

2024 年途虎研究报告：IAM 市场龙头_盈利能力持续提升

1.汽车服务标准化的引领者

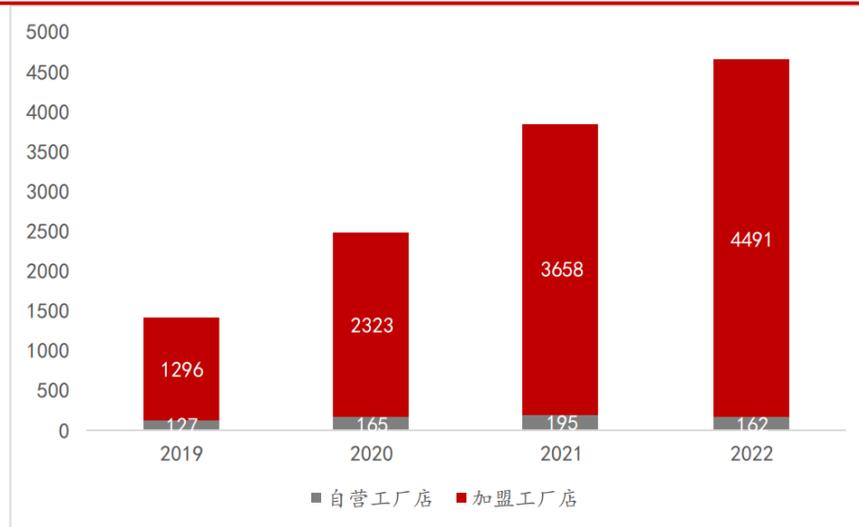
1.1.汽车服务连锁第一品牌，最大股东为腾讯系

公司成立于 2011 年，目前是中国领先的线上、线下一体化汽车服务平台之一，旗舰应用程序【途虎养车】和线上界面累计拥有注册用户数超 1 亿（截止 2023 年），通过线下庞大的门店和技师网络，以及与汽车零配件上游产业链深度合作，为车主提供高品质、标准化的汽车服务，主要包括轮胎和底盘零部件更换、汽车保养、维修、汽车美容等。

1.1.1.门店网络：加盟模式为主，规模全国第一

目前公司拥有三种不同类型门店，包括自营途虎工厂店、加盟途虎工厂店以及合作门店。截止 2022 年底，公司共拥有途虎工厂店 4653 家（其中自营店 162 家、加盟店 4491 家），合作门店 20870 家。一家典型的途虎工厂店面积一般在 300-500 平米，平均汽修工位数在 6 个左右。根据观察者新闻报道，截止到 2023 年底，公司在全国拥有 5909 家途虎工厂店，相较于 2022 年底增加 1256 家，覆盖城市超 300 个，已经成为全中国门店数量最多、覆盖最广的线下汽车服务网络。

图 3 途虎工厂店数量



1.1.2. 股东结构：腾讯为第一大股东

公司股本由 A 类股份和 B 类股份组成，A 类股份持有人享有每股一票投票权，B 类股份持有人享有每股十票投票权。公司控股股东为陈敏先生。公司创始人为陈敏先生，根据 2023 年财报信息，目前陈敏拥有公司 A 类股份比例为 1.6%、B 类股份比例为 8.4%（占 A+B 股比例），合计持股 10%，表决权持股比例为 48.8%。腾讯系为公司第一大股东。根据 2023 年财报信息，目前公司第一大股东为腾讯系，腾讯旗下控股企业意像架构及 Cool Dragon 合计持有 A 类股权（占 A+B 股比例）达 19.4%，为公司第一大股东。

1.2. 主营业务分析

1.2.1. 轮胎及底盘零部件和汽车保养贡献主要收入和毛利

公司目前业务分为两类：1) 汽车产品及服务；2) 广告、加盟及其他业务。汽车产品和服务主要聚焦 4

大方面，分别是轮胎和底盘零部件、汽车保养、其他产品和服务、汽配龙，根据公司 2023 年财报信息，轮胎和底盘零部件、汽车保养、其他产品和服务、汽配龙 2023 年营收分别为 55.53 亿、49.32 亿、7.80 亿和 13.81 亿元。2023 年广告、加盟及其他服务收入合计 9.54 亿元。轮胎和底盘零部件、汽车保养占比总收入的比重分别为 40.8%和 36.3%，为公司收入核心贡献来源。而按毛利口径，轮胎和底盘零部件，汽车保养，广告、加盟和其他服务占比相对较高，分别为 43.2%、26.1%和 21.7%。

轮胎和底盘零部件

公司主要提供轮胎和底盘零部件以及安装服务。公司提供各种品牌和型号的轮胎，由于轮胎具有较高的订单价值，已经成为公司稳定的收入来源。底盘零部件主要包括轮毂、刹车油、刹车片、刹车盘、助力转向油、减震器、减震器顶胶、刹车感应报警线和控制臂等。过去几年，公司轮胎和底盘零部件业务保持稳健增长态势，收入从 2019 年的 38.39 亿元增长至 2023 年的 55.53 亿元，CAGR 达 9.7%。过去几年该业务毛利率呈现快速提升趋势，从 2019 年的 3.9%大幅提升至 2023 年的 17.4%，我们认为主要系规模采购效应、定价能力持续增加以及自有品牌占比不断提升带来的效果。

汽车保养

公司提供的汽车保养项目主要包括液体化学剂（机油、发动机清洗剂、水箱清洗剂、防冻液、空调管路消毒剂等）、蓄电池和保养配件（蓄电池、点火线圈、火花塞、空调滤清器、雨刷等）。近年来，公司汽车保养业务成为收入增长的核心驱动，从2019年的18.70亿元增长至2023年的49.33亿元，CAGR达27.4%，增速高于整体。同时，保养业务毛利率相对更高，且呈现持续提升的趋势，从2019年的21.2%提升至2023年的32.5%。汽车保养毛利率的提升亦与规模采购优势、产品结构优化、自有产品占比提升等相关。

其他产品和服务

其他产品和服务主要涉及：（1）汽车维修，包括轮胎、底盘零部件、汽车玻璃、大灯、保险杠、汽车凹痕维修和喷漆等汽车配件的维修或更换，目前汽车维修带来的收入金额较低；（2）汽车美容，主要包括车身清洁和美容、内饰清洗和美容、外饰改装、汽车贴膜四大类；（3）汽车配件，主要包括电子产品、汽车饰品、公路旅行配件以及其他配件等；（4）自动汽车清洁。其他产品和服务收入占比相对较低，2023年占比仅为5.7%，且过去几年呈现小幅下滑趋势。

汽配龙

汽配龙主要为公司旗下门店以及第三方门店搭建的汽车零配件交易平台，主要是

为了满足直接到店客户产生的需求。汽配龙主要利用广泛分布于 57 个城市的前端配送中心（FDC）和现有供应商网络，同时接触超过 2200 家汽车零部件供应商。汽配龙主要提供两种服务，即时采购服务，以及撮合服务。根据公司招股书披露，按 GMV 计算，2019-2022 年途虎工厂店外部采购比例分别为 8.2%/6.7%/4.7%/3.3%，外采比例持续降低，换言之，公司汽配龙对工厂店的供给能力不断提升，反映出其强大的供应链支撑能力。

广告、加盟及其他服务

除了汽车产品和服务收入外，凭借平台巨大垂直流量及品牌优势，公司还推出了一系列广告、加盟及其他服务（包括新能源创新业务等）。根据公司 2023 年财报，2023 年公司广告、加盟及其他服务收入规模为 9.54 亿元，占总收入的比重为 7%，其中加盟服务（包括加盟费、固定月度管理费及基于利润的分成费用）收入规模达 7.31 亿元，占总收入比重为 5.4%。毛利率方面，广告、加盟及其他服务毛利率高达 80% 以上，主要系广告、加盟等业务成本极低。从毛利占比角度，广告、加盟及其他服务是公司第三大业务板块。

1.2.2.渠道拆分：加盟渠道为收入及毛利核心来源

公司主要基于自营和加盟门店销售产品和提供服务实现收入，针对自营门店这一块，公司承担全部门店的成本支出，同时收入也按从用户收取的费用全口径确认。而

针对加盟方面，公司收入来源主要包括通过加盟店渠道的产品销售、加盟费、固定月度管理费、利润分成等，由于加盟属于轻资产模式，目前加盟渠道成为公司收入及毛利的最主要贡献来源，根据公司招股书披露，2022年加盟工厂店渠道的毛利率达22.4%，远高于其他渠道。

1.3.加盟门店盈利能力强

根据公司招股书，公司加盟协议一般为3年，加盟的初始投入一般在60-70万元左右，加盟门店的平均爬坡期为6个月左右。2019-2022年加盟门店平均年收入分别为400万、300万、270万和210万元（20-22年受影响）。

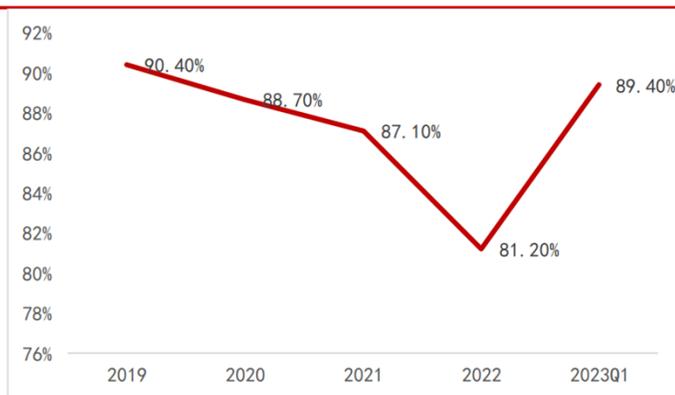
从门店地域分布来看，近年来随着加盟门店的快速扩张以及渠道的进一步下沉，三线及以下城市工厂店数量及占比持续提升，成为门店扩张的核心驱动。

公司掌握客源、货源，对加盟商掌控力强。与传统的加盟模式不同，途虎通过线上平台强势掌控流量和产品采购流程，使得加盟商对平台依赖度显著高于其他加盟品牌。同时，在客户交易结算前，门店不承担存货，降低了加盟商经营风险，且加盟门店不设定每月最低销售目标，进一步增强了平台对加盟商的吸引力。加盟商的收入来源主要为服务费及产品销售分成。根据公司招股书，若加盟店

订单来自线上，则加盟门店收入为用户提供线下履约服务产生的服务费：用户先将包含产品+服务的款项支付给途虎平台，平台再将服务费部分支付给加盟工厂店；若加盟店的订单来自线下（客户到店下单），则视为门店自身流量，公司向加盟店分享部分产品收入。加盟商向途虎支付的费用主要包括：（1）加盟费（加盟协议一般为3年，收取加盟费为10-40万元区间）；（2）固定月度管理费（2019-2022年每家途虎工厂店平均每月固定管理费分别为5862元、5454元、5503元和4689元）；（3）基于利润的分成费用（一般为加盟店经营利润的10%）。

加盟店盈利门店占比近90%，加盟商盈利情况良好。根据公司招股书，2019-2022年，经营达半年以上加盟门店中，向公司支付基于利润分成的门店占比（换言之，门店层面已经实现盈利）分别90.4%/88.7%/87.1%/81.2%，23Q1（后）占比提升至89.4%。公司加盟业务收入中，经营分成收入占比由2019年的24%提升至2022年的26%，由0.39亿元增长至1.41亿元。

图 22 支付经营利润分成加盟店占比



我们测算加盟店投资回收期为 2.1 年。根据我们对加盟店盈利模型的核心假设为：1) 根据公司招股书，2022 年平均加盟店收入贡献为 210 万元，扣除平均每间加盟店的加盟收入为 198 万元，平均直营店收入贡献为 320 万元，我们假设两者差额为途虎支付给加盟商的服务费以及销售分成，即加盟门店年收入为 122 万元（未考虑汽配龙业务影响）；2) 租金方面，根据公司官网，门店面积为 300-800 平米，我们假设门店面积为 500 平米，租金为 1 元/平/天；3) 我们假设加盟费为 20 万/年，在 3 年内直线摊销；4) 我们假设固定管理费为 5000 元/月。根据我们的核心假设，途虎加盟店约 2.1 年实现回收投资。

1.4.财务分析：2023 年首次扭亏，盈利能力快速改善

门店数量带动收入增长。2019-2023 年途虎工场店数量从 1423 家扩张至 5909 家门店，复合增速为 43%。随着途虎工场店以及合作门店的扩张，收入由 2019 年的 70 亿元逐步增长至 2023 年的 136.01 亿元人民币，复合增速为 17.9%。

2023 年经调整净利润首次转正，达 4.81 亿元。利润层面，经调整净利润（NonGAAP）于 2023 年首次转正，达到 4.81 亿元，主要系公司产品结构不断优化（毛利率显著提升 5pct）、规模效应下运营费用率持续降低（销售费用率、营运费用率等持续降低）等影响。2023

年公司经调整后净利润率水平达 3.5%。毛利率显著提升、费用率不断优化，毛利率持续提升成为公司盈利改善的核心驱动。随着产品结构、上游供应商议价能力的持续强化，公司近年来综合毛利率大幅提升，从 2019 年的 7.4% 提升至 2023 年的 24.7%。此外，规模效应下，公司销售费用率亦呈现下降趋势，从 2019 年的 14.8% 下降至 2023 年的 12.6%。经营净现金流 2023 年大幅转正。2023 年公司实现经营净现金流 10.21 亿元，同比大幅转正。

2. 汽车服务市场未来连锁化潜力巨大

2.1. 存量经济时代，汽车服务市场规模超万亿

根据灼识咨询以及公司招股书报告，2022 年我国汽车服务市场（包含汽车维修及保养、汽车清洁、汽车美容以及骑车配件）规模已经达到人民币 1.2 万亿元。预计 2023-2027 年复合增长率为 9%。汽车服务市场持续增长的核心驱动主要来自：（1）汽车保有量仍有提升空间。根据招股说明书，截止 2022 年底，我国乘用车保有量达 2.74 亿量，居世界第一。但目前我国每千人乘用车保有量仅为 194 辆，显著低于美国每千人 796 辆和欧盟每千人 563 辆乘用车水平，未来仍有较大增长空间。（2）车龄持续增加。根据招股说明书，截止 2022 年，我国乘用车平均车龄为 6.2 年，远低于美国的 12.2

年和欧盟的 12.3 年，预计到 2027 年，我国平均车龄将达到 8.0 年。同时，我国车主在汽车服务上的年均支出为 650.6

美元，低于美国 1349.1 美元和欧盟的 875.1 美元。车龄持续增加 将导致更为频繁的保养和维修需求，以及车主更加倾向于高性价比的产品和服务。

2.2.IAM 有望成为未来汽车后市场的主流参与者

DIFM 模式占据我国汽车服务市场绝对主导地位。传统汽车服务市场模式主要分为 DIFM（为我服务）和 DIY（自助服务）两种模式，美国市场 DIY 模式占据一定比重，根据汽车服务世界报道，2016 年美国汽车服务市场 DIY 模式占比 20%。而我国由于人口密度高、缺少家庭车库、工具等必要资源，车主更倾向于 DIFM 满足汽车服务需求，换言之，我国汽车市场 DIFM 模式占据绝对主导地位。IAM 渠道有望成为汽车市场的主流参与者。我国汽车服务市场主要分为两种渠道，一种是获得授权的经销商渠道（如 4S 店），另一种是 IAM 渠道（独立的后市场服务供应商）。根据公司招股书，2022 年我国约有 3.4 万家授权经销商门店和 86.2 万家 IAM 门店，分别占我国汽车服务市场的 53.6%和 46.6%（按 GMV 测算），IAM 按门店数量计量占据绝对领先地位，但按 GMV 规模却只有一半不到。我们认为未来 IAM 渠道占比或将持续提升，主要原因系：（1）IAM 渠道呈现更高的产品性价比。授权经销商渠道汽车零配件通常来自汽车 OEM 售后部门，一般出厂价和加价率较高。而经销商门店，由于自

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/588043042113006075>