

2024年11月22日

建邦科技(837242.BJ)

投资评级：增持（首次）

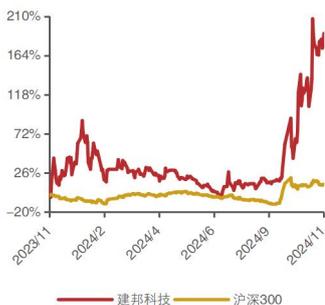
——汽车后市场的变革先例，高成长验证轻资产优势

证券分析师

赵昊
SAC: S1350524110004
zhaohao@huayuanstock.com
万泉
SAC: S1350524100001
wanxiao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2024年11月21日

收盘价(元)	34.83
一年内最高/最低(元)	39.89/11.15
总市值(百万元)	2,246.03
流通市值(百万元)	1,231.99
总股本(百万股)	64.49
资产负债率(%)	28.05
每股净资产(元/股)	8.65

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **深耕车后市场非易损件，汽车电子开启第二曲线。**建邦科技是汽车后市场非易损零部件供应商，采取轻资产策略，坚持“线上、线下、境内、境外”四位一体的产品开发和营销布局，业务主要面向美国汽车后市场，和国外知名客户 Cardone、Dorman、国内汽配服务商三头六臂、康众、途虎养车等合作。2014-2023 年营收 CAGR 为 16%、归母净利润 CAGR 为 56%。
- **聚焦一：海外出口如何？跨境电商红利期多久？**我国汽车零部件出口稳增长，2023 年我国出口额 877 亿美元（同比+9%）。随着互联网发展，欧美等成熟市场为中国跨境卖家主要目标。欧美线上零售汽配销售占比有望从 2017 年 6%升至 2030 年 20%。北美、欧洲、日本等发达国家汽车保有量庞大，带动消费者对汽车配件高需求。2023 年北美汽配市场规模达 3197 亿美元，线下增速仅为 3.8%，而线上增速高达 12%。2024 年 10 月公司与福州扬腾网络科技有限公司签订了产品采购框架协议，2023 年公司前五大客户中有 3 家跨境电商客户，佐证汽配跨境电商处于蓝海市场。
- **聚焦二：产品迭代后续看点在哪？**2023 年已覆盖近 3 万 SKU。1) 横向迭代：传动、刹车、转向等主要传统品类均有细分增量带动。2) 纵向扩张：围绕汽车电子等品类持续开发推出新品，向上发展再制造业务和自建产能，2023 年诸多产品面市致使汽车电子业务创收增长 227.9%。
- **聚焦三：自建厂房与募投项目后续怎么看？**建邦科技采用柔性化市场需求导向型模式，把控关键技术，并对产品进行质量管理，与美国 Dorman 相似。公司募投项目不涉及产能且已基本投资完成。积极推动汽车电子类产品由代工生产转为自主生产，子公司拓曼电子已经具备汽车电子类产品规模化生产能力。此外，公司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。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 0.98、1.17 和 1.39 亿元，对应 PE 为 22.9、19.2、16.1 倍。同行业可比公司包含冠盛股份、均胜电子、斯菱股份等，可比公司 2024PE 均值为 23.5X。公司汽车电子 SKU 研发与传统产品系列化在 2024 年前三季度得到较佳反馈，汽车电子自建产线和泰国工厂所形成的新增产能预期于未来 1-3 年内陆续落地，前者牢牢锁定高附加值产品自产，后者助力企业在国际贸易局面不稳定的情况下增强全球化竞争能力，长期视角下“轻资产”模式有望延续业绩增长。首次覆盖，给予“增持”评级。

➤ 风险提示。海外建厂风险，中美贸易摩擦风险，受汇率波动影响风险

盈利预测与估值（人民币）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	423	558	711	850	1,037
同比增长率(%)	-12.05%	31.93%	27.24%	19.68%	21.91%
归母净利润(百万元)	50	70	98	117	139
同比增长率(%)	21.00%	38.24%	40.69%	19.54%	18.96%
每股收益(元/股)	0.78	1.08	1.52	1.82	2.16
ROE(%)	10.78%	13.79%	17.89%	19.53%	21.03%
市盈率(P/E)	44.58	32.25	22.92	19.17	16.12

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024–2026 年归母净利润为 0.98、1.17 和 1.39 亿元，对应 PE 为 22.9、19.2、16.1 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

结合公司 2024 年前三季度财报以及对于公司汽车电子新业务等未来的预期，我们假设公司 2024–2026 年整体营收同比增长率分别为 27%、20%、22%，综合毛利率维持稳定。

投资逻辑要点

短期来看，2024Q3 公司营收同比+49%、归母净利润同比+79%，汽车电子 SKU 研发与传统产品系列化在 2024 年前三季度得到较佳的业务放量反馈，我们认为 2024 年四季度及后续的增长确定性有望持续。

中期来看，公司汽车电子自建产线和泰国工厂所形成的新增产能预期于未来 1–3 年内陆续落地，前者牢牢锁定高附加值产品自主生产，后者有望助力企业在国际贸易局面不稳定的情况下增强全球化竞争能力，对冲出口关税风险，同时可为欧洲市场开拓提供产能保障。

长期来看，建邦科技秉持“轻资产”运营模式，国内外汽车后市场呈现“小产品、多种类、大空间”的特性，公司凭借多年来沉淀的供应商管理、市场需求调查、产品研发迭代与质量管控等经验，有望继续顺利维持与大客户的合作关系，按目标节奏实现自身成长。

核心风险提示

海外建厂风险，中美贸易摩擦风险，受汇率波动影响风险。

内容目录

1. 深耕车后市场非易损件，汽车电子开启第二曲线	6
2. 聚焦一：海外出口如何？跨境电商红利期多久？	9
2.1. 我国现状：人均汽车保有量及车龄具备较大提升空间	10
2.2. 出口：美国车后市场增长稳固，我国 2023 年汽零出口+9%	12
2.3. 跨境电商：欧美汽配线上销售渗透率低，线上汽配处蓝海	13
3. 聚焦二：产品迭代后续看点在哪？	18
3.1. 横向迭代：传统业务持续增加产品，实现系列化及智能化	19
3.2. 纵向拓展：汽车电子高附加市场迅速抢占，发挥研发优势	20
4. 聚焦三：自建厂房与募投项目后续怎么看？	23
4.1. 模式进化：轻资产经营与 Dorman 相似，但盈利能力更强	23
4.2. 产能：推进汽车电子产能自建，泰国建厂参与全球竞争	27
5. 盈利预测与评级	30
6. 风险提示	31

图表目录

图表 1: 建邦科技专注于汽车后市场非易损零部件的开发、设计与销售	6
图表 2: 公司成立约 20 年, 从海外市场切入持续拓展业务	6
图表 3: 截至 2024 年三季度末, 公司董事长钟永铎持股 50.7%, 为公司实际控制人	7
图表 4: 2024H1 汽车电子创收 2590 万元 (单位: 万元)	7
图表 5: 2023-2024H1 公司汽车电子业务毛利率较高	7
图表 6: 2014-2023 年营收 CAGR 为 16%、归母净利润 CAGR 为 56%	8
图表 7: 2019-2024H1 公司境内业务收入占比呈增长趋势	9
图表 8: 2024H1 境内/外业务毛利率分别 25.60%/30.22%	9
图表 9: 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	9
图表 10: OEM 与 AM 两类汽车零部件市场具备较大差异	10
图表 11: 建邦科技涉及部分底盘件全球后市场规模预计 2026 年超 1000 亿元规模	10
图表 12: 2013-2023 年近 10 年我国汽车保有量 CAGR 达 9.35%	11
图表 13: 中国汽车保有量蝉联全球第一	11
图表 14: 2022 年我国千人汽车拥有量仅约为美国的 1/4	11
图表 15: 2022 年我国平均车龄已达 6.2 年, 远低于欧美成熟市场/年	12
图表 16: 2023 年我国汽车零配件出口额达到了 877 亿美元 (+9%)	12
图表 17: 2011-2022 年美国汽车保有量稳定增长	12
图表 18: 美国平均车龄仍在稳步上升	12
图表 19: 美国汽车行驶里程整体维持 1%-3% 长期增速	13
图表 20: 2021 年后美国后市场恢复稳增长, 2023 年预计规模达 3740 亿美元	13
图表 21: 中国汽车后市场起步晚, 总体呈现出多模式并存的局面	14
图表 22: 艾瑞咨询预计我国跨境出口电商行业 2022-2025 年规模 cagr 达 16.4%	14
图表 23: 2022 年美国为中国跨境出口电商第一大目的地	15
图表 24: 2022 年跨境出口 B2B 电商占比 67.8%, B2C 电商占比呈缓慢上升趋势	15
图表 25: 预计 2024 年全球跨境电商行业交易总额将达到 3.3 万亿美元	16
图表 26: 预计 2024 年全球跨境电商行业渗透率将达 8.6%	16
图表 27: 2030 年欧美线上零售汽配销售占比有望达 20%	16
图表 28: 2023 年北美汽配市场线上增速远高于线下增速	17
图表 29: 2023 年公司前五大客户中有 3 家跨境电商客户	17

图表 30:	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	18
图表 31:	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	18
图表 32:	纵向扩张软硬结合增量品类, 业务垂直化发展有望带动盈利	19
图表 33:	公司研发能力向高效覆盖、成本控制与品质保障转化	19
图表 34:	2019 年公司已积累模具、零部件型号超 3 千件	20
图表 35:	2019 年电子电气、转向等单模具收入较高/万元	20
图表 36:	开拓 EPB 手刹电机等电子化价值升级品类	20
图表 37:	手刹电机经过高标准制造、检测实现 OE 性能	20
图表 38:	2022-2023 年公司在研项目中汽车电子产品占比均较高	21
图表 39:	2023 年公司汽车电子业务创收同比增长 227.9%至 3491.8 万元	21
图表 40:	截至 2024H1 公司软著大幅增加至 70 项	22
图表 41:	汽车电子等软硬结合产品持续推进新品开发	22
图表 42:	以主动进气格栅为例, 持续研发投入实现模块自研	22
图表 43:	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	23
图表 44:	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	24
图表 45:	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	24
图表 46:	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	25
图表 47:	我国后市场供应链模式从多级分销走向平台化、集中化	26
图表 48:	Dorman2020-2023 年营收 CAGR 为 24%	26
图表 49:	Dorman2020-2023 年扣非净利润 CAGR 为 9.5%	26
图表 50:	建邦科技整体毛利率低于 Dorman	27
图表 51:	建邦科技整体净利率高于 Dorman	27
图表 52:	公司募投项目并未涉及产能相关 (单位: 元)	27
图表 53:	2024H1 拓曼电子已经具备汽车电子类产品规模化生产相关能力 (单位: 元)	28
图表 54:	公司布局泰国开拓新价值增量	29
图表 55:	泰国等东盟国家用工成本较国内具备较大优势	29
图表 56:	建邦科技营业收入预测关键假设 (单位: 万元)	30
图表 57:	建邦科技毛利率预测关键假设	30
图表 58:	建邦科技可比公司估值表 (截至 20241121)	31

1. 深耕车后市场非易损件，汽车电子开启第二曲线

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，着重把控市场调查、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。

图表 1：建邦科技专注于汽车后市场非易损零部件的开发、设计与销售



资料来源：建邦科技官网、华源证券研究所

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展开合作，国内业务持续开拓。

图表 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：建邦科技官网及公告、华源证券研究所

根据公司 2024 年三季度报信息，**董事长钟永铎持有 3269.47 万股，持股比例为 50.7%，为公司实际控制人。**此外，根据季度报信息，华夏、汇添富、创新合信三家基金在公司前十大股东名单之列。

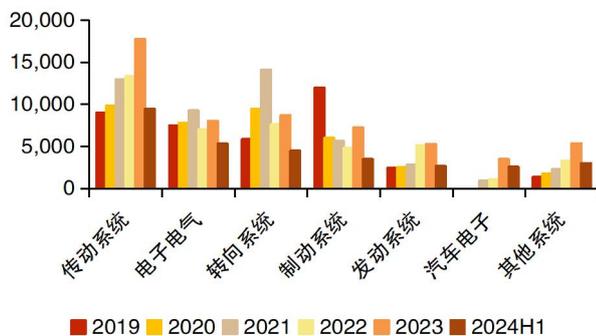
图表 3：截至 2024 年三季度末，公司董事长钟永铎持股 50.7%，为公司实际控制人

序号	股东名称	期末持股数 (股)	期末持 股比例%
1	钟永铎	32,694,700	50.70%
2	青岛星盟投资中心(有限合伙)	4,500,000	6.98%
3	中国农业银行股份有限公司-华夏北交所创新中小企业精选两年定期开放混合型发起式证券投资基金	1,312,137	2.03%
4	张立祥	926,034	1.44%
5	中国工商银行股份有限公司-汇添富北交所创新精选两年定期开放混合型证券投资基金	770,000	1.19%
6	中国农业银行-华夏平稳增长混合型证券投资基金	765,354	1.19%
7	杨子江	725,110	1.12%
8	顾锋锋	600,000	0.93%
9	创金合信基金-北京国有资本运营管理有限公司-创金合信北交所精选单一资产管理计划	599,203	0.93%
10	俞祎萍	581,269	0.90%
	合计	43,473,807	67.42%

资料来源：建邦科技 2024 年三季度报、华源证券研究所

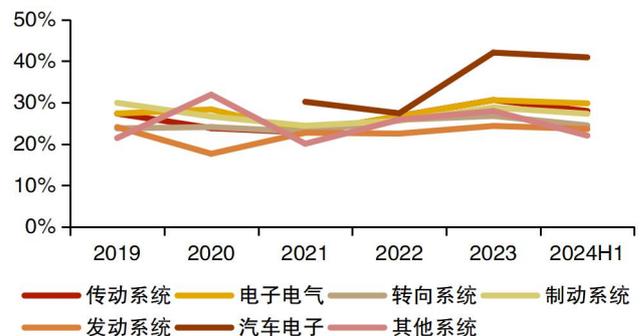
传动+电子电气业务成就第一次曲线，汽车电子开拓第二曲线。公司通过业务持续开拓实现两次成长曲线。1) 第一次成长曲线：2013-2018 年传动业务快速增长，基于制动部件技术的横向拓展不断推出新品，并开拓差异化的电子电气件业务。2) 第二次成长曲线：2021 年起发力汽车电子部件，占比快速提升。同时传动系统稳健增长，四驱等增量需求强劲，取代制动成为第一大业务。此外，制动、转向系统回落后预计随客户需求布局而再迎增长，电子电气也将得益于新能源升级；其他系统开拓 ATV/UTV/游艇等非乘用车增量零部件。2024H1 传动系统、电子电气、转向系统、制动系统、发动系统、汽车电子分别创收 9456 万元、5321 万元、4501 万元、3491 万元、2659 万元、2590 万元，其中公司汽车电子业务创收同比增长 93%，新品拓展斩获成果。从毛利率看，汽车电子业务毛利率较高，2024H1 达 41%，其余业务毛利率位于 25%附近稳定波动。

图表 4：2024H1 汽车电子创收 2590 万元 (单位：万元)



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 5：2023-2024H1 公司汽车电子业务毛利率较高

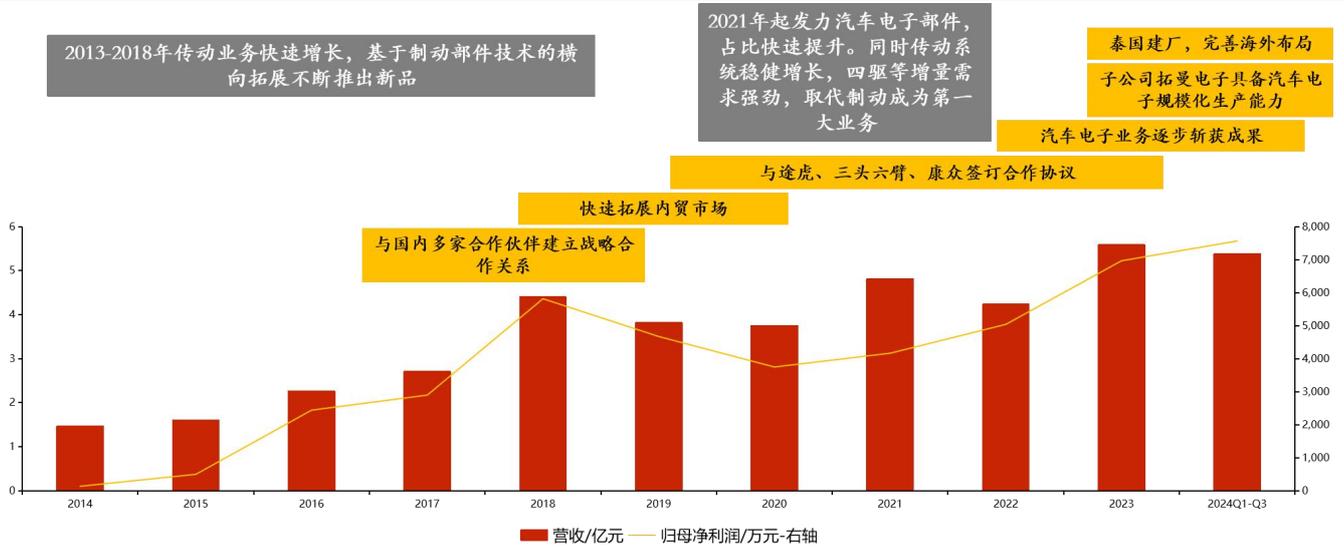


资料来源：Wind、华源证券研究所

纵观公司近 10 年发展，营收和利润规模逐步壮大，2014-2023 年营收 CAGR 为 16%、归母净利润 CAGR 为 56%。随着业务规模逐步扩大，公司依赖逐步积累的研发成果和管理

经验沉淀，实现了利润规模的迅速成长。2024Q1-Q3 公司实现营收 5.37 亿元（同比+36%）、归母净利润 7566 万元（同比+51%），毛利率、净利率分别为 31%、14%，期间费用率 12%。

图表 6：2014-2023 年营收 CAGR 为 16%、归母净利润 CAGR 为 56%

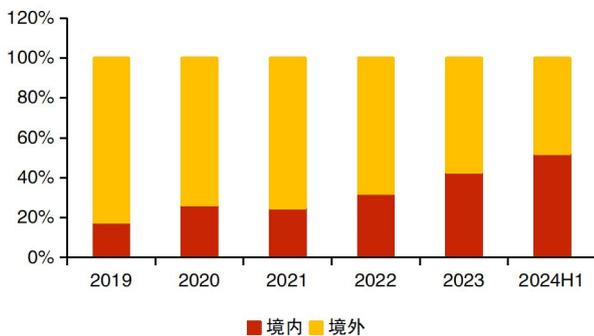


资料来源：Wind、华源证券研究所

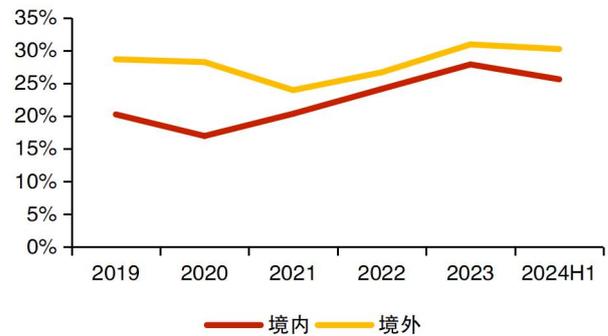
2. 聚焦一：海外出口如何？跨境电商红利期多久？

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。2019-2024H1 公司境内业务收入占比呈增长趋势，至 2024H1 境内、境外收入占比分别已达 52.04%、47.96%，实际海外业务占比更高，跨境电商收入也计入了境内收入。毛利率方面，公司 2024H1 境内、境外业务毛利率分别 25.60%、30.22%。

图表 7：2019-2024H1 公司境内业务收入占比呈增长趋势



图表 8：2024H1 境内/外业务毛利率分别 25.60%/30.22%



资料来源：Wind、华源证券研究所

资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 9：公司与主要客户合作历史长达十余年，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：建邦科技招股书、华源证券研究所

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。

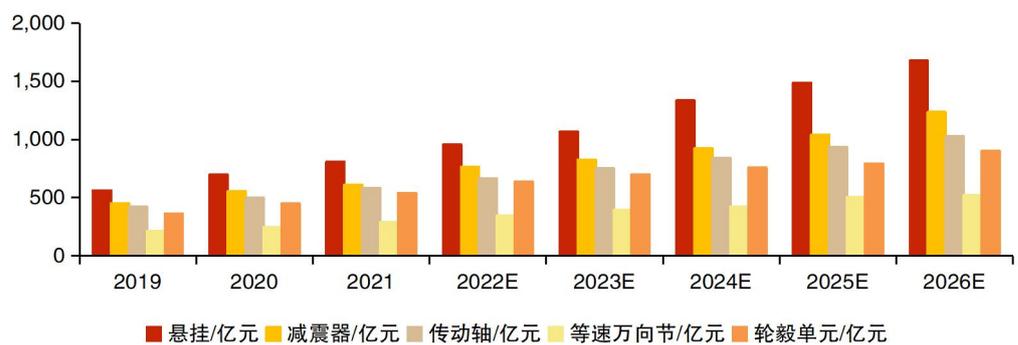
图表 10：OEM 与 AM 两类汽车零部件市场具备较大差异

	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、华源证券研究所

具体到汽车后市场配件市场，根据弗若斯特沙利文数据，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%。

图表 11：建邦科技涉及部分底盘件全球后市场规模预计 2026 年超 1000 亿元规模



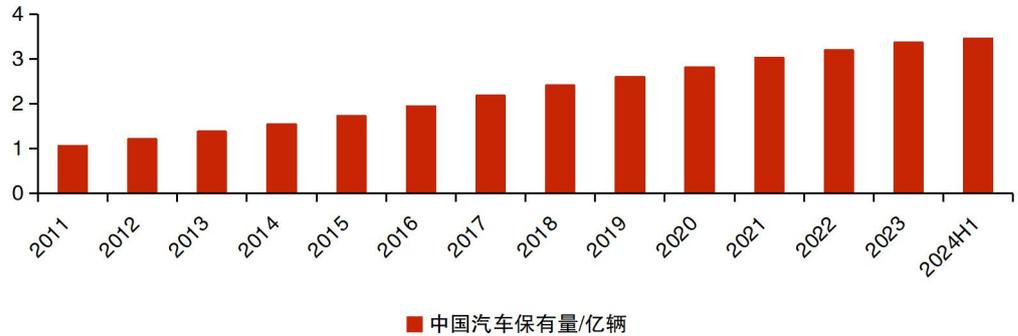
资料来源：弗若斯特沙利文、华源证券研究所

2.1. 我国现状：人均汽车保有量及车龄具备较大提升空间

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。中国加入 WTO 以来经济迅速

发展，汽车保有量也在不断攀升。据公安部统计，2023 年全国汽车保有量已达 3.36 亿辆，2013-2023 年近 10 年我国汽车保有量 CAGR 达 9.35%。

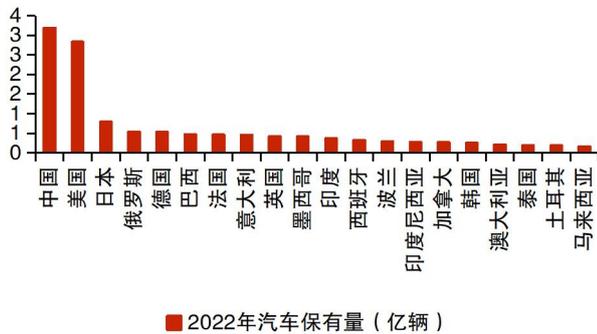
图表 12：2013-2023 年近 10 年我国汽车保有量 CAGR 达 9.35%



资料来源：公安部、Wind、华源证券研究所

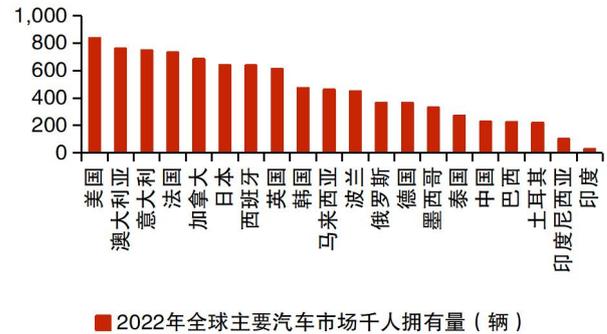
我国汽车保有量位居全球第一，但人均保有量仍具备较大提升空间。从全球范围来看，2022 年中国汽车保有量蝉联全球第一，第二的是美国，其后的是日本、俄罗斯、德国、巴西、法国、意大利、英国、墨西哥等国。但 2022 年我国千人汽车拥有量仅为 226 辆，相比于美国的 837 辆拥有较大差距，随着中产阶级群体进一步扩张，预计未来仍将持续较快增长。

图表 13：中国汽车保有量蝉联全球第一



资料来源：车聚网、华源证券研究所

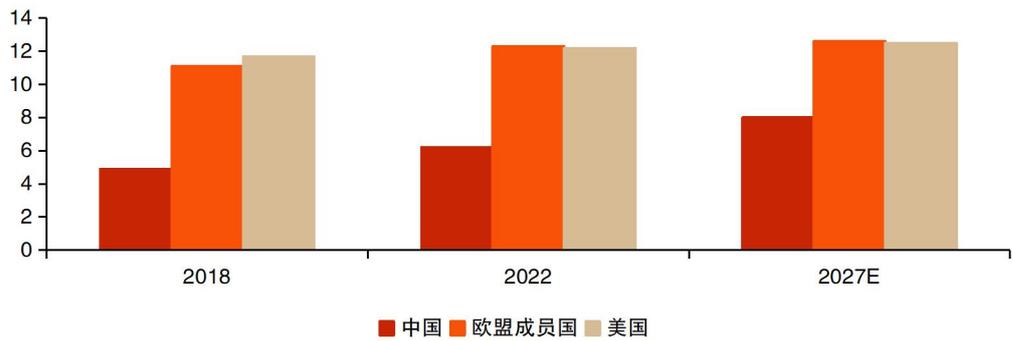
图表 14：2022 年我国千人汽车拥有量仅约为美国的 1/4



资料来源：车聚网、华源证券研究所

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。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，而同年欧盟成员国及美国的平均车龄分别为 12.3 年及 12.2 年，中国乘用车的车龄有进一步增长的空间，灼识咨询预计 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。

图表 15: 2022 年我国平均车龄已达 6.2 年, 远低于欧美成熟市场/年

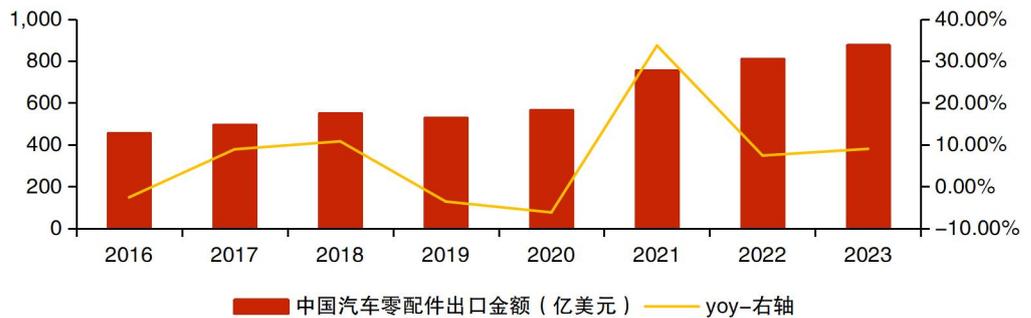


资料来源: 灼识咨询、华源证券研究所

2.2. 出口: 美国车后市场增长稳固, 我国 2023 年汽零出口+9%

近年来, 中国汽车零部件出口规模持续增长, 在全球汽车零部件市场中占据重要地位。2023 年, 我国汽车零部件出口额达到了 877 亿美元, 较上年增加 66 亿美元, 同比增长 9%。

图表 16: 2023 年我国汽车零部件出口额达到了 877 亿美元 (+9%)



资料来源: 中国海关、华经产业研究院、华源证券研究所

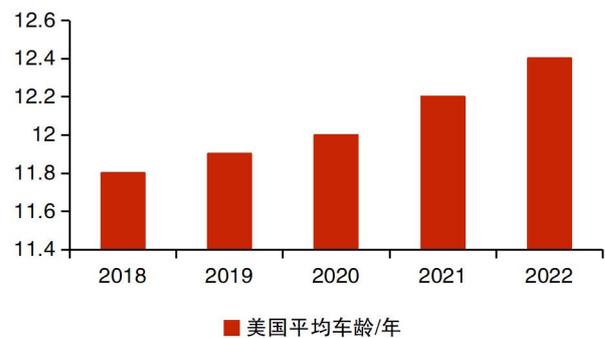
美国汽车保有量和车龄双高。作为人均汽车保有量第一的美国, 美国市场汽车总保有量持续上升, 2011-2022 年自 2.5 亿辆增至 2.8 亿辆, 除了 2020 年外, 正常年份的每年增速通常在 1%-1.5% 浮动。而车龄上升同样会带动单车每年维保需求价值量上升, 2018-2022 年美国汽车平均车龄由 11.8 年进一步升至 12.4 年, 恰好为我国平均车龄的 2 倍。

图表 17: 2011-2022 年美国汽车保有量稳定增长



资料来源: CEIC、华源证券研究所

图表 18: 美国平均车龄仍在稳步上升



资料来源: Dorman 官网、华源证券研究所

2001–2021 年美国汽车行驶总里程（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。

图表 19：美国汽车行驶里程整体维持 1%-3% 长期增速



资料来源：statista、美国交通部、华源证券研究所

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。

图表 20：2021 年后美国后市场恢复稳增长，2023 年预计规模达 3740 亿美元

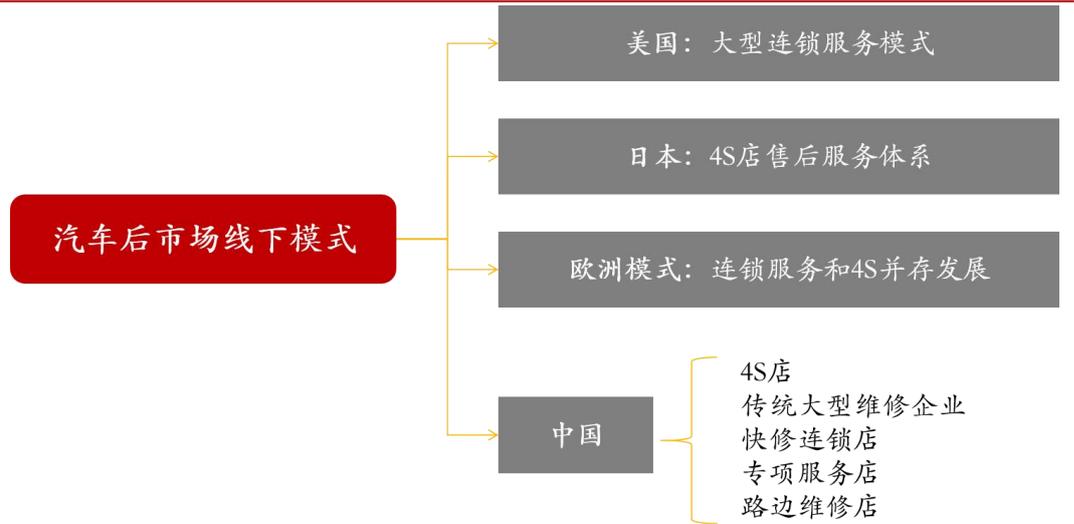


资料来源：CapIQ、Auto Care Factbook、华源证券研究所

2.3. 跨境电商：欧美汽配线上销售渗透率低，线上汽配处蓝海

传统的汽车后市场发展模式主要以线下服务为主。美国的后市场发展已发展成大规模体系的连锁市场；日本是形成由 4S 店主导的后市场体系，以整车厂的特约维修店为主导；欧洲则主要结合了美国和日本的特点，形成连锁店与 4S 店并存的发展局面；而中国后汽车市场起步晚，存在很多街边维修店，但总体也呈现出多模式并存的局面。

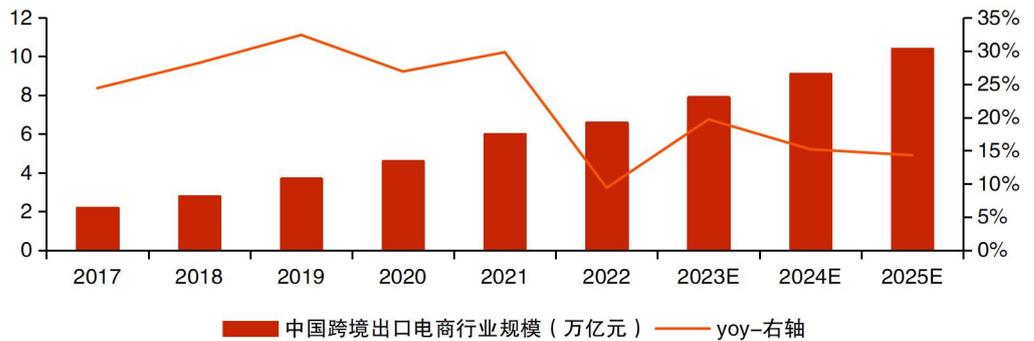
图表 21：中国汽车后市场起步晚，总体呈现出多模式并存的局面



资料来源：周立峰等《汽车后市场行业格局与产业分析》、华源证券研究所

随着互联网的发展，汽车后服务市场发展模式也随之发生转型，由传统的线下服务模式，逐渐衍生出各类线上服务模式，针对海外市场，跨境电商成为近年来汽零厂商竞争角逐的第二阵地。在 2017 至 2021 年间，中国跨境出口电商行业规模保持 20% 以上同比增速。2022 年尽管面临局部封控导致的供应链压力等挑战，行业增速虽有所放缓，但仍实现 9.4% 增长。根据艾瑞咨询预计，2022-2025 年随着经济的复苏，行业增幅将逐步修复，并预计以 16.4% 的年均复合增长率稳步发展，至 2025 年规模有望突破 10 万亿元。

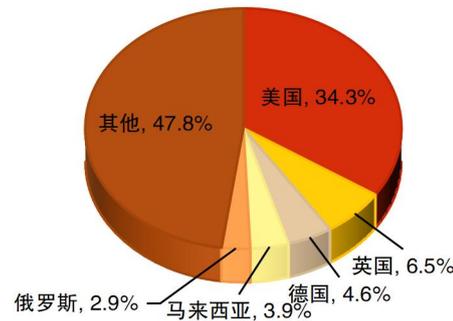
图表 22：艾瑞咨询预计我国跨境出口电商行业 2022-2025 年规模 cagr 达 16.4%



资料来源：海关总署、艾瑞咨询、华源证券研究所

2022 年美国为中国跨境出口电商第一大目的地，欧美等成熟市场仍为中国跨境卖家的主要目标。随着相关自由贸易协定与《区域全面经济伙伴关系协定》政策的落地，新兴市场逐步成为跨境卖家新一轮的“掘金点”，中国跨境出口电商的贸易伙伴趋于多元化。

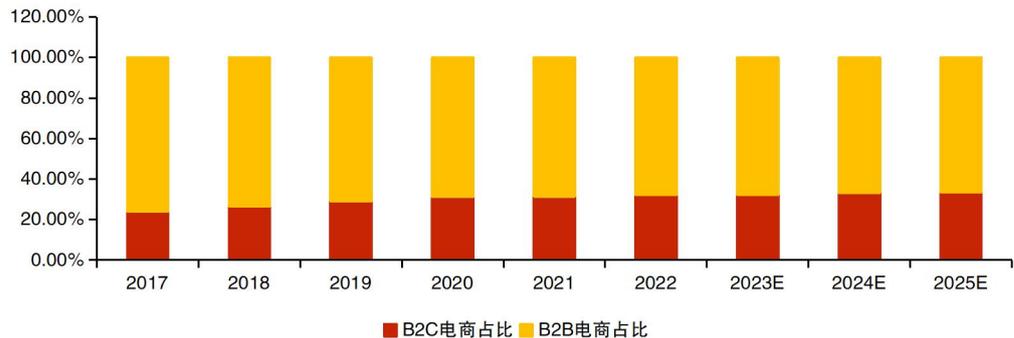
图表 23：2022 年美国为中国跨境出口电商第一大目的地



资料来源：海关总署、艾瑞咨询、华源证券研究所

在行业结构方面，跨境出口 B2B 电商占据了主导地位，约占整体行业规模的七成。相比于零售市场，B2B 电商面临更高的准入壁垒，需要较大的资源投入来获取企业客户资源，并且在信息积累和渠道布局上也需要较长时间。

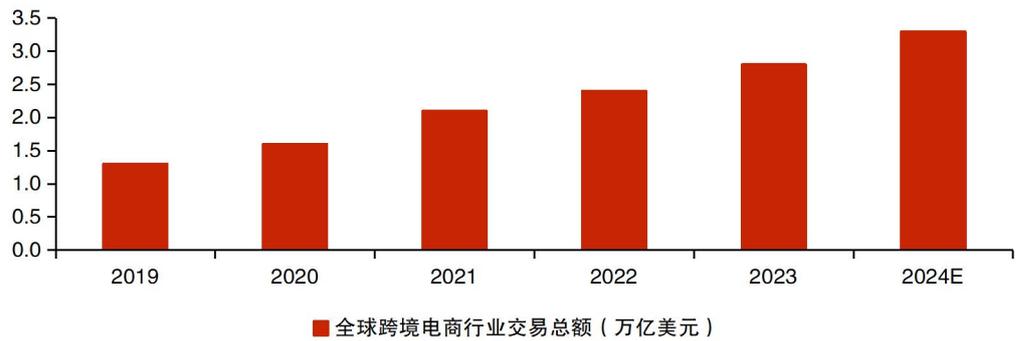
图表 24：2022 年跨境出口 B2B 电商占比 67.8%，B2C 电商占比呈缓慢上升趋势



资料来源：资产信息网、千际投行、艾瑞咨询、华源证券研究所

随着信息技术的发展和互联网基础设施的不断完善，全球贸易的数字化转型正在加速推进。全球贸易向数字化转型推动价值链上的商户及企业从跨境线下贸易向跨境电商转型，全球跨境电商行业交易总额不断增长。根据中商产业研究院数据显示，2022 年全球跨境电商的行业交易总额为 2.4 万亿美元，同比增长 14.29%，2023 年交易总额约为 2.8 万亿美元，预计 2024 年全球跨境电商行业交易总额将达到 3.3 万亿美元。

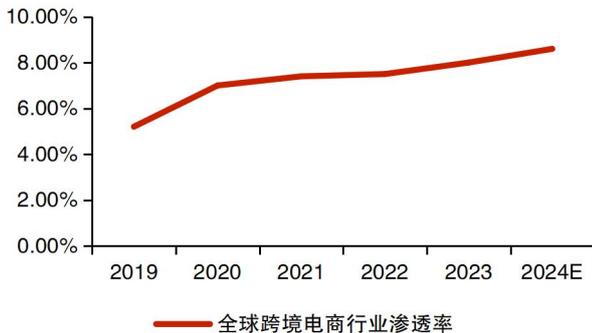
图表 25：预计 2024 年全球跨境电商行业交易总额将达到 3.3 万亿美元



资料来源：弗若斯特沙利文、中商产业研究院、华源证券研究所

在线上渠道的快速发展和数字化转型的推动下，全球电商市场稳步向好，跨境电商行业渗透率平稳增长。根据中商产业研究院数据，2019 年至 2023 年，全球跨境电商行业渗透率从 5.2% 增长至 8.0%，预计 2024 年全球跨境电商行业渗透率将达 8.6%。汽配方面，2020 年疫情给海外汽车后市场的销售渠道和市场需求都带来了较大的影响，海外线下零售渠道的萎靡，加速了各个品类在线上电商渠道的增长。据弗若斯特沙利文数据显示，2030 年欧美线上零售汽配销售占比有望从 2017 年的 6% 升至 20%。

图表 26：预计 2024 年全球跨境电商行业渗透率将达 8.6%



资料来源：弗若斯特沙利文、中商产业研究院、华源证券研究所

图表 27：2030 年欧美线上零售汽配销售占比有望达 20%

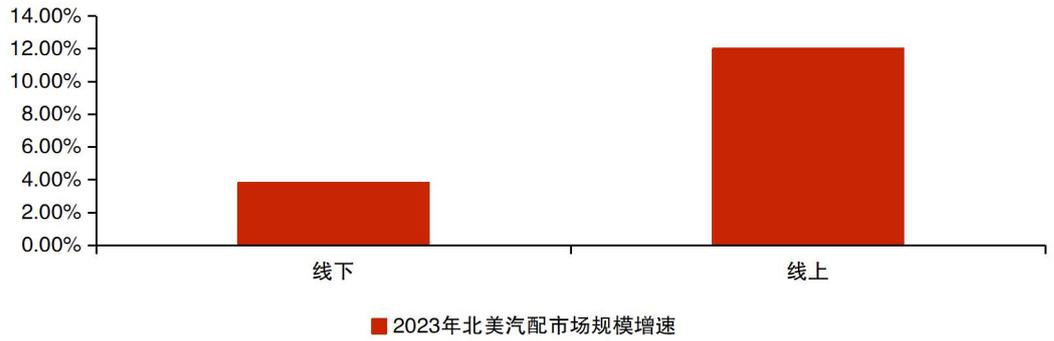


资料来源：弗若斯特沙利文、36 氪、华源证券研究所

根据 eBay 平台统计的数据，2015 年–2024 年，中国汽配卖家出口的汽配品类销售增长较快。其中，头灯及尾灯总成同比增长近 20 倍、保险杠同比增长 59 倍、转向机同比增长近 200 倍、空调压缩机和离合器同比增长近 300 倍、三元催化器同比增长 1000 倍以上。仅 2023 年，长三角地区汽配卖家在 eBay 平台销售的车灯、转向和悬挂等销售增长就超过了 20%，而车灯和刹车相关配件销售同比分别增长超过 70%、110%。

以北美、欧洲、日本等发达国家汽车保有量最为庞大，高保有量带动了消费者对汽车配件的高需求。2023 年北美汽配市场规模高达 3197 亿美元，线下增速仅为 3.8%，而线上销售的增速高达 12%。

图表 28：2023 年北美汽配市场线上增速远高于线下增速



资料来源：跨境电商头条公众号、华源证券研究所

总而言之，我国汽车零部件的整体出口稳步增长，主要出口国美国由于汽车保有量和车龄的双高现状，导致其车后市场规模抗风险性较强。在跨境电商方面，欧美地区的整体汽配线上销售渗透率仍然较低，具备较大的发展空间，汽配出海无论是从线下还是跨境电商渠道都具备明显的可持续性。

根据 2024 年 10 月 21 日公告，公司与福州扬腾网络科技有限公司签订了产品采购框架合同，扬腾科技向公司采购汽车零部件，合同金额（含税）不低于人民币 8,000 万元。合同标的：汽车电子、汽车电气系统、传动系统、转向系统、发动系统、制动系统类零部件等，公司将结合双方制定的产品开发计划向扬腾科技提供更多的汽车电子、汽车电气类新产品。2023 年，公司前五大客户中有 3 家跨境电商客户，佐证汽配跨境电商处于蓝海市场。

图表 29：2023 年公司前五大客户中有 3 家跨境电商客户

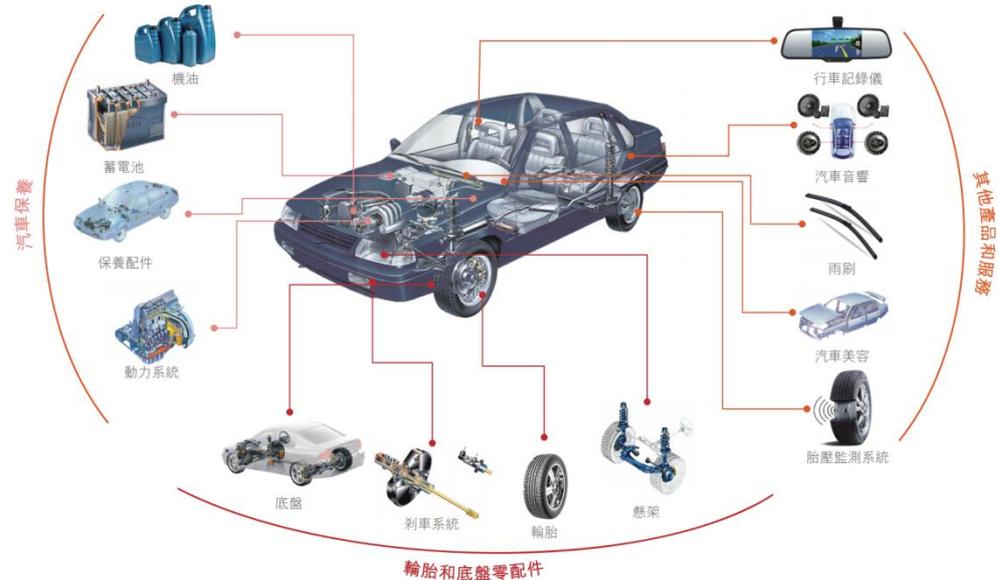
年份	单位名称(客户)	销售金额(元)	占营业收入比(%)
2023 年	DormanProducts,Inc.	80,165,620.23	14.36
	CARDONEIndustries,Inc	76,462,412.92	13.69
	福州扬腾网络科技有限公司	47,647,592.99	8.53
	温州市晟沐贸易有限公司	46,239,342.41	8.28
	深圳格罗西科技有限公司	35,572,619.32	6.37
	合计	286,087,587.87	51.23

资料来源：Wind、华源证券研究所

3. 聚焦二：产品迭代后续看点在哪？

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。

图表 30：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、华源证券研究所

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。

图表 31：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，依赖走量
非易损件	低频、复杂的长尾产品	供应商具备议价能力	品类多，需预测需求并备货

资料来源：建邦科技公告、华源证券研究所

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纵向扩张，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) 横向迭代：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。2) 纵向扩张：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。

图表 32：纵向扩张软硬结合增量品类，业务垂直化发展有望带动盈利

· 横向迭代

- 传动：四驱车用分动箱电机、分动箱总成、差速器等
- 刹车：随着市场需求改善，北美主要客户有望重新增加需求
- 转向/发动/刹车：软硬件结合产品持续推出，有望带动增量。
- 再制造：子公司卡库科技开拓刹车等再制造业务，潜力较大

· 纵向扩张

- 汽车电子：主动进气格栅、车身控制模块、车身盲点监测、行人碰撞保护系统等新品开发推广
- 面向新能源车增加SKU储备
- 智能底盘：如空气悬架等需求持续渗透，有望带动产品增量。
- 非乘用车：全地形车、房车、游艇等北美增量需求，毛利率44%

资料来源：建邦科技公告及财报、华源证券研究所

3.1. 横向迭代：传统业务持续增加产品，实现系列化及智能化

研发立项时，公司会综合判断研发产出比，比如先期调查收集 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。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。

图表 33：公司研发能力向高效覆盖、成本控制与品质保障转化

高效研发，品质管控

- 国内知名品牌轴承 双后轴控制电机 伺服电机、变频器
- 国内知名品牌球笼 深沟球轴承 国内知名品牌供应
- 花键齿轴淬火、提电产品 耐磨、防腐防锈
- 国内知名品牌轴承 双后轴控制电机 伺服电机、变频器
- 国内知名品牌球笼 深沟球轴承 国内知名品牌供应
- 花键齿轴淬火、提电产品 耐磨、防腐防锈

原厂品质，价格优势

精准匹配，覆盖率高

拓普托曼 TOMAN 拓曼

刹车分泵

车型覆盖率达**95%**

传动轴

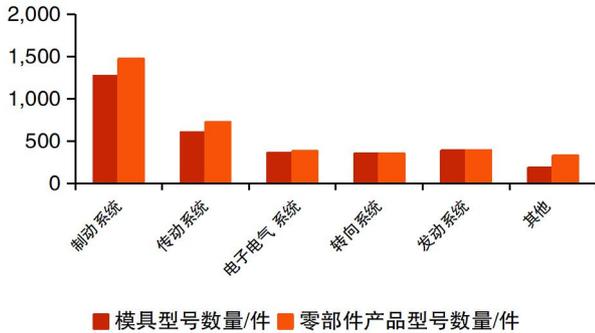
车型覆盖率达**90%**

资料来源：建邦科技官方微信公众号、建邦科技招股书、华源证券研究所

2023 年公告披露已覆盖近 3 万 SKU。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

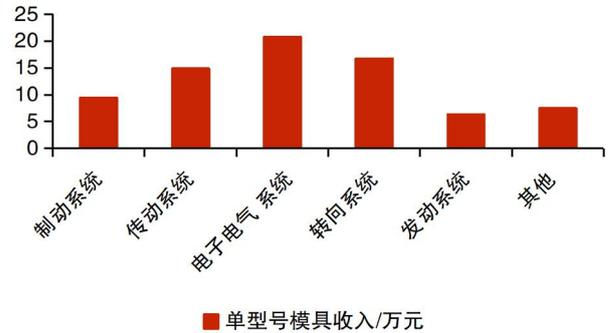
实现收入（2019年）来看，电子电气系统平均收入最高，超20万元，传动、转向也较高，而刹车布局时间长、存在更多旧型号模具因此偏低。

图表 34：2019 年公司已积累模具、零部件型号超 3 千件



资料来源：建邦科技招股书、华源证券研究所

图表 35：2019 年电子电气、转向等单模具收入较高/万元



资料来源：建邦科技招股书、华源证券研究所

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、产品调查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。

图表 36：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：建邦科技官网、华源证券研究所

图表 37：手刹电机经过高标准制造、检测实现 OE 性能



资料来源：建邦科技官网、华源证券研究所

3.2. 纵向拓展：汽车电子高附加市场迅速抢占，发挥研发优势

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，为公司适应汽车产品更新迭代打下坚实基础。2023 年在研项目中，同样包含三项汽车电子项目，分别为盲点监测传感器、行人碰撞传感器、仪表总成。

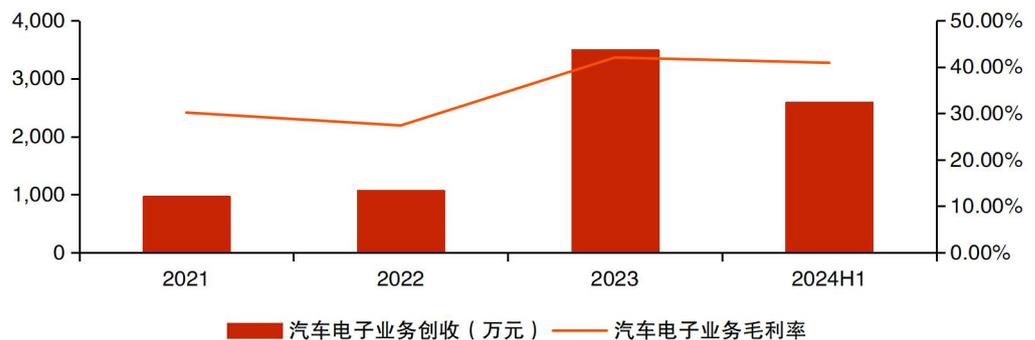
图表 38：2022-2023 年公司在研项目中汽车电子产品占比均较高

研发项目名称	项目目的	类型
2022 年		
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
2023 年		
盲点监测传感器	获得实现汽车盲点监测的技术	汽车电子
涡轮执行器	获得涡轮执行器的生产技术	发动系统
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	汽车电子
颗粒捕捉器添加剂罐	获得颗粒捕捉器添加剂罐的生产技术	发动系统
仪表总成	获得仪表总成的生产技术	汽车电子

资料来源：建邦科技财报、华源证券研究所

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。2023 年公司诸多汽车电子研发项目进入量产，致使 2023 年公司汽车电子业务创收同比增长 227.9%至 3491.8 万元，毛利率同时提升 15pcts 至 42%。

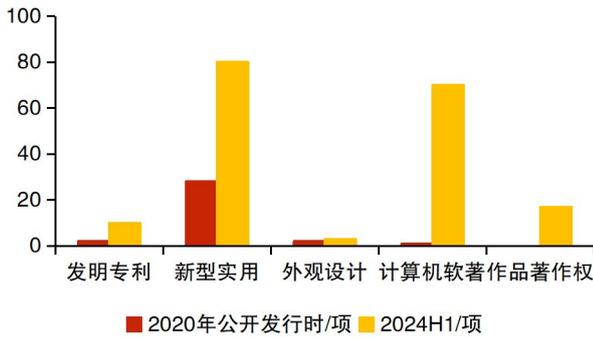
图表 39：2023 年公司汽车电子业务创收同比增长 227.9%至 3491.8 万元



资料来源：Wind、华源证券研究所

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 2024H1 公司专利大幅增长；软著大幅增加至 70 项，涉及各类驱动、控制、测试仿真领域。

图表 40：截至 2024H1 公司软著大幅增加至 70 项



资料来源：建邦科技财报、华源证券研究所

图表 41：汽车电子等软硬结合产品持续推进新品开发

2020	推动EPS电控转向器、AGS主动进气格栅、电子助力转向器、雨量感应式雨刮电机、电控EGR阀等产品开发
2022	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、分动箱电脑等软硬件结合研发项目
2023	已投放空燃比显示套件、SAM 模块、主动进气格栅等汽车电子新品

资料来源：建邦科技招股书及公告、华源证券研究所

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（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。

图表 42：以主动进气格栅为例，持续研发投入实现模块自研



资料来源：建邦科技官方微信公众号、华源证券研究所

4. 聚焦三：自建厂房与募投项目后续怎么看？

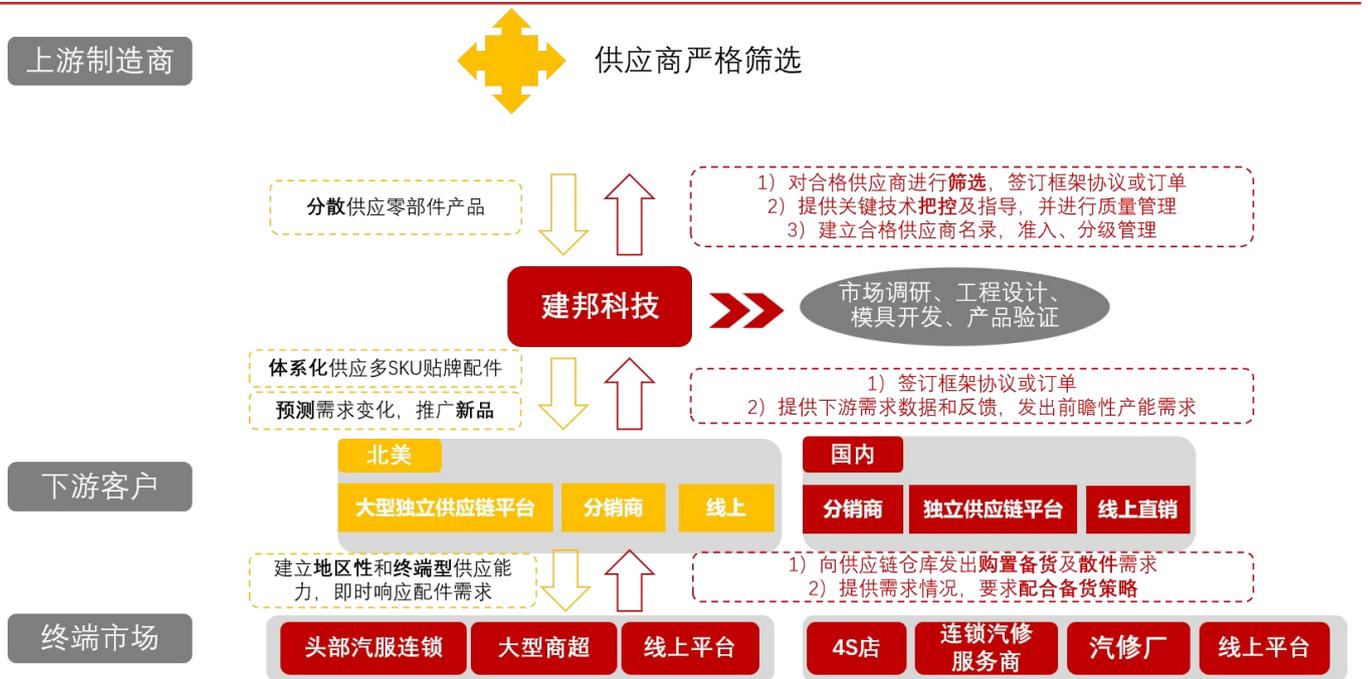
4.1. 模式进化：轻资产经营与 Dorman 相似，但盈利能力更强

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查、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。

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。**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”。

图表 43：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

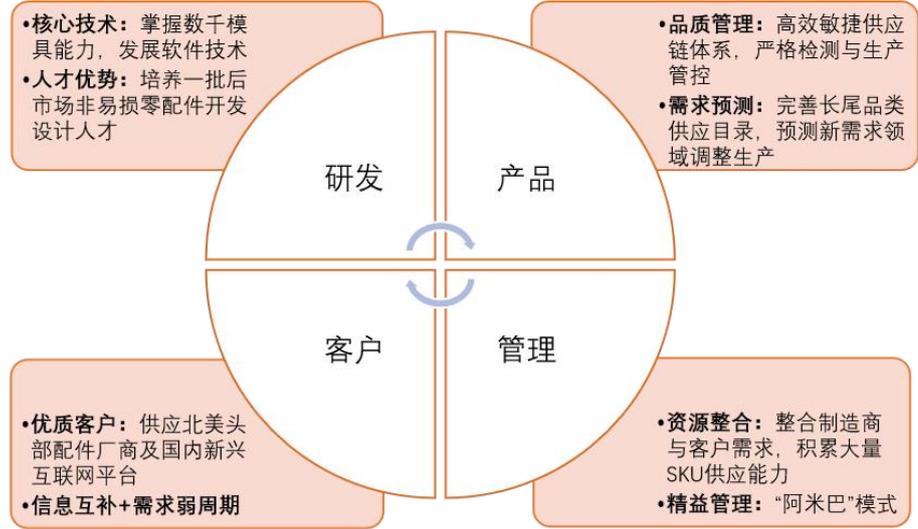


资料来源：建邦科技财报、华源证券研究所

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，建立了多条市场调查渠道，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。

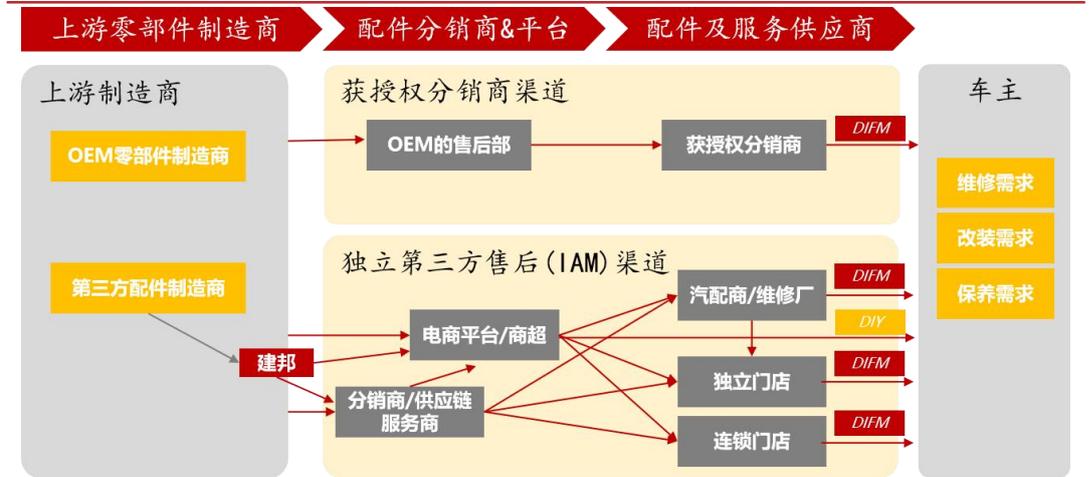
图表 44：建邦科技凭借四大层面优势，打通物流、商流、信息流实现供应优势



资料来源：建邦科技公告、华源证券研究所

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配件产品，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。

图表 45：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



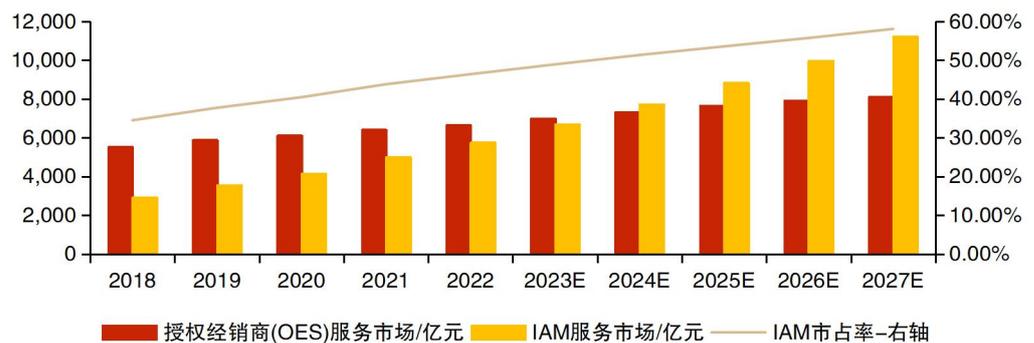
资料来源：灼识咨询、华源证券研究所

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）。

图表 46：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



资料来源：灼识咨询、华源证券研究所

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、实现上下游优异的资产效率。

图表 47：我国后市场供应链模式从多级分销走向平台化、集中化

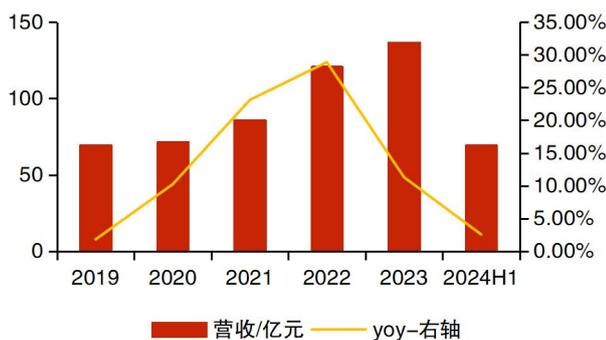


资料来源：弗若斯特沙利文、华源证券研究所

建邦科技轻资产的运营模式与美国 Dorman 相似。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查、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查市场上“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查和研发具有“新、奇、特”特征的非易损零部件，这与 Dorman 的理念也是类似的。

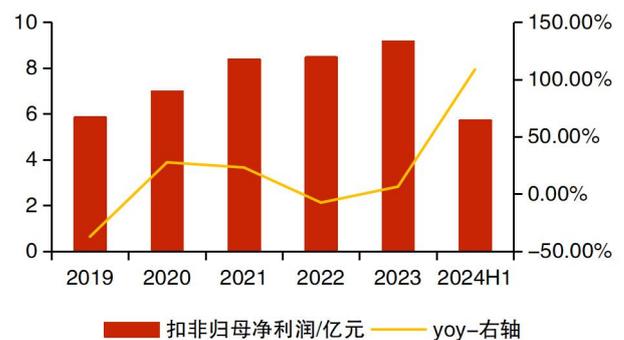
清晰布局下的推陈出新是核心增长逻辑，Dorman 营收 2023 年达 136.68 亿元，3 年 CAGR 达 24%。Dormna 盈利增长相对收入较低，2020-2023 年 3 年扣非归母净利润 CAGR 达 9.5%，主要是销售费用上涨以及毛利率下降导致的。

图表 48：Dorman2020-2023 年营收 CAGR 为 24%



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 49：Dorman2020-2023 年扣非净利润 CAGR 为 9.5%

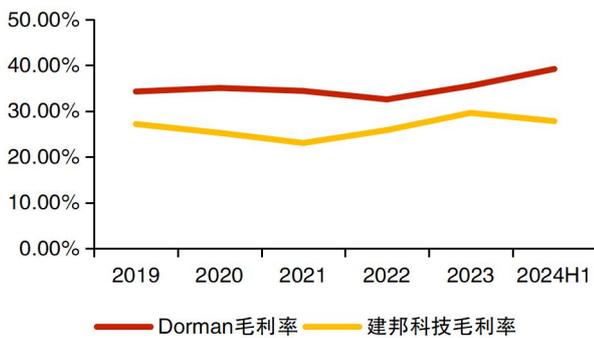


资料来源：Wind、华源证券研究所

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。

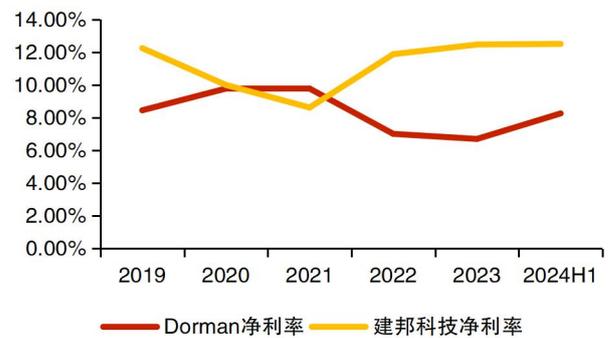
在北美地区，建邦科技与 Dorman 的商业模式存在一定差异，Dorman 客户更偏直接面向下游汽配服务商，需要对新品进行持续的市场开拓投入、销售费用相对较高，而建邦科技以服务产业链客户为主，无须长期营销大额投入，盈利压力相对更小。

图表 50：建邦科技整体毛利率低于 Dorman



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 51：建邦科技整体净利率高于 Dorman



资料来源：Wind、华源证券研究所

4.2. 产能：推进汽车电子产能自建，泰国建厂参与全球竞争

募投情况

公司募投的项目包含“汽车非易损件新产品开发项目”和“信息化系统升级建设项目”，截至 2024 年上半年末，前者投入进度已达 90%，后者则投入完成。募投项目并不涉及新建产能。

图表 52：公司募投项目并未涉及产能相关（单位：元）

募集资金用途	调整后投资总额	2024H1 投入金额	累计投入金额	投入进度
募投项目汽车非易损件新产品开发项目	130,530,000.00	23,577,029.48	117,721,883.66	90.19%
募投项目信息化系统升级建设项目	4,706,866.30	0	4,706,866.30	100.00%
补充流动资金	52,494,913.60	0	53,803,722.47	102.49%
合计	187,731,779.90	23,577,029.48	176,232,472.43	-

资料来源：建邦科技公告、华源证券研究所

➤ 自建厂房

根据 2023 年年报信息，公司积极推动汽车电子类产品由代工生产转为自主生产，子公司拓曼电子已初步取得汽车电子类产品的自产能力。根据 2024 年半年报信息，拓曼电子于 2024 年 3 月取得《IATF16949: 2016 汽车质量管理体系认证证书》，取得此项认证说明其已经具备了汽车电子类产品规模化生产的相关能力。

图表 53：2024H1 拓曼电子已经具备汽车电子类产品规模化生产相关能力（单位：元）

公司名称	公司类型	主要业务	注册资本	总资产	净资产	营业收入	净利润
青岛拓曼电子科技有限公司	控股子公司	汽车零部件的开发、设计与销售	1,000,000	97,945,975.78	81,394,502.52	36,073,584.00	6,005,160.90
青岛卡库再制造科技有限公司	控股子公司	汽车零部件再生资源领域	5,000,000	32,322,301.77	1,300,300.56	26,578,102.94	4,981,453.88
青岛建邦汽车科技（德国）股份有限公司	控股子公司	汽车零部件的开发、设计与销售	1,000,000 欧元	4,818,464.53	2,504,539.78	450,871.62	-817,331.31
青岛途曼汽车零部件有限公司	控股子公司	汽车零部件的开发、设计与销售	10,000,000	5,125,843.93	5,118,722.66	27,214.99	5,605.34
建泰汽车零部件有限公司	控股子公司	汽车零部件的开发、设计与销售	3429.80 万泰铢	6,446,774.26	6,436,650.11	-	-257,906.47

资料来源：建邦科技财报、华源证券研究所

➤ 全球化布局

（一）： 向上垂直化布局

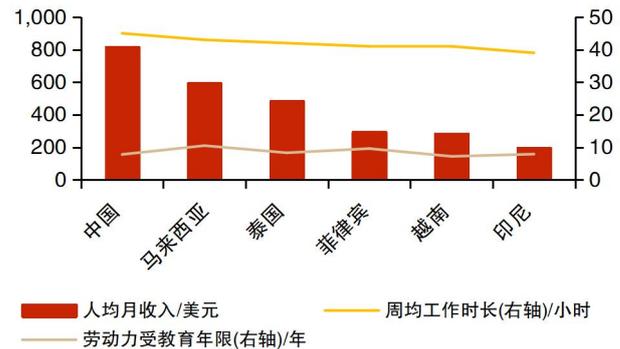
一是开拓泰国等海外产能，利用当地低用工成本、汽车行业配套环境等优势发展传统底盘等业务。1) **成本优势**：劳动力成本较低，且对美汽车零部件出口关税条件显著优于国内。2) **配套环境好**：上游冶炼行业具备一定基础，有利于金属锻造件业务发展；下游日系为代表的外资整车、零部件企业长期深耕，国内新能源企业也加速布局，配套环境相对成熟。3) **制度相对完善，社会局面基本稳定。**

图表 54：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：开泰研究中心、华源证券研究所

图表 55：泰国等东盟国家用工成本较国内具备较大优势



资料来源：盖世汽车研究院、华源证券研究所 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，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。

（二）： 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非易损零部件产品。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。

5. 盈利预测与评级

结合公司 2024 年前三季度财报以及对于公司汽车电子新业务等未来的预期,我们假设公司 2024-2026 年整体营收同比增长率分别为 27%、20%、22%, 综合毛利率维持稳定。

图表 56: 建邦科技营业收入预测关键假设 (单位: 万元)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总营业收入	48,127	42,328	55,843	71,056	85,038	103,672
yoy	28.65%	-12.05%	31.93%	27.24%	19.68%	21.91%
传动系统	12,978	13,336	17,734	20,394	23,352	26,621
yoy	32.27%	2.75%	32.98%	15.0%	14.5%	14.0%
电子电气系统	9,273	7,062	8,021	11,229	14,261	17,113
yoy	19.13%	-23.84%	13.57%	40.0%	27.0%	20.0%
发动系统	2,810	5,132	5,287	5,340	5,874	8,224
yoy	12.14%	82.62%	3.02%	1.0%	10.0%	40.0%
汽车电子	965	1,065	3,492	6,285	10,371	13,689
yoy		10.35%	227.90%	80.0%	65.0%	32.0%
制动系统	5,647	4,837	7,235	7,257	7,982	11,175
yoy	-6.00%	-14.33%	49.56%	0.3%	10.0%	40.0%
转向系统	14,111	7,613	8,717	14,819	16,893	20,103
yoy	48.75%	-46.04%	14.49%	70.0%	14.0%	19.0%
其他系统	2,343	3,282	5,357	5,732	6,305	6,747
yoy	29.27%	40.10%	63.21%	7.0%	10.0%	7.0%

资料来源: Wind、华源证券研究所

图表 57: 建邦科技毛利率预测关键假设

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
综合毛利率	23.05%	25.86%	29.62%	31.02%	31.09%	31.61%
传动系统	22.77%	26.72%	30.58%	30.90%	30.00%	30.20%
电子电气系统	22.90%	26.69%	30.57%	32.20%	32.00%	32.20%
发动系统	22.71%	22.49%	24.34%	25.00%	24.90%	26.00%
汽车电子	30.17%	27.39%	42.05%	42.50%	41.70%	41.90%
制动系统	24.38%	25.60%	28.79%	28.80%	28.50%	29.70%
转向系统	22.94%	25.82%	26.75%	31.00%	30.80%	31.50%
其他系统	20.04%	25.84%	27.95%	25.00%	25.50%	25.20%

资料来源: Wind、华源证券研究所

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 A 股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)。

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 0.98、1.17 和 1.39 亿元,对应 PE 为 22.9、19.2、16.1 倍,首次覆盖,给予“增持”评级。

图表 58：建邦科技可比公司估值表（截至 20241121）

公司名称	股票代码	最新收盘价 (元/股)	最新总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
冠盛股份	605088.SH	22.86	40.81	1.78	2.19	2.56	12.8	10.4	8.9
均胜电子	600699.SH	16.77	236.24	0.99	1.29	1.57	16.9	13.0	10.7
斯菱股份	301550.SZ	61.93	68.12	1.86	2.19	2.57	33.3	28.3	24.1
途虎-W	9690.HK	22.90	186.88	0.74	1.24	1.79	30.9	18.5	12.8
	均值			1.34	1.73	2.12	23.5	17.5	14.1
建邦科技	837242.BJ	34.83	22.46	1.52	1.82	2.16	22.9	19.2	16.1

资料来源：Wind、华源证券研究所 注：日期截至 20241121；可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预期；建邦科技盈利预测来自华源证券研究所

6. 风险提示

海外建厂风险：公司决定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。

中美贸易摩擦风险：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。

受汇率波动影响风险：公司客户主要为境外客户，销售结算采用外币结算，汇率受国内外政治、经济等因素影响较大，如果国外相关地区出现经济衰退或其他重大不利情况，或者人民币汇率存在较大波动，将会对公司的经营业绩产生一定影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	306	325	350	382
应收票据及账款	181	205	233	261
预付账款	4	6	8	10
其他应收款	0	0	1	1
存货	117	141	159	185
其他流动资产	20	26	26	29
流动资产总计	629	703	776	868
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	47	49	55	61
在建工程	0	0	1	2
无形资产	2	2	2	2
长期待摊费用	0	0	1	1
其他非流动资产	24	24	24	26
非流动资产合计	73	74	82	92
资产总计	702	777	858	959
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	167	191	214	243
其他流动负债	26	35	42	51
流动负债合计	193	225	255	293
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	3	3	3	3
非流动负债合计	3	3	3	3
负债合计	197	229	258	297
股本	65	64	64	64
资本公积	206	206	207	209
留存收益	234	277	328	389
归属母公司权益	505	548	600	663
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	505	548	600	663
负债和股东权益合计	702	777	858	959

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	70	92	111	134
折旧与摊销	23	24	30	36
财务费用	-1	-1	-1	-1
投资损失	-5	-6	-6	-6
营运资金变动	-31	-24	-18	-21
其他经营现金流	9	8	8	8
经营性现金净流量	65	94	124	150
投资性现金净流量	-24	-21	-33	-40
筹资性现金净流量	-40	-54	-65	-77
现金流量净额	0	19	26	32

利润表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	558	711	850	1,037
营业成本	393	490	586	709
税金及附加	0	0	1	1
销售费用	28	33	40	50
管理费用	29	38	47	61
研发费用	19	25	28	37
财务费用	-1	-1	-1	-1
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-3	-1	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	5	6	6	6
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	0	2	2	2
营业利润	92	132	158	188
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	92	132	158	188
所得税	22	34	41	49
净利润	70	98	117	139
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	70	98	117	139
EPS(元)	1	2	2	2

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	31.93%	27.24%	19.68%	21.91%
营业利润增长率	34.73%	44.11%	19.56%	18.98%
归母净利润增长率	38.24%	40.69%	19.54%	18.96%
经营现金流增长率	-22.49%	45.47%	31.57%	20.75%
盈利能力				
毛利率	29.62%	31.02%	31.09%	31.61%
净利率	12.47%	13.79%	13.78%	13.44%
ROE	13.79%	17.89%	19.53%	21.03%
ROA	9.93%	12.62%	13.65%	14.52%
ROIC	43.47%	48.75%	52.04%	55.41%
估值倍数				
P/E	32.25	22.92	19.17	16.12
P/S	4.02	3.16	2.64	2.17
P/B	4.45	4.10	3.74	3.39
股息率	2.40%	2.46%	2.94%	3.50%
EV/EBITDA	9	12	10	8

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。