

无评级

国内知名汽车越野改装件生产企业

风险评级：中高风险

北交所新股研究报告之天铭科技（836270.BJ）

2022年8月31日

投资要点：

黄秀瑜

SAC 执业证书编号：

S0340512090001

电话：0769-22119455

邮箱：hxy3@dgzq.com.cn

- **公司是国内知名的汽车越野改装件生产企业。**公司成立于2000年，是国家级高新技术企业，深耕汽车改装件行业，主要从事绞盘、电动踏板等汽车越野改装件的设计、研发、生产和销售，产品主要应用于山地越野车、皮卡、军车、SUV等车型，应用领域从汽车后装市场不断延伸至汽车前装市场，现已成为国内知名的汽车越野改装件生产企业。公司拥有较强的创新实力，截至2021年12月31日，拥有已授权的国内外专利179项，其中55项为发明专利，在行业内拥有较多的专利技术。
- **业绩保持快速增长，内销为公司盈利增长点。**2019-2022H1公司营收分别为1.40亿元、1.71亿元、1.90亿元、0.72亿元，近三年复合年增长率为16.28%；2019-2022H1公司归母净利润分别为1525.32万元、2869.1万元、3594.3万元、2001.89万元，近三年复合年增长率为53.51%。其中，公司境外业务发展较为平稳，营收较为稳定，公司近年业绩快速增长主要得益于境内前装业务的快速发展。2019-2021年，公司毛利率分别为36.33%、34.61%、36.94%，面对近年原材料价格上涨波动，公司毛利率水平表现出较强的韧性，总体较为平稳。2019-2021年，公司净利率分别为10.86%、16.82%、18.93%，盈利能力稳步提升。
- **国内改装市场处于起步阶段，需求有望逐步提升。**目前国内汽车改装政策限制较多，汽车越野改装件后装市场还处于起步阶段。但后市场的产业价值逐渐成为当今汽车市场深度开发和挖掘的“蓝海”，越野改装等产业也逐步成为新的消费热点。近年来我国针对汽车改装相继出台了一系列法规政策，为汽车越野改装件行业发展的合法合规性提供政策依据，表明国内汽车改装政策逐步放宽，有望推动国内汽车改装件行业的发展，将有利于公司对国内后装市场的开拓。
- **公司处于国内行业领先水平，率先打开国内前装市场。**公司深耕二十余年，打造了知名自主品牌“T-MAX”及完整的产业链，在越野改装件市场拥有较高的知名度及较强的市场竞争力。目前与长城汽车、东风汽车等知名整车厂商建立了长期的合作关系，率先打开了国内汽车前装市场，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，未来在汽车前装市场发展具备可持续性。
- **风险提示：**越野车行业景气度波动风险；军车市场需求下降风险；客户集中度较高风险；原材料价格波动风险；存货跌价风险；汇率波动风险；国际贸易政策风险。

目 录

1. 公司是国内知名的汽车越野改装件生产企业	4
1. 1 公司简介	4
1. 2 公司越野改装件产品丰富	5
1. 3 公司业绩保持快速增长	10
1. 4 “后装市场+前装市场” 双轮驱动	11
2. 国内改装市场处于起步阶段，需求有望逐步提升	13
2. 1 国内后装市场政策呈放宽趋势	13
2. 2 海外改装产业集中，国内迎发展机遇	14
2. 3 海外改装市场规模平稳增长，国内需求逐渐释放	15
3. 公司处于国内行业领先水平	18
3. 1 深耕行业多年，积累较高品牌知名度	18
3. 2 具备一定研发技术优势	18
3. 3 销售渠道分工明确，及时响应客户需求	19
3. 4 市场先发优势护航国内业务发展	19
4. 盈利能力领跑同行	19
4. 1 近三年营收利润稳步增长	20
4. 2 盈利能力较强，期间费用率较稳定	21
5. 投资建议	22
6. 风险提示	22

插图目录

图 1：公司业务发展历程	4
图 2：公司实际控制人股权结构图	5
图 3：车载绞盘产品结构图	6
图 4：公司绞盘产品分类	7
图 5：2019-2021 年公司主营业务收入构成	10
图 6：2021 年公司营收构成	10
图 7：2021 年公司毛利构成	10
图 8：2019-2022H1 公司营业收入 (亿元)	11
图 9：2019-2022H1 公司归母净利润 (万元)	11
图 10：2019-2021 年公司毛利率 (%)	11
图 11：2019-2021 年公司净利率 (%)	11
图 12：2019-2021 年公司国内外收入构成	12
图 13：2014-2024 年美国汽车售后改装配件市场规模 (亿美元)	15
图 14：2016-2021 年国内汽车改装行业市场规模 (亿元)	16
图 15：中国境内长线自驾游目的地分布	17
图 16：2010-2017 年中国年度国防费用构成	18
图 17：天铭科技与可比公司营收规模对比 (百万元)	20
图 18：天铭科技与可比公司营收增速对比 (%)	20
图 19：天铭科技与可比公司归母净利润对比 (万元)	20
图 20：天铭科技与可比公司归母净利润增速对比 (%)	20
图 21：天铭科技与可比公司毛利率对比 (%)	21
图 22：天铭科技与可比公司净利率对比 (%)	21

图 23: 天铭科技与可比公司销售费用率对比 (%)	21
图 24: 天铭科技与可比公司管理费用率对比 (%)	21
图 25: 天铭科技与可比公司财务费用率对比 (%)	22
图 26: 天铭科技与可比公司研发投入占比对比 (%)	22

表格目录

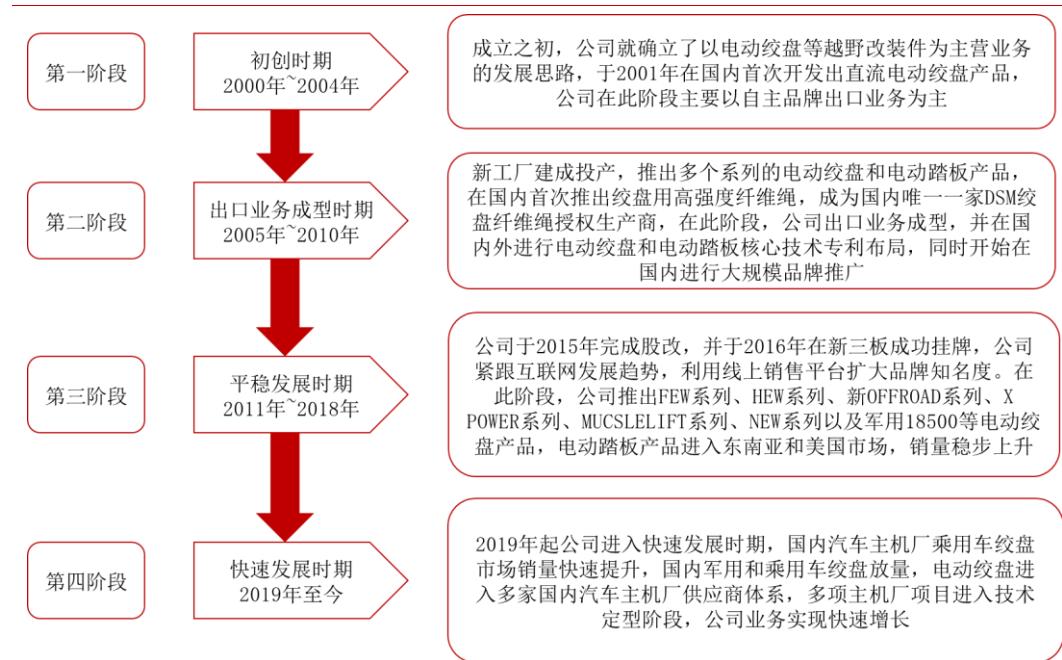
表 1: 绞盘各组成部分的主要功能	5
表 2: 公司各型号车载空压机产品	8
表 3: 公司尾门合页产品	9
表 4: 公司其他产品	9
表 5: 国内外不同销售市场竞争及公司市场份额	12
表 6: 国内后装市场相关法规、备案要求	13
表 7: 国内汽车改装政策逐步放宽	14
表 8: 同行业可比公司简介	19

1. 公司是国内知名的汽车越野改装件生产企业

1.1 公司简介

公司成立于 2000 年，是国家级高新技术企业。目前拥有现代化生产厂房面积 2.5 万平方米，现有员工 200 余人。公司成立二十多年以来，深耕汽车改装件行业，拥有较强的创新实力，研发的多项核心技术及产品具有较强的市场竞争力。核心专利技术是汽车改装件企业的关键核心竞争力之一，截至 2021 年 12 月 31 日，公司拥有已授权的国内外专利 179 项，其中国内专利 146 项，包括 23 项发明专利、75 项实用新型和 48 项外观专利，国外专利 33 项，包括 32 项发明专利，在行业内拥有较多的专利技术。

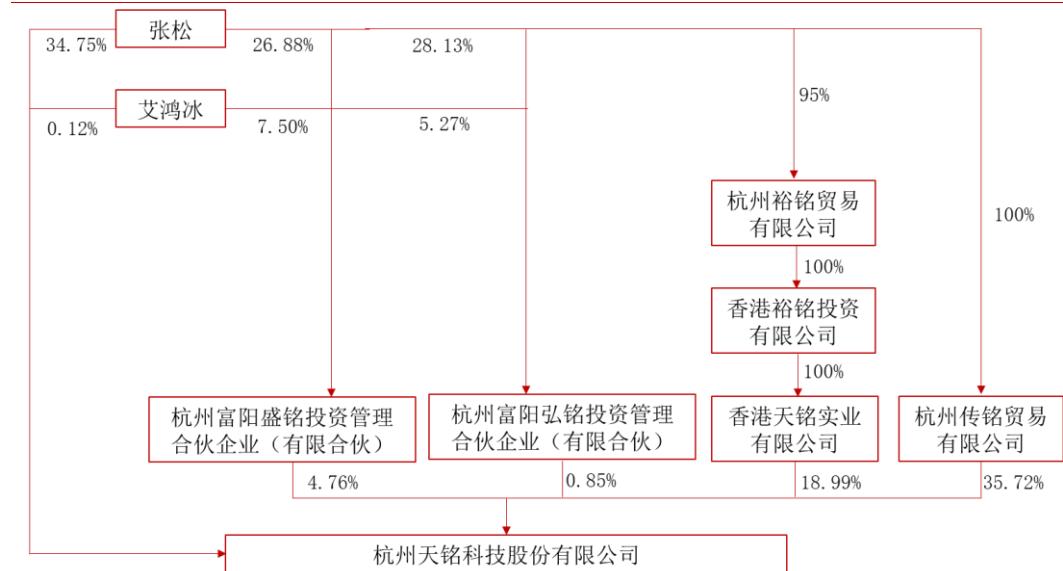
图 1：公司业务发展历程



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

公司控股股东为张松，直接持有公司 34.75% 的股份，并通过控制杭州传铭和香港天铭间接控制公司 54.71% 的股份。公司实际控制人为张松、艾鸿冰夫妇。张松和艾鸿冰直接持有公司 34.87% 的股份，并通过控制杭州传铭、香港天铭、盛铭投资合计控制公司 94.34% 的股份。

图 2：公司实际控制人股权结构图



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

1.2 公司越野改装件产品丰富

公司主要从事绞盘、电动踏板等汽车越野改装件的设计、研发、生产和销售，产品主要应用于山地越野车、皮卡、军车、SUV 等车型，应用领域从汽车后装市场不断延伸至汽车前装市场，现已成为国内知名的汽车越野改装件生产企业，与长城汽车、东风汽车等知名整车厂商建立了长期的合作关系。

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，具体情况如下：

(1) 绞盘

汽车绞盘是一种利用自身动力发动机旋转，通过另外一端的固定或者牵引的钢绳或者特殊索带把陷在困境中的汽车拉出来的一种工具，是越野车必备的工具之一。公司拥有知名绞盘自主品牌“T-MAX”以及完整的产业链。

表 1: 绞盘各组成部分的主要功能

主要部分	功能介绍
无线遥控	无线遥控体积小、携带方便，具有 IP67 等级的防水，包含整套无线遥控系统，并配备无线遥控接收器。无线遥控接收器内装有双强力磁铁，可牢固吸附在车体表面，主要用于控制绞盘运行方向。配置无线遥控后最大可使绞盘的信号范围达到 30 米，用户可以实现远距离灵活操作。
继电器	继电器采用整体式大电流集成设计，具有简约的外形和稳定的性能，同时 IP67 等级的防水设计，使得电动绞盘整体电控系统稳定可靠。作为电动绞盘电路控制的“心脏”，它可以通过控制手柄小电流信号实现控制绞盘电机运行，以保护操作人员的安全。
大功率串激工业电机	大功率串激工业电机采用工业级大功率串激电机设计，具有过载能力强的特点，作为绞盘的核心动力件，主要用于驱动绳筒快速收放绳。

支座	支座采用一体式压铸工艺，结构轻便且强度可靠，是整个绞盘的支撑部位，主要用于安装和支撑电动绞盘其他部件，并且用于绞盘与车体连接。
钢丝绳	钢丝绳采用专用的吊篮钢丝绳，其长度可以根据用户需求定做，实现超长救援距离。同时，钢丝绳上涂有醒目的警示油漆，清楚地标明安全绳位置，以保证用户使用的安全性。
超越式刹车机构	一种新型的刹车结构，外形尺寸小，可靠性高，使来自负载驱动的正反向运动都能够可靠逆止，可以满足用户根据实际使用情况灵活配置出绳方向的多样性要求。
压绳器	压绳器采用弹簧预紧式设计，具有机构简单、操作简便的特点，并且采用了尼龙压辊设计，整体轻巧，能够将钢丝绳更好地、有序地缠绕在绳筒上，防止发生钢丝绳乱绳后对绳索造成损伤的情况。
吊钩	吊钩采用羊角挂钩设计和高强度锻造工艺，具有结构紧凑、强度高、韧性好等特点，并且配备了弹簧安全舌片，可以防止货物坠落，增加操作的安全性，其安装在吊钩的开口处，具有起吊隔档的作用，醒目的吊钩带可以最大程度地保证用户使用的安全性。
控制手柄	控制手柄的设计符合人体力学，操控舒适，并且可以根据用户需求，配备合适的手柄线长度，用户能够在需要的位置灵活操作，主要用于控制绞盘运行方向。
力矩限制器	力矩限制器采用力矩限制设计，防止绞盘过载使用，保护电动绞盘和安装车体，主要用于保护电动绞盘钢丝绳不会因拉力过大而断裂，造成二次事故或伤害。
自锁式手动离合	自锁式手动离合采用一体式不锈钢离合手柄，具有长度合适、操作省力等特点，同时离合内附的自锁装置操作简便、安全可靠。电动绞盘配备离合器主要用来实现人工放绳的功能。
常闭式气动离合	电动绞盘配备离合器主要用来实现人工放绳的功能。
三级行星减速箱	三级行星减速箱主要包括减速箱体、固定内齿圈、一级行星轮组件、二级行星轮组件和三级行星轮组件。采用三级行星减速设计，使得绞盘具有效率高、体积小、齿轮接触点多、使用寿命长等特点，可以保证绞盘强大的动力输出。
滚柱导绳器	滚柱导绳器采用四滚柱设计，具有运行活、不卡滞、限位可靠等特点，主要用于限制钢丝绳随意摆动，以保证救援方向灵活可靠。

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

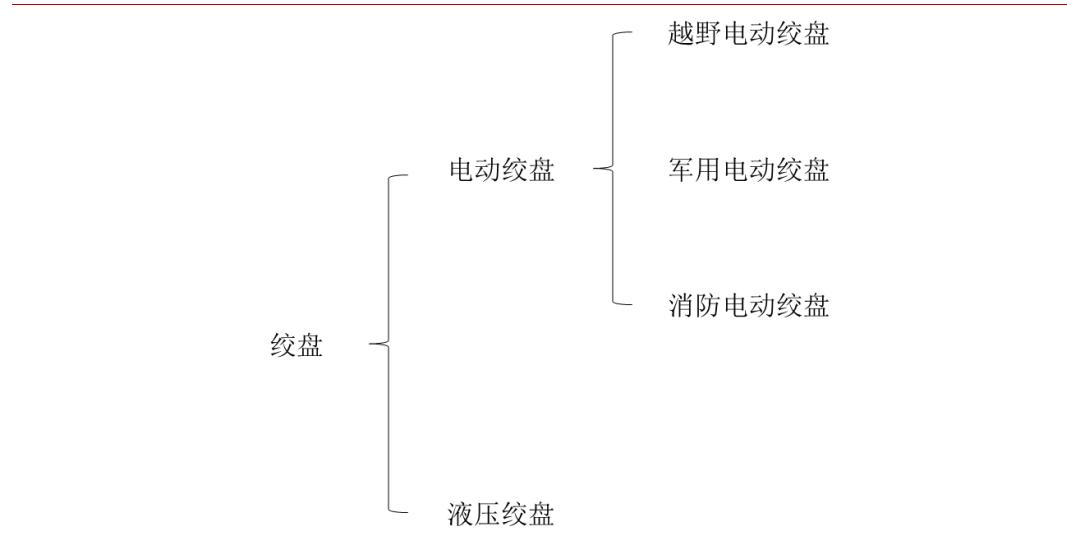
图 3：车载绞盘产品结构图



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

公司的绞盘根据动力源的不同分为电动绞盘、液压绞盘两大类，其中电动绞盘根据使用场景的不同又分为越野、军用及消防三类。

图 4：公司绞盘产品分类



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

(2) 电动踏板

公司的电动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。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。

(3) 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 2：公司各型号车载空压机产品

产品名称	产品示意图	产品简介
72L 车载空压机	 A black and yellow portable air compressor with a coiled yellow hose attached to the side.	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	 A larger black and yellow portable air compressor with a long black hose coiled on the left side and a pressure gauge on the right.	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	 A black portable air compressor housed in a black carrying case with a handle and a shoulder strap.	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：公司公告，东莞证券研究所

(4) 尾门合页

尾门合页主要用于解决汽车尾门负重受力变形下坠的问题，公司的尾门合页主要适用于吉普牧马人车型，具体如下：

表 3: 公司尾门合页产品

产品名称	产品示意图	产品简介
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。

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

(5) 其他越野改装件及附件

公司目前已开发出适用于多种越野车型的越野系列改装件及附件，主要为拖车带等产品，具体如下：

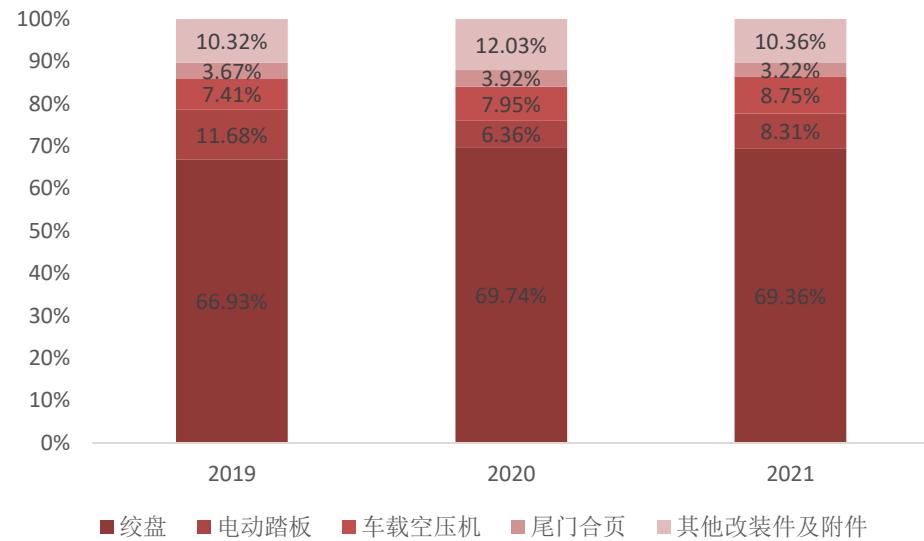
表 4: 公司其他产品

产品名称	产品示意图	产品简介
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：公司公告，东莞证券研究所

公司的主营业务收入由绞盘、电动踏板、车载空压机、尾门合页、其他改装件及附件等产品销售构成。

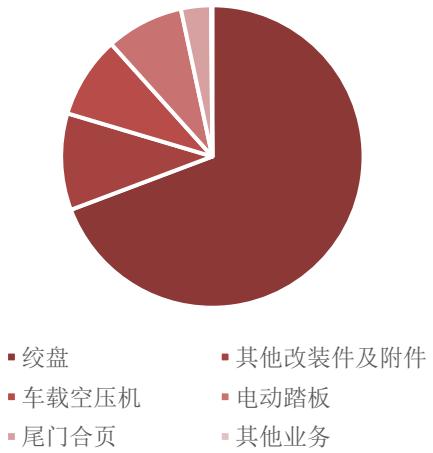
图5：2019–2021年公司主营业务收入构成



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

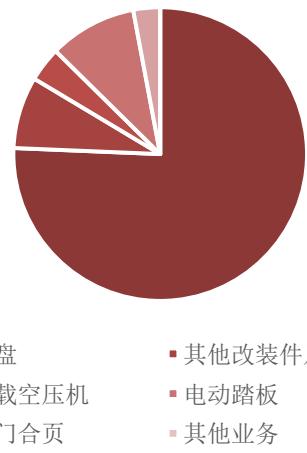
其中，绞盘业务营收占比约为 70%。2019–2021 年，公司绞盘业务收入分别为 9381.41 万元、11869.41 万元、13148.82 万元，占主营业务收入比重分别为 66.93%、69.74%、69.36%，为公司的主要收入来源。公司的主营业务毛利主要来源于绞盘和电动踏板的销售，二者在主要产品中的毛利率相对较高，2021 年的毛利率均超 40%。

图6：2021年公司营收构成



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图7：2021年公司毛利构成



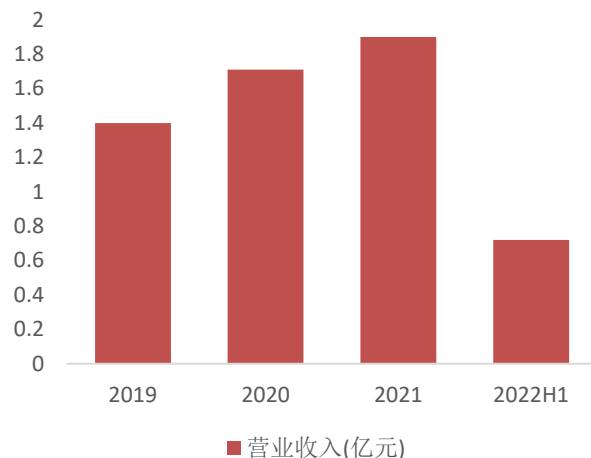
数据来源：iFinD，东莞证券研究所

1.3 公司业绩保持快速增长

2019–2021 年，公司实现营业收入分别为 1.40 亿元、1.71 亿元、1.90 亿元，近三年复合年增长率为 16.28%；实现归母净利润分别为 1525.32 万元、2869.1 万元、3594.3 万元，近三年复合年增长率为 53.51%，总体呈上升趋势。2022 年上半年，公司实现营业收入 7194.88 万元，同比下降 16.39%；实现归母净利润 2001.89 万元，同比增长 38.64%，

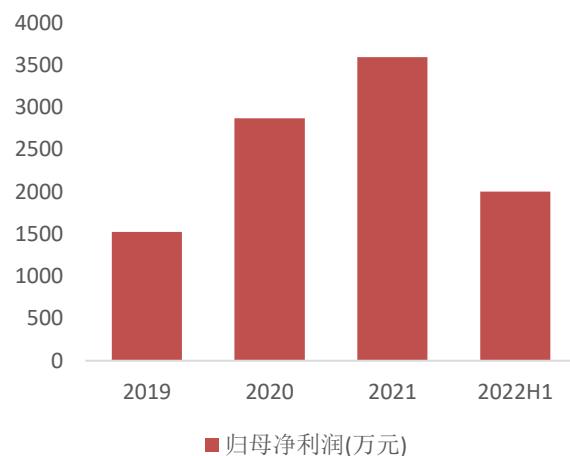
业绩继续保持较高的增长态势。2022年上半年，公司营收下降主要系由于上半年下游客户生产经营受疫情影响，产量下滑所致；公司在营收下降的情况下，实现归母净利润同比较高增幅的原因主要在于管理费用和财务费用减少、其他收益和营业外收入增加所致。

图8：2019–2022H1公司营业收入(亿元)



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

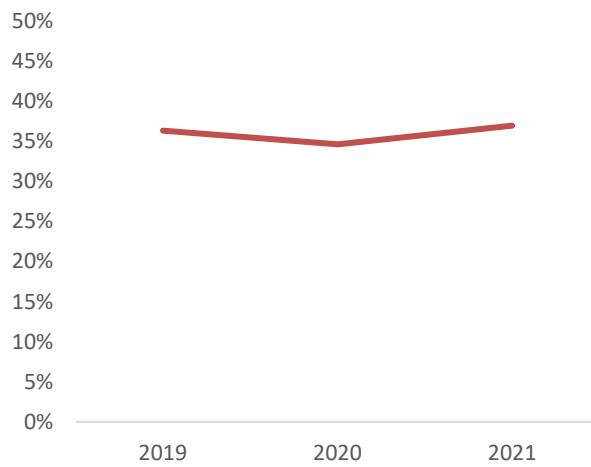
图9：2019–2022H1公司归母净利润(万元)



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

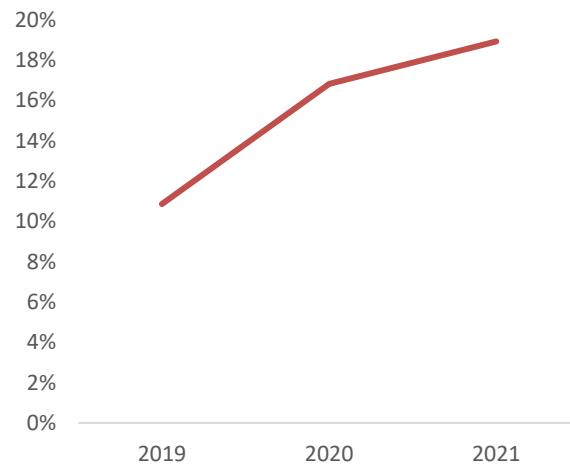
2019–2021年，公司毛利率分别为36.33%、34.61%、36.94%，面对近年原材料价格上涨波动，公司毛利率水平表现出较强的韧性，总体较为平稳。2019–2021年，公司净利率分别为10.86%、16.82%、18.93%，盈利能力稳步提升。2022H1毛利率和净利率分别为39.41%和27.82%，分别同比-0.24pct和+9.77pct。

图10：2019–2021年公司毛利率(%)



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图11：2019–2021年公司净利率(%)

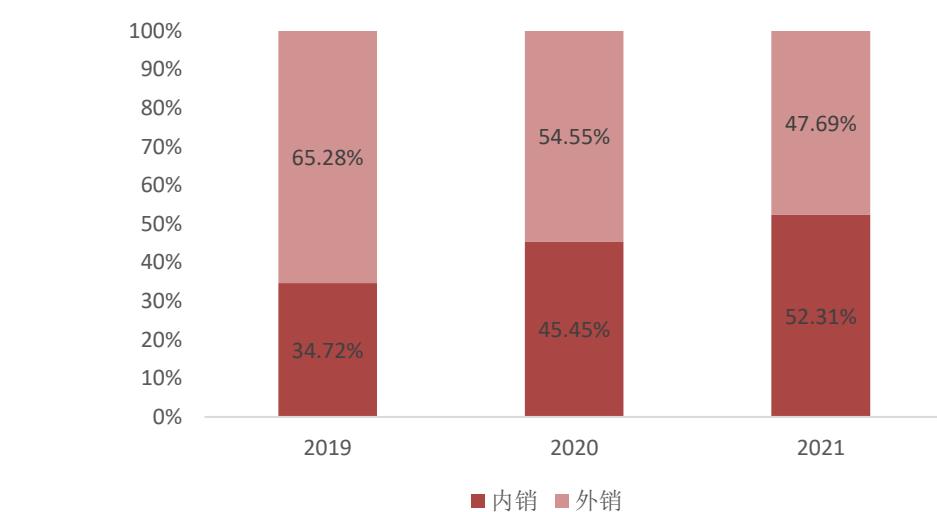


数据来源：iFinD，东莞证券研究所

1.4 “后装市场+前装市场” 双轮驱动

汽车越野改装件市场以汽车出厂为分界点，可分为前装市场和后装市场。公司产品主要应用于国外汽车后装市场以及国内汽车前装市场。公司产品从以国外后装市场销售为主，逐步向国内前装市场拓展，目前已形成了“后装市场+前装市场”双轮驱动的销售模式。

图 12: 2019-2021 年公司国内外收入构成



数据来源: iFinD, 东莞证券研究所

后装市场客户以国外品牌商和贸易商为主，前装市场客户以国内汽车主机厂以及特种车辆改装厂为主。针对不同销售市场的特点，公司采取了不同的销售模式。

表 5: 国内外不同销售市场竞争及公司市场份额

维度	市场		市场竞争情况	公司市场份额
	前装	后装		
国内	前装	处于起步发展阶段，市场缺乏竞争。	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。	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	处于境内前列水平，但市场销售金额较小。		
国外	前装	尚未涉及	完全成熟市场，市场竞争较为充分。	尚未涉及
	后装	市场份额还较小。		

资料来源: 招股说明书, 东莞证券研究所

公司通过参与汽车前装市场客户的同步研发，率先开拓了国内汽车前装市场，目前已与长城汽车、东风汽车等整车厂商建立了长期的合作关系。公司绞盘产品在长城汽车和东风汽车的采购比例达 100%。长城汽车的相关车型中公司产品一般为按照终端客户要求的选装件，东风汽车的军车车型中公司产品为必备装备件。尽管公司绞盘产品并非汽车整车的标准配置，但是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。

国内汽车前装市场已成为公司重要的收入来源及盈利增长点。公司正在逐步布局汽车越

野产业链上的多个节点，增加公司在整个产业链上的赢利点，有望提升公司的综合盈利能力。

2. 国内改装市场处于起步阶段，需求有望逐步提升

2.1 国内后装市场政策呈放宽趋势

公司产品在国内汽车后装市场的销售模式，是汽车出厂销售后，公司的产品通过改装门店、汽修厂等渠道进入市场，最终安装或放置在已售车辆上。机动车所有人需要履行相关的登记、备案要求：

表 6：国内后装市场相关法规、备案要求

产品名称	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（野外）的越野应急拖拽救援	<p>①就绞盘使用场景而言，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；</p> <p>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，公司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。</p>
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，东莞证券研究所

与大多数国外汽车改装行业政策相比，目前国内汽车改装政策限制较多，但当前公司销售重点主要围绕国外后装市场和国内前装市场，国内汽车改装政策对公司经营的影响较

小。目前我国汽车越野改装件后装市场还处于起步阶段。近年来我国针对汽车改装相继出台了一系列法规政策，为汽车越野改装件行业发展的合法合规性提供政策依据，表明国内汽车改装政策逐步放宽，有望推动国内汽车改装件行业的发展，将有利于公司对国内后装市场的开拓。

表 7：国内汽车改装政策逐步放宽

时间	政策	内容
2018 年 10 月	《完善促进消费体制机制实施方案（2018-2020 年）》	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
2019 年 6 月	《机动车查验工作规程（GA801-2019）》	从国家政策层面开始支持汽车改装
2021 年 2 月	《商务领域促进汽车消费工作指引》	指出我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
2022 年 3 月	中国消费品质量安全促进会汽车改装标准工作组成立	旨在为我国汽车改装的合法合规提供更多实用性的指导意见
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》	要求建立健全汽车改装行业管理机制，加快发展汽车后市场

资料来源：招股说明书，东莞证券研究所整理

2.2 海外改装产业集中，国内迎发展机遇

早期的汽车改装出于提高汽车速度和动力的目的，以满足比赛的极速追求，并从军车等车型的改装中不断发展中越野改装，主要是为了提高车辆的通过性。伴随着汽车市场的发展，消费者的个性化需求催生了民间改装市场，种类多样的改装件产品应运而生。汽车改装市场的发展也加速了越野车主改装需求的增长，同时也促进了汽车越野改装件市场的产业化发展。

汽车改装件行业作为汽车后消费市场的重要组成部分之一，经过发展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。这些企业生产规模大、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。

国内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，我国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《完善促进消费体制机制实施方案（2018-2020 年）》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；2019 年《机动车查验工作规程（GA801-2019）》进一步缩减了对汽车改装的限制；2020 年汽车改装新政策补充将行李架和踏板

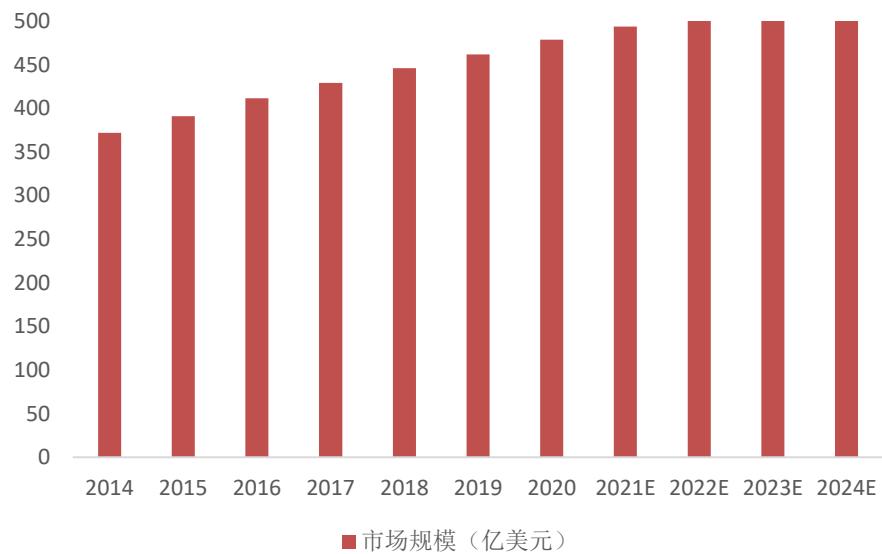
纳入改装范围等内容；2022年国务院发布的《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》，要求建立健全汽车改装行业管理机制，加快发展汽车后市场。上述政策的发布为我国汽车改装件行业的发展壮大创造了良好的外部环境。同时，国际上众多的知名品牌汽车厂商看重中国巨大的市场潜力和劳动力生产优势，纷纷在中国建厂生产，由此，汽车改装相关产业迎来更多的发展机遇。

近年来，国内汽车市场日益成熟，尤其在2020年新冠疫情的冲击下，汽车产业价值逐渐从汽车整车销售市场转移到后市场方向，后市场的产业价值成为当今汽车市场深度开发和挖掘的“蓝海”，越野改装等产业也逐步成为新的消费热点。我国的汽车改装件企业主要有外商投资企业以及民营企业等。外商投资企业通常与主机厂商建立了较为稳定的长期合作关系，具备良好的技术开发、生产管理等方面的优势，市场认可度较高。而国内民营企业由于起步晚、资金、技术以及人才等方面的限制，竞争力相对而言较弱。经过多年的积累和发展，汽车改装件企业不断改进生产工艺、降低生产成本、提高产品质量，在技术水平和生产管理水平上得到了很大程度的提高，形成了一批颇具实力的汽车改装件制造企业。我国部分汽车改装件制造企业已经成功打造出国产品牌，具有较强的国际市场竞争力。

2.3 海外改装市场规模平稳增长，国内需求逐渐释放

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》，2014-2020年，美国汽车售后改装配件市场规模从371.8亿美元逐年攀升至478.9亿美元，复合年增长率为4.31%。其中，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，2020年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13：2014-2024年美国汽车售后改装配件市场规模（亿美元）



资料来源：招股说明书，《2021 SEMA Market Report》，东莞证券研究所

随着国内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来看，2016-2021年，国内汽车改装行业市场规模分别为458.4亿元、498.7亿元、546.2亿元、608.8亿元、652.0亿元、703.1亿元，复合年增长率为8.93%，增速高于美国市场。从国内2016-2021年汽车改装市场规模的变动趋势来看，按照未来保持7.5%的增速进行预测，预计2026年国内汽车改装行业市场规模将达到1009亿元左右。这得益于国内汽车保有量的快速增长。根据中国汽车工业协会数据，截至2021年底，我国汽车保有量达3.02亿辆，千人保有量为214辆，相比美国千人保有量837辆仍存在一定的差距，但未来增长潜力较大，有望带动汽车改装等汽车后市场的发展。

图14：2016-2021年国内汽车改装行业市场规模（亿元）



资料来源：招股说明书，千讯咨询，东莞证券研究所

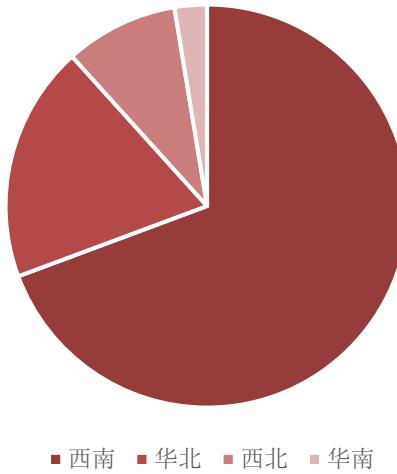
2.3.1 越野车市场

越野车作为一种为户外非铺装路面设计的车型，注重动力、通过性、负载能力、抗冲击及抗颠簸性等，下游主要应用场景包括：西北、西南等山地高原地区的自驾游刚需；从“城市日常代步”到“短途休闲娱乐”的消费升级需求。随着休闲娱乐需求和多元化的审美取向，特别是疫情后时代逐渐成为主流的国内自驾游均提高了越野车市场的潜在需求。

随着我国人民的物质生活逐渐得到满足，越来越多的人开始追求生活的品质，选择自驾游作为主要的出行方式，自驾游逐渐成为越野车需求的重要来源之一。根据华经产业研究院数据统计，我国内自驾游出游人次从 2012 年的 29.6 亿人次增长至 2019 年的 60.1 亿人次，增加了 2.03 倍。尽管 2020 年受疫情影响旅游市场出现短期下滑，但也使得越来越多的人从出国游转向国内自驾游，这也带动了协会、团体性质的户外越野活动，促进了中高端的硬派越野车需求。

从中国境内长线自驾游目的地来看，西南地区是我国长线自驾游的主要目的地，占比为 69.4%。西南地区复杂的路面环境，也使得越野车成为自驾游出行的首选，这带动了我国越野车市场的发展。公司的绞盘产品主要适用于越野应急自救，日益增长的越野需求给公司的产品带来了很大的市场发展空间。

图 15：中国境内长线自驾游目的地分布



资料来源：招股说明书，车轮研究院，途牛旅游网，东莞证券研究所

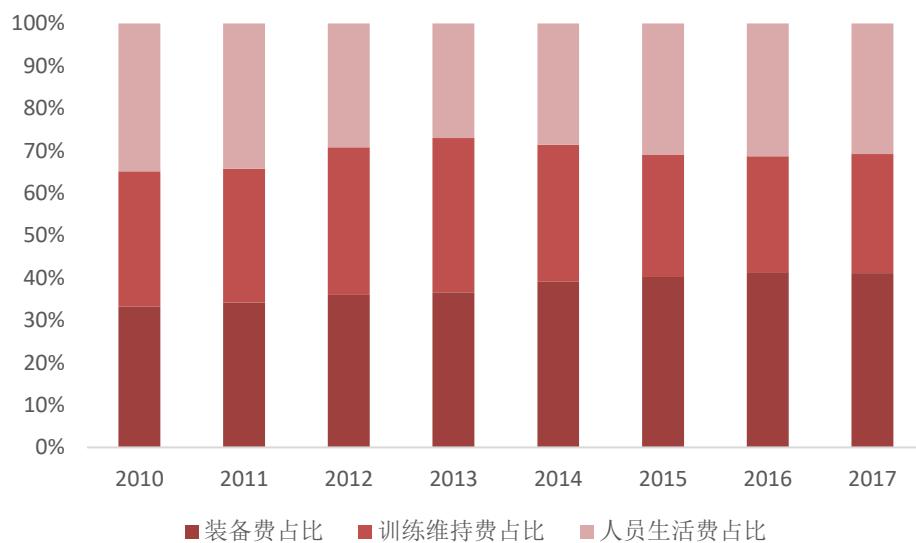
2.3.2 军车市场

2015 年开始，军民融合发展上升为国家战略。随着一系列政策和举措的出台，我国国防工业和国民经济的融合进一步加深，军民融合进入全新的发展阶段。“民参军”作为军民融合的一个维度，指的是民营资本或者以民品为主的企业进入军工行业，一般主要通过装备制造、基础器件制造和原材料供应等方式进入到国家军工体系中来。

公司绞盘产品自 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，我国国防费用年复合增速为 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高于其他两项费用。随着装备费的快速增长，2012 年起装备费已经成为国防费用构成中占比最大的部分，2015 年装备费在我国国防费用总支出的占比已经超过 40%，并且保持持续增加的态势。我国在国防支出投入上呈现增长趋势，其中装备费的支出占比不断上升，这将会带动军用车等部队采购需求的增长，有利于公司产品的市场拓展。

图 16：2010-2017 年中国年度国防费用构成



资料来源：招股说明书，《新时代的中国国防》，东莞证券研究所

3. 公司处于国内行业领先水平

3.1 深耕行业多年，积累较高品牌知名度

公司成立至今已经深耕汽车改装件行业二十多年，针对自身产品特点和终端客户的不同，公司按照客户需求生产定制化产品和非定制化产品，形成了以“T-MAX”为知名品牌的多系列越野改装件产品。得益于多年来海外市场的发展经历，公司产品获得了市场的认可，积累了较高的知名度。公司凭借着较强的同步研发技术水平，已进入了长城汽车、东风汽车等主机厂的供应商体系，实现了批量供货，率先打开了国内汽车前装市场。良好的品牌优势有利于公司吸引更多的国内整车厂商进行合作，进一步扩大业务规模。

3.2 具备一定研发技术优势

公司为国家级高新技术企业，拥有浙江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”。公司掌握了绞盘用高减速比、结构紧凑的行星减速机构等核心技术，形成了一系列专利和非专利技术研发成果。截至目前，公司已获得 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,为公司保持行业竞争力奠定基础。

3.3 销售渠道分工明确, 及时响应客户需求

公司遵循国外、国内市场并重的发展原则,积极开拓国内外市场。针对不同的销售市场,建立了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。在汽车前装市场,公司已与长城汽车、东风汽车建立了深度合作关系;在汽车后装市场,公司也拥有较为广泛的客户群体,随着国内汽车改装政策逐步放宽,后装市场业务规模有望不断扩大。

3.4 市场先发优势护航国内业务发展

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,开拓了国内汽车前装市场,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未来汽车前装市场发展的可持续性。

4. 盈利能力领跑同行

根据公司招股说明书以及结合公司规模的考虑,我们选取诺和股份、威尔弗作为公司的可比公司进行财务对比分析。可比公司简介如下:

表 8: 同行业可比公司简介

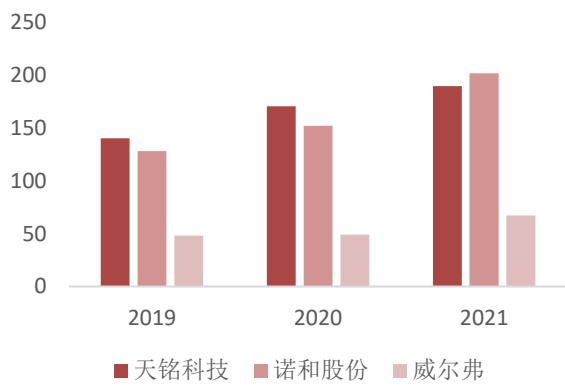
公司名称	主营业务	主要产品	应用领域	市场地位
诺和股份 (837393. NQ)	主要从事各种电动绞盘和液压绞盘等产品的研发、制造、销售和服务等业务。	主要产品包括各种型号的电动绞盘、液压绞盘、移车器和绞盘配件。	应用于工业、交通运输、户外作业等领域。	国内绞盘行业第一梯队。
威尔弗 (833724. NQ)	主要提供踏板,以及防护杠、行李架、挡泥胶(板)、排气管等汽车外饰零部件。	主要设计、制造各类 SUV、MPV、皮卡等乘用车的整车外饰件。	应用于 SUV、MPV、吉普车、皮卡车等乘用车。	/

资料来源:招股说明书,东莞证券研究所

4.1 近三年营收利润稳步增长

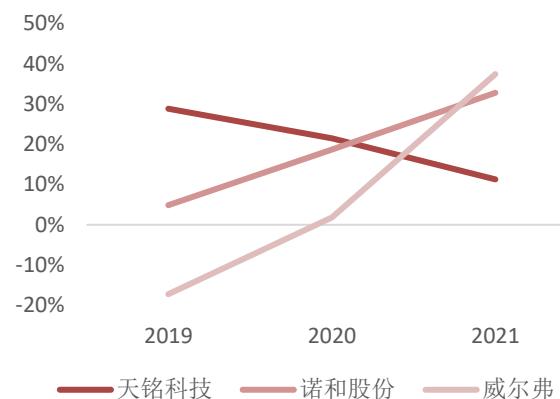
2021 年天铭科技实现营业收入 1.9 亿元，同比增长 11.28%，营收规模在三家公司中排名第二。营收增速方面，2019-2021 年，天铭科技、诺和股份、威尔弗的营收复合年增长率分别为 16.28%、25.53%、18.28%，天铭科技营收复合增速排名第三。

图 17：天铭科技与可比公司营收规模对比（百万元）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

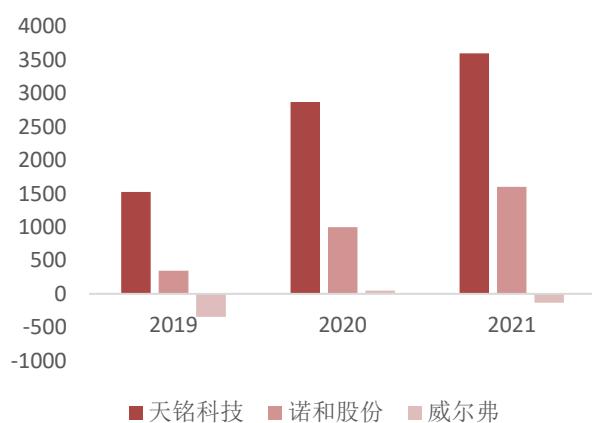
图 18：天铭科技与可比公司营收增速对比（%）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

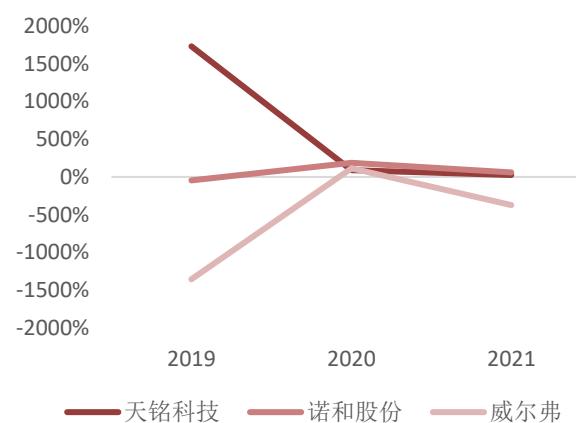
2021 年天铭科技实现归母净利润 3594.3 万元，同比增长 25.28%，归母净利润规模在三家公司中排名第一，归母净利润同比增速在三家公司中排名第二。天铭科技和诺和股份近三年的归母净利润均呈增长趋势，复合年增长率分别为 53.51% 和 114.76%，业绩表现均较优。

图 19：天铭科技与可比公司归母净利润对比（万元）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 20：天铭科技与可比公司归母净利润增速对比（%）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

4.2 盈利能力较强，期间费用率较稳定

2019–2021 年，天铭科技的毛利率分别为 36.33%、34.61%、36.94%，毛利率水平在可比公司中排名第一。2019–2021 年，天铭科技的净利率分别为 10.86%、16.82%、18.93%，净利率水平在可比公司中排名第一。总体来看，天铭科技近三年的盈利能力稳步提升，且明显优于其他 2 家可比公司。

图 21：天铭科技与可比公司毛利率对比 (%)

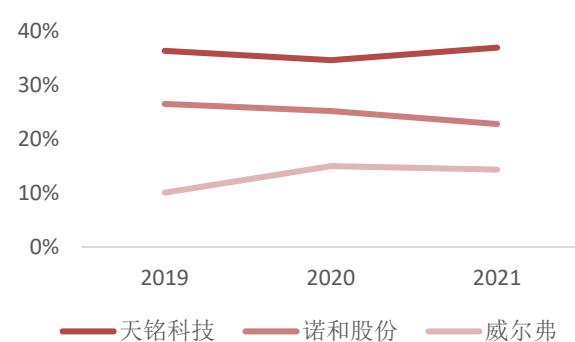
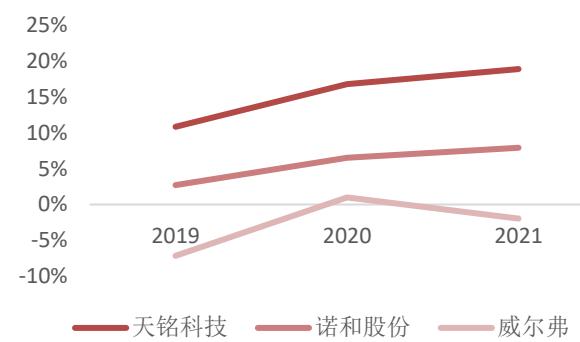


图 22：天铭科技与可比公司净利率对比 (%)



资料来源：iFind，东莞证券研究所

资料来源：iFind，东莞证券研究所

2019–2021 年，天铭科技的销售费用率分别为 9.28%、3.32%、3.02%，2020 年销售费用大幅减少后，2021 年基本保持平稳，与可比公司相比，销售费用率处于中等水平；管理费用率分别为 8.53%、6.29%、8.31%，与可比公司相比，处于合理水平；财务费用率分别为-0.19%、1.38%、0.49%，由于公司的出口业务比重较大，受到汇率波动的影响，财务费用会出现较大波动。总体来看，天铭科技近两年的期间费用率较为稳定。

图 23：天铭科技与可比公司销售费用率对比 (%)

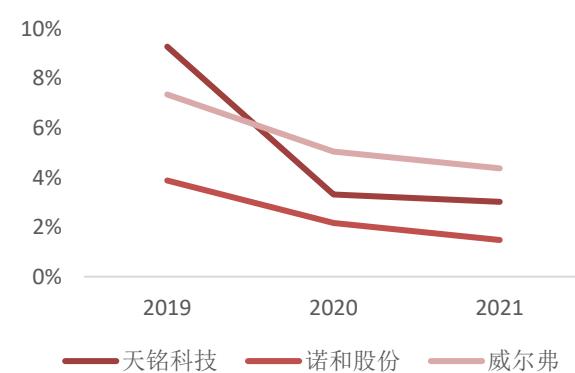
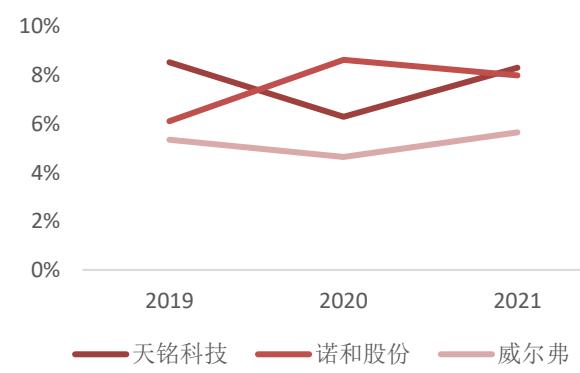


图 24：天铭科技与可比公司管理费用率对比 (%)



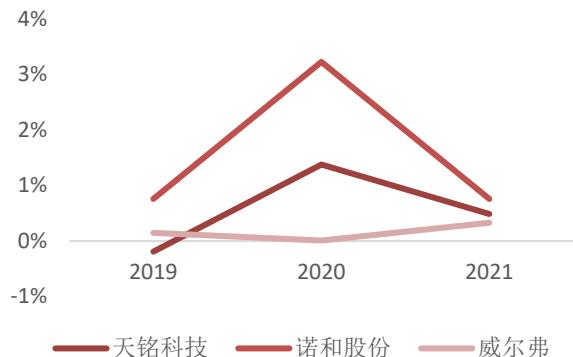
资料来源：iFind，东莞证券研究所

资料来源：iFind，东莞证券研究所

汽车越野改装件企业的关键核心竞争力在于越野改装件的核心专利技术、较高的品牌知名度和影响力、先进的制造工艺和设备、完善高效的供应链系统，以及面向市场需求的

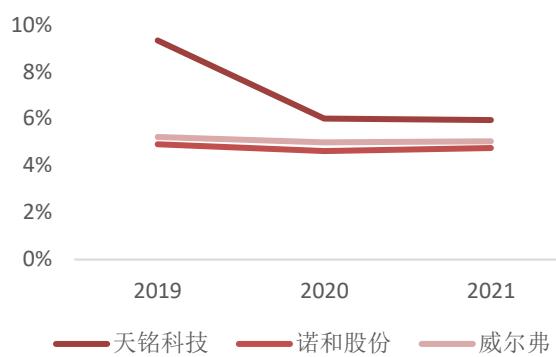
新产品的研发创新能力等。2019-2021 年, 天铭科技重视研发投入, 研发费用率分别为 9.33%、6.00%、5.94%, 研发费用率高于其他 2 家可比公司。

图 25: 天铭科技与可比公司财务费用率对比 (%)



资料来源: iFind, 东莞证券研究所

图 26: 天铭科技与可比公司研发投入占比对比 (%)



资料来源: iFind, 东莞证券研究所

5. 投资建议

公司深耕汽车改装件行业 20 余年, 为国内知名的汽车越野改装件生产企业, 近年来营收规模和业绩均呈持续较快增长的趋势。随着汽车保有量持续增长, 越野车高性能以及个性化的改装需求不断增长。公司目前已形成了“后装市场+前装市场”双轮驱动的销售模式, 主要围绕国外后装市场及国内前装市场。在市场份额上, 国外市场方面, 份额还较小, 国内市场方面, 基本占据全部国内前装市场, 在国内后装市场也处于前列水平。

展望未来, 目前国内汽车改装政策限制较多, 汽车越野改装件后装市场还处于起步阶段。但后市场的产业价值逐渐成为当今汽车市场深度开发和挖掘的“蓝海”, 越野改装等产业也逐步成为新的消费热点。近年来我国针对汽车改装相继出台了一系列法规政策, 为汽车越野改装件行业发展的合法合规性提供政策依据。未来国内汽车改装政策有望呈逐步放宽趋势, 有望推动国内汽车改装件行业发展, 将有利于公司对国内后装市场的开拓。

公司近三年产能利用率保持较高水平, 本次募投项目主要为高端越野改装部件生产项目, 项目建成达产后, 公司产能将得到大幅提升, 经营规模和盈利能力有望进一步提升。

6. 风险提示

(1) 越野车行业景气度波动风险

越野车的产销规模与宏观经济的景气度息息相关, 受到国民收入水平、国内外经济增速和汽车产业政策等因素的影响。如果未来全球及国内宏观经济发展态势不及预期, 将影响越野车行业的景气度, 进而影响公司所在越野改装件行业的发展前景, 对公司销售规模、经营业绩和财务状况带来一定程度的不利影响。

(2) 军车市场需求下降风险

因军工产品涉及国防安全的特殊性，国家对军工产品的采购实行严格控制，且具有高度的计划性，因此公司的产品需求会受到我国军费预算和装备采购计划的影响，以及可能出现的其他潜在竞争对手，都将会对公司在军车市场的业绩产生一定的影响，若公司军车相关产品采购需求下降且其他产品需求无法弥补，将直接导致公司经营业绩下降。

(3) 客户集中度较高风险

近三年公司对前五大客户的销售收入占比超过七成，其中对第一大客户销售占比达到三成，客户集中度较高。如果主要客户未来生产经营发生重大不利变化，导致对公司产品需求下降或订单转移，可能对公司的业务发展和业绩产生较大不利影响。

(4) 原材料价格波动风险

剔除物流费及综合服务费、外购产成品后，公司主营业务成本中直接材料成本占比 80% 左右，主要为电缆、电机转子、钢丝绳等。近三年，铝、铜等大宗原材料市场价格出现一定波动，若未来原材料价格持续上涨或大幅波动，公司未能及时将成本波动风险转嫁至下游，将增加公司的经营成本，对公司经营业绩产生一定不利影响。

(5) 存货跌价风险

随着业务规模不断扩大，公司存货规模逐年上升，近三年公司存货账面价值占流动资产的比例较高。若公司产品需求或行业出现重大不利变化，可能导致存货无法顺利实现销售，或者存货价格出现大幅下跌的情况，公司面临存货跌价风险。

(6) 汇率波动风险

2019-2021 年公司境外业务的收入占比分别达到 65%、54%、48%，虽然占比呈下降趋势，但仍然较高。人民币汇率波动将直接影响外销产品价格及汇兑损益，如果人民币汇率发生不利波动，将可能对公司的业绩表现造成一定的不利影响。

(7) 国际贸易政策风险

公司境外业务主要出口地区包括北美洲和欧洲等，若未来公司产品主要出口国家和地区实施加征关税等贸易保护主义政策或国际局势动荡，将可能导致境外客户对公司产品的采购订单下降，从而对公司经营业绩产生不利影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn