

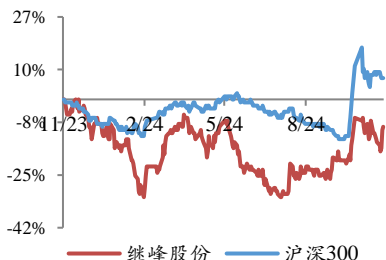
24Q3 短期因素扰动，长期主义曙光在前

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-11-04

收盘价（元）	13.30
近12个月最高/最低（元）	15.08/9.41
总股本（百万股）	1,266
流通股本（百万股）	1,266
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	168
流通市值（亿元）	168

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

主要观点：

- **事件：**公司发布2024年三季报，前三季度实现营业收入169.06亿元、同比+6%，归母净利润-5.32亿元、同比-6.89亿元。同时，公司发布计提资产减值准备的公告，2024年1-9月公司计提持有待售资产减值准备、存货跌价及合同履约成本减值准备、合同资产坏账准备、应收账款坏账准备、其他应收款坏账准备、应收票据坏账准备及其他非流动资产坏账准备共计3.04亿元，减少公司2024年1-9月合并报表利润总额3.04亿元，并已在公司2024年三季度财务报告中反映。
- **Q3业绩主要受出售美国TMD公司股权等短期因素扰动。**公司单三季度实现营业收入59.00亿元、同比+7.2%、环比+3.2%，归母净利润-5.85亿元、同比-6.57亿元、环比-6.19亿元，主要受欧洲区整合一次性费用、出售美国TMD公司导致的减值影响，具体指标：1) 毛利率：Q3实现14.1%、同比-1.0pp、环比-0.3pp。2) 费用率：Q3实现整体费用率19.7%、同比+5.8pp、环比+6.5pp，其中Q3管理费用率12.3%、同比+4.2pp、环比3.6pp，财务费用率3.6%、同比+1.3pp、环比+2.6pp，我们估计主要受欧洲整合一次性费用及汇兑损失影响。3) 资产减值损失：2024年1-9月公司计提持有待售资产减值准备2.53亿元（主要和出售TMD股权相关）、存货减值准备0.16亿元、其他合同资产及其他非流动资产坏账准备约0.05亿元。4) 信用减值损失：2024年1-9月公司计提信用减值损失0.29亿元。
- **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：通过包括资产整合在内的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：**我们认为公司在海外整合、做强乘用车座椅总成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。我们下调公司2024-2026年归母净利润预期4.5、8.0、12.1亿元（前值4.6、10.0、13.2亿元）、对应PE-、21、14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	-446	803	1212
净利润同比（%）	114.4%	-318.7%	280.1%	50.9%
毛利率（%）	14.8%	15.0%	16.0%	16.5%
ROE（%）	5.0%	-8.7%	13.6%	17.0%
每股收益（元）	0.18	-0.35	0.63	0.96
P/E	74.83		20.96	13.89
P/B	3.81	3.30	2.85	2.36
EV/EBITDA	13.41	27.72	11.19	8.69

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	9377	11307	14336	营业收入	21571	22921	27184	33669
现金	1418	1970	2674	3826	营业成本	18389	19483	22835	28114
应收账款	3639	3780	4501	5591	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	2178	2175	2694
存货	1819	2037	2263	2635	财务费用	454	427	235	244
其他流动资产	1040	1274	1497	1825	资产减值损失	-31	-300	-10	-10
非流动资产	9811	10386	10767	11006	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	-341	934	1369
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	5246	5529	5718	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	17952	19763	22074	25342	利润总额	289	-338	941	1375
流动负债	9360	9983	11203	12966	所得税	81	100	120	140
短期借款	2428	2728	3028	3328	净利润	208	-438	821	1235
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	2925	3101	3391	归属母公司净利润	204	-446	803	1212
非流动负债	4137	4317	4577	4837	EBITDA	1532	779	1917	2401
长期借款	2046	2346	2546	2746	EPS (元)	0.18	-0.35	0.63	0.96
其他非流动负债	2091	1971	2031	2091					
负债合计	13496	14300	15780	17803					
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	4835	4835	4835	成长能力				
留存收益	-798	-1000	-187	1035	营业收入	20.1%	6.3%	18.6%	23.9%
归属母公司股东权	4101	5101	5914	7136	营业利润	119.8%	-219.3%	374.0%	46.5%
负债和股东权益	17952	19763	22074	25342	归属于母公司净利	114.4%	-318.7%	280.1%	50.9%
					获利能力				
					毛利率 (%)	14.8%	15.0%	16.0%	16.5%
					净利率 (%)	0.9%	-1.9%	3.0%	3.6%
					ROE (%)	5.0%	-8.7%	13.6%	17.0%
					ROIC (%)	4.7%	1.0%	7.6%	9.5%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	75.2%	72.4%	71.5%	70.3%
					净负债比率 (%)	302.9%	261.8%	250.7%	236.2%
					流动比率	0.87	0.94	1.01	1.11
					速动比率	0.59	0.63	0.70	0.78
					营运能力				
					总资产周转率	1.29	1.22	1.30	1.42
					应收账款周转率	6.87	6.18	6.57	6.67
					应付账款周转率	5.29	4.60	4.86	4.97
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.18	-0.35	0.63	0.96
					每股经营现金流	1.30	0.64	1.38	1.69
					每股净资产	3.53	4.03	4.67	5.64
					估值比率				
					P/E	74.83	—	20.96	13.89
					P/B	3.81	3.30	2.85	2.36
					EV/EBITDA	13.41	27.72	11.19	8.69

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。

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述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。