

商乘并举，重构座椅新格局

——天成自控（603085.SH）首次覆盖报告
邵将、吕伟、郭雨蒙

投资摘要

➤ 商乘并举，重构座椅新格局

• 公司1984年成立至今，始终致力于座椅的研发，在工程机械与商用车座椅方面积累多年，当前已具备行业领先优势。于2016年开始布局乘用车领域，不断丰富自身产品线，现已形成包含乘用车座椅、航空座椅、工程机械与商用车座椅、儿童安全座椅等各类座椅产品的内资综合座椅总成商。公司客户遍及全球，现有客户数量1815家，海外客户430家。2021年乘用车、工程机械、商用车、航空座椅四项主要产品营收增速分别为23%/18%/-11%/94%，其中，乘用车座椅业务营收占比27.4%，随着定点项目逐步落地，公司乘用车座椅业务占比有望进一步提升。22Q1整体营收同比+15.48%，业绩持续高增长。

➤ 乘用车座椅业务“低谷”已过，现已进入收获期

• 中国座椅市场空间较大，据我们测算，2025年，国内乘用车座椅市场空间将有望达到1070亿元，占全球28%，5年CAGR为12.1%。公司16年开始布局乘用车座椅，虽然前期受下游客户经营不善导致乘用车座椅业务短期亏损，但积累了大量的开发与项目落地经验，如今乘用车座椅业务已步入平稳期。在新项目开发上，公司将充分利用公司在座椅轻量化、智能化领域的优势，深化与新能源汽车企业的技术与业务合作，稳固与上汽集团、威马汽车的合作关系，逐步与北汽新能源及其他国际、国内领先的新能源造车企业建立合作关系，利用与比亚迪在新能源商用车领域（包括轻卡和客车）的合作关系基础逐步拓展到比亚迪的乘用车领域，确立公司在新能源汽车座椅领域的行业地位，实现公司乘用车座椅业务的快速提升。

➤ 商用车座椅格局稳固，贡献稳定现金流，航空业务量价利三升打开公司第二成长曲线

• 2021年公司商用车座椅总营收3.77亿元，市场占有率约4.38%，与国际头部企业格拉默在华营收体量为一阵列，公司商用车座椅业务收入稳固，将为公司贡献稳定现金流。同时，公司开始发力飞机座椅业务，多系列产品布局，与空客、波音、中国商飞等飞机制造商合作，开拓多家航空公司客户，2021年公司航空座椅业务收入2.83亿元，同比+82.97%。2020年定增募集资金投资项目之一为飞机座椅核心零部件生产基地项目，其中飞机座椅碳纤维复合材料背板生产线已部分投产，目前碳纤维复合材料背板产能已达到每周600席。随着疫情的好转以及公司航空座椅放量，公司有望凭借低成本、轻质量等产品优势加速国产替代，航空业务业绩增长空间打开。

• **盈利预测与投资建议：**我们预计公司2022-2024年营业收入分别为20.07/24.87/29.59亿元，2022-2024年归母净利润分别为0.46/1.56/2.80亿元，当前市值对应的PE倍数分别为100x/30x/17x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

• **风险提示：**汽车销量不及预期；全球航空景气度不及预期；原材料上涨导致毛利率不及预期；乘用车座椅业务拓展不及预期。



01

商乘并举，重构座椅新格局

02

乘用车座椅“低谷”已过，进入收获期

03

商用车座椅贡献稳定利润，市占率稳步提升

04

投资建议

05

风险提示

CONTENTS

目录



01. 商乘并举，重构座椅 新格局

➤ 历时40载，成就公司世界一流的座椅专业供应商地位

- 公司始创于1984年，2015年6月30日在上交所主板A股上市，2016年公司进入乘用车座椅领域，2017年收购英国ACRO航空座椅，2018年进入儿童安全座椅领域。历时40载，公司全球布局，坚持智能化、轻量化、平台化研发，成就世界一流的座椅专业供应商地位。

图1：公司发展历程



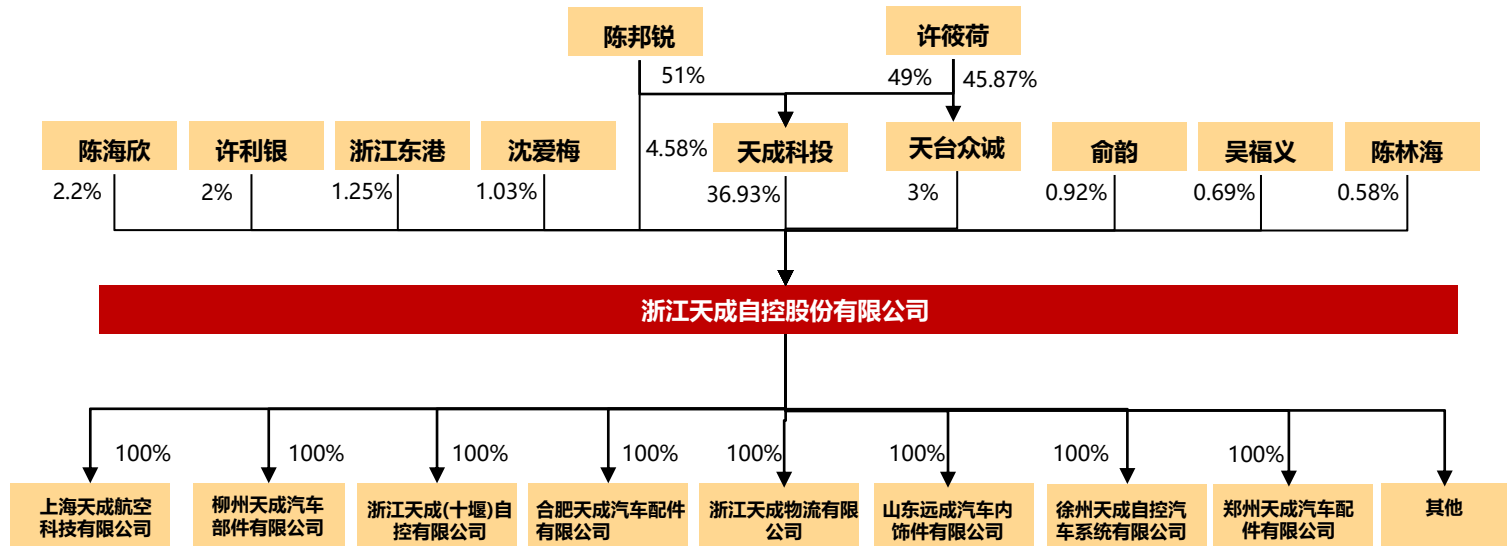
资料来源：公司官网，民生证券研究院整理

01

商乘并举，重构座椅新格局

➤ 公司股权结构稳定，陈邦锐、许筱荷为实际控制人

图2：公司股权结构稳定，天成科投是第一大股东，持股比例36.93%（截至2022年7月）



资料来源：Wind，民生证券研究院

01 商乘并举，重构座椅新格局

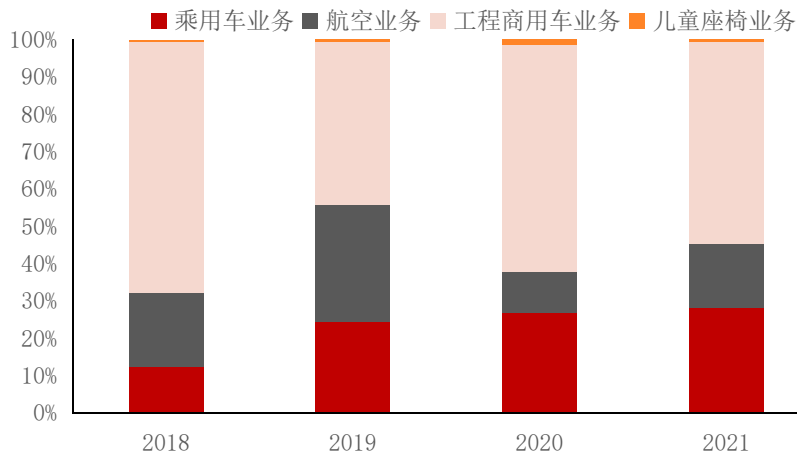
➤ 乘用车持续发力，打开商乘并举新局面

- 公司在**工程机械与商用车座椅**方面具备行业领先优势，2020年以来，公司**乘用车座椅、航空座椅、儿童安全座椅**业务逐步发力，2021年乘用车座椅业务营收占比27.4%，随着定点项目逐步落地，公司乘用车座椅业务占比有望进一步提升。

图3：公司座椅产品横跨多个领域



图4：公司业务营收占比



资料来源：公司官网，民生证券研究院

资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

01

商乘并举，重构座椅新格局

➤ 公司在全球范围内已经拥有一批优质、稳定的客户资源

- 公司客户遍及全球，现有客户数量1815家，海外客户430家。公司先后与卡特彼勒、上汽集团等世界500强公司达成战略合作伙伴关系，并于2018年被卡特彼勒评为“铂金供应商”，Acro航空座椅公司多年为空客评级A级。

图5：公司乘用车座椅覆盖上汽大众、上汽乘用车、东风乘用车等



资料来源：公司官网，民生证券研究院整理

01

商乘并举，重构座椅新格局

➤ 公司工厂布局中美英

图6：公司全球分布情况

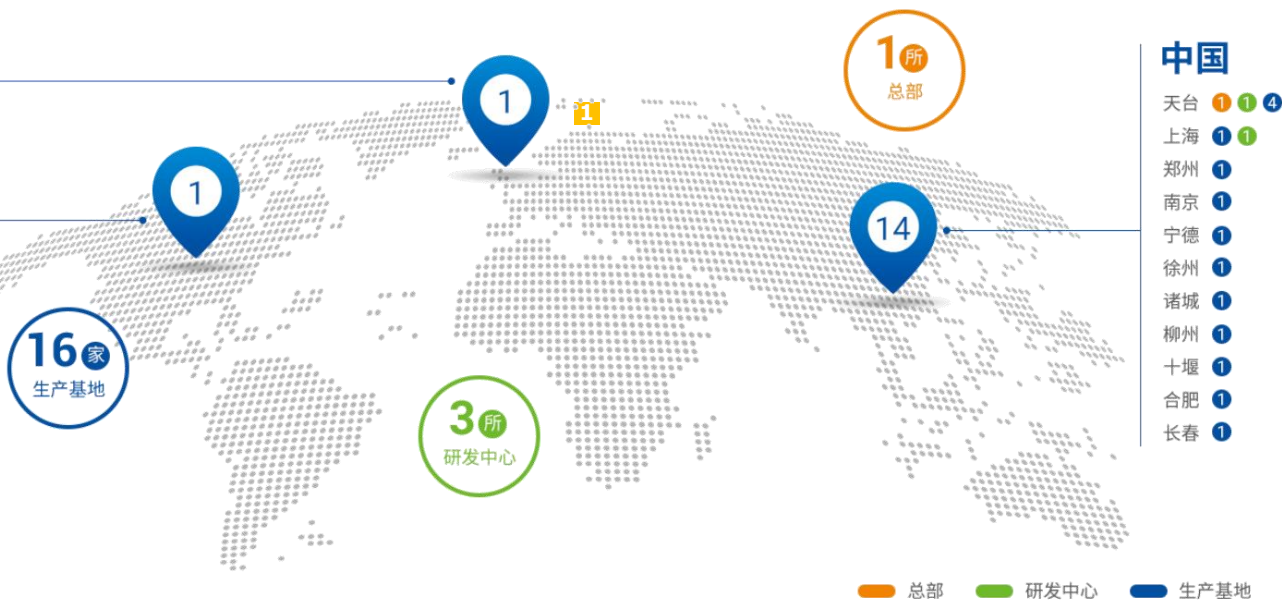
全球布局

英国

北安普顿 1 1

美国

阿肯色州
皮哥特 1



资料来源：公司官网，民生证券研究院整理

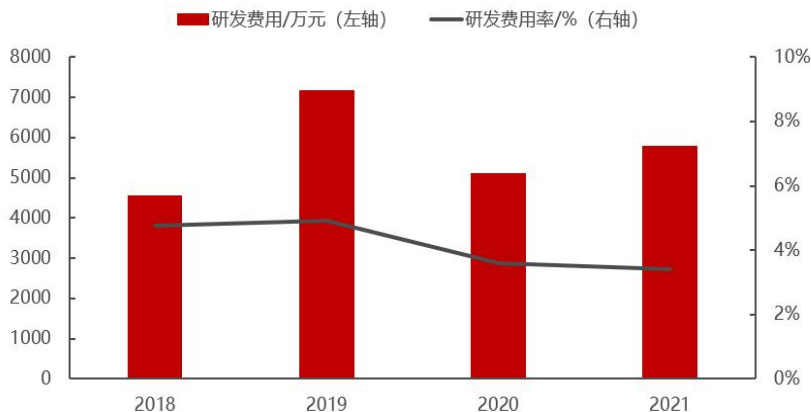
01

商乘并举，重构座椅新格局

➤ 研发投入保持平稳，多个项目持续落地

- 公司研发投入保持平稳，2021年累计研发投入5790.9万元，研发人员269人，占公司总人数的12.04%。随着各地研发中心建成，多个项目持续落地，公司技术实力有望实现跨越式提升。

图7：研发费用



资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

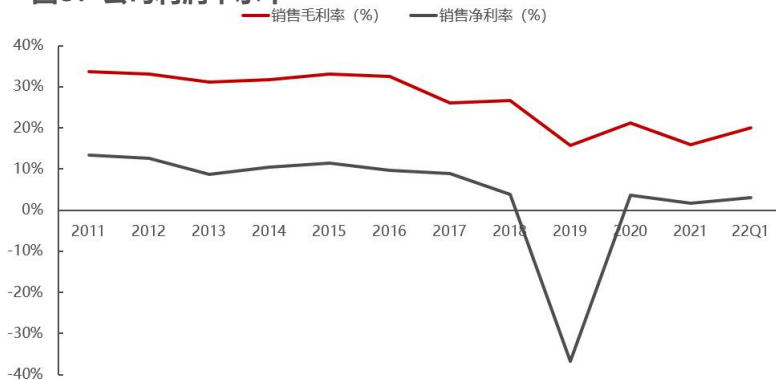
表1：研发项目

主要研发项目	项目内容	项目进展
乘用车座椅	威马汽车 APE-4 (威马 E.5)、上汽 EP22EU (名爵-MGEi5)、上汽 IP31MCE EV (荣威 I6MAX EV)、上汽 IP31EMY21(飞凡汽车 ER6)、上汽 EX21 四人座 (科莱威)、上汽大通 SV63 新量产项目	已完成
航空座椅	碳纤维座椅靠背产品、S6 HGA 经济舱座椅、S9 经济舱座椅	已完成
工程机械商用车座椅商用车项目	一汽解放旋转式，重汽 NJ20，东风商用车 D320 集成式安全带，陕汽 X3L，福田 M4 中卡通风加热、奥铃轻卡，徐工 H20，东风华神 T712，南京大通 SKY32	已完成
工程机械商用车座椅工程机械项目	三一微挖、装载机、起重机项目，卡特压路机、摊铺机，徐工微挖、小挖座椅升级、出口中大挖座椅、矿挖，柳工小挖，山河智能公铁，日立建机中挖，约翰迪尔北美款装载机，陕西同力集成式安全带	已完成
儿童安全座椅	0/1/2/3 组产品、1/2/3 组产品	已完成

资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

外部环境持续好转，盈利能力显著恢复

- 受英国公司商誉减值及众泰汽车、知豆汽车相关应收款、存货减值影响，2019年公司净利润为-5.35亿元，且乘用车座椅业务受客户降价要求影响，毛利率减少10.76pcts，拖累公司业绩。2020-2021年，叠加疫情、运费涨价、地缘政治冲突的影响，公司利润率仍保持低位。2022年，随着外部环境有所好转，公司盈利能力显著恢复，22Q1毛利率20.07%，环比21Q4上升13.4pcts，净利率3.08%，环比上升7.9pcts，随着乘用车座椅单车价值量逐渐增加，盈利水平有望得到进一步提升。

图8：公司利润率水平


资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

图9：主要产品毛利率


资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

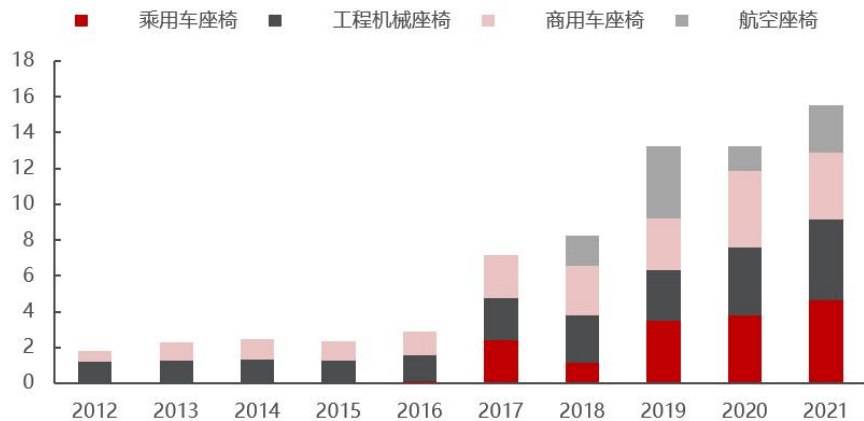
01

商乘并举，重构座椅新格局

➤ 乘用车座椅持续加码，航空座椅提速发展

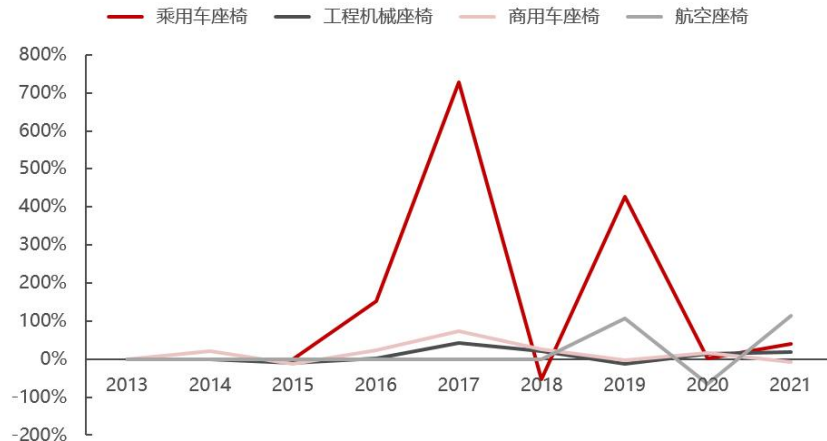
- 2015年开始，公司积极开拓乘用车座椅市场，2016年获上汽定点，2017年乘用车座椅产品开始放量，营收比例逐年提高。2018年，公司通过收购英国飞机座椅制造商Acro Aircraft Seating Ltd进军航空座椅市场。公司工程机械、商用车座椅业务稳定扩张，2021年国内重卡市场进入调整期，需求有所下滑，导致商用车座椅营收增速转负。2021年乘用车、工程机械、商用车、航空座椅四项主要产品营收增速分别为23%/18%/-11%/94%。

图10：主要产品营收（亿元）



资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

图11：主要产品营收增速

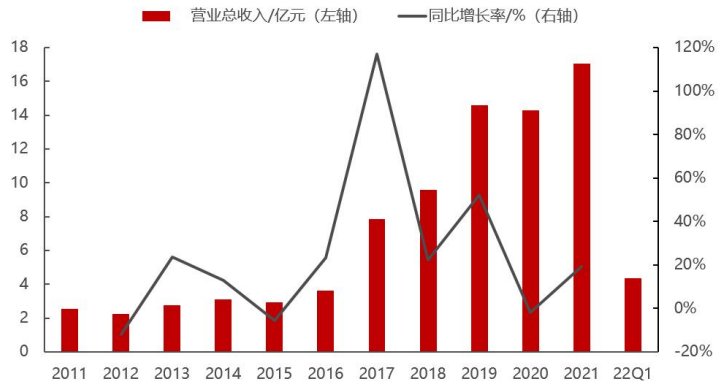


资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

➤ 22Q1营收同比+15.48%，全年业绩高增长可期

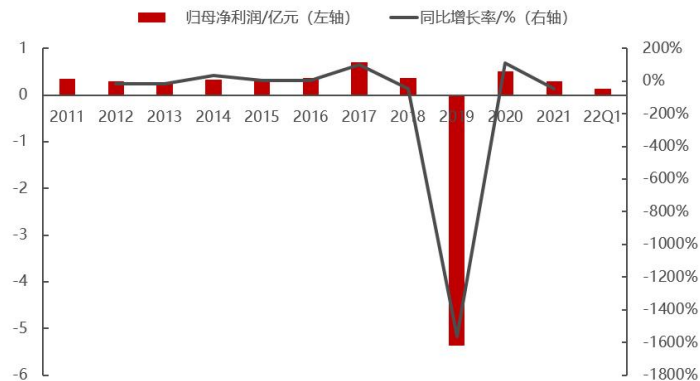
- 2019年公司计提大额的资产减值准备（存货跌价损失和商誉减值损失高达4.3亿元），叠加毛利率下滑，致使归母净利润转负。2020年，新能源车放量提高乘用车座椅个性化、智能化要求，座椅单车价值量随着增加，进而带动了公司乘用车座椅业务收入水平持续提高，从2020年的3.8亿增加到2021年的4.67亿元，增长22.75%。2022年Q1公司实现营业总收入4.32亿元，同比+15.48%；实现归母净利润1329.8万元，同比-34.94%，主要系原材料价格上涨及疫情导致的产能利用率较低所致。随着疫情的逐步好转以及公司定点项目的落地，公司产能利用率有望进一步提升，全年业绩高增长可期。

图12：营业收入及增速



资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

图13：归母净利润及增速



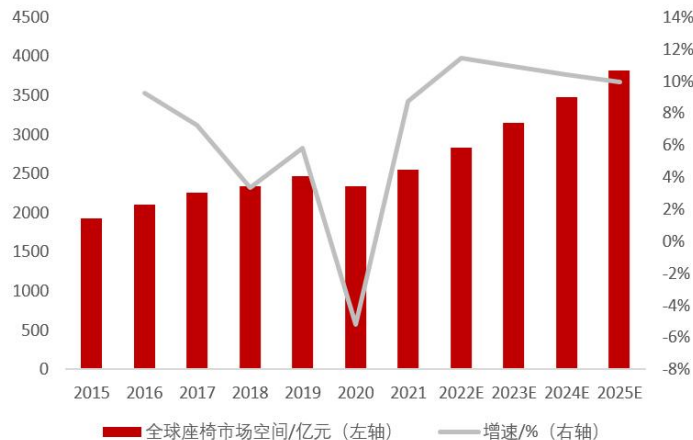
资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

02. 乘用车座椅“低谷” 已过，进入收获期

➤ 座椅市场规模大，我们预计2025年国内乘用车座椅市场空间将有望达到1070亿元

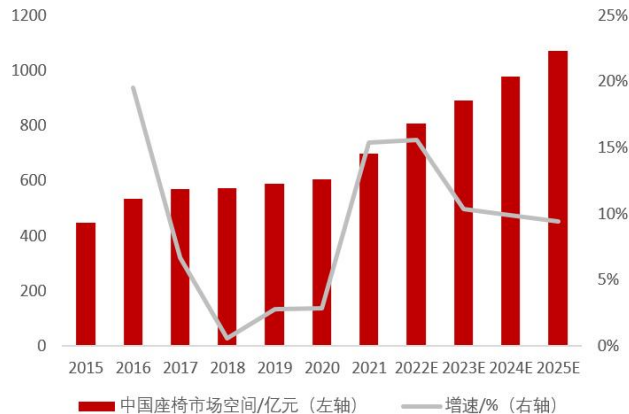
- 汽车座椅单车价值量高，据华经产业研究院数据，乘用车座椅总成单车价值量达4000元。电动化带动车市回暖，乘用车座椅行业景气度回升。2020年国内乘用车座椅市场规模约为605亿元，占全球26%；2025年，国内乘用车座椅市场空间将有望达到1070亿元，占全球28%，5年CAGR为12.1%。

图14：全球乘用车座椅市场空间预测



资料来源：中汽协、头豹研究院，民生证券研究院预测

图15：中国乘用车座椅市场空间预测



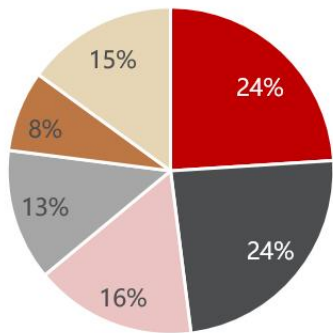
资料来源：中汽协、头豹研究院，民生证券研究院预测

02 乘用车座椅“低谷”已过，进入收获期

➤ 国内乘用车座椅外资巨头垄断，国产化替代空间大

- 2020年全球汽车座椅市场空间CR5占比达85%，竞争格局相对集中，但以外资为主；中国乘用车座椅市场竞争格局一家领先，其余相对分散，国产化替代空间较大。

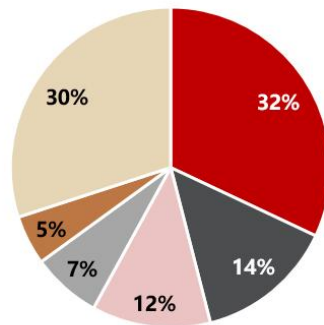
图16：2020年全球座椅竞争格局



■ 安道拓 ■ 李尔 ■ 丰田纺织 ■ 佛吉亚 ■ 麦格纳 ■ 其他

资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

图17：2020年中国座椅竞争格局



■ 延锋安道拓（华域） ■ 李尔 ■ 安道拓 ■ 丰田纺织 ■ TS TECH ■ 其他

资料来源：立鼎产业研究网，民生证券研究院

乘用车座椅“低谷”已过，进入收获期

- 依靠上汽定点项目的扶持，公司乘用车座椅业务经历前期试错阶段，逐步进入收获期
- 公司乘用车座椅业务主要是提供轿车及SUV的前后排座椅总成。2016年公司通过非公开发行股票募集资金投资于乘用车座椅智能化生产基地建设项目，建设了年产30万套乘用车座椅生产线。依靠上汽定点项目的扶持，公司经历前期试错阶段，逐步进入收获期。

图18：公司乘用车座椅



资料来源：公司官网，民生证券研究院

表2：天成自控地国产化壁垒攻克路径

主要壁垒	内容	攻克路径
品牌效应	主机厂倾向于采用品牌效应好的产品，外资品牌或者合资品牌的车型，在国外已经是这个把把这些座椅品牌确定为供应商，除非出现很大的对比，很难进行变更。	依靠性价比优势赢得主机厂青睐，主攻正在崛起的自主品牌市场，董事长在项目一线与客户沟通，通过响应速度赢得客户信赖。
技术壁垒	材料应用、模具开发、工装设计、研发制造需要强大的技术储备，迎合主机厂推出车型加速的现状，项目开发周期进一步缩短，对技术能力产生更大的考验。	攻克轻量化座椅核心技术，自研铝合金骨架、碳纤维骨架座椅，在零重力座椅方面有一定的技术储备。
资金壁垒	项目具有高昂的开发费用，需要供应商进行部分承担，如果个别项目产量不佳，资金压力将拖垮公司及上游产业链。	通过资本市场筹集低成本资金，提前收取部分开发费用，缓解资金压力。
管理壁垒	在决策采购、生产制造等各方面都需要进行精细化管理。新进入企业没有时间积累的话，很难在短时间内形成高效的管理团队和稳定的管理机制，无法保证产能充分释放。	依靠上汽定点项目扶持，经历前期试错阶段，达到较高的管理水平，产品质量可靠、产量稳定。

资料来源：民生证券研究院整理

02 乘用车座椅“低谷”已过，进入收获期

➤ 以轻量化为核心技术，乘新能源东风，力求实现弯道超车

- 新能源汽车的续航对车重非常敏感，对轻量化需求更为迫切。在汽车众多可轻量化的部件中，汽车座椅是内外饰件中最大的部件，占整车重量的6%，其中骨架部分占整个座椅结构的60%-70%，是整个汽车座椅结构轻量化的目标对象。公司具有行业领先的汽车座椅轻量化技术，成功开发**铝合金骨架汽车座椅**，高端碳纤维座椅相比传统钢骨架座椅减重约30%，镁合金座椅可以实现约20%的降重。

图19：天成自控轻量化座椅



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图20：公司技术优势使得轻量化座椅领先布局

CNAS 国家认可实验室,具备超过30+项CNAS认可检测能力。
拥有先进的检测仪器包括座椅及安全固定点强度试验台，六自由度座椅振动试验台，座椅多功能操作耐久试验机，骨架往复疲劳耐久试验台等设备。



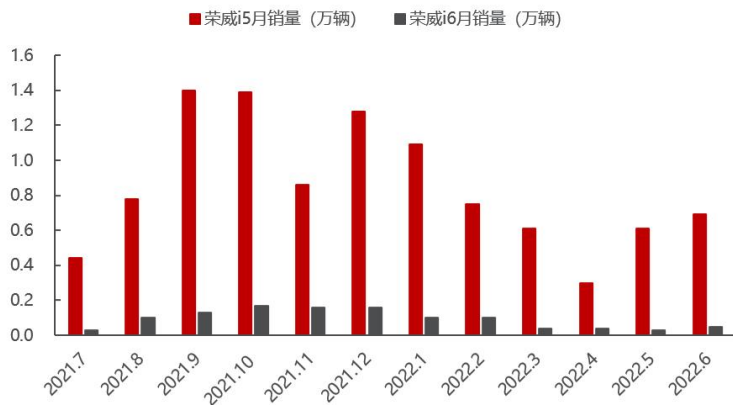
资料来源：公司官网，民生证券研究院

乘用车座椅“低谷”已过，进入收获期

➤ 乘用车座椅市场持续拓宽，深入上汽、威马等产业链

- 上汽集团是公司乘用车座椅业务的战略重点客户，根据2021年年报，公司已经实现了对上汽集团荣威i5、荣威i6以及新能源车型EX21（科莱威）、ei5、ei6、ER6项目的批量供货。目前乘用车座椅量产项目7个，定点7个，完成上汽乘用车、上汽大众、上汽大通、一汽大众、广汽乘用车、东风汽车、滴滴汽车、北汽新能源、合众、威马、蔚来等众多国内新能源汽车公司及国际知名新能源汽车公司的38个项目报价。

图21：荣威i5、i6月度销量



资料来源：中汽协，民生证券研究院

表3：2021年乘用车座椅项目进度

项目进度	项目内容	项目数量
量产	威马汽车APE-4 (威马E.5)、上汽EP22EU (名爵-MGEi5)、上汽IP31MCE EV (荣威i6MAX EV)、上汽IP31EMY21(飞凡汽车ER6)、上汽EX21四人座 (科莱威)、上汽大通SV63等;	7
定点	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	7
报价	上汽乘用车、上汽大众、上汽大通、一汽大众、广汽乘用车、东风汽车、滴滴汽车、北汽新能源、合众、威马、蔚来等众多国内新能源汽车公司及国际知名新能源汽车公司等	38

资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

乘用车座椅“低谷”已过，进入收获期

➤ 进入期阵痛已过，乘用车营收快速增长

- 受益于新能源渗透率快速提升，轻量化乘用车座椅需求增加。2021年公司乘用车座椅销量为100.97万辆，同比+40.87%，乘用车座椅营收达4.67亿元，同比+22.75%，处于快速增长阶段。乘用车座椅业务是公司2022年业务增长的重点，据公司公告，公司目标2022年配套客户的产销量突破40万辆、销售收入突破7亿元人民币。

图22：公司乘用车产品营收及增速

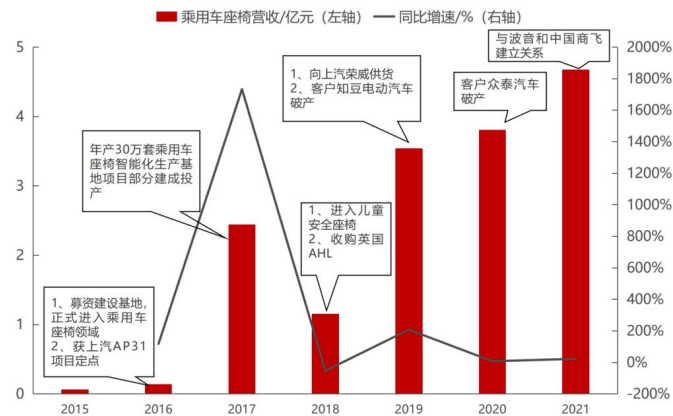


图23：公司乘用车座椅单价及增速（万席，元/席）

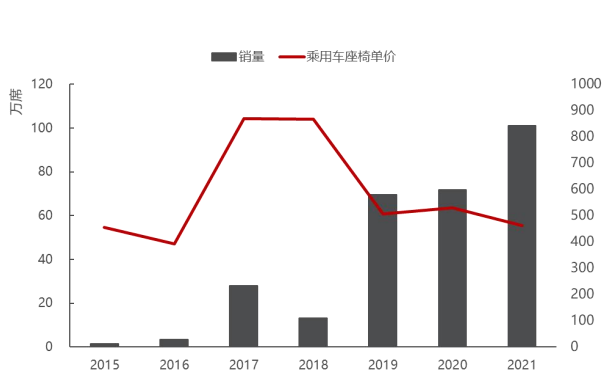


表4：乘用车领域新项目定点情况超预期

主机厂	定点时间	产品信息	量产时间
上汽集团	2016.11.14	驾驶员座椅总成、乘客座椅总成、后座椅靠背、后座椅坐垫总成等	
	2022.6.22	EC32项目的座椅供应商	2023年
北汽新能源	2022.4.19	C46DB项目的座椅供应商	2023年
东风乘用车	2022.6.3	S73项目的座椅供应商	2023年

资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

➤ 四大工厂乘用车座椅工厂年产能达100万台左右

- 目前公司乘用车座椅布局天台、郑州、南京、宁德四个工厂，年产能100万台左右。2022年7月，公司公告拟设立武汉全资子公司，计划通过参与公开招拍挂方式取得土地自建厂房，建设年产20-30万套新能源汽车座椅供应能力，满足武汉及周边乘用车整车企业客户的供货需求，提升公司产品市场竞争力。

图24：公司乘用车座椅产能测算（亿元，万台）

	2020年收入	2020年销量	2021年收入	2021年销量
天台+郑州	2.83	53	2.98	64
宁德	0.08	1	0.44	10
南京	0.90	17	1.25	27
合计	3.81	72	4.67	101

天台工厂（威马APE-4等）+ 郑州工厂（上汽荣威i5等）

年产能：64万台左右

南京工厂（上汽荣威i6、Ei5、ER6等）

年产能：27万台左右

宁德工厂（上汽科莱威等）

年产能：10万台左右

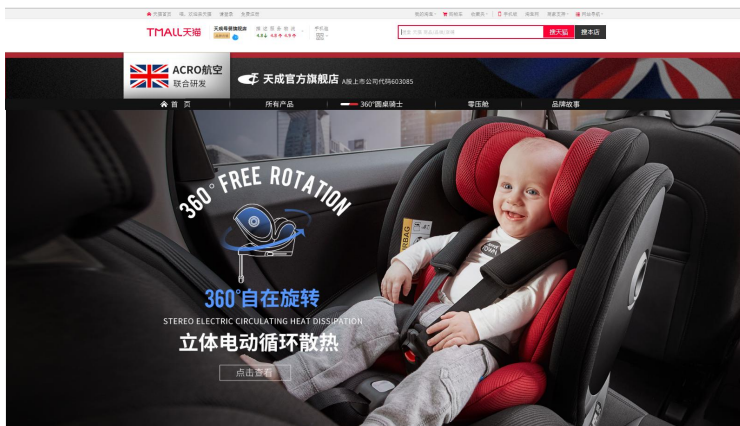
资料来源：公司公告，民生证券研究院

儿童安全座椅市场打开，带来公司业绩新增量

政策推动儿童安全座椅市场打开，带来公司业绩新增量

- 全球已有80多个国家通过立法强制使用儿童安全座椅，国内已有17个省市将强制使用安全座椅写进地方性法规。目前儿童座椅市场渗透率低、成长空间大。2018年，公司成功开发了3款中高端产品，并已于当年10-12月份先后量产；2019年开发1款高端360度可旋转功能的产品并实现投产和销售。高端产品获得国际新欧标ISIZE认证证书，同时取得了欧洲E-MARK和中国3C认证，产品安全性较高。

图25：公司儿童座椅产品



资料来源：天猫，民生证券研究院

图26：公司儿童座椅功能

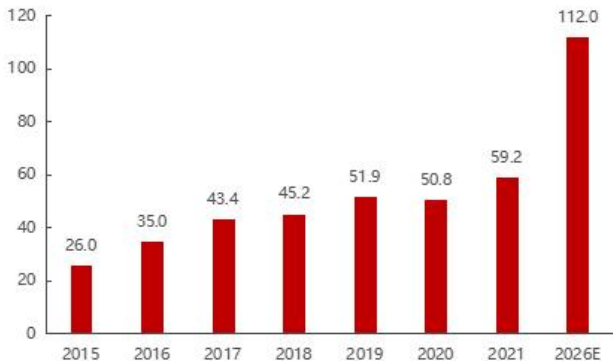


资料来源：公司官网，民生证券研究院

政策推动儿童安全座椅市场打开，带来公司业绩新增量

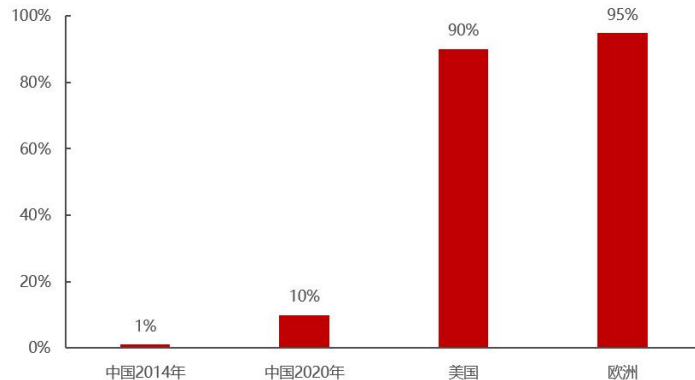
- 我国儿童安全座椅市场仍处于起步阶段，近年来虽然由于民众生活水平的提高以及对安全意识的提升，儿童安全座椅的使用率快速提升，但2020年普及率仍只有约10%，因此相比西方发达国家仍有较大的提升空间。根据观研报告网数据显示，2021年国内儿童安全座椅市场规模为51.9亿元，2015-2021年复合增速达到14.7%，预计2026年达到112亿元，2021-2026年复合增速达13.6%。公司在儿童座椅市场领先布局，有望引起业绩新的增量。

图27：中国儿童安全座椅市场规模（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，观研天下，民生证券研究院

图28：中外儿童安全座椅普及率对比



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

儿童安全座椅市场打开，带来公司业绩新增量

➤ 政策推动儿童安全座椅市场打开，带来公司业绩新增量

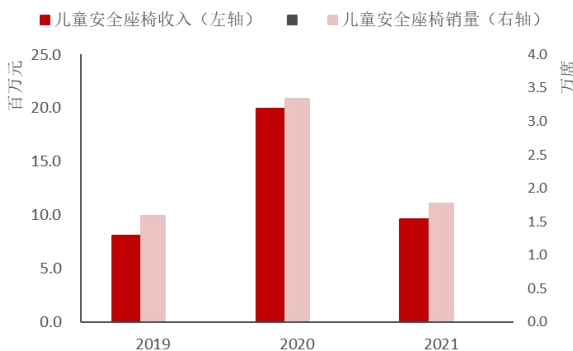
- 公司2020年儿童安全座椅业务营收0.2亿元，座椅单套售价500-600元。在国际疫情和出口运输运费大幅上涨的双重压力下，2021年儿童安全座椅业务收入较2020年略有下降，全年实现销售收入960万元。8月份后，公司加大了研发和客户开发的力度，2021年儿童安全座椅新增客户5个，其中国内客户3个，国际客户2个。根据研发计划，公司两款在研新品将于2022年上市，预计2022年两款新品将为公司带来4万台的销售。

图29：公司儿童安全座椅产品



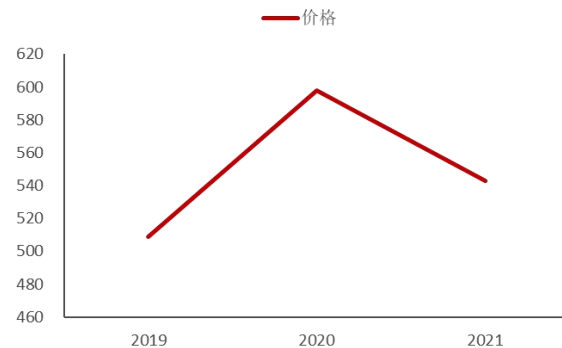
资料来源：公司官网，民生证券研究院

图30：儿童安全座椅收入及销量



资料来源：公司年报，wind，民生证券研究院

图31：儿童安全座椅单价 (元/席)



资料来源：公司年报，wind，民生证券研究院



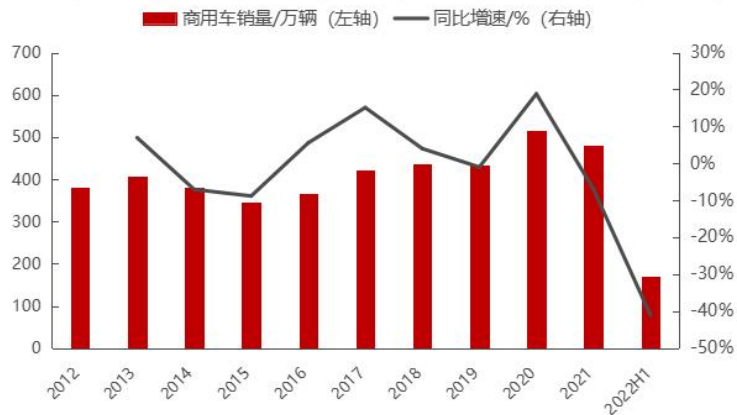
商用车座椅贡献稳定 03. 利润，市占率稳步提升

商用车座椅贡献稳定利润，市占率稳步提升

➤ 商用车座椅业务稳定，处于行业领先地位

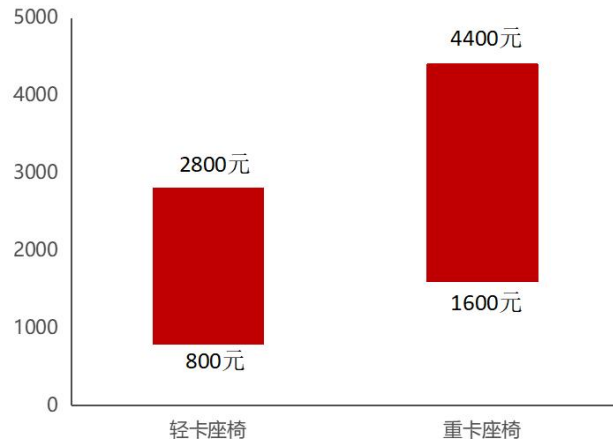
- 2021年国内商用车销量为479.3万辆，据前瞻产业研究院预测，到2026年商用车销量将达到684万辆，年均复合增长率为8.3%，尚有较大的成长空间。不同的座椅配置和数量，商用车座椅单车价值量差异较大，目前轻卡座椅单车价值量在800~2800元，重卡座椅单车价值量在1600~4400元。

图32：国内商用车销量及增速



资料来源：中汽协，民生证券研究院

图33：商用车座椅单车价值量



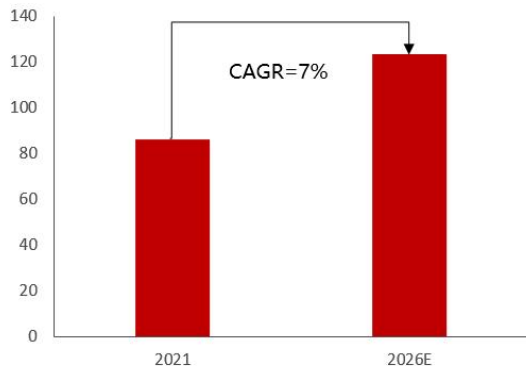
资料来源：1688网站，民生证券研究院整理

商用车座椅贡献稳定利润，市占率稳步提升

➤ 商用车座椅业务稳定，处于行业领先地位

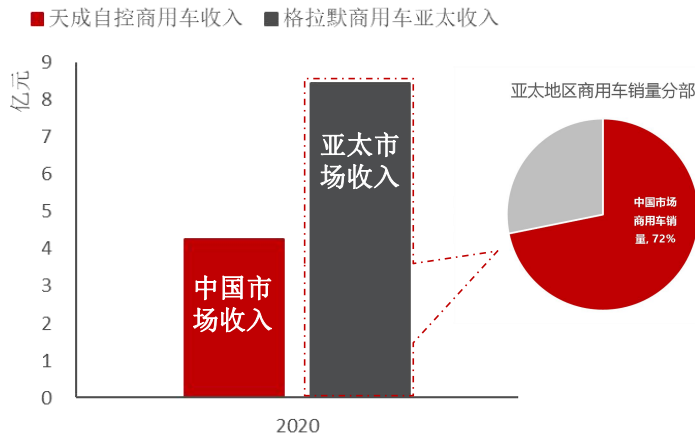
- 目前商用车座椅平均单价为800元左右，单车平均配置2-3个座椅，2021年国内商用车座椅市场空间约为86.27亿元。据我们测算，2026年商用车座椅市场空间将达到120亿元以上，2021-2026年CAGR为7%，尚有可观的成长空间。**2021年公司商用车座椅总营收为3.77亿元，市场占有率约4.38%，与国际头部企业格拉默在华营收体量为同一阵列，商用车座椅具备较强竞争优势。**

图34：国内商用车座椅市场空间预测（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院预测

图35：2020年天成自控与格拉默商用车收入（亿元）



资料来源：公司年报，Wind，Marklines，民生证券研究院

注：格拉默商用车亚太收入按商用车*整体收入中亚地区占比估算

商用车座椅贡献稳定利润，市占率稳步提升

➤ 商用车座椅业务稳定，处于行业领先地位

- 公司为工程机械商用车座椅领域内最优质的供应商之一，客户资源优质且屡获殊荣。公司工程机械座椅产品主要配套于卡特彼勒、徐工、厦工、柳工和三一重工；商用车座椅产品主要配套于东风商用车；2016年、2017年、2018年，卡特彼勒、徐工、东风主要客户合计收入占工程机械商用车座椅收入比例分别为39.27%、48.95%、49.87%。

图36：公司工程机械商用车座椅业务发展历程



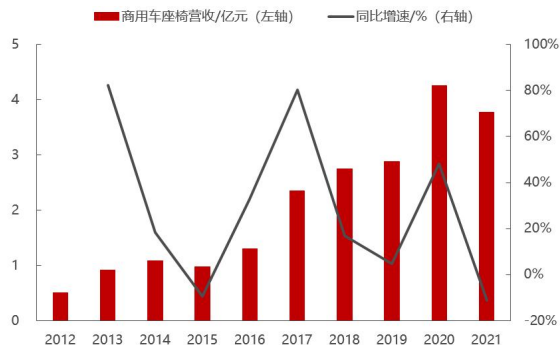
资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

商用车座椅贡献稳定利润，市占率稳步提升

➤ 商用车座椅业务稳定，处于行业领先地位

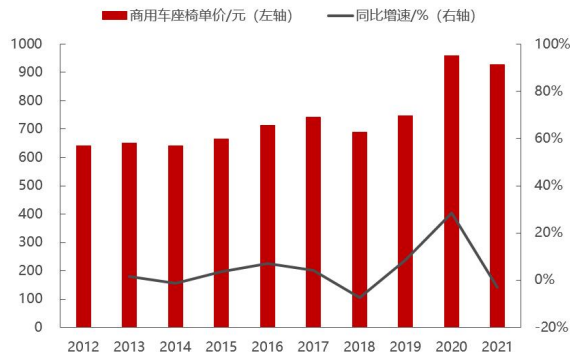
- 2021年公司商用车座椅业务营收3.77亿元，同比-11.25%。2021年座椅单套售价约928元，比行业平均水准（600元左右）高。公司作为国内领先的工程机械和商用车座椅供应商，将继续巩固与卡特彼勒、三一重工、徐工、中联重科、柳工、东风汽车、一汽解放、中国重汽、北汽福田、江淮汽车等工程机械和商用车行业龙头企业的合作，通过技术、产品和服务的提升，扩大配套份额。

图37：商用车座椅营收及增速



资料来源：公司年报，Wind，民生证券研究院

图38：商用车座椅销售单价及增速



资料来源：公司年报，Wind，民生证券研究院

图39：商用车座椅项目情况

已开发项目	2022年计划开发
<ul style="list-style-type: none"> 一汽解放旋转式座椅项目； 重汽 NJ20 座椅项目； 东风商用车 D320 集成式安全带座椅项目； 陕汽 X3L 座椅项目； 福田 M4 中卡通风加热座椅项目、奥铃轻卡座椅项目； 上汽大通SV63等 徐工 H20 座椅项目 东风华神 T712 座椅项目 南京大通 SKY32 座椅项目 	<ul style="list-style-type: none"> 比亚迪微卡 T4K 座椅项目； 福田欧马可轻卡座椅项目； 柳汽 L2 轻卡座椅项目； 三一平顶车座椅项目、轻卡； 大运轻卡座椅项目 一汽气动高调座椅项目 重汽通风加热座椅项目 NJ20 新增无忧换挡座椅项目 福田 HC1 重卡座椅项目 东风D320 加热卧铺项目

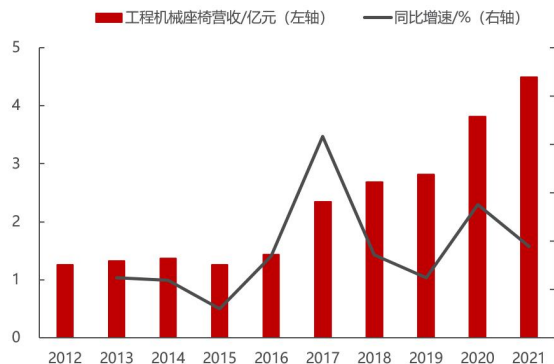
资料来源：公司年报，Wind，民生证券研究院

商用车座椅贡献稳定利润，市占率稳步提升

➤ 工程机械座椅焕发新生，2016-2021年营收CAGR为25.7%

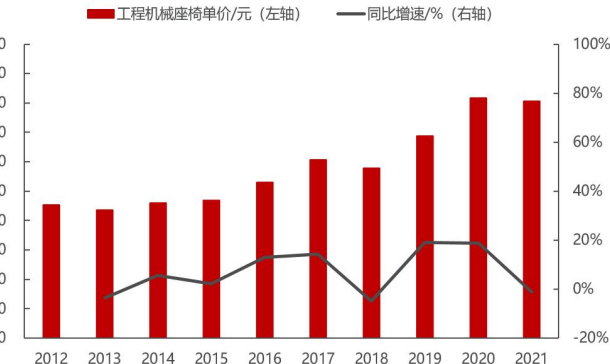
- 2021年公司工程机械座椅业务营收4.49亿元，同比+17.75%，2016-2021年营收CAGR为25.7%，营收快速提升。2021年工程机械座椅单套售价约807元，2016-2021年CAGR为8.7%。2022年，公司在原有市场新产品拓展基础上，将重点拓展外资主机品牌（重卡、工程车）市场、国内专用汽车市场（房车、改装车）以及高端轻卡气囊座椅。

图40：工程机械座椅营收及增速



资料来源：公司年报，Wind，民生证券研究院

图41：工程机械座椅销售单价及增速



资料来源：公司年报，Wind，民生证券研究院

图42：工程机械座椅项目情况

已开发项目	2022年计划开发
<ul style="list-style-type: none"> 三一微挖、装载机、起重机项目； 卡特压路机、摊铺机座椅； 徐工微挖、小挖座椅升级、出口中大挖座椅、矿挖座椅项目； 柳工小挖座椅项目； 山河智能高铁座椅项目 日立建机中挖座椅项目 约翰迪尔北美款装载机座椅项目 陕西同力集成式安全带座椅 	<ul style="list-style-type: none"> 三一 C12 驾驶室小、中、大挖座椅项目； 卡特 350 大挖气悬浮座椅项目、950GC四点式安全带座椅项目； 徐工挖机、矿机座椅项目； 常州柳工矿卡座椅项目； 中联挖机座椅项目； 山河智能大挖座椅项目；临工装载机、挖机、矿机座椅项目；沃尔沃挖机座椅项目；NACOO叉车座椅项目；

资料来源：公司年报，Wind，民生证券研究院

商用车座椅贡献稳定利润，市占率稳步提升

公司商用车座椅产品功能丰富

图43：公司商用车座椅产品功能

	重卡驾驶员左座椅	轻卡驾驶员左座椅	客车司机座椅二	列车座椅
<ul style="list-style-type: none"> • 标配 • 选配 - 无配置 				
集成三点式安全带	•	•	•	•
安全带高度调节	•	•	•	•
安全带报警	•	•	•	•
安全带预紧装置	•	•	•	•
速降和悬浮记忆	•	•	•	•
减震器阻尼可调	•	•	•	•
座椅倾角调节	•	•	•	•
电动倾角调节	•	•	•	•
一体式高度调节	•	•	•	•
座椅分离式高度调节	-	•	-	•
电动高度调节	•	•	•	•
电动记忆	•	•	•	•
空气悬浮减震 (高配)	•	•	•	•
空气悬浮减震 (简配)	-	•	-	-
空气悬浮减震 (轻卡)	-	•	•	-
机械减震	-	•	•	•
机械减震 (轻卡)	-	•	•	-

资料来源：公司官网，民生证券研究院

	重卡驾驶员左座椅	轻卡驾驶员左座椅	客车司机座椅二	列车座椅
空气腰部支撑	•	•	•	•
靠背两侧腰托	•	•	•	•
机械腰部支撑	•	•	•	•
靠背角度可调	•	•	•	•
靠背可向前翻平	-	•	-	•
电动靠背角度调节	•	•	•	•
按摩	•	•	•	•
加热	•	•	•	•
通风	•	•	•	•
扶手(配合自动挡)	•	•	•	•
可调式头枕	-	•	-	•
肩部调节	•	•	•	•
电动肩部调节	•	•	•	•
座垫加长可调	•	•	•	•
座垫翻转	-	•	-	•
旋转功能	•	•	•	•
电动转盘功能	•	•	•	•
座椅前后可调	•	•	•	•
电动座椅前后调节	•	•	•	•
振动提醒	•	•	•	•
SBR	•	•	•	•
AMT支架	•	•	•	•
前后减振	•	•	•	•
过渡脚架	•	•	•	•

03

商用车座椅贡献稳定利润，市占率稳步提升

➤ 工程商用车座椅工厂布局安徽、山东、吉林等地

图44：工程商用车座椅工厂

工程商用车事业部，
天台基地十堰工厂

柳州工厂

合肥工厂

诸城工厂



徐州工厂

长春工厂

美国子公司—美国阿
肯色州皮哥特

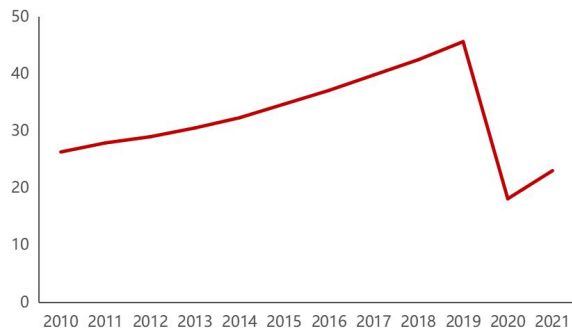
资料来源：公司官网，民生证券研究院整理

航空座椅业务加速国产替代，打开公司增长空间

➤ 航空座椅业务加速国产替代，打开公司增长空间

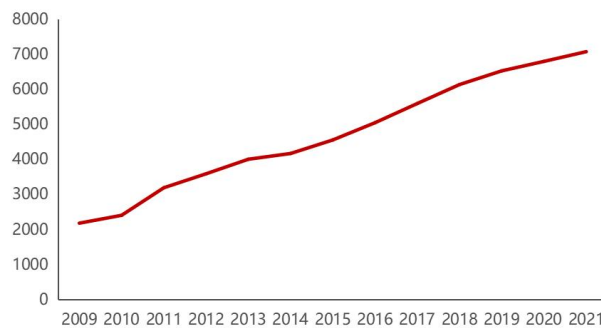
- 航空座椅市场空间较大。2019年，全球八家大型商用飞机制造商一共交付1449架客机，其中空客交付了863架客机，交付数量相比2018年的800架增加了7.9%；波音交付375架，交付数量相比2018年的806架大幅减少。亚洲是全球最大的商用飞机市场，2019年接收661架客机，而中国则是其中最大的单一市场，中国共接收客机232架。
- 全球三大飞机座椅制造商分别为法国Zodiac集团、美国BE和德国Recaro，垄断了近80%的市场份额。公司子公司AASL(Acro Aircraft Seating Limited) 是全球前五大航空座椅供应商，已经获得欧洲航空安全局（EASA）和美国航空管理局（FAA）的适航证。

图45：全球航空运输客运量（亿人次）



资料来源：wind，民生证券研究院整理

图46：中国民用飞机架数（架）



资料来源：野天鹅网，民生证券研究院整理

航空座椅业务加速国产替代，打开公司增长空间

➤ 航空座椅业务加速国产替代，打开公司增长空间

- 飞机制造是国家战略新兴产业的重要组成部分，公司依靠航空座椅迈向高端制造领域。子公司AAS作为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。通过结合AASL的技术优势和国产化成本控制优势，不断提升航空座椅领域市场份额。2021年4月，公司开始批量生产碳纤维座椅零部件，规划2022年确保完成波音、空客线装机座椅交付的工作。

图47：公司航空座椅发展情况

2019年5月

公司在上海建设的航空座椅生产线获得 CAA 生产组织批准，开始在国内进行座椅生产准备工作。

2018年7月

公司以4.8亿元收购英国Acro Holdings Limited 100%的股权。AHL 所持有的主要资产为 AASL (Acro Aircraft Seating Limited) 99.7%股权。AASL 是一家专业研发、生产、销售航空座椅的英国企业，是目前全球前五位的航空座椅供应商。目前的主要产品有 S3 系列航空座椅、S6 系列航空座椅、S7 系列航空座椅。

2021年

公司完成了碳纤维座椅靠背产品国产化研发，2021年3月完成碳纤维工厂的建设，**2021年4月开始批量生产碳纤维座椅零部件**，包括两款经济舱座椅的碳纤维靠背。下半年又完成了碳纤维预浸料认证的所有相关测试，并已启动预浸料切换流程。

2022年

公司规划确保完成波音、空客线装机座椅交付的工作，继续跟进美国大型航空公司的购机和客舱升级需求，其中包括西南航空Southwest 和捷蓝航空JetBlue等，提供定制化的客舱座椅方案和报价，争取获得长期合作。

资料来源：民生证券研究院整理

03

航空座椅业务加速国产替代，打开公司增长空间

➤ 座椅产品丰富，客户分布全球

- 多系列产品布局，与空客、波音、中国商飞等飞机制造商合作，开拓多家航空公司客户。2021年公司已开始批量生产碳纤维座椅零部件，系列3、系列6碳纤维座椅侧重轻量化，系列6 HGA座椅具备成本低、重量轻、组装容易的优势，系列9座椅通过平台化设计，零部件通用率达70%，商务舱系列7为乘客带来更舒适的体验。从客户情况来看，公司航空座椅客户分布于英国、美国、波兰、德国、俄罗斯等国家，包括新西兰航空、艾提哈德航空、美国Allegiant Air、中国春秋航空等航空运输服务企业。

图48：公司座椅产品



资料来源：ACRO官网，民生证券研究院

图49：公司客户分布全球



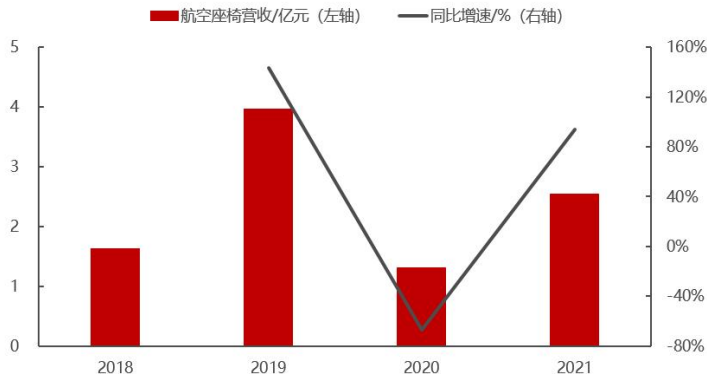
资料来源：公司公告，民生证券研究院

航空座椅业务加速国产替代，打开公司增长空间

➤ 疫情扰动减弱，航空座椅业务营收逐步好转

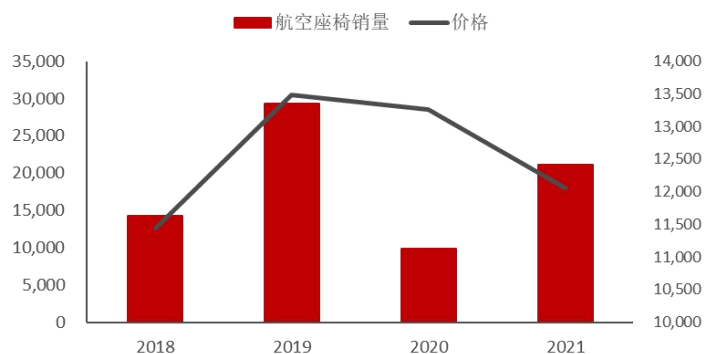
- 公司航空座椅产品主要出口到英国，2020年由于疫情导致**原材料和零部件出口海运费**用高居不下，国产化供应优势难以显现，造成航空座椅板块亏损。2021年公司美国市场增长迅速，获得了美国**Allegiant航空公司75架次波音737新装机**的订单，这是公司获得的波音线装机项目的首个订单，意味着公司正式成为波音线装机的合格供应商。2021年公司航空座椅业务收入2.83亿元人民币，同比+82.97%，营收逐步好转。

图50：航空座椅产品营收及增速



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图51：航空座椅产品销量及单价（席，元/席）



资料来源：公司官网，民生证券研究院

航空座椅业务加速国产替代，打开公司增长空间

➤ 碳纤维复合材料背板生产线已经部分投产，航空座椅放量在即

- 据公司公告，公司2020年定增募集资金投资项目之一为飞机座椅核心零部件生产基地项目，其中飞机座椅碳纤维复合材料背板生产线已部分投产，目前碳纤维复合材料背板产能已达到每周600席。随着疫情的好转以及公司航空座椅放量，公司有望凭借低成本、轻质量等产品优势加速国产替代，航空业务业绩增长空间打开。

表5：公司定增募集资金计划

序号	项目名称	拟投入募集资金金额（万元）
1	航空座椅核心零部件生产基地建设项目	28,657
2	座椅研发中心建设项目	5,000
3	补充流动资金	15,000
	合计	48,657

资料来源：公司公告，民生证券研究院



04. 盈利预测与投资建议

➤ 盈利预测之营收拆分

- 营收假设：
 - **1) 乘用车座椅业务：**根据公司2021年年报，公司已经实现了对上汽集团、威马部分项目的批量供货，获比亚迪T4K（座椅和地板）、北汽新能源、东风乘用车等项目的定点，业务进展顺利，客户持续拓展，随着后续产能加速释放，该业务营收保持高速增长，预计2022-2024年增速为20%/50%/30%；
 - **2) 航空座椅业务：**2021年公司获得了波音供应商的准入资质，随着疫情的好转以及公司航空座椅放量，公司有望凭借低成本、轻质量等产品优势加速国产替代，航空业务业绩增长空间打开，预计2022-2024年增速为47%/23%/19%；
 - **3) 商用车座椅业务：**公司商用车座椅业务稳定，处于行业领先地位。2021年公司商用车座椅总营收为3.77亿元，市场占有率约4.38%，与国际头部企业格拉默在华营收体量为同一阵列，商用车座椅具备较强竞争优势，预计2022-2024年增速为5%/8%/9%；
 - **4) 工程机械座椅业务：**公司为工程机械商用车座椅领域内最优质的供应商之一，客户资源优质，2021年公司工程机械座椅业务营收4.49亿元，同比+17.75%，业绩表现稳健，预计2022-2024年增速为12%/12%/12%。

➤ 盈利预测之营收拆分

表6：营业收入拆分及预测

项目/年度 单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
乘用车座椅	466.77	560.12	840.18	1,092.23
YOY	23%	20%	50%	30%
工程机械座椅	449.24	503.15	563.52	631.15
YOY	18%	12%	12%	12%
航空座椅	254.53	373.92	461.62	548.23
YOY	94%	47%	23%	19%
商用车座椅	377.49	396.37	426.09	464.44
YOY	-11%	5%	8%	9%
其他业务	56.18	61.80	67.98	74.77
YOY	-49%	10%	10%	10%
配件	40.98	45.08	49.58	54.54
YOY		10%	10%	10%
航空座椅配件及其它	28.44	34.68	42.29	51.57
YOY		22%	22%	22%
农用机械座椅	20.45	21.17	22.28	24.04
YOY		4%	5%	8%
儿童安全座椅	9.64	11.09	13.59	18.17
YOY		15%	23%	34%
总营收	1,703.72	2,007.36	2,487.13	2,959.14
YOY	19%	18%	24%	19%

➤ 盈利预测之毛利率假设

- 假设：1) 乘用车座椅业务：随着公司量的提升，成本有望进一步摊销，我们预计公司乘用车座椅业务毛利率有望呈快速提升趋势；2) 航空座椅业务：随着公司航空座椅产品认可度逐步提升，毛利率有望进一步上行；3) 儿童座椅业务：公司儿童座椅产品开始放量，毛利率有望提升；3) 其他业务：毛利率稳定在中枢值左右。

表7：分业务毛利率预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
乘用车座椅	4%	12%	17%	22%
工程机械座椅	19%	20%	20%	20%
航空座椅	10%	20%	22%	24%
商用车座椅	19%	18%	18%	18%
其他业务	76%	76%	76%	85%
配件	22%	22%	22%	22%
航空座椅配件及其它	39%	39%	40%	60%
农用机械座椅	22%	22%	22%	22%
儿童安全座椅	9%	14%	16%	25%
综合毛利率	—	19%	21%	23%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

➤ 盈利预测

- 我们预计公司2022-2024年营业收入分别为20.07/24.87/29.59亿元，2022-2024年归母净利润分别为0.46/1.56/2.80亿元，当前市值对应的PE倍数分别为100x/30x/17x。

表8：盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,704	2,007	2,487	2,959
增长率（%）	19.3	17.8	23.9	19.0
归属母公司股东净利润（百万元）	28	46	156	280
增长率（%）	-44.2	64.6	235.3	79.9
每股收益（元）	0.07	0.12	0.39	0.71
PE	165	100	30	17
PB	4.5	3.8	3.4	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测（注：股价为2022年8月3日收盘价）

➤ 估值分析及投资建议

- 公司主营业务为工程机械与商用车座椅、公司乘用车座椅、航空座椅、儿童安全座椅等，鉴于公司的业绩高增长性，我们采用PEG估值法进行估值：我们参考同赛道公司继峰股份（乘用车座椅总成供应商，具有较强可比性）和上海沿浦（汽车座椅骨架国产龙头）作为可比公司，2022/2023年一致预期PEG估值水平均值分别为0.72/0.58，当前股价及预计归母净利润对应公司2022/2023年PEG水平分别为0.68/0.38，2023年显著低于可比公司平均水平。公司现有业务中长期具备更强的向上弹性，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表9：可比公司PEG估值

股票代码	公司名称	最新市值 (亿元)	PE		PEG	
			2022E	2023E	2022E	2023E
603997.SH	继峰股份	157.47	57	25	0.67	0.49
605128.SH	上海沿浦	46.14	40	23	0.78	0.67
	均值		48	24	0.72	0.58
603085.SH	天成自控	46.62	100	30	0.68	0.38

资料来源：Wind，民生证券研究院预测（注：市值为2022年8月3日数据，可比公司数据采用wind一致预期）

05. 风险提示

- 1) 汽车销量不及预期：汽车销售受到宏观经济、行业政策、消费者购买意愿等的影响，存在不确定性；
- 2) 全球航空景气度不及预期：海外疫情影响全球航空景气度，影响公司利润；
- 3) 原材料成本超预期上行导致公司毛利率低预期：原材料持续上涨导致公司毛利承压，影响利润；
- 4) 乘用车座椅业务拓展不及预期：公司乘用车座椅业务定点落地情况不及预期影响整体产品销量。



财务报表

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,704	2,007	2,487	2,959
营业成本	1,431	1,619	1,966	2,265
营业税金及附加	7	10	8	7
销售费用	39	47	51	59
管理费用	130	172	204	240
研发费用	58	76	82	92
EBIT	57	93	204	339
财务费用	31	22	19	20
资产减值损失	-8	-8	-8	-8
投资收益	-2	-2	-3	-3
营业外收入	20	49	166	298
营业外收支	-0	0	0	0
利润总额	20	49	166	298
所得税	-8	3	10	18
净利润	28	46	156	280
归属于母公司净利润	28	46	156	280
EBITDA	162	205	324	468

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	170	572	502	856
应收账款及票据	524	598	826	860
预付款项	11	18	22	23
存货	409	475	600	619
其他流动资产	126	144	169	189
流动资产合计	1,240	1,807	2,118	2,546
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	633	684	708	722
无形资产	242	252	256	249
非流动资产合计	1,343	1,383	1,403	1,411
资产合计	2,582	3,190	3,521	3,957
短期借款	304	320	320	320
应付账款及票据	809	1,068	1,226	1,361
其他流动负债	94	136	153	174
流动负债合计	1,207	1,525	1,700	1,856
长期借款	220	318	318	318
其他长期负债	118	118	118	118
非流动负债合计	338	436	436	436
负债合计	1,545	1,961	2,136	2,292
股本	370	397	397	397
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,037	1,229	1,385	1,665
负债和股东权益合计	2,582	3,190	3,521	3,957

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	19.33	17.82	23.90	18.98
EBIT增长率	-30.16	61.88	119.63	66.20
净利润增长率	-44.18	64.56	235.34	79.93
盈利能力 (%)				
毛利率	15.98	19.33	20.94	23.45
净利率	1.66	2.31	6.26	9.46
总资产收益率ROA	1.09	1.45	4.42	7.08
净资产收益率ROE	2.72	3.78	11.24	16.82
偿债能力				
流动比率	1.03	1.19	1.25	1.37
速动比率	0.62	0.82	0.84	0.99
现金比率	0.14	0.38	0.30	0.46
资产负债率 (%)	59.83	61.47	60.67	57.93
经营效率				
应收账款周转天数	78.21	76.58	78.13	77.64
存货周转天数	95.37	99.14	99.84	98.12
总资产周转率	0.68	0.70	0.74	0.79
每股指标 (元)				
每股收益	0.07	0.12	0.39	0.71
每股净资产	2.61	3.10	3.49	4.19
每股经营现金流	0.22	0.84	0.28	1.35
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	165	100	30	17
PB	4.5	3.8	3.4	2.8
EV/EBITDA	31.41	23.44	15.05	9.68
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	28	46	156	280
折旧和摊销	105	112	121	129
营运资金变动	-56	134	-208	81
经营活动现金流	87	334	112	535
资本开支	-145	-144	-131	-130
投资	0	-20	-20	-20
投资活动现金流	-144	-166	-155	-154
股利募资	0	145	0	0
债务募资	42	115	0	0
筹资活动现金流	2	235	-27	-27
现金净流量	-52	403	-70	354

THANKS 致谢

民“新”汽车团队：



分析师 邵将

执业证号：S0100521100005

电话：18610589797

邮件：shaojiang@mszq.com



分析师 吕伟

执业证号：S0100521110003

电话：021-80508288

邮箱：lvwei_yj@mszq.com



研究助理 郭雨蒙

执业证号：S0100122070027

电话：15900615951

邮件：guoyumeng@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座19层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026

分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师, 基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点, 结论不受任何第三方的授意、影响, 研究人员不曾因、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。

评级说明:

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中:A股以沪深300指数为基准;新三板以三板成指或三板做市指数为基准;港股以恒生指数为基准;美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐 相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐 相对基准指数涨幅5%~15%之间
		中性 相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避 相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐 相对基准指数涨幅5%以上
		中性 相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避 相对基准指数跌幅5%以上

免责声明:

民生证券股份有限公司(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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用, 并不构成对客户的投资建议, 不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要, 客户应当充分考虑自身特定状况, 不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期, 本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告, 但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务, 本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告, 则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记, 除非另有说明, 均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。