

天铭科技 836270.BJ

汽车行业

分析师：张诗瑶

执业证书编号：S1410524040001

联系人：王金帅

执业证书编号：S1410123090009

投资评级：持有（首次）

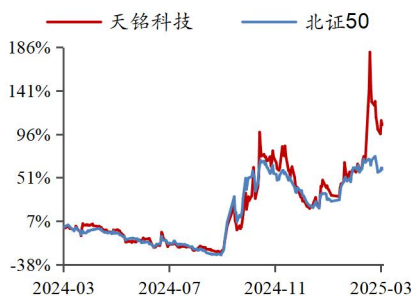
当前价格：17.69元

市场数据

总股本(百万股)	104.62
A股股本(百万股)	104.62
B/H股股本(百万股)	-/-
A股流通比例(%)	77.53
12个月最高/最低(元)	24.78/6.35
第一大股东	杭州传铭控股有限公司
第一大股东持股比例(%)	27.53
上证综指/沪深300	3373.75/3932.41

数据来源：聚源 注：2025年3月27日数据

近十二个月股价表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	26.53	42.43	48.49
绝对收益	24.93	62.59	108.10

数据来源：聚源 注：相对收益与北证50相比

相关研究报告

专注绞盘电动踏板等越野改装件，“T-MAX”品牌覆盖汽车前后装市场

投资要点：

- ◆ **专注绞盘、电动踏板等越野改装件，业内公认国际品牌+专精特新小巨人企业。**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配件等。截止到2024年上半年，分产品来看，越野主要产品占比最高；分地区来看，公司收入以外销为主。分客户来看，2023年公司前五大客户占比合计为67.68%，下游客户覆盖汽车后装市场和汽车前装市场。截止到2024年前三季度，实控人及其一致行动人持股比例高达73.41%，股权结构较为稳定。公司2019-2024年收入和利润保持稳定增长态势。其中，2019-2024年营业收入和归母净利润年化复合增长率分别为12.56%和33.24%。
- ◆ **国内外改装行业市场规模均超千亿，公司在国内越野车市场卡位突出。**汽车改装主要包括车身改装、内外饰改装、动力系统改装和底盘改装。据美国汽车改装行业组织SEMA统计，预计2025年美国汽车改装市场规模将超过580亿美元规模。据汽车合规改装联合推进办公室基于市场调研、销售数据测算，预计2025年我国汽车改装市场整体规模将达到1600亿元，年均复合增长率达到19.6%。
- ◆ **依托越野改装件自主品牌，深度绑定汽车前后装头部客户。**根据公司招股说明书披露，公司主要客户为TAP、长城汽车和东风汽车，产品覆盖国内外市场，核心客户合作近二十年。公司形成了以“T-MAX”为知名品牌的多系列越野改装件产品，同时，公司目前已入驻京东商城和天猫商城，销售直接触达下游客户。截止到2024年前三季度，在可比公司中，公司盈利能力领先同行。
- ◆ **估值和投资建议：**我们预计公司2024-2026年营业收入分别为2.53/2.98/3.51亿元，同比增速分别为12.10%、17.48%、17.96%，归母净利润分别为0.63/0.72/0.82亿元，同比增速分别为8.55%、14.09%、14.25%，对应的EPS分别为0.60/0.69/0.78元，对应当前股价（2025年3月27日）的PE分别为29.44X/25.80X/22.58X。结合对标公司的估值以及我们对天铭科技的分析，首次覆盖给予“持有”评级。
- ◆ **风险提示：**越野车行业景气度波动风险；客户集中度较高的风险；毛利率下滑的风险；外汇汇率波动风险。

财务预测	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	165.31	225.95	253.29	297.57	351.02
增长率(%)	-12.92%	36.69%	12.10%	17.48%	17.96%
归母净利润(百万元)	44.02	57.91	62.87	71.72	81.95
增长率(%)	22.48%	31.55%	8.55%	14.09%	14.25%
ROE(%)	11.88%	14.24%	14.76%	16.10%	17.25%
EPS 最新摊薄(元/股)	0.42	0.55	0.60	0.69	0.78
P/E(倍)	42.04	31.96	29.44	25.80	22.58
P/B(倍)	4.99	4.55	4.34	4.16	3.90

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

正文目录

1 公司介绍	1
1.1 发展历程：业内公认国际顶级品牌，专精特新“小巨人”企业	1
1.2 产品介绍：越野改装件为主，覆盖汽车前后装市场	2
1.3 股权结构：实控人持股比例集中，股权结构较为稳定	7
1.4 财务分析：收入规模稳定增长，盈利能力稳中有升	8
2 汽车改装行业分析	9
2.1 汽车改装行业简介	9
2.2 汽车改装行业发展概况	9
2.2.1 汽车改装行业国际发展概况	9
2.2.2 汽车改装行业国内发展概况	11
2.3 公司产品的主要应用领域	13
2.3.1 国内皮卡市场	13
2.3.2 国内 SUV 市场	15
3 依托越野自主品牌，深度绑定汽车前后装头部客户	16
3.1 产品覆盖国内外市场，核心客户合作近二十年	16
3.2 知名越野自主品牌公司，盈利能力领先同行	17
4 盈利预测及估值	20
4.1 公司收入利润增长的主要逻辑	20
4.2 估值及建议	20
5 风险提示	21

图表目录

图 1、公司发展历程	1
图 2、绞盘的产品结构图	2
图 3、绞盘产品示意图	2
图 4、绞盘产品参数	3
图 5、绞盘产品售价	3
图 6、电动踏板产品图例	4
图 7、公司各产品营业收入结构（亿元）	6
图 8、公司各产品营业收入占比（%）	6
图 9、公司国内外各地区收入结构（亿元）	6
图 10、公司国内外各地区收入占比（%）	6
图 11、2023 年公司前五大客户收入占比（%）	7
图 12、2021 年公司前五大客户收入占比（%）	7
图 13、公司股权结构	7
图 14、公司历年营业收入及同比增速（亿元，%）	8
图 15、公司历年归母净利润及同比增速（亿元，%）	8
图 16、公司历年毛/净利率情况（%）	8
图 17、公司历年期间费用率情况（%）	8
图 18、2014 年—2025 年美国汽车改装市场规模（亿美元）	10
图 19、2017 年—2018 年德国车主改装费用	10

图 20、中国汽车销量及增长率（万辆）	11
图 21、中国新能源汽车销量及增长率（万辆）	12
图 22、2020 年—2025 年中国汽车改装市场规模（亿元）	13
图 23、皮卡月度销量及增长率（万辆，%）	14
图 24、2024 年前十位 SUV 生产企业销售情况	15
图 25、公司京东商城 T-MAX 旗舰店	17
图 26、公司及可比公司历年营业收入（亿元，%）	18
图 27、公司及可比公司历年净利润（亿元，%）	18
图 28、公司及可比公司历年毛利率（%）	19
图 29、公司及可比公司历年净利率（%）	19
表 1、冷却系统软管及总成	4
表 2、尾门合页和拖车带	5
表 3、汽车改装分类	9
表 4、2024 年 1-12 月皮卡销量及排名	14
表 5、公司与主要客户合作情况	16
表 6、同行业可比公司	18
表 7、销售收入结构预测	20
表 8、可比公司估值	21

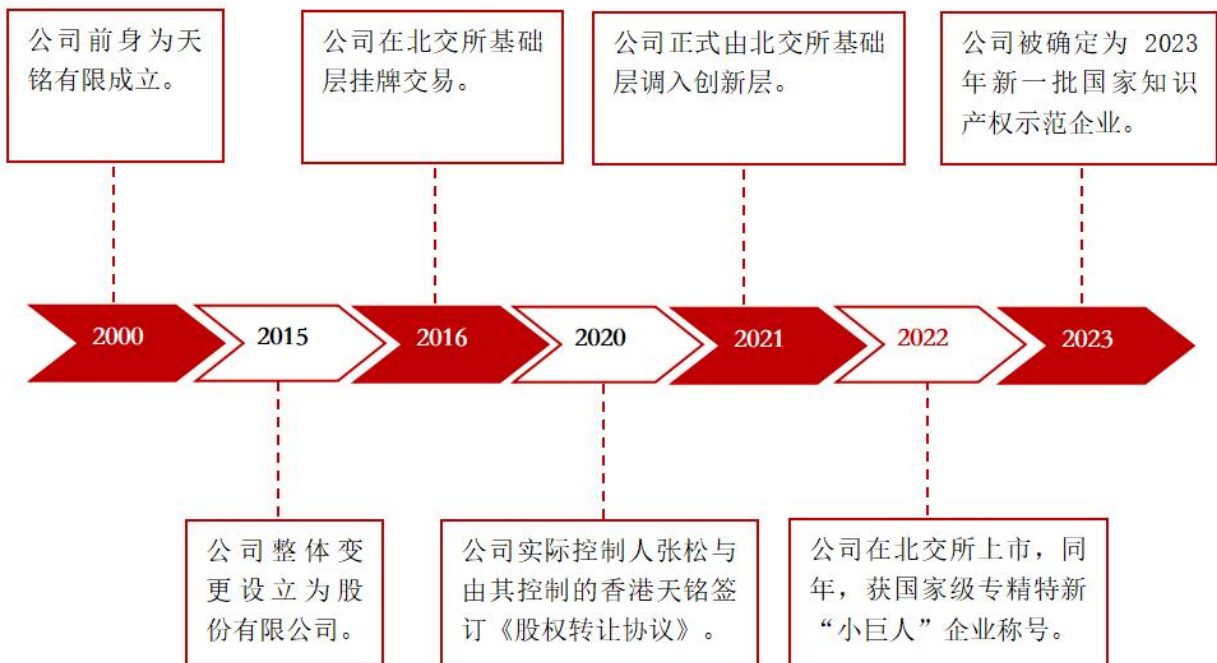
1 公司介绍

天铭科技是一家研发、生产以“T-MAX”为品牌的多个系列电动绞盘、工业绞盘、电动踏板、高强度纤维绳、以及多款越野改装车用产品。目前，“T-MAX”电动绞盘开始大批量配套（前装）长城汽车越野车型（坦克、长城炮等品牌系列），市场销量供不应求。T-MAX 已成为全球著名越野品牌及越野改装设备、整车前装供应商，是行业内公认的绞盘、电动踏板、越野改装等国际顶级品牌产品之一。

1.1 发展历程：业内公认国际顶级品牌，专精特新“小巨人”企业

2000 年，公司前身为天铭有限成立；2015 年，公司整体变更设立为股份有限公司；2016 年，公司在北交所基础层挂牌交易；2020 年，公司实际控制人张松与由其控制的香港天铭签订《股权转让协议》，约定由张松受让香港天铭持有的公司 11,621,992 股股份，占公司当时总股本的 36.44%。2021 年，公司正式由北交所基础层调入创新层；2022 年，公司在北京证券交易所成功上市，同年，公司获国家级专精特新“小巨人”企业称号；2023 年，公司被确定为 2023 年新一批国家知识产权示范企业。

图 1、公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，江海证券研究发展部

1.2 产品介绍：越野改装件为主，覆盖汽车前后装市场

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。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。

(1) 绞盘

公司拥有知名绞盘自主品牌“T-MAX”以及完整的产业链。

图 2、绞盘的产品结构图



资料来源：公司公告，iFind，江海证券研究发展部

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。

图 3、绞盘产品示意图



资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

图 4、绞盘产品参数

MUSCLELIFT 系列12500磅绞盘			
产品编号	7345146104(钢缆) 9245146104(软缆)		
适配车型	有足够安装空间的车辆(牧马人, 皮卡, 硬派SUV等)		
外包装尺寸	66X32X26CM(长X宽X高)		
毛重	(钢缆)约43kg, (软缆)约32kg	净重	(钢缆) 38kg (软缆) 27.6kg
安装所需时间	40分钟(具体视车型而定)	安装部位	车头、尾或绞盘快速安装架
安装方式	与带绞盘安装位的前杠链接使用或使用绞盘快速安装支架		
表面处理及工艺	防水结构, 抗UV紫外线涂层		
额定拉力	12500磅(5670KGS)	绞盘底座固定尺寸	114.3x254(mm)
防水等级	IP68	绞盘外形尺寸	538x160x196(mm)
电机详情	6.6匹马力(4851W)	钢缆尺寸	长26M, 直径9.2MM
停止保护功能	绳筒内自动制动装置	软缆尺寸	长27M, 直径11MM
控制方式	产品标配有线绞盘控制手柄, 线长3.7米。(可另配无线遥控手柄)		

资料来源: 公司官网, 江海证券研究发展部

图 5、绞盘产品售价



天铭T-MAX 越野车纤维缆12v电动绞盘X-power ew 9500磅

¥ 6249.00

已有24人评价

立即购买



T-MAX6000磅绞盘越野电动绞盘电绞盘出口吉姆尼ATV绞盘UTV ATW6000

¥ 3498.00

已有15人评价

立即购买



天铭T-MAX 越野车钢缆12v电动绞盘X-power ew 9500磅 9500磅

¥ 4998.00

已有0人评价

立即购买

资料来源: 京东商城, 江海证券研究发展部

(2) 电动踏板

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。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。

图 6、电动踏板产品图例



资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

(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 1、冷却系统软管及总成

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

<p>160L 车载空压机</p>		<p>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>
<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：公司公告，江海证券研究发展部

(4) 尾门合页和拖车带

公司的尾门合页主要适用于吉普牧马人车型。公司致力于为汽车越野改装提供专业的系统解决方案，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。

表 2、尾门合页和拖车带

产品名称	产品示意图	产品简介
<p>尾门合页</p>		<p>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</p>
<p>拖车带</p>		<p>该产品具有高弹性、高拉力等优点，主要适用于牵引救援</p>

资料来源：公司公告，公司官网，江海证券研究发展部

分产品来看，截止到2024年上半年，越野主产品占比最高。2024年上半年，越野总产品实现收入0.99亿元，同比增长11.63%，占主营业务收入的比重为87.60%；越野改装装备和改装件产品实现收入0.14亿元，同比下降22.28%，占主营业务收入的比重为12.40%。

图7、公司各产品营业收入结构（亿元）

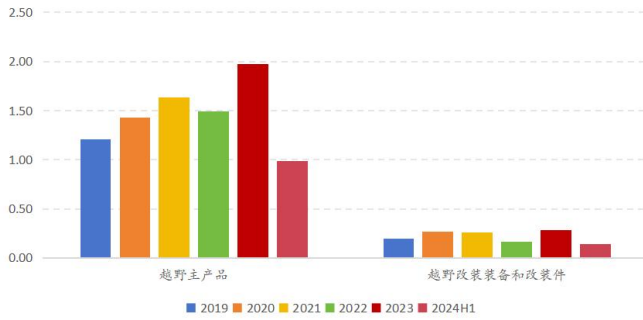


图8、公司各产品营业收入占比（%）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

资料来源：iFind，江海证券研究发展部

分地区来看，截止到2024年上半年，公司收入以外销为主。2024年上半年，外销实现营业收入为0.75亿元，同比下降6.80%，占营业收入的比重为66.69%；内销实现营业收入为0.38亿元，同比增长45.65%，占营业收入的比重为33.31%，境内收入增长主要系前期定点的35个项目中安装公司产品的一款新车型上市带来的销售收入增加所致。

图9、公司国内外各地区收入结构（亿元）

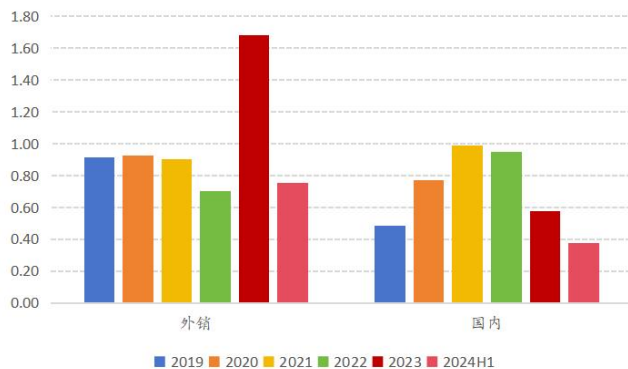
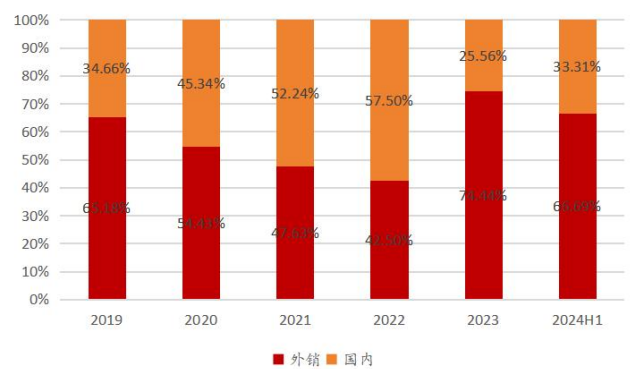


图10、公司国内外各地区收入占比（%）



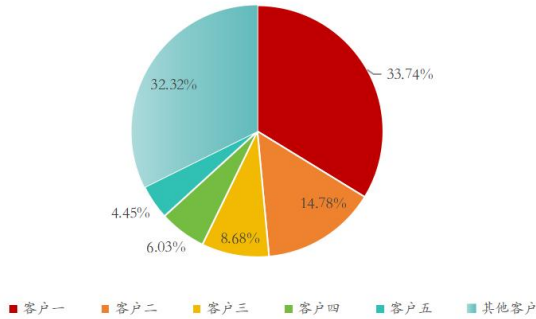
资料来源：iFind，江海证券研究发展部

资料来源：iFind，江海证券研究发展部

分客户来看，2023年公司前五大客户占比合计为67.68%，客户结构较为集中。根据公司招股说明书披露，2021年度公司主要客户为TAP、长城汽车和东风汽车。公司主要外销客户以及青岛天铭主要通过沟通交流以及持续签订采购订单等方式落实双方的合作关系。东风汽车和长城汽车系汽车主机

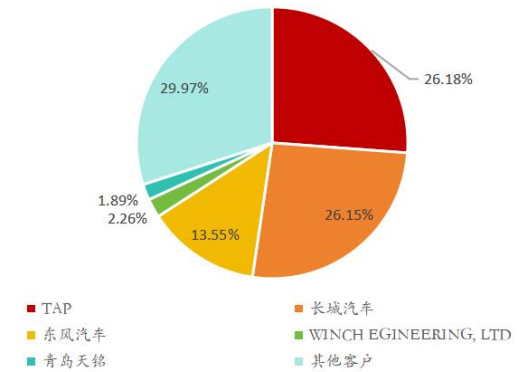
厂客户，拥有较为完善和稳定的供应商管理体系，审核及准入非常严格，审核周期也相对较长。

图 11、2023 年公司前五大客户收入占比 (%)



资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

图 12、2021 年公司前五大客户收入占比 (%)



资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

1.3 股权结构：实控人持股比例集中，股权结构较为稳定

截至 2024 年 9 月 30 日，张松直接持有公司 26.89% 的股份，通过杭州传铭和香港天铭分别控制公司 27.53% 和 14.63% 的股份，通过杭州富阳盛铭持有公司 3.67% 的股份，张松和艾鸿冰为公司的实际控制人，张松、杭州传铭、香港天铭、盛铭投资和张普为一致行动人，一致行动人合计持股 73.41%，股权结构较为稳定。

图 13、公司股权结构



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

1.4 财务分析：收入规模稳定增长，盈利能力稳中有升

公司 2019-2024 年收入保持稳定增长态势。2019-2024 年，公司营业收入由 1.40 亿元增长至 2.53 亿元，年化复合增长率为 12.56%；归母净利润由 0.15 亿元增长至 0.63 亿元，年化复合增长率为 33.24%。2024 年公司实现营业收入 2.53 亿元，同比增长 12.10%；实现归母净利润 0.63 亿元，同比增长 8.55%，公司营业收入及净利润实现双增长，主要是核心业务收入增长稳健，得益于国内市场需求回暖、市场份额提升。

图 14、公司历年营业收入及同比增速（亿元，%）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 15、公司历年归母净利润及同比增速（亿元，%）

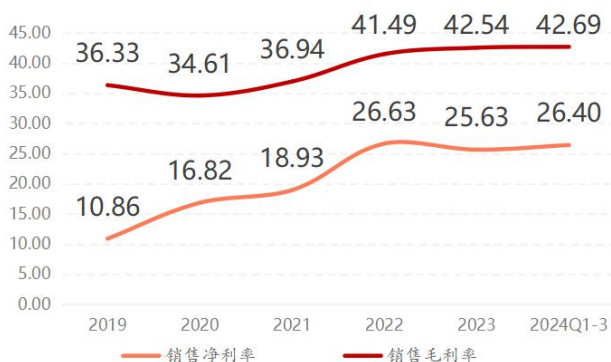


资料来源：iFind，江海证券研究发展部

毛利率方面，2024 年前三季度毛利率和净利率均稳中有升。2024 年前三季度销售毛利率为 42.69%，同比提升 0.56pct；销售净利率为 26.40%，同比提升 0.05pct。2022 年毛利率同比提升 4.55pct，主要系电动踏板产品收入增加，及该产品的毛利相较其他产品较高一些所致。

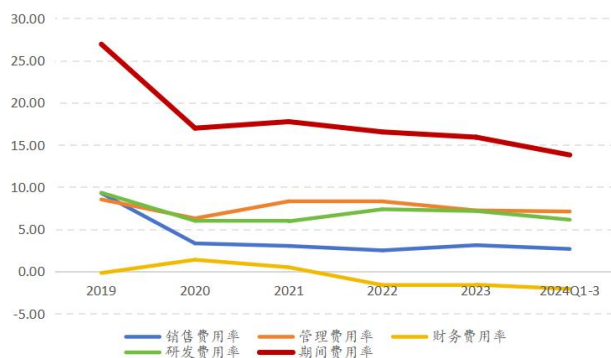
期间费用率方面，2024 年前三季度公司期间费用率为 13.81%，同比下降 0.34pct，主要系财务费用率和研发费用率下降

图 16、公司历年毛/净利率情况（%）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 17、公司历年期间费用率情况（%）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

2 汽车改装行业分析

2.1 汽车改装行业简介

汽车改装源于赛车运动，赛车改装最大可能地强化并提升了车辆性能的极限空间，逐渐作为一种汽车文化得到广泛延伸，并且随着汽车工业和赛车运动的发展，以及户外长途驾车需求的增长，越野改装等汽车改装逐渐成为普通消费者汽车生活中的重要部分。汽车改装具体指根据汽车车主需要，在汽车制造厂家原生产的车上进行改装，主要包括车身改装、内外饰改装、动力系统改装和底盘改装，以此达到提高汽车性能、美化汽车外观的效果。

表 3、汽车改装分类

改装对象	主要内容
车身改装	开天窗，增加前后杠、行李架、电动踏板、尾门合页、后尾翼等的升级
内外饰改装	更换颜色，方向盘、运动型座椅的改装、仪表设备及汽车隔音改装等
动力系统改装	发动机改装、操控性改装刹车、电子控制单元系统的改装及涡轮增压改装等
底盘改装	电动绞盘、悬挂系统、减震器、防倾杆以及平衡杆等

资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

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。

2.2 汽车改装行业发展概况

2.2.1 汽车改装行业国际发展概况

国外发达国家汽车产业起步较早，在汽车改装管理制度、产业基础、市场认知等方面较为成熟，并在改装文化长期影响下，消费者普遍对汽车改装具有清晰的认识。

(1) 美国

美国汽车改装行业在庞大的汽车消费市场、良好的交通系统以及宽松的法规体系等诸多有利条件下，一直保持良好的发展势头。目前，美国改装产业十分发达，改装企业、零部件企业数量达 1 万多家，从业人员达到 200 万人，汽车改装已经成为汽车产业链的重要组成部分。美国各大汽车厂基本都

拥有专属的汽车改装企业，并积极研发、生产改装零部件。据美国汽车改装行业组织 SEMA (Specialty Equipment Market Association) 统计，2021 年美国汽车改装市场规模已经突破 500 亿美元，预计 2025 年将超过 580 亿美元规模。其中，改装需求最高的项目是外观改装，其次是性能和底盘部件。

图 18、2014 年—2025 年美国汽车改装市场规模 (亿美元)

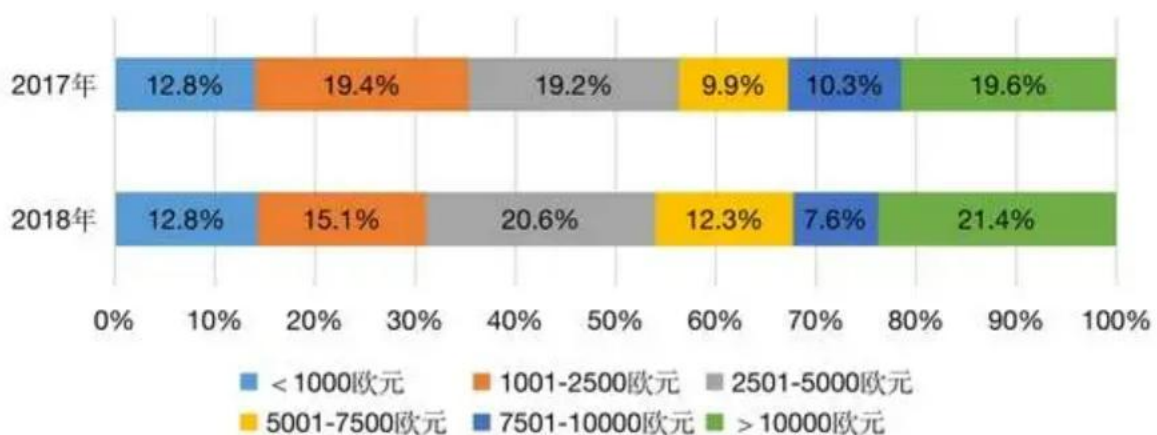


资料来源：SEMA，铝车轮质量协会，江海证券研究发展部

(2) 德国

德国汽车改装行业已经实现产业化与规范化发展，整体市场规模约 20 亿欧元。据德国汽车改装协会 VDAT 统计，德国车主改装投入金额从几百欧元到上万欧元不等，改装范围多样。其中，改装需求最高的是悬架系统，其次是轮毂、排气、发动机等。

图 19、2017 年—2018 年德国车主改装费用



资料来源：VDAT，铝车轮质量协会，江海证券研究发展部

(3) 日本

日本汽车改装起源于 20 世纪 60 年代，为满足青年消费群体的需求，丰田、本田、三菱等车企纷纷推出运动型轿车，催生出大批汽车改装爱好者。20 世纪 80 年代，随着丰田 AE86、日产 Skyline 等经典车型的出现，日本民众对车辆性能改装的热情进一步提升，赛车运动也逐步兴起，并于 1987 年举办了世界一级方程式锦标赛。20 世纪 90 年代中后期，日本政府对改装行业的政策放宽，逐步明确了合法改装车的范围。改装车辆经过检验后，发放证明材料可合法上路，至此日本改装行业正式开始形成规模。经过多年的探索与发展，日本汽车改装行业逐步成熟。

2.2.2 汽车改装行业国内发展概况

我国汽车产销总量连续 16 年稳居全球第一。2024 年，虽然国内消费信心依然不足，国际贸易保护主义形势更加严峻，行业竞争进一步加剧，但由于一系列政策持续发力显效，各地补贴政策的有效落实、企业促销活动热度不减，多措并举共同激发车市终端消费活力，促进汽车市场稳中向好，产销量继续保持在 3000 万辆以上规模。2024 年，汽车产销分别完成 3128.2 万辆和 3143.6 万辆，同比分别增长 3.7% 和 4.5%，完成全年预期目标。

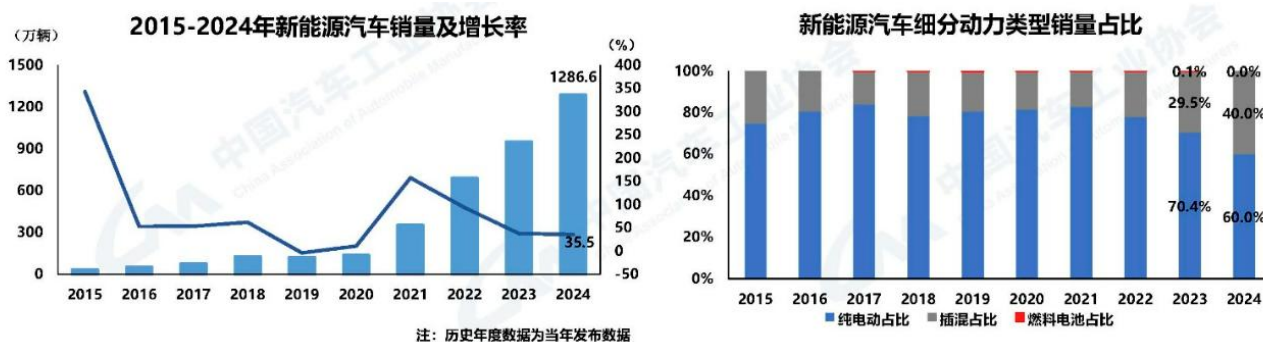
图 20、中国汽车销量及增长率（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会，江海证券研究发展部

我国新能源汽车连续 10 年位居全球第一。2024 年，在政策利好、供给丰富、价格降低和基础设施持续改善等多重因素共同作用下，新能源汽车持续增长，产销量突破 1000 万辆。2024 年，新能源汽车产销分别完成 1288.8 万辆和 1286.6 万辆，同比分别增长 34.4% 和 35.5%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 40.9%，较 2023 年提高 9.3 个百分点。其中，纯电动汽车销量占新能源汽车比例为 60%，较 2023 年下降 10.4 个百分点；插混汽车销量占新能源汽车比例为 40%，较 2023 年提高 10.4 个百分点。插混汽车的增长迅速，成为带动新能源汽车增长的新动能。

图 21、中国新能源汽车销量及增长率（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会，江海证券研究发展部

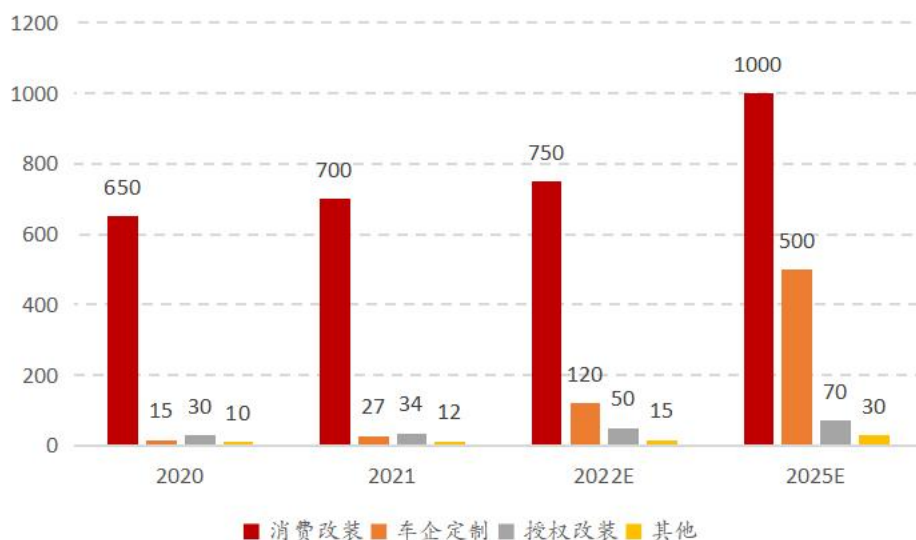
根据中国汽车工业协会发布的《2025 中国汽车市场发展预测报告》预计，2025 年汽车产业将呈现稳中有升的基本态势，汽车产销将继续保持增长，新能源汽车产业有望继续加快发展，汽车出口增速预计会进一步放缓。协会初步预计 2025 年全年汽车销量在 3290 万辆左右，同比增长 4.7%，其中乘用车 2890 万辆，同比增长 4.9%；商用车 400 万辆，同比增长 3.3%；新能源汽车 1600 万辆，同比增长 24.4%；汽车出口 620 万辆，同比增长 5.8%。

国内改装以面向汽车前装市场为主。汽车改装主要分为两大类：第一类是专门生产改装汽车的厂家，用国家鉴定合格的发动机、底盘或总成，重新设计改装与原车型不同的汽车；第二类是已经领有牌照的汽车，为了某种使用目的,在原车总成的基础上，做一些技术改造。前者在国内无法铺开，其根本原因在于相对落后的汽车研发技术和生产加工技术，而后者还受限于国内汽车改装政策的未完全放开。目前，随着国内汽车主机厂向越野车品类方向拓展，汽车越野改装件的应用领域从后装市场向前装市场转变，前装市场领域被迅速打开，具有较强的增长潜力。

随着我国汽车消费使用需求快速增长，车主更加追求时尚、美观、舒适和个性，针对改装需求也越来越多。当前国内整体改装比例约为 1—2%，与德国、美国等成熟国家差距较大，据汽车合规改装联合推进办公室（简称 LM）基于市场调研、销售数据测算，2020 年—2022 年我国汽车改装市场规模由 705 亿元增长至 935 亿元，年均复合增长率达到 16.3%，预计 2025 年改装市场整体规模将达到 1600 亿元，年均复合增长率达到 19.6%。

其中，定制改装年增长率接近 100%。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，据 VDAT 统计德国改装比例约 60%，届时我国改装市场整体规模预计将达到万亿级。

图 22、2020 年—2025 年中国汽车改装市场规模（亿元）



资料来源：汽车合规改装联合推进办公室，铝车轮质量协会，江海证券研究发展部

2.3 公司产品的主要应用领域

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，主要应用于山地越野车、皮卡、军车、SUV 等车型，主要的下游应用领域为越野车市场和军车市场。

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。

2.3.1 国内皮卡市场

中国皮卡市场在 2024 年的表现有所回升，全年产销分别完成 52.5 万辆和 54.8 万辆，同比增长 0.7%和 5.3%。从燃料类型来看，汽油皮卡产销分别完成 15.1 万辆和 15.7 万辆，同比分别增长 2.7%和 7.7%；柴油皮卡产销分别完成 34.5 万辆和 36.3 万辆，其中产量同比下降 5.1%，销量同比下降 0.2%。

图 23、皮卡月度销量及增长率（万辆，%）



资料来源：中汽协，皮卡情报局 PIA，江海证券研究发展部

皮卡市场集中度较高，2024 年前五家皮卡生产企业合计销售 41.5 万辆，占皮卡总销量的 75.8%。这些企业包括长城、江铃、郑州日产、江西五十铃等，其中长城皮卡依旧稳居国内市场销量榜首，但市场份额略有下滑。

综合 2024 年全年来看，行业前六销量过万，长城是唯一行业销量累销突破 10 万辆的皮卡企业。长安、雷达实现了销量较同期增长；江铃、福田降幅小于大盘。具体来看，长城皮卡累计销量超过 13 万辆，与 2023 年相比，长城累计同比下滑 18.1%，累计市占率下滑 0.9 个百分点，市占率为 47.2%。江铃累计销量达到了 4.2 万辆，与行业第三拉开了超过 1.7 万辆的差距，累计同比下滑 15.8%，降幅低于行业；市场份额为 15.2%，较 2023 年增长 0.1 个百分点。郑州日产、江西五十铃两者累计销量分别为 2.5 万辆及 2 万辆，市场份额较同期有所下滑。

表 4、2024 年 1-12 月皮卡销量及排名

底盘企业	1-12 月销量	累计同比	市占率	份额变化
长城皮卡	130898	-18.1%	47.2%	-0.9%
江铃皮卡	42089	-15.8%	15.2%	0.1%
郑州日产	24595	-21.1%	8.9%	-0.5%
江西五十铃	19915	-34.5%	7.2%	-2.0%
福特皮卡	11542	—	4.2%	—
福田皮卡	10717	-11.3%	3.9%	0.2%
江淮皮卡	9833	-21.1%	3.5%	-0.2%
上汽大通	6973	-27.8%	2.5%	-0.4%
长安皮卡	6145	23.3%	2.2%	0.7%
雷达皮卡	5100	11.6%	1.8%	0.5%

总计	277102	-16.50%	100.0%	0.0%
----	--------	---------	--------	------

资料来源：方得网，江海证券研究发展部

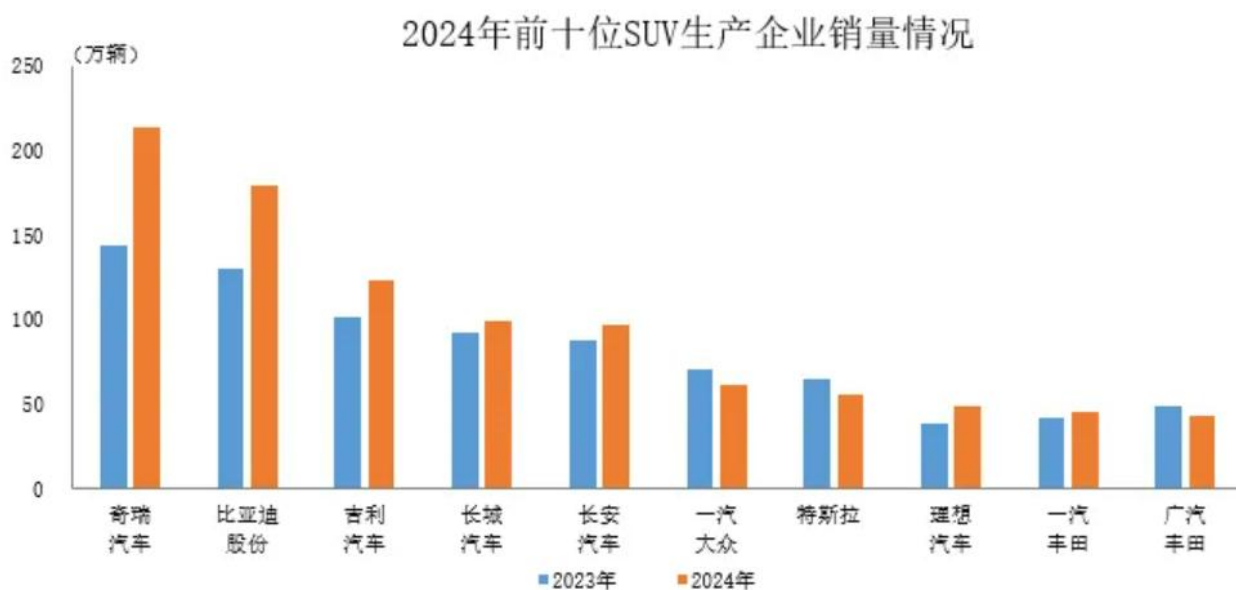
2.3.2 国内 SUV 市场

2024 年国内 SUV 市场继续保持较快增长的势头，乘联会数据显示，2024 年全年国内 SUV 市场累计零售销量达到 1131.1 万辆，同比增长 9.7%，高于轿车市场的 1.8% 的同比涨幅。

具体来看，2024 年全年累计销量超过 10 万辆的 SUV 共有 34 款车型，其中月均销量破万辆的 SUV 共有 26 款车型。新能源成为 SUV 市场的最大赢家，全年销量排名前四的 SUV 全部属于新能源车。特斯拉 Model Y 一枝独秀，以 480309 万辆的销量蝉联 SUV 销量冠军。

据中国汽车工业协会统计分析，2024 年，销量排名前十位的 SUV 生产企业共销售 964.2 万辆，占 SUV 销售总量的 65.5%。在上述十家企业中，与 2023 年同期相比，一汽大众、特斯拉和广汽丰田销量呈两位数下降，其他企业销量均呈不同程度增长。

图 24、2024 年前十位 SUV 生产企业销售情况



资料来源：中汽协会数据，江海证券研究发展部

3 依托越野自主品牌，深度绑定汽车前后装头部客户

3.1 产品覆盖国内外市场，核心客户合作近二十年

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。

公司下游主要应用领域的整车制造商对配套的供应商企业要求非常严格，对供应商产品品质的控制体系要求极高，成为整车制造商的供应商往往需要经历漫长的认证周期，实力较弱的零部件企业很难得到客户认可且新进企业无法在短期内获得投资回报。公司深耕汽车越野改装件市场多年，拥有丰富的生产经验、持续创新的研究开发能力、稳定的供货能力和快速响应的服务能力，与主要客户的合作历史较长，经历了长期的同步研究合作开发过程，最终成为其合格供应商。

公司主要通过参加各种展会开拓境外客户，其中著名的展会包括每年 11 月份举办的美国 SEMA 展以及每两年的 9 月份举办的德国 Automechanika Frankfurt 展会，公司主要通过展会跟潜在客户互相认识，就产品进行沟通交流，遂达成后续合作关系。

根据公司招股说明书披露，公司主要客户为 TAP、长城汽车和东风汽车。其中，TAP 是美国领先的轻型皮卡、四驱驱动改装、SUV 和 JEEP 改装产品品牌商，原系美国纽交所上市公司 Polaris Inc（证券代码：PII.N）的子公司，公司依靠自身在汽车改装件领域多年的经验和较强的新产品开发能力不断获取该客户的产品订单，符合行业惯例。公司主要产品作为越野改装件能够在汽车前装市场的大批量选装需要经过主机厂选择供应商、新项目定点及量产的一整套严格的认证体系标准和业务流程，目前已进入长城汽车和东风汽车供应链体系。

表 5、公司与主要客户合作情况

客户名称	合作历史	进入条件	过程和时长
TAP	2005 年开始合作	无特殊进入条件	就产品进行沟通交流后即确定合作关系，2-3 月左右

长城汽车	2011 年开始合作	1) 满足客户要求的管理体系; 2) 审厂合格; 3) 具备随时供货的能力; 4) 技术条件达到相应要求, 获得项目定点	经过沟通交流, 约 1 年即获得其供应商代码
东风汽车	2004 年开始合作	1) 满足客户要求的管理体系; 2) 审厂合格; 3) 具备随时供货的能力; 4) 技术条件达到相应要求, 获得项目定点	就产品进行沟通交流 1 年左右即开始供货
青岛天铭	2005 年开始合作	无特殊进入条件	就产品进行沟通交流后即确定合作关系, 1 月左右

资料来源: 公司公告, 江海证券研究发展部

3.2 知名越野自主品牌公司, 盈利能力领先同行

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, 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。公司目前已入驻京东商城和天猫商城, 销售直接触达下游客户。

图 25、公司京东商城 T-MAX 旗舰店



资料来源: 公司官网, 江海证券研究发展部

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，主要产品为绞盘、电动踏板和车载空压机，我们选择已上市公司或公众公司中主营业务包括绞盘、电动踏板等产品生产销售且与公司所处行业较为相近的企业作为可比公司。按照此标准，公司选取的可比公司为东箭科技、诺和股份和威尔弗。

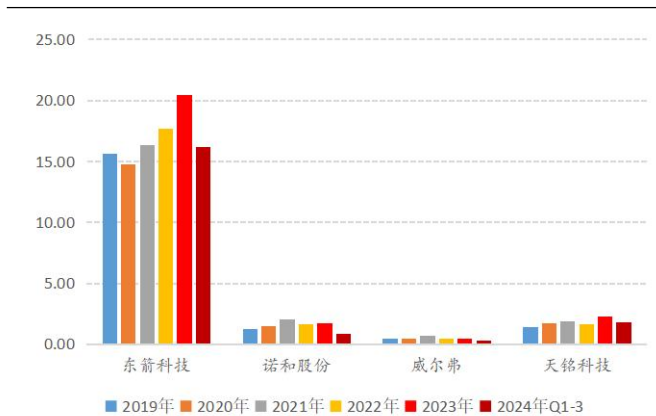
表 6、同行业可比公司

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 (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	无公开信息

资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

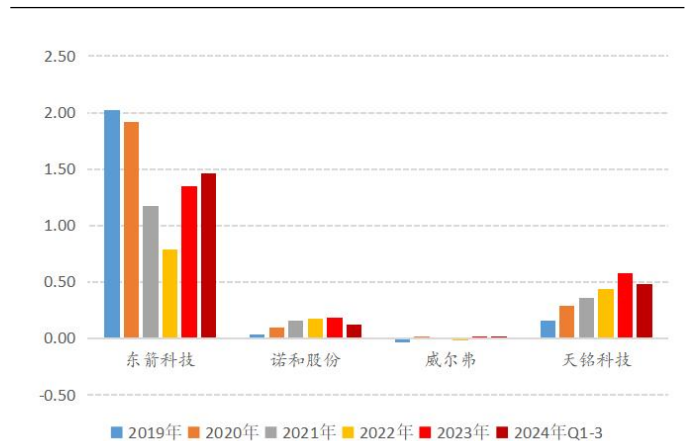
截止到 2024 年前三季度，在可比公司中，公司营业收入排名第 2，净利润排名第 2，毛利率排名第 1，净利率排名第 1。

图 26、公司及可比公司历年营业收入（亿元，%）



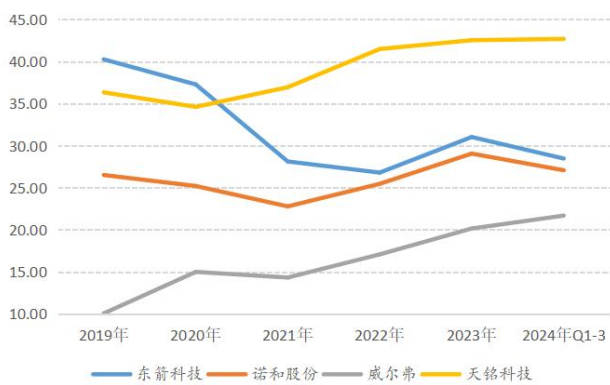
资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 27、公司及可比公司历年净利润（亿元，%）



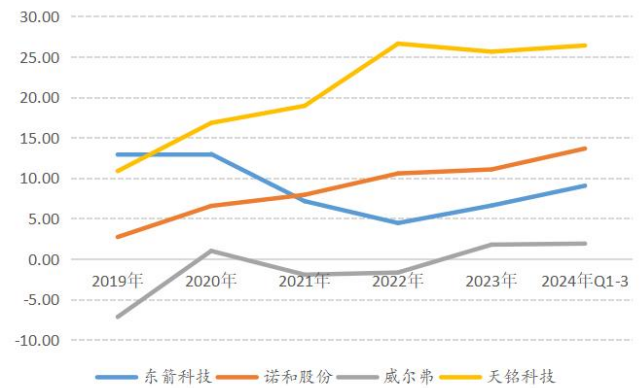
资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 28、公司及可比公司历年毛利率 (%)



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 29、公司及可比公司历年净利率 (%)



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

总体来看，公司毛利率明显领先可比公司，其中，东箭科技海外销售以 ODM 和 OBM 为主；诺和股份销售以 OEM 客户为主；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。

4 盈利预测及估值

4.1 公司收入利润增长的主要逻辑

公司 2024-2026 年各业务毛利率预测：参考 2024 年中报越野主产品毛利率水平，我们预计 2024 年越野主产品整体毛利率为 43.00%；考虑到汽车零部件的年降规律，我们预计 2025 年和 2026 年该业务的毛利率分别为 42.75%和 42.50%。参考 2024 年中报其他辅件产品毛利率水平，我们预计 2024 年其他辅件产品整体毛利率为 36.00%；考虑到汽车零部件的年降规律，我们预计 2025 年和 2026 年该业务的毛利率分别为 35.75%和 35.50%。

(1) 越野主产品：根据我们对国内外改装行业的分析，我们预计该业务 2024-2026 年的营业收入分别为 227.78、273.33、328.00 百万元；同比增速分别为 15.27%、20.00%、20.00%。

(2) 其他辅件产品：我们预计该业务 2024-2026 年的营业收入分别为 25.51、24.23、23.02 百万元；同比增速分别为-10.00%、-5.00%、-5.00%。

表 7、销售收入结构预测

业务	项目	2023A	2024A	2025E	2026E
总计	营业收入 (百万元)	225.95	253.29	297.57	351.02
	YOY		36.69%	12.10%	17.48%
	营业成本 (百万元)	129.84	146.16	172.05	203.45
	毛利率 (%)	42.54%	42.29%	42.18%	42.04%
越野主产品	营业收入 (百万元)	197.61	227.78	273.33	328.00
	YOY		—	15.27%	20.00%
	营业成本 (百万元)	112.46	129.83	156.48	188.60
	毛利率 (%)	43.09%	43.00%	42.75%	42.50%
其他辅件产品	营业收入 (百万元)	28.35	25.51	24.23	23.02
	YOY		—	-10.00%	-5.00%
	营业成本 (百万元)	17.38	16.33	15.57	14.85
	毛利率 (%)	38.68%	36.00%	35.75%	35.50%

资料来源：聚源，江海证券研究发展部

4.2 估值及建议

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 2.53/2.98/3.51 亿元，同比增速分别为 12.10%、17.48%、17.96%，归母净利润分别为 0.63/0.72/0.82 亿元，同比增速分别为 8.55%、14.09%、14.25%，对应的 EPS 分别为 0.60/0.69/0.78 元，对应当前股价（2025 年 3 月 27 日）的 PE 分别为 29.44X/25.80X/22.58X。结合对标公司的估值以及我们对天铭科技的分析，

首次覆盖给予“持有”评级。

表 8、可比公司估值

证券代码	证券名称	EPS (元)				PE (倍)			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300547.SZ	川环科技	0.75	0.96	1.24	1.63	47.47	36.87	28.56	21.74
601965.SH	中国汽研	0.84	0.95	1.12	1.33	23.11	19.95	17.01	14.30
832978.BJ	开特股份	0.70	0.81	0.99	1.30	37.05	28.90	23.73	18.02
算数平均值						35.88	28.57	23.10	18.02
836270.BJ	天铭科技	0.55	0.60	0.69	0.78	31.96	29.44	25.80	22.58

资料来源：iFind，江海证券研究发展部（注：可比公司数据来自于 iFind 一致预期）

5 风险提示

越野车行业景气度波动风险。公司汽车越野改装件主要应用于山地越野车、皮卡、军车、SUV 等车型，随着汽车保有量的持续增长，越野车高性能以及个性化的改装需求不断增长。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。当宏观经济处于增长阶段，越野车产销量增长，带动越野改装件行业产销量上升；反之随着宏观经济下滑，汽车消费受到抑制，进而影响越野改装件行业的产销。因此，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。

客户集中度较高的风险。2023 年公司前五大客户的销售收入合计占同期销售收入超过 60%，其中对第一大客户的销售比例为 33.74%，客户集中度较高。如果主要客户或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减少采购订单或指定其他供应商，可能对公司的业务发展和业绩表现产生较大的不利影响。

毛利率下滑的风险。公司产品价格主要取决于项目技术要求、市场竞争程度等，产品成本主要受原材料价格、人工成本等因素的影响。未来销售主机厂的产品不排除会出现价格年降条款，如果出现行业竞争加剧，公司对主机厂商等客户的产品销售价格下降较快，原材料、人工成本大幅上升或者公司核心竞争优势无法保持等情形，可能导致公司毛利率出现大幅下降的风险。

外汇汇率波动和关税风险。公司的出口销售业务占比较高，美元汇率波动将直接影响公司外销产品价格以及汇兑损益金额，也会影响公司出口产品价格竞争力。若未来美元汇率发生大幅波动，可能对公司经营业绩带来较大不利影响。同时，公司部分业务出口到北美洲地区，可能受特朗普加征关税的影响。

附录:

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	374	349	399	438	513
现金	196	143	161	189	222
应收票据及应收账款	52	42	63	61	85
其他应收款	2	2	3	3	4
预付账款	1	1	2	1	2
存货	56	61	71	85	99
其他流动资产	67	100	100	100	100
非流动资产	46	129	134	142	151
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	16	17	34	47	57
无形资产	26	25	29	34	40
其他非流动资产	4	86	71	60	53
资产总计	419	478	533	580	663
流动负债	48	69	105	132	186
短期借款	0	0	46	45	106
应付票据及应付账款	28	50	38	66	57
其他流动负债	20	19	21	21	24
非流动负债	1	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	2	2	2	2
负债合计	49	71	107	134	188
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	44	87	105	105	105
资本公积	205	162	144	144	144
留存收益	122	158	173	191	211
归属母公司股东权益	371	407	426	445	475
负债和股东权益	419	478	533	580	663

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	27	89	18	88	38
净利润	44	58	63	72	82
折旧摊销	3	3	4	6	9
财务费用	-3	-4	-4	-4	-3
投资损失	-1	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-19	31	-42	16	-47
其他经营现金流	3	2	-0	-0	-0
投资活动现金流	-67	-121	-7	-11	-15
资本支出	29	81	9	14	18
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-37	-40	2	2	2
筹资活动现金流	167	-22	-39	-48	-49
短期借款	0	0	46	-0	60
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	10	44	17	0	0
资本公积增加	158	-44	-17	0	0
其他筹资现金流	-1	-22	-85	-48	-109
现金净增加额	129	-52	-28	28	-26

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	165	226	253	298	351
营业成本	97	130	146	172	203
营业税金及附加	1	3	3	3	4
销售费用	4	7	7	8	9
管理费用	14	16	18	22	25
研发费用	12	16	18	21	25
财务费用	-3	-4	-4	-4	-3
资产和信用减值损失	-1	0	0	0	0
其他收益	6	5	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	2	2	2	2
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
营业利润	46	65	70	80	92
营业外收入	4	2	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	50	66	72	82	93
所得税	6	8	9	10	12
净利润	44	58	63	72	82
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	44	58	63	72	82
EBITDA	52	67	73	86	101
EPS (元)	0.42	0.55	0.60	0.69	0.78

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-12.9	36.7	12.1	17.5	18.0
营业利润(%)	10.4	41.8	8.7	14.1	14.7
归属于母公司净利润(%)	22.5	31.6	8.6	14.1	14.3
获利能力					
毛利率(%)	41.5	42.5	42.3	42.2	42.0
净利率(%)	26.6	25.6	24.8	24.1	23.3
ROE(%)	11.9	14.2	14.8	16.1	17.3
ROIC(%)	11.6	13.7	12.8	14.2	13.9
偿债能力					
资产负债率(%)	11.6	14.9	20.1	23.1	28.4
净负债比率(%)	-52.8	-35.2	-27.0	-32.2	-24.6
流动比率	7.8	5.0	3.8	3.3	2.8
速动比率	6.6	4.0	3.0	2.6	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	4.2	5.2	5.2	5.2	5.2
应付账款周转率	3.1	3.4	3.4	3.4	3.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.55	0.60	0.69	0.78
每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	0.85	0.17	0.84	0.36
每股净资产(最新摊薄)	3.54	3.89	4.07	4.26	4.54
估值比率					
P/E	42.0	32.0	29.4	25.8	22.6
P/B	5.0	4.6	4.3	4.2	3.9
EV/EBITDA	31.1	24.2	22.7	18.9	16.4

资料来源: 公司财报, 江海证券研究发展部

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为发布报告日后的 6 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。其中沪深市场以沪深 300 为基准；北交所以北证 50 为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5% 到 15% 之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5% 到 5% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5% 以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10% 以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10% 到 10% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10% 以上

特别声明

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

分析师介绍

姓名：张诗瑶

从业经历：本科毕业于英国谢菲尔德大学，硕士毕业于英国伦敦大学皇家霍洛威学院；拥有近 5 年的证券从业经历，曾先后就职于光大证券和广发证券，对宏观经济政策以及机械行业具有丰富的研究经验。

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

江海证券有限公司（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。本研究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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。