

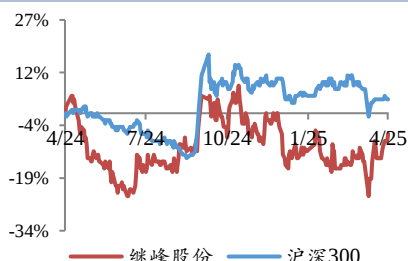
25Q1 业绩超预期，格拉默经营改善明显

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-29

收盘价（元）	12.23
近 12 个月最高/最低（元）	14.90/9.56
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）	155
流通市值（亿元）	155

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 2025 年第一季度报告，25Q1 整体实现营业收入 50.37 亿元、同比-5%、环比-6%，归母净利润 1.04 亿元、同比+448%、环比扭亏，扣非归母净利润 0.89 亿元、同比+454%、环比扭亏。
- **25Q1 整体业绩超预期，格拉默欧洲区盈利改善明显。**25Q1 公司整体实现归母净利润 1.04 亿元、同比+448%、环比扭亏，表现超预期。按公司此前预告，格拉默 25Q1 实现盈利约 0.65 亿元，占整体盈利大头，从格拉默利润表指标看，25Q1 实现毛利率 13.2%、同比+2.6pp、环比+6.5pp，是业绩改善的核心因素；从格拉默各区经营情况看，业绩向好受益欧洲改革成效显著、北美出售 TMD 后的持续改善，具体：1) 欧洲：25Q1 实现收入 2.9 亿欧元、同比-1.5%、环比+22%，EBIT0.13 亿欧元、同比+94%、环比+4.6%，EBIT 利润率 4.6%、同比+2.3pp、环比+1.3pp，公司针对欧洲区的深入改革成效明显；2) 北美：25Q1 实现收入 0.9 亿欧元、同比-15%、环比+0.3%，EBIT-0.01 亿欧元、同比-0.01 亿欧元、环比+0.10 亿欧元，EBIT 利润率-1.2%、同比-1.3pp、环比+11.1pp，EBIT 中包含了约 0.03 亿欧元的汇兑损失、加回北美区实现盈利（同环比数据均不包含 TMD）；3) 亚太：25Q1 实现收入 1.2 亿欧元、同比-4.3%、环比-15%，EBIT0.10 亿欧元、同比+5.4%、环比-30%，EBIT 利润率 8.1%、同比+0.8pp、环比-1.7pp。
- **2025 年格拉默经营有望逐步向上，乘用车座椅业绩释放值得期待。**我们认为 2019 年公司收购格拉默后，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等，管理层始终积极整合海外、重视降本增效，我们预计格拉默深入改革的成效将逐步体现在财务报表端。乘用车座椅业务上，公司面向座椅事业部核心骨干人员实行员工持股计划，解锁条件为：1) 2025 年：座椅事业部实现营业收入 40.0-50.0 亿元、净利润 0.8-1.5 亿元；2) 2026 年：座椅事业部实现营业收入 70.0-100.0 亿元、净利润 4.0-5.0 亿元，后续公司有望在获取核心客户定点、提升自制率等方式降本、积极推进全球化等方面持续突破，乘用车座椅业务的业绩释放值得期待。
- **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。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 6.7 亿、11.0 亿、13.5 亿元（2025-2026 年前值为 8.0 亿、12.1 亿元）、对应 PE 23、14、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、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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	22255	23098	30185	33325
收入同比（%）	3.2%	3.8%	30.7%	10.4%
归属母公司净利润	-567	665	1096	1350
净利润同比（%）	-378.0%	217.4%	64.8%	23.2%
毛利率（%）	14.0%	15.0%	16.0%	16.5%
ROE（%）	-12.2%	12.1%	16.5%	16.8%
每股收益（元）	-0.46	0.53	0.87	1.07
P/E	—	23.27	14.12	11.47
P/B	3.12	2.82	2.33	1.92
EV/EBITDA	20.33	12.36	8.74	7.22

资料来源：wind，华安证券研究所

相关报告

1.24Q3 短期因素扰动，长期主义曙光在前 2024-11-05

2.24Q2 海外经营环比提升，座椅减亏超预期 2024-08-27

3.新增头部客户座椅项目定点，基本面持续改善中 2024-06-28

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	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	10350	11362	14752	17555	营业收入	22255	23098	30185	33325
现金	2220	2608	3610	5323	营业成本	19131	19633	25355	27826
应收账款	4584	4797	6258	6898	营业税金及附加	74	69	91	100
其他应收款	81	83	109	120	销售费用	288	277	362	400
预付账款	107	98	127	139	管理费用	2104	1617	2113	2333
存货	1641	1909	2465	2705	财务费用	369	256	441	509
其他流动资产	1717	1867	2183	2370	资产减值损失	-297	-50	-50	-50
非流动资产	9935	10465	10847	11088	公允价值变动收益	6	0	0	0
长期投资	12	14	16	18	投资净收益	-16	2	3	3
固定资产	4138	4207	4232	4211	营业利润	-518	764	1224	1502
无形资产	981	1049	1117	1185	营业外收入	16	10	11	12
其他非流动资产	4804	5195	5482	5674	营业外支出	5	1	1	1
资产总计	20285	21827	25599	28644	利润总额	-508	773	1234	1513
流动负债	8712	8905	10953	12015	所得税	172	100	120	140
短期借款	1656	1956	2256	2556	净利润	-680	673	1114	1373
应付账款	4327	4363	5634	6184	少数股东损益	-113	8	18	23
其他流动负债	2728	2586	3063	3275	归属母公司净利润	-567	665	1096	1350
非流动负债	6668	7158	7718	8278	EBITDA	981	1718	2415	2803
长期借款	4571	5071	5571	6071	EPS (元)	-0.46	0.53	0.87	1.07
其他非流动负债	2097	2087	2147	2207	主要财务比率				
负债合计	15380	16063	18671	20293	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	257	265	283	306	成长能力				
股本	1266	1275	1275	1275	营业收入	3.2%	3.8%	30.7%	10.4%
资本公积	4836	4827	4827	4827	营业利润	-281.3%	247.5%	60.1%	22.7%
留存收益	-1454	-603	543	1944	归属于母公司净利	-378.0%	217.4%	64.8%	23.2%
归属母公司股东权	4648	5499	6645	8045	获利能力				
负债和股东权益	20285	21827	25599	28644	毛利率 (%)	14.0%	15.0%	16.0%	16.5%
现金流量表					净利率 (%)	-2.5%	2.9%	3.6%	4.1%
单位:百万元					ROE (%)	-12.2%	12.1%	16.5%	16.8%
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC (%)	1.1%	6.3%	9.4%	10.0%
经营活动现金流	270	1348	1884	2567	偿债能力				
净利润	-680	673	1114	1373	资产负债率 (%)	75.8%	73.6%	72.9%	70.8%
折旧摊销	881	688	740	781	净负债比率 (%)	313.6%	278.7%	269.5%	243.0%
财务费用	416	567	639	712	流动比率	1.19	1.28	1.35	1.46
投资损失	13	-2	-3	-3	速动比率	0.89	0.95	1.01	1.12
营运资金变动	-674	-622	-655	-343	营运能力				
其他经营现金流	307	1338	1818	1764	总资产周转率	1.16	1.10	1.27	1.23
投资活动现金流	-1587	-1229	-1103	-1001	应收账款周转率	5.41	4.92	5.46	5.07
资本支出	-1372	-1108	-1084	-982	应付账款周转率	4.52	4.52	5.07	4.71
长期投资	1818	-12	-12	-12	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-2032	-109	-7	-7	每股收益	-0.46	0.53	0.87	1.07
筹资活动现金流	2156	210	221	148	每股经营现金流	0.21	1.07	1.49	2.03
短期借款	-772	300	300	300	每股净资产	3.67	4.34	5.25	6.35
长期借款	2525	500	500	500	估值比率				
普通股增加	105	9	0	0	P/E	—	23.27	14.12	11.47
资本公积增加	1097	-9	0	0	P/B	3.12	2.82	2.33	1.92
其他筹资现金流	-800	-590	-579	-652	EV/EBITDA	20.33	12.36	8.74	7.22
现金净增加额	768	388	1002	1714					

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。