

投资评级 优于大市 维持

## 21 年业绩扭亏，乘用车座椅等新业务打开成长空间

### 股票数据

04月01日收盘价(元)	9.05
52周股价波动(元)	7.86-19.40
总股本/流通A股(百万股)	1119/881
总市值/流通市值(百万元)	10128/7971

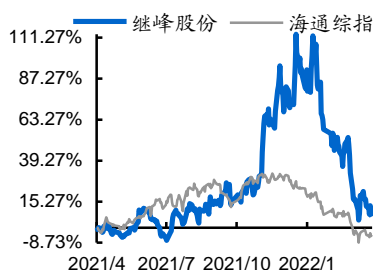
### 相关研究

《业绩短期承压，切入乘用车座椅领域打开成长空间》2021.10.29

《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 (%)	-30.3	-32.4	-43.7
相对涨幅 (%)	-22.8	-26.1	-30.3

资料来源：海通证券研究所

分析师:王猛

Tel:(021)23154017

Email:wm10860@htsec.com

证书:S0850517090004

分析师:房乔华

Tel:021-23219807

Email:fqh12888@htsec.com

证书:S0850522030001

分析师:曹雅倩

Tel:(021)23154145

Email:cyq12265@htsec.com

证书:S0850520110002

### 投资要点:

- 公司发布 2021 年年报，全年业绩实现扭亏为盈。**2021 年公司实现营收 168.32 亿元，同比+6.99%，归母净利润 1.26 亿元，实现扭亏为盈（去年同期亏损 2.58 亿元），毛利率为 14.14%，同比+0.58pct，净利率为 0.75%；分单季度看，2021Q4 公司实现营收 43.27 亿元，同比-8.69%，环比+14.42%，归母净利润-0.35 亿元，出现亏损，净利率为-0.81%，毛利率为 11.60%，环比-0.84pct，期间费用率为 10.93%，环比-3.57pct，其中销售费用率环比-0.67pct，管理费用（含研发）率环比-0.13pct，财务费用率环比-2.77pct。我们判断 Q4 公司出现亏损主要受原材料价格上涨和缺芯停产等因素的影响。
- 整合持续推进，效率稳步提升，产能进一步扩张。**2021 年公司持续实施降本增效措施，集团经营效率稳步提升，其中子公司格拉默实现营收 146.51 亿元，同比+7.84%，净利润 0.12 亿元（去年同期亏损 5.11 亿元），实现扭亏为盈。我们认为在 2021 年全球范围内汽车芯片持续短缺、原材料价格上涨、运费上涨以及疫情反复等不利因素的影响下，格拉默及公司能够实现扭亏为盈充分体现了整合的成效。在新产能布局方面，公司在 2021 年新建了多项产能，包括格拉默与中国一汽的全资子公司（为一汽解放公司各系列商用车卡车配套商用车座椅）、格拉默沈阳生产基地（为宝马生产中控、扶手和其他内饰零部件）和合肥生产基地（生产乘用车座椅等），我们判断产能的持续扩张符合公司业务快速扩张的需求，能够进一步提升经营效益。
- 新业务取得突破，打开长期成长空间。**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。2021 年，公司在**乘用车座椅、隐藏式电动出风口和商用车座舱**等新业务上持续突破，其中在乘用车座椅方面，2021 年 10 月，公司获得了某造车新势力主机厂的座椅订单，该项目的定点是公司乘用车座椅业务从 0 到 1 的突破，使公司在单车价值上得到了极大的提升。我们认为，在智能电动化的浪潮下，汽车产业链将迎来历史性的变革，公司有望凭借高效的研发和快速的服务响应等能力实现在乘用车座椅等传统零部件领域的弯道超车，成长空间将进一步打开。
- 盈利预测与投资建议。**预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 3.57/6.26/9.12 亿元，EPS 分别为 0.32/0.56/0.82 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，采用 PE 估值法，给予其 2022 年 30-35 倍 PE，对应合理价值区间为 9.60-11.20 元，采用 PB 估值法，给予其 2022 年 2.2-2.8 倍 PB，对应合理价值区间为 9.83-12.52 元，综合上述方法后对应的合理价值区间为 9.83-11.20 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。

### 主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15733	16832	17765	19716	22111
(+/-)YoY(%)	-12.6%	7.0%	5.5%	11.0%	12.1%
净利润(百万元)	-258	126	357	626	912
(+/-)YoY(%)	-186.7%	148.9%	182.8%	75.1%	45.8%
全面摊薄 EPS(元)	-0.23	0.11	0.32	0.56	0.82
毛利率(%)	13.6%	14.1%	15.7%	17.0%	18.0%
净资产收益率(%)	-6.0%	2.7%	7.1%	11.1%	13.9%

资料来源：公司年报（2020-2021），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

		2021	2022E	2023E	2024E
头枕	营业收入 (百万元)	4013.5	4334.6	4551.3	4778.9
	YOY	-4.3%	8.0%	5.0%	5.0%
	毛利率 (%)	15.17	16.00	16.80	16.97
座椅扶手	营业收入 (百万元)	1617.5	1746.9	1834.2	1925.9
	YOY	0.9%	8.0%	5.0%	5.0%
	毛利率 (%)	16.83	17.50	18.03	18.21
商用车座椅	营业收入 (百万元)	5499.3	5664.3	5834.2	6009.2
	YOY	28.6%	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率 (%)	14.21	15.80	16.12	16.28
汽车内饰	营业收入 (百万元)	5270.17	5533.68	5976.37	6574.01
	YOY	-0.6%	5.0%	8.0%	10.0%
	毛利率 (%)	11.16	13.50	14.18	14.32
其他主营业务	营业收入 (百万元)	359.71	413.67	1447.83	2750.88
	YOY	49.7%	15.0%	250.0%	90.0%
	毛利率 (%)	31.35	30.00	31.50	32.13
其他业务	营业收入 (百万元)	71.8	71.8	71.8	71.8
	YOY	-37.1%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率 (%)	24.48	24.97	24.97	24.47
继峰股份合计	营业总收入 (百万元)	16832.0	17764.9	19715.8	22110.8
	YOY	7.0%	5.5%	11.0%	12.1%
	营业成本 (百万元)	14451.0	14981.6	16359.1	18128.5
	YOY	6.3%	3.7%	9.2%	10.8%
	毛利率 (%)	14.14	15.67	17.03	18.01
	归母净利润 (百万元)	126.4	357.4	625.6	912.1
	YOY	149%	183%	75%	46%

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	2022E
600699.SH	均胜电子	0.66	1.05	1.40	-	17	12	1.2
300258.SZ	精锻科技	0.46	0.64	0.83	25	17	13	1.5
601689.SH	拓普集团	1.06	1.43	1.83	62	41	32	5.8
	平均值	0.35	0.96	1.29	43	25	19	2.8

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 收盘价为 2022 年 4 月 1 日价格, EPS 为 wind 一致预期, 拓普集团 2021 年 EPS 根据业绩快报得到

**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。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>16832</b>	<b>17765</b>	<b>19716</b>	<b>22111</b>
每股收益	0.11	0.32	0.56	0.82	营业成本	14451	14982	16359	18129
每股净资产	4.15	4.47	5.03	5.84	毛利率%	14.1%	15.7%	17.0%	18.0%
每股经营现金流	0.64	0.51	0.94	1.03	营业税金及附加	46	48	54	60
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	297	311	335	354
P/E	80.15	28.34	16.19	11.10	营业费用率%	1.8%	1.8%	1.7%	1.6%
P/B	2.18	2.02	1.80	1.55	管理费用	1353	1332	1439	1570
P/S	0.60	0.57	0.51	0.46	管理费用率%	8.0%	7.5%	7.3%	7.1%
EV/EBITDA	19.75	12.45	9.82	7.26	EBIT	374	754	1153	1578
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	193	202	169	152
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	1.1%	1.1%	0.9%	0.7%
毛利率	14.1%	15.7%	17.0%	18.0%	资产减值损失	-18	-17	-14	-5
净利润率	0.8%	2.0%	3.2%	4.1%	投资收益	-20	4	-5	-3
净资产收益率	2.7%	7.1%	11.1%	13.9%	<b>营业利润</b>	<b>171</b>	<b>569</b>	<b>997</b>	<b>1455</b>
资产回报率	0.8%	2.1%	3.6%	4.9%	营业外收支	23	5	8	10
投资回报率	2.2%	4.5%	6.6%	8.6%	<b>利润总额</b>	<b>193</b>	<b>574</b>	<b>1005</b>	<b>1465</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1140	1184	1458	1890
营业收入增长率	7.0%	5.5%	11.0%	12.1%	所得税	68	184	322	469
EBIT 增长率	882.4%	101.9%	52.9%	36.8%	有效所得税率%	34.9%	32.0%	32.0%	32.0%
净利润增长率	148.9%	182.8%	75.1%	45.8%	少数股东损益	-1	33	58	84
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>126</b>	<b>357</b>	<b>626</b>	<b>912</b>
资产负债率	69.2%	67.7%	65.3%	61.8%					
流动比率	1.07	1.12	1.17	1.27	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
速动比率	0.70	0.72	0.76	0.82	货币资金	1406	1400	1600	1800
现金比率	0.23	0.22	0.24	0.27	应收账款及应收票据	2408	2612	2874	3233
<b>经营效率指标</b>					存货	1730	1840	1993	2221
应收账款周转天数	50.09	51.47	51.01	51.17	其它流动资产	971	1116	1172	1296
存货周转天数	43.69	45.00	44.56	44.71	流动资产合计	6515	6968	7640	8549
总资产周转率	1.04	1.06	1.13	1.20	长期股权投资	9	16	16	16
固定资产周转率	4.76	4.90	5.35	5.99	固定资产	3540	3625	3685	3689
					在建工程	251	301	351	401
					无形资产	1455	1380	1405	1433
					非流动资产合计	9694	9736	9863	9939
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>资产总计</b>	<b>16209</b>	<b>16704</b>	<b>17503</b>	<b>18488</b>
净利润	126	357	626	912	短期借款	1638	1781	1756	1561
少数股东损益	-1	33	58	84	应付票据及应付账款	2340	2126	2431	2653
非现金支出	778	447	319	318	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	68	183	189	169	其它流动负债	2091	2317	2352	2514
营运资金变动	-253	-453	-136	-325	流动负债合计	6069	6224	6539	6728
<b>经营活动现金流</b>	<b>719</b>	<b>567</b>	<b>1055</b>	<b>1158</b>	长期借款	2631	2581	2381	2181
资产	-685	-477	-424	-371	其它长期负债	2511	2511	2511	2511
投资	2050	3	-5	-5	非流动负债合计	5141	5091	4891	4691
其他	-1952	9	-2	-1	<b>负债总计</b>	<b>11211</b>	<b>11315</b>	<b>11431</b>	<b>11419</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-588</b>	<b>-465</b>	<b>-432</b>	<b>-376</b>	实收资本	1119	1119	1119	1119
债权募资	399	93	-225	-396	归属于母公司所有者权益	4645	5002	5628	6540
股权募资	34	0	0	0	少数股东权益	354	386	445	529
其他	-473	-200	-199	-186	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>16209</b>	<b>16704</b>	<b>17503</b>	<b>18488</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-40</b>	<b>-107</b>	<b>-424</b>	<b>-582</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-23</b>	<b>-6</b>	<b>200</b>	<b>200</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 01 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

王猛 汽车行业  
房乔华 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,长城汽车,华域汽车,新泉股份,星宇股份,福耀玻璃,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,大地电气,经纬恒润,宁波高发,长安汽车,科博达,同心传动,江淮汽车,精锻科技,上汽集团,克来机电,爱柯迪,亿华通-U,吉利汽车,明新旭腾,广汇汽车

### 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。