



天铭科技 (836270.BJ)

越野改装件龙头企业，后装市场前装化实现增量

买入 (首次评级)

当前价格: 12.41 元
目标价格: 16.37 元

投资要点:

► **本土越野改装件起家，募投产能助力利润增长。** 公司为全球汽车越野改装件领军企业，产品包括绞盘、电动踏板及相关辅件，终端应用于CUV、SUV、皮卡类越野车型，业务主要覆盖国内汽车主机厂及全球后装市场。2019-2022年，公司收入、净利润CAGR为5.6%/42.4%，ROE中枢21%，盈利能力卓越。当前，公司产能利用率处于较高水平，预计到2025年新建厂房落地后，每年将新增产能：绞盘17万台、电动踏板5万台、高强度纤维绳1.5万条、车载空压机35万台，预计增厚利润0.77亿元。

► **海外后装稳步增长，国内前装蓄势待发。** 海外汽车改装行业发展成熟，后装市场竞争充分，公司份额相对较小，核心竞争对手包括WARN、LUND、AMP等。相比之下，国内越野改装市场尚处于起步阶段。由于政策限制，本土改装件后装市场的发展呈现出前装化趋势，2026年规模有望达1003亿元，CAGR5 7.4%。

► **北美踏板市场重启+双电机独家专利+主机厂项目推进，彰显公司中长期发展信心。** 1) **电动踏板：** 为公司当前核心放量业务，2023全年有望实现翻倍增长，收入预计超过1亿元。自2017年以来，由于美国诉讼案的影响，公司电动踏板销售一直处于停滞状态。当前，随着诉讼案和解及LUDN相关专利到期，公司凭借全球独家双电机专利，未来展现出较大增长空间。此外，建议关注新能源车配套踏板市场，特斯拉Cybertruck有望成为潜在客户。2) **绞盘：** 公司凭借先发优势，几乎垄断国内军车、皮卡和硬派越野市场中批量选装绞盘的全部份额。目前，已成为长城炮、坦克300、东风猛士等车型的唯一供应商。订单需求显著增长，在同类产品中采购率可达100%。未来，公司绞盘产品的放量关键在于35个境内主机厂前装项目，目前仅有3个实现大规模批量生产，需关注后续项目落地情况。

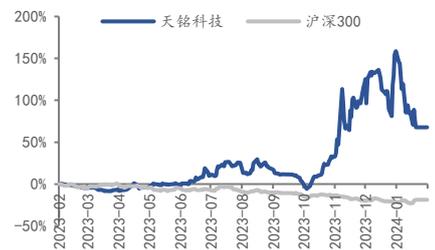
► **盈利预测与投资建议：** 预计2023-2025年公司营业收入复合增速33%，归母净利润复合增速24%。考虑到公司产能逐步释放+国内绞盘项目推进+北美电动踏板市场重启，具备突出的成长潜力，我们给予公司2024年19倍PE，目标价格16.37元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

► **风险提示：** 踏板业务销量不及预期，越野车行业景气度波动，客户集中度高，专利风险，原材料价格波动，外汇汇率波动。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	87/22
总市值/流通市值 (百万元)	1082/276
每股净资产 (元)	4.54
资产负债率 (%)	13.14
一年内最高/最低 (元)	17.87/6.32

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 彭元立

执业证书编号: S0210522100001

邮箱: PYL3957@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	190	165	259	326	390
增长率	11%	-13%	57%	26%	20%
净利润 (百万元)	36	44	61	75	83
增长率	25%	22%	38%	24%	11%
EPS (元/股)	0.41	0.50	0.70	0.86	0.96
市盈率 (P/E)	30.1	24.6	17.8	14.4	13.0
市净率 (P/B)	6.8	2.9	2.6	2.5	2.2

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键假设

假设 1: 绞盘: 公司目前参与了国内前装市场的 35 个汽车主机厂项目, 其中仅有 3 个实现大规模批量生产, 其他部分定点项目将在未来有序推进。预计 2023-2025 年, 公司绞盘分别实现销售 5.2/5.8/6.5 万台, 单价分别为 2032/2052/2066 元, 毛利率 44.58%/45.22%/42.16%。

假设 2: 电动踏板: 随着公司电动踏板与美国 LUND 相关诉讼和解及对方专利到期, 公司开始在北美市场放量生产。凭借全球唯一双电机专利, 及客户认可度, 我们认为该产品具备较强成长可能性。预计 2023-2025 年, 公司踏板产品销量分别为 4.6/6.5/8.1 万台, 单价小幅提升至 2815/2824/2857 元, 毛利率为 42.19%/42.74%/42.07%。

我们区别于市场的观点

市场或担心公司收入高增不可持续。我们认为促使公司收入增长、盈利能力提升的积极因素主要在于两大核心业务板块突出的成长潜力。1) 绞盘: 海外业务进入平稳发展阶段, 主要增量在于国内前装市场的 35 个主机厂项目, 当前仅有 3 个实现大规模放量, 其余项目的逐步兑现将为公司带来稳定的增长来源; 2) 电动踏板: 在与美国 LUND 诉讼案和解后, 公司凭借全球唯一的双电机专利, 产品性能在北美市场获得认可。因此, 我们认为两大核心产品同时放量下, 将为公司整体业绩提供有力支撑。此外, 新建募投项目产能释放后, 对公司发展也有积极影响。

股价上涨的催化因素

前装绞盘项目推进超预期, 电动踏板销量超预期, 政策限制放宽利好国内汽车改装行业发展。

估值与目标价

我们选取易实精密、东箭科技、中国汽研、开特股份作为可比对象, 行业 2024 年平均 PE 为 19X。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.61/0.75/0.83 亿元, 同比+38%/+24%/+11%。随着公司国内绞盘项目逐步落地+北美电动踏板市场重启, 我们认为公司具备突出的成长潜力, 首次覆盖给予公司 2024 年 19 倍 PE, “买入”评级, 对应市值 14 亿元, 目标价格 16.37 元/股。

风险提示

踏板业务销量不及预期, 越野车行业景气度波动, 客户集中度高, 专利风险, 原材料价格波动, 外汇汇率波动。

正文目录

1	全球越野改装件龙头，产能爬坡放量在即	5
1.1	深耕越野改装 20 余年，管理层结构稳定	5
1.2	财务数据：2019-2022 年净利润 CAGR 42.4%，净利率中枢 18%，ROE 中枢 21%	7
1.3	产能扩张：募投产能逐步推进，建成后助力核心产品放量增长	9
2	汽车改装市场：海外后装稳步增长，国内前装蓄势待发	10
3	竞争格局：国内市场呈垄断竞争模式，公司具备比较优势	14
4	电动踏板：双电机专利优势，带动海外市场持续放量	16
5	绞盘：国内前装份额领先，关注主机厂项目进展	18
6	盈利预测及投资建议	21
6.1	盈利预测	21
6.2	估值及投资建议	22
7	风险提示	23

图表目录

图表 1：公司历史发展	5
图表 2：公司产品主要用于拖拽作业及快速打气	5
图表 3：公司股权结构（截至 2023 年三季度）	6
图表 4：2019-2023Q3 公司营业收入及增速	7
图表 5：2019-2023Q3 公司归母净利润及增速	7
图表 6：2019-2023Q3 公司费用率情况	8
图表 7：2019-2023Q3 公司盈利能力	8
图表 8：2019-2023Q3 公司净资产收益率情况	8
图表 9：2018-2023H1 公司分区域营业收入	9
图表 10：公司各产品产能情况梳理	9
图表 11：2022-2025 年募投资金生产建设项目	9
图表 12：汽车改装市场产业链图谱	10
图表 13：中国汽车改装市场相关政策	11
图表 14：改装领域已形成“后装市场+前装市场”双轮驱动	11
图表 15：2014-2024E 美国汽车售后改装市场规模	12
图表 16：2020 年美国 CUV、SUV、皮卡市场份额 57%	12
图表 17：中国汽车保有量呈现稳步增长态势	12
图表 18：2016-2026E 中国汽车改装市场规模及增速	12
图表 19：长城汽车山海炮搭配天铭科技绞盘	13
图表 20：JEEP 搭配天铭科技绞盘	13
图表 21：2020 年美国狭义越野车渗透率达 7%	13
图表 22：2010-2023 年我国 SUV 销量及占比情况	13
图表 23：东风汽车第三代“猛士”军车搭配天铭科技绞盘	14
图表 24：上汽消防车搭配天铭科技绞盘	14
图表 25：全球改装市场竞争格局	14
图表 26：国内同行业可比公司关键业务数据对比	15
图表 27：公司境内外市场竞争格局	15
图表 28：美国皮卡市场对应电动踏板理论市场空间	16
图表 29：高底盘车型安装电动踏板前后对比	16
图表 30：利用踏板方便上下车	16
图表 31：电动踏板产品结构示意图	17

图表 32: 公司电动踏板配备单侧双电机	17
图表 33: 2018-2022 公司电动踏板营业收入及增速	17
图表 34: 2018-2022 公司电动踏板毛利率情况	17
图表 35: 2019-2021 年公司电动踏板销量及增速	18
图表 36: 2019-2021 年公司电动踏板售价及成本	18
图表 37: 特斯拉皮卡 cybertruck	18
图表 38: 越野车型改装绞盘前后对比	19
图表 39: 利用绞盘进行拖拽作业	19
图表 40: 绞盘产品结构示意图	19
图表 41: 公司绞盘采用高减速比、结构紧凑的行星减速机构	19
图表 42: 2023 年长城皮卡全球销量 20.23 万辆	20
图表 43: 2021-2023 年坦克 300 系列皮卡销量	20
图表 44: 2020-2023 年长城炮系列皮卡销量	20
图表 45: 2018-2022 公司绞盘营业收入及增速	21
图表 46: 2018-2022 公司绞盘毛利率情况	21
图表 47: 2019-2021 年公司绞盘销量及增速	21
图表 48: 2019-2021 年公司绞盘售价及成本	21
图表 49: 天铭科技分产品盈利预测	22
图表 50: 可比公司估值表 (收盘价截至 2024/02/22)	23
图表 51: 财务预测摘要	24

1 全球越野改装件龙头，产能爬坡放量在即

1.1 深耕越野改装 20 余年，管理层结构稳定

公司创建于 2000 年，为全球汽车越野改装件龙头企业，主要从事绞盘、电动踏板及辅件的销售，产品应用于山地越野车、皮卡、军车、SUV 等中大型汽车。公司已形成自主品牌“T-MAX”、“E-BOARD”，业务布局国内汽车主机厂及全球后装市场，与长城汽车、东风汽车、四川川消等知名汽车制造商，TAP、PILOT 等品牌商，WINCH、青岛天铭等贸易商建立了长期稳定的合作关系。

图表 1：公司历史发展



数据来源：招股说明书，wind，华福证券研究所

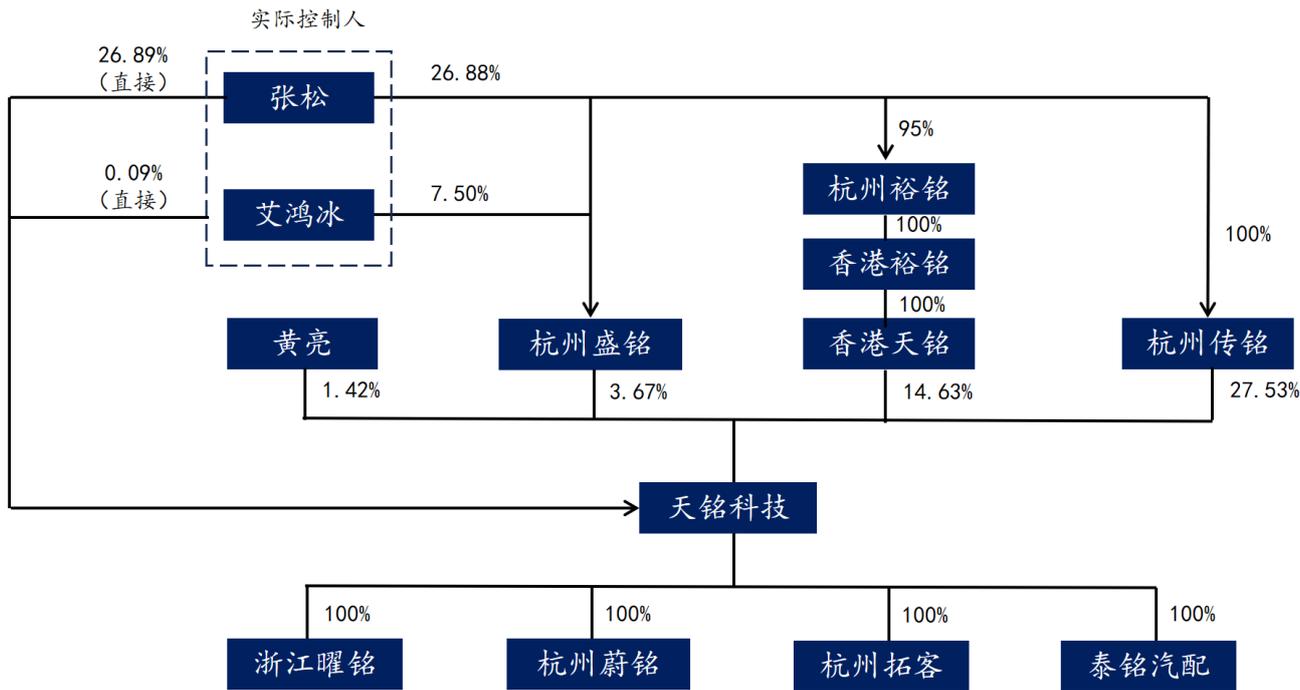
图表 2：公司产品主要用于拖拽作业及快速打气

产品类别	示意图	产品简介	适配场景	收入占比	
绞盘		体积小、重量轻、拉力大、操作便捷、智能控制	主要用于越野车遇到恶劣路况或险情时自救或互救	84.64%	
		性价比高	中端越野车客户量身定制		
		采用集成一体化设计技术，具有拉力大，性能稳定等优点	-		
		采用改良电机，拥有更好性能	-		
		最大可提供6000磅拉力，具有体积小、重量轻、操作便捷等优点	针对ATV/UTV全地形车特点设计的轻型绞盘		
		已通过国家军用标准的型式试验	特种改装车辆		
军用电动绞盘		已通过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		
消防电动绞盘		操作便捷、持续工作能力强、安全性较好	工业牵引和拖拽场合		
液压绞盘		已通过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		
电动踏板	-		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	越野车、SUV、皮卡、商务车等底盘较高的车型	
辅件		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	15.36%	
		标称流量为160L，流量大、充气速度快			
		标称流量为180L，采用新技术，电机性能更高			
		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，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	吉普牧马人车型		
尾门合页		具有高弹性、高拉力等优点	适用于牵引救援		
拖车带					

数据来源：wind，招股说明书，华福证券研究所（注：收入占比数据来自2022年）

管理层控制权清晰，实控人直接持股 26.98%。公司实控人张松、艾鸿冰，分别担任公司董事长兼总经理、董事兼副总经理，两人直接持股 26.98%，并通过杭州传铭、香港天铭、盛铭投资间接持股 42.69%，合计持股 70%以上。

图表 3：公司股权结构（截至 2023 年三季度）

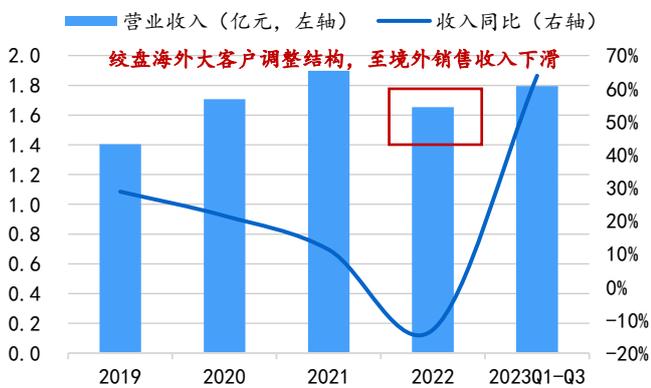


数据来源：招股说明书，公司公告，华福证券研究所

1.2 财务数据：2019-2022 年净利润 CAGR 42.4%，净利率中枢 18%，ROE 中枢 21%

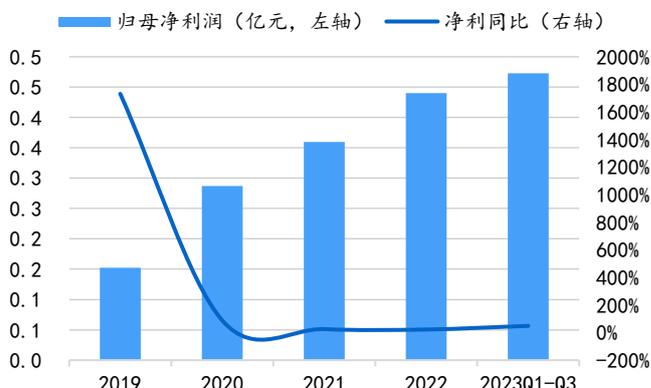
业绩快速增长，ROE 中枢 21%。2019-2022 年，公司收入从 1.40 亿元提升至 1.65 亿元，CAGR 5.60%；净利润从 0.15 亿元提升至 0.44 亿元，CAGR 42.38%；ROE 中枢为 21%。2023 年前三季度公司营收增长 63.88%，归母净利润增长 48.62%。

图表 4：2019-2023Q3 公司营业收入及增速



数据来源：wind，华福证券研究所

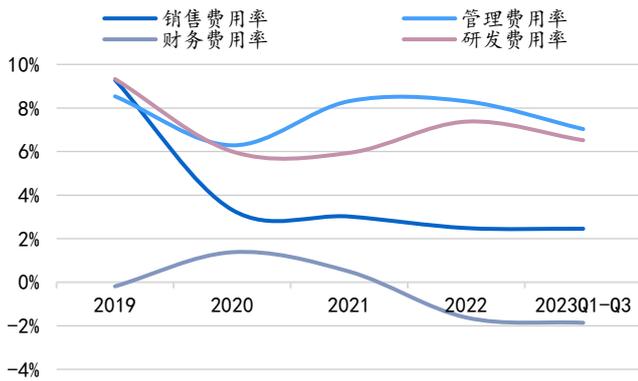
图表 5：2019-2023Q3 公司归母净利润及增速



数据来源：wind，华福证券研究所

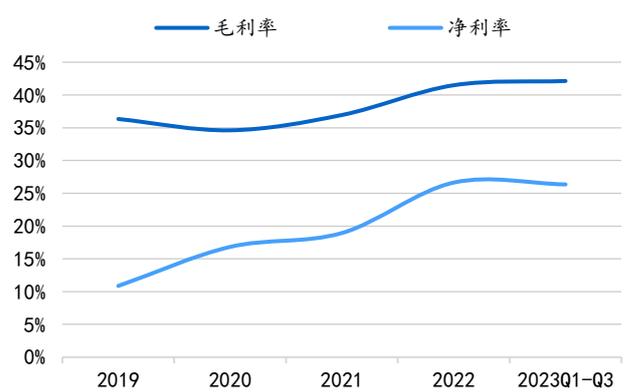
费用率持续优化，净利率大幅增长。2022 年公司销售/管理/研发费用率分别为 2.49%/8.30%/7.37%，同比-0.53/-0.01/+1.43pcts，各项费用持续改善下带动利润率增长。2019-2022 年，公司净利率从 10.86%提升 15.77 个百分点至 26.63%。

图表 6: 2019-2023Q3 公司费用率情况



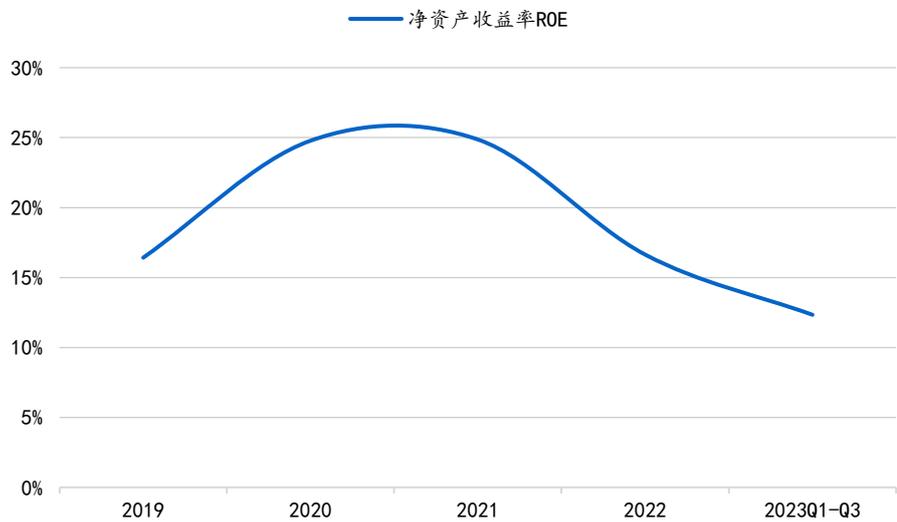
数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 7: 2019-2023Q3 公司盈利能力



数据来源: wind, 华福证券研究所

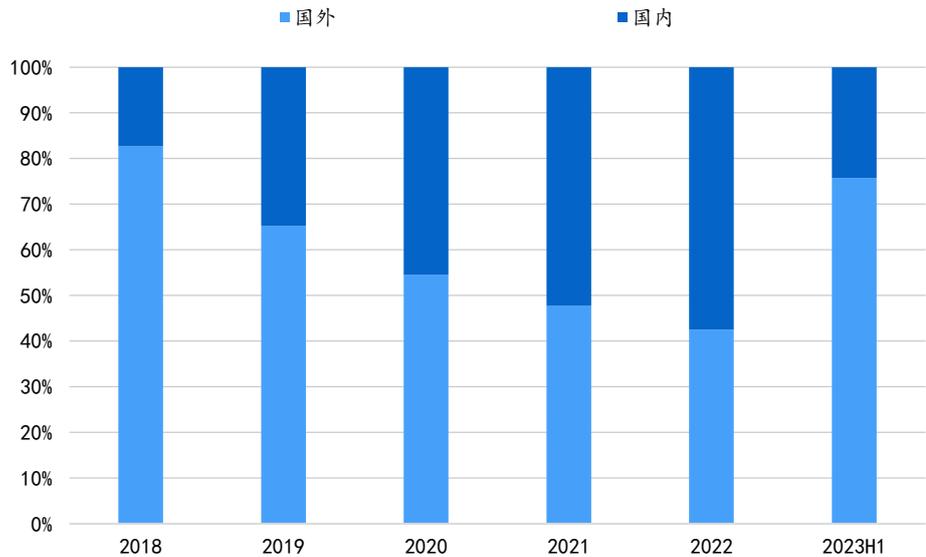
图表 8: 2019-2023Q3 公司净资产收益率情况



数据来源: wind, 华福证券研究所

外销收入主要来自北美，内销占比呈上升态势。公司境外业务主要集中于北美、欧洲及亚洲市场，2023H1 收入为 0.81 亿元，同比+162.14%，主要系公司踏板产品于美国市场重启，带动海外销售收入大幅增长。国内方面，随着不断加大本土市场的开发力度，公司品牌知名度显著提升，2018-2022 年内销收入占比从 17.26% 上升至 57.50%。

图表 9：2018-2023H1 公司分区域营业收入



数据来源：wind，华福证券研究所

1.3 产能扩张：募投产能逐步推进，建成后助力核心产品放量增长

电动踏板产能 2022 年为 1800 套/月，2023 年 3 月提升至 4000 套/月，5 月提升至 6000 套/月，产能利用率保持较高水平；绞盘产能为 10 万台/年，目前有部分空余。此外，公司空压机由于产能限制，当前仍为 OEM 产品，生产成本较高。

图表 10：公司各产品产能情况梳理

	2022 年	2023 年 3 月	2023 年 5 月	当前状态	2025 年后
电动踏板	1800 套/月	4000 套/月	6000 套/月	产能利用率高	新增 5 万台
绞盘	7 万台/年	10 万台/年	10 万台/年	有部分空余产能	新增 17 万台
空压机	-	-	-	OEM 生产	新增 35 万台

数据来源：公司公告，招股说明书，华福证券研究所

募投助力缓解产能瓶颈，预计增厚公司利润 0.77 亿元/年。2022 年，公司募集资金用于高端越野改装部件生产项目及研发中心建设项目，投资总额 2.83 亿元，建设周期 3 年。建成后，2026/2027 年将逐步实现产能爬坡，预计达产 55%/70%，2028 年完成满产。届时，公司将实现年产能绞盘 17 万台、电动踏板 5 万台、高强度纤维绳 1.5 万条、车载空压机 35 万台，预计新增年销售收入、年利润总额 5.97/0.77 亿元。

图表 11：2022-2025 年募投资金生产建设项目

实施项目	投资总额 (亿元)	拟投入募集资金 (亿元)
高端越野改装部件生产项目	2.51	1.36
研发中心建设项目	0.32	0.32

合计	2.83	1.68
----	------	------

数据来源：公司公告，招股说明书，华福证券研究所

2 汽车改装市场：海外后装稳步增长，国内前装蓄势待发

汽车改装可满足消费者对个性化、性能提升和驾驶体验改善的需求。起初，汽车改装主要用于提高速度和动力，满足赛车及军用车辆的需求；随着其市场的逐步发展，民间改装需求应运而生。当前，全球知名的汽车改装件制造商主要集中在美国、欧洲和日本等地，代表厂商包括 Warn、AMP、LUND、TAP、ARB、Fox 等，均为天铭科技竞争对手。

汽车改装市场产业链包括：上游汽车零部件厂商（汽车改装物资原料的生产与供应、硬件设备支持、科技服务平台）；中游汽车改装件制造商（车身改装、内外饰改装、动力改装、底盘改装）；下游前端市场（汽车主机厂）+后端市场（私人车主、经销商、二手车）。近年来，终端整车厂商对乘用车改装关注度逐渐提升，未来或将成为国内主流。一汽大众、上汽大众、吉利汽车、长城汽车先后推出全新系列，提供外观、内饰、性能方面的升级选择。

图表 12：汽车改装市场产业链图谱

主机厂提供整车，或将成为主流



数据来源：华福证券研究所

以汽车出场为分界点，汽车改装可分为前装市场、后装市场。前装市场主要为汽车生产线提供产品，研发及验证周期长，要求较高；后装市场则注重适应终端用户需求的快速变化，进入难度相对较低。

海外市场：在发达国家，汽车改装已发展为成熟产业，福特、奔驰、宝马、大众、三菱、丰田、日产、本田等主流汽车制造商均推出了专业的改装品牌，主打后装市场。

国内市场：由于汽车后装政策的限制，国内改装主要集中于前装市场，与主机厂合作完成。目前，产业尚处于起步发展阶段，竞争对手较少。天铭科技凭借技术壁垒及品牌优势，在已上市销售且可批量选装绞盘的车型中，基本占据市场全份额，已成功进入长城、东风等全球知名汽车主机厂供应体系，推动行业协同发展。

图表 13：中国汽车改装市场相关政策

政策	发布时间	相关内容
《中华人民共和国道路交通安全法（修正）》	2011年6月	警车、消防车、救护车、工程救险车应当按照规定喷涂标志图案，安装警报器、标志灯具。其它机动车不得喷涂、安装、使用上述车辆专用的或者与其相类似的标志图案、警报器或者标志灯具。
《关于五部委对我国尽快发展汽车改装业的提案批复》	2013年10月	要求尽快完善“ 关于汽车改装行业法规的提案 ”，加快调研，包括汽车改装产品目录；汽车改装合法与非法改装界定；改装市场全面调研；同时经人力资源部批准，开展汽车改装工作培训和汽车改装师资格认证；可实施汽车改装工商执照许可。
《中国汽车改装标准目录》	2016年7月	中国汽车改装标准目录涵盖汽车外包围改装标准、汽车音响改装标准、 汽车踏板加装标准 、汽车避震改装标准、汽车轮毂改装标准、 汽车强化件加装标准 、汽车灯光改装标准、汽车内饰改装标准、汽车改色贴膜改装标准等16项改装标准。
《完善促进消费体制机制实施方案（2018-2020年）》	2018年10月	全面取消二手车限迁政策，便利二手车交易。修订报废汽车回收管理办法。 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。
《机动车查验工作规程（GA801-2019）》	2019年6月	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
《机动车查验工作规程》	2019年9月	汽车改装可以在保证安全、不影响识别号牌和不改变车身长度宽度的情况下加装车顶行李架、脚踏板，改装进气格栅、保险杠，更换轮毂。
《机动车登记规定》	2021年12月	机动车所有人若改变车身颜色、更换发动机、更换车身或者车架、机动车登记的使用性质改变，应当向登记地车辆管理所申请变更登记。

数据来源：前瞻产业研究院，招股说明书，华福证券研究所

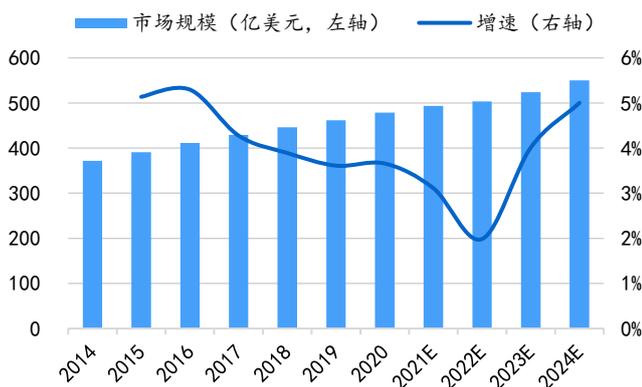
图表 14：改装领域已形成“后装市场+前装市场”双轮驱动

	市场	市场竞争情况
境内	前装	起步发展阶段，竞争对手较少
	后装	绞盘等越野改装件受限于汽车改装政策，市场规模较小，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
境外	前装	较少
	后装	完全 成熟市场 ，市场竞争较为充分

数据来源：招股说明书，华福证券研究所

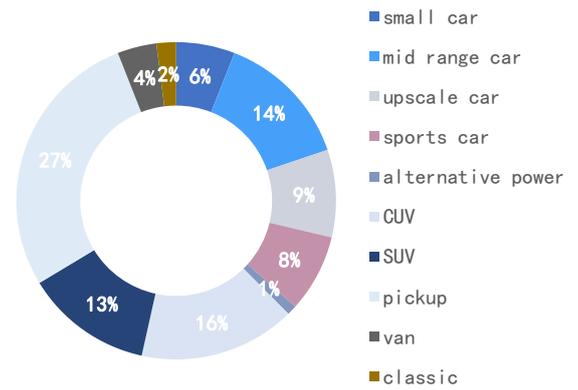
海外市场发展充分，规模呈现平稳增长态势。根据《2021 SEMA Market Report》数据显示，2020年，美国汽车售后改装配件市场规模为478.9亿美元（约合人民币3443.6亿元），六年复合增速4.3%；2024年有望达到550亿美元（约合人民币3954.8亿元）。其中，公司主营产品绞盘、电动踏板属于底盘和车身改装，主要应用于CUV、SUV及皮卡车型。2020年，美国改装市场中，与以上三类车型相关的份额为57%，规模约273亿美元（约合人民币1963亿元）。

图表 15: 2014-2024E 美国汽车售后改装市场规模



数据来源: 招股说明书,《2021 SEMA Market Report》, 华福证券研究所

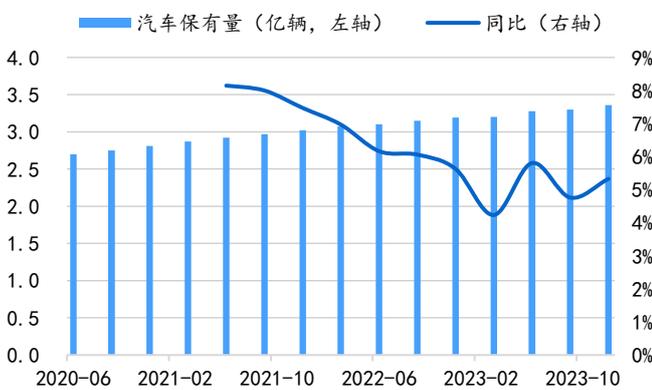
图表 16: 2020 年美国 CUV、SUV、皮卡市场份额



数据来源:《2021 SEMA Market Report》, 华福证券研究所

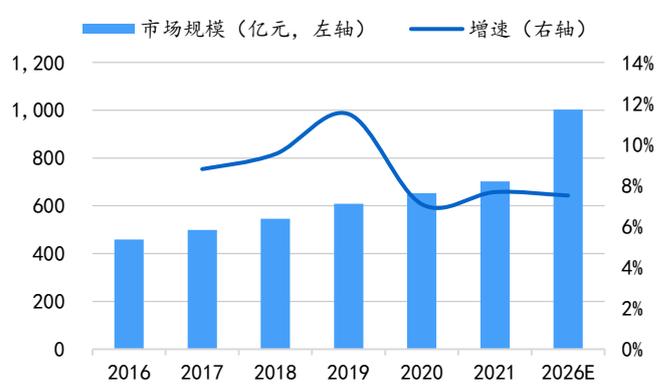
本土汽车改装市场潜力巨大, 2026 年有望达 1600 亿元。2023 年, 我国汽车保有量为 3.4 亿辆, 同比+5.3%, 普及率为 23%, 市场具备较大增长潜力。改装产业来看, 国内目前仍处于新兴阶段, 改装率不到 3%, 远低于欧美、日本 80% 以上的比重。2016-2021 年, 我国汽车改装市场规模从 458.4 亿元增长至 702 亿元, CAGR 8.9%; 预计 2026 年有望达到 1003 亿元, 五年 CAGR 7.4%。未来, 随着我国汽车改装管理制度的不断完善, 国内整体改装比例有望赶超海外成熟市场。

图表 17: 中国汽车保有量呈现稳步增长态势



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 18: 2016-2026E 中国汽车改装市场规模及增速



数据来源: 招股说明书, 中国汽车改装用品协会, 商务部, 千讯咨询, 华经产业研究院, 华福证券研究所

从具体车型来看, 汽车改装市场主要用于越野车及军用车:

越野市场 (皮卡、SUV): 从渗透率角度来看, 2018-2020 年, 美国越野车渗透率约 7%, 三年平均销量 90 万台; 相比之下, 国内 2020 年国产/进口越野车销量分别为 8.4/9.4 万台, 渗透率仅 0.9%。随着中低端 SUV 市场红利逐渐消退, 我国的整车企业将开始向其他越野车型品类布局, 以推动本土市场的横向拓展与垂直整合。当前, 国内用户购车主要偏好为硬朗风格, 以大型 SUV、中型 SUV 为优选, 龙头品牌

包括，理想、路虎、三菱、坦克、上汽大通。其中，公司绞盘产品与长城、上汽、路虎等下游车厂均有合作。

图表 19：长城汽车山海炮搭配天铭科技绞盘



数据来源：天铭科技官网，华福证券研究所

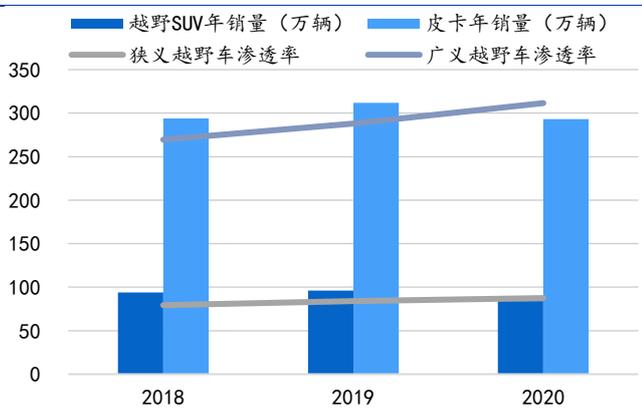
图表 20：JEEP 搭配天铭科技绞盘



数据来源：天铭科技官网，华福证券研究所

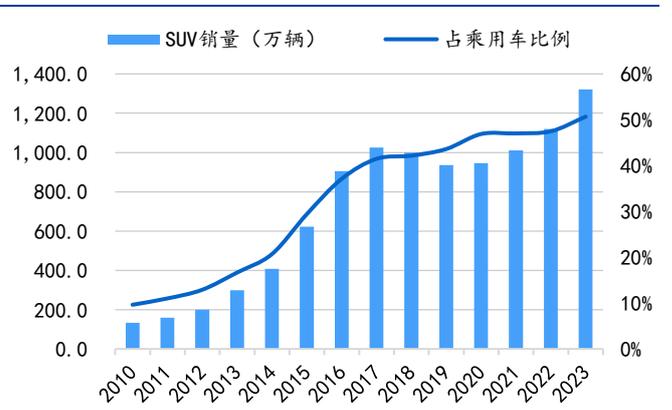
- **皮卡**：皮卡作为汽车改装的重要车型之一，在前装和后装市场均有显著推动作用。
 - ① **海外方面**：皮卡是美国最大的汽车细分品类，福特、雪佛兰、Ram 等主要品牌占据市场份额。2018 以来，美国皮卡销量基本稳定在每年 300 万辆左右，占汽车总销量的 16%。
 - ② **国内方面**：当前皮卡市场需求量相对较低，年销售空间在 40 万辆左右，渗透率约 2%。未来，在本土汽车改装政策逐步放宽后，参考日本市场情况，我国皮卡渗透率有望达到 3.5%，中长期或将实现翻倍增长。分市场角度来看，皮卡在商用领域和乘用车领域均具有巨大潜力。其中，商用皮卡有望替代微客、轻客、微卡和轻卡等需求，潜在替代空间超过 75 万辆。乘用车化皮卡相对商用，趋势更加明显，供给侧优质产品及消费理念转变驱动需求快速放量。

图表 21：2020 年美国狭义越野车渗透率达 7%



数据来源：招股说明书，华福证券研究所

图表 22：2010-2023 年我国 SUV 销量及占比情况



数据来源：iFind，华福证券研究所

- **SUV**：2011 年以来，中国自主生产的 SUV 品牌迅速崛起，2017 年销量首次突

破 1000 万台，代表车型包括哈弗 H6、长安 CS75、吉利博越、上汽荣威 RX5、广汽 GS4 等。作为最适合改装的车型之一，SUV 的兴起有助于推动汽车改装市场规模的扩大，主要配套绞盘、电动踏板等高附加值产品。

军车市场：2019 年起，天铭科技的绞盘产品开始与东风军车批量合作，装备率达 100%。随着国防装备费用的不断提高，将为公司市场拓展带来有利影响。

图表 23：东风汽车第三代“猛士”军车搭配天铭科技绞盘



数据来源：TMAX 越野公众号，华福证券研究所

图表 24：上汽消防车搭配天铭科技绞盘



数据来源：天铭科技官网，华福证券研究所

3 竞争格局：国内市场呈垄断竞争模式，公司具备比较优势

海外汽车改装行业当前产业化集中，市场份额主要被龙头主导；国内方面产业处于发展初期，需求释放下有望引领新玩家进入。公司主营产品绞盘及电动踏板，核心竞争对手包括 WARN（美国）、LUND（美国）、Ramsey（美国）、TJM（澳大利亚）、宁波联达和川方股份，以上企业均为下游客户 WINCH、PILOT、TAP 提供与公司相仿的同类产品。但相较于友商，天铭科技在质量、技术、多样性方面更具优势。截至 2022 年，公司共拥有 193 项专利，其中国内外发明专利 71 项。

图表 25：全球改装市场竞争格局

企业名称	国家	成立时间	主要产品	应用领域	市场地位
WARN	美国	1948 年	绞盘、汽车保险杠、其他汽车配件产品	皮卡、越野车、SUV 等车型	世界知名绞盘品牌
LUND	美国	1965 年	电动踏板、皮卡车盖板、遮阳板、皮卡车厢保护装置、其他改装件产品	皮卡、越野车、SUV 等车型	美国最大轻型卡车配件制造商
ARB	澳大利亚	1975 年	气泵、避震器、汽车保险杠等	皮卡、越野车、SUV 等车型	澳大利亚最大的 4×4 配件制造商和分销商
川方企业股份有限公司	中国	1975 年	绞盘	各式汽车	绞车专业制造商，以 COMEUP 品牌闻名，产品主要销往欧美等国家和地区

宁波联达绞盘有限公司	中国	2005年	各种ATV绞盘、UTV绞盘、 越野 车绞盘、液压绞盘、船用绞盘、保险杠、其他越野配件	娱乐、商业、工程自救/互救/牵引作业	全球电动绞盘龙头企业
诺和股份 (837393.NQ)	中国	2007年	各种型号的 电动绞盘 、液压绞盘、移车器、绞盘配件	工业、交通运输、户外作业等领域	国内绞盘行业第一梯队
浙江润华机电有限公司	中国	1997年	电动、液压、 汽(柴)油机绞盘	越野、工程自救、互救与牵引作业	国内重要的绞盘研发与生产基地
安徽沃杰斯汽车科技有限公司	中国	2015年	汽车电动踏板 、电动尾门、智能行车系统、汽车外饰件	皮卡、SUV	全球电动踏板知名企业，为奔驰、宝马、奥迪等几十款车型配套产品
东箭科技 (300978.SZ)	中国	2003年	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、车辆其他系统产品	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	中国大型汽车后市场产品制造企业
威尔弗 (833724.NQ)	中国	2011年	各类SUV、MPV、皮卡等乘用车整车外饰件	各类SUV、MPV、皮卡等车型	上千家国内最大的4s店集团与主机厂的汽车外饰改装精品指定的优秀供应商

数据来源：十大品牌网，Lund官网，ARB官网，Maigoo，宁波联达绞盘有限公司官网，黄页88，芜湖沃固官网，ifind，威尔弗官网，招股说明书，华福证券研究所（注：红色/灰色分别代表该公司涉及绞盘/电动踏板业务）

我们选取国内汽车改装行业上市企业，东箭科技、诺和股份、威尔弗作为可比公司，衡量核心竞争力的关键业务数据：

与国内同行业公司相比，天铭科技当前收入规模较小，但近年来增速高于行业平均水平，且获利能力出色。受益于自主品牌优势（“T-MAX”、“E-BOARD”），公司毛利率、净利率普遍较高，处于业内领先地位。

图表 26：国内同行业可比公司关键业务数据对比

主要产品	公司	2019-2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
		收入CAGR	营业收入			归母净利润		
承载装饰系统	东箭科技	4.1%	14.75	16.36	17.67	1.91	1.16	0.86
绞盘	诺和股份	9.5%	1.52	2.02	1.68	0.10	0.16	0.18
整车外饰件	威尔弗	-1.3%	0.49	0.67	0.46	0.00	-0.01	-0.01
越野改装件	天铭科技	5.6%	1.71	1.90	1.65	0.29	0.36	0.44
合计	平均值	4.5%	4.62	5.24	5.37	0.57	0.42	0.37
主要产品	公司	ROE			净利率			
		毛利率			净利率			
承载装饰系统	东箭科技	12%	37%	28%	27%	13%	7%	4%
绞盘	诺和股份	17%	25%	23%	25%	7%	8%	11%
整车外饰件	威尔弗	-5%	15%	14%	17%	1%	-2%	-2%
越野改装件	天铭科技	21%	35%	37%	41%	17%	19%	27%
合计	平均值	11%	28.0%	25.5%	27.7%	9.3%	8.0%	10.0%

数据来源：wind，华福证券研究所

境内市场格局显现，境外市场拓展加速。公司产品在国内前装市场具有先发优势，基本占据已上市销售且可批量选装绞盘相关车型的全部分额。海外市场方面，公司在后装市场已具备优势，但市场充分竞争下，份额相对较小，未来计划向境外前装及半前装市场开拓。

图表 27：公司境内外市场竞争格局

市场	公司市场份额	优势	劣势	占比	
境内	前装	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	具有先发优势，产品质量品质高，稳定持续的供货能力、售后服务能力较强，自主品牌效应明显	产能受限	44.70%
	后装	处于境内前列水平	自主品牌效应明显	主要产品价格相对较高	7.67%
境外	前装	尚未涉及	-	-	0%

后装	天铭科技 2022 年海外销售收入外销收入 0.7 亿元，占比 42.5%；公司 具有一定市场竞争力，但当前份额较小	进入境外后装市场二十余年，对境外市场了解，有稳定合作客户，产品质量品质高，稳定的供货能力，议价能力较强，具有自主知识产权	与目标市场空间距离较远	47.63
----	---	--	-------------	-------

数据来源：招股说明书，问询函回复，wind，华福证券研究所（注：占比数据来自 2021 年）

4 电动踏板：双电机专利优势，带动海外市场持续放量

电动踏板属于汽车车身改装领域，能够自动伸缩为高底盘汽车提供便捷的上下车服务，适用于越野、SUV、皮卡和商务类车型。在海外汽车市场，随着女性消费者及大轮胎应用的增加，电动踏板行业景气度提升。美国为全球皮卡主要市场，2023 年销量 287 万辆，同比+5.82%，按照天铭科技单台电动踏板售价 2804 元估算，假设选装量 50%，预计全美市场空间为 40.2 亿元。若 2025 年美国市场皮卡销量达 322 万辆，对应选装量 50%时的理论市场空间为 45.2 亿元。

图表 28：美国皮卡市场对应电动踏板理论市场空间

	销量		价格		市场空间 (亿元)		
	台数 (万台)	同比 (%)	单台 (元)	同比 (%)	100%选装率	75%选装率	50%选装率
2021	284	-3.1%	2804	-7.1%	79.7	59.8	39.9
2022	270	-4.9%	2804	3.2%	75.8	56.8	37.9
2023	287	5.8%	2804	0.4%	80.5	60.4	40.2

数据来源：皮卡车市，华福证券研究所（注：价格参考天铭科技单台电动踏板售价）

当前，海外电动踏板市场的竞争格局主要由 LUND、AMP、DNA 等品牌主导。产品价格带广泛，根据车型、踏板大小和功能的不同，售价从 100-2000 美金不等，终端销售主要通过经销商、Amazon、Walmart 等后装市场进行。

图表 29：高底盘车型安装电动踏板前后对比



数据来源：天铭科技官网，华福证券研究所

图表 30：利用踏板方便上下车



数据来源：天铭科技官网，华福证券研究所

专利诉讼案和解，北美市场重启销售。2017 年 10 月，美国 LUND 向公司发起关于可伸缩动力踏板装置产品相关专利的侵权诉讼。期间，公司电动踏板销售处于停滞状态，直至 2021 年 4 月诉讼和解及对方公司相关专利到期后，公司才重新在北美

市场开启销售。主要客户包括 PILOT INC（美国）、INDUSTRIA DISENADORA DE AUTOPARTES S.A. DE C.V.（墨西哥）等贴牌客户及贸易商。国内方面，公司逐步布局前装市场，当前已与主机厂签订合作。

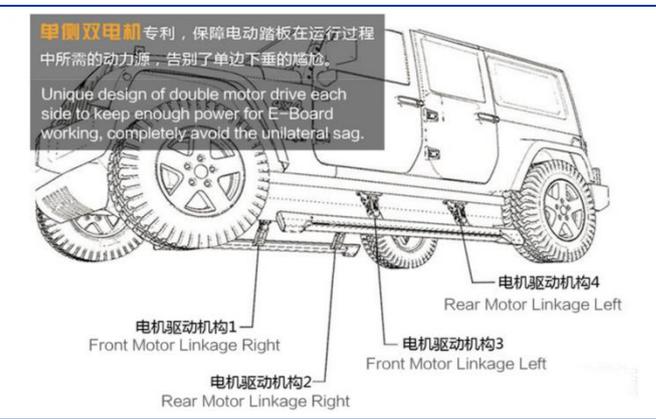
产品性能方面，公司的电动踏板主要采用可伸缩平面六连杆机构及单侧双电机驱动技术，为当前全球独家专利，可解决踏板单边下坠问题。主要原理是通过两个伸缩机构和蜗轮减速电机的驱动，实现踏板的自动伸缩，产品具有耐磨、防水防滑、承载力强、不易变形、寿命长等特点。经过 10 万次耐久型式试验，按照每日 20 次用量计算，理论使用年限可达 10 年以上。此外，针对高端客户，公司将物联网技术及灯光系统与电动踏板结合，提升车主的人机操作反馈水平。

图表 31：电动踏板产品结构示意图



数据来源：天铭科技官网，华福证券研究所

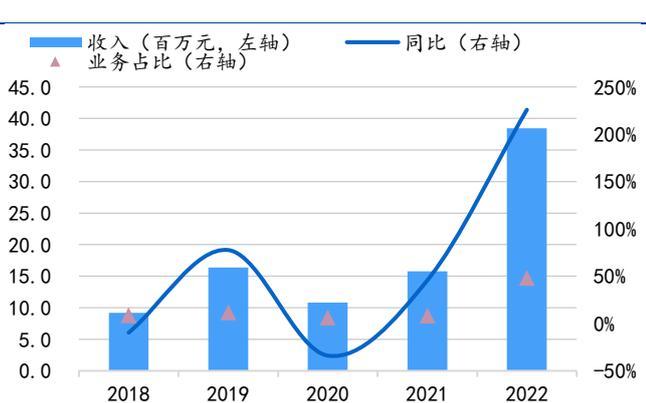
图表 32：公司电动踏板配备单侧双电机



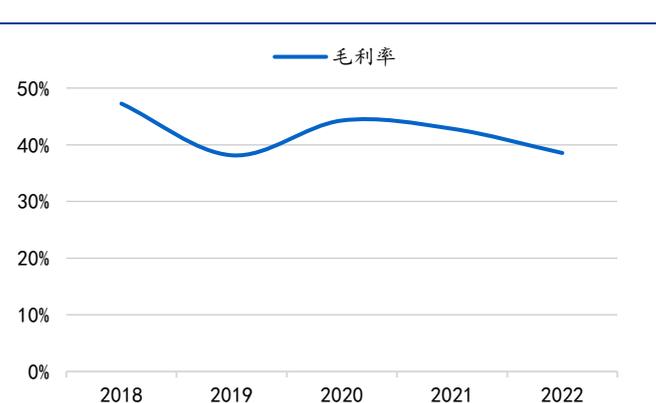
数据来源：天铭科技官网，华福证券研究所

北美后装电动踏板销售优势显著，盈利能力有望持续提升。2018-2022 年，公司电动踏板收入从 0.09 亿元增长至 0.38 亿元，CAGR 42.9%，以外销市场为主。2021 年，随着相关诉讼和解后，公司凭借双电机独家专利，在北美地区销量超出预期，2023 年全年预计收入有望突破 1 亿元。毛利率方面，2018 年以来基本稳定在 45% 左右。

图表 33：2018-2022 公司电动踏板营业收入及增速

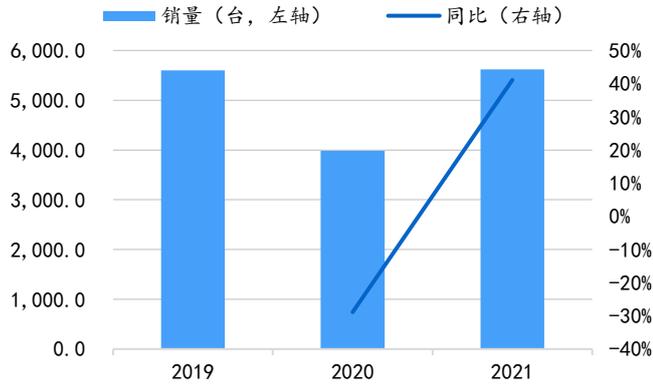


图表 34：2018-2022 公司电动踏板毛利率情况



数据来源：iFind，华福证券研究所

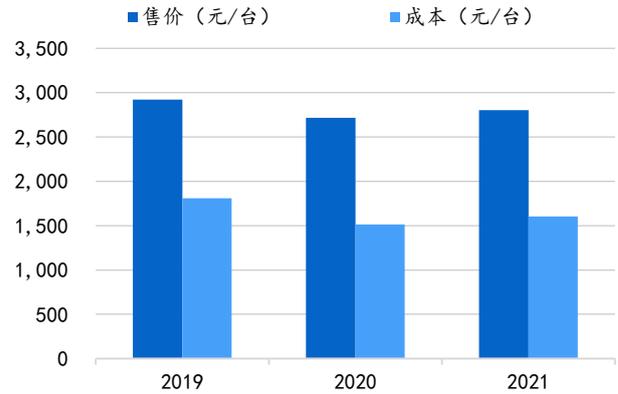
图表 35：2019-2021 年公司电动踏板销量及增速



数据来源：公司公告，华福证券研究所

数据来源：iFind，华福证券研究所

图表 36：2019-2021 年公司电动踏板售价及成本



数据来源：公司公告，华福证券研究所

关注新能源车配套装备，特斯拉 Cybertruck 或将成为潜在客户。据太平洋汽车网数据显示，特斯拉 Cybertruck 的售价区间为 6-10 万美元，截至 2023 年 9 月预定量已超过 200 万台。根据车身长度和高度来看，天铭科技的双电机双臂或双电机三臂电动踏板与其适配度较高。Cybertruck 的主要用户群体为中高端户外车主，对价格敏感度低。假设以每套电动踏板 1800 美元计算，对于顶配车型而言，选配费用也不会超过车价的 3%。因此，我们认为其终端选择改装概率高，可能存在较大市场空间。

图表 37：特斯拉皮卡 cybertruck



数据来源：特斯拉官网，华福证券研究所

5 绞盘：国内前装份额领先，关注主机厂项目进展

绞盘属于汽车底盘改装领域，一般用于越野车在道路以外的应急拖拽及救援。绞盘产品主要适用于越野应急自救，在产品质量和稳定性方面有较高要求，可根据需求拆卸、安装。按驱动方式，分为电动绞盘和液压绞盘两类。其中，电动绞盘利用车辆自身电力系统驱动，具有体积小、结构紧凑、操作简便、随车辆移动方便等

优势。在国内已广泛应用于边防巡逻车、警用巡逻车、消防救援车、道路清障车、大型平板运输车等专用车辆。液压绞盘则主要使用车辆自动液动力转向系统或独立液压泵站作为动力源。

图表 38：越野车型改装绞盘前后对比



数据来源：天铭科技官网，华福证券研究所

图表 39：利用绞盘进行拖拽作业



数据来源：招股说明书，华福证券研究所

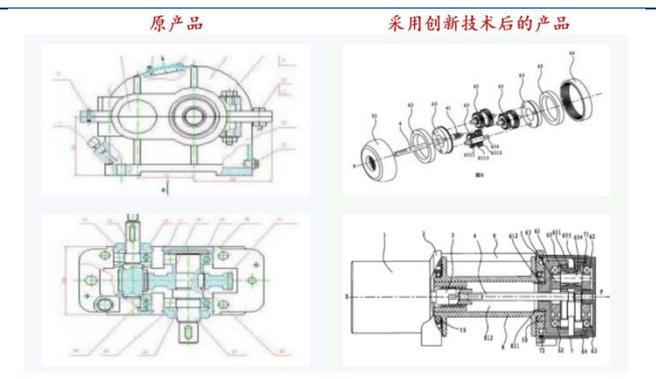
从海外向国内转型，“前装+后装”协同发展。绞盘产品为公司起家业务，过去主要以 TAP 等经销商为大客户，专注于海外后装市场的开拓。近年来，随着国内越野改装领域关注度的逐步提升，在长城坦克 300 的带动下，公司开始将重心转向国内前装市场。产品性能方面，公司绞盘采用高减速比、结构紧凑的行星减速机构，在同等减速比的条件下，重量可减轻 15%左右。

图表 40：绞盘产品结构示意图



数据来源：天铭科技官网，华福证券研究所

图表 41：公司绞盘采用高减速比、结构紧凑的行星减速机构



数据来源：招股说明书，华福证券研究所

从产品配套情况来看，公司几乎垄断军车、皮卡和硬派越野市场中批量选装绞盘车型的全部份额，其中长城汽车、东风汽车订单需求增长突出，在同类产品中采购率达 100%。

长城皮卡销量保持增长态势，东风汽车紧跟国防现代化趋势，公司为唯一绞盘供应商。1) 长城汽车：作为国内皮卡市场的领先企业，自 1996 年下线以来，全球累计销量突破 251 万台，连续 26 年位列第一。公司主要为硬派越野车型坦克 300 和

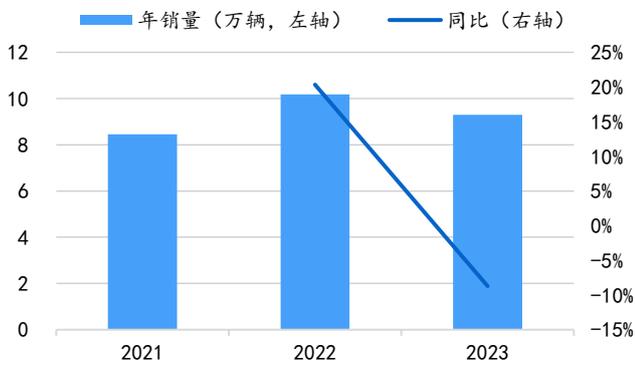
乘用车大皮卡长城炮提供绞盘选装产品。2023年，长城炮全年销量为14.39万台，在29个省份中市占率位列第一。未来，公司将持续为坦克400、500、700系列独家专供绞盘设备。2) 东风汽车：主要以军车销售为主，公司2019年起为300马力第三代防护型“猛士”军车批量生产供货，为出厂必备装备。

图表 42：2023 年长城皮卡全球销量 20.23 万辆



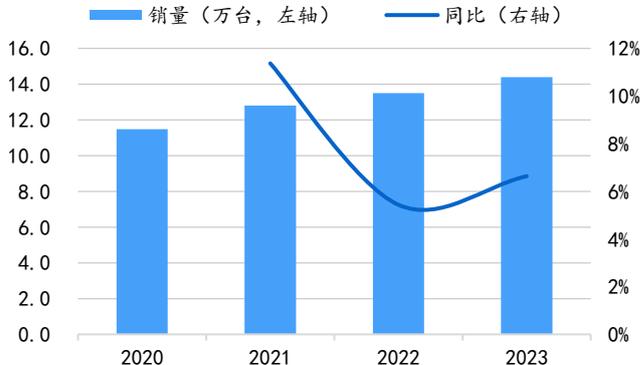
数据来源：易车，华福证券研究所

图表 43：2021-2023 年坦克 300 系列皮卡销量



数据来源：汽车网，华福证券研究所

图表 44：2020-2023 年长城炮系列皮卡销量



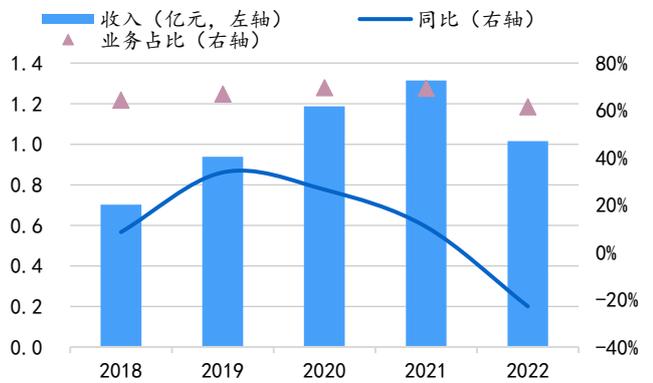
数据来源：太平洋汽车，长城炮官方微博，新华长三角，易车，华福证券研究所

国内前装优势凸显，放量关键在于 35 个主机厂项目。1) 国内方面：公司参与的 35 个境内前装项目中，共涉及 13 家本土大型主机厂，合作对象包括长城汽车、东风汽车、上海汽车、中国重汽等。项目推进周期较长，需经过技术交流-制定产品定义书-参与项目报价-获取定点通知书-产品试装和大批量生产环节。目前，在手项目中仅有 5 个实现批量生产（其中 3 个实现大规模批量），需持续跟踪其余项目的定型-定点-装车进度，为确定性国内放量机会。

产品贡献集中度高，毛利率呈上升态势。2018-2022 年，公司绞盘收入从 0.7 亿元增长至 1.0 亿元，CAGR 9.7%，占公司收入比重的 60% 以上。毛利率方面，系产

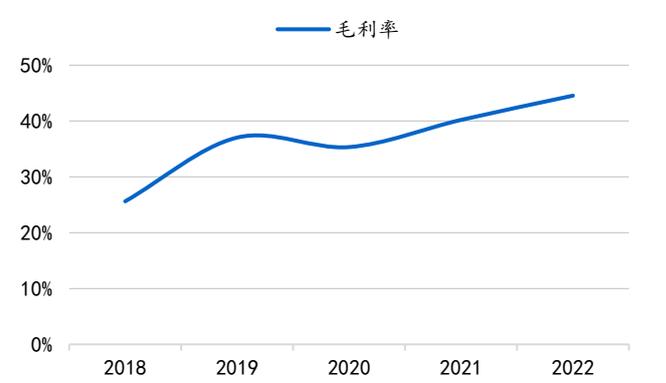
品单位售价及高附加值主机厂收入占比的增加，毛利率从 2018 年的 25% 提升至 2022 年的 45%。

图表 45：2018-2022 年公司绞盘营业收入及增速



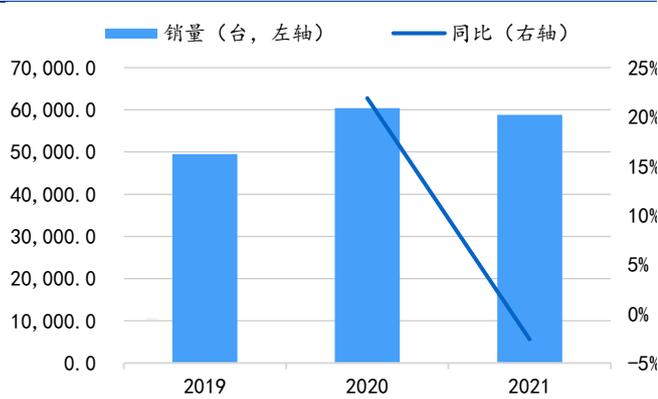
数据来源：iFind，华福证券研究所

图表 46：2018-2022 年公司绞盘毛利率情况



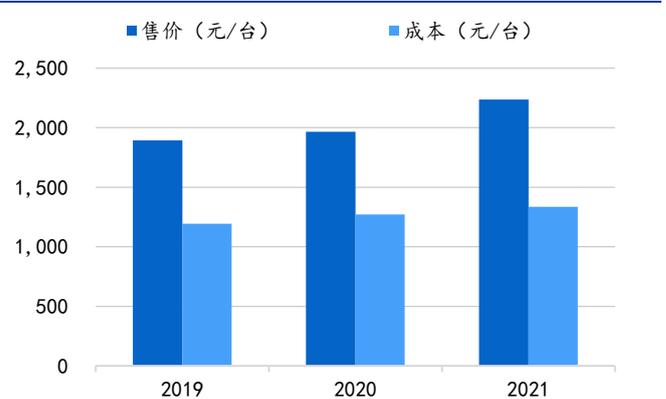
数据来源：iFind，华福证券研究所

图表 47：2019-2021 年公司绞盘销量及增速



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 48：2019-2021 年公司绞盘售价及成本



数据来源：公司公告，华福证券研究所

6 盈利预测及投资建议

6.1 盈利预测

公司主要产品包括绞盘、电动踏板及辅件，以下为盈利预测主要假设：

绞盘：公司目前参与了国内前装市场的 35 个汽车主机厂项目，其中仅有 3 个实现大规模批量生产，其他部分定点项目将在未来有序推进。公司绞盘产品销量将保持稳健增长，预计 2023-2025 年分别实现销售 5.2/5.8/6.5 万台，单价分别为 2032/2052/2066 元，对应营业收入 1.1/1.2/1.3 亿元，同比+4.1%/+12.7%/+12.8%。毛利率方面，预计未来三年分别 44.58%/45.22%/42.16%。

电动踏板：未来核心放量产品。2021 年，随着公司电动踏板与美国 LUND 相关诉讼和解及对方专利到期，公司开始在北美市场放量生产。凭借全球唯一双电机专利，及客户认可度，我们认为该产品具备较强成长可能性。预计 2023-2025 年产品

销量分别为 4.6/6.5/8.1 万台，单价小幅提升至 2815/2824/2857 元，对应营业收入 1.3/1.8/2.3 亿元，同比+235.9%/+41.7%/+27%。毛利率方面，预计 2023-2025 年分别为 42.19%/42.74%/42.07%。

基于以上假设，我们预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入 2.6/3.3/3.9 亿元，同比+57%/+26%/+20%。

图表 49：天铭科技分产品盈利预测

收入结构 (单位: 百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
合计				
营业总收入	165.3	258.8	325.7	390.1
YoY	-12.92%	56.53%	25.89%	19.76%
营业总成本	96.7	149.6	186.4	228.7
YoY	-19.19%	54.67%	24.62%	22.65%
毛利率	41.49%	42.18%	42.76%	41.38%
营业成本/收入	58.51%	57.82%	57.24%	58.62%
绞盘				
收入	101.5	105.6	119.0	134.3
YoY	-22.83%	4.12%	12.66%	12.83%
成本	56.3	58.6	65.2	77.7
毛利率	44.56%	44.58%	45.22%	42.16%
业务收入比例	61.38%	40.83%	36.54%	34.42%
电动踏板				
收入	38.4	129.2	183.0	232.4
YoY	143.92%	235.94%	41.67%	27.02%
成本	23.6	74.7	104.8	134.7
毛利率	38.55%	42.19%	42.74%	42.07%
业务收入比例	23.26%	49.92%	56.18%	59.58%
其他业务				
收入	25.4	23.9	23.7	23.4
YoY	-40.37%	-5.69%	-0.91%	-1.47%
成本	16.8	16.4	16.5	16.3
毛利率	33.67%	31.57%	30.60%	30.10%
业务收入比例	15.36%	9.42%	7.29%	5.99%

数据来源: wind, 华福证券研究所 (注: 其他业务包含空压机、合页等辅件)

6.2 估值及投资建议

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.61/0.75/0.83 亿元，同比 +38%/+24%/+11%。可比公司包括汽车精密金属零部件“小巨人”易实精密，汽车改装专精特新企业东箭科技，动力系统改装稀缺标的中国汽研，汽车热管理传感器龙头开特股份。上述公司均属于汽车零部件或改装领域的制造商，2023-2025 年可比公司 PE 均值为 24/19/15 倍，公司当前市值对应的 PE 为 18/14/13 倍。考虑到公司国内绞盘项目逐步落地+北美电动踏板市场重启，具备突出的成长潜力，首次覆盖我

们给予公司 2024 年 19 倍 PE，“买入”评级，对应市值 14 亿元，目标价格 16.37 元/股。

图表 50：可比公司估值表（收盘价截至 2024/02/22）

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS				PE			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
836221.BJ	易实精密	15	15.08	0.39	0.47	0.60	0.83	39	32	25	18
300978.SZ	东箭科技	42	10.05	0.20	0.41	0.60	0.86	50	24	17	12
601965.SH	中国汽研	184	18.36	0.69	0.82	0.98	1.16	27	22	19	16
832978.BJ	开特股份	21	11.80	0.44	0.62	0.72	0.90	27	19	16	13
平均值								35	24	19	15
836270.BJ	天铭科技	11	12.41	0.50	0.70	0.86	0.96	25	18	14	13

数据来源：公司公告，华福证券研究所（注：可比公司归母净利润为 wind 一致预测）

7 风险提示

踏板业务销量不及预期：电动踏板为公司未来核心成长单品，若北美市场推广不及预期，可能对公司整体规模成长性产生预期偏差。

越野车行业景气度波动：若宏观经济发展态势不及预期，进而影响越野车消费市场，将对改装行业前景带来不利影响。

客户集中度高：2020-2023H1，公司前五大客户销售占比分别为 77.8%/70.0%/61.5%/68.9%。若大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指定其他供应商，可能对公司业务发展或业绩表现产生不利影响。

专利风险：制造业企业核心竞争力在于专利技术，若出现专利纠纷及诉讼，或将对公司产品出货及利润产生负面影响。

原材料价格波动：公司产品原材料包括电缆、电机转子、钢丝绳等，若铝、铜等大宗商品价格出现波动，将影响公司收入及利润。

外汇汇率波动：公司海外业务收入占比高（2023H1 75.8%）。由于境外收入主要以美元结算，成本以人民币计价，因此汇率波动对公司毛利率水平影响较大。

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn