

汽车

2025年01月14日

建邦科技 (837242)

——汽车后市场弱周期长坡厚雪，轻资产运营成长确定性高

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

投资要点:

市场数据: 2025年01月13日

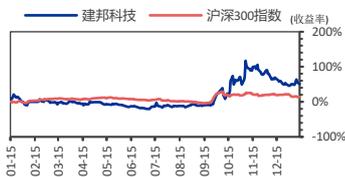
收盘价(元)	24.91
一年内最高/最低(元)	39.89/11.69
市净率	2.9
股息率(分红/股价)	2.01
流通A股市值(百万元)	912
上证指数/深证成指	3,160.76/9,796.18

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2024年09月30日

每股净资产(元)	8.65
资产负债率%	28.05
总股本/流通A股(百万)	66/37
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

证券分析师

刘靖 A0230512070005
liujing@swsresearch.com

研究支持

汪秉涵 A0230123090006
wangbh@swsresearch.com

联系人

汪秉涵
(8621)23297818x
wangbh@swsresearch.com

- **深耕汽车后市场零部件领域二十一年，汽车电子业务有望成为新增长极。**公司成立于2004年，主营业务为汽车后市场非易损零部件，产品涵盖制动、转向、传动、发动、电子电气、汽车电子等六大系统，与途虎等知名平台合作多年。公司境外业务稳固同时积极拓展国内跨境电商客户，推动业绩持续高增，2023年营收净利分别为5.58/0.70亿元，YoY+31.93%/+38.10%，其中汽车电子业务成为新增长引擎，2023年营收为0.35亿元，YoY+227.90%，主要系公司加速推出汽车电子类产品和“软硬件”结合产品，每年新型号产品多达3000项，促使公司24Q3毛利率提升至30.60% (YoY+1.75pct)。
- **汽车后市场具备抗周期性，汽车保有量、平均车龄及平均行驶里程为关键指标。**在汽车行业景气度上行时，汽车销量增长带动后市场规模快速扩张；在景气度下行时，销量下降与车龄和行驶里程增长形成对冲，后市场规模保持相对稳定。**新能源汽车电子化复杂度和智能一体化提升，非易损件维保需求不降反增。**相比燃油汽车，插混汽车年度维保费用高出约13%；纯电汽车非易损件单车维保价值不降反增：1) 底盘件SKU、维保频率增加；2) 电子电气、智能化元件增加；3) 电池组更换带来的相关非易损件维保、更换需求增加。
- **北美市场弱周期长坡厚雪基本盘稳固，国内市场电动化趋势显著非易损件需求迎拐点。**美国汽车保有量稳步增长，平均车龄和行驶里程维持高位，推动汽车后市场需求持续增长，后市场规模从2005年的1950亿美元增至2023年的3740亿美元，CAGR+3.5%，同时零部件复杂化加速DIFM模式普及，推动非易损件竞争向产品+服务转变，促进平台型供应商发展。**国内新能源汽车销量增长，汽车保有量和车龄上升，非易损件需求将迎拐点，**预计2027年中国后市场规模将达1.93万亿元，2023-2027CAGR+8.97%。新能源汽车电子配件单车价值量高、技术迭代快，预计将贡献主要增量，市场空间广阔。
- **客户优质布局前装市场，多元化策略应对关税风险。**公司与海外多家知名企业建立长期稳定合作关系，跨境电商客户占比提高，2019-2024H1前五大客户占比由70.72%降低至51.23%，线上与线下渠道协同并进，并切入国内头部前装客户供应链。针对关税风险，公司采取多元化策略：1) 专注于半定制化和唯一性产品研发，持续升级产品，确保市场定价权；2) 采用FOB模式与客户分担关税压力，灵活调整价格，确保业绩目标；3) 泰国和德国设立子公司，自主建立冶炼及工程生产线，加强供应链独立性和抗风险能力。
- **首次覆盖，给予“买入”评级。**公司积极布局汽车电子领域，每年向市场投放3000个SKU，并与境内外知名企业Cardone、Dorman、途虎养车等建立稳定的合作关系，设立泰国工厂应对潜在关税风险。我们预计公司24-26E归母净利润1.01/1.19/1.37亿元，给予公司2025年可比公司平均的20倍PE，目标市值24亿元，首次覆盖给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**1) 关税增加风险；2) 新能源汽车维保需求不及预期风险；3) 海外产能推进不及预期风险；4) 技术与研发风险。

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	558	537	737	902	1,091
同比增长率(%)	31.9	36.2	32.0	22.4	20.9
归母净利润(百万元)	70	76	101	119	137
同比增长率(%)	38.1	50.8	45.6	17.4	14.7
每股收益(元/股)	.	.	.	.	.
毛利率(%)	.	.	.	.	.
ROE(%)	13.8	13.6	17.1	17.2	17.0
市盈率	24	.	16	14	12

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 24-26E 归母净利润为 1.01/1.19/1.37 亿元。公司是国内领先的汽车零部件供应商，给予公司 2025 年可比公司平均的 20 倍 PE，目标市值 24 亿元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

关键假设点

24 年公司受跨境电商需求爆发驱动，乘下游客户业绩高增东风，海外市场稳健成长，国内市场有望成新增长极，我们预计公司 24-26 年营业总收入为 7.37/9.02/10.91 亿元，YoY 为 32.01%/22.40%/20.92%，其中公司传动系统受益于设备升级需求和新能源汽车渗透率提升，有望保持高增量，预计 24-26 年传动系统营收为 2.41/3.14/4.01 亿元，毛利率为 31.00%/29.45%/27.98%；自动驾驶技术推进带动转向系统需求高增，销量有望在国内外市场持续增长，预计 24-26 年转向系统营收为 1.18/1.47/1.77 亿元，毛利率为 25.41%/24.14%/22.93%；汽车智能化带动汽车电子需求高增，公司高研发投入提前布局汽车电子市场，预计 24-26 年汽车电子营收为 0.87/1.22/1.65 亿元，毛利率为 41.63%/39.96%/38.76%；公司其他业务呈稳定增长态势。

有别于大众的认识

1) 市场普遍认为特朗普关税政策将对公司业绩产生较大影响，但我们认为此次关税上行风险不会对公司盈利能力造成较大影响，长期来看公司业绩仍将维持稳步增长。我们对公司 2025 年归母净利润进行敏感性分析，假设特朗普关税增加至 25%/35%/60%，我们预计公司对应 2025 年归母净利润将分别为 1.19/1.08/0.89 亿元，YoY 分别为 +17.39%/+6.30%/-12.17%，主要系：公司专注于生产半定制化及具有唯一性的产品，公司可以通过不断技术迭代以应对加征关税的不利影响，且加征关税有望使市场竞争力弱的企业快速出清，公司凭借供应链整合能力及技术创新优势有望进一步扩展市场份额，我们预计公司业绩仍有较强成长性。

2) 市场普遍认为新能源汽车的非易损件更换需求低于燃油车，但我们认为新能源汽车非易损件维保需求不降反增。相比燃油汽车，插混汽车新增电池系统维保服务，年度维保费用高出约 13%；纯电汽车电池组以及智能化零部件的维修更换将成为非易损件市场主要需求：1) 底盘件 SKU、维养频率增加；2) 电子电气、智能化元件等为汽车后市场新增需求；3) 电池组更换带来的相关非易损件维保、更换需求增加。

股价表现的催化剂

- 1) 特朗普关税政策落地，增加幅度小于 65%，国际政治不确定性减弱；
- 2) 中国汽车后市场受汽车电子催化将高速发展，非易损件需求有望迎来拐点；
- 3) 目前泰国工厂订单充足，后续产能扩建超预期。

核心假设风险

1) 关税增加风险；2) 新能源汽车维保需求不及预期风险；3) 海外产能推进不及预期风险；4) 技术与研发风险。

目录

1.汽车后市场平台型供应商，跨境电商爆发驱动业绩高增	6
1.1 深耕汽车后市场，提供全车型非易损零部件解决方案	6
1.2 公司控制权明确，员工间接持股有效激励	7
1.3 跨境电商爆发驱动业绩高增，汽车电子有望为新增长极	8
2.北美市场弱周期长坡厚雪基本盘稳固，国内市场电动化趋势显著成长空间广阔	9
2.1 汽车非易损件行业壁垒较高，汽车保有量、平均车龄及平均行驶里程为关键指标	9
2.2 北美：汽车后市场弱周期长坡厚雪，行业集中度高 CR4 地位稳固	13
2.3 国内：智能化驱动汽车后市场扩容，非易损件需求有望迎拐点	17
3.核心增长点	19
3.1 客户资源优质稳定，跨境电商增量显著	19
3.2 高研发投入提前布局前装市场，多 SKU 品类快速响应客户需求	21
3.3 多元化策略应对关税风险，募投项目实施完毕贡献稳定增量	23
4.盈利预估与估值分析	24
5.风险提示	28

图表目录

图 1: 2024H1 年公司产品结构.....	6
图 2: 公司发展历程.....	7
图 3: 股权结构图 (截止 2025 年 1 月)	7
图 4: 2020-2024Q3 营业收入 (亿元)	8
图 5: 2020-2024Q3 归母净利润 (亿元)	8
图 6: 2020-2024H1 公司分产品营收情况 (亿元)	8
图 7: 2020-2024H1 公司分地区营收情况 (亿元)	8
图 8: 2020-2024H1 公司毛利率情况.....	9
图 9: 2020-2024Q3 公司期间费用率情况.....	9
图 10: 汽车保养类配件.....	9
图 11: AM 市场供应体系.....	10
图 12: 中国汽车服务市场获授权经销商和 IAM 占比情况	11
图 13: 美国汽车后市场规模增速与美国汽车销量增速对比.....	12
图 14: 不同车型保养及维护年度开支对比 (假设燃油车为 100)	12
图 15: 2018-2023 年美国新车销量 (万辆)	13
图 16: 2018-2022 年美国汽车保有量 (亿辆)	13
图 17: 2018-2023 年美国平均车龄 (年)	14
图 18: 2007-2023 年美国汽车行驶里程 (万亿英里)	14
图 19: 2005-2023 年美国汽车后市场规模	14
图 20: 美国汽车后市场规模占比分类	15
图 21: 美国 DIFM 与 DIY 模式销售额 (亿美元)	15
图 22: 四大汽配连锁品牌门店数量及占比	15
图 23: 美国汽车后市场电商规模	15
图 24: 后装市场公司营收增速.....	16
图 25: 后装市场公司和前装市场公司的毛利率对比	16
图 26: SMP 后装市场毛利率明显高于前装市场.....	16
图 27: 中国乘用车保有量 (百万辆)	17
图 28: 中国、欧盟成员国及美国乘用车平均车龄	18
图: 中国汽车后市场规模 (万亿元)	

图 30: 中国汽车电子在各类车型中成本占比.....	19
图 31: 2019-2024 中国汽车电子市场规模 (亿元)	19
图 32: 公司柔性供应体系.....	20
图 33: 拓曼品牌.....	21
图 34: 超全品牌.....	21
图 35: 2018-2023 研发费用及研发费用率	21
图 36: 2020-2023 研发人员数量及占比.....	21
图 37: 公司部分产品.....	22
图 38: 建邦科技、Dorman 归母净利润情况.....	24
图 39: 建邦科技、Dorman 毛利率与净利率.....	24
表 1: 全球汽车后市场分为三种主要模式	10
表 2: 北美专业汽零后市场供应商简介	16
表 3: 中美两国的汽车后市场反垄断政策	18
表 4: 公司前五客户, 跨境电商占比增加	20
表 5: 终端售价与出厂价相比有较大利润空间, 面对关税具备一定缓冲带	23
表 6: 汽车非易损件开发项目情况	23
表 7: 建邦科技主营拆分	25
表 8: 加征关税比例不同情况下对公司 2025 年归母净利润的影响	27
表 9: 可比公司情况.....	27

1. 汽车后市场平台型供应商，跨境电商爆发驱动业绩高增

1.1 深耕汽车后市场，提供全车型非易损零部件解决方案

深耕汽车后市场二十一年，构建高性能零部件供应体系。公司成立于 2004 年，是国内领先的汽车零部件供应链服务企业，主要从事汽车零部件非易损部件的开发、设计、销售工作，产品涵盖制动系统、发动机系统、转向系统、传动系统、电子电气系统和汽车电子等领域，为客户提供集聚全车型的售后零部件综合解决方案。目前，公司凭借覆盖全球主要区域的汽配供应链管理及交付能力，已与途虎等知名汽车后市场平台达成合作。

图 1：2024H1 年公司产品结构



资料来源：公司官网、Choice，申万宏源研究

公司 2020 年成为山东省首家精选层挂牌企业和汽车后市场精选层首家上市企业，2021 年成为北交所首批上市公司。公司发展分为三个阶段：

创立与初期探索阶段（2004-2015）：公司成立于 2004 年，公司主营业务为制动系统，专注于美国成熟的汽车后市场，快速积累了坚实的技术力量和市场经验。2010 年公司设立全资子公司青岛拓曼电子科技有限公司，丰富产品结构，优化供应链管理能力和交付能力，后于 2015 年完成股份制改造，正式更名为“青岛建邦供应链股份有限公司”。

快速成长与市场布局阶段（2016-2020）：2016 年公司在新三板成功挂牌，巩固了在汽车后市场配件供应链管理领域的领先地位，并借助与北汽集团等重要合作伙伴的深度合作，进一步拓展了市场空间。2018 年后公司加快国内市场布局，以双市场联动的策略扩大业务规模，显著推动业绩增长，成为山东省首家精选层挂牌企业和汽车后市场精选层首家上市企业。

高质量发展与品牌升级阶段 (2021 至今)：公司加大产品研发投入，切入并深耕汽车电子领域，推出了一系列新产品并逐步放量，为公司增长注入新动力。同时，公司积极推进智能化和信息化管理的深度融合，通过 ISO27001 信息安全管理体系等认证，进一步提升产品技术和服务质量，公司发展进入新阶段。

图 2：公司发展历程

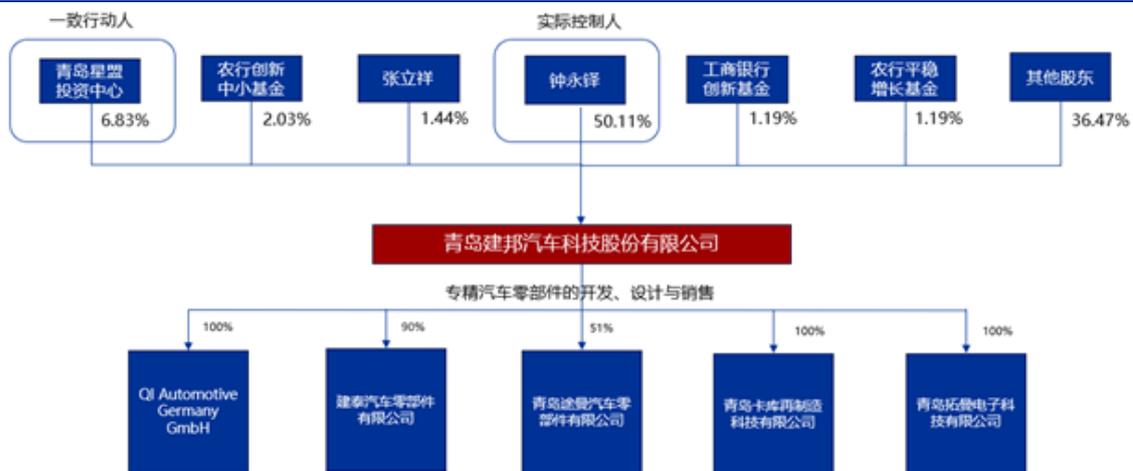


资料来源：公司官网，申万宏源研究

1.2 公司控制权明确，员工间接持股有效激励

股权结构清晰明确，员工间接持股有效激励。根据公司 24 年三季报，钟永铎先生为公司实际控制人，持有公司 50.11%的股权，公司控制权明确。钟永铎先生与青岛星盟投资中心（有限合伙）为一致行动人，并出任其执行事务合伙人，合计持有公司 56.94%的股权。青岛星盟投资中心系 2015 年成立的建邦科技员工持股平台，间接持股有效激励员工积极性。

图 3：股权结构图（截止 2025 年 1 月）

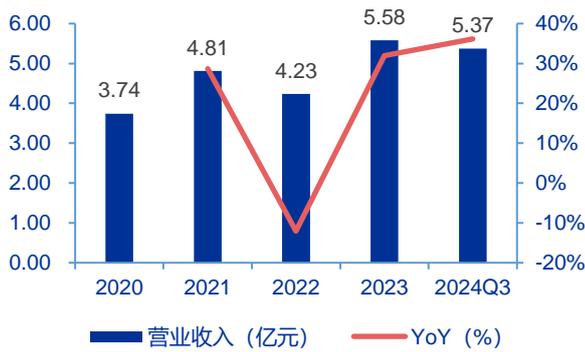


资料来源：Choice，公司公告，申万宏源研究

1.3 跨境电商爆发驱动业绩高增，汽车电子有望为新增长极

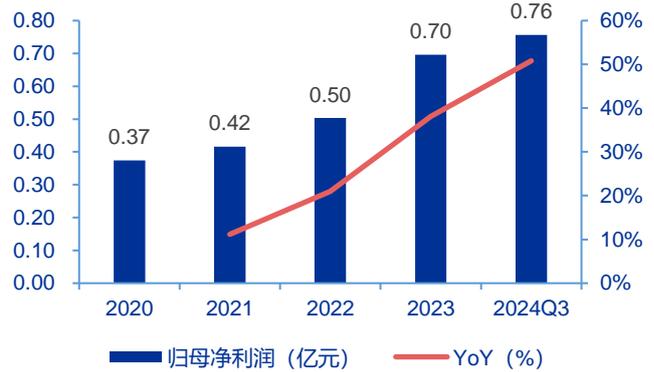
新产品逐步放量，跨境电商增量显著。公司 2023 年营收和归母净利润分别为 5.58/0.70 亿元，YoY+31.93%/+38.10%；24Q3 营收和归母净利润分别为 5.37/0.76 亿元，YoY+36.15%/+50.82%，主要系 1) 公司积极布局汽车电子领域，不断进行技术研发迭代，汽车电子及传统业务新产品逐步放量；2) 公司维持境外业务基本盘稳固的同时，积极开拓国内线下客户以及跨境电商类客户，境内客户订单量增长迅速。

图 4: 2020-2024Q3 营业收入 (亿元)



资料来源: Choice, 申万宏源研究

图 5: 2020-2024Q3 归母净利润 (亿元)



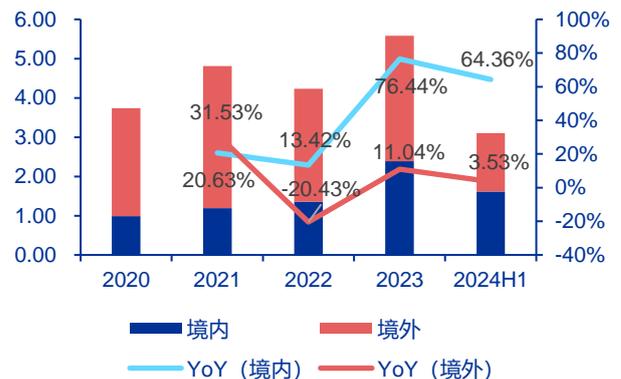
资料来源: Choice, 申万宏源研究

公司产品矩阵丰富完善，汽车电子为增长新引擎。公司主要产品包括制动系统、传动系统、电子电气系统、转向系统、发动系统、汽车电子六类，24H1 营收占比分别为 11.25%、30.47%、17.15%、14.50%、8.57%、8.35%。**分产品看：1) 制动系统**：24H1 年营业收入为 0.35 亿元，YoY-6.97%，为公司传统主营业务，随着公司不断布局传动系统、汽车电子等新产品，营收占比逐年下降，由 2017 年的 43.87% 下降至 24H1 的 11.25%；**2) 电子电气系统**：24H1 年营业收入为 0.53 亿元，YoY+82.92%，主要系公司近年来布局研发的电子电气新产品逐步放量；**3) 汽车电子**：24H1 年营业收入为 0.26 亿元，YoY+92.70%，主要系公司加速向市场投放汽车电子类产品和“软硬件”结合产品（分动箱、分动箱电机等），每年推出的新型号产品达 2000-3000 项，随着新产品逐步放量，销售收入增长迅猛。

图 6: 2020-2024H1 公司分产品营收情况 (亿元)



图 7: 2020-2024H1 公司分地区营收情况 (亿元)

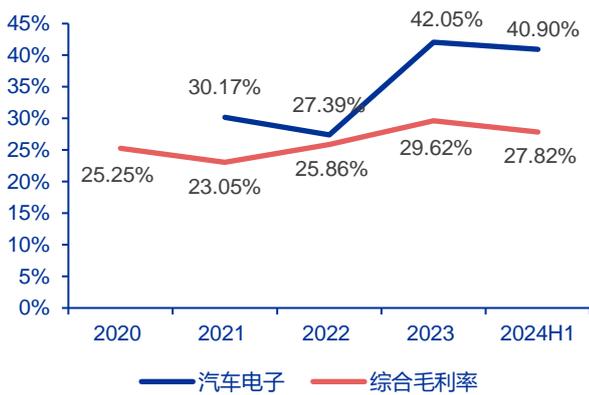


资料来源: Choice, 申万宏源研究

资料来源: Choice, 申万宏源研究

汽车电子自产比例提升拉动毛利率,费用率维持稳定趋势。24H1 公司毛利率为 27.82%, 其中汽车电子毛利率为 40.90%, 主要系持续提高汽车电子类产品的自产比例; 从费用情况来看, 期间费用率稳定在 13%左右, 主要系公司全面引入阿米巴管理体系, 优化组织管理结构, 降本增效成果显著, 研发费用率 21 年增长显著, 主要系公司加大投入积极研发汽车电子等领域新产品。

图 8: 2020-2024H1 公司毛利率情况



资料来源: Choice, 申万宏源研究

图 9: 2020-2024Q3 公司期间费用率情况



资料来源: Choice, 申万宏源研究

2.北美市场弱周期长坡厚雪基本盘稳固, 国内市场电动化趋势显著成长空间广阔

2.1 汽车非易损件行业壁垒较高, 汽车保有量、平均车龄及平均行驶里程为关键指标

汽车非易损件市场“小批量、多品种”, 行业壁垒较高。非易损部件是汽车在正常使用过程中不容易损坏或者无固定更换周期的零部件, 具有更长的使用寿命和更高的稳定性, 不易受到外界环境和人为操作等因素的影响, 如制动系统中的制动钳, 传动系统内的传动轴, 汽车电子雷达等。由于其较长使用寿命及更换不定期性, 汽车后市场非易损件有着“多品种、小批量、多批次、高要求”的特点, 相较于易损件对企业的信息整合、质量把控、产业链管理能力要求更高, 具有较高的行业壁垒。

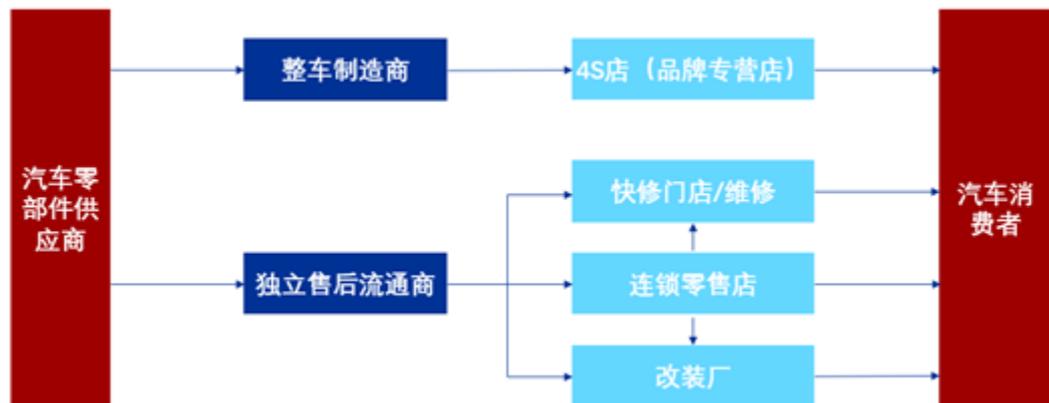
图 10: 汽车保养类配件



资料来源：途虎年报，申万宏源研究

根据供应体系不同，狭义 AM 市场分为原始设备供应商（OES）体系：汽车零部件供应商（通常指 OEM 供应商）通过整车制造商的销售服务体系进行 AM 市场的销售；**社会独立售后（IAM）体系**：汽车零部件供应商通过各种流通渠道如维修店、改装店进入 AM 市场，与整车厂的联系较弱。OEM 供应商和 IAM 供应商分别对应 4S 店和独立后市场渠道，在 OEM 供应商提供的质保服务期限结束后，出于成本考虑，消费者有望转向独立后市场汽配品牌，近年来全球独立后市场规模不断增加。

图 11：AM 市场供应体系



资料来源：中为咨询，申万宏源研究

从市场结构来看，全球汽车后市场分为三种主要模式。全球汽车后市场不同模式分别对应的代表国家有美国、日本和德国。**1) 美国**：汽车工业发达，加之严格的汽车零部件质量监督体系以及完善的反垄断法律促使以四大汽配连锁企业为代表的独立厂商占据市场主要地位，销量占全部市场的 80%左右；**2) 日本**：由于国土面积较小，加之本土汽车品牌占据市场主导地位，整车厂通过参股等方式控制 4S 店形成的 OEM 体系可以有效覆盖市场主要需求，整车厂控制的 4S 店占据全部市场份额的 80%以上；**3) 德国**：由于反垄断法案限制了 4S 店获取垄断优势，德国汽车后市场介于日本和美国模式之间，4S 店与独立第三方厂商各占据汽车后市场份额的 50%左右，市场集中度较低，未形成大型汽配连锁企业。

表 1：全球汽车后市场分为三种主要模式

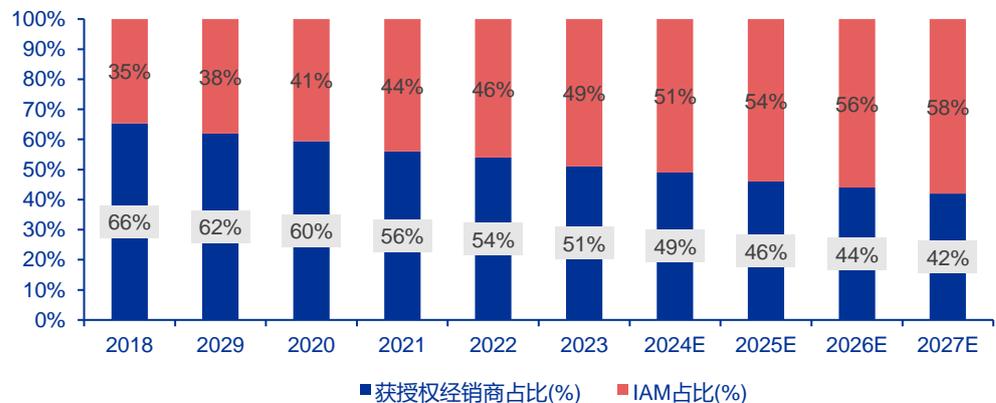
国家	主导模式	模式形成的主要原因
----	------	-----------

美国	独立厂商主导 (占比 80%) 四大汽配连锁占 30%份 额	<p>1、4S 店无法完全覆盖市场。美国幅员辽阔，车型品牌多，并且美国人喜欢驾车出行，4S 店为单一品牌提供综合维修服务，投资大，运营成本高，依赖 4S 店建立专业的、及时的、覆盖广阔区域的维修保养体系行不通。</p> <p>2、反垄断力度强，政府要求整车厂必须公开零部件维修信息。按照美国国会 2003 年颁布实施的《汽车可维修方案》，若汽车生产企业以保护商业秘密或以某项技术信息对汽车维修无直接影响为由拒绝公开，则必须向联邦贸易委员会举证并接受裁决，违者将受到重罚。</p> <p>3、严格的非原厂配件认证和质量监督体系以及发达的保险业使消费者愿意采用非原厂配件，配件市场非原厂件高达 70%。</p>
	日本	4S 店主导 (占市场 80%)	1、4S 店能覆盖市场需求。日本面积小，品牌单一，以本土品牌为绝对主导，使整车厂主导维修服务成为可能。 2、整车厂商通过参股等方式严格控制 4S 店，垄断原厂配件渠道。 3、日本政府有严格的车检制度，要求车辆的大量车检项目必须到 4S 经销店保养。
德国	4S 店、独立厂商均衡发展 (各占 50%) 无大型汽配连锁，有十几个影响力较大的维修连锁品牌	<p>1、4S 店能覆盖市场需求，但法案限制汽车企业的 4S 店获得垄断优势。2002 年的《豁免条例》中对售后维修就规定：厂商必须向独立维修企业开放配件渠道、维修技术资料、工具以及技术培训；厂商必须打开授权维修企业获得同质件的渠道；厂商必须向达标维修企业授权等，2010 年厂商必须向达标维修企业授权条款取消。</p> <p>2、厂商必须向达标维修企业授权，连锁经营的品牌优势缺失，同时欧洲汽车文化朴实，汽车美容、装饰等业务小，主要费用是维修工时。</p>

资料来源：AC 汽车，申万宏源研究

中美汽车后市场结构差异显著，电商大热促使中国汽车后市场向 IAM 模式转变。因汽车工业发展阶段及方向不同，以及国内外消费者偏好差异，国内及美国汽车后市场呈现出截然不同的市场结构。美国汽车工业起步较早，成熟 IAM 企业可以提供高质量的零部件及维保服务，使美国独立后市场高度成熟，销售额约占汽车后市场总量的 80%。中国目前与德国类似，由于国内汽车后市场发展较不完善，汽车零部件及服务质量参差不齐，消费者更倾向于选择更有质量保证的 4S 店渠道，约占我国汽车后市场收入的 60%。随着互联网的发展，O2O 模式下的 IAM 有望打破地域销售的界限，并促进途虎养车等大型汽车后市场平台快速发展，我们预计中国汽车后市场会逐步向独立厂商主导的模式转变。

图 12：中国汽车服务市场获授权经销商和 IAM 占比情况

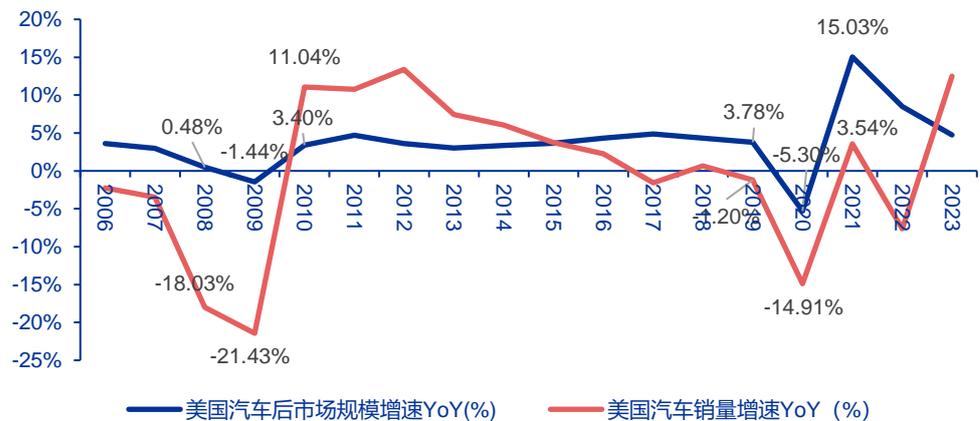


资料来源：途虎招股书，申万宏源研究

汽车后市场抗周期稳定增长，汽车保有量、平均车龄及平均行驶里程为关键决定因素。
汽车后市场规模主要决定于汽车保有量、平均车龄以及平均行驶里程，汽车保有量越大、

平均车龄越长、平均行驶里程越大，汽车后市场需求量越大。同时，汽车后市场具有一定抗周期性，1) 汽车行业景气度上行时，销量提升，汽车保有量增加加之平均车龄、行驶里程每年自然增长，汽车后市场规模将会快速增长；2) 汽车行业景气度下行时，销量下滑，导致汽车平均车龄和平均行驶里程增加，仍会提升汽车后市场需求，与汽车保有量增速下降形成对冲，不会对整体汽车后市场规模造成较大影响。以美国为例，2009年和2020年由于分别受金融危机和全球公共卫生事件影响，美国汽车销量均大幅下降，YoY 分别为-21.43%、-14.91%，而汽车后市场规模由于其抗周期性仅分别下滑1.44%、5.30%，而其余年份美国汽车后市场规模基本维持在3%-5%的增速稳定增长。

图 13：美国汽车后市场规模增速与美国汽车销量增速对比

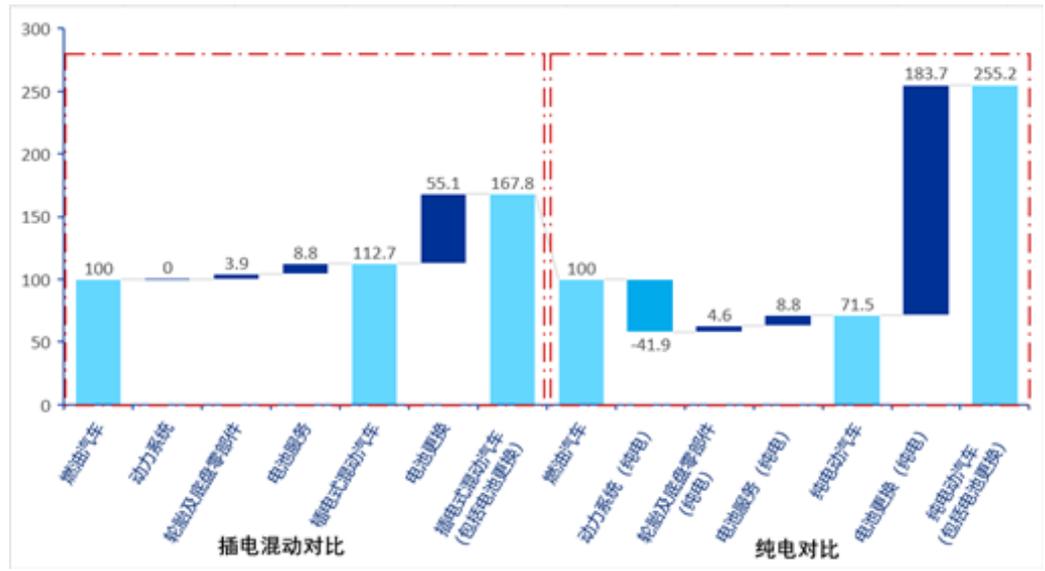


资料来源：Auto Care Factbook, Choice, 申万宏源研究

汽车零部件电子化复杂度、智能一体化不断提升，新能源汽车非易损件维保需求不降反增。新能源汽车与燃油车架构不同，增加了动力电池、驱动电机和电力系统，随着新能源汽车保有量与平均车龄不断增加，维修保养服务需求将发生结构性变化，由发动机、变速箱等机械架构转向三电系统、智能、电气结构维保。

相比燃油汽车，插电式混合动力汽车新增电池容量检测维修、电气系统更换等电池系统维保服务，年度维保费用高出约 13%；纯电动汽车无需进行传统发动机动力系统的维保服务，电池组以及智能化零部件的维修更换将成为非易损件市场主要需求。具体来看：1) 新能源汽车传动、制动系统发生较大变化，智能化底盘产品渗透率逐步提高，促使底盘零部件后市场 SKU 增加；且纯电汽车电池组较大，平均重量通常高于燃油车，底盘件损耗增加，维保频率提高。2) 新能源车电子化、智能化程度增加，电子电气、智能化元件如毫米波雷达等为汽车后市场新增需求，为非易损件市场提供增长新动力。在定期保养方面，新能源汽车电池组的寿命约为八年，之后电池组更换带来的相关非易损件维保、更换需求使得相比于燃油车其非易损件单车价值量不降反增。

图 14：不同车型保养及维护年度开支对比（假设燃油车为 100）



资料来源：途虎招股书，申万宏源研究

2.2 北美：汽车后市场弱周期长坡厚雪，行业集中度高 CR4 地位稳固

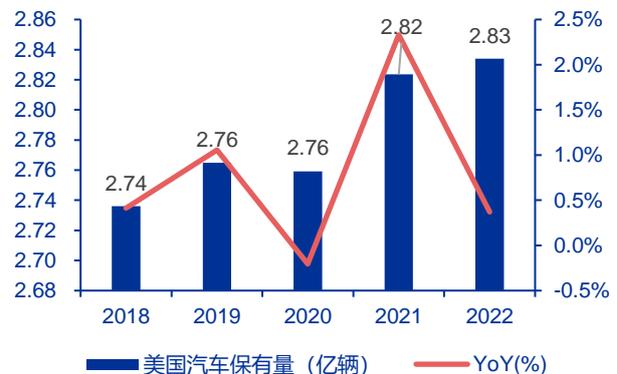
新车销量企稳回升，汽车市场保有量持续增长。美国汽车市场较为成熟，新车销量每年基本维持在 1400-1800 万辆，除 2020 年受全球公共卫生事件影响，新车销量大幅下降约 15%，后销量逐步回升至 2023 年的 1600 万辆。美国汽车市场稳定的销量保证，加之每年退出市场汽车数量小于当年新车销量，致使美国汽车保有量维持稳步向上趋势，由 2018 年的 2.74 亿辆提升至 2022 年的 2.83 亿辆。

图 15: 2018-2023 年美国新车销量 (万辆)



资料来源：Choice，申万宏源研究

图 16: 2018-2022 年美国汽车保有量 (亿辆)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

平均车龄维持高位，高行驶里程驱动汽车后市场需求增长。美国汽车工业历史悠久，叠加汽车维保及二手车市场发达，美国汽车平均车龄处于较高水平，早在 2018 年已达 11.7 年，随后依旧维持稳步增长趋势，2023 年已攀升至 12.5 年。随着汽车平均年龄和行驶里

程的增加，增加了汽车维修和非易损零部件的维修、更换需求，推动汽车后市场规模进一步扩大。

图 17: 2018-2023 年美国平均车龄 (年)



资料来源: Statista, 申万宏源研究

图 18: 2018-2023 年美国汽车行驶里程 (万亿英里)



资料来源: Statista, 申万宏源研究

保有量、平均车龄“双轮”驱动，汽车后市场抗周期性强，为公司业务基本盘。 美国汽车保有量与平均车龄均稳步增长，致使美国汽车后市场稳步增长并具有较强的抗周期性。根据 ACA 数据，美国汽车后市场规模从 2005 年的 1950 亿美元提升至 2023 年的 3740 亿美元，CAGR+3.5%，除却 2009 年金融危机以及 2020 年公共卫生事件影响导致增速为负外，其余年份均保持稳定增长，抗周期性强。公司以美国四千亿美元汽车后市场作为业务基本盘，与扬腾科技、晟沐贸易等跨境电商企业达成长期合作，未来随跨境电商渠道的进一步打通，有望进一步扩大市场份额。

图 19: 2005-2023 年美国汽车后市场规模

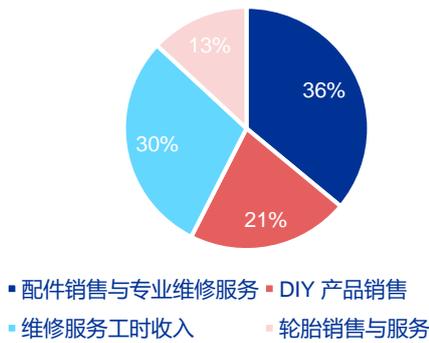


资料来源: Auto Care Factbook, 申万宏源研究

车主 DIY 难度加大，DIFM 模式普及度提升，非易损件市场迎新机遇。 美国汽车后市场可分为四个主要细分领域：汽车配件、DIY 产品销售、维修服务工时收入、轮胎销售与服务。由于美国劳动力成本较高，服务工时收入占比仅次于汽车配件为 30%，DIY 占比为 %。随着汽车技术不断发展，汽车装配的电子电器件、线束、半导体等复杂零部件不断

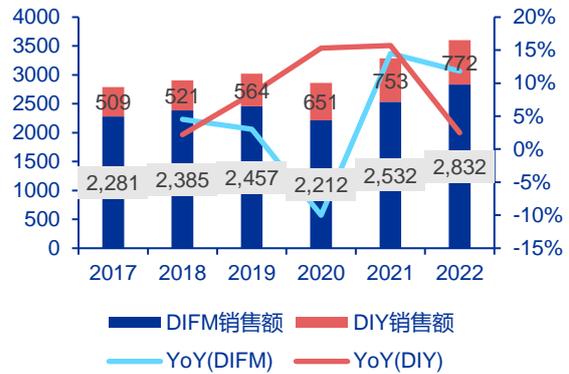
增加，车主进行 DIY 维修难度不断加大，导致 DIFM (Do it for me) 模式占比持续增加，市场呈现从 DIY 向 DIFM 过渡的趋势。DIFM 模式的普及将推动汽车维修市场整体规模扩大，使非易损件从单纯的产品竞争转变为产品+服务的综合竞争，驱动非易损件企业从单一配件销售向综合服务解决方案的转型。

图 20: 美国汽车后市场规模占比分类



资料来源: Statista, 申万宏源研究

图 21: 美国 DIFM 与 DIY 模式销售额 (亿美元)

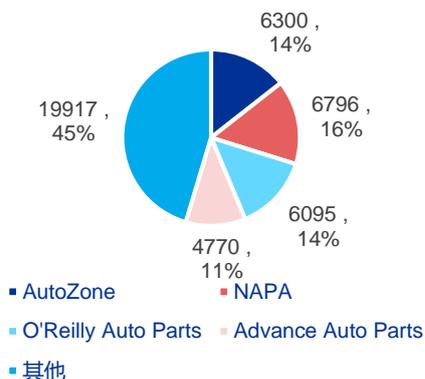


资料来源: Statista, 申万宏源研究

独立后市场占主要地位，头部企业集中度高。随着美国汽车后市场的发展，政府陆续颁布了行业反垄断法以及《汽车可维修法案》，避免了汽车生产企业垄断汽车配件和维修市场，保障了汽车独立第三方市场的快速发展。目前，美国独立后市场销售额约占汽车后市场总量的 80%，以 AutoZone、O’ Reilly、GPC (NAPA) 和 Advance Auto Parts 四大连锁为代表的连锁经营的零售店在市场上占据主导地位，按门店数量计算，其合计占比约 55%。

传统电商切入市场，汽车后市场线上化趋势明显。尽管全球公共卫生事件影响已逐渐消退，但线上市场高性价比的汽配产品仍然对美国广大的 DIY 客户群体的吸引力仍不断增强。随着传统电商 eBay、Amazon 等切入汽车后市场，专业汽配连锁企业也逐步开通了线上销售渠道，线上的销售量不断扩大。美国汽车后市场电商规模在 2023 年达到 209 亿美元，增长率保持稳定，预计于 2025 年达到 239 亿美元，CAGR+4.57%。

图 22: 四大汽配连锁品牌门店数量及占比



资料来源: Statista, 申万宏源研究

图 23: 美国汽车后市场电商规模



资料来源: ACA Factbook, 申万宏源研究

规模庞大且发展稳定的独立后市场促进了汽车后市场零部件平台型供应商的快速发展，主要供应商包括：1) 仓储式分销商和批发商，主要负责整合资源产生规模效益，提供各类零部件，例如 Cardone、Dorman 等；2) 以前装市场为主，后装市场零部件亦有产品的供应商，如美国车桥 (American Axle & Manufacturing)、博世等。

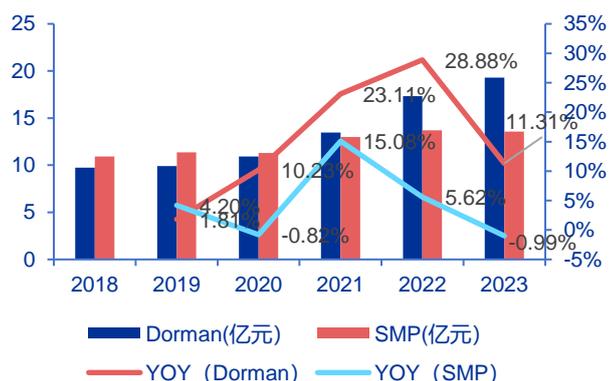
表 2：北美专业汽零后市场供应商简介

名称	主营产品/经济间接
Cardone Industries, Inc. CARDONE	成立于 1970 年，拥有员工 5000 人，产品线超过 90 多条，是全球最大的汽车零部件再制造商，涵盖制动、传动、电子、转向、发动等汽车系统。Cardone Industries, Inc 扎根汽车后市场及再制造领域，也是美国汽配零部件技术和创新领域的行业领导者。
Dorman Products DORMAN	成立于 1918 年，美国知名的后市场汽车零部件供应商，2023 年收入 19.3 亿美元，2019-2023CAGR+18%。产品覆盖轻量级乘用车、重卡以及专用车型，产品品类 410 个以上，近三年新增 1.9 万个 SKU，在全球范围内拥有 300 余家供应商。
Standard Motor Products SMP	成立于 1919 年，2023 年收入 13.6 亿美元，其中约 10.8 亿美元来自汽车后市场，产品主要包括车身控制件和温控件；另有 2.8 亿美元收入来自于工程方案渠道，面向车辆和设备制造商及其一级供应商和系统集成商。

资料来源：公司公告，公司官网，申万宏源研究

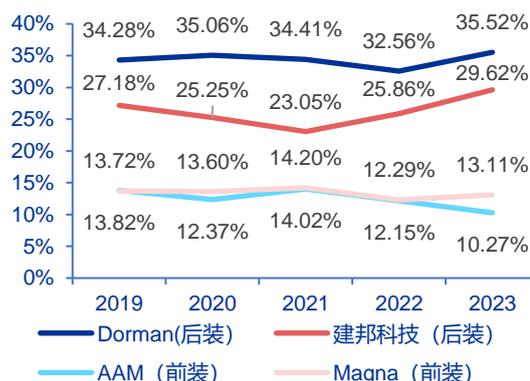
美国汽车后市场盈利能力优于前装市场，品牌壁垒与高毛利率驱动稳定增长。后市场企业通过直接服务终端消费者，具有较强的品牌壁垒，同时依托多元化的流通渠道（如零售直销和汽配连锁批发），有效降低下游渠道议价能力。后市场企业的营收呈现稳定增长，如 Dorman、SMP 等典型后市场公司，长期收入增长稳定，在市场波动时期，也展现出较强的抗风险能力。后装企业毛利率普遍高于前装企业，Dorman 毛利率多年保持在 35%左右，SMP 在后市场业务中的毛利率也明显高于其前装市场业务。

图 24：后装市场公司营收增速



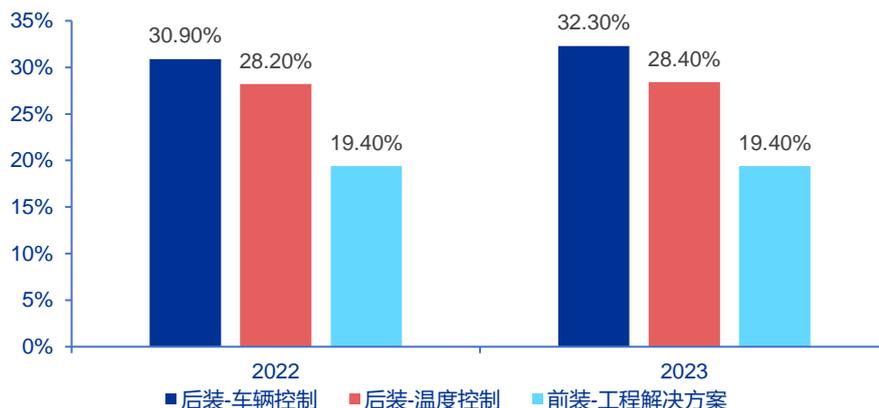
资料来源：Choice，申万宏源研究

图 25：后装市场公司和前装市场公司的毛利率对比



资料来源：Choice，申万宏源研究

图 26：SMP 后装市场毛利率明显高于前装市场



资料来源：SMP 年报，申万宏源研究

北美市场作为公司主战场，弱周期长坡厚雪赛道基本盘稳固。美国平均车龄处于高位，并具有不可逆性，新能源汽车在美国渗透率较低，公司 20-24 年境外营收 CAGR 为 5.13%，增速稳定，为公司业绩提供强有力支撑。

2.3 国内：智能化驱动汽车后市场扩容，非易损件需求有望迎拐点

新能源汽车销量高增，推动国内汽车保有量持续增长。随着汽车电动化趋势发展，我国汽车销量持续高增，2023 年汽车销量达到 3000 万辆，达到历史高位，2023 年我国汽车保有量已达 3.36 亿辆，处于全球较高水平，其中新能源汽车保有量占比持续提升，2023 年新能源汽车保有量占比约为 7.3%，预计到 2027 年将提升至 20.5%。随着新能源汽车销量和保有量的不断增加，我们预计国内汽车保有量将继续保持增长势头。

图 27：中国乘用车保有量（百万辆）



资料来源：途虎招股书，申万宏源研究

国内车龄较欧美仍有较大增长空间，非易损件市场有望迎来拐点。与欧美成熟汽车市场相比，国内汽车市场起步较晚，仍处于高速增长阶段。中国平均车龄仅为 . 年，远低于

于欧美平均车龄，随着中国汽车产业持续高速发展，有望持续增长，预计到 2027 年将达到 8 年。随着中国平均车龄进一步提升，中国大部分现有车辆将进入维保频率最高时期（车龄为 6-10 年的汽车维保频率最高），汽车易损件更换周期一般为 1-4 年，而非易损件的更换周期一般为 5-10 年，国内汽车非易损件市场需求有望迎来拐点。根据灼识咨询数据，预计 2027 年中国汽车后市场行业规模将达到 1.93 万亿元。

图 28：中国、欧盟成员国及美国乘用车平均车龄



资料来源：途虎招股书，申万宏源研究

图 29：中国汽车后市场规模（万亿元）



资料来源：途虎招股书，申万宏源研究

汽车后市场反垄断政策陆续发布，“互联网+”探索加速看齐海外成熟市场。2014 年以来，政府相关部委陆续出台《关于促进汽车维修业转型升级提升服务质量的指导意见》、《汽车维修技术信息公开实施管理办法》、《关于汽车业反垄断指南》等一系列行业反垄断政策，旨在对标海外成熟汽车后市场法律法规体系，通过提出同质配件的概念允许了非原配配件的流通，扶植非授权独立后市场体系，逐步打破只有 4S 店可以供应零部件的传统。**2018 年以后**，随着汽配产业互联网探索的兴起，途虎养车等大型互联网汽配平台的兴起，进一步打破了 4S 店的垄断地位，充分发挥中国发达电商体系的同时，加速向美国等海外成熟市场看齐，逐步形成以独立后市场为主导的汽车后市场体系。

表 3：中美两国的汽车后市场反垄断政策

国家	颁布时间	法案/政策名称	主要内容
美国	1975	《马格努森-莫斯保修法》	规定汽车制造企业和经销商不得把保修作为条件要求车主必须使用原厂零部件或某种特定零部件品牌，同时规定汽车制造企业或经销商不能仅仅因为车主安装非原装零件产品就拒绝保修。
	2003	《汽车可维修法案》	规定汽车生产企业应及时向车主、汽车维修者等提供诊断、维修车辆所必需的技术信息。
中国	2014	《关于促进汽车维修业转型升级提升服务质量的指导意见》	提出了打破了汽车生产企业对于汽车维修技术和配件渠道的垄断措施，并且首次提出汽车维修“同质配件”概念，消除了对非原厂配件的歧视性认识。
	2015	《汽车维修技术信息公开实施管理办法》	明确汽车生产者应向所有维修经营者及消费者公开所销售汽车车型的维修技术信息；不得通过设置技术壁垒排除、限制竞争，封锁或者垄断汽车维修市场。
	2019	《关于汽车业的反垄断指南》	明确提出汽车供应商无正当理由，不应限制配件制造商生产双标件；不应限制经销商和维修商外采和外销售后配件；不应限制售后维修技术信息、测试仪器和维修工具的可获得性。

2023 《关于推动汽车后市场高质量 优化汽车配件流通环境，提出制订实施汽车后市场配件流通标准、鼓励发展连发展的指导意见》 锁经营等配件流通模式，推动汽车配件流通规范、透明、高效发展。

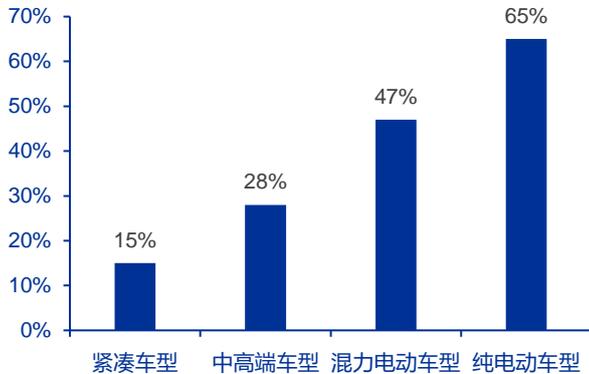
资料来源：中国政府网，国家市场监督管理总局官网，Auto Care Association，申万宏源研究

汽车电子单车价值高、技术迭代快，为国内后市场未来主要增长极。

1) **新能源汽车的汽车电子配件单车价值量更高，市场空间广阔。**新能源汽车相较于传统燃油车，其电子系统更为复杂，涉及到电机驱动系统、电池管理系统等多系统协调运行，汽车电子电气单车价值量也随其电动化、智能化程度增加而升高，其中汽车电子元器件在纯电动汽车中占比最高，达 65%。随着新能源汽车保有量和平均车龄持续增长，汽车后汽车电子市场将成为新增长极；

2) **汽车电子迭代周期快，换新周期短，催生新市场需求，中短期来看，国内汽车后市场的主要增量来自于汽车电子。**由于汽车电子系统需进行快速技术迭代以满足消费者不断提高的汽车智能化、舒适性和娱乐性需求，汽车电子的换新周期较短，为市场创造了客观的新增量，预计 2024 年中国汽车电子市场规模将达 1.22 万亿元。智能化趋势下，汽车电子电气系统中多技术融合的复杂解决方案已成为主流趋势，如在 ADAS 系统中，多传感器技术方案正逐步取代单一雷达方案。叠加小型维修厂及传统夫妻老婆店加速整合，国内汽车独立后市场将迎高速发展期。

图 30：中国汽车电子在各类车型中成本占比



资料来源：观研报告网，申万宏源研究

图 31：2019-2024 中国汽车电子市场规模（亿元）



资料来源：中商情报网，申万宏源研究

3.核心增长点

3.1 客户资源优质稳定，跨境电商增量显著

以市场需求为导向轻资产运营，“小批量、多批次”摆脱传统厂商库存积压问题。公司大部分产品采取外协加工的方式，采用轻量化模式降低成本；公司的业务重点聚焦在市场调研、工程设计、模具开发、产品验证等环节，紧跟市场需求，凭借 30000+sku 的产品矩阵，灵活应对“多品种、小批量、多批次、高要求”需求，摆脱传统厂商库存积压问题，以保证公司自身库存周转率、现金流、应收账款处于健康水位。

图 32：公司柔性供应体系



资料来源：公司公告，申万宏源研究

海外客户优质稳定，跨境电商客户增量显著，客户集中度持续降低。公司积极拓展美国、欧洲等核心汽车后市场国家，积累了深厚的海外资源。凭借卓越的产品质量、多样化的产品组合以及高效的交付能力，公司与海外知名企业如 Cardone Industries, Inc、Dorman Products, Inc 及 Schaeffler Group USA Inc 等建立了长期稳定的合作关系。受益于海外销售渠道线上化趋势，国内跨境电商及海外电商客户群体也实现显著增长，客户集中度进一步降低，前五大客户合计销售占比由 70.72%降低至 51.23%，第一大客户 Cardone Industries, Inc 的销售占比从 46%下降至 13%，2023 年第 3 至第 5 大客户（杨腾科技、晟沐贸易及格罗西）均为国内领先的汽配行业跨境电商企业，公司在跨境电商领域业务快速拓展。同时公司已与国内多家大型知名汽车零部件连锁企业如三头六臂汽配、康众汽配、途虎养车等企业建立深度合作，有望乘下游客户业绩高增东风，静待国内汽车后市场拐点临近。

表 4：公司前五客户，跨境电商占比增加

2019 年前五大客户	年度销售占比	2023 年前五大客户	年度销售占比
Cardone Industries, Inc	46.67%	Dorman Products, Inc.	14.36%
Dorman Products, Inc	9.42%	Cardone Industries, Inc	13.69%
Arnott, LLC	8.19%	福州扬腾网络科技有限公司	8.53%
Schaeffler Group USA INC	3.54%	温州市晟沐贸易有限公司	8.28%
成都格罗西贸易有限公司	2.90%	深圳格罗西科技有限公司	6.37%
合计	70.72%	合计	51.23%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

积极打造自有品牌，提供全方位供应链服务。公司旗下品牌“超全”专注于高附加值汽车零部件的开发与销售，主要产品包括轮毂螺栓螺母、放油螺栓、偏心螺栓、机滤端盖等，车型覆盖率超过 98%。“拓曼”专注于全球汽车后市场非易损零部件的设计、开发与销售，主要产品涵盖制动、传动、空气悬架、电子电气等系统，车型覆盖率超 90%。两大品牌均提供全面供应链服务，拥有 800+国内服务网点，并推出 V 码查询系统，解决销售

便捷、车型匹配、质量保障及配送时效问题，所有产品符合原厂配套标准，具备中汽研认证与人保承保。

图 33: 拓曼品牌



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 34: 超全品牌

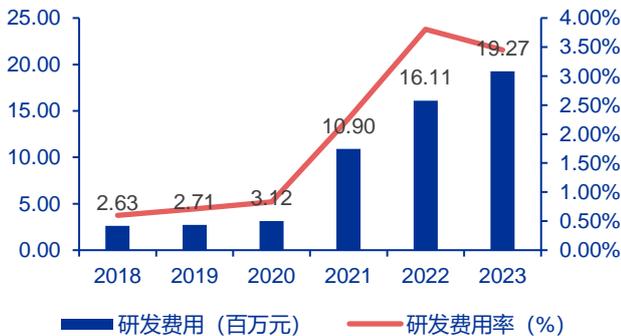


资料来源：公司官网，申万宏源研究

3.2 高研发投入提前布局前装市场，多 SKU 品类快速响应客户需求

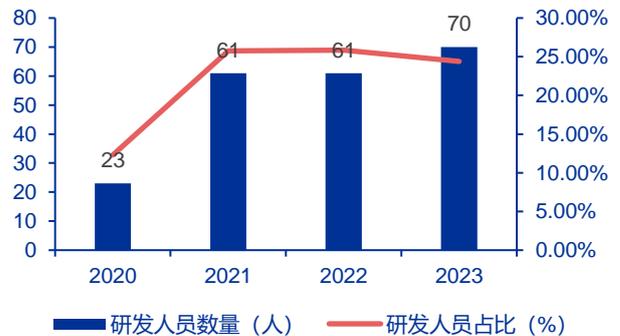
注重“软硬件”结合产品开发，持续高研发投入布局汽车电子市场。公司的研发费用从 2020 年的 312 万元迅速增长到 2023 年的 1927 万元，CAGR 为 48.87%，主要系公司布局汽车电子市场新产品所致；研发费用率从 2018 的 2.63% 增长到 2023 的 3.45%；研发人员从 2020 的 23 人增长到 2023 的 70 人。截止 2024 年 6 月 30 日，公司共取得 93 项专利技术（其中发明专利 10 项）、70 项计算机软件著作权，公司注重软硬件结合构建产品壁垒，对“软硬件”相结合产品（分动箱、分动箱电机等）以及新能源、汽车电子类产品（盲点监测系统、主动进气格栅、行人碰撞保护系统等）加大研发投入，为后续切入汽车前装市场打下坚实基础。

图 35: 2018-2023 研发费用及研发费用率



资料来源：Choice，申万宏源研究

图 36: 2020-2023 研发人员数量及占比



资料来源：Choice，申万宏源研究

SKU “一对多” 实现降本增效，精准、高效 SKU 投放争做非易损件市场“拼多多”。由于汽车品牌、型号多样性及消费者的个性化零配件需求，叠加汽车核心零部件技术快速迭代，汽车非易损件市场需求呈现“多品种、小批量、多批次、高要求”的特点。公司通过建立多条市场调研渠道，利用敏锐的市场嗅觉，积极根据客户需求进行新产品的研发和投放，截止 2023 年底，公司管理汽车电子 SKU 三万余项，并每年向市场投放 SKU 约 2000-3000 项，以精准、高效的 SKU 投放拓展市场份额，争做非易损件市场“拼多多”。同时，公司利用自身强信息流、资源流整合优势，对产品 SKU 信息进行整合，尽量实现 SKU 与产品“一对多”关系，实现降本增效。目前，公司积极布局子公司自有品牌建设，积极推动汽车电子类产品由代工生产转为自主生产，子公司拓曼电子已实现 100 余项汽车电子产品自产，覆盖制动、传动、空气悬挂、电子电气等多个系统。

图 37：公司部分产品



资料来源：公司官网，申万宏源研究

多维度布局切入前装市场，有望开辟公司新业务增量。公司技术储备充足，积极与主机厂开展前装合作。目前，公司部分产品已首次实现批量交货，锚点监测系统正与进行装车测试，有望为公司在前装市场传感器领域带来新业务增量。公司全资子公司青岛拓曼电子已于 2024 年 3 月取得了《IATF16949：2016 汽车质量管理体系认证证书》，获得前装市场“入场券”，未来公司有望作为 Tier2，受益于前装市场汽车电子订单放量。同时公司还在积极寻找一供并购标的，预计明年进入并购阶段，有望快速获得渠道资源和技术积累，加速前装市场布局。

3.3 多元化策略应对关税风险，募投项目实施完毕贡献稳定增量

公司采取多元化策略应对关税风险。美国非易损件市场为公司业务基本盘，面对美国政府换届带来的潜在关税风险，公司积极采取多元化措施应对加征关税为公司业务带来的潜在下行风险。具体来看：

1) 公司专注于生产半定制化及具有唯一性的产品，产品持续迭代升级，确保市场竞争力及定价权。公司优化产品结构，创新零部件开发，深化硬件与嵌入式软件融合，提升高复杂度零部件的研发能力，增强市场不可替代性，为应对关税变化提供抗风险能力。

2) 采取 FOB（离岸价）模式，能够与主要客户沟通关税事宜，分批次、分产品地调整价格，将关税成本压力与客户共同承担。即使关税进一步提升，公司通过与客户协商后的成本分摊模式，依然能够确保整体业绩目标的实现。对于现有产品，价格调整灵活，而对于半定制化或具有唯一性的产品，面对关税压力价格可能适当上调。

3) 设立泰国（股权：建邦科技 90%，青岛埃恩迪汽车配件公司 10%）和德国（全资）子公司，以应对基础零部件可能面临的关税风险。公司自主建立冶炼及工程生产线，增强供应链独立性与稳定性。同时，泰国工厂的设立有效地应对原产地追溯及关税风险。

表 5：终端售价与出厂价相比有较大利润空间，面对关税具备一定缓冲带

主营业务	2023 年营业收入 (万元)	总营业收入占比	代表产品	单价区间(美元)
制动系统	7,234.83	13.0%	制动卡钳	65.63-264.35
传动系统	17,734.23	31.8%	分动箱电机	113.99-1834.00
电子电气系统	8,020.83	14.4%	空气泵	199.99-597.99
转向系统	8,716.77	15.6%	转向助力泵	45.99-1669.99
发动系统	5,287.13	9.5%	气门室盖	62.99-767.99
汽车电子	3,491.80	6.3%	空调面板	300.22-653.99

资料来源：公司年报，Advance Auto Parts 官网，申万宏源研究

募投项目实施完毕，丰富产品提升抗风险能力。为匹配后市场“多品种、小批量、多批次、高要求”的需求特点，同时增加市场不可替代性以应对潜在关税风险，公司募投 1.31 亿元实施汽车非易损件新产品开发项目，项目涉及制动系统、智能电子系统、智能电机驱动系统和变速箱及传动部件的开发，达产后预计每年将为公司带来 2.79 亿元新增销售收入。为保证项目新产品具有充足的市场需求和较强市场竞争力，公司将募投项目由 36 个月延期至 54 个月完成，以进行充分的市场调研和论证，截至 2024 年年底，公司汽车非易损件新产品开发项目已实施完毕并达到预定可使用状态，公司产品开发能力和盈利能力进一步提升，提高了公司对潜在关税上行风险的应对能力。

表 6：汽车非易损件开发项目情况

名称	产品	项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
制动系统	EPB 电子制动器	数量 (万件)	.	.	.	.	.	.	.
		单价 (元/件)	400	400	400	400	400	400	400

		金额 (万元)	1,200	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
智能电子系统	AGS (智能主动进气格栅)	数量 (万件)	2.4	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
		单价 (元/件)	800	800	800	800	800	800	800
		金额 (万元)	1,920	3,200	3,200	3,200	3,200	3,200	3,200
	EPS (电子助力转向器)	数量 (万件)			1.2	2.0	2.0	2.0	2.0
		单价 (元/件)			2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
		金额 (万元)			2,400	4,000	4,000	4,000	4,000
雨量感应式雨刮电机	数量 (万件)	1.2	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	
	单价 (元/件)	600	600	600	600	600	600	600	
	金额 (万元)	720	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	
智能电机驱动系统	电控 EGR 阀	数量 (万件)	1.2	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
		单价 (元/件)	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
		金额 (万元)	1,800	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
变速箱及传动部件	传动系统零部件	数量 (万件)	0.9	1.5	2.1	3.0	3.0	3.0	3.0
		单价 (元/件)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
		金额 (万元)	1,800	3,000	42,000	6,000	6,000	6,000	6,000
	自动变速箱零部件	数量 (万件)		0.9	1.8	3.0	3.0	3.0	3.0
		单价 (元/件)		1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
		金额 (万元)		1,350	2,700	4,500	4,500	4,500	4,500
	AMT 变速箱配件	数量 (万件)			2.4	4.0	4.0	4.0	4.0
		单价 (元/件)			1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
		金额 (万元)			2,400	4,000	4,000	4,000	4,000
合计新增销售收入 (亿元)			0.74	1.38	2.11	2.79	2.79	2.79	2.79

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

4. 盈利预估与估值分析

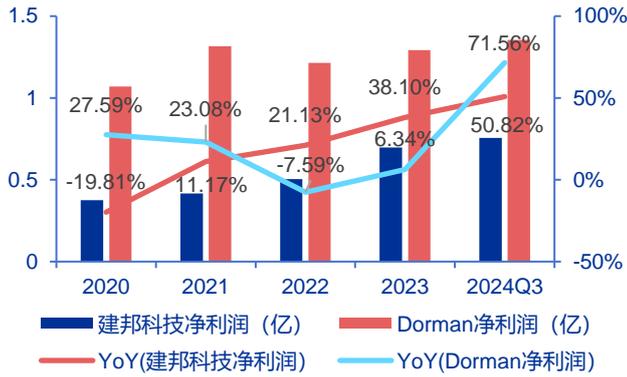
建邦科技轻资产经营与 Dorman 相似, 高性价比+高净利率凸显成本优势。运营模式:

Dorman 将主要精力放在产品的调查、开发设计和销售上, 生产基本是委托外部厂商进行; 公司目前主要运营模式相同, 赖外部制造商进行生产, 同时在产品研发和市场销售方面保持自主控制。**产品定位:** Dorman 产品定位逻辑是专注市场上 hard-to-find 零部件进行调查与开发, 填补市场空白; 公司则通过调查和研发具有“新、奇、特”特征的非易损零部件, 理念类似。**产品定价:** 公司产品均价整体低于 Dorman, 具备更高性价比的同时保持了更高的净利率。

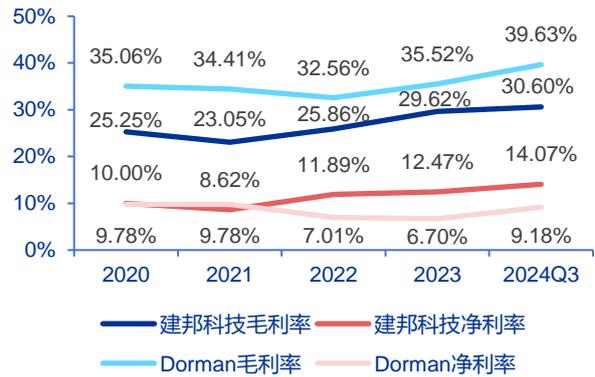
Dorman 成长路径具有可复制性, 我们认为公司将有望成为中国市场的 Dorman。随着美国汽车后市场行业的竞争逐步加剧, 行业集中度的提升正在成为不可逆的趋势。Dorman 等领军企业通过强大的品牌效应、创新能力以及规模效应, 逐渐占据市场主导地位, 并且在行业整合过程中受益匪浅。中国汽车后市场正处于高速发展期, 在行业集中度持续提升的背景下, 公司作为深耕行业多年的平台化供应商, 将凭借供应链整合能力及技术创新优势, 有望在中国汽车后市场的发展浪潮中尽享红利。

图：建邦科技、Dorman 归母净利润情况

图：建邦科技、Dorman 毛利率与净利率



资料来源: Choice, 申万宏源研究



资料来源: Choice, 申万宏源研究

24 年跨境电商需求爆发驱动，公司乘下游客户业绩高增东风，海外市场稳健成长，汽车电子有望成新增长极。我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 7.37/9.02/10.91 亿元，对应增速分别为 32.01%/22.40%/20.92%，归母净利润分别为 1.01/1.19/1.37 亿元，对应增速分别为 45.60%/17.40%/14.69%。

核心假设：

- 1) **传动系统受益于设备升级需求和新能源汽车渗透率提升，有望保持高增量。**预计 2024-2026 年传动系统营收为 2.41/3.14/4.01 亿元，对应增速分别为 36%/30%/28%，毛利率为 31.00%/29.45%/27.98%。
- 2) **自动驾驶技术推进带动转向系统需求高增，预计转向系统销量在国内外市场持续增长。**预计 2024-2026 年转向系统营收为 1.18/1.47/1.77 亿元，对应增速分别为 35%/25%/20%，毛利率为 25.41%/24.14%/22.93%。
- 3) **汽车电子受益于国内新能源持续放量，电动化和智能化技术的推动，预计将推动关键电子元件需求增长。**预计 2024-2026 年汽车电子营收为 0.87/1.22/1.65 亿元，对应增速分别为 150%/40%/35%，毛利率为 41.63%/39.96%/38.76%。

表 7：建邦科技主营拆分

单位: 百万	2023	2024E	2025E	2026E
制动系统	72.35	78.14	81.26	82.89
YoY	31.58%	25.65%	16.38%	42.30%
毛利率	28.79%	29.37%	27.90%	26.50%
传动系统	177.34	241.19	313.54	401.33
YoY	32.98%	36.00%	30.00%	28.00%
毛利率	30.58%	31.00%	29.45%	27.98%
电子电气系统	80.21	94.65	106.00	116.60
YoY	13.57%	18.00%	12.00%	10.00%
毛利率	30.57%	30.88%	29.33%	27.87%
转向系统	87.17	117.68	147.10	176.51
YoY	14.49%	35.00%	25.00%	20.00%
毛利率	26.75%	25.41%	24.14%	22.93%
发动系统	52.87	53.93	55.01	56.11

YoY	3.02%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利率	24.34%	23.85%	22.66%	21.53%
汽车电子	34.92	87.30	122.21	164.99
YoY	227.90%	150.00%	40.00%	35.00%
毛利率	42.05%	41.63%	39.96%	38.76%
其他	53.57	64.29	77.14	92.57
YoY	63.21%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	27.95%	27.95%	27.25%	27.72%
总计	558.43	737.15	902.27	1091.01
YoY	31.93%	32.01%	22.40%	20.92%
毛利率	29.62%	30.39%	29.25%	28.31%

资料来源：Wind，申万宏源研究

敏感性分析：公司 2024 年海外业务中北美占比超过 80%，因考虑到特朗普当选后加征关税风险，或将对公司归母净利润产生较大影响，我们对公司 2025 年归母净利润进行敏感性分析。我们预计 2025 年公司营业收入（不额外加征关税）为 902.27 百万元，公司出口美国的业务占比为 45%，客户、公司和供应商承担关税的比例如下表所示。由于公司 2025 年新产品可将关税成本可体现在售价中，不影响当年公司归母净利润，且公司每年推出 SKU2000-3000 个（公司目前管理约 3 万多个 SKU），我们预计影响公司净利润的产品约占营收的 92.31%（ $(1-2500/32500) * 100\%$ ）。故加征关税对于公司归母净利润的影响可由下式算出：

对净利润的影响（百万元）=902.27*45%*92.31%*（公司承担关税比例）

假设特朗普关税增加至 25%/35%/60%，我们预计公司 2025 年归母净利润将分别为 119.10/107.86/89.12 百万元，YoY 分别为+17.39%/+6.30%/-12.17%，主要系：

1) 上一轮加征关税至 25%，由于公司采用 FOB 计价模式，目前 25%关税成本都由客户承担，公司毛利率不降反增，**主要系公司专注于生产半定制化及具有唯一性的产品**，通过持续技术升级和产品迭代，不断提升公司市场竞争力及议价能力，对潜在关税上行风险具有较强的应对能力。若依旧征收 25%关税，对公司归母净利润影响较小；

2) 若加征 10%至 35%关税，由于公司产品具有较强不可替代性，预计客户将承担 30%-35%的关税成本，公司只需承担 0-5%（取中值 3%），预计对公司归母净利润影响为 1124 万元；

3) 若加征 35%至 60%关税，预计客户将承担 45%左右的关税成本，其余 15%将由公司与供应商共同承担，短期内将对公司营收、净利带来一定影响，预计对公司归母净利润的影响为 2998 万元，但随着公司持续快速推出高毛利新产品，将逐步熨平加征关税带来的净利下降，长期恢复净利正增长。

公司轻资产经营模式与 Dorman 相似，凭借供应链整合能力及技术创新优势进一步扩展市场份额，专注于生产半定制化及具有唯一性的产品，公司可以通过不断技术迭代以应对加征关税对公司的不利影响，且加征关税将使市场竞争力弱的企业快速出清，公司市场

空间将进一步扩大。长期来看，此次关税上行风险不会对公司盈利能力带来较大影响，公司业绩仍将维持稳步增长态势。

表 8：加征关税比例不同情况下对公司 2025 年归母净利润的影响

加征关税比例	关税承担结构			对归母净利润影响 (百万元)	2025 归母净利润 (百万元)	净利率	YoY
	客户	供应商	公司				
25%	25%	0%	0%	0	119.10	13.20%	17.39%
35%	30%-35%	0%	0-5%	(11.24)	107.86	11.95%	6.30%
60%	45%	7%-8%	7%-8%	(29.98)	89.12	9.88%	-12.17%

资料来源：申万宏源研究

注：加征关税比例为 35% 时，公司承担关税取中值 3%

我们采用相对估值法对公司进行估值分析。公司业务主要为汽车零部件非易损部件的开发、设计、销售，主要产品涵盖制动系统、发动机系统、转向系统、传动系统、电子电气系统和汽车电子等领域，未来主要增长主要来自于汽车电子、传动系统、转向系统及电子电气系统等方向。可比公司主要为途虎-W、斯菱股份和冠盛股份。

途虎-W：中国领先的线上线下一体化汽车服务平台，围绕汽车售后市场开展业务，主营业务涵盖汽车易损件和非易损件的维保服务，主要包括轮胎和底盘零部件业务、汽车保养业务和其他业务。途虎养车是公司的主要下游客户之一，双方在业务发展和市场增长方面具有较高的可比性。

斯菱股份：国内汽车后市场轴承行业领先企业，境外收入占比在 70% 左右，客户主要以贸易商和独立品牌商为主，主要产品包括轮毂轴承单元、轮毂轴承、离合器、涨紧轮及惰轮轴承和圆锥轴承等。

冠盛股份：主要从事汽车底盘系统零部件传动轴总成、等速万向节、轮毂轴承单元等产品的研发、生产、制造和配套服务，业务集中在海外市场，海外营业收入占比约为 92%。

估值：公司积极布局汽车电子领域，每年向市场投放 2000-3000 个 SKU，为公司业绩提供新驱动力，并与境内外知名企业 Cardone、Dorman、途虎养车等建立长期稳定的合作关系，有望乘下游客户业绩高增东风进一步提高市场份额。公司设立泰国工厂以应对潜在关税风险，目前泰国订单充足，后续有继续扩产计划。随着公司募投项目实施完毕，公司营收、净利有望迎来新一轮增长。

我们采用 PE 估值法对公司进行估值，给予公司“买入”评级。我们预计公司 24-26E 归母净利润 1.01/1.19/1.37 亿元，给予公司 2025 年可比公司平均的 20 倍 PE，目标市值 24 亿元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

表 9：可比公司情况

证券代码	证券简称	股价	市值	盈利预测(百万元)			PE			
		(元/股)	(亿元)	2025/1/13	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
.HK	途虎-W	.	.	.	.	.	.	.	.	.
301550.SZ	斯菱股份	76.30	84	196	231	272	43	36	31	

605088.SH	冠盛股份	22.95	42	317	390	457	13	11	9
平均值							27	20	17
837242.BJ	建邦科技	24.91	16	101	119	137	16	14	12

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：斯菱股份 24Q1-3 归母净利润 YoY+28.13%，增速较快，故 PE 估值较高。

5.风险提示

关税增加风险。特朗普上台后计划对中国商品征收 60%的统一关税。公司销售往美国的产品可能会造成在美价格上升，价格竞争力下降，从而影响市场需求及订单量。

新能源汽车维保需求不及预期风险。新能源汽车的维保需求与保有量密切相关。若未来新能源汽车的推广速度放缓，保有量增长低于预期，将直接影响维修保养市场的规模扩张。

海外产能推进不及预期风险。公司在泰国设立控股子公司生产铸造类零部件，是公司首次在海外设立生产类公司，可能存在不能按计划投产的风险。如泰国工厂的建设进度可能会受到当地基础设施建设速度、施工质量以及当地政府政策对外投资政策变更等因素的影响，导致投产时间推迟，进而影响公司在海外市场的产能布局和业务拓展计划。

技术与研发风险。新能源汽车和汽车电子技术发展迅速，若公司在技术更新和研发方面滞后，将无法满足市场对新技术产品的需求。若在软硬件结合产品的研发上未能跟上行业发展趋势，将影响公司的竞争力。

财务摘要

合并损益表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	423	558	737	902	1,091
营业收入	423	558	737	902	1,091
制动系统	48	72	78	81	83
传动系统	133	177	241	314	401
电子电气系统	71	80	95	106	117
转向系统	76	87	118	147	177
发动系统	51	53	54	55	56
汽车电子	11	35	87	122	165
其他	33	54	64	77	93
营业总成本	373	469	604	745	911
营业成本	314	393	513	638	782
制动系统	36	52	55	59	61
传动系统	98	123	166	221	289
电子电气系统	52	56	65	75	84
转向系统	56	64	88	112	136
发动系统	40	40	41	43	44
汽车电子	8	20	51	73	101
其他	24	39	46	56	67
税金及附加	0	0	1	1	1
销售费用	21	28	32	39	47
管理费用	27	29	35	41	49
研发费用	16	19	22	26	32
财务费用	-5	-1	0	0	0
其他收益	9	0	0	0	0
投资收益	6	5	5	5	5
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	2	-3	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	68	92	139	163	186
营业外收支	1	0	0	0	0
利润总额	69	92	139	163	186
所得税	18	22	38	44	49
净利润	50	70	101	119	136
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	50	70	101	119	137

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	50	70	101	119	136
加：折旧摊销减值	17	24	45	52	58
财务费用	-5	0	0	0	0
非经营损失	-6	-5	-5	-5	-5
营运资本变动	22	-31	-11	12	29
其它	4	9	0	0	0
经营活动现金流	84	65	131	178	218
资本开支	28	29	26	50	57
其它投资现金流	6	5	5	5	5
投资活动现金流	-22	-24	-21	-45	-52
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	0	0	6	-8	0
支付股利、利息	6	53	14	20	24
其它融资现金流	-	-	-	-	-

融资活动现金流	-8	-40	-9	-28	-24
净现金流	60	0	101	105	142

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	540	629	756	908	1,088
现金及等价物	308	306	407	512	654
应收款项	111	185	185	185	185
存货净额	99	117	143	190	228
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	22	20	20	20	20
长期投资	1	0	0	0	0
固定资产	39	44	25	24	24
无形资产及其他资产	24	30	29	28	27
资产总计	604	702	810	960	1,139
流动负债	133	193	214	265	332
短期借款	0	2	8	0	0
应付款项	115	181	196	255	322
其它流动负债	17	10	10	10	10
非流动负债	5	3	3	3	3
负债合计	138	197	218	269	336
股本	62	65	65	65	65
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	175	195	195	195	195
其他综合收益	-2	-2	-2	-2	-2
盈余公积	22	28	38	49	61
未分配利润	209	219	298	385	486
少数股东权益	0	0	0	0	-1
股东权益	467	505	592	691	803
负债和股东权益合计	604	702	810	960	1,139

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。