

## 证券研究报告 — 公司深度报告

投资评级：买入(首次)

### 公司基础数据

总股本(百万股)	43.59
总市值(亿元)	8.26
资产负债率(%)	17.31
每股净资产(元)	5.32

### 汽车

分析师：宋辛南(分析师)  
联系方式：0871-63577091  
邮箱地址：songxn@hongtastock.com  
资格证书：S1200520070001

## 国内越野绞盘龙头，改装市场空间仍大 报告摘要

### 国内越野改装件行业方兴未艾

汽车改装件市场在国内还处于比较初期的阶段，市场空间仍然较小，据统计2021年为703亿元，与美国市场480亿美元的规模相比差距巨大，尽管汽车改装文化在国内并不盛行，但即便在考虑了这个因素的情况下，我们认为国内的改装件市场仍有较大发展空间。而在此基础上，更细分的越野改装件市场则更为小众。

此外，在国内现有的汽车改装件市场上，仍然是海外品牌占据了大部分市场空间，尤其是汽车前装市场，国内企业突围难度较大，但也同时意味着相对广阔的国产替代空间。

### 公司突破国内绞盘前装市场

通过与长城汽车、东风汽车的合作，公司成功突破国内绞盘前装市场，目前是唯国内的前装绞盘供应商。根据公司公告，公司已经依托在长城汽车和东风汽车的前装经历，向其他客户进行拓展，目前公司正在参与35项主机厂项目，其中处于已获得定点通知书及以上阶段的项目共有18个，占比51.43%，已形成了公司的主营业务收入，或者具备了转化为公司主营业务收入的潜力

截至目前，公司与主机厂客户长城汽车、东风汽车等合作的6项已定点项目中明确了未来五年的规划量，该6项已定点项目未来五年的总产值预计可达到约4.25亿元。

### 同业可比公司中，公司具有竞争优势

根据公司招股说明书，公司在国内市场的主要竞争对手包括诺和股份(837393.NQ)、东箭科技(300978.SZ)、威尔弗(833724.NQ)等。而根据天眼查数据，公司员工数和专利数都处于同行排名靠前的水平。另外在盈利能力方面，公司毛利率处于行业领先地位，净利率也有较为明显的领先。

## 盈利预测简表

财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	189.83	212.61	268.81	322.31
增长率(%)	11.28	12.00	26.43	19.90
归母净利润(百万元)	35.94	40.75	51.75	59.91
增长率(%)	25.28	13.36	27.02	15.75
销售净利率(%)	18.93	19.16	19.25	18.59
净资产收益率(%)	22.66	11.09	12.35	12.51
每股收益(EPS)	1.09	1.21	1.54	1.78
市盈率(P/E)	17.39	15.63	12.31	10.63
市净率(P/B)	4.01	1.73	1.52	1.33

资料来源：红塔证券

### 风险提示

客户拓展不畅  
电动踏板业务在北美规模化不及预期  
皮卡、越野车等主要目标车型销量不及预期  
应收款项发生坏账风险

## 相关研究

### 独立性声明

作者保证报告所采用的数据均来自正规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 正文目录

1. 公司简介	4
1.1. 主要业务	4
1.2. 股东结构	5
2. 公司主要业务情况	6
2.1. 汽车改装行业整体情况	6
2.2. 通过前装市场，公司绞盘业务快速发展	8
2.2.1. 公司绞盘业务情况	9
2.2.2. 绑定大客户，前装市场增长明显	11
2.2.3. 国内绞盘前装市场空间广阔	12
2.2.4. 后装市场国内企业突破难度大	14
2.3. 海外后装市场代工为主，格局稳定	15
2.4. 公司其他主要业务情况	16
2.4.1. 电动踏板	16
2.4.2. 其他改装件	17
2.4.2.1. 车载空压机	17
2.4.2.2. 合页及其他改装装备和改装件	18
3. 同业对比	19
4. 公司财务状况	21
5. 盈利预测及估值	24
5.1. 盈利预测	24
5.2. 估值	25
6. 风险提示	25
6.1. 客户拓展不畅	25
6.2. 电动踏板业务在北美规模化推广不及预期	25
6.3. 皮卡、越野车等主要目标车型终端销售不畅	25
6.4. 应收款项发生坏账风险	25

## 图目录

图 1. 公司主要产品 .....	4
图 2. 公司 2021 年收入结构 .....	5
图 3. 公司历年分业务收入 (百万元) .....	5
图 4. 公司股权结构图 .....	5
图 5. 2014-2024 美国汽车售后改装配件市场规模 (单位: 亿美元) .....	7
图 6. 中国汽车改装行业市场规模及增速 .....	7
图 7. 绞盘应用场景 .....	9
图 8. 电动绞盘结构示意图 .....	10
图 9. 公司高性能车用电动绞盘收入情况 .....	10
图 10. 绞盘产品单价及毛利率 (单位: 元/台) .....	11
图 11. 公司主要前装市场配套车型 .....	11
图 12. 长城汽车皮卡月销量 (单位: 辆) .....	12
图 13. 长城汽车坦克 300 月销量 (单位: 辆) .....	12
图 14. 2028-2020 美国越野车销量和渗透率情况 (单位: 万辆) .....	13
图 15. 2021 年国内前装绞盘市场公司份额和潜在市场测算对比 (单位: 万辆) .....	14
图 16. 全球电动绞盘市场销售额 (单位: 百万美元) .....	15
图 17. 公司海外业务收入及其占比 (单位: 百万元) .....	16
图 18. 电动踏板示意图 .....	16
图 19. 公司空压机收入及毛利率 (单位: 百万元) .....	18
图 20. 公司合页及其他改装件收入和毛利率 (单位: 百万元) .....	19
图 21. 可比公司毛利率对比 .....	20
图 22. 可比公司净利率对比 .....	20
图 23. 公司收入及毛利率情况 (单位: 百万元) .....	21
图 24. 公司净利润情况 (单位: 百万元) .....	22
图 25. 公司期间费用情况 (单位: 百万元) .....	22
图 26. 公司应收款项及占比 (单位: 百万元) .....	23
图 27. 公司现金流量情况 .....	24

## 表目录

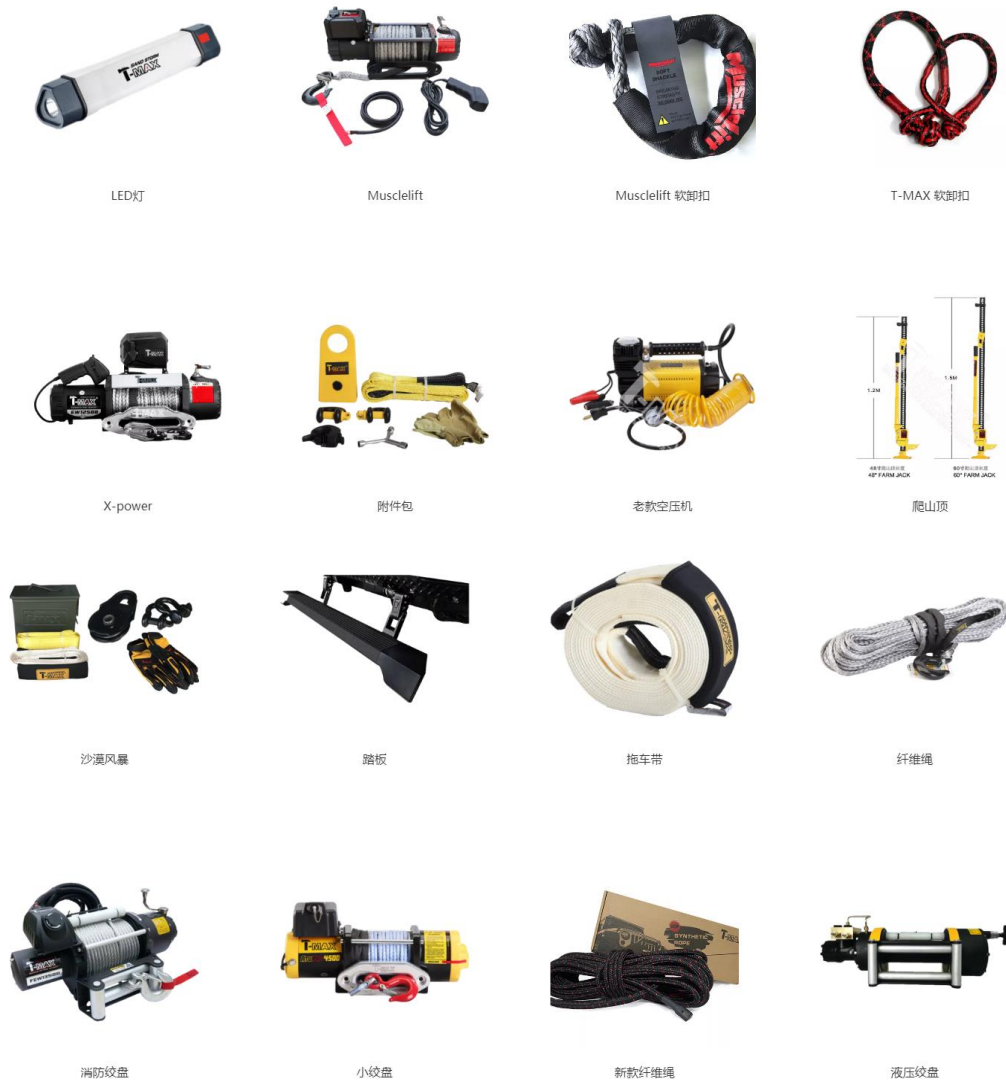
表 1. 公司管理层持股情况 .....	6
表 2. 红塔证券表题注示例 .....	8
表 3. 公司营收结构 (单位: 百万元) .....	9
表 4. 国内绞盘前装潜在市场规模测算 .....	14
表 5. 公司主要客户 (单位: 万元) .....	15
表 6. 公司 2015-2021 年境内外电动踏板销量情况 .....	17
表 7. 公司车载空压机示意 .....	17
表 8. 红塔证券表题注示例 .....	19
表 9. 公司不同维度市场竞争情况及市场地位 .....	19
表 10. 公司同国内主要竞争企业对比 .....	20
表 11. 公司 2022 年上半年应收账款金额前 5 名情况 (单位: 万元) .....	23
表 12. 公司分业务收入预测 (单位: 百万元) .....	25
表 13. 可比公司估值情况 .....	25

# 1.公司简介

## 1.1.主要业务

杭州天铭科技成立于2000年4月，总部位于浙江省杭州市，主要从事绞盘、电动踏板及其他越野改装装备和改装件的研发、生产、销售及服务。

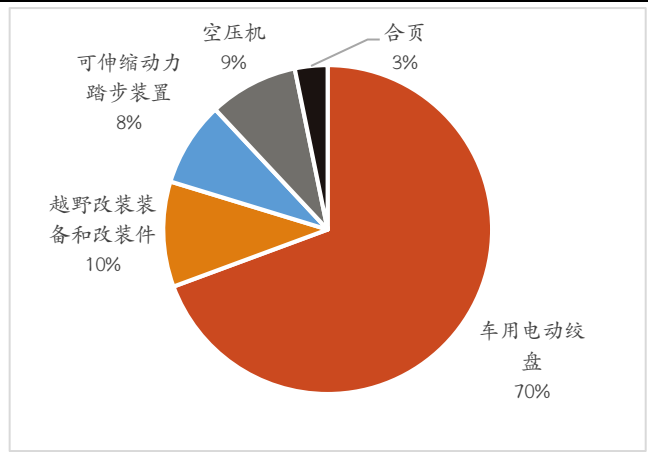
图 1. 公司主要产品



资料来源：公司官网

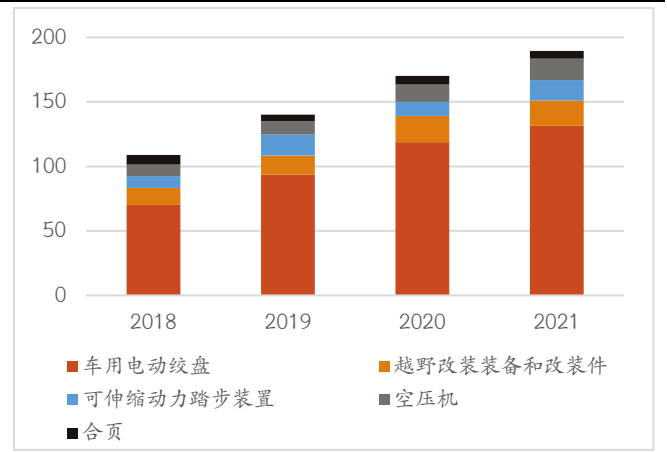
在公司的主营业务当中，绞盘占比最大，占比在65%以上，同时由于具有较高的毛利率水平，贡献了公司绝大多数的毛利；其次分别是越野改装装置及改装件、电动踏板和空压机，收入占比分别约10%、8%、8%。

图 2. 公司 2021 年收入结构



资料来源：Wind，红塔证券

图 3. 公司历年分业务收入（百万元）



资料来源：Wind，红塔证券

## 1.2. 股东结构

公司股权结构较为复杂，但公司控制权非常明确。

公司董事长张松先生是公司最大股东，直接持股 34.75%。而此外，张松先生还通过杭州传铭控股有限公司、香港天铭实业有限公司、杭州富阳盛铭投资管理公司和杭州富阳弘铭投资管理等企业间接持股 55.28%，同时其妻子艾鸿冰也有持股。夫妻二人共持有公司 94.34%的股份，同时公司管理层和核心技术人员也有持股，较好地实现了同公司利益的绑定。

图 4. 公司股权结构图



资料来源：Wind，红塔证券

表 1. 公司管理层持股情况

姓名	职务	年龄	持股数(万股)
张松	董事长, 总经理	59	1167.2
杜新法	监事会主席, 监事	42	5.0
余航飞	副总经理	43	5.0
周生宝	副总经理	51	5.0
艾鸿冰	董事, 副总经理	56	4.0
陈秋梅	财务总监, 董事会秘书	37	3.0
王乃明	职工监事	46	3.0

资料来源: Wind, 红塔证券

## 2. 公司主要业务情况

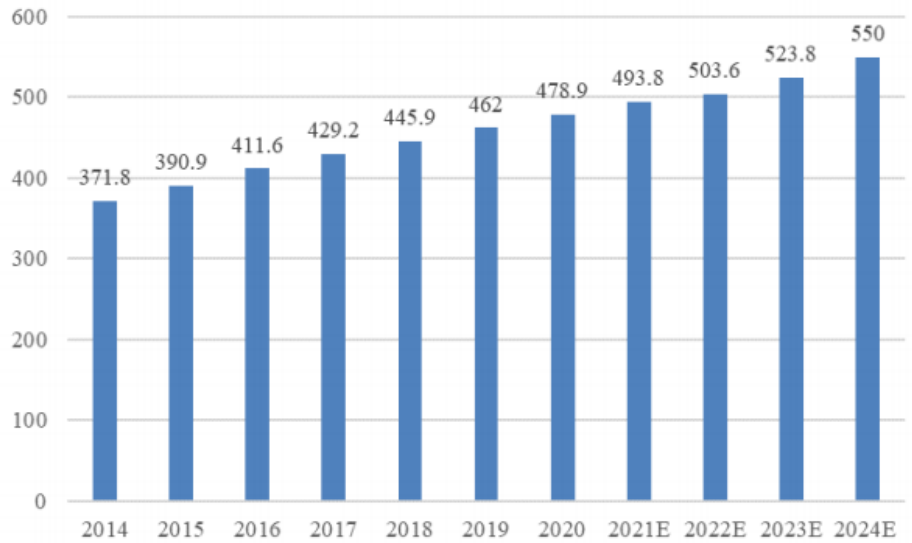
公司产品主要包括绞盘、电动踏板、尾门合页、空压机等, 其中前三者属于汽车改装范畴, 空压机由于不涉及安装, 主要为车上备用。

### 2.1. 汽车改装行业整体情况

成熟的汽车工业市场往往配备成熟的汽车后消费市场以及相应的零部件市场。汽车改装件行业作为汽车后消费市场的细化领域, 经过发展现已形成产业集中的特点。国际知名汽车改装件制造商主要集中在美国、欧洲以及日本等地区, 包括美国沃恩(Warn Industry, Inc.)、美国 LUND 公司、美国 TAP 和澳大利亚 ARB (ARB 4X4 ACCESSORIES.) 等。该企业生产规模大、技术研发水平高、资本实力强, 是全球汽车改装件的领军企业, 具备引领未来行业发展方向的能力。

在汽车改装领域, 欧美是走在前面的引领者。根据全球三大汽车改装展之一的行业协会美国改装行业协会(Special Equipment Manufacturer Association, 简称“SEMA”)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。

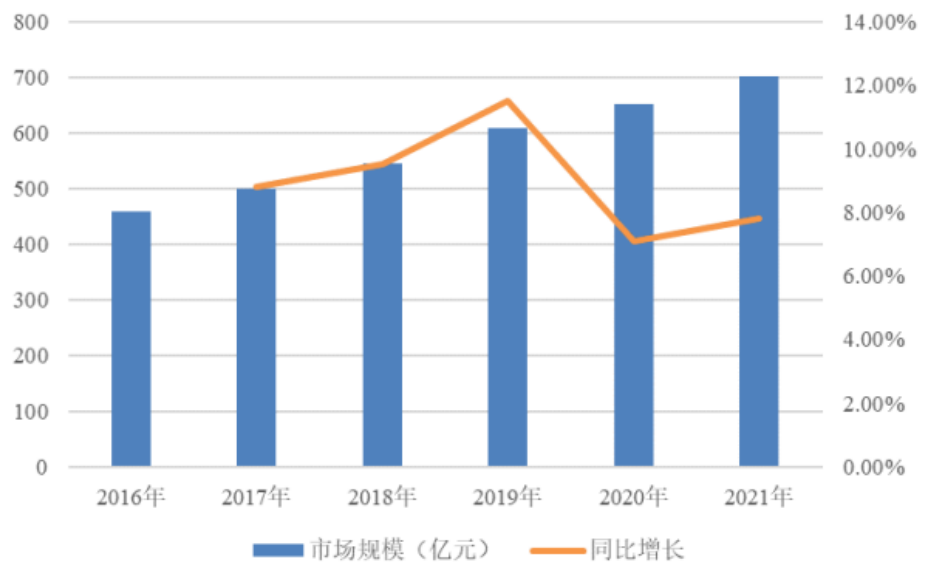
图 5. 2014–2024 美国汽车售后改装配件市场规模（单位：亿美元）



资料来源：《2021 SEMA Market Report》

相比之下，我国汽车改装行业发展起步较晚，市场规模还比较小，同时尽管已经有一些相关政策陆续出台，但总体来说还不够健全。根据千讯咨询的统计数据，2021 年中国汽车改装行业市场规模约 703 亿元，较美国等发达国家仍有较大差距，但相比 2016 年的 460 亿元，年复合增长率达到了 8.8%，快于汽车行业整体增速。

图 6. 中国汽车改装行业市场规模及增速



资料来源：中国汽车改装用品协会，商务部，千讯咨询

具体到公司产品，机动车所有人应履行的登记/备案（如有）要求如下：

表 2. 红塔证券表题注示例

产品	功能	适用的法规中的登记/备案要求
绞盘	一般用于道路以外的越野印记拖拽救援	机动车所有人购买绞盘并安装在车辆上，主要用于越野活动。绞盘的主要功能为机动车在非道路上（如沙漠、戈壁、雪地、泥泞、海滩、河滩等）发生车辆受困而无法驶出时，通过将绞盘的牵引绳固定在坚固的锚固点，利用绞盘的牵引力将车辆拖拽出被困地点。根据《道路交通安全法》第八条的规定：“国家对机动车实行登记制度。机动车经公安机关交通管理部门登记后，方可上道路行驶”；另根据《道路交通安全法》第一百一十九条的规定，“道路，是指公路、城市道路和虽在单位管辖范围但允许社会机动车通行的地方，包括广场、公共停车场等用于公众通行的场所”。①就绞盘的使用场景而言，其主要在道路以外的野外使用。因此，就在机动车上加装绞盘用于救援，并仅在野外而非道路上行驶时，无需适用《道路交通安全法》及其附属的《机动车登记规定》《机动车查验工作规程(GA801-2019)》规定的登记、备案、查验要求；②此外，绞盘为可拆卸产品，为便于最终客户根据使用场景安装绞盘，发行人亦提供电动绞盘可拆便携安装架的销售，用于快速拆卸绞盘
电动踏板	用于底盘较高的车型，为用户上下汽车提供方便的服务	在不改变车辆长度宽度和车身主体结构、保证安全且不会因加装/改装导致车辆不符合 GB7258《机动车运行安全技术条件》国家标准的情形下可以加装/改装
尾门合页	解决汽车尾门负重受力变形下坠的问题	在不改变车辆长度宽度和车身主体结构、保证安全且不会因加装/改装导致车辆不符合 GB7258《机动车运行安全技术条件》国家标准的情形下可以加装/改装
车载空压机	放在车上备用，用于轮胎应急充气	无需安装，不适用
其他越野改装件及附件	辅助工具	无需安装，不适用

资料来源：招股说明书，红塔证券

## 2.2.通过前装市场，公司绞盘业务快速发展

以汽车出厂为分界点，分为前装市场和后装市场：出厂前在汽车车厂内完成的汽车零部件安装叫做前装，出厂后在维修店或改装店完成的汽车零部件安装叫做后装。一般来说，前装市场由于需要取得主机厂认证，因此要求较高，验证周期也比较长，门槛相对较高；而后装市场由消费者自行选购，要求相对较低，但相应地竞争也较为激烈。

目前公司业务从营收结构来看，主要来源为“境内前装”与“境外后装”，二者基本两分天下。而从历史来看，境内的前装市场是公司近年来收入增长的主要动力。

表 3. 公司营收结构 (单位: 百万元)

维度	市场	2019		2020		2021	
		收入	占比	收入	占比	收入	占比
境内	前装	40.30	28.7%	66.65	39.2%	84.86	44.8%
	后装	8.37	6.0%	10.70	6.3%	14.31	7.5%
小计		48.67	34.7%	77.35	45.4%	99.17	52.3%
境外	前装	0.00	0.0%	0.00	0.0%	0.00	0.0%
	后装	91.51	65.3%	92.84	54.6%	90.41	47.7%
小计		91.51	65.3%	92.84	54.6%	90.41	47.7%
总计		140.18	100.0%	170.19	100.0%	189.58	100.0%

资料来源: 招股说明书, Wind, 红塔证券

### 2.2.1. 公司绞盘业务情况

绞盘类产品的主要用途在于机动车在非道路上(包括但不限于沙漠戈壁、泥泞河滩及雪地等), 通过拖拽的方式对其他车辆实施脱困救援或自救, 面对的终端需求主要来自于民用的越野车, 以及军车等。

图 7. 绞盘应用场景



资料来源: 招股说明书

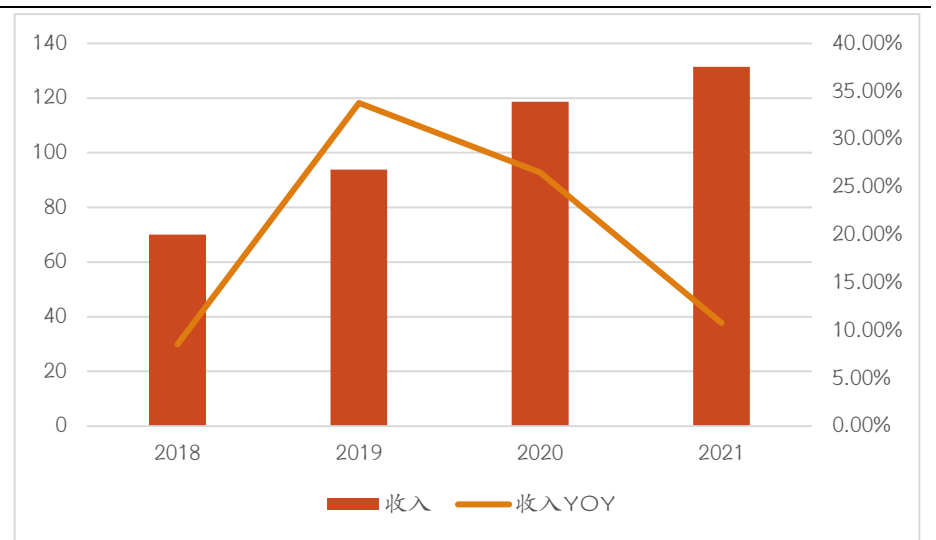
图 8. 电动绞盘结构示意图



资料来源：招股说明书

高性能车用电动绞盘是公司的拳头产品，收入占比接近 70%，毛利占比约 75%。

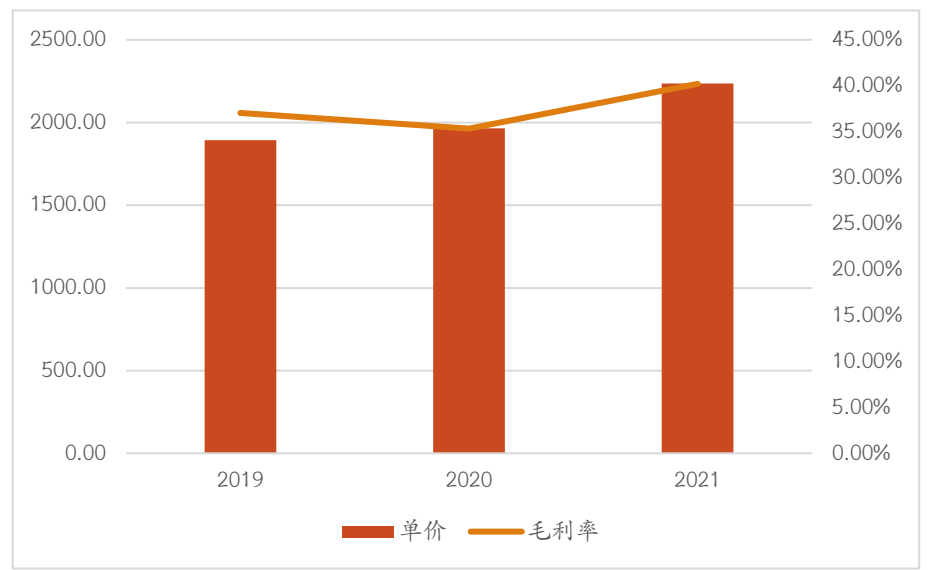
图 9. 公司高性能车用电动绞盘收入情况



资料来源：Wind，红塔证券

另外我们注意到，公司绞盘产品的单价和毛利率也有提高趋势，其原因我们认为包括以下几条：一是公司绞盘产品本身在市场上具有较高知名度和产品竞争力，公司对此类产品的议价能力相对较强；二是随着无线遥控等增值性配置在电动绞盘上的应用推广，以及市场对于大功率绞盘需求提高，使得产品价值量提升；三是随着公司在前装市场占比的提升，基于回款信用周期较长等因素，定价相对较高。

图 10. 绞盘产品单价及毛利率（单位：元/台）



资料来源：Wind，招股说明书，红塔证券

### 2.2.2. 绑定大客户，前装市场增长明显

公司近年来在国内的前装市场收入快速提升，主要是依靠长城汽车和东风汽车的定点供应，其中长城汽车的主要应用车型为坦克 300 和长城·炮，东风汽车的主要应用车型为第三代防护型“猛士”军车。

图 11. 公司主要前装市场配套车型



坦克 300

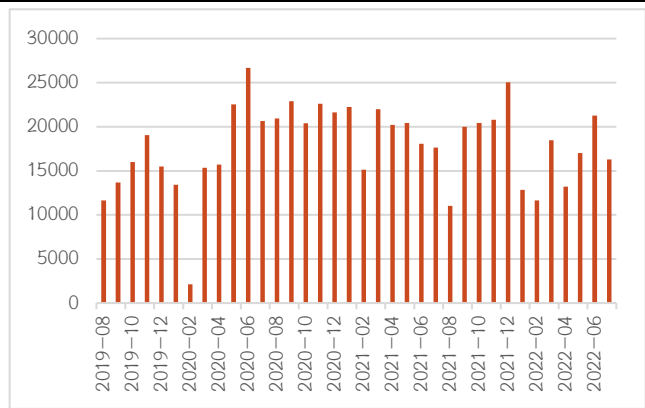
长城·炮

东风猛士·军用版

资料来源：汽车之家，百度图片，红塔证券

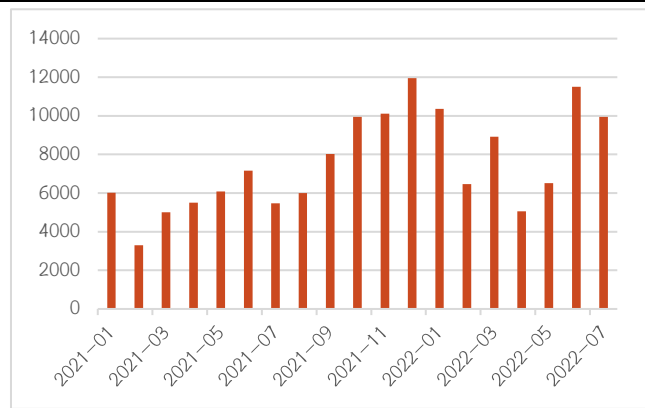
长城汽车方面，长城·炮于 2019 年下半年上市，2019 年下半年至 2022 年 1-6 月累计销量分别为 1.83 万辆、11.49 万辆、12.79 万辆和 7.11 万辆；长城坦克 300 于 2020 年底上市，后续月销量爬坡顺利，2021 年全年销量 8.46 万辆，2022 年 1-7 月销量 5.88 万辆，销量增长情况较好。两款车快速增长的销量帮助公司绞盘业务收入快速提升。

图 12. 长城汽车皮卡月销量 (单位: 辆)



资料来源: Marklines, 红塔证券

图 13. 长城汽车坦克 300 月销量 (单位: 辆)



资料来源: Marklines, 红塔证券

而在东风“猛士”军车方面, 由于涉及国防装备, 没有明确的公开销量数据, 但据公司招股说明书披露, 东风汽车则将公司绞盘产品作为军车出厂的必备装备, 而长城汽车的相关车型一般按照终端客户要求选装绞盘产品。绞盘作为高端越野改装装备, 整车配置绞盘正在成为硬派越野车型的流行趋势, 未来具有较大的发展空间。

根据公司公告, 除了以上两个大客户以外, 目前公司正在参与 35 项主机厂项目, 其中处于已获得定点通知书及以上阶段的项目共有 18 个, 占比 51.43%, 已形成了公司的主营业务收入, 或者具备了转化为公司主营业务收入的潜力。目前公司已获得上海汽车、中国重汽集团和北京汽车等主机厂的新项目定点, 拟就绞盘纳入其整车前装环节; 而在现有客户中, 公司也获得了长城汽车多款拟上市新车的技术定点项目, 正在开展新车型配套产品的研究开发工作, 东风汽车目前也已经有了 5 个定点项目。截至目前, 公司与主机厂客户长城汽车、东风汽车等合作的 6 项已定点项目中明确了未来五年的规划量, 该 6 项已定点项目未来五年的总产值预计可达到约 4.25 亿元。

### 2.2.3. 国内绞盘前装市场空间广阔

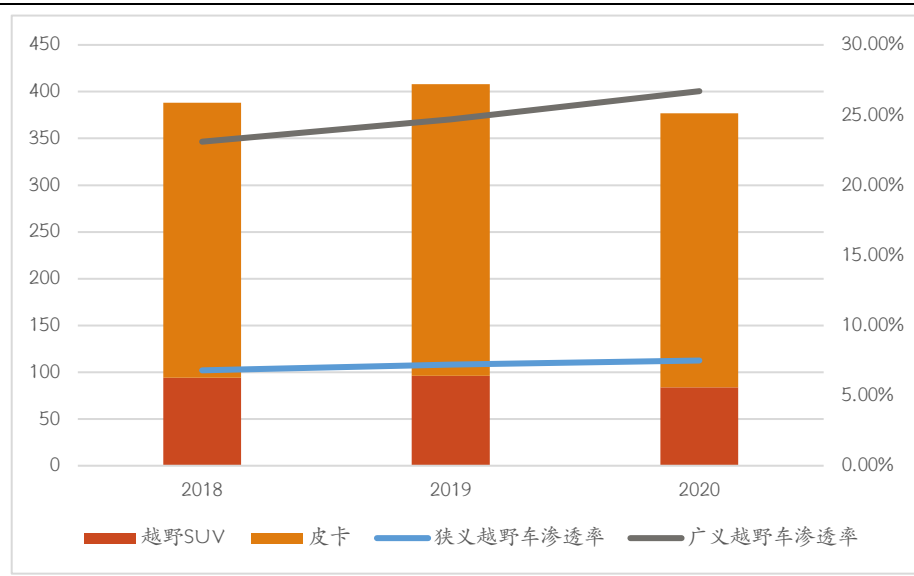
由于绞盘等产品主要适用于皮卡车型和硬派越野 SUV (通常是指采用非承载式车身的大中型 SUV), 因此公司产品下游市场的第一个基点在于这两类车型的产销量情况。

目前来看, 该领域的细分市场还处在相对初期:

一来, 乘用车皮卡市场刚刚放开, 舒适性配置渗透率还相对较低, 不符合大部分消费者的需求, 因此目前包括上海汽车、中国重汽和一汽解放等越来越多的汽车生产制造商开始计划通过将汽车越野改装件原厂预装来提升车辆的越野性能以及安全舒适性, 开拓了新的汽车消费细分市场, 满足了下游消费者对时尚化、前沿化、个性化汽车产品的追求, 会使得皮卡及硬派越野车的产销量继续提高。对比来看, 2020 年我国国产越野车 (非承载式 SUV, 不含皮卡) 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，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%。即便考虑到两国国情不同，我国的越野车市场也还有较大发展空间。

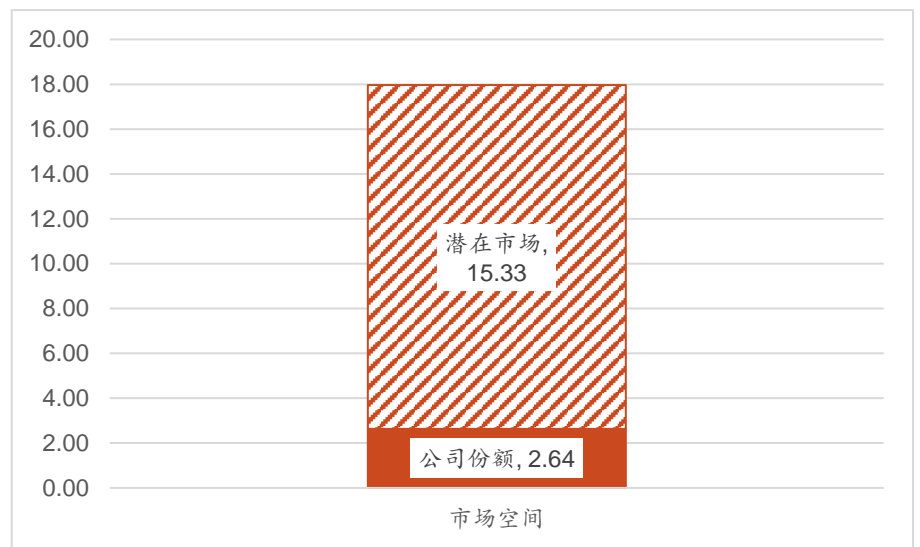
图 14. 2018–2020 美国越野车销量和渗透率情况（单位：万辆）



资料来源：招股说明书，Marklines，红塔证券

二来，国内硬派越野车中前装搭载绞盘等配置的车型还比较少，消费者此前大多只能选择在购车后自行加装，这样一来既存在操作过程的麻烦，也会导致相对较高的成本。根据公司公告，公司配套主机厂客户的绞盘产品综合选装率（绞盘销量占相关车辆市场销量的比例）大约为 13.42%，以 2021 年度皮卡和大中型 SUV 市场的销量合计值 133.79 万辆为基础，对应总市场空间约 17.96 万辆，而公司 2021 年实际内销量大约 2.64 万辆，这其中超过 15 万辆的差值可以认为是除了坦克 300 以外不得不采取后期改装的车辆，因此随着其他主机厂的各车型考虑搭载前装绞盘配置，即便只作为选装配置提供，我国前装绞盘市场空间也具有较大增长潜力。

图 15. 2021 年国内前装绞盘市场公司份额和潜在市场测算对比（单位：万辆）



资料来源：招股说明书，公司公告，中国汽车流通协会，红塔证券

我们按照 5% 增速测算全国皮卡和大中型 SUV 销量，渗透率未来逐年小幅提升，单价在保持涨价惯性一段时间后保持稳定，并假设国内全市场的皮卡和大中型 SUV 能够达到公司目前客户的前装选配渗透率，最终测算得到国内绞盘市场总市场规模如下：

表 4. 国内绞盘前装潜在市场规模测算

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
皮卡和大中型 SUV 销量合计 (万辆)	133.79	140.48	147.50	154.88	162.62
前装绞盘渗透率	13.42%	13.50%	13.60%	13.70%	13.80%
单价 (元/台)	2235	2250	2280	2280	2280
总市场规模 (亿元)	4.01	4.27	4.57	4.84	5.12

资料来源：招股说明书，公司公告，中国汽车流通协会，红塔证券

## 2.2.4. 后装市场国内企业突破难度大

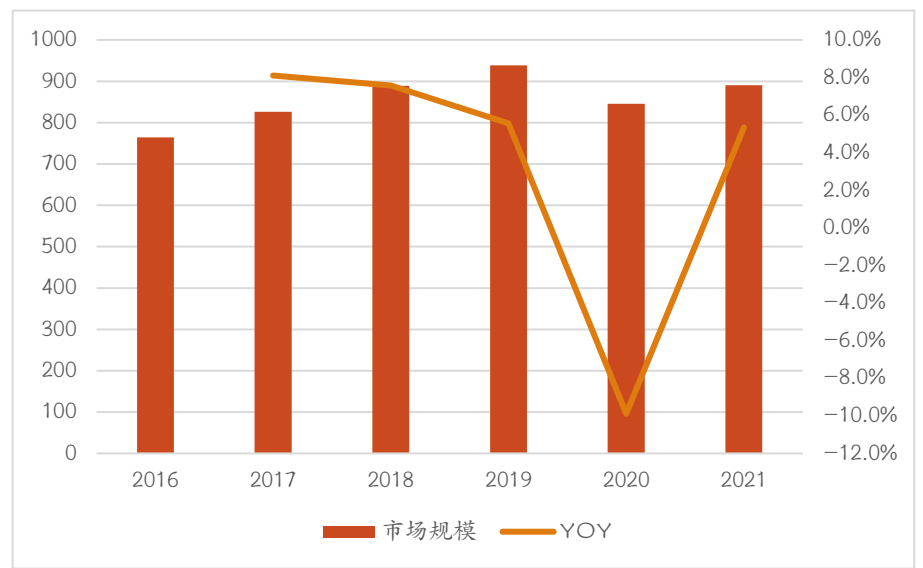
汽车绞盘后装市场比较成熟，并且由于竞争充分，目前主要份额被海外企业主导占据，其中包括美国沃恩 (Warn Industry, Inc.)、美国 TAP、美国 LUND 公司、澳大利亚 ARB (ARB 4×4 Accessories) 等。而由于后装市场主要由消费者自行选购，通常都会考虑进口的大厂产品，整体竞争格局已经红海。

根据 QY Research 研究数据，2020 年国内电动绞盘市场总规模大约 9688 万美元，约合人民币 6.3 亿元，参照公司 2020 年前后装比例，2020 年国内绞盘后装市场规模约 5.3 亿元，其中公司份额仅 1.4% 左右。

## 2.3.海外后装市场代工为主，格局稳定

目前全球电动绞盘市场进入平台期，在中国以外的地区并没有比较明显的增长动力，总体市场规模大约9亿美元左右。

图 16. 全球电动绞盘市场销售额（单位：百万美元）



资料来源：第三方资料，新闻报道，专家采访，QY Research，红塔证券

公司绞盘产品在海外也占有一定份额，但其模式主要是为美国 TAP 等企业提供代工贴牌生产，TAP 也是公司近年来的最大客户。

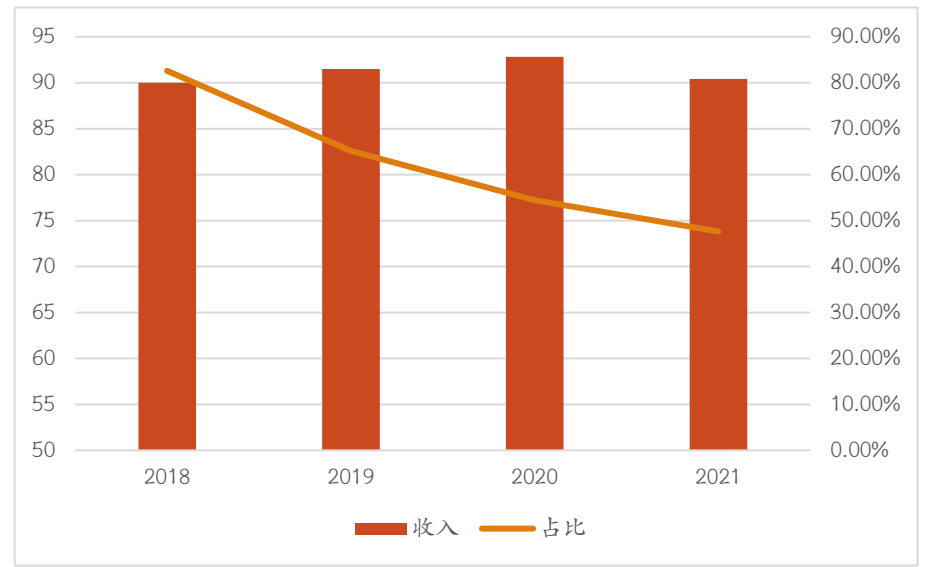
表 5. 公司主要客户（单位：万元）

2021年度				
序号	客户	销售金额	年度销售额占比 (%)	是否存在关联关系
1	TAP	4,969.59	26.18%	否
2	长城汽车	4,963.56	26.15%	否
3	东风汽车	2,571.91	13.55%	否
4	WINCH ENGINEERING, LTD	429.09	2.26%	否
5	青岛天铭	359.36	1.89%	是
合计		13,293.50	70.03%	-
2020年度				
序号	客户	销售金额	年度销售额占比 (%)	是否存在关联关系
1	TAP	6,455.83	37.84%	否
2	东风汽车	3,798.87	22.27%	否
3	长城汽车	2,387.76	14.00%	否
4	青岛天铭	341.41	2.00%	是
5	PIONEER ENGINEERING INTERNATIONAL CO., LTD	279.13	1.64%	否
合计		13,263.00	77.75%	-
2019年度				
序号	客户	销售金额	年度销售额占比 (%)	是否存在关联关系
1	TAP	5,353.52	38.13%	否
2	东风汽车	3,282.56	23.38%	否
3	PILOT INC.	725.97	5.17%	否
4	DESERT COOL PTY LTD	300.80	2.14%	否
5	PIONEER ENGINEERING INTERNATIONAL CO., LTD	247.81	1.77%	否
合计		9,910.65	70.59%	-

资料来源：招股说明书

由于绞盘海外市场整体规模较为稳定，公司境外收入近年来基本保持稳定，没有明显波动。而在国内收入增长的情况下，公司海外业务收入占比持续下滑。

图 17. 公司海外业务收入及其占比（单位：百万元）



资料来源：Wind，红塔证券

总体来看在绞盘方面，境外市场公司不具有明显的竞争力，尤其是前装市场在竞争中几乎无法实现突破，而在依托 TAP 等企业进行贴牌生产的过程中，也很难进一步地扩大后装市场的份额，预计公司绞盘业务在境外的收入情况将大体保持稳定，能够保持持续经营，但是成长性不足。

## 2.4.公司其他主要业务情况

### 2.4.1.电动踏板

电动踏板主要应用于越野车、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：当车门打开时，电动脚踏板接收到信号后自动伸出，脚踏板运行至极限位置时停止；车门关闭后，电动脚踏板自动收回，脚踏板收回至车底。

图 18. 电动踏板示意图



资料来源：招股说明书

公司的电动踏板产品区别于普通踏板，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。

公司电动踏板业务收入近年来波动较大，主要原因在于公司与美国客户 PILOT INC 于 2018 年 7 月签订了电动踏板产品的框架协议，预计将在全球市场大批量销售公司的电动踏板产品，遂进行了相应的产能储备，但后续因公司与 LUND 公司的专利诉讼案导致无法继续原计划的合作，也因此导致了公司电动踏板产品的产能利用率在 2019 年开始出现了较大幅度的下滑，仅有不到 30%。

但根据公司公告来看，公司电动踏板产品在美国的销售占比较低，仅 2019 年较高，且除 2019 年外，公司电动踏板业务在美收入占公司总收入的比例不到 0.5%，因此总体来看相关专利诉讼情况并未对公司电动踏板业务产生明显影响。

表 6. 公司 2015-2021 年境内外电动踏板销量情况

地区	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
境内	371	401	488	498	639	791	1142
境外	202	2875	2952	2735	4960	3192	4479
-其中：美国	0	100	195	27	2320	140	0
总计	573	3276	3440	3233	5599	3983	5621

资料来源：公司公告，红塔证券

而按照公司规划，随着 LUND 相关专利到期，公司将重新踏足美国市场，预计将重启与 PILOT 的合作，届时此前扩产的闲置产能也将重新启用，将有效提高公司电动踏板业务的收入和毛利率水平。

而在美国之外，公司的电动踏板产品销量总体保持增长，并且具有较高毛利率，总体维持在 40% 以上。

## 2.4.2. 其他改装件

### 2.4.2.1. 车载空压机

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。车载空压机抽气时，连通器的阀门被大气的气压冲开，气体进入气筒；打气时，阀门被气筒内的气压关闭，气体进入轮胎。

表 7. 公司车载空压机示意

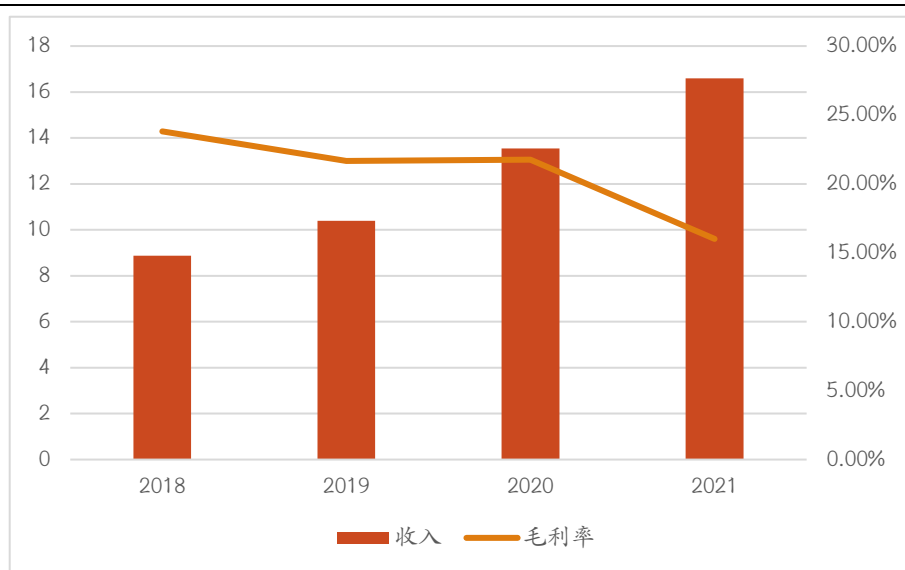
产品名称	示意图	简介
72L 车载空压机		该产品标称流量为 72L，充气速度快，主要用于给汽车轮胎快速充气，是越野车野外必备的装备
160L 车载空压机		该产品标称流量为 160L，流量大、充气速度快，主要用于给汽车轮胎快速充气，是越野车野外必备的装备

<p>沙漠风暴系列车载空压机</p>		<p>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</p>
--------------------	---	---

资料来源：招股说明书，红塔证券

公司空压机产品近年来收入增长较快，占公司总收入的比重也越来越高。由于公司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 19. 公司空压机收入及毛利率（单位：百万元）



资料来源：Wind，红塔证券

#### 2.4.2.2. 合页及其他改装装备和改装件

尾门合页主要用于解决汽车更换大尺寸备胎后尾门受力变形下坠的问题，公司产品主要适用于吉普牧马人车型。公司的其他改装件则主要是拖车带等产品。

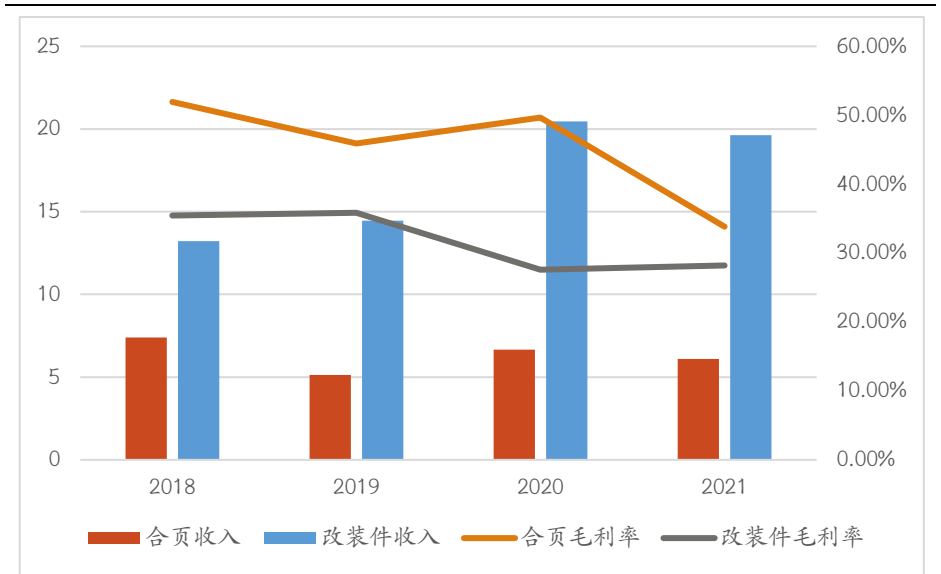
表 8. 红塔证券表题注示例

产品名称	示意图	简介
尾门合页		该产品整体采用高强度铝铸造成型、钢板整体冲压成型和机械手焊接制作而成，备胎支架与尾门摆页通过多个高强度螺丝对穿紧固增加强度，成品比一般产品强度更高，具有负载能力强、耐用性良好等优点
拖车带		该产品具有高弹性、高拉力等优点，主要适用于牵引救援

资料来源：招股说明书，红塔证券

公司合页及改装件收入总体保持稳定，毛利率则受原材料和人工成本，以及会计准则影响有所下滑。

图 20. 公司合页及其他改装件收入和毛利率（单位：百万元）



资料来源：Wind，红塔证券

### 3. 同业对比

公司绞盘产品拥有自有品牌 T-MAX，在国内具有较高的知名度，而在国外公司主要是为海外企业提供代工贴牌生产的服务，最主要客户是美国 TAP。另外在电动踏板等领域，目前市场比较分散。

表 9. 公司不同维度市场竞争情况及市场地位

维度	市场	市场竞争情况	公司市场地位
境内	前装	起步发展阶段，竞争对手较少	在已上市销售且可批量选装绞盘的相关车型中，基本占据全部市场份额

	后装	绞盘等越野改装件受限于汽车改装政策，市场规模还较小，局限于改装爱好者，市场处于萌芽阶段；其他改装件及附件零售市场发展较为稳定	处于境内前列水平
境外	前装	尚无	尚无
	后装	完全成熟市场，市场竞争充分	公司 2021 年度外销收入 0.9 亿元，虽然具有一定的市场竞争力，但市场份额还较小

资料来源：招股说明书，红塔证券

海外企业方面，由于没有公开资料，无法做定量对比，但根据我们对市场产品销售情况的观察，在包括绞盘、电动踏板等在内的一系列越野改装件方面，海外企业仍然占据大部分市场。

根据公司招股说明书，公司在国内市场的主要竞争对手包括台湾川方、宁波联达绞盘、诺和股份（837393.NQ）、浙江润华机电、安徽沃杰斯汽车科技、东箭科技（300978.SZ）、威尔弗（833724.NQ）等，其中宁波联达绞盘、诺和股份（837393.NQ）、浙江润华机电与公司主要产品绞盘的重合度较高。而根据天眼查数据，公司员工数和专利数都处于同行排名靠前的水平。

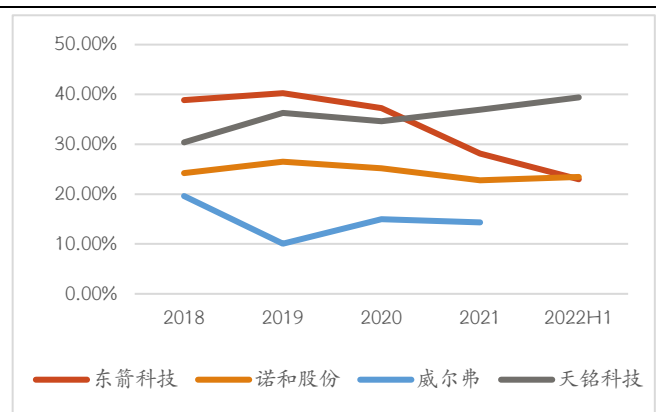
表 10. 公司同国内主要竞争企业对比

公司	注册资本	员工人数	专利数
宁波联达绞盘	1 亿元	212	85
诺和股份	2510 万元	118	130
浙江润华机电	3613.4 万元	86	112
天铭科技	3350 万元	184	209

资料来源：天眼查，红塔证券

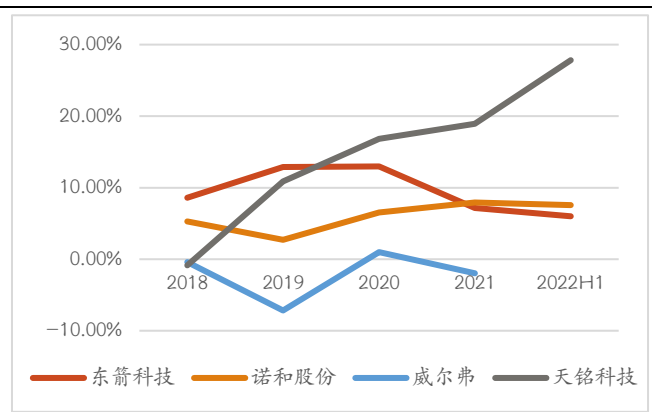
另外在盈利能力方面，公司毛利率处于行业领先地位，净利率也有较为明显的领先。

图 21. 可比公司毛利率对比



资料来源：Wind，红塔证券

图 22. 可比公司净利率对比



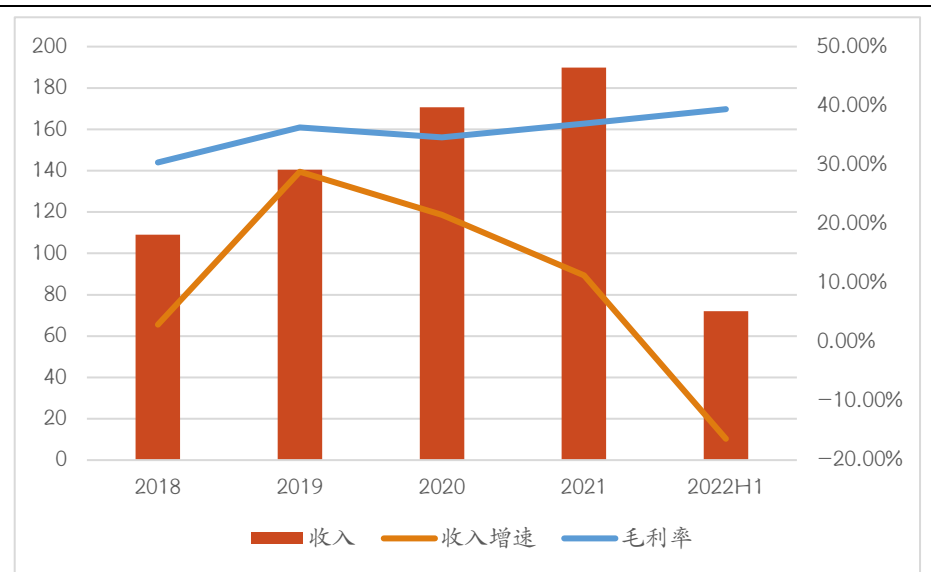
资料来源：Wind，红塔证券

整体来看，在细分的绞盘、踏板等业务方面，公司与同行业公司相比具有自身的竞争力，在专利数量和盈利能力方面都有所领先。

## 4.公司财务状况

公司近几年来收入增长较为稳健，能够保持持续增长态势，但排除 2020 年疫情影响，自 2021 年以来收入增速有所下滑，2022 年上半年出现收入下滑，主要是海外受疫情、通胀等因素影响销售下降。但与此同时，公司综合毛利率持续提高，如果考虑到 2020 年起公司将物流费及综合服务费计入主营业务成本核算的因素，公司 2019-2021 年的综合毛利率将分别达到 36.23%、40.02%和 41.28%，且 2022 年上半年还有进一步提升。提高的毛利率也体现出公司本身盈利能力的提高。

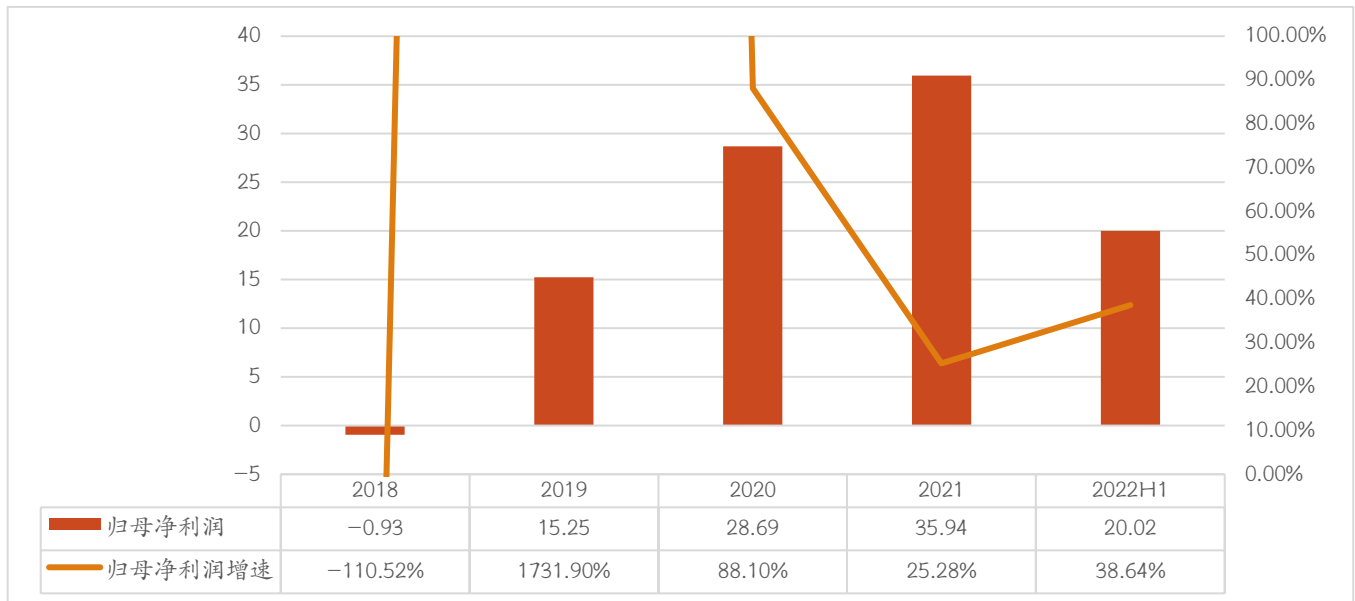
图 23. 公司收入及毛利率情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，红塔证券

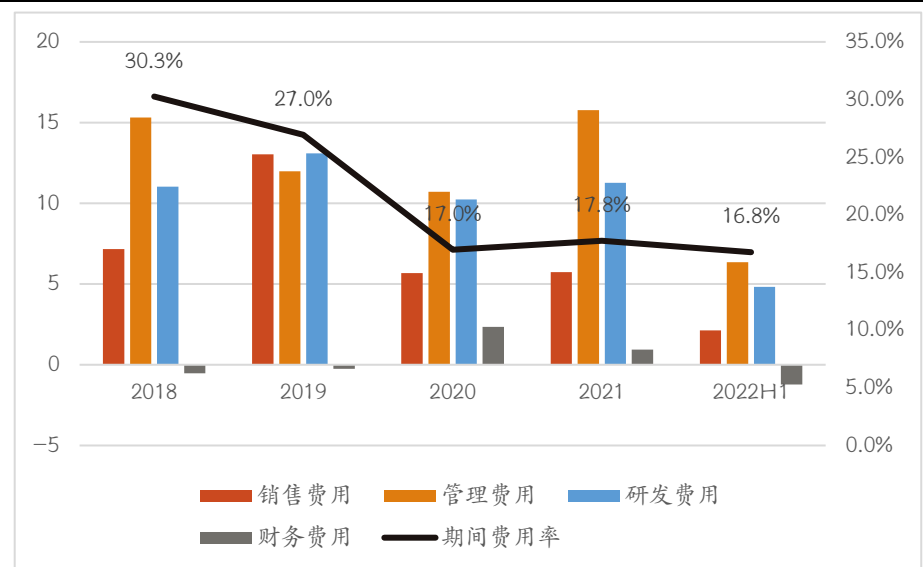
而得益于公司毛利率的提升和期间费用率的降低，公司归母净利润增速明显高于收入增速。

图 24. 公司净利润情况 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 红塔证券

图 25. 公司期间费用情况 (单位: 百万元)

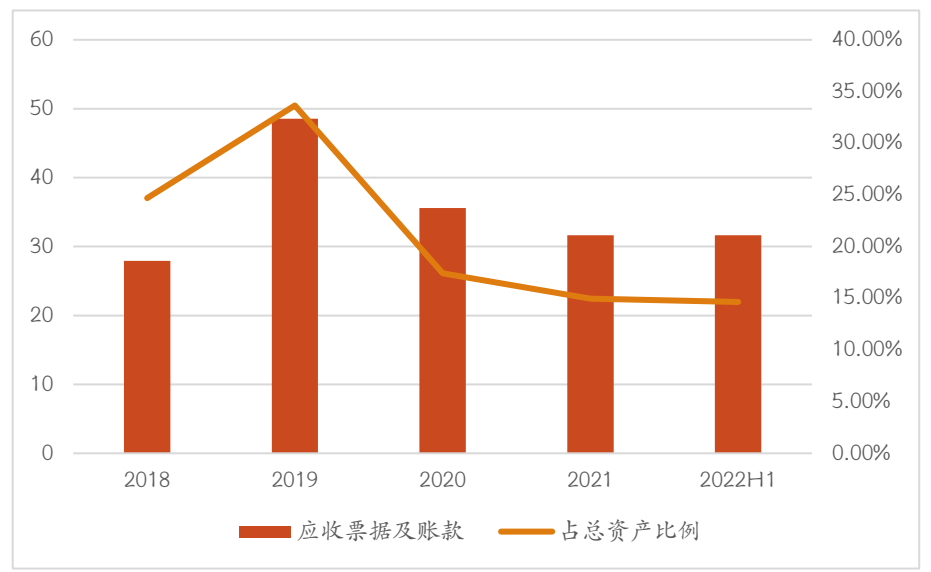


注: 2020 年起由于会计准则变更, 物流费及综合服务费等费用由销售费用科目改计入营业成本科目, 导致 2020 年其销售费用出现较大变化

资料来源: Wind, 红塔证券

此外, 资产端来看公司的应收项目占总资产比例较高, 但近年来有下降趋势, 并且根据公司招股说明书及 2022 年半年报, 公司应收账款中超过 99.6% 的账龄都在 1 年以内, 且多为长城汽车、东风汽车等大客户, 坏账风险较低。

图 26. 公司应收款项及占比 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 红塔证券

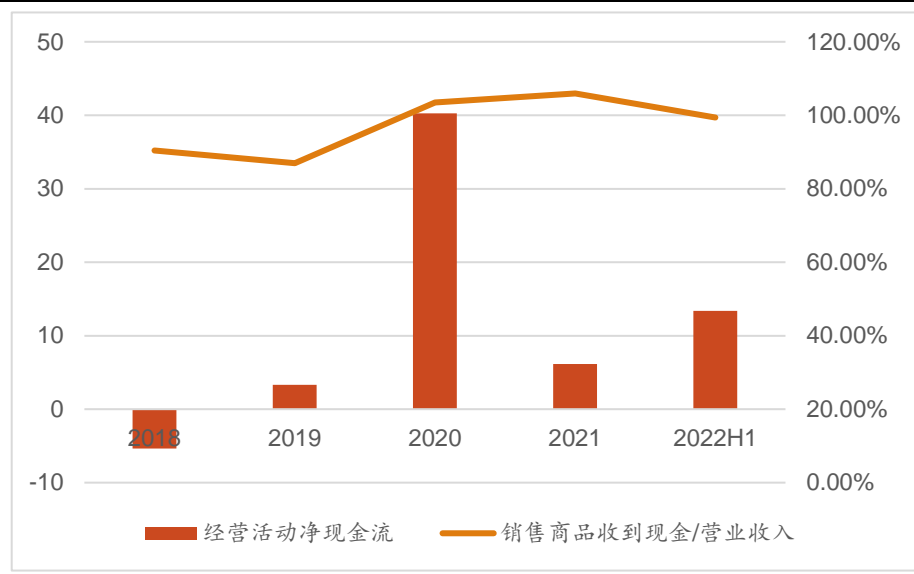
表 11. 公司 2022 年上半年应收账款金额前 5 名情况 (单位: 万元)

单位	账面余额	占应收款项余额的比例
长城汽车	1775.39	53.41%
东风汽车	808.42	24.32%
INDUSTRIAS JED SRL	153.76	4.63%
TAP WORLDWIDE, LLC DBA SMITTYBILT	147.41	4.43%
一汽解放	122.44	3.68%
小计	3007.41	90.47%

资料来源: 公司公告, 红塔证券

现金流量方面, 公司近年来经营活动现金流量情况较好, 现金/收入比保持在 100%左右, 基本能够以现金形式确认收入。

图 27. 公司现金流量情况



资料来源：Wind，红塔证券

总体来说公司财务情况比较健康。

## 5. 盈利预测及估值

### 5.1. 盈利预测

#### 绞盘业务

考虑到国内绞盘前装市场广阔，公司在相关领域具有较强竞争力，叠加公司公告的在手订单及定点机会，我们认为绞盘业务在国内的前装市场将是公司后续发展的主要动力。

而在国内后装市场，我们认为随着公司打开前装市场，将能提高自身产品知名度，而这将有利于公司在后装市场的发展，但考虑到目前充分竞争的格局，我们认为其增速将小于前装市场。

海外市场方面，由于竞争充分，格局稳定，我们预计公司海外业务收入将保持相对稳定。

#### 电动踏板

公司电动踏板业务在 2022 年预计将保持相对稳定。但随着美国 LUND 在美专利到期，公司预计从 10 月份起恢复在美产品的销售。同时考虑到公司此前与 PILOT 曾达成过合作协议，并且在北美有现成产能，预计 2023 年电动踏板业务将迎来一轮快速增长，后续保持相对稳定增长。

#### 其他主营业务

预计公司其他主营业务将保持相对稳定。

表 12. 公司分业务收入预测 (单位: 百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
绞盘	131.49	149.31	195.48	244.96
电动踏板	15.76	18.00	25.00	27.00
辅件	42.33	45.00	48.00	50.00
其他业务	0.25	0.30	0.33	0.35
<b>合计</b>	<b>189.83</b>	<b>212.61</b>	<b>268.81</b>	<b>322.31</b>

资料来源: Wind, 红塔证券

## 5.2. 估值

公司此轮发行价 18.96 元/股, 对应稀释前 PE (2021) 为 17.3X, 稀释后 PE (2021) 为 22.5X, 低于可比公司均值 PE (2021) 59.04X。根据我们预测, 公司 2022-2024 年归母净利润分别为 40.75/51.33/59.93 百万元, 对应 EPS 分别为 1.21/1.53/1.78 元, 按发行价对应 PE 分别为 15.67X/12.39X/10.65X。

综合考虑国内越野改装件市场的前景, 以及公司在该行业内领先的 market 地位, 我们认为公司未来业绩有增长潜力, 首次覆盖予以“买入”评级。

表 13. 可比公司估值情况

证券代码	公司名称	市值 (亿元)	2021 年归母净利润 (百万元)	PE 2021
300978.SZ	东箭科技	76.34	115.85	64.29
837393.NQ	诺和股份	0.50	16.00	2.81
833724.NQ	威尔弗	0.22	-1.32	-16.67
	平均值			59.04
836270.NQ	天铭科技	8.02	35.94	22.50

资料来源: Wind, 红塔证券

## 6. 风险提示

### 6.1. 客户拓展不畅

在电动绞盘领域, 公司尚处于前装市场的拓展阶段, 如果客户拓展推进进度不及预期, 将导致公司后续也集成长不及预期。

### 6.2. 电动踏板业务在北美规模化推广不及预期

公司预计在 2023 年开始大规模向北美供货, 如果在北美的产品销售推广不及预期, 将导致公司相关业务增长不及预期

### 6.3. 皮卡、越野车等主要目标车型终端销售不畅

公司产品主要应用于皮卡、越野车等细分车型市场, 如果这些细分车型销量不及预期, 将导致公司产品销量降低, 从而对公司业绩产生不利影响。

### 6.4. 应收款项发生坏账风险

公司应收款项占资产比例较高, 尽管从账龄和营收主体的情况来看发生几率不大, 但一旦出现坏账等计提, 将对公司业绩产生较大影响。

财务模型预测结果

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>189.83</b>	<b>212.61</b>	<b>268.81</b>	<b>322.31</b>
%同比增速	0.11	0.12	0.26	0.20
营业成本	119.70	133.94	168.54	203.06
毛利	70.13	78.67	100.27	119.25
%营业收入	0.37	0.37	0.37	0.37
税金及附加	0.84	1.06	1.34	1.61
%营业收入	0.00	0.01	0.01	0.01
销售费用	5.73	6.38	8.06	9.67
%营业收入	0.03	0.03	0.03	0.03
管理费用	15.78	17.01	21.50	25.78
%营业收入	0.08	0.08	0.08	0.08
研发费用	11.27	12.76	16.13	19.34
%营业收入	0.06	0.06	0.06	0.06
财务费用	0.93	-0.31	-1.12	-0.81
%营业收入	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-0.26	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	0.25	0.30	0.30	0.30
其他收益	5.00	4.00	4.00	4.00
投资收益	0.79	0.50	0.50	0.50
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.08	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>41.43</b>	<b>46.57</b>	<b>59.15</b>	<b>68.46</b>
%营业收入	0.22	0.22	0.22	0.21
营业外收支	-0.13	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>41.30</b>	<b>46.57</b>	<b>59.15</b>	<b>68.46</b>
%营业收入	0.22	0.22	0.22	0.21
所得税费用	5.35	5.82	7.39	8.56
净利润	35.94	40.75	51.75	59.91
%营业收入	0.19	0.19	0.19	0.19
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>35.94</b>	<b>40.75</b>	<b>51.75</b>	<b>59.91</b>
%同比增速	0.25	0.13	0.27	0.16
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元/股)	1.09	1.21	1.54	1.78

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	1.09	1.21	1.54	1.78
BVPS	4.72	10.93	12.48	14.26
PE	17.39	15.63	12.31	10.63
PEG	0.69	1.17	0.46	0.67
PB	4.01	1.73	1.52	1.33
EV/EBITDA	12.83	11.50	9.26	8.16
ROE	22.66%	11.09%	12.35%	12.51%
ROIC	22.33%	10.70%	11.83%	12.10%

资料来源:红塔证券

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	66.55	229.51	167.47	117.62
交易性金融资产	0.01	0.01	0.01	0.01
应收账款及应收票据	31.65	33.62	38.67	42.51
存货	64.65	65.57	79.56	98.68
预付账款	0.74	0.94	1.18	1.42
其他流动资产	25.73	22.61	28.35	33.80
流动资产合计	189.33	352.27	315.23	294.04
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.20	0.40	0.60
固定资产合计	17.47	58.00	145.33	237.41
无形资产	1.51	1.31	1.11	0.91
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税资产	0.88	0.88	0.88	0.88
其他非流动资产	2.29	13.61	27.19	29.91
<b>资产总计</b>	<b>211.48</b>	<b>426.26</b>	<b>490.14</b>	<b>563.75</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	34.36	40.05	48.90	59.39
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付职工薪酬	5.24	5.36	6.74	8.12
应交税费	2.97	3.19	4.03	4.83
其他流动负债	7.91	8.02	9.05	10.09
流动负债合计	50.48	56.61	68.73	82.44
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	0.44	0.44	0.44	0.44
其他非流动负债	1.91	1.91	1.91	1.91
<b>负债合计</b>	<b>52.84</b>	<b>58.97</b>	<b>71.09</b>	<b>84.79</b>
归属于母公司的所有者权益	158.64	367.30	419.05	478.96
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益</b>	<b>158.64</b>	<b>367.30</b>	<b>419.05</b>	<b>478.96</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>211.48</b>	<b>426.26</b>	<b>490.14</b>	<b>563.75</b>

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>6.13</b>	<b>53.36</b>	<b>52.84</b>	<b>65.05</b>
投资	0.00	-0.20	-0.20	-0.20
资本性支出	-3.36	-58.58	-115.17	-115.17
其他	38.10	0.50	0.50	0.50
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>34.73</b>	<b>-58.28</b>	<b>-114.87</b>	<b>-114.87</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	11.05	167.91	0.00	0.00
银行贷款增加(减少)	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资成本	-21.83	-0.02	-0.02	-0.02
其他	-0.75	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-11.54</b>	<b>167.89</b>	<b>-0.02</b>	<b>-0.02</b>
<b>现金净流量</b>	<b>28.42</b>	<b>162.97</b>	<b>-62.05</b>	<b>-49.84</b>

研究团队首席分析师

宏观总量组	消费组	生物医药组	智能制造组	高新技术组
李奇霖 021-61634272	黄瑞云 010-66220148	代新宇 0871-63577083	王雪萌 0871-63577003	肖立戎 0871-63577083
新材料新能源	汽车	质控风控	合规	
唐贵云 0871-63577091	宋辛南 0871-63577091	李雯婧 0871-63577003	周明 0871-63577083	

红塔证券投资评级：

以报告日后 6 个月内绝对收益为基准：

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	绝对收益在 15%以上
	增持	绝对收益在 5%至 15%之间
	中性	绝对收益在-5%-5%之间
	减持	绝对收益在-5%至-15%之间
	卖出	绝对收益在-15%以下

公司声明：

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本报告署名分析师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。

免责声明：

本报告仅供红塔证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息来源合法合规，本公司力求但不能担保其准确性或完整性，也不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，本报告中的证券或投资标的价格、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。投资者应当自行关注。

本公司已采取信息隔离墙措施控制存在利益冲突的业务部门之间的信息流动，以尽量防范可能存在的利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或者争取提供承销保荐、财务顾问等投资银行服务或其他服务。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的观点、结论仅供投资者参考，不构成投资建议。本报告也没有考虑到个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。在决定投资前，如有需要，投资者应向专业人士咨询并谨慎决策。除法律法规规定必须承担的责任外，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承担责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制或发布。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。如征得本公司同意后引用、刊发，则需注明出处为“红塔证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

红塔证券股份有限公司版权所有。

红塔证券股份有限公司对本声明条款具有唯一修改权和最终解释权。