

格拉默业绩环比改善 乘用车座椅从0到1

继峰股份(603997)

事件概述

公司发布公告：初步数据显示，格拉默在2022年第一季度的盈利水平显著低于去年同期，息税前利润(EBIT)亏损100万欧元左右(去年同期盈利2,260万欧元)，经营性息税前利润(Operating EBIT)亏损约250万欧元(去年同期盈利2,100万欧元)。初步统计，格拉默在一季度销售额略高于去年同期(去年同期为50,370万欧元)，因此基本符合预期。

分析判断：

▶ 格拉默业绩好于预期 静待压制因素缓解

格拉默预计2022Q1销售额同比略微增长(去年同期为5.0亿欧元，折合人民币34.6亿元)，EBIT亏损100万欧元左右(折合人民币约692万元)，对比去年同期的盈利2,260万欧元(折合人民币约1.6亿元)，环比2021Q4的亏损750万欧元(折合人民币约5,190万元)有所改善，经营性EBIT亏损约250万欧元(折合人民币约1,730万元)，对比去年同期的盈利2,100万欧元(折合人民币约1.5亿元)，环比2021Q4的亏损790万欧元(折合人民币约5,466万元)有所改善，盈利能力同比下滑主要受原材料、能源价格及海运费上涨、疫情导致中国区停产以及缺芯等影响。若加回美洲区约400万欧元的一次性特殊运费则实现小幅盈利，好于市场预期，体现整合成效，随着压制因素逐步缓解，将具备较高的修复弹性。

▶ 乘用车座椅从0到1 国产替代突破

公司于2021年10月获得某造车新势力品牌主机厂的乘用车座椅项目定点，是从0到1的突破，我们预计单车价值将由之前的300-400元(头枕+扶手，Tier 2)提升至5,000元(座椅总成，Tier 1)。乘用车座椅由于技术壁垒高，长期被安道拓、李尔等外资供应商垄断，公司是全球座椅头枕细分龙头，我们测算全球市占率25%以上，体现较强的成本管控能力，预计未来有望凭借性价比和快速响应能力在乘用车座椅领域加速抢份额，打开成长空间。

▶ 全面协同 剑指全球智能座舱龙头

继峰集团2018年收购德国格拉默，2019年完成交割并于2019Q4开始并表，2020年开启全面整合，包括格拉默组织架构的调整、多举措降本增效、生产基地布局整合等，经营提升凸显。同时格拉默和继峰联合开拓市场，产品相互赋能，客户相互导入，共同提升市占率。面对汽车行业电动智能百年大变革，公司积极拥抱，横向拓展乘用车座椅、音响头枕、移动中控系统和扶手、3D Glass玻璃技术等智能化新品，纵向布局智能家居式重卡座舱、电动出风口等，并突破特斯拉、蔚来、

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	7.62
股票代码：	603997
52周最高价/最低价：	19.4/7.43
总市值(亿)	85.28
自由流通市值(亿)	67.12
自由流通股数(百万)	880.82



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080006
联系电话：

相关研究

- 【华西汽车】继峰股份(603997)2021年报点评：业绩扭亏为盈 乘用车座椅从0到1
2022.03.31
- 【华西汽车】继峰股份(603997)2021业绩预告点评：业绩扭亏为盈 乘用车座椅从0到1
2022.01.28
- 【华西汽车】继峰股份(603997)2021三季报点评：业绩短期承压 乘用车座椅从0到1
2021.10.28

理想等造车新势力，长期来看“大继峰”有望充分发挥格拉默百年积淀的座椅等技术优势和继峰的民企灵活机制冲击智能座舱万亿元市场，剑指全球龙头。

投资建议

整合成效渐显，新产品和新客户加速拓展，“大继峰”（继峰+格拉默）未来有望成为全球智能座舱龙头。维持盈利预测：维持 2022-24 年收入 195.2/235.1/268.9 亿元不变，归母净利为 5.2/8.2/10.8 亿元，EPS 为 0.47/0.73/0.96 元，对应 2022 年 4 月 12 日收盘价 7.62 元的 PE 16/10/8 倍，维持“买入”评级。

风险提示

乘用车行业销量不及预期；整合进展不及预期；客户拓展情况不及预期；行业竞争加剧；原材料成本提升等。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15,733	16,832	19,521	23,507	26,885
YoY (%)	-12.6%	7.0%	16.0%	20.4%	14.4%
归母净利润(百万元)	-258	126	522	822	1,077
YoY (%)	-186.7%	148.9%	312.7%	57.6%	30.9%
毛利率 (%)	13.6%	14.1%	14.2%	14.7%	15.2%
每股收益 (元)	-0.23	0.11	0.47	0.73	0.96
ROE	-6.0%	2.7%	9.8%	13.1%	14.3%
市盈率	-33.02	67.48	16.35	10.37	7.92

资料来源：公司公告，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	16,832	19,521	23,507	26,885	净利润	126	519	819	1,072
YoY (%)	7.0%	16.0%	20.4%	14.4%	折旧和摊销	766	163	104	124
营业成本	14,451	16,749	20,052	22,798	营运资金变动	-253	-224	-342	-294
营业税金及附加	46	52	64	73	经营活动现金流	719	657	683	984
销售费用	297	293	353	403	资本开支	-685	304	585	449
管理费用	1,353	1,327	1,598	1,828	投资	2,050	0	0	0
财务费用	193	97	52	6	投资活动现金流	-588	281	556	416
资产减值损失	-18	-60	0	0	股权募资	34	0	0	0
投资收益	-20	-24	-28	-33	债务募资	1,984	-698	-919	-22
营业利润	171	649	1,038	1,402	筹资活动现金流	-40	-838	-1,019	-99
营业外收支	23	23	23	23	现金净流量	-23	99	220	1,301
利润总额	193	671	1,061	1,425	主要财务指标				
所得税	68	152	242	353	成长能力 (%)				
净利润	126	519	819	1,072	营业收入增长率	7.0%	16.0%	20.4%	14.4%
归属于母公司净利润	126	522	822	1,077	净利润增长率	148.9%	312.7%	57.6%	30.9%
YoY (%)	148.9%	312.7%	57.6%	30.9%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.11	0.47	0.73	0.96	毛利率	14.1%	14.2%	14.7%	15.2%
资产负债表 (百万元)					净利率率	0.7%	2.7%	3.5%	4.0%
货币资金	1,406	1,445	1,665	2,966	总资产收益率 ROA	0.8%	3.1%	4.7%	5.5%
预付款项	93	108	129	147	净资产收益率 ROE	2.7%	9.8%	13.1%	14.3%
存货	1,730	2,005	2,400	2,729	偿债能力 (%)				
其他流动资产	3,286	3,753	4,445	5,031	流动比率	1.07	1.25	1.51	1.72
流动资产合计	6,515	7,371	8,700	10,934	速动比率	0.70	0.80	0.96	1.15
长期股权投资	9	9	9	9	现金比率	0.23	0.25	0.30	0.48
固定资产	3,540	3,676	3,707	3,785	资产负债率	69.2%	65.8%	61.9%	59.2%
无形资产	1,455	1,267	1,049	841	经营效率 (%)				
非流动资产合计	9,694	9,419	8,900	8,516	总资产周转率	1.04	1.16	1.34	1.38
资产合计	16,209	16,730	17,539	19,389	每股指标 (元)				
短期借款	1,638	941	22	0	每股收益	0.11	0.47	0.73	0.96
应付账款及票据	2,340	2,712	3,247	3,691	每股净资产	4.15	4.77	5.63	6.73
其他流动负债	2,091	2,251	2,483	2,677	每股经营现金流	0.64	0.59	0.61	0.88
流动负债合计	6,069	5,904	5,752	6,368	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	2,631	2,631	2,631	2,631	估值分析				
其他长期负债	2,511	2,511	2,511	2,511	PE	67.48	16.35	10.37	7.92
非流动负债合计	5,141	5,141	5,141	5,141	PB	3.87	1.60	1.35	1.13
负债合计	11,211	11,045	10,893	11,510					
股本	1,119	1,119	1,119	1,119					
少数股东权益	354	351	348	343					
股东权益合计	4,999	5,685	6,646	7,880					
负债和股东权益合计	16,209	16,730	17,539	19,389					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。