

建邦科技（837242）

高毛利汽车电子产品自产转型，跨境电商订单增长可期

增持（首次）

2025 年 01 月 20 日

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书：S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

证券分析师 余慧勇

执业证书：S0600524080003

yuhy@dwzq.com.cn

研究助理 薛路熹

执业证书：S0600123070027

xuelx@dwzq.com.cn

研究助理 武阿兰

执业证书：S0600124070018

wual@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	423.28	558.43	786.45	910.25	1,045.56
同比	(12.05)	31.93	40.83	15.74	14.87
归母净利润（百万元）	50.44	69.65	106.13	119.47	139.41
同比	21.13	38.10	52.37	12.57	16.69
EPS-最新摊薄（元/股）	0.77	1.06	1.61	1.81	2.12
P/E（现价&最新摊薄）	36.15	26.17	17.18	15.26	13.08

投资要点

■ **建邦科技：国内领先的汽配后市场非易损零件供应链服务商。**公司成立于 2004 年，致力于汽车后市场非易损零部件的开发、设计与销售，借助全球汽车零部件平台化发展优势，公司海内外市场同步销售，形成了境内和境外两个市场平衡兼顾、线上线下两种渠道协同发展的市场结构，与海外知名客户卡多恩、多尔曼、舍弗勒，国内大型汽配连锁企业三头六臂汽配、康众汽配、途虎养车，以及国内汽配跨境电商扬腾科技、晟沐贸易等开展合作。2024 年公司延续增长态势，前三季度实现归母净利润 0.76 亿元，同比增长 50.8%；根据公司业绩预告，2024 年全年公司预计实现 45.01%~55.06%的归母净利润增速。

■ **“保有量+车龄”双效驱动，中国汽车后市场未来增长可期。**汽车后市场规模与汽车保有量及车龄紧密相关，其中 1）欧美汽车后市场较为成熟，规模将保持稳步增长。根据 Auto Care Association 数据，2023 年美国汽车售后市场总销售额同比增长 8.6%达到 3910 亿美元，预计 2025-2027 年期间将以 4.5%的年均复合增速增长至 4720 亿美元。2）中国汽车产业起步发展相对较晚，平均车龄远低于欧美。未来，伴随“车龄+保有量”双效驱动，以及新能源汽车新车渗透率及保有量的提升，中国汽车后市场有望迎来高速发展。根据灼识咨询，2022 年中国汽车服务市场规模约 1.24 万亿元，2022-2027 年均复合增长率达 9.3%。

■ **高端汽车电子产品自产转型，跨境电商订单增长可期。**1）**产品优势：**公司将多品种、小批量、多批次、高要求的需求汇总，涵盖境内外近 400 家供应商的成熟供应体系保障了产品质量和交货稳定性，并有效降低采购成本。截至 2024 年 8 月，公司产品涉及制动/传动/电子电气/转向/发动/汽车电子六大系统，合计管理 SKU 3 万余个，每年投放新品 SKU 2-3 千个。2）**自产转型：**积极布局汽车电子领域，推动生产方式微转型，截至 2024H1 共管理汽车电子 SKU 300 余项，子公司拓曼电子自产 100 余项。3）**渠道拓展：**推动“线上、线下、境内、境外”协同发展，加大对国内线下客户及跨境电商客户开拓，订单量稳步增加，2023 年中国大陆收入同比+67.7%，占总收入的比重进一步提升至 42.7%。截至 2024H1，公司开拓电商客户数十家，得益于海外市场汽车零部件线上化进程加快，以国内跨境电商类客户为代表的线上订单增长速度较快，2024H1 中国大陆收入同比+66%，占总收入的比重进一步提升至 53.64%。

■ **盈利预测与投资评级：**公司高毛利汽车电子新品有望持续放量，同时积极拓展销售渠道以适应汽配市场线上化趋势，业绩有望快速增长。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.06/1.19/1.39 亿元，当前股价对应动态 PE 为 17.18/15.26/13.08 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

■ **风险提示：**1）海外建厂引起的综合风险。2）中美贸易摩擦引起的经营风险。3）市场竞争加剧的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	27.69
一年最低/最高价	11.69/39.89
市净率(倍)	3.20
流通 A 股市值(百万元)	1,018.07
总市值(百万元)	1,823.06

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.65
资产负债率(% ,LF)	28.05
总股本(百万股)	65.84
流通 A 股(百万股)	36.77

相关研究

内容目录

1. 建邦科技：国内领先的汽车后市场非易损零件供应链服务商	4
1.1. 二十年行业深耕积累，打造国内领先的汽配后市场供应链服务商	4
1.2. 专注汽配后市场非易损零件，车型覆盖率超九成	5
1.3. 高毛利汽车电子产品增速显著，国内市场销售收入稳步提升	6
2. “保有量+车龄”双效驱动，中国汽车后市场未来可期	8
2.1. 海外汽车后市场稳步增长，国内迎“保有量+车龄”双效驱动	8
2.2. 中国汽车后市场格局分散，独立售后市场具备高增长潜力	11
3. 高端汽车电子产品自产转型，跨境电商订单增长可期	13
3.1. 产品优势：研发设计与供应链管理卓越，长尾布局超 3 万+SKU	13
3.2. 自产转型：推动汽车电子产品自产，设立泰国子公司建设海外产能	16
3.3. 渠道拓展：“线上、线下、境内、境外”协同发展，跨境电商订单增速显著	17
4. 盈利预测与投资建议	19
5. 风险提示	21

图表目录

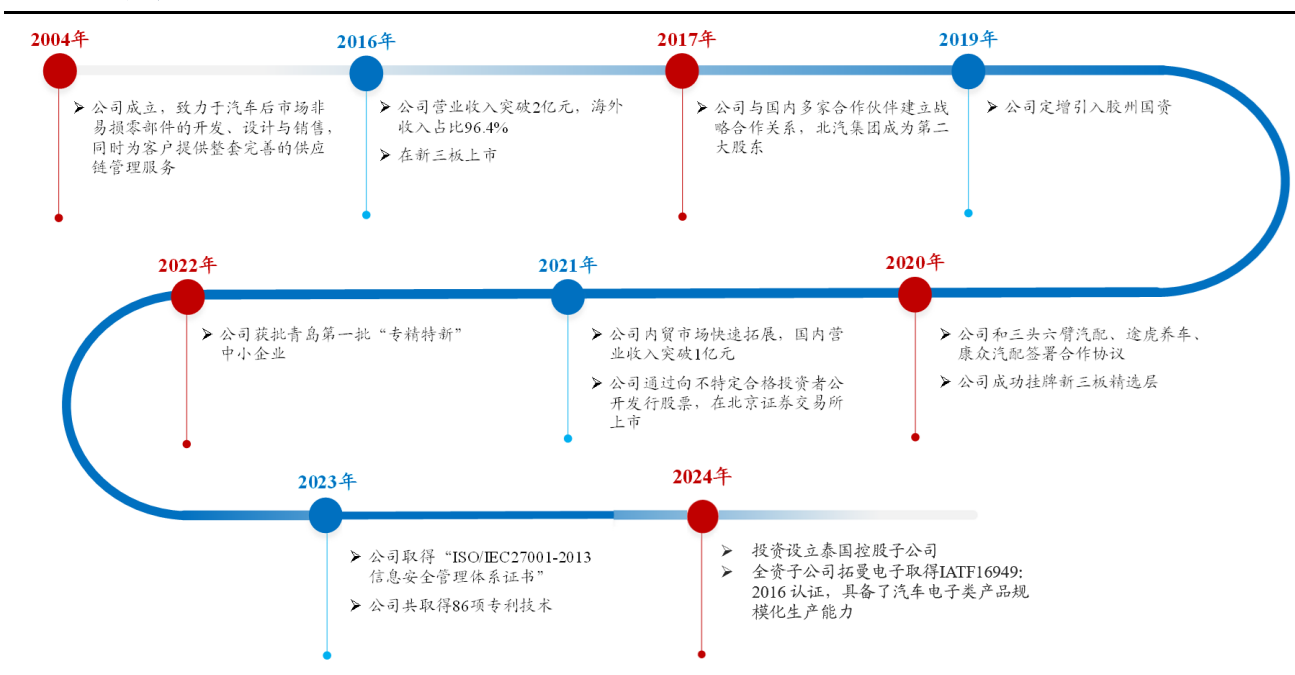
图 1:	建邦科技发展历程.....	4
图 2:	建邦科技股权结构图（截至 2025 年 1 月 15 日）.....	5
图 3:	公司产品主要涉及的汽车系统.....	5
图 4:	“超全”品牌小程序 V 码查询系统.....	6
图 5:	2020-2024 年前三季度营业收入及同比增速	6
图 6:	2020-2024 年前三季度归母净利润及同比增速	6
图 7:	2020-2024H1 公司分产品营业收入	7
图 8:	2020-2024H1 公司分地区营业收入	7
图 9:	2019-2024Q1-3 公司毛利率与净利率情况	8
图 10:	2019-2024Q1-3 公司期间费用率情况	8
图 11:	汽车后市场的业务常见分类.....	8
图 12:	美国汽车平均年龄（年）	9
图 13:	2013-2022 年美国汽车保有量	9
图 14:	中国汽车保有量.....	9
图 15:	2018-2027 年中国乘用车平均车龄	9
图 16:	2019-2028 年我国汽车后市场规模	10
图 17:	中国乘用车保有量中的新能源汽车渗透率.....	10
图 18:	新能源车和燃油车保养及维修服务比较.....	10
图 19:	燃油汽车/PHEV/纯电动汽车于整个生命周期内进行定期保养及维修的年度开支比较 （假设燃油汽车的年度开支为 100）	11
图 20:	中国汽车服务业价值链简介.....	11
图 21:	2022 年按汽车服务收入计算的 IAM 门店中国市场份额.....	12
图 22:	获授权经销商与 IAM 门店的比较.....	12
图 23:	2018-2027E 汽车后市场份额情况.....	13
图 24:	建邦科技所处汽车后零部件市场的产业链环节	14
图 25:	公司 2023 年部分在研项目	16
图 26:	公司子公司分布情况.....	16
图 27:	2020-2024H1 境内外业务营收毛利率	17
图 28:	2020-2024H1 境内外业务营业收入占比（%）	17
图 29:	传统多级分销、M2B2b2c 和 S2c 的三种模式对比.....	18
图 30:	分业务盈利预测.....	20
图 31:	可比公司估值表（截至 2025 年 1 月 20 日）	21
表 1:	公司主要产品介绍.....	14
表 2:	建邦科技部分客户简介.....	17

1. 建邦科技：国内领先的汽车后市场非易损零件供应链服务商

1.1. 二十年行业深耕积累，打造国内领先的汽配后市场供应链服务商

中国领先的汽车后市场供应链服务商，专注非易损零部件。建邦科技(证券代码：837242.BJ)成立于2004年，致力于汽车后市场非易损零部件的开发、设计与销售，同时为客户提供整套完善的供应链管理服务。公司在汽车后市场零部件领域拥有二十年的行业经验，确立“立足中国，服务全球；全球采购，全球销售”的总体战略，培养了一支国际化营销团队，借助全球汽车零部件平台化发展优势，公司海内外市场同步销售，形成了境内和境外两个市场平衡兼顾、线上线下两种渠道协同发展的市场结构，与海外知名客户卡多恩、多尔曼、舍弗勒，国内大型汽配连锁企业三头六臂汽配、康众汽配、途虎养车，以及国内汽配跨境电商扬腾科技、晟沐贸易等开展合作。2016年，公司在新三板上市，并获得“优秀新三板公司”称号；2021年登陆北交所上市；2022年获评第一批青岛市“专精特新”中小企业。

图1：建邦科技发展历程

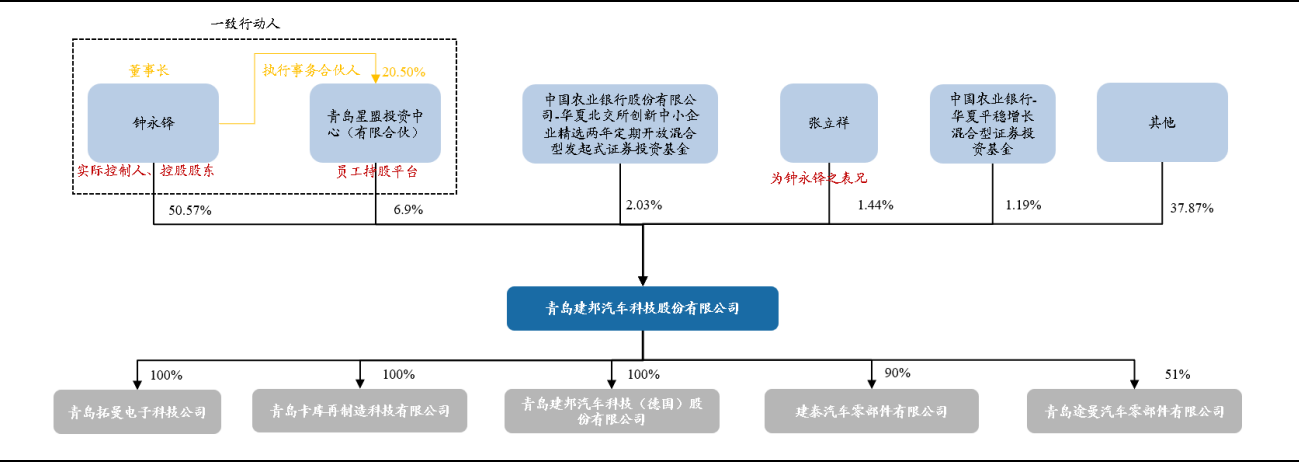


数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

股权结构较为集中，董事长合计控股约57%。截至2025年1月15日，董事长钟永铎先生直接持有公司50.57%的股份，为公司控股股东，并通过公司员工持股平台青岛星盟投资中心（有限合伙）间接持有公司1.41%的股份，且与该员工持股平台为一致行动人，由此董事长钟永铎先生合计控制公司57.47%的股份，为公司实际控制人。在子公司方面，公司共有青岛拓曼电子科技有限公司（持股100%）、青岛卡库再制造科技有限公司（持股100%）、青岛建邦汽车科技（德国）股份有限公司（持股100%）、建泰汽车

零部件有限公司（持股 90%）和青岛途曼汽车零部件有限公司（持股 51%）5 家控股子公司，负责汽车零部件的开发、设计和销售，有助于公司进一步发挥供应链协同优势。

图2：建邦科技股权结构图（截至 2025 年 1 月 15 日）



数据来源：天眼查，东吴证券研究所

1.2. 专注汽配后市场非易损零件，车型覆盖率超九成

打造后市场全车部件多品种体系，积极布局新能源和汽车电子新品。建邦科技市场定位为汽车零部件产品供应服务平台，具有全车部件设计开发能力、标准测试能力、产品质量管控能力、覆盖全球主要区域的汽配供应链管理及交付能力。公司对外销售的主要零配件种类繁多，汽车主要产品系统均有所涉及，包括制动、传动、电子电气、转向、发动、汽车电子等。截至 2024 年 8 月，公司管理 SKU 共计 3 万余个。

图3：公司产品主要涉及的汽车系统



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

打造自主品牌“拓曼”与“超全”，车型覆盖率超九成。1) 公司旗下品牌“拓曼”：定位国内汽车后市场，包括打气泵、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，覆盖国内乘用车 90% 以上的车型及品牌，包括奔驰、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。2) 公司旗下品牌“超全”：主营产品有轮毂螺丝螺母、放油螺丝、偏心螺栓、机滤端盖等附加值较高的汽车附件品类，车型覆盖率达98%以上，正在全国地县市的销售渠道加速布局，且公司强力推出了品牌相关的V码查询系统，解决了维修终端销售便捷、车型匹配、质量保障、配送时效的难题。

图4：“超全”品牌小程序V码查询系统

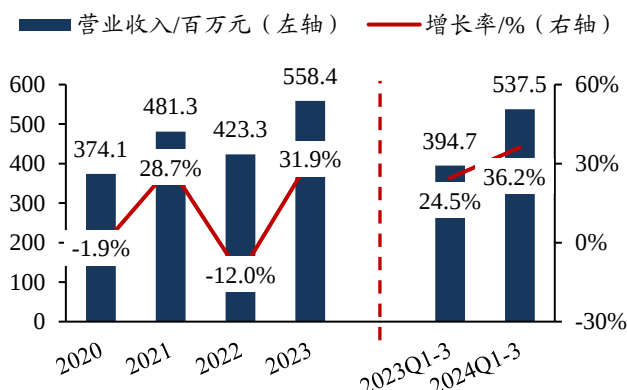


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.3. 高毛利汽车电子产品增速显著，国内市场销售收入稳步提升

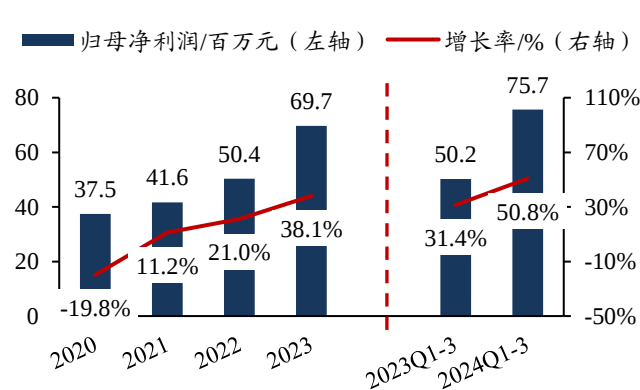
业绩体量持续稳步增长，新产品放量增厚收益。2020-2023年，公司实现营业收入3.74/4.81/4.23/5.58亿元，年均复合增速14.3%；实现归母净利润0.37/0.42/0.50/0.70亿元，年均复合增速23.0%。其中，2023年公司营业收入同比增速31.9%；归母净利润同比增速38.1%，主要系全球公共卫生事件结束，公司相关业务人员增加参与汽车零配件展会，拓展国内外客户，国内外订单量相应增加，呈现出明显的复苏态势。2024Q1-3公司延续增长态势，实现营业收入5.37亿元，同比增长36.2%；实现归母净利润0.76亿元，同比增长50.8%。根据公司业绩预告，2024全年公司预计实现45.01%~55.06%的归母净利润增速。

图5：2020-2024年前三季度营业收入及同比增速



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

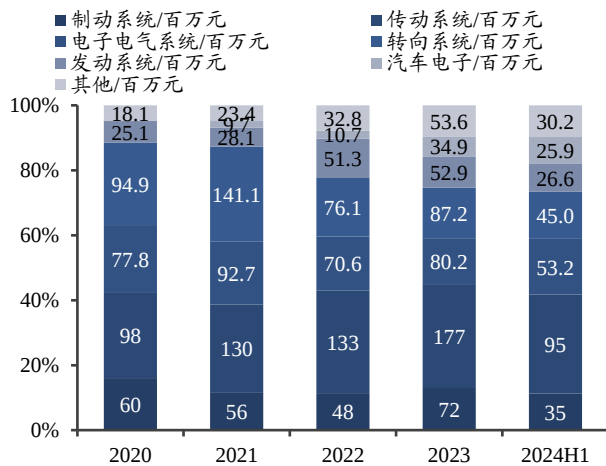
图6：2020-2024年前三季度归母净利润及同比增速



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

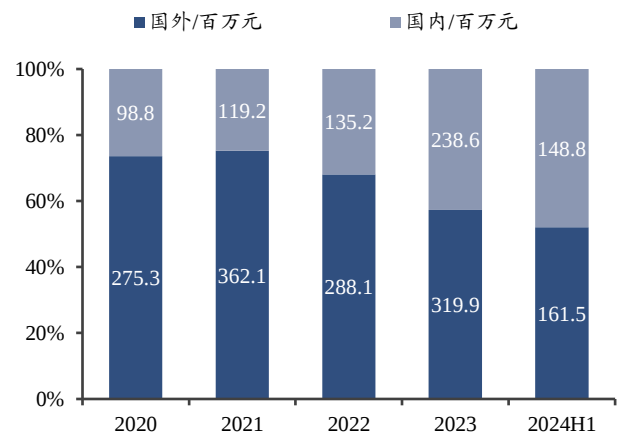
加快产品迭代升级，高毛利汽车电子产品增长态势良好。分产品来看，2024H1 公司传动/电子电气/转向/制动/发动/汽车电子/其他系统业务营收占比分别为 30%/17%/15%/11%/9%/8%/10%，毛利率分别为 27.95%/29.79%/24.47%/27.28%/23.61%/40.90%/22.01%。随着安装有大量汽车电子类产品和微电机类产品的汽车“保有量”和“车龄”双增长，对汽车电子类产品和电机类产品后装市场形成了较大的促进作用，推动公司提前预研的相关产品销量不断提高，汽车电子类产品订单保持良好的增长态势，2024H1 汽车电子产品实现销售收入 2590.4 万元，同比增长 92.70%。分销售区域来看，公司加大对国内线下客户以及跨境电商类客户的开拓，两类客户的订单量稳步增加，使得近年来公司国内市场销售收入持续稳定上升，2023 年中国大陆收入同比+67.7%，占总收入的比重进一步提升至 42.7%。

图7：2020-2024H1 公司分产品营业收入



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

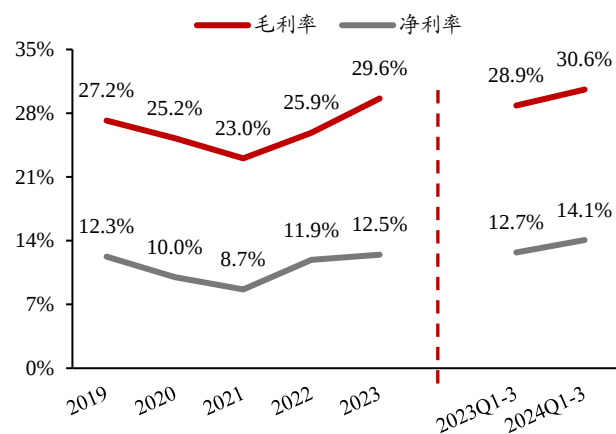
图8：2020-2024H1 公司分地区营业收入



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

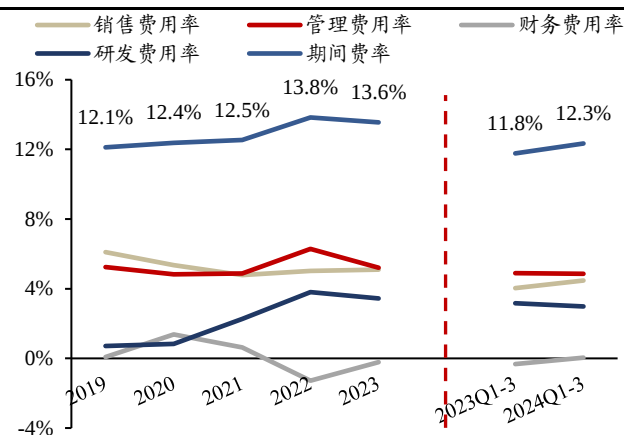
期间费用率保持稳定，加大研发投入夯实技术壁垒。公司毛利率由 2020 年的 25.2% 上升至 2023 年的 29.6%。2024Q1-3 公司毛利率同比+1.75pct 至 30.60%，主要系公司近两年开发的具有较高技术含量、较高附加值的大批新产品在 24Q3 完成了批量交付。同时订单的不断增加、产能的持续释放也进一步摊薄了相关产品的固定成本，从而带来毛利率的提升。同时，公司费用率整体保持稳定，其中 2020-2023 年销售费用占总收入比重分别为 5.3%/4.8%/5.0%/5.1%，趋势平稳维持在 5% 左右；公司高度重视技术创新，不断加大研发投入，2020-2023 年研发费用率由 0.8% 提升至 3.4%，不断夯实技术壁垒。

图9：2019-2024Q1-3 公司毛利率与净利率情况



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

图10：2019-2024Q1-3 公司期间费用率情况



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

2. “保有量+车龄”双效驱动，中国汽车后市场未来可期

2.1. 海外汽车后市场稳步增长，国内迎“保有量+车龄”双效驱动

汽车后市场指汽车售后到报废过程中的交易活动，市场需求与车龄与保有量紧密相关。汽车后市场指汽车完成销售后，消费者围绕汽车使用到最终出售或报废回收各环节所产生的交易和服务活动，中国汽车工业协会将汽车后市场业务分为九大类，包括汽车配件供应、售后维修服务、汽车后装、汽车金融、二手车及汽车租赁、汽车文化、汽车报废回收及再制造、汽车专业市场等。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。一般而言，经济发展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，汽车更新速度下降，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。

图11：汽车后市场的业务常见分类

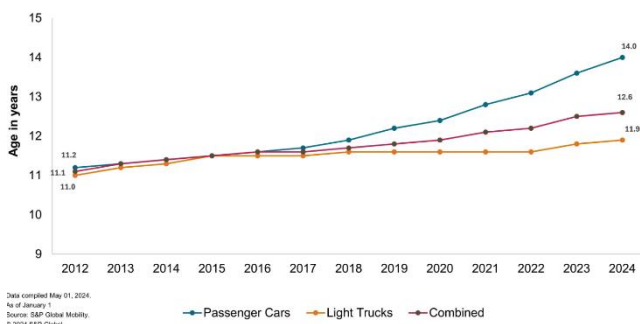
序号	类型	具体业务范围
1	汽车配件供应类	包括配件生产厂家的直销体系、配件经销商、配件销售集散地、配件电商等；
2	售后维修服务类	包括汽车维修、汽保设备的生产和销售、维修技术的提供和培训等；
3	汽车后装类	包括汽车美容、快修、养护及相关产品、汽车装饰及相关产品、汽车改装及相关产品等(含汽车性能、外观、音响、视频、导航、通讯等改装)；
4	汽车金融类	包括汽车信贷、汽车保险、经销商及后市场企业融资等；
5	二手车及汽车租赁类	包括二手车经销、拍卖、经纪、车辆租赁等；
6	汽车文化类	包括汽车文化产业(汽车媒体、图书、汽车音乐、汽车电影院、汽车餐厅、汽车旅馆等)汽车赛事、汽车俱乐部(自驾游、安全培训等)、汽车行业人才培养、认证等；
7	汽车报废回收及再制造类	包括汽车报废回收、相关汽车零部件的再制造等；
8	汽车专业市场类	包括新车销售、维修、配件供应、物流配送、电子商务及其他汽车相关业务的综合市场、园区等；
9	其他	上述类别没有涉及或新出现的汽车后市场业务类别。

数据来源：中国汽车工业协会，东吴证券研究所

欧美汽车后市场较为成熟，规模将保持稳步增长。根据 Ceicdata 数据，2022 年美国汽车保有量约为 2.83 亿辆，车辆平均车龄在近十年一直处于上升状态，S&P Global

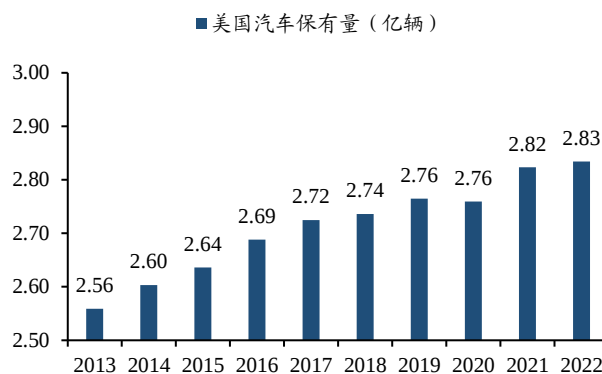
Mobility 显示, 2024 年美国汽车平均车龄已达到 12.6 年。欧洲汽车后市场的发展阶段与结构特征与美国市场较为相近, 欧洲汽车工业协会数据显示, 2022 年欧盟道路汽车数量达到 2.52 亿辆。另外, 根据 Statista 统计数据, 欧盟道路汽车平均车龄从 2017 年的 11.1 年增长至 2022 年的 12.3 年, 增幅约 11%。从汽车后市场规模来看, 根据 Auto Care Association 数据, 2023 年美国汽车售后市场总销售额同比增长 8.6% 达到 3910 亿美元, 展望未来, 随着通胀影响的逐渐消退, 预计 2025-2027 年期间将以 4.5% 的年均复合增速增长至 4720 亿美元的市场规模。

图12: 美国汽车平均年龄(年)



数据来源: S&P Global Mobility, 东吴证券研究所

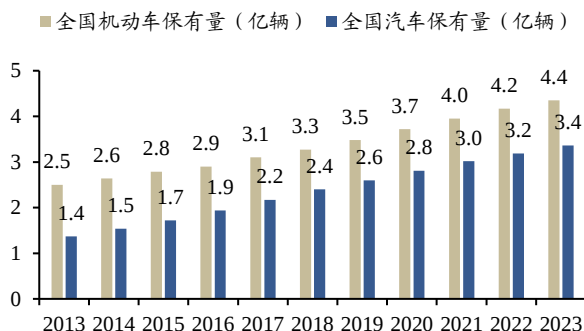
图13: 2013-2022 年美国汽车保有量



数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

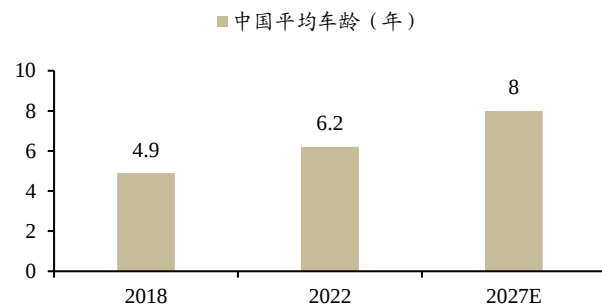
中国乘用车车龄有进一步增长空间, 汽车后市场规模有望快速增长。中国汽车产业起步发展相对较晚, 但自 2009 年汽车销量超越美国以来, 中国已连续十五年蝉联全球汽车产销第一。据公安部交通管理局数据, 2024H1 全国机动车保有量 4.4 亿辆, 其中汽车保有量达 3.45 亿辆 (含新能源汽车 2,472 万辆)。根据途虎养车招股说明书, 一般而言, 汽车服务开支在车龄超 6 年后开始显著增加。2022 年中国平均车龄达 6.2 年, 仍远低于美国的 12.2 年及欧盟成员国的 12.3 年。未来, 伴随“车龄+保有量”双效驱动, 中国汽车后市场有望迎来高速发展。

图14: 中国汽车保有量



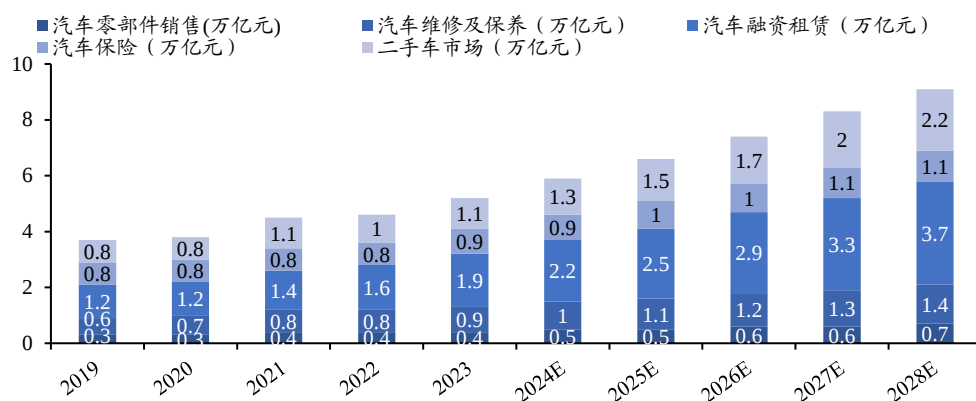
数据来源: 公安部交通管理局, 东吴证券研究所

图15: 2018-2027 年中国乘用车平均车龄



数据来源: 灼识咨询, 东吴证券研究所

图16: 2019-2028 年我国汽车后市场规模



数据来源：中国乘用车市场信息联席会，中国汽车流通协会，灼识咨询，东吴证券研究所

新能源乘用车保有量渗透率稳步提升，该领域后市场规模有望持续走高。新能源汽车与燃油车售后服务内容存在差异。与燃油汽车相比，除发动机保养外，PHEV 需要进行额外的电池动力系统保养服务（包括电池容量检测及维修及电气系统更换等）。根据灼识咨询，插电式混合动力汽车定期保养及维修的年度开支较燃油汽车大约高 13%。对纯电动汽车而言，虽然不需要对发动机进行保养及维修，但由于电池组较大，纯电动汽车平均重量通常高于燃油汽车，这将导致更多的轮胎及悬架磨损；此外，由于电池组占物料成本的 30-40%，预计也将产生如电池检查、均衡及测试等额外的服务。未来，随着新能源汽车新车渗透率及保有量的提升，我国新能源汽车售后市场有望持续走高，根据 F6 大数据研究院数据，2020-2023 年期间，我国新能源汽车维保市场规模从 91 亿元一路飙升至 394 亿元，年平均增速始终保持 50% 以上，2023 年同比增长达 75.11%。

图17: 中国乘用车保有量中的新能源汽车渗透率

按百万计	2021年	2022年	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
乘用车保有量	260.4	273.6	293	312.9	333.2	353.4	373.8
燃油汽车	253	261	271.6	281.0	288.7	294	297.2
新能源汽车	7.4	12.6	21.4	31.9	44.5	59.4	76.6
纯电动汽车	6.1	10.4	17.2	25.8	36.4	48.8	63
PHEV	1.3	2.2	4.2	6.1	8.1	10.6	13.6

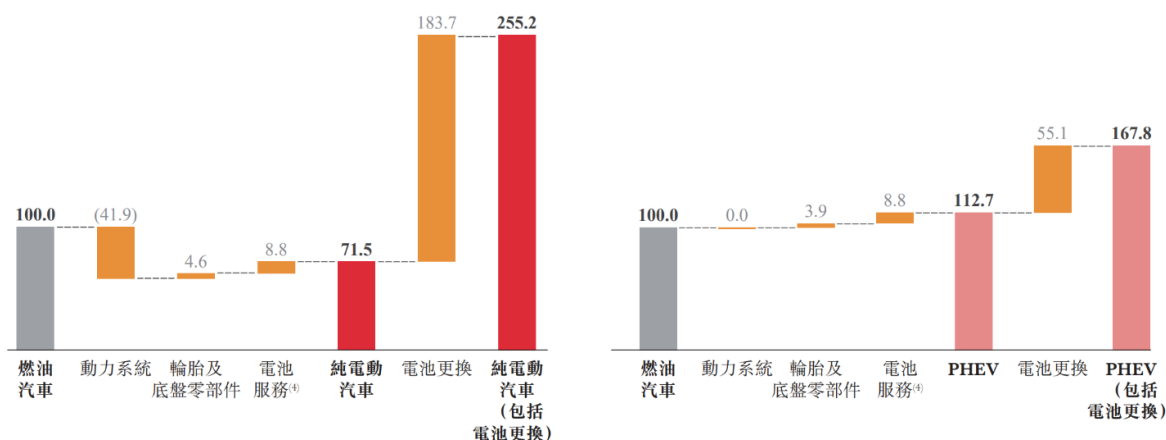
数据来源：途虎养车，灼识咨询，东吴证券研究所

图18: 新能源车和燃油车保养及维修服务比较

类别	新能源汽车		燃油汽车
	纯电动汽车	PHEV	燃油汽车
电池容量及维修	✓	✓	×
更换电气系统	✓	✓	×
机油更换	×	✓	✓
机油/燃油/空气清洁	×	✓	✓
火花塞更换	×	✓	✓
制动钳更换	✓	✓	✓
底盘保养	✓	✓	✓
轮胎更换	✓	✓	✓
其他易损件	✓	✓	✓

数据来源：途虎养车，灼识咨询，东吴证券研究所

图19：燃油汽车/PHEV/纯电动汽车于整个生命周期内进行定期保养及维修的年度开支比较（假设燃油汽车的年度开支为 100）

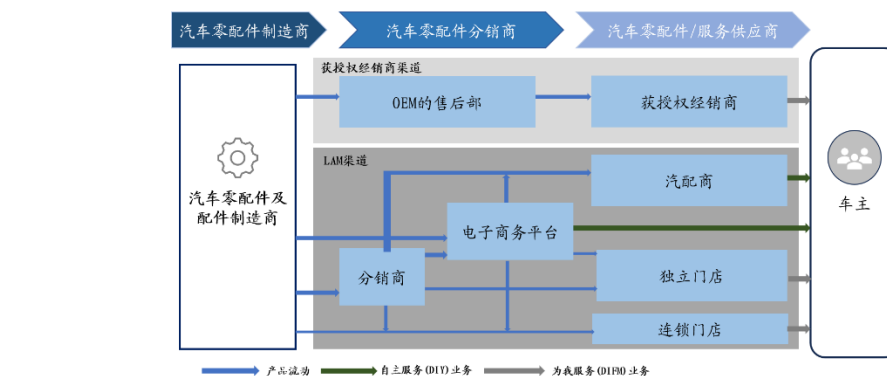


数据来源：途虎养车，灼识咨询，东吴证券研究所。注：（1）定期保养及维修服务包括动力系统、制动系统、轮胎及其他易损件的保养及维修，不包括碰撞维修；（2）年度开支乃基于平均厂商建议零售价约人民币20万元且处于车辆使用寿命前五年的燃油汽车/PHEV/纯电动汽车计量；（3）年度电池更换开支按电池组更换开支除以车辆的整个生命周期（12年）进行计算。（4）电池服务指电池检查及测试服务，如电池均衡、电池容量测试及服务。

2.2. 中国汽车后市场格局分散，独立售后市场具备高增长潜力

我国汽车独立后市场竞争格局较为分散，2022年CR5不足2%。美国和欧洲的汽配市场发展历史悠久，后市场厂商通过多年兼并收购实现整合扩张，呈现集中度高的特点。中国的售后汽配汽修市场由于主机厂对原厂件的流通和配件技术信息的垄断，长时间处于市场高度分散、信息不透明、质量层次不齐、流通成本高的发展初级阶段。虽然中国汽车保有量与美国接近，但供应商和维修厂数量均远远高于美国。根据途虎招股书披露，2022年国内约68万家汽车服务供应商，按门店数量计算，前六家供应商门店合计约14,603家，占比仅为2.1%；按汽车服务收入计算，2022年途虎养车/壳牌/天猫养车/好休养/京东京车会的市场份额分别为0.9%/0.3%/0.1%/0.2%/0.1%，合计不足2%。

图20：中国汽车服务业价值链简介



数据来源：途虎养车，灼识咨询，东吴证券研究所

图21：2022 年按汽车服务收入计算的 IAM 门店中国市场份额

排名	IAM	品牌定位	市场份额
1	途虎	线上线下一体化汽车服务供应商	0.90%
2	壳牌喜力爱车中心	传统的IAM	0.30%
3	驰加	传统的IAM	0.20%
4	天猫养车	线上线下一体化汽车服务供应商	0.10%
5	京东养车	线上线下一体化汽车服务供应商	0.10%
	其他	线上线下一体化汽车服务供应商	98.40%

数据来源：途虎养车，灼识咨询，东吴证券研究所

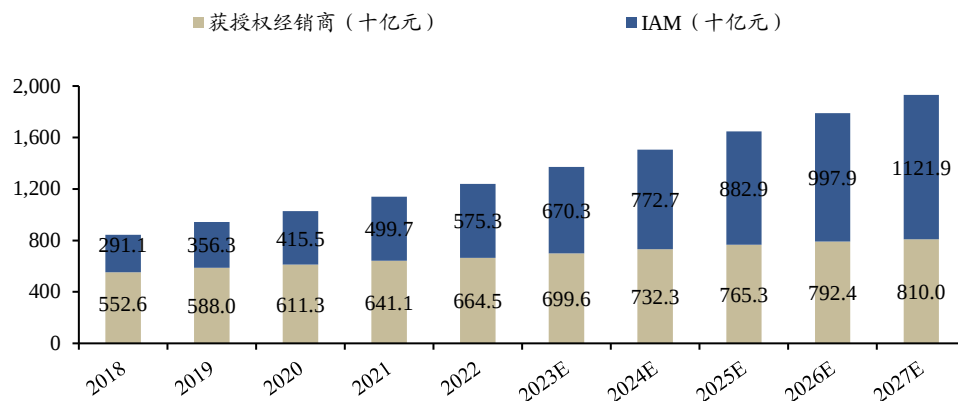
图22：获授权经销商与 IAM 门店的比较

层面	获授权经销商	传统的IAM门店
定义	获OEM授权的汽车经销商为主/卖家提供新车及二手车相关的4S服务（即销售、服务、配件及反馈）	独立于OEM的汽车服务供应商，提供各种汽车服务，包括汽车维修及保养，汽车清洁及汽车美容服务，以及配件安装
产品及服务	涵盖汽车服务，包括质保索赔及保险索赔 单个授权经销商可能仅专门服务于有限的OEM汽车品牌	为各种汽车品牌及车型的车主提供汽车服务，并且往往有更多的SKU
服务质量及价格	由受过培训的合格技师提供更好的服务体验 价格相对较高	服务标准化程度相对较低 价格较合理
覆盖范围	2021年中国约有2.9万家门店 门店密度较低，通常位于郊区	2021年中国约有74.6万家门店 门店密度较高，覆盖城市及郊区，广泛分布于全国各地

数据来源：途虎养车，灼识咨询，东吴证券研究所

独立售后市场具备高增长潜力，新模式新机遇涌现。汽车是否处于保修期是影响车主选择获授权经销商或 IAM 门店的关键因素之一。OEM 提供的保修期一般为新乘用车出售后 3 年。此后，为获得位置便捷且经济实惠的服务，车主更有可能选择 IAM 门店。根据灼识咨询报告，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）。同时，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%。

图23: 2018-2027E 汽车后市场份额情况



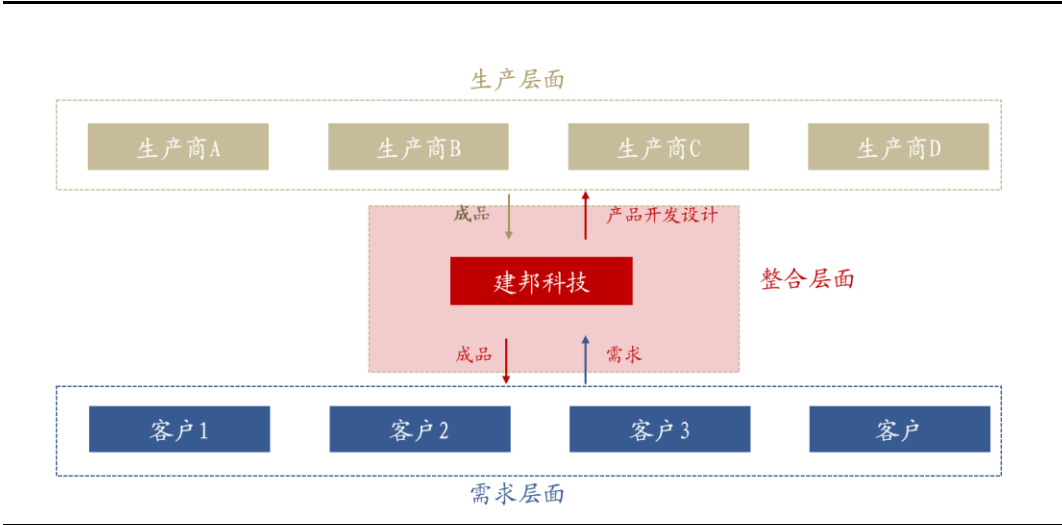
数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

3. 高端汽车电子产品自产转型，跨境电商订单增长可期

3.1. 产品优势：研发设计与供应链管理卓越，长尾布局超 3 万+SKU

管理超 3 万个 SKU，供应链管理和资源整合能力突出，对于客户与供应商具有不可替代性。由于汽车后市场客户需要多种类型的产品，多数情况下产品批量较小，要货频繁，且因涉及安全问题，对产品品质要求高，难以通过单一或少数供应商满足；对于供应商来说，如果生产全品类品种产品，需投入大量固定资产并进行组织生产管理的难度亦较高。由此，公司凭借着优秀的资源整合能力，成为供应商与客户之间不可替代的桥梁——公司将客户多品种、小批量、多批次、高要求的需求汇总，进行产品开发与工程设计，建立的涵盖境内外近 400 家供应商的成熟供应体系有效保障了产品质量和交货稳定性，并通过提高采购规模有效降低采购成本。截至 2024 年 8 月，公司产品涉及制动系统、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，合计管理 SKU 3 万余个。

图24：建邦科技所处汽车零部件市场的产业链环节

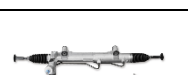
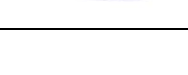


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

产品开发能力卓越，每年投放新品 2-3 千个 SKU。公司建立了专业的市场调研团队，能够深入市场一线，走访 4S 店、汽配城、汽车修理厂等，了解终端客户使用情况，从而发掘业务开发机会；同时，公司积极与整车厂进行合作与沟通，了解第一手的汽车后市场零配件消耗及需求情况。公司高度重视产品研发及技术储备工作，已建立相对完善的研发体系，配备有较强的研发团队，每年可向市场投放新品 SKU 2000-3000 个。经过多年的经验积累和研究探索，截至 2024H1，公司共取得 93 项专利技术（其中发明专利 10 项，实用新型专利 80 项，外观设计专利 3 项）、70 项计算机软件著作权、17 项作品著作权。

表1：公司主要产品介绍

产品系列	产品名称	产品示例	产品简介
制动系统	制动卡钳		制动卡钳作为公司主营产品，已有 15 年以上的销售经验，目前年销售额近亿元，国内省级代理 30 余家，型号已达 1200 种以上，覆盖国内 95% 以上车型
	真空助力器		真空助力器系列是与客户合作开发的产品，目前已批产数十款产品，增加了制动系统的产品覆盖率和市场占有率，同时补充客户的再制造件需求缺口
	刹车软管		目前已开发型号七百多个，预计到 2021 年年底，开发型号达到一千个，可以覆盖 90% 以上车型
	EPB 手刹电机		公司完全自主正向开发的系列产品，规避和改良了原厂的质量缺陷，降低了车主的养车成本，得到了客户的广泛好评

传动系统	传动轴		公司产品作为四驱车型核心配件，已实现国内外市场双联动，目前市场占有率较高，总型号 1000 多种，国内型号达 150 种以上，覆盖 90% 以上车型，品质国内领先，市场认可度高，提供专业售后技术支持，包邮送货等一系列服务
	分动箱总成		公司通过积极调研市场和客户需求，先后开发了科帕奇系列、奔驰系列、福特系列、现代系列等四个系列多款分动箱产品，同时公司还将继续加大研发投入，持续开发更多型号，满足客户的需求
	差速器总成		针对后驱车、四驱车以及硬派越野车经常出现的差速器异响漏油问题，公司结合市场的调研结果，开发了凯迪拉克系列、宝马系列、吉普系列等常规差速器、锁止差速器以及限滑差速器等产品，得到了市场的广泛好评
	换挡电机		换挡电机是装在电控机械式自动变速器(AMT)一种换挡执行装置，其本质是一种带有信号反馈的永磁直流减速电动机，其品质的好坏关系到车辆的行驶质感以及行驶安全;目前公司的系列产品已覆盖 80% 的车型，后续不断开发中
转向系统	转向节总成		针对国外的 DIY 市场需求，公司创新性地开发了转向节总成项目，解决了客户的压装工具难题，得到客户的广泛好评。目前已有型号 100 余款，覆盖全部主流车型
	齿轮齿条转向器		公司开发了近百款系列产品。优异的产品质量和及时的交付能力，得到了客户的广泛好评。
发动系统	排气歧管		排气歧管作为建邦股份的起步产品之一，目前已经经营近 15 年，通过多年的投入，目前已覆盖了国内外的主流 300 多款型号，尤其是铸造类排气歧管，市场覆盖率较高
	缓震平衡器		缓震平衡器是建邦股份主营的项目之一，同时布局国内和国外市场，每年不断投入研发新型号，持续关注市场的技术发展动向，紧跟市场的技术潮流
汽车电子	倒车雷达模块		应用成熟的超声波测距和补偿算法，最多可支持 12 探头的数据处理，支持客户来样开发和定制开发，可适配国内外车型，成本低，抗干扰能力强，提供专业的售后支持
	进气隔栅马达		作为公司第一款软件和电路板自主研发的汽车电子产品，车型覆盖率达 95% 以上，近百款车型的 AGS 已经量产，实现成系列开发，具有明显的成本优势，经过大量的可靠性试验，国内外市场全线销售，提供专业的售后支持，并得到美国客户的高度认可
	转角传感器		用于测量汽车转向时方向盘的旋转角度和角速度，为车辆的其他控制系统 ESPEPS、AFS、ADAS 等提供角度信息，支持光电开关、光电编码器、双霍尔位置传感器等多种算法，具有角度标定和自校准功能，支持客户来样开发和定制开发
悬挂系统	空气泵		空气泵作为车型核心配件，公司产品已实现国内外市场双联动，目前市场占有率较高，型号近百种，覆盖 90% 以上车型，模具投入上千万，5 年以上市场销售服务经验，专业售后工程师 24 小时技术支持

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.2. 自产转型：推动汽车电子产品自产，设立泰国子公司建设海外产能

积极布局汽车电子领域，推动生产方式微转型。公司充分利用自身的研发及人才优势，持续加大研发投入，加大对“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（毫米波雷达、AGS 主动进气格栅、行人碰撞保护系统等）的研发投入，2024H1 公司共管理汽车电子 SKU 300 余项。同时，公司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，未来公司会不断提高汽车电子类产品的自产比例。

图25：公司 2023 年部分在研项目

研发项目名称	项目目的	所处阶段/项目进展	拟达到的目标
盲点监测传感器	获得实现汽车盲点监测的技术	部分车型量产	为汽车后市场提供高品质、高性价比的 电子产品
涡轮执行器	获得涡轮执行器的生产技术	部分车型量产	为汽车后市场提供高品质、高性价比的产品
行人碰撞传感器	获得在发生碰撞时对行人进行有效保护的技术	部分车型量产	为汽车后市场提供高品质、高性价比的 电子产品
颗粒捕捉器添加剂罐	获得颗粒捕捉器添加罐的生产技术	部分车型量产	为汽车后市场提供高品质、高性价比的产品
仪表总成	获得仪表总成的生产技术	部分车型量产	为汽车后市场提供高品质、高性价比的 电子产品

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

设立泰国控股子公司，稳步推进全球化策略。2024 年 2 月 16 日，公司在泰国投资设立控股子公司 Q-Thai Auto Parts Co., Ltd.（持股 90%），主要进行铸造类零部件的生产和制造，有利于公司进一步开拓欧美等国际市场，同时增加了公司进入东南亚新兴市场的机会。2024 年 9 月，泰国子公司厂房举行奠基仪式，规划建设工期 180 天，公司会同步进行生产设备的采购、安装、调试，产线工人的招聘、培训等工作，预计 2025 年第一季度可进入生产状态。

图26：公司子公司分布情况

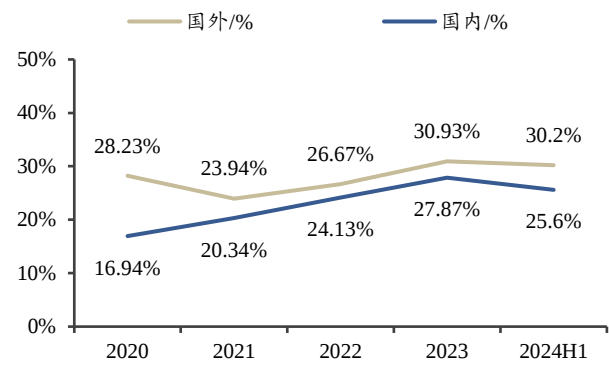
子公司全称	主要经营地	业务性质	持股比例 (%)	取得方式	成立时间
青岛拓曼电子科技有限公司	青岛胶州市	商务服务业	100	设立	2010年10月27日
青岛卡库再制造科技有限公司	青岛胶州市	商务服务业	100	设立	2018年10月26日
Qi automotive Germany GmbH	德国法兰克福	商务服务业	100	设立	2004年
青岛途曼汽车零部件有限公司	青岛胶州市	商务服务业	51	设立	2022年1月18日
建泰汽车零部件有限公司	泰国-罗勇府	制造业	90	设立	2024年1月26日

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3. 渠道拓展：“线上、线下、境内、境外”协同发展，跨境电商订单增速显著

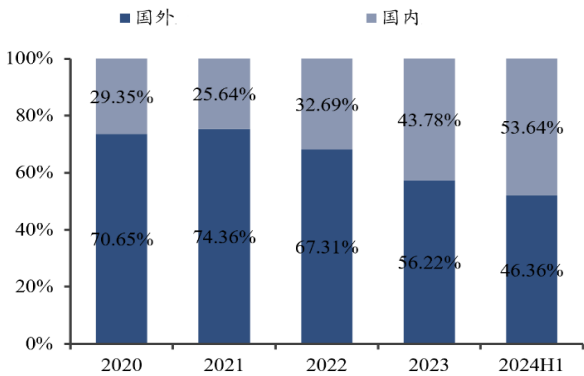
境内境外两个市场相结合，国内市场开拓成效显著。公司在汽车后市场零部件领域拥有近二十年的行业经验，培养了一支国际化营销团队，具有较强的营销能力，在海外具有广泛的人脉资源，公司海外客户主要分布于欧美等主要汽车后市场国家，与海外知名客户卡多恩、多尔曼、舍弗勒等合作十余年。同时，公司积极开拓国内市场，已和国内诸多大型知名汽车零部件连锁企业三头六臂汽配、康众汽配、途虎养车，国内汽配跨境电商杨腾科技、晟沐贸易等开展合作，公司境内收入占比已由 2020 年的 29.35% 提升至 2024H1 的 53.64%。

图27：2020-2024H1 境内外业务营收毛利率



数据来源：iFind，东吴证券研究所

图28：2020-2024H1 境内外业务营业收入占比（%）



数据来源：iFind，东吴证券研究所

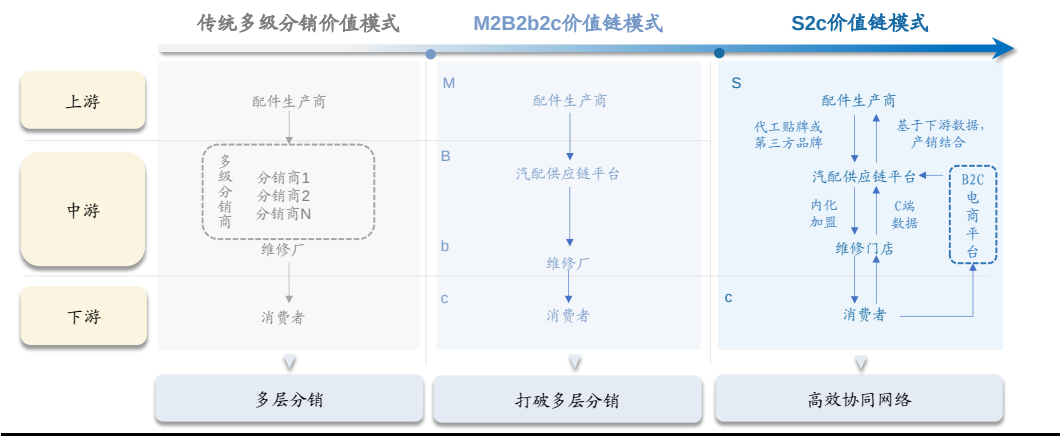
表2：建邦科技部分客户简介

公司名称	公司简介
Cardone Industries, Inc.	CARDONE 是美国高质量、平价替换零件的领先供应商。
Dorman Products, Inc.	Dorman 总部位于美国，是一家汽车、轻卡和重型卡车零件、紧固件及汽车售后维修市场的生产商和供应商。公司产品销往美国，加拿大，墨西哥，欧洲，中东和澳大利亚。
Schaeffler Group USA Inc.	Schaeffler 是全球著名德国企业，凭借其在轿车和货车的整体动力系统（发动机、底盘、变速箱和辅助装置）中的专业技术，舍弗勒几乎是汽车制造商和其它主要供应商的稳定合作伙伴。
三头六臂汽配	三头六臂为头部汽配易损件供应链平台，开创了社区化的服务模式，通过 2200 余家的加盟门店，服务周边几十万家各类汽车售后、维修企业，区域覆盖除港澳台之外的全国 31 个省行政区。
康众汽配	康众是一家致力于网络覆盖全国的汽车后市场一体化专业服务商，融入了阿里巴巴集团汽车后市场业务，目前公司已在全国设立配件供应网点 1300 多个，全系列供应保养类零部件超过 8 万种，全年超过 5000 万件商品交易规模
途虎养车	途虎养车是国内领先的线上线下一体化汽车服务平台，拥有 6,311 家途虎工场店，覆盖了全国几乎所有省级行政区的 300 多个地级市，更是覆盖了全国近 1,700 个县域地区。
杨腾科技	杨腾是一家通过信息化与智能化销售汽车零配件的全球品牌公司，深耕汽配跨境出海赛道十载。当前产品线已经覆盖汽车主要系统，管理接近十万个零部件，在国内拥有 12000 多平米的现代化运营中心、超过 10 万平米的仓储中心，在全球 8 个国家布局仓储群，海外近 20 万平米的配送中心。

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

线上线下两种渠道协同发展，跨境订单增速较快。公司利用自身业务的积累，积极通过互联网平台模式整合上下游服务资源。根据公司投资者调研公告披露，欧美汽配市场线上化趋势明显，公司原有大部分零部件产品较为适合线上销售，同时线上零部件需求的迅速增长也给公司带来了新的 SKU 开发机遇，公司通过分析线上相关信息，从而可以更快的布局并打造新产品。截至 2024H1，公司开拓电商客户数十家，得益于海外市场汽车零部件线上化进程加快，以国内跨境电商类客户为代表的线上订单增长速度较快。此外，公司在国内京东、天猫、抖音等平台自营店铺销量也保持了较高的增长状态，但总量较少。

图29：传统多级分销、M2B2b2c 和 S2c 的三种模式对比



数据来源：德勤，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

我们将公司收入拆分为传动系统、电子电气、转向系统、制动系统、发动系统、汽车电子及其他业务。

1) 传动系统: 公司传动系统的产品包括传动轴、分动箱总成、分动箱电机、差速器总成和换挡电机等,其中,分动箱电机作为公司主营产品线,已有近十年研发销售经验,年产能数十万台,可覆盖市场 90% 以上的需求;传动轴作为四驱车型核心配件,也已实现国内外市场双联动,目前市场占有率较高,此外,针对后驱车、四驱车以及硬派越野车经常出现的差速器异响漏油问题,公司结合调研结果持续开拓一系列新品,得到了市场的广泛好评。预计 2024~2026 年公司传动系统业务实现营收 2.31/2.67/2.94 亿元,毛利率分别为 28.73%/28.55%/28.23%。

2) 电子电气: 公司电子电气类产品主要包括感应雨刮电机、空气悬挂打气泵、分配阀等。其中,空气泵作为车型核心配件,也已实现国内外市场双联动,目前市场占有率较高,型号近百种,覆盖 90% 以上车型。预计 2024~2026 年公司电子电气业务实现营收 1.43/1.71/2.13 亿元,毛利率分别为 29.86%/29.42%/29.54%。

3) 转向系统: 公司转向系统类产品主要包括转向节、齿轮齿条转向器、转向皮带轮、转向助力泵等。其中,公司针对国外的 DIY 市场需求,创新性的开发了转向节总成项目,解决了客户的压装工具难题。公司转向节产品质量稳定可靠,性能及耐久性稳追原厂件,在转向助力泵领域选用国内顶级的 OEM 供应商,合作开发十余年,优异的产品质量和及时的交付能力得到客户广泛好评。预计 2024~2026 年公司转向系统业务实现营收 1.13/1.14/1.07 亿元,毛利率分别为 24.82%/24.81%/24.87%。

4) 制动系统: 公司制动系统类产品主要包括制动卡钳、真空助力器、刹车软管、EPB 手刹电机等。其中,制动卡钳作为公司主营产品,已有十余年销售经验,型号达千余种以上,覆盖国内 95% 以上车型。公司针对手刹电机使用寿命较短、更换频次高、价格昂贵的特点,自主开发规避和改良了原厂的质量缺陷,有效降低了车主的养车成本。此外,公司与客户合作开发出真空助力器系列产品,增加了制动系统的产品覆盖率和市场占有率。预计 2024~2026 年公司制动系统业务实现营收 0.97/0.93/1.05 亿元,毛利率分别为 27.74%/27.46%/27.36%。

5) 发动系统: 公司发动系统类产品主要包括排气歧管、油底壳、缓震平衡器、RGR 阀、节气门等。其中,排气歧管是公司起步产品之一,尤其是铸造类排气歧管,市场覆盖率较高;缓震平衡器是公司主营项目之一,布局国内和国外市场,持续紧跟市场的技术潮流,产品的设计合理性和质量可靠性较优。预计 2024~2026 年公司发动系统业务实现营收 0.71/0.65/0.66 亿元,毛利率分别为 24.57%/24.31%/24.47%。

6) 汽车电子: 公司汽车电子类产品主要包括后 SAM 车身电脑、手刹电脑模块、行

人碰撞传感器等。公司积极推动汽车电子类产品由代工生产转为自主生产，目前管理汽车电子 SKU 300 余项。随着安装有大量汽车电子类产品和微电机类产品的汽车的“保有量”和“车龄”双增长，公司汽车电子产品销量有望不断提高。预计 2024-2026 年公司通用汽车零部件业务实现营收 0.73/1.13/1.60 亿元，毛利率分别为 42.18%/42.34%/42.45%。

图30：分业务盈利预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	481.27	423.28	558.43	786.45	910.25	1,045.56
营收增速/%	28.65%	-12.05%	31.93%	40.83%	15.74%	14.87%
毛利率/%	23.05%	25.86%	29.62%	29.07%	29.48%	29.98%
其中：传动系统						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	129.78	133.36	177.34	230.74	266.70	294.01
营收增速/%	32.27%	2.75%	32.98%	30.11%	15.58%	10.24%
毛利率/%	22.77%	26.72%	30.58%	28.73%	28.55%	28.23%
其中：电子电气						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	92.73	70.62	80.21	143.37	170.94	213.40
营收增速/%	19.13%	-23.84%	13.57%	78.75%	19.23%	24.83%
毛利率/%	22.90%	26.69%	30.57%	29.86%	29.42%	29.54%
其中：转向系统						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	141.11	76.13	87.17	112.86	114.33	106.96
营收增速/%	48.75%	-46.04%	14.49%	29.47%	1.30%	-6.44%
毛利率/%	22.94%	25.82%	26.75%	24.82%	24.81%	24.87%
其中：制动系统						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	56.47	48.37	72.35	97.05	93.12	105.50
营收增速/%	-6.00%	-14.33%	49.56%	34.14%	-4.05%	13.29%
毛利率/%	24.38%	25.60%	28.79%	27.74%	27.46%	27.36%
其中：发动系统						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	28.10	51.32	52.87	70.86	64.81	66.29
营收增速/%	12.14%	82.62%	3.02%	34.02%	-8.54%	2.28%
毛利率/%	22.71%	22.49%	24.34%	24.57%	24.31%	24.47%
其中：汽车电子						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	9.65	10.65	34.92	72.59	113.33	160.39
营收增速/%	0.00%	10.35%	227.90%	107.88%	56.12%	41.53%
毛利率/%	30.17%	27.39%	42.05%	42.18%	42.34%	42.45%
其中：其他						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	23.43	32.82	53.57	58.98	87.02	99.01
营收增速/%	29.27%	40.10%	63.21%	10.10%	47.53%	13.78%
毛利率/%	20.04%	25.84%	27.95%	28.12%	27.86%	27.98%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

基于以上收入拆分，我们预计公司 2024~2026 年分别实现营业收入 7.86/9.10/10.46 亿元，同比增速为 40.83%/15.74%/14.87%；实现归母净利润 1.06/1.19/1.39 亿元，同比增速为 52.37%/12.57%/16.69%；毛利率水平分别为 29.07%/29.48%/29.98%。

可比公司：我们选取冠盛股份、斯菱股份作为可比公司。建邦科技主要从事汽车后市场业务，采取轻资产运营模式，具备汽车后市场非易损零部件的开发、设计能力，与一般的汽车零部件生产企业和汽车零部件贸易商或经销商存在差异。由此，我们选取汽车后市场零部件供应商冠盛股份、斯菱股份作为可比公司。其中，冠盛股份是专注汽车底盘系统零部件领域的全价值链综合服务商，产品包括等速万向节、传动轴总成、轮毂轴承单元、橡胶减震系列、转向和悬挂件、减震器系列等。斯菱股份是一家专业生产汽车轴承的汽车零部件制造企业，在售后市场领域，公司的轮毂轴承单元产品销量在国内排名前列，在全球市场也具有较高的知名度和较强市场竞争力。

盈利预测与投资建议：随着安装有大量汽车电子类产品和微电机类产品的汽车的“保有量”和“车龄”双增长，公司具备较高附加值的汽车电子新品有望持续放量；同时公司积极拓展销售渠道以适应汽配市场线上化趋势，业绩有望持续增长。我们预计公司 2024~2026 年归母净利润为 1.06/1.19/1.39 亿元，对应最新 PE 为 17.18/15.26/13.08 倍。参考可比公司估值，首次覆盖，给予“增持”评级。

图31：可比公司估值表（截至 2025 年 1 月 20 日）

代码	公司	收盘价 (元)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			市盈率 (P/E)		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
605088.SH	冠盛股份	26.24	1.82	47.78	3.12	3.85	4.52	15.32	12.42	10.58
301550.SZ	斯菱股份	80.75	1.10	88.83	1.96	2.31	2.72	45.24	38.51	32.66
平均值								30.28	25.46	21.62
837242.BJ	建邦科技	27.69	0.66	18.23	1.06	1.19	1.39	17.18	15.26	13.08

数据来源：Wind，东吴证券研究所（其中，建邦科技盈利预测来自东吴证券研究所，其他公司盈利预测来自 Wind 一致预期）

5. 风险提示

1) 海外建厂引起的综合风险。公司在泰国设立控股子公司用以生产铸造类零部件，此为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风险，同时公司可能会面临政治风险、法律风险、文化冲突风险、供应链管理风险、质量管控风险等，如若风险发生，可能会对公司的生产经营带来不利影响。。

2) 中美贸易摩擦引起的经营风险。自2018年下半年，美国政府开始对中国产品征收额外关税，公司销往美国的汽车零部件产品在加征关税的范围之内，但如果未来中美贸易摩擦仍未缓和，美国政府扩大加关税征缴范围或提升公司所出口产品的关税税率，公司美国客户可能会削减订单或要求公司降价，将会对公司经营业绩产生不利影响。

3) 市场竞争加剧的风险。我国汽车后市场企业众多，较为分散，未来行业整合和产业集中是必然发展趋势。随着竞争的日益激烈，部分实力较弱的中小型企业会逐渐被市场淘汰，未来会出现一批大中型汽配企业，市场资源向优势企业聚集。在行业整合过程中，将吸引新的投资者进入，同时部分企业可能采取降价销售的策略进行竞争，如公司不能有效整合资源、保持公司在品牌、产品种类、质量等方面的优势，公司将面临因市场竞争加剧而影响经营业绩的风险。

建邦科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	629	793	949	1,150	营业总收入	558	786	910	1,046
货币资金及交易性金融资产	306	392	472	599	营业成本(含金融类)	393	558	642	732
经营性应收款项	185	241	273	327	税金及附加	0	0	1	1
存货	117	138	185	203	销售费用	28	35	43	49
合同资产	0	0	0	0	管理费用	29	37	44	51
其他流动资产	20	21	21	21	研发费用	19	25	32	38
非流动资产	73	94	86	77	财务费用	(1)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	0	1	0	1
固定资产及使用权资产	47	40	31	18	投资净收益	5	8	9	10
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	2	4	6	10	减值损失	(3)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	92	140	158	185
其他非流动资产	24	49	49	49	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	702	886	1,035	1,226	利润总额	92	140	158	186
流动负债	193	264	293	345	减:所得税	22	34	39	46
短期借款及一年内到期的非流动负债	2	0	0	0	净利润	70	106	119	139
经营性应付款项	167	227	249	298	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	3	8	12	10	归属母公司净利润	70	106	119	139
其他流动负债	21	28	32	36	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.06	1.61	1.81	2.12
非流动负债	3	4	4	4	EBIT	85	140	158	186
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	109	170	192	222
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	29.62	29.07	29.48	29.98
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	12.47	13.49	13.13	13.33
其他非流动负债	3	3	3	3	收入增长率(%)	31.93	40.83	15.74	14.87
负债合计	197	267	297	348	归母净利润增长率(%)	38.10	52.37	12.57	16.69
归属母公司股东权益	505	619	739	878					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	505	619	739	878					
负债和股东权益	702	886	1,035	1,226					

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	重要财务与估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	65	121	96	144	每股净资产(元)	7.83	9.40	11.22	13.34
投资活动现金流	(24)	(41)	(17)	(17)	最新发行在外股份(百万股)	66	66	66	66
筹资活动现金流	(40)	7	0	0	ROIC(%)	13.28	18.83	17.58	17.24
现金净增加额	0	86	79	127	ROE-摊薄(%)	13.79	17.14	16.18	15.88
折旧和摊销	23	30	33	37	资产负债率(%)	28.05	30.15	28.66	28.41
资本开支	(29)	(25)	(26)	(27)	P/E (现价&最新股本摊薄)	26.17	17.18	15.26	13.08
营运资本变动	(26)	(6)	(48)	(21)	P/B (现价)	3.54	2.94	2.47	2.08

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>