

投资评级 优于大市 维持

业绩短期承压，切入乘用车座椅领域打开成长空间

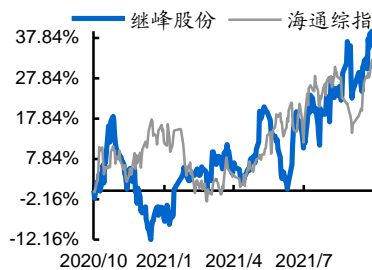
股票数据

10月29日收盘价(元)	10.15
52周股价波动(元)	6.90-11.02
总股本/流通A股(百万股)	1099/860
总市值/流通市值(百万元)	11118/8707

相关研究

 《降本增效成果显著，新产品布局持续推进》
 2021.08.16

 《收购整合有望激发全球龙头活力》
 2021.04.15

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	2.0	4.8	16.9
相对涨幅 (%)	2.4	4.0	14.7

资料来源：海通证券研究所

分析师:杜威

Tel:(0755)82900463

Email:dw11213@htsec.com

证书:S0850517070002

分析师:王猛

Tel:(021)23154017

Email:wm10860@htsec.com

证书:S0850517090004

分析师:郑蕾

Tel:(021)23963569

Email:zl12742@htsec.com

证书:S0850521070004

分析师:曹雅倩

Tel:(021)23154145

Email:cyq12265@htsec.com

证书:S0850520110002

联系人:房乔华

Tel:021-23219807

Email:fqh12888@htsec.com

投资要点:

- 公司发布 2021 年三季报。**2021 年前三季度公司实现营收 125.05 亿元，同比+13.74%，归母净利润 1.62 亿元，同比扭亏为盈，毛利率为 15.02%，同比+2.83pct，净利率为 1.41%。分单季度看，2021Q3 公司实现营收 37.81 亿元，同比-12.53%，环比-9.79%，归母净利润-0.27 亿元，出现亏损，净利率为-0.72%，环比-2.17pct，毛利率为 12.44%，环比-3.56pct，期间费用率为 14.5%，环比+0.58pct，其中销售费用率环比-0.93pct，管理费用（含研发）率环比+0.04pct，财务费用率环比+1.47pct，我们判断 Q3 公司业绩出现亏损主要受到行业芯片短缺和原材料价格上涨等不利因素的影响。
- 公司新获乘用车座椅项目定点，有望打开成长空间。**公司于近期收到客户的《定点通知函》，公司成为某造车新势力品牌主机厂的座椅供应商，将为客户开发、配套新能源汽车座椅产品。根据《定点通知函》，本次项目计划从 2023 年 1 月 10 日开始。本次项目定点是公司在并购格拉默之后，在对格拉默持续推进降本增效、改善经营效率的基础上，双方在技术和研发协同上的重大突破，实现了公司在乘用车座椅领域从 0 到 1 的突破，使公司在单车价值上得到进一步提升。自 2020 年下半年开始，公司将战略重心从整合格拉默、提升格拉默的盈利能力，开始向整合双方的优势资源，进行新业务布局方向转变，我们认为公司在乘用车座椅领域取得的突破是公司落实长期战略的重要一步，后续有望在乘用车座椅领域持续拓展，为公司打开后续成长空间。
- 盈利预测与投资建议。**预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 2.41/6.19/8.30 亿元，EPS 分别为 0.22/0.56/0.76 元，参考可比公司估值水平，考虑到 2021 年汽车行业芯片短缺和原材料价格上涨对公司盈利能力带来短期不利影响，给予其 2022 年 20-23 倍 PE，对应合理价值区间为 11.20-12.88 元，维持“优于大市”评级。
- 风险提示。**汽车行业增长不及预期；海外汇率波动；格拉默整合进程不及预期；原材料价格大幅波动。

主要财务数据及预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18001	15733	16568	17985	19187
(+/-)YoY(%)	147.2%	-12.6%	5.3%	8.6%	6.7%
净利润(百万元)	298	-258	241	619	830
(+/-)YoY(%)	80.5%	-186.7%	193.4%	156.5%	34.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.27	-0.24	0.22	0.56	0.76
毛利率(%)	15.6%	13.6%	15.1%	17.4%	18.0%
净资产收益率(%)	6.6%	-6.0%	5.3%	11.9%	13.8%

资料来源：公司年报(2019A-2020A)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 公司营收、毛利率和归母净利润情况预测

		2020	2021E	2022E	2023E
头枕	营业收入 (百万元)	4194.8	4404.5	4624.8	4856.0
	YOY	-11.8%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率 (%)	15.37	15.50	19.00	19.95
座椅扶手	营业收入 (百万元)	1603.8	1732.1	1905.3	2000.6
	YOY	-30.7%	8.0%	10.0%	5.0%
	毛利率 (%)	17.79	17.50	19.50	19.89
商用车座椅	营业收入 (百万元)	4277.1	4491.0	4940.1	5187.1
	YOY	-10.0%	5.0%	10.0%	5.0%
	毛利率 (%)	14.87	15.50	18.00	18.36
汽车内饰	营业收入 (百万元)	5302.58	5567.71	6124.48	6736.9
	YOY	-9.4%	5.0%	10.0%	10.0%
	毛利率 (%)	8.52	13.00	14.50	15.23
其他主营业务	营业收入 (百万元)	240.34	252.36	264.97	278.2
	YOY	-1.8%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率 (%)	26.76	26.00	28.00	28.00
其他业务	营业收入 (百万元)	114.1	119.8	125.8	128.3
	YOY	41.7%	5.0%	5.0%	2.0%
	毛利率 (%)	26.74	27.00	27.54	27.54
继峰股份合计	营业总收入 (百万元)	15732.8	16567.5	17985.4	19187.1
	YOY	-12.6%	5.3%	8.6%	6.7%
	营业成本 (百万元)	13598.4	14063.8	14849.1	15729.2
	YOY	-10.5%	3.4%	5.6%	5.9%
	毛利率 (%)	13.57	15.11	17.44	18.02
	归母净利润 (百万元)	-258.2	240.9	618.9	830.4
	YOY	-187%	193%	157%	34%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E
600699.SH	均胜电子	0.66	1.05	1.40	30	19	14	2.1
300258.SZ	精锻科技	0.46	0.64	0.83	31	22	17	3.0
601689.SH	拓普集团	1.06	1.43	1.83	47	35	27	6.7
平均值		0.73	1.04	1.35	36	25	19	3.9

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 收盘价为 2021 年 10 月 28 日价格, EPS 为 wind 一致预期

风险提示。汽车行业增长不及预期; 海外汇率波动; 格拉默整合进程不及预期; 原材料价格大幅波动。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	15733	16568	17985	19187
每股收益	-0.24	0.22	0.56	0.76	营业成本	13598	14064	14849	15729
每股净资产	4.18	4.16	4.73	5.48	毛利率%	13.6%	15.1%	17.4%	18.0%
每股经营现金流	0.79	0.44	1.06	1.10	营业税金及附加	43	44	48	51
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
价值评估 (倍)					营业费用	381	315	306	307
P/E	-43.06	46.07	17.96	13.39	营业费用率%	2.4%	1.9%	1.7%	1.6%
P/B	2.42	2.43	2.14	1.85	管理费用	1282	1292	1313	1362
P/S	0.66	0.67	0.62	0.58	管理费用率%	8.1%	7.8%	7.3%	7.1%
EV/EBITDA	18.07	16.56	10.79	8.87	EBIT	35	538	1144	1385
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	351	246	203	184
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.2%	1.5%	1.1%	1.0%
毛利率	13.6%	15.1%	17.4%	18.0%	资产减值损失	-155	-17	-14	-5
净利润率	-1.6%	1.5%	3.4%	4.3%	投资收益	3	-17	-11	-14
净资产收益率	-6.0%	5.3%	11.9%	13.8%	营业利润	-331	287	939	1209
资产回报率	-1.5%	1.5%	3.6%	4.6%	营业外收支	-6	60	0	0
投资回报率	0.3%	3.8%	7.3%	8.9%	利润总额	-338	347	939	1209
盈利增长 (%)					EBITDA	709	982	1462	1710
营业收入增长率	-12.6%	5.3%	8.6%	6.7%	所得税	3	83	263	302
EBIT 增长率	-95.3%	1459.1%	112.6%	21.0%	有效所得税率%	-0.8%	24.0%	28.0%	25.0%
净利润增长率	-186.7%	193.4%	156.5%	34.1%	少数股东损益	-82	22	57	77
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	-258	241	619	830
资产负债率	73.6%	70.5%	67.7%	63.8%	资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动比率	0.97	0.93	0.99	1.08	货币资金	1503	800	1000	1200
速动比率	0.68	0.57	0.63	0.69	应收账款及应收票据	2900	2298	2554	2704
现金比率	0.22	0.12	0.15	0.18	存货	1504	1727	1764	1895
经营效率指标					其它流动资产	793	1228	1282	1352
应收账款周转天数	54.24	50.63	51.83	51.43	流动资产合计	6700	6052	6600	7151
存货周转天数	40.36	45.00	43.45	43.97	长期股权投资	7	14	14	14
总资产周转率	0.91	1.00	1.04	1.07	固定资产	3811	3882	3929	3921
固定资产周转率	4.13	4.27	4.58	4.89	在建工程	170	120	170	220
					无形资产	1732	1657	1682	1710
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	非流动资产合计	10626	10554	10672	10737
净利润	-258	241	619	830	资产总计	17326	16607	17271	17888
少数股东损益	-82	22	57	77	短期借款	2476	2445	2353	2154
非现金支出	976	461	331	330	应付票据及应付账款	2455	1996	2299	2367
非经营收益	30	188	230	216	预收账款	0	0	0	0
营运资金变动	144	-430	-71	-243	其它流动负债	1966	2059	2037	2076
经营活动现金流	810	483	1167	1210	流动负债合计	6898	6500	6689	6598
资产	-667	-322	-438	-385	长期借款	2138	2088	1888	1688
投资	2383	3	-5	-5	其它长期负债	3723	3123	3123	3123
其他	-2487	-12	-11	-14	非流动负债合计	5861	5211	5011	4811
投资活动现金流	-772	-331	-454	-405	负债总计	12759	11711	11700	11409
债权募资	-59	-681	-292	-399	实收资本	1021	1099	1099	1099
股权募资	18	67	0	0	归属于母公司所有者权益	4269	4576	5195	6025
其他	-603	-242	-221	-206	少数股东权益	298	320	377	454
融资活动现金流	-644	-856	-513	-605	负债和所有者权益合计	17326	16607	17271	17888
现金净流量	-560	-703	200	200					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 28 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2020A), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

杜威 汽车行业
 王猛 汽车行业
 郑蕾 汽车行业
 曹雅倩 汽车行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,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,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 均胜电子,继峰股份,伯特利,岱美股份,长城汽车,华域汽车,新泉股份,星宇股份,银轮股份,福耀玻璃,腾龙股份,拓普集团,泉峰汽车,华阳集团,沪光股份,德赛西威,斯达半导,保隆科技,经纬恒润,宁波高发,长安汽车,科博达,禾赛科技,江淮汽车,精锻科技,上汽集团,克来机电,爱柯迪,吉利汽车,明新旭腾

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。