

公司深度报告

2022年08月25日



東亞前海證券有限責任公司
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

冠盛股份（605088.SH）：后市场稳扎稳打，OEM 业务打开新成长点

核心观点

汽车后市场业务稳步推进，OEM 新业务快速成长。公司创建于 1999 年，成立之初专业从事等速万向节的研发、生产和销售，主要面向海外汽车后市场。2004 年起公司为响应市场需求，产品线逐步拓展延伸，目前公司产品已覆盖汽车底盘系统中包括等速万向节、传动轴总成、轮毂轴承单元等在内的多个系列。目前公司进一步推进全球营销网络战略布局，并形成汽车后市场业务、OEM 整车配套业务双轴驱动的发展模式。2018-2021 年公司营业收入由 17.52 亿元增长至 24.87 亿元，CAGR 达 12.38%。

后市场稳扎稳打，业务遍布全球。2021 年公司后市场业务实现营收 24.34 亿元，同比增长 33.83%。公司客户群体分布六大洲，覆盖海外 120 多个国家和地区，拥有稳定客户资源，在全球汽车后市场具有较高影响力和市场地位。公司近年来大力发展国内市场，国内业务营收整体持续增长，2021 年达 1.98 亿元。供应链方面，2021 年公司与京东签署战略合作，未来将利用京东京慧系统成熟的大数据处理和 AI 智能手段，结合公司多年积累的数据和行业经验，实现需求端的精准预测和生产端的智慧排产，构建更加安全、高效的供应链网络，助力公司发展。

丰富的技术积累叠加优秀的营销与项目管理能力，促进 OEM 业务加速发展。公司充分利用自身在底盘系统领域的研发优势，加大在整车配套市场的投入，已与多家新能源整车厂建立合作关系，在配套市场中实现弯道超车。另外，2022 年 6 月公司与国机精工签署战略合作，将国机精工在高精度轴承方面技术优势与冠盛强大的营销及项目管理能力结合，实现合作共赢。未来公司将进一步引入自动化生产线，紧跟新技术新趋势，促进产品线的开发和业务的快速发展。2021 年公司整车配套业务实现营收 5086 万元，同比增速达 139.4%。

投资建议

考虑到公司在全球后市场布局完善以及在 OEM 业务的快速推进，我们预计 2022/2023/2024 年公司营业收入分别为 30.94/37.20/43.50 亿元，归母净利润分别为 1.56/2.12/2.58 亿元，EPS 分别为 0.94/1.28/1.56 元/股。基于 2022 年 8 月 25 日收盘价 17.31 元计算，对应的 PE 分别为 18.38/13.53/11.11 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示

全球汽车保有量增速放缓；原材料价格波动；境外市场销售的风险。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2487.14	3094.04	3720.20	4349.92
增长率 (%)	35.09	24.40	20.24	16.93
归母净利润	117.25	156.15	212.17	258.40
增长率 (%)	27.11	33.18	35.88	21.79
EPS (元/股)	0.73	0.94	1.28	1.56
市盈率 (P/E)	19.90	18.38	13.53	11.11
市净率 (P/B)	1.63	1.81	1.60	1.40

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所，以上数据基于 2022 年 8 月 25 日收盘价 17.31 元计算。

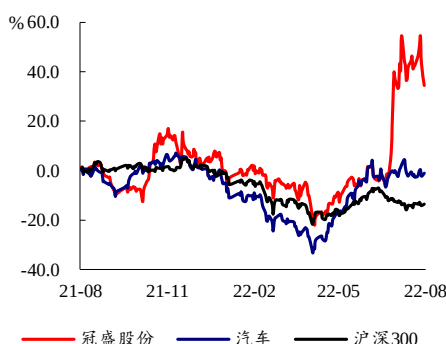
请仔细阅读报告尾页的免责声明

评级 推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名 倪华
资格证书 S1710522020001
电子邮箱 nih835@easec.com.cn
联系人 赵启政
电子邮箱 zhaoqz739@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	165.94
流通 A 股/B 股(百万股)	165.94/0.00
资产负债率(%)	45.52
每股净资产(元)	8.85
市净率(倍)	2.11
净资产收益率(加权)	4.59
12 个月内最高/最低价	21.45/11.04

相关研究

正文目录

1. 全球布局汽车后市场业务，跨入 OEM 领域后发展进一步加速	4
1.1. 传统业务稳健发展，OEM 新业务快速放量	4
1.2. 经营效率不断优化，成本回落后公司盈利能力开始回升	9
2. 保有量以及平均车龄共振，国内汽车后市场规模不断扩大	12
2.1. 汽车后市场受车辆保有量以及车龄影响，目前市场主要集中于欧美市场	12
2.2. 中国汽车行业逐步成熟，汽车后市场逐步迎来爆发点	13
3. 新能源汽车超预期发展，供应链迎来发展新机遇	16
4. 后市场+OEM 协同发展，公司发展前景广阔	19
4.1. 后市场稳扎稳打，业务遍布全球	19
4.2. OEM 业务保持精进，或将成为公司新的成长极	22
5. 盈利预测	23
6. 风险提示	24

图表目录

图表 1. 公司发展历程	4
图表 2. 公司的产品主要集中于底盘系统零部件	5
图表 3. 前五大股东持股占比为 56.28%	6
图表 4. 公司的主要高管经验丰富	6
图表 5. 2021 年国外营业收入占比约为 92%	7
图表 6. 2021 年国外毛利占比约为 94%	7
图表 7. 后市场与 OEM 市场的区别	7
图表 8. 2021 年后市场的营业收入同比增加 33.83%	8
图表 9. 公司的发力产品型号数量丰富	8
图表 10. 2021 年 OEM 市场营业收入占比约为 2%	9
图表 11. 2021 年 OEM 市场毛利率比上年增加 1.36pct	9
图表 12. 2021 年钢材价格上涨幅度较大	9
图表 13. 钢材价格于 2021 年末开始逐步回落	9
图表 14. 公司营业收入增长稳定（亿元）	10
图表 15. 2021Q4、2022Q1 公司毛利率水平显著改善	10
图表 16. 2022 年 Q1 公司各项费用率环比已出现回落	11
图表 17. 公司主营业务收入规模和在职人员数量	12
图表 18. 公司人均创收创益能力显著提升	12
图表 19. 主要国家每千人汽车保有量（辆）	12
图表 20. 按国家/地区划分乘用车平均车龄（年）	13
图表 21. 全球主要国家汽车维修市场规模（亿美元）	13
图表 22. 我国汽车保有量快速增长	14
图表 23. 2021 年中国人均汽车拥有量与前十国家尚有差距	14
图表 24. 2030 年车龄 10 年以上的汽车预计高达 38%	14
图表 25. 汽车后市场行业规模将不断扩大	15
图表 26. 中国汽车服务市场利润具备增长空间	15
图表 27. 中国汽车后市场竞争层次	15
图表 28. 4S 店是后市场的主要终端渠道	15
图表 29. 2021 年汽车后市场行业市场集中度低	16
图表 30. 2021 年中国汽车维修行业企业数量较多	16
图表 31. 我国新能源汽车渗透率快速上升	16
图表 32. 我国新能源汽车市场发展潜力较大	16
图表 33. 我国新能源汽车产销高速增长	17



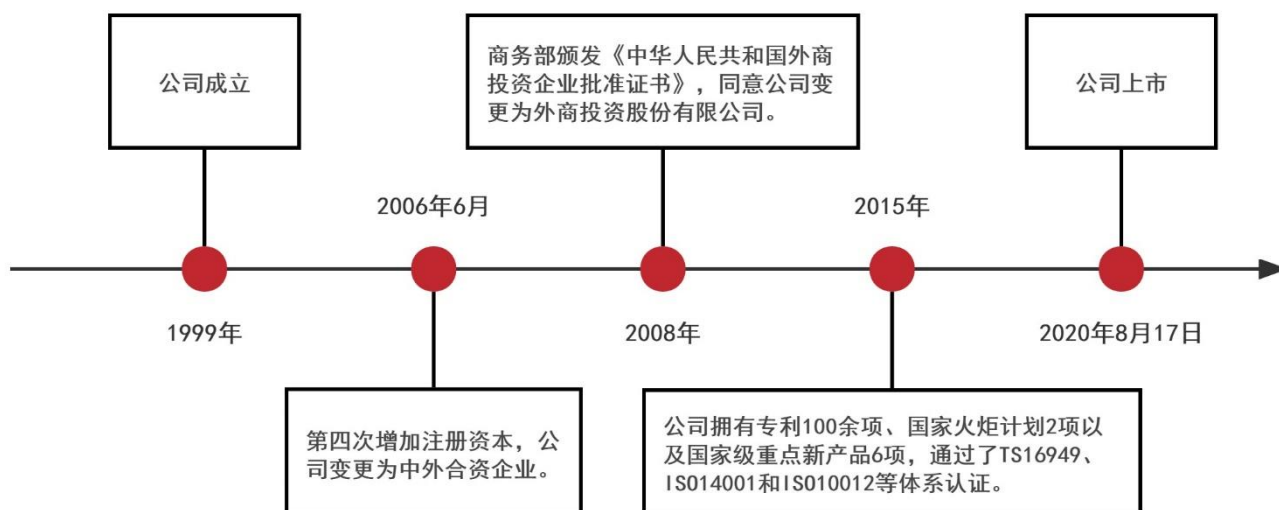
图表 34.	我国新能源汽车销量占比快速提高.....	17
图表 35.	新能源汽车底盘技术升级趋势显著.....	18
图表 36.	智能底盘占新能源汽车成本(%)一半以上.....	19
图表 37.	行业内合作方式多为长期合作.....	19
图表 38.	2019 年公司典型海外客户.....	20
图表 39.	公司国内业务规模不断增长.....	21
图表 40.	利用京慧系统, 搭建智能供应链架构.....	21
图表 41.	公司底盘系统主要产品.....	22
图表 42.	轮毂电机结构图.....	23

1. 全球布局汽车后市场业务，跨入 OEM 领域后发展进一步加速

1.1. 传统业务稳健发展，OEM 新业务快速放量

公司创立于 1999 年，主要产品已对全球主流车型实现基本覆盖。2004 年，公司在万向节产品基础上，新增传动轴总成业务。2006 年，公司开始轮毂单元业务，同时公司变更为中外合资企业。2008 年，公司变更为外商投资股份有限公司。截至 2015 年，公司拥有 100 余项专利、2 项国家火炬计划和 6 项国家重点新产品。2020 年 8 月 17 日，公司上市。公司的产品主要为底盘系统零部件，具体来看是等速万向节、传动轴总成、轮毂轴承单元、橡胶减震系列、悬架转向系列和减震器系列。等速万向节、传动轴总成和轮毂单元已经对全球大多数车型实现基本覆盖，包括日韩车系，欧洲车系，美国车系及中国自主品牌。公司的细分产品种类超过 8000 种，产品线完整，能够为不同客户、不同车型提供适配零部件。

图表1. 公司发展历程



资料来源：同花顺 iFinD，AI 汽车网，东亚前海证券研究所

图表2. 公司的产品主要集中于底盘系统零部件

主要产品	用途	图片
传动轴总成	传动轴总成是两个万向节直接连接的用来传递扭矩和旋转运动的总成，对前置引擎后轮驱动的车来说是把变速器的转动传到主减速器的轴。	
等速万向节	万向节即万向接头，是实现变角度动力传递的机件。等速万向节是将轴间有夹角或相互位置有变化的两转轴连接起来的零部件，并使两轴以平均角速度比等于1的相同角速度传递动力。	
轮毂轴承单元	汽车轮毂轴承单元是连接汽车悬挂机构和车轮及制动器的传动部分；主要作用是在整车中起到支承、传递动力和准确导向等功能。它既能承受轴向载荷又能承受径向载荷。	
橡胶减震器系列	它是一类重要的减震元件，在汽车上被广泛应用于多个系统，包括发动机系统，车身及悬件系统，转向系统等，用于隔离震动和吸收冲击，为汽车在行驶过程中提供良好的减震、隔音和缓冲效果，确保在轴向，横向及回转方向均具有隔离振动的性能。	
悬架转向系列	悬架是汽车的车架与车桥之间的一切传力连接装置的总称，其作用是传递作用在车轮和车架之间的力和力扭，并且缓冲由不平路面传给车架或车身的冲击力，并减少由此引起的震动，以保证汽车能平顺地行驶。	
减震器系列	减震器（又称避震器或弹簧阻尼减震器）多应用于汽车悬架系统，主要功能是减少路况不佳造成的车辆震荡。根据结构可分为单筒减震器和双筒减震器；根据阻尼介质可分为油压式减震器、油气混合式减震器、油气分离式减震器和气压减震器。	

资料来源：同花顺 iFinD，京东商城，东亚前海证券研究所

股权结构稳定，管理层经验丰富。公司第一大股东为周家儒先生，持股占比约为 31.45%。公司第二大股东为公司 ALPHA HOLDING VENTURES LIMITED，持股占比约为 11.58%。前五大股东持股占比合计约 56.26%。**主要高管在公司的工作时间较长。**公司主要高管均有 15 年以上的公司内部工作经验，管理层人员一线工作经验丰富，周家儒先生从公司成立之初到现在，一直担任公司董事长、总经理。

图表3. 前五大股东持股占比为 56.28%



资料来源: 同花顺 iFinD (截至 2022 年 8 月 25 日), 东亚前海证券研究所

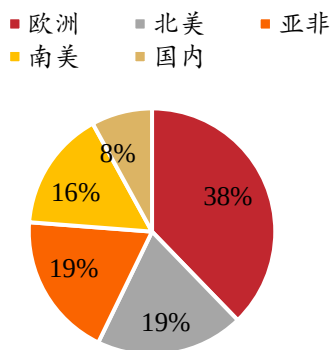
图表4. 公司的主要高管经验丰富

姓名	职位	工作经历
周家儒	董事长, 总经理	1999 年至 2021 年 2 月任公司董事长、总经理
周崇龙	董事、副总经理	2003 年加入公司, 担任过计划经理、采购总监、副董事长等职位, 现任公司董事、副总经理。
黄正荣	董事、财务总监、董事会秘书	2003 年加入公司, 担任过主办会计、财务总监, 现任公司董事、财务总监兼董事会秘书。
赵东升	副总经理	2004 年加入公司, 担任过业务经理、销售总监, 现任副总经理。
刘元军	监事会主席	2003 年加入公司, 历任公司人力资源经理, 现任人力资源总监、监事会主席。
郑昌伦	监事	2000 年加入公司, 历任工艺员、部门经理, 现任公司信息部门经理。

资料来源: 同花顺 iFinD, 东亚前海证券研究所

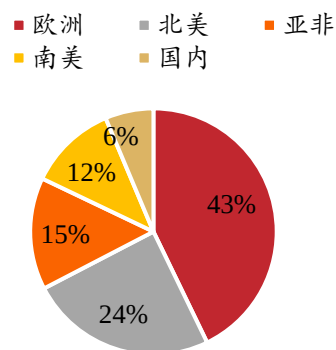
秉持“全球销售网络+中国制造资源”理念，业务遍布全球。后市场业务主要采取经销模式，销售渠道已经覆盖海外 120 多个国家和地区，在海外有多个子公司。2021 年国内营业收入占比约为 8%，海外营业收入占比约为 92%，其中欧洲市场占比约为 38%。国内毛利占比为 6%，2021 年国外毛利占比为 94%，其中欧洲市场占比约为 43%。公司业务集中在海外市场。公司后市场的销售方式主要为直销，销售模式为 ODM（公司将产品打上客户的商标后销售给客户）和 OBM（公司将产品打上自己的品牌或其他自有品牌后销售给客户）两种。2021 年后市场营业收入相对 2020 年增加 33.83%。

图表5. 2021 年国外营业收入占比约为 92%



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表6. 2021 年国外毛利占比约为 94%



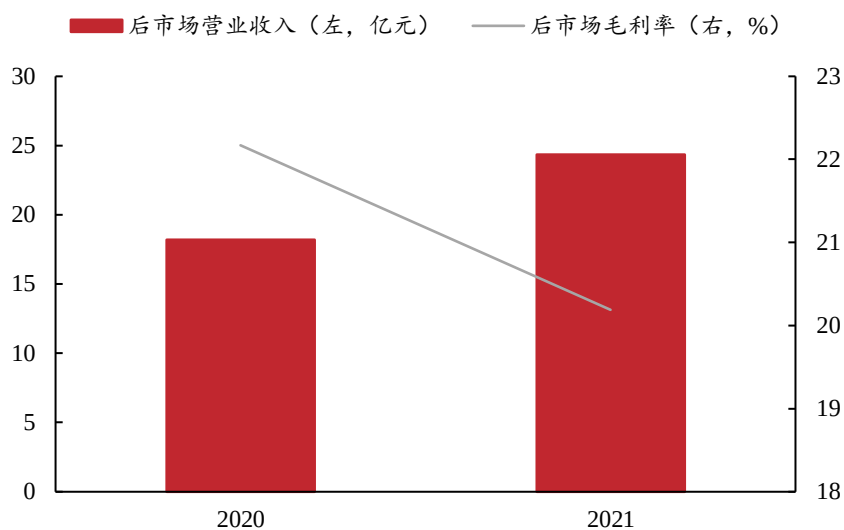
资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表7. 后市场与 OEM 市场的区别

市场类型	销售方式	销售模式	客户群体	模式特征
后市场	经销	ODM	汽配连锁	公司根据客户提出的规格和要求（主要包括车型、出厂年份和技术参数等信息），自行研发和生产产品，产品打上客户的品牌后销售给客户。
			汽配进口商	
		OBM	汽配分销商	公司根据客户提出的规格和要求（主要包括车型、出厂年份和技术参数等信息），自行研发和生产产品，使用公司自己的商标“GSP”品牌或其他自有品牌，销售给客户。
OEM 市场	直销	OEM	整车厂商	整车厂委托汽车零部件制造商按照整车厂要求加工生产的零部件，零部件主要用于组装

资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表8. 2021年后市场的营业收入同比增加33.83%



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

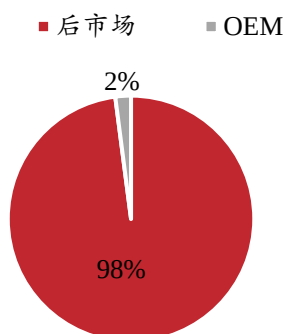
发力 OEM 市场，“后市场+OEM 整车配套”双轮驱动发展。客户方面，公司目前与赛力斯的问界 M5 车型、威马汽车有业务合作关系。产品上，公司主要聚焦于底盘系统零部件。公司的等速万向节有 3530 种左右型号，传动轴总成有 4680 种左右型号，轮毂单元有 2730 种型号左右，公司的发力产品型号丰富，对主流车型实现基本覆盖。2021 年 OEM 市场的营业收入占比约为 2%。OEM 业务 2021 年营业收入比上年增长 139.40%，毛利率比上年提升了 1.36pct。

图表9. 公司的发力产品型号数量丰富

产品名称	型号数量
等速万向节	3530 种左右
传动轴总成	4680 种左右
轮毂单元	2730 种左右

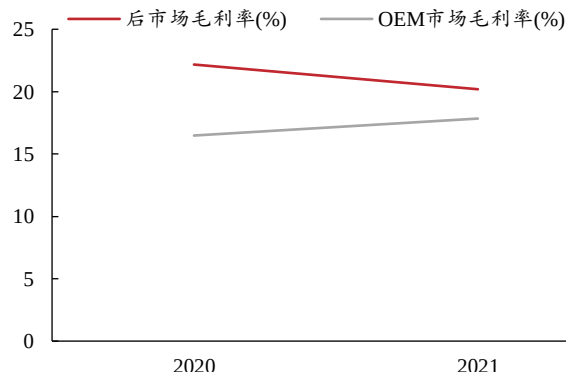
资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表10. 2021 年 OEM 市场营业收入占比约为 2%



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表11. 2021 年 OEM 市场毛利率比上年增加 1.36pct

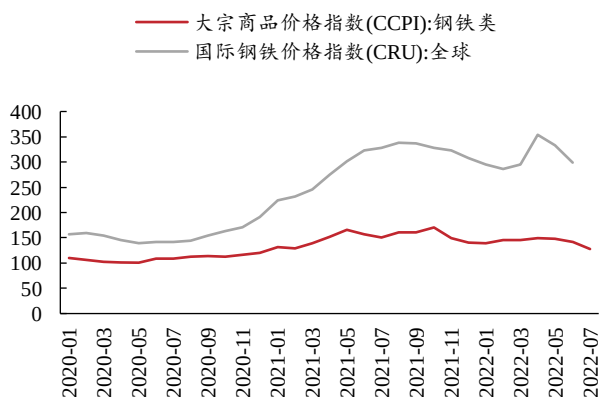


资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

1.2. 经营效率不断优化，成本回落后公司盈利能力开始回升

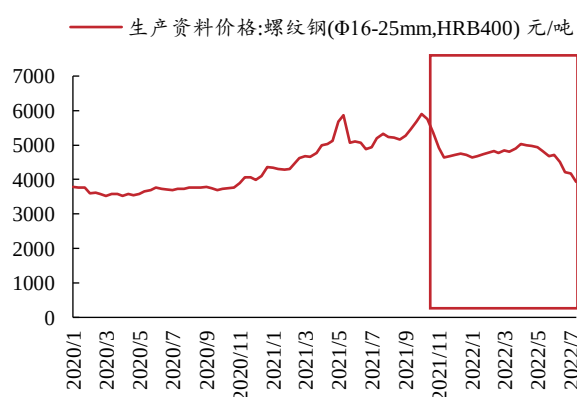
成本不断回落，公司毛利率水平触底回升。公司上游原材料主要为钢材，近年国际国内钢材价格均有较大幅度的波动。2021 年 1 月至 10 月，钢铁类 CCPI 指数（中国大宗商品价格指数）从 130.2 上升至 164.4，其中 5 月钢铁类 CCPI 指数为 165.0，为十年内最高水平。原材料钢材价格于去年年末开始逐步回落，公司毛利率水平于 2021Q4 至 2022Q1 有显著改善，盈利空间逐步释放。从公司发布的 2022 年一季报数据来看，2022Q1 公司毛利率水平同比去年上升 5.1pct，从 16.5% 上升至 21.6%。国际国内钢价呈现持续回调态势，公司毛利率水平于 1-3 年内或存较大提升空间。同时，公司于 2021 年引入专业的套期保值团队，进一步提升公司对原材料价格波动方面的风险管理能力。

图表12. 2021 年钢材价格上涨幅度较大



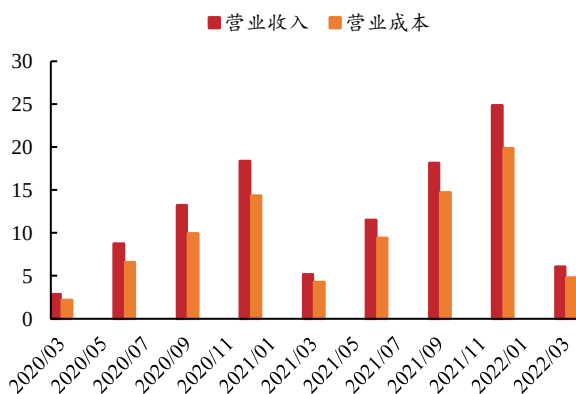
资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表13. 钢材价格于 2021 年末开始逐步回落



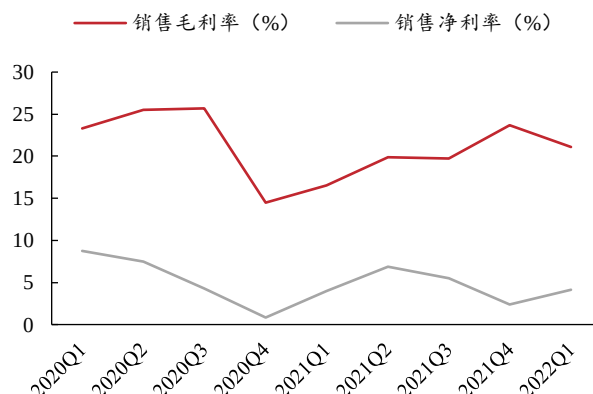
资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表14. 公司营业收入增长稳定（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

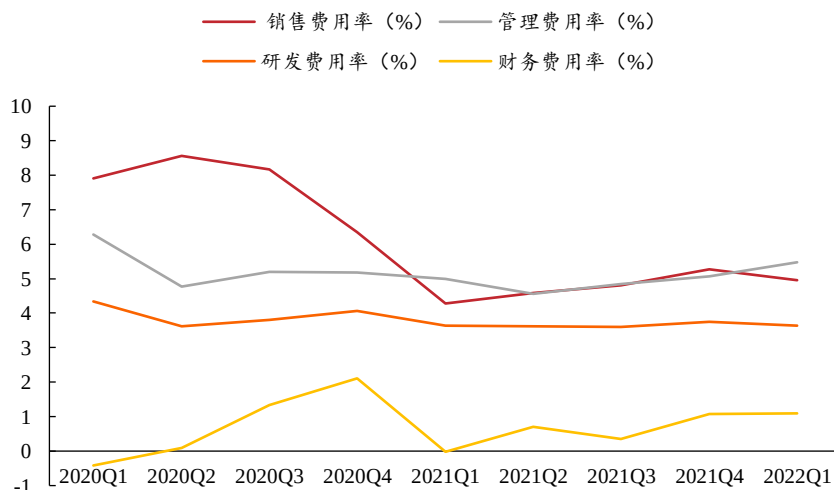
图表15. 2021Q4、2022Q1 公司毛利率水平显著改善



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

渠道建设导致期间费用率短期上升，后续有望支撑公司盈利能力进一步上升。公司近年持续推进全球智慧供应链体系建设，落地全球营销网络战略布局。2021 年公司持续扩充全球仓储网络架构，在海外新增多项网络节点：新增墨西哥仓储中心并在当地设立运营团队，为后续渗透拉美市场做好铺垫；在欧洲新设立流通加工中心，巩固公司当地市场地位。同时，公司于宁波设立中国供应链中心，完善自身仓储基础设施体系。全球化、多层次仓储基础设施建设要求企业配套数智化、精益化的公司生产管理能力。公司将“冠盛智慧工厂”建设置于战略地位，通过打造 CNAS 国家级实验室、与国内外第三方科研机构合作、高端人才引进等多种手段持续提升自身研发、质控等生产管理能力。渠道网络及数智化基础设施建设使公司期间费用率短暂上升。公司公告显示 2022 年 Q1 公司各项费用率环比已出现回落，2022Q1 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 4.95%、5.48%、3.65%、1.10%，相较于 2021Q4 分别回落 1.64pct、0.16pct、0.51pct、0.75pct。随着数智化赋能进程推进以及公司流程优化，公司运营效率预期将显著提高，后续公司的费用压力或将进一步减小。公司未来将于战略层面推进海内外多层次的仓储基础设施建设，稳定多产品线供应，为客户提供一站式且多元化的供应链解决方案。前期渠道建设中较高的费用投入未来或将有力支撑公司盈利能力成长。

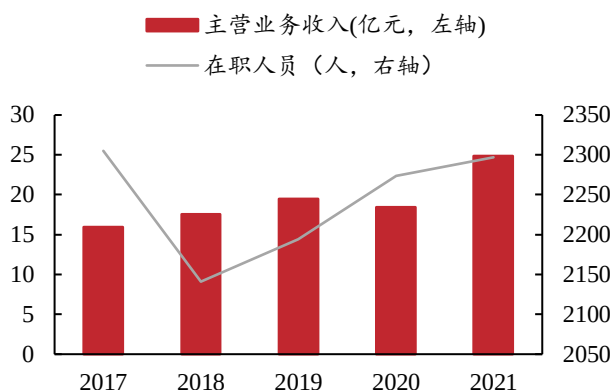
图表16. 2022 年 Q1 公司各项费用率环比已出现回落



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

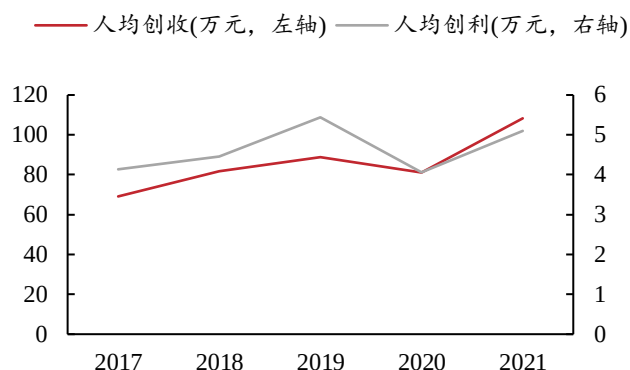
优化经营效率，人均创收创益能力不断提升。以数智化能力建设为核心，公司持续推进多板块运营效率优化，采取多种方式提升集团整体经营能力。**营销方面**，完善数字化营销系统打造，实现业务流程端到端的打通。**制造方面**，进一步优化 MES 生产管理系统，结合 APS 智能排产模型，奠定未来智能制造基础。**内部运营方面**，全集团实现 SAP 系统覆盖，全面打通公司数据信息。同时公司于 2021 年与京东开展战略合作，通过京东成熟的大数据处理与 AI 智能手段全方位提升公司核心能力。**客户运营方面**，海内外运营团队、全球仓网基础设施建设全面推进，逐步实现多个重点国家本土分销，向客户提供终极供应链解决方案。**薪酬政策方面**，综合考虑岗位价值、目标达成等维度，规划不同薪酬模块，整体多层面进行薪酬管理。公司绩效层面数据显示，公司全方位、多板块运营效率的优化措施成效显著，公司人均创收创益能力得到显著提升。2021 年公司人均创收水平和人均创利水平分别达 108.28 万元、5.1 万元，同比 2020 年增幅达 27.31 万元、1.04 万元，同比增长分别为 33.7%、25.6%，增长态势良好。

图表17. 公司主营业务收入规模和在职人员数量



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表18. 公司人均创收创益能力显著提升



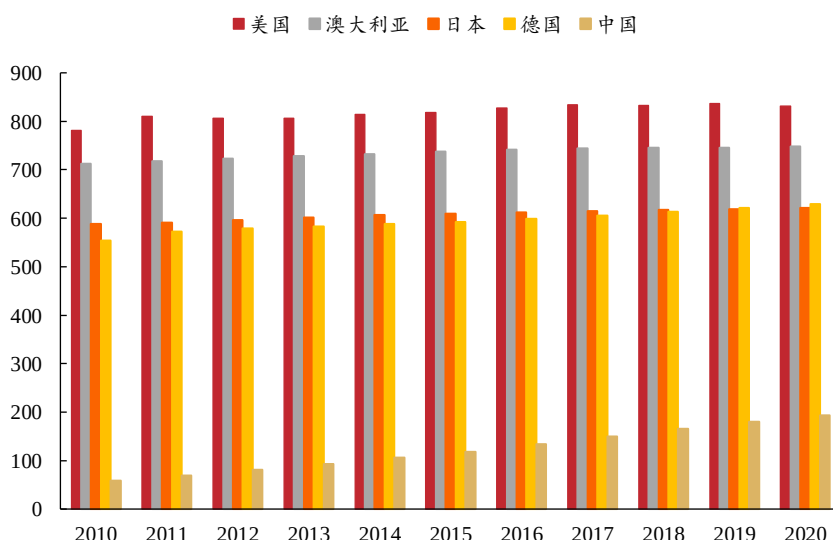
资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

2. 保有量以及平均车龄共振，国内汽车后市场规模不断扩大

2.1. 汽车后市场受车辆保有量以及车龄影响，目前市场主要集中于欧美市场

汽车售后维修服务刚性需求催生汽车后市场。“汽车后市场”主要是指汽车销售之后，消费者围绕汽车使用、维修过程中需要更换的零部件市场。其主要服务是对车身、底盘、发动机、电气系统等方面进行全面系统的维修。随着全球汽车行业的稳步发展，汽车保有量不断增长，汽车车龄增大，汽车售后维修服务需求增大，推动汽车后市场零部件产业的迅速发展。

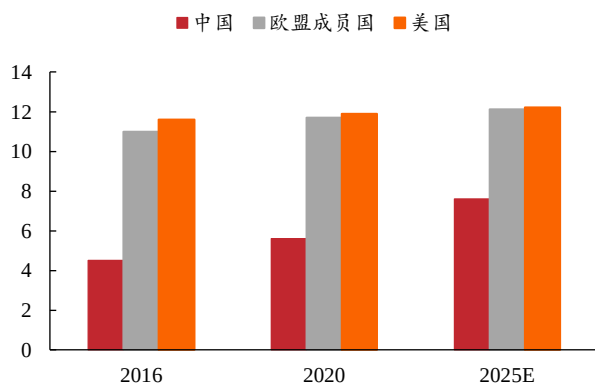
图表19. 主要国家每千人汽车保有量（辆）



资料来源：CEIC，同花顺 iFinD，世界银行，东亚前海证券研究所

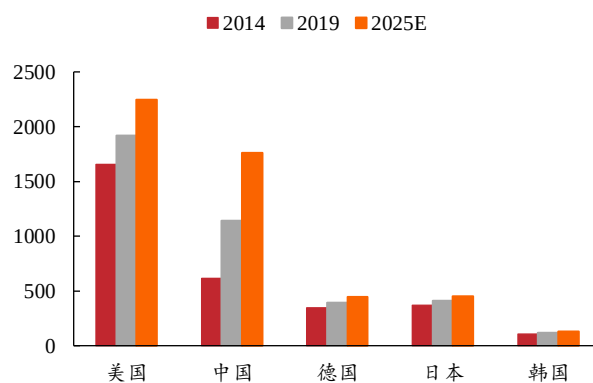
受汽车工业发展历史影响，当前汽车后市场主要集中于欧美市场。汽车后市场的需求与汽车保有量及车龄紧密相关，汽车保有量决定市场规模，车龄决定爆发节点。数据显示 2020 年美国每千人汽车保有量为 831.71 辆，高于其他国家水平；同时，美国乘用车平均车龄为 11.9 年，欧盟成员国平均为 11.7 年，明显高于中国（5.6 年）。因此，欧美地区受益于较高的汽车保有量以及较长的平均车龄，其汽车维修市场规模较大。

图表20. 按国家/地区划分乘用车平均车龄（年）



资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

图表21. 全球主要国家汽车维修市场规模（亿美元）

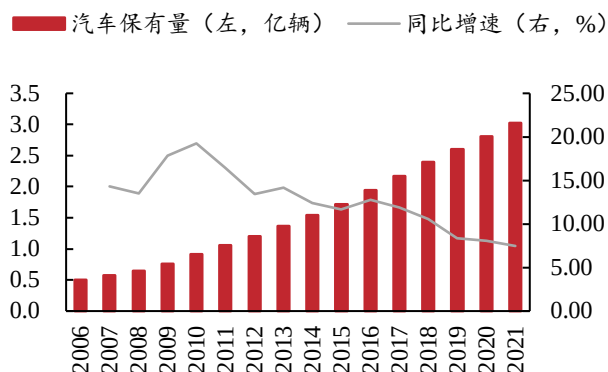


资料来源：前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

2.2. 中国汽车行业逐步成熟，汽车后市场逐步迎来爆发点

中国汽车保有量快速上升，汽车后市场规模可观。2020 年中国汽车保有量超过美国成为世界第一，2021 年汽车保有量继续增长至 3.02 亿辆，同比增速为 7.47%。据世界银行披露，中国人均汽车拥有量为 173 辆/千人，与排名前十的美国、澳大利亚、日本、德国等国家存在一定差距，暂未处于领先地位。随着汽车保有量和人均汽车拥有量的继续提升，未来汽车后市场规模可观。

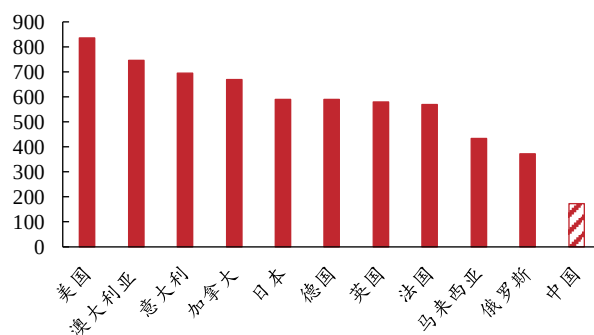
图表22. 我国汽车保有量快速增长



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表23. 2021 年中国人均汽车拥有量与前十国家尚有差距

人均汽车拥有量 (辆/千人)

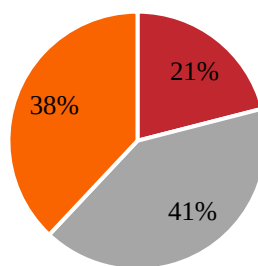


资料来源：世界银行，东亚前海证券研究所

当前国内汽车平均车龄相对较低，汽车后市场逐步迎来爆发点。2020 年中国的汽车平均车龄为 5.6 年，相对低于美国的 11.9 年和欧盟成员国的 11.7 年。根据前瞻产业研究院，车龄超过 5 年的汽车维修保养将迎来高峰期，2025 年国内汽车平均车龄预计增长至 7.6 年，2030 年车龄 4-10 年、10 年以上的汽车占比预计将分别达到 41%、38%，车龄的增长与车龄较长的汽车占比提升将推动汽车后市场逐步迎来爆发点。

图表24. 2030 年车龄 10 年以上的汽车预计高达 38%

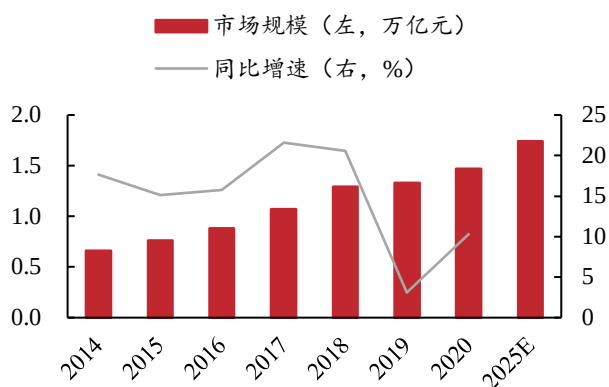
■ 3年以内 ■ 4-10年 ■ 10年以上



资料来源：立鼎产业研究网，东亚前海证券研究所

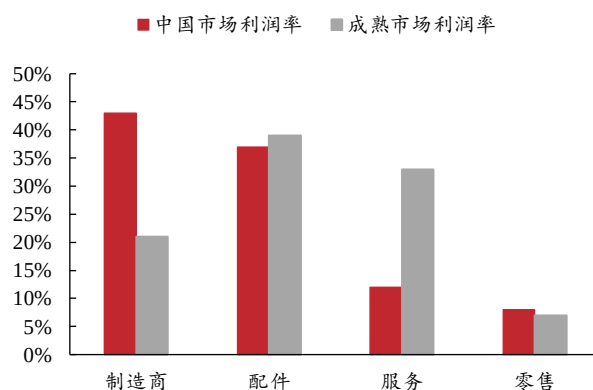
当前行业市场规模为 1.47 万亿元，有望在 2025 年达到 1.74 万亿元。根据德勤咨询发布的《2020 中国汽车后市场白皮书》，我国 2020 年汽车后市场行业规模为 1.47 万亿元，2014-2020 年的年均复合增长率为 12.09%，2025 年市场规模预计将达到 1.74 万亿元。根据前瞻产业研究院，中国的汽车服务市场利润率为 12%，远低于成熟市场 33% 的利润率，中国配件市场利润率略低于成熟市场。汽车服务与配件是汽车后市场的重要组成部分，未来的利润增长空间广阔。

图表25. 汽车后市场行业规模将不断扩大



资料来源:《2020 中国汽车后市场白皮书》, 东亚前海证券研究所

图表26. 中国汽车服务市场利润具备增长空间



资料来源: 前瞻产业研究院, 东亚前海证券研究所

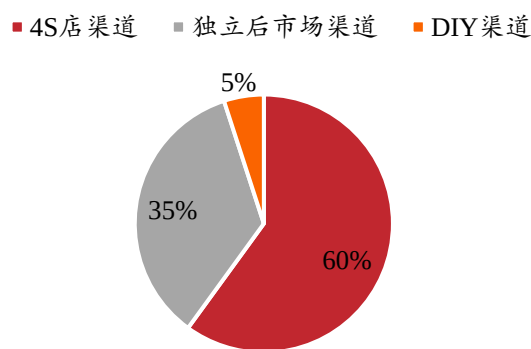
当前市场集中度较低, 具有渠道优势以及柔性生产能力的企业或将加速成长。当前中国汽车后市场主要划分为三个竞争层次, 分别是 4S 店、大型连锁汽修企业、和非连锁小型汽修企业。4S 店渠道在汽车后市场终端渠道结构中占比为 60%, 是主要的终端渠道。根据中国连锁经营协会发布的《2021 中国特许连锁百强》, 汽车后市场行业的前十企业的市场份额合计占比为 7.63%, 中国汽车维修行业的企业数量连年增加, 据企查查显示截至 2021 年目前存续的企业有 20.26 万家, 市场集中度较低。汽车后市场的经销制决定了渠道网络铺的比较好的企业更有优势, 产品型号需求较为多元化则决定了具有小批量柔性生产能力的企业更有优势。

图表27. 中国汽车后市场竞争层次

类型	代表
4S 店	日产、宝马、奔驰等汽车营销上的 4S 店
大型连锁 汽修企业	途虎养车、天猫养车 快准车服、博世车联
非连锁小 型汽修企 业	快修店、维修厂

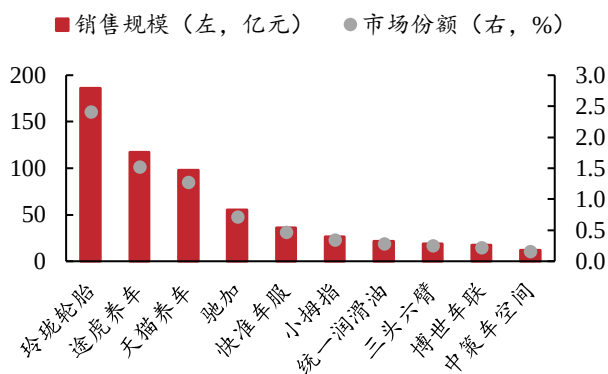
资料来源: 前瞻产业研究院, 东亚前海证券研究所

图表28. 4S 店是后市场的主要终端渠道



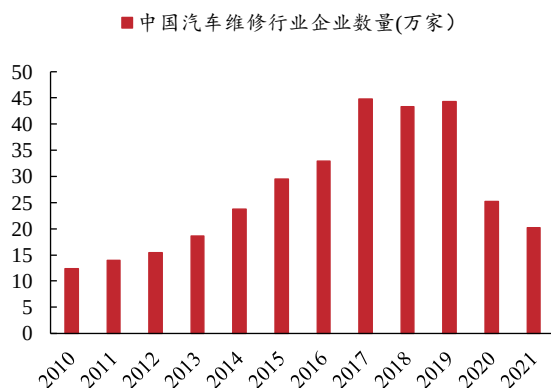
资料来源: 前瞻产业研究院, 东亚前海证券研究所

图表29. 2021 年汽车后市场行业市场集中度低



资料来源：中国连锁经营协会，中商情报网，东亚前海证券研究所

图表30. 2021 年中国汽车维修行业企业数量较多

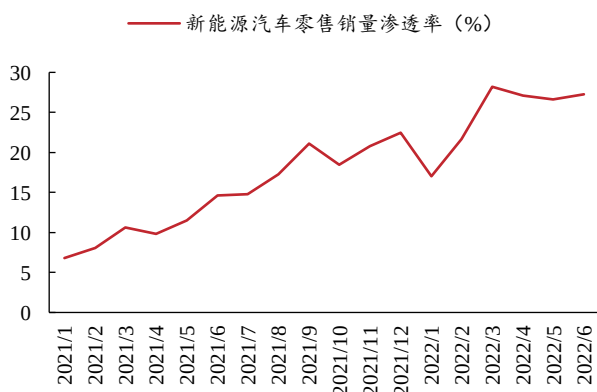


资料来源：企查查，东亚前海证券研究所

3. 新能源汽车超预期发展，供应链迎来发展新机遇

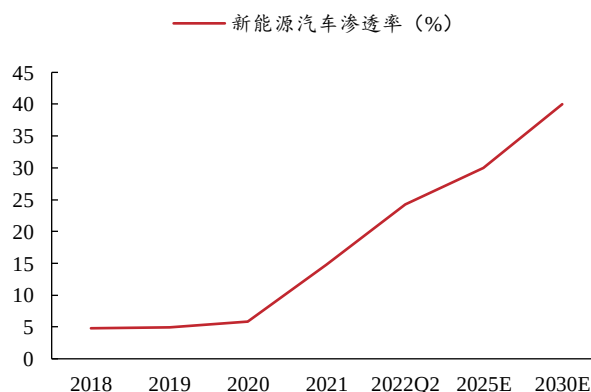
政策鼓励下新能源汽车渗透率快速上升。自双碳目标提出以来，国家和地方均出台政策大力支持新能源汽车发展，通过汽车减排助力“2030年前达到峰值，2060年前实现碳中和”。根据《2030年前碳达峰行动方案》的要求，到2030年新能源汽车渗透率要达到40%。在政策指引及能源价格高企的双重作用下，新能源汽车渗透率快速提升，截至6月底，新能源乘用车渗透率达27.3%，较去年同期增长了12.7pct。在未来一段时间，新能源汽车依然有较大的上升空间。

图表31. 我国新能源汽车渗透率快速上升



资料来源：乘联会，东亚前海证券研究所

图表32. 我国新能源汽车市场发展潜力较大

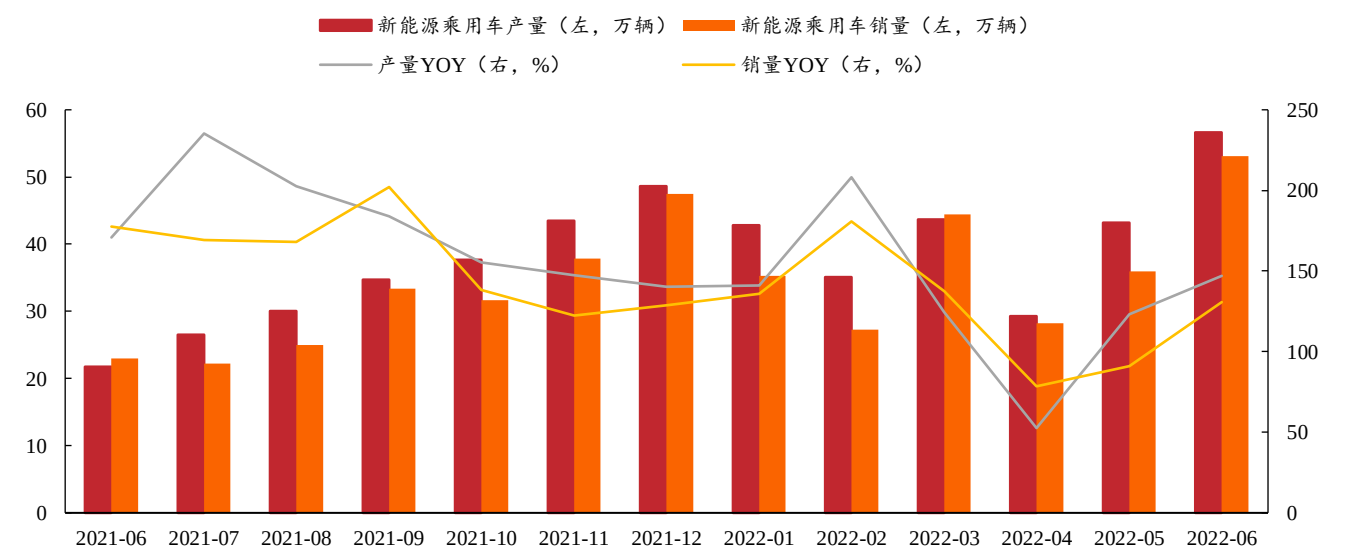


资料来源：乘联会，《2030年前碳达峰行动方案》，新京报，东亚前海证券研究所

新能源汽车产销快速增长，相关供应链企业需求快速上升。在政策鼓励及市场接受程度不断提高等因素的共同作用下，新能源汽车市场规模不断扩大，产销规模迅速提升。根据乘联会数据，今年上半年新能源汽车累计生产251.5万辆，同比增长128.4%，累计零售224.7万辆，同比增长122.4%，

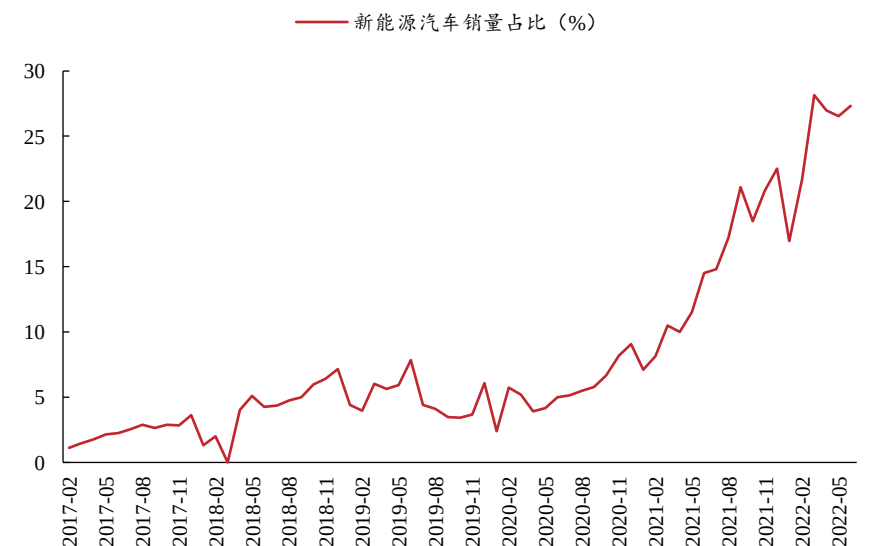
占乘用车总销量达到了 27.34%。新能源汽车产销的快速放量，带动汽车产业链的进一步发展，上游供应链企业需求也有较大的提升空间。

图表33. 我国新能源汽车产销高速增长



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表34. 我国新能源汽车销量占比快速提高



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

新能源汽车底盘技术升级，供应链格局或将重塑。在新能源汽车快速占领汽车市场的同时，汽车的“电动化、网联化、智能化、共享化”要求大幅提高，开发周期则逐渐缩短。其中，底盘作为融合新能源汽车三电系统的重要零部件，在满足新能源汽车“新四化”的过程中也有了显著的升

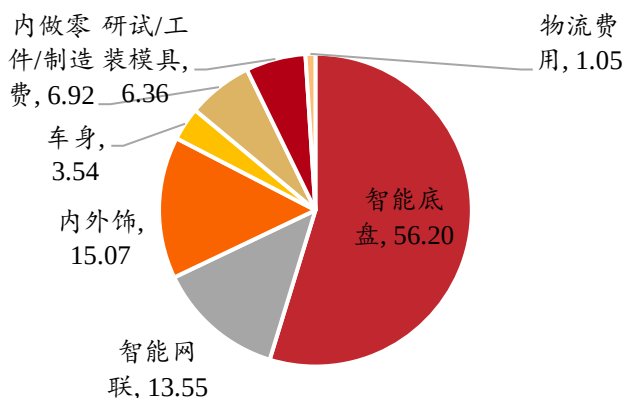
级趋势。目前，CTC 及滑板底盘等智能底盘的概念正在逐步落地，汽车开发也正在从“整车一体式开发”转变为“上下分体式开发”。由此，汽车底盘的供应链体系也正在发生变革：诸多互联网公司入局造车，蔚小理等造车新势力的不断壮大，智能底盘有望成为“产业新物种”，作为单独的部件加入到汽车产业链当中。现在，智能底盘仍然处于发展初期，尚未形成成熟的供应链体系，因此新的汽车零部件企业有较大的进入机会。同时，智能底盘集中了新能源汽车 56.20%的 BOM 成本，在合作方式上主机厂更倾向于通过长期合作孵化独有的底盘供应商，这也给行业带来了新的发展机遇。

图表35. 新能源汽车底盘技术升级趋势显著

	CTC 智能底盘	传统燃油车底盘
概念图		
轻量化系数	CTC 底盘的轻量化系数可以提升至 2.4。	
空间利用率	新能源汽车智能底盘通过部件集成一体化显著的减少零部件数量,提高空间利用率,目前的 CTC 技术的空间利用率能达到 70%。	
续航里程	以零跑搭载的 CTC 底盘为例，轻量化效果显著，续航里程提高了 10%。	
稳定性	新能源汽车对底盘稳定性要求高，目前普遍使用空气悬挂系统。	
电池包成组效率	CTC 智能底盘的空间利用率较高，模块化的空间大幅提高了电池包成组效率，可以达到 90%。	
开发成本	搭载智能底盘，整车开发费用可以节约 60%，开发周期可以节约 50%。	

资料来源：零跑汽车官网，悠跑科技官网，东亚前海证券研究所

图表36. 智能底盘占新能源汽车成本(%)一半以上



资料来源: 广汽蔚来发布会, 东亚前海证券研究所

图表37. 行业内合作方式多为长期合作

公司	合作方式
悠跑科技+博世	博世通过投资悠跑科技达成长期合作, 合力研发“UP 超级底盘”。
中鼎股份+国内某头部新能源造车	新平台项目空气悬挂系统空气供给单元批量供应商, 合作周期达7年。
中鼎股份+国内某头部新能源造车厂	底盘轻量化总成产品批量供应商, 合作周期为6年。
博世+大众	博世与Cariad将作为同一个团队合作完成工程工作, 创新行业内的合作方式。
采埃孚+东风	成立合资公司展开深度合作。

资料来源: 公司官网, 公司公告, 东亚前海证券研究所

4. 后市场+OEM 协同发展, 公司发展前景广阔

4.1. 后市场稳扎稳打, 业务遍布全球

协同国内优秀零部件制造商, 打造全球汽车零部件供应生态。针对后市场, 公司主要采用的销售模式为经销模式, 可进一步细分为 ODM(贴牌) 和 OBM(自有品牌), 一般位于发达国家、具有较长经营时间的大客户会选用公司的自有品牌。根据 2021 年年报, 目前公司自有品牌产品贡献的营收占比已达 43.99%。在国内, 公司充分利用长三角地区汽车零配件生产基地的产业规模效应, 与各优秀零部件制造商形成战略合作, 如玉环津力汽车配件有限公司、浙江金波减震器制造有限公司等, 通过公司成熟的供应链和营销网络, 对客户和供应商进行双向赋能。国外方面, 在德国、美国、墨西哥等地的海外子公司也使得公司能够更好地跟踪当地需求的变化, 打造全球汽车零部件供应生态。

全球营销网络均衡分布, 拥有稳定客户资源。目前公司客户群体分布于六大洲 120 多个国家和地区, 营销网络均匀分布, 实现了全球覆盖。公司将海外市场分为欧洲、北美、南美、亚太、中东、非洲六个大区, 各大区主要销售团队成员均从事销售工作 5 年以上, 平均拥有 10 年以上的销售工作经验。根据公司 2021 年年报, 2021 年公司新增墨西哥仓储中心, 并设立本土运营团队, 在欧洲新增流通加工中心, 在宁波设立了中国供应链中心。随着全球仓储网络基础设施以及海外团队的进一步拓展, 公司的全球综合服务能力和整体客户满意度或将进一步提升。由于汽车底盘系统对产品质量的稳定性有十分严苛的要求, 客户一般不会轻易切换供应商, 因此公司的客户具有较高的忠诚度。

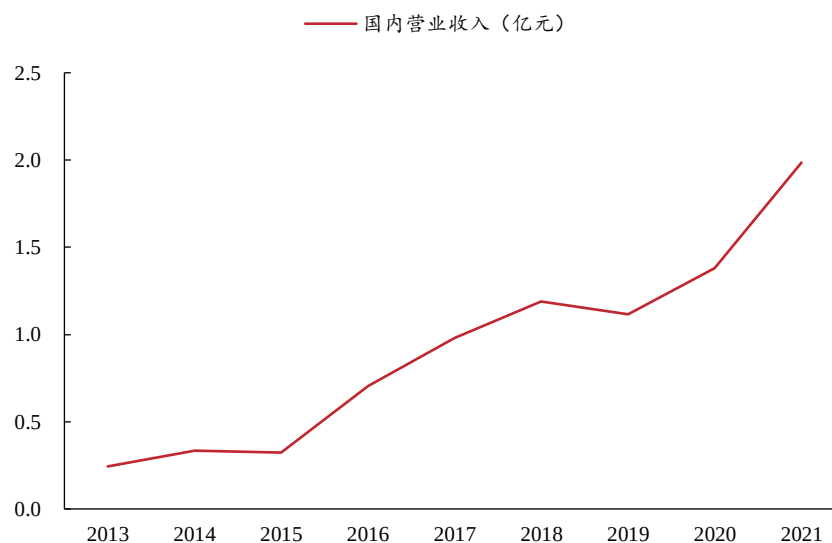
图表38. 2019 年公司典型海外客户

客户名称	简介
AutoZone Inc.	美国三大汽车修配连锁品牌之一，纳斯达克上市公司，截至 2019 年 8 月 31 日，在美国、墨西哥、巴西等地经营着 6,411 家商店。
Suspension yDireccion S.A. deC.V.	墨西哥领先的汽车零部件分销商之一，集团成立于 1966 年，目前在墨西哥与美国都有业务。
Magneti MarelliCofap Fabricadorade Peças LTDA	成立于 1919 年的意大利大型汽车零部件跨国集团，2017 年销售额 82 亿欧元，业务范围涵盖汽车动力总成、电子系统、汽车后市场零部件及服务。
Advance AutoParts,Inc.	北美领先的汽车售后零部件供应商，纳斯达克上市公司，截止 2018 年 12 月 29 日，拥有 4,966 家商店和 143 个分支机构。
Nakata Automotiva S.A.	巴西有 65 年历史的汽车后市场零部件制造商和分销商，在美国、欧洲、亚洲和大洋洲的 20 多个国家拥有工厂和办公地点。
Moto - Profile Sp. zo.o.	波兰最大的汽车零部件分销商之一，公司拥有 25 年的历史，供应 1,400 个波兰本土的批发客户，并通过合作伙伴，服务 15,000 个本土商店，同时物流可以覆盖欧洲 25 个国家。
SchaefflerAutomotiveAftermarket Gmbh& Co. KG	舍弗勒集团下属子公司，舍弗勒集团是全球领先的综合性汽车和工业产品供应商。产品包括高精密的发动机、变速箱及底盘部件和系统，以及滚动轴承和滑动轴承解决方案，在 50 个国家设有约 170 家分支机构。

资料来源：公司招股说明书，东亚前海证券研究所

加强布局国内市场，国内业务规模快速发展。国内后市场方面，公司在早期就已开始进行布局，目前已与康众汽配、途虎养车、快准车服、百援精养等国内主流平台和企业形成合作，分销网点覆盖国内大部分省市区域，宁波中国供应链中心也是为了应对国内机遇而建设。根据同花顺 iFinD 数据，2013 年至 2021 年，公司在国内的营业收入整体上持续增长，2021 年已达到 1.98 亿元。随着公司规模不断增长和持续向平台化转型，将在国内拥有更广阔的发展空间，未来有望享受行业爆发红利。

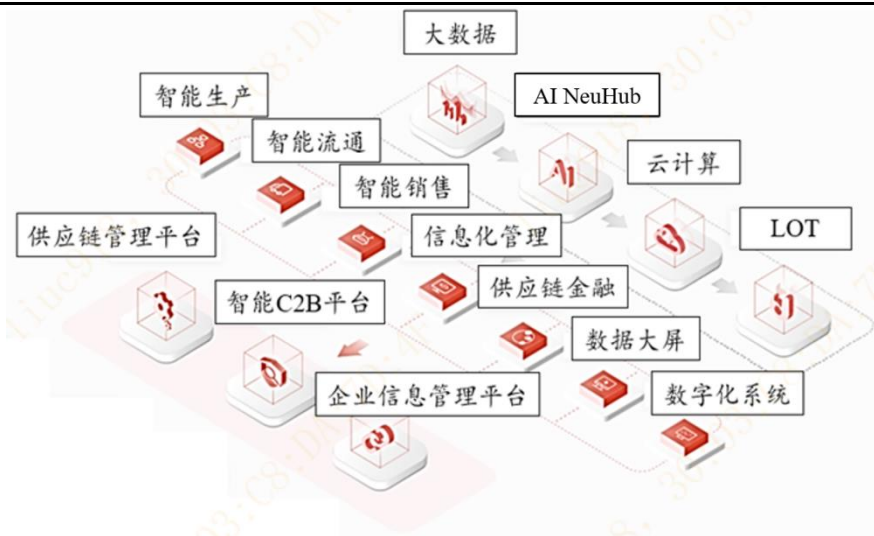
图表39. 公司国内业务规模不断增长



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

携手京东，公司经营效率再进一步。2021 年，公司与京东达成战略合作，以利用京东京慧系统成熟的大数据处理和 AI 智能手段，结合公司多年积累的数据和行业经验，全方位提升各项核心能力，打造“精细化、集成化、数字化、网联化、智能化”的企业信息综合平台。通过与京东的合作，公司可以实现需求端的精准预测和生产端的智慧排产，构建更加安全、高效的供应链网络。同时，公司在宁波的中国供应链中心未来也将由京东全权运营管理，充分发挥京东在无人仓管理和仓库运营方面的经营积累，整体提升供应链能力。

图表40. 利用京慧系统，搭建智能供应链架构

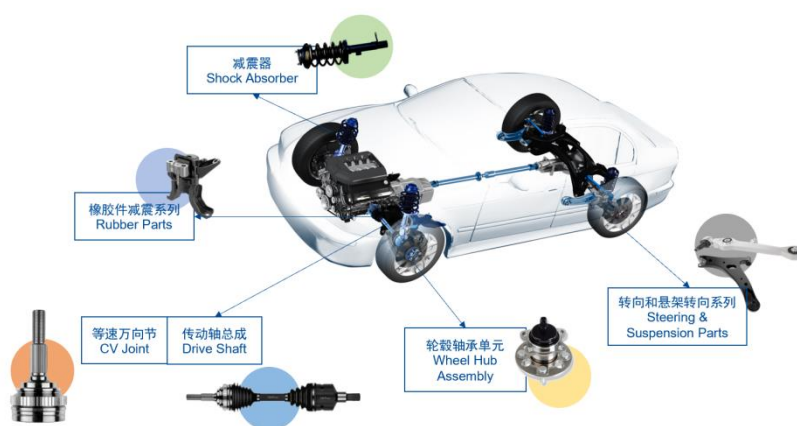


资料来源：京慧物流官网，东亚前海证券研究所

4.2. OEM 业务保持精进，或将成为公司新的成长极

聚焦底盘系统零部件研发、生产和销售，已与国内整车厂合作。公司始创于 1985 年，专注汽车底盘系统零部件领域三十余年，积累了丰富的技术、管理及生产经营经验。公司目前充分利用自身在底盘系统领域的研发优势，加大在整车配套市场的投入，已与金康赛力斯问界 M5 车型、威马汽车等新能源整车厂建立合作关系。公司 2021 年整车配套业务增速高达 139.4%，在配套市场中实现弯道超车。未来有望凭借研发水平和自动化能力的提升，在客户群体上进一步实现突破，切入更多主流整车车企供应链，促进业绩高增长。

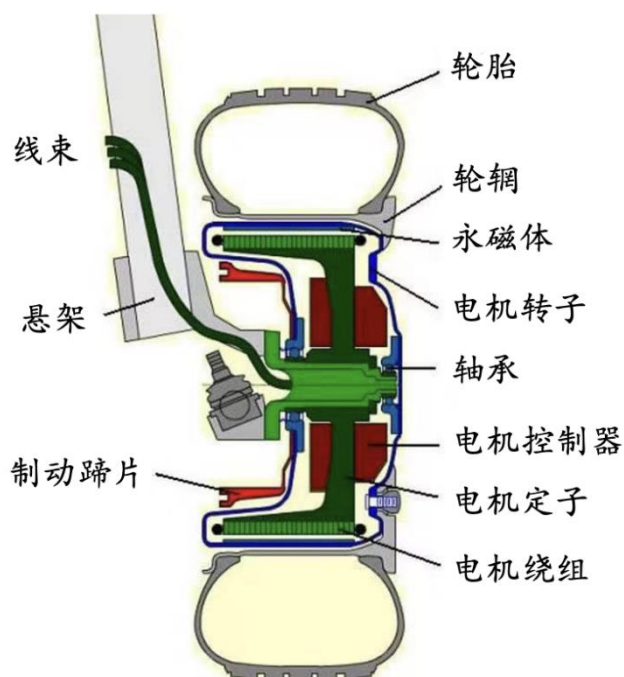
图表41. 公司底盘系统主要产品



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

携手国机精工，主动拥抱新趋势。公司于 2022 年 6 月与国机精工签署战略合作协议，公司利用自身优秀的营销及项目管理能力，国机精工发挥其在高精度轴承等零部件方面的技术优势，强强联合，优势互补，共同赋能新能源汽车市场。国机精工在轴承的精密制造领域居国内领先地位，旗下轴承研究所是我国轴承行业唯一国家级一类综合性研究所，技术领先。此次合作方向主要为电机轴承，是轮毂电机的核心配件之一，对线控底盘的整车稳定性和动力学控制能力的提升发挥重要作用。除此之外，针对 OEM 整车配套业务，公司未来还将进一步引入自动化生产线，提升 OEM 整车配套的产能，打造样板车间，同时，公司紧跟政策、技术新趋势，利于后期产品线的开发和业务的快速发展。

图表42. 輪轂电机结构图



资料来源：电工之家，东亚前海证券研究所

5. 盈利预测

核心假设：

1. 当前公司后市场业务在全球汽车后市场有较高影响力和市场地位，客户资源丰富，伴随目前汽车后市场整体扩容以及公司国内业务的投入与发展，我们预计 2022-2024 年公司后市场业务销售收入增速为 23.49%、19.11%、15.65%，毛利率为 20.21%、20.26%、20.28%。

2. 当前公司 OEM 业务处于快速发展阶段，随着整车厂客户资源的拓展，以及在自动化生产线等新技术领域的投入应用，我们预计 2022-2024 年公司 OEM 业务销售收入增速为 70%、60%、50%，毛利率为 18%、18.5%、19%。

投资建议：

基于以上假设，我们预计 2022/2023/2024 年公司营业收入分别为 30.94/37.20/43.50 亿元，归母净利润分别为 1.56/2.12/2.58 亿元，EPS 分别为 0.94/1.28/1.56 元/股。基于 2022 年 8 月 25 日收盘价 17.31 元计算，对应的 PE 分别为 18.38/13.53/11.11 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

6. 风险提示

全球汽车保有量增速放缓：目前公司海外汽车后市场业务占比较高，，市场需求主要取决于全球汽车保有量，并受车辆行驶情况、驾车习惯等因素影响。若全球经济长期低迷，可能导致全球汽车保有量增速放缓，驾车出行频率降低，或将对公司经营情况产生负面影响。

原材料价格波动：公司上游原材料主要为钢材，受疫情反复，以及国际局势紧张和贸易摩擦等影响，近年国际国内钢材价格均有较大幅度的波动。若未来钢材价格持续上涨，公司无法将原材料上涨压力传导给下游，公司将面临成本上升、毛利率下滑的风险。

境外市场销售的风险：公司境外销售占比超过 90%，客户资源覆盖六大洲。如果未来公司主要出口国或地区市场情况出现大幅度波动，或出口市场所在国家或地区的政治经济形势、贸易政策等发生重大变化，或将对公司的经营造成影响。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2487.14	3094.04	3720.20	4349.92
%同比增速	35.09%	24.40%	20.24%	16.93%
营业成本	1985.77	2469.17	2967.23	3468.84
毛利	501.38	624.86	752.98	881.08
%营业收入	20.16%	20.20%	20.24%	20.26%
税金及附加	11.52	15.06	17.94	21.07
%营业收入	0.46%	0.49%	0.48%	0.48%
销售费用	131.40	172.10	199.87	228.05
%营业收入	5.28%	5.56%	5.37%	5.24%
管理费用	125.89	129.72	141.96	155.13
%营业收入	5.06%	4.19%	3.82%	3.57%
研发费用	93.23	110.01	128.94	152.71
%营业收入	3.75%	3.56%	3.47%	3.51%
财务费用	26.61	19.85	30.13	28.08
%营业收入	1.07%	0.64%	0.81%	0.65%
资产减值损失	-11.18	-9.20	-10.00	-10.13
信用减值损失	-4.10	-5.69	-4.89	-4.89
其他收益	5.92	24.51	33.85	28.13
投资收益	30.70	-6.19	-7.44	-8.70
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-2.32	3.67	3.67	1.67
资产处置收益	-0.26	0.00	-0.08	-0.11
营业利润	131.48	185.23	249.25	302.00
%营业收入	5.29%	5.99%	6.70%	6.94%
营业外收支	2.39	3.02	2.28	2.56
利润总额	133.87	188.25	251.52	304.56
%营业收入	5.38%	6.08%	6.76%	7.00%
所得税费用	16.63	32.10	39.36	46.16
净利润	117.25	156.15	212.17	258.40
%营业收入	4.71%	5.05%	5.70%	5.94%
归属于母公司的净利润	117.25	156.15	212.17	258.40
%同比增速	27.11%	33.18%	35.88%	21.79%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元/股)	0.73	0.94	1.28	1.56

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.73	0.94	1.28	1.56
BVPS	8.91	9.56	10.84	12.40
PE	19.90	18.38	13.53	11.11
PEG	0.73	0.55	0.38	0.51
PB	1.63	1.81	1.60	1.40
EV/EBITDA	10.06	9.02	6.43	4.85
ROE	8%	10%	12%	13%
ROE	7%	11%	13%	13%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	622	634	873	1190
交易性金融资产	235	356	425	404
应收账款及应收票据	439	610	681	712
存货	620	658	927	885
预付账款	36	28	41	62
其他流动资产	117	134	161	170
流动资产合计	2069	2421	3109	3423
长期股权投资	2	2	2	2
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	317	286	255	224
无形资产	52	68	83	98
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	19	19	19	19
其他非流动资产	167	177	183	190
资产总计	2625	2971	3650	3955
短期借款	0	40	70	100
应付票据及应付账款	844	1005	1390	1308
预收账款	0	5	0	0
应付职工薪酬	48	86	89	90
应交税费	19	12	19	33
其他流动负债	129	110	142	211
流动负债合计	1040	1258	1710	1742
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	1	1	1	1
其他非流动负债	105	128	142	156
负债合计	1146	1387	1853	1900
归属于母公司的所有者权益	1479	1585	1797	2055
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	1479	1585	1797	2055
负债及股东权益	2625	2971	3650	3955

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	37	150	292	285
投资	88	-131	-75	14
资本性支出	-106	-15	-16	-15
其他	7	-3	-4	-7
投资活动现金流净额	-11	-149	-94	-8
债权融资	-39	22	14	15
股权融资	54	-1	0	0
银行贷款增加(减少)	0	40	30	30
筹资成本	-34	-51	-3	-5
其他	-15	0	0	0
筹资活动现金流净额	-34	10	41	39
筹资活动现金流净额	-16	12	239	317

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

倪华，北京大学金融学、香港中文大学经济学双硕士，武汉大学理学学士。2014 年-2016 年新财富，批发零售行业前四（团队成员）；2017 年水晶球公募榜单，批发零售行业第二；2017 年金翼奖，商业贸易行业第三；2019 年金麒麟新锐分析师，零售行业第一。专注消费领域研究，发布多篇广为流传的深度报告。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层
上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼
广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：100086
邮编：200120
邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>