

## 天铭科技 (836270.BJ) 国内越野改装起步，关注改件前装市场领军者

2022年08月23日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

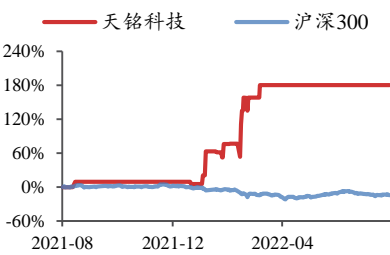
诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

日期	2022/8/19
当前股价(元)	23.88
一年最高最低(元)	23.88/9.00
总市值(亿元)	8.02
流通市值(亿元)	0.00
总股本(亿股)	0.34
流通股本(亿股)	0.00
近3个月换手率(%)	0.0

### 股价走势图



数据来源：聚源

### ● 国内越野改装市场及军车受益标的，盈利能力行业领先

国内越野改装市场尚处于起步阶段，天铭科技深耕市场二十年，占领国内越野改装前装市场较大份额，同时绞盘产品在东风猛士等军车装备率达100%。新产品电动踏板远销境外，在境外后装市场所占份额或随着募投项目达产继续提升。收入由绞盘、电动踏板和车载空压机产品构成，2019-2021年营收为14,039.78万元、17,058.67万元、18,983.48万元，同比增长28.82%/21.50%/11.28%，CAGR为16.28%，净利润率分别为10.86%/16.82%/18.93%，2021年高于同业可比公司。我们预测是2022-2024年净利润为3820/5156/6003万元，EPS对应1.14/1.54/1.79元，对应PE为21.0X/15.5X/13.4X，首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 国内越野改装件需求提升，后装市场前装化开启需求释放

由于国内的越野改装后装市场受较大的国内政策法规的限制，一直发展缓慢。而前装越野改装件进入车型目录合法合规，因此绞盘等后装市场改装件向前装市场渗透成为明显趋势。例如长城汽车通过推出长城炮、坦克300等两类可选装越野绞盘改装件的车型引领主机厂越野改件前装化的潮流。后续包括上汽大通、重汽等主机厂也陆续推出包含选装绞盘的车型；消费者可以通过选购不同配置，而不用购车后再自行改装，国内越野改装需求得以满足。国内汽车越野改装前装市场目前尚处于起步发展阶段，竞争对手少，在已上市销售且可批量选装绞盘的相关车型中天铭科技占市场主要份额，具有较大优势。

### ● 电动踏板等产品，天铭科技北美专利优势明显，国内前装市场领军

双电机电动踏板专利使得天铭科技在北美拥有独特的竞争优势，双电机电动踏板相较于北美市场原有的单电机踏板产品可以有效避免踏板单边下坠的质量问题，在北美市场广受认可，消费者与渠道商都有很强的采购意愿具有较大的市场空间，或将成为重要的新利润增长点。

● **风险提示：**汽车改装政策风险，越野车行业景气度波动风险，国际贸易政策风险，客户集中度较高风险。

### 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	171	190	214	281	353
YOY(%)	21.5	11.3	12.8	31.2	25.4
净利润(百万元)	29	36	38	52	60
YOY(%)	88.1	25.3	6.3	35.2	16.2
毛利率(%)	34.6	36.9	35.4	35.4	34.9
净利率(%)	16.8	18.9	17.8	18.4	17.0
ROE(%)	22.0	22.7	9.9	11.8	12.1
EPS(摊薄/元)	0.85	1.07	1.14	1.54	1.79
P/E(倍)	28.0	22.3	21.0	15.5	13.4
P/B(倍)	6.1	5.1	2.1	1.8	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 公司情况：深耕越野改装市场 20 年，国内外发展齐头并进.....	4
1.1、 产品结构：专注越野改装件，绞盘和电动踏板集中贡献 85%毛利.....	5
1.2、 财务情况：近三年营收 CAGR 达 16.28%，内销贡献比例不断提升.....	10
1.3、 竞争优势：品牌质量广受认可，国内外先发优势带来主机厂研发合作.....	12
1.4、 募投项目：总投资 2.79 亿，89%用于越野改装件生产项目扩建.....	13
2、 行业情况：国内越野改装市场可期.....	14
2.1、 行业政策：改装政策不断放开，前装改装件降低消费者拥有门槛.....	14
2.2、 市场规模：越野车、后装市场前装化直接提升越野改装件需求.....	14
2.3、 竞争情况：国内前装绞盘市场高份额，北美后装电动踏板专利优势显著.....	19
2.4、 行业壁垒：主机厂、消费者高粘性，资金技术要求形成准入限制.....	20
3、 同业对比：盈利水平领先，发行估值低于可比公司.....	21
4、 风险提示.....	24
附：财务预测摘要.....	25

## 图表目录

图 1： 天铭科技 2021 年被认定为专精特新中小企业.....	4
图 2： 张松、艾鸿冰夫妇直接持有公司 34.87%的股份，对公司具有实际控制力.....	4
图 3： 长城炮前保险杠位置选装绞盘.....	7
图 4： 坦克 300 前保险杠位置装备绞盘.....	7
图 5： 东风猛士军车绞盘装备率达 100%.....	7
图 6： 公司拥有双电机电动踏板专利.....	8
图 7： 尾门合页产品主要适用于吉普牧马人车型.....	8
图 8： 2021 年三大类产品营收占比达 86.42%.....	9
图 9： 绞盘和电动踏板集中贡献 85%毛利.....	9
图 10： 主营业务毛利率变动主要取决于绞盘和电动踏板的毛利率高低.....	9
图 11： 近五年营业收入 CAGR 15.71%.....	10
图 12： 近三年营业收入基本全部来自主营业务.....	10
图 13： 2021 年主营业务收入内销占比略高于外销.....	11
图 14： 2021 年主营业务收入境外主要来自北美.....	11
图 15： 近三年各项期间费用整体处于低位（万/%）.....	11
图 16： 研发费用随各类支出变化有所波动（万/%）.....	11
图 17： 近三年净利润 CAGR 达到 53.5%.....	12
图 18： 2018 年至今净利润率实现逐年增长.....	12
图 19： 美国改装市场规模 2020 年达到 478.9 亿美元.....	15
图 20： CUV、SUV、皮卡市场份额为 57%.....	15
图 21： 中国汽车改装行业规模正处于快速增长阶段.....	15
图 22： 2020 年我国越野车市场进口销量略高于国产.....	16
图 23： 美国狭义越野 SUV 渗透率约 7%.....	16
图 24： 国内 SUV 产销量回温.....	17
图 25： 国内皮卡及中大型 SUV 销量实现不断增长.....	17
图 26： 2010-2017 我国国防支出中装备费的支出占比不断上升.....	18

图 27: 坦克 300 边境限定版标配绞盘 .....	18
图 28: 上汽大通 D90pro 亚马逊标配 T-MAX 绞盘 .....	19
图 29: 营收增速在同行中处于高位, 近三年的 CAGR 为 16.28%。(单位: 万元) .....	21
图 30: 毛利率接近东箭科技 .....	21
图 31: 净利率 2021 年远高于可比公司 .....	21
图 32: 销售费用低于可比公司 .....	22
图 33: 天铭科技管理费用低于平均水平 .....	22
图 34: 财务费用率略低于可比公司 .....	22
图 35: 2020-2021 研发费用率略高于可比公司平均水平 .....	22
图 36: 提前备货使得存货周转率有所下降 .....	23
图 37: 应收账款周转率较高且保持总体稳定 .....	23
表 1: 公司高级管理人员经验丰富能力突出 .....	5
表 2: 绞盘类产品主要分为电动、液压两类 .....	6
表 3: 车载空压机包含 72L、160L、180L 流量三类产品 .....	8
表 4: 各类产品产销率始终保持较高水平 .....	10
表 5: 募投资金主要用于生产项目扩建 .....	13
表 6: 我国针对汽车改装市场的政策尚未完全放开 .....	14
表 7: 东箭科技、诺和股份和威尔弗为同行业可比公司 .....	19
表 8: 此轮发行对应稀释后 PE 2021 为 22.57X, 估值相比同类公司较低 .....	23



公司高级管理人员为总经理张松，副总经理艾鸿冰、余航飞、周生宝，董事会秘书及财务总监陈秋梅，均有相关行业多年工作经验，能力突出，对公司认识深刻。

**表1: 公司高级管理人员经验丰富能力突出**

序号	姓名	职务	任期	简介
1	张松	董事长、 总经理	2021年10月24日至 2024年10月23日	男，1963年4月出生，中国国籍，本科学历。1993年11月至1996年12月，任青岛大和实业有限公司创始人；1997年1月至2000年3月，任青岛天铭工贸执行董事；2000年4月至2002年9月，任天铭有限副董事长兼总经理；2002年10月至2015年9月，任天铭有限董事长兼总经理；2015年10月至今，任公司董事长兼总经理。
2	艾鸿冰	董事、副 总经理	2021年10月24日至 2024年10月23日	女，1966年3月出生，中国国籍，本科学历。2000年4月至2002年9月，任天铭有限财务部经理；2002年10月至2009年10月，任天铭有限董事兼副总经理；2009年11月至2015年6月，任天铭有限副董事长兼副总经理；2015年7月至2015年9月，任天铭有限副董事长兼副总经理；2015年10月至今，任公司董事兼副总经理。
3	余航飞	董事、副 总经理	2021年10月24日至 2024年10月23日	男，1979年12月出生，中国国籍，大专学历。2000年5月至2015年4月，任天铭有限采购技术部经理；2015年5月至2015年7月任天铭有限副董事长；2015年7月至2015年9月任天铭有限副董事长兼副总经理；2015年10月至今，任公司董事兼副总经理。
4	周生宝	副总经理	2021年10月24日至 2024年10月23日	男，1971年9月出生，中国国籍，大专学历。1998年3月至2000年1月，任浙江欣荣实业有限公司车间主任；2000年4月至2015年9月，任天铭有限生产部经理；2015年7月至2015年9月，任天铭有限监事；2015年10月至2021年9月，任公司董事兼副总经理；2021年9月至今，任公司副总经理。
5	陈秋梅	董事会秘 书、财务 总监	2021年10月24日至 2024年10月23日	女，1985年1月出生，中国国籍，本科学历，中级会计师。2009年3月至2015年9月，任天铭有限主办会计；2015年10月至2018年10月，任公司主办会计；2018年10月至今，任公司董事会秘书；2020年3月至2021年9月，任公司董事；2020年3月至今任公司财务总监。

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

### 1.1、产品结构：专注越野改装件，绞盘和电动踏板集中贡献85%毛利

公司产品包括绞盘、电动踏板、车载空压机、尾门合页和其他越野改装件及附件等。公司的绞盘根据动力源的不同可以分为电动绞盘、液压绞盘两大类，其中电动绞盘根据使用场景的不同又可分为越野、军用及消防三类。

**表2: 绞盘类产品主要分为电动、液压两类**

产品类别	产品名称	产品示意图	产品简介
	HEW 系列		该系列产品具有体积小、重量轻、拉力大、操作便捷、智能控制等优点，主要用于越野车遇到恶劣路况或险情时自救或互救
	EW 系列		
越野绞盘	MUSCLELIFT 系列 (9500 钢缆、12500 钢缆)		该系列产品针对中端越野车客户量身设计，性价比高
	电动绞盘	OUTBACK 系列	
	PEW 系列		该系列产品采用改良电机，拥有更好性能
	ATV/UTV 系列		该系列产品是针对 ATV/UTV 全地形车特点设计的轻型绞盘，最大可以提供 6000 磅的拉力，具有体积小、重量轻、操作便捷等优点
军用绞盘	EW (18500)		该系列产品通过了国家军用标准的型式试验，主要适用于特种改装车辆
消防电动绞盘	FEW (13500-18500)		该系列产品通过了国家消防装备质量检验检测中心的认证，主要适用于消防车
液压绞盘	CHW (9000-12000)		该系列产品机身主要采用了铸钢绳筒支座，配置了二级行星轮传动系统，工业用自锁式离合手柄，螺旋作用于多盘片机械刹车，并且可以选择气动或液压离合，具有操作便捷、持续工作能力强、安全性较好等优点，主要适用于工业牵引和拖拽场合

FHW (13500-22500)



该系列产品通过了国家消防装备质量检验检测中心的认证，主要适用于消防车

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

绞盘产品已广泛装备于长城汽车的坦克 300、长城炮，东风猛士军车等车型。其中，东风军车的装备率达到 100%，每辆车均装备 1-2 套绞盘设备；长城等主机厂相关车型的平均选装率达到 13.42%。同时，坦克系列其他车型如坦克 500、坦克 700 等都有选装绞盘配置。

图3：长城炮前保险杠位置选装绞盘



资料来源：长城皮卡官网

图4：坦克 300 前保险杠位置装备绞盘



资料来源：长城坦克 SUV 官网

图5：东风猛士军车绞盘装备率达 100%

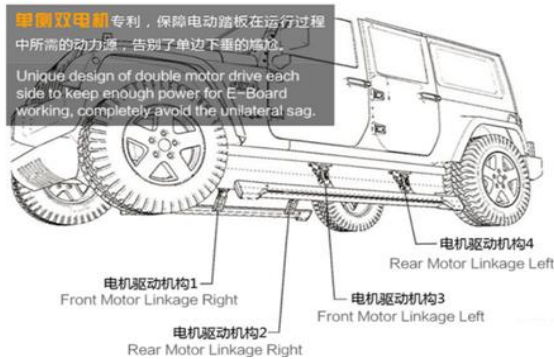


资料来源：东风猛士授权经销商官网

电动踏板产品国外主要应用于后装市场，国内主要应用于前装市场。公司所生产的电动踏板产品在北美主要在后装市场销售，主要应用于越野车、SUV、皮卡、商务车等底盘较高的车型，为用户上下汽车提供方便的服务。国内电动踏板销售主要集中于前装市场，目前的合作主机厂商包括东风、重汽等。

拥有电动踏板双电机专利，采用单侧踏板双机构双电机结构，一侧踏板由两个伸缩机构驱动，每个伸缩机构由一个蜗轮减速电机驱动。当电动踏板系统感应到汽车开门信号时，两个蜗轮减速电机同时驱动伸缩机构运动，伸缩机构带动踏板从车底伸出，直至踏板运行到设定位置；当电动踏板系统感应到汽车关门信号时，两个蜗轮减速电机同时驱动伸缩机构运动，伸缩机构带动踏板收回，直至踏板运行到车底设定位置。尾门合页主要适用于吉普牧马人车型。

图6：公司拥有双电机电动踏板专利



资料来源：公司官网、开源证券研究所

图7：尾门合页产品主要适用于吉普牧马人车型



资料来源：招股说明书、开源证券研究所

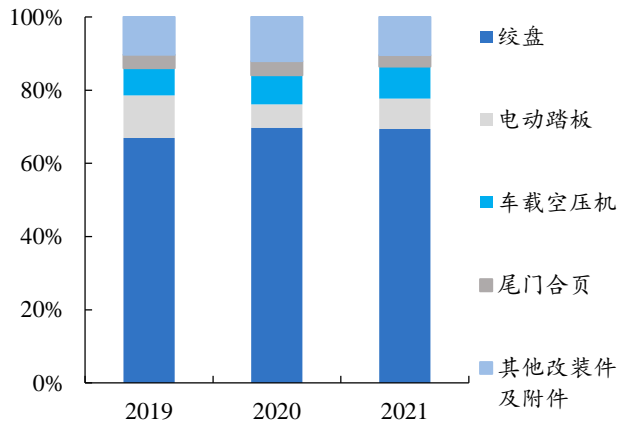
车载空压机利用大气压的原理实现汽车轮胎等的快速充气；同时公司已开发出适用于多种越野车型的越野系列改装件及配件，主要为拖车带等产品。

表3：车载空压机包含 72L、160L、180L 流量三类产品

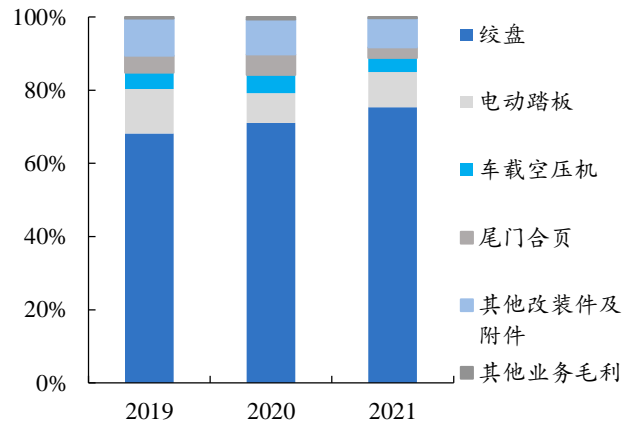
产品名称	产品示意图	产品简介
72L 车载空压机		该产品标称流量为 72L，充气速度快，主要用于给汽车轮胎快速充气，是越野车野外必备的装备
160L 车载空压机		该产品标称流量为 160L，流量大、充气速度快，主要用于给汽车轮胎快速充气，是越野车野外必备的装备
沙漠风暴系列车载空压机		该产品标称流量为 180L，采用新技术，电机性能更高，整机一体化的设计使得其在拥有高性能的同时也有不错的外观

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

主营业务收入主要由绞盘、电动踏板和车载空压机产品收入构成，三大类产品销售收入合计占主营业务收入的比例分别为 86.01%、84.05%和 86.42%

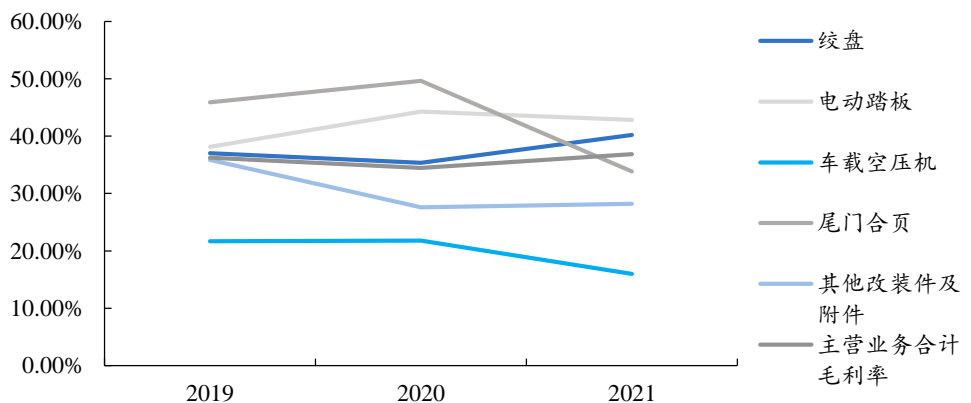
**图8：2021年三大类产品营收占比达86.42%**


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

**图9：绞盘和电动踏板集中贡献85%毛利**


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

**绞盘和电动踏板集中贡献85%毛利：**公司主营业务毛利主要来源于绞盘和电动踏板的销售，两类产品毛利合计占营业毛利的比例2019-2021年分别80.36%、79.17%和85.01%，贡献集中度较高。2019-2021年公司高端绞盘销售收入占比不断提高，带动绞盘产品单位销售均价和单位销售成本同步上升，毛利率总体呈上升趋势，2021年上升4.87pct达到40.21%；电动踏板单位销售均价波动较小，2019年度电动踏板毛利率相对较低，主要系当期收到的新产品订单较多，该产品单位生产成本相应提高所致；车载空压机产品主要为OEM产品，毛利率相对较低且总体较为稳定。

**图10：主营业务毛利率变动主要取决于绞盘和电动踏板的毛利率高低**


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

**以销定产，各类产品产销率始终保持较高水平：**对绞盘类产品，天铭科技坚持“以销定产”的销售模式，产销率总体保持在较高水平；针对与美国客户PILOT INC于2018年7月签订的电动踏板产品的框架协议，公司考虑在全球范围内大量销售公司电动踏板产品进行了相应的产能储备，因此电动踏板产能利用率处于低位。

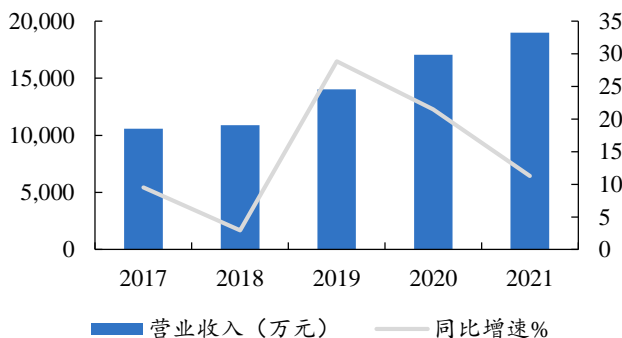
**表4：各类产品产销率始终保持较高水平**

项目	2019 年度	2020 年度	2021 年度	
绞盘（台）	产能	70,000.00	70,000.00	70,000.00
	当期产量	53,624.00	64,508.00	61,771.00
	产能利用率	76.61%	92.15%	88.24%
	当期销量	49,537.00	60,385.00	58,819.00
	产销率	92.38%	93.61%	95.22%
电动踏板（套）	产能	20,000.00	20,000.00	20,000.00
	当期产量	5,653.00	3,586.00	5,939.00
	产能利用率	28.27%	17.93%	29.70%
	当期销量	5,599.00	3,983.00	5,621.00
	产销率	99.04%	111.07%	94.65%
高强度纤维绳（条）	产能	17,500.00	25,860.00	46,500.00
	当期产量	10,881.00	27,766.00	35,016.00
	产能利用率	62.18%	107.37%	75.30%
	1) 当期配套绞盘的销量	4,465.00	19,903.00	30,480.00
	2) 当期单独销售的销量	2,332.00	2,220.00	3,087.00
	合计	6,797.00	22,123.00	33,567.00
	产销率	62.47%	79.68%	95.86%
尾门合页（件）	产能	7,000.00	7,000.00	7,000.00
	当期产量	5,069.00	5,988.00	5,436.00
	产能利用率	72.41%	85.54%	77.66%
	当期销量	4,168.00	5,501.00	5,240.00
	产销率	82.23%	91.87%	96.39%

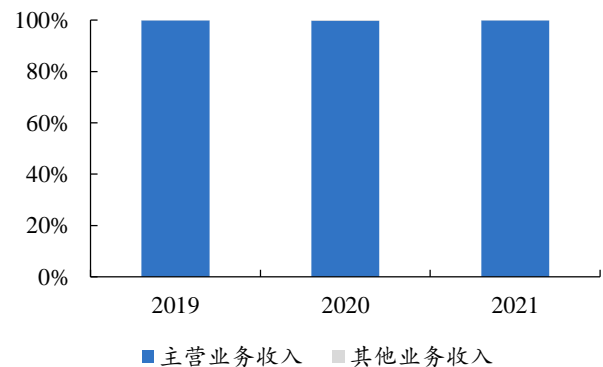
数据来源：招股说明书、开源证券研究所

## 1.2、财务情况：近三年营收 CAGR 达 16.28%，内销贡献比例不断提升

2019 年-2021 年营业收入分别为 14,039.78 万元、17,058.67 万元和 18,983.48 万元，同比增长 28.82%/21.50%/11.28%，CAGR 为 16.28%。

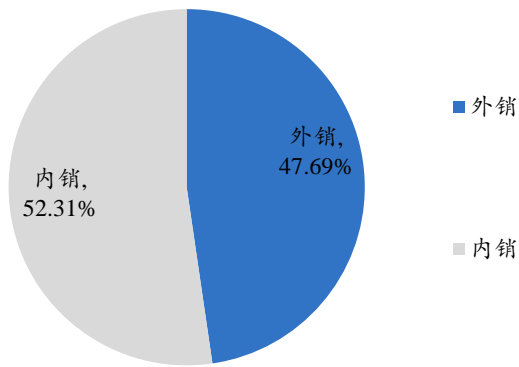
**图11：近五年营业收入 CAGR 15.71%**


数据来源：Wind、招股说明书、开源证券研究所

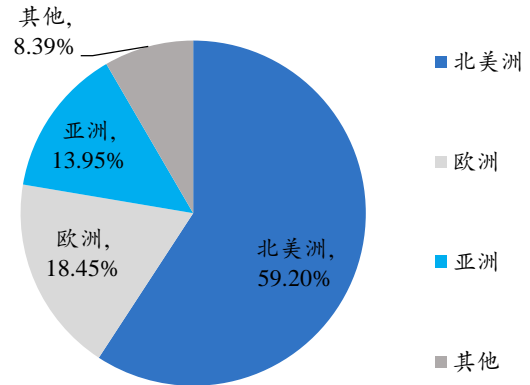
**图12：近三年营业收入基本全部来自主营业务**


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

近三年来,内销收入占主营业务收入的比例分别为 34.72%、45.45%和 52.31%,呈逐年上升趋势。由于汽车越野改装件行业逐步向前装市场发展,公司品牌知名度不断提升,天铭科技加大了国内市场开发力度,已与长城汽车、东风汽车等全球知名汽车生产制造商建立了长期的合作关系,主机厂客户业务规模与项目订单一般较大从而使得内销收入占比整体上升较快。

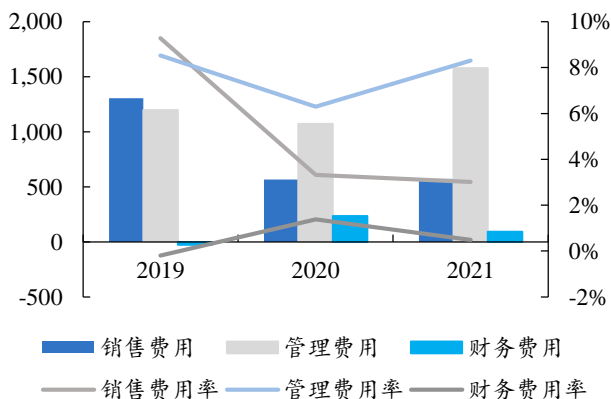
**图13: 2021 年主营业务收入内销占比略高于外销**


数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

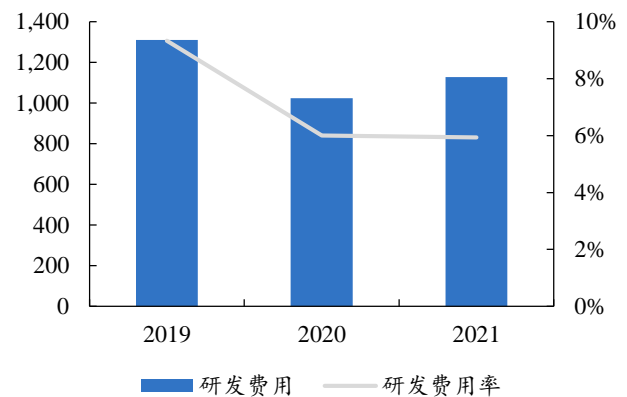
**图14: 2021 年主营业务收入境外主要来自北美**


数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

2019-2021 年,期间费用总额分别为 3,784.66 万元、2,898.39 万元和 3,371.45 万元,占营业收入的比例分别为 26.96%、16.99%和 17.76%。因主要客户相对较为集中,主要为长城汽车等全球知名的汽车生产制造商以及 TAP 等国际品牌商,客户开拓及关系维护成本相对较低,所以销售费用率始终处于低位;管理费用率、财务费用率以及研发费用率均与行业平均情况接近。

**图15: 近三年各项期间费用整体处于低位 (万/%)**


数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

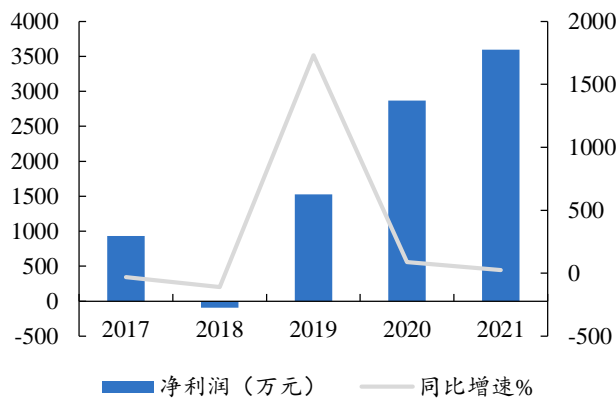
**图16: 研发费用随各类支出变化有所波动 (万/%)**


数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

净利润方面 2021 年实现 25.28%增长达到 3549.30 万元,近三年净利润 CAGR

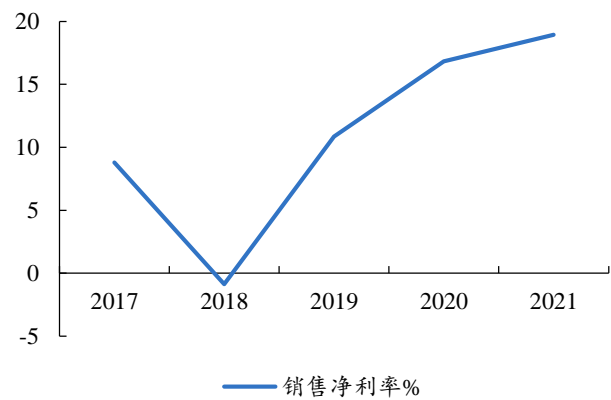
达到 53.5%。净利润率实现逐年增长，2021 年达到 18.93%

图17：近三年净利润 CAGR 达到 53.5%



数据来源：Wind、招股说明书、开源证券研究所

图18：2018 年至今净利润率实现逐年增长



数据来源：Wind、招股说明书、开源证券研究所

### 1.3、竞争优势：品牌质量广受认可，国内外先发优势带来主机厂研发合作

**品牌广受认可：**汽车越野改装件产品作为汽车改装的配套部件，用户在选择时更加关注产品的品牌和质量。针对自身产品特点和终端客户的不同，公司既有定制化产品又有非定制化产品，形成了以 T-MAX 为知名品牌的多系列越野改装件产品。经过多年的市场检验，公司产品受到广泛的认可，积累了较高的知名度，并且获得了中国专利优秀奖、浙江机械工业科学技术三等奖等多项荣誉。

**国内外并重，针对性建立差异化销售渠道：**针对不同的销售市场，建立不同的销售管理体系，分设内销部和外销部，专门负责维护和开拓销售市场。针对国外业务，目前公司设有外销部，且已在泰国设立子公司，在扩大生产规模的同时，可以实现对境外客户的快速响应，及时满足客户采购需求。在国内与主要客户建立了紧密的业务战略合作关系并进入了汽车主机厂的供应商体系，是长城汽车越野车型原厂预装绞盘的供应商，并与东风汽车等知名汽车生产制造商建立了合作关系。公司产品在汽车后装市场也拥有较为广泛的客户群体，随着汽车改装政策的逐渐放宽，后市场规模将不断扩大。公司不断完善销售渠道，增加客户粘性，形成了销售渠道优势。

**先发优势明显，与主机厂建立协同研发合作关系：**目前，全球汽车越野改装件产品仍主要应用于汽车后装市场领域，但作为国内较早开发汽车主机厂配套零部件的汽车越野改装件企业，公司已经与长城汽车、东风汽车等国内领先的越野车生产制造厂商达成了框架业务合作关系，相关改装件产品率先实现批量预装汽车整车，开拓了汽车前装市场，形成了明显的先发优势，处于同行业领先水平。公司现已与多家国内汽车主机厂建立了整车配套部件前期同步研发的合作关系，多项主机厂项目进入在研阶段。公司在汽车改装件领域的先发优势、长期积累的技术和口碑优势，可以有效保证公司在汽车前装市场发展的可持续性。

**研发能力强势，技术积累深厚：**天铭科技作为国家级高新技术企业，拥有浙江省省级高新技术企业研究开发中心、浙江省博士后工作站和浙江省企业研究院三个

省级研发平台，电动绞盘产品两次入选国家火炬计划项目。同时为了提高新产品开发能力和核心竞争力，公司已与中国计量大学等高校达成产、学、研合作，充分利用前沿科技资源，推动企业创新发展。通过持续多年的研究积累，公司掌握了绞盘用高减速比、结构紧凑的行星减速机构等一系列核心技术，形成了一系列专利和非专利技术研究成果。公司制定了《知识产权管理手册》和《设计和开发管理程序》等内控制度，在资金投入、技术转化、专利申请及保护等方面为产品研发提供了全方位、多层次的保障。目前，公司已获 55 项发明专利，其中国内发明专利 23 项。完整的研发体系、成熟的工艺以及产品自主创新能力等优势，保持了公司的行业竞争力。

**全流程质量管理体系带来良好口碑：**公司深耕汽车越野改装件市场二十多年，始终将产品质量视为公司发展的根本，拥有完整的质量控制体系。公司 2007 年首次通过 ISO/TS16949:2002 质量管理体系认证，并于 2018 年通过了 IATF16949:2016 质量管理体系标准认证，自 2007 年连续取得 IATF16949 汽车质量管理体系认证系列认证至今，以汽车产品质量管理体系为基础，结合行业特征及自身特点，打造了符合自身的全流程质量管理体系，同时公司品管部组织严格的质量管控，确保质量控制体系有效、持续运转。公司严格的质量控制体系为公司产品赢得了良好的口碑效应，保证了公司产品在业内的声誉，形成了核心竞争优势。

#### 1.4、募投项目：总投资 2.79 亿，89%用于越野改装件生产项目扩建

此次募投项目计划总投资为 27,919.64 万元，拟用公开发行股票募集资金 1.896 亿元。总投资中 24,964.98 万元用于高端越野改装部件生产项目，2,954.66 万元用于研发中心建设项目。此轮募投项目建设期三年，将于 2025 年建成投产，建成后第一年预计达产 55%，第二年预计达产 70%，于 2028 年 100%达产。

**表5：募投资金主要用于生产项目扩建**

序号	实施项目	投资总额	拟投入募集资金
1	高端越野改装部件生产项目	24,964.98	16,005.34
2	研发中心建设项目	2,954.66	2,954.66
	合计	27,919.64	18,960.00

数据来源：招股说明书、开源证券研究所

鉴于公司主要产品绞盘的产能利用率近三年已经达到 76.61%/92.15%/88.24%，产能利用率相对较高，且因生产场地受限，产能提升空间有限。

截至 2022 年 4 月末，公司在手订单金额为 4,694.89 万元，公司现有生产场地和生产规模已经不能满足公司下游订单增长需求和消费市场对于汽车改装件产品的需求。项目建成完全达产后，预计将实现年产绞盘 17 万件、电动踏板 5 万件、高强度纤维绳 1.5 万件和车载空压机 35 万件的生产能力，年营业收入将达到 59,750.00 万元。

## 2、行业情况：国内越野改装市场可期

### 2.1、行业政策：改装政策不断放开，前装改装件降低消费者拥有门槛

中国汽车改装行业发展历史相对较短，早期的汽车改装件制造企业技术水平较低，主要进行一些简单的改装活动。2000年后，伴随着我国经济的高速发展和居民收入水平的提高，汽车工业得到快速发展，汽车消费市场迅速扩张，为我国汽车改装件行业的快速发展奠定了基础。此外，国家出台的一系列配套产业政策，例如2018年国务院发布的《国务院办公厅关于印发完善促进消费体制机制实施方案(2018-2020年)的通知》提出积极发展汽车赛事、旅游、文化、改装等相关产业，深挖汽车后市场潜力；2020年汽车改装新政策补充将行李架和踏板纳入改装范围等内容，为我国汽车改装件行业的发展壮大创造了良好的外部环境。

**前装市场改装件并不受改装政策约束。**汽车越野改装件在汽车前装市场的应用不属于汽车改装的范畴，汽车后装市场的发展程度与改装政策的发展变化密切相关。目前我国针对越野改装后装市场政策整体仍然偏紧，针对绞盘等产品后装市场的法规尚未完全放开，消费者自行改装车辆仍面临着严格的法律法规限制。随着整体政策环境的不断放宽，国内越野改装后装市场将迎来大发展。

表6：我国针对汽车改装市场的政策尚未完全放开

时间	法律法规或政策名称	相关内容
2022年 4月	《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	要因制宜逐步取消汽车限购，推动汽车等消费品由购买管理向使用管理转变；建立健全汽车改装行业管理机制，加快发展汽车后市场；对皮卡车进城实施精细化管理，研究进一步放宽皮卡车进城限制
2021年 2月	《商务领域促进汽车消费工作指引》	中国要依法有序发展汽车改装市场，引导生产企业生产定制版汽车、出售改装套件、拓展周边产品，建立安全规范的汽车改装流程
2019年 6月	《机动车查验工作规程（GA801-2019）》	明确了汽车可改装的具体内容和要求：进气格栅、保险杠可更换，但不得改变车身的长、宽数据；可改造车顶行李架，但高度不得超过30厘米；可更换轮毂花样，但不得改变轮胎规格；可改造脚踏板，但要求单侧不能超过车身外50mm
2018年 10月	《完善促进消费体制机制实施方案（2018-2020年）》	要积极发展汽车赛事、旅游、文化等相关产业，挖掘汽车后市场潜力

资料来源：问询回复函、开源证券研究所

**前装改装件降低了消费者进入改装市场的门槛。**天铭科技产品主要面向国内的汽车前装市场和国外的汽车后装市场，在国内适配主机厂的相关产品不受汽车改装政策的影响。因此天铭科技的绞盘等产品与主机厂合作进入前装市场后，消费者可以在拥有改装件的同时避免违反政策规定的风险，同时享受更好的改装件产品质量，改装市场的进入门槛降低。

### 2.2、市场规模：越野车、后装市场前装化直接提升越野改装件需求

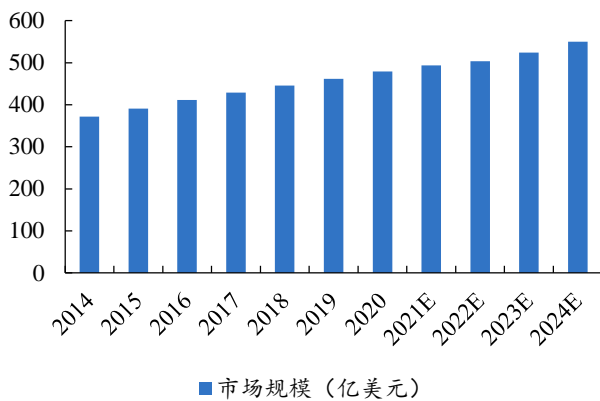
**上游：直接原材料采购为主，原材料采购金额占当期采购总额87%**

行业上游主要以各类工业原材料及部分OEM产品为主，市场竞争充分。生产所需原材料主要包含五金类、电子类、橡塑类、辅助材料等使用铜、钢、铝等基础材料较多，基础材料的价格变动直接影响公司的采购成本。

**下游：越野车国内渗透率有望提升，后装市场前装化带动改装件需求快速提升**

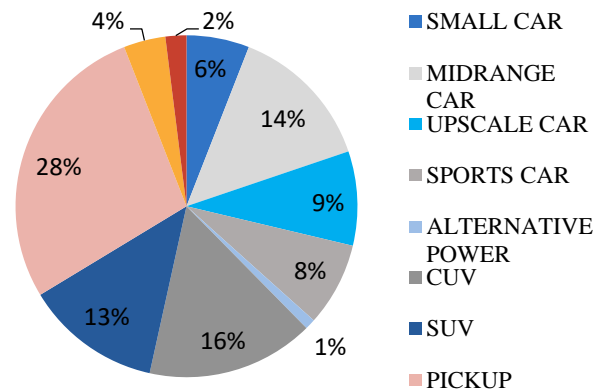
汽车改装件产业作为汽车改装的配套领域，在汽车工业发达的国家和地区已经进入了相对成熟的阶段，其产品、技术、标准、法规以及管理体系等方面均已得到相对完善的发展，市场发展程度较为充分，整体市场规模呈现平稳增长态势。以汽车越野改装件市场较为发达的美国为例，根据美国改装行业协会发布的《2021 SEMA Market Report》，美国汽车售后改装配件市场 2020 年市场规模约为 478.9 亿美元，公司产品电动绞盘和电动踏板主要应用于美国市场的 CUV、SUV 和 PICKUP 三种车型，与该三种车型相关的改装配件市场份额为 57%，相关市场规模约为 273 亿美元。

图19：美国改装市场规模 2020 年达到 478.9 亿美元



数据来源：SEMAI、招股说明书、开源证券研究所

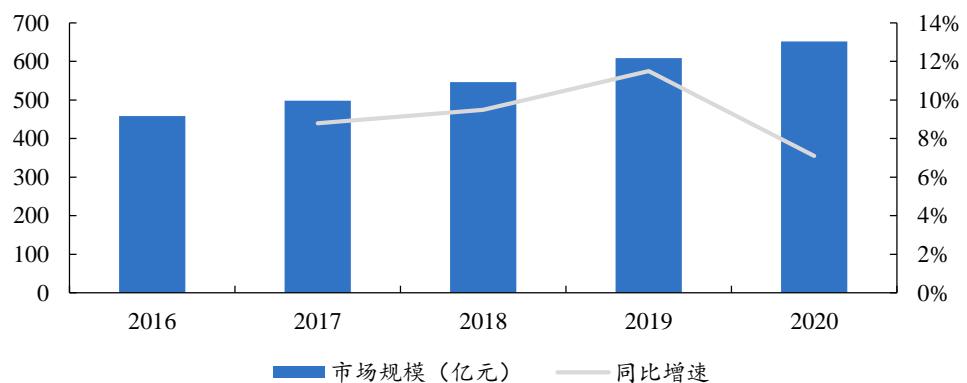
图20：CUV、SUV、皮卡市场份额为 57%



数据来源：2021 SEMA Market Report、招股说明书、开源证券研究所

随着我国汽车产业重点逐渐从产销的前端转移至后市场，汽车改装作为汽车后市场的重要组成部分，行业规模正处于快速增长阶段。根据千讯咨询的统计数据，2020 年中国汽车改装行业市场规模 652.0 亿元，同比增长 7.1%。2020 年受疫情影响，国内汽车改装的市场规模虽然出现了增速下滑的态势，但仍保持了增长。

图21：中国汽车改装行业规模正处于快速增长阶段



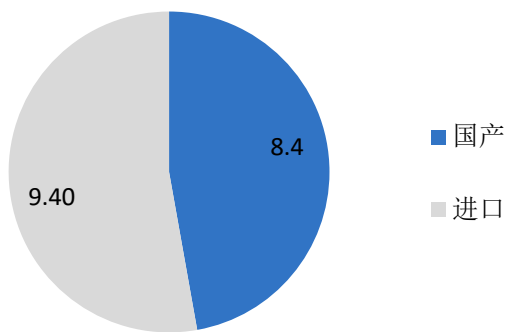
数据来源：千讯咨询、开源证券研究所

天铭科技产品包括绞盘、电动踏板、车载空压机、尾门合页和其他越野改装件及附件，主要应用车型为硬派越野 SUV 和皮卡，主要涉及市场为越野车市场和军车

市场，越野车市场又可进一步细分成越野 SUV 以及皮卡两大车型市场。

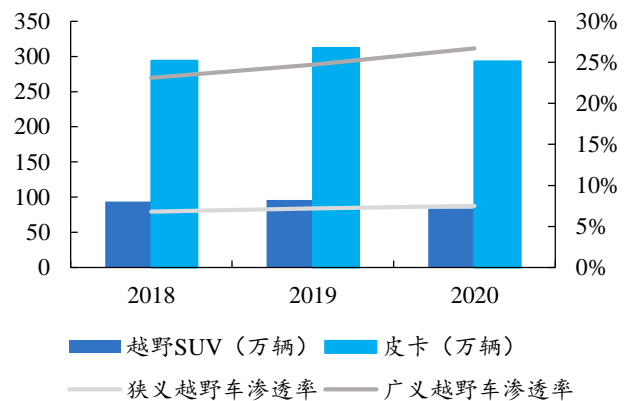
**国内越野 SUV 需求量扩张空间大。**随着我国人民生活水平不断提高，越来越多消费者选择自驾游作为主要出行方式，自驾游逐渐成为越野车需求的重要来源之一。根据易车研究院数据显示，2022 年初中国用户自驾游购车诉求排名大幅度领先的品牌为理想、路虎、三菱、坦克和上汽大通，以中国品牌为主，主打中大型 SUV、中型 SUV 等车型。从越野车市场的中美对比情况来看，2020 年，我国国产越野车的零售销量为 8.4 万辆，进口越野车销量为 9.4 万辆，两者销量合计 17.8 万辆，这在整体乘用车市场的渗透率仅为 0.9%。相比之下，美国越野汽车市场规模近百万级别，狭义越野车市场渗透率约 7%。美国 2018-2020 年狭义越野车（非承载式 SUV，不含皮卡）的三年平均年销量约为 90 万辆，渗透率约为 7%；广义越野车（非承载式 SUV 及皮卡）的三年平均年销量约为 390 万辆，渗透率约为 25%。两者对比来看，我国越野车市场还有很大的增长空间，并且随着中低端 SUV 红利逐渐消退，我国整车企业开始寻求突破，从城市 SUV 向其他越野车型品类拓展，将带动国内越野汽车市场的快速发展。

图22：2020 年我国越野车市场进口销量略高于国产



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

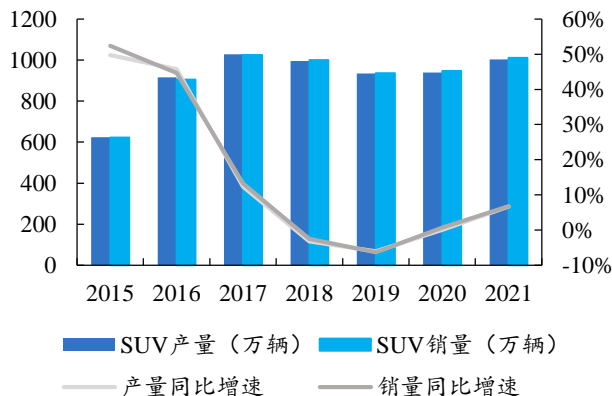
图23：美国狭义越野 SUV 渗透率约 7%



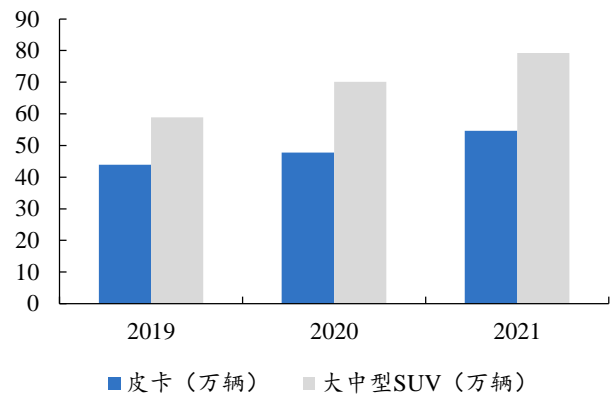
数据来源：招股说明书、开源证券研究所

自 2011 年起，凭借强动力、越野性、宽敞舒适及良好的载物和载客功能，SUV 的大众接受度逐渐上升，受到市场欢迎。根据中国汽车工业协会数据统计，2010 年以来，我国 SUV 销量不断增长，2017 年突破 1,000 万辆。虽然后来经历了短暂的下滑，但是中国企业克服疫情困难率先复工复产，实现了 SUV 市场的回温。

与此同时，国内 SUV 产销量占汽车总产销量的比例稳健上升，2021 年我国 SUV 销售实现了 6.76% 增长。绞盘类产品主要配套皮卡和大中型 SUV，尤其是大中型 SUV 中具有硬派越野风格的 SUV。

**图24：国内 SUV 产销量回温**


数据来源：中汽协、前瞻产业研究院

**图25：国内皮卡及中大型 SUV 销量实现不断增长**


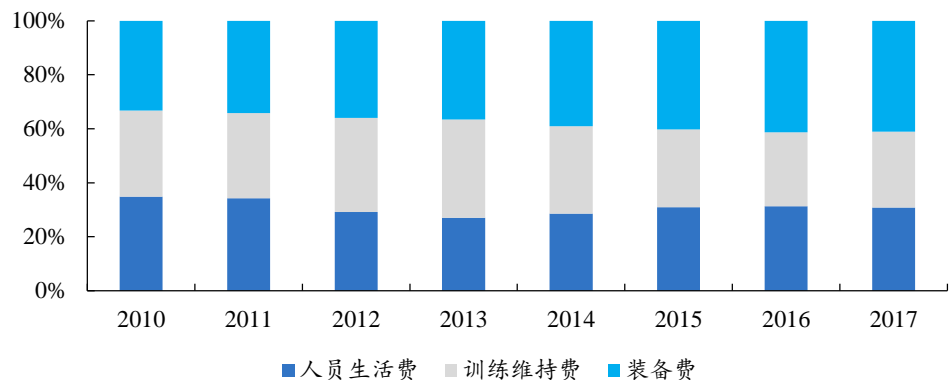
数据来源：一轮问询回复函、开源证券研究所

**行业限制松绑，国内皮卡行业发展前景广阔。**皮卡是美国最大的汽车细分市场，美国 2020 年汽车销量前十的车型中，排名前三的均为福特、雪佛兰和 Ram 的皮卡车型。2018 年至 2020 年期间，美国市场的皮卡销量分别为 294.44 万辆、311.56 万辆和 293.47 万辆，虽然受新冠疫情影响，销量出现小幅下滑，但长期基数决定年均 300 万辆左右的销量。由于政策影响，我国皮卡市场当前的需求总量较低，但是随着皮卡市场进一步放宽政策的出台，皮卡在商用领域和乘用化领域均将迎来新一轮的发展，潜在空间大。在商用领域，随着后续皮卡在政策上陆续解禁，有望进一步实现对微客、轻客、微卡和轻卡需求的替代，招股书显示潜在替代空间超过 75 万辆。对标美国等海外成熟皮卡市场的需求总量和市场渗透率，我国皮卡的年市场空间在 40 万辆左右，占整个汽车市场销量的 2%左右，与美国市场年均 300 万辆左右的销量和约 16%的皮卡渗透率相比，我国皮卡市场还有较大的增长空间。另我国皮卡市场的渗透率借鉴日本市场约 3.5%的皮卡渗透率（招股书），中长期皮卡销量发展空间广阔。

**国防装备费用支出提升将带动军车市场采购需求。**公司绞盘产品 2019 年开始批量配套军车，销售情况主要取决于军车生产制造单位的采购订单情况，军车的终端客户为军方，基本来自于部队采购，基于我国军队建设的发展。

根据《新时代的中国国防》白皮书，2010 年至 2017 年，我国国防费用复合增速为 10.06%，其中人员生活费、训练维持费和装备费的复合增速分别为 8.12%、8.10% 和 13.44%，用于高新武器装备及其配套设施建设投入的装备费增速远远高于其他两项费用。我国在国防支出中装备费的支出占比不断上升，这将会带动军车等部队采购需求的增长，对公司产品的市场拓展带来有利影响。

图26: 2010-2017 我国国防支出中装备费的支出占比不断上升



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

后装市场前装化趋势带动改装件市场规模扩张, 主机厂响应积极。由于国内的越野改装后装市场受较大的政策限制, 而前装越野改装件不受相应政策限制, 因此绞盘等后装市场改装件向前装市场渗透成为国内改装市场的明显趋势。自长城汽车在长城炮及坦克 300 两大系列车型推广前装可选装越野绞盘改装件后, 市场对于前装越野改装件高度认可, 据问询回复函公司所提供数据, 长城炮及坦克 300 两大系列综合选装率约 13.42%。

长城汽车更高端的坦克 500、坦克 700 等系列都将提供绞盘选装, 根据长城坦克 SUV 官网显示, 坦克 300 边境版高端车型电动前绞盘成为标准配置, 因此选装率将保持上升趋势。

图27: 坦克 300 边境限定版标配绞盘

车型	边境限定版
建议零售价	28万元
后桥电控式差速锁	•
轮间电子限滑	•
户外越野信息综合显示仪	•
电动前绞盘 (无线遥控)	•
前拖车钩 (个)	2
后拖车钩 (个)	2
车顶行李架	•

备注:  
►基础信息:  
1、\*代表标配;

资料来源: 长城坦克 SUV 官网

除了长城汽车以外, 如上汽大通、重汽等主机厂商也开始提供如绞盘、电动踏

板等前装越野改件，根据上汽 MAXUS 官网显示，上汽大通近期将上市的 D90pro 亚马逊就已标配 T-MAX 品牌前绞盘并提供选装电动踏板等改装件。

**图28：上汽大通 D90pro 亚马逊标配 T-MAX 绞盘**



资料来源：上汽大通官网

### 2.3、竞争情况：国内前装绞盘市场高份额，北美后装电动踏板专利优势显著

公司成立至今已经深耕行业二十多年，主营业务围绕汽车改装件行业，是专业从事绞盘、电动踏板等汽车越野改装件设计、研发、生产和销售的国家级高新技术企业，入选 2021 年度浙江省隐形冠军企业名单、浙江省专精特新中小企业名单。公司一直注重自主品牌建设，建立了国内知名的越野自主品牌“T-MAX”，业务布局汽车主机厂和汽车后市场，与长城汽车、东风汽车等全球知名汽车生产制造商建立了长期的合作关系，在全球市场也具有较高的知名度和较强的市场竞争力。

行业内国外竞争对手主要包括美国 WARN 公司，美国 LUND 公司，澳大利亚 ARB 公司等，在国内考虑到公司中主营业务包括绞盘、电动踏板等产品生产销售且与天铭科技所处行业较为相近，因此选择东箭科技、诺和股份和威尔弗作为同行业可比公司。

**表7：东箭科技、诺和股份和威尔弗为同行业可比公司**

公司名称	主营业务	主要产品	应用领域	市场地位
东箭科技 (300978.SZ)	主要从事车侧承载装饰系统产品、车辆前后防护系统产品、车载互联智能机电系统产品、车顶装载系统产品及车辆其他系统产品的工业设计、研发、生产和销售，产品系列以汽车后市场为主延伸至汽车前装市场领域	主要产品类别包括车侧承载装饰系统产品、车辆前后防护系统产品、车载互联智能机电系统产品、车顶装载系统产品及车辆其他系统产品	应用于 SUV、轿车、MPV、越野车、皮卡等各类车型，并适配众多豪华及中高档汽车品牌	中国大型的汽车后市场产品制造企业
诺和股份 (837393.NQ)	主要从事各种电动绞盘和液压绞盘等产品的研发、制造、销售和服务等业务	主要产品包括各种型号的电动绞盘、液压绞盘、移车器和绞盘配件	应用于工业、交通运输、户外作业等领域	国内绞盘行业第一梯队
威尔弗	主要提供踏板，以及防护杠、行	主要设计、制造各类 SUV、	应用于 SUV、MPV、	无公开信息

公司名称	主营业务	主要产品	应用领域	市场地位
(833724.NQ)	李架、挡泥胶（板）、排气管等汽 车外饰零部件	MPV、皮卡等乘用车的整车 外饰件	吉普车、皮卡车等乘用车	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

**天铭科技基本占据境内越野改装件前装市场全部份额。**境内汽车前装市场目前尚处于起步发展阶段，竞争对手少，根据招股书天铭科技基本占据已上市销售且可批量选装绞盘的相关车型的全部市场份额；后装市场目前受限于政策，规模仍然较小，天铭科技产品处于境内前列水平。境外后装市场竞争充分，天铭科技产品具有一定竞争力。

**行业内专利拥有数量领先，北美后装市场双电机电动踏板专利优势明显。**目前天铭科技共拥有 179 项专利，包括 146 项境内专利，33 项境外专利，其中包含 55 项国内外发明专利，其中国内发明专利 23 项。多项境外专利保护范围涉及电动踏板产品，为发行人开拓境外电动踏板市场提供了专利保障。在 LUND 所拥有的相关电动踏板专利族于 2022 年 10 月 23 日到期失效后，天铭科技将成为北美市场上少数几家电动踏板的供应商之一，预计市场份额或将提高，也将具有更强的议价能力。同时双电机电动踏板专利使得天铭科技在北美拥有独特的竞争优势，双电机电动踏板相较于北美市场原有的单电机踏板产品可以有效避免踏板单边下坠的质量问题，在北美市场广受认可，消费者与渠道商都有很强的采购意愿。

## 2.4、行业壁垒：主机厂、消费者高粘性，资金技术要求形成准入限制

**主机厂对供应商筛选严格，客户粘性高：**目前国内汽车改装件行业的下游客户主要是汽车主机厂，主机厂对供应商有着严格的选择程序，一旦选择了合格的供应商，并且能够保持良好的合作关系，就不会轻易更换供应商；国外市场方面，汽车改装对其产品配件具有较高的要求，合作习惯一旦养成，不会轻易转变采购渠道。因此，改装件市场销售渠道开拓对新进入行业的企业形成了壁垒。

**独特生产工艺带来技术竞争壁垒：**汽车改装件生产企业在生产过程中大多形成了独特的生产工艺，这些生产工艺在提高产品性能、产品可靠性、生产效率及降低成本方面具有独特的优势。此外，行业内主要生产企业都配备有独立成熟的研发团队以保持其竞争力，短期内进入行业企业难以在技术层面上取得竞争优势。技术积累是保证企业研发、制造水平的先进性、持续性的必要条件，对潜在竞争者形成准入限制。

**消费者倾向于熟知品牌：**品牌壁垒的产生基于消费者对已有产品形成的消费习惯和品牌认知，因此要使消费者由熟知品牌转向新品牌，需要克服消费者心理上的认知习惯。由于转换成本，理性的消费者在一定利益条件下将不会选择新品牌，这就构成了品牌壁垒。汽车改装件市场由于规模有限，消费者对产品的需求主要集中在知名品牌企业中。新进入的企业难以在短时间内形成品牌声誉，从而影响产品的推广和销售，形成品牌壁垒。

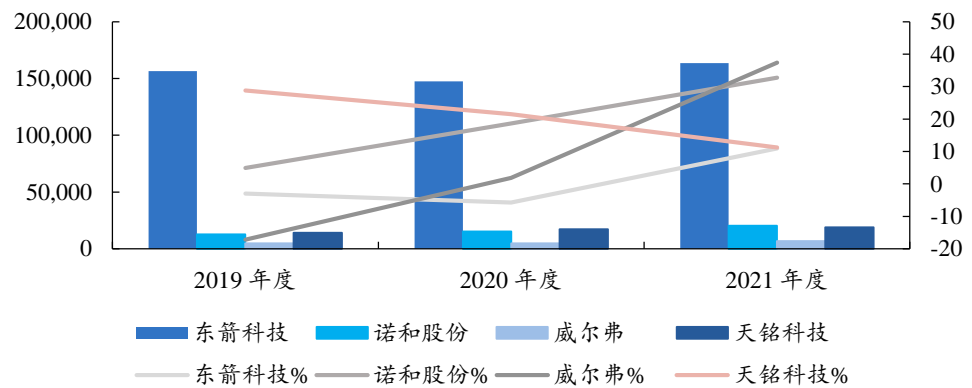
**差异化需求要求较大资金投入：**汽车改装件产品为技术类产品，且不同客户对公司产品的要求不同，同一客户不同的采购批次对产品的要求也可能存在差异。因此，为满足客户的需求，需要较多的技术研发、生产设备投入。此外，由于该行业细分市场的规模较小，所以难以吸引较大资金投入，而小规模资金的投入又相对不

足，对潜在竞争者会形成资金壁垒。

### 3、 同业对比：盈利水平领先，发行估值低于可比公司

行业内国外竞争对手主要包括美国 WARN 公司，美国 LUND 公司，澳大利亚 ARB 公司等，在国内考虑到公司中主营业务包括绞盘、电动踏板等产品生产销售且与天铭科技所处行业较为相近，因此选择东箭科技、诺和股份和威尔弗作为同行业可比公司。相较于国外可比公司，天铭科技营业收入规模还小，但国内已处于领先地位。营收增速在同行可比公司中有优势，近三年的 CAGR 为 16.28%。

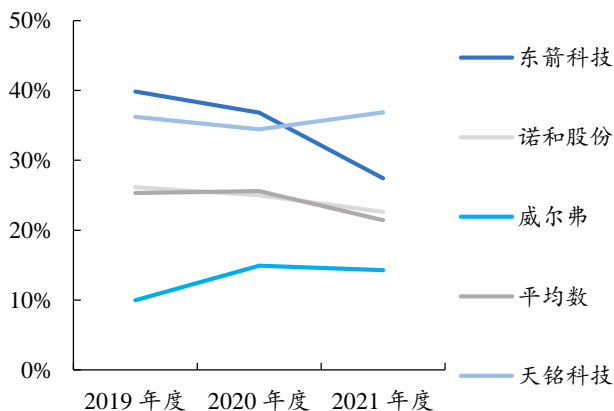
图29：营收增速在同行中处于高位，近三年的 CAGR 为 16.28%。（单位：万元）



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

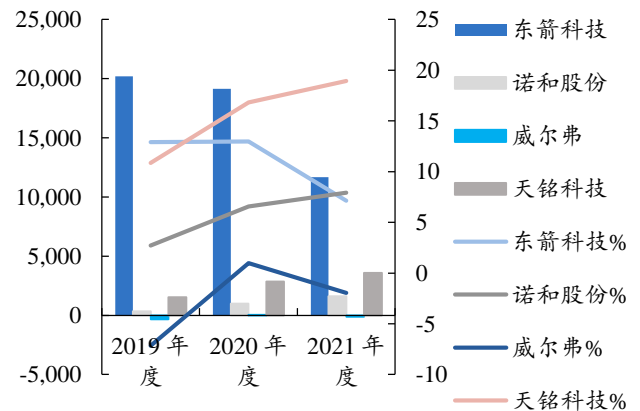
**盈利水平处于同业可比公司领先水平。**总体来看，公司毛利率与上市公司东箭科技的毛利率水平较为接近。诺和股份销售以 OEM 客户为主，与公司对品牌商的销售毛利率水平基本一致；威尔弗业务规模相对较小，且主要客户为国内进出口汽车零部件公司，毛利率相对较低且波动较大。净利润率相比可比公司处于领先地位且保持连续增长，2019-2021 年分别为 10.86%/16.82%/18.93%，2021 年远高于可比公司情况。

图30：毛利率接近东箭科技



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图31：净利率 2021 年远高于可比公司

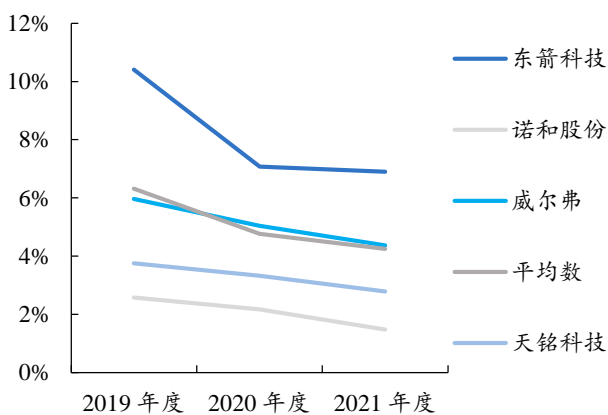


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

三项期间费用率均低于可比公司平均水平。公司销售费用率低于可比公司平均水平，主要系因公司的主要客户相对较为集中，主要为长城汽车、东风汽车等全球知名的汽车生产制造商以及 TAP 等国际品牌商，客户开拓及关系维护成本相对较低；公司管理费用率与威尔弗较为接近，低于平均水平；公司财务费用率较小，与可比公司平均财务费用率水平相比略低。

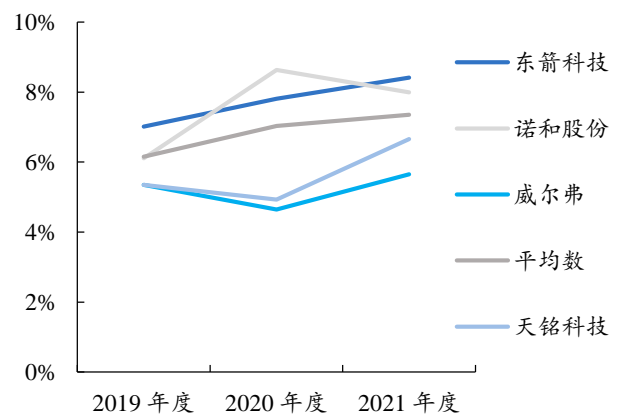
近三年内剔除股份支付、委外研发费的影响后，公司研发费用分别为 874.61 万元、792.88 万元和 959.58 万元，研发费用率分别为 6.23%、4.65%和 5.05%，2019 年度由于当期在研发项目数量较多，公司研发费用率较高，2020 年度和 2021 年度公司研发费用率分别为 4.65%和 5.05%，基本保持稳定，略高于可比公司平均水平。

图32：销售费用低于可比公司



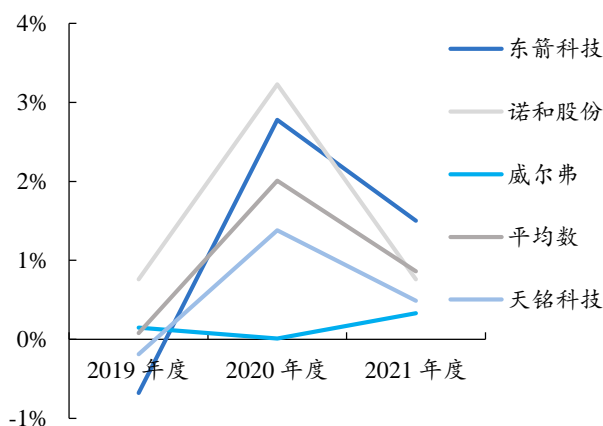
数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图33：天铭科技管理费用低于平均水平



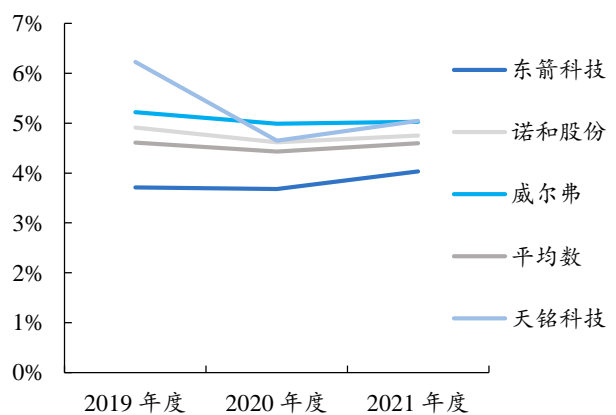
数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图34：财务费用率略低于可比公司



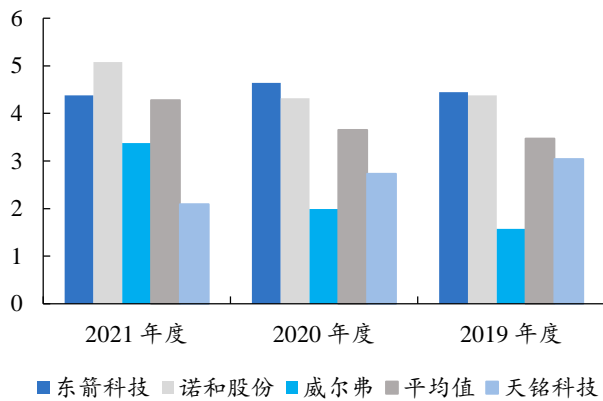
数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图35：2020-2021 研发费用率略高于可比公司平均水平

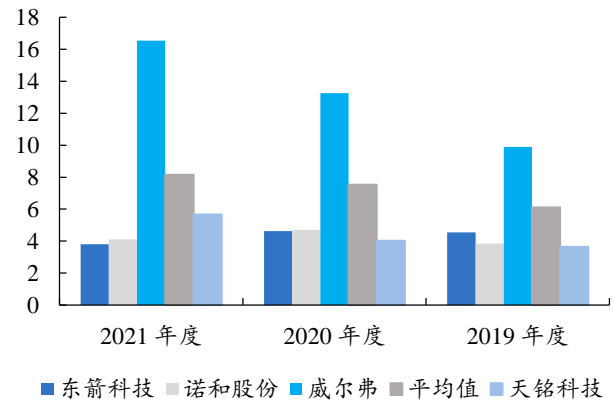


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

运营能力保持稳定，积极应对市场变化。公司应收账款周转率分别为 3.64、4.02 和 5.66，应收账款周转率较高且保持总体稳定；随着销售收入的增长，由于提前备货以应对业务增长和供货周期延长，公司存货账面余额总体呈上升趋势。

**图36: 提前备货使得存货周转率有所下降**


数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

**图37: 应收账款周转率较高且保持总体稳定**


数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

此轮发行价为 18.96 元/股, 稀释前 PE (2021) 为 17.3X, 稀释后 PE (2021) 为 22.5X, 低于可比公司平均 PE (TTM) 60.8X, PE (2021) 39.52X 的情况, 估值较低。我们预测公司 2022-2024 年的归母净利润为 3820/5156/6003 万元, EPS 对应为 1.14/1.54/1.79 元, 此轮发行股价对应 PE 为 16.6X/12.3X/10.5X, 公司作为越野改装市场龙头企业, 电动踏板专利及国内越野改装前装市场优势明显, 看好其在越野改装市场快速发展大环境下的增长潜力, 首次覆盖, 予以“买入”评级。

**表8: 此轮发行对应稀释后 PE 2021 为 22.57X, 估值相比同类公司较低**

证券代码	公司名称	市值/亿 (元、美元)	PE TTM	2021 年归母净利润/百万 (元、美元)	PE 2021	PS TTM	PB LF
PII.N	Polaris	72.93	27.34	494.30	14.75	0.87	6.68
300978.SZ	东箭科技	74.48	94.30	115.85	64.29	4.38	4.86
837393.NQ	诺和股份	0.45	2.84	16.00	2.81	0.23	0.61
833724.NQ	威尔弗	0.22	-16.63	-1.32	-16.67	0.33	0.92
	平均值		60.82		39.52		
836270.BJ	天铭科技	8.02	19.32	35.94	22.31	4.56	4.49

资料来源: Wind、开源证券研究所

#### 4、风险提示

汽车改装政策风险，越野车行业景气度波动风险，国际贸易政策风险，客户集中度较高风险。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	185	189	383	430	488
现金	37	67	228	243	250
应收票据及应收账款	36	32	57	50	89
其他应收款	5	3	6	6	8
预付账款	2	1	2	2	4
存货	49	65	67	106	112
其他流动资产	56	23	23	23	24
<b>非流动资产</b>	19	22	23	28	32
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	16	17	18	24	28
无形资产	1	2	1	1	1
其他非流动资产	2	3	3	3	3
<b>资产总计</b>	204	211	406	458	520
<b>流动负债</b>	74	50	17	17	19
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	54	34	0	0	0
其他流动负债	20	16	17	17	19
<b>非流动负债</b>	0	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	2	2	2	2
<b>负债合计</b>	74	53	19	20	22
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	32	34	44	44	44
资本公积	35	47	227	227	227
留存收益	64	78	116	168	228
<b>归属母公司股东权益</b>	130	159	386	438	498
<b>负债和股东权益</b>	204	211	406	458	520

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	40	6	-26	18	12
净利润	29	36	38	52	60
折旧摊销	2	3	2	3	4
财务费用	2	1	-1	-4	-2
投资损失	-1	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	8	-37	-64	-31	-48
其他经营现金流	-0	4	-0	-0	-1
<b>投资活动现金流</b>	-36	35	-2	-7	-7
资本支出	2	4	3	8	8
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-34	38	1	1	1
<b>筹资活动现金流</b>	0	-12	190	4	2
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	2	10	0	0
资本公积增加	1	12	180	0	0
其他筹资现金流	-1	-26	-0	4	2
<b>现金净增加额</b>	2	28	161	15	7

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	171	190	214	281	353
营业成本	112	120	138	181	229
营业税金及附加	1	1	2	2	3
营业费用	6	6	7	9	11
管理费用	11	16	16	22	27
研发费用	10	11	13	17	21
财务费用	2	1	-1	-4	-2
资产减值损失	-0	-0	0	0	0
其他收益	3	5	3	4	4
公允价值变动收益	0	0	-0	0	0
投资净收益	1	1	1	1	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	33	41	44	58	68
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	33	41	43	58	68
所得税	4	5	5	6	8
<b>净利润</b>	29	36	38	52	60
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	29	36	38	52	60
EBITDA	34	42	41	54	65
EPS(元)	0.85	1.07	1.14	1.54	1.79

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	21.5	11.3	12.8	31.2	25.4
营业利润(%)	97.9	26.5	5.0	33.8	17.5
归属于母公司净利润(%)	88.1	25.3	6.3	35.2	16.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	34.6	36.9	35.4	35.4	34.9
净利率(%)	16.8	18.9	17.8	18.4	17.0
ROE(%)	22.0	22.7	9.9	11.8	12.1
ROIC(%)	53.4	36.8	21.8	23.4	21.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	36.2	25.0	4.8	4.3	4.1
净负债比率(%)	-28.6	-41.3	-59.0	-55.5	-50.2
流动比率	2.5	3.8	22.6	25.0	25.4
速动比率	1.8	2.4	18.4	18.7	19.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	0.9	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	4.2	6.0	5.1	5.5	5.3
应付账款周转率	2.6	2.7	8.1	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.85	1.07	1.14	1.54	1.79
每股经营现金流(最新摊薄)	1.20	0.18	-0.77	0.55	0.35
每股净资产(最新摊薄)	3.88	4.72	11.50	13.04	14.83
<b>估值比率</b>					
P/E	28.0	22.3	21.0	15.5	13.4
P/B	6.1	5.1	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	28.5	23.3	19.6	14.8	12.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

25 / 27

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn