

**投资评级 优于大市 维持**

# 出售美国 TMD 公司，轻装上阵业绩成长可期

**股票数据**

09月24日收盘价(元)	12.02
52周股价波动(元)	9.41-15.54
总股本/流通A股(百万股)	1266/1166
总市值/流通市值(百万元)	15218/14016

**相关研究**

《2023 业绩预盈，乘用车座椅订单持续落地助力长期成长》2024.03.10  
 《Q3 环比扭亏，乘用车座椅业务开始放量》2023.11.30

**市场表现**


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	9.2	10.1	15.8
相对涨幅 (%)	8.4	12.0	19.4

资料来源：海通证券研究所

分析师:刘一鸣

Tel:(021)23154145

Email:lym15114@haitong.com

证书:S0850522120003

分析师:房乔华

Tel:(021)23185699

Email:fqh12888@haitong.com

证书:S0850522030001

**投资要点:**

- 公司发布 2024 年中报,上半年战略性新兴业务助力营收实现稳健增长。**2024 年上半年公司实现营收 110.06 亿元,同比+5.47%,上半年子公司格拉默因部分海外汽车市场需求疲软,销售收入出现下滑,但公司依然凭借以乘用车座椅业务为核心的战略性新兴业务的多个项目成功量产和收入贡献,实现营收的稳健增长;归母净利润 0.53 亿元,同比-35.54%,我们判断主要由于格拉默收入下滑,以及海外整合力度加大导致相关费用有所增加所致;毛利率为 14.52%,同比+0.32pct,净利率为 0.4%,同比-0.43pct。
- 乘用车座椅等战略新兴业务发展迅速,打开新兴成长曲线。**2024 年上半年公司的战略新兴业务继续发展迅速,其中:(1)乘用车座椅业务 2024 年上半年向客户交付座椅产品 8.9 万套,实现销售额 8.97 亿元,同比翻数倍增长(去年同期为 1.08 亿元),实现归母净利润-0.23 亿元,同比亏损大幅收窄(去年同期为-0.61 亿元),运营状况优于预期,同时更多高质量订单加速落地,公司已实现海外豪华车企、国内头部新能源车企、国内传统高端合资车企、国内传统头部自主车企多样化客户布局,并成功由国内乘用车座椅供应商转型为全球乘用车座椅供应商,截至 2024 年 7 月 31 日,公司累计乘用车座椅在手项目定点共 18 个;(2)出风口业务快速增长,2024 年上半年实现销售额 1.66 亿元(去年同期约 9500 万元);(3)乘用车隐藏式门把手和车载冰箱在手订单持续积累,其中车载冰箱业务 2024 年上半年实现销售额约 2200 万元,首次开始贡献收入。
- 出售美国 TMD 公司股权,业绩轻装上阵。**2024 年 9 月 23 日,公司发布《关于出售美国 TMD 公司股权的公告》,称公司的控股子公司格拉默拟以 4000 万美元的初始交易价格向 APC parent,LLC 出售 Toledo Molding & Die,LLC.(TMD LLC)100%股权。公司进行本次交易主要鉴于 TMD LLC 的产品与公司其他产品协同效应不强,为聚焦主业,提升公司的核心竞争力,公司拟同意格拉默将 TMD LLC 出售。格拉默将 TMD LLC 出售之后,对公司和格拉默的当期利润表造成重大影响,但是同时也增加了格拉默一次性现金流入,有利于改善格拉默的现金流。据公司初步核算,预计公司亏损金额为 2.8 亿-3.8 亿人民币。我们判断,本次交易完成后,将有望减少公司在 TMD 上的进一步战略资源投入,同时有利于改善格拉默美洲区域的盈利能力和财务状况,从而提升公司整体盈利水平。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 0.7/8.94/12.59 亿元, EPS 分别为 0.06/0.71/0.99 元,参考可比公司估值水平,考虑到公司新业务带来的高成长性,给予其 2025 年 16-20 倍 PE,对应合理价值区间为 11.36-14.2 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;新业务推进不及预期;海外地缘政治风险。

**主要财务数据及预测**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	17967	21571	23523	26800	30603
(+/-)YoY(%)	6.7%	20.1%	9.0%	13.9%	14.2%
净利润(百万元)	-1417	204	70	894	1259
(+/-)YoY(%)	-1221.6%	114.4%	-65.6%	1174.6%	40.8%
全面摊薄 EPS(元)	-1.12	0.16	0.06	0.71	0.99
毛利率(%)	13.1%	14.8%	14.7%	15.5%	15.9%
净资产收益率(%)	-41.0%	5.0%	1.4%	14.7%	17.2%

资料来源:公司年报(2022-2023),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**

		2023	2024E	2025E	2026E
头枕	营业收入 (百万元)	4682.4	4729.2	4776.5	4872.0
	YOY	17.8%	1.0%	1.0%	2.0%
	毛利率 (%)	15.62	15.78	16.09	16.25
座椅扶手	营业收入 (百万元)	2177.0	2285.8	2354.4	2401.5
	YOY	25.8%	5.0%	3.0%	2.0%
	毛利率 (%)	17.62	17.62	17.62	17.62
商用车座椅	营业收入 (百万元)	6487.9	6552.8	6552.8	6683.9
	YOY	9.8%	1.0%	0.0%	2.0%
	毛利率 (%)	17.01	16.67	16.50	16.50
汽车内饰	营业收入 (百万元)	7277.23	7641.09	7259.03	7621.99
	YOY	20.0%	5.0%	-5.0%	5.0%
	毛利率 (%)	11.44	11.33	11.89	12.25
其他主营业务	营业收入 (百万元)	851.68	2214.36	5757.34	8923.87
	YOY	311.2%	160.0%	160.0%	55.0%
	毛利率 (%)	13.92	15.31	17.61	17.96
其他业务	营业收入 (百万元)	95.3	100.1	100.1	100.1
	YOY	13.8%	5.0%	0.0%	0.0%
	毛利率 (%)	13.91	13.63	13.36	13.09
继峰股份合计	营业总收入 (百万元)	21571.5	23523.4	26800.1	30603.3
	YOY	20.1%	9.0%	13.9%	14.2%
	营业成本 (百万元)	18388.6	20064.1	22644.9	25735.8
	YOY	17.8%	9.1%	12.9%	13.6%
	毛利率 (%)	14.76	14.71	15.50	15.91
	归母净利润 (百万元)	203.9	70.1	894.0	1259.0
	YOY	114%	-66%	1175%	41%

资料来源: 2023 年年报, 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)
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E
600699.SH	均胜电子	1.04	1.35	1.63	14	11	9	1.4
300258.SZ	精锻科技	0.56	0.70	0.84	13	10	9	0.9
601689.SH	拓普集团	1.74	2.25	2.76	21	17	14	2.4
平均值		1.11	1.43	1.74	17	13	10	1.6

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 收盘价为 2024 年 9 月 24 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; 新业务推进不及预期; 海外地缘政治风险。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>21571</b>	<b>23523</b>	<b>26800</b>	<b>30603</b>
每股收益	0.16	0.06	0.71	0.99	营业成本	18389	20064	22645	25736
每股净资产	3.53	4.09	4.80	5.79	毛利率%	14.8%	14.7%	15.5%	15.9%
每股经营现金流	1.42	0.74	1.55	1.73	营业税金及附加	55	64	73	83
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%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	308	334	362	410
P/E	74.65	216.98	17.02	12.09	营业费用率%	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%
P/B	3.40	2.94	2.50	2.07	管理费用	1713	1811	1769	1897
P/S	0.65	0.65	0.57	0.50	管理费用率%	7.9%	7.7%	6.6%	6.2%
EV/EBITDA	13.41	20.45	9.24	6.97	EBIT	698	305	1448	1929
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	454	214	219	198
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	2.1%	0.9%	0.8%	0.6%
毛利率	14.8%	14.7%	15.5%	15.9%	资产减值损失	-31	-247	-25	-18
净利润率	0.9%	0.3%	3.3%	4.1%	投资收益	-1	5	5	6
净资产收益率	5.0%	1.4%	14.7%	17.2%	<b>营业利润</b>	<b>286</b>	<b>87</b>	<b>1222</b>	<b>1723</b>
资产回报率	1.1%	0.4%	4.3%	5.6%	营业外收支	3	4	7	8
投资回报率	4.7%	1.8%	8.1%	9.9%	<b>利润总额</b>	<b>289</b>	<b>91</b>	<b>1229</b>	<b>1731</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1532	984	2071	2571
营业收入增长率	20.1%	9.0%	13.9%	14.2%	所得税	81	23	307	433
EBIT 增长率	148.4%	-56.3%	374.4%	33.2%	有效所得税率%	28.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润增长率	114.4%	-65.6%	1174.6%	40.8%	少数股东损益	4	-2	28	39
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>204</b>	<b>70</b>	<b>894</b>	<b>1259</b>
资产负债率	75.2%	72.1%	69.2%	65.5%					
流动比率	0.87	1.17	1.23	1.32	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
速动比率	0.59	0.82	0.89	1.00	货币资金	1418	2212	3067	4112
现金比率	0.15	0.26	0.34	0.43	应收账款及应收票据	3762	4051	4228	4573
<b>经营效率指标</b>					存货	1819	1776	1875	1985
应收账款周转天数	52.42	57.85	53.83	50.08	其它流动资产	1141	1949	1896	1878
存货周转天数	35.66	32.25	29.03	27.00	流动资产合计	8141	9988	11066	12548
总资产周转率	1.29	1.25	1.31	1.41	长期股权投资	10	10	10	10
固定资产周转率	5.86	6.26	7.43	8.71	固定资产	3862	3653	3565	3459
					在建工程	630	830	980	1130
					无形资产	1127	967	952	992
					非流动资产合计	9811	9834	9881	9956
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>资产总计</b>	<b>17952</b>	<b>19822</b>	<b>20947</b>	<b>22504</b>
净利润	204	70	894	1259	短期借款	2428	1828	1928	1978
少数股东损益	4	-2	28	39	应付票据及应付账款	4278	4291	4529	4790
非现金支出	871	966	658	671	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	400	432	257	251	其它流动负债	2654	2444	2561	2708
营运资金变动	170	-533	126	-34	流动负债合计	9360	8564	9017	9476
<b>经营活动现金流</b>	<b>1648</b>	<b>933</b>	<b>1962</b>	<b>2186</b>	长期借款	2046	3646	3446	3246
资产	-1254	-1120	-698	-738	其它长期负债	2091	2078	2028	2028
投资	211	-383	-2	-2	非流动负债合计	4137	5724	5474	5274
其他	-179	-142	7	8	<b>负债总计</b>	<b>13496</b>	<b>14287</b>	<b>14491</b>	<b>14750</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1222</b>	<b>-1645</b>	<b>-693</b>	<b>-732</b>	实收资本	1161	1266	1266	1266
债权募资	176	746	-150	-150	归属于母公司所有者权益	4101	5182	6076	7335
股权募资	64	1201	0	0	少数股东权益	355	352	380	419
其他	-520	-321	-264	-259	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>17952</b>	<b>19822</b>	<b>20947</b>	<b>22504</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-281</b>	<b>1626</b>	<b>-414</b>	<b>-409</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>199</b>	<b>849</b>	<b>855</b>	<b>1045</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 24 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2023), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

刘一鸣 汽车行业  
房乔华 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： 中国汽研,均胜电子,中鼎股份,继峰股份,川环科技,伯特利,小鹏汽车-W,长城汽车,华域汽车,中国重汽,宇通客车,耐世特,欣锐科技,骏创科技,拓普集团,瑞鹤模具,华阳集团,德赛西威,零跑汽车,潍柴动力,云意电气,保隆科技,理想汽车-W,科博达,中集车辆,多利科技,江淮汽车,福田汽车,贝斯特,奥福环保

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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;	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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。	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。