

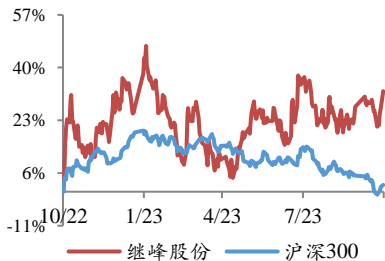
## 23Q3 业绩超预期，乘用车座椅龙头加速成长

**投资评级：买入（维持）**

报告日期：2023-10-31

收盘价（元）	15.33
近 12 个月最高/最低（元）	17.02/12.08
总股本（百万股）	1,152
流通股本（百万股）	1,152
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	177
流通市值（亿元）	177

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：姜肖伟

执业证书号：S0010523060002

电话：18681505180

邮箱：jiangxiaowei@hazq.com

### 主要观点：

● **事件：**公司发布三季报，23Q3 实现营收 55.03 亿元、同比+20%、环比+3.3%，归母净利 0.72 亿元、同比-21%、环比+2.2 倍。23Q1-3 实现营收 159.39 亿元、同比+22%，归母净利 1.54 亿元、同比+2.31 亿元。

● **23Q3 格拉默业绩符合预期，乘用车座椅减亏幅度超预期。**

**格拉默：**整体 Q3 营收 39.34 亿元、同比+0.6%、环比-3.7%，EBIT0.84 亿元、同比-0.22 亿元、环比+0.36 亿元，归母净利 0.09 亿元、同比-0.58 亿元、环比+0.34 亿元。具体各区域（以格拉默财报数据\*欧元兑人民币汇率 7 折算，下同）：

1) **欧洲区：**Q3 营业收入 19.63 亿元、同比+2.9%、环比-9.9%，EBIT 0.99 亿元、同比-1.1%、环比-4.1%，对应 EBIT 利润率 5.0%、同比-0.2pp、环比+0.3pp，收入端环比下滑估计受到欧洲车市季节性影响。

2) **亚太区：**Q3 营业收入 9.55 亿元、同比+6.1%、环比+5.7%，EBIT 1.00 亿元、同比-30%、环比-17%，对应 EBIT 利润率 10.5%、同比-5.5pp、环比-2.8pp。

3) **北美区：**Q3 营业收入 11.10 亿元、同比-9.1%、环比+0.1%，EBIT -0.79 亿元、同比+0.28 亿元、环比+0.34 亿元，对应 EBIT 利润率-7.1%、同比+1.6pp、环比+3.1pp，Q3 北美罢工对业绩影响较小，预计北美 P2P 计划将在四季度对盈利有明显拉动。

**继峰本部：**预计本部 Q3 收入、利润同环比均实现双位数高增长，主要受益乘用车座椅业务今年首个项目快速上量、减亏幅度超预期。

● **持续关注公司在乘用车座椅千亿赛道中的成长性。**2023 年 5 月，公司首个乘用车座椅定点项目顺利量产，上半年乘用车座椅业务实现营业收入 1.08 亿元、预计 Q3 乘用车座椅营收超 2.5 亿元、环比翻倍。目前公司累计公告的乘用车座椅在手订单共 6 个，乘用车座椅业务规模有望逐季度加速成长，后续突破合资品牌、新造车势力龙头企业、国内传统造车龙头企业的定点催化也值得期待。

● **投资建议：**我们认为公司在格拉默整合、做强乘用车座椅总成的成长路径上终将有所成就，国产替代龙头终会加冕。我们预计公司 2023-2025 年归母净利 3.0 亿、6.8 亿、10.5 亿元（前值为 2.5 亿、6.8 亿、10.6 亿元），对应 PE 58.8、26.0、16.9 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示：**宏观经济波动、原材料价格上涨超预期、芯片供给、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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	17967	20125	23790	28281
收入同比（%）	6.7%	12.0%	18.2%	18.9%
归属母公司净利润	-1417	300	680	1045
净利润同比（%）	-1221.6%	121.2%	126.4%	53.8%
毛利率（%）	13.1%	15.0%	16.0%	16.5%
ROE（%）	-41.0%	7.2%	14.0%	17.7%
每股收益（元）	-1.27	0.26	0.59	0.91
P/E	—	58.84	25.98	16.89
P/B	4.94	4.25	3.65	2.99
EV/EBITDA	21.04	16.63	13.20	10.81

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	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	6877	8341	9913	12081	<b>营业收入</b>	17967	20125	23790	28281
现金	1163	1741	1926	2351	营业成本	15616	17107	19984	23615
应收账款	2643	3364	4315	5529	营业税金及附加	48	60	71	85
其他应收款	70	73	86	102	销售费用	262	302	357	424
预付账款	154	205	240	283	管理费用	1368	1610	1903	2263
存货	1825	1806	1998	2230	财务费用	200	286	244	204
其他流动资产	1021	1152	1347	1585	资产减值损失	-1567	-10	-10	-10
<b>非流动资产</b>	8577	9195	9368	9503	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	11	13	15	17	投资净收益	3	2	2	3
固定资产	3504	3807	3866	3876	<b>营业利润</b>	-1444	424	782	1154
无形资产	1118	1186	1254	1322	营业外收入	10	6	7	7
其他非流动资产	3944	4189	4233	4288	营业外支出	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	15454	17536	19282	21584	<b>利润总额</b>	-1435	429	788	1160
<b>流动负债</b>	6884	8412	9189	10140	所得税	28	120	90	80
短期借款	2135	2185	2235	2285	<b>净利润</b>	-1463	309	698	1080
应付账款	2812	3326	3886	4592	少数股东损益	-45	9	19	35
其他流动负债	1937	2901	3068	3264	<b>归属母公司净利润</b>	-1417	300	680	1045
<b>非流动负债</b>	4794	4644	4904	5164	EBITDA	1047	1359	1722	2093
长期借款	2557	2567	2767	2967	EPS (元)	-1.27	0.26	0.59	0.91
其他非流动负债	2237	2077	2137	2197					
<b>负债合计</b>	11678	13056	14093	15305					
少数股东权益	320	329	347	383	<b>主要财务比率</b>				
股本	1117	1152	1152	1152	<b>会计年度</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
资本公积	3434	3675	3675	3675	<b>成长能力</b>				
留存收益	-1095	-675	15	1070	营业收入	6.7%	12.0%	18.2%	18.9%
归属母公司股东权	3455	4152	4841	5897	营业利润	-945.6%	129.3%	84.6%	47.6%
<b>负债和股东权益</b>	15454	17536	19282	21584	归属于母公司净利	-	121.2%	126.4%	53.8%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	13.1%	15.0%	16.0%	16.5%
					净利率(%)	-7.9%	1.5%	2.9%	3.7%
					ROE(%)	-41.0%	7.2%	14.0%	17.7%
					ROIC(%)	2.9%	4.6%	7.5%	9.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	75.6%	74.5%	73.1%	70.9%
					净负债比率(%)	309.3%	291.4%	271.6%	243.7%
					流动比率	1.00	0.99	1.08	1.19
					速动比率	0.61	0.66	0.74	0.84
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.13	1.22	1.29	1.38
					应收账款周转率	7.26	6.70	6.20	5.75
					应付账款周转率	6.13	5.57	5.54	5.57
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	-1.27	0.26	0.59	0.91
					每股经营现金流	0.91	1.12	1.02	1.25
					每股净资产	3.09	3.60	4.20	5.12
					<b>估值比率</b>				
					P/E	—	58.84	25.98	16.89
					P/B	4.94	4.25	3.65	2.99
					EV/EBITDA	21.04	16.63	13.20	10.81

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：**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。