

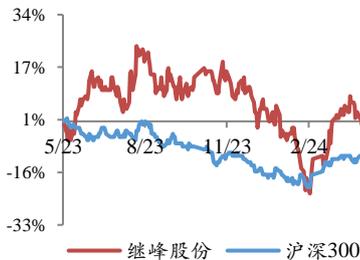
24Q1 业绩符合预期，开启座椅全球化征程

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-04-29

收盘价 (元)	13.03
近 12 个月最高/最低 (元)	16.55/9.41
总股本 (百万股)	1,266
流通股本 (百万股)	1,166
流通股比例 (%)	92.10
总市值 (亿元)	165
流通市值 (亿元)	152

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

分析师：陈佳敏

执业证书号：S0010524040001

电话：13913026286

邮箱：chenjiamin@hazq.com

相关报告

1.2023 年业绩表现符合预期，座椅业务持续推进 2024-04-27

2.2023 年业绩符合预期，持续关注基本面的边际向上 2024-03-29

3.再获乘用车座椅定点，成长性白马再加冕 2024-03-08

主要观点：

- **事件：**1、公司发布 2024 年一季报，24Q1 实现营业收入 52.87 亿元、同比 +3.5%、环比-6.1%，归母净利润 0.19 亿元、同比-68.2%、环比-61.6%。2、公告获得德国宝马乘用车座椅总成项目定点：格拉默继峰（德国）将在欧洲为德国宝马全新平台下车型配套前后排座椅总成，项目预计自 2027 年下半年开始，项目生命周期 8 年，预计生命周期总金额为 120 亿元。
- **此前公司已预告格拉默 24Q1 EBIT 下降至约 390 万欧元，最终加上继峰本部及乘用车座椅的整体 24Q1 业绩符合预期。从利润结构看，继峰本部盈利超预期+格拉默北美改善、欧洲/亚太低于预期+乘用车座椅符合预期。具体：**
继峰本部：24Q1 仍是主要的利润来源，我们预计随着今年新产品出口、车载冰箱等新产品爬坡、盈利水平进一步提高，今年本部单季度盈利有望再起预期。
格拉默：24Q1 北美改善，欧洲+亚太低于预期。24Q1 整体归母-0.44 亿元，我们认为亏损原因主要是：1) 欧洲降本磨合期，2) 亚太投入期，3) 利息费用仍在较高水平。从经营端看，24Q1 格拉默 EBIT 约 0.27 亿元、同比-0.54 亿元、环比-0.53 亿元，具体各区域：北美：EBIT -0.45 亿元（同比+0.34 亿元、环比+0.39 亿元），EBIT 利润率-4.0%（同比+3.0pp、环比+4.2pp）。欧洲：EBIT 0.47 亿元（同比-0.75 亿元、环比-0.50 亿元），EBIT 利润率 2.3%（同比-3.0pp、环比-2.5pp），欧洲今年上半年进入到降本增效的关键拐点，我们预计下半年开始有望逐季度改善。亚太：EBIT 0.65 亿元（同比-0.15 亿元、环比-0.63 亿元），EBIT 利润率 7.7%（同比-2.1pp、环比-4.5pp），我们预计受新项目前期投入增加影响。（数据均按格拉默财报数据*汇率 7 计算）
乘用车座椅：24Q1 新项目量产在即导致前置费用较高，亏损较去年同期扩大。我们预计随着新项目量产爬坡，并且复用此前在合肥工厂已积累的生产、降本经验，常州工厂盈利能力有望提升。同时，公司公告获得德国宝马乘用车座椅总成项目定点，后续海外其他定点值得期待。**我们认为成长节奏上：短期，**预计 2024 年新项目陆续投产后座椅端盈利释放有望超预期，同时新定点催化值得期待，实现在手定点项目年化产量 100 万辆目标。中期，实现海外产量的从 0 到 1。公司已与格拉默拟在德国新设一家合资公司（公司持股 80%，格拉默持股 20%），用以拓展宝马等欧洲主机厂的全球座椅业务，新公司总投资金额 5000 万欧元。长期，量产经验逐步积累有望跻身国内座椅核心企业，同时在格拉默背书下配套更多海外客户。
- **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，国产替代走向全球的白马公司终将加冕。我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预期 4.6 亿、10.0 亿、13.2 亿元、对应 PE 36、16、12 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	21571	24148	29526	33669
收入同比 (%)	20.1%	11.9%	22.3%	14.0%
归属母公司净利润	204	459	1004	1322
净利润同比 (%)	114.4%	125.1%	118.7%	31.8%
毛利率 (%)	14.8%	15.0%	16.0%	16.5%
ROE (%)	5.0%	8.1%	15.0%	16.5%
每股收益 (元)	0.18	0.36	0.79	1.04
P/E	74.83	35.94	16.44	12.47
P/B	3.81	2.91	2.47	2.06
EV/EBITDA	13.41	13.74	10.11	8.15

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	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	8141	10959	13366	15906	营业收入	21571	24148	29526	33669
现金	1418	3100	3946	5325	营业成本	18389	20526	24802	28114
应收账款	3639	4035	4941	5641	营业税金及附加	55	72	89	101
其他应收款	84	87	107	122	销售费用	308	362	443	505
预付账款	141	246	298	337	管理费用	1713	1932	2362	2694
存货	1819	2167	2480	2655	财务费用	454	247	134	133
其他流动资产	1040	1324	1595	1825	资产减值损失	-31	-10	-10	-10
非流动资产	9811	10354	10734	10974	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	10	12	14	16	投资净收益	-1	2	3	3
固定资产	3862	3933	3961	3942	营业利润	286	564	1135	1479
无形资产	1127	1195	1263	1331	营业外收入	4	4	7	7
其他非流动资产	4813	5213	5496	5685	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	17952	21312	24101	26880	利润总额	289	567	1141	1485
流动负债	9360	10847	12344	13507	所得税	81	100	120	140
短期借款	2428	2728	3028	3328	净利润	208	467	1021	1345
应付账款	4139	4561	5511	6247	少数股东损益	4	8	18	23
其他流动负债	2793	3557	3804	3932	归属母公司净利润	204	459	1004	1322
非流动负债	4137	4430	4690	4950	EBITDA	1532	1504	2016	2401
长期借款	2046	2346	2546	2746	EPS (元)	0.18	0.36	0.79	1.04
其他非流动负债	2091	2084	2144	2204					
负债合计	13496	15277	17034	18457					
少数股东权益	355	363	380	403	主要财务比率				
股本	1161	1266	1266	1266	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	3738	4837	4837	4837	成长能力				
留存收益	-798	-430	584	1916	营业收入	20.1%	11.9%	22.3%	14.0%
归属母公司股东权	4101	5673	6687	8019	营业利润	119.8%	97.2%	101.3%	30.3%
负债和股东权益	17952	21312	24101	26880	归属于母公司净利	114.4%	125.1%	118.7%	31.8%
					获利能力				
					毛利率(%)	14.8%	15.0%	16.0%	16.5%
					净利率(%)	0.9%	1.9%	3.4%	3.9%
					ROE(%)	5.0%	8.1%	15.0%	16.5%
					ROIC(%)	4.7%	5.0%	7.7%	8.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	75.2%	71.7%	70.7%	68.7%
					净负债比率(%)	302.9%	253.1%	241.0%	219.1%
					流动比率	0.87	1.01	1.08	1.18
					速动比率	0.59	0.71	0.77	0.87
					营运能力				
					总资产周转率	1.29	1.23	1.30	1.32
					应收账款周转率	6.87	6.29	6.58	6.36
					应付账款周转率	5.29	4.72	4.92	4.78
					每股指标(元)				
					每股收益	0.18	0.36	0.79	1.04
					每股经营现金流	1.30	1.01	1.49	1.87
					每股净资产	3.53	4.48	5.28	6.33
					估值比率				
					P/E	74.83	35.94	16.44	12.47
					P/B	3.81	2.91	2.47	2.06
					EV/EBITDA	13.41	13.74	10.11	8.15

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。