

剥离北美 TMD，有望迎来业绩拐点

——24Q3 业绩点评



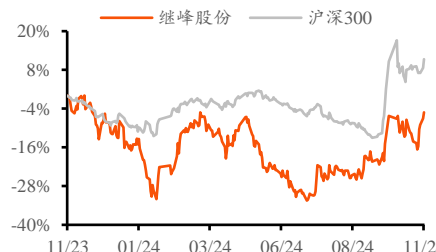
买入(维持)

行业：汽车
日期：2024年11月06日分析师：王璿
E-mail：wangjin@yongxingsec.com
SAC 编号：S1760523080002

基本数据

11月05日收盘价(元) 13.87
12mthA 股价格区间(元) 9.41-15.08
总股本(百万股) 1,266.08
无限售 A 股/总股本 100.00%
流通市值(亿元) 175.60

最近一年股票与沪深 300 比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

《格拉默美洲区 24Q2 边际修复，乘用车座椅走向全球》

——2024 年 08 月 19 日

《多元业态协同发展，内饰专家开启全球新征程》

——2024 年 07 月 25 日

■ 事件描述

公司发布 2024 年三季报。2024 前三季度公司实现营收约 169.06 亿元，同比约+6.07%；归母净利润约-5.32 亿元，同比约-445.02%。其中 24Q3，营收约 59.00 亿元，同比约+7.20%，环比约+3.15%；归母净利润约-5.85 亿元，同比约-915.63%，环比约-1817.24%。

■ 核心观点

主要客户产量表现强劲

从下游客户表现来看：据 Marklines，24Q3 蔚来 EC6、蔚来 ES6、理想 L6 产量分别约 0.86 万辆、2.69 万辆、7.68 万辆，环比分别约+27.94%、+49.63%、+78.97%，蔚来 EC6、蔚来 ES6 分别同比约+313.77%、-11.79%。

部分费用率 24Q3 同环比小幅增加，公司盈利能力有所承压

24Q3，毛利率约 14.08%，同比-1.02pct，环比-0.29pct；期间费用率合计约 19.14%，同比+5.62pct，环比+6.14pct，其中，销售/管理/研发/财务费用率环比分别约+0.00pct/+3.63pct/+0.25pct/+2.26pct。据公司公告，2024 年 9 月，公司拟同意格拉默将 TMD LLC100%股权以 4000 万美元的初始交易价格出售给 APCLLC。此次股权出售符合公司的战略规划以及对海外资产提质增效的整合计划，有助于提升格拉默美洲区盈利能力，提高经营效率。24Q3 公司资产减值损失约 2.5 亿元。24Q3，公司净利率约-11.69%，同比-13.05pct，环比-12.23pct。

多业务齐头并进，乘用车座椅走向全球

公司传统业务座椅扶手和头枕经营稳健，新兴业务品类扩张至隐藏式电动出风口、隐藏式门把手、车载冰箱领域，有望成为公司新的增长点。座椅方面，乘用车座椅获得多家主机厂定点，客户涵盖多个新能源厂商以及传统主机厂奥迪和大众。

■ 投资建议

关注格拉默整合措施推进及座椅赛道带来的业绩增量。考虑到公司前三季度业绩及不良资产出售情况，我们调整业绩预期，预计公司 2024~2026 年营收分别约 238.7、281.3、325.0 亿元，同比分别约+10.7%、+17.8%、+15.6%。归母净利润分别约-4.4、8.5、12.3 亿元，同比分别约-314.7%、+295.0%、+44.2%。截至 2024 年 11 月 5 日，股价对应 2025~2026 年 PE 分别为 20.6、14.3 倍。维持“买入”评级。

■ 风险提示

宏观经济波动风险；产品价格下降风险；原材料价格波动风险；市场竞争风险；汇率风险。

■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	21,571	23,872	28,127	32,505
年增长率 (%)	20.1%	10.7%	17.8%	15.6%
归属于母公司的净利润	204	-438	853	1,231
年增长率 (%)	114.4%	-314.7%	295.0%	44.2%
每股收益 (元)	0.18	-0.35	0.67	0.97
市盈率 (X)	74.83	—	20.58	14.27
净资产收益率 (%)	5.0%	-8.5%	14.3%	17.1%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所 (2024 年 11 月 05 日收盘价)

资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	6,877	8,141	10,628	12,403	14,791	
货币资金	1,163	1,418	3,156	3,341	4,017	
应收及预付	2,865	3,904	4,376	5,394	6,506	
存货	1,825	1,819	1,989	2,406	2,845	
其他流动资产	1,023	1,000	1,107	1,262	1,423	
非流动资产	8,577	9,811	10,678	11,101	11,345	
长期股权投资	11	10	11	11	11	
固定资产	3,504	3,862	4,371	4,540	4,545	
在建工程	434	630	734	867	954	
无形资产	1,118	1,127	1,167	1,232	1,322	
其他长期资产	3,511	4,183	4,395	4,451	4,513	
资产总计	15,454	17,952	21,306	23,504	26,137	
流动负债	6,884	9,360	10,013	11,289	12,616	
短期借款	2,135	2,428	2,528	2,558	2,588	
应付及预收	2,882	4,278	4,820	5,807	6,843	
其他流动负债	1,867	2,654	2,665	2,923	3,185	
非流动负债	4,794	4,137	5,817	5,877	5,937	
长期借款	2,557	2,046	3,846	3,896	3,946	
应付债券	433	91	51	51	51	
其他非流动负债	1,804	2,000	1,921	1,931	1,941	
负债合计	11,678	13,496	15,830	17,166	18,554	
股本	1,117	1,161	1,266	1,266	1,266	
资本公积	3,434	3,738	4,835	4,835	4,835	
留存收益	-924	-720	-885	-32	1,199	
归属母公司股东权益	3,455	4,101	5,129	5,982	7,213	
少数股东权益	320	355	347	356	370	
负债和股东权益	15,454	17,952	21,306	23,504	26,137	

利润表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	17,967	21,571	23,872	28,127	32,505	
营业成本	15,616	18,389	20,462	24,058	27,681	
营业税金及附加	48	55	64	76	88	
销售费用	262	308	322	371	423	
管理费用	1,368	1,713	2,268	1,688	1,885	
研发费用	376	422	549	619	683	
财务费用	200	454	390	310	310	
资产减值损失	-1,567	-31	-360	-55	-50	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	3	-1	2	3	3	
营业利润	-1,444	286	-523	981	1,419	
营业外收支	9	3	11	11	11	
利润总额	-1,435	289	-512	992	1,430	
所得税	28	81	-67	129	186	
净利润	-1,463	208	-445	863	1,244	
少数股东损益	-45	4	-8	9	14	
归属母公司净利润	-1,417	204	-438	853	1,231	
EBITDA	1,047	1,532	823	2,306	2,800	
EPS (元)	-1.27	0.18	-0.35	0.67	0.97	

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	1,052	1,648	1,201	1,956	2,322	
净利润	-1,463	208	-445	863	1,244	
折旧摊销	766	834	946	1,004	1,059	
营运资金变动	-18	170	-16	-348	-419	
其它	1,767	437	716	437	438	
投资活动现金流	-824	-1,222	-1,979	-1,465	-1,335	
资本支出	-833	-1,254	-1,757	-1,476	-1,346	
投资变动	940	211	5	3	2	
其他	-931	-179	-227	8	8	
筹资活动现金流	-398	-281	2,543	-306	-311	
银行借款	423	-218	1,900	80	80	
股权融资	1	64	1,201	0	0	
其他	-823	-126	-558	-386	-391	
现金净增加额	-243	199	1,738	185	676	
期初现金余额	1,393	1,150	1,349	3,087	3,272	
期末现金余额	1,150	1,349	3,087	3,272	3,948	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	6.7%	20.1%	10.7%	17.8%	15.6%
营业利润增长	-945.6%	119.8%	-283.0%	287.5%	44.7%
归母净利润增长	1,221.6%	114.4%	-314.7%	295.0%	44.2%
获利能力					
毛利率	13.1%	14.8%	14.3%	14.5%	14.8%
净利率	-8.1%	1.0%	-1.9%	3.1%	3.8%
ROE	-41.0%	5.0%	-8.5%	14.3%	17.1%
ROIC	2.9%	4.7%	-0.8%	7.8%	9.6%
偿债能力					
资产负债率	75.6%	75.2%	74.3%	73.0%	71.0%
净负债比率	131.1%	109.9%	88.9%	75.3%	55.2%
流动比率	1.00	0.87	1.06	1.10	1.17
速动比率	0.61	0.59	0.77	0.79	0.85
营运能力					
总资产周转率	1.13	1.29	1.22	1.26	1.31
应收账款周转率	7.26	6.87	6.17	6.15	5.82
存货周转率	8.79	10.09	10.75	10.95	10.54
每股指标 (元)					
每股收益	-1.27	0.18	-0.35	0.67	0.97
每股经营现金流	0.94	1.42	0.95	1.54	1.83
每股净资产	3.09	3.53	4.05	4.72	5.70
估值比率					
P/E	—	74.83	—	20.58	14.27
P/B	4.94	3.81	3.42	2.94	2.43
EV/EBITDA	21.03	13.41	27.24	9.68	7.77

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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。