

途虎-W (09690)

证券研究报告

2024年10月28日

制造型零售提升盈利，轻资产下沉支撑扩张

深耕 13 年，车后服务龙头

公司 2011 年成立，以轮胎销售起家，2014 年，途虎正式推出途虎养车 APP，将线上电商平台与线下服务门店相结合，打破了传统汽车服务行业的局限，为用户提供了便捷的一站式服务体验。通过轻资产加盟模式，迅速拓店发展。经过十三年的深耕，途虎已经成为国内头部车后服务商，拥有超过 6300 家工场店，服务门店数量领先同行业。

中国汽车后市场：高速增长的蓝海，O2O 模式引领产业升级

中国汽车后市场服务行业呈现高速增长态势，2018-2022 年 CAGR 达 10.1%。驱动因素：1) 乘用车保有量持续攀升，2022 年达 2.74 亿辆；2) 平均车龄延长，预计 2027 年达 8.0 年；3) 新能源汽车渗透率快速提升，2023 年市占率达 31.6%；4) 市场以 DIFM 模式为主导，但市场高度分散，仅 4.8% 为连锁店。由于法规限制改装，加之新能源汽车的普及，使得车后服务市场更加侧重于提供专业的维修服务而非 DIY。O2O 模式通过供应链整合，有效提升车后服务效率。对标北美市场，2022 年中国车均年度开支仅 651 美元，远低于美国的 1,349 美元。乘用车保有量和车龄增长，新能源汽车普及，将推动汽车服务市场增长，预计行业集中度将提高。

持续市场领先，中长期空间广阔

途虎养车通过线上线下一体化服务模式，实现快速扩张，24H1 新开超过 400 家门店，服务网络覆盖全国。技术驱动下，2023Q1，工位日均服务周转率达 2.2，远高于截止到 22 年底行业平均 1.1 的周转率。直采和自有品牌策略带来高周转高毛利，2023 年自有自控产品收入占汽车产品和服务收入的 25.9%，2024H1 毛利率 25.9%。标准化服务带来高复购，用户增长显著，月均用户数同比增长 40%+，注册用户达 1.26 亿，交易用户 2140 万，同期实现了 18.8% 的增长。

互联网巨头角逐激烈，公司优势显著

途虎养车在互联网巨头竞争中展现强劲增长势头，以超 6300 家门店和 1.26 亿注册用户领先同行业。公司通过轻资产模式迅速扩张，尤其在下沉市场取得显著成效，乘用车保有量超过两万辆的区县覆盖率已接近 65%。通过早期移动互联网布局和与腾讯合作，构建起强大的用户流量池，同时通过抖音等自媒体平台上的宣传矩阵和直播带货等新渠道，规模、流量优势显著。此外途虎在新能源服务领域表现突出，用户渗透率提升至 8.4%，新能源用户数量稳居行业第一。2024 年上半年，途虎工场店申请量全域大增，同比增加 22%，尤其在下沉市场，在东北和西北部地区开店意向是去年同期的 2.5 倍，24H1 新开门店 402 家，加盟商盈利比例高达 90%，加盟商获利成为途虎增长的次生动力。

投资建议：我们认为车后服务市场空间广阔，途虎下沉市场增长势头迅猛，营收规模有望随着门店数量的提升持续扩大，门店触达提高，服务强化复购，采购议价形成前端价格优势，产品结构持续改善，自有产品逐年占比提升，有望带来毛利率每年 1~2pct 提升，规模、产品、服务形成综合品牌竞争优势。预计途虎 2024~2026 年的营收分别为 146 亿/160 亿/176 亿元人民币，经调整净利润分别为 7.33 亿元/11.39 亿元/15.30 亿元，对应 PE 为 22/14/10 倍。以美国车后服务龙头为可比公司，25 年行业平均 PE 为 18 倍，给予途虎 2025 年 18 倍目标 PE，对应目标市值 224 亿港元，目标价 27.59 港元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：宏观需求不及预期，行业竞争加剧，新能源车重分配产业链价值，门店网络扩张不及预期，跨市场选取可比公司，统计误差。

投资评级

行业 非必需性消费/专业零售

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 21.25 港元

目标价格 27.59 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	811.95
港股总市值(百万港元)	17,253.87
每股净资产(港元)	6.25
资产负债率(%)	60.81
一年内最高/最低(港元)	37.70/9.01

作者

何富丽 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521120003
hefuli@tfzq.com

邵将 分析师
SAC 执业证书编号: S1110523110005
shaojiang@tfzq.com

来舒楠 分析师
SAC 执业证书编号: S1110524070009
laishunan@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 深耕十三年，打造车后服务龙头.....	5
1.1. O2O 破局，深耕车后服务市场.....	5
1.2. 互联网基因驱动快速发展.....	6
1.3. 业绩稳健，盈利能力提升.....	7
2. 从 DIFM 主导到新能源机遇的万亿市场.....	9
2.1. DIFM 模式主导是中国车后服务市场基本特征.....	9
2.2. 中国车后服务市场增长空间大.....	12
2.3. 新能源车渗透率提升成为车后服务市场增长第三极.....	14
2.4. 对标北美市场，竞争格局有望进一步集中.....	16
3. 制造型新零售铸就高效益运营.....	17
3.1. 线上线下一体化+加盟实现快速扩张.....	17
3.2. 底层自研技术+数字化仓储物流体系助力运营效率提升.....	19
3.3. 直采+自有品牌带来高周转高毛利.....	20
3.4. 标准化服务带来复购.....	21
4. 互联网巨头激烈角逐，途虎养车领跑.....	22
4.1. 互联网巨头加码，行业格局初步形成.....	22
4.2. 规模、流量优势显著.....	24
4.3. 行业竞争加剧，加盟商获利是增长的次生动力.....	27
5. 盈利预测与投资建议.....	28
5.1. 盈利预测.....	28
5.2. 投资建议.....	29
6. 风险提示.....	30

图表目录

图 1：途虎商业模式.....	5
图 2：公司发展历程.....	6
图 3：公司股权结构（截止 23 年末）.....	7
图 4：公司营收及毛利维持增长.....	8
图 5：公司经营利润、归母净利、经调净利均转正.....	8
图 6：公司毛利率稳步提升，经营利润率、归母净利率、经调整净利率转正.....	8
图 7：分业务营收.....	9
图 8：分业务毛利率.....	9
图 9：公司三项费用率.....	9
图 10：现金及等价物期末余额.....	9
图 11：中国汽车服务产业链.....	10
图 12：车后市场以及 IAM 和 4S 店市场规模预测图.....	11
图 13：途虎模式与传统车后服务对比.....	12

图 14: 中国汽车服务市场规模占比 (按 GMV 计)	12
图 15: 中国汽车服务各服务类型市场规模增速	12
图 16: 中外汽车使用寿命对比	13
图 17: 中国乘用车保有量	13
图 18: 中国分城市层级汽车保有量 (截止到 2022 年底)	14
图 19: 中国新能源车渗透率	14
图 20: 不同类型汽车保养及维护年度开支对比 (假设燃油车为 100)	15
图 21: 美国汽车保有量	16
图 22: 美国汽车千人拥有量	16
图 23: 北美四大连锁维修商市场占有率 (2023 年)	17
图 24: 途虎与北美四大车后服务商毛利率对比	17
图 25: 途虎与北美四大车后服务商净利率对比	17
图 26: 途虎不同来源订单收入确认方式	18
图 27: 公司 B 端收入构成	18
图 28: 公司 C 端收入构成	18
图 29: 途虎全套汽车服务技术支持系统	19
图 30: 公司仓配网络	19
图 31: 公司数字洞察	20
图 32: 2023 年公司不同产品占汽车产品和服务收入的占比	21
图 33: 途虎工场店外采比例 (按 GMV 计)	21
图 34: 途虎八步服务流程	21
图 35: 途虎服务流程	22
图 36: 用户数量及复购贡献	22
图 37: 途虎新能源用户渗透率	24
图 38: 中国车后服务厂商门店数 TOP25 对比 (单位: 个)	24
图 39: 途虎养车、京东养车、天猫养车一线及以上城市门店数统计 (单位: 个, 截止到 240815)	25
图 40: 途虎工场店分城市层级数量 (单位: 个)	25
图 41: 公司不同渠道订单收入贡献率	26
图 42: 微信“出行服务”入口	26
图 43: 抖音官号、抖店、直播、团购入口	26
图 44: 快手官号、直播等入口	27
图 45: 小红书官号、商店入口	27
图 46: 加盟途虎工场店数量及盈利门店比例	28
表 1: 公司高管背景	6
表 2: 汽车服务商比较	10
表 3: 中国关于车后服务业相关政策	13
表 4: 新能源汽车与燃油汽车的保养及维护服务比较	15
表 5: 北美四大汽车服务商对比	16
表 6: 途虎单店模型	20

表 7: 国内主要 O2O 汽车服务商对比 (截止到 2024 年 8 月)	23
表 8: 途虎养车、京东养车、天猫养车 2024 招商政策对比.....	27
表 9: 关键假设.....	29
表 10: 可比公司.....	30

1. 深耕十三年，打造车后服务龙头

1.1. O2O 破局，深耕车后服务市场

自 2011 年成立以来，途虎养车经过 13 年的迅速发展，已经跃升为中国领先的综合性汽车服务平台。起初，公司以销售轮胎和合作店模式切入市场，逐步拓展业务领域。到 2013 年，公司已在全国建立了超过 4,000 家合作门店，并扩展了保养服务、机油销售以及底盘零部件销售等业务。2014 年，公司发布了途虎养车 APP，进一步提升了用户体验。2016 年，途虎养车推出了自己的工场店。到了 2020 年，途虎养车在中国的服务门店数量已位居所有汽车服务供应商之首。2023 年，公司总营收达到 136 亿元，2023 年 9 月 26 日，途虎养车正式在香港联合交易所主板上市，标志着公司进入了一个新的发展阶段。截至 2024 年上半年末，途虎养车的工场店数量已超过 6300 家，APP 注册用户数也突破了 1.26 亿大关。公司专注于 O2O 模式，通过整合配件流通渠道商和服务网络，简化上游供应链，整合下游需求，提供线上线下一体化透明的汽车养护服务，解决行业痛点。

图 1：途虎商业模式



资料来源：公司公告、天风证券研究所

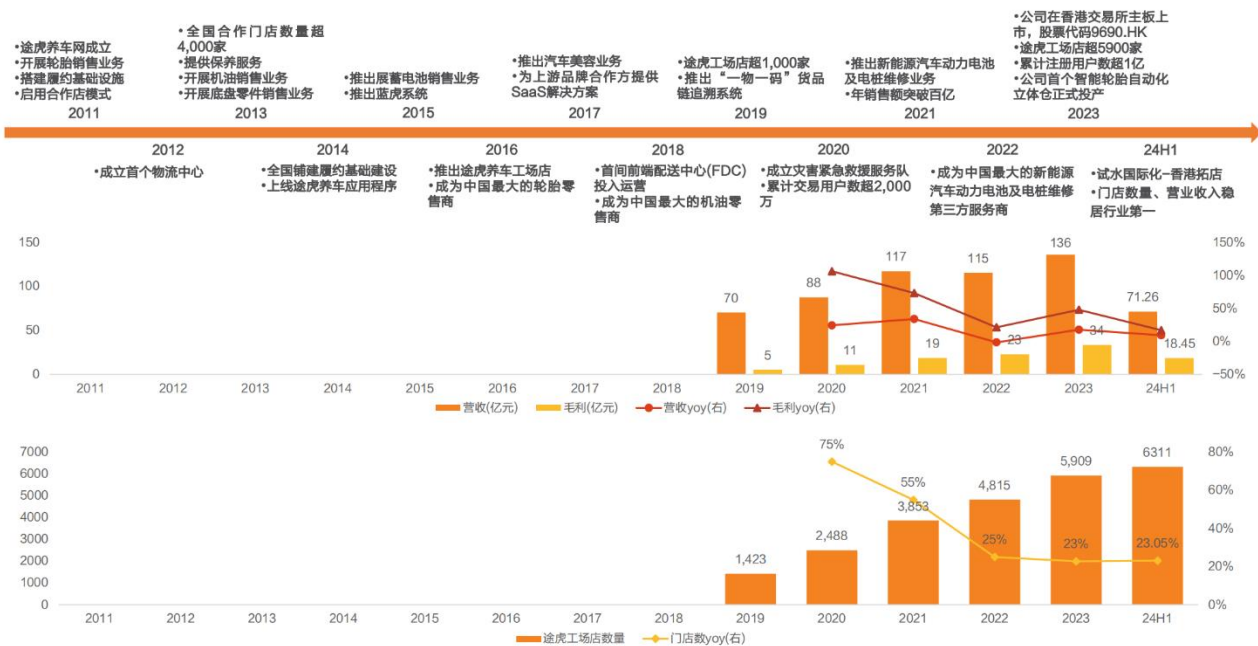
途虎养车发展史大致可以分为三个阶段：

第一阶段是电商时期（2011-2013）：2011 年，途虎养车网成立，最初定位为纯线上零售平台，开展轮胎销售业务。通过线上销售和线下安装相结合的方式，提供便捷的轮胎购买服务。为了完善这一模式，公司采用了合作店模式，与线下门店合作，由途虎派单，门店负责完成最终的安装服务。2012 年，公司在上海设立物流中心，以增强江苏及上海地区的配送能力。到 2013 年，途虎的合作门店数量已超过 4,000 家。

第二阶段是发力线下供应链+门店（2015-2020）：2014 年，公司将品牌名称从“途虎养车网”升级为“途虎养车”，并推出途虎养车 App，转向 B2C+B2B 模式。2015 年，推出蓝虎系统，实现门店管理标准化和数字化。2016 年，公司开设首家工场店，采用轻资产加盟模式，提升线下服务质量，并成为中国最大的轮胎零售商。2018 年，与埃克森美孚、普利司通及佳通轮胎建立战略合作关系，同年并成为中国最大的机油零售商。2019 年，与博世及朝阳合作，实施一物一码系统，并在 App 上使用人工智能进行定制化推荐。到 2020 年，公司累计交易用户数超过 2,000 万，服务门店数量在中国排名第一。

第三阶段是新能源汽车创新期（2021 至今）：自 2021 年起，公司围绕新能源汽车的痛点和需求，推出动力电池及电装维修业务，并与零跑汽车及北汽极狐等主要供应商合作，提供面向新能源市场的专属服务。据公司公告，2022 年，途虎养车成为中国最大的动力电池维修第三方服务商，完成约 20,000 笔电池服务订单。2023 年，途虎养车工场店数量超过 5,000 家，累计注册用户超过 1 亿，2023 年 9 月 26 日，途虎养车正式在香港联合交易所主板上市，并首次转亏为盈利，全年净利润约为 67 亿元。截止到 2024 年 6 月底，途虎养车工场店的数量已经超过 6300 家，服务门店数量领先同行业。

图 2：公司发展历程



资料来源：Wind、公司公告、业绩发布会、天风证券研究所

1.2. 互联网基因驱动快速发展

公司的联合创始人，董事会主席，首席执行官陈敏先生，负责整体战略规划和日常运营管理，拥有超过 18 年的软件开发及数据管理经验和 12 年的汽车服务市场经验。胡晓东先生，联合创始人、总裁兼执行董事，专注于业务研发和战略规划，拥有丰富的工程领导和系统分析经验。姚磊文先生，非执行董事，负责向董事会提供专业建议，目前担任腾讯投资部副总经理，并在多家香港联交所上市公司担任非执行董事，具有丰富的投资管理经验。颜惠萍女士，独立非执行董事，主要负责监督和提供独立判断，现任中通快递首席财务官，拥有丰富的财务管理经验。奉玮先生，独立非执行董事，主要负责监督和提供独立判断，现任蔚来集团首席财务官，具有丰富的企业管治知识和经验。管理团队通过专业知识和领导才能，推动公司在快速发展的市场中保持领先地位。

表 1：公司高管背景

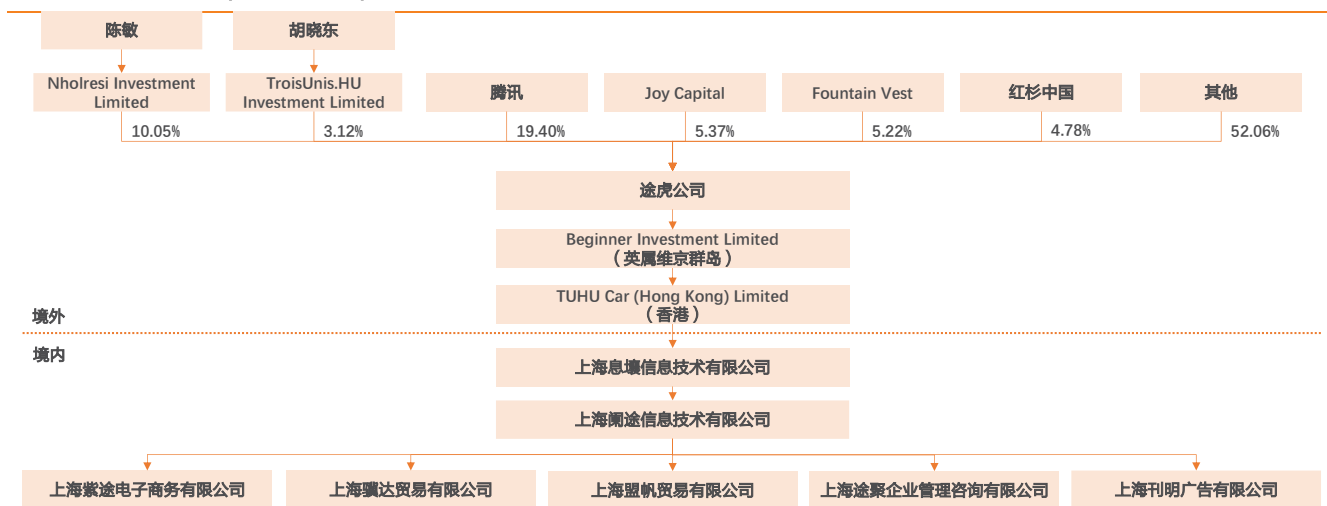
姓名	职务	年龄	职责	履历
陈敏	联合创始人、 董事会主席、 首席执行官兼执行董事	43	负责整体战略规划，重大决策	软件开发及数据管理领域拥有超过 18 年的经验，并在汽车服务市场及业务数据分析方面积累了逾 12 年的经验。毕业于中国上海财经大学，获得经济学学士学位
胡晓东	联合创始人、 总裁兼执行董事	52	业务的研发和整体战略规划	在工程领导和系统分析方面有丰富的经验，曾任车盟（中国）网络有限公司研发总监。毕业于华北电力大学，获得通信工程专业工学学士学位，并完成了上海交通大学通信与信息系统研究生课程
姚磊文	非执行董事	41	负责向董事会提供专业建议、意见及指引	姚先生目前担任腾讯投资部副总经理，并在多家香港联交所上市公司担任非执行董事。拥有丰富的投资管理经验，毕业于中国对外经济贸易大学，获得经济信息管理学士学位及金融学硕士学位，并在法国欧洲工商管理学院获得工商管理硕士学位

颜惠萍	独立非执行董事	57	负责监督并向董事会提供独立判断	现任中通快递首席财务官，曾在多家跨国公司担任重要职务。毕业于上海外国语大学，并获得夏威夷太平洋大学工商管理学士学位，是美国注册会计师和特许国际管理会计师
奉玮	独立非执行董事	44	主要负责监督并向董事会提供独立判断	现任蔚来集团首席财务官，曾在多家知名金融机构和企业担任高级管理职务，具有丰富的企业管治知识和经验。他毕业于清华大学，获得汽车工程系工程学士学位，并获得德国亚琛工业大学与清华大学联合颁授的汽车系统工程硕士学位
王玲洁	高级副总裁、首席运营官	40	负责公司人力资源及线下业务开发	首席运营官，自 2024 年 3 月起担任此职务。加入本集团前，曾任天津三快科技有限公司（美团的附属公司）人力资源总监，参与创立上海享纷享信息技术有限公司并担任监事，还曾在盛大计算机(上海)有限公司和携程计算机技术(上海)有限公司的人力资源部门担任重要职务
张志嵩	首席财务官	41	负责公司财务及投资者关系	首席财务官，自 2022 年 7 月起担任此职务，之前曾担任本集团首席财务官兼高级副总裁。加入本集团前，曾在高盛(亚洲)有限责任公司担任执行董事，还曾在花旗环球金融亚洲有限公司、Merrill Lynch(Asia Pacific) Ltd.和德意志银行担任管理职位

资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

公司股份分为 A 类和 B 类两种。在公司股东大会上，除涉及保留事项的决议案外（每股一票），B 类股份每股拥有十票投票权，而 A 类股份每股拥有一票投票权。公司控股股东为创始人陈敏先生，根据招股书信息，陈敏先生持有约 1200 万股的 A 类股份，约 6900 万股的 B 类股份，合计持有公司股份 10.05%，投票权合计 48.8%。途虎 IPO 前的投资机构实力强大，包括腾讯、愉悦资本、Fountain Vest、红杉中国等大机构股东。公司目前的第一大股东为腾讯系，占 A+B 股总比例的 19.4%。

图 3：公司股权结构（截止 23 年末）

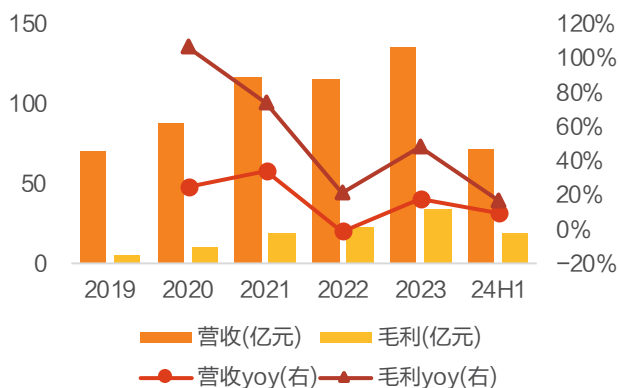


资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.3. 业绩稳健，盈利能力提升

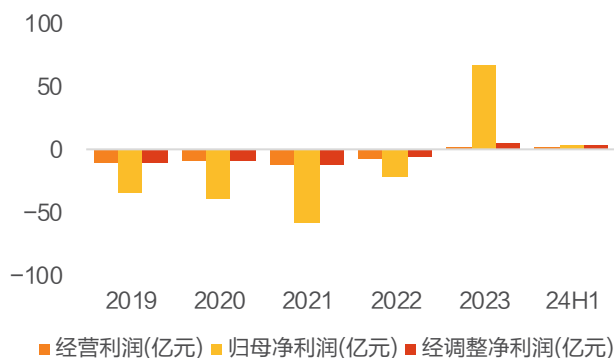
2023 年，依托中国经济的复苏，途虎保持了良好的增长态势，实现全年总收入人民币 136 亿元，2019 年至 2023 年期间，公司营业收入从 70.4 亿元稳步增长至 136 亿元，显示出稳定的增长趋势。尽管 2022 年收入略有下降，但整体向上趋势明显。与此同时，销售成本相对平稳，毛利润显著增加，从 2019 年的 5.2 亿元增长至 2023 年的 33.6 亿元，显示出公司在控制成本和提升盈利能力方面取得了显著成效。毛利率逐年提升，从 2019 年的 7.43% 增加到 2023 年的 24.70%，进一步证明了公司的经营效率和盈利能力的提升。

图 4：公司营收及毛利维持增长



资料来源：公司公告、天风证券研究所

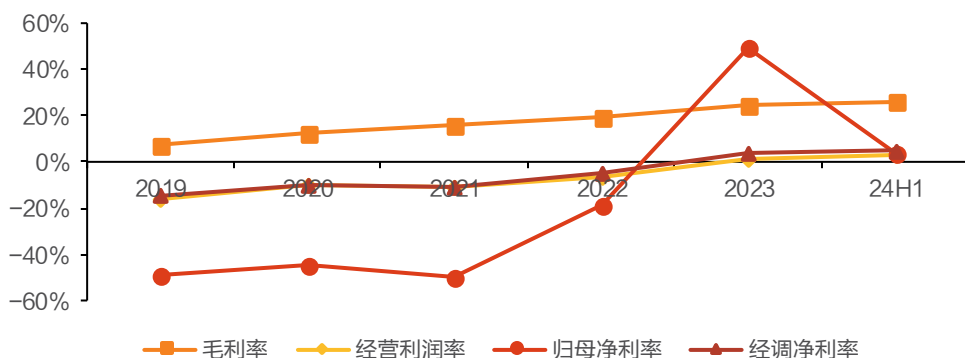
图 5：公司经营利润、归母净利、经调净利均转正



资料来源：iFind、公司公告、天风证券研究所

从 2019 年到 2023 年，公司财务状况显著改善，营业利润从-11.35 亿上升至 1.62 亿，毛利率从 7.43% 提升至 24.70%。归母净利润从-34 亿增至 67 亿，净利润显著增长的重要原因是可转换可赎回优先股公允价值变动。2023 年报数据显示，途虎在 2023 年录得可转换可赎回优先股公允价值变动的收益为 64.65 亿元，对比 2022 年为-13 亿元。从 2019 年到 2023 年，经调整净利润也从-10.36 亿改善到 4.81 亿，经调整净利润率从-14.72% 提高到 3.54%。整体来看，公司有效的成本控制和收入增长策略带来了显著的财务改善。

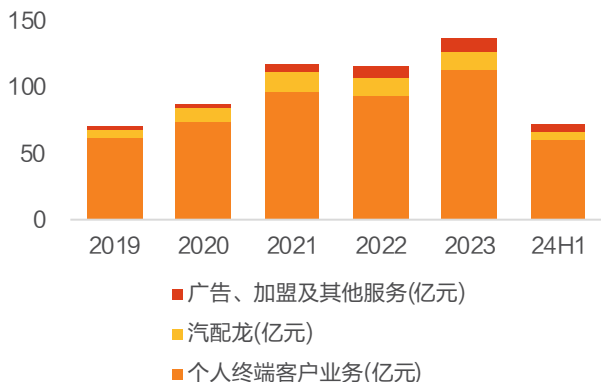
图 6：公司毛利率稳步提升，经营利润率、归母净利率、经调整净利率转正



资料来源：iFind、公司公告、天风证券研究所

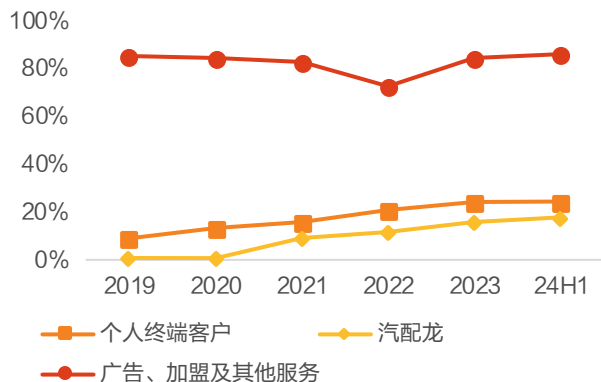
途虎的业务模式以个人客户为核心，专注于汽车售后市场，业务结构稳定。公司主要通过销售汽车产品和提供相关服务获取收入。2019 年至 2024 年上半年，这些业务占总收入的 90% 以上，其中个人客户贡献了 80% 以上。从 2019 年到 2023 年，个人终端收入从 62.04 亿增长到 112.65 亿，毛利率从 8.96% 提升至 23.82%；汽配龙收入从 6.15 亿增加到 13.81 亿，毛利率从 1.14% 上升到 16.02%；广告、加盟及其他服务收入从 2.21 亿增长至 9.54 亿，毛利率虽然波动但总体回升至 84.14%。整体来看，个人终端和汽配龙业务表现强劲，显示出显著的增长和盈利能力提升，广告、加盟及其他服务业务收入增长迅速，充分体现了公司品牌的强大效应。

图 7：分业务营收



资料来源：公司公告、天风证券研究所

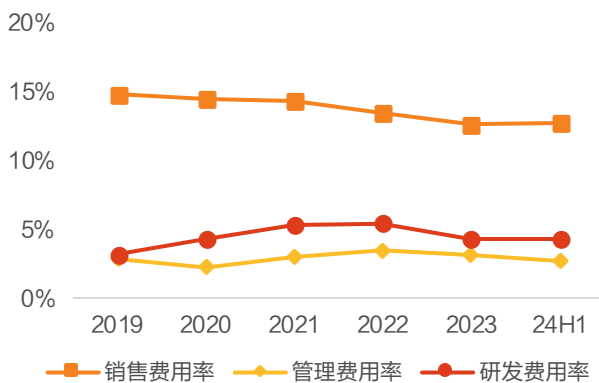
图 8：分业务毛利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

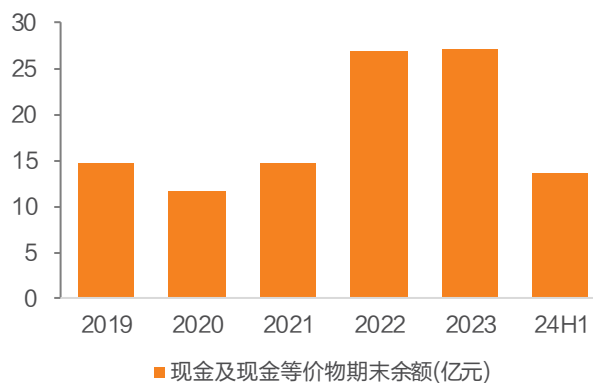
截至 2024 年上半年末,公司的三项费用率均有小幅度下降,研发费用率从 2022 年的 5.38%, 下降至 4%,销售费用率从 2022 年的 13.36%,下降至 12.74%;管理费用率从 2022 年的 3.46%, 下降至 2.61%;公司现金余额为 13.56 亿元,此外,考虑到原油等原材料价格波动通常会引 起整个行业的价格调整,公司具备灵活的定价能力,可以及时调整产品价格。公司的库存 周转期约为 60 天,库存积压风险较低,存货减值由 2022 年的 7769.8 万减少到 2023 年 1601 万,预计未来整体经营性现金流将保持稳定且可控。总的来说,2023 年,公司通过有效的 存货管理和成本控制,不仅实现了财务的稳健增长,还巩固了运营稳定性。这些成就为未 来的持续发展奠定了坚实的基础。

图 9：公司三项费用率



资料来源：wind、天风证券研究所

图 10：现金及等价物期末余额



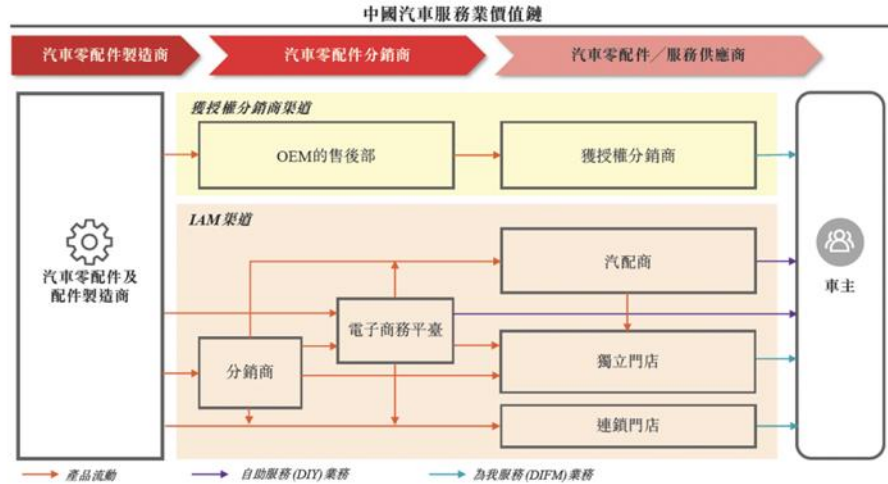
资料来源：iFind、天风证券研究所

2. 从 DIFM 主导到新能源机遇的万亿市场

2.1. DIFM 模式主导是中国车后服务市场基本特征

中国的汽车服务市场以 DIFM 模式为主导,在服务模式方面,中国汽车服务市场以“为我 服务”(DIFM)模式为主导。与“自助服务”(DIY)模式不同,DIFM 模式下,消费者到汽 车服务网点购买零配件并享受专业服务。由于人口密度高、缺乏车库和工具等资源,中国 车主更倾向于使用一站式 DIFM 服务来满足汽车服务需求。因此,中国客户非常依赖汽 修店提供的安装服务及专业知识。

图 11：中国汽车服务产业链



资料来源：公司公告、灼识咨询、天风证券研究所

中国的汽车服务价值链包括两个主要渠道：授权经销商渠道和独立的后市场服务供应商（IAM）渠道。2022年，中国约有3.4万家授权经销商和86.2万家IAM门店，分别占市场的53.6%和46.4%（按GMV计）。授权经销商通常从汽车OEM售后部门采购零配件，这些零配件价格较高，并且经销商的运营成本也较高，因此，他们的服务费用相对较高。

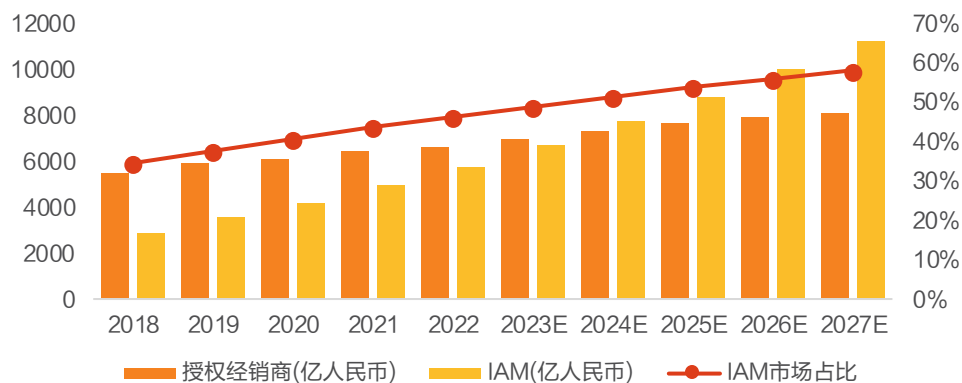
表 2：汽车服务商比较

	4S 店	传统的 IAM 门店
定义	获得 OEM 授权的汽车经销商为车主/买家提供新车及二手车相关的 4S 服务（即销售、服务、配件及反馈）	独立于 OEM 的汽车服务供应商，提供各种汽车服务，包括汽车维修及保养、汽车清洁及美容服务，以及配件安装
产品及服务	<ul style="list-style-type: none"> 涵盖汽车服务，包括质保索赔及保险索赔 单个获得授权经销商可能仅专门服务于有限的 OEM 汽车品牌 	<ul style="list-style-type: none"> 为各种汽车品牌及车型的车主提供汽车服务，并且往往有更多的 SKU
服务质量及价格	<ul style="list-style-type: none"> 由受过培训的合格技师提供更好的服务体验，价格相对较高 	<ul style="list-style-type: none"> 服务标准化程度相对较低 价格较合理
覆盖范围	<ul style="list-style-type: none"> 中国约有 3.4 万家门店 门店密度较低，通常位于郊区 	<ul style="list-style-type: none"> 中国约有 86.2 万家门店 门店密度较高，覆盖城市及郊区，广泛分布于全国各地

资料来源：公司公告、灼识咨询、天风证券研究所

保修期外汽车的车主更容易选择 IAM，预计 24 年 IAM 占比超过授权经销商。IAM 门店通过强大的供应链能力，以更具吸引力的价格提供高质量的汽车产品和服务，因此更受车主青睐。保修期是车主选择服务供应商的关键因素之一。OEM 提供的保修期通常为新车售出后三年，过了保修期，车主更有可能选择 IAM 门店。根据灼识咨询报告，截至 2022 年底，中国保修期届满的乘用车占总保有量的 73.6%，预计到 2027 年底将达到 79.1%。因此，IAM 门店的 GMV 预计将以更快的速度增长，到 2027 年将占汽车服务市场的 58.1%。

图 12：车后市场以及 IAM 和 4S 店市场规模预测图

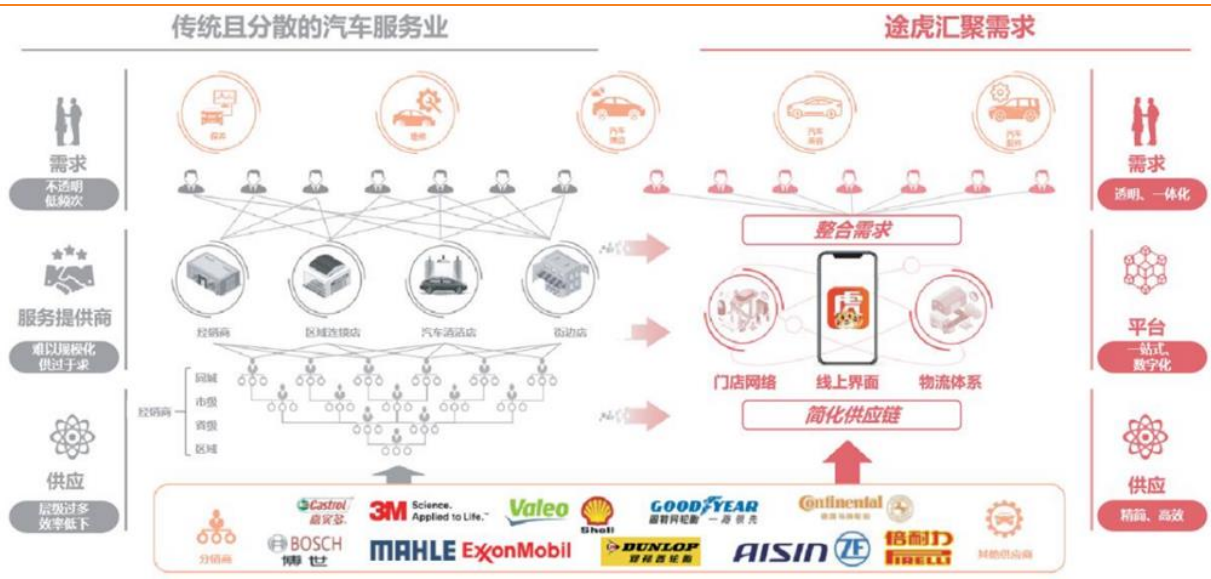


资料来源：公司公告、灼识咨询、天风证券研究所

中国汽车服务市场虽潜力大，但仍面临挑战。 1) 服务范围，授权经销商仅为单一品牌提供服务，且收费较高。此外，授权经销商门店在二线及以下城市分布较少，增加了车主获取服务的难度。2) 服务周期长：优质服务供应不足导致车主在送修车辆后往往需要长时间等待或支付高额费用才能获得所需服务。部分门店因缺乏技能技师，服务时间延长且问题未能一次性解决。3) 信任度低：尽管 IAM 门店众多，但客户对其产品和服务的信任度低，仅 4.8% 的 IAM 门店为连锁店，导致服务标准不一和客户体验不佳。4) 线上服务差：大多数汽车服务供应商缺乏无缝的线上线下服务，导致车主体验不佳。此外，低线城市对标准化和优质服务的需求增加，但这些城市的授权经销商门店分布较为分散，小型 IAM 门店则面临假冒产品和劣质服务的问题。虽然电子商务在中国已相当普及，但汽车服务供应商主要提供线下服务，缺乏线上预订和诊断功能。5) 供应链长，供需错配：中国的分销网络复杂且效率低下，导致定价不透明和正品保障不足。由于距离客户较远，制造商难以准确了解市场需求。供应链还存在交货效率低和库存周转率低的问题。汽车零配件 SKU 繁多，数字化程度低，仓库位置分散，导致零配件在全国范围内流通时间较长。

O2O 模式通过整合线上线下资源，提供透明、一站式服务，有效解决了市场分散和供应链复杂的问题。 汽车服务市场传统模式存在多种行业痛点，促使供应链整合成为发展方向。首先，市场高度分散且复杂，难以全面满足客户服务需求；其次，汽车零部件的多样性和复杂性增加了供应链管理难度，同时仿制品频繁出现，扰乱市场秩序；此外，大量 SKU 导致履约流程低效，传统履约模式下预测困难，库存积压问题严重。途虎通过 O2O 模式，整合配件流通渠道和服务网络，上游简化供应链，下游整合需求，形成了上游 to B 和下游 to C 的业务逻辑，提供线上线下一体化的汽车养护服务，显著提高供应链效率，有效缓解行业痛点。这一模式将线上平台与线下门店的优势相结合，客户可以通过线上渠道购买产品，并在线下门店享受专业服务。线上平台提供大量客户流量和数据分析支持，线下门店则与集中供应链系统合作，使用统一的数字化客户管理和订单系统，确保技师培训的严格性和一致性，提高客户体验。

图 13：途虎模式与传统车后服务对比

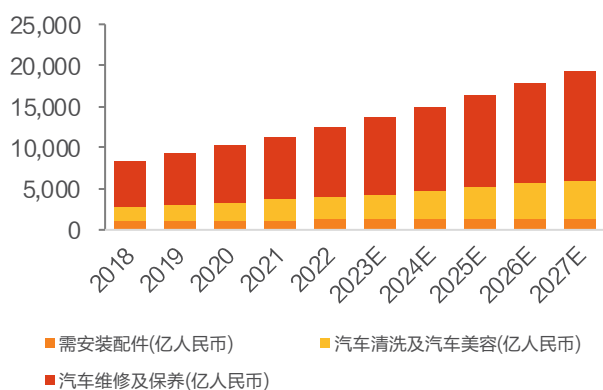


资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.2. 中国车后服务市场增长空间大

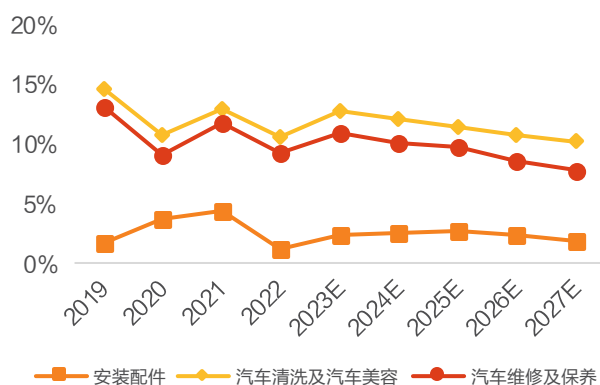
车后市场的增长主要由汽车保有量的增加和车辆使用年限的延长推动，同时消费者对个性化、高质量服务的需求不断上升，也进一步促进了市场的扩展。数字化和线上服务的发展也使得车后市场的渗透率和服务效率大幅提升。受庞大且持续成长的汽车保有量及日渐增长的车龄的推动，中国汽车服务市场于 2018 年至 2022 年的复合年增长率为 10.1%，成为全球成长最快的汽车服务市场之一。根据灼识咨询，预计到 2027 年中国汽车服务市场规模将达到人民币 19,319 亿元，2023 年至 2027 年的复合年增长率为 9.0%。其中，得益于消费者对车辆外观和内饰整洁度的关注度提高，以及汽车美容技术和服务水平的不断提升，汽车清洁及美容领域的 2023 年至 2027 年复合年增长率维持在 11% 左右；维修及保养方面，由于车辆平均使用寿命延长，车主对定期维修保养意识增强，以及国家对汽车排放标准的严格要求所推动，2023 年至 2027 年复合年增长率稳定在 9.0%。

图 14：中国汽车服务市场规模占比（按 GMV 计）



资料来源：灼识咨询、公司公告、天风证券研究所

图 15：中国汽车服务各服务类型市场规模增速



资料来源：灼识咨询、公司公告、天风证券研究所

中国的汽车保有量庞大且持续增长，中国已成为全球最大的汽车市场，截至 2022 年 12 月 31 日，乘用车保有量达到 2.736 亿辆。然而，每千人乘用车保有量仅为 194 辆，我们认为，中国乘用车市场仍有庞大的增长潜力。根据灼识咨询报告，中国连续超过十年蝉联全球新车销量第一，并预计到 2027 年乘用车保有量将增至 3.738 亿辆。中国的乘用车保有量有望

继续保持增长势头，不断为汽车服务行业提供增量市场空间。

中国乘用车车龄持续上涨，随着乘用车总量的稳步增长，车龄结构也在逐步变化。相比新车，老旧车辆通常需要更多的维修和保养服务。中国乘用车的平均车龄由 2018 年的 4.9 年增至 2022 年的 6.2 年，预计到 2027 年将达到 8.0 年，而同期美国和欧盟成员国的平均车龄分别为 12.5 年和 12.6 年，这表明中国乘用车车龄还有增长空间。不断增加的乘用车保有量和平均车龄意味着对汽车服务的需求将持续上升。

图 16：中外汽车使用寿命对比

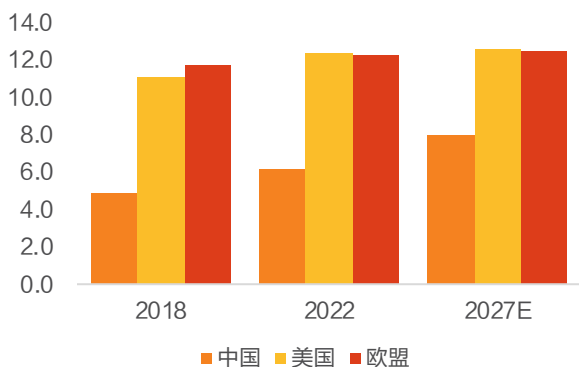
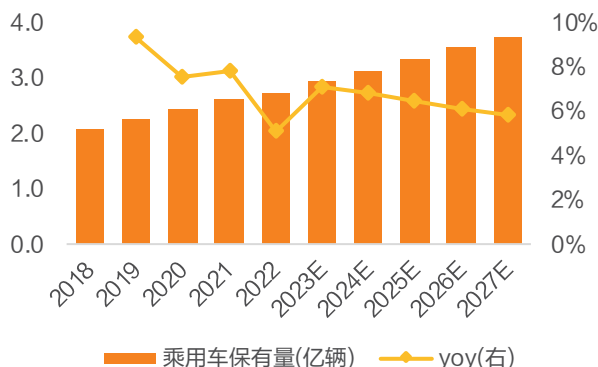


图 17：中国乘用车保有量



资料来源：公司公告、灼识咨询、天风证券研究所

资料来源：公司公告、灼识咨询、天风证券研究所

车均花费上涨空间大，中国车主在汽车服务上的年均开支约为每辆车 650.6 美元，低于美国的 1,349.1 美元和欧盟成员国的 875.1 美元。这些因素表明，中国的汽车服务市场未来发展潜力大。根据《机动车强制报废标准规定》，私家车（包括燃油车）并无强制报废车龄，只要状况良好并通过年度检验，车龄超过 15 年但总里程在 60 万公里以内的私家车仍可上路。此外，2023 年 7 月颁布的《关于促进汽车消费的若干措施》显示，政府致力于促进汽车消费市场，支持老旧汽车更新消费。我们认为该政策的落地有望在中长期进一步带动市场存量乘用车保有量增长，推动汽车后市场服务空间提升。

表 3：中国关于车后服务业相关政策

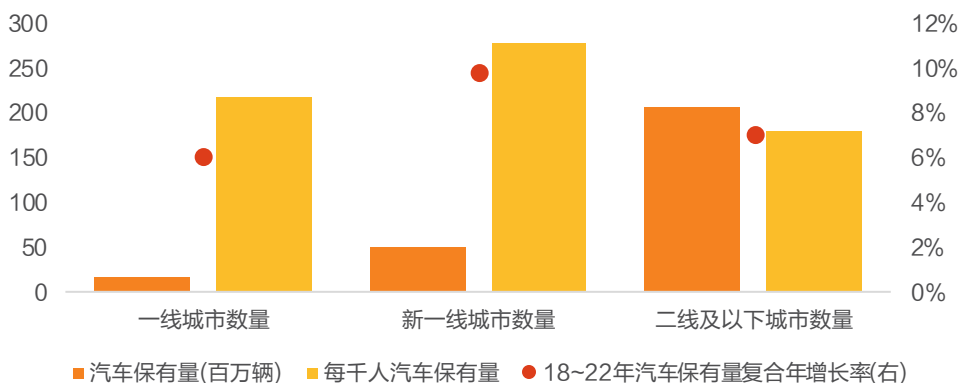
相关政策	发布时间	发布部门	内容及意义
《关于促进汽车维修业转型升级提升服务质量的指导意见》	2014 年	交通运输部等十部委	首次明确了汽车维修业是重要的民生服务行业，关系到亿万车主的汽车生活品质。这一战略定位从高度上明确了行业的地位和作用，为汽车维修业的转型升级提供了政策支持和方向指引。
《机动车维修管理规定》	2015 年	交通运输部	2015 年《机动车维修管理规定》是在原有规定基础上进行修订的重要法规，旨在规范机动车维修经营活动，维护机动车维修市场秩序，保护机动车维修各方当事人的合法权益，保障机动车运行安全，保护环境，节约能源，促进机动车维修业的健康发展。
《汽车维修技术信息公开实施管理办法》	2015 年	交通运输部等八部委	保障全社会汽车维修质量、改善道路交通安全、促进大气污染防治。该《办法》的出台也有利于我国汽车维修业市场监管与国际接轨，推动汽车维修行业的健康发展。
《家用汽车产品修理更换退货责任规定》	2021 年	市场监管总局	为消费者在购买和使用家用汽车产品时提供了明确的权益保障和维权依据。
《关于推动汽车后市场高质量发展的指导意见》	2023 年	商务部	随着汽车产业的快速发展和汽车保有量的不断增加，汽车后市场作为汽车产业的重要组成部分，其规模和潜力日益显现。为推动汽车后市场的高质量发展，满足消费者多样化的汽车消费需求，商务部等 9 部门联合发布了该《指导意见》
《促进新能源汽车产业高质量发展的政策措施》	2023 年	国务院	财政部、税务总局、工业和信息化部联合发布的关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告，进一步降低消费者购买新能源汽车的成本，刺激新能源汽车的市场需求。
《关于加快推进充电基础设施建设 更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见》	2023 年	国家发展改革委、国家能源局	适度超前建设充电基础设施，支持农村地区购买使用新能源汽车，进一步强化农村地区新能源汽车服务管理。
《关于进一步构建高质量充电基础设施体系的指导意见》	2023 年	国务院	推动新能源汽车的发展，促进充电基础设施的建设，提高充电设施的服务质量，保障新能源汽车用户的充电需求。
《2024-2025 年节能降碳行动方案》	2024 年	国务院	加快淘汰老旧机动车，提高营运车辆能耗限值准入标准。逐步取消各地新能源汽车购买限制。落实便利新能源汽车通行等支持政策。推动公共领域车辆电动化，

有序推广新能源中重型货车，发展零排放货运车队。

资料来源：国务院等相关部门官方网站、天风证券研究所

二线及以下城市汽车渗透率增幅大，中国的乘用车保有量在二线及以下城市和县域增长迅速，2018年至2022年总保有量按7.4%的复合年增长率增长。然而，截至2022年12月31日，二线及以下市县的乘用车保有量渗透率最低，每千人仅179辆，而一线城市和新一线城市则分别为217辆和279辆。此外，中国大部分乘用车位于二线及以下市县，截至2022年底，这些地区的乘用车数量占全国总量的75.5%，显示出庞大的汽车服务市场潜力。

图 18：中国分城市层级汽车保有量（截止到 2022 年底）

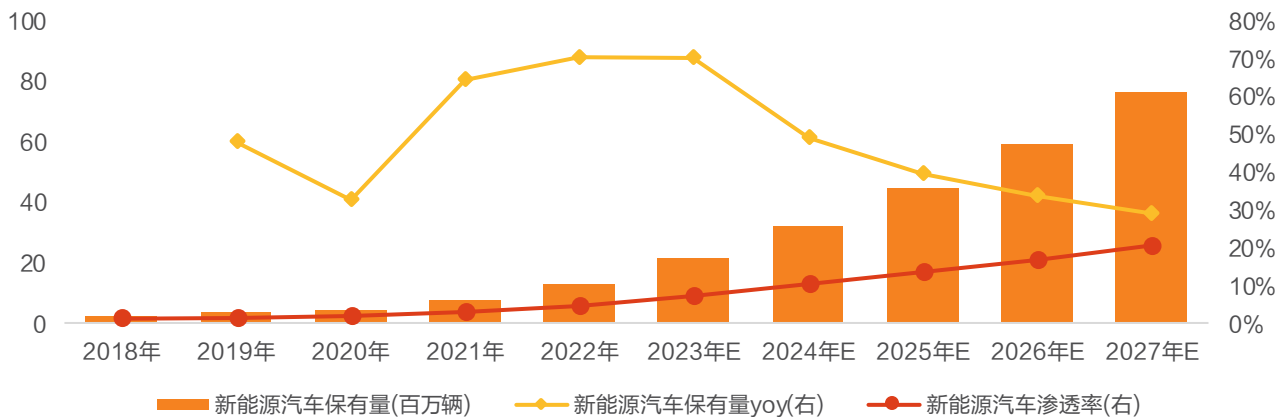


资料来源：公司公告、灼识咨询、天风证券研究所

2.3. 新能源车渗透率提升成为车后服务市场增长第三极

在环保意识日益增强、政府大力支持政策、新能源技术迅猛发展以及消费者接受度提高的推动下，中国的新能源汽车市场近年来发展迅速。中汽协发布数据显示，2023年，中国新能源汽车产销分别完成958.7万辆和949.5万辆，同比分别增长35.8%和37.9%。据乘联会数据显示，2024年7月份，新能源乘用车国内零售渗透率首次突破50%大关，达到51.1%。这标志着我国汽车市场正式进入新能源车占主导地位的时代，迎来一个里程碑式的转折点，未来几年新能源汽车在新乘用车销售中的渗透率将继续增加。

图 19：中国新能源车渗透率



资料来源：灼识咨询、公司公告、天风证券研究所

新能源汽车普及率的上升带来更多电池维护和更换需求，为汽车服务市场带来新机遇。插电式混合动力汽车需要对其发动机和电池系统进行维护，因为它们同时使用这两种动力系统。相较之下，纯电动汽车的动力系统维护需求较低，因为其完全依靠电池系统，而不使

用内燃机。下表列出了新能源汽车和燃油汽车在保养和维修服务方面的不同需求。相比燃油汽车，插电式混合动力汽车除了需要发动机维护，还需要额外的电池系统保养服务，如电池容量检测和维修、电气系统更换等。因此，插电式混合动力汽车的年度保养和维修费用比燃油汽车高出约 13%。纯电动汽车与燃油汽车和插电式混合动力汽车不同，不需要对发动机进行保养和维修，例如更换机油、滤清器和火花塞。然而，由于电池组较大，纯电动汽车的平均重量通常高于燃油汽车，导致轮胎和悬架的磨损更严重，这些都是途虎门店网络提供的重要服务项目。此外，由于电池组占物料清单成本的 30-40%，纯电动汽车还需要额外的服务，如电池检查、平衡和测试。

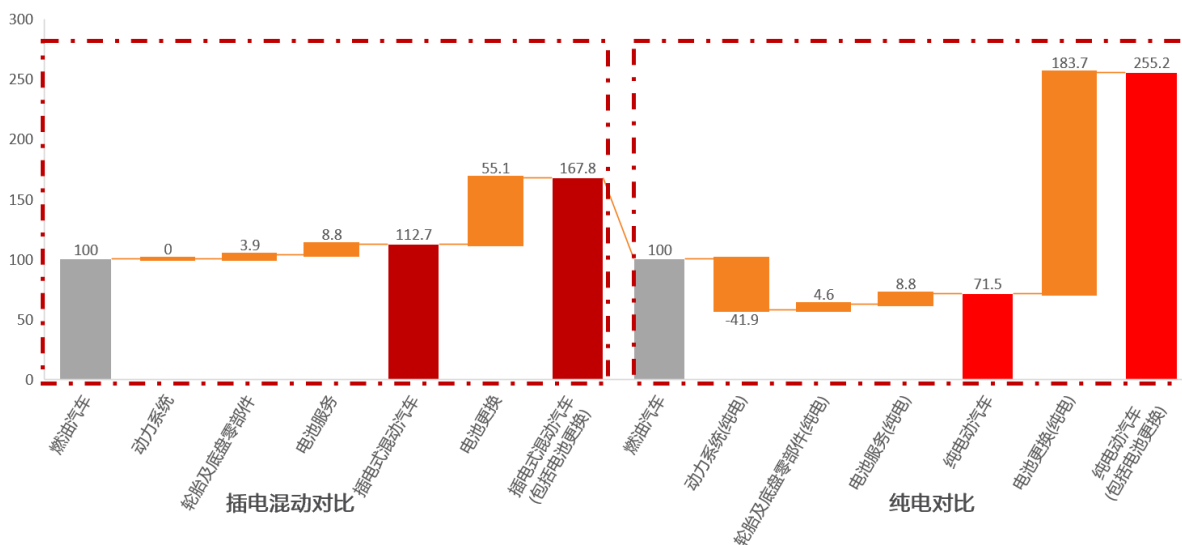
在定期保养方面，新能源汽车电池组的寿命约为八年，之后可能需要更换电池组。因此，从整个生命周期来看，新能源汽车的保养和维修总费用中，电池组的更换成本相当高。新能源汽车的发展为中国的汽车服务市场带来了新机会，但目前传统 OEM 的授权经销商模式和新兴新能源汽车品牌的直销及服务模式，仍不足以满足庞大的市场需求。由于新能源汽车保有量渗透率较低，新能源汽车品牌一直在探索更具经济效益的服务解决方案。传统 OEM 拥有新能源汽车品牌的企业，倾向于将部分授权经销商门店改造为新能源汽车服务中心，并与拥有全国网络和高标准服务的领先 IAM 门店合作，以提升服务能力。新兴新能源汽车品牌则可能选择与领先的 IAM 门店合作，或将服务完全外包，以确保服务质量和客户体验。这些趋势为领先的 IAM 门店在新能源汽车市场中提供了独特的机会。

表 4：新能源汽车与燃油汽车的保养及维护服务比较

类别	电池容量检测及维修	更换电气系统	机油更换	机油/燃油滤清器更换	火花塞更换	制动钉更换	底盘保养	轮胎更换	其他易损件
新能源汽车									
纯电动汽车	√	√	X	X	X	√	√	√	√
插电式混合动力汽车	√	√	√	√	√	√	√	√	√
燃油汽车									
燃油汽车	X	X	√	√	√	√	√	√	√

资料来源：公司公告、灼识咨询、天风证券研究所

图 20：不同类型汽车保养及维护年度开支对比（假设燃油车为 100）

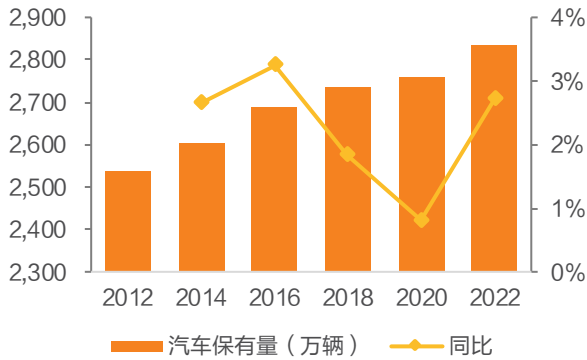


资料来源：灼识咨询、公司公告、天风证券研究所

2.4. 对标北美市场，竞争格局有望进一步集中

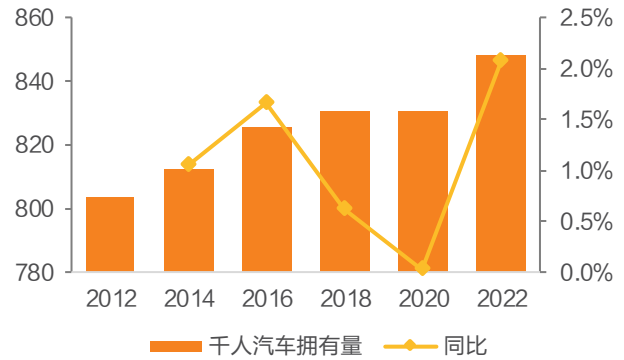
从市场空间看：中美汽车千人拥有量仍存在较大差距。美国汽车工业发展成熟较早，汽车历史悠久，2022年美国千人汽车拥有量已经达到了848辆，汽车普及率较高。且美国没有车辆年限强制报废规定，据美国交通部数据显示，2023年美国平均车龄已经达到12.5年。虽然中国汽车行业已经经过10年的高速发展，2023年中国汽车千人拥有量已经达到238.4辆，但中美汽车千人拥有量仍存在较大差距。2015-2023年国内汽车保有量年均复合增速达到8.73%，持续保持高速增长，不考虑报废的情况下，约有35.42%车辆为2017年后购买，车龄小于7年，车龄较年轻，在汽车保有量和整体车龄的进一步增长下，中国车后服务行业市场规模将持续增长。

图 21：美国汽车保有量



资料来源：CEIC、天风证券研究所

图 22：美国汽车千人拥有量



资料来源：CEIC、天风证券研究所

从汽车文化及消费属性角度看：中美车后服务厂商在主营业务及商业模式上存在较大差距。美国经过百年的汽车工业发展，改装及DIY文化气息浓厚，美国人对汽车的动手能力强，多数美国家庭房屋带有车库，且人工费较高昂。相较于中国，个人修理的条件较充分。所以北美四大重在销售汽配，较少参与修配服务。而中国车辆改装有较为严格的法律法规，根据《中华人民共和国道路交通安全法》规定，任何单位或者个人不得擅自改变机动车已登记的结构、构造或者特征。这意味着未经批准的改装可能会导致车辆无法通过年审。尽管近年来在北京等地对于车身颜色的更改有所放松，并且需要到车管所进行登记，但对于其他方面的改装，比如发动机的更换等，依然受到严格的限制。且新能源市车辆占率进一步提升，汽车消费观念逐步转变，车辆个性化、差异化、智能化改装或将持续扩容，我们认为，由于中国车辆改装受到较为严格的法律监管及改装仿真工具与可靠消费渠道缺失，消费型改装有望为汽车改装主要支撑力量，车后服务市场未来仍有望以DIFM为主。

表 5：北美四大汽车服务商对比

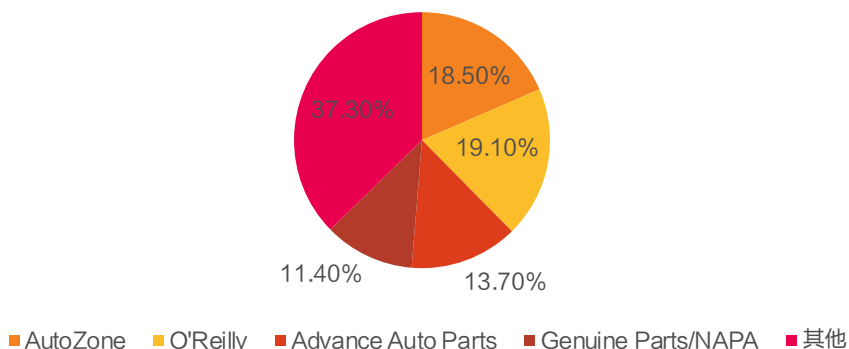
	AutoZone	O' Reilly	Advanced Auto Parts	NAPA
成立年份	1979	1957	1929	1925
北美门店数 (截止23年末)	7,140	6157	5,107	6708
商业模式	定位为“社区商店”，零配件经销商，业务涉及美洲绝大部分市场上，不介入汽车维修和安装服务，AutoZone的门店扩张策略主要以7年及以上车龄的聚集地为主。	坚持双重客户战略，既服务于DIY市场也服务于DIFM (Do It For Me) 市场，约有53%的收入来自于DIY客户，O'Reilly提供全面的汽车零部件及相关服务，并通过线上平台和移动应用程序为客户提供便捷的购物体验	专注DIY客户，零件和电池销售占比超80%，线下店铺提供安装和检修服务，Advanced Auto Parts注重品牌效应，提供包括BOSCH、Castrol等知名品牌以及自有品牌的多类目产品	起源于汽配商联盟，通过整合供应链资源，为成员提供服务，其盈利模式主要依赖于上游供应链。侧重于为汽车维修店提供配件和专业服务，DIFM业务收入占比约80%

资料来源：各公司公告、各公司官网、天风证券研究所

从行业集中度看：美国已经形成以四大连锁零售商的高度集中的竞争格局。美国汽车后市

场经过 100 多年的发展，已经成为一个成熟且庞大的市场。目前，该市场呈现出高度集中的竞争格局，主要由四大连锁零售商主导，分别是 AutoZone、O’ Reilly、Advanced Auto Parts 和 NAPA。截至 2023 年，美国汽车零配件门店总数约为 44004 家，其中四大主要经销商——AutoZone、O’ Reilly、Advanced Auto Parts 和 NAPA——的门店数量合计占比达到了 62.7%。而国内汽修高度分散，2021 年国内汽修门店中超过半数都是夫妻老婆店。

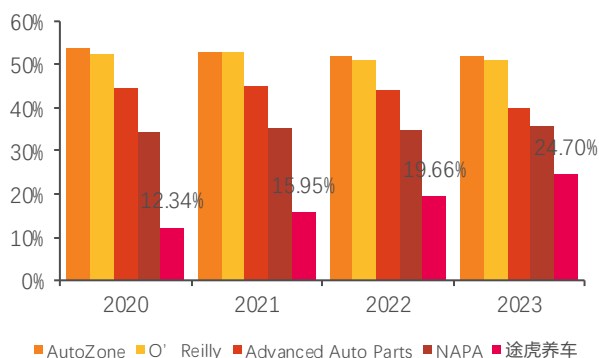
图 23：北美四大连锁维修商市场占有率（2023 年）



资料来源：IBISworld2024、天风证券研究所

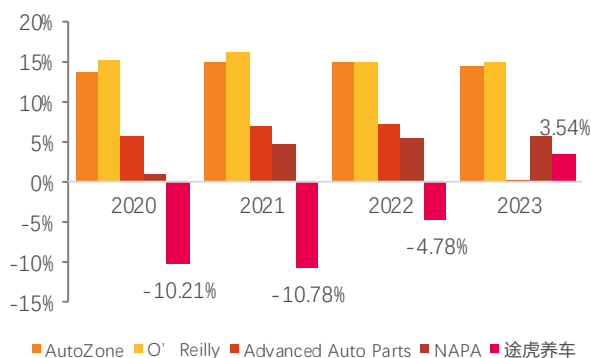
从产品结构看：北美四大自有品占比更高，毛利更高。四大产品范围广，自有品牌占比大。AutoZone 自有品牌以 Duralast 为主，以及 Duralast 品牌家族、ProElite、ShopPro、SureBilt、TotalPro、TruGrade 和 Valucraft，O’ Reilly 拥有十余种自有品牌，自有品牌收入占比超 50%，Advance Auto Parts，2022 年自有品牌产品收入为 50%以上。NAPA 在创立时就定位为协会分销商产品贴牌，GPC 从各个制造商购买零配件后，贴牌 NAPA，在北美以 NAPA 销售。

图 24：途虎与北美四大车后服务商毛利率对比



资料来源：各公司公告、天风证券研究所

图 25：途虎与北美四大车后服务商净利率对比



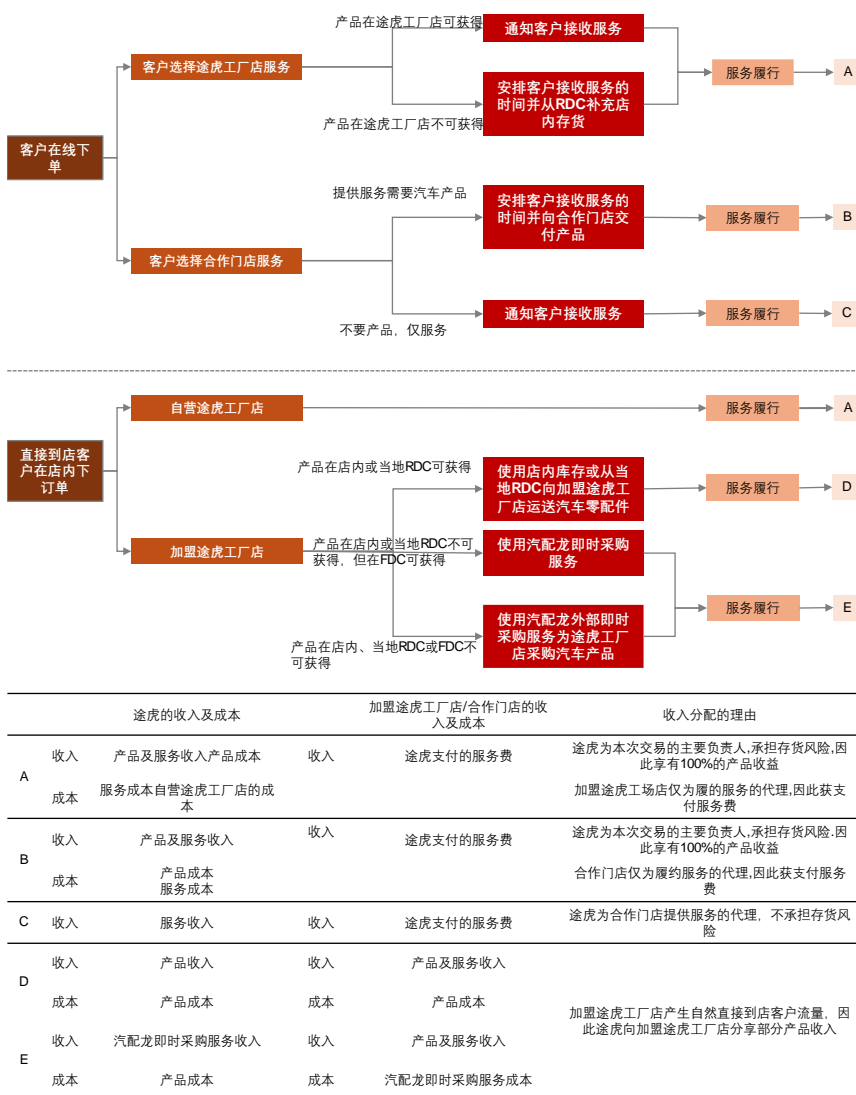
资料来源：各公司公告、天风证券研究所

3. 制造型新零售铸就高效益运营

3.1. 线上线下一体化+加盟实现快速扩张

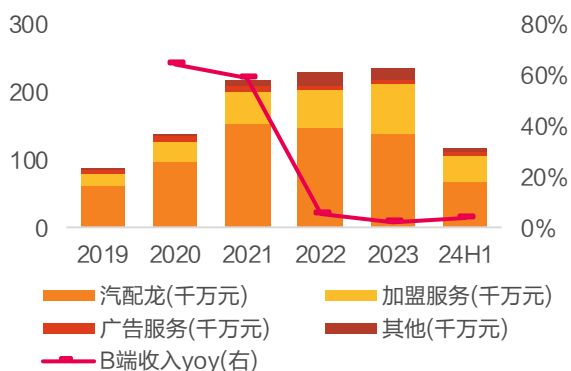
公司的主要收入来源于 C 端消费者，其次是 B 端企业。途虎提供的产品和服务涵盖了轮胎和底盘零部件、汽车保养、汽车维修、汽车美容、汽车配件以及相关的安装服务。此外，途虎还为平台上的所有参与者提供广告、加盟和其他服务，如广告服务和针对不同业务的解决方案。我们认为，途虎的成功在于其线上线下一体化的服务模式，通过线上预约和线下服务相结合，途虎养车改善了用户体验，提高了服务质量和效率，形成了一个闭环的服务生态系统。

图 26：途虎不同来源订单收入确认方式



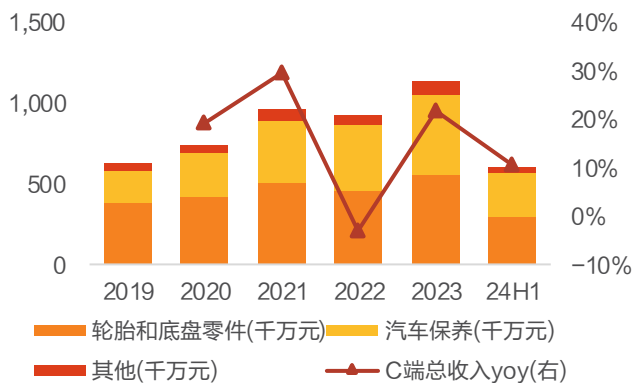
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 27：公司 B 端收入构成



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 28：公司 C 端收入构成

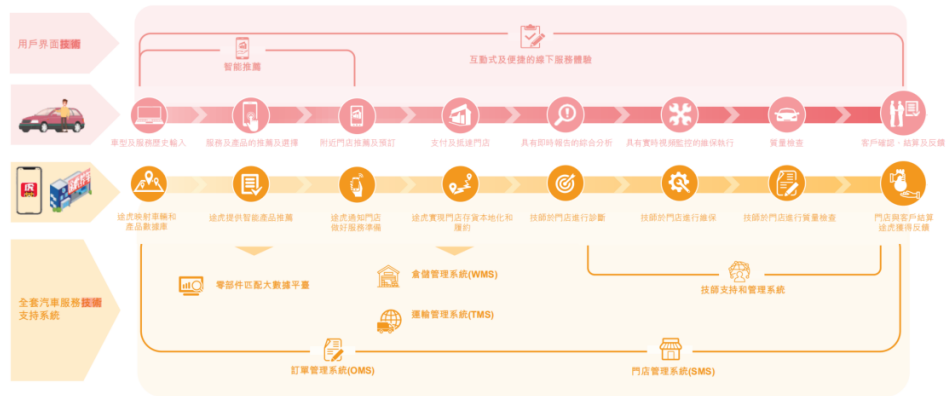


资料来源：公司公告、天风证券研究所

3.2. 底层自研技术+数字化仓储物流体系助力运营效率提升

途虎已围绕汽车服务产业链，开发出一套汽车服务技术支持系统，涵盖包括零部件匹配大数据平台、仓储管理系统(WMS)、运输管理系统(TMS)、订单管理系统(OMS)、门店管理系统(SMS)、技师支持和管理系统（蓝虎系统），实现了全程数字化智能化改造及对门店和服务端强势赋能和管控。根据灼识咨询报告，截至2023年3月31日，途虎拥有中国最大且最准确的汽车零配件数据库，涵盖286个品牌，超过66000款车型，匹配准确度高达99.99%。基于数据洞察，即时向客户推荐产品，有效提高客户的购买转化率和终身价值。公司实现了卓越的周转率和较高的门店运营效率及技师利用率。根据灼识咨询报告，2023Q1 途虎每个汽车工位每天的服务周转率为2.2,远高于截至2022年12月31日的行业平均水平(约为每个汽车工位每天1.1)。截至2024年6月，门店首次盘点差异率相比去年底优化近50%。

图 29：途虎全套汽车服务技术支持系统

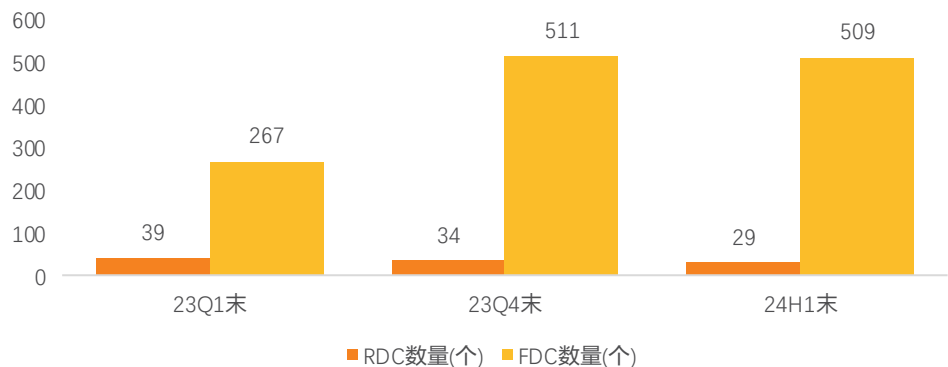


资料来源：公司公告、天风证券研究所

精细化仓配体系助力综合效率提升。通过区域仓（RDC）、前置仓（FDC）、门店仓三级仓库网络的优化，实现了分布结构、配送效率和履约成本效益的进一步提升。截至2024年上半年，途虎养车拥有29个区域仓和509个前置仓，覆盖全国范围，并在每一家工场店都设有门店仓，确保了供应链的覆盖面和时效性。物流体系结合自营配送、区域物流、三方快递等多种物流形态，构建了完整的覆盖网络。2024年上半年，途虎养车在全国超过100个城市里拥有自配线路，当日或次日达订单占比达到77.2%，进一步提升了配送效率。2024年上半年，多元化的运力保障，支持途虎自配覆盖100+城市，日均配送包裹量10万+。

途虎养车的前置仓在配送时效上持续保持行业领先的「5公里内30分钟」配送标准。在高线城市，途虎养车通过提升前置仓的单仓服务覆盖能力，优化仓网分布；在低线城市，通过自营仓+合伙人仓模式拓展前置仓网络，进一步提升在下沉市场门店的前置仓覆盖率。2023年，途虎养车在武汉仓投入使用了自动化仓库，该仓辐射湖北省超过350家途虎工场店，助力增效降本。自动化仓库的使用进一步提升了物流效率和成本效益。

图 30：公司仓配网络



资料来源：公司公告、天风证券研究所

途虎的自研技术和仓配网络赋予了单店模型强大的竞争优势。途虎工场店平均面积为300-500平米，平均单店6个汽修工位。加盟途虎工场店的初始资本投资因加盟途虎工场店的城市层级、门店位置及建筑面积而异，初始投资包括加盟费、固定装置、设备及装修成本以及其他杂项开支，加盟工场店平均投资66.4万元，自营工场店平均投资66.7万元。2019年开设的加盟途虎工场店至达到运营盈亏平衡点的平均时间为5个月。自研技术平台提供了个性化、高品质的服务，满足了不同客户的需求，优化了门店的运营效率，减少了人为错误和资源浪费，为途虎单店模型的成本控制提供了出色的推动力。随着途虎的仓配网络覆盖能力的增大，确保了商品的快速配送和稳定供应，缩短了交货周期，降低了运输成本，进而得以提供更优质的服务和更快捷的交付，吸引更多的客户，增加销售收入，使得途虎的单店模型实现了收入增长和成本控制的双重效果，提高了单店的毛利润和利润率。

表 6：途虎单店模型

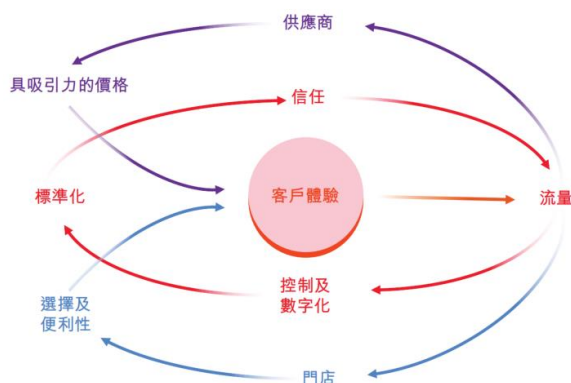
	一年以内	一至两年	两至三年	三年及以上	总计（截止到 2023Q1）
门店数量	805	1,465	1,109	1,391	4,770
总收入(百万元)	261	747	716	1079	2802
单店收入（千元）	324	510	645	775	
yoy		57.41%	26.47%	20.16%	
单店毛利（千元）	70	122	164	199	
yoy		74.29%	34.43%	21.34%	
单店毛利率	21.60%	23.92%	25.43%	25.68%	
单店平均收入（千元）					587
单店平均毛利（千元）					145
单店平均毛利率					24.70%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

3.3. 直采+自有品牌带来高周转高毛利

我们认为，作为中国领先的 O2O 汽车服务平台，其成功的核心在于其独特的制造型零售原则，品牌和渠道相互融合，实现了 C2M。途虎将产业互联网和消费互联网融合，产品从研发、生产、制造再到使用的数据实现打通，消费者对产品的使用感受能够直接反馈给生产端，从而促进生产商对产品的迭代和升级。公司通过以供给定义需求的方式，前端通过以门店为起点的数字化平台、高通量销售数据深入了解、中端整合车主的具体需求，全价值链流程 IT 自动化，通过数据驱动业务，提供更加精准和个性化的汽车服务解决方案；向上简化供应链，跳过经销商渠道，促使供应链体系扁平化，降低了采购成本，提高了对采购供应链的控制能力；通过布局直采和自有品牌，实现了对产品的设计、生产和质量的严格把控，间接实现了 C2M 闭环，提高了品牌的市场竞争力，实现了高周转高毛利。

图 31：公司数字洞察

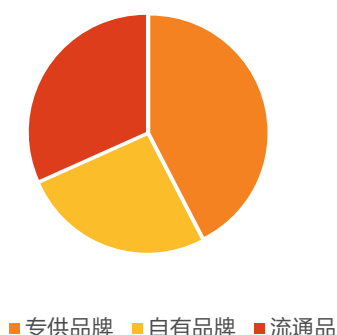


资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司通过规模化和影响力优势，提升自有的供应链管理和生产体系来控制成本和质量，积极布局直采，减少中间环节，目前公司与超过 3000 家供应商进行合作，包括品牌供应和其他多元化供应商，前五大供应商占比稳定，高效提供价格实惠的正品产品。就轮胎而言，2021、2022、2023Q1 采购平均成本同比分别下滑 2.2%、2.5%、2.5%。凭借规模效应，公司在上游采购方面具备较强的议价能力，产品价格优势显著。既能保证了服务质量又提升了自身毛利率。

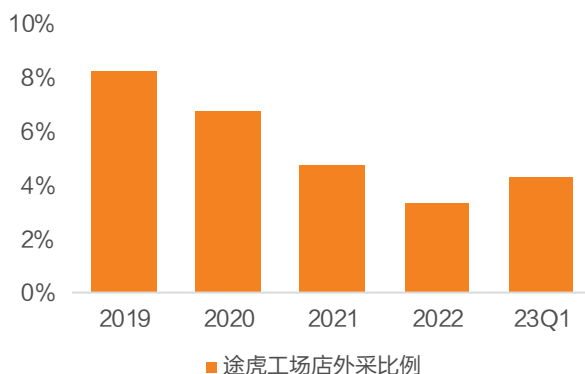
2023 年，途虎的自有品牌和专供品牌产品的收入分别占汽车产品及服务收入的 25.9%和 42.4%。这种策略不仅确保了产品的品质，还使得途虎能够及时响应市场变化，快速调整产品策略，满足消费者不断变化的需求，并且出色的提升了盈利能力。2024 年上半年，专供和自有自控产品占收入比例较 2023 全年增长 3.4pct。

图 32：2023 年公司不同产品占汽车产品和服务收入的占比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 33：途虎工场店外采比例（按 GMV 计）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

3.4. 标准化服务带来复购

途虎养车致力于提升服务质量及服务标准化。据 AC 汽车，针对汽车后市场服务难以标准化的问题，从布局工场店开始，途虎就着力于服务标准的制定。途虎从流程化、系统化和模块化等方面打造标准化服务，例如“途虎八步”服务流程图，详细规定了每个服务步骤的操作流程，包括换轮胎时的具体操作细节，如是否需要更换气门嘴、使用何种工具等，以此规范技师的操作。通过这些措施，途虎养车不仅提高了服务质量和效率，也增强了用户的信任感，从而在汽车后市场中获得了竞争优势。以“洗美”为代表的主力服务内容极大的助力了用户增长，24H1 洗车美容新用户的交叉销售成功率提升至 40%，这意味着在 2023 年上半年成为洗车美容新用户的客户，在接下来的一年内购买了平台提供的其他服务的比例平均达到 40%，显著的提升了复购率。线上洗美月均用户数相较于 23H1 同比增长 40%+，线上洗美用户年下单频次同比增加 30%+。

图 34：途虎八步服务流程



资料来源：途虎信息台公众号、天风证券研究所

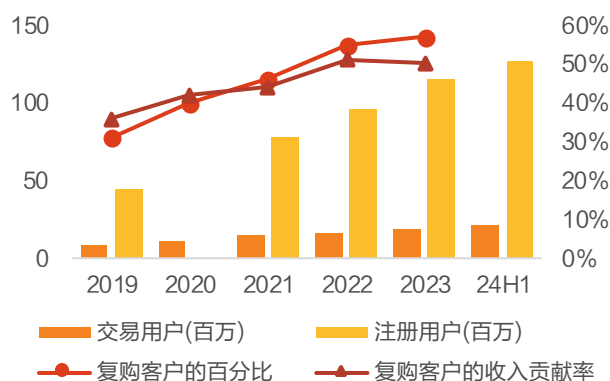
途虎养车通过其自研销售系统显著地提升了服务的透明度和用户体验。在面向客户方面，途虎自主开发的商业智能系统利用自有行业知识，用户可以通过线上界面提供丰富的汽车零配件 SKU 选择以及数据驱动型服务和门店推荐，在途虎的 APP 上清晰地查看所有保养项目的收费标准，避免了传统路边店讨价还价的过程。此外，途虎工场店通过店内价格看板实现了服务工时费的高度统一和透明。此外，途虎 APP 还提供了个性化的服务推荐，用户绑定爱车后，系统会自动筛选出适合该车型的服务和配件，并根据车型推荐合适的车品，大大节省了用户横向产品对比及比价的时间。在线下服务过程中，途虎的移动应用程序可提供互动式、便捷的体验，让客户能够在检查后查看即时分析报告，并可对服务过程进行实时视频监控。

图 35：途虎服务流程



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 36：用户数量及复购贡献



资料来源：公司公告、天风证券研究所

4. 互联网巨头激烈角逐，途虎养车领跑

4.1. 互联网巨头加码，行业格局初步形成

当前天猫、京东、字节跳动都推出了养车服务，互联网养车参与者增多，车后服务市场正式进入“互联网+”转型后期，互联网车后服务厂商自带流量，加剧了养车服务市场的竞争。

京东养车 2012 年进入汽车领域，2017 年京东以 B2B 业务起家，2022 年进行了品牌升级，随着京东养车加速扩张，目前已布局了 1600 家门店，巩固了其在汽车后市场服务领域的地位。同时京东养车贯彻“低价”策略，并试图在轮胎、小保养等项目上建立用户低价心智。

天猫养车于 2018 年正式进入市场，阿里巴巴携手康众汽配和金固股份旗下的汽车养护平台汽车超人，共同成立了新康众。同年，天猫养车零配件官方直营店在天猫平台上试运营，开启了天猫养车在汽车后市场的征程。2019 年底天猫养车第一家连锁直营店开业，天猫养车正式启动对外加盟招商计划，迅速扩大服务网络，现有门店超过 2000 家。

据 AC 汽车，持续扩大网络规模、在下沉市场找增量，布局新能源，成为共同的方向。途虎在一二线城市的密度相对更高，因此在下沉市场的布局也更为激进；另外两家则采取双轨策略，在一二线核心城市继续深耕，提高密度；同时加速在下沉市场拓展，先行布局并逐步优化服务质量。随着三家厂商持续发力，2024 年有望破万店。各厂商通过多元策略拓展市场，优化服务，力求在全国范围内形成密集网络。

表 7：国内主要 O2O 汽车服务商对比（截止到 2024 年 8 月）

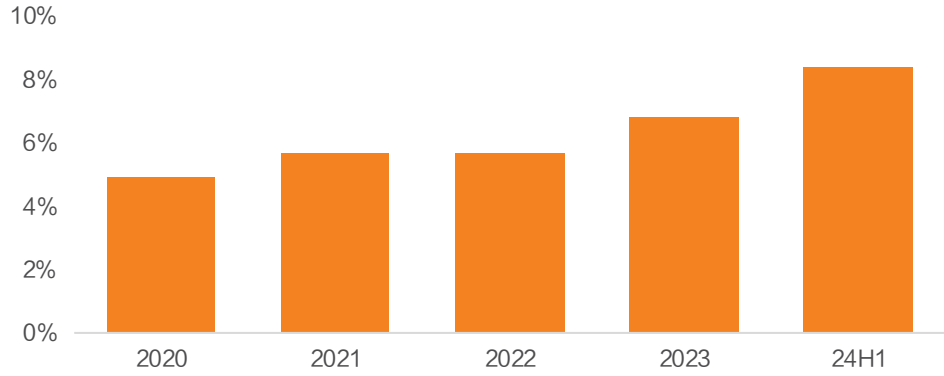
公司	途虎养车	京东养车	天猫养车
门店数	6300+	1600+	2000+
商业模式	自营、加盟和合作门店三线并发；自营抢占黄金地段，加盟成就服务核心	配置旗舰店、自营、加盟、认证、合作等多种店铺模式	O2O、自营+加盟
加盟费用	加盟费 10-30 万，保证金 10 万，利润抽成 10%（附带减免政策），管理费 4000-8000 元，视不同等级城市提供不同优惠政策	A 类城市新加盟门店可享受保证金减免 2 万元，B 类、C 类城市新店享 4 万元保证金优惠，老店拓展新店则全部享受 4 万元优惠额度；商标授权费方面，三类城市 5-17 万元不等的减免；管理服务费方面，在标准管理费 8000 元/月基础上，均有 1000 元/月-3000 元/月的优惠，而新店可享受 3 个月的管理费减免，老店最高可减免 6 个月管理费。	所有城市 2024 年老开新加盟费实施 5 万/前 3 年品牌使用费政策、技术服务费 4000 元/月 加盟费（品牌使用费）特惠：5 万/前 3 年 保证金 10 万/店
加盟支持	公司为加盟商提供门店管理及信息系统、线上导流及全面供应链支持赋能；公司提供选址、店面装修和人员培训方面的指导	六大扶持措施高效助力其实现快速实现盈利，包括 100 天从选址到开业等运营专项支持、人员招募、人员培训、供应链专项支持、新店开业大礼包、运营督导落地帮扶、制定月度规划并实现落地等，	流量搭建、培训支持、教练支持、系统支持、供应链支持
服务内容	保养、蓄电池、轮胎、清洁、美容、改装等	保养、换胎、洗车、美容、改装、配件、换电、加油	以洗美保模型为基本盘，覆盖维修、保养、洗车、美容、轮胎、钣金、新能源车养护等服务
流量入口	途虎养车 app、微信出行服务、小程序、抖音、快手、小红书等	小程序、app、京东、美团、中国移动、中石化	小程序、app、淘宝（天猫）等
选址特点	优先考虑汽车保有量、聚焦高密度住宅区、布局下沉市场	考虑物流体系支撑、结合区域前置仓、重推核心 100 城	提高核心城市门店密度，加速下沉县城，布局联合运营中心
营销模式	打造行业头部轮胎节 IP 布局短视频+直播持续收获年轻群体	区域化本土营销，实现种、拔草一体 携手明星玩梗，诠释“正品低价”——“震虎价”	“三个拒绝”主打无套路，建立用户价值观
采购供应链	直接与厂商合作+自有品牌，外采比例较低	直接与主机厂、零配件厂商合作，依托京东数智化供应链，持续进行车后“原厂”服务体系层面业务拓展	天猫养车以康众汽配供应链为核心，开放供应链，在其无法覆盖的品类和区域补充优质供应商。同时成立天猫优选自有品牌，对货品进行严格把关

资料来源：各公司官网、各公司公众号、AC 汽车公众号等、天风证券研究所

途虎新能源业务处于市场领先地位。2024 年，三家都加速了与新能源厂商的接触，京东由于业务状况限制，合作进展有限，新能源车的售后服务业务相对较少，反而转向汽车供应链。天猫在这一领域的探索更为积极，但主要集中在车衣项目上。途虎发力较早，目前已经成为市场上主流动力电池厂的授权服务商。

截至 6 月底的 20 个月内，新能源交易用户数达到 185 万，每 100 个新能源车主中有超过 8 名选择途虎。用户渗透率从 2020 年的 4.9% 上升至 8.4%，在汽车服务独立三方平台中，新能源用户规模稳居行业第一。途虎在新能源售后领域的核心价值板块——三电维修业务上持续发力，建立了由中央团队加上覆盖 73 个城市的电池返修中心和电池专修门店组成的网络布局，具备广泛覆盖和兼具时效与成本优势的新能源电池维修服务能力。服务网络和维修能力进一步强大。

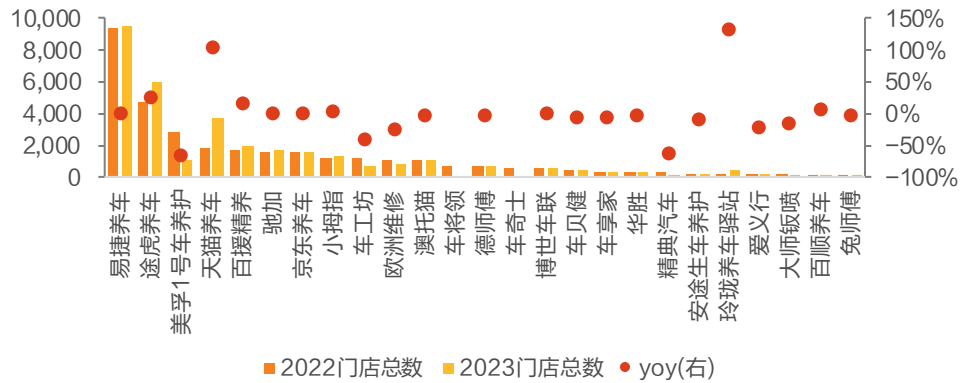
图 37：途虎新能源用户渗透率



资料来源：业绩发布会、天风证券研究所

随着近几年互联网巨头加码车后服务市场，或将加速中腰部的连锁服务车商的出清，相较于 2022 年，2023 年前五大车后服务商门店数增长 12.4%，前十大车后服务商门店数增长 6.25%，而腰部厂商门店数仅增长 4.6%。随着价格战的开展，对供应链及专业化提出了更高要求。同时车后服务市场是消费者用车生命周期中“需求最刚性”“消费频次相对较高”的细分产业之一，我们认为，互联网厂商更易抓住互联网渠道打开销量，拓展服务。随着市场格局逐步清晰，车后服务市场已经向着更加专业化和重服务的深水区走去。

图 38：中国车后服务厂商门店数 TOP25 对比 (单位：个)

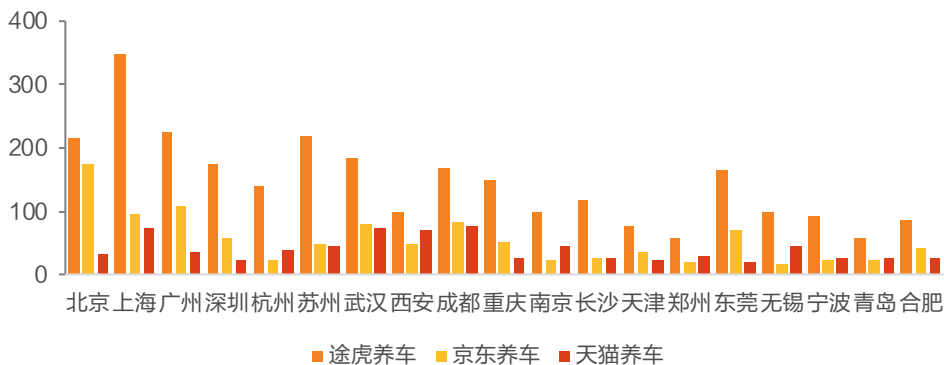


资料来源：中国连锁经营协会公众号、天风证券研究所

4.2. 规模、流量优势显著

规模优势：汽车服务是刚需相对高频重履约的生意，线下门店作为服务端对用户体验有较大影响。途虎的规模优势主要体现在其庞大的门店网络和用户基础上。截至 2024H1，途虎拥有超 6300 家工场店，覆盖约 1700 个行政区县。规模化的运营不仅带来了成本优势，如采购成本的降低，也提高了途虎在供应链上的议价能力，确保了正品产品供应和价格竞争力。同时规模化也显著提升了行政区县的用户便捷性和依赖性，进而提高了产品力。

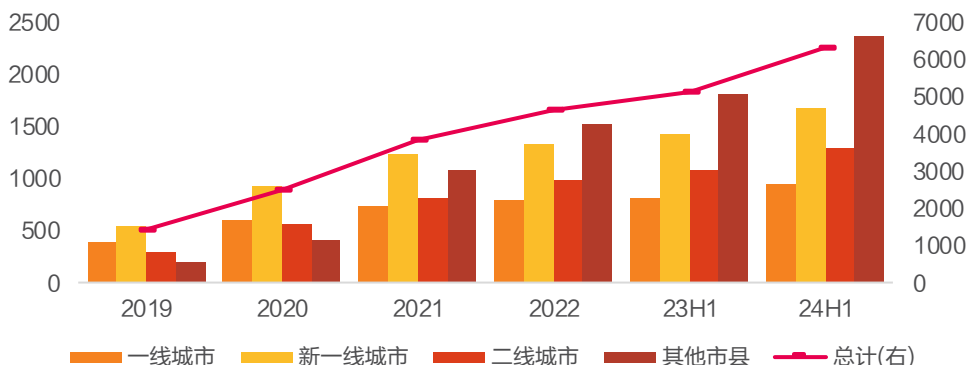
图 39：途虎养车、京东养车、天猫养车一线及以上城市门店数统计（单位：个，截止到 240815）



资料来源：途虎养车小程序、京东养车小程序、天猫养车 APP、天风证券研究所

在下沉市场，途虎形成规模化后新的门店会带来新的边际效应，下沉规模化形成后边际效应也有望随之增强，同区域建店难度上同时下降，从而带动营销、管理费用的下降，进一步提升利润率。截止到 2024 年 6 月底，途虎在二线及以下城市的工场店的占总门店数已经超过了 58%，在全国 2000 多个县级行政区中，1700 个县级行政区已有门店。

图 40：途虎工场店分城市层级数量（单位：个）

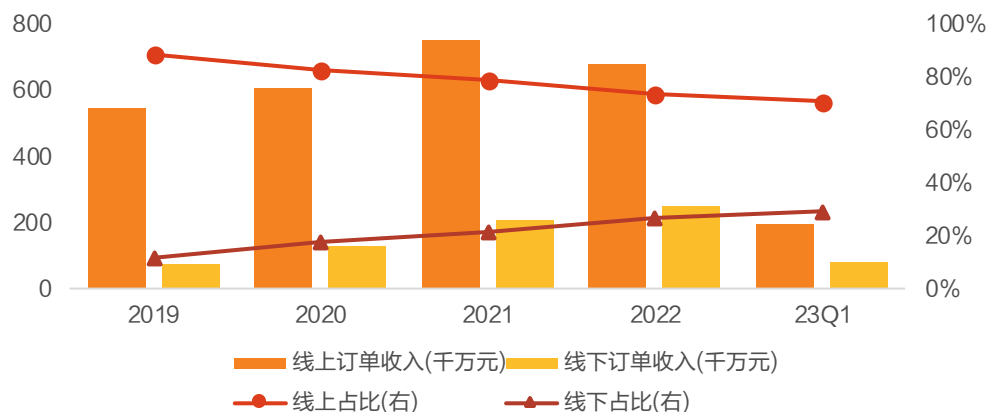


资料来源：公司公告、途虎业绩发布会、天风证券研究所

流量优势：途虎养车凭借早期的移动互联网布局和与腾讯的合作，构建了强大的流量优势。早在 2014 年，途虎就推出了移动端应用【途虎养车】，构建自有流量池。2018 年和 2019 年，腾讯两次投资途虎养车，并成为第一大股东；2018 年，双方还共同启动了“腾虎计划 1.0”，深化了线上线下一体化的服务合作。据 AC 汽车，2021 年途虎养车接入腾讯微信“出行服务”，进一步扩大了获客渠道。

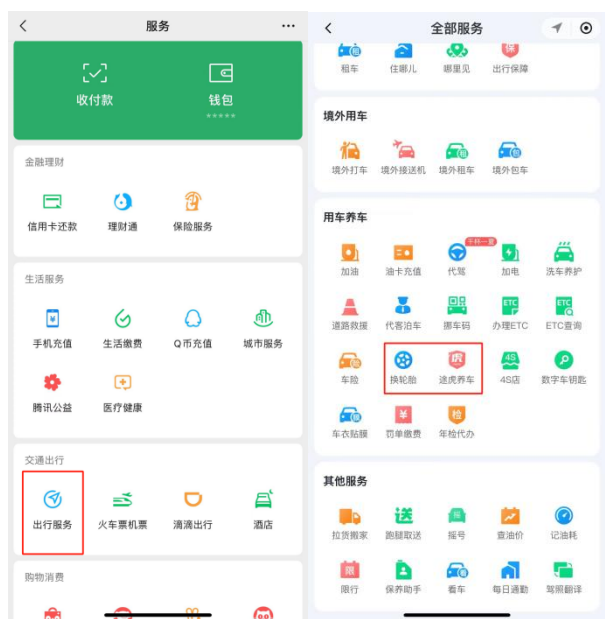
目前途虎养车已经在抖音、快手、小红书等自媒体平台建立了宣传矩阵，拥有强大的线上触达能力。挖掘了包括直播带货在内的新渠道，将其作为内容传播平台进行用户触达和品牌传播，可有效获取新客户。在抖音电商平台上，途虎的店铺全年长期位列抖音电单车后行业品牌 GMV 榜首。通过系统打通，途虎用户可以直接在抖音侧完成选品一下单一选店的线上流程。截至 2024 年 6 月底，途虎养车拥有 1.26 亿注册用户，平均月活跃用户达 1150 万。

图 41：公司不同渠道订单收入贡献率



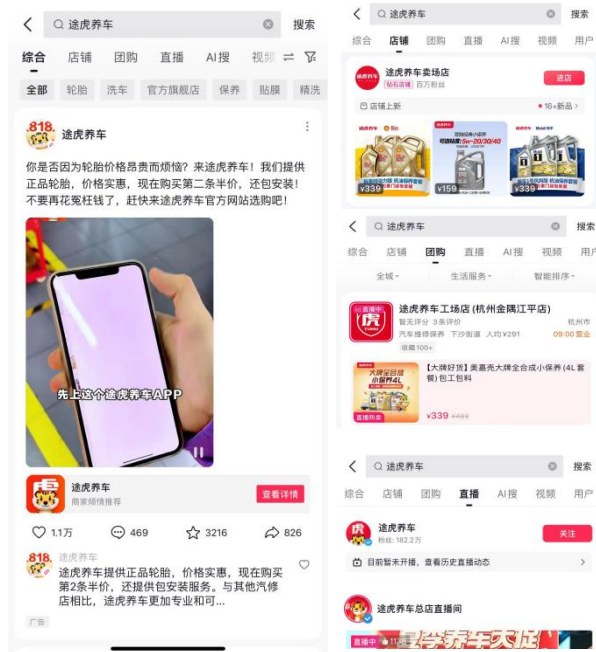
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 42：微信“出行服务”入口



资料来源：微信 APP、天风证券研究所

图 43：抖音官号、抖店、直播、团购入口



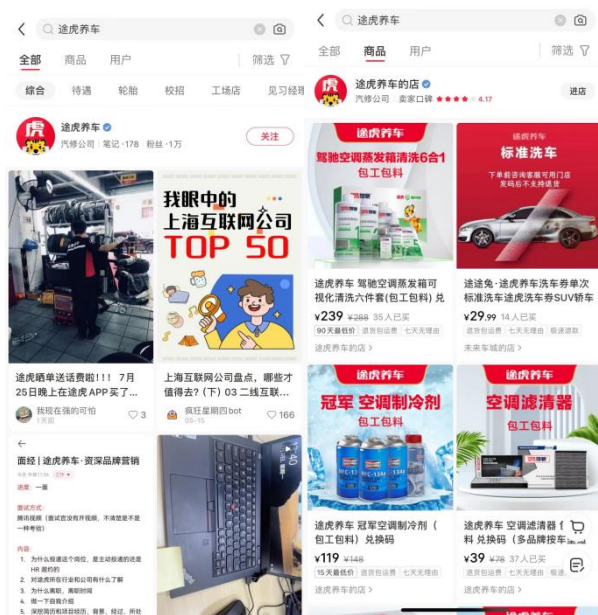
资料来源：抖音 APP、天风证券研究所

图 44：快手官号、直播等入口



资料来源：快手 APP、天风证券研究所

图 45：小红书官号、商店入口



资料来源：小红书 APP、天风证券研究所

4.3. 行业竞争加剧，加盟商获利是增长的次生动力

在途虎养车上市之际，京东养车通过其“震虎价”策略在汽车后市场掀起了价格战，意在以低价优质服务吸引消费者，同时整顿行业长期存在的问题，如信息不透明和价格虚高。京东与途虎养车之间的竞争尤为激烈，双方通过促销和价格战争夺市场份额，这虽然推动了行业的透明化和标准化，也促进了服务效率和成本效益的提升，进一步驱逐劣币，我们认为，途虎供应链、规模优势强，有望进一步在价格竞争中扩大优势。

加盟商获利，从而带动正向循环。从招商政策看，2023 年底盈利的途虎工场店已经超过 93%，随着 2023 年各家对一二线城市市场的抢占，2023 年途虎更偏向增加对 AB 级城市“商圈加密政策”扶持力度（即老客户开第二家及以上门店）。而 2024 年，途虎偏爱下沉市场，对 DEF 级城市提供了额外的优惠政策。而天猫养车对 ABCD 级城市就贴膜/轻改中心进行重点招商，以“洗美保”模型为基本盘，轻连锁，针对中高端消费车主的品牌用户定位，以求快速复制。而京东养车仍是面向 ABC 三级重点城市进行招商，聚焦“100 城”。

表 8：途虎养车、京东养车、天猫养车 2024 招商政策对比

城市级别	途虎养车			京东养车			天猫养车
	A	BC	DEF	A	B	C	
优惠政策	新开店可享全免，受 9 个月管理费	限时返加盟费的政 策，得 25% 加盟费返还	1、老商下沉政策：减免加盟费 10 万、免 6 个月管理费；2、新商下沉空白插旗政策：50% 的加盟费返还、免 12 个月管理费、赠送 5 万开业；3、补贴新商重点省份下沉政策：得 25% 的加盟费返还、与新商下沉空白插旗政策叠加	2024 年 1 月 31 日前缴纳意向金，可按 2023 年标准招商政策执行			所有城市 2024 年老开新加盟费实施 5 万/前 3 年品牌使用费政策、技术服务费 4000 元/月
加盟费（品牌使用费）	10-30 万(根据区域和门店类型而定)			15 万/3 年； 10 万/3 年	10 万/3 年； 6 万/3 年	6 万/3 年； 3 万/3 年	特惠:5 万/前 3 年
保证金	10 万			8 万；6 万	6 万	6 万	10 万/店
技术服务费	利润抽成为 10%(附带减免政策)			门店营业额 1%			4000 元/月(自开业之日起免前 90 天
管理费（月）	4000-8000 元(根据区域而定)			市区：7000 元；郊	市区：6000 元；	5000 元(减	月营业额 1%(免前

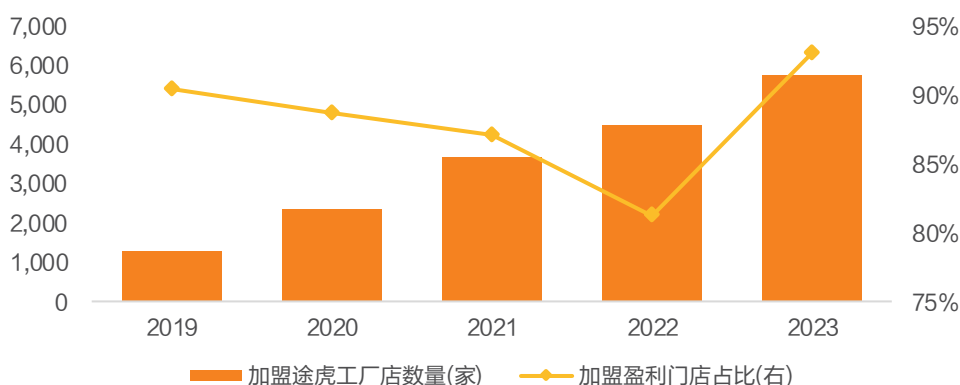
		县:6000元(减免3或6个月)	郊区:5000元(减免3或6个月)	免3或6个月)	180天)
开业支持					百日经营扶持计划

资料来源：各公司官方公众号等、天风证券研究所

2024年各家新的加盟政策，均提供更为优厚的条件以吸引加盟商。途虎和天猫都通过减免加盟费、管理费等方式降低加盟商的成本以吸引加盟商。据途虎公告显示，到2023年12月，所有开业超过6个月的途虎工场店中，盈利门店的比例从2022年12月的81%显著提升至93%。在此驱动下，途虎养车有近40%的加盟商开设了两家或以上的途虎养车工场店，而天猫养车仅有30%加盟商开二店。这表明途虎养车在门店管理和运营方面的努力得到了回报，也验证了高质量服务对于提升客户忠诚度和增加门店收入的有效性。2024H1，工场店申请量全域大增，加盟商开店量申请量同比增加22%，新拓展区域东北及西部地区加盟商开店意向同比增加2.5倍。

我们认为，加盟商的获利能力是途虎养车增长策略的基本盘，这意味着途虎养车的商业模式设计着重于确保加盟商能够通过加盟途虎体系而实现盈利。途虎养车通过提供有效的管理工具、供应链优化、品牌效应以及技术支持等，帮助加盟商降低运营成本、提高运营效率，进而实现更高的利润率。我们认为当加盟商获利时，他们更有可能继续投资于门店升级、员工培训和市场推广，从而形成正向循环，带动整体业绩的提升。

图 46：加盟途虎工场店数量及盈利门店比例



资料来源：公司公告、天风证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

汽车产品和服务业务：考虑到途虎工场店网络的持续扩张以及线上宣传推广的优化，预计2024至2026年收入增长稳定。具体而言，汽车产品和服务收入预计在2024~2026年间的增长率为7.9%、9.6%、10.7%，个人终端客户业务2024至2026年的收入预计为122.27亿、134.62亿、149.5亿。汽配龙业务2024至2026年的收入预计为14.2亿、14.9亿、16.0亿。细分业务表现方面，预计随着途虎养车门店网络的持续扩张，特别是在下沉市场的布局，个人终端客户的覆盖面将会进一步扩大。随着车辆平均车龄的增长，预计轮胎和底盘零部件业务收入将稳步增长；考虑到车主对保养意识的提升及新能源汽车保养需求的增加，汽车保养业务和其他服务如汽车配件、美容、清洁及维修等收入同样呈上升趋势。

广告、加盟及其他服务收入：随着加盟途虎工场店网络的扩张与品牌合作伙伴联合营销力度的加大，预计加盟服务收入将持续增长。预计2024至2026年的收入为9.69亿、10.16亿、10.88亿元人民币。

毛利：受益于产品组合优化及自有品牌产品贡献增加，规模效应提升上游议价能力，预计

毛利将持续增长。2024~2026 年，毛利预计分别为 37.51 亿、43.16 亿、49.56 亿元人民币，随着产品结构持续改善，毛利率有望将持续上升。

费用率：随着规模效应显现，下沉市场规模化形成后边际效应带来建店、营销费用的下降，预计销售成本占总收入的比例将有所下降。2024~2026 年，销售费用率预计为 11.7%、11.1%、10.8%逐年降低，管理费用率预计为 2.8%、2.6%、2.5%逐年降低，研发费用率预计为 4.0%、3.8%、3.6%。

表 9：关键假设

	单位	2023	2024E	2025E	2026E
收入	百万元	13,601	14,618	15,972	17,636
yoy	%	17.8%	7.48%	9.26%	10.42%
毛利率	%	24.7%	25.7%	27.0%	28.1%
经调整净利润	百万元	481	733	1,139	1,530
yoy	%		52.2%	55.4%	34.4%
经调整净利率	%	3.5%	5.0%	7.1%	8.7%
1.汽车产品和服务	百万元	12,647	13,649	14,955	16,548
yoy	%	17.9%	7.9%	9.6%	10.7%
营收占比	%	93%	93%	94%	94%
毛利率	%	23%	24%	25%	27%
1.1.个人终端客户	百万元	11,265	12,227	13,462	14,950
yoy	%	21.7%	8.5%	10.1%	11.1%
营收占比	%	83%	84%	84%	85%
毛利率	%	24%	25%	26%	27%
1.1.1.轮胎和底盘零部件	百万元	5,553	6,080	6,688	7,424
yoy	%	20.9%	9.5%	10.0%	11.0%
营收占比	%	41%	41.6%	41.9%	42.1%
毛利率	%	17.4%	18.4%	20.2%	21.6%
1.1.2.汽车保养	百万元	4,933	5,327	5,913	6,623
yoy	%	22.5%	8.0%	11.0%	12.0%
营收占比	%	36%	36.4%	37.0%	37.6%
毛利率	%	32.4%	33.4%	34.4%	35.1%
1.1.3.其他	百万元	780	819	860	903
yoy	%	22.0%	5.0%	5.0%	5.0%
营收占比	%	5.7%	5.6%	5.4%	5.1%
毛利率	%	14.9%	16.1%	16.9%	17.4%
1.2.汽配龙	百万元	1,381	1,423	1,494	1,599
yoy	%	-5.8%	3.0%	5.0%	7.0%
营收占比	%	10%	10%	9%	9%
毛利率	%	16.0%	17.6%	18.6%	19.4%
2.广告、加盟及其他服务	百万元	954	969	1,016	1,088
yoy	%	15.8%	1.5%	4.9%	7.0%
营收占比	%	7.0%	6.6%	6.4%	6.2%
毛利率	%	84%	84%	84%	83%

资料来源：Wind、天风证券研究所

5.2. 投资建议

预计途虎 2024~2026 年的营收分别为 146 亿/160 亿/176 亿元人民币，同比增速分别为 7.48%/9.26%/10.42%；经调整净利润分别为 7.33 亿元/11.39 亿元/15.30 亿元，同比增速分别为 52.2%/55.4%/34.4%，对应 PE 为 22/14/10 倍。我们认为车后服务市场空间广阔，鉴于途

虎养车在国内汽车养护服务市场的领先地位，途虎下沉市场增长势头迅猛，以及其在规模优势下运营管理能力领先，市场扩张方面的积极举措，营收规模有望随着门店数量的提升持续扩大，门店触达提高，服务强化复购，采购议价形成前端价格优势，产品结构持续改善，自有产品占比提升，有望带来毛利率每年 1~2pct 提升，规模、产品、服务形成综合品牌竞争优势。以美国车后服务龙头为可比公司，25 年行业平均 PE 为 18 倍，给予途虎 2025 年 18 倍目标 PE，对应目标市值 224 亿港币，目标价 27.59 港元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：可比公司

代码	公司	总市值 (亿美元/亿港币)	总市值 (亿人民币)	经调整净利润 (亿美元/亿人民币)				PE			
				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
ORLY.O	奥莱利汽车	691	4,914	23.47	24.17	25.85	27.89	29	29	27	25
AZO.N	汽车地带	530	3,767	25.28	26.96	27.46	29.17	21	20	19	18
GPC.N	通用配件	159	1,129	13.17	12.93	14.06	14.83	12	12	11	11
AAP.N	领先汽车配件	22	156	0.30	1.24	1.57	2.02	74	18	14	11
行业平均								34	20	18	16
9690.HK	途虎-W	173	158	4.81	7.33	11.39	15.30	33	22	14	10

资料来源：彭博、Wind、天风证券研究所（注：收盘价截止 24 年 10 月 25 日，第三列总市值单位途虎为亿港币、其他为亿美元，经调整净利润单位途虎为亿人民币、其他为亿美元，除途虎外盈利预测取自彭博）

6. 风险提示

宏观需求不及预期：全球经济形势变化；汽车使用频次下降，导致维保需求不佳；成本控制难度加大以及季节性因素可能导致途虎养车业绩表现不及预期。

行业竞争加剧：互联网车后服务商竞争加剧，新进竞争者可能带来资金和技术革新，加剧市场竞争，导致价格战风险和客户忠诚度挑战。

新能源车重分配产业链价值：新能源汽车快速增长和技术进步改变传统燃油车维修保养需求，非电池的汽车保养业务单车价值量下降，同时厂家代表的 4S 店议价能力可能会增强。

门店网络扩张不及预期：门店网络在汽车后市场竞争中遇到选址困难、物业租赁成本上升、人才招聘及培训周期延长等问题，导致新开门店的数量和速度低于预期。此外新能源车辆市占率变化和消费者习惯变化等因素也可能影响门店扩张的效果，从而影响整体业绩增长。

跨市场选取可比公司：途虎商业模式创新性领先，港股无可比公司，美股估值体系或有不同。

统计误差：部分数据对比为手动统计，或存在误差。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com