

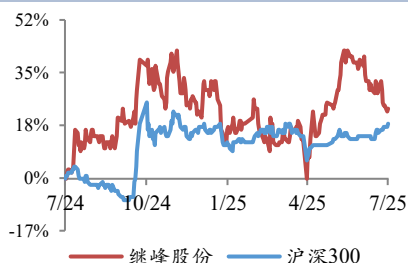
再获老客户订单，Q2 业绩有望再超预期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-07-08

收盘价（元）	12.11
近 12 个月最高/最低（元）	14.90/9.62
总股本（百万股）	1,268
流通股本（百万股）	1,268
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	154
流通市值（亿元）	154

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004

邮箱：zhangzhibang@hazq.com

分析师：刘千琳

执业证书号：S0010524050002

邮箱：liuqianlin@hazq.com

分析师：陈佳敏

执业证书号：S0010524040001

邮箱：chenjiamin@hazq.com

主要观点：

- **事件：**公司公告全资子公司继峰座椅（合肥）于近期收到定点邮件，继峰座椅（合肥）获得某头部主机厂的座椅总成项目定点，将为客户开发、生产前排座椅总成产品，根据客户规划，本项目预计从 2026 年 4 月开始量产，项目生命周期 6 年，预计生命周期总金额为 13 亿元。
- **再获原有客户订单，乘用车座椅业绩释放值得期待。**本次新获定点项目是原客户将其新的车型再次定点给公司，公司再次获得原客户项目定点体现了客户对公司在合作过程中体现的能力和提供的服务的认可，同时在手订单的不断积累，也为公司将来的生产形成规模经济创造了条件。乘用车座椅业务展望上，公司此前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。
- **2025 年格拉默经营有望逐步向上，业绩有望逐季度加速兑现。**25Q1 受益于北美出售 TMD 后持续改善、欧洲改革成效显著，格拉默盈利表现超预期，我们预计 25Q2 在格拉默持续改善、座椅业务量上的预期下，整体盈利有望再超预期。中长期，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，我们预计格拉默深入改革的成效将逐步体现在财务报表端。
- **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，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预期 6.7 亿、11.0 亿、13.5 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、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	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	0.52	0.86	1.06
P/E	—	23.08	14.01	11.37
P/B	3.12	2.79	2.31	1.91
EV/EBITDA	20.33	12.28	8.68	7.17

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					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
流动资产	10350	11362	14752	17555					
现金	2220	2608	3610	5323					
应收账款	4584	4797	6258	6898					
其他应收款	81	83	109	120					
预付账款	107	98	127	139					
存货	1641	1909	2465	2705					
其他流动资产	1717	1867	2183	2370					
非流动资产	9935	10465	10847	11088					
长期投资	12	14	16	18					
固定资产	4138	4207	4232	4211					
无形资产	981	1049	1117	1185					
其他非流动资产	4804	5195	5482	5674					
资产总计	20285	21827	25599	28644					
流动负债	8712	8905	10953	12015					
短期借款	1656	1956	2256	2556					
应付账款	4327	4363	5634	6184					
其他流动负债	2728	2586	3063	3275					
非流动负债	6668	7158	7718	8278					
长期借款	4571	5071	5571	6071					
其他非流动负债	2097	2087	2147	2207					
负债合计	15380	16063	18671	20293					
少数股东权益	257	265	283	306					
股本	1266	1275	1275	1275					
资本公积	4836	4827	4827	4827					
留存收益	-1454	-603	543	1944					
归属母公司股东权	4648	5499	6645	8045					
负债和股东权益	20285	21827	25599	28644					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
经营活动现金流	270	1348	1884	2567					
净利润	-680	673	1114	1373					
折旧摊销	881	688	740	781					
财务费用	416	567	639	712					
投资损失	13	-2	-3	-3					
营运资金变动	-674	-622	-655	-343					
其他经营现金流	307	1338	1818	1764					
投资活动现金流	-1587	-1229	-1103	-1001					
资本支出	-1372	-1108	-1084	-982					
长期投资	1818	-12	-12	-12					
其他投资现金流	-2032	-109	-7	-7					
筹资活动现金流	2156	210	221	148					
短期借款	-772	300	300	300					
长期借款	2525	500	500	500					
普通股增加	105	9	0	0					
资本公积增加	1097	-9	0	0					
其他筹资现金流	-800	-590	-579	-652					
现金净增加额	768	388	1002	1714					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
营业收入	22255	23098	30185	33325					
营业成本	19131	19633	25355	27826					
营业税金及附加	74	69	91	100					
销售费用	288	277	362	400					
管理费用	2104	1617	2113	2333					
财务费用	369	256	441	509					
资产减值损失	-297	-50	-50	-50					
公允价值变动收益	6	0	0	0					
投资净收益	-16	2	3	3					
营业利润	-518	764	1224	1502					
营业外收入	16	10	11	12					
营业外支出	5	1	1	1					
利润总额	-508	773	1234	1513					
所得税	172	100	120	140					
净利润	-680	673	1114	1373					
少数股东损益	-113	8	18	23					
归属母公司净利润	-567	665	1096	1350					
EBITDA	981	1718	2415	2803					
EPS（元）	-0.46	0.52	0.86	1.06					

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	3.2%	3.8%	30.7%	10.4%
营业利润	-281.3%	247.5%	60.1%	22.7%
归属于母公司净利	-378.0%	217.4%	64.8%	23.2%
获利能力				
毛利率（%）	14.0%	15.0%	16.0%	16.5%
净利率（%）	-2.5%	2.9%	3.6%	4.1%
ROE（%）	-12.2%	12.1%	16.5%	16.8%
ROIC（%）	1.1%	6.3%	9.4%	10.0%
偿债能力				
资产负债率（%）	75.8%	73.6%	72.9%	70.8%
净负债比率（%）	313.6%	278.7%	269.5%	243.0%
流动比率	1.19	1.28	1.35	1.46
速动比率	0.89	0.95	1.01	1.12
营运能力				
总资产周转率	1.16	1.10	1.27	1.23
应收账款周转率	5.41	4.92	5.46	5.07
应付账款周转率	4.52	4.52	5.07	4.71
每股指标（元）				
每股收益	-0.46	0.52	0.86	1.06
每股经营现金流	0.21	1.06	1.49	2.02
每股净资产	3.67	4.34	5.24	6.34
估值比率				
P/E	—	23.08	14.01	11.37
P/B	3.12	2.79	2.31	1.91
EV/EBITDA	20.33	12.28	8.68	7.17

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: 张志邦, 华安证券电新行业首席分析师, 香港中文大学金融学硕士, 5 年卖方行业研究经验, 专注于储能/新能源车/电力设备工控行业研究。

分析师: 刘千琳, 华安证券电新行业分析师, 凯斯西储大学金融学硕士, 8 年行业研究经验。

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。