

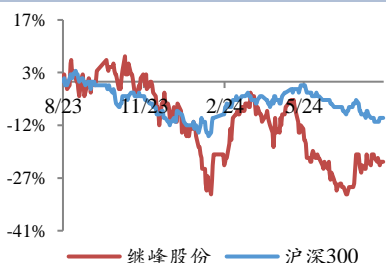
## 24Q2 海外经营环比提升，座椅减亏超预期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-08-19

收盘价 (元)	11.23
近 12 个月最高/最低 (元)	15.54/9.41
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)	142
流通市值 (亿元)	131

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈佳敏

执业证书号：S0010524040001

电话：13913026286

邮箱：chenjiamin@hazq.com

分析师：姜肖伟

执业证书号：S0010523060002

电话：18681505180

邮箱：jiangxiaowei@hazq.com

### 相关报告

1. 继峰股份点评：新增头部客户座椅项目定点，基本面持续改善中 2024-06-28

2. 24Q1 业绩符合预期，开启座椅全球化征程 2024-04-30

3. 2023 年业绩表现符合预期，座椅业务持续推进 2024-04-27

### 主要观点：

- **事件：**公司发布 2024 年中报，上半年合计实现营业收入 110.1 亿元、同比+5%，归母净利润 0.53 亿元、同比-36%。对应 24Q2 实现营业收入 57.19 亿元、同比+7.4%、环比+8.2%，归母净利润 0.34 亿元、同比+52%、环比+79%。
- **从季度环比变化趋势看，24Q2 格拉默三区经营均有提升、座椅减亏超预期。**具体：**格拉默（按格拉默报表数据\*7 计算）：**24Q2 实现营业收入 39.06 亿元、同比-4.4%、环比+0.3%，归母净利润 0.18 亿元、同比+0.43 亿元、环比+0.63 亿元。各地区盈利环比均有改善：**欧洲：**24Q2 营业收入 19.01 亿元、同比-12.8%、环比-6.2%，EBIT 利润率 3.2%、同比-1.5pp、环比+0.9pp，我们认为随着欧洲区改革推进，下半年 EBIT 利润率有望逐步恢复至 4-5% 水平。**北美：**24Q2 营业收入 11.70 亿元、同比+5.6%、环比+4.6%，EBIT 利润率-1.9%、同比+8.3pp、环比+2.1pp，是近四年最接近盈亏平衡线的一个季度，扭亏为盈曙光在前。**亚太：**24Q2 营业收入 9.30 亿元、同比+3.0%、环比+9.6%，EBIT 利润率 10.7%、同比-2.6pp、环比+3.0pp，考虑到存在天津、长春工厂座椅项目的投入 10% 左右 EBIT 利润率是相对正常的盈利水平。
- **乘用车座椅：**2024 年上半年向客户交付座椅 8.9 万套，实现销售额 8.97 亿元，同比翻数倍增长（去年同期为 1.08 亿元），实现归母净利润-0.23 亿元，同比亏损大幅收窄（去年同期为-0.61 亿元），运营状况优于预期。**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，实现海外量产的从 0 到 1。公司将与格拉默在欧洲新设一家合资公司（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。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。
- **继峰本部：**新产品上，1) **出风口：**2024 年上半年，公司出风口产品实现营业收入 1.66 亿元，同比实现快速增长（去年同期近 9500 万元），EBIT 实现盈利。截至 2024 年 6 月 30 日，公司已获得在手项目定点约 70 个。2) **车载冰箱：**2024 年上半年，公司车载冰箱业务首次开始贡献收入，实现营业收入约 2200 万元。截至 2024 年 6 月 30 日，公司车载冰箱产品已获得在手项目定点 7 个。
- **其他特殊事项：**2024 年半年度，公司计提减值 0.34 亿元，其中资产减值 0.22 亿元（包括存货跌价及合同履约成本减值准备、合同资产坏账准备、其他非流动资产坏账准备）、信用减值 0.12 亿元（包括应收账款坏账准备、其他应收款坏账准备、应收票据坏账准备）。
- **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) **北美：**通过多种方式提升经营管理能力。2) **欧洲：**我们认为 2019 年收购后公司对格拉默的整合更多基于整体大方向如治理层管理层组织结构等，但当前的整合是基于对格拉默更深入的了解、制定并实现更细致更精益的管理要求，比如对产能调整追求效率更高且成本更低，而之前产能调整主要针对亏损工厂。国内零部件公司出海的“学习成本”是必经的，欲戴王冠必承其重，管理层始终积极整合海外、重视降本增效，我们预计 24Q3 开始欧洲区深入改革的成效将逐步体现在财务报表端。3) **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。
- **投资建议：**我们调整公司 2024-2026 年归母净利润预期 3.3、9.8、12.7 亿元（前值为 4.6、10.0、13.2 亿元）、对应 PE 43、15、11 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	22921	27184	33669
收入同比 (%)	20.1%	6.3%	18.6%	23.9%
归属母公司净利润	204	334	975	1272
净利润同比 (%)	114.4%	63.9%	191.7%	30.5%
毛利率 (%)	14.8%	15.0%	16.0%	16.5%
ROE (%)	5.0%	6.1%	15.0%	16.4%
每股收益 (元)	0.18	0.26	0.77	1.01
P/E	74.83	42.56	14.59	11.17
P/B	3.81	2.58	2.19	1.83
EV/EBITDA	13.41	12.73	9.55	7.35

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
<b>流动资产</b>	8141	9651	11753	14842	<b>营业收入</b>	21571	22921	27184	33669
现金	1418	2174	3049	4261	营业成本	18389	19483	22835	28114
应收账款	3639	3830	4551	5641	营业税金及附加	55	69	82	101
其他应收款	84	83	98	122	销售费用	308	344	408	505
预付账款	141	234	274	337	管理费用	1713	1834	2175	2694
存货	1819	2057	2283	2655	财务费用	454	332	64	183
其他流动资产	1040	1274	1497	1825	资产减值损失	-31	-10	-10	-10
<b>非流动资产</b>	9811	10345	10726	10966	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	<b>营业利润</b>	286	439	1106	1429
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	5205	5488	5677	营业外支出	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	17952	19996	22479	25807	<b>利润总额</b>	289	442	1112	1435
<b>流动负债</b>	9360	9838	11058	12822	所得税	81	100	120	140
短期借款	2428	2728	3028	3328	<b>净利润</b>	208	342	992	1295
应付账款	4139	4330	5074	6247	少数股东损益	4	8	18	23
其他流动负债	2793	2781	2956	3246	<b>归属母公司净利润</b>	204	334	975	1272
<b>非流动负债</b>	4137	4284	4544	4804	EBITDA	1532	1463	1917	2401
长期借款	2046	2346	2546	2746	EPS (元)	0.18	0.26	0.77	1.01
其他非流动负债	2091	1938	1998	2058					
<b>负债合计</b>	13496	14122	15602	17625					
少数股东权益	355	363	380	403	<b>主要财务比率</b>				
股本	1161	1266	1266	1266	<b>会计年度</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
资本公积	3738	4835	4835	4835	<b>成长能力</b>				
留存收益	-798	-589	396	1678	营业收入	20.1%	6.3%	18.6%	23.9%
归属母公司股东权	4101	5512	6497	7779	营业利润	119.8%	53.5%	152.0%	29.2%
<b>负债和股东权益</b>	17952	19996	22479	25807	归属于母公司净利	114.4%	63.9%	191.7%	30.5%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	14.8%	15.0%	16.0%	16.5%
					净利率 (%)	0.9%	1.5%	3.6%	3.8%
					ROE (%)	5.0%	6.1%	15.0%	16.4%
					ROIC (%)	4.7%	4.8%	7.5%	9.2%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	75.2%	70.6%	69.4%	68.3%
					净负债比率 (%)	302.9%	240.4%	226.9%	215.4%
					流动比率	0.87	0.98	1.06	1.16
					速动比率	0.59	0.66	0.74	0.83
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.29	1.21	1.28	1.39
					应收账款周转率	6.87	6.14	6.49	6.61
					应付账款周转率	5.29	4.60	4.86	4.97
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.18	0.26	0.77	1.01
					每股经营现金流	1.30	0.94	1.51	1.74
					每股净资产	3.53	4.35	5.13	6.14
					<b>估值比率</b>				
					P/E	74.83	42.56	14.59	11.17
					P/B	3.81	2.58	2.19	1.83
					EV/EBITDA	13.41	12.73	9.55	7.35

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:** 陈佳敏, 上海财经大学金融硕士, FRM, 三年汽车行业研究经验, 主要覆盖汽车零部件。

**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。