

建邦科技 (837242.BJ)

2024年04月08日

汽车后市场非易损件平台化龙头，垂直化+扩品类多维驱动第二曲线

——北交所首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

| | |
|------------|------------|
| 日期 | 2024/4/8 |
| 当前股价(元) | 15.51 |
| 一年最高最低(元) | 23.80/7.99 |
| 总市值(亿元) | 10.01 |
| 流通市值(亿元) | 5.42 |
| 总股本(亿股) | 0.65 |
| 流通股本(亿股) | 0.35 |
| 近3个月换手率(%) | 162.74 |

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

赵昊（分析师）

zhaohao@kysec.cn

证书编号：S0790522080002

万泉（联系人）

wanxiao@kysec.cn

证书编号：S0790122090009

北交所研究团队

● 汽车后市场非易损件平台级供应商，业务向汽车电子等高附加值品类转型

建邦科技成立于 2004 年，专注于具备较高壁垒和议价权的汽车后市场非易损零部件，涉及制动系统、传动系统、电子电气系统、转向系统、发动系统、汽车电子产品六大系统，供应 SKU 近 3 万个。2023 年快报预计营收超 5.5 亿元、实现 32% 增长，归母净利润预计实现 6933 万元、增长 38%。公司采取产研分离的轻资产经营策略，通过柔性化的市场需求导向型模式，把控市场调研、工程设计、模具开发和产品验证等环节，而生产则委外加工，以信息流保障运营，上游高效研发赋能供应商，下游配套美国头部汽配供应商如 Dorman、Cardone、舍弗勒等。未来品类扩张（汽车电子、软硬件结合产品等）+垂直化（自建产能、海外布局等）打造平台化领军者，新增长曲线具备坚实基础。根据公司快报情况，我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 0.69/0.85/1.04 亿元，对应 EPS 分别为 1.07/1.32/1.61 元/股，对应当前股价 PE 分别为 14.5/11.7/9.6 倍，公司近十年来开拓传动+电子电气业务成就第一次增长曲线，开拓汽车电子等启动第二增长曲线，给予“买入”评级。

● 汽配后市场需求规模大且弱周期，美国市场稳固增长而国内将迎来需求拐点

汽车零部件后市场产品具有“多品种、小批量、多批次、高要求”的特点，产品的生命周期较长，需求稳健、低波动性。后市场配件需求规模大而分散，如建邦科技涉及的部分底盘件全球后市场 2021 年均在 500-1000 亿元单品类规模。后市场增长驱动核心逻辑为：后市场总量增长=保有量↑×车龄↑×维保价值量↑。中国市场增速较快，乘用车保有量维持 5%-10% 增速，行驶里程 2022-2027 年预期增长 50%，2022-2027 年车龄预计从 6.2 年增长到 8 年左右的非易损件需求拐点。美国市场整体稳健，三大因子持续稳定小幅增长，下游集中化+扩店+制度保障路径清晰。

● 智能化电动化提升零部件价值量，途虎等一体化平台崛起推动商业模式转型

新能源汽车的特点是机械件变少，电子化复杂程度越来越高，根据灼识咨询报告，预计 2027 年新能源乘用车保有量渗透率达 20.5%，带动汽车电子等品类增长。同时线上渠道崛起+独立后市场（IAM）占比提升，看好途虎等一体化平台替代区域分销汽配模式及夫妻店份额，带动公司增量。长期来看公司可对标美国汽配供应链 Dorman，有望借助产品扩张+行业模式变迁实现稳步发展。

● 风险提示：后市场需求不及预期、新业务开拓受阻、客户合作风险等等

财务摘要和估值指标

| 指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 481 | 423 | 558 | 679 | 813 |
| YOY(%) | 28.7 | -12.0 | 31.8 | 21.7 | 19.7 |
| 归母净利润(百万元) | 42 | 50 | 69 | 85 | 104 |
| YOY(%) | 11.2 | 21.0 | 37.4 | 23.3 | 21.7 |
| 毛利率(%) | 23.0 | 25.9 | 28.3 | 28.5 | 28.7 |
| 净利率(%) | 8.7 | 11.9 | 12.4 | 12.6 | 12.8 |
| ROE(%) | 9.9 | 10.8 | 13.3 | 14.5 | 15.5 |
| EPS(摊薄/元) | 0.65 | 0.78 | 1.07 | 1.32 | 1.61 |
| P/E(倍) | 24.0 | 19.9 | 14.5 | 11.7 | 9.6 |
| P/B(倍) | 2.4 | 2.1 | 1.9 | 1.7 | 1.5 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

目录

| | |
|--|----|
| 1、公司高增长：汽车后市场非易损件平台级供应商，开启第二曲线..... | 4 |
| 1.1、亮点一：近十年稳步高速发展，2023 年收入/业绩均预增 30%+..... | 4 |
| 1.2、亮点二：业务持续向高附加值转型，立足底盘铸件发展电子品类..... | 6 |
| 1.2.1、建邦科技聚焦非易损件，多品类、小批量带来供应管理及信息化壁垒..... | 6 |
| 1.2.2、基本盘围绕后市场各类底盘件，2023H1 传动系统占比 34%..... | 7 |
| 1.2.3、布局 7 大类别多元产品，供应 SKU 近 3 万个..... | 8 |
| 1.3、亮点三：供应链平台模式独具优势，打通北美+国内优质客户渠道..... | 10 |
| 1.3.1、优势经营模式整合渠道与需求，兼具高壁垒与抗周期能力..... | 10 |
| 1.3.2、与美国头部供应链企业合作超 10 年，2023H1 国内收入占比提升至 4 成..... | 12 |
| 1.3.3、高效研发赋能供应商，积累模具数千个、实现 8 成以上覆盖率..... | 12 |
| 1.4、亮点四：围绕汽车电子等增量，品类扩张+垂直化打造平台化领军者..... | 14 |
| 1.4.1、横向扩张：汽车电子等零部件新品类持续开拓，立足核心技术高速外延..... | 14 |
| 1.4.2、纵向布局：发展海外全球供应体系，垂直化延伸自建产能以及自有品牌..... | 17 |
| 2、行业好前景：后市场海外稳固增长，国内即将迎来需求拐点..... | 18 |
| 2.1、概况：后市场需求高度稳健、低波动性，抗风险能力强于前装厂商..... | 18 |
| 2.2、国内：平均车龄快速上升，后市场需求即将迎来加速..... | 19 |
| 2.3、北美：后市场增长高确定性，下游集中化+扩店+制度保障路径清晰..... | 21 |
| 3、格局大潜力：电动化及模式革新带来机遇，紧跟途虎等一体化平台..... | 25 |
| 3.1、价值升级：智能化电动化提升零部件价值量、推动格局变迁..... | 25 |
| 3.2、模式迭代：我国 IAM 快速兴起，多级分销被一体化平台逐步取代..... | 27 |
| 3.3、平台客户崛起：打通上下游链条，平台化对比传统模式凸显壁垒..... | 30 |
| 3.4、对标 Dorman：长尾品类也具备较大成长空间，产品扩张是关键..... | 32 |
| 4、盈利预测与投资建议..... | 34 |
| 5、风险提示..... | 35 |
| 附：财务预测摘要..... | 36 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1：公司供应能力主要聚焦汽车后市场“全车件”中的非易损类产品，具备品类多、小批量的长尾特征..... | 4 |
| 图 2：公司成立约 20 年，从海外市场切入持续拓展业务..... | 4 |
| 图 3：近年营收维持 4 亿元左右，2023 年预增 32%..... | 5 |
| 图 4：2021 年起归母净利润重拾增长，2023 年预增 38%..... | 5 |
| 图 5：2023Q1-Q3 毛利率/净利率回升至 28.9%/12.7%..... | 5 |
| 图 6：公司现金流良好，2022 年超 8000 万元..... | 5 |
| 图 7：期间费用率维持 12%左右，2023 年整体下降..... | 6 |
| 图 8：公司研发费用快速上升，2022 年达 1611 万元..... | 6 |
| 图 9：汽车保养类配件多为易损，而底盘、电子方面的部件则多为非易损件..... | 7 |
| 图 10：汽车后市场易损件与非易损件在价值量、需求、频次等方面有差异..... | 7 |
| 图 11：核心增量业务经历制动-传动-汽车电子的变化..... | 8 |
| 图 12：大多数业务毛利率持续提升，汽车电子超 40%..... | 8 |
| 图 13：整合制造商柔性供应体系，轻资产适应行业长尾特征，信息流保障高效运营..... | 10 |
| 图 14：建邦科技凭借四大层面优势，打通物流、商流、信息流实现供应优势..... | 11 |
| 图 15：公司知名度不断提高，获得多项奖项与认证..... | 11 |
| 图 16：2017-2019 年公司对美国业务平均占比超 8 成..... | 12 |
| 图 17：2022 年来国内业务快速增长..... | 12 |
| 图 18：公司研发能力向高效覆盖、成本控制与品质保障转化..... | 13 |
| 图 19：2019 年公司已积累模具、零部件型号超 3 千件..... | 13 |
| 图 20：2019 年电子电气、转向等单模具收入较高/万元..... | 13 |
| 图 21：横向扩张软硬结合增量品类，业务垂直化发展有望带动盈利..... | 14 |
| 图 22：近年公司专利及软著数量大幅增长..... | 15 |
| 图 23：公司汽车电子等软硬结合产品持续推进新品开发..... | 15 |
| 图 24：以主动进气格栅为例，持续研发投入实现模块自研，从而达成降本及质量媲美 OE 产品..... | 16 |
| 图 25：开拓 EPB 手刹电机等电子化价值升级品类..... | 16 |
| 图 26：手刹电机经过高标准制造、检测实现 OE 性能..... | 16 |

| | |
|--|----|
| 图 27: 公司布局泰国开拓新价值增量 | 17 |
| 图 28: 泰国等东盟国家用工成本较国内具备较大优势..... | 17 |
| 图 29: OEM 与 AM 两类汽车零部件市场具备较大差异..... | 18 |
| 图 30: 悬挂、减震、传动轴几大底盘件全球后市场 2021 年均在 500-1000 亿元规模 | 19 |
| 图 31: 2022 年中国乘用车保有 2.7 亿辆, 维持较快增速 | 19 |
| 图 32: 我国人均汽车保有量远低于发达国家, 潜力较大 | 19 |
| 图 33: 2022 年中国乘用车总行驶里程达到 1.8 万亿英里, 增长潜力显著高于美国 | 19 |
| 图 34: 2022 年我国平均车龄已达 6.2 年, 远低于欧美成熟市场/年 | 20 |
| 图 35: 2022 年我国 45% 的汽车车龄已达 7 年及以上 | 20 |
| 图 36: 2022 年我国超 30% 汽车行驶 1 万公里以上 | 20 |
| 图 37: 2022 年我国后市场维保及配件安装需求超万亿元 | 21 |
| 图 38: 美国汽车保有量稳定增长, 2011-2022 年自 2.5 亿辆增至 2.8 亿辆 | 21 |
| 图 39: 美国平均车龄仍在稳步上升, 带动非易损件增速 | 22 |
| 图 40: 美国汽车行驶里程整体维持 1-3% 长期增速 | 22 |
| 图 41: 近两年油价持续回落, 利于美国车主行驶里程上升 | 22 |
| 图 42: 2021 年后美国后市场恢复稳增长, 2023 年预计规模达 3740 亿美元 | 22 |
| 图 43: 2021 年美国汽车后市场中汽配需求占比 35% | 23 |
| 图 44: 2021 年四大连锁门店约 1.8 万, CR4 近 50% | 23 |
| 图 45: 2021 年北美后市场 2540 亿美元, DIFM 与 DIY 均有增长空间/十亿美元 | 23 |
| 图 46: 美国汽服门店数量长期增长, 市场集中度持续提升 | 24 |
| 图 47: 扩店是连锁品牌重要增长逻辑, 奥莱利维持每年增加 200 家左右新店 | 24 |
| 图 48: 我国新能源车保有量预计将迎高速增长期 | 25 |
| 图 49: 维保价值较高的插混预计维持 20% 占比/百万辆 | 25 |
| 图 50: 纯电车维保减值主要是易损件为主的动力系统, 插混维保价值则将进一步增加 | 26 |
| 图 51: 智能底盘后市场预计迎来增长提速, 2026 年预计全球市场 776 亿元 | 26 |
| 图 52: 原厂 DIFM 长期主导国内后市场, IAM 崛起带动非原厂渠道及供应链 | 27 |
| 图 53: 我国第三方后市场厂商 (IAM) 增长更快, 2022 年占据后市场 46% 份额 | 28 |
| 图 54: 多级分销导致加价幅度较大, 产品性价比将显著弱于平台化供应链模式 | 28 |
| 图 55: 我国后市场供应链模式从多级分销走向平台化、集中化 | 29 |
| 图 56: 未来后市场厂商以“货”为中心, 努力打造专属的供应链平台和体系 | 29 |
| 图 57: 预计夫妻老婆店将降至 2025 年的 23.85 万家/家 | 30 |
| 图 58: 预计连锁服务商市占率将上升到 2025 年的 29% | 30 |
| 图 59: 线上车主占比快速提升, 利好互联网平台模式 | 30 |
| 图 60: 途虎为代表的新兴一体化平台崛起, 对传统分散服务模式形成冲击 | 31 |
| 图 61: 灵活且完善的履约基础设施是途虎平台成功的关键 | 31 |
| 图 62: 门店数量来看, 途虎已成为我国最大 IAM 服务商/家 | 32 |
| 图 63: 2002-2024 年 2 月, Dorman 股价持续上涨最高超 50 倍 | 33 |
| 图 64: Dorman 营收稳步增长, 2022 年达 17.3 亿美元 | 33 |
| 图 65: Dorman 盈利稳健, 增速相对平缓 | 33 |
| 图 66: 品类与产品扩张带动增收, 每年新增数千新品 | 34 |
| 图 67: 轻资产模式维持亿美元级别的良好经营现金流 | 34 |
| 图 68: 建邦科技与 Dorman 的毛利率差异逐步缩小 | 34 |
| 图 69: Dorman 销售费用负担比建邦科技更大 | 34 |
| 图 70: Dorman 过去十年的年度 PE TTM 均值一直在 20-30X 波动, 较为稳定 | 35 |
| 表 1: 公司基本盘聚焦于后市场底盘等模块的结构件、功能件和电子件, 覆盖全球主流车型 | 8 |
| 表 2: 公司与主要客户合作历史多达十余年, 实现深厚互信与资源互补 | 12 |
| 表 3: 2022 年在研项目深度聚焦各类产品条线的软硬结合产品 | 15 |
| 表 4: 具体零部件来看, 新能源车主要是增加电池维保、减少发动系统高频维护需求 | 25 |
| 表 5: 可比公司市值均值 111 亿元, PE 2023E 为 18X | 35 |

1、公司高增长：汽车后市场非易损件平台级供应商，开启第二曲线

1.1、亮点一：近十年稳步高速发展，2023年收入/业绩均预增30%+

建邦科技成立于2004年，是汽车后市场非易损零部件供应商，自成立以来一直专注于汽车后市场非易损零部件的开发、设计与销售，同时为客户提供完整的供应链管理服务。建邦科技采取轻资产经营策略，通过柔性化的市场需求导向型模式，通过产研分离，着重把控市场调研、工程设计、模具开发和产品验证等环节，而生产则采取委外加工的方式，通过研发、质控两头发力，并凭借在物流、信息等渠道的整合优势，为客户提供高质量的综合供应链产品解决方案。

图1：公司供应能力主要聚焦汽车后市场“全车件”中的非易损类产品，具备品类多、小批量的长尾特征



资料来源：公司官网

建邦科技主要业务主要面向美国成熟汽车后市场，积累了丰富的市场经验，并且依托于我国强大的工业产业链和美国成熟的汽车后市场，打造了富有活力、具有技术优势的汽车后市场供应链，和国外知名客户 Cardone、Dorman、Schaeffler 合作。与此同时建邦科技加大和国内汽配服务商的合作力度，与三头六臂汽配、康众汽配、途虎养车等大型汽配连锁等展开合作，国内业务持续开拓。

图2：公司成立约20年，从海外市场切入持续拓展业务



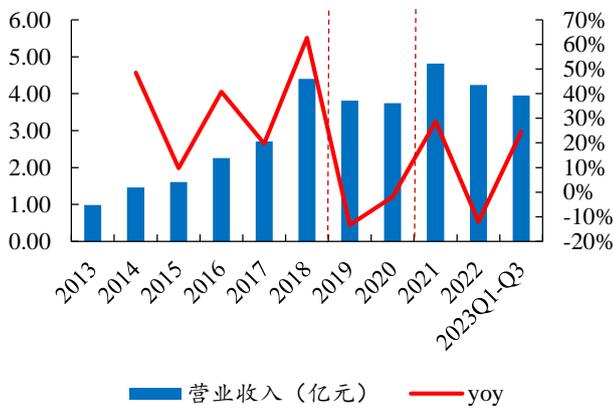
资料来源：公司官网及财报、开源证券研究所

回顾公司发展，过去十年历程可以分为三个阶段：**1) 2013-2018 年第一次成长曲线：**依托海外客户开拓+品类扩张，实现收入、盈利快速初具规模。**2) 2019-2020 年的调整巩固阶段：**疫情影响下美国出行需求下降、维保需求减弱，对公司传统刹车系统等业务造成影响，同时不断巩固传动、电子电气等业务。**3) 2021 年左右开拓第二成长曲线：**基本盘稳增+汽车电子新增量，自建产能+新业态领先布局，海外+国内并行，稳抓行业变革先机。

• **营收：**5 年从 2013 年 1 亿元发展到 2018 年的 4.4 亿元，2018-2022 年维持 4 亿元左右，2023 年受益新品持续推出获得较多订单，再启高增长，据 2023 年业绩快报数据，全年预计超 5.5 亿元、实现 32% 增长。

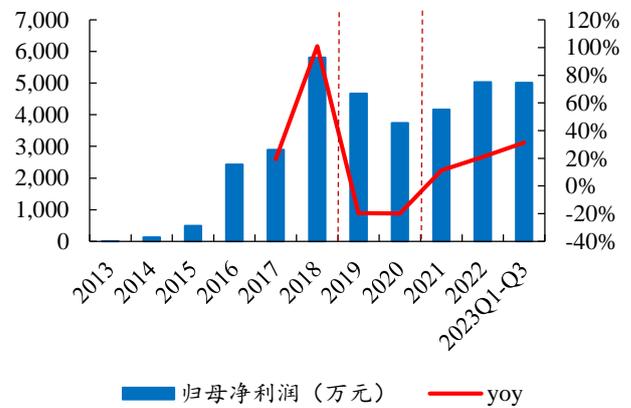
• **盈利（归母净利润）：**2013 年后 5 年时间做到 5000 万元左右，2019-2020 年海外需求下滑，2021 年重启增长，维持 20-30% 稳定增速；2023 年归母净利润加速增长，2023 年业绩快报预计全年实现 6933 万元、增长 38%，扣非净利润增长 59%。

图3：近年营收维持 4 亿元左右，2023 年预增 32%



数据来源：Wind、开源证券研究所

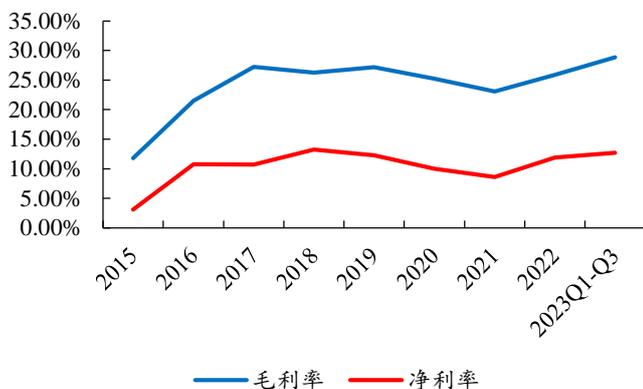
图4：2021 年起归母净利润重拾增长，2023 年预增 38%



数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利水平持续改善，优质现金流保障安全边际与扩张能力。毛利率/净利率 2018-2021 年有所回落，随着客户需求改善、品类升级，2023Q1-Q3 稳步回升至 28.9%/12.7%。公司回款能力良好，2022 年经营性净现金流超 8000 万元。公司一直坚持“**水库式**”经营，为公司的发展留有充分的资金准备，得益于充足现金流，公司未来也有望进行资本并购、建设工厂从而扩大产能、实现外延发展。

图5：2023Q1-Q3 毛利率/净利率回升至 28.9%/12.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：公司现金流良好，2022 年超 8000 万元



数据来源：Wind、开源证券研究所

研发投入夯实品类扩张底层能力，降本增效助力盈利提升。研发投入从数百万

元快速增长至 2022 年的 1611 万元，主要是公司 2021 年开始加快布局汽车电子等新品类以及传动、转向、电子电气等领域的新品、提升软件能力。期间费用率多年维持 12% 左右水平，除研发外的其他费用整体下降。2023 年 Q1-Q3 下降至 11.8%，销售费用下降优化经营效率。

图7：期间费用率维持 12% 左右，2023 年整体下降

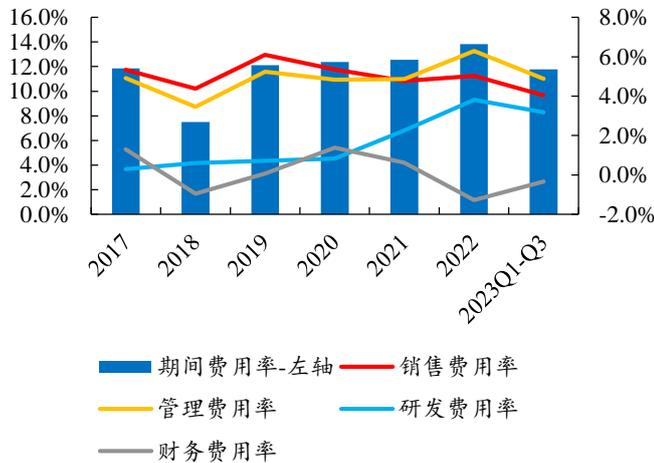
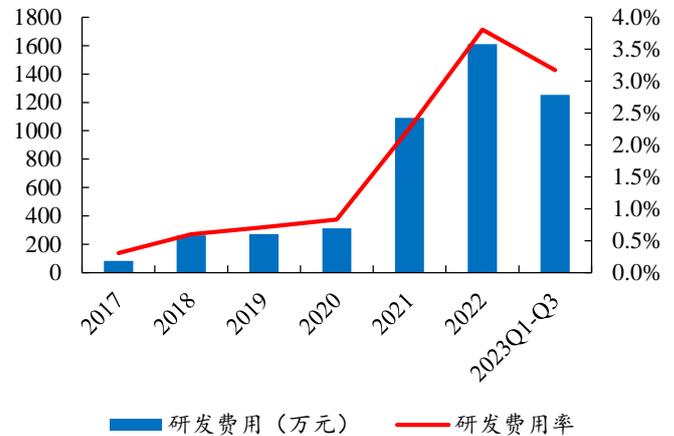


图8：公司研发费用快速上升，2022 年达 1611 万元



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

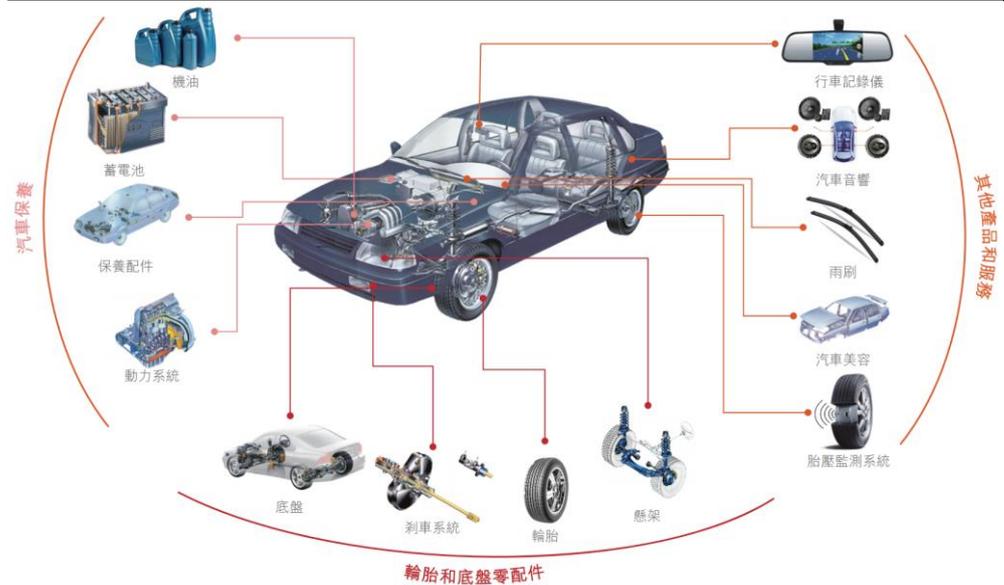
新品价值升级+供应链及管理优化，推动 2023 年发展提速、盈利能力升级。 1) 前几年布局的产品陆续投入市场，特别是汽车电子产品科技含量提升，附加值高，推动毛利率相应提高。2) 公司持续优化供应链，加强对供应商的管理，同时，从技术上帮助供应商降低成本，引导供应商进行循环降价，对公司毛利率的提高产生积极作用。3) 内部管理方面，公司积极推进“阿米巴经营”，全员贯彻“销售最大化、费用最小化”理念，努力提高单位时间附加值，坚持数字化经营，向精细化管理要效益，降本增效效果明显。

1.2、亮点二：业务持续向高附加值转型，立足底盘铸件发展电子品类

1.2.1、建邦科技聚焦非易损件，多品类、小批量带来供应管理及信息化壁垒

公司产品聚焦汽车非易损零部件，是指不易损坏、不需要经常更换的汽车部件，其寿命通常比易损件要长，大型汽车后市场客户对供应商的要求较高。如制动系统内的刹车卡钳，传动系统内的传动轴，转向系统内的转向节，电气系统内的感应雨刮电机，汽车电子类的毫米波雷达等都属于此类产品。而易损件一般分为两种，一是消耗性易损件，如汽车保养用产品机滤、汽滤等；二是事故易损件，如保险杠、大灯、翼子板等。

图9：汽车保养类配件多为易损，而底盘、电子方面的部件则多为非易损件



资料来源：途虎招股书

非易损零部件相较于易损件更换频次低，但是技术含量高，产品更为复杂，更为精密，同时对可靠性的要求更高。同时后市场的非易损零部件还有“多品种、小批量、多批次、高要求”的特点，对市场敏锐度、产品研发能力、供应链管理能力的要求较高，因此其行业壁垒比易损件要高。公司在汽车非易损零部件领域深耕近二十年，在市场把控、产品打造、供应链管理、内外部资源整合等方面拥有较宽的护城河。

图10：汽车后市场易损件与非易损件在价值量、需求、频次等方面有差异

| | 价值特点 | 竞争格局 | 市场需求 |
|------|-------------|-----------|-----------|
| 易损件 | 高频、通用的货架类产品 | 竞争激烈、同质化 | 总量大，SKU较少 |
| 非易损件 | 低频、较复杂的长尾产品 | 供应商具备议价能力 | 品类多，需预测需求 |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

汽车后市场总体 SKU 大约有五千万个，因此格局天然分散、单一厂商难以充分覆盖需求；根据国外成熟后市场的经验，市场上平均车龄达到 8 年以上，甚至 10 年以上会进入非易损零部件更换的拐点。

1.2.2、基本盘围绕后市场各类底盘件，2023H1 传动系统占比 34%

传动+电子电气业务成就第一次曲线，汽车电子开拓第二曲线。公司早期主打制动刹车零部件，转向部件，2014 年两大业务占比约 8 成，而后通过业务持续开拓实现两次成长曲线。1) 第一次成长曲线：2013-2018 年传动业务快速增长，基于制动部件技术的横向拓展不断推出新品，并开拓差异化的电子电气件业务，两者总占比从 10%快速升至 40%左右。2) 第二次成长曲线：2021 年起发力汽车电子部件，占比快速提升。同时传动系统稳健增长，四驱等增量需求强劲，取代制动成为第一大业务。此外，制动、转向系统回落后预计随客户需求布局而再迎增长，电子电气

也将得益于新能源升级；其他系统开拓 ATV/UTV/游艇等非乘用车增量零部件，2023年1-9月份非汽车类产品收入约2250万元，综合毛利率约44%。

图11: 核心增量业务经历制动-传动-汽车电子的变化

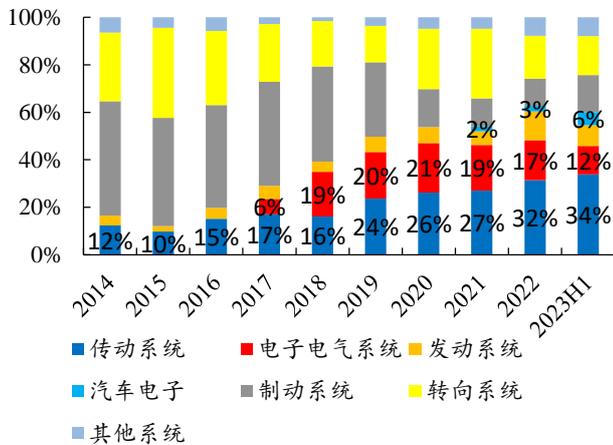
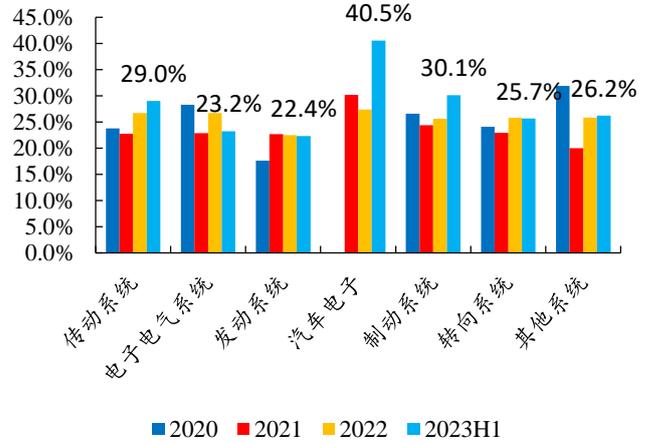


图12: 大多数业务毛利率持续提升, 汽车电子超40%



数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

公司存在对营收贡献较大的系列化产品，比如传动系统内的“分动箱、分动箱电机、差速器”等产品对营收贡献度较大，但是具体到每个SKU则较为平均。

1.2.3、布局7大类别多元产品，供应SKU近3万个

公司主营业务涉及制动系统、传动系统、电子电气系统、转向系统、发动系统、汽车电子产品六大系统，并涵盖了无法具体划入该五大系统但是根据市场需求而研发的其他系统零部件产品，供应SKU近3万个。对外销售的主要零配件种类繁多，属于定制化产品。

具体产品上，制动系统指使汽车的行驶速度可以强制降低的一系列装置。产品主要包括制动钳、电子驻车制动器以及真空助力器等等。传动系统指的是将汽车动力从发动机传导至车轮的一系列装置。产品主要有包括传动轴、分动箱电机、飞轮、变速箱壳体、分动箱总成、差速器总成、变速箱油底壳、换挡电机等等。电子电气系统主要是指车体电子控制装置和车载电子控制装置的总称。而公司应用于电子电气系统的零部件主要有感应雨刮电机、空气悬挂打气泵、分配阀等。转向系统指的是用来改变或保持汽车行驶或倒退方向的一系列装置，产品主要有齿轮齿条转向器、循环球转向器和转向节等。动力系统通常指汽车的动力发生系统，在机动车上往往是指发动机。产品主要有缓震平衡器和排气歧管等。汽车电子是安装在汽车上各类控制、传感、辅助驾驶、智能及网联模块等电子设备和电子元器件的总称，公司产品有EPS电控转向器、车身控制模块、拖车制动模块等。

表1: 公司基本盘聚焦于后市场底盘等模块的结构件、功能件和电子件，覆盖全球主流车型

| 业务 | 产品例举 | 产品图示 | 主要介绍 | 车型覆盖情况 |
|------|---------|------|---|---------------------------|
| 制动系统 | 制动钳 | | 是指产生制动力矩、用以阻碍车辆运动或运动趋势的力的部件，它由钳体、活塞、支架等组成，通过制动主缸输出的制动液产生推力，由活塞推动刹车片，刹车片与旋转的制动盘产生摩擦，从而产生制动力。 | 覆盖北美、欧洲及国内主流的轿车、SUV及皮卡车型 |
| | 电子驻车制动器 | | 通过内置在其电脑中的纵向角度传感器来测算坡度，电脑通过电机对制动器的活塞提供推力，活塞推动刹车片产生制动力，使车辆能停在斜坡上。 | 覆盖欧洲的B级、C级轿车车型及部分的北美SUV车型 |

| | | | | |
|--------|---|---|--|---------------------------|
| | 真空助力器 |  | 真空助力器是利用真空(负压)来增加驾驶员施加于踏板上的力 | 覆盖北美主流的轿车及 SUV 车型 |
| | 传动轴 |  | 能在两轴夹角不变或变化时, 将转矩和旋转运动从一个轴传到另一个轴的机械装置。 | 覆盖北美、欧洲及国内主流的轿车、SUV 及皮卡车型 |
| 传动系统 | 分动箱电机 |  | 分动箱是将发动机的动力进行分配的装置, 分动箱电机则通过电压调节分动箱电机, 实现后驱和四驱的切换。 | 覆盖北美、欧洲及国内主流的 SUV 和皮卡车型 |
| | 油底壳 |  | 密封、收集和储存变速箱油, 并散热, 防止润滑油氧化。 | 覆盖北美主流的轿车、SUV 车型 |
| | 飞轮 |  | 飞轮安装在曲轴的动力输出端, 是将发动机动力传给变速箱的主要连接部件 | 覆盖北美主流的轿车、SUV 车型 |
| 电子电气系统 | 感应雨刮电机 |  | 当传感器检测到有雨水落到了挡风玻璃上, 就对雨刷发出指令使其开始工作, 保证了驾驶员视线的通畅。 | 覆盖欧洲主流的 C 级 D 级轿车车型 |
| | 空气悬挂打气泵 |  | 打气泵是一种空气压缩泵, 负责把低压气体压缩成高压气体, 给空气悬挂系统中的空气减震和储气罐提供压力, 是车身实现可控升降的动力来源。 | 覆盖北美、欧洲及国内主流的轿车、SUV 及皮卡车型 |
| | 分配阀 |  | 分配阀是空气悬挂系统中的重要节点, 把打气泵、储气罐、气减连接成一个系统, 形成不同的通路, 把打气泵和储气罐的高压气体送入气减, 从而实现车身的可控升降。 | 覆盖北美、欧洲及国内主流的轿车、SUV 及皮卡车型 |
| 转向系统 | 齿轮齿条转向器转向轴 |  | 带动小齿轮旋转时, 齿条便做直线运动, 靠齿条来直接带动横拉杆, 就可使转向轮转向。 | 覆盖北美主流的轿车、SUV 车型 |
| | 循环球转向器 |  | 转向螺杆转动时, 通过钢球将力传给螺母, 螺母再与扇形齿轮啮合, 使连杆臂摇动, 改变车轮的方向。 | 覆盖北美主流大型越野车及重型皮卡 |
| | 转向节 |  | 是汽车转向桥中的重要零件之一, 连接着减震器、摆臂、制动卡钳、制动盘、方向机等重要部件, 传递并承受汽车前部载荷, 支撑并带动前轮转动使汽车转向。 | 覆盖北美主流的轿车、SUV 车型 |
| 发动系统 | 缓震平衡器 |  | 消减曲轴扭转振动, 减少曲轴应力, 提高曲轴的疲劳寿命, 保护曲轴。 | 覆盖北美及欧洲主流的轿车、SUV 车型 |
| | 排气歧管 |  | 排气歧管的作用便是及时的将发动机燃烧产生的废气及时排出, 要尽可能相互独立、等长、内壁光滑。 | 覆盖北美及国内主流的轿车、SUV 及皮卡车型 |
| 汽车电子 | 各类控制、传感、辅助驾驶、智能及网联模块等电子设备和电子元器件的总称。产品有 EPS 电控转向器、车身控制模块、拖车制动模块、汽车集成化仪表、BSD 盲点监测、电子手刹、无线充电模块、房车控制模块、分动箱电脑、空燃比显示套件、SAM 模块、主动进气格栅等 | | | |
| 非乘用车产品 | 面向 ATV/UTV、游艇、房车、摩托车等非乘用车产品 | | | |

资料来源: 公司招股书、开源证券研究所 注: 公司产品种类较多, 表中仅为部分主要产品示例

除了上述针对汽车非易损的大件系列产品之外, 公司还有一些非易损件中更换频率较高且涉及车型众多, 而一般零部件厂商无法整个系列提供的产品: 例如**放油螺栓**、**轮毂螺母**等无法归入以上序列的一些产品。这部分产品主要针对更广大的汽车后市场和较强的保养产品需求, 可以进行客制化更改或者直接进行定制生产。

1.3、亮点三：供应链平台模式独具优势，打通北美+国内优质客户渠道

1.3.1、优势经营模式整合渠道与需求，兼具高壁垒与抗周期能力

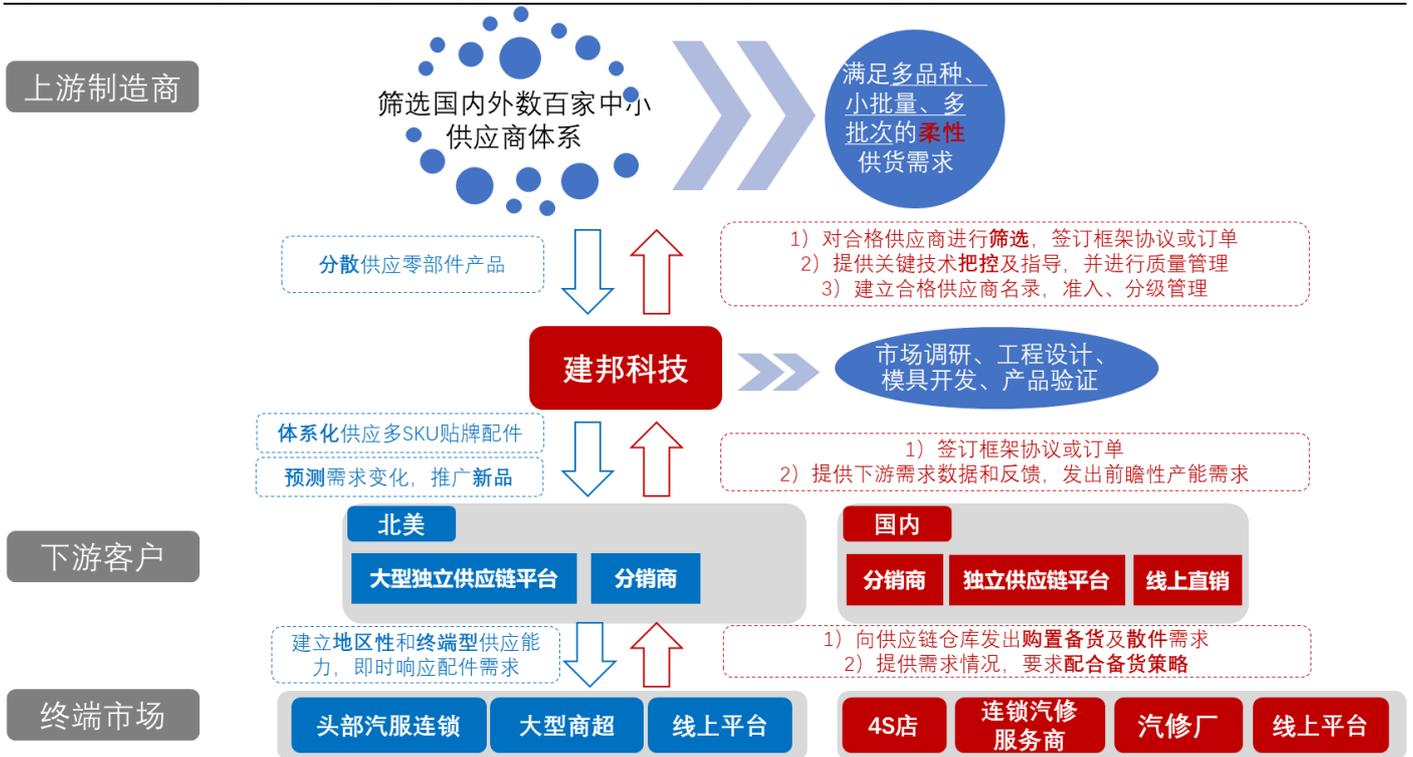
上游方面，供应商需要严格筛选、进行质量把控、建立准入体系，并根据对供应商的考核结果进行动态分级管理。订单交付周期一般在 3、4 个月左右，部分新产品交付周期可能需要半年甚至一年。成本端，根据供货框架协议，一定区间的原材料价格波动供应商不会调整产品的供应价格。

自身运营方面，建邦科技采用了柔性化的市场需求导向型模式，把重点放在了市场调研、工程设计、模具开发和产品验证等环节上，生产则采取委外加工的模式，公司主要把控关键技术，并对产品进行质量管理。出于轻资产经营的理念，实行产、研分离的经营策略，主要的固定资产投资是模具和研发测试仪器、车辆；着重产品研发，对于市场当中存在的许多总成更换的非易损件，通过拆解分析寻找到关键更换零件，再通过自主设计研发实现关键零部件的生产销售，从而达到同品质替代。

下游方面，公司主要销售渠道有：(1) 境内外线下经销商、分销商；(2) 境内外汽配、汽修连锁企业；(3) 以线上业务为主的电商类客户；(4) 汽配城等传统渠道等。拓展客户的方式有参加国内外大型汽配展、邮件推送、口碑营销等。

模式优势：1) 多品类、业绩弱周期性，能够长期稳健增长。2) 轻资产、高现金流，天然能够快速适应新需求、拓宽业务覆盖。3) 需求导向型，信息流自下而上引导产销匹配。4) 技术自有，品类长尾、竞争较少，具备上下游议价权。得益于公司产品“新奇特”及“hard-to-find”的特点，公司对客户和供应商都有较高的议价能力，对产品拥有较强的定价权，一般采用“价值定价法”，不采用“成本加成法”。

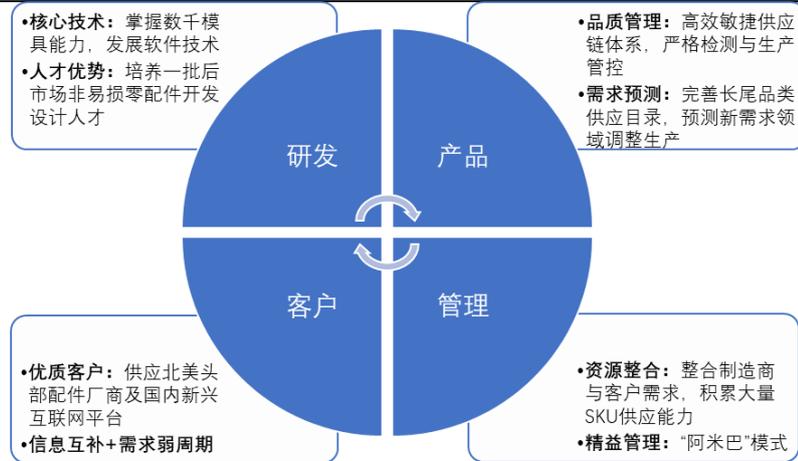
图13：整合制造商柔性供应体系，轻资产适应行业长尾特征，信息流保障高效运营



资料来源：公司财报、开源证券研究所 注：蓝色箭头代表“产品流”、红色箭头代表“信息流”。

建邦科技具备研发、产品、管理、客户四大层面的优势，而“物流、商流、信息流等方面整合能力”是公司经营的一大核心，得以实现资源整合、品质保障及需求预测。公司为客户提供集聚全车型的售后零部件产品解决方案，拥有十多年的汽车售后市场非易损零部件行业经验，建立了多条市场调研渠道，能够及时准确地把握市场需求。同时，由于不同车型零部件的设计要求、产品类型、规格型号存在较大差异，公司产品存在多品种、小批量、多批次、高要求的供货特点。公司立足于国内完善的工业体系，积极整合国内外各类型零部件生产商，实现对产品的快速、高质的供应。此外，公司积极整合国内外客户资源，将客户多品种、小批量的需求汇总，进而提高采购规模，降低采购成本。公司凭借资源整合能力，成为供应商与客户之间不可替代的桥梁。

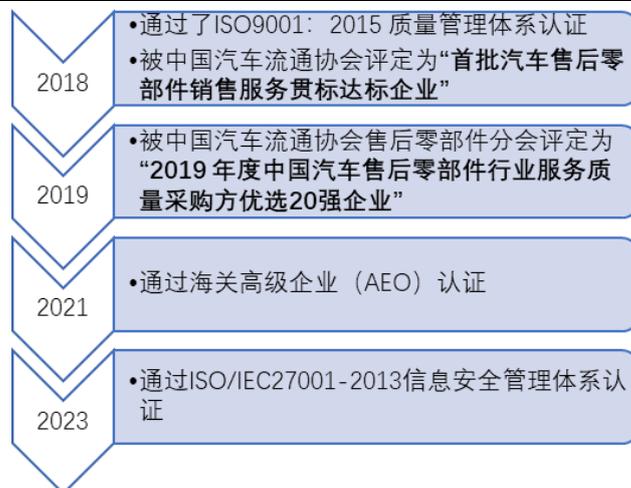
图14：建邦科技凭借四大层面优势，打通物流、商流、信息流实现供应优势



资料来源：公司公告、开源证券研究所

凭借多年的开发积累、严格的供应商管理和质量控制、积极的业务拓展，公司知名度不断提高。公司已于 2018 年通过了 ISO9001: 2015 质量管理体系认证，2018 年被中国汽车流通协会评定为“首批汽车售后零部件销售服务贯标达标企业”，2019 年被中国汽车流通协会售后零部件分会评定为“2019 年度中国汽车售后零部件行业服务质量采购方优选 20 强企业”，2021 年通过海关高级企业 (AEO) 认证，2023 年通过 ISO/IEC27001-2013 信息安全管理体系统认证。

图15：公司知名度不断提高，获得多项奖项与认证

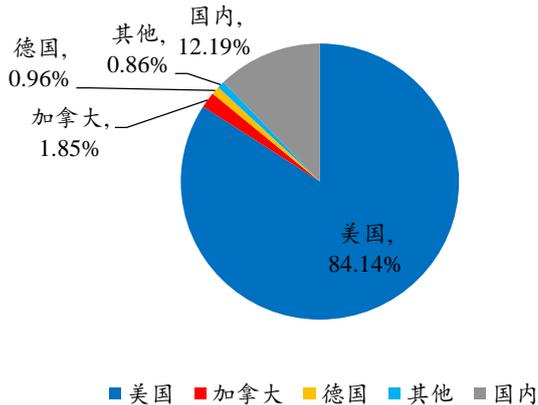


资料来源：公司 2023 年半年报、开源证券研究所

1.3.2、与美国头部供应链企业合作超 10 年，2023H1 国内收入占比提升至 4 成

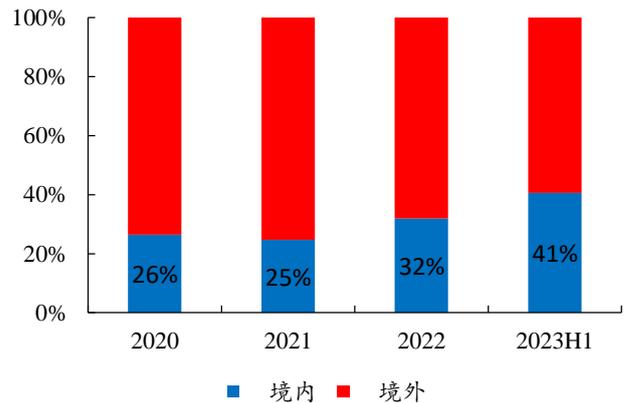
公司下游主要是美国汽车后市场，配套美国头部汽配供应商如 Dorman、Cardone、舍弗勒等等，终端客户为美国四大汽配连锁（汽车地带，奥莱利，领先汽配，通用汽配）为代表的服务商，以及沃尔玛为代表的各大商超（DIY 需求）。经过多年的发展，公司已实现国内外双市场联动发展，持续推进国内业务快速增长，当前已和国内诸多知名汽车零部件连锁企业三头六臂汽配、康众汽配、途虎养车等开展业务合作。

图16：2017-2019 年公司对美国业务平均占比超 8 成



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

图17：2022 年来国内业务快速增长



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

表2：公司与主要客户合作历史多达十余年，实现深厚互信与资源互补

| 客户 | 简介 | 合作历史 | 合作方式 | 条款 | 进入供应商体系时间 |
|-------------------------------------|-----------------------|----------|---------|--|-----------|
| Cardone Industries, Inc | 美国汽车后市场配件供应商龙头 | 2004 年开始 | 订单 | 订单：对产品类型、数量、价格、交期等基础要素进行约定。 | 2004 年 |
| Dorman Products, Inc | 美国汽车后市场配件供应商龙头 | 2005 年开始 | 订单 | 订单：对产品类型、数量、价格、交期等基础要素进行约定。 | 2005 年 |
| Arnott, LLC | 美国知名空气悬架品牌 | 2015 年开始 | 订单 | 订单：对产品类型、数量、价格、交期等基础要素进行约定。 | 2015 年 |
| 舍弗勒（美国） | 世界知名汽车零部件巨头 | 2011 年开始 | 订单 | 订单：对产品类型、数量、价格、交期等基础要素进行约定。 | 2011 年 |
| 成都格罗西贸易有限公司 | 贸易商 | 2016 年开始 | 框架协议+订单 | 框架协议：期限为长期；订单：对产品类型、数量、价格、交期等基础要素进行约定。 | 未有要求 |
| Crown Automotive Sales Company, Inc | Jeep 品牌替换零件的领先制造商和经销商 | 2006 年开始 | 订单 | 订单：对产品类型、数量、价格、交期等基础要素进行约定。 | 未有要求 |

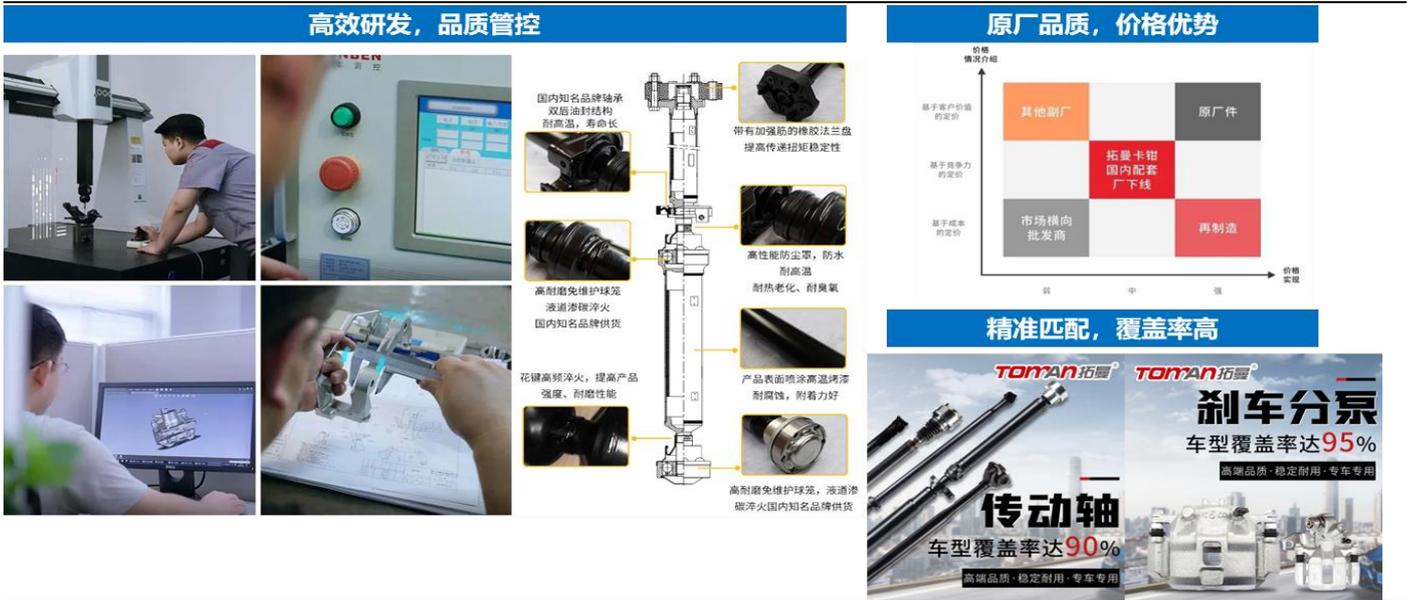
资料来源：公司招股书、开源证券研究所

1.3.3、高效研发赋能供应商，积累模具数千个、实现 8 成以上覆盖率

研发立项时，公司会综合判断研发产出比，比如先期调研收集 100 种产品，公司根据市场需求、技术能力、原产品的设计缺陷等方面进行综合判断，最后可能只立项开发 20 种。通过精选供应商、完善开发方案到成品检验的流程和效率，实现技术赋能制造端：1) 制造能力可靠：国内锻造等加工企业数量众多、积累深厚，公司精选优质制造商、高标准全过程管控。2) 覆盖率高：较强开发能力实现大 SKU 覆盖，主打产品普遍覆盖 8-9 成车型。3) 品质保障：检测、认证经验丰富，公司具备北美供应链标准化认证体系下的多年经验，反哺国内市场。4) 性价比优

势：品质优于同类竞争者，同时价格具备较大优势。

图18：公司研发能力向高效覆盖、成本控制与品质保障转化

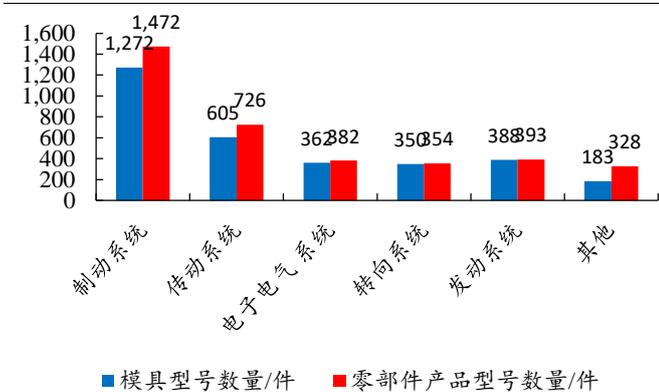


资料来源：公司官方微信公众号、公司招股书、开源证券研究所

2019年公司即具备3千多模具型号积累，研发、检测完善体系保障质量、实现降本；单个模具可对应数十个SKU，2023年公告披露已覆盖近3万SKU，对应公司内部管理号只有几千个，因内部一个管理号可能对应数个甚至数十个SKU，原因列举如下：（1）同一主机厂对不同车型采用平台化生产，不同车型较多零部件是通用件（比如A主机厂的甲、乙、丙、丁四款车型存在较多通用零部件）；（2）同一车型不同改款间亦有较多通用零部件（比如甲车型的18款、19款、20款存在很多通用零部件）；（3）不同主机厂的不同车型存在通用零部件（比如A主机厂的甲车型和B主机厂的乙车型存在通用零部件）。通过对市面所有主流新旧车型进行跟踪研究掌握了相关对应信息。因此，面对“小批量、多品种、多批次”的供货特点，公司对产品SKU信息进行整合，统一研制，协同开发，尽量用同一模具实现多SKU归集生产，同时在保密前提下协调代工厂进行集中排产，从而有效降低生产成本。

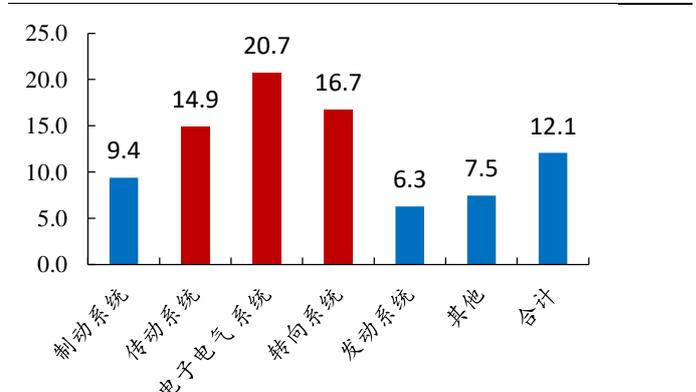
从单位模具种类实现收入（2019年）来看，电子电气系统平均收入最高，超20万元，传动、转向也较高，而刹车布局时间长、存在更多旧型号模具因此偏低。

图19：2019年公司已积累模具、零部件型号超3千件



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

图20：2019年电子电气、转向等单模具收入较高/万元



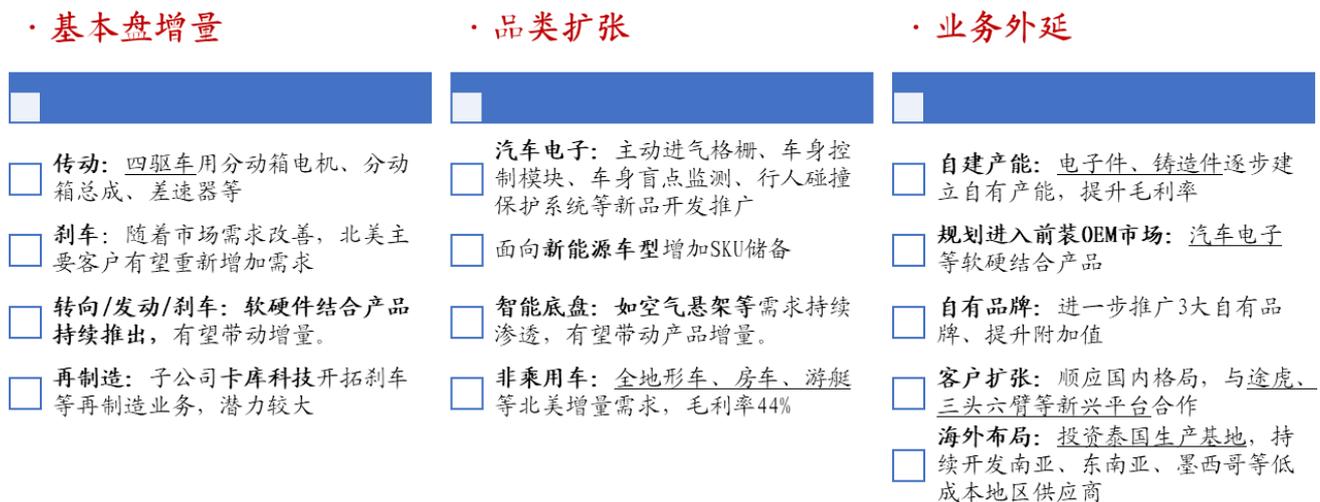
数据来源：公司招股书、开源证券研究所

技术创新是整合赋能上游供应商的核心和基础，也是开拓增量收入品类的核心。参照对标公司 Dorman 的发展模式，公司每年都会有新产品投放市场，从而推动业务横向布局扩张。如 2023 年投资者关系公告披露了近期部分新品：1) 传动系统投放四驱车使用的分动箱总成、分动箱电机、差速器、桥壳等。2) 汽车电子投放空燃比显示套件、SAM 模块、主动进气格栅等。

1.4、亮点四：围绕汽车电子等增量，品类扩张+垂直化打造平台化领军者

展望未来增量，公司将围绕汽车电子等增量品类持续开发和推出新品、跟随新能源趋势实现业务横向扩张，同时打通上下游环节实现垂直化发展，向上发展再制造业务和自建产能、规划进入汽车电子等高附加值 OEM 市场，向下发展自有品牌、开拓线上直销渠道。1) 汽车电子等软硬件结合产品是公司未来几年核心布局，而且规划开启自制、逐步掌握增量毛利率，并规划打入前装市场。2) 传动、刹车、发动、转向等主要传统产品品类均有细分品类增量带动，3) 布局再制造、海外产能及供应商等，实现成本下降、业务增值。

图21：横向扩张软硬结合增量品类，业务垂直化发展有望带动盈利



资料来源：公司公告及财报、开源证券研究所

1.4.1、横向扩张：汽车电子等零部件新品类持续开拓，立足核心技术高速外延

➤ 顺应电动车趋势，聚焦汽车电子类核心增量

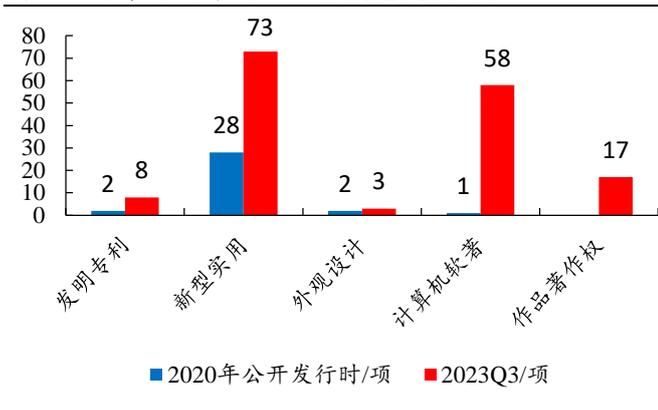
2022 年公司披露的在研项目中，较多项目为电子类产品及软硬件结合产品，体现公司顺应汽车智能化、电动化大势的决心。如加大对特斯拉 MODEL3 主动进气格栅、车身控制模块、拉线式手刹电机总成、拖车制动模块、油门控制器、车身盲点监测、行人碰撞保护系统等新能源、汽车电子产品的研发投入，丰富汽车电子产品类别，优化产品结构，为公司适应汽车产品更新迭代打下坚实基础。目前公司汽车电子产品供应汽车后市场，暂未涉及前装 OEM 市场；不排除将来会进入前装 OEM 市场的可能。将来如果进入前装市场，为了更好的进行质量管控，更好的对技术和信息产权进行保密，公司会选择技术含量高的、附加价值大、“软硬件”相结合的产品开展自主制造。

表3：2022年在研项目深度聚焦各类产品条线的软硬结合产品

| 研发项目名称 | 项目目的 | 类型 |
|---------------------|----------------------|------|
| 特斯拉 MODEL3 主动进气格栅项目 | 紧跟新能源汽车电子化、自动化发展趋势 | 汽车电子 |
| 车身控制模块项目 | 研发汽车高集成度芯片，提高汽车控制舒适度 | 汽车电子 |
| 油门控制器项目 | 获得油门电子控制技术 | 电子电气 |
| 拉线式手刹电机总成项目 | 获得电子控制方式实现驻车的技术 | 电子电气 |
| 双质量飞轮项目 | 获得汽车动力传系统的隔振和减振技术 | 动力系统 |
| 桥壳项目 | 获得桥壳设计技术 | 传动系统 |
| ATV 差速器项目 | 获得全地形车差速器技术 | 传动系统 |
| 耦合器项目 | 获得汽车射频信号提取技术 | 汽车电子 |
| 阀体修包项目 | 获变速箱损耗件设计技术 | 动力系统 |
| 拖车制动模块项目 | 获取拖车制动控制技术 | 电子电气 |
| 敞篷软顶总成项目 | 获取敞篷软顶设计技术 | 内饰 |

资料来源：公司财报、开源证券研究所

公司汽车电子等软硬结合产品持续推进新品开发，同时体现在专利及著作权变化：1) 2020年发行时以传动件、转向件、制动件以及检验检测方面专利为主，且软著、著作权仅1项；2) 截至2023Q3公司专利大幅增长；软著大幅增加至58项，涉及各类驱动、控制、测试仿真领域。

图22：近年公司专利及软著数量大幅增长


数据来源：公司招股书及公告、开源证券研究所

图23：公司汽车电子等软硬结合产品持续推进新品开发


资料来源：公司招股书及公告、开源证券研究所

公司研发和投放的主要汽车电子产品包括EPS转向器、电控EGR阀、智能仪表、BSD盲点监测、主动进气格栅等等。

以主动进气格栅（Active Grille Shutter，简称AGS）为例，其安装在散热器前方的格栅口位置，用来满足更严格的燃料经济型标准。相比较于固定结构的进气格栅，AGS通过测量发动机水温、机油温度、空调系统状态、进气温度等信息，依靠控制电机实现进气格栅百叶片开启一定角度或关闭装置，进而提高整车性能。目前后市场上的格栅产品存在较多问题，如部分型号原厂件价格高，电机市场没有单独的售后件，只有拆车件或者下线件（国内），以及做格栅的企业只能做格栅、没有电机匹配，产品附加值很难提升等等。公司格栅电机完全自主开发，与原车100%匹配，区别市场的拆车件、下线货。高低温区实际装车测试，装车行程超5万公里，南至海南，北至哈尔滨，能承受-45℃到105℃极端实验；可提供总成配件，区别于市场的单独格栅，产品附加值高；质量堪比OE，售价却低很多，为代理商预留足够的利润空间。

图24：以主动进气格栅为例，持续研发投入实现模块自研，从而达成降本及质量媲美 OE 产品



资料来源：公司官方微信公众号、开源证券研究所

➤ 传统业务持续增加产品，实现系列化及智能化

在传统几大业务模块，公司持续开拓新增量产品并实现系列化。以传动系统为例：1) 顺应北美市场四驱车发展趋势，推出分动箱总成（电机、控制系统、传达系统等），面向高端 SUV 四驱市场开发同质产品。2) 差速器总成也是公司传动系统的主打产品之一，实现对原厂件产品的优质替代。针对市场上后驱、四驱与越野车中频繁出现的差速器漏油异响等问题，建邦科技通过对实际车辆的维修分析、产品调研等手段对品牌车辆产品中的差速器进行替代性设计，利用模拟仿真技术对产品进行设计改良，依托于精密专业设备与强大的质量控制体系，实现了对原厂件品质优质替代，获得市场的广泛好评。

智能驾驶、智能底盘等趋势也是未来方向，公司持续开发相关产品，比如刹车电脑、EPB 手刹电机等软硬件结合的品类也属于刹车系统的一环，一方面实现从铸造件等传统品类的价值升级和延伸，另一方面得益于公司十多年来在制动系统产品的深厚积累，可以实现与既有品类协同开发、经验延伸等优势。

图25：开拓 EPB 手刹电机等电子化价值升级品类

原厂品质 / 专业品控



资料来源：公司官网

图26：手刹电机经过高标准制造、检测实现 OE 性能



资料来源：公司官网

1.4.2、纵向布局：发展海外全球供应体系，垂直化延伸自建产能以及自有品牌

➤ 向上垂直化布局

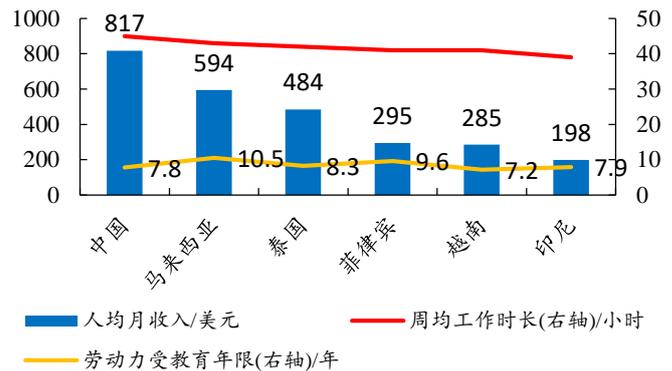
一是开拓泰国等海外产能，利用当地低用工成本、汽车行业配套环境等优势发展传统底盘件等业务。1) **成本优势**：劳动力成本较低，且对美汽车零部件出口关税条件显著优于国内。2) **配套环境好**：上游冶炼行业具备一定基础，有利于金属锻造件业务发展；下游日系为代表的外资整车、零部件企业长期深耕，国内新能源企业也加速布局，配套环境相对成熟。3) **制度相对完善，社会局面基本稳定**。

图27：公司布局泰国开拓新价值增量

| | |
|-----------|---------------------------------------|
| 布局 | 聚焦成熟零部件品类，或将开启自有产能 |
| 开拓 | 东南亚整车厂众多，有机会开拓OEM配套 |
| 降本 | 劳动力低成本、高素质 规避对美关税（国内25% VS 泰国2.5%） |

资料来源：常润股份公告等、开源证券研究所

图28：泰国等东盟国家用工成本较国内具备较大优势



数据来源：盖世汽车研究院、开源证券研究所 注：截至2019年

二是依托子公司卡库发展再制造业务。公司判断以后新能源汽车“三电”产品的再制造将会是一个比较大的市场，公司提前布局了汽车零部件再制造板块，目前从事雨刮电机及其总成、刹车卡钳的翻新再制造。以后的汽车后市场，简单产品、有缺陷的产品、部分复杂产品进行新品研发、开发，而部分复杂产品进行再制造是大趋势。卡库科技公司目前主要产品为刹车卡钳和雨刮电机，2023H1 实现收入370.95 万元，根据成熟汽车后市场的发展经验看，我国的汽车零部件产品再制造业务方兴未艾。

➤ 向下垂直化发展

一是发展线上渠道。公司线上产品和线下产品 70%~80%是重合的，只是在销售上存在时间差，通常是线下先进行销售，线上再发力。一般情况下，以服务为主的产品，即更换工时较高的产品，以线下渠道为主；工时较少，DIY 较容易的，线上销售较多。公司一直坚持“线上、线下、境内、境外”四位一体的产品开发和营销布局，在扩大市场的同时，有利于降低研发和开发成本。

二是推广自有品牌。其中拓曼依托于母公司在美国汽车后市场的先进经验，打造针对中国市场高端车型的特色费易损零部件产品。而超全品牌则是以“小产品大能量”为口号建立的品牌，与下游的途虎养车、康众汽配等汽车后市场连锁新势力的合作关系，针对国内新兴需求而全新打造出的产品系列。“拓曼”专注于打气泵、分配阀、传动轴、制动钳、雨刮电机、转向节、刹车油管、玻璃升降器开关等产品线，车型已覆盖奔驰、宝马、奥迪、路虎、捷豹、沃尔沃等豪华车型及大众、通用、福特、日产、丰田、本田、标致等主流合资品牌。“超全”主打“小产品大能量”，和下游汽配连锁康众、途虎等合作，进行线下布局的同时，还以线上产品售后方式提供后续服务。汽配服务人员与消费者可通过官方小程序 V 码、产品画报、宣传手册、PC 端口等多种渠道对产品进行查询，从而实现品牌产品流转信息透明化。

2、行业好前景：后市场海外稳固增长，国内即将迎来需求拐点

2.1、概况：后市场需求高度稳健、低波动性，抗风险能力强于前装厂商

汽车零部件市场主要包括前装 OEM 市场和 AM 后市场，其中后市场又主要分为原厂件渠道（OES 赛道）和第三方配件渠道（IAM 赛道）。就 OEM 与 AM 的核心差异而言：前装市场依靠的是新增市场，主要是靠获取主机厂大单，大批量供货，以获取营收和利润，因主机厂产品不断调整，前装产品的生命周期相对较短。后装市场主要做的是保有量市场，后市场产品具有“多品种、小批量、多批次、高要求”的特点，产品的生命周期相对较长，在“车龄+保有量”双效驱动下，汽车后市场的规模将不断扩大。前装要靠配套定点、全链条降本、响应开发能力等等。后市场需要销售渠道、供应链管理、综合信息化能力等等。

图29：OEM 与 AM 两类汽车零部件市场具备较大差异

| | OEM/前装配套 | AM/后市场 |
|------|-------------------------------------|------------------------------------|
| 下游类型 | 配套整机厂，长期集中供应大客户为主，产业链紧密 | 面向供应链平台、分销商、连锁汽服品牌、汽修店等，终端分散 |
| 跟踪需求 | 新车销量为基础，具体配套车型的销售表现、客户产能及技术规划等等 | 保有量为基础，车龄、各地区各配件需求最新变化、渠道备货变化等等 |
| 供应模式 | Make to order: 面向订单生产。响应客户的需求进行产能配套 | Make to stock: 面向库存生产。基于对市场需求量进行预测 |
| 需求特征 | 根据具体车型定点需求进行大批量供应，核心是满足整机厂对部件的要求 | 多品种、小批量，交货期较短，交货的地区、类型、车型都较为分散化 |
| 产线特征 | 就近建厂配套+要求持续降本增效+快速响应研发+高自动化及高利用率 | 高柔性化满足小批量需求+定制化及切换能力+精益管理优化排产及提效 |
| 竞争格局 | 偏向基于成本定价，供应商间往往充分竞争，有价格年降条款；格局集中 | 偏向基于价值定价，能快速实现需求即有议价权，利润率较高；格局分散 |

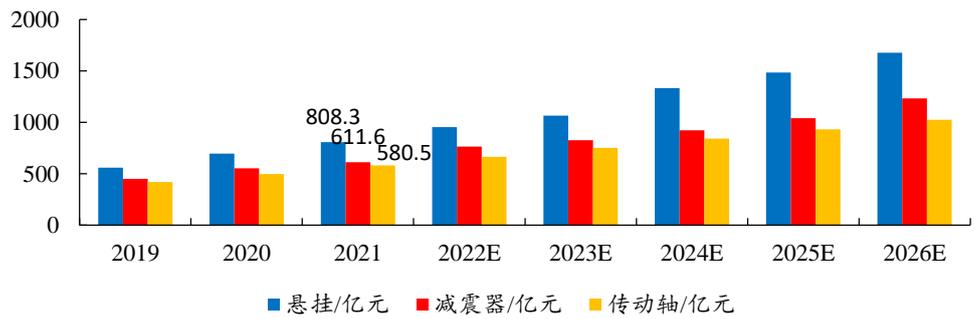
资料来源：思瀚产业研究院、开源证券研究所

近年来，尽管汽配供应链平台已打破易损件和全车件（非易损维修件）之间的界限，如开思从全车件迈向易损件业务，快准车服收购百川联合进一步深入全车件，新康众已涉足全车件业务，但从业务模型来看，易损件面临单价低、价格战、品牌混乱等问题，短时间内不容易做大规模；全车件则是典型的长尾低频业务，对数字化要求高，而且新进入者缺乏稳定的盈利模型，因而业内成熟公司的壁垒较高。

此外，汽车后市场具有明显的弱周期的特点，汽车后市场规模与汽车保有量及车龄紧密相关，汽车保有量越大、车龄时间越长，汽车后市场的需求量越大。在经济良好期，新车销量较多，导致汽车保有量增加；在经济衰退期，新车销量较少，但汽车更新速度也因此下降，正在使用车辆的平均年龄增加，两种情况均导致汽车后市场需求增加，汽车后市场的发展受经济周期性波动影响相对较小。

具体到汽车后市场配件市场，根据沙利文数据，以底盘件市场（悬挂系统、传动系统等）为例，需求增速预计均较高，建邦科技涉及的部分底盘件（悬挂、减震、传动轴等）全球后市场 2021 年均在 500-1000 亿元规模，预计 2026 年均超过 1000 亿元规模，5 年 CAGR 均超 10%。

图30：悬挂、减震、传动轴几大底盘件全球后市场 2021 年均在 500-1000 亿元规模



数据来源：沙利文、开源证券研究所

2.2、国内：平均车龄快速上升，后市场需求即将迎来加速

后市场总量增长驱动力=保有量↑×车龄↑×维保价值量↑

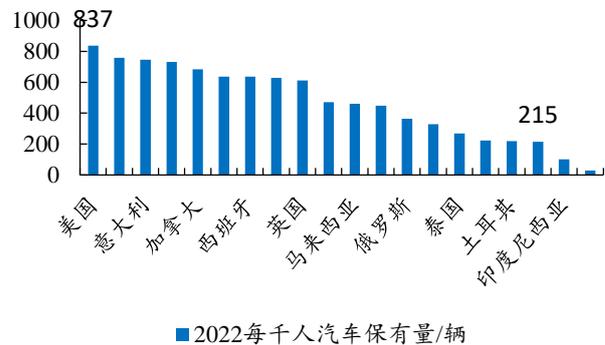
1) 中国汽车保有量持续增长。截至 2022 年，中国乘用车保有量达 2.7 亿辆，位居世界第一。尽管规模如此庞大，但截至 2022 年，中国每千人汽车保有量仅为 215 辆，显著低于美国每千人 837 辆乘用车以及欧盟成员国，未来增长空间广阔。保有量方面我国长期维持 5%-10% 增速。尽管总量已达全球第一，但人均保有量仅为美国四分之一，随着中产阶级群体进一步扩张，预计未来仍将持续较快增长。

图31：2022 年中国乘用车保有 2.7 亿辆，维持较快增速



数据来源：灼识咨询报告、开源证券研究所

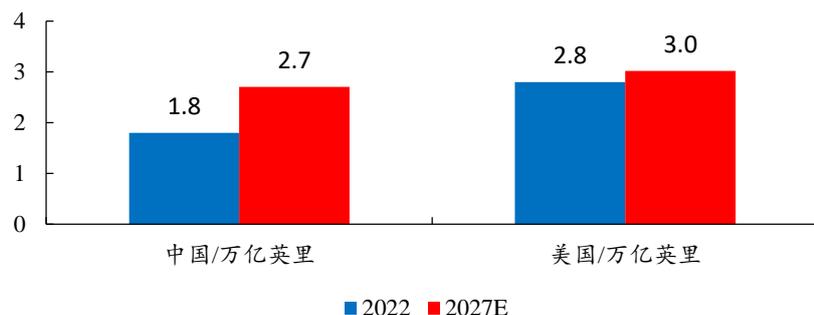
图32：我国人均汽车保有量远低于发达国家，潜力较大



数据来源：二手车出口公众号、开源证券研究所

2) 行驶里程不断增加。2022 年，我国乘用车行驶里程达到 1.8 万亿英里，低于美国乘用车行驶的 2.8 万亿英里。预期到 2027 年，此数字将增长至 2.7 万亿英里。

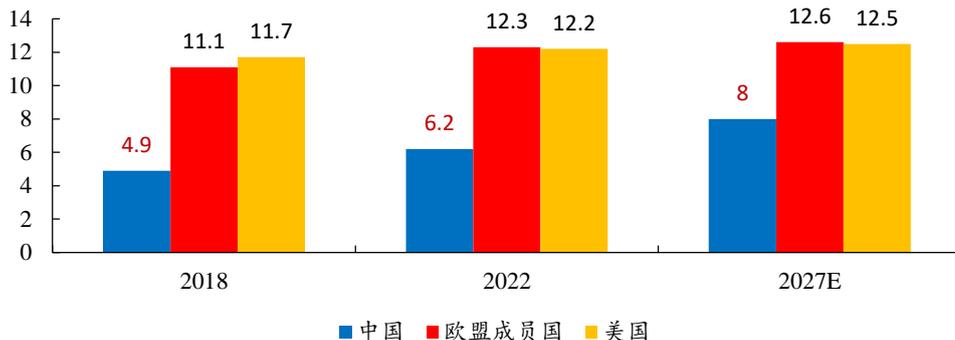
图33：2022 年中国乘用车总行驶里程达到 1.8 万亿英里，增长潜力显著高于美国



数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

3) 车龄日渐增长。2022 我国汽车车龄已达 6.2 年，预计 2027 年左右达到非易损件拐点。相较于新车，老旧的车辆一般需要较多的汽车服务，尤其是维修及保养服务。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，而同年美国及欧盟成员国的平均车龄分别为 12.3 年及 12.2 年，这表明中国乘用车的车龄有进一步增长的空间，预计 2027 年我国达到 8 年平均车龄，根据发达国家经验，平均车龄超过 8 年将带动后市场非易损件的需求快速上升。而随着新能源车渗透加快，新增智能化、电子化的非易损件的需求拐点可能较燃油车更早。

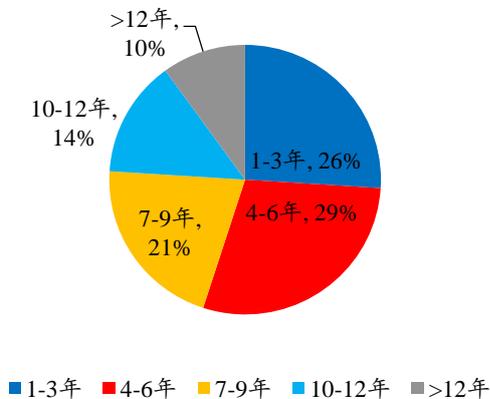
图34：2022 年我国平均车龄已达 6.2 年，远低于欧美成熟市场/年



数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

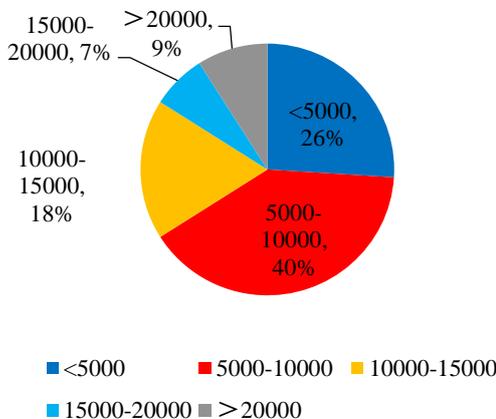
车辆与里程结构来看，2022 年我国 45% 的汽车车龄已达 7 年及以上，超 30% 汽车行驶 1 万公里以上，对非易损件的需求将持续提升。

图35：2022 年我国 45% 的汽车车龄已达 7 年及以上



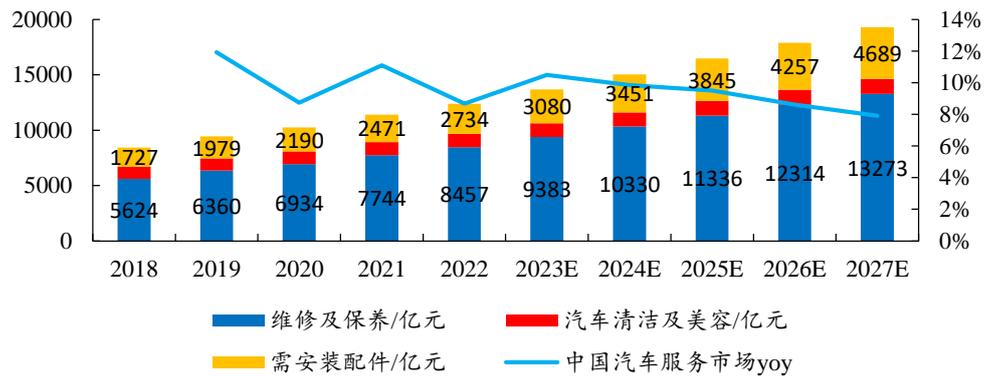
数据来源：F6 大数据研究院、开源证券研究所

图36：2022 年我国超 30% 汽车行驶 1 万公里以上



数据来源：F6 大数据研究院、开源证券研究所

多方因素驱动总量增长，据灼识咨询数据，2022 年我国后市场主要包括维保需求（8457 亿元）、配件需求（2734 亿元）及清洁美容需求。2022 年及以前市场整体维持 10% 左右较高增速，其后预计仍将维持 8-10% 高增长。

图37：2022 年我国后市场维保及配件安装需求超万亿元


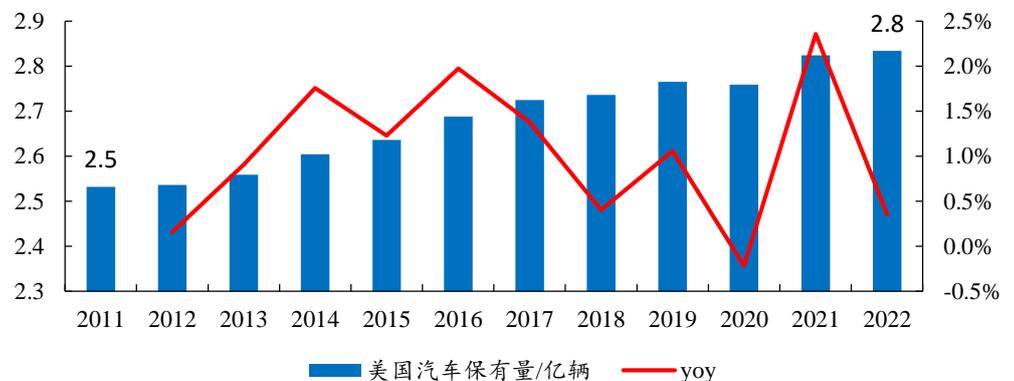
数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

格局上，中国汽车服务市场高度分散，据灼识咨询数据，2022 年全国获授权经销商门店约为 34,000 家，IAM 门店约为 862,000 家。中国汽车服务市场一直面临的关键痛点包括差强人意的客户体验、复杂的供应链及低效的履约流程等等。

2.3、北美：后市场增长高确定性，下游集中化+扩店+制度保障路径清晰

后市场总量增长驱动力=保有量↑×车龄↑×维保价值量↑

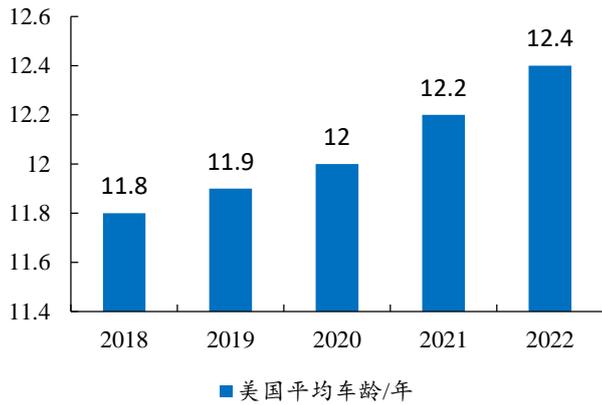
美国市场保有量持续上升，2011-2022 年自 2.5 亿辆增至 2.8 亿辆，除了 2020 年左右的疫情冲击外，正常年份的每年增速通常在 1-1.5% 浮动。

图38：美国汽车保有量稳定增长，2011-2022 年自 2.5 亿辆增至 2.8 亿辆


数据来源：CEIC、开源证券研究所

车龄和行驶里程上升带动单车每年维保需求价值量上升。2018-2022 年美国汽车平均车龄由 11.8 年进一步升至 12.4 年，同时近 20 年来汽车行驶总里程（大致为保有量*单车平均行驶里程）除了金融危机和疫情两次冲击外整体稳定上升，均持续带动维保需求市场总量。

图39：美国平均车龄仍在稳步上升，带动非易损件增速



数据来源：Dorman 官网、开源证券研究所

图40：美国汽车行驶里程整体维持 1-3% 长期增速



数据来源：statista、美国交通部、开源证券研究所

油气价格与车主出行里程成反比，近两年油价持续回落利于行驶里程上升、增加配件和维修需求。

图41：近两年油价持续回落，利于美国车主行驶里程上升



数据来源：Wind、开源证券研究所注：数据为 2022.3.4-2024.2.16 期间

美国汽车售后市场行业包括轻型和重型汽车在原厂销售后购买的所有产品和服务，据美国汽车保养协会（ACA）估计，2022 年美国汽车售后市场的总规模约为 3570 亿美元，2020 年后市场快速恢复、预计维持 3-5% 的长期增速。

图42：2021 年后美国后市场恢复稳增长，2023 年预计规模达 3740 亿美元

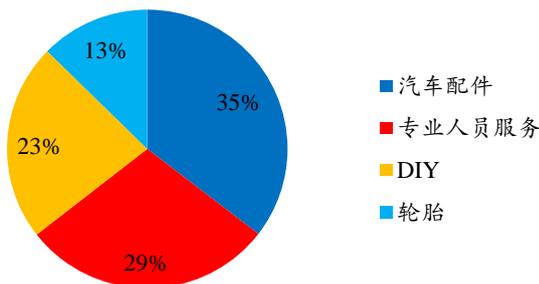


数据来源：Jefferies、开源证券研究所

美国汽车后市场由四个细分市场组成:专业服务商销售的专业人员劳动力、专业服务商销售的汽车零部件、DIY 销售和轮胎销售, 汽配需求占比 35%、DIY 占比约 23%。而据奥莱利估计, 其中专业服务提供商批发销售和 DIY 零售销售的汽车零部件份额的市场约为 1300 亿至 1400 亿美元。

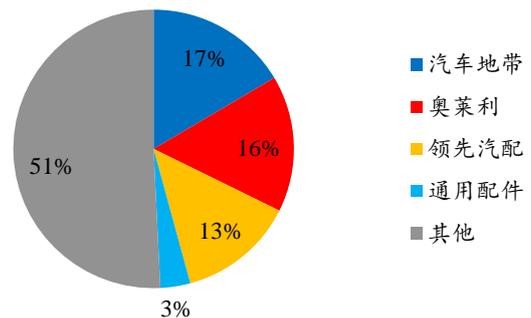
格局来看, 2021 年四大汽配连锁门店约 1.8 万, 在全美 3.7 万家门店中, CR4 近 50%, 市场集中度远高于国内, 有利于上游供应商绑定大客户快速发展, 从而培养了 Dorman、Cardone 等优秀供应平台企业。

图43: 2021 年美国汽车后市场中汽配需求占比 35%



数据来源: 奥莱利财报、开源证券研究所

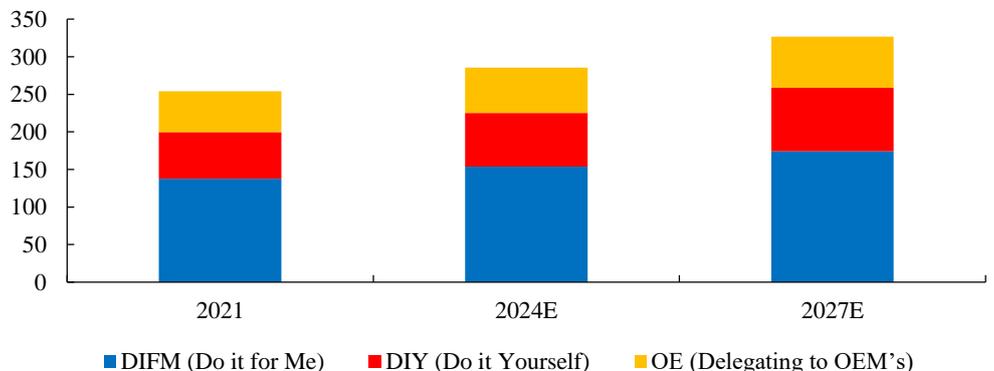
图44: 2021 年四大连锁门店约 1.8 万, CR4 近 50%



数据来源: 奥莱利财报、开源证券研究所

美国汽车文化历史悠久加之美国地广人稀且人工成本高昂, 消费者进行简单的动手维修保养的动机和条件更加充足, 因而 DIY (Do it yourself) 的模式相比于中国更加常见。而另一种模式则是 DIFM (Do it for me), 即专业的汽车维修门店为客户提供更加专业化的维修和保养。美国汽车后市场的特点汽车保有量大且车龄高, 因而催生了专门针对后市场的汽车零部件的销售门店, 部分的门店在出售配件的同时也兼营安装维修, 为不方便 DIY 的客户提供服务。值得注意的是, 近年来随着汽车结构变得愈发复杂, 使用期限变得越来越长, 美国后市场开始逐渐从 DIY 模式向 DIFM 模式过渡。汽车使用期限越来越长, 表明汽车耐用性不断提升, 同时也意味着需要更换的零件 (包括易损件和非易损件) 增加, 因而汽车后市场零部件市场容量不断扩大。

图45: 2021 年北美后市场 2540 亿美元, DIFM 与 DIY 均有增长空间/十亿美元

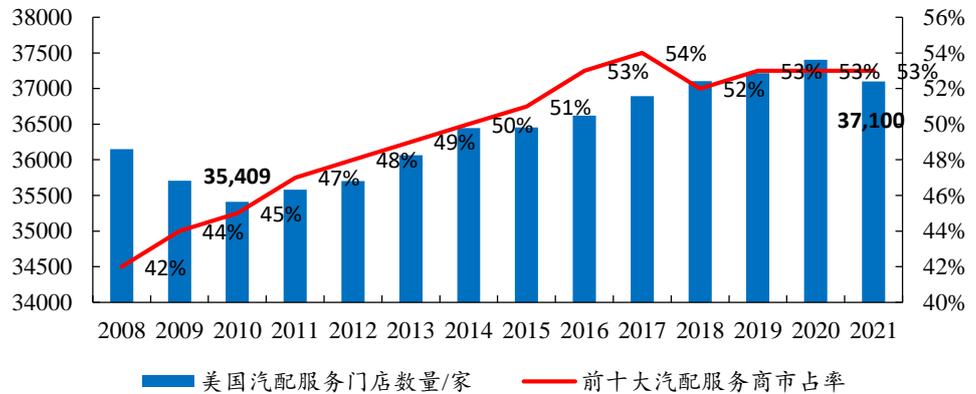


数据来源: 奥莱利财报、开源证券研究所

美国后市场下游服务门店数量维持稳定增长, 仅在金融危机后的 2009-2010 年以及疫情后的 2021 年左右有所下降。2021 年全美门店总量达 3.71 万家。结构集中

化趋势显著，四大汽配连锁（汽车地带，奥莱利，领先汽配，通用汽配）以扩店为核心增长点之一，门店增速超过平均，导致市场不断趋向集中。

图46：美国汽配门店数量长期增长，市场集中度持续提升



数据来源：ACA AUTO CARE FACTBOOK、开源证券研究所

扩店及集中化利好非易损配件供应商，四大汽配连锁长期持续外延扩张带动集中度提升，如奥莱利维持每年增加 200 家左右新店。由于长尾配件需求低频且“hard-to-find”，为保障服务时效性，门店和供应商需要更多潜在备货、更多元的供应渠道，因此精耕各州的扩店策略会带动整体需求持续上涨。

图47：扩店是连锁品牌重要增长逻辑，奥莱利维持每年增加 200 家左右新店



数据来源：奥莱利财报、开源证券研究所

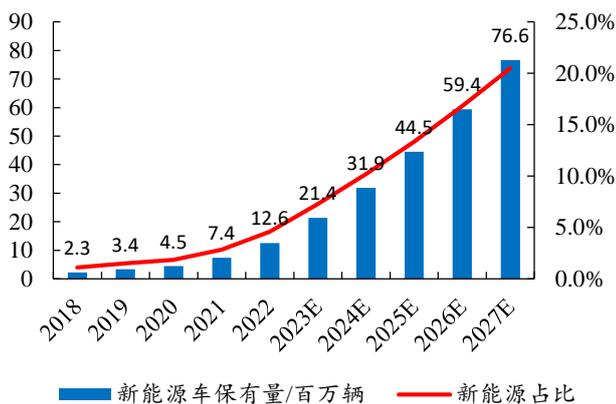
由于发展历史较长，美国对于后市场已具备完备反垄断法案与认证体系，为独立汽配供应商发展提供坚实基础，IAM 赛道发展具备稳固的制度基础。

3、格局大潜力：电动化及模式革新带来机遇，紧跟途虎等一体化平台

3.1、价值升级：智能化电动化提升零部件价值量、推动格局变迁

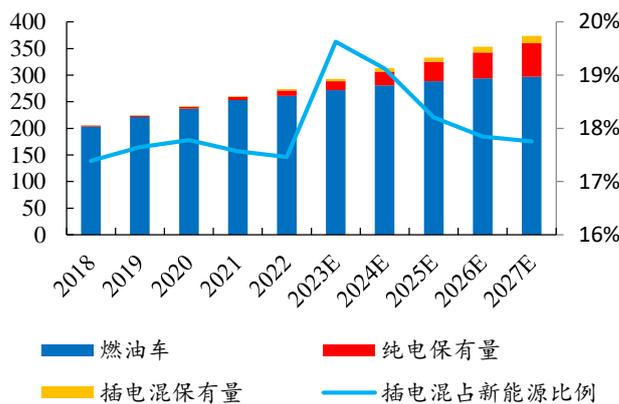
近年来，在消费者环保意识不断增强、政府政策优惠、新能源汽车技术快速发展、新能源汽车接受度不断提高的推动下，中国新能源汽车市场发展迅速。2022年，中国新能源乘用车保有量达到1260万辆，占乘用车总保有量的4.6%。根据灼识咨询报告，到2027年，新能源乘用车保有量在乘用车总保有量中的渗透率预计将达到20.5%。新能源汽车占新乘用车总销售量的渗透率预计于未来数年继续增长。

图48：我国新能源车保有量预计将迎高速增长期



数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

图49：维保价值较高的插混预计维持20%占比/百万辆



数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

新能源车的特点是机械件变少，电子化复杂程度越来越高。对于建邦科技而言，新能源车渗透将带来机遇：1) 同平台生产的不同车型虽然外壳、照明系统等可见部分存在较大差异，但内部很多非易损零部件是通用的，面对大量新车型可实现技术同类延伸。2) 建邦科技擅长研发复杂的、多品类的产品，管理的SKU数量一直处于上升态势，复杂的产品有利于公司提高竞争壁垒。3) 新能源汽车电子化程度较高，公司提前进行了布局，在汽车电子方向上大量投入，积极布局软硬件结合产品的研发，部分产品已开始量产。

在新能源汽车中，插电式混合动力汽车需要对引擎及电池进行保养，原因为该类汽车同时使用发动机及电池作为动力系统；而纯电动汽车对其动力系统的保养工作与燃油汽车相比需求较低，原因为纯电动汽车使用电池动力系统完全取代内燃机。

表4：具体零部件来看，新能源车主要是增加电池维保、减少发动系统高频维护需求

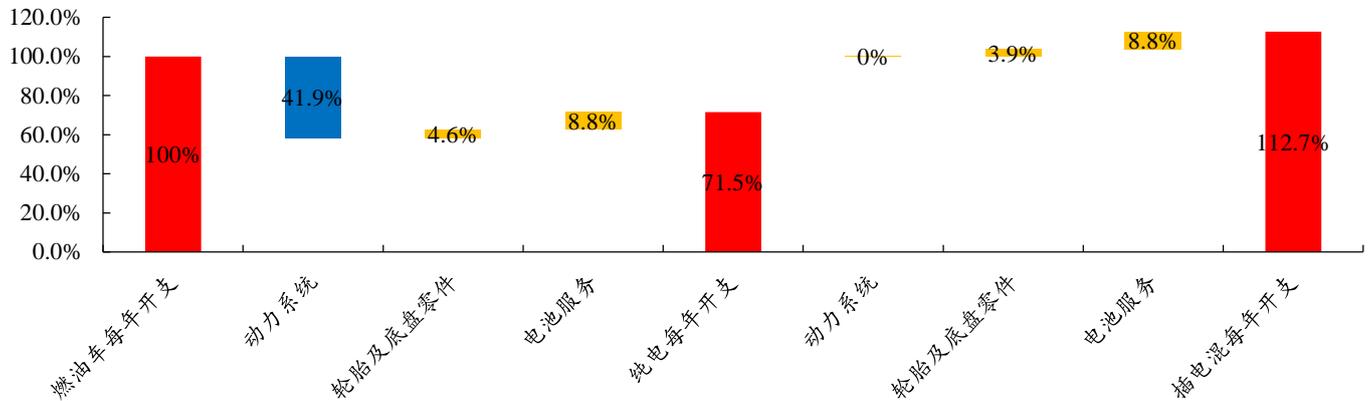
| | 电气系统更换 | 制动钳更换 | 底盘维保 | 电池检测及维修 | 机油更换 | 机油/燃油/空气滤清器 | 火花塞更换 | 轮胎更换 | 其他易损件 |
|------|--------|-------|------|---------|------|-------------|-------|------|-------|
| 新能源车 | | | | | | | | | |
| 纯电 | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | × | × | × | ✓ | ✓ |
| 插电混 | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| 燃油车 | × | ✓ | ✓ | × | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |

资料来源：灼识咨询、开源证券研究所

据灼识咨询数据，与燃油汽车相比较，纯电动车因无需保养易损件占比较高的发动机系统，每年保养成本节省近30%；插电式混合动力汽车除发动机保养外，亦需要进行额外的电池动力系统保养服务，插电式混合动力汽车的定期保养及维修的年度开支较燃油汽车大约高13%。与燃油汽车及插电式混合动力汽车不同，纯电动汽车不需要对发动机进行保养及维修，例如，更换机油、更换滤清器及更换火花塞。

然而，另一方面，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，导致更多的轮胎及悬架磨损。此外，电池组占物料清单成本的 30-40%，预计将产生额外的服务，包括但不限于电池检查、均衡及测试。在定期保养的情况下，新能源汽车电池组的生命周期约为八年，之后电池组可能需要更换。

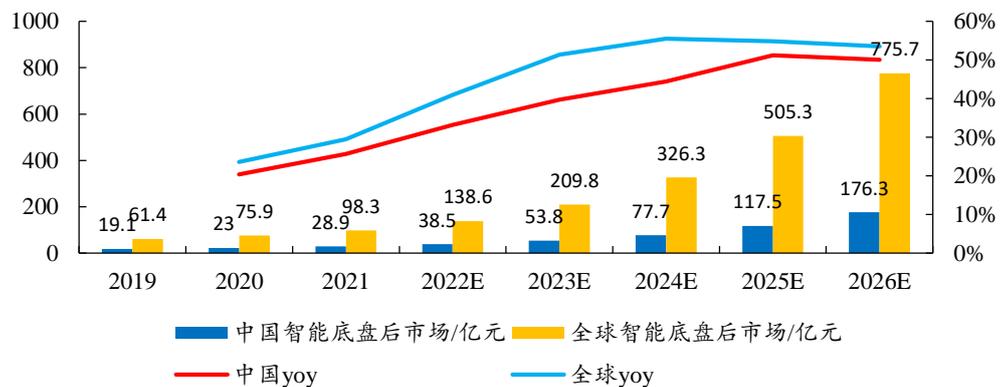
图50：纯电车维保减值主要是易损件为主的动力系统，插混维保价值则将进一步增加



数据来源：灼识咨询、开源证券研究所 注：1) 按照售价 20 万元且处于生命周期前五年的车辆的平均水平计算，维保需求包括动力系统、制动系统、轮胎以及其他易损件的保养和维修，不含碰撞维修。2) 电池仅计算每年维保支出（按全车 12 年生命周期），未考虑整体更换需求。

电动化趋势带来底盘配件智能化，驱动价值升级，制动、转向、悬架等品类后市场快速增长。底盘是影响新能源汽车性能的关键系统部件之一，类似于燃油车也可分为四大类：驱动、制动、转向和悬挂。随着底盘产品在电动汽车的渗透率逐步提升，智能化、软硬结合趋势将会带动智能化底盘后市场的规模增长，沙利文预计 2021-2026 年全球需求将从 98 亿元上升至 776 亿元。

图51：智能底盘后市场预计迎来增长提速，2026 年预计全球市场 776 亿元



数据来源：沙利文、开源证券研究所

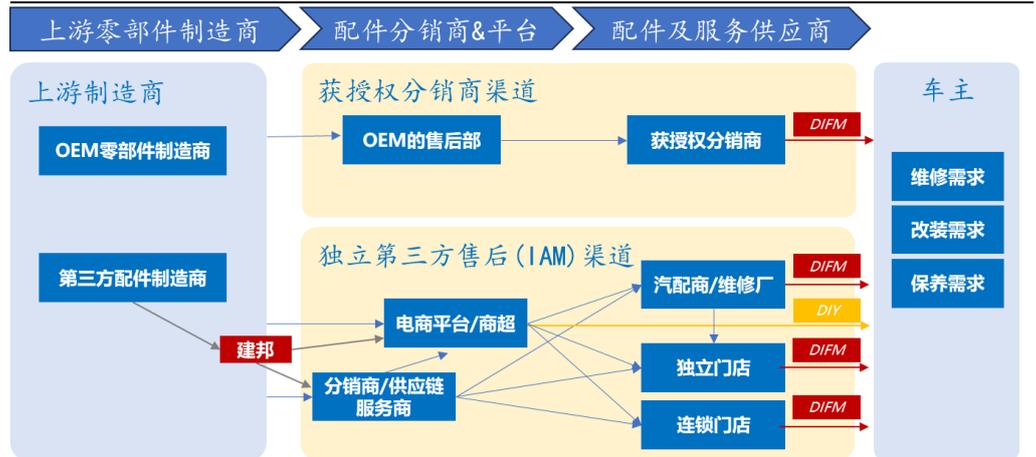
格局变化上，新能源汽车趋势为中国的汽车服务市场带来了新机遇，然而，目前传统 OEM 的获授权经销商模式及新兴的新能源汽车品牌的直接销售及服务模式仍不足以满足前景广阔的新能源汽车服务市场的需求。鉴于目前新能源汽车保有量渗透率较低，新能源汽车品牌一直在探索更可行、更具经济效益的解决方案，为新能源汽车提供汽车服务。拥有新能源汽车品牌的传统 OEM 会倾向于将其现有的部分获授权经销商门店改造成新能源汽车服务门店，并与拥有全国性网络及高水平服务标准的领先 IAM 门店合作，以进一步提高其服务能力，而新兴的新能源汽车品牌亦可能与领先的 IAM 门店合作或将其汽车服务悉数外包予领先的 IAM 门店，以确保服务质量及客户体验，这些趋势将为领先的 IAM 门店在新能源汽车趋势的大

背景下提供独特的机会。

3.2、模式迭代：我国 IAM 快速兴起，多级分销被一体化平台逐步取代

国内汽车服务的价值链包括获授权经销商和独立后市场两个渠道。获授权经销商是获得汽车整车厂（即 OEM）授权的门店，独立后市场（IAM）独立于获授权经销系统，主要由多级经销商组成，汽配商、夫妻店、连锁门店从经销商购买汽车零部件产品，最后为车主服务，部分连锁门店和车主也能直接从制造商获得产品。

图52：原厂 DIFM 长期主导国内后市场，IAM 崛起带动非原厂渠道及供应链

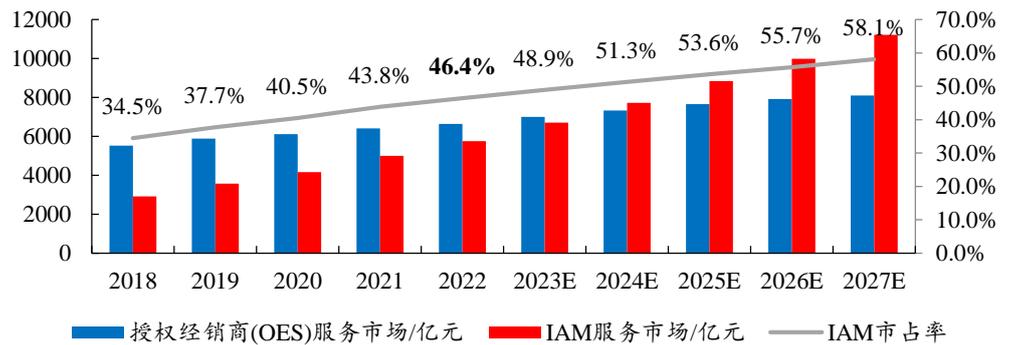


资料来源：灼识咨询、开源证券研究所

平均车龄增加将提升消费者自费费用的比例，因为大量汽车原厂质保期为 3 年，质保期外消费者会寻求低成本的服务解决方案，消费者对 4S 店的依赖性下降，维修习惯会逐渐改变；另一方面车龄增加将提升养护需求频率，部分易损件进入更换周期。以美国汽修市场为例，大部分脱保车辆通过独立后市场渠道接受维保服务。

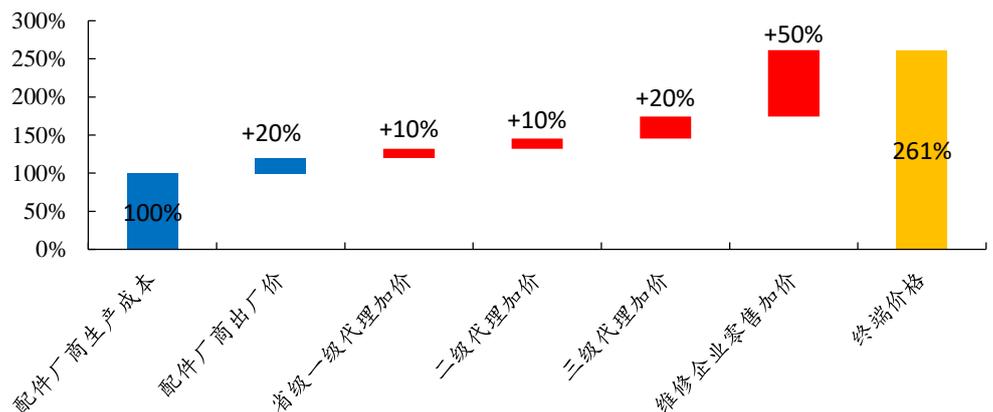
2022 年，中国约有 3.4 万家获授权经销商及 86.2 万家 IAM 门店，分别占中国汽车服务市场的 53.6% 及 46.4%（按 GMV 计）。获授权经销商自汽车 OEM 售后部门采购的汽车零配件通常有著更高的出厂价，并由汽车 OEM 加价，最终获授权经销商收取的汽车零配件价格及服务费用分别较 IAM 门店收取的零配件及服务费用高出约 30% 及 80%。因此，相比获授权经销商，拥有强大供应链能力并能够以更具吸引力的价格提供正品及高质量的汽车产品和服务的 IAM 更受到车主的青睐。

截至 2022 年年底，中国保修期届满的乘用车占总汽车保有量的 73.6%，预计到 2027 年年底，这一数字将达到 79.1%。因此，IAM 门店的 GMV 预计将以高于获授权经销商的速度增长，到 2027 年，其将占汽车服务市场的 58.1%（按 GMV 计）。

图53：我国第三方后市场厂商（IAM）增长更快，2022年占据后市场46%份额


数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

中国汽车后市场零配件供应链长期是区域分销汽配模式，中间环节众多且高度碎片化，各环节的信息化和标准化程度较低。层层加价模式下，终端消费者面临严重的价格虚高问题，底盘等非易损件终端售价可达出厂价的2倍以上，透明程度与消费者信任度较低，阻碍了IAM模式的发展。随着互联网平台模式逐渐引入后市场，将涵盖中间的多个环节，实现更高竞争力。

图54：多级分销导致加价幅度较大，产品性价比将显著弱于平台化供应链模式


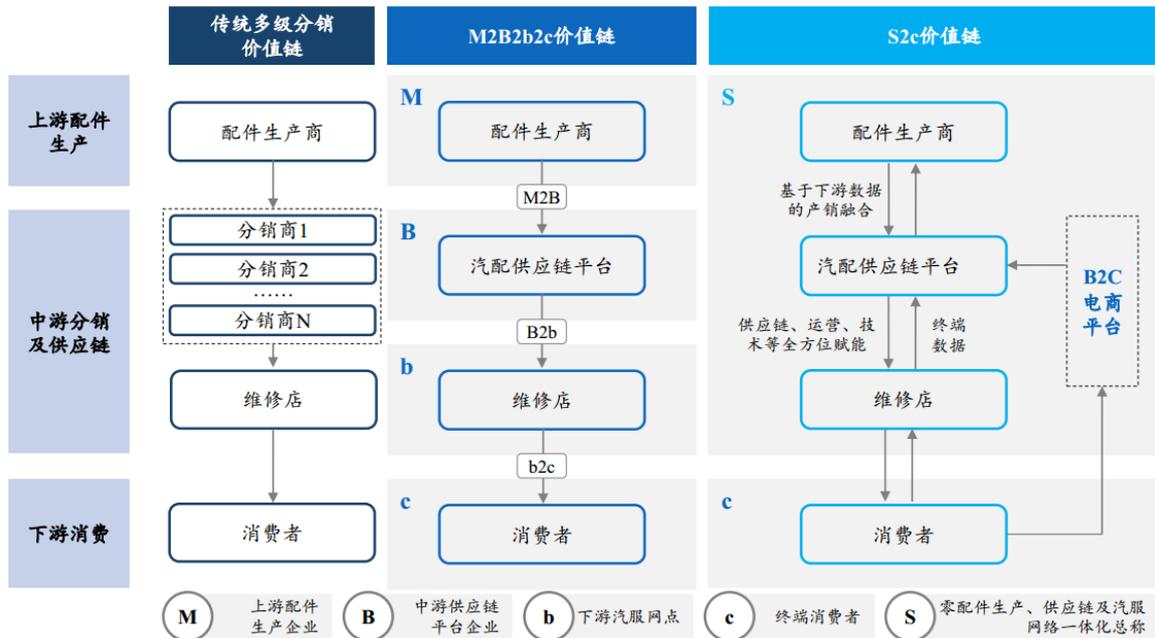
数据来源：德勤、沙利文、开源证券研究所 注：加价数据为大致测算，非易损件间差异可较大

在传统价值链形态当中，在中游零配件流转层具有多级分销商参与其中，而M2B2b2c趋势打破了多层分销的传统形态，中游汽配供应链由一家平台型供应链企业担当，并在部分品类上向上对接上游生产厂商，向下对接终端服务网络，实现了扁平的配件流转，降低中间流转成本，但在上下游数据交互层面，中游供应链企业并不会系统性的、标准化的形成实时数据交互，本质上是中游层级完成了扁平化整合，实现上游配件企业节约渠道成本，下游服务网络降低配件采购成本，中游供应链层级同样可以得到客观的供应链利润，形成三赢的局面。此外，传统的M2B（配件厂商到供应链平台）、B2b（供应链平台到终端汽服门店）、b2c（终端汽服门店到消费者）三段业务是完全独立且信息割裂的状态，本质上M2B2b2c是在供应链中的一种去中间商化的一种趋势。

S2c则是在M2B2b2c趋势基础上的进阶形态，进一步实现整合。在S2c趋势中，M2B、B2b及b2c原本是呈割裂状态的三段独立业务流，在S2c模式下统一由中间的供应链平台企业来完成整合，供应链平台企业与上游供应商形成强协作关系，对上游产能及生产计划完成需求数据赋能，甚至形成贴牌代工关系；与此同时，对下游汽服门店形成供应链赋能，完成品牌、网络及服务标准、数字化运营、2c电商及

客户运营等方面的品牌一体化赋能，通过加盟、参股或直营等方式，从而实现 S2c 的一体化价值链整合，同时最重要的是实现上下游数据的打通和整合，利用数据完成上下游极致的产销协同、实现上下游最优的资产效率。

图55：我国后市场供应链模式从多级分销走向平台化、集中化



资料来源：沙利文

展望未来，汽车后市场的数字化是“人”“货”“场”重构的重要赋能工具，随着数字化时代的到来，“线上配件采购，线下维修服务”的模式会成为多数消费者采取的后市场服务途径，这对库存的深度及周转率、物流效率、物流成本的可控性和服务提供商的盈利性均提出了更高的要求和挑战，不同背景的玩家赋能供应链，试图将供应链扁平化，以“货”为中心，努力打造专属的供应链平台和体系。

图56：未来后市场厂商以“货”为中心，努力打造专属的供应链平台和体系



资料来源：德勤

在新的移动互联网技术和消费场景下，下游客户话语权越来越大，催生了以客户为中心的服务模式，大量客户群体从线下转向线上平台。在价值链的每一个细分环节都能找到大量专注于不同模式和定位的企业，不管是配件分销还是终端零售服务，头部 CR5 的集中度均未超过 5%，市场依然高度分散。独立后市场的格局已经逐渐出现向头部集中的趋势。由于头部企业在供应链、服务能力等方面的优势，连锁品牌（包括全国连锁和区域、城市级连锁）的门店数量占比预计将从 2021 年的约

16%提升至 2025 年的 29%。相比之下，小型的维修厂及夫妻老婆店将成为竞争中的“牺牲品”，逐步被整合和淘汰。

图57：预计夫妻老婆店将降至 2025 年的 23.85 万家/家

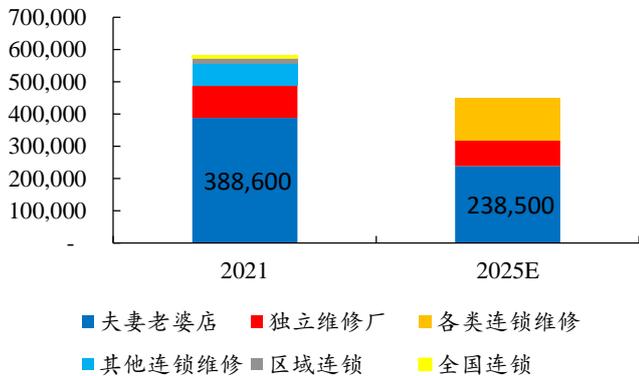
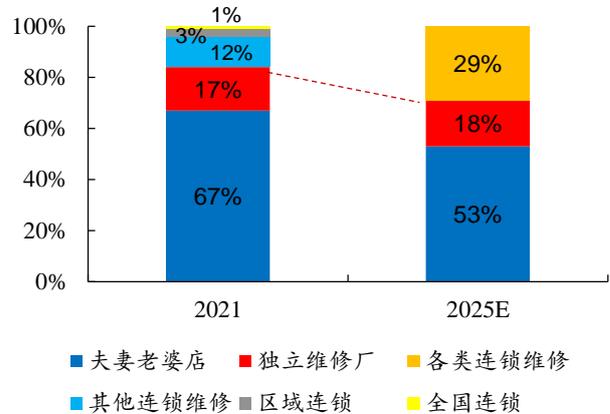


图58：预计连锁服务商市占率将上升到 2025 年的 29%



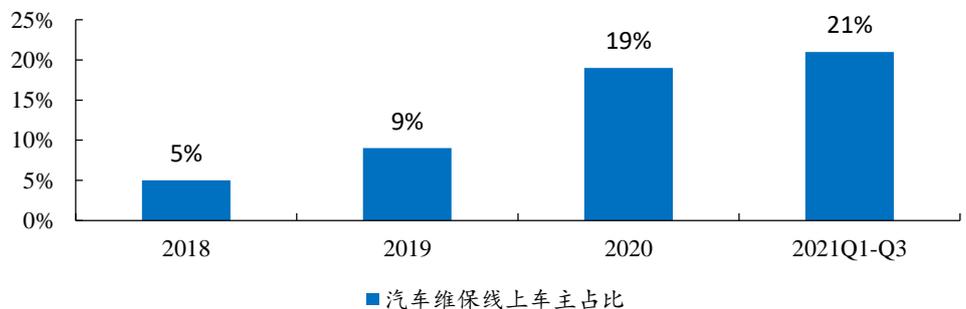
数据来源：德勤、开源证券研究所

数据来源：德勤、开源证券研究所

3.3、平台客户崛起：打通上下游链条，平台化对比传统模式凸显壁垒

由线上车主占比趋势可见，越来越多的维修企业开始重视线上引流和拓客渠道的发展，尤其是在经历 2020 年疫情之后，线上车主有了显著增长，2021 年前三季度车主线上渗透率达 21%。

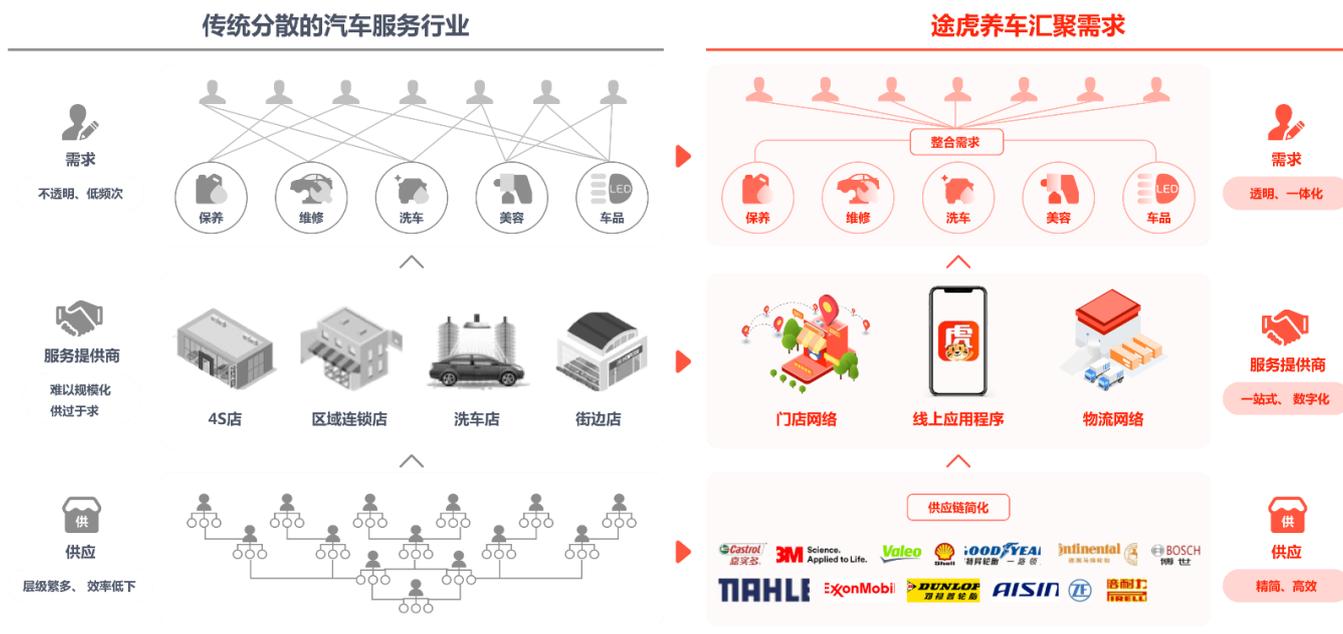
图59：线上车主占比快速提升，利好互联网平台模式



数据来源：F6 大数据研究院、开源证券研究所

途虎、京东、天猫养车等线上-线下一体化平台革新传统 TO C 服务出口，实现集中合作供应，需要利用建邦科技这类平台绑定上游优质供给。途虎是中国领先的线上线下一体化汽车服务平台之一，根据灼识咨询报告，截至 2023Q1 止三个月，途虎的平均月活跃用户达到 1020 万名，途虎的平台成为中国汽车服务供应商聚集的最大车主社区。途虎的服务网络不断扩张，在全国拥有超过 4700 家途虎工场店和超过 19000 家合作门店，覆盖大部分地级市。截至 2023Q1，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%。根据灼识咨询报告，以日活跃用户数计，途虎专有的门店和技师管理系统—蓝虎在中国排名第一。

图60：途虎为代表的新兴一体化平台崛起，对传统分散服务模式形成冲击



资料来源：途虎官网

途虎已打造出一个包括车主、供应商、服务门店和其他参与者在内的汽车服务平台，满足从轮胎和底盘零部件更换到汽车保养、维修、汽车美容等汽车服务需求。灵活且完善的履约基础设施是途虎平台成功的关键。途虎构建了自营基础设施和第三方服务提供商相结合的全国性仓储物流体系。截至 2023Q1，途虎共运营 39 个区域配送中心（即 RDC）和 267 个前端配送中心（即 FDC），物流解决方案覆盖中国 300 多个城市。截至 2023Q1 止三个月，途虎的 RDC 平均每月分别支持接收及运送 2.7 百万条轮胎及 13.1 百万件其他汽车零配件。各途虎工场店及 RDC 铺货高频购买 SKU（易损件为主），并于 FDC 陈列大量低频 SKU（长尾非易损件为主），以补充途虎工场店的未来规划采购需求。

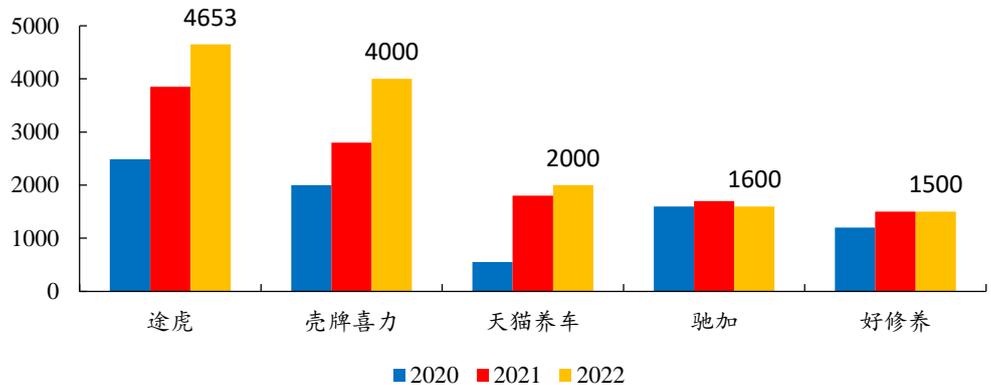
图61：灵活且完善的履约基础设施是途虎平台成功的关键



资料来源：途虎官网

截至 2023Q1，途虎的门店网络由中国 24394 家服务门店组成，拥有 4770 家途虎工场店及 19624 家合作门店，覆盖中国大部分地级市。途虎计划持续扩大门店网络，旨在把握住中国二线及以下市县的机遇，并提高途虎已于其中开展业务的城市的市场渗透率。根据灼识咨询报告，截至 2023Q1，就所运营的门店数量而言，途虎是中国最大的汽车服务供应商。

图62：门店数量来看，途虎已成为我国最大 IAM 服务商/家



数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

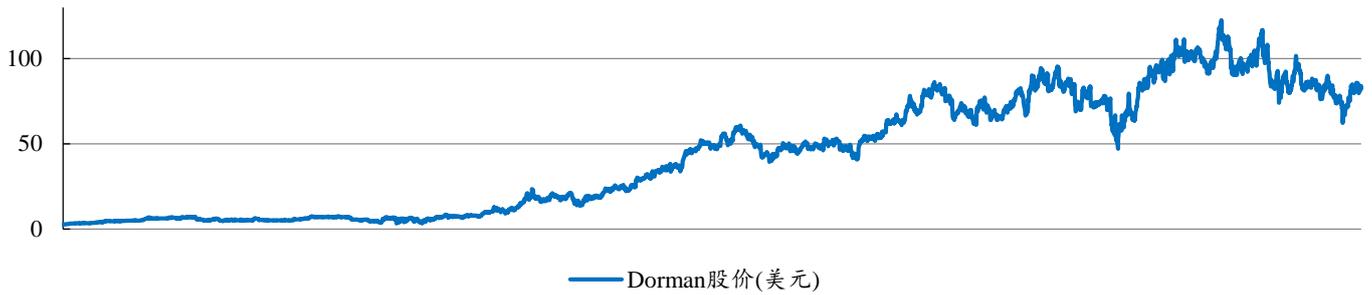
建邦科技拥有专业的供应链体系，审核评估经验丰富，洞悉中国汽车行业供应链、OEM 及售后市场的一、二、三级供应链体系，且具备清晰的产品战略定位、坚固的技术壁垒，产品涵盖维度广，行业整合能力强，可以满足互联网平台型客户的多元化需求，为客户提供全方位的汽车配件解决方案。面对新兴下游客户崛起，公司积极迎接和应对国内后市场的利好变化，2020 年开始便陆续与国内知名汽车零部件连锁企业建立合作关系，包括三头六臂汽配、康众汽配、途虎养车、开思汽配等，建立专门国内销售队伍，持续加强国内市场布局。此外，公司积极布局线上销售 B2C，打造自有品牌。公司在淘宝、京东等电商平台布局自营线上门店拓曼汽配，通过零售方式直接对接 C 端消费者，构建产品全销售渠道。

3.4、对标 Dorman：长尾品类也具备较大成长空间，产品扩张是关键

Dorman 公司成立于 1978 年，作为纳斯达克上市公司，是美国著名的汽车售后维修市场零部件供应商。其将主要精力放在产品的调研、开发设计和销售上，生产基本是委托外部厂商进行；建邦科技目前主要的运营模式与此类似；此外，Dorman 产品的主要运营逻辑之一是调研市场上“hard-to-find”的零部件，并进行开发设计销售；建邦科技公司产品定位逻辑之一是调研和研发具有“新、奇、特”特征的非易损零部件，这与 Dorman 的理念也是类似的。

Dorman 最近 10 多年业绩、股价稳步上升，其发展壮大是美国后市场的发展所带动。随着制度完善、格局进化、车龄上升、保有量增长等因素，预计中国未来后市场成熟过程中必然有机会走出这样的平台化后市场供应商。

图63: 2002-2024年2月, Dorman 股价持续上涨最高超 50 倍



数据来源: Wind、开源证券研究所

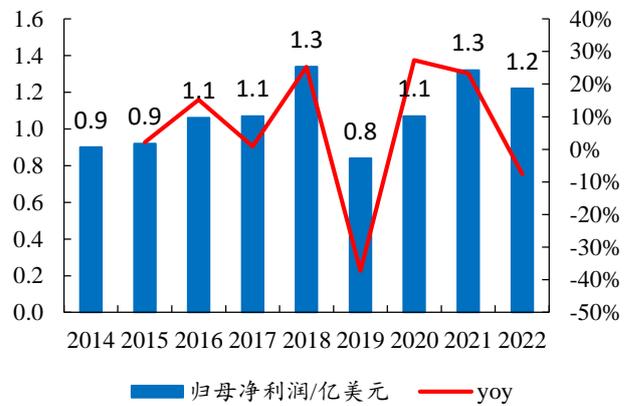
清晰布局下的推陈出新是核心增长逻辑, Dorman 营收 2022 年达 17.3 亿美元, 5 年 CAGR 达 14%。Dormna 盈利增长相对收入较低, 近年来稳定在 1-1.3 亿美元左右波动, 主要是销售费用上涨以及毛利率下降导致的。

图64: Dorman 营收稳步增长, 2022 年达 17.3 亿美元



数据来源: Wind、开源证券研究所

图65: Dorman 盈利稳健, 增速相对平缓

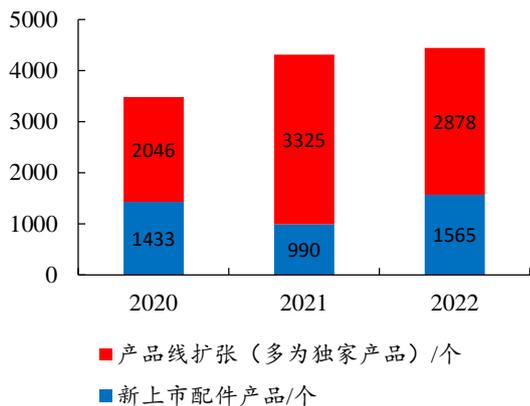


数据来源: Wind、开源证券研究所

Dorman 主要客户是以 Auto Zone、奥莱利为首的美国汽车后市场汽配零件连锁门店以及部分 C 端 DIY 客户。20 世纪 90 年代, 随着北美地区制造业成本的不断攀升, 加之汽车制造业前端同行的全球采购模式的兴起, Dorman 进一步转变其经营模式, 陆续关闭了旗下的生产制造工厂, 从自主生产模式转向自主研发和外包模式, 即专注于客户需求和产品开发, 具体生产则采取委外加工的模式, 并逐步建立完善的仓储物流以及分销体系以满足客户日益严格的产品供应需求, 小部分核心产品如 ABS 控制模块和驱动轴等关键核心零部件产品由自己的工厂生产。此外 Dorman 不断地利用兼并收购的方式扩张其行业优势, 使公司在电子部件、新兴品类等领域也走在前列。

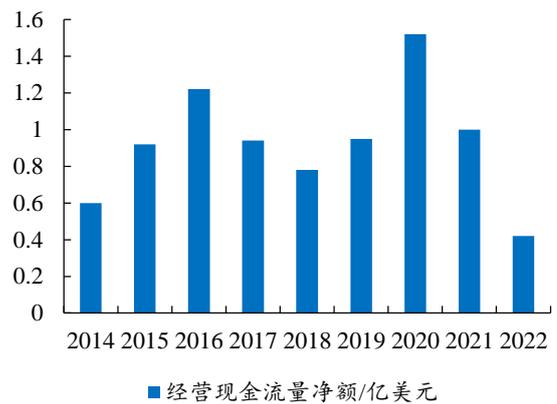
Dorman 产品种类持续迭代是推动收入增长的主要动力之一, 2023 年披露拥有 365 种不同品类以及 12.9 万余种独特的产品; 产品更新迅速, 2020-2022 年每年新增数千品类; 建邦科技同样采取高效率迭代出新的产品策略, 从收入增长逻辑来看有望借鉴和再现 Dorman 成功经验。

图66: 品类与产品扩张带动增收, 每年新增数千新品



数据来源: Dorman 官网、开源证券研究所

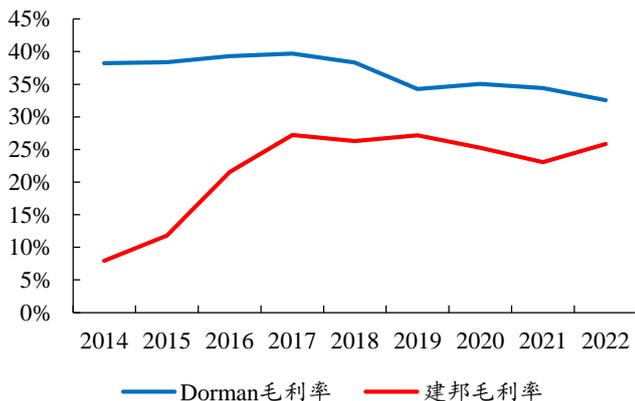
图67: 轻资产模式维持亿美元级别的良好经营现金流



数据来源: Wind、开源证券研究所

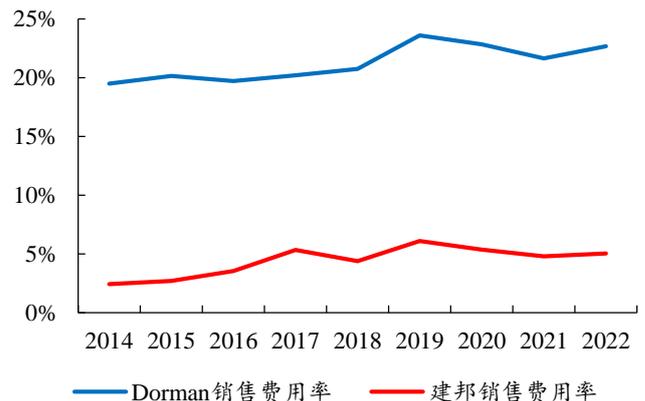
在北美地区, 建邦科技与 Dorman 的商业模式存在一定差异, Dorman 客户更偏直接面向下游汽配服务商, 需要对新品进行持续的市场开拓投入、销售费用相对较高, 达到 20%以上且不断提升, 而建邦科技以服务产业链客户为主, 无须长期营销大额投入, 盈利压力相对更小。

图68: 建邦科技与 Dorman 的毛利率差异逐步缩小



数据来源: Wind、开源证券研究所

图69: Dorman 销售费用负担比建邦科技更大



数据来源: Wind、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

从商业模式上看, 建邦科技与 Dorman 较为接近, 且供给模式类似于小米科技公司委托外部厂商进行、轻资产运营的方式 (小米家居等产品), 目前国内上市公司中具备可比性的公司较少。因此选取途虎作为平台化后市场供应企业的可比公司 (途虎也具备上游自有产能和第三方平台化渠道), 选取均胜电子作为汽车电子+海外业务赛道的可比公司, 选取冠盛股份作为后市场底盘件出海模式的可比公司, 选取斯菱股份作为非易损件+供应海外后市场的可比公司 (其产品集中在轴承类, 但也供应制动/传动/发动/非汽车等多品类)。

从 Dorman 过去十年历史估值来看, 2013 年至今长期维持在 23X 为中枢的稳定区间, 市场估值十分稳健, 可见主要是业绩上升带动股价上涨。

图70: Dorman 过去十年的年度 PE TTM 均值一直在 20-30X 波动, 较为稳定


数据来源: Wind、开源证券研究所

建邦科技依托于我国工业产业链和美国成熟的汽车后市场, 打造了富有活力、具有技术优势的汽车后市场供应链, 主要业务主要面向美国市场、积累了丰富经验, 和国外知名客户 Cardone、Dorman、Schaeffler 合作; 实现国内外双市场联动发展, 持续推进国内业务快速增长, 当前已和国内诸多知名汽车零部件连锁企业三头六臂汽配、康众汽配、途虎养车等开展业务合作。在新能源趋势、国内车龄上升及格局变化下, 未来预期基本盘稳增+汽车电子新增量, 自建产能+新业态领先布局, 海外+国内并行, 稳抓行业变革先机、开启第二成长曲线加速。我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 0.69/0.85/1.04 亿元, 对应 EPS 分别为 1.07/1.32/1.61 元/股, 对应当前股价 PE 分别为 14.5/11.7/9.6 倍。可比公司 2023 PE 均值 18X。考虑到公司汽车电子、传动等业务持续引领下业绩有望持续增长, 给予“买入”评级。

表5: 可比公司市值均值 111 亿元, PE 2023E 为 18X

| 公司名称 | 代码 | 最新收盘价 (元/股) | 最新总市值 (亿元) | EPS | | | PE | | |
|-----------|-----------|----------------|---------------|-------|-------|-------|-------------|-------------|-------------|
| | | | | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |
| 冠盛股份 | 605088.SH | 23.64 | 40.2 | 1.71 | 1.94 | 2.33 | 13.8 | 12.2 | 10.1 |
| 均胜电子 | 600699.SH | 16.88 | 237.8 | 0.77 | 1.03 | 1.38 | 21.9 | 16.4 | 12.2 |
| 斯菱股份 | 301550.SZ | 29.82 | 32.8 | 1.67 | 1.67 | 2.14 | 17.9 | 17.9 | 13.9 |
| 途虎-W | 9690.HK | 17.74 | 131.8 | 8.20 | 1.26 | 2.32 | 2.2 | 14.1 | 7.6 |
| 均值 | | | 110.7 | | | | 17.9 | 15.1 | 11.0 |
| 建邦科技 | 837242.BJ | 15.51 | 10.0 | 1.07 | 1.32 | 1.61 | 14.7 | 11.7 | 9.6 |

数据来源: Wind、开源证券研究所 注: 数据截至 20240408; 除了冠盛股份和斯菱股份(2023 年 EPS 选取快报或年报数据) 盈利预测来自 Wind 一致预期, 其余公司盈利预测来自开源证券研究所; 注: 鉴于途虎汽车 2023 年一次性转回 64.7 亿元的公允价值的正向变动, 后续不会再有这一科目影响, 所以计算 2023PE 均值剔除途虎-W 公司

5、风险提示

行业需求不及预期、新业务开拓受阻、客户合作风险

附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 499 | 540 | 639 | 737 | 900 |
| 现金 | 248 | 308 | 327 | 393 | 479 |
| 应收票据及应收账款 | 126 | 105 | 140 | 162 | 192 |
| 其他应收款 | 1 | 0 | 2 | 1 | 2 |
| 预付账款 | 8 | 5 | 16 | 8 | 20 |
| 存货 | 87 | 99 | 129 | 148 | 183 |
| 其他流动资产 | 28 | 22 | 25 | 25 | 24 |
| 非流动资产 | 62 | 65 | 61 | 63 | 59 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 33 | 39 | 36 | 37 | 33 |
| 无形资产 | 3 | 3 | 3 | 2 | 2 |
| 其他非流动资产 | 27 | 23 | 23 | 24 | 24 |
| 资产总计 | 561 | 605 | 699 | 800 | 959 |
| 流动负债 | 137 | 133 | 174 | 208 | 282 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 116 | 104 | 149 | 181 | 249 |
| 其他流动负债 | 20 | 28 | 25 | 27 | 33 |
| 非流动负债 | 4 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 4 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 负债合计 | 141 | 138 | 179 | 213 | 287 |
| 少数股东权益 | -0 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| 股本 | 62 | 62 | 65 | 65 | 65 |
| 资本公积 | 195 | 196 | 208 | 208 | 208 |
| 留存收益 | 187 | 231 | 276 | 330 | 387 |
| 归属母公司股东权益 | 421 | 467 | 520 | 587 | 672 |
| 负债和股东权益 | 561 | 605 | 699 | 800 | 959 |

| 现金流量表(百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 20 | 84 | 36 | 93 | 111 |
| 净利润 | 41 | 50 | 69 | 85 | 104 |
| 折旧摊销 | 18 | 19 | 14 | 18 | 24 |
| 财务费用 | 3 | -5 | -6 | -7 | -8 |
| 投资损失 | -6 | -6 | -4 | -6 | -6 |
| 营运资金变动 | -40 | 22 | -37 | 2 | -1 |
| 其他经营现金流 | 3 | 4 | 0 | -1 | -2 |
| 投资活动现金流 | -21 | -22 | -7 | -15 | -14 |
| 资本支出 | 25 | 29 | 10 | 20 | 20 |
| 长期投资 | -3 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 6 | 7 | 3 | 5 | 6 |
| 筹资活动现金流 | -11 | -8 | -11 | -12 | -11 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 21 | -0 | 2 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -15 | 0 | 13 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -17 | -8 | -26 | -12 | -11 |
| 现金净增加额 | -14 | 60 | 19 | 66 | 86 |

| 利润表(百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 481 | 423 | 558 | 679 | 813 |
| 营业成本 | 370 | 314 | 400 | 485 | 580 |
| 营业税金及附加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业费用 | 23 | 21 | 27 | 33 | 40 |
| 管理费用 | 23 | 27 | 33 | 41 | 49 |
| 研发费用 | 11 | 16 | 17 | 21 | 24 |
| 财务费用 | 3 | -5 | -6 | -7 | -8 |
| 资产减值损失 | -0 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| 其他收益 | 3 | 9 | 4 | 5 | 6 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 6 | 6 | 4 | 6 | 6 |
| 资产处置收益 | -0 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| 营业利润 | 57 | 68 | 94 | 116 | 142 |
| 营业外收入 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 |
| 营业外支出 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 57 | 69 | 94 | 117 | 142 |
| 所得税 | 15 | 18 | 25 | 31 | 38 |
| 净利润 | 41 | 50 | 69 | 85 | 104 |
| 少数股东损益 | -0 | -0 | -0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 42 | 50 | 69 | 85 | 104 |
| EBITDA | 71 | 83 | 104 | 129 | 159 |
| EPS(元) | 0.65 | 0.78 | 1.07 | 1.32 | 1.61 |

| 主要财务比率 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 28.7 | -12.0 | 31.8 | 21.7 | 19.7 |
| 营业利润(%) | 12.4 | 19.5 | 38.6 | 23.4 | 21.6 |
| 归属于母公司净利润(%) | 11.2 | 21.0 | 37.4 | 23.3 | 21.7 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 23.0 | 25.9 | 28.3 | 28.5 | 28.7 |
| 净利率(%) | 8.7 | 11.9 | 12.4 | 12.6 | 12.8 |
| ROE(%) | 9.9 | 10.8 | 13.3 | 14.5 | 15.5 |
| ROIC(%) | 9.2 | 10.0 | 12.6 | 13.9 | 14.7 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 25.1 | 22.8 | 25.7 | 26.6 | 29.9 |
| 净负债比率(%) | -58.6 | -65.9 | -62.9 | -66.9 | -71.3 |
| 流动比率 | 3.6 | 4.1 | 3.7 | 3.5 | 3.2 |
| 速动比率 | 2.7 | 3.1 | 2.7 | 2.7 | 2.4 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.9 | 0.7 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| 应收账款周转率 | 4.2 | 4.1 | 5.0 | 4.5 | 4.6 |
| 应付账款周转率 | 3.7 | 3.5 | 4.0 | 3.8 | 3.4 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.65 | 0.78 | 1.07 | 1.32 | 1.61 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.30 | 1.29 | 0.56 | 1.43 | 1.73 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 6.52 | 7.24 | 8.06 | 9.10 | 10.42 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 24.0 | 19.9 | 14.5 | 11.7 | 9.6 |
| P/B | 2.4 | 2.1 | 1.9 | 1.7 | 1.5 |
| EV/EBITDA | 10.7 | 8.3 | 6.5 | 4.7 | 3.3 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

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，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|-------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持 | 预计相对强于市场表现 5%~20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | 减持 | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好 | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡 | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn