

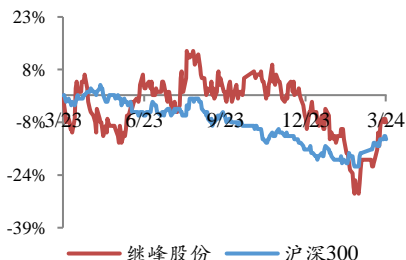
再获乘用车座椅定点，成长性白马再加冕

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-03-07

收盘价（元）	13.00
近12个月最高/最低（元）	15.92/9.93
总股本（百万股）	1,161
流通股本（百万股）	1,161
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	151
流通市值（亿元）	151

公司价格与沪深300走势比较



分析师：姜肖伟

执业证书号：S0010523060002

电话：18681505180

邮箱：jiangxiaowei@hazq.com

主要观点：

- **事件：**公司公告获得某新能源汽车主机厂的座椅总成项目定点，根据客户规划，本项目预计从2024年10月开始，项目生命周期5年，预计生命周期总金额为78亿元。
- **公司乘用车座椅业务进入从1到N的阶段，多个项目密集量产在即。**目前公司累计公告的乘用车座椅在手订单共8个，首个项目在去年已顺利量产，今年新增新能源客户的多个量产项目，座椅业务上量及盈利改善有望超预期，接下来再突破合资、新造车势力、自主客户定点值得期待。
- **公司有望成为座椅千亿赛道中 fastest 把握国产替代机遇的白马标的。**乘用车座椅ASP较传统内饰产品（百元级别）显著提高，国内乘用车座椅行业空间超千亿、蕴含较大的国产替代机遇，相较于传统内饰件赛道成长空间更大。随着继峰前期多个座椅定点陆续进入量产配套阶段，公司将在实现更大规模效益、更高自制率、更好利润率上更具先发优势，有望成为率先把握乘用车座椅成长机遇的白马公司。
- **2024年是公司重要的成长时点，业绩拐点的确定性逐步明朗。**2024年重点关注公司核心经营举措的落地，实现确定性与成长性边际向上，具体包括：1) **海外整合：**尤其是格拉默美洲区，通过多种方式提升经营管理能力；2) **座椅业务：**尝试进一步突破，包括获取核心客户定点、提升自制率等方式降本、积极推进全球化等；3) 贷款置换等方式降低费用。
- **投资建议：**我们认为公司在格拉默整合、做强乘用车座椅总成大单品的路径上终将有所斩获，国产替代白马公司终会加冕。我们预计公司2023-2025年归母净利润2.0亿、4.6亿、10.0亿元（前值为3.0亿、6.8亿、10.5亿元），对应PE 75、33、15倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动、汇率波动风险、股权质押风险、资产进一步减值风险、整合不及预期、市场、客户开拓不及预期、乘用车座椅开拓不及预期等。

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	17967	20415	24148	29526
收入同比（%）	6.7%	13.6%	18.3%	22.3%
归属母公司净利润	-1417	202	459	1004
净利润同比（%）	-1221.6%	114.2%	127.8%	118.7%
毛利率（%）	13.1%	15.0%	16.0%	16.5%
ROE（%）	-41.0%	5.0%	10.1%	18.1%
每股收益（元）	-1.27	0.17	0.40	0.86
P/E	—	74.89	32.88	15.04
P/B	4.94	3.72	3.34	2.73
EV/EBITDA	21.04	14.73	11.81	9.55

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6877	8352	10067	12643	营业收入	17967	20415	24148	29526
现金	1163	1662	1966	2502	营业成本	15616	17353	20284	24654
应收账款	2643	3413	4380	5771	营业税金及附加	48	61	72	89
其他应收款	70	74	87	107	销售费用	262	306	362	443
预付账款	154	208	243	296	管理费用	1368	1633	1932	2362
存货	1825	1832	2028	2328	财务费用	200	394	480	304
其他流动资产	1021	1164	1362	1639	资产减值损失	-1567	-10	-10	-10
非流动资产	8577	9195	9368	9503	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	11	13	15	17	投资净收益	3	2	2	3
固定资产	3504	3807	3866	3876	营业利润	-1444	325	562	1112
无形资产	1118	1186	1254	1322	营业外收入	10	6	7	7
其他非流动资产	3944	4189	4233	4288	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	15454	17547	19436	22146	利润总额	-1435	330	568	1119
流动负债	6884	8481	9322	10523	所得税	28	120	90	80
短期借款	2135	2185	2285	2385	净利润	-1463	210	478	1039
应付账款	2812	3374	3944	4794	少数股东损益	-45	9	19	35
其他流动负债	1937	2922	3093	3345	归属母公司净利润	-1417	202	459	1004
非流动负债	4794	4684	5244	5704	EBITDA	1047	1369	1737	2152
长期借款	2557	2607	3107	3507	EPS (元)	-1.27	0.17	0.40	0.86
其他非流动负债	2237	2077	2137	2197					
负债合计	11678	13166	14566	16228					
少数股东权益	320	329	347	383					
股本	1117	1161	1161	1161					
资本公积	3434	3666	3666	3666					
留存收益	-1095	-774	-305	709					
归属母公司股东权	3455	4053	4522	5536					
负债和股东权益	15454	17547	19436	22146					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1052	1171	965	1345
净利润	-1463	210	478	1039
折旧摊销	766	644	690	729
财务费用	219	445	472	521
投资损失	-3	-2	-2	-3
营运资金变动	-18	-86	-660	-928
其他经营现金流	107	255	1127	1955
投资活动现金流	-824	-1220	-849	-848
资本支出	-833	-1081	-839	-838
长期投资	940	-4	-3	-3
其他投资现金流	-931	-135	-8	-7
筹资活动现金流	-398	478	188	39
短期借款	497	50	100	100
长期借款	-73	50	500	400
普通股增加	-2	44	0	0
资本公积增加	-8	232	0	0
其他筹资现金流	-811	103	-412	-461
现金净增加额	-243	498	304	536

主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	6.7%	13.6%	18.3%	22.3%
营业利润	-945.6%	122.5%	72.7%	98.1%
归属于母公司净利	-1221.6%	114.2%	127.8%	118.7%
获利能力				
毛利率 (%)	13.1%	15.0%	16.0%	16.5%
净利率 (%)	-7.9%	1.0%	1.9%	3.4%
ROE (%)	-41.0%	5.0%	10.1%	18.1%
ROIC (%)	2.9%	4.1%	7.2%	9.5%
偿债能力				
资产负债率 (%)	75.6%	75.0%	74.9%	73.3%
净负债比率 (%)	309.3%	300.5%	299.1%	274.2%
流动比率	1.00	0.98	1.08	1.20
速动比率	0.61	0.65	0.74	0.85
营运能力				
总资产周转率	1.13	1.24	1.31	1.42
应收账款周转率	7.26	6.74	6.20	5.82
应付账款周转率	6.13	5.61	5.54	5.64
每股指标 (元)				
每股收益	-1.27	0.17	0.40	0.86
每股经营现金流	0.91	1.01	0.83	1.16
每股净资产	3.09	3.49	3.90	4.77
估值比率				
P/E	—	74.89	32.88	15.04
P/B	4.94	3.72	3.34	2.73
EV/EBITDA	21.04	14.73	11.81	9.55

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：姜肖伟，北京大学光华管理学院硕士，应用物理学/经济学复合背景。八年电子行业从业经验，曾在深天马、瑞声科技任职，分管过战略、市场、产品及投研等核心业务部门，多年一级及二级市场投研经验，具备电子+汽车/产业+金融的多维度研究视角和深度洞察能力，汽车行业全覆盖。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。