

## 正文目录

<b>投资概要</b> .....	<b>5</b>
行业：汽车保有量和平均车龄双增长，推动汽车后市场服务规模扩张 .....	5
公司：简化供应链、整合用户需求，提供线上线下一站式汽车服务 .....	5
业务模式：平台强管控和高支持力度下，加盟模式持续发展可期 .....	6
我们与市场不同的观点 .....	6
短期行业局部低价竞争不改长期利润率向上趋势 .....	6
新能源汽车渗透率提升带来的汽车服务市场机遇大于风险 .....	7
股价动因分析 .....	7
<b>途虎养车：中国领先的线上线下一体化汽车服务平台</b> .....	<b>9</b>
发展历程：以轮胎为切入点，深耕汽后市场全产业链 .....	10
业务模式：线上线下一体化运营，加盟模式实现网络扩张 .....	11
财务指标：整体业绩稳健增长，盈利能力持续释放 .....	16
<b>汽车后市场：市场规模持续增长，O2O 模式引领行业整合</b> .....	<b>18</b>
发展历程：相比发达国家起步较晚，正处于“互联网+”转型后期 .....	18
市场规模：汽车后服务市场空间已达万亿，IAM 渠道预计增长快于大盘 .....	19
商业模式：O2O 模式整合需求简化供应链，有效解决行业痛点 .....	21
竞争格局：竞争格局高度分散，未来或向头部集中 .....	22
产业政策：产业政策不断出台，推动行业健康发展 .....	25
市场机遇：新能源汽车加速渗透，为汽车服务市场带来机遇 .....	26
<b>公司看点：门店扩张增加营收，产品优化和效率提升增厚利润</b> .....	<b>28</b>
创新加盟模式实现网络扩张，发力低线城市扩大市场份额 .....	28
仓储物流体系+数字化行业解决方案提升运营效率 .....	30
规模效应增强上游议价能力，产品结构优化提高毛利率 .....	32
积极布局新能源领域，有望成为新的业务增长点 .....	33
<b>盈利预测与估值</b> .....	<b>35</b>
收入与盈利预测 .....	35
估值与投资建议 .....	37
风险提示 .....	37
<b>附录</b> .....	<b>38</b>
股权结构 .....	38
管理层简介 .....	38

## 图表目录

图表 1： 公司股价走势 .....	8
图表 2： 途虎在中国汽车服务市场用户规模、履约和门店网络、数据库建设等多方面均处领先地位 .....	9

图表 3: 途虎发展历程图..... 11

图表 4: 途虎汽车服务平台.....	11
图表 5: 途虎 2023 年分业务营收占比.....	12
图表 6: 2019-1Q23 按在线及线下订单划分的个人消费收入结构.....	12
图表 7: 2019-2023 年途虎用户复购情况.....	12
图表 8: 途虎汽配龙即时采购服务流程.....	13
图表 9: 途虎各类型门店在战略考量、运营模式、收入贡献方面的比较.....	13
图表 10: 途虎汽车产品与服务在不同场景下的收入与成本确认方法介绍.....	14
图表 11: 途虎加盟服务收入构成.....	15
图表 12: 途虎养车以客户为中心的商业模式推动飞轮效应, 实现规模经济和业务加速增长.....	15
图表 13: 2019-2023 年途虎收入规模、结构及同比增速.....	16
图表 14: 2019-2023 年途虎净利润与非 IFRS 净利润.....	16
图表 15: 2019-2023 年途虎毛利和毛利率.....	16
图表 16: 2019-2023 年途虎分业务毛利率.....	16
图表 17: 2019-2023 年途虎费用率.....	17
图表 18: 2019-2023 年公司期末经营性现金流和现金余额.....	17
图表 19: 2020-2023 年公司应收账款/库存周转期.....	17
图表 20: 中国汽车服务行业发展历程.....	19
图表 21: 2018-2027 年中国乘用车保有量及预测.....	19
图表 22: 中国/欧盟成员国/美国乘用车平均年龄.....	20
图表 23: 2018-2027 年中国汽车服务市场规模 (按 GMV 计, 按服务类型划分).....	20
图表 24: 公司招股书内关于获授权经销商与 IAM 门店的对比.....	21
图表 25: 2018-2027 年中国汽车服务市场规模 (按 GMV 计, 按渠道划分).....	21
图表 26: 途虎 O2O 模式解决行业痛点.....	22
图表 27: 途虎线上线下一体化的汽车服务模式.....	22
图表 28: 2022 年中国前五大汽车服务供应商汽车服务收入.....	23
图表 29: 2022 年中国前五大 IAM 门店汽车服务收入.....	23
图表 30: 京东与途虎部分产品价格对比.....	23
图表 31: 2020-2022 年中国头部汽车服务供应商门店数目.....	24
图表 32: 各大互联网养车平台 2024 年加盟政策对比.....	25
图表 33: 2018-2027 年中国新能源汽车保有量及渗透率.....	26
图表 34: 燃油汽车与纯电动汽车定期保养及维修服务年度开支比较.....	27
图表 35: 燃油汽车与插电式混合动力汽车定期保养及维修服务年度开支比较.....	27
图表 36: 途虎的加盟模式与传统加盟模式对比.....	28
图表 37: 2019-1Q23 途虎按门店类型及直销客户划分的收入.....	29
图表 38: 2019-1Q23 途虎按门店类型及直销客户划分的毛利率.....	29
图表 39: 2019-1Q23 途虎加盟商数量.....	29
图表 40: 2019-1Q23 实现盈利的自营工场店及加盟工场店占比.....	29
图表 41: 不同层级城市汽车保有量及每百万汽车对应途虎工场店数目.....	30
图表 42: 2019-2025 年途虎工场店数量明细及扩张预测.....	30
图表 43: 途虎门店覆盖范围及密度 (截至 2023 年 3 月 31 日).....	30

图表 44: 途虎计划未来继续扩充 FDC.....	31
图表 45: 途虎全套汽车服务技术支持系统 .....	31
图表 46: 途虎推出基于华为云区块链技术的“中国汽车配件溯源平台”.....	32
图表 47: 途虎与雪佛龙签订战略合作协议 .....	33
图表 48: 公司自有品牌途虎王牌 .....	33
图表 49: 不同动力类型汽车各类别服务客单价对比 (车龄 6 年以下) .....	33
图表 50: 途虎纯洗美容中心门店 .....	34
图表 51: 途虎与零跑汽车签订战略合作协议 .....	34
图表 52: 途虎与特来电签订战略合作协议 .....	34
图表 53: 途虎养车收入拆分 .....	35
图表 54: 途虎养车收入和盈利预测 .....	36
图表 55: 途虎: 调整后 PE 估值.....	37
图表 56: 途虎: 可比公司估值 .....	37
图表 57: 途虎股权结构 (全球发售后) .....	38
图表 58: 途虎-WPE-Bands .....	39
图表 59: 途虎-WPB-Bands .....	39

## 投资概要

### 行业：汽车保有量和平均车龄双增长，推动汽车后市场服务规模扩张

在汽车保有量增加和平均车龄提升的大背景下，相比于传统 4S 店，独立后市场服务供应商（IAM）覆盖密度更高、性价比更具优势，我们认为以途虎为首的 IAM 龙头平台有望持续受益。据灼识咨询数据，截至 2022 年末，中国已为世界第一大乘用车保有量市场，而我国每千人乘用车保有量仍明显低于美国及欧盟等发达国家，随着我国人均 GDP 的进一步增长、经济发展质量提升、道路承载力提升，灼识咨询预计我国乘用车保有量仍将保持高个位数增速的平稳增长。此外，2024 年 3 月 13 日，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，明确实施消费品以旧换新行动，开展汽车、家电产品以旧换新，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。此外，中国乘用车的平均车龄已由 2018 年的 4.9 年增至 2022 年的 6.2 年，但远低于美国的 12.2 年及欧盟成员国的 12.3 年。我们认为，随着产品端汽车质量持续提升、可用年限加长和消费端汽车市场及消费者心态日益成熟带来的换车频率降低，我国乘用车平均车龄或进一步向欧美靠拢，灼识咨询预计 2027 年这一数据或将达到 8.0 年。车龄的增长有望直接带来更多的维保需求，为整体汽车后市场服务市场发展创造良好条件，据灼识咨询预测，我国汽车服务行业规模将由 2022 年的 1.2 万亿元增长至 2027 年的 1.9 万亿元，市场空间较大。随着车龄突破质保期限，我们认为消费者对 4S 店依赖性也会逐渐降低，主因：1) IAM 覆盖程度更广、位置更为便捷。据灼识咨询数据，2022 年，中国约有 3.4 万家获授权经销商及 86.2 万家 IAM 门店，IAM 门店更高的覆盖密度可为消费者提供更为快捷便利的服务，2) IAM 整体性价比较高。据灼识咨询 2022 年数据，获授权经销商收取的汽车零配件价格及服务费用分别较 IAM 门店高出大约 30% 和 80%。

### 公司：简化供应链、整合用户需求，提供线上线下一站式汽车服务

途虎在上游简化供应链网络，在下游整合用户需求，“自营工场店打样+加盟工场店”模式持续扩张。公司成立于 2011 年，经 13 年发展已经成为中国领先的线上线下一体化汽车服务平台。2022 年公司总营收 115.5 亿元，在 IAM 门店中排名第一，市场份额 0.9%，超第二至第五名之和，占据行业领先地位。2023 年公司总营收增长至 136.0 亿元，市场份额进一步提升至 1.0%。公司聚焦 O2O 模式，通过整合配件流通渠道商与服务网络，上游简化供应链，下游整合需求，提供线上线下透明化一站式汽车养护服务，有效解决行业痛点。途虎自营工场店以高标准模式为加盟工场店打样，并承担区域教培职能和复杂技术输出；加盟工场店采用相同的标准及专有技术系统运营，以轻资产模式实现网络的快速扩张；合作门店则作为服务能力补充，进一步扩大地域覆盖范围。据途虎招股说明书披露，2022 年公司超 80% 以上收入来自于加盟工场店；截至 2023 年底，途虎在全国拥有 152 家自营门店和 5,757 家加盟工场店，2020-2023 年工场店数量增速 CAGR 为 142.8%，已覆盖超 300 座城市，以门店网络的快速扩张和稳定的服务质量支撑公司的长期可持续增长。

## 业务模式：平台强管控和高支持力度下，加盟模式持续发展可期

我们认为公司对加盟门店的系统化经营管控、高性价比配件供应和合理的分成模式是其加盟模式未来可持续发展的主要原因。具体来看：1) 对公司而言，其对加盟门店拥有较强的管控力，公司对于门店管理和信息系统、支付结算和财务系统、供应链和物流能力、技师管理和服务质量等方面均有完全控制权，例如在门店管理上，公司要求所有加盟门店存货产品进行强制扫描程序，使得公司能够实时掌握门店库存情况，并监控整个流程变化。此外，由途虎统一把控的零配件采购模式不仅降低了采购成本，也侧面使得途虎掌控了产品所有权，避免门店私自向系统外客户销售产品，保障了其商业模式的稳定性。2) 对加盟门店而言，途虎对于零配件的规模化采购降低了加盟商的成本和资金挤占压力，也带来了配件价格的竞争优势，且标准化的设计装修、技师培训、门店运营指导也降低了其运营门槛。此外，在传统的加盟模式下，品牌方往往会基于门店的销售收入乃至 GMV 提成，部分情况下还会通过出售设备、原材料，甚至压货给加盟门店，占用加盟门店现金流，来实现自身销售的增长。而途虎的模式不同，途虎不收取加盟门店的销售收入或 GMV 提成，而是收取扣除门店自身运营成本后经营利润的 10% 作为分成，而对于合作门店，双方仅针对线上订单的产品的安装和服务费进行一次性结算，合作门店对途虎的收入贡献比例较低。在我们看来，加盟店和公司的这一较为合理分成模式为双方的长期互利共赢打下了一定基础。

## 我们与市场不同的观点

### 短期行业局部低价竞争不改长期利润率向上趋势

2023 年 9 月京东养车推出“震虎价”活动，将所有“震虎价”商品定位为比友商低 5%，活动上线之后，途虎养车也迅速跟进，把相关产品价格调至与京东持平。2024 年 1 月京东养车“震虎价”再升级，联合品牌商家再加码补贴 5 亿元，部分投资者担忧行业可能会陷入价格战局面，影响途虎盈利能力。京东、天猫等互联网平台持续加码养车平台投入的现状，在我们看来或在短期内导致局部低价竞争，亦可能引发市场对于行业整体利润率稀释的担忧；但经过比价后我们发现，在绝大部分主流商品上途虎售价相较京东仍有优势（2024 年 3 月 6 日比价数据），我们认为这一优势在一定程度上得益于途虎与品牌方长期稳定合作和平台相比于友商更强的规模效应所带来的成本采购优势。长期来看，我们认为，养车平台作为垂直型平台，其核心竞争力仍在于养车垂直领域线上线下结合的运营能力，在价格无法拉开绝对差距的情况下，我们认为其它平台在产品、服务和用户体验较难对途虎形成明显威胁，途虎整体竞争壁垒依然稳固。此外，我们认为本质上各大平台并非存量竞争，由于汽车服务市场不断扩容，叠加市场格局极度分散，O2O 模式仍有较大渗透空间，因此我们预计途虎市场份额将持续增长，通过优化产品结构和经营效率，公司利润率长期趋势有望稳中向好。

### 新能源汽车渗透率提升带来的汽车服务市场机遇大于风险

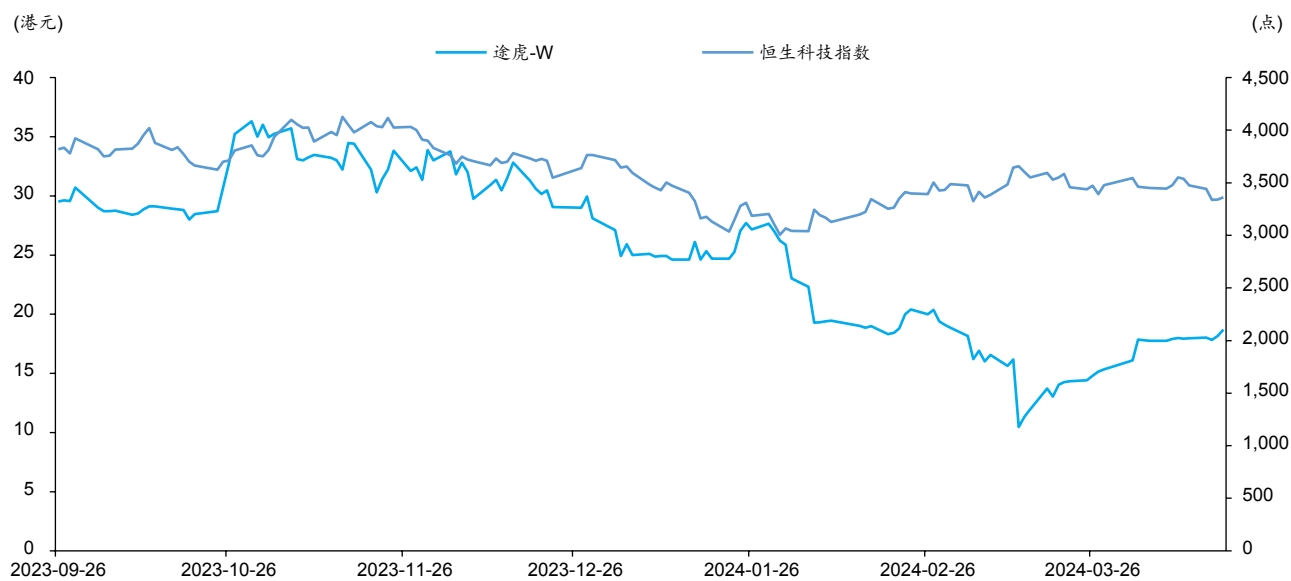
我国新能源汽车保有量和渗透率正不断提高，据灼识咨询预测，到 2027 年，新能源汽车在乘用车总保有量中的渗透率将达到 20.5%，部分投资人担心新能源汽车的加速渗透，或会影响公司目前主要布局的燃油车维保需求部分损伤（如机油机滤部件）。我们认为，由于新能源汽车企业在渠道建设上没有采取传统燃油车的 4S 店模式，销售基本采取直营模式，而现有授权经销商提供的汽车服务仍不足以服务新兴的新能源汽车市场，新能源车企“自营+外部合作”的售后方式将为头部 IAM 门店带来独特发展机遇。而途虎较早洞察到新能源汽车售后服务业务转型的时代趋势，并进行了针对性的布局。公司从 2021 年开始推出动力电池及电装维修业务，与新能源品牌及新能源品牌主要供应商合作（如零跑汽车及北汽极狐），提供面向新能源市场的专属服务。据公司公告，在 2023 年公司为中国最大的动力电池维修第三方服务商，当年公司该业务已累计完成约 22,000 笔电池服务订单，同比增长超 60%。此外，经灼识咨询测算，若考虑电池更换，新能源汽车相比燃油车年度服务开支更高，且新能源车车主更注重“颜值”，新能源汽车的加速渗透还将带动汽车美容市场规模持续上涨。2023 年 7 月公司全面升级汽车美容业务，优先发展北京、上海等一线城市，选择优质商圈新建独立途虎纯洗美容中心门店，同时在全国途虎养车工场店扩大汽车美容区域，增设独立贴膜、车衣、改色工位，满足用户对汽车养护和美容的需求。公司亦积极准备相应新能源技术人员储备工作，据公司 2023 年年报，公司已有超 8,000 名技术人员接受了相关培训，具备不同水平的新能源汽车技术，此外具备低压电工认证人数超过 400 人，不断推动了技术人员的持续专业发展，为捕捉后续到来的新能源维修需求奠定了基础。我们认为，途虎在传统燃油车时代建立的渠道、标准化服务、打通的生态模式等壁垒，在新能源汽车时代依然适用，途虎在新能源领域的前瞻性布局和创新服务，或有望拓展新的业务增长点，推动汽车售后服务行业朝更加专业化、标准化的方向迈进，最终反哺自身成长。

### 股价动因分析

公司股价在 2023 年 9 月上市至今出现一定回调，我们认为主因 1) 公司 2024 年 3 月存在部分限售股解禁，对资金面和投资者情绪形成一定压力；2) 同期恒生科技板块投资情绪偏低；3) 市场对于其与京东养车等竞争对手的潜在价格战存在一定担忧，部分投资者认为该事件可能对公司利润率有所稀释，对公司估值存在一定压制；

展望未来，我们认为公司股价的正向催化或来自于：1) 公司满足港股通考核条件并顺利入通后，流动性改善带来的增量资金入场，有望进一步提振公司估值；2) 受益于外围流动性改善、居民消费情绪向暖所带来的  $\beta$  情绪修复；3) 政策端更多利好独立第三方汽车服务商的法律法规出台所带来的增量市场空间；4) 各大在线养车平台从聚焦短期局部低价转向聚焦长期平台运营能力的提升，缓解市场对于利润率稀释担忧。

图表1： 公司股价走势



资料来源： ，



## 途虎养车：中国领先的线上线下一体化汽车服务平台

途虎养车成立于 2011 年，经 13 年发展至今已经成为中国领先的线上线下一体化汽车服务平台。凭借以客户为中心的模式和精简的供应链，提供数字化及按需服务体验，直接满足车主全方位多样化的产品和服务需求，公司构建了由车主、供货商、汽车服务门店和其他参与者共同组成的汽车服务平台。

途虎是中国最大的独立汽车服务平台，在门店数量、收入规模、用户量级等多方面行业领先。在用户规模方面，公司拥有中国汽车服务供应商聚集的最大车主社区平台，据公司公告，截至 2023 年底，公司的旗舰应用程序“途虎养车”和线上网站累计拥有 1.15 亿名注册用户，其中最近十二个月的交易用户数超 1,930 万名。公司亦积极拓展获客渠道，据途虎养车联合巨量引擎发布的《2022 汽车后市场行业洞察报告》，2022 年 7 月，途虎养车联合抖音开启本地化经营合作，面向全国工场店在供应链、运营、服务等方面长期为门店赋能外，在营销层面也不断探索为门店引流拓客：从团购产品+门店 POI 加热的基础组合为本地门店进行引流，公司已在抖音上拥有数个粉丝数量较多的账号，其中“途虎养车”和“途虎养车网百科”分别拥有 181.7/158.9 万关注（截止 2024 年 3 月 17 日），并已实现抖音全链路从下单到选店再到履约的闭环打通。而抖音等新媒体渠道的推广也在用户导流和品牌心智塑造方面进一步赋能公司发展，据 QuestMobile 数据显示，自合作开始的 2022 年 7 月至 2024 年 3 月，途虎养车应用程序月度用户规模已从 950 万上升至 1,357 万，我们认为其与抖音的合作一定程度上助推了其用户规模增长。

公司平台服务网络不断扩张。截至 2023 年底，公司在中国拥有 5,909 家途虎工场店，覆盖超 300 座城市，是中国最大的独立汽车服务平台。2022 年公司收入 115.5 亿元，在 IAM 中排名第一，市场份额 0.9%，超第二至第五名之和，已建立起了较为明显的行业竞争优势。2023 年公司总营收进一步增长至 136.0 亿元，2023 年市场份额提升至 1.0%。

图表2：途虎在中国汽车服务市场用户规模、履约和门店网络、数据库建设等多方面均处领先地位

分类	经营数据		
用户	2023 年 12 个月内累计交易用户 1,930 万+	2023 年 APP 平均 MAU 1,000 万+	2023 年 全年复购率近 60%
门店网络	截至 2023 年底 途虎工场店 5,909 家，#1	截至 2023 年底 二线及以下城市门店数量占比>60%	2023 年 12 月 开业 6 个月以上的盈利门店比例 93%
	截至 2023 年 3 月 31 日平均每家门店配备工位 6.0	截至 2023 年 3 月 31 日每个汽车工位服务周转率 2.2	
	截至 2022 年 12 月 31 日行业平均 4.3	截至 2022 年 12 月 31 日行业平均 1.1	
履约	截至 2023 年年底 运营 RDC/FDC 数量 34/511 个	截至 2023 年年底 及时配送服务覆盖门店比例>75%	FDC 配送时效 30 分钟 (<5 千米) /1 小时 (<10 千米)
	2023 年 当日或次日送达的线上轮胎订单/保养产品及其他订单占比≈60%/80%		
数据库	截至 2023 年 3 月 31 日 汽车零配件 SKU 540 万	截至 2023 年 3 月 31 日 车型/品牌覆盖 6.6 万/286 个	截至 2023 年 3 月 31 日 匹配准确度 99.99%
	2023 年 3 月 31 日数据 多维数据特征 9 千个	2023 年 3 月 31 日数据 R&D 员工数量 800 名	
生态	轮胎销量排名 2023 年中国市场，#1	机油产品销量排名 2022 年中国市场，#1	2023 年 3 月 31 日 汽车零配件供应商 2,200+家
	截至 2023 年 3 月 31 日专供品牌 54 个	截至 2023 年 3 月 31 日自有品牌 51 个	
	截至 2023 年 3 月 31 日止 12 个月专供品牌 SKU 2,239 个	截至 2023 年 3 月 31 日止 12 个月自有品牌 SKU 7,429 个	
	截至 2023 年 3 月 31 日止 3 个月 蓝虎系统 DAU 4.6 万	于 2023 年 3 月 蓝虎系统已连接技师 9.8 万名	

注：RDC 指区域配送中心，FDC 指前端配送中心，#1 代表行业排名第一资料来源：公司官网，公司招股书，灼识咨询，

## 发展历程：以轮胎为切入点，深耕汽后市场全产业链

逐步构建标准化体系，聚合门店系统、供应链、人才培养等关键因素形成扩张内在推动力。公司成立初是纯粹的线上零售平台，从轮胎销售业务切入，采用线下合作店模式，后逐步扩展全品类服务体系，实施标准化战略，不断扩大业务覆盖范围：一方面逐步建立起由管理良好的门店和技师组成的线下网络，在门店端打造标准化的运营、服务模型，扩展规模优势；另一方面直接与超 3,000 家汽车零配件供货商合作，形成强大的供应链和覆盖全国的仓储和物流体系。途虎已围绕汽车服务产业链打造全链路系统化体系，融合了客户端、供应链端和门店管理端，并开发出一套完整的技术支持系统，涵盖零部件匹配大数据平台、仓储管理、运输管理、订单管理、门店管理、技师支持和管理等多个领域。

**1) 初创探索期（2011-2013）。**2011 年，途虎养车网创立，定位为纯粹的线上零售平台，以轮胎销售业务为切入点，通过线上销售、线下安装的方式，提供便捷的轮胎购买服务，为跑通该模式启用合作店模式，与线下门店展开合作，途虎为合作店派单，门店帮助完成最终的安装服务。2012 年在上海设立物流中心，帮助促进江苏及上海地区的配送服务。2013 年公司合作门店数量已超过 4,000 家。

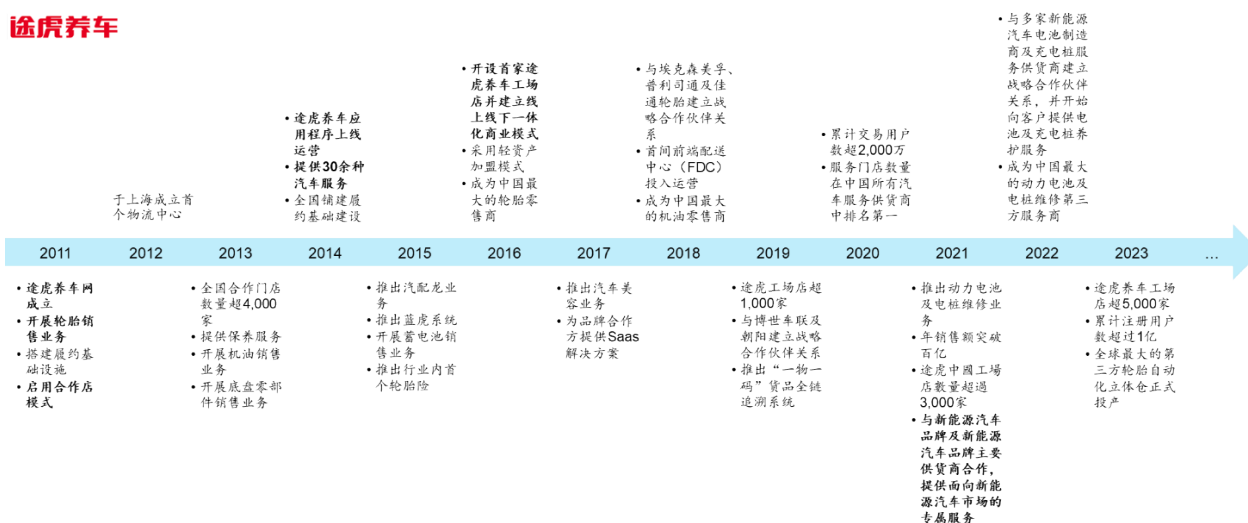
**2) 服务拓展与模式优化期（2014-2017）。**该阶段公司逐步突破纯平台模式的瓶颈，逐步扩展主营业务品类，构建全品类服务体系，推出工场店增强线下用户体验及品牌建设，线上线下一体化模式逐步成熟。2014 年，公司品牌名称由“途虎养车网”升级为“途虎养车”，途虎养车 App 上线运营，模式上逐渐转向 B2C+B2B，搭建更为高效的汽后市场产业体系。2015 年推出蓝虎系统，发力门店售后服务标准化、数字化，提高门店的透明度和管理效率。2016 年，开设首家途虎工场店，建立线上线下一体化商业模式，采用轻资产加盟模式构建解决门店实际问题的能力、持续提升门店核心竞争力，从线下合作门店中择优转化，通过产品、价格和服务标准的改造，使线下服务质量能得到最大程度的保障。

**3) 全国扩张、品牌建设与技术创新期（2018-2020）。**在这一阶段，途虎养车继续开设工场店，加速在全国范围内的布局。同时，通过广告宣传和品牌合作，提升品牌知名度和影响力。2018 年，与埃克森美孚化工、普利司通及佳通轮胎建立战略合作伙伴关系。2019 年，与博世及朝阳建立战略合作伙伴关系。公司在该期间加大了技术研发投入，开发了更多智能化服务和管理系统，2019 年开始实施一物一码系统，实现店内货品追踪，在 App 上使用专有人工智能技术进行定制化推荐。2020 年，公司累计交易用户数超 2,000 万，服务门店数量在中国所有汽车服务供应商中排名第一。

**4) 服务深化与业务创新期（2021 年起）。**该阶段公司稳步深化现有产品及服务并拓展市场，2023 年途虎养车工场店超 5,000 家，累计注册用户超过 1 亿。同时公司持续创新业务，围绕新能源汽车的需求与痛点，通过提供多项创新服务项目、人才培养计划以及参与制定行业规范，率先布局新能源领域。公司从 2021 年开始推出动力电池及电装维修业务，与新能源品牌及新能源品牌主要供应商合作（如零跑汽车及北汽极狐），提供面向新能源市场的专属服务。据公司公告，在 2023 年公司为中国最大的动力电池维修第三方服务商，当年已完成 22,000 笔电池服务订单，同比增长超 60%。

图表3：途虎发展历程图

途虎养车



资料来源：公司官网，公司招股书，

业务模式：线上线下一体化运营，加盟模式实现网络扩张

凭借线上线下一体化能力，途虎提供覆盖整个汽车服务价值链的广泛服务。据公司官网披露，公司主要提供包括面向车主的服务或为改善供货商及门店整体效率而定制的行业解决方案和平台服务。1) 向车主：轮胎和底盘零部件、汽车保养、汽车维修、汽车美容、汽车配件以及其他相关的安装服务。2) 汽配龙：即汽车零配件交易平台，满足门店网络内外汽车服务商的采购需求，服务客户多样、长尾汽车产品需求，通过汽配龙提供即时采购服务及撮合服务。3) 向其他平台参与者：广告、加盟及其他服务，包括广告服务和针对不同业务的 SaaS 解决方案。4) 新能源汽车创新业务：包括新能源汽车销售及售后服务、电池及充电桩养护及维修服务。

图表4：途虎汽车服务平台

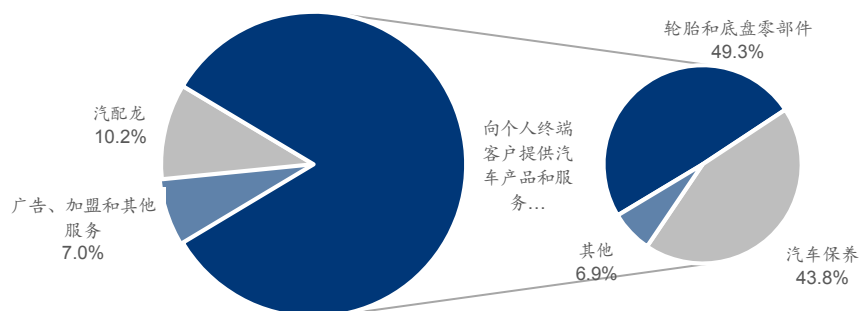


资料来源：公司官网，

分业务看，公司营收主要来自向个人终端客户提供汽车产品和服务。2023 年公司实现营收 136.0 亿元，其中向个人终端客户提供汽车产品和服务营收 112.7 亿元，占比 82.8%；汽配龙业务营收 13.8 亿元，占比 10.2%；广告、加盟和其他服务营收 9.5 亿元，占比 7.0%。在个人客户收入中，轮胎和底盘零部件、汽车保养为主要业务，分别占向个人终端客户提

供汽车产品和服务营收的 49.3%/43.8%。

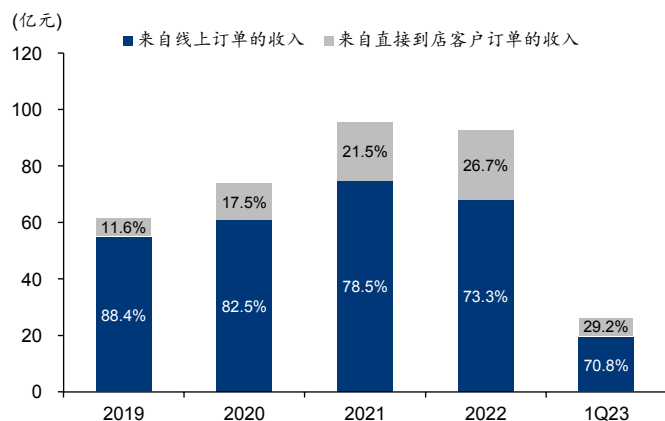
图表5： 途虎 2023 年分业务营收占比



资料来源：公司公告，

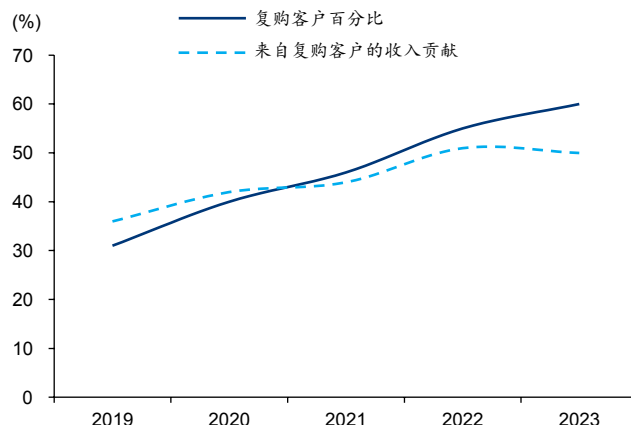
**线上线下结合，满足客户多方面灵活性产品及服务需求。**对个人终端，公司业务分为产品和服务两类。个人客户对产品和服务的消费模式又分为线上进店订单和线下进店订单：1) 客户于 APP 或微信小程序在线下单，系统智能提供定制化、便捷的产品和服务推荐，客户线下到店接受服务；2) 直接到店进行汽车服务，满足用户个性化时间安排及各类紧急需求。从途虎向个人终端客户提供的汽车产品和服务收入看，直接到店比例持续提升，从 2019 年的 11.6% 持续提升至 1Q23 的 29.2%，我们认为一定程度上受益于其稳定提升的线下服务质量和门店网络密度；复购用户比例持续攀升，从 2019 年的 31% 上升到 2023 年的近 60%，我们认为公司通过输出稳健长期的服务吸收了大量稳定客户，良好的消费体验带动用户粘性提升，品牌价值正在不断增强。

图表6： 2019-1Q23 按在线及线下订单划分的个人消费收入结构



资料来源：公司招股书，

图表7： 2019-2023 年途虎用户复购情况



资料来源：公司招股书，公司公告，

**供应链建设助力解决线下门店采购需求，增强对加盟商绑定能力。**与致力于直接服务个人客户的线上界面不同，汽配龙是途虎为满足线下汽车服务门店采购需求而建立的汽车零部件交易平台，旨在及时高效地满足客户多样化、长尾汽车产品需求，尤其是直接到店客户的产品需求。在店内无客户需求的现成特定产品时，门店可使用汽配龙即时采购服务或撮合服务，以接收前端配送中心（FDC）之一进行的即时送货服务或与客户预约后续到店服务。在我们看来，公司深耕上游供应链建设一定程度上解决了配件的即时配送和标准化问题，有效增加了对加盟商的绑定能力。

图表8： 途虎汽配龙即时采购服务流程



资料来源：公司招股书，

通过加盟工场店以轻资产模式实现线下网络的快速扩张。公司门店包括三种类型：自营工场店、加盟工场店和第三方合作门店，旨在以门店网络的快速扩张和稳定的服务质量支撑公司的长期可持续增长。不同类型门店承担不同战略作用：1) 途虎自营工场店以高标准模式为加盟工场店打样，并承担区域教培职能，复杂技术输出；2) 加盟工场店采用相同的标准及专有技术系统运营，以轻资产模式实现网络的快速扩张；3) 合作门店则作为补充，进一步扩大地域覆盖。据途虎招股说明书披露，2022年公司超80%以上收入来自于加盟工场店；据公司公告，截止2023年末，途虎在全国拥有152家自营门店和5,757家加盟工场店，覆盖城市超300座，已完成对于大陆所有省级行政区的覆盖。

图表9： 途虎各类型门店在战略考量、运营模式、收入贡献方面的比较

	途虎工场店		途虎合作门店
	自营店	加盟店	
<b>战略考量</b>	制定服务质量和运营效率的行业标准	以轻资产的商业模式实现网络的快速扩张	作为途虎工场店的补充，进一步扩大地域覆盖
<b>运营模式</b>	途虎对以下方面具有完全的控制权： · 门店选址 · 店面装修 · 员工招聘 · 门店管理和信息系统 · 支付、结算和财务系统 · 供应链和物流能力 · 统一的途虎品牌 · 技师管理 · 服务质量	途虎对以下方面具有完全的控制权： · 门店管理和信息系统 · 支付、结算和财务系统 · 供应链和物流能力 · 统一的途虎品牌 · 技师管理 · 服务质量 途虎提供选址、店面装修和人员培训方面的指导	· 途虎不控制合作门店的运营 · 合作门店主要为线上平台销售的产品提供安装服务
<b>收入贡献</b>	· 向客户销售汽车零配件的收入 · 向客户提供服务的收入	<b>来自在线订单的收入：</b> · 向客户销售汽车零配件的收入 · 向客户提供服务的收入 <b>来自到店订单的收入：</b> · 向门店销售汽车零配件的收入 <b>来自加盟商的收入：</b> · 加盟费 · 固定月度管理费 · 基于利润的分成费（加盟商每月利润的固定百分比）	· 向客户销售汽车零配件的收入 · 服务费净额（向在线客户收取的费用减去支付予合作门店的服务费）

资料来源：公司招股书，

分润模式清晰，途虎从产品销售中获取利润，门店主要从服务中获取利润。公司汽车产品和服务分为线上产品、线下产品、线上服务和线下服务四个部分。线上产品、线下产品及线上服务均确认为公司收入，线下服务则为公司代收代付。工场店向公司贡献的收入主要来源于三部分：1) 向线上和直接到店的个人客户提供汽车产品以及线上服务的收入；2) 通过汽配龙向加盟途虎工场店及合作门店销售汽车产品的收入；3) 加盟服务收入：包括加盟费、月度固定管理费和利润分成。在用户线上下单和线下下单两种情况中：线上订单由途虎确认产品销售和服务费收入后定期与加盟商结算，由于门店仅为履约服务的代理，因此加盟商收入仅确认服务费，而途虎可获得的利润=（产品售价-进价）+（对消费者提供服务的价格-支付给门店的服务价格）；线下订单的服务费直接支付给加盟商，由于客户流量由门店自身产生，途虎仅确认部分产品收入，门店在服务收入的基础上可分享部分途虎的产品利润，途虎可获得的利润=产品的售价-（产品的进价+门店分享的部分利润）。

图表10：途虎汽车产品与服务在不同场景下的收入与成本确认方法介绍



资料来源：公司招股书，

途虎为加盟门店提供了系统化经营管控、高性价比配件供应和合理的分成模式。为了确保服务质量的高标准和一致性，途虎会在选址设计装修、技师培训、门店运营上对加盟店进行指导，并且从软件系统等层面对工场店维持强有力的控制，以防止其向系统外的客户私自销售。另一方面，途虎不仅不会向加盟商压货，而且替门店承担了所有的存货风险，直到最终的用户服务完成，这既有利于缓解加盟商的资金压力，也有助于解决零部件品控、标准化的核心问题，保障消费者体验，其通过掌控产品控制权的方法亦在侧面避免了线下门店向系统外客户销售产品，其规模化的采购也确保了配件供应的高性价比优势，相比同行更具价格吸引力。此外，在传统的加盟模式下，品牌方往往会基于门店的销售收入乃至 GMV 提成，部分情况下还会通过出售设备、原材料，甚至压货给加盟商，占用加盟商现金流，来实现自身销售的增长。而途虎的模式不同，一方面，途虎不收取加盟门店的销售收入或 GMV 提成，而是收取扣除门店自身运营成本后经营利润的 10% 作为分成，我们认为，这在一定程度上体现途虎在加盟商不盈利时就不提成的合作共赢理念，有利于维持其长期发展经营。

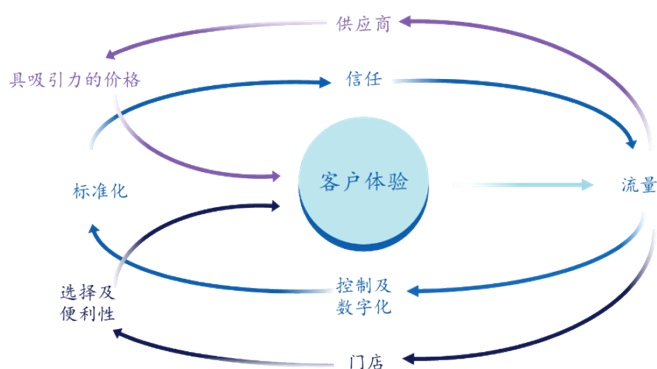
图表11：途虎加盟服务收入构成

途虎加盟服务收入构成	
三年加盟费	10 万元-40 万元
固定月度管理费	标准固定月度管理费分为两个级别：4,000 元及 8,000 元 根据加盟途虎工场店的具体情况（如处于发展初期）减少固定月度管理费，以支持其业务增长及减轻 2020 年、2021 年及 2022 年由疫情所造成的营运压力，2023 年公司开始逐步停止管理费减免措施
基于利润的分成	一般相等于加盟店经营利润的 10%

资料来源：公司招股书，

以客户为中心的 O2O 模式推动飞轮效应，实现规模经济和业务加速增长。途虎以客户为核心，通过改善线上线下用户体验吸引更多的用户流量，形成正反馈飞轮效应，不断加强公司壁垒：1) 公司创立前期利用强线上流量引导能力对线下门店实施控制和数字化管理系统，确保服务质量标准化，增强客户信任，反哺用户流量；2) 用户流量增长驱动销量提升，增强了公司向上游采购的议价能力，提升价格优势吸引潜在客户；3) 增长的用户流量推动门店网络扩张，更高密度和更广地域覆盖的门店网络，客户产品和服务的选择及便利性提升，进一步改善客户体验；4) 飞轮转动过程提供行业知识和数据洞察，一方面促进产品和服务优化和标准化，改进数字化门店和技师管理系统，另一方面加深对车主需求的了解，进一步提升客户体验。

图表12：途虎养车以客户为中心的商业模式推动飞轮效应，实现规模经济和业务加速增长



资料来源：公司招股书，



## 财务指标：整体业绩稳健增长，盈利能力持续释放

公司整体营收稳健增长，2023 年首次实现非 IFRS 净利润。公司营收呈稳健增长态势，从 2019 年的 70.4 亿元增长至 2023 年的 136.0 亿元，2020-2023 年收入 CAGR 达 15.8%。2023 年公司总营收同比+17.8%，主因受益于线下业务复苏，以及途虎工场店网络扩张及客户基础扩大带动营收持续增长。公司 2023 年非 IFRS 净利润同比扭亏为盈至 4.8 亿元，我们认为主要得益于汽车保养等高利润率业务占比稳步提升所带来的毛利率改善和有效的费用率管控。

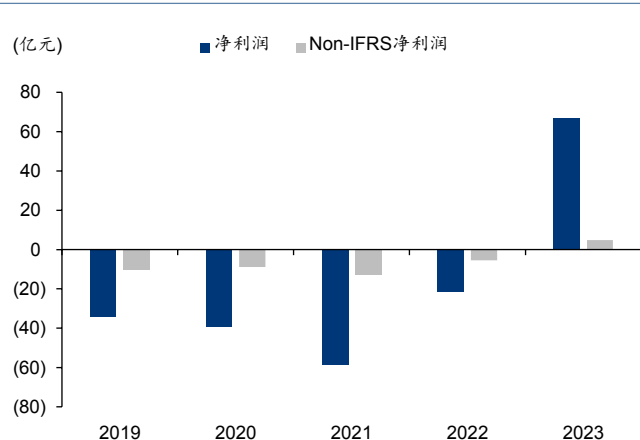
业务结构稳定，加盟服务收入占比随加盟店规模扩张同比有所提升。从收入结构看，公司整体业务结构稳定，汽车产品和服务业务为主要营收来源，2023 年贡献收入占比为 82.8%。得益于公司轻资产加盟的商业模式，随着公司整体规模增长，加盟店网络扩展迅速，加盟服务收入增长明显，2023 年营收达 7.3 亿元，同比+33.3%，占总收入比由 2019 年的 2.4% 增长至 2023 年的 5.4%。

图表 13：2019-2023 年途虎收入规模、结构及同比增速



资料来源：公司招股书，公司公告，

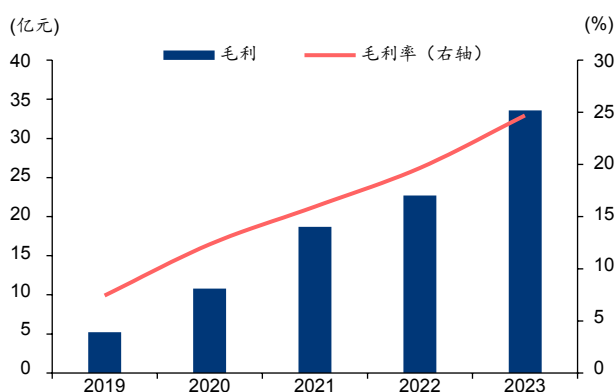
图表 14：2019-2023 年途虎净利润与非 IFRS 净利润



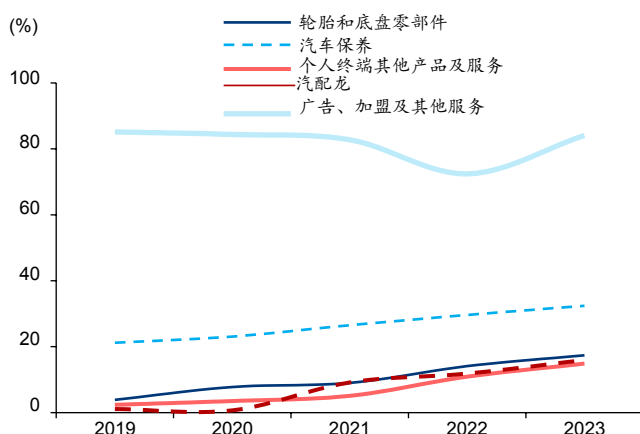
资料来源：公司招股书，公司公告，

毛利率不断攀升，盈利能力持续释放。2019-2023 年公司毛利率逐年提高，由 2019 年的 7.4% 增长至 2023 年的 24.7%，我们认为主要由于：1) 业务结构优化，具有较高利润率的汽车保养业务收入占总收入的比重上升，由 2019 年的 26.6% 上升至 2023 年的 36.3%；2) 采购成本降低，业务增长带来规模优势，对上游供应商的议价能力提高，获得更优惠的采购条款；3) 产品结构优化，具有更高毛利率的专供及自有品牌产品收入占汽车产品和服务收入的比例明显提高，由 2019 年的 22.2% 上升至 2023 年的 68.3%。此外，分业务来看，得益于规模效应带来的成本降低和产品结构优化，除广告、加盟及其他服务外的各业务条线的毛利率均实现稳健改善趋势。

图表 15：2019-2023 年途虎毛利和毛利率



图表 16：2019-2023 年途虎分业务毛利率

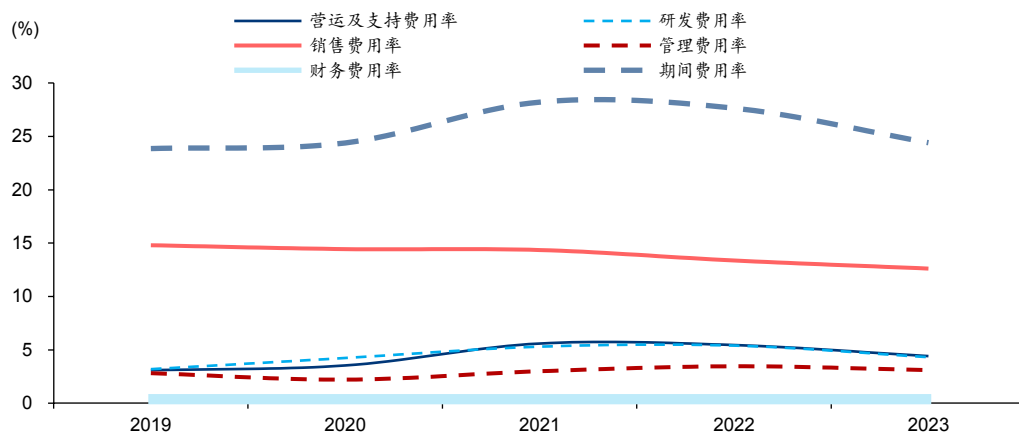


资料来源：公司招股书，公司公告，

资料来源：公司招股书，公司公告，

**运营效率不断提升，费用管控成效显著。**得益于线上线下一体化的商业模式逐步深入，公司经营效率不断提升，销售费用率逐年降低，从 2019 年的 14.8% 降低至 2023 年的 12.6%；由于公司采用云服务和外包服务费减少，公司研发费用率由 2022 年的 5.4% 下降至 2023 年的 4.3%；2019-2023 年公司管理费用率均稳定在 3% 左右。

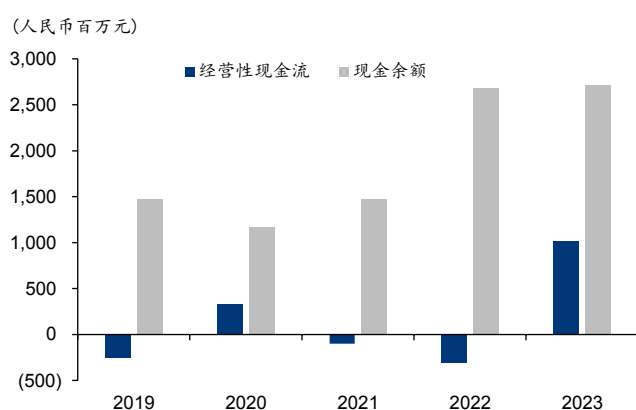
图表17： 2019-2023 年途虎费用率



资料来源：公司招股书，公司公告，

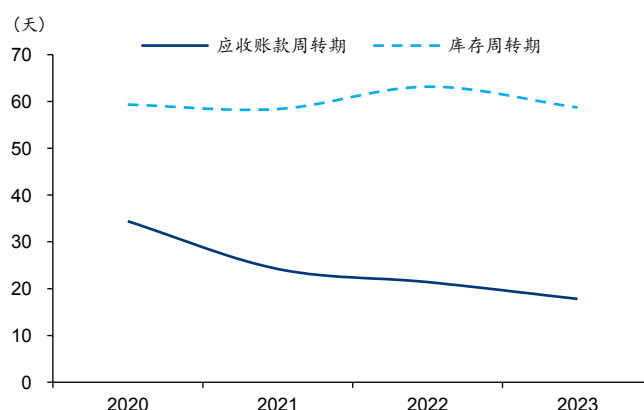
**2023 年经营现金流随利润上岸而实现转正，应收账款和库存周转期稳中改善。**公司 2022 年经营性现金流净额为 -3.1 亿元，2023 年为 10.2 亿元，实现年度经营性现金流为正，较 2021 年和 2022 年有所改善，主因与供应商及银行之间的应付票据额变动，考虑到公司整体经营杠杆释放节奏稳健，我们预计未来整体经营性现金流波动可控。2023 年末现金余额为 27.2 亿元，较 2022 年末的 26.9 亿元进一步提升。公司 2023 年应收账款/库存周转期分别为 17.8/58.7 天，较 2022 年的 21.4/63.2 天进一步改善，公司整体现金流充足，经营稳定性持续巩固。此外，考虑到如原油等原材料价格波动导致的轮胎、机油等产品价格波动通常为行业性普调，公司可随行业定价变化灵活变价，且公司库存周转期为约 60 天，库存积压情况可控，我们认为原材料价值波动或对公司利润率和现金流影响有限。

图表18： 2019-2023 年公司期末经营性现金流和现金余额



资料来源：公司招股书，公司公告，

图表19： 2020-2023 年公司应收账款/库存周转期



资料来源：公司招股书，公司公告，

## 汽车后市场：市场规模持续增长，O2O 模式引领行业整合

截至 2022 年，中国已成为全球第一大乘用车保有量市场。我们认为汽车保有量和车龄的增长是汽车服务市场保持长期增长的驱动力。汽车服务价值链上的参与方主要包括获 OEM 授权的经销商及独立的后市场服务供应商（IAM）两者。随着保修期届满的乘用车占比提升，我们判断消费者对 4S 店依赖性或许会逐渐降低，独立汽车服务供应商有望在这一变化中受益。以途虎为代表的 O2O 模式通过整合配件流通渠道商与服务网络，有效解决 IAM 渠道长期面临的服务不标准化带来的客户体验差、供应链复杂、履约流程低效等痛点，因此我们预期 O2O 模式市占率有望持续提升，途虎作为 IAM 龙头，其市占率在我们看来未来仍有较大提升空间。此外，我国新能源汽车保有量和渗透率不断提高，新能源车企“自营+外部合作”的售后方式也或将作为头部 IAM 门店带来独特发展机遇。

### 发展历程：相比发达国家起步较晚，正处于“互联网+”转型后期

与国外发达国家相比，我国汽车产业的起步较晚，汽车服务市场从形成到发展大体上经历了四个发展阶段：起步阶段、发展阶段、转型初期和转型后期。截至 2024 年，我国汽车后市场正处于“互联网+”转型后期，后市场企业更加重视线下服务能力与线上互联网技术的深度结合，同时实力雄厚的互联网平台随着生态的日趋成熟也纷纷开始发力汽后市场，促使后市场不断成熟：

**1) 起步阶段：上世纪 90 年代。汽车服务萌芽期，服务对象主要是公务车，汽配、汽修厂开始萌芽。**当时中国的私家车消费刚刚起步，汽修市场仍以服务公务用车的综合维修厂为主导；随着汽车市场的发展，国营综修厂已经很难满足各类车型维修所需的专业维修技术和配件信息，依托汽配城开办的个体维修店和维修技师开办的社区店越来越多，并逐渐发展成小型的维修连锁；

**2) 发展阶段：2000-2008 年。4S 店模式引入国内并迅速成为市场主导，海外售后连锁品牌纷纷进入中国掘金。**这一时期中国汽车产销呈高速增长态势，汽车保有量快速增加，销售和售后服务捆绑的 4S 店模式引入国内，并迅速成为中国汽修和保养市场的主导。同时，国际连锁汽修企业纷纷进入中国，随后轮胎、润滑油等易损件和保养件品牌也瞄准了中国售后市场，以提供换胎、保养、小修及装饰等服务的形式建设连锁网络。与此同时，国内一些颇具技术实力和客户积累的大型维修厂，也迅速转型试水连锁模式；

**3) 转型初期：2009-2015 年。资本与新技术推动下的新商业模式不断涌现。**这一时期私家车已经成为绝对的市场主力，区域性第三方维修连锁龙头涌现，第三方服务提供商与 4S 店并行；随着移动互联网开始普及，后市场的新模式进入者开始增多并围绕电商化 O2O 以及新零售趋势开始试水，市场最早涌现的是围绕更换频率高、SKU 数量少且相对标准的轮胎和保养易损件为主的电商平台，希望打破代理商—分销商—批发商—零售商的传统销售渠道，实现 S2B2C 扁平化供应链模式，以厂商授权直销或利用集采优势，获得相比 4S 店价格更透明的保养件来吸引 C 端车主。但由于汽车配件重服务的属性，2C 端的汽车电商相继转型 O2O 模式；与此同时，一些新兴企业则以上门服务为核心模式，凭借减免场地设备等固定资产投资，借助移动互联网使利性、高效性的优势，重新匹配维修保养资源和需求，很快成为资本追逐热点。汽车后市场在互联网背景下，资本与新技术双轮驱动，推动汽车后市场快速发展；

**4) 转型后期：2016 年起。线上线下深度融合，新模式新方向开始逐渐清晰。**经过大量的模式创新尝试，资方开始回归理性，模式创新项目逐渐回归商业本质，大量后市场纯粹的模式创新型企业夭折，特别是 2016 年当中大量长期靠烧钱为继的上门保养、洗车类 O2O 公司相继因模式具有局限性加之资金链断裂退出市场或开启艰难转型，存活下来的具备良性商业模式的后市场企业，则更加重视线下服务能力与线上互联网技术的深度结合，同时实力雄厚的互联网平台随着生态的日趋成熟也纷纷开始发力后市场，促使后市场不断成熟。

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/985312044104011203>