

## 建邦科技 (837242.BJ)

2024年04月08日

## 汽车后市场非易损件平台化龙头，垂直化+扩品类多维驱动第二曲线

——北交所首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

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

北交所研究团队

### ● 汽车后市场非易损件平台级供应商，业务向汽车电子等高附加值品类转型

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

### ● 汽配后市场需求规模大且弱周期，美国市场稳固增长而国内将迎来需求拐点

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

### ● 智能化电动化提升零部件价值量，途虎等一体化平台崛起推动商业模式转型

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

### ● 风险提示：后市场需求不及预期、新业务开拓受阻、客户合作风险等等

#### 财务摘要和估值指标

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

数据：聚源、开源证券研究所

## 目录

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

## 图表目录

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

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

## 1、公司高增长：汽车后市场非易损件平台级供应商，开启第二曲线

### 1.1、亮点一：近十年稳步高速发展，2023年收入/业绩均预增30%+

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

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



资料：公司官网

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

图2：公司成立约20年，从海外市场切入持续拓展业务



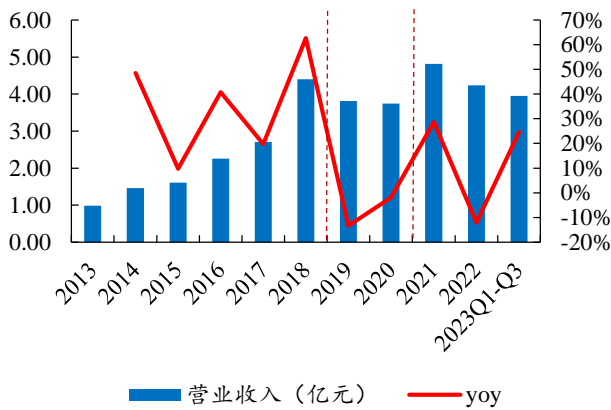
资料：公司官网及财报、开源证券研究所

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

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

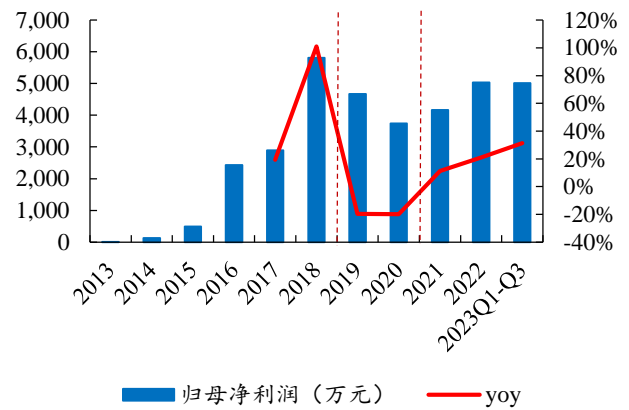
• **盈利（归母净利润）：**2013 年后 5 年时间做到 5000 万元左右，2019-2020 年海外需求下滑，2021 年重启增长，维持 20-30% 稳定增速；2023 年归母净利润加速增长，2023 年业绩快报预计全年实现 6933 万元、增长 38%，扣非净利润增长 59%。

图3：近年营收维持 4 亿元左右，2023 年预增 32%



数据：Wind、开源证券研究所

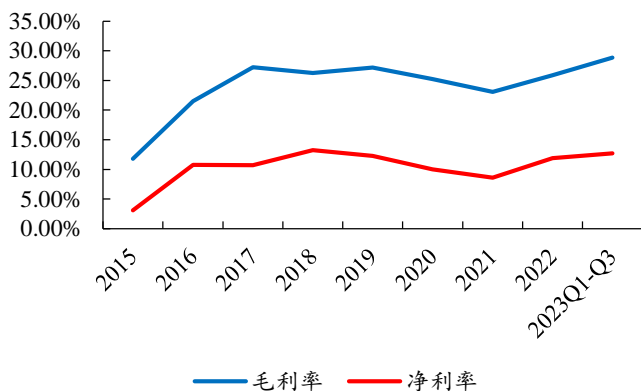
图4：2021 年起归母净利润重拾增长，2023 年预增 38%



数据：Wind、开源证券研究所

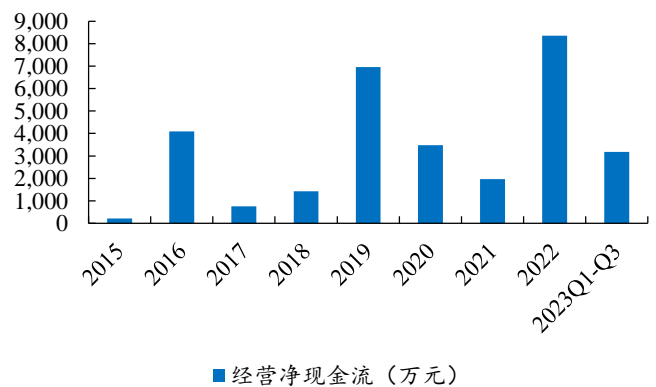
**盈利水平持续改善，优质现金流保障安全边际与扩张能力。**毛利率/净利率 2018-2021 年有所回落，随着客户需求改善、品类升级，2023Q1-Q3 稳步回升至 28.9%/12.7%。公司回款能力良好，2022 年经营性净现金流超 8000 万元。公司一直坚持“**水库式**”经营，为公司的发展留有充分的资金准备，得益于充足现金流，公司未来也有望进行资本并购、建设工厂从而扩大产能、实现外延发展。

图5：2023Q1-Q3 毛利率/净利率回升至 28.9%/12.7%



数据：Wind、开源证券研究所

图6：公司现金流良好，2022 年超 8000 万元



数据：Wind、开源证券研究所

**研发投入夯实品类扩张底层能力，降本增效助力盈利提升。**研发投入从数百万

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

图7：期间费用率维持 12% 左右，2023 年整体下降

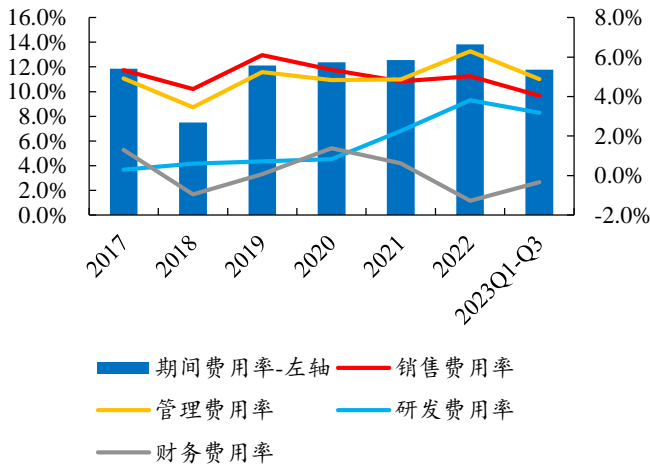
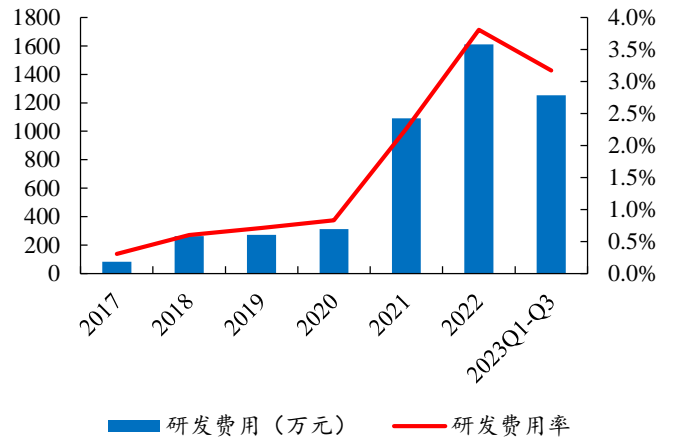


图8：公司研发费用快速上升，2022 年达 1611 万元



数据：Wind、开源证券研究所

数据：Wind、开源证券研究所

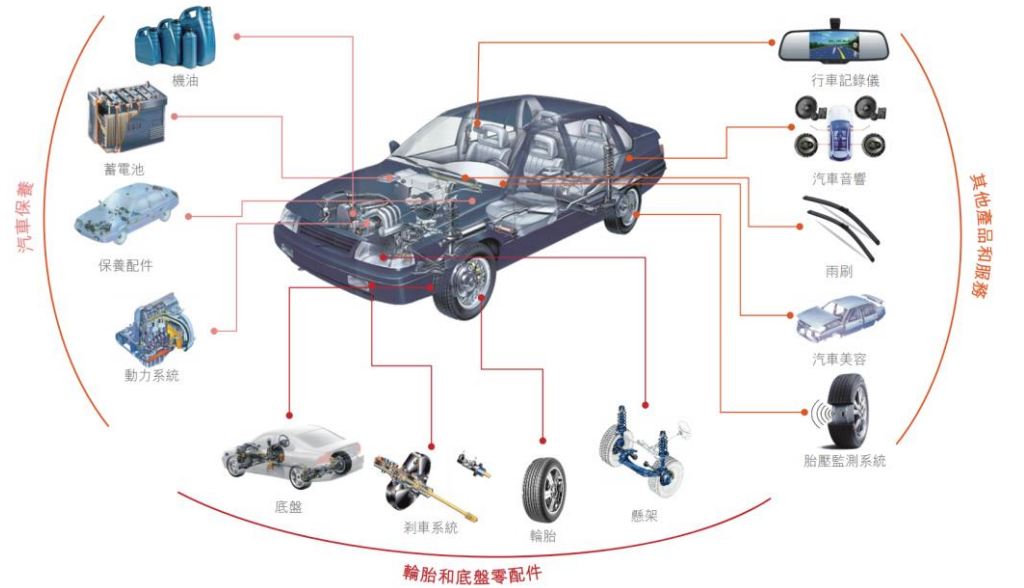
**新品价值升级+供应链及管理优化，推动 2023 年发展提速、盈利能力升级。**1) 前几年布局的产品陆续投入市场，特别是汽车电子产品科技含量提升，附加值高，推动毛利率相应提高。2) 公司持续优化供应链，加强对供应商的管理，同时，从技术上帮助供应商降低成本，引导供应商进行循环降价，对公司毛利率的提高产生积极作用。3) 内部管理方面，公司积极推进“阿米巴经营”，全员贯彻“销售最大化、费用最小化”理念，努力提高单位时间附加值，坚持数字化经营，向精细化管理要效益，降本增效效果明显。

## 1.2、亮点二：业务持续向高附加值转型，立足底盘铸件发展电子品类

### 1.2.1、建邦科技聚焦非易损件，多品类、小批量带来供应管理及信息化壁垒

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

图9：汽车保养类配件多为易损，而底盘、电子方面的部件则多为非易损件



资料：途虎招股书

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

图10：汽车后市场易损件与非易损件在价值量、需求、频次等方面有差异

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

资料：公司公告、开源证券研究所

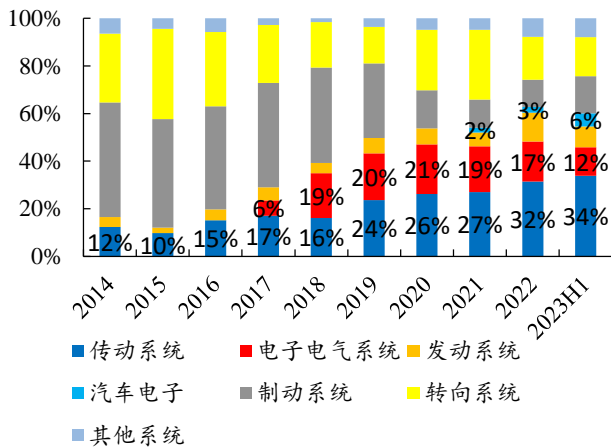
汽车后市场总体 SKU 大约有五千万个，因此格局天然分散、单一厂商难以充分覆盖需求；根据国外成熟后市场的经验，市场上平均车龄达到 8 年以上，甚至 10 年以上会进入非易损零部件更换的拐点。

### 1.2.2、基本盘围绕后市场各类底盘件，2023H1 传动系统占比 34%

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

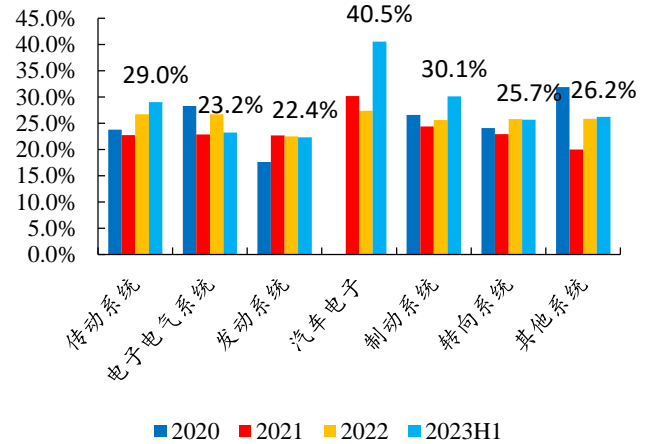
也将得益于新能源升级；其他系统开拓 ATV/UTV/游艇等非乘用车增量零部件，2023年1-9月份非汽车类产品收入约2250万元，综合毛利率约44%。

图11: 核心增量业务经历制动-传动-汽车电子的变化



数据：Wind、开源证券研究所

图12: 大多数业务毛利率持续提升, 汽车电子超40%



数据：Wind、开源证券研究所



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














### 1.2.3、布局7大类别多元产品，供应SKU近3万个

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

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

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

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

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

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

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

## 1.3、亮点三：供应链平台模式独具优势，打通北美+国内优质客户渠道

### 1.3.1、优势经营模式整合渠道与需求，兼具高壁垒与抗周期能力

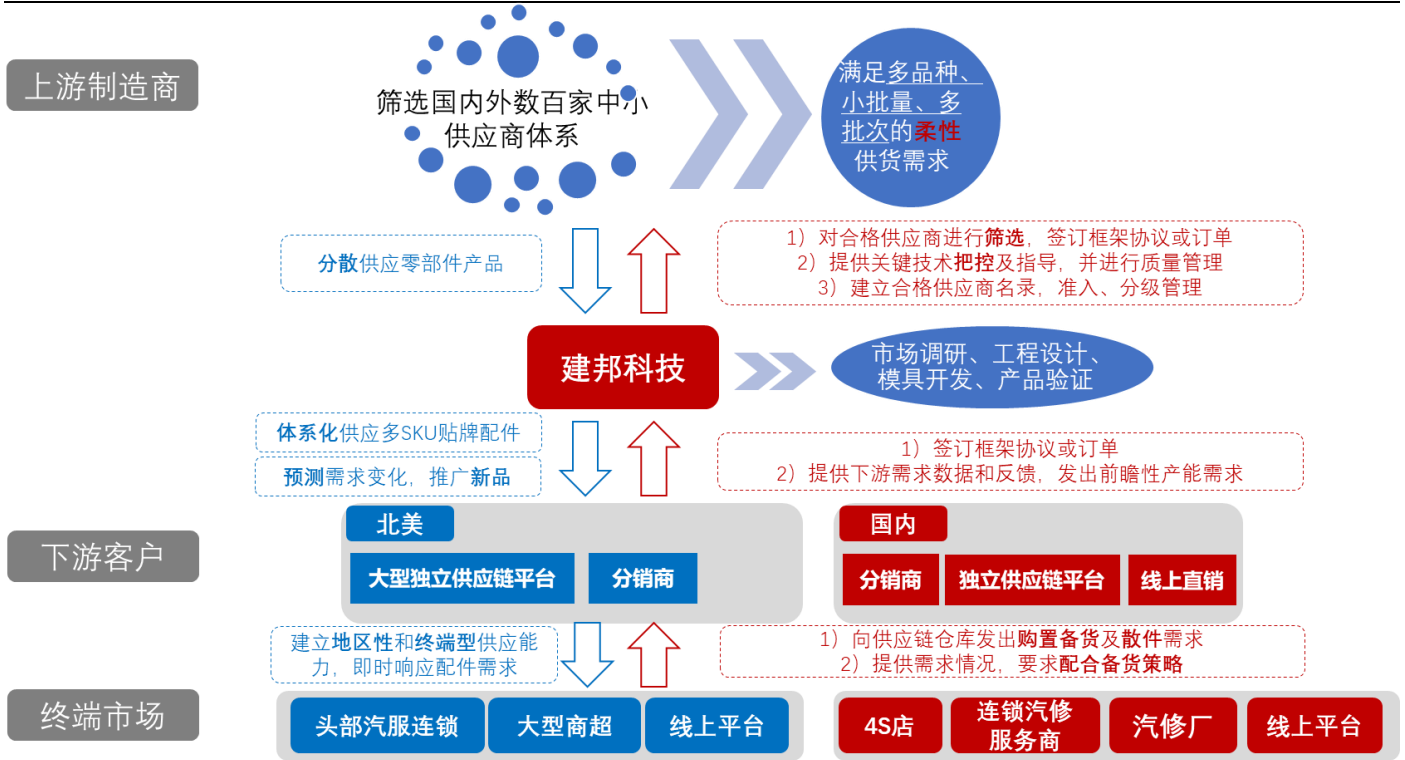
上游方面，供应商需要严格筛选、进行质量把控、建立准入体系，并根据对供应商的考核结果进行动态分级管理。订单交付周期一般在 3、4 个月左右，部分新产品交付周期可能需要半年甚至一年。成本端，根据供货框架协议，一定区间的原材料价格波动供应商不会调整产品的供应价格。

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

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

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

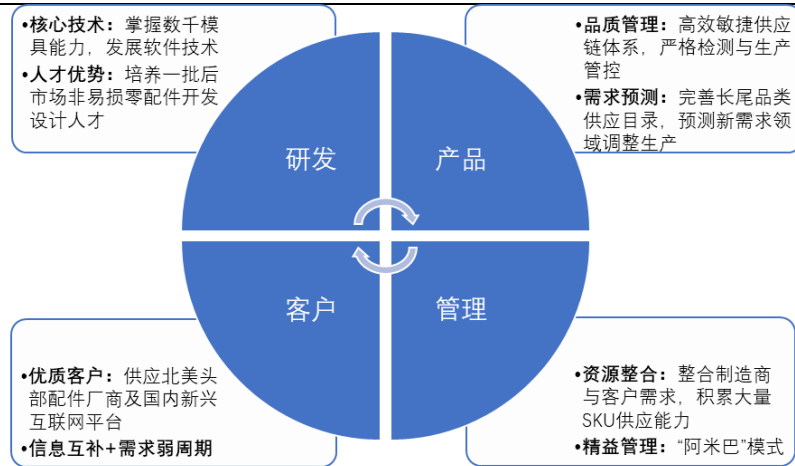
图13：整合制造商柔性供应体系，轻资产适应行业长尾特征，信息流保障高效运营



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

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

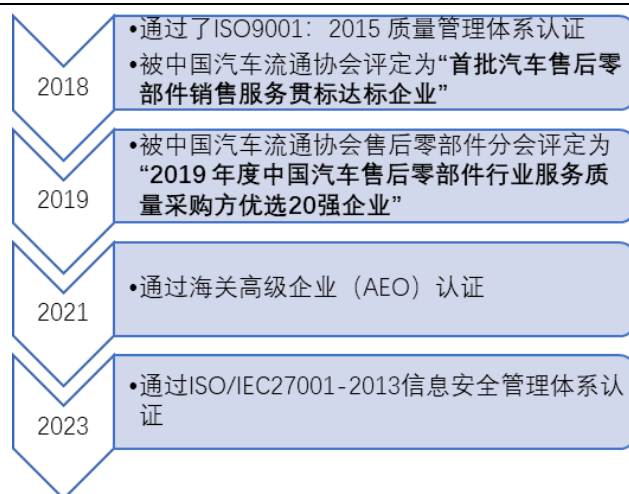
**图14：建邦科技凭借四大层面优势，打通物流、商流、信息流实现供应优势**



资料：公司公告、开源证券研究所

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

**图15：公司知名度不断提高，获得多项奖项与认证**

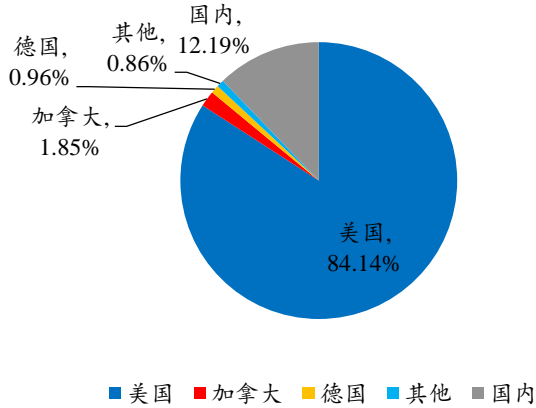


资料：公司2023年半年报、开源证券研究所

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

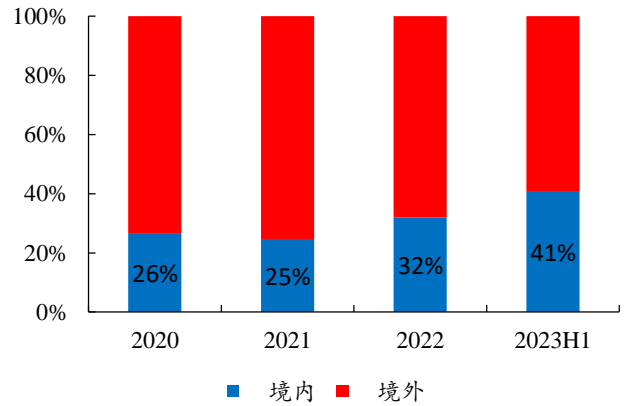
公司下游主要是美国汽车后市场，配套美国头部汽配供应商如 Dorman、Cardone、舍弗勒等等，终端客户为美国四大汽配连锁（汽车地带，奥莱利，领先汽配，通用汽配）为代表的服务商，以及沃尔玛为代表的各大商超（DIY 需求）。经过多年的发展，公司已实现国内外双市场联动发展，持续推进国内业务快速增长，当前已和国内诸多知名汽车零部件连锁企业三头六臂汽配、康众汽配、途虎养车等开展业务合作。

图16：2017-2019 年公司对美国业务平均占比超 8 成



数据：公司招股书、开源证券研究所

图17：2022 年来国内业务快速增长



数据：公司招股书、开源证券研究所

表2：公司与主要客户合作历史多达十余年，实现深厚互信与资源互补

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

资料：公司招股书、开源证券研究所

### 1.3.3、高效研发赋能供应商，积累模具数千个、实现 8 成以上覆盖率

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

势：品质优于同类竞争者，同时价格具备较大优势。

图18：公司研发能力向高效覆盖、成本控制与品质保障转化

### 高效研发，品质管控

- 国内知名品牌轴承 双唇密封结构 耐高温，寿命长
- 带有加强筋的橡胶法兰盘 提高传递扭矩稳定性
- 高性能防尘罩，防水 耐高温 耐老化、耐臭氧
- 高耐磨免维护球笼 液道渗碳淬火 国内知名品牌供货
- 产品表面喷涂高温烤漆 耐腐蚀，附着力好
- 花键高频淬火，提高产品 强度、耐磨性能
- 高耐磨免维护球笼，液道渗 碳淬火国内知名品牌供货

### 原厂品质，价格优势

基于客户价值的定价

基于竞争力的定价

基于成本的定价

其他副厂

原厂件

拓曼卡钳 国内配套厂下线

市场横向批发商

再制造

强 中 弱

低 中 高

### 精准匹配，覆盖率高

**制动分泵**  
车型覆盖率达95%  
高品质·稳定耐用·专车专用

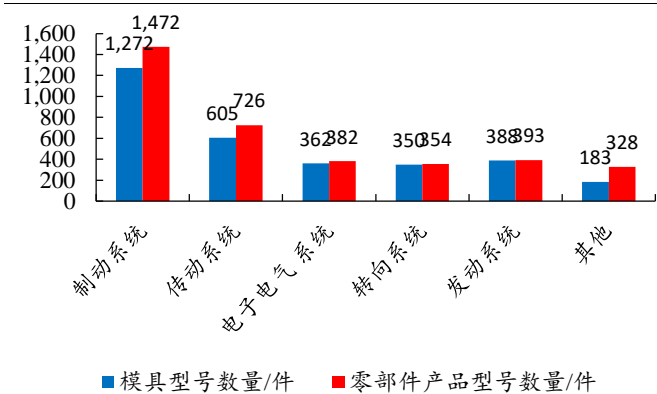
**传动轴**  
车型覆盖率达90%  
高品质·稳定耐用·专车专用

资料来源：公司官方微信公众号、公司招股书、开源证券研究所

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

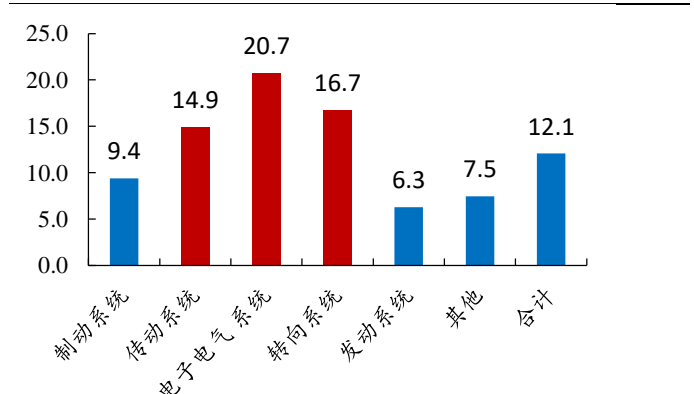
从单位模具种类实现收入（2019年）来看，电子电气系统平均收入最高，超20万元，传动、转向也较高，而刹车布局时间长、存在更多旧型号模具因此偏低。

图19：2019年公司已积累模具、零部件型号超3千件



数据：公司招股书、开源证券研究所

图20：2019年电子电气、转向等单模具收入较高/万元



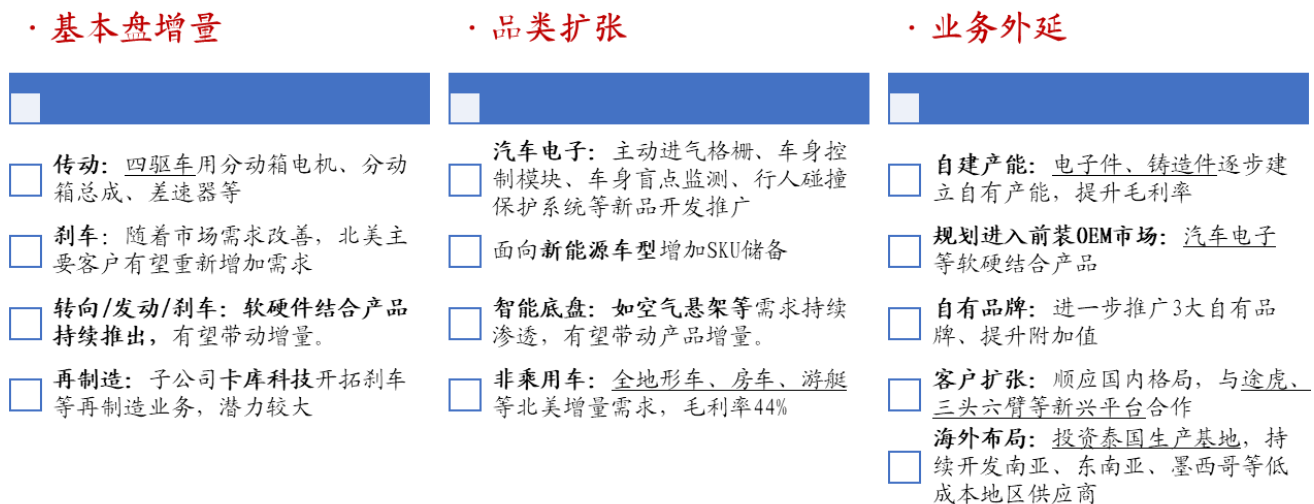
数据：公司招股书、开源证券研究所

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

## 1.4、亮点四：围绕汽车电子等增量，品类扩张+垂直化打造平台化领军者

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

图21：横向扩张软硬结合增量品类，业务垂直化发展有望带动盈利



资料：公司公告及财报、开源证券研究所

### 1.4.1、横向扩张：汽车电子等零部件新品类持续开拓，立足核心技术高速外延

#### ➤ 顺应电动车趋势，聚焦汽车电子类核心增量

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

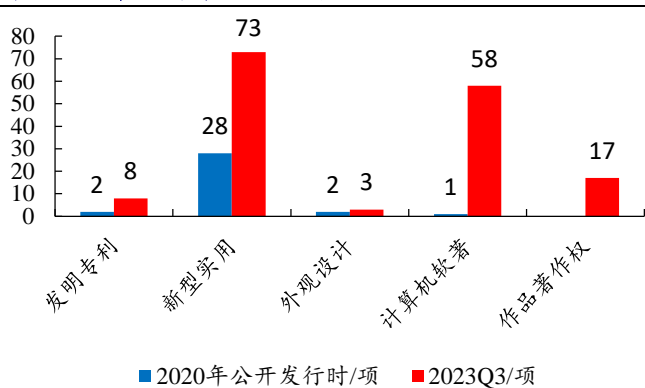
表3：2022年在研项目深度聚焦各类产品条线的软硬结合产品

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

资料：公司财报、开源证券研究所

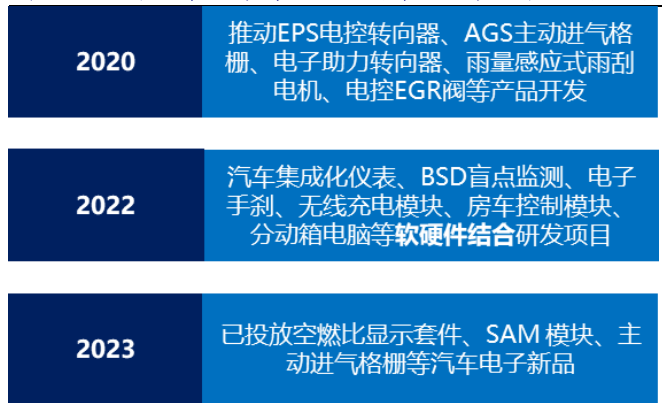
公司汽车电子等软硬结合产品持续推进新品开发，同时体现在专利及著作权变化：1) 2020年发行时以传动件、转向件、制动件以及检验检测方面专利为主，且软著、著作权仅1项；2) 截至2023Q3公司专利大幅增长；软著大幅增加至58项，涉及各类驱动、控制、测试仿真领域。

图22：近年公司专利及软著数量大幅增长



数据：公司招股书及公告、开源证券研究所

图23：公司汽车电子等软硬结合产品持续推进新品开发



资料：公司招股书及公告、开源证券研究所

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

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

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



资料：公司官方微信公众号、开源证券研究所

➤ 传统业务持续增加产品，实现系列化及智能化

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

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

图25：开拓 EPB 手刹电机等电子化价值升级品类

原厂品质 / 专业品控



资料：公司官网

图26：手刹电机经过高标准制造、检测实现 OE 性能



资料：公司官网

## 1.4.2、纵向布局：发展海外全球供应体系，垂直化延伸自建产能以及自有品牌

### ➤ 向上垂直化布局

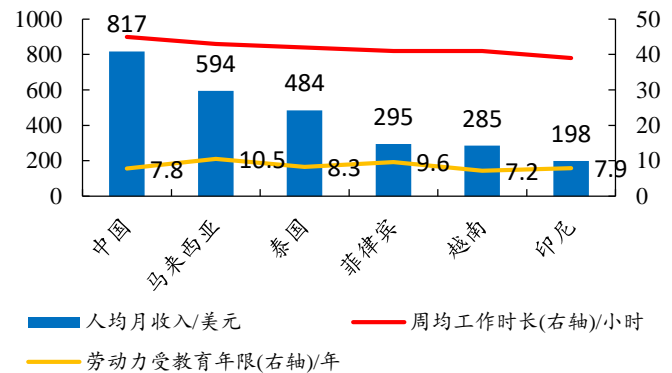
一是开拓泰国等海外产能，利用当地低用工成本、汽车行业配套环境等优势发展传统底盘件等业务。1) **成本优势**：劳动力成本较低，且对美汽车零部件出口关税条件显著优于国内。2) **配套环境好**：上游冶炼行业具备一定基础，有利于金属锻造件业务发展；下游日系为代表的外资整车、零部件企业长期深耕，国内新能源企业也加速布局，配套环境相对成熟。3) **制度相对完善，社会局面基本稳定**。

图27：公司布局泰国开拓新价值增量

<b>布局</b>	聚焦成熟零部件品类，或将开启自有产能
<b>开拓</b>	东南亚整车厂众多，有机会开拓OEM配套
<b>降本</b>	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：常润股份公告等、开源证券研究所

图28：泰国等东盟国家用工成本较国内具备较大优势



数据：盖世汽车研究院、开源证券研究所 注：截至2019年

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

### ➤ 向下垂直化发展

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

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

## 2、行业好前景：后市场海外稳固增长，国内即将迎来需求拐点

### 2.1、概况：后市场需求高度稳健、低波动性，抗风险能力强于前装厂商

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

图29：OEM 与 AM 两类汽车零部件市场具备较大差异

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

资料来源：思瀚产业研究院、开源证券研究所

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

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

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

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/31705320013006063>