

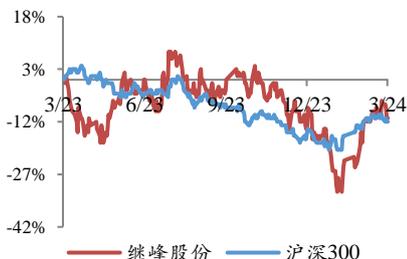
2023 年业绩符合预期，持续关注基本面的边际向上

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-03-28

收盘价（元）	13.15
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）	153
流通市值（亿元）	153

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：姜肖伟

执业证书号：S0010523060002

邮箱：jiangxiaowei@hazq.com

联系人：陈佳敏

执业证书号：S0010123070064

邮箱：chenjiamin@hazq.com

主要观点：

- **事件：**公司发布 2023 年业绩快报，2023 年实现营收 215.71 亿元、同比 +20.1%，归母净利 2.04 亿元、扣非归母净利 2.22 亿元、同比均扭亏。
- **整体归母净利位于此前预告中枢，符合预期。**我们预计利润结构为：继峰本部贡献绝大部分利润（同比大幅提升），格拉默微利（同比扭亏），座椅业务亏损幅度符合预期。具体：
 - 继峰本部：**受益头枕扶手以及新产品电动出风口的上量速度及盈利表现超预期，我们预计继峰本部 2023 年归母净利约 3 亿元、同比倍速增长。
 - 格拉默：**欧洲、亚太区盈利依然稳健，北美区持续亏损，我们预计整体微利、同比扭亏（2022 年北美区计提减值约 5 亿元），2023 年受到的非经常影响有：1）产能调整：北美区上半年产能调整费用约 3183 万元，2）利息费用，3）汇兑损失等。
 - 座椅业务：**2023 年是公司座椅业务量产元年，我们预计实现收入超 6 亿元，考虑到 2023 年仍是座椅业务持续投入的关键期，我们认为整体亏损幅度符合预期。2024 年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，已累计公告的乘用车座椅在手订单共 8 个，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、自主龙头定点值得期待。
- **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。我们维持公司 2023-2025 年归母净利预测 2.0 亿、4.6 亿、10.0 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	21571	24148	29526
收入同比（%）	6.7%	20.1%	11.9%	22.3%
归属母公司净利润	-1417	204	459	1004
净利润同比（%）	-1221.6%	114.4%	125.1%	118.7%
毛利率（%）	13.1%	15.0%	16.0%	16.5%
ROE（%）	-41.0%	5.0%	10.0%	18.0%
每股收益（元）	-1.27	0.18	0.40	0.86
P/E	—	74.88	33.26	15.21
P/B	4.94	3.72	3.34	2.73
EV/EBITDA	21.04	14.58	11.89	9.61

资料来源：wind，华安证券研究所

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	8930	10195	12748	营业收入	17967	21571	24148	29526
现金	1163	1880	2094	2607	营业成本	15616	18336	20284	24654
应收账款	2643	3605	4380	5771	营业税金及附加	48	65	72	89
其他应收款	70	78	87	107	销售费用	262	324	362	443
预付账款	154	220	243	296	管理费用	1368	1726	1932	2362
存货	1825	1935	2028	2328	财务费用	200	471	500	304
其他流动资产	1021	1211	1362	1639	资产减值损失	-1567	-10	-10	-10
非流动资产	8577	9022	9218	9376	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	3626	3699	3723	营业利润	-1444	286	542	1112
无形资产	1118	1186	1254	1322	营业外收入	10	4	7	7
其他非流动资产	3944	4197	4250	4314	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	15454	17952	19414	22124	利润总额	-1435	289	548	1119
流动负债	6884	8870	9583	10985	所得税	28	68	70	80
短期借款	2135	2296	2546	2846	净利润	-1463	221	478	1039
应付账款	2812	3565	3944	4794	少数股东损益	-45	17	19	35
其他流动负债	1937	3008	3093	3345	归属母公司净利润	-1417	204	459	1004
非流动负债	4794	4644	4904	5164	EBITDA	1047	1385	1723	2138
长期借款	2557	2567	2767	2967	EPS (元)	-1.27	0.18	0.40	0.86
其他非流动负债	2237	2077	2137	2197					
负债合计	11678	13514	14488	16149					
少数股东权益	320	337	356	391	主要财务比率				
股本	1117	1161	1161	1161	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	3434	3666	3666	3666	成长能力				
留存收益	-1095	-725	-256	757	营业收入	6.7%	20.1%	11.9%	22.3%
归属母公司股东权	3455	4101	4570	5584	营业利润	-945.6%	119.8%	89.4%	105.4%
负债和股东权益	15454	17952	19414	22124	归属于母公司净利	-1221.6%	114.4%	125.1%	118.7%
					获利能力				
					毛利率(%)	13.1%	15.0%	16.0%	16.5%
					净利率(%)	-7.9%	0.9%	1.9%	3.4%
					ROE(%)	-41.0%	5.0%	10.0%	18.0%
					ROIC(%)	2.9%	5.2%	7.5%	9.5%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	75.6%	75.3%	74.6%	73.0%
					净负债比率(%)	309.3%	304.5%	294.1%	270.3%
					流动比率	1.00	1.01	1.06	1.16
					速动比率	0.61	0.67	0.73	0.82
					营运能力				
					总资产周转率	1.13	1.29	1.29	1.42
					应收账款周转率	7.26	6.90	6.05	5.82
					应付账款周转率	6.13	5.75	5.40	5.64
					每股指标(元)				
					每股收益	-1.27	0.18	0.40	0.86
					每股经营现金流	0.91	0.94	0.89	1.15
					每股净资产	3.09	3.53	3.94	4.81
					估值比率				
					P/E	—	74.88	33.26	15.21
					P/B	4.94	3.72	3.34	2.73
					EV/EBITDA	21.04	14.58	11.89	9.61

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。