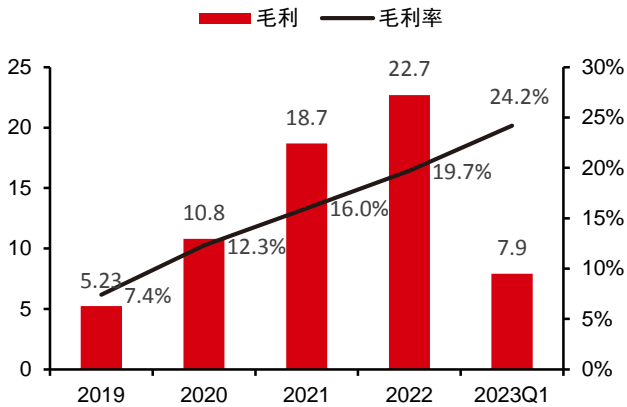
	2019	2020	2021	2022	2023Q1
<b>汽车产品和服务</b>					
轮胎和底盘零部件	54.6%	48.0%	43.2%	39.8%	41.5%
汽车保养	26.6%	29.9%	32.8%	34.9%	36.6%
其他产品和服务	7.0%	6.4%	5.5%	5.5%	5.1%
汽配龙	8.7%	11.0%	12.9%	12.7%	10.1%
<b>广告、加盟及其他服务</b>					
加盟服务	2.4%	3.4%	4.0%	4.8%	5.3%
广告服务	0.7%	0.8%	0.7%	0.5%	0.6%
其他	0.0%	0.5%	0.9%	1.8%	0.8%

资料来源：公司招股书，中信证券研究部



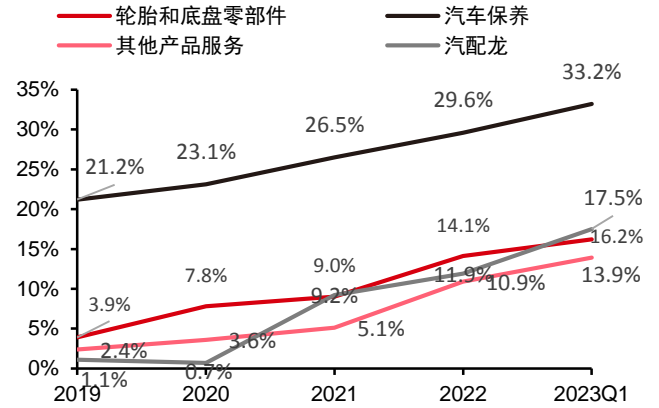
公司毛利率在过去4年间持续稳定提升,从2019年的7.4%提升到2022年的19.7%。2022年,公司归母净利润亏损21.4亿元,调整后净亏损5.52亿元。2023年Q1实现收入32.6亿元,调整后的归母净利润首次扭亏,为0.91亿元,并实现正的经营活动现金流1.84亿元。

图 13: 途虎 2019-2023Q1 毛利情况 (毛利单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 14: 途虎 2019-2023Q1 各项业务毛利率



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

表 7: 途虎净利润/亏损和调整后净利润/亏损情况 (单位: 亿元)

	2019	2020	2021	2022	2023Q1
净利润/亏损	-34.28	-39.28	-58.45	-21.38	-2.79
股份支付	0.95	0.41	1.19	2.19	0.66
可转换可赎回优先股公允价值变动	19.34	29.93	44.41	13.39	2.98
可转换可赎回优先股回购亏损	3.64				
上市开支			0.21	0.28	0.05
调整后净利润/亏损	-10.36	-8.94	-12.64	-5.52	0.91

资料来源: 公司招股书, 中信证券研究部

## ■ 好生意，高壁垒

### 好生意：采取加盟模式挣供应链的钱，稳定性好

途虎采取加盟商模式，加盟商回本周期为 2.5 年。途虎轻资产经营，对加盟商输出品牌、管理、产品（供应链），而加盟商承担资本开支的投入。根据招股书数据和我们的测算，高线、低线城市门店的加盟商开店一次性投入分别为 110、70 万元左右，投资回收期约为 2~2.5 年。我们测算，高线、低线市场单门店年收入达到 300 万元、180 万元，可以实现盈利，具体单店模型可以参考下表。不过在现实中，即便同为高线城市，由于门店的选址、面积、人流量等因素不同，门店之间也存在一定差异。

表 8：途虎加盟店单店 UE 模型（单位：万元、年）

	2022 年	2023Q1	备注
加盟门店平均收入（万元）	210	60	
盈利门店平均利润（万元）	31.05	9.85	
前期投入（万元）		50~80	不含租金
回本周期（年）		2~2.5	为估算

资料来源：公司招股书，中信证券研究部测算 注：盈利门店的平均利润扣除 10% 的利润抽成

途虎和供应链的利益分成中，途虎主要收取：

1) **加盟费**：加盟一次性缴纳 3 年加盟费，根据不同城市线级、不同门店面积等级，3 年的加盟费介于 10~40 万元之间（平均每年 3.3~13.3 万元）；

2) **管理费**：4 千元每月和 8 千元每月两档，折合 4.8 万元每年和 9.6 万元每年；新门店有半年减免期。在过去 2020 年~2022 年，针对新冠疫情带来的运营压力，途虎对管理费进行了一定的减免，每家途虎加盟工场店平均月度管理费用减免约 4,600~5,800 元。

3) **产品及服务毛利**：如果客户通过 APP、小程序等方式线上下单，途虎获得绝大部分的产品毛利，同时仅支付给加盟商较少的工时费用。举例说明，以下数字为假设：客户通过线上下单 2 条轮胎到店更换，轮胎的售价为 800 元/两条，途虎的采购成本为 500 元，那么途虎获得的毛利为 300 元，支付给加盟商较少的工时费（假设 30 元）。如果客户直接进店更换轮胎，没有从线上下单，那么假设还是 800 元/两条的轮胎，在收入发生时实际有两笔交易，途虎先以（假设）600 元的价格卖给加盟商，加盟商再以 800 元的价格销售给客户，此时加盟商获得 200 元毛利，途虎获得的毛利为 100 元。用户无论通过线上还是线下渠道下单，得到的价格相同，只是途虎和加盟商的利益分配有所不同；线上订单途虎留存的利润较多。如果是线下订单且不涉及到任何产品，以纯服务的形式，收取的工时费途虎不参与分成，也不计入途虎的收入，是加盟商 100% 享有。

4) **门店利润的抽成**；途虎对门店的盈利抽成 10%。

图 15：途虎与加盟商的利益分配，按照线上和线下、产品与服务分类示意图



资料来源：公司招股书，中信证券研究部

**产品和服务贡献 80%以上毛利，本质是挣供应链的钱。**虽然加盟费和管理费的收益近乎纯利，但绝对规模并不大，2021、2022、2023 年第一季度“广告、加盟及其他服务”收入金额分别为 6.58、8.24、2.20 亿元，占收入比例仅为 5.6%、7.1%、6.7%；对于毛利的贡献占比分别达到 22.4%、20.9%、20.0%。途虎的盈利核心来源是产品和服务毛利，本质上是将货（机油、轮胎等）铺到加盟商店里来卖，挣“供应链”的钱。模式可以类比加盟模式奶茶店，如蜜雪冰城，通过原材料（植脂末、风味糖浆）的进销价差获利。2022 年，途虎在产品毛利上贡献最多的是汽车保养（油品等），毛利贡献达 11.9 亿元，占比 45%；其次是轮胎和底盘零部件，贡献毛利 6.47 亿元，占比 25%。

表 9：途虎各业务毛利分布（单位：亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023Q1
轮胎和底盘零部件	1.48	3.27	4.56	6.47	2.20
汽车保养	3.96	6.04	10.18	11.92	3.96
其他产品服务	0.12	0.20	0.33	0.70	0.23
汽配龙	0.07	0.07	1.39	1.74	0.57
加盟服务	1.67	3.01	4.74	5.50	1.74
<b>合计</b>	<b>7.30</b>	<b>12.58</b>	<b>21.21</b>	<b>26.33</b>	<b>8.70</b>

资料来源：公司招股书，中信证券研究部

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/135203003310011221>