

乘用车座椅定点持续落地，国产化破局迎新机遇

2022 年 08 月 17 日

➤ **事件概述：**2022 年 8 月 15 日，公司公告获得东风乘用车 S59 座椅项目定点，预计于 2024 年开始量产。

➤ **乘用车座椅新获东风乘用车项目定点，国产化破局迎新机遇。**自主品牌全面崛起，助力汽车零部件国产替代加速落地，座椅作为单车价值量较高的汽车零部件，当前国产化率仍较低，将有望享有本轮新能源汽车带来的国产替代红利。2020 年中国汽车座椅市场 CR5 占比达 70%，其中，以安道拓、李尔等海外巨头垄断，天成自控自 2016 年开始布局乘用车座椅赛道，当前已具备乘用车座椅总成制造能力和轻量化核心技术，随着多个项目定点落地，乘用车座椅已具备核心竞争力。当前公司乘用车座椅已进入上汽乘用车、上汽大通等主机厂核心车型供应链体系，并于 2022 年 4 月获得北汽项目定点，6 月获得东风和上汽项目定点，此次再次获得东风乘用车项目定点，再次验证了公司乘用车座椅产品能力，乘用车座椅产品持续获得主机厂认可，标志着公司乘用车战略正加速落地，将有望打开公司新的成长空间。

➤ **乘用车座椅业务“低谷”已过，现已进入收获期。**公司 16 年开始布局乘用车座椅，虽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。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。未来在新项目开发上，公司将充分利用公司在座椅轻量化、智能化领域的优势，深化与新能源车企的合作，稳固与上汽集团、威马汽车的合作关系，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。公司客户持续拓展，随着后续产能加速释放，公司乘用车座椅业务有望快速提升。

➤ **商用车座椅贡献稳定利润，航空业务量价利三升打开公司第二成长曲线。**公司商用车座椅 2021 年总营收 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，为公司贡献稳定现金流。公司飞机座椅业务形成多系列产品布局，与国际飞机制造商合作，2021 年公司航空座椅业务收入 2.83 亿元，同比+82.97%。据公司公告，公司 2020 年定增募投的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，打开航空业务业绩增长空间。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 0.46/1.56/2.8 亿元，当前市值对应 2022-2024 年 PE 为 122/36/20 倍。公司为国内汽车座椅龙头企业，有望享有估值溢价，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**芯片供应短缺风险；行业竞争加剧导致毛利率降低等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1704	2007	2487	2959
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	201	122	36	20
PB	5.5	4.6	4.1	3.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 16 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

14.29 元


分析师 邵将

执业证书：S0100521100005

邮箱：shaojiang@mszq.com

研究助理 郭雨蒙

执业证书：S0100122070027

邮箱：guoyumeng@mszq.com

相关研究

1.天成自控 (603085.SH) 首次覆盖报告：商乘并举，重构座椅新格局-2022/08/05

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1704	2007	2487	2959
营业成本	1431	1619	1966	2265
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
营业利润	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	1240	1807	2118	2546
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	1343	1383	1403	1411
资产合计	2582	3190	3521	3957
短期借款	304	320	320	320
应付账款及票据	809	1068	1226	1361
其他流动负债	94	136	153	174
流动负债合计	1207	1525	1700	1856
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	1545	1961	2136	2292
股本	370	397	397	397
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1037	1229	1385	1665
负债和股东权益合计	2582	3190	3521	3957

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

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	201	122	36	20
PB	5.5	4.6	4.1	3.4
EV/EBITDA	37.65	28.37	18.17	11.85
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
股权募资	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

分析师承诺

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。本报告清晰准确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。

本报告的版权仅归本公司所有，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。

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 18 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