



Research and
Development Center

汽车后市场专题：掘金万亿汽车后市场，智能电动大变革

汽车行业

2024 年 7 月 19 日

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

证券研究报告

行业研究

行业专题研究

行业名称 汽车

投资评级 看好

上次评级 看好

陆嘉敏 汽车行业首席分析师
执业编号: S1500522060001
联系电话: 13816900611
邮箱: lujiamin@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座
邮编: 100031

汽车后市场专题：掘金万亿汽车后市场，智能电动变革提速

2024 年 7 月 19 日

本期内容提要：

- 汽车后市场具备可预测、抗周期、空间大等行业特性，国内后市场大有可为。汽车后市场处于汽车产业链微笑曲线后端，涵盖汽车维修保养、汽车美容、汽车改装、汽车经销、汽车文化等诸多高价值量环节，2023 年我国汽车后市场规模达到约 6 万亿元。国内新车总量已趋于平稳，汽车制造环节价值量占比或有所降低，随着汽车保有量及平均车龄的稳步扩大，以及政策引导下后市场规范化运营，处于汽车产业链微笑曲线后端的汽车后市场有望逐步占据更大的行业价值份额。对标欧美等成熟汽车市场后市场利润贡献占比为 57%，我国目前后市场利润贡献率仅有 28%，具有较大的成长空间。
- 对标北美后市场进程，国内 IAM 三方维修已迎来发展机遇期。美国汽车后市场崛起于美国汽车市场成熟期（上世纪 90 年代），历经 20 余年高速发展，目前形成 IAM、4S 店、电商等主要参与者，其中 IAM 三方售后（非 4S 店体系）份额最大，占比约 40-50%，代表公司包括 NAPA、AUTOZONE 等，美国 IAM 的繁荣主要得益于几个因素：1) 汽车消费市场进入成熟期；2) 汽车保有量和车龄日益增长；3) 反垄断、零部件认证体系支持三方配件流通；4) 地域广阔，汽车品牌繁杂，4S 店无法满足快速增长的维保需求。我们认为，当前国内汽车产业情况与北美相似，IAM 三方售后有望迅速成长；并且智能电动汽车对维修专业化程度要求更高、管理难度增加，头部公司借助互联网、资本等崛起，三方售后有望进一步向头部集中，途虎、京东、天猫等有望成为头部参与者。
- 瞄准智能底盘增量维保市场，关注汽车底盘产业链机遇。智能电动汽车随着销量提升与保有量提升，中长期看将成为汽车后市场的中坚力量。全生命周期的角度看，纯电车及插混车维修保养总开支并不低于燃油车，且售前售后分离模式也将促进第三方体系发展。由于电池体积较大，电动汽车的平均重量通常高于燃油车，同时加速更快，轮胎和底盘磨损概率更高，且新能源新势力及自主品牌寻求品牌向上和大力提升行驶品质，在同价位区间上普遍选用均价更高的减震器、轮胎等部件，故底盘类售后件有望成为最为明显的上升品类之一。智能电动汽车在结构与生态方面与传统燃油车差异大，对维修工具、场地、人员、产品等方面的专业化程度和品质要求更高，龙头三方维修公司以及具备较强品牌力的优势供应商有望受益。
- 投资建议：随着中国汽车市场保有量增加，车龄逐步老化，中国汽车售后市场有望迎来巨大的发展机遇，三方售后平台型公司以及售后配件制造商有望受益。同时，途虎等 IAM 龙头公司已进入盈利通道，投资性价比显现；售后配件制造商则一方面有望受益于国内即将爆发的后市场需求，另一方面有望扩大出海规模，成长空间凸显。建议关注

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

后市场三方维保龙头【途虎-W】、智能底盘零部件后市场制造及出海标的【冠盛股份】、【正裕工业】、【雷迪克】、【兆丰股份】、【丰茂股份】等。

- **风险因素：**汽车维保需求不及预期风险、行业竞争加剧风险、政策助力不及预期风险、供应链风险、贸易及关税波动风险等。

目 录

一、汽车后市场：具备可预期、抗周期、空间大等行业特性	6
1.1 国内汽车前装市场增速放缓，逐步进入平稳期	6
1.2 车龄和保有量增长，助推后市场空间扩容	8
1.3 IAM 三方售后服务商份额提升	10
二、参考欧美成熟市场经验，政策及市场特征助推	12
2.1 美国 IAM 三方售后服务商占主导地位	12
2.1.1 辉煌始于 80 年代车市成熟期	12
2.1.2 零部件反垄断法和认证体系的推出，是美国三方维修兴起的基础	13
2.1.3 汽车品牌的繁杂、国土面积的广大，是酝酿三方售后的重要土壤	13
2.1.4 主要参与者及扩张节奏	14
2.2 国内三方维修服务（IAM）有望迅速崛起	12
2.2.1 背景：销量进入稳态，政策法规及认证体系相继出台	14
2.2.2 进程：头部参与者历经洗牌，已形成较强的竞争力	16
2.3 行业长期以来高度分散，头部集中、纵向整合是重要趋势	17
2.3.1 长期以来流通环节及分销体系复杂，层级优化成为重要趋势	19
三、瞄准智能底盘增量维保市场，关注产业链机遇	20
四、国内后市场零部件供应商，积极布局国内外市场	25
五、投资建议	29
行业评级	29
风险因素	29

表 目 录

表 1：北美汽车后市场反垄断相关法案	13
表 2：美国四大汽配连锁中前两强核心指标	14
表 3：国内汽车后市场相关法案梳理	15

图 目 录

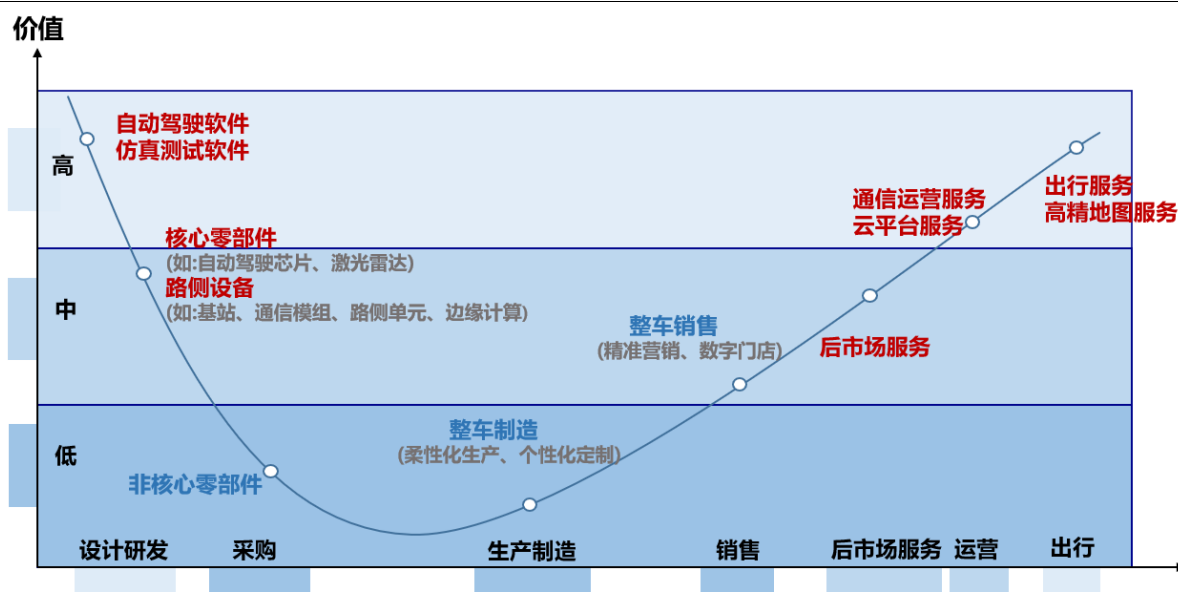
图 1：中国汽车产业微笑曲线	6
图 2：2016-2023 国内乘用车新车及二手车交易量数据（单位：万辆）	7
图 3：商务部等 9 部门联合发布后市场《指导意见》	7
图 4：不同车龄乘用车维保费用	8
图 5：中国、美国、欧盟成员国车龄结构情况	8
图 6：一二线城市汽车保有量和千人保有量对比	9
图 7：中国乘用车保有量（百万辆），2018-2027E	9
图 8：中国汽车服务市场 GMV，按服务类型划分（单位：十亿元）	10
图 9：国内汽车后市场发展路径复盘	10
图 10：国内汽车后市场融资事件及金额	10
图 11：2022 年中国保修期届满的乘用车占总汽车保有量比重（%）	11
图 12：2027E 中国保修期届满的乘用车占总汽车保有量比重（%）	11
图 13：2022 年 IAM 占汽车服务市场比重（%）	11
图 14：2027E IAM 占汽车服务市场比重（%）	11
图 15：2022-2027 年 IAM 及 4S 店市场规模（十亿元）及增长率	12
图 16：美国历年国内汽车销量数据及增长率（千辆，%）	12
图 17：2024E、2029E 美国汽车后市场市场规模预测（CAGR=2%）	13
图 18：中国历年国内汽车销量数据及增长率（千辆，%）	15
图 19：途虎养车营收（亿元）、净利润（亿元）、净利率（%）	17
图 20：国外成熟汽车产业链利润结构	17
图 21：中国市场汽车产业链利润结构	17
图 22：售后零部件分销环节复杂	18
图 23：罗兰贝格预计国内独立后市场门店将表现出向头部集中的趋势	18
图 24：中国底盘后市场多级分销模式配件流转加价率	19
图 25：传统多级分销、M2B2b2c 和 S2c 的三种趋势对比	20
图 26：智能电动汽车后市场规模预测	20
图 27：中国新能源汽车售后维保产值规模预测	20
图 28：不同动力类型汽车各类别售后服务客单价对比（车龄 6 年以下）	21
图 29：传统燃油车主要系统构成	21

图 30: 智能电动汽车主要系统构成	21
图 31: 新能源车与燃油车后市场维保价值量对比	22
图 32: 汽车主要零部件后市场维保销售额及预测	22
图 33: 汽车智能底盘演进	23
图 34: 智能电动汽车重塑和拓宽后市场边界	23
图 35: 中国消费者后市场服务决策主要因素	24
图 36: 智能电动汽车和传统燃油车常见故障对比	25
图 37: 冠盛股份业务布局	25
图 38: 正裕工业业务布局	26
图 39: 丰茂股份业务布局	26
图 40: 雷迪克业务布局	27
图 41: 斯菱股份业务布局	27
图 42: 后市场部分公司毛利率对比 (%)	28
图 43: 后市场部分公司净利率对比 (%)	28
图 44: 后市场部分公司收入对比 (亿元)	28
图 45: 后市场部分公司净利润对比 (亿元)	28
图 46: 后市场部分公司海外收入占比对比	28

一、汽车后市场：具备可预期、抗周期、空间大等行业特性

汽车后市场处于汽车产业链微笑曲线后端，涵盖汽车维修保养、汽车美容、汽车改装、经销、汽车文化等诸多高价值量环节。汽车后市场的概念是相对于前装环节而言的，指汽车从售出到报废的过程中，围绕汽车售后使用环节中因各种需求和服务而产生的一系列交易活动的总称。汽车后市场服务内容丰富、价值量大，在汽车产业发展成熟的发达国家，是利润高、空间大、格局好的优质赛道。我们认为，我国汽车市场已逐渐由成长期进入成熟期，国内新车总量将趋于平稳，汽车制造环节价值量占比或逐步降低，然而随着汽车保有量及平均车龄的稳步扩大，政策引导规范化运营，处于汽车产业链微笑曲线后端的汽车后市场有望逐步占据更大的行业价值份额。

图 1：中国汽车产业微笑曲线

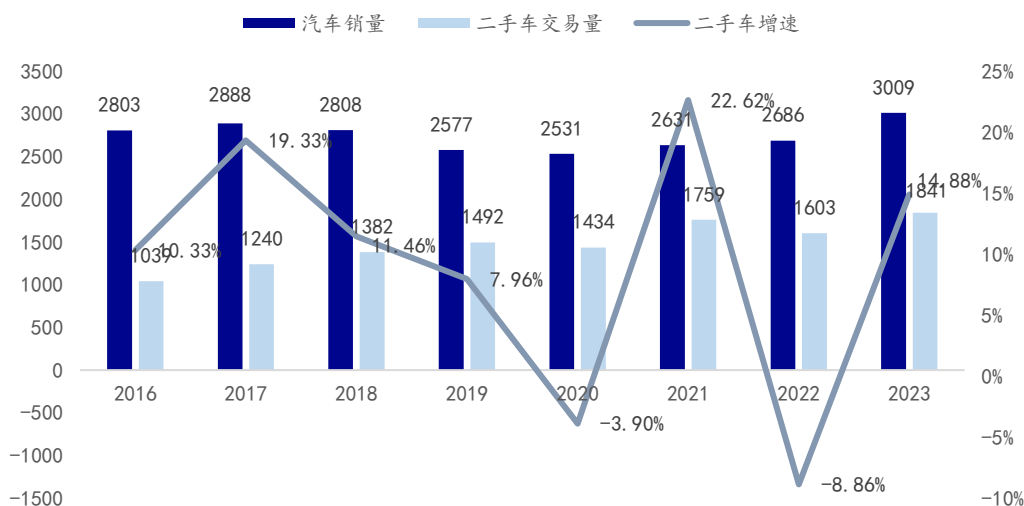


资料来源：车百智库，信达证券研发中心

1.1 国内汽车前装市场增速放缓，逐步进入平稳期

国内汽车前装市场增速放缓，价值链逐渐后移。近年来，国内新车销售总量趋于稳态，2018-2020 年连续三年下滑；2021-2023 年三年小幅回升，总量盘桓于 3000 万辆附近。随国内前装市场逐步饱和，汽车后市场价值量快速提升，二手车市场呈现持续增长态势，2023 年二手车乘用车交易量 1841 万辆，实现高同比正增长，增幅达 14.9%，二手车与新车比值持续增长，2016、2020、2023 年二手车/新车销量比值分别为 37.1%、56.7%、61.2%。

图 2：2016-2023 国内乘用车新车及二手车交易量数据（单位：万辆）



资料来源：ifind，信达证券研发中心

不同于前装市场的需求易受扰动，汽车后市场是可被预测、抗周期性强、持续增长的优质赛道。汽车后市场服务于存量汽车，汽车保有量可以通过上年汽车保有量减去报废汽车数量加新车销量得到（汽车保有量（当年）=汽车保有量（上一年）-报废汽车数+新车销量）。当前我国年均新车销量 2500 至 3000 万辆，而年报废量我们预计在 300 至 400 万辆左右，带动汽车保有量逐年稳步增长，意味着国内汽车市场整体正在逐步由销量市场向存量市场转变。若遇到经济不景气时段，人们也更倾向于保留待报废车辆而非采购新车，旧车的后市场维保费用往往远高于新车。

政策鼓励汽车后市场规模化稳健发展。2023 年 10 月，商务部等 9 部门联合发布《关于推动汽车后市场高质量发展的指导意见》，明确了汽车后市场发展的总体目标和主要任务，系统部署推动汽车后市场高质量发展，促进汽车后市场规模稳步增长，市场结构不断优化，规范化水平明显提升，持续优化汽车使用环境，更好满足消费者多样化汽车消费需求。

图 3：商务部等 9 部门联合发布后市场《指导意见》



资料来源：商务部，信达证券研发中心

1.2 车龄和保有量增长，助推后市场空间扩容

汽车维修价值量与车龄通常正相关，车龄小于4年（定期保养为主）、车龄4-8年（部分易损件进入更换周期）、8年以上（非易损件进入更换周期）的车辆分别的维保费用平均比上一车龄段多出一倍。4年以下汽车年度维保费用一般在1000元以内，4-8年在2000元量级，8年以上的维保费用可达到5000元以上。汽车服务开支通常在车龄超过6年之后开始激增，这是典型的汽车生命周期中的临界点，因此6-10年车龄的汽车被后市场称为“sweet spot”（甜蜜时期）。

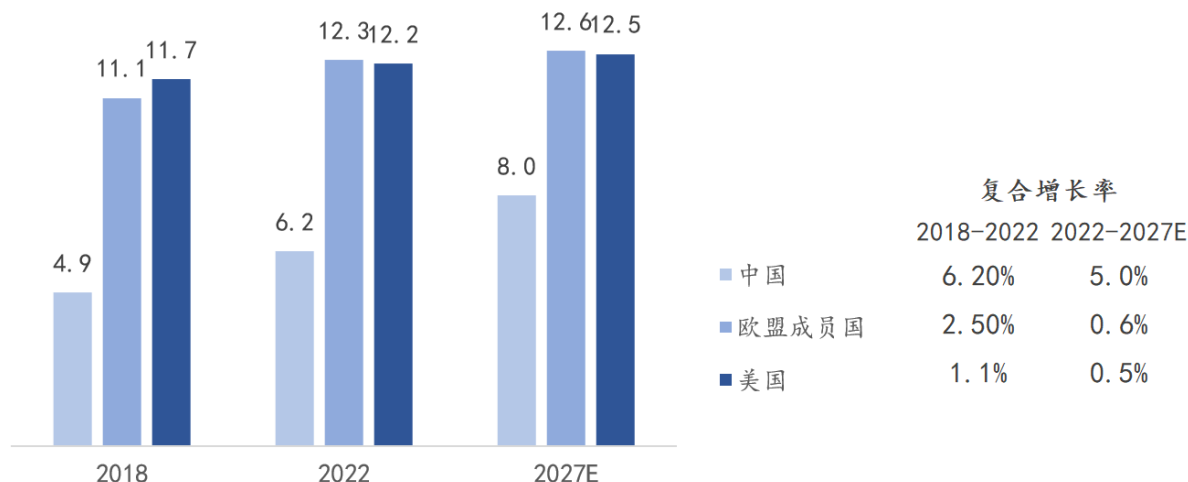
图4：不同车龄乘用车维保费用



资料来源：太平洋汽车，PC购车助手，新浪汽车，车主指南，环球网，汽车之家，中华网，信达证券研发中心

我国平均车龄正稳步爬升至6年以上，欧美国家平均车龄均在10年以上。据途虎招股书数据，2018、2022、2027年（预测）美国平均车龄分别约为11.7、12.2、12.5年，欧洲分别约为11.1、12.3、12.6年，我国分别在4.9、6.2、8.0年左右。我国目前平均车龄已突破6年，进入到后市场“甜蜜时期”，往后看，2022-2027年车龄年均复合增速有望达到5.0%。

图5：中国、美国、欧盟成员国车龄结构情况



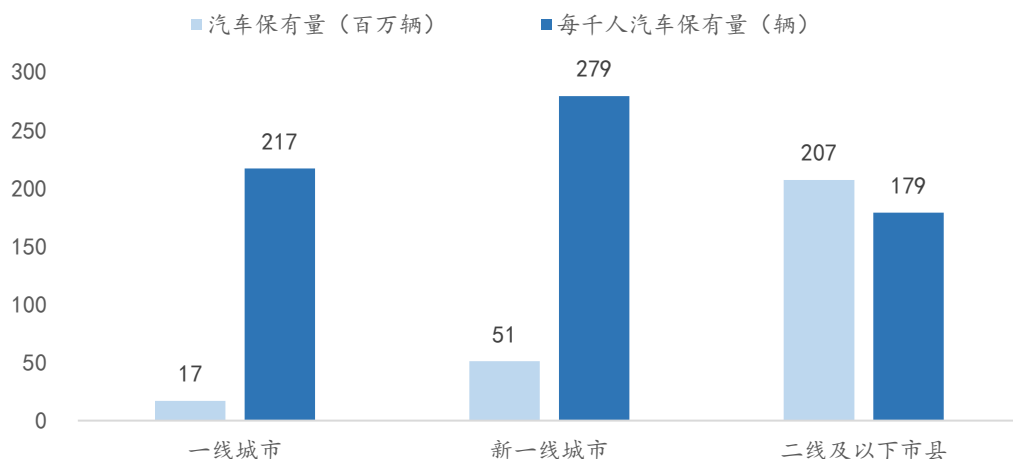
资料来源：途虎招股书，信达证券研发中心

国内汽车保有量基数巨大，且仍有较大提升空间。截至2022年底，中国乘用车保有量达

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 8

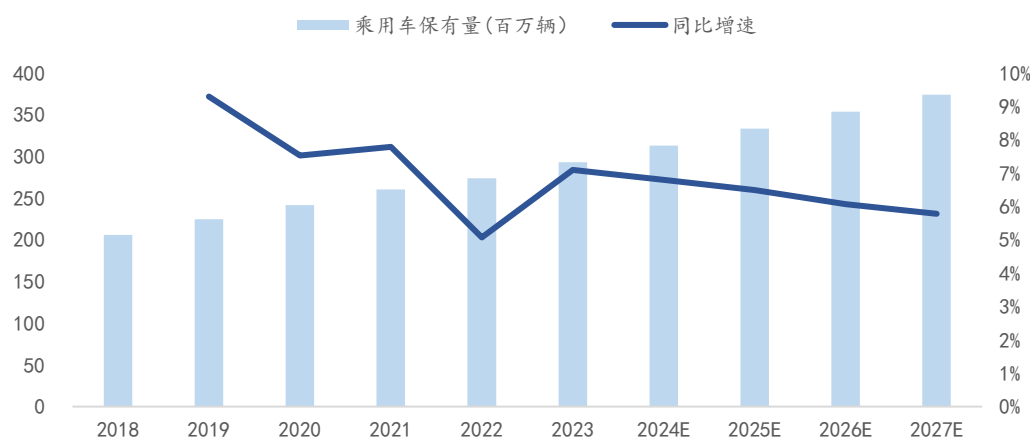
2.74 亿辆，已超过美国跃升为世界第一大汽车市场。然而，2022 年国内千人汽车保有量仅 194 辆，和美国 769 辆的水平仍有很大差距。从国内看，2022 年，二线及以下城市的汽车保有量占中国汽车保有量的 75%，占绝大部分份额。但截至 2022 年 12 月 31 日，二线及以下城市每千人保有量仅 179 辆，相较于全国平均/一线/新一线城市的 194/217/279 辆，仍有较大的提升空间。

图 6：一二线城市汽车保有量和千人保有量对比



资料来源：灼识咨询，途虎招股书，信达证券研发中心

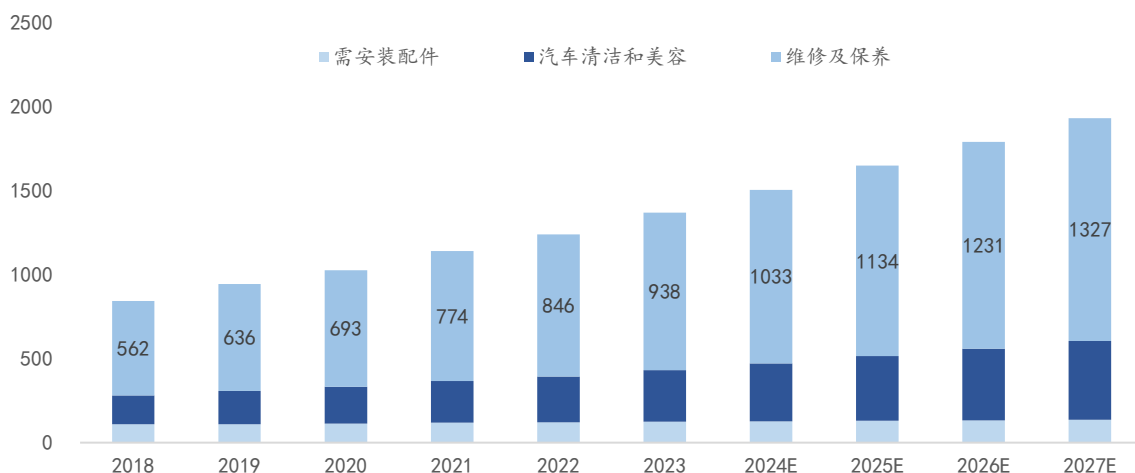
图 7：中国乘用车保有量 (百万辆)，2018-2027E



资料来源：途虎招股书，灼识咨询，信达证券研发中心

得益于汽车车龄及保有量增长，2022-2027 年中国汽车售后维修服务市场复合增速有望达到 9%。灼识咨询 (CIC) 估算，我国汽车售后维修服务市场 (狭义汽车后市场的，广义汽车后市场的子集) 规模将从 2022 年的 1.2 万亿元增长到 2027 年的 1.9 万亿元，对应 2022-2027 年复合增速约 9.6%。本报告中主要研究对象即为汽车售后维修服务市场，包含更换配件、汽车清洁美容、维修保养等内容，不含汽车改装、汽车经销、二手车销售、汽车文化等后市场环节。

图 8：中国汽车服务市场 GMV，按服务类型划分（单位：十亿元）

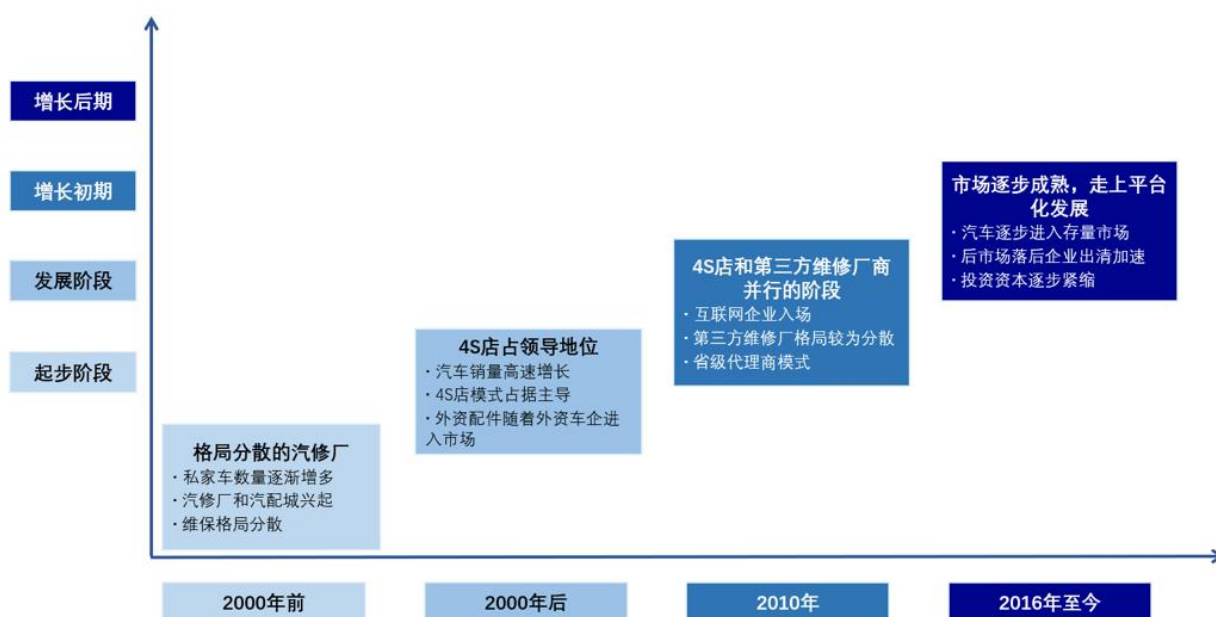


资料来源：灼识咨询，途虎招股书，信达证券研发中心

1.3 IAM 三方售后服务商份额提升

汽车售后维修服务市场三方平台逐步壮大，替代部分 4S 店及汽修店份额。国内汽车服务市场早期主要参与者是零散的汽修厂和汽配城。2000 年后，随着合资品牌汽车逐步占领绝大部分市场，4S 店作为合资品牌的授权售后门店成为后市场主导参与者。2010 年左右，行业进入 4S 店和三方维修厂（IAM）商并行的阶段，天猫、京东等互联网企业入场，国内省级地区代理商逐步发展壮大，但是第三方维修厂（IAM）格局一直较为分散。近年来，汽车后市场领域已过 2017-2021 年的投融资高潮，行业新进入参与者减少，格局有望进一步向头部整合，服务能力较强的平台化参与者有望在日益增长的出保汽车维保需求承担重要角色。

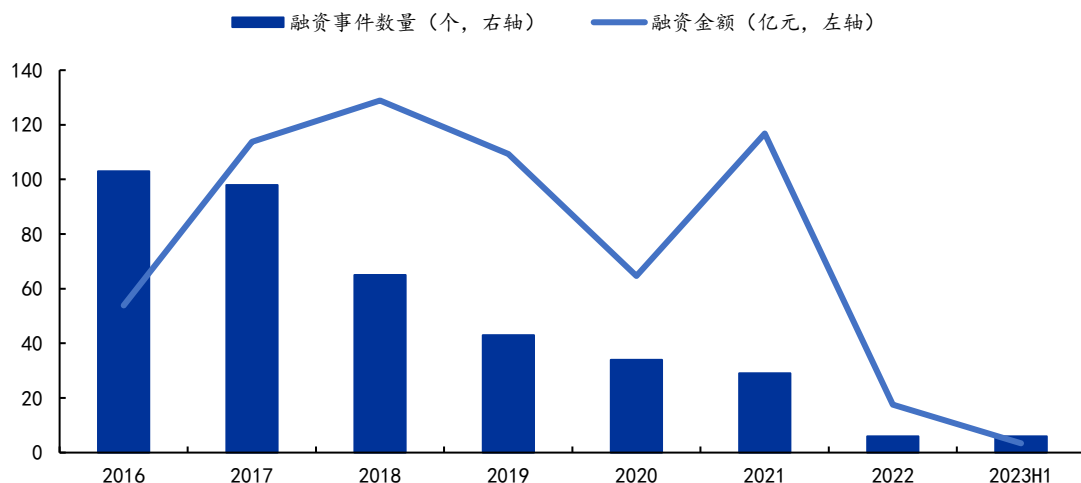
图 9：国内汽车后市场发展路径复盘



资料来源：信达证券研发中心

图 10：国内汽车后市场融资事件及金额

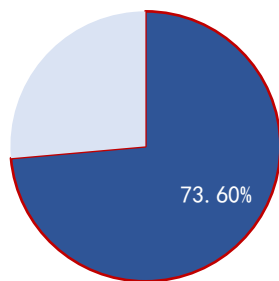
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 10



资料来源：前瞻经济学人，信达证券研发中心

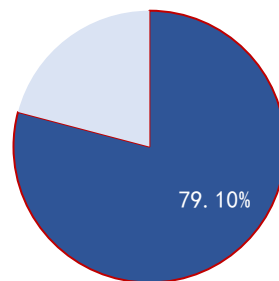
出保汽车数量占比提高，三方综合维修渠道迎来发展，增速有望远超 4S 店等渠道。保修期内（通常 3 年）新车车主通常选择授权经销商（4S 店），然而随着车龄增长，汽车残值降低，车主通常会倾向于转向第三方综合维修店（IAM）渠道进行维修保养。IAM 往往区位更加便捷、服务经济实惠。据途虎招股书，预计 2027 年底，中国保修到期的乘用车将占有量的 79%，在此期间，IAM 增速有望远超 4S 店。据灼识咨询数据，2022-2027 年，IAM 门店 GMV 规模有望从 5750 亿元增长至 11220 亿元，复合增速 12%，远高于 4S 店 3% 的增速。

图 11：2022 年中国保修期届满的乘用车占总汽车保有量比重 (%)



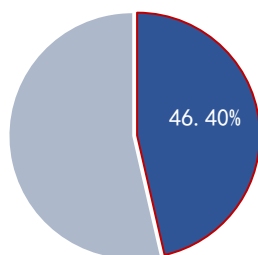
资料来源：途虎招股书，信达证券研发中心

图 12：2027E 中国保修期届满的乘用车占总汽车保有量比重 (%)



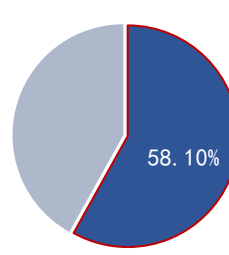
资料来源：途虎招股书，信达证券研发中心

图 13：2022 年 IAM 占汽车服务市场比重 (%)



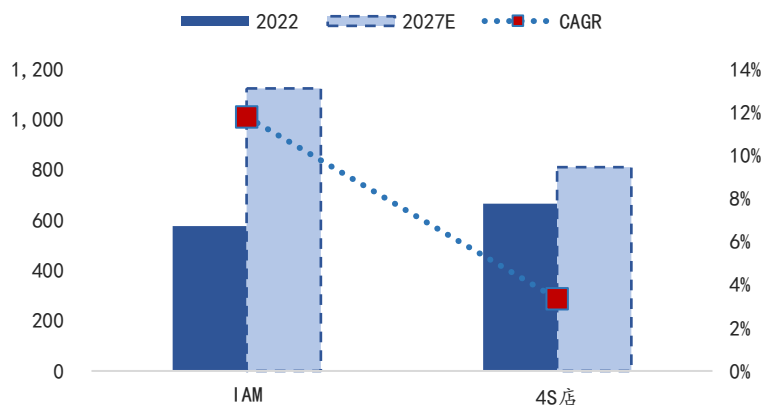
资料来源：途虎招股书，信达证券研发中心

图 14：2027E IAM 占汽车服务市场比重 (%)



资料来源：途虎招股书，信达证券研发中心

图 15：2022-2027 年 IAM 及 4S 店市场规模（十亿元）及增长率



资料来源：途虎招股书，灼识咨询，信达证券研发中心

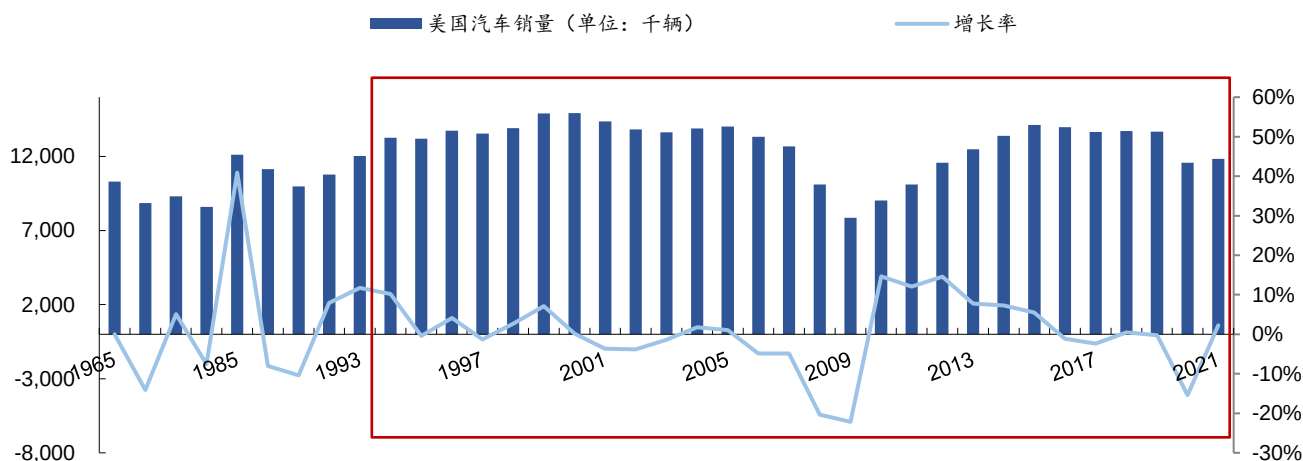
二、参考欧美成熟市场经验，政策及市场特征助推

2.1 美国 IAM 三方售后服务商占主导地位

2.1.1 辉煌始于 80 年代车市成熟期

汽车行业成熟期到来，美国汽车售后维修服务市场随之崛起。1994 年以来，美国汽车市场销量逐步进入平稳期，除了受到经济危机影响的前后数年，汽车销量始终稳定在 1300 万辆左右，同比增长基本持平，市场进入成熟期。在此期间美国汽车售后维修服务市场持续稳健扩容，头部参与者通过自身成长、收购与兼并，持续实现收入规模增长与市值扩张。

图 16：美国历年国内汽车销量数据及增长率（千辆，%）



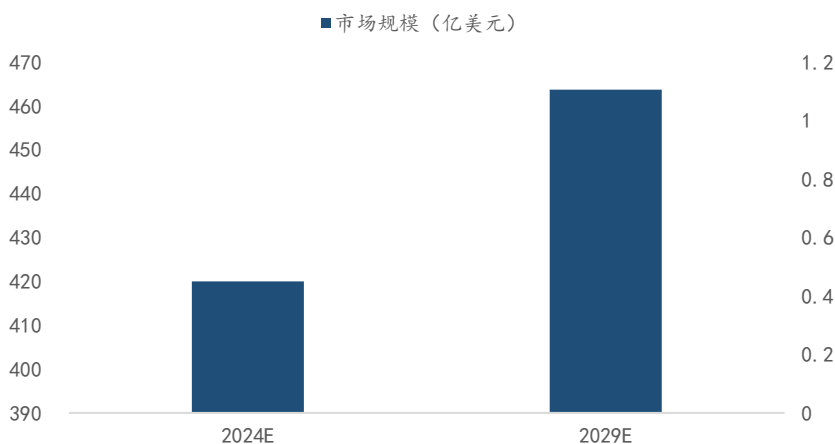
资料来源：美国交通部，信达证券研发中心

美国汽车后市场具备显著的抗周期属性，无惧经济波动。全球经济发展好的时期，美国后市场发展良好；当全球经济不好时，美国后市场甚至发展得更好。据美国汽车售后配件供应商协会，美国汽车后市场规模从 2000 年的 1550 亿美元上升至 2023 年的 4140 亿美元，年复合增速 7.9%。2000-2023 年的 23 年时间里，美国汽车后市场仅出现两次负增长。在全球金融危机爆发的 2008-2009 年，美国新车销量分别下滑 18/21%，但同期后市场总量 2008 年持平，2009 年仅下滑 1.4%；疫情爆发的 2020 年，美国新车销量下滑 15%，同期后

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 12

市场仅下滑 6.5%，主要还是疫情控制下出行减少所致

图 17：2024E、2029E 美国汽车后市场市场规模预测（CAGR=2%）



资料来源：MOTOR Intelligence，信达证券研发中心

2.1.2 零部件反垄断法和认证体系的推出，是美国三方维修兴起的基础

美国通过反垄断法和零配件认证体系推出，打破后市场垄断局面。1975 年，美国政府出台《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使用原厂零部件，不得因车主安装非原装零件产品就拒绝保修。2003 年美国国会推出《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，防止汽车制造企业对汽车配件和维修市场的垄断。两大法案的推出有效防范了整车厂对汽车售后维修服务行业的垄断，为第三方零件的制造、流通和应用奠定了政策基础。

表 1：北美汽车行业反垄断相关法案

种类	名称	出台时间	核心内容
汽车行业反垄断法	《马格努森-莫斯保修法》	1975 年	该法案规定汽车厂商不得因为车主安装非原厂零部件而拒绝保修
	《汽车可维修法案》	2003 年	该法案规定了汽车生产企业应该即使向车主、汽车维修方等提供诊断、维修车辆所必须得技术信息，防止汽车制造企业对汽车配件和维修市场垄断行为

资料来源：广东省应对技术性贸易壁垒信息平台，AC 汽车，信达证券研发中心

2.1.3 汽车品牌的繁杂、国土面积的广大，是酝酿三方售后的重要土壤

对比欧洲与日本，由于不同的政策环境、国土面积、品牌集中度形成与美国不同的后市场格局。

日本：以 4S 店为主导（份额约 80%），三方 IAM 相对势弱。日本国土面积小，汽车品牌较为单一，4S 店基本能覆盖需求。而且，整车厂商通过参股等方式严格控制 4S 店、垄断原厂配件，三方厂商难以顺利获得售后配件。日本政府也出台了极其严苛的车检制度，要求车辆的大部分车检项目必须到 4S 经销店保养。

欧洲：4S 店和 IAM 处于相对均衡地位，属于平行关系。欧洲 4S 店可覆盖市场需求，但政策法规限制汽车企业的 4S 店取得垄断地位，整车厂商必须向达标维修企业授权，还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，因此 4S 店的品牌优势相对缺失。

北美：三方 IAM 主导，4S 店辅助。美国国土面积广大，官方授权的 4S 店渠道无法完全覆盖，同时汽车品牌繁多，除本土品牌通用、福特外，日系、德系、韩系车同样占不小份额，2013-2023 年，本土车从 59.4% 的占比进一步降到 50.8%，4S 店针对个别品牌的设置无法满足维保需求，而且美国对非原厂配件认证制度和质量监督体系完善，严格防范整车厂垄断售后。

2.1.4 主要参与者及扩张节奏

美国后市场三方零售商强势，头部属性强、集中度高。美国后市场传统终端渠道是零售商及经销商联盟。1) **四大零售商巨头** (AutoZone、O' Reilly、NAPA、AAP) 占据了三分之一的市场份额，其中 O' Reilly 得益于其良好的供应链管理能力和平衡的业务配比、完善的分销中心网络布局和高存货周转率，成为目前四大连锁中最为亮眼的一家。2) **剩余份额多数由经销商占据**，头部经销商 (Federated、pronto、Aftermarket Auto Parts Alliance、The Automotive Distribution Network 等) 寻求更强的上游议价权进一步整合，形成高度集合的经销商联盟。3) **疫情期间电商平台兴起**，2012-2022，美国电商平台产值从 38 亿增长至 194 亿美元，2023 年达到 690 亿美元，市占率约 3-4%。

表 2：美国四大汽配连锁中前两强核心指标

	美国全国型汽配商	门店数量	营业收入(亿美元)	净利润(亿美元)
2023H1	AutoZone	7014	76.7	10.2
	O'Reilly	6027	77.8	11.4
2022	AutoZone	6943	162.5	24.3
	O'Reilly	5971	144.1	21.7
2021	AutoZone	6826	146.3	21.7
	O'Reilly	5784	133.3	21.6

资料来源：汽车服务世界，信达证券研发中心整理

美国零售商龙头的门店扩张和发展进程具有一定的相似性：

- 1) 起步于 1980 年代前后，约在新车市场进入成熟期（1994 年左右）的 10-15 年之前。AutoZone 的首家门店于 1979 年开业，将超市零售业的“干净、整洁的商品和卓越的客户服务”应用到汽车零部件行业。AAP (Advance Auto Parts) 的门店数从 1985 年的 100 家增长至 1996 年的 660 家。同一时期 O'Reilly 的门店数也有着超过 10 倍的增长。
- 2) 20 世纪末四大连锁通过自建门店及兼并收购以实现规模的进一步扩张。AutoZone 在 20 世纪末并购过 5 家公司共计 1000 多家店，自建方面以每年新增 200 家店的规模高速增长。2001 年 AAP 收购了拥有 29 家门店的区域连锁 Carport Auto Parts 和拥有 671 家连锁的 Discount Auto Parts，2001 年底 AAP 已拥有 2484 家门店。
- 3) 2010 年后三方零售巨头门店扩张较前期温和，经营战略更好的绝对头部参与者扩张更快，进一步市场整合。各大龙头的门店增速与后市场整体增速相仿，整体而言温和增长。而 O'Reilly，AutoZone 两家龙头增速相对较快，持续扩大领先优势。

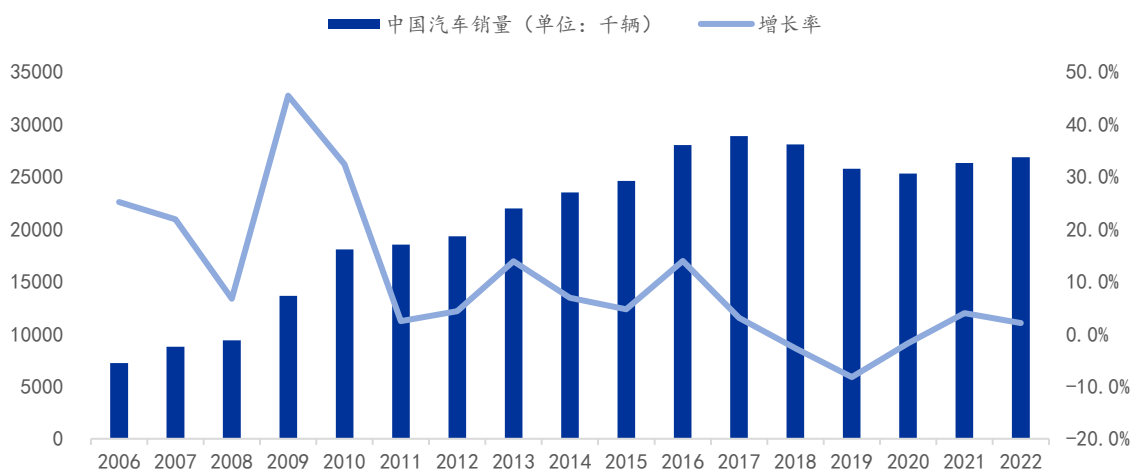
2.2 国内三方维修服务（IAM）有望迅速崛起

2.2.1 背景：销量进入稳态，政策法规及认证体系相继出台

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 14

国内汽车前装市场进入稳态，后市场增长拐点将至。国内新车销量基本已呈现稳态，基本维持在 3000 万辆左右，新车销售增速大幅放缓，行业逐步从增量市场迈入存量市场，参考欧美日等汽车工业成熟国家，我们认为汽车维保服务市场有望迎来黄金发展阶段。

图 18：中国历年国内汽车销量数据及增长率（千辆，%）



资料来源：ifind，信达证券研发中心

反垄断政策法规相继出台，扫除第三方维修发展障碍。2016 年《关于汽车业反垄断指南（征求意见稿）》要求主机厂和 4S 经销商为代表的授权体系开放技术、信息和原厂件流通，明确用户选择维修企业和维修配件的权利（可类比美国《汽车可维修法案》）；2019《关于汽车业的反垄断指南》则禁止汽车供应商在售后维修方面的各项垄断，保证消费者有自主选择的权利（可类比美国《马格努森莫斯保修法》）。2023 年底的《关于推动汽车后市场高质量发展的指导意见》则首次对汽车后市场作出系统谋划和总体安排，内容涵盖汽车后市场各个方面。

我们认为，我国出台类似美欧的反垄断法规，大力支持三方配件流通，同时，国内同样地域广阔，汽车品类繁杂，意味着国内的后市场参与者格局有望发展成为类美国的模式（IAM 逐步成长成为主导角色），而 2023 年底《关于推动汽车后市场高质量发展的指导意见》的推出也意味着汽车后市场成为政策关注重点领域，有望迎来全新的发展阶段。

表 3：国内汽车后市场相关法案梳理

种类	名称	出台时间	核心要素
汽车行业反垄断法	《关于汽车业反垄断指南（征求意见稿）》	2016 年	要求主机厂和 4S 经销商为代表的授权体系开放技术、信息和原厂件流通，明确用户选择维修企业和维修配件的权利，开启后市场反垄断的监管新常态
	《关于汽车业的反垄断指南》	2019 年	重点关注汽车配件生产与流通以及汽车售后市场上的滥用市场支配地位行为，对限制竞争的横向垄断和纵向垄断做出禁止性规定
关于提高价值链占比	《汽车产业中长期发展规划》	2017 年	到 2025 年，我国汽车售后服务产业价值链比重将占整个产业链 55% 以上
关于信息、通信、电子、互联网协同	《汽车产业中长期发展规划》	2017 年	引导汽车企业积极协同信息、通信、电子和互联网行业企业，充分利用云计算等先进技术，挖掘用户工作和生活等多元化的需求，创新服务模式，促进产业链向后端、价值链向高端延伸，拓展包含交通物流和共享出行等要素的网状生态圈。鼓励发展汽车金融和维修保养等后市场服务，促进第三方物流等其它相关服务业同步发展
关于完善认证体系和行业规范性	《汽车零部件的统一编码与标识》	2015 年	规定了汽车零部件统一编码的编码原则、数据结构、符号表示方法及其位置的一般原则，适用于汽车零部件（配件）统一编码和标识编制，以及汽车零部件（配件）信息采集和数据交换。规范并统一各类汽车零部件编码标识，目的在于提高汽车零部件的可追溯性和可追溯性，同时有助于零部件和整车企业对产品全生命周期的管理及缺陷产品召回，促进汽车服务市场转型升级
	中汽中心检测认证事业部（CAQC）的成立	2019 年	对进出口产品、体系产品进行收费认证，并提供检测试验、试验场服务和测评服务等

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 15

	《关于深化汽车维修数据综合应用有关工作的通知》	2021 年	明确各地交通运输主管部门要依托电子健康档案系统，做好维修电子记录数据上传工作，积极引导汽车综合小修经营者和专项维修经营者，于 2022 年底前实现维修电子记录数据的实时归集
关于汽车维修的信用管理规定	新版《机动车维修管理规定》	2021 年	全面公开维修经营者信息，加强对维修企业和从业者的信用管理
关于取消二手车限迁政策	国务院办公厅关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见	2022 年	全面取消二手车限迁政策，落实小型非营运二手车交易登记跨省通办措施
关于新能源汽车产业	《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》	2020 年	建立健全动力电池运输仓储、维修保养、安全检验、回收利用等环节管理制度，加强全生命周期监管；加强对整车及动力电池、电控等关键系统的质量安全管理、安全状态监测和维修保养检测，健全新能源汽车整车、零部件区及维修保养检测、充换电等安全标准和法规制度
关于汽车零部件回收利用	《汽车产品生产者责任延伸十点实施方案》	2021 年	构建二手零部件逆向回收利用体系，提升二手零部件在汽车维修环节的使用比例
	《关于加快废旧物资循环利用体系建设的指导意见》	2022 年	提升汽车零部件等再制造水平，在售后维修、保险、租赁等领域推广再制造汽车零部件
优化汽车配件流通环境	《关于推动汽车后市场高质量发展的指导意见》	2023 年	规范汽车后市场配件流通秩序，制订实施汽车后市场配件流通有关标准，营造透明、有序、高效的配件流通环境。创新配件流通模式，鼓励发展连锁经营、电子商务等配件流通新业态、新模式。积极拓展汽车配件流通渠道，构建多渠道、多业态的汽车配件流通网络，满足消费者对汽车后市场配件的多元化需求
促进汽车维修服务提质升级	《关于推动汽车后市场高质量发展的指导意见》	2023 年	引导汽车生产企业持续完善售后服务网络，加强售后维修等人员管理培训，为车主提供规范、便捷的车辆维护维修服务
构建多层次汽车赛事格局	《关于推动汽车后市场高质量发展的指导意见》	2023 年	全面促进各项国家级专业汽车运动赛事高质量发展，打造专业汽车赛事品牌，挖掘市场潜力和商业价值。举办国际高级别汽车赛事，推动国内汽车赛事品牌国际化发展。推动群众性汽车赛事，推广卡丁车等初级赛事，扩大汽车运动参与人群
加快传统经典车产业发展	《关于推动汽车后市场高质量发展的指导意见》	2023 年	制订实施传统经典车认定标准。支持地方探索传统经典车辆保税展示及托管服务，举办传统经典车露营集结赛，促进传统经典车巡展、赛事、文化旅游等发展
支持自驾车旅居车等营地建设	《关于推动汽车后市场高质量发展的指导意见》	2023 年	支持政府和社会资本合作建设不同类型的自驾车旅居车等露营地，持续完善营地配套基础设施。鼓励有条件的地区将露营地建设纳入地方旅游产业发展类专项资金的支持范围
丰富汽车文化体验	《关于推动汽车后市场高质量发展的指导意见》	2023 年	支持地方发挥自身优势，结合汽车文化消费趋势，协调推进汽车博物馆、汽车影院等项目建设运营
优化汽车消费金融服务	《关于推动汽车后市场高质量发展的指导意见》	2023 年	鼓励金融机构在依法合规、风险可控前提下，优化对汽车使用消费的金融服务，规范开展汽车附加品融资。鼓励支付服务主体在防控风险的前提下，针对线上汽车消费特定场景提高单笔支付额度

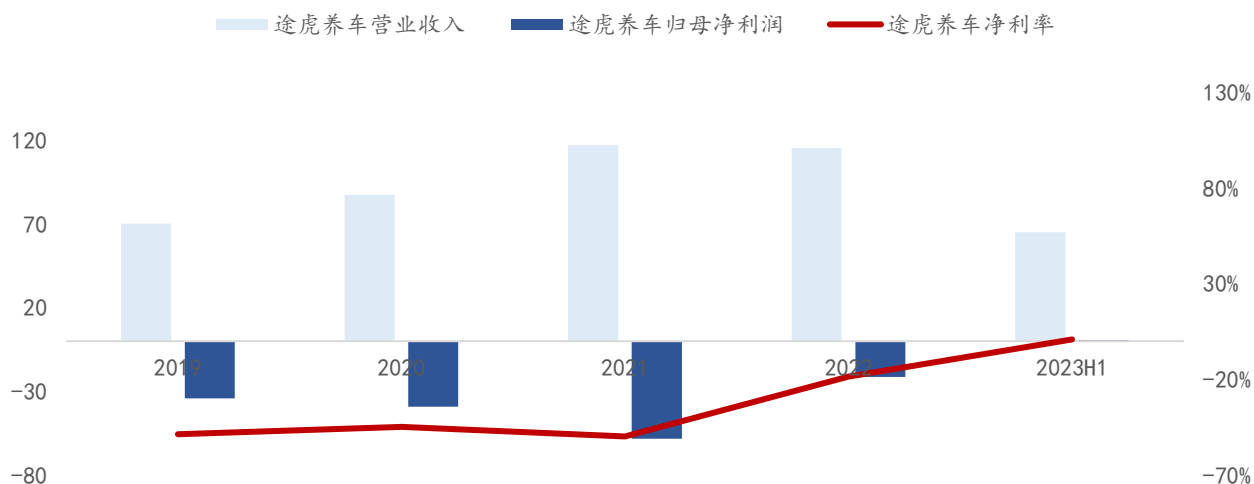
资料来源：发改委，交通运输部，商务部，市场监管总局，中国政府网，汽车之家，中国标网，中汽中心，工信微报公众号，中国建设报公众号，信达证券研发中心

零配件标准和认证主体、体系的建立有望提高售后零部件质量，助力 IAM 认可度提升。长时间以来由于缺乏统一的行业标准、完善的质量认证体系和权威的认证机构，我国汽车零配件较为混乱，制约三方维修服务机构的健康发展。近年来已经得到改善：2015 年《汽车零部件的统一编码与标识》推出，解决了标准化的问题。

2.2.2 进程：头部参与者历经洗牌，已形成较强的竞争力

第三方连锁维修正在崛起，以 4S 店为主的格局有望进一步被打破。中国汽车后市场维修目前仍由 4S 店主导，但第三方维修正在迅速崛起且呈加速态势。以途虎为例，其首个 500 家门店的布局时间为 28 个月，之后第二、三、四个 500 家店开业分别用了 11、9、6 个月，目前已拥有 6000 多家门店。我们认为，第三方连锁维修的加速崛起主要系上文提高的政策因策和需求因素，我们预计在未来 5 年中，IAM 份额有望进一步提升。对于电商，我们认为国内车主 DIY（Do it yourself，自己动手）情况较少，线上采购售后零部件进行更换的比重较低。

图 19：途虎养车营收（亿元）、净利润（亿元）、净利率（%）

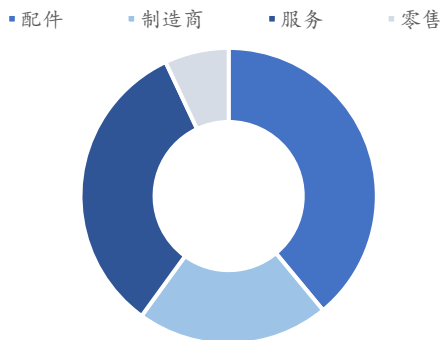


资料来源：ifind, 信达证券研发中心

2.3 汽车后市场环节利润贡献率挖掘空间大，市场集中度有望提高

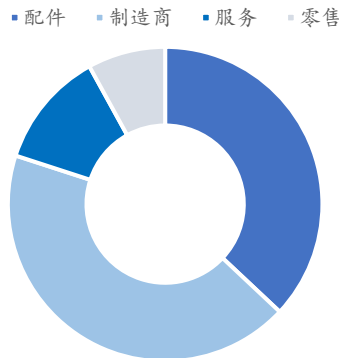
汽车后市场在国内汽车产业链结构中的占比还有提升空间，利润贡献率远低于成熟市场水平。欧美等成熟汽车市场后市场利润贡献占比高达 57%，为产业链中最稳定的利润来源，而我国目前后市场利润贡献率只有 28%。与欧美市场汽车产业链结构相比，我国在制造商和服务这两方面差别最大，制造商占主导(43%)，售后服务占比仅 12%。

图 20：国外成熟汽车产业链利润结构



资料来源：车百智库，信达证券研发中心

图 21：中国市场汽车产业链利润结构

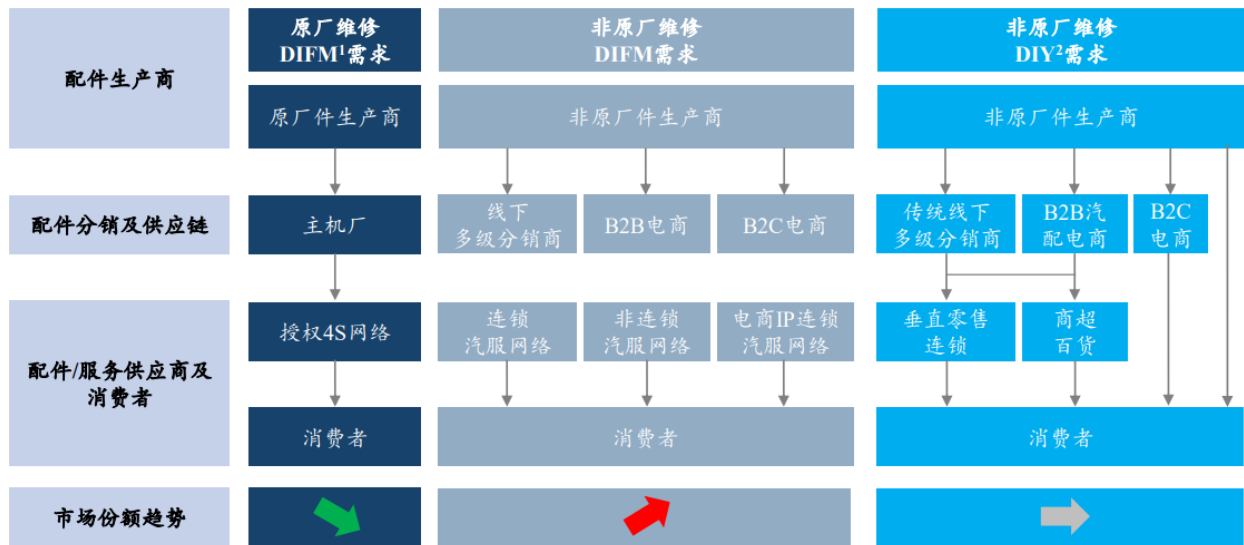


资料来源：车百智库，信达证券研发中心

2.3.1 行业长期以来高度分散，头部集中、纵向整合是重要趋势

我们预测国内汽车后市场门店有望朝头部集中。国内汽车售后市场长期以来处于高度分散，客户体验差、供应链复杂、履约流程低效，行业进一步整合是大势所趋。根据罗兰贝格统计，2021 年夫妻老婆店在独立后市场的门店数量占比为 67%，独立维修厂和连锁维修厂的数量占比分别为 17%、16%。由于头部参与者在供应链、服务能力等方面的优势，罗兰贝格预计连锁品牌的门店数量占比将于 2025 年提升至 29%，随着连锁维修通过自身门店扩张、供应链整合等完善用户体验，小型维修厂和夫妻老婆店将逐步被整合和淘汰。

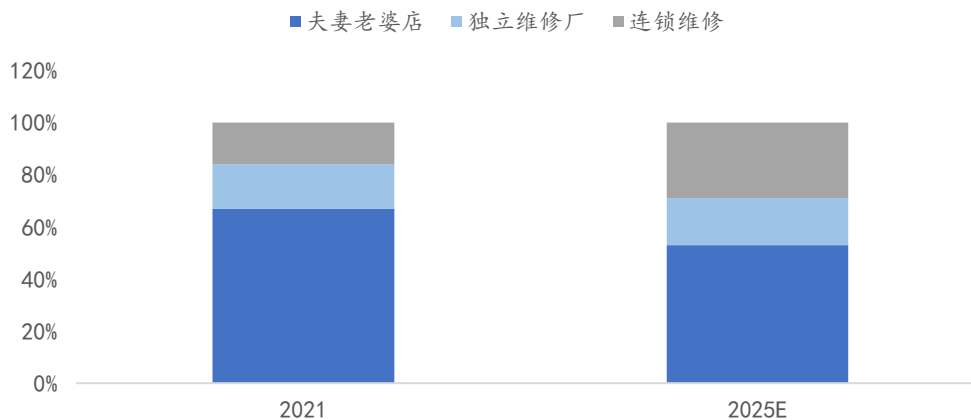
图 22：售后零部件分销环节复杂



1. DIFM: Do It For Me, 即配件由服务提供商完成服务作为消费结束点。
2. DIY: Do It Yourself, 即配件由消费者自行安装作为消费结束点。

资料来源：弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

图 23：罗兰贝格预计国内独立后市场门店将表现出向头部集中的趋势



资料来源：罗兰贝格，信达证券研发中心

大量互联网参与者入局，行业纵向整合加速。消费群体需求变化倒逼商业模式转型，技术条件成熟使大量各类来源参与者特别是互联网参与者纷纷入局，竞争加剧。中升集团、华胜汽修等主要依靠传统服务能力做 2C 业务为主；部分产业链参与者包括上汽、米其林、金固等凭借后市场实现产业链上下游延伸和渠道开拓。互联网新参与者比如阿里、京东、字节、巴图鲁、乐车邦等。

互联网参与者资金量大、更灵活、具备大数据优势，具备较强竞争力，同时推动行业进一步规范。互联网参与者的介入使后市场维保价格趋于清晰透明，同时助推服务线上线下同步，大大提升了操作的便捷性，拓展了业务空间；互联网参与者如阿里、京东等资金实力雄厚，能够快速在全国范围内拓展门店，如京东养车的消费者服务就是以整个京东零售体系和数字化能力为支撑，逐步构建覆盖全国的养车服务网络。

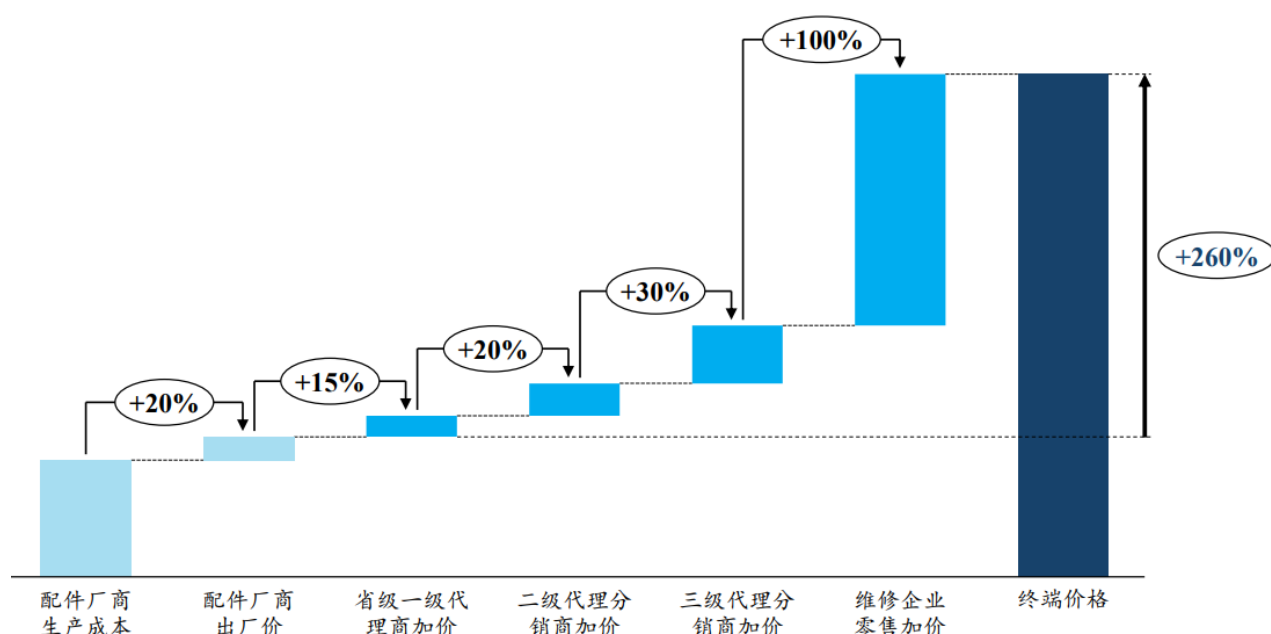
2.3.1 长期以来流通环节及分销体系复杂，层级优化成为重要趋势

根据中汽协，从汽车内外饰件、底盘与动力系统到车身结构件，汽车零配件 SKU 达千万级别。其中包括，汽车发动机缸体、泵体、火花塞，汽车底盘轮胎、轴体，以及车载电子电器产品等。

由于电动汽车采用电力驱动，代替了燃油车的离合器、变速器和传动轴等核心零部件，且电动汽车底盘产品与燃油车底盘产品相比，传动系统和制动系统变化较大。随着电动汽车渗透率的提升，在电动化趋势下底盘零部件会迎来更大的发展机会。基于这一变化趋势，传统底盘零部件后市场将会随着电动化发展的不断深入而扩增，底盘零部件后市场的单品类 SKU 将会相对应增加。

复杂 SKU 导致零配件库存管理难度增加，流通环节众多、加价率高，流通效率较低，层级优化有望成为重要发展趋势。由于不同汽车品牌、不同车型的零配件存在较大差异性，因此汽车后市场零配件 SKU 复杂，这为行业库存管理带来了更高的难度。另外，多层级分销体系导致中间流通环节成本较高，终端定价不透明且产品质量难以保证。

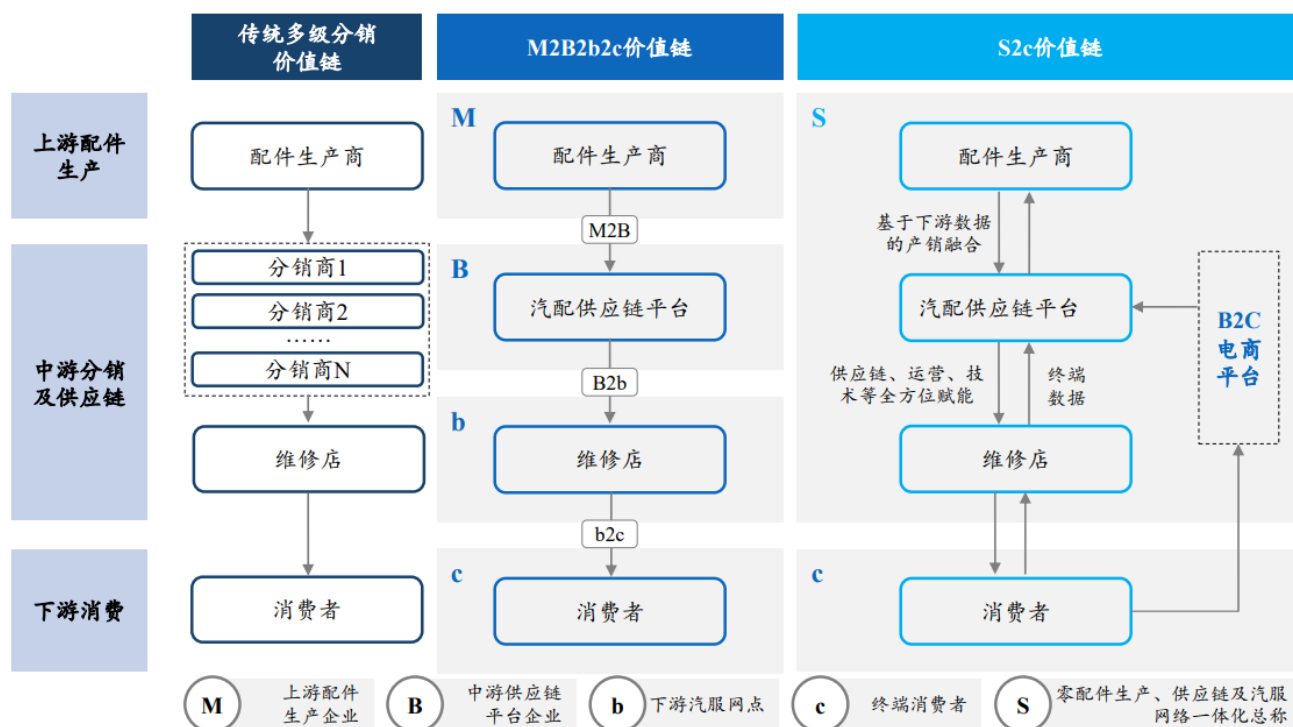
图 24：中国底盘后市场多级分销模式配件流转加价率



资料来源：弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

从传统多级分销向平台化新型分销层级转变。过去传统后市场为多级分销模式，上游是配件生产商，经过 1 级、2 级至 N 级分销商依次分销至维修店，最后触达消费者。新型的平台化分销模式则是将多级分销商整合到一个汽配供应链平台，再由汽配供应链平台直接对接维修店（M2B2b2c 模式）；或者消费者可以通过 B2C 电商平台直接登录汽配供应链平台搜索零部件销售信息，有针对性地去维修店进行采购（S2c 模式）。

图 25：传统多级分销、M2B2b2c 和 S2c 的三种趋势对比



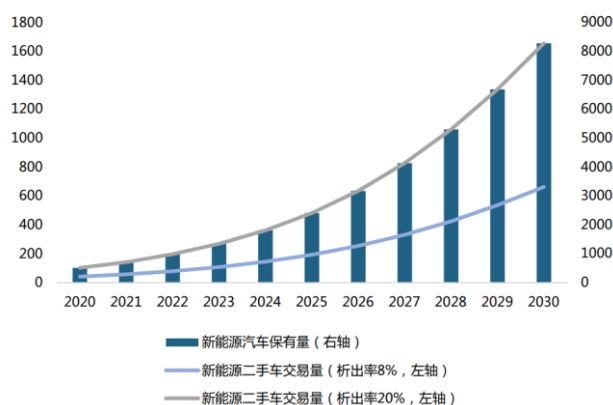
资料来源：弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

三、瞄准智能底盘增量维保市场，关注产业链机遇

3.1 智能电动汽车为后市场带来新发展机遇

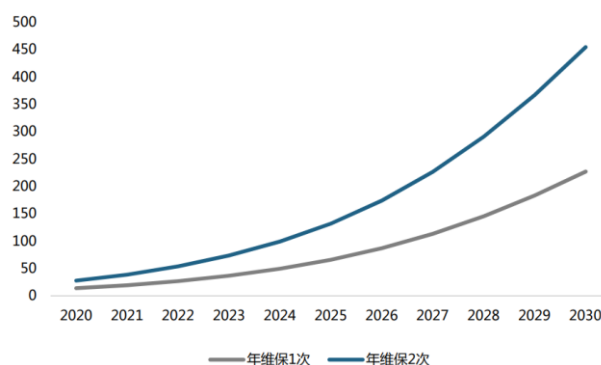
智能电动汽车是汽车后市场的未来。2023 年 12 月中国新能源汽车批发销量渗透率 40.8%；从保有量角度看，截至 2023 年 12 月，新能源汽车渗透率约为 4.7%。目前看，后市场维保范围内的智能电动汽车占比并不算高。随着未来智能电动汽车加速渗透，保有量不断增长，智能电动汽车有望成为汽车后市场重要的中坚力量。

图 26：智能电动汽车后市场规模预测



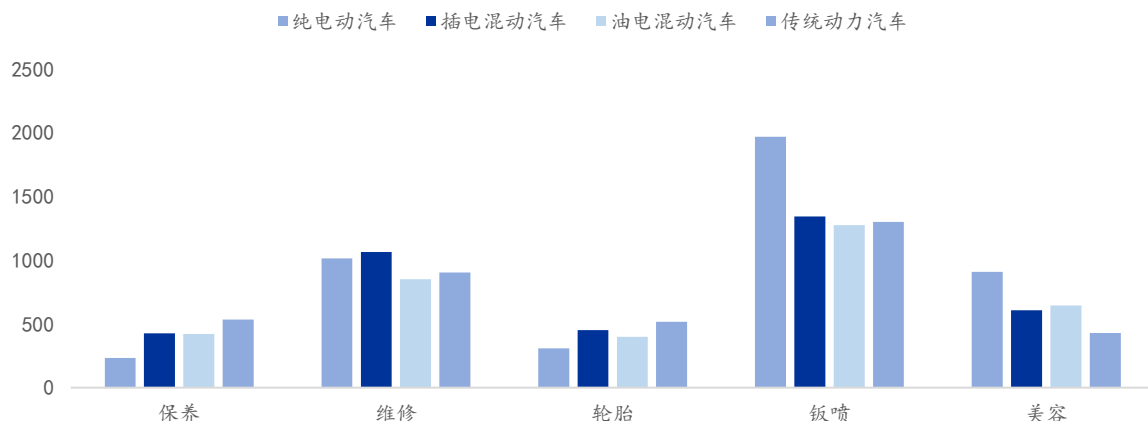
资料来源：车百智库预测，信达证券研发中心

图 27：中国新能源汽车售后维保产值规模预测



资料来源：车百智库预测，信达证券研发中心

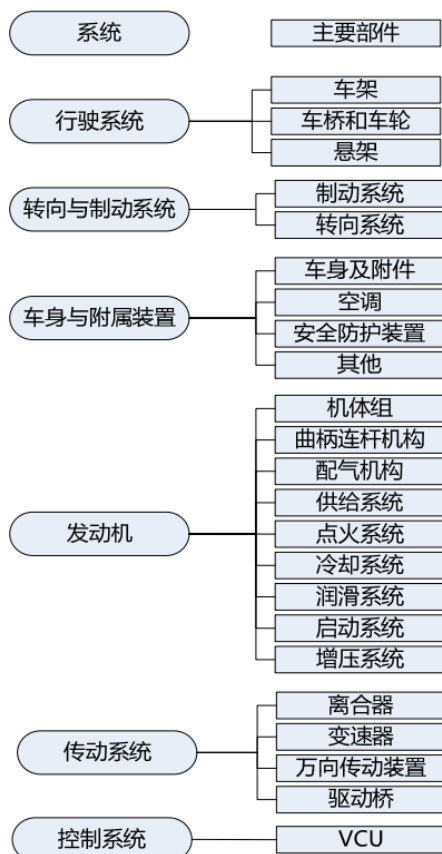
图 28：不同动力类型汽车各类别售后服务客单价对比（车龄 6 年以下）



资料来源：F6 汽车科技大数据研究院，信达证券研发中心

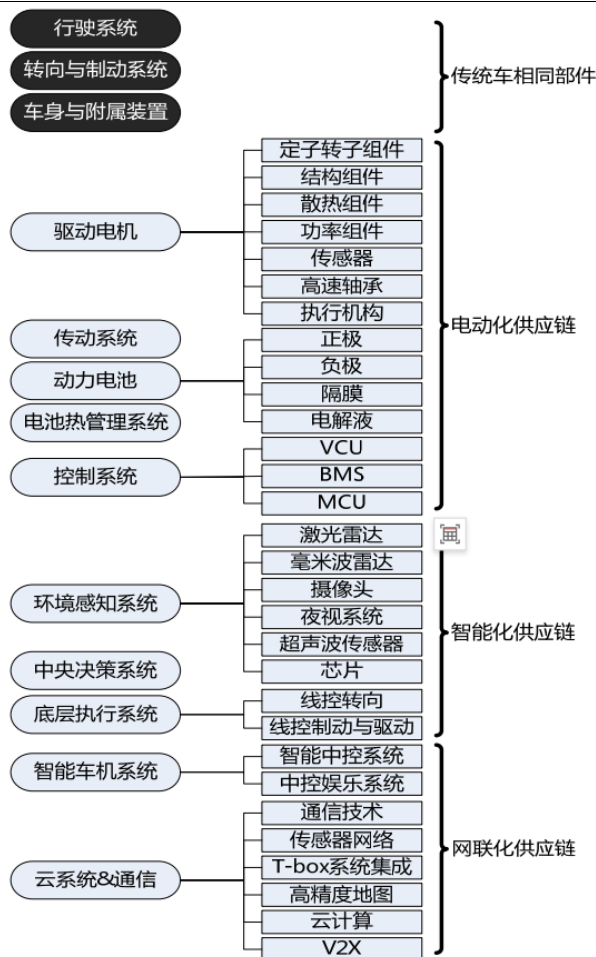
汽车结构与生态重塑为后市场主体提供新机遇。汽车逐步由以发动机、变速箱为主要体系的机械架构向以动力电池、电机及操作系统、芯片等智能、电器结构转变，整车核心零部件的变化使后市场相关的检测、维保、报废拆解及再利用等服务存在被重塑和颠覆的可能，并为一些率先布局的主体带来新的发展机遇。

图 29：传统燃油车主要系统构成



资料来源：车百智库，信达证券研发中心

图 30：智能电动汽车主要系统构成



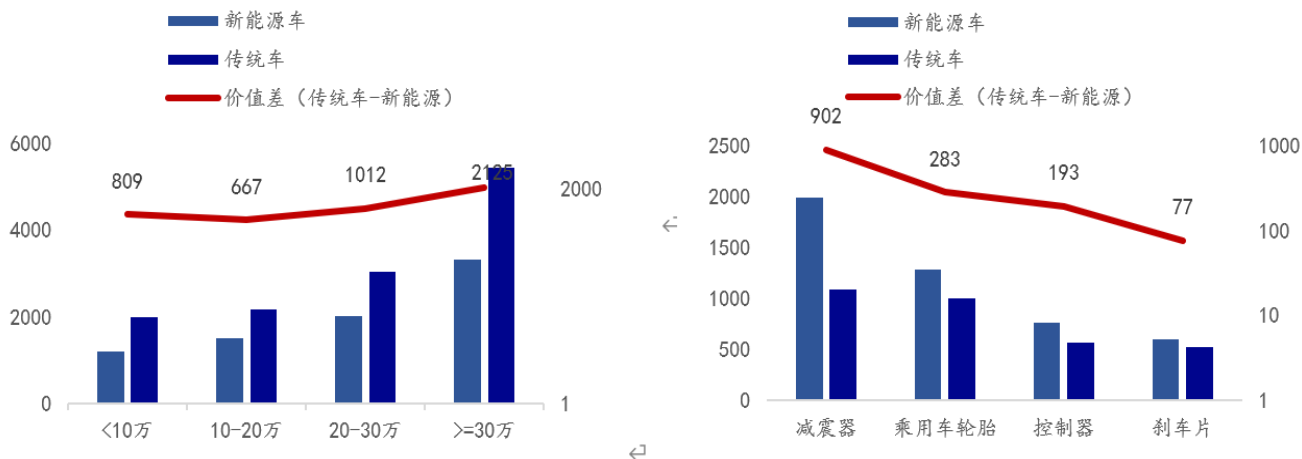
资料来源：车百智库，信达证券研发中心

30 万以上新能源车减振器、乘用车轮胎等配件均价显著高于传统燃油车。1) 车身件：不受电动趋势的影响预计变化不大；2) 散热、发动机冷却等配件：新能源车需求有望逐步缩小；3) 底盘类，由于电池体积较大，电动汽车的平均重量通常高于燃油车，同时加速更快，

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 21

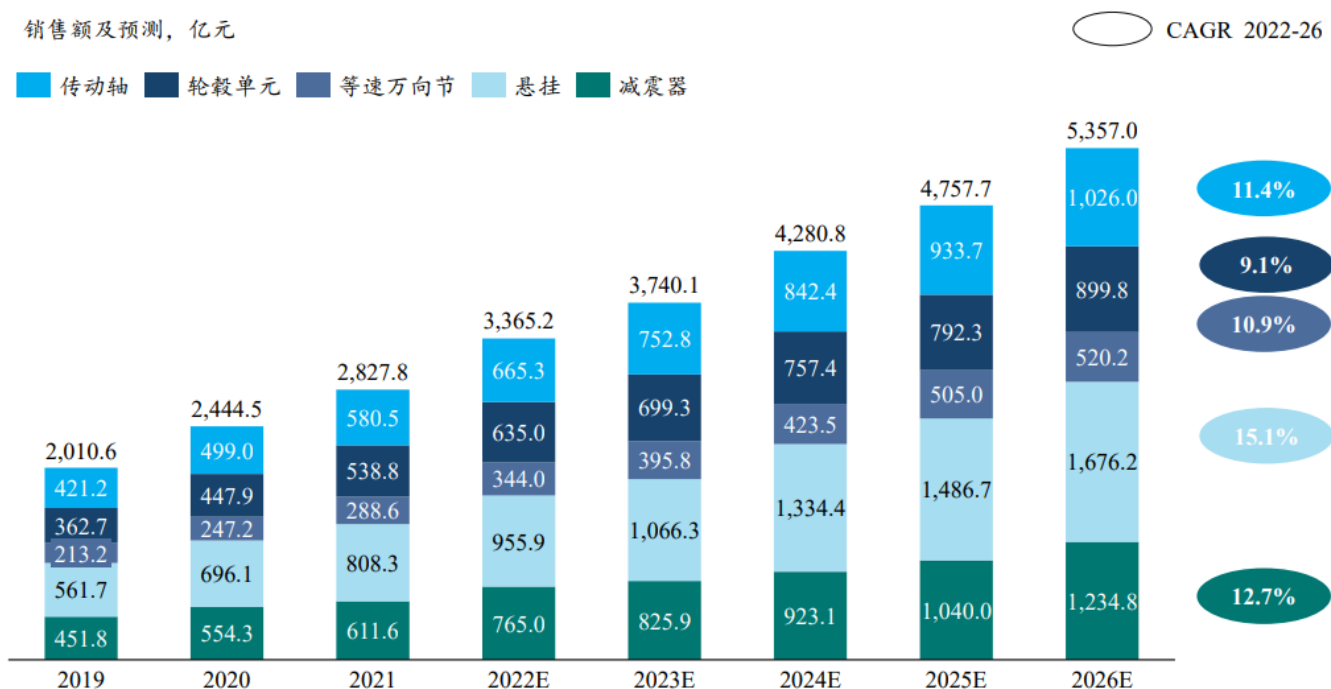
轮胎和底盘磨损概率更高，且新能源新势力及自主品牌寻求品牌向上和大力提升行驶品质，在同价位区间上普遍选用均价更高的减振器、轮胎等，故底盘类有望成为上升品类；4) 与电车相关的电子电气元件、智能辅助驾驶零部件等：属于纯增量赛道。全生命周期的角度看，纯电车及插混车维修保养总开支并不低于燃油车，且售前售后分离模式也将促进第三方体系发展。

图 31：新能源车与燃油车后市场维保价值量对比



资料来源：2023 中国汽车后市场维保行业白皮书，信达证券研发中心

图 32：汽车主要零部件后市场维保销售额及预测



资料来源：弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

底盘件、电动化和智能化零部件将成为新能源车后市场主要增长来源。由于电动汽车采用电力驱动，传动系统和制动系统等发生了较大变化，底盘零部件后市场（燃油车+电动车）对应的品类 SKU 将会增加，专业化程度要求更高。随着空气悬架、线控制动等电动智能电动零部件大范围配置落地，维保价格和频次有望升高。

图 33：汽车智能底盘演进


资料来源：弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

3.2 智能电动汽车助力后市场服务边界拓宽

智能电动化助力汽车后市场服务边界拓宽。智能电动汽车作为移动智能储能载体，与交通、能源、通信、城市等关系越来越紧密，与传统汽车以载人服务为主的属性具有明显的差异，其与电动化智能化相关的零部件价值和增值服务有望被进一步重视。

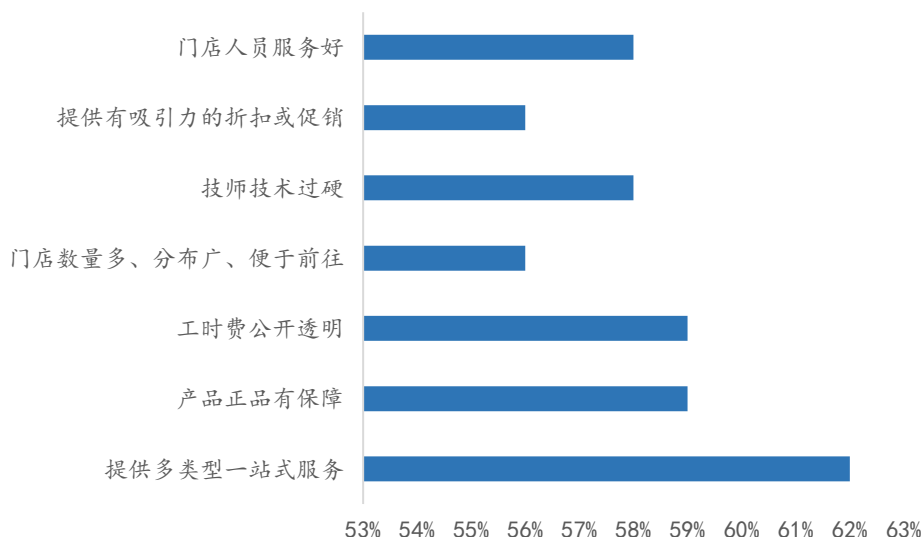
图 34：智能电动汽车重塑和拓宽后市场边界


资料来源：车百智库，信达证券研发中心

3.3 智能电动汽车要求后市场参与者具备更高的专业化水平

消费者更加追求维保服务品质和质量，头部供应商受到加持。由于汽车维保市场一直存在信息不对称的痛点导致消费者消费信心受损，这也使得授权 4S 渠道在中国维保市场一直占据核心主导地位。据德勤调研，“提供多类型一站式服务”、“产品品质保障”、“工时费公开透明”、“技术过硬”、“门店人员服务好”、“具有吸引力的折扣或促销”、“门店数量多、分布广、便于前往”等是中国消费者的核心诉求点，头部后市场连锁在这些诉求点的达成度有望远超零散的夫妻老婆店等参与者。

图 35：中国消费者后市场服务决策主要因素



资料来源：德勤，信达证券研发中心

智能电动汽车的电子传感器等电子元件将会直接影响行驶安全性。过往杂牌的单纯以价格取胜的产品需求或将大幅缩减，专业化程度高的头部公司将会获得更高的信任度和市场份额。在后市场供应商方面，由于智能电动汽车的电子传感器等电子元件将会直接影响行驶安全性，过往杂牌的电子元器件单纯以价格取胜的需求或将大幅缩减，专业化程度高的头部公司将会获得更高的信任度和市场份额。

智能电动汽车维修对专业性要求更高。1) 场地的要求较高，需要满足干燥、绝缘、防尘、通风等条件。2) 新能源车维修非常依赖自动化的专用工具和软件，比如故障检码仪等，部分零部件的维修工具软件由厂商独家供应。3) 专业维修人才，如电动车维修涉及的高压部件以及电池的开包检测等深度作业，对维修人员的技术要求与传统汽车存在较大差异。

图 36：智能电动汽车和传统燃油车常见故障对比

传统汽车常见部件故障	智能电动汽车常见部件故障
发动机：抖动、积碳、水温高	动力电池：BMS 故障、单体电池故障、高压线路故障
变速箱：漏油、打滑、滤网堵塞	驱动电机：电机机械故障、定子绕组故障、转子绕组故障
进排气系统：进气管故障	电控系统：IGBT 故障、高压电器系统故障、短路故障
燃油系统：油泵老化、喷油器脏堵	软件系统：软件故障与升级问题
驱动桥：轮间隙异常、差速器异响、驱动桥过热	智能网联相关电子电气：ECU 及传感器等

资料来源：车百智库，信达证券研发中心

四、国内后市场零部件供应商，积极布局国内外市场

4.1 国内：市场即将爆发，产业链能力齐备

国内汽车后市场领域主要公司分为生产制造、分销商、供应链平台、维修店等环节。其中生产制造类企业数量最多，包括冠盛股份、丰茂股份、正裕工业等上市公司；国内分销商多为省代模式；供应链平台型企业包括途虎、开思等。部分公司同时承担分销、维修等环节，比如京东养车、天猫养车等；途虎则同时承担供应链平台和维修店的角色，类似美国的四大连锁 AutoZone 等。

途虎养车：2011 年，公司借助轮胎供应切入汽车后市场，并逐步实现门店服务网络与供应链扩张，2014 年途虎 App 上线运营，同时拓展到 30 余种汽车保养服务，目前公司形成了汽车零配件修理与更换、汽车美容与保养的全方位服务模式，是目前中国最有潜力成长为后市场四大连锁的公司之一。

冠盛股份：产品涵盖传动轴总成、轮毂轴承单元、等速万向节、橡胶减震系列、转向和悬挂件、减震器系列等重要汽车零配件。依托于公司打造的全球智慧供应链体系，公司产品销售区域已遍布欧洲、北美洲、南美洲、亚洲、大洋洲和非洲六大洲，营销网络覆盖海外 120 多个国家和地区以及国内大部分省市区域，并实现多个国家本土化分销。

图 37：冠盛股份业务布局


资料来源：冠盛股份推介材料，信达证券研发中心

正裕工业：正裕工业是国内最早从事汽车悬架系统减震器生产的企业之一，产品种类已涵盖悬架支柱总成减震器、转向减震器、驾舱减震器、电控智能减震器等多个系列产品，储备型号超过 10000 种，年产能力已达到 1800 万支。在全球售后市场，公司悬架系统减震器可适配于通用、福特、大众、菲亚特、奔驰、宝马、标致、雪铁龙、丰田、本田、起亚、路虎、捷豹等大多数知名汽车品牌及车型，是国内少数能够满足客户“一站式”采购需求的厂商。

图 38：正裕工业业务布局



资料来源：正裕工业公司材料，信达证券研发中心

丰茂股份：公司产品包括传动系统部件、流体管路系统部件和密封系统部件等，广泛应用于汽车、工业机械、家电卫浴等领域。公司核心产品为汽车传送带，2023 年收入占比约 68%，已经占据较高的市场份额。公司后续积极拓展传动带、张紧轮、流体管路、密封件等四大系统在新能源汽车、工业机械、家电卫浴等领域的新品开发，在新能源领域，公司还进行空气弹簧领域研发。

图 39：丰茂股份业务布局



资料来源：丰茂股份招股书，信达证券研发中心

雷迪克：公司主营业务为汽车轴承的研发、生产和销售，产品包括轮毂轴承、轮毂轴承单元、圆锥轴承、涨紧轮、离合器分离轴承等，其中 OE 市场收入占比约 17%，占收入比例大头的是售后市场配套，约为 83%。公司轴承品类齐全，拥有超过一万种的汽车轴承产品型号，日常生产流转达 3000 种。公司稳步推进售后及主机厂双向产业布局，已获长安汽车、长城汽车、东风汽车、江铃汽车、广汽、零跑等车企新能源项目审核及定点认可。

图 40：雷迪克业务布局

轮毂轴承		汽车载重和转动的重要组成部分，应用于汽车车轴处用于承重及为轮毂转动提供精确引导的零部件，同时承受轴向和纵向载荷
轮毂轴承单元		承载重量并为轮毂转动提供精确引导，采用新型密封结构，不需要添加、更换润滑脂从而实现终身免维护的效果，且轴承设计预调游隙，可简化轴承安装效率低下问题
圆锥轴承		滚道采用模拟对数曲线的滚道母线凸度形式设计，以此减少轴承内部工作面的应力集中，降低早期疲劳失效的风险；同时，平缓的滚道表面形状可使轴承滚动体运转平稳，大大降低轴承震动噪音
涨紧轮		安装在同步带的松边，用于调整同步带的紧度，避免出现打滑、磨损或噪音，使传动系统稳定安全可靠
离合器分离轴承		通过轴向移动使离合器分离，从而切断汽车发动机与变速器之间的动力传输，辅助完成汽车起步、停驶、换挡等操作；保证离合器接合平顺、分离柔和以减少磨损，延长离合器的使用寿命

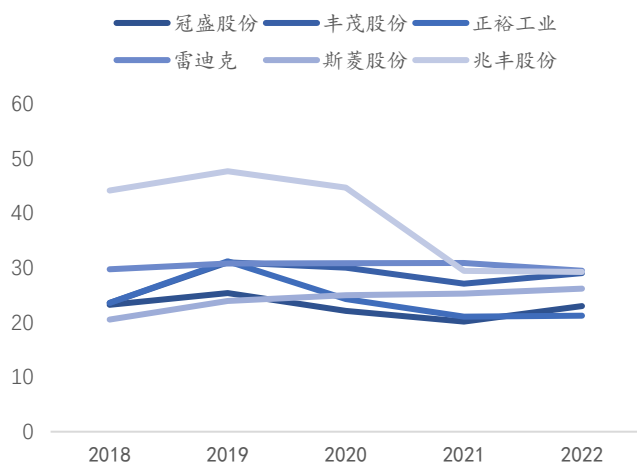
资料来源：雷迪克官网，信达证券研发中心

斯菱股份：公司主要产品应用于汽车轮毂和汽车传动系统两个部分，可分为轮毂轴承单元、轮毂轴承、离合器、涨紧轮及惰轮轴承和圆锥轴承等 4 个系列。应用于汽车轮毂的产品，根据结构特点和集成化程度，可分为轮毂轴承单元、轮毂轴承和圆锥轴承三类，集成化程度依次降低；应用于汽车传动系统的产品，主要为离合器、涨紧轮及惰轮轴承产品。海外地区是公司主要的营收来源，近年来海外收入占比不断提升。2022 年，公司海外、国内的营收占比分别为 71.1%、28.9%。

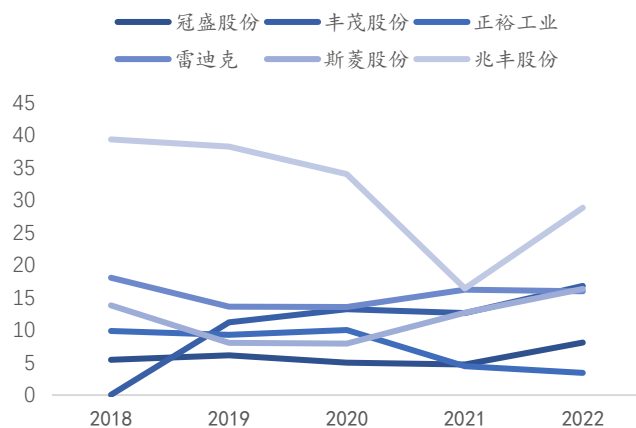
图 41：斯菱股份业务布局

制动系统轴承				
	二代轮毂轴承单元	三代轮毂轴承单元	一代球结构轮毂轴承	一代锥结构轮毂轴承
传动系统轴承				
	公制单列圆锥滚子轴承	英制单列圆锥滚子轴承	驱动电机轴承	离合器分离轴承
动力系统轴承				
	涨紧轮	正时涨紧轮	附件涨紧器	惰轮轴承

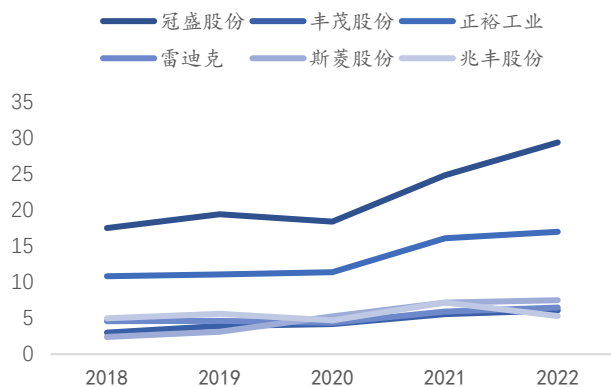
资料来源：斯菱股份官网，信达证券研发中心

图 42：后市场部分公司毛利率对比（%）


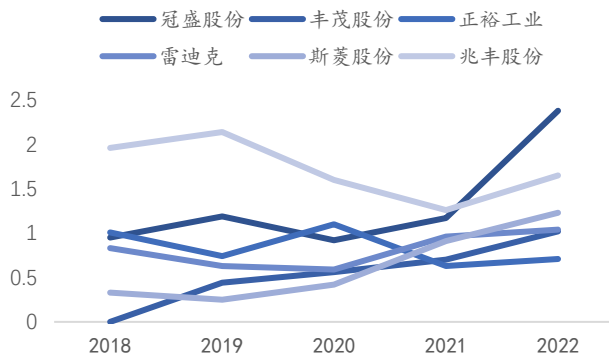
资料来源：ifind，信达证券研发中心

图 43：后市场部分公司净利率对比（%）


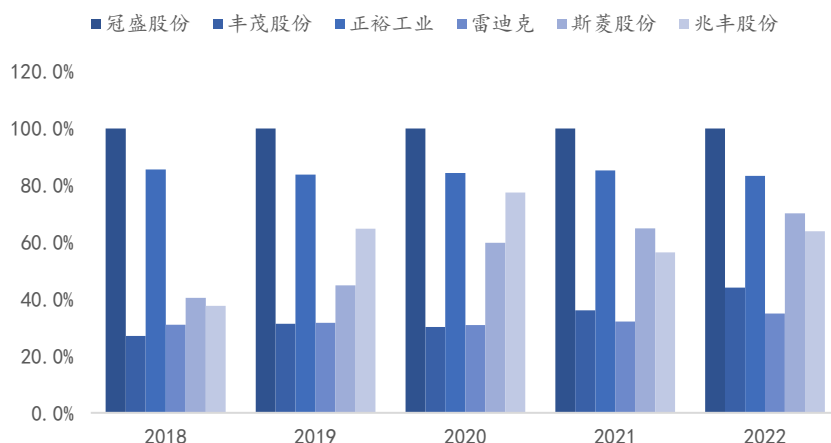
资料来源：ifind，信达证券研发中心

图 44：后市场部分公司收入对比（亿元）


资料来源：ifind，信达证券研发中心

图 45：后市场部分公司净利润对比（亿元）


资料来源：ifind，信达证券研发中心

图 46：后市场部分公司海外收入占比对比


资料来源：ifind，信达证券研发中心

4.2 出海：欧美是目前后市场规模大头，出口利润丰厚

国外尤其欧美发达地区后市场规模较大，主要参与者是大型经销商集团和贸易商集团公司。海外后市场产品生产制造主要由中国等发展中国家的制造商承担（国内冠盛股份、丰茂股

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 28

份、正裕工业等公司营收大部分来自海外)，而分销环节通常由大型的跨境贸易商集团来负责，大型贸易商会收集小型维修店需求并进行集采，靠近消费者终端竞争者则主要包括大型经销商连锁、电商、小型维修店等。

强大的技术与产品开发能力、广泛的仓网布局、完善的营销体系将是决胜后市场出海的重要因素。中国是美欧等汽车后市场大国的重要生产基地，尽管当前不少政策要求厂商把采购中心从中国剥离。但实际上，目前这种现状还不会发生太大改变。供应链的建立是一个长达数十年的漫长过程，无法一蹴而就；其次，中国的供应链仍然非常强大，能够支持当前的市场需求。

1) 起步阶段：后市场出口企业往往以单一产品进入海外市场，且可替代性较强，客户多为一些小的经销商或是修理厂等，需要努力建立良好的合作关系，提升信任度，为之后进入协会做铺垫。

2) 第二阶段：产品品类开始丰富，产线产能不断扩产，经过积累，产品覆盖面更加广泛，目标客户逐渐变为更大的经销商或是连锁店，开始以独立的品牌身份进入相关行业协会，品牌宣传方面加大力度，增加线上线下广告提高品牌知名度。

3) 稳步发展阶段：进行本土化发展，库存、覆盖面、售后服务支持能力进一步增强，在海外当地建立团队，包括销售团队、售后服务、技术人员等，进一步增大当地市场份额，拥有更大自主权，进入稳步发展阶段。

五、投资建议

随着中国汽车市场保有量增加，车龄逐步老化，中国汽车售后市场有望迎来巨大的发展机遇，三方售后平台型公司以及售后配件制造商有望受益。同时，途虎等 IAM 龙头公司已进入盈利通道，投资性价比显现；售后配件制造商则一方面有望受益于国内即将爆发的后市场需求，另一方面有望扩大出海规模，成长空间凸显。**建议关注后市场三方维保龙头【途虎-W】、智能底盘零部件后市场供应商【冠盛股份】、【正裕工业】、【雷迪克】、【兆丰股份】、【丰茂股份】等。**

行业评级

看好

风险因素

汽车维保需求不及预期风险、行业竞争加剧风险、政策助力不及预期风险、供应链风险、贸易及关税波动风险等。

研究团队简介

陆嘉敏，信达证券汽车行业首席分析师，上海交通大学机械工程学士&车辆工程硕士，曾就职于天风证券，2018 年金牛奖第 1 名、2020 年新财富第 2 名、2020 新浪金麒麟第 4 名团队核心成员。4 年汽车行业研究经验，擅长自上而下挖掘投资机会。汽车产业链全覆盖，重点挖掘特斯拉产业链、智能汽车、自主品牌等领域机会。

丁泓婧，墨尔本大学金融硕士，主要覆盖智能座舱、电动化、整车等领域。

徐国铨，中国社会科学院大学应用经济学硕士，主要覆盖智能驾驶、商用车等领域。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。