

天成自控(603085)

汽车零部件/汽车

发布时间: 2022-12-29

证券研究报告 / 公司深度报告

**增持**

上次评级: 增持

## 乘用车座椅格局重塑, 龙头利润率反转在即

### 报告摘要:

天成自控原为工程机械座椅龙头, 在保持优势地位的同时, 向乘用车座椅(2015年)、航空座椅(2018年)延伸布局。本篇报告阐述了在自主品牌乘用车崛起为国产座椅商提供重要机遇的产业趋势下, 公司定点加速带来自身经营反转, 有望迎来利润率拐点。

**国际巨头垄断国内乘用车座椅千亿市场, 自主品牌崛起为国产化厂商提供重要机遇。**全球汽车座椅 90%的份额为前 10 家占据, 均为安道拓、李尔等外企; 国内 CR5 占有 70%的份额。自主品牌乘用车的崛起, 尤其新能源汽车不受传统供应链的束缚, 为国产座椅供应商带来机遇。座椅是汽车中价值量占比第二高的零部件, 随着乘用车价格提高、座椅功能增加以及智能化轻量化等趋势, 单车座椅价值量逐年提升。

**多年深耕+批产能力+成本管控优势, 公司是本轮国产化趋势的优秀承接者。**公司于 2015 年切入乘用车座椅领域, 并于 2016 年募投 4.29 亿元开展乘用车座椅产能建设, 2019 年 5 月完工后形成 30 万套乘用车座椅、140 万套核心件产能; 截至 2021 年, 已实现对上汽荣威 i5、i6, 新能源车型 EX21(科莱威)、ei5 等的批量供应, 并获得上汽大通 Mifa 等多款车型的定点。公司在乘用车座椅领域深耕 7 年, 借助成熟项目经历、产能储备和成本管控优势, 有望充分受益本轮座椅供应链国产化。**新增定点促进产能利用率提升, 有望迎来利润率拐点。**公司 16-19 年大力扩充乘用车产能, 固定资产由 2015 年的 0.78 亿, 快速提升至 2019 年的 6.37 亿, 但产能利用率不断降低, 毛利率、人均创利未达到理想状况。2022 年以来, 定点节奏显著加快, 截至今年 7 月, 已收到北汽新能源 C46DB、东风 S73、上汽 EC32 等多家定点通知。我们认为, 定点进入加速期, 将有效提高公司的产能利用率, 带来较高的业绩弹性。

**受益全球航空业复苏, 航空座椅业务有望复苏。**公司于 2018 年收购英国 AASL 公司 100%股权切入航空座椅领域。随着疫情对航空业影响逐步消散, IATA 公布的数据显示, 2022 年 5 月, 全行业收入客公里(RPK)同比增长 83.1%, 部分主要国际航线的表现已超过 2019 年的水平, 全行业复苏正在加速, 为公司该项业务提供有力支撑。

**业绩预测及估值:** 预计公司 2022-2024 年归母净利润为 0.56 亿、1.66 亿、3.32 亿, 对应 PE 为 75 倍、25 倍、13 倍, 给予“增持”评级。

**风险提示:** 原材料价格波动; 行业竞争加剧

财务摘要(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,428	1,704	1,755	2,365	3,191
(+/-)%	-1.95%	19.33%	2.98%	34.80%	34.91%
归属母公司净利润	51	28	56	166	332
(+/-)%	109.44%	-44.18%	99.78%	195.30%	99.60%
每股收益(元)	0.16	0.08	0.14	0.42	0.84
市盈率	63.88	99.50	74.70	25.30	12.67
市净率	3.74	2.84	3.40	2.99	2.42
净资产收益率(%)	7.63%	2.75%	4.55%	11.84%	19.11%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	370	370	397	397	397

### 股票数据

2022/12/29

6 个月目标价(元)	
收盘价(元)	10.60
12 个月股价区间(元)	5.69~14.78
总市值(百万元)	4,209.26
总股本(百万股)	397
A 股(百万股)	397
B 股/H 股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	1

### 历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-4%	7%	31%
相对收益	-5%	6%	51%

### 相关报告

《天成自控(603085): 乘用车座椅稳健增长, 航空座椅拖累业绩》

--20221107

《天成自控(603085): 乘用车座椅逆势增长, 龙头利润率反转在即》

--20220907

《天成自控(603085): 获东风乘用车 S59 座椅定点, 高端领域不断开拓》

--20220816

《天成自控(603085): 格局有望重塑, 国产乘用车座椅龙头进入放量期》

--20220720

### 证券分析师: 刘军

执业证书编号: S055016090002  
021-20361113 liujun@nesc.cn

### 研究助理: 许光坦

执业证书编号: S0550121050011  
021-20361113 xugt1@nesc.cn

## 目录

1. 冉冉升起的乘用车座椅龙头企业 .....	4
1.1. 工程机械座椅龙头，向乘用车、航空座椅延伸 .....	4
1.2. 营收稳健增长，利润有待释放 .....	5
1.3. 股权激励及员工持股平台激发活力 .....	6
2. 乘用车座椅自主化大势所趋，产能利用率提升带来利润拐点 .....	7
2.1. 国际巨头垄断国内市场，自主品牌崛起为国产化厂商提供重要机遇 .....	8
2.2. 多年深耕+批产能力+成本管控，天成自控是座椅国产化的优秀承接者 .....	11
2.3. 新增定点促进产能利用率提升，有望迎来利润率拐点 .....	14
2.4. 乘用车座椅单车价值量不断变大 .....	16
3. 航空座椅受益全球疫情复苏，重回上升通道 .....	20
3.1. 全球航空业已有显著恢复，拉动航空座椅需求 .....	20
3.2. 收购 Acro+国产化替代，天成自控深远布局航空座椅 .....	23
4. 盈利预测与投资评级 .....	26
5. 风险提示 .....	27

## 图表目录

图 1: 天成自控发展历程 .....	4
图 2: 天成自控在座椅领域全系列布局 .....	4
图 3: 2021 年公司营收构成 .....	5
图 4: 2021 年公司毛利构成 .....	5
图 5: 公司 2013-2021 年营业收入 .....	5
图 6: 公司 2013-2021 年归母净利润 .....	5
图 7: 公司利润率变化情况 .....	6
图 8: 公司期间费用变化情况 .....	6
图 9: 天成自控股权结构（截至 2021 年年报） .....	6
图 10: 我国汽车座椅供应链 .....	7
图 11: 公司乘用车收入、固定资产及相关比例 .....	8
图 12: 我国汽车座椅供应链 .....	8
图 13: 全球汽车座椅市占率 .....	9
图 14: 中国汽车座椅市占率 .....	9
图 15: 乘用车自主车型渗透率重回升势 .....	10
图 16: 乘用车自主车型价格段不断上移 .....	11
图 17: 天成自控乘用车业务发展历程 .....	12
图 18: 汽车座椅生产流程 .....	12
图 19: 公司镁铝合金、碳纤维座椅产品 .....	13
图 20: 公司乘用车座椅收入表现 .....	14
图 21: 公司乘用车座椅毛利率变化 .....	14

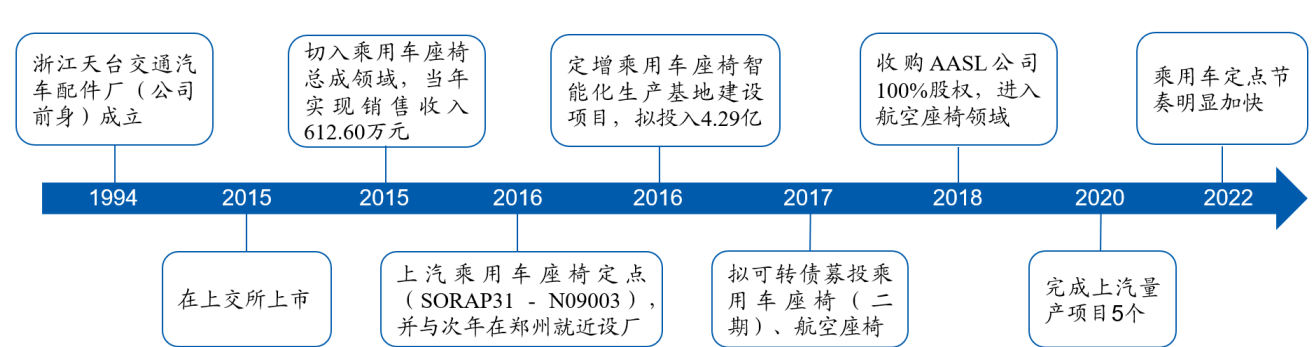
图 22: 公司乘用车座椅历年销量及单价 .....	14
图 23: 公司毛利率与收入/固定资产的关系 .....	15
图 24: 公司人均创利与收入/固定资产的关系 .....	15
图 25: 公司 2018、2019 年计提情况.....	16
图 26: 汽车座椅示意图 .....	16
图 27: 传统燃油车成本结构 .....	17
图 28: 新能源汽车成本结构 .....	17
图 29: PCB 制造工艺流程与公司部分主要产品对应情况.....	17
图 30: 汽车座椅新功能 .....	18
图 31: 2016-2021 年中国汽车座椅进出口均价 (美元/个) .....	18
图 32: 2016-2021 年汽车座椅出口金额 .....	18
图 33: 2016-2021 年汽车座椅进口金额 .....	18
图 34: 钢结构座椅 (左) 与镁合金一体成型座椅 .....	19
图 35: 两种座椅重量对比 (kg) .....	19
图 36: 上汽大通 Mifa 配备高端座椅 .....	19
图 37: 乘用车座椅单车价值量变化 .....	19
图 38: 空客 A320 三代航空座椅.....	20
图 39: 全球航空客运情况 .....	20
图 41: 未来 10 年与 20 年的航空飞机架次新增交付情况.....	21
图 42: 飞机总量变化 .....	21
图 43: 单台飞机平均座椅数估算 .....	21
图 44: 赛峰业务条线 .....	22
图 45: 赛峰航空座椅产品 .....	22
图 46: 天成自控航空座椅业务发展 .....	23
图 47: 铝合金座椅及框架 .....	23
图 48: 天成自控研发和生产布局 .....	24
图 49: 公司客户资源部分列举 .....	24
图 50: 天成自控航空座椅收入与毛利率情况 .....	25
图 51: 天成自控航空座椅销量与单价 .....	25
图 52: 中国航空客运情况 .....	26
表 1: 公司 2022 年股权激励计划授予名单.....	7
表 2: 全球乘用车座椅巨头在华营收情况 (2021 年) .....	9
表 3: 乘用车座椅企业在中国区客户情况 (不完全统计) .....	10
表 4: 国内及全球乘用车座椅市场空间 .....	11
表 5: 2016 年公司非公开发行股票建设乘用车座椅智能化生产基地.....	13
表 6: 天成自控在乘用车领域定点及量产历程 .....	15
表 7: 全球航空座椅市场规模约 130 亿元.....	22
表 8: 公司业务拆分与预测 .....	27

## 1. 冉冉升起的乘用车座椅龙头企业

### 1.1. 工程机械座椅龙头，向乘用车、航空座椅延伸

**聚焦座椅总成，向乘用车、航空座椅延伸。**天成自控源于 1984 年成立的浙江天台交通汽车配件厂，在工程机械座椅、商用车座椅逐步确立优势地位，于 2015 年在上交所上市；随后在保持原有行业优势地位的同时，于 2015 年切入乘用车座椅总成领域，当年实现销售收入 612.60 万元，随后不断扩充乘用车产能并陆续接到多家定点。2022 年以来，公司接到定点节奏显著加快，截至 2022 年 7 月，已收到北汽新能源 C46DB 项目、东风 S73 项目、上汽 EC32 项目等多家的订点通知。此外，公司于 2018 年收购英国 AASL 公司 100% 股权切入航空座椅领域，陆续拿到欧洲航空安全局（EASA）和美国航空管理局（FAA）的适航证，全球影响力显著增强。

图1：天成自控发展历程



数据来源：天成自控官网，公司 2021 年年报，东北证券

乘用车座椅占有公司 27.4% 的营收和 7.3% 的毛利，潜力较大。公司聚焦座椅总成，近年来重点发展乘用车座椅，潜力较大。

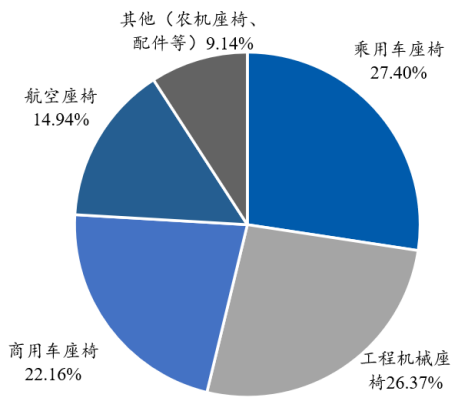
图2：天成自控在座椅领域全系列布局

产品种类	营收/毛利率 (2021)	主要客户及市场地位	看点	
座椅总成	工程商用车座椅	8.27 亿 19.22%	市场地位稳固，盈利能力较强，服务卡特、三一、东风、中国重汽、等企业	客户优质，波动没有工程机械行业那么大
	乘用车座椅	4.67 亿 4.25%	上汽、威马、上汽大通等，2015 年进入乘用车领域	2022 年乘用车定点显著加快，产业趋势+公司经营拐点共振
	航空座椅	2.55 亿 9.82%	是波音和空客的合格供应商	全球航空业逐步恢复，且中国航空产业潜力大

数据来源：天成自控 2021 年年报，东北证券

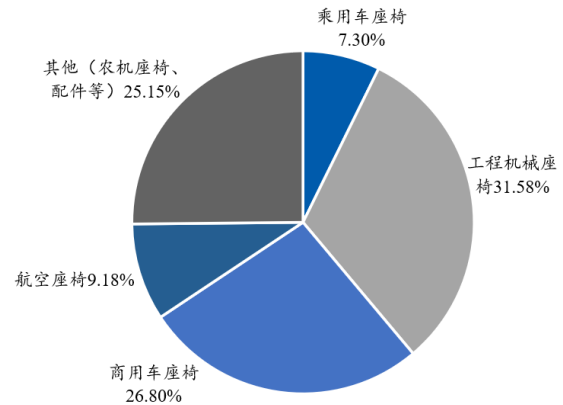


图3: 2021年公司营收构成



数据来源: Wind, 东北证券

图4: 2021年公司毛利构成



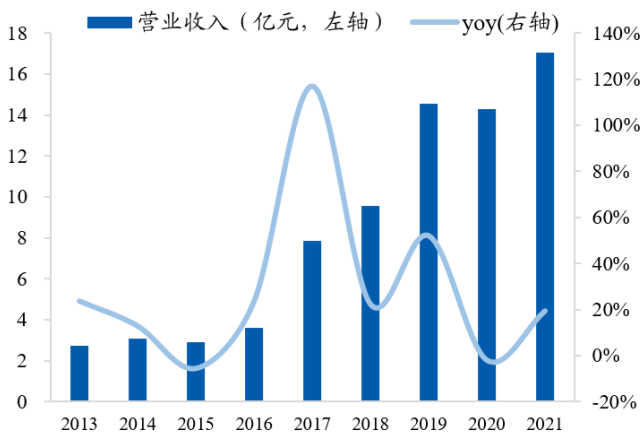
数据来源: Wind, 东北证券

## 1.2. 营收稳健增长, 利润有待释放

**业务拓展+优质业务拉动, 营收整体稳健上升。**2015年上市以来, 公司营收整体呈现稳健上升的趋势, 其中2018年并表英国从事航空座椅业务的AHL增加营收1.93亿元; 2019年上汽荣威i5、i6项目批量供货, 乘用车座椅业务营收从2018年的1.15亿增长到3.53亿元; 2020年, 新冠疫情对全球航空业产生冲击, 公司航空座椅业务营收下滑68%, 致整体收入下滑; 2021年, 新能源汽车产销量的快速增长带动乘用车座椅业务增长22.75%, 同时全球航空业逐步复苏且公司航空座椅业务与波音和中国商飞建立合作关系, 带动公司整体营收重回上涨通道。

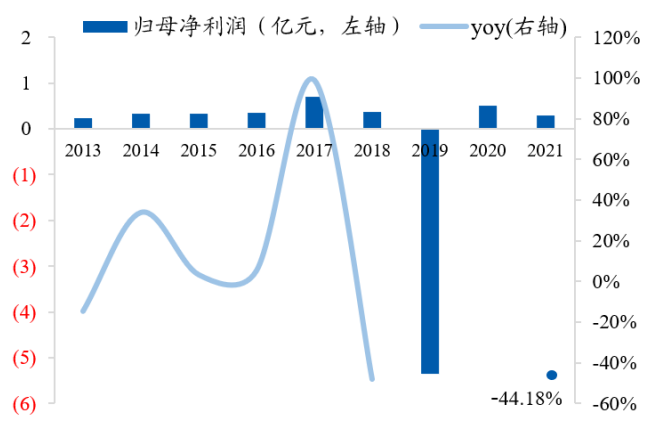
**计提及成本上涨干扰利润释放。**2019年, 由于并购英国AHL公司后整合及盈利不及预期, 计提商誉减值损失3.52亿元; 同时客户众泰汽车、知豆汽车经营陷入困境, 对于其相关的相关客户进行计提, 其中应收账款计提坏账准备0.27亿元, 存货跌价准备0.59亿元, 固定资产减值0.15亿元, 致使当年归母净利润-5.35亿元。2021年, 原材料和运费涨价影响毛利率, 致使净利润有所下降。我们认为, 随着干扰因素逐步消退, 以及公司乘用车业务的放量, 公司利润有望重拾上涨。

图5: 公司2013-2021年营业收入



数据来源: Wind, 东北证券

图6: 公司2013-2021年归母净利润

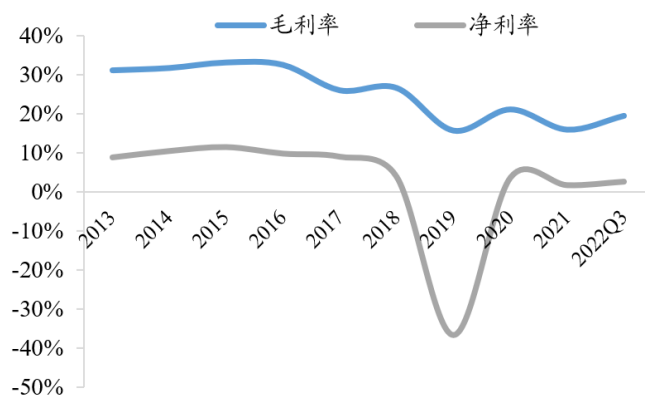


数据来源: Wind, 东北证券

**产品结构变化及成本因素致毛利率波动。**公司的乘用车座椅由于是新进入者, 规模效应有待显现, 毛利率较低, 因此随着营收占比的提升, 拉低了整体毛利率。

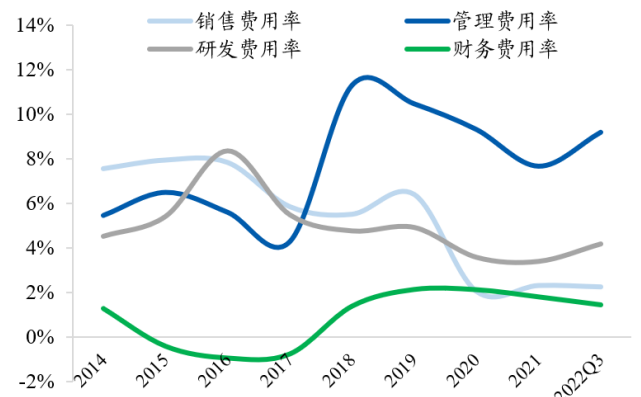
同时，原材料、运输费用的变化也影响了公司利润率表现。

图7：公司利润率变化情况



数据来源：Wind，东北证券

图8：公司期间费用变化情况

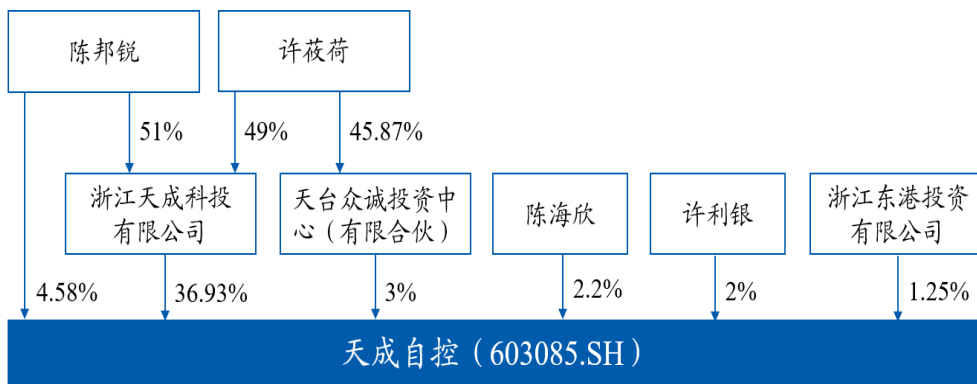


数据来源：Wind，东北证券

### 1.3. 股权激励及员工持股平台激发活力

公司控股股东为浙江天成科投有限公司，持有天成自控 36.93%的股份；实际控制人为公司董事长陈邦锐先生，直接持有上市公司 4.58%的股份，并通过控股天成科技间接持有上市公司 36.93%的股份。

图9：天成自控股股权结构（截至 2021 年年报）



资料来源：Wind，公司 2021 年年报，东北证券

**股权激励计划及员工持股平台激发活力。**公司于 2022 年 5 月 5 日发布股权激励计划，拟授予包括公司董事、高级管理人员及核心骨干员工在内的 128 人 1580 万份股票期权，占总股本的 4.27%，其中绝大部分（93.35%）授予高管外的核心骨干员工。业绩考核目标为，以 2021 年营业收入为基数，2022-2024 年营收增长率分别不低于 20%、45%、70%。此外，持有上市公司 3%股权的天台众诚投资中心(有限合伙)是由股东许苻荷及 25 名公司员工共同建立。我们认为，公司的员工持股平台及股权激励计划将有效激发公司活力，留住人才，为长期良好发展奠定基础。

表1: 公司 2022 年股权激励计划授予名单

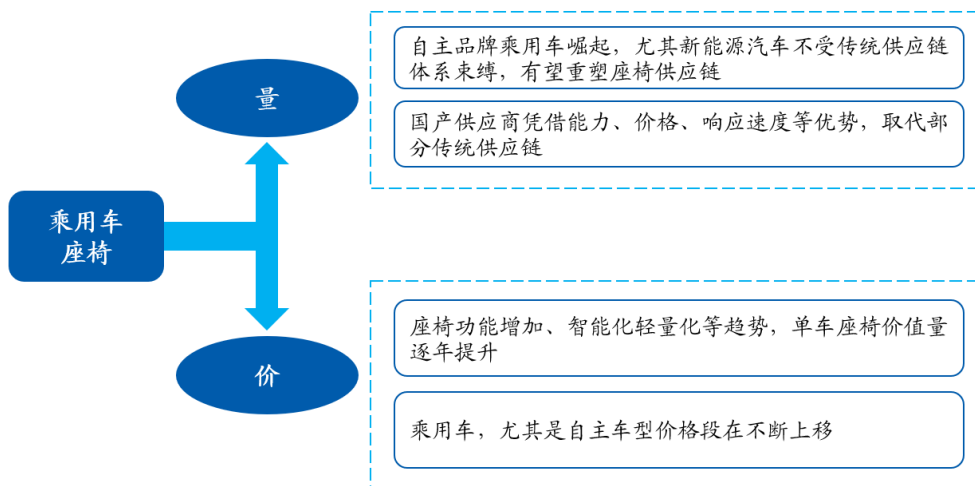
序号	姓名	职务	获授数量 (万份)	占拟授予股票期 权总数的比例	占本激励计划公告 日股本总额的比例
1	陈庆联	董事、高级销售 总监	35	2.22%	0.09%
2	樊瑞满	财务总监	35	2.22%	0.09%
3	吴延坤	董事会秘书、副 总经理	35	2.22%	0.09%
核心骨干员工 (125 人)			1,475	93.35%	3.98%
合计			1,580	100.00%	4.27%

资料来源: 天成自控 2022 年股票期权激励计划 (草案), 东北证券

## 2. 乘用车座椅自主化大势所趋，产能利用率提升带来利润拐点

**行业趋势:** 公司可触达的市场量价齐升。(1) 从数量来看，自主品牌乘用车的崛起，尤其新能源汽车不受传统供应链体系的束缚，为国产乘用车座椅供应商带来机会，即国产供应商可触达的车型越来越多；(2) 从价值量来看，随着乘用车价格提高、座椅功能增加以及智能化轻量化等趋势，单车座椅价值量逐年提升。行业整体呈现“通胀”属性，市场空间快速扩大。

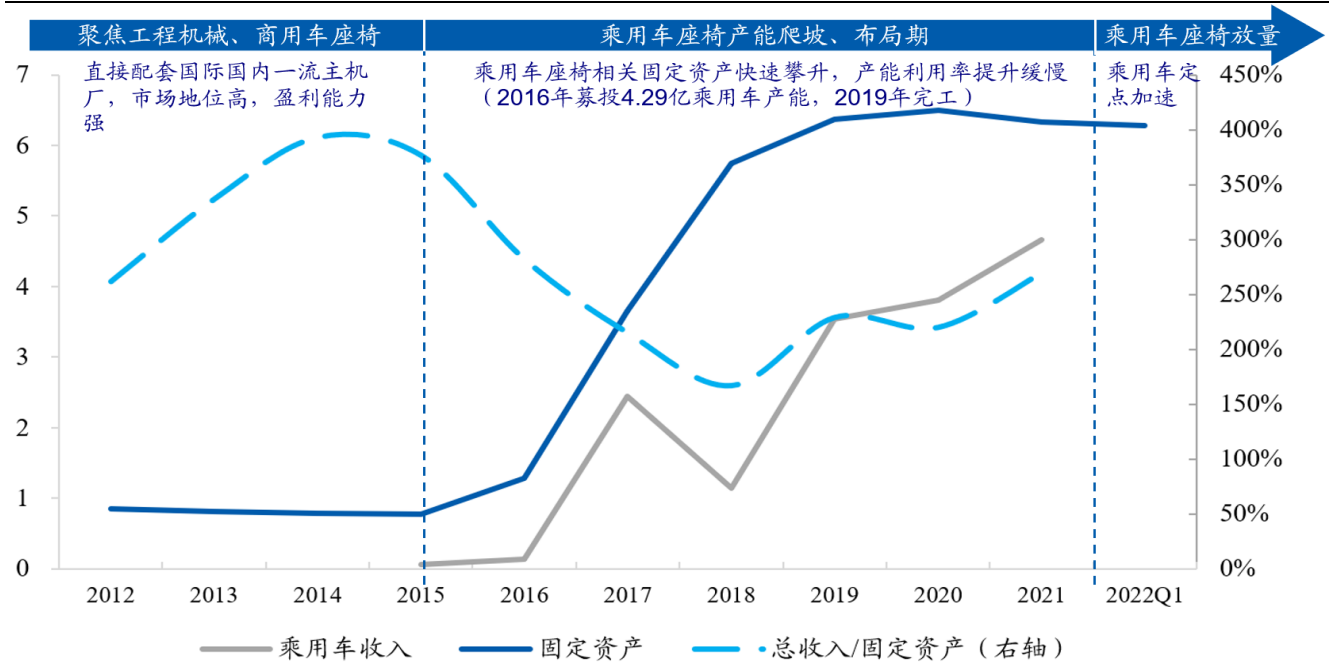
图10: 我国汽车座椅供应链



资料来源: 草根调研, 天成自控 2021 年年报, 东北证券

**公司经营:** 乘用车定点明显加速，有望迎来经营反转。2015 年，公司切入乘用车座椅领域；2016 年，募投 4.29 亿建设乘用车相关产能，该项建设于 2019 年 5 月完工，公司固定资产在此期间快速提升，但与之对应的乘用车收入虽有提升，整体收入与固定资产的比值却在下降，远未达到 2014、2015 年时的状态，我们认为或与产能利用率不足相关。2022 年以来，公司收到的乘用车定点明显加速，有望提高产能利用率，进而提高盈利能力，带来利润、净利率同步反转。

图11: 公司乘用车收入、固定资产及相关比例

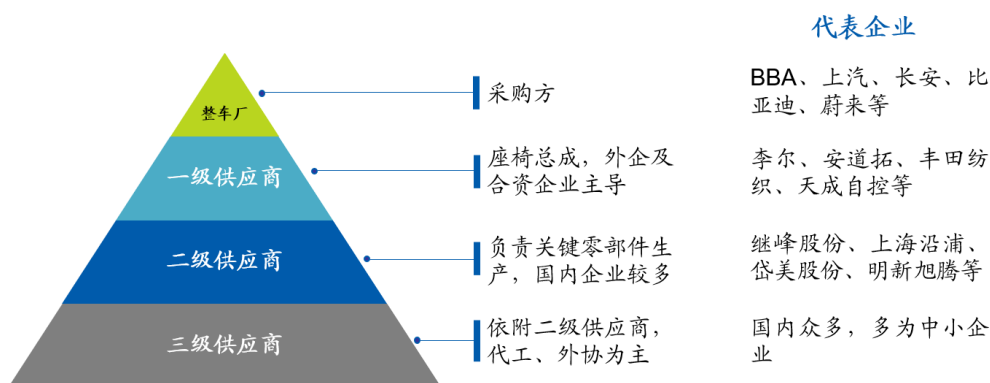


资料来源: Wind, 东北证券

### 2.1. 国际巨头垄断国内市场，自主品牌崛起为国产化厂商提供重要机遇

汽车座椅行业大致分为三级。汽车行业的金字塔结构决定了行业内的分工模式，目前汽车座椅行业大致分为三级，一级供应商为座椅总成供应商，其主要是采购关键零部件组装成座椅，直接提供给整车厂，因座椅体积较大，不便运输，其生产基地一般就设在整车厂周边。二级供应商负责关键零部件如滑轨、调角器、升降器等的生产，由于这些零部件体积小，运输方便，故二级供应商一般不受地域限制，而且可以同时供应多家一级供应商。三级供应商一般依附于二级供应商，负责二级供应商部分零部件或者部分工序的加工，以代工、外协为主。

图12: 我国汽车座椅供应链



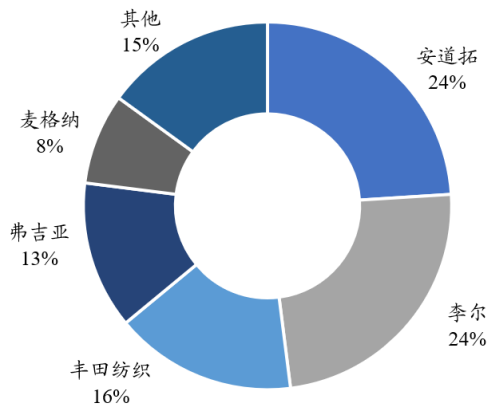
资料来源: 光启技术招股说明书, 草根调研, 东北证券

全球汽车座椅90%的份额为前10家占据，均为外企；国内CR5占有70%的份额。目前，乘用车座椅和工程商用车座椅领域全球90%以上的市场份额被安道拓（江森Adient）、李尔（Lear）、丰田纺织、佛吉亚（Faurecia）等前10大座椅生产商所占



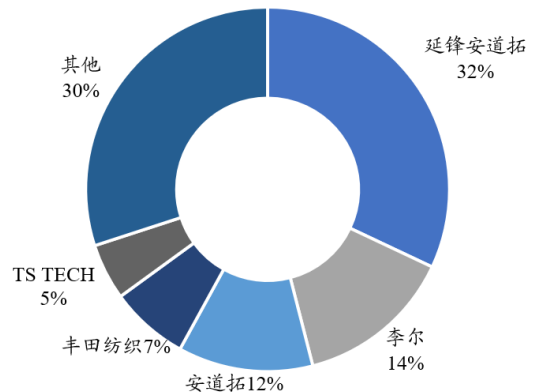
据

图13: 全球汽车座椅市占率



数据来源: 各公司财报, Marklines, 东北证券

图14: 中国汽车座椅市占率



数据来源: 各公司财报, Marklines, 东北证券

前五大企业 2021 年在华营收约 700 亿人民币。根据对佛吉亚、李尔、丰田纺织、安道拓、延锋安道拓的估算，五家企业 2021 年在华营收合计 94.69 亿美元，约合人民币 700 亿，显示乘用车座椅拥有广阔的市场，以及外资企业（延锋安道拓已被华域汽车收购）在国内占据大量的份额。

表2: 全球乘用车座椅巨头在华营收情况 (2021 年)

公司	业务	业务占比	中国区营收 (亿美元)	中国区座椅营收 (亿美元, 估算)
佛吉亚	座椅	39%	31.92	12.45
	内饰	30%		
	汽车电子	5%		
	绿动智行	26%		
李尔	座椅	74.8%	30.18	22.58
	电子系统	25.2%		
丰田纺织	座椅	73%	15.35	11.21
	内饰&内外部件	20%		
	单元组件	7%		
安道拓	座椅为主		6.42	6.42
延锋安道拓	座椅为主		42.04	42.04
总和				94.69

数据来源: 各公司年报, 东北证券

注: 中国区并未区分产品类型, 为根据公司业务构成近似估算

全球巨头聚焦各自优势领域。Adient (安道拓) 是全球最大汽车座椅生产商, 其主要通过与车企设立合资厂等方式与整车厂建立长期合作关系, 客户分布广泛; Lear 的客户则集中在福特、通用、宝马、FCA 四大客户上, 市场集中在北美和欧洲等。总体来看, 汽车座椅行业的市场集中度相对较高。在中国汽车座椅市场上, 美系、德系汽车的座椅基本上被 Adient 和 Lear 垄断, 日系汽车中本田大部分由提爱思 (TS) 供应, 丰田绝大部分由丰田纺织供应, 日产的供应商相对比较多元化。自主品牌也大多采用合资厂的座椅配套, 长城、比亚迪、奇瑞和吉利汽车基本选择了部分自主、部分合资的模式。

表3: 乘用车座椅企业在中国区客户情况 (不完全统计)

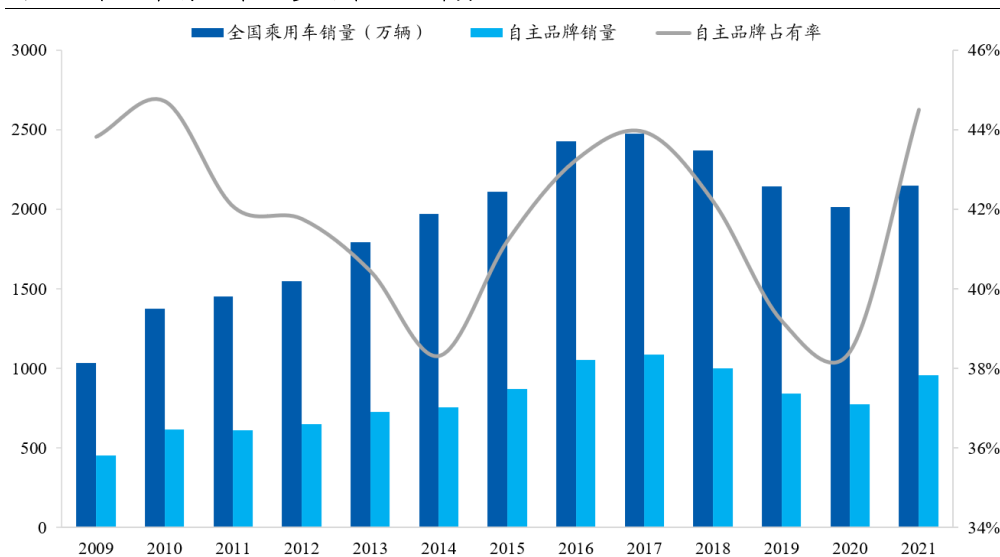
安道拓	大众宝来、大众高尔夫、五菱凯捷、东风风神、红旗 H9、岚图、雪铁龙、特斯拉 model3
延锋安道拓	大众途岳、大众 polo plus、大众威然、别克威朗、哪吒、小鹏 G3、塞力斯、威马 EX5、蔚来 ES6
李尔	奥迪、华晨宝马、奔驰、奔腾、东风日产、东风本田、奇瑞星途揽月、江铃汽车 (福特领界)、标致、现代
弗吉亚	比亚迪汉、理想 L9、理想 one
丰田纺织	丰田系列为主
天成自控	上汽荣威 i5、i6, 新能源车型 EX21 (科莱威)、ei5、ei6、ER6、威马 E5

资料来源: Marklines, 草根调研, 东北证券

自主车型崛起, 有望重塑座椅供应链, 为国产乘用车座椅供应商带来机会。中国自主品牌在经历发展和调整后, 新能源汽车的兴起为新兴汽车座椅企业在行业内的快速崛起提供了历史性机遇, 由于新能源汽车企业的供应链建设不受传统供应链体系的束缚, 更具开放性, 为新兴座椅企业参与市场竞争提供了更为广阔的平台和市场空间。

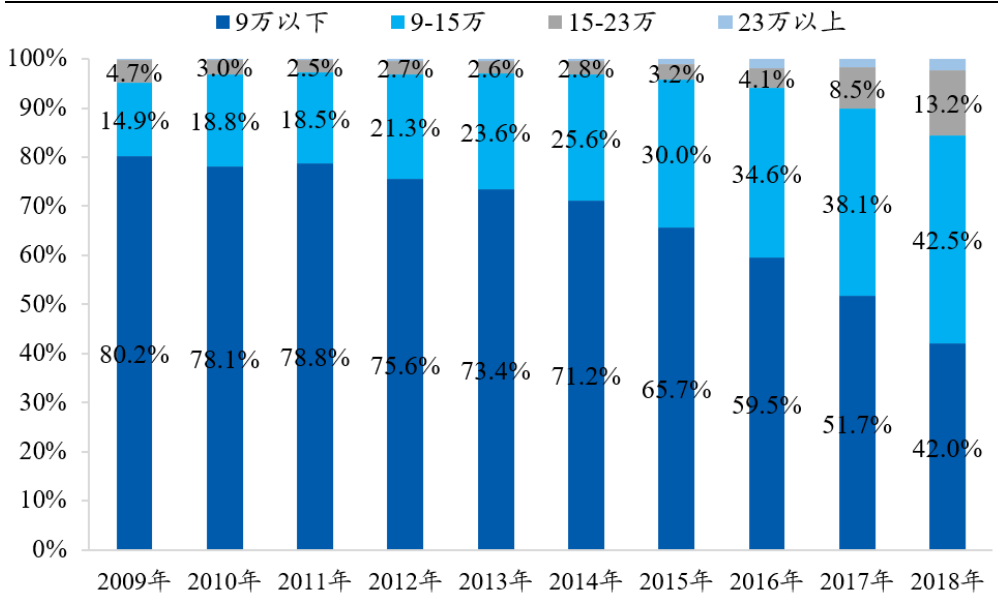
2021 年, 自主车型渗透率达到 44.5%, 重回升势; 自主车型的价格段也在不断上移, 9 万元以下车型占比由 2009 年的 80.2% 下降至 2018 年的 42.0%, 近年来以理想、蔚来等为代表的新势力将自主品牌售价提升至新的高度, 成交均价为 20 万元以上的比亚迪汉累计销量也在 2022 年 4 月达到了 20 万台。自主车型销售价格的不断突破带动单车座椅价值量提升, 乘用车座椅行业呈现“量价齐升”态势。

图15: 乘用车自主车型渗透率重回升势



资料来源: 中国汽车工业协会, 东北证券

图16: 乘用车自主车型价格段不断上移



资料来源: 向上的中国自主品牌之路, 东北证券

**国内乘用车座椅达千亿市场。**随着乘用车价格提高、座椅功能增加以及智能化轻量化等趋势, 单车座椅价值量逐年提升。行业整体呈现“通胀”属性, 单车价值由1500左右提升至3000元以上区间。在中国乘用车销量到2025年达到3092万辆, 座椅单车价值量达到4000元的假设条件下, 预计2025年乘用车座椅市场空间可达1237亿元。

表4: 国内及全球乘用车座椅市场空间

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
中国乘用车销量 (万辆)	2888	2808	2577	2531	2668	2749	2838	2951	3092
国内单台汽车座椅价值量 (元)	1500	2000	2500	3000	3300	3500	3700	3900	4000
国内乘用车座椅市场空间 (亿元)	433	562	644	759	880	962	1050	1151	1237
全球乘用车销量 (万辆)	9566	9506	9130	7797	8137	8276	8463	8708	9023
全球单台汽车座椅价值量 (元)	3000	3500	4000	4300	4500	5000	5500	5700	6000
全球乘用车座椅市场空间 (亿元)	2870	3327	3652	3353	3661	4138	4655	4963	5414

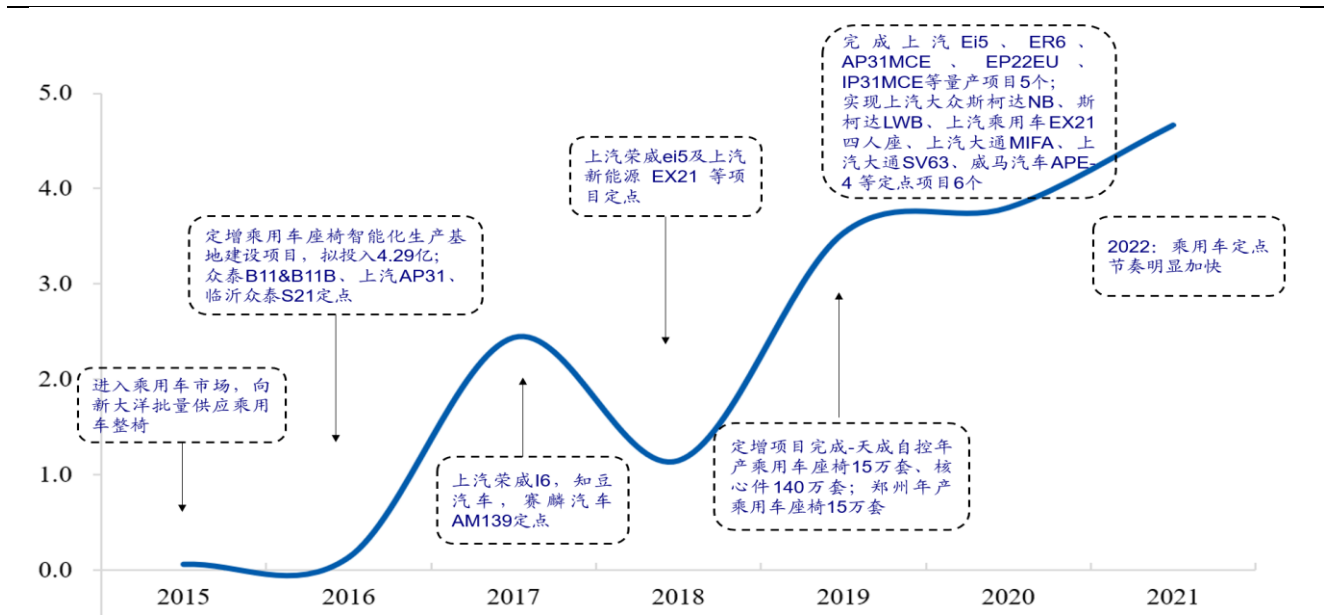
数据来源: Marklines, 中汽协, 东北证券

## 2.2. 多年深耕+批产能力+成本管控, 天成自控是座椅国产化的优秀承接者

从工程机械座椅迁移至乘用车座椅并深耕7年, 积累量产经验和行业 knowhow 能力。在保持工程机械座椅行业优势地位的同时, 于2015年切入乘用车座椅总成领域, 当年实现销售收入612.60万元, 随后不断扩充乘用车产能并陆陆续续接到多家定点, 截至2021年, 已实现对上汽荣威i5、i6, 新能源车型EX21(科莱威)、

ei5、ei6、ER6 的批量供应，积累量产经验。2022 年以来，公司接到定点节奏显著加快。

图17: 天成自控乘用车业务发展历程

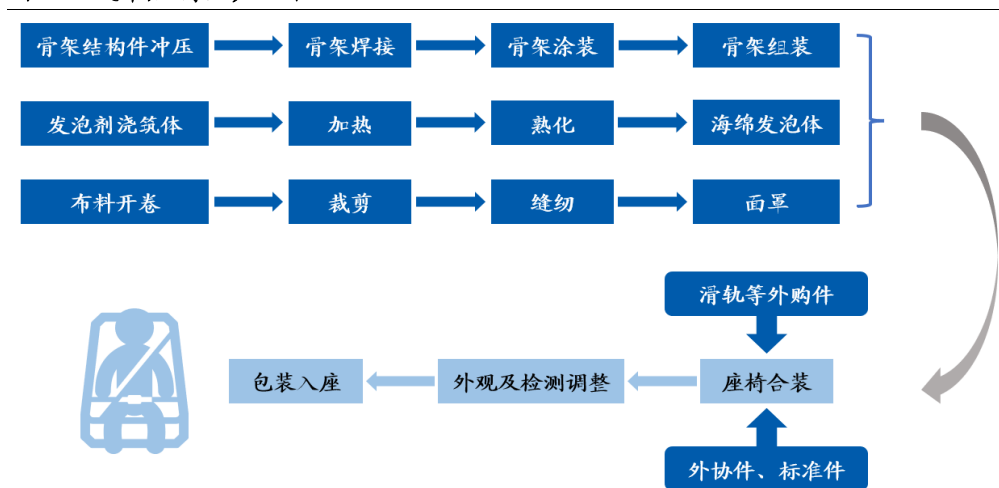


数据来源：公司 2016-2021 年年报，东北证券

**精益化管理和数字化建设，推动成本管控能力、运营效率提升。**作为一家民营企业，公司从 2008 年开始实施“精益生产管理”和“6Sigma”项目管理，采用新型生产设备和先进生产工艺，推行精益生产，理顺生产组织关系，从平衡生产节拍、减少等待浪费、培养多能工和一人多机等环节加以贯彻落实，不断提高生产效率。同时，公司根据各座椅系列产品的订单变化情况，在冲压、焊接、装配等环节共用生产线或设备，实现柔性制造，最大限度地满足市场需求。

**核心零部件自制，提高产业链整合和盈利能力。**公司在 2019 年完工的募投项目中，形成了核心件 140 万套的产能，对公司提高乘用车座椅零部件的自制率，进而提升产品毛利率有积极影响。

图18: 汽车座椅生产流程



资料来源：头豹研究院，东北证券

汽车座椅的轻量化技术（铝合金骨架）居于行业领先地位。三十年来，公司专注于座椅，在碳纤维复合材料、铝合金骨架、气囊减振等领域掌握了多项关键技术，总体技术实力居行业领先水平，是国家高新技术企业。在乘用车座椅领域，公司开发的**铝合金骨架汽车座椅产品**，使得公司**汽车座椅的轻量化技术居于行业领先地位**，具备为全球顶级新能源汽车企业配套的技术实力。

公司的镁铝合金座椅，靠背、座盆采用镁铝合金一体压铸成型，比传统钢材骨架更轻，有望广泛应用于高端电动汽车，引领未来趋势；碳纤维座椅整体/单件采用一体化模压、热固、注塑成型，比传统钢材座椅骨架更轻。

**图19：公司镁铝合金、碳纤维座椅产品**



资料来源：公司官网，东北证券

**2016 年募投乘用车座椅智能化生产基地建设项目，打下产能基础，核心件产能的建成提高零部件自制率。**公司于 2016 年非公开发行股票募集资金 5.07 亿元，其中 4.29 亿元投向乘用车座椅智能化生产基地建设项目，其余用来补充流动资金。

2019 年 5 月，该项募投项目正式建成，在浙江天台形成年产乘用车座椅 15 万套、核心件 140 万套，在郑州形成年产乘用车座椅 15 万套的产能，有效提升公司乘用车座椅的业务规模和市场地位，其中核心件产能的建成对公司提高乘用车座椅零部件的自制率，进而提升产品毛利率有积极影响。

**表5：2016 年公司非公开发行股票建设乘用车座椅智能化生产基地**

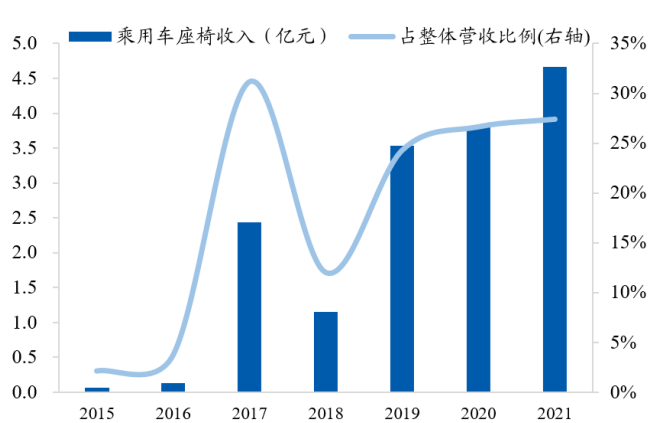
序号	项目名称	募集资金投资额（万元）
1	乘用车座椅智能化生产基地建设项目	42915
2	补充流动资金项目	6601
	合计	49516

资料来源：《2016 年度非公开发行股票预案（修订稿）》，东北证券

**营收体量逐渐上行，利润率待修复。**公司 2015 年进入乘用车座椅市场，当年实现销售收入 612.60 万元；2017 年，对众泰 T700 实现批量供货，乘用车座椅实现销售收入 2.44 亿元；由于 2017 年的主要客户众泰 T700 项目销量的下滑，2018 年公司的乘用车座椅销量及销售收入下滑。2019 年上汽荣威 i5、i6 项目批量供货，乘用车座椅业务营收从 2018 年的 1.15 亿增长到 3.53 亿元，随后稳健增长。

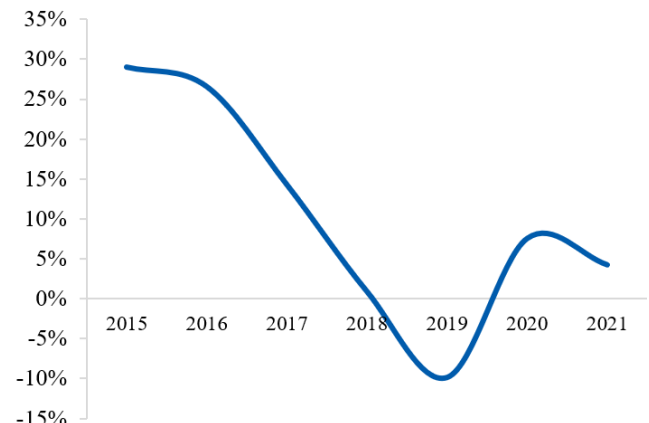


图20: 公司乘用车座椅收入表现



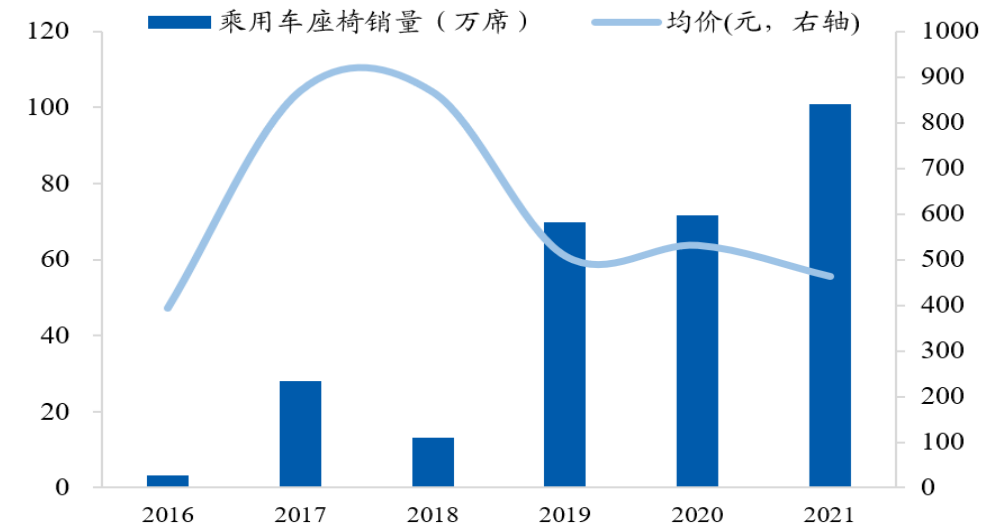
数据来源: Wind, 东北证券

图21: 公司乘用车座椅毛利率变化



数据来源: Wind, 东北证券

图22: 公司乘用车座椅历年销量及单价



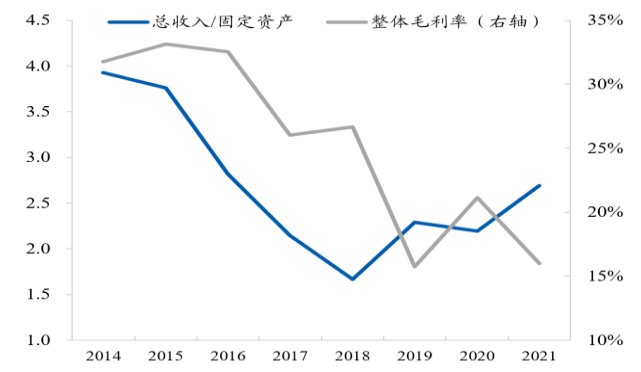
资料来源: 公司历年年报, 东北证券

### 2.3. 新增定点促进产能利用率提升, 有望迎来利润率拐点

16-19年大力扩产后产能利用率较低拖累利润率, 目前已进入爬坡期。公司于2016年募投4.29亿建设乘用车座椅产能, 固定资产由2015年的0.78亿, 快速提升至2019年的6.37亿, CAGR达69.05%; 与此同时, 公司的整体营收由2015年的2.93亿提升至2019年的14.56亿, CAGR为49.36%, 慢于固定资产的增速。且总收入与固定资产的比值, 自2014年的3.93, 滑落至2018年的1.67, 显示公司产能利用率不断降低, 整体毛利率也由2014年的31.75%滑落至2018年的26.65%, 尤其是2019年降至15.74%。

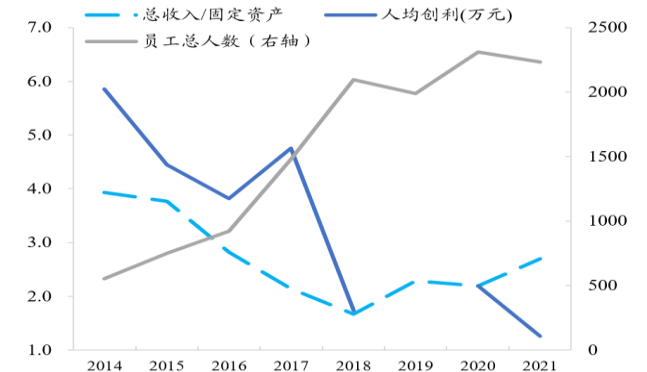
随着总收入/固定资产的比值自2018年触底反弹, 公司整体毛利率亦开始震荡, 主要系2019年公司乘用车座椅业务主要客户上汽集团下调了产品价格, 且郑州厂区建设完成后相应的折旧摊销及人工成本金额相对较高, 尚未达到规模效应; 2021年主要系钢材等原材料成本上涨, 以及航空座椅业务运费大幅增加所致。

图23: 公司毛利率与收入/固定资产的关系



数据来源: Wind, 东北证券

图24: 公司人均创利与收入/固定资产的关系



数据来源: Wind, 东北证券

2022年,公司乘用车座椅定点进入加速期,将有力促进产能利用率提升,进而提高利润率。2022年以来,公司接到定点节奏显著加快,截至2022年7月,已收到北汽新能源C46DB项目、东风S73项目、上汽EC32项目等多家的订点通知。我们认为,定点进入加速期,将有效提高公司的产能利用率,带来较高的业绩弹性。

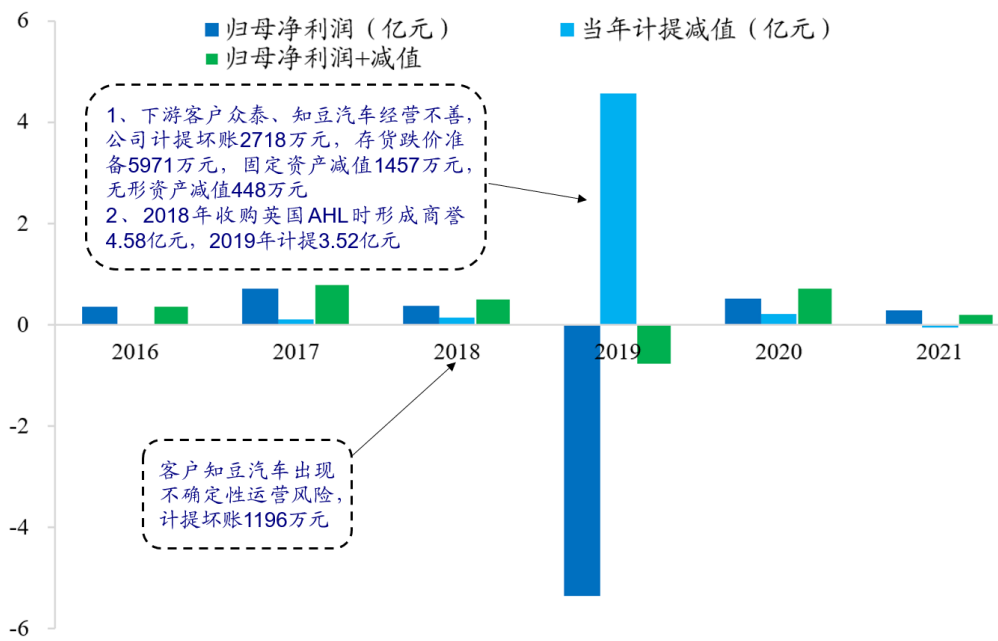
表6: 天成自控在乘用车领域定点及量产历程

年份	量产	获得定点
2015	新大洋	
2016		上汽集团的 AP31 车型 (荣威 360), 众泰 B11、B11B、S21
2017	沂南知豆	上汽集团 IP31 (荣威 I6)、众泰 T700、赛麟 AM139 新能源汽车座椅
2018	2个: 上汽集团 AP31 车型 (荣威 i5) 座椅	6个: 实现定点项目 6个: 上汽 EP22, EX21 和 IP31my19、众泰 W13、东风 E11K、赛麟 AM139 和爱特 T20
2019	上汽荣威 i5、i6	7个: 实现上汽 IP31E、IP31MCE、EP22MCE、EP22-X1、EP22MAJOR、威马 APE-4 等定点项目 7个
2020	5个: 上汽荣威 i5、i6; 上汽荣威 Ei5、ER6; 上汽科莱威	6个: 实现上汽大众斯柯达 NB 项目、斯柯达 LWB 项目、上汽乘用车 EX21 四人座、上汽大通 MIFA 项目、上汽大通 SV63 项目、威马汽车 APE-4 等定点项目 6个
2021	6家: 上汽集团 AP31 车型 (荣威 i5)、IP31 (荣威 i6) 以及新能源车型 EX21 (科莱威)、ei5、ei6、ER6	7家: 上汽大通 Mifa、上汽 AP31 Major、中兴汽车 G9、上汽大通 SV63、比亚迪 T4K (座椅和地板)、上汽 EX21MCE 等新项目定点 7个
2022E	7个: 上汽乘用车 AP31 Major, 比亚迪 T4K (座椅和地板), 上汽乘用车 EX21MCE, 上汽大通 Mifa, 智己汽车 EP33 座椅零部件, 中兴汽车 G9	10个: 上汽大众骨架平台 1个, 上汽乘用车座椅项目 2个, 上汽大通座椅项目 1个, 新势力汽车公司座椅项目 2个, 汽车零部件项目 2个, 其他 OEM 座椅项目 2个

资料来源: 天成自控招股说明书, 公司公告, 东北证券

前期客户破产&收购海外资产带来大额商誉对公司的负面影响正逐步消除。公司在乘用车座椅业务初期,与众泰汽车、知豆汽车合作,2018年,受宏观经济环境等的影响,客户经营不善,陆续计提与之相关的坏账、固定资产等。此外,公司在收购英国 AHL 航空座椅公司时,形成 4.58 亿元的商誉,2019 年计提 3.52 亿元。整体来看,对公司利润产生负面影响的因素正逐步消除。

图25: 公司 2018、2019 年计提情况



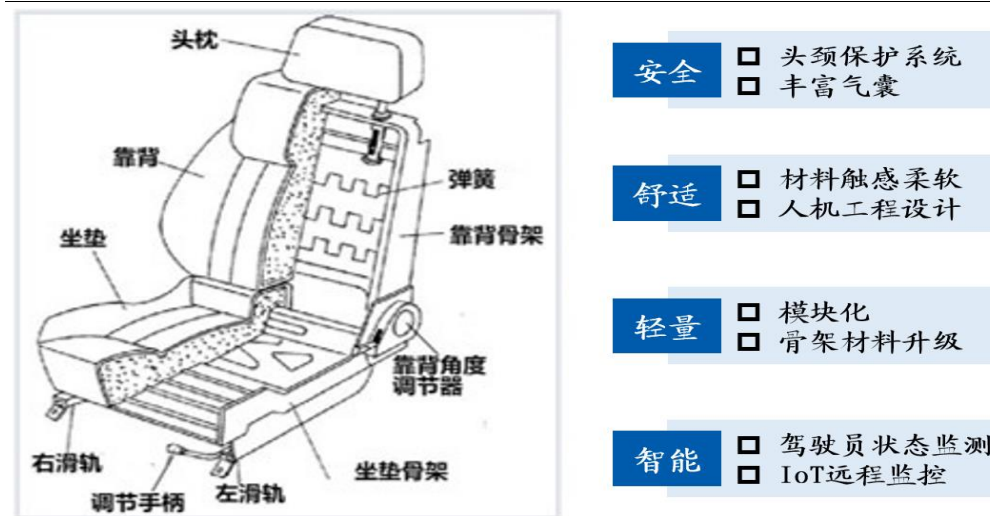
资料来源: Wind, 关于计提资产减值准备的公告, 东北证券

我们认为, 公司在乘用车座椅领域深耕 7 年, 借助成熟项目经历、产能储备以及成本管控优势, 是本轮国产化趋势的优秀承接者, 随着定点项目不断增多, 有望进入放量期, 带动产能利用率的提高, 迎来利润拐点。

### 2.4. 乘用车座椅单车价值量不断变大

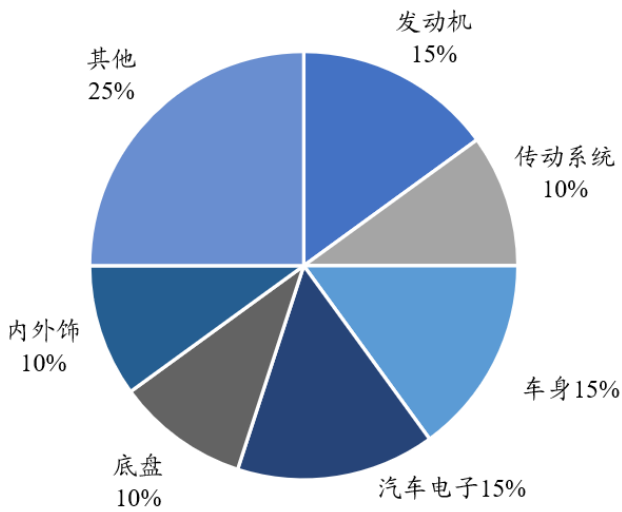
座椅是汽车中价值量第二高的零部件, 成本占比约 3%-5%。汽车座椅看似并不重要, 却是汽车中第二昂贵的零部件, 成本仅次于发动机, 占比约为整车的 5%。对于大部分乘用车而言, 座椅比变速箱、底盘和车身都要昂贵, 中低档轿车座椅价格在 2000-5000 元人民币, 高档车则在 10000 元人民币以上。

图26: 汽车座椅示意图



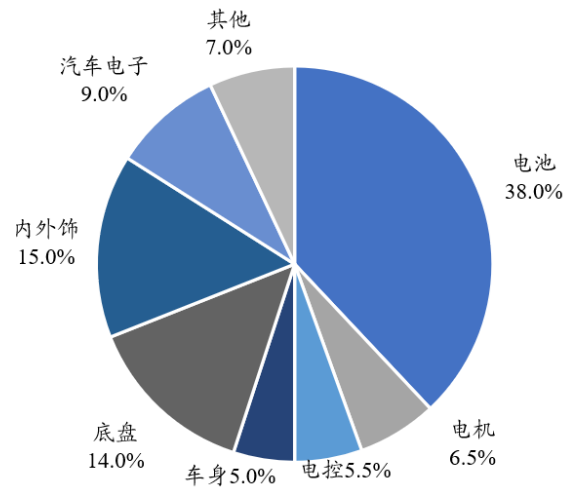
资料来源: 华经产业研究院, 东北证券

图27: 传统燃油车成本结构



数据来源: 高工机器人, 东北证券  
注: 座椅约占内外饰的 40%-50%

图28: 新能源汽车成本结构



数据来源: 高工机器人, 东北证券  
注: 座椅约占内外饰的 40%-50%

汽车座椅由马车座椅改编而来, 目前呈现智能化发展趋势。1890s 的汽车被用于取代马车拉货, 彼时的座椅只是一张木凳。后来人们对汽车舒适性要求逐步提高, 于是座椅加上皮革软垫和木板围成的靠背。20 世纪以后, 人们开始借助汽车进行长途的旅行, 为了行驶体验更好, 汽车座椅逐渐向“贯通式”的长条沙发靠拢。随着汽车速度的不断提升, 沙发式座椅因缺乏包裹性易导致乘员在行驶过程中出现危险。1950s 欧洲开始出现分体式座椅和安全带, 加强包裹性保护。为进一步保护碰撞事故中乘员纤细的颈椎, 汽车座椅上出现了头枕。而后调角器、安全气囊等配件出现, 汽车座椅成为了集人体工程和控制工程为一体的专业化产品。目前, 加热等新功能被继续附加于座椅之上, 汽车座椅进一步向智能化发展。

图29: PCB 制造工艺流程与公司部分主要产品对应情况



数据来源: 汽车座椅公司中国市场发展战略研究, 东北证券

乘用车座椅功能不断增多, 推动单车价值量提升。随着智能化及舒适度要求的提升, 座椅不断增加加热、通风、按摩、记忆等功能, 根据我们的草根调研, 加热功能需增加 80-90 元, 通风功能接近 400 元, 按摩功能需增加 1000 元, 智能音控、电动调节等所需价格会更高, 功能的增加促使单车价值量由 1500-3000 元人民币左右提升至 4000-5000 元区间。

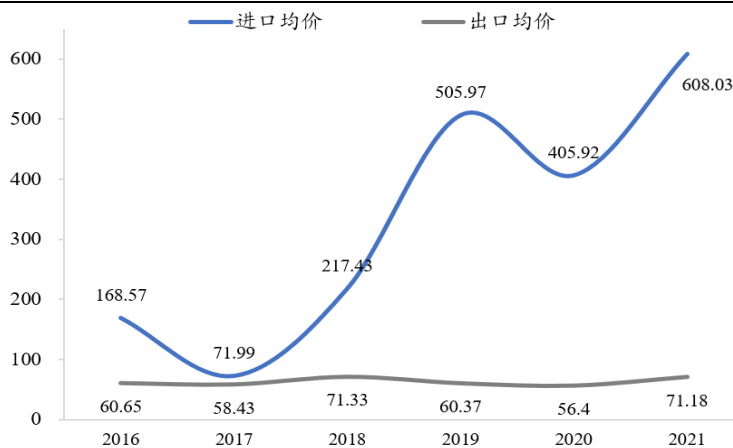
图30: 汽车座椅新功能



数据来源: 易车, 东北证券

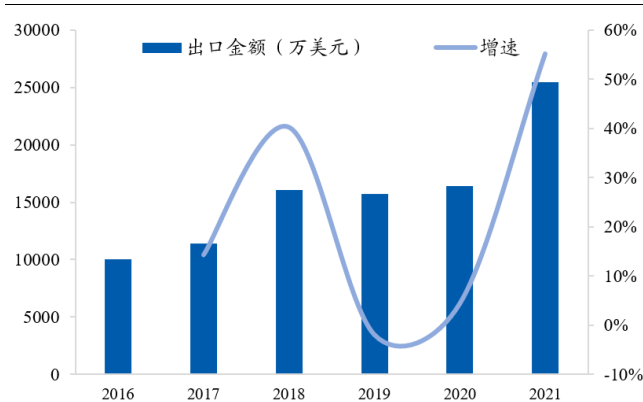
进出口数据显示行业或进入进口替代阶段, 高端领域仍有较大空间。从进出口数据来看, 中国汽车座椅出口增长, 进口下降, 行业逐渐进入国产化替代阶段。2020-2021年中国汽车座椅进口均价分别为405.92美元/个、608.03美元/个, 约为出口金额的7-8倍, 显示在高端产品领域仍有较大的发展空间。

图31: 2016-2021年中国汽车座椅进出口均价(美元/个)



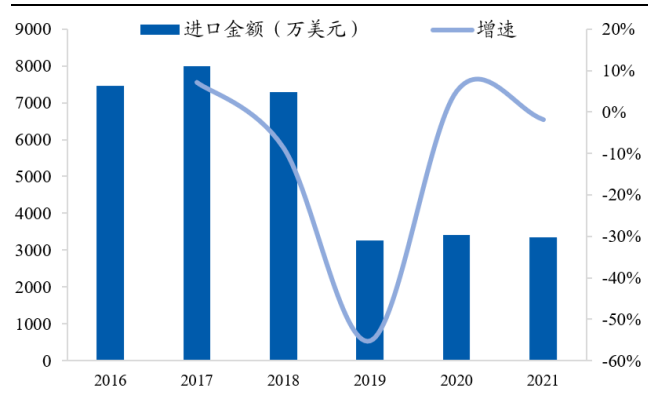
资料来源: 中国海关, 东北证券

图32: 2016-2021年汽车座椅出口金额



数据来源: 中国海关, 东北证券

图33: 2016-2021年汽车座椅进口金额



数据来源: 中国海关, 东北证券

轻量化趋势下, 一体化镁合金座椅受到重视。目前轻量化座椅常用的减重方法有优化骨架结构和使用轻质材料 2 种, 其中优化骨架结构一般可以减轻座椅总重的



10%-15%，对座椅轻量化提升有限；镁合金延展性和强度较高，耐有机物等的腐蚀性更好，在弹性变形范围内能承受更大的冲击载荷。

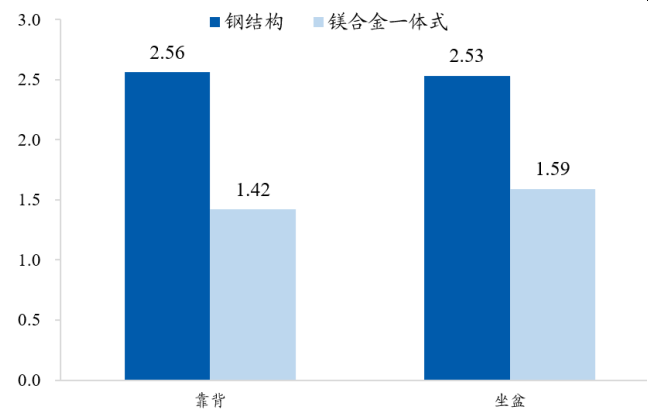
据上汽技术中心研发部门披露，原始钢结构座椅中高度调节器、滑轨总成、调角器为核心安全部件，减重能力有限；靠背总成和坐盆总成主要由钢板和型材拼焊而成，工艺工序复杂，对工人技术水平要求高。用镁合金靠背和坐盆一体成型结构替代原靠背总成和坐盆总成，原靠背总成质量为 2.56 kg，镁合金靠背质量为 1.42 kg，减重 44.5%；坐盆也采用一体式结构，减少焊接成本和装配时间，原坐盆总成质量为 2.53 kg，镁合金坐盆质量为 1.59 kg，减重 37.2%。同时可以满足强度方面的要求，且有一定安全余量。

图34: 钢结构座椅（左）与镁合金一体成型座椅



数据来源：镁合金座椅骨架设计及性能研究，东北证券

图35: 两种座椅重量对比（kg）



数据来源：镁合金座椅骨架设计及性能研究，东北证券

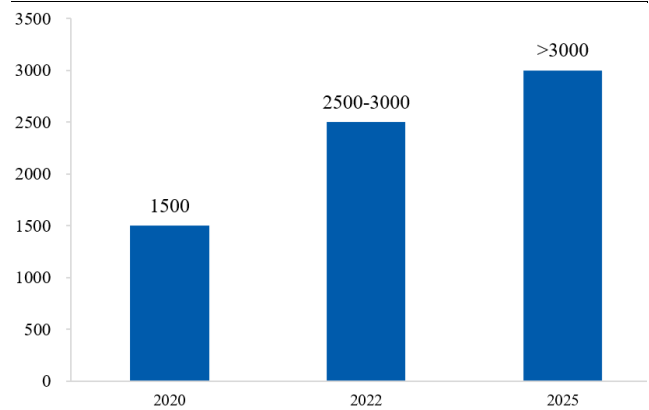
公司新定点车型座椅价值量快速提升。以公司 2021 年定点的上汽大通 Mifa 为例，该款车型售价达 27.99-41.99 万元，座椅具备电动调节、加热、通风、按摩、腿托等功能，根据我们的草根调研，单车价值量较以往有大幅提升，显示公司新接单产品单车价值量呈上涨态势。

图36: 上汽大通 Mifa 配备高端座椅



资料来源：上汽大通官网，东北证券

图37: 乘用车座椅单车价值量变化



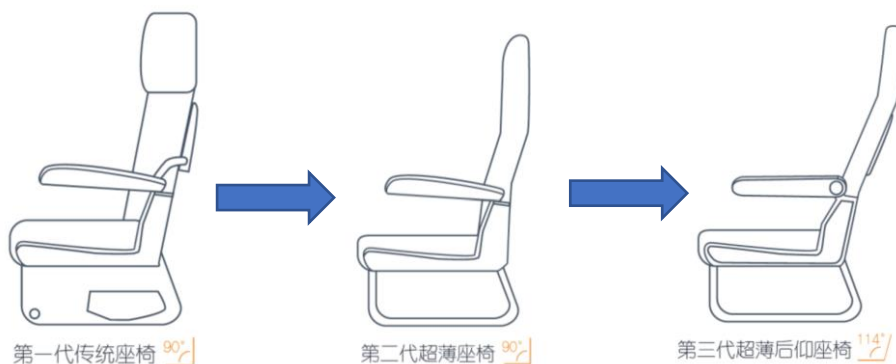
数据来源：草根调研，东北证券

### 3. 航空座椅受益全球疫情复苏，重回上升通道

#### 3.1. 全球航空业已有显著恢复，拉动航空座椅需求

航空座椅决定乘坐感受。以春秋航空主力机型空客 A320 为例，自 2005 年以来已经历三代变化。第二代相比第一代使用超薄靠背设计，对座椅靠背做了弯曲处理。第三代比第二代对靠背后仰角度进一步改良，采用 114° 的固定后仰设计。乘坐体验感和舒适性大大增强。

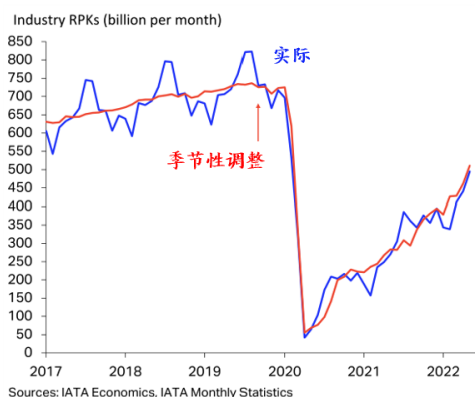
图38: 空客 A320 三代航空座椅



资料来源：民航资源网，东北证券

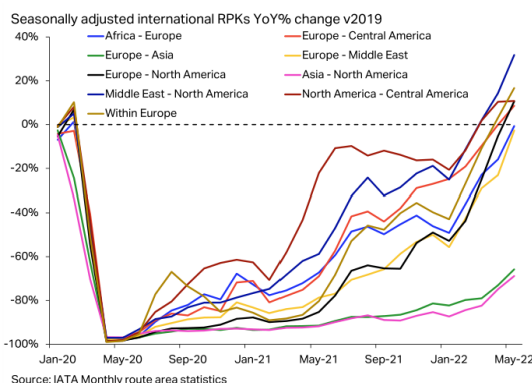
全球航空业已有显著恢复。IATA 公布的数据显示，2022 年 5 月，全行业收入客公里(RPK)同比增长 83.1%。航空客运量目前比 2019 年大流行前的水平低 31.3%，比 4 月份增加了 6%。部分主要国际航线的表现已超过 2019 年的水平。经季节性调整的数据显示，全行业复苏正在加速，月环比增长 10.7%。

图39: 全球航空客运情况



数据来源：IATA，东北证券

图40: 部分地区航线恢复数据（同比 2019 年）

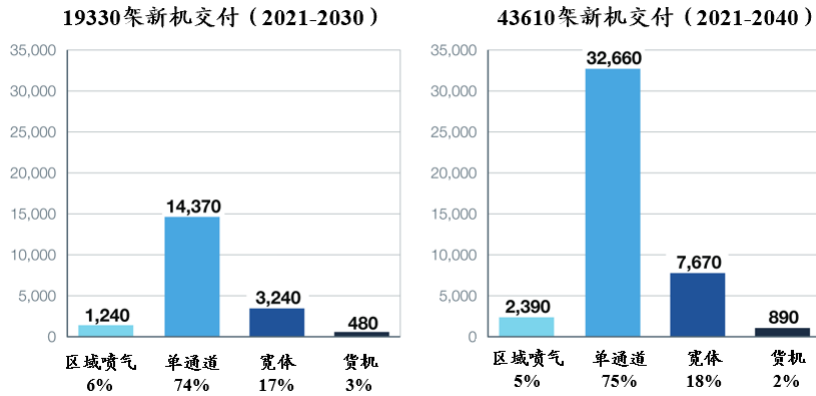


数据来源：IATA，东北证券

根据波音公司预测，长途旅行情况将在 2023 年至 2024 年恢复到大流行前的水平。而在预测的 20 年内(2021 年-2040 年)，全球航空公司将需要价值 7.2 万亿美元的 43000 多架飞机以满足市场需求。这将导致在役飞机以每年 3.1% 的速度增长至 4.9

万架以上。未来 10 年，航空公司将接收价值 3.2 万亿美元 的 1.9 万架飞机，机队将以每年 2.9% 的速度增长，服役的飞机数量将增加到 35000 多架。

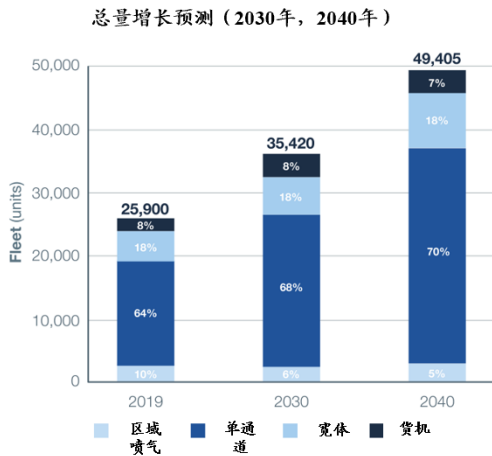
图41: 未来 10 年与 20 年的航空飞机架次新增交付情况



资料来源: 波音公司市场报告, 东北证券

在常见的民航客机机型中，单通道客机一般载人数估算为 150 人/架；宽体客机估算为 300 人/架；区域喷气飞机一般载人数估算为 75 人/架。从总量上根据各机型 2019-2040 年的年复合增长率数值，则通过飞机数可估算出每年新增的航空座椅市场上，平均每架飞机的座椅数约为 172 席。

图42: 飞机总量变化



数据来源: 波音公司市场报告, 东北证券

图43: 单台飞机平均座椅数估算

	2019 (基数)	CAGR	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
单通道	2486400	3.56%	2666795	2761843	2860278	2962222	3067799
宽体	1398600	3.12%	1487324	1533775	1581676	1631073	1682014
区域喷气	194250	-0.23%	193374	192938	192503	192068	191635
总数	4079250		4347493	4488555	4634457	4785363	4941447
平均座椅数	171		172	172	172	172	173

数据来源: 波音公司市场报告, 东北证券

**新增装机+座椅更新，全球航空座椅市场规模约 130 亿元。**天成自控的航空座椅业务一方面来自新装市场（新机替换旧机+净新增飞机）的座椅需求（Linefit 模式），另一方面来自旧机座椅的翻新需求（Retrofit 模式）。波音公司预测，长期来看，新机替换与新机净增比率约为 54: 46。而由于民航飞机的寿命较长，通常要 25 年以上才会退役，但是飞机座椅为易耗内件，一般 3 年左右就需要进行翻新改造，故估计需更换座椅的旧机约占飞机存量比率的 12%。假设座椅每席单价为 1.5 万元，则预计 2025 年将有超过 130 亿元的市场空间。

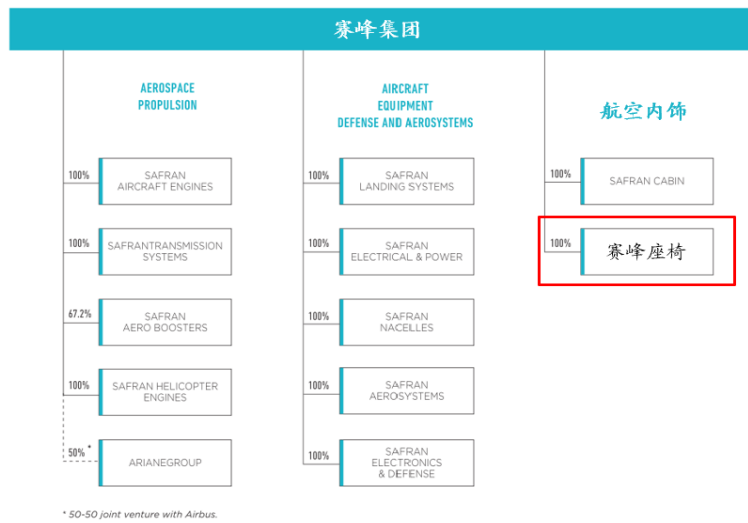
表7: 全球航空座椅市场规模约 130 亿元

	2022E	2023E	2024E	2025E
飞机存量	26097	26907	27746	28614
净增飞机数	783	810	838	868
新增飞机数 (替代+净增)	1449	1500	1553	1607
需更新座椅的飞机数	3132	3229	3330	3434
有座椅需求的飞机总数	4581	4729	4882	5041
平均每架飞机座椅席数	172	172	172	172
座椅总席数	787944	813403	839752	867022
单价 (万元)	1.5	1.5	1.5	1.5
市场空间 (亿元)	118.19	122.01	125.96	130.05

资料来源: 波音公司市场报告, 公司年报, 公司公告, 东北证券

海外企业在航空座椅领域拥有先导地位。Safran (赛峰) 集团是全球领先的高科技集团公司, 业务范围涵盖航空 (推进、设备和内装)、防务和航天领域, 2018 年收购著名航空座椅生产商 Zodiac。在 2021 年度, Safran 在全球商用飞机座椅市场占有 32% 的份额, 在 150 多家航空公司中有 100 多万名乘客使用 Safran 生产的座位。其他主流厂商还有 Collins Aerospace, Recaro 等, 而天成自控自收购 Acro 公司后成为航空座椅市场的重要参与者。

图44: 赛峰业务条线



资料来源: Safran 年报, 东北证券

图45: 赛峰航空座椅产品

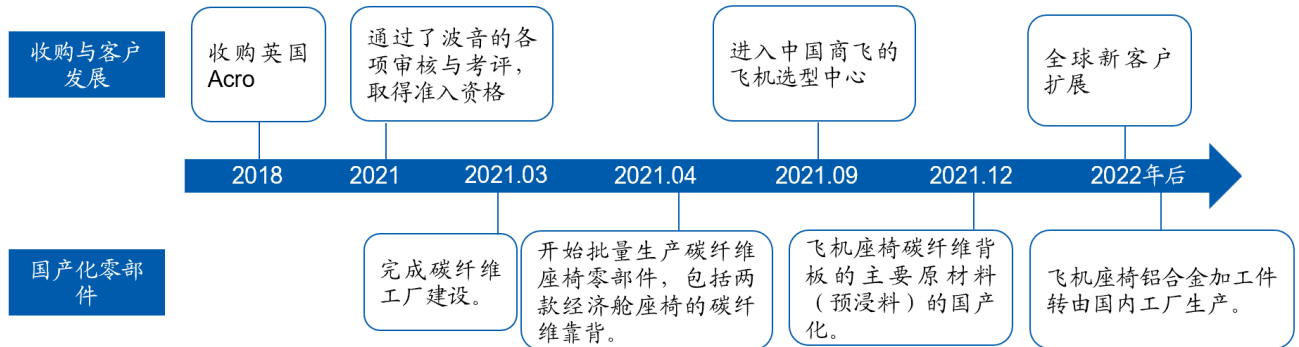


资料来源: Safran 官网, 东北证券

### 3.2. 收购 Acro+国产化替代，天成自控深远布局航空座椅

2018年完成对英国 Acro Aircraft Seating Ltd.的收购，进入航空座椅领域。子公司英国 Acro 是全球知名的航空座椅供应商之一，在航空座椅技术研发、生产过程控制等方面具备雄厚的技术实力和综合服务能力。近年来公司在航空座椅业务上取得了一系列进展，获得了众多客户并着手零部件国产化替代战略。

图46: 天成自控航空座椅业务发展



资料来源：公司官网，公司年报，东北证券

**供应链整合，国产化替代。**公司视航空座椅业务为提升整体盈利能力的关键。将利用英国的技术优势、中国的资源优势，优化供应链体系。公司从建设碳纤维工厂开始，拟逐步实现原材料国产化，而 2022 年后计划将铝合金加工件转由国内工厂生产。

图47: 铝合金座椅及框架



资料来源：公司官网，东北证券

**公司研发和生产制造能力良好。**天成自控在全球拥有 15 大生产基地，3 家研发中心。在英国北安普敦、中国上海和天台等有主要的航空座椅制造中心以支持公司航空业务的未来发展，拥有全球研发、生产与供应优势。



图48: 天成自控研发和生产布局



资料来源: 公司官网, 东北证券

**客户资源深厚。**公司现具有波音、空客两大飞机制造商的供应商资质。S3, S6 和 S7 型号座椅均获得波音 737、空客 A320 等主流机型的装机许可, 并与新西兰航空、艾提哈德航空、美国 Frontier Air、美国 Allegiant Air、美国 Spirit Air、中国春秋航空等公司建立了长期稳定的合作关系; 单通道商务舱 S7 系列座椅已经取得多家航空公司订单。在未来, 公司拟继续跟进美国西南航空 Southwest 和捷蓝航空 JetBlue 的购机和客舱升级需求; 跟进中国三大航和其他航司的购机计划以及参与印度 IndiGo 航空的大型飞机采购竞标; 保持与 Jet2 和 Easyjet 等低成本航空公司的日常沟通, 争取获得新订单。

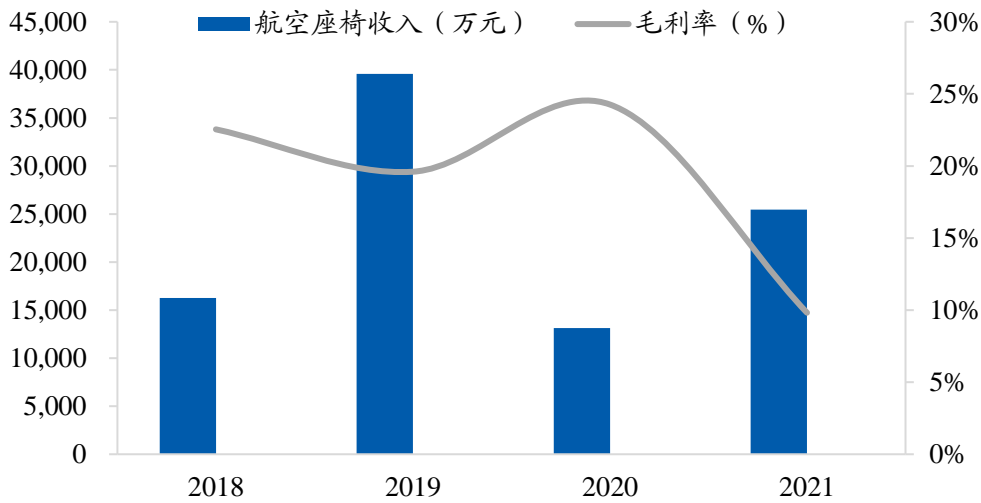
图49: 公司客户资源部分列举



资料来源: 公司年报, 公司官网, 东北证券

受益于老客户业务的增加和新客户的拓展, 天成自控的航空座椅业务收入在收购 Acro 公司后的两年间有显著提升。而 2020 年受疫情影响有显著下降, 2021 年已展现良好的恢复势头。但 2021 年的毛利率相比之前几年有大幅下滑, 原因是当年国际海运费用较高, 原材料进口和零部件出口的空运高费用消耗了国产替代对成本的贡献。

图50: 天成自控航空座椅收入与毛利率情况



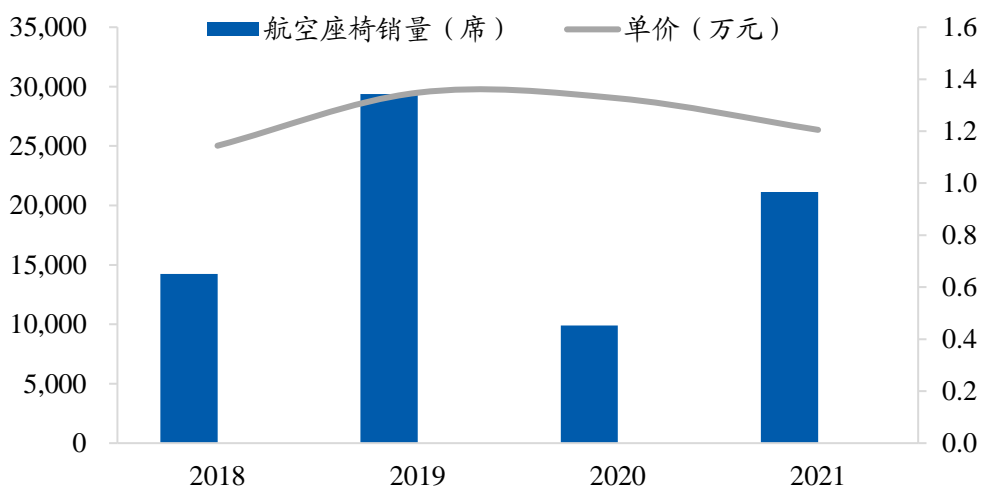
资料来源: Wind, 公司年报, 东北证券

销量受疫情影响波动，仍有增长空间。与营收类似，天成自控的航空座椅销量在过去几年间产生了较大波动，但单价较为稳定。考虑到每年约 80 万席的市场空间，即便以近年来销量最高的 2019 年数据计算（近 30000 席），份额依然不足 4%，仍然存在较大的增长空间。

我们认为，公司航空座椅业务未来成长的动力主要来源于：

- (1) 公司当前较低的市场份额（不足 4%），不断开拓新的客户；
- (2) 全球航空业不断复苏；
- (3) 中国航空对飞机需求巨大，有希望为国产座椅商提供机会；且国产大飞机蓄势待发。

图51: 天成自控航空座椅销量与单价

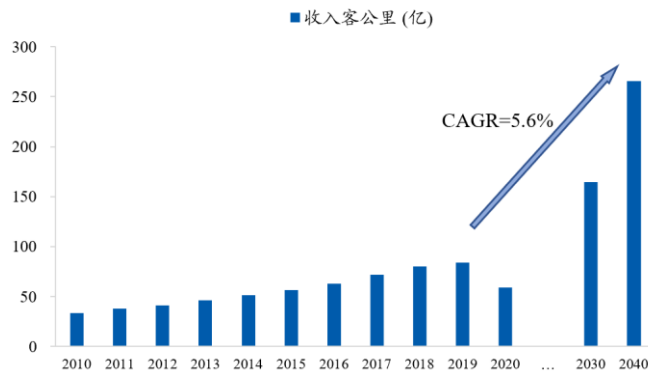


资料来源: Wind, 公司年报, 东北证券

航空需求在增长，国产飞机正当时。根据波音公司统计及预测，中国航空市场在过去 10 年间呈现了良好的增长态势，尽管 2020 年受到疫情冲击，但预计长期将保持增长，2019-2040 年期间的 CAGR 为 5.6%。此外，中国国产飞机开始逐渐进入市

场：2021年3月，东航与中国商飞在上海签署C919大型客机采购合同，首批引进5架；2022年5月，国产C919大飞机顺利完成首次飞行试验；2022年12月，全球首架C919正式交付。因此未来可能有更多的国产飞机进入采购期与交付期，作为航空座椅厂商，由于天成自控已进入中国商飞选型中心，有望进一步获取订单。

图52: 中国航空客运情况



数据来源：波音公司市场报告，东北证券

图53: 2022年12月全球首架C919正式交付



资料来源：COMAC，东北证券

## 4. 盈利预测与投资评级

### 核心假设：

**1、乘用车座椅业务：**考虑到公司今年承接大量定点，以及标杆性客户带动下，公司未来几年供应的乘用车数量有望快速提高，据测算，到2024年将供应100万辆车以上。预测2022-2024年营收增速分别为96.99%/78.85%/51.70%；随着规模效应提升2022-2024年毛利率将分别提升为8.00%/10.00%/15.00%。

**2、航空座椅业务：**随着采购及零部件的生产转移到中国，有望进一步降低成本，盈利能力提升。预计随着全球疫情及航空业的逐步复苏，未来几年呈现良好发展态势。预测2022-2024年营收增速分别为6.08%/18.52%/71.88%；随着规模效应提升以及零部件国产化，2022-2024年毛利率将分别提升至30.00%/43.00%/50.00%。

**3、工程机械及商用车座椅业务：**考虑到公司在挖机、重卡等领域已有较高市占率，在国内居靠前的地位，与行业关联度较高，未来几年略持平，2024年有望复苏。预测2022-2024年营收增速分别为-30.00%/0.00%/5.00%；2022-2024年毛利率将分别为16.00%/16.00%/18.50%。

**4、配件和其他：**包括农用机械座椅、儿童安全座椅、航空座椅配件及其它配件和其他业务。预测2022-2024年几项合计营收增速分别为15.72%/8.65%/20.79%；2022-2024年毛利率将分别为36.11%/37.40%/38.28%。

**表8: 公司业务拆分与预测**

年份	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入 (百万元)</b>	1703.72	1948.38	2681.10	3828.09
乘用车座椅	466.77	919.5	1644.5	2494.75
航空座椅	254.53	270.00	320.00	550.00
工程机械+商用车座椅	826.73	578.71	578.71	607.65
配件和其他	155.69	180.17	195.76	236.45
<b>营收增长率 (%)</b>	19.33%	14.36%	37.61%	42.78%
乘用车座椅	22.75%	96.99%	78.85%	51.70%
航空座椅	93.81%	6.08%	18.52%	71.88%
工程机械+商用车座椅	2.46%	-30.00%	0.00%	5.00%
配件和其他	42.47%	15.72%	8.65%	20.79%
<b>毛利率 (%)</b>	15.98%	16.02%	17.11%	21.97%
乘用车座椅	4.25%	8.00%	10.00%	15.00%
航空座椅	9.82%	30.00%	43.00%	50.00%
工程机械+商用车座椅	19.22%	16.00%	16.00%	18.50%
配件和其他	43.98%	36.11%	37.40%	38.28%

数据来源: 东北证券

**业绩预测及估值:** 预计公司 2022-2024 年归母净利润为 0.56 亿、1.66 亿、3.32 亿, 对应 PE 为 75 倍、25 倍、13 倍, 给予“增持”评级。

## 5. 风险提示

**原材料价格波动:** 公司生产用的主要的原材料包括各类钢材、TDI 化工原料等, 原材料价格上涨对公司生产成本构成压力。

**行业竞争加剧:** 行业座椅国产化超预期。

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	170	624	424	666
交易性金融资产	13	13	13	13
应收款项	524	495	876	975
存货	409	415	687	756
其他流动资产	124	153	179	214
<b>流动资产合计</b>	<b>1,240</b>	<b>1,701</b>	<b>2,178</b>	<b>2,625</b>
可供出售金融资产				
长期投资净额	0	0	0	0
固定资产	633	617	596	573
无形资产	242	235	222	211
商誉	124	120	116	112
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,343</b>	<b>1,450</b>	<b>1,570</b>	<b>1,681</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,582</b>	<b>3,152</b>	<b>3,748</b>	<b>4,306</b>
短期借款	304	246	181	119
应付款项	809	917	1,384	1,631
预收款项	1	1	1	1
一年内到期的非流动负债	14	14	14	14
<b>流动负债合计</b>	<b>1,207</b>	<b>1,274</b>	<b>1,704</b>	<b>1,930</b>
长期借款	220	520	520	520
其他长期负债	118	118	118	118
<b>长期负债合计</b>	<b>338</b>	<b>638</b>	<b>638</b>	<b>638</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,545</b>	<b>1,912</b>	<b>2,342</b>	<b>2,568</b>
归属于母公司股东权益合计	1,037	1,239	1,406	1,738
少数股东权益	0	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,582</b>	<b>3,152</b>	<b>3,748</b>	<b>4,306</b>

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>1,704</b>	<b>1,755</b>	<b>2,365</b>	<b>3,191</b>
营业成本	1,431	1,504	2,034	2,653
营业税金及附加	7	8	8	10
资产减值损失	-8	-1	0	0
销售费用	39	36	35	42
管理费用	130	106	95	129
财务费用	31	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	-2	1	0	0
<b>营业利润</b>	<b>20</b>	<b>63</b>	<b>193</b>	<b>369</b>
营业外收支净额	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>20</b>	<b>63</b>	<b>193</b>	<b>369</b>
所得税	-8	7	26	37
净利润	28	56	166	332
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>28</b>	<b>56</b>	<b>166</b>	<b>332</b>
少数股东损益	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>净利润</b>	<b>28</b>	<b>56</b>	<b>166</b>	<b>332</b>
资产减值准备	-6	1	0	0
折旧及摊销	105	95	98	101
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	21	0	0	0
投资损失	-1	-1	0	0
运营资本变动	-56	118	-183	84
其他	-4	0	1	0
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>87</b>	<b>270</b>	<b>82</b>	<b>517</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-144</b>	<b>-203</b>	<b>-218</b>	<b>-213</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>2</b>	<b>388</b>	<b>-65</b>	<b>-62</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>13</b>	<b>106</b>	<b>-90</b>	<b>349</b>

财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	0.08	0.14	0.42	0.84
每股净资产 (元)	2.80	3.12	3.54	4.38
每股经营性现金流量 (元)	0.24	0.68	0.21	1.30
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	19.3%	3.0%	34.8%	34.9%
净利润增长率	-44.2%	99.8%	195.3%	99.6%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	16.0%	14.3%	14.0%	16.9%
净利率	1.7%	3.2%	7.0%	10.4%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转天数	78.21	78.68	78.52	78.57
存货周转天数	95.37	98.58	97.51	97.87
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	59.8%	60.7%	62.5%	59.6%
流动比率	1.03	1.34	1.28	1.36
速动比率	0.62	0.94	0.82	0.92
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	2.3%	2.1%	1.5%	1.3%
管理费用率	7.7%	6.0%	4.0%	4.1%
财务费用率	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>分红指标</b>				
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	99.50	74.70	25.30	12.67
P/B (倍)	2.84	3.40	2.99	2.42
P/S (倍)	1.73	2.40	1.78	1.32
净资产收益率	2.8%	4.5%	11.8%	19.1%

资料来源：东北证券



**研究团队简介:**

刘军：华中科技大学动力机械/会计学专业毕业，现任东北证券机械行业首席分析师。有多年的工程机械与重卡行业相关实业经验，曾任长江证券研究所行业研究员，2010年以来具有10年证券研究从业经历。

许光坦：上海交通大学硕士，南京航空航天大学本科，2021年加入东北证券，从事机械行业研究工作。

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准：  A股市场以沪深300指数为市场基准，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）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为市场基准。
	增持	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。	
	中性	未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。	
	减持	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。	
	卖出	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来6个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来6个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址		邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号		130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座		100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号		200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D		518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼		510630

机构销售联系方式			
姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
王一 (副总监)	021-61001802	13761867866	wangyi1@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
屠诚	021-61001986	13120615210	tucheng@nesc.cn
康杭	021-61001986	18815275517	kangh@nesc.cn
丁园	021-61001986	19514638854	dingyuan@nesc.cn
吴一凡	021-20361258	19821564226	wuyifan@nesc.cn
王若舟	021-61002073	17720152425	wangrz@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
吕奕伟	010-58034553	15533699982	lyyw@nesc.com
孙伟豪	010-58034553	18811582591	sunwh@nesc.cn
陈思	010-58034553	18388039903	chen_si@nesc.cn
徐鹏程	010-58034553	18210496816	xupc@nesc.cn
曲浩蕴	010-58034555	18810920858	quhy@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
阳晶晶	0755-33975865	18565707197	yang_jj@nesc.cn
张楠淇	0755-33975865	13823218716	zhangnq@nesc.cn
钟云柯	0755-33975865	13923804000	zhongyk@nesc.cn
杨婧	010-63210892	18817867663	yangjing2@nesc.cn
梁家滢	0755-33975865	13242061327	liangjy@nesc.cn
<b>非公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn
刘刚	021-61002151	18817570273	liugang@nesc.cn
曹李阳	021-61002151	13506279099	caoly@nesc.cn
曲林峰	021-61002151	18717828970	qulf@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
温中朝 (副总监)	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
闫琳	010-58034555	17862705380	yanlin@nesc.cn
张煜苑	010-58034553	13701150680	zhangyy2@nesc.cn