

投资评级：增持（维持）

报告日期：2022年03月31日

市场数据

目前股价	9.13
总市值（亿元）	102.18
流通市值（亿元）	80.42
总股本（万股）	111,912
流通股本（万股）	88,082
12个月最高/最低	18.11 / 8.01

分析师

分析师：于夕朦 S1070520030003

☎ 010-88366060-8831

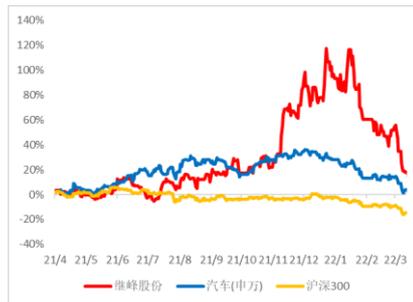
✉ yuximeng@cgws.com

联系人（研究助理）：王仕宏

S1070121080020

☎ 021-31829753

✉ wangshihong@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<整合拐点已现，品类持续拓展，全球汽车内饰明日之星>> 2021-07-06

<<座椅扶手业务增长加快，主业盈利能力增强>> 2016-08-29

<<座椅头枕制造龙头，具外延并购预期>> 2016-06-27

国产化进程稳步推进，产品品类拓展顺利

——继峰股份（603997）公司动态点评

盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	15733	16832	19020	22406	25655
(+/-%)	-12.6%	7.0%	13.0%	17.8%	14.5%
归母净利润（百万元）	-258	126	366	723	971
(+/-%)	-186.7%	148.9%	189.9%	97.4%	34.3%
摊薄 EPS（元/股）	-0.24	0.12	0.33	0.65	0.87
PE	-38.5	76.1	27.9	14.1	10.5

资料来源：长城证券研究院

核心观点

事件：公司发布 2021 年年报，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，同比+148.94%；扣非后归母净利润 0.99 亿元，同比+153.59%，其中 Q4 单季实现营收 43.27 亿元，同比-8.69%；归母净利润-0.35 亿元，同比-198.38%；扣非后归母净利润-0.44 亿元，同比-142.65%。

对此我们点评如下：

- 收入端：21 年全年营收实现营收 168.32 亿元，同比+6.99%，开始回升。** 公司全年实现营收 168.32 亿元，同比+6.99%，其中商用车座椅业务实现营收 54.99 亿元，同比+28.57%；中控及其他内饰件业务实现营收 52.7 亿元，同比-0.61%；头枕业务实现营收 40.13 亿元，同比-4.32%；座椅扶手业务实现营收 16.17 亿元，同比+0.85%。受到上游原材料涨价、疫情反复、缺芯等影响，公司中控、头枕及扶手等业务营收同比下滑或基本持平，但在商用车座椅领域，公司凭借格拉默商用车座椅产品的领先技术和品牌影响力积极拓宽国内客户，已经为一汽解放等商用车企供货，国产化推进顺利，助力商用车座椅业务同比增长。我们认为未来疫情、缺芯等问题缓解后，公司营收有望进一步上升。
- 毛利率：21 年全年毛利率同比改善至 14.14%。** 21 年公司毛利率为 14.14%，同比+0.57pct，公司和格拉默采用联合采购方式后成本下降，毛利率有比较明显的改善，21Q1 单季度毛利率 16.28%，在 21 年四个季度毛利率中最高。但是 21 年下半年受钢材、塑料等原材料价格上涨的影响，21Q3 毛利率为 12.44%，环比-3.56pct，出现较大幅度下跌，Q4 毛利率进一步下跌，环比-0.84pct，但下滑速度有所放缓。如果未来原材料价格下跌，公司毛利率仍有上涨的空间。
- 利润端：全年利润显著改善，Q3、Q4 季度利润承压。** 21 年公司实现归母净利润 1.26 亿元，同比+148.94%，实现扣非归母净利润 0.99 亿元，同比+153.59%，但是 21Q3 和 Q4 单季度持续亏损。公司全年利润端改善较

为明显，主要是得益于联合采购和整合顺利，子公司格拉默扭亏为盈，实现 EBIT 2 亿元（去年同期亏损 3.83 亿元），实现净利润 0.12 亿元（去年同期亏损 5.11 亿元）。21Q3 和 Q4 持续亏损，主要系上游原材料价格上涨导致成本上升，毛利率下滑较大。

- **积极布局格拉默国产化，未来公司业务规模有高增。**公司收购格拉默之后，吸收后者在商用车座椅领域的领先技术，积极建设国产化项目。2021 年，公司在哈尔滨、沈阳、合肥均设立了新工厂，其中哈尔滨工厂生产线设备工艺高端智能，为一汽解放公司各系列商用车卡车配套，已于 21 年 10 月投产；沈阳工厂为宝马汽车生产高品质的中控台、扶手和其他内饰零部件，已于 21 年 8 月正式投产。我们认为未来随着国内生产基地产能的稳步提升，再叠加客户覆盖面的扩大，公司业务规模将在现有基础之上高速增长。
- **紧抓国产替代机遇，实现乘用车座椅领域重大突破。**乘用车座椅由于技术壁垒较高，长期被国外厂商所垄断，国产替代空间巨大。公司为了抓住行业机遇，结合并购格拉默之后获取的技术及人才资源禀赋，强势进入乘用车座椅领域，2021 年在合肥设立新工厂进行乘用车座椅等产品的生产，预计将于 23 年上半年量产并为某造车新势力供货。这是公司业务从 0 到 1 的重大突破，不仅能帮助公司拓展乘用车座椅领域份额，还有利于提升公司产品的单车价值量，有望实现量价齐升。
- **投资建议及盈利预测：**公司海外子公司格拉默得益于联合采购和结构化降本，业绩持续改善，此外，公司吸收格拉默领先技术和工艺，积极推进商用车座椅和乘用车座椅的国产化进程，未来营收和利润有望进一步增长。预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 190.20、224.06、256.55 亿元，归母净利润依次为 3.66、7.23、9.71 亿元，对应当前市值，PE 依次为 27.9、14.1、10.5 倍。维持“增持”评级。
- **风险提示：**全球疫情反复、原材料价格大幅上涨、整合格拉默不及预期、芯片短缺问题持续恶化、宏观经济下行

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	15732.75	16831.99	19020.15	22405.74	25654.57	成长性					
营业成本	13598.36	14451.34	16167.13	18820.82	21293.29	营业收入增长	-12.6%	7.0%	13.0%	17.8%	14.5%
销售费用	381.21	297.25	285.30	291.27	333.51	营业成本增长	-10.5%	6.3%	11.9%	16.4%	13.1%
管理费用	1281.91	1352.89	1426.51	1568.40	1795.82	营业利润增长	-163.7%	151.5%	213.7%	88.3%	39.7%
研发费用	255.60	321.38	380.40	448.11	513.09	利润总额增长	-162.9%	157.2%	182.7%	86.2%	39.8%
财务费用	351.34	192.63	190.20	224.06	256.55	归母净利润增长	-186.7%	148.9%	189.9%	97.4%	34.3%
其他收益	16.76	22.17	20.00	20.00	20.00	盈利能力					
投资净收益	2.57	-20.37	2.00	2.00	2.00	毛利率	13.6%	14.1%	15.0%	16.0%	17.0%
营业利润	-331.37	170.80	535.83	1009.07	1409.47	销售净利率	-2.1%	1.0%	2.8%	4.5%	5.5%
营业外收支	-6.41	22.57	10.85	9.00	14.14	ROE	6.9%	8.0%	7.6%	14.2%	18.0%
利润总额	-337.78	193.36	546.68	1018.08	1423.61	ROIC	7.2%	3.3%	7.8%	13.5%	16.0%
所得税	2.70	67.55	121.65	191.35	360.56	营运效率					
少数股东损益	-82.25	-0.56	58.65	103.39	91.65	销售费用/营业收入	2.4%	1.8%	1.5%	1.3%	1.3%
归母净利润	-258.23	126.37	366.38	723.34	971.41	管理费用/营业收入	8.1%	8.0%	7.5%	7.0%	7.0%
资产负债表						研发费用/营业收入	1.6%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
						财务费用/营业收入	2.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
流动资产	6699.54	6515.14	7101.02	8689.61	8870.02	投资收益/营业利润	-0.8%	-11.9%	0.4%	0.2%	0.1%
货币资金	1503.36	1405.76	1173.54	1382.43	1582.89	所得税/利润总额	-0.8%	34.9%	22.3%	18.8%	25.3%
应收票据及应收账款合计	2899.69	2408.48	3465.99	3687.98	4380.46	应收账款周转率	7.03	7.24	7.33	7.20	7.26
其他应收款	51.39	67.39	59.39	63.39	61.39	存货周转率	9.27	10.41	11.32	10.48	10.97
存货	1503.68	1729.91	1631.82	2642.79	2033.32	流动资产周转率	2.27	2.55	2.79	2.84	2.92
非流动资产	10626.29	9694.00	9550.08	9149.85	8845.98	总资产周转率	0.90	1.00	1.16	1.30	1.44
固定资产	3810.63	3539.66	3304.89	3064.09	2809.17	偿债能力					
资产总计	17325.82	16209.14	16651.10	17839.46	17716.00	资产负债率	73.6%	69.2%	66.6%	67.3%	66.7%
流动负债	6897.58	6069.16	5959.43	7747.39	8853.38	流动比率	0.97	1.07	1.19	1.12	1.00
短期借款	2476.09	1638.49	1493.62	2373.54	3174.99	速动比率	0.75	0.79	0.92	0.78	0.77
应付款项	2732.42	2601.94	2713.83	3541.99	3891.40	每股指标 (元)					
非流动负债	5861.13	5141.46	5132.47	4262.29	2965.61	EPS	-0.24	0.12	0.33	0.65	0.87
长期借款	2137.76	2630.50	2015.31	1448.23	0.00	每股净资产	3.84	4.16	4.60	4.75	4.73
负债合计	12758.71	11210.62	11091.90	12009.68	11818.99	每股经营现金流	0.72	0.64	0.70	0.99	2.15
股东权益	4567.11	4998.52	5559.20	5829.78	5897.01	每股经营现金/EPS	-3.05	5.35	2.13	1.53	2.48
股本	1021.25	1118.97	1118.97	1118.97	1118.97	估值					
留存收益	3416.60	3935.75	4027.87	4195.07	4170.64	PE	-38.48	76.08	27.88	14.12	10.52
少数股东权益	297.67	353.71	412.36	515.75	607.39	PEG	0.16	0.73	5.04	0.41	0.10
负债和权益总计	17325.82	16209.14	16651.10	17839.46	17716.00	PB	2.38	2.20	1.98	1.92	1.93
现金流量表						EV/EBITDA	15.51	21.53	9.17	6.72	5.10
						EV/SALES	0.68	1.23	0.66	0.57	0.47
经营活动现金流	807.70	718.91	781.86	1103.53	2407.97	EV/IC	1.47	2.83	1.68	1.63	1.70
其中营运资本减少	245.85	-813.58	-471.33	-602.91	410.52	ROIC/WACC	0.03	0.36	0.87	1.51	1.79
投资活动现金流	-1757.00	-587.69	-398.87	-327.56	-358.22	REP	46.66	7.80	1.95	1.08	0.95
其中资本支出	-365.11	-149.31	570.00	480.00	490.00						
融资活动现金流	438.89	-40.09	-615.20	-567.07	-1849.30						
净现金总变化	-510.41	91.13	-232.21	208.89	200.45						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，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到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>