

继峰股份（603997.SH）-2022年中报点评

增持
短期业绩承压，长期看好乘用车座椅增长

核心观点

中报业绩短期承压。公司发布 2022 年中报，上半年营业收入 84.33 亿元，同比下滑 3.3%，上半年实现归母净利润-1.68 亿元（去年同期 1.89 亿元），扣非归母净利润-1.76 亿元（去年同期 1.78 亿元）。2022 年 Q2 实现营收 42.29 亿元，同比增长 0.9%，环比增长 0.6%，Q2 实现归母净利润-1.31 亿元，去年同期 0.61 亿元，22Q1 为-0.38 亿元，亏损幅度有所扩大，扣非归母净利润-1.39 亿元，去年同期 0.54 亿元，22Q1 为-0.37 亿元。公司 2022H1 毛利率 11.20%，净利率-2.15%，相较于去年同期分别下降 5.0pct、4.5pct。2022Q2 毛利率 10.22%，环比-2.0pct，同比-5.8pct，2022Q2 净利率-3.22%，环比-2.1pct，同比-4.8pct。

公司营收及盈利能力下降受多重因素影响：公司直接材料占成本 70%，原材料价格上涨，而对客户协商的补偿款相对滞后；国内疫情导致部分区域停产停工；海外冲突、芯片短缺、运输费用等问题同样压制公司业务；公司座椅业务在前期投入期，于上半年产生了相应的费用性支出。

汽车行业产销恢复，整合管理有序执行，预计 Q3 迎来盈利拐点。行业层面，汽车行业 7 月淡季不淡，整体产销动能强。管理层方面，上半年对格拉默监事会完成重组，更换首席执行官，以加强对格拉默降本增效措施的管理执行，预计公司与客户协调了原材料补偿方案将在下半年逐步体现，Q3 有望迎来盈利拐点。

2022 年上半年合肥工厂厂房建造完成，乘用车座椅稳步推进。2021 年 10 月，公司获得了国内造车新势力的座椅定点。2022 年 7 月，公司再次成为某新能源汽车主机厂的座椅总成供应商，为客户开发、生产前后排座椅总成产品。公司通过与新能源车企合作有望突破现有的乘用车座椅格局。目前，合肥工厂厂房建造完成，预计乘用车座椅业务将稳步放量。

风险提示：商誉减值风险、高资产负债率风险、政策风险、市场风险、客户拓展风险、毛利率下滑风险、原材料涨价风险、同业竞争风险。

投资建议：我们维持盈利预测，2022-2024 年归属母公司净利润 2.12/5.90/9.00 亿元，同比增长 67.4%/178.7%/52.6%，每股收益分别为 0.19/0.53/0.80 元，对应 2023 年 32x PE，随着公司整合稳步开展，以及乘用车座椅业务放量，公司未来的成长性和确定性增强，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15,733	16,832	18,081	20,018	22,992
(+/-%)	-12.6%	7.0%	7.4%	10.7%	14.9%
净利润(百万元)	-258	126	212	590	900
(+/-%)	-186.7%	-148.9%	67.4%	178.7%	52.6%
每股收益(元)	-0.25	0.11	0.19	0.53	0.80
EBIT Margin	1.1%	2.2%	2.9%	5.4%	6.7%
净资产收益率 (ROE)	-6.0%	2.7%	4.8%	13.0%	18.3%
市盈率 (PE)	-67.7	151.5	90.5	32.5	21.3
EV/EBITDA	36.6	31.1	32.2	20.5	15.9
市净率 (PB)	4.09	4.12	4.32	4.21	3.90

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

汽车·汽车零部件

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

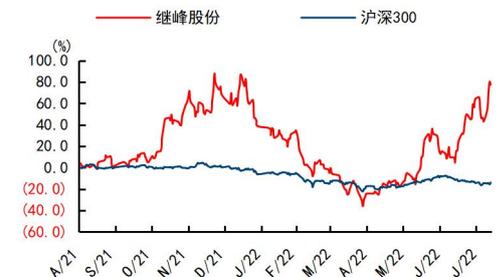
tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	18.00 - 20.00 元
收盘价	17.11 元
总市值/流通市值	19112/15074 百万元
52 周最高价/最低价	19.40/5.98 元
近 3 个月日均成交额	297.53 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《继峰股份（603997.SH）-自主崛起，国产乘用车座椅打开增长空间》——2022-08-03

中报业绩短期承压。公司发布 2022 年中报，业绩位于预告中值 a。上半年营业收入 84.33 亿元，同比下滑 3.3%，实现归母净利润-1.68 亿元（去年同期 1.89 亿元），扣非归母净利润-1.76 亿元（去年同期 1.78 亿元）。单季度看，2022 年 Q2 实现营收 42.29 亿元，同比增长 0.9%，环比增长 0.6%，Q2 实现归母净利润-1.31 亿元，去年同期 0.61 亿元，22Q1 亏损 0.38 亿元，亏损幅度有所扩大，扣非归母净利润-1.39 亿元，去年同期 0.54 亿元，22Q1 亏损 0.37 亿元。

2022 年上半年，行业因外部因素扰动，整体下行，公司收入表现好于行业。2022 年上半年，全球轻型车销量 3263 万辆，同比下降 10.1%，中国汽车销量 1205.7 万辆，同比下降 6.6%。公司营收表现好于行业。

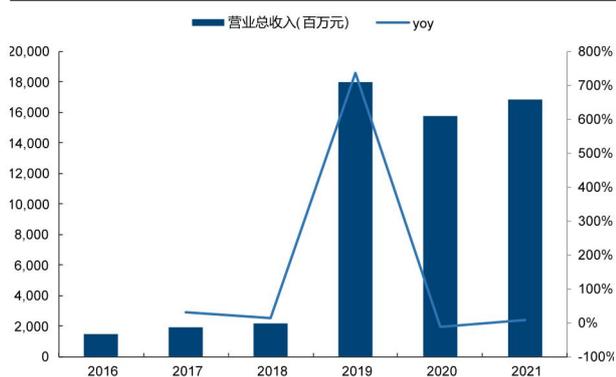
分部来看，2022 年上半年格拉默分部实现营收 74.15 亿元，同比-2.9%，净利润约-1.80 亿元（去年同期约 1.27 亿元），继峰分部上半年实现营收 10.93 亿元，同比-1.9%，净利润约-0.10 亿元（去年同期约 0.77 亿元）。预计格拉默中国地区业务受疫情影响，以及美洲地区对盈利能力的影响较大，上半年分部同比均有所下滑。

2022 上半年及 Q2 整体盈利能力下滑。公司 2022H1 毛利率 11.20%，净利率-2.15%，相较于去年同期分别下降 5.0pct、4.5pct。单季度看，2022Q2 毛利率 10.22%，环比-2.0pct，同比-5.8pct，2022Q2 净利率-3.22%，环比-2.1pct，同比-4.8pct。其中 Q2 盈利能力下滑明显。

期间费用率下降，新业务开发研发费用率上升：公司 2022H1 期间费用率 12.19%，同环比有所下降，其中销售费用率 1.48%、管理费用率 8.06%、财务费用率 0.60%、研发费用率 2.05%，相较于去年同期分别-0.6pct、0.1pct、-0.6pct、0.2pct，研发费用率上升主要系乘用车座椅等新业务持续开拓增加了研发费用。

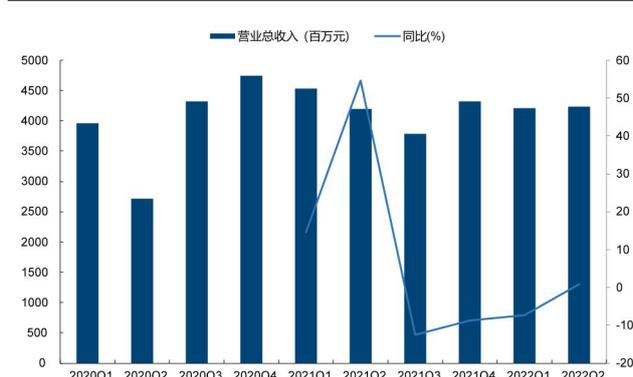
公司营收及盈利能力下降主要影响因素：1、公司直接材料成本占比 70%，原材料影响较大，原材料价格持续上涨，而对客户协商的补偿款相对滞后；2、国内疫情导致部分区域停产停工；3、海外冲突、芯片短缺、运输费用等问题同样压制公司业务发展；4、公司座椅业务仍在前期投入期，于上半年产生了相应的费用性支出。

图1：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速



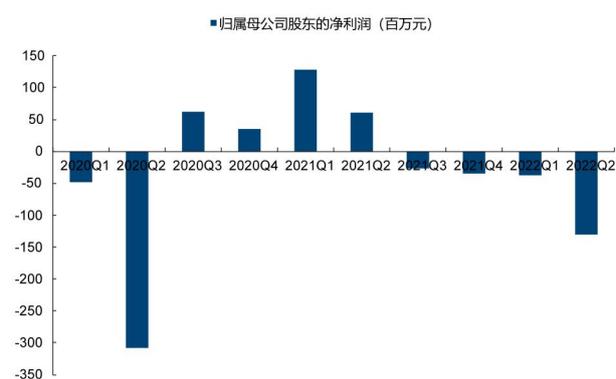
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3: 公司净利润及增速



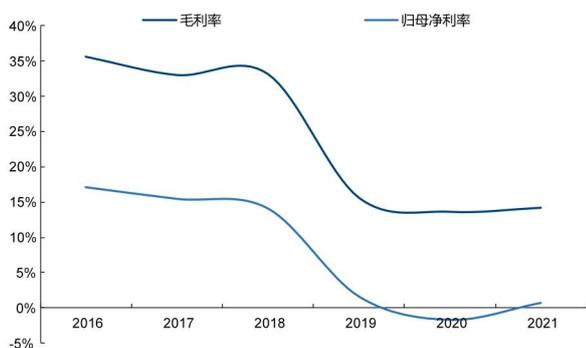
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度净利润



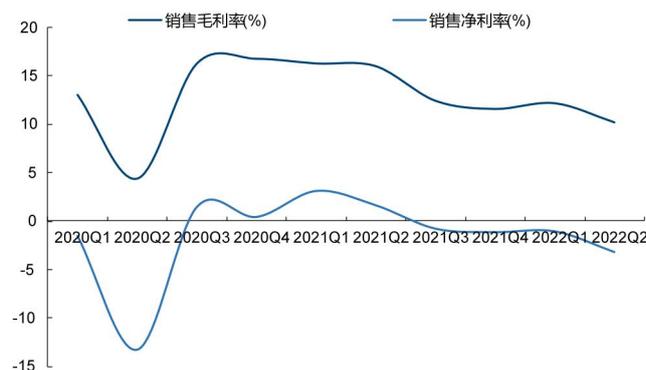
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率及净利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

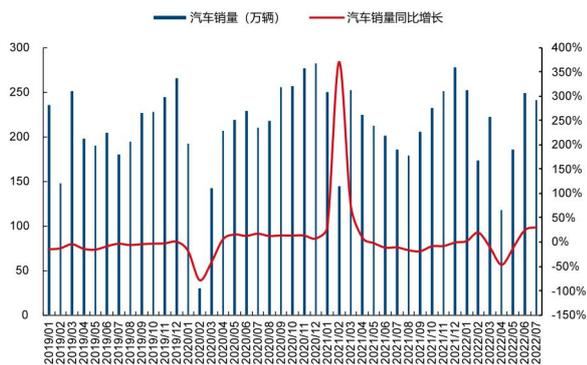
图6: 公司单季度毛利率及净利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

汽车行业产销恢复，整合管理有序执行，预计公司 Q3 迎来盈利拐点。行业层面，汽车行业 6、7 月淡季不淡，整体产销动能强。汽车产销方面，据中汽协数据，6 月汽车产销已经有所恢复，6 月产销分别为 249.9 万辆和 250.2 万辆，同比增长 28.2%和 23.8%，7 月汽车产销分别为 245.5 和 242 万辆，同比增长 31.5%和 29.7%，整体淡季不淡。管理层方面，上半年对格拉默监事会完成重组，更换首席执行官，以加强对格拉默降本增效措施的管理执行，同时预计公司与客户协调了原材料补偿方案将在下半年逐步体现，Q3 有望迎来盈利拐点。

图7：汽车月度销量及同比



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

图8：新能源汽车月度销量及同比



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

并购协同效应成就座椅内饰龙头，持续开拓市场，横纵向布局拓宽产品矩阵。

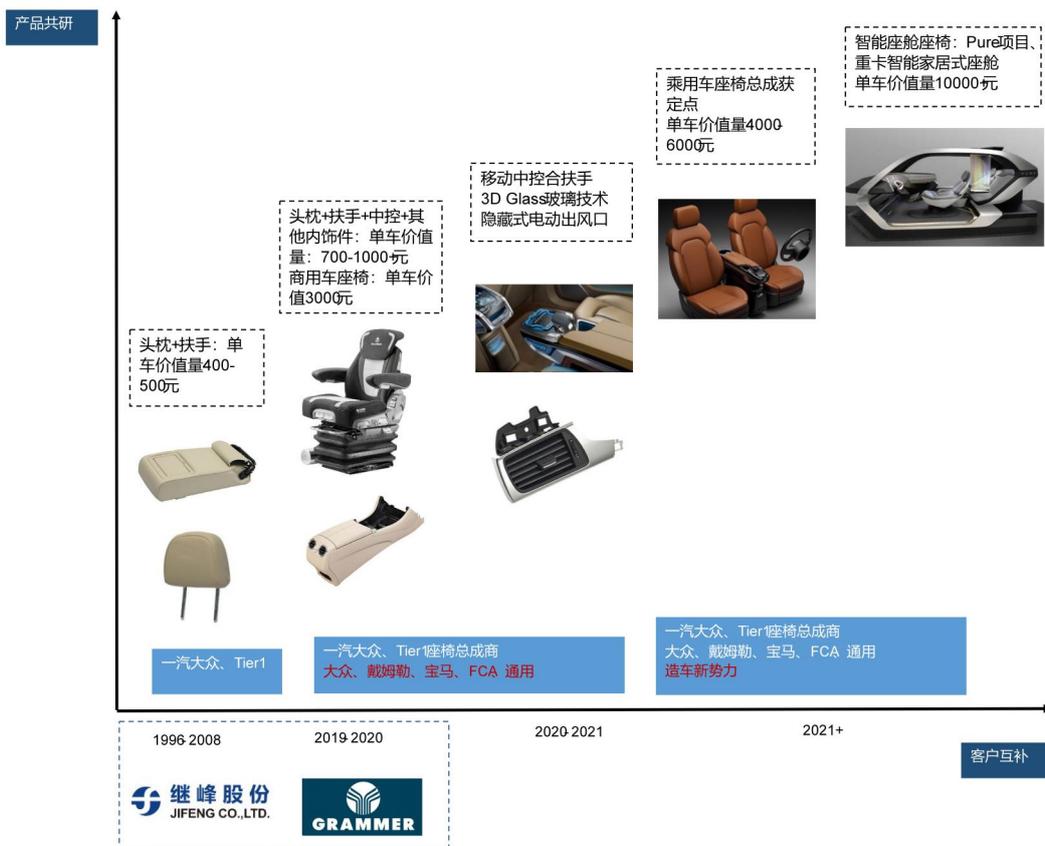
1、横向布局，增加现有产品附加值。开发音乐头枕、移动中控和扶手、3D Glass 玻璃技术等新业务，持续提升公司产品价值。

2、纵向拓展，开拓新内饰业务。隐藏式电动出风口是能够实现触摸控制、语音控制、自动扫风、集会议仪表盘等功能的新式出风口。2022年上半年公司交付数量7.7万个，实现营业收入超1600万元，目前公司隐藏式出风口产品在手项目近30个，下半年随着蔚来ET5、吉利博越、长城哈弗H6等新项目实现量产，预计将持续放量。

3、格拉默在商用车座椅上的行业定义能力。重卡家居化，升级版本已完成客户样车试装，等待验证。公司自2020年下半年开始启动商用车座舱项目，开发重卡智能家居式座舱，该项目单车价值量高，2021年，部分客户陆续进行样车试安装，个别客户的样车已完成试装，并发往客户处进行路试等后续验证。

4、长远规划，无人驾驶下的“Pure”项目。格拉默研发，着眼于无人驾驶场景下的汽车座舱设计，解决无人驾驶下的晕车问题，研究汽车内部组件在无人驾驶阶段的不同工作模式，旨在打造新的出行场景解决方案。

图9：产品共研、客户互补，协同效应显现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

自主崛起，乘用车座椅国产替代空间广阔，成公司长期增长动力。目前全球汽车座椅 80%以上的市场份额被安道拓、李尔、丰田纺织、佛吉亚、延锋座椅、麦格纳等座椅生产商所占据。国内生产商中，延锋座椅约占国内市场份额 29%左右，其他本土座椅总成商中规模尚小。国内企业主要活跃在二级配套市场。

2021 年 10 月，公司获得了国内造车新势力的座椅定点，为客户开发、配套新能源汽车座椅产品，项目计划从 2023 年 1 月 10 日开始。2022 年 7 月，公司再次公告成为某新能源汽车主机厂的座椅总成供应商，为客户开发、生产前后排座椅总成产品。乘用车座椅业务获得定点后，公司乘用车单车配套价值量将从 700-1000 元提升至 5000-6000 元，单车价值量提升约 6-7 倍。同时，公司将从 Tier2 转变为 Tier1，提升公司在汽车零部件配套市场的地位。

2022 年上半年合肥工厂建造完成，乘用车座椅稳步推进。乘用车座椅的销售模式并非以市场为导向，而是以客户为导向，即需要基于客户的规划开展业务设计，相比于传统厂商 2-3 年的研发周期，新势力的研发周期普遍在 1.5-2 年左右，国内本土的配套商具有较低的成本优势与迅速反应能力，继峰进入新能源车企的供应体系，将有望突破现有的座椅供应配套格局，替代反应较慢的供应商，伴随国内造车新势力成长。

盈利预测与投资建议：维持盈利预测，维持“增持”评级。

随着公司整合稳步开展，以及乘用车座椅业务放量，公司未来的成长性和确定性增强，我们维持盈利预测：我们预测公司 2022-2024 年营业总收入分别为

180.8/200.2/229.9 亿元，同比增长 7.4%/10.7%/14.9%，毛利率为 14.3%/16.3%/17.1%。预测公司 2022-2024 年归属母公司净利润 2.12/5.90/9.00 亿元，同比增长 67.4%/178.7%/52.6%。每股收益 22-24 年分别为 0.19/0.53/0.80 元。

我们选取天成自控、上海沿浦、岱美股份等三家内饰及座椅零部件企业作为可比公司。截至 2022 年 8 月 11 日收盘价，公司对应当前市值，22-24 年分别为 90/32/21 倍，随着公司整合稳步开展，以及乘用车座椅业务放量，公司未来的成长性和确定性增强，更新一年期（2023 年）目标估值 18-20 元，对应 2023 年 PE 为 34-38 倍。维持“增持”评级。

表 1: 同类公司估值比较 (20220811)

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
603085.SH	天成自控	无评级	13.77	55	0.08	0.13	0.38	172	103	36
603730.SH	岱美股份	无评级	15.98	150	0.57	0.71	0.76	28	23	21
605128.SH	上海沿浦	无评级	55.99	45	0.88	0.73	2.51	64	77	22
	平均				0.51	0.52	1.22	88	67	27
603997.SH	继峰股份	增持	17.11	191	0.11	0.19	0.53	152	90	32

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

注：无评级标的盈利预测来自 wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1503	1406	1510	1672	1920	营业收入	15733	16832	18081	20018	22992
应收款项	2951	2476	2818	3273	3575	营业成本	13598	14451	15487	16755	19070
存货净额	1504	1730	1847	1963	2270	营业税金及附加	43	46	49	54	63
其他流动资产	740	904	883	998	1168	销售费用	381	297	325	360	391
流动资产合计	6700	6515	7057	7905	8932	管理费用	1282	1353	1342	1399	1553
固定资产	3981	3790	4104	4371	4594	研发费用	256	321	345	360	368
无形资产及其他	1732	1455	1397	1339	1281	财务费用	351	193	242	269	288
投资性房地产	4906	4439	4439	4439	4439	投资收益	3	(20)	0	0	0
长期股权投资	7	9	11	13	15	资产减值及公允价值变动	155	18	0	0	0
资产总计	17326	16209	17009	18067	19261	其他收入	(566)	(319)	(345)	(360)	(368)
短期借款及交易性金融负债	2887	2384	3130	3735	4186	营业利润	(331)	171	290	819	1260
应付款项	2455	2340	2733	2915	3265	营业外净收支	(6)	23	20	20	20
其他流动负债	1555	1345	1417	1671	1805	利润总额	(338)	193	310	839	1280
流动负债合计	6898	6069	7280	8321	9256	所得税费用	3	68	99	252	384
长期借款及应付债券	3296	3057	3057	3057	3057	少数股东损益	(82)	(1)	(1)	(2)	(4)
其他长期负债	2565	2085	1885	1785	1685	归属于母公司净利润	(258)	126	212	590	900
长期负债合计	5861	5141	4941	4841	4741	现金流量表 (百万元)					
负债合计	12759	11211	12221	13162	13997	净利润	(258)	126	212	590	900
少数股东权益	298	354	355	354	353	资产减值准备	134	(137)	2	1	1
股东权益	4269	4645	4433	4551	4911	折旧摊销	653	611	442	491	534
负债和股东权益总计	17326	16209	17009	18067	19261	公允价值变动损失	(155)	(18)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	351	193	242	269	288
每股收益	(0.25)	0.11	0.19	0.53	0.80	营运资本变动	45	(391)	(171)	(349)	(394)
每股红利	0.43	0.37	0.38	0.42	0.48	其它	(356)	138	(1)	(2)	(3)
每股净资产	4.18	4.15	3.96	4.07	4.39	经营活动现金流	63	330	483	731	1039
ROIC	-0.24%	1.97%	2%	5%	8%	资本开支	0	(152)	(700)	(700)	(700)
ROE	-6.05%	2.72%	5%	13%	18%	其它投资现金流	16	2	0	0	0
毛利率	14%	14%	14%	16%	17%	投资活动现金流	13	(153)	(702)	(702)	(702)
EBIT Margin	1%	2%	3%	5%	7%	权益性融资	46	34	0	0	0
EBITDA Margin	5%	6%	5%	8%	9%	负债净变化	364	493	0	0	0
收入增长	-13%	7%	7%	11%	15%	支付股利、利息	(438)	(417)	(423)	(472)	(540)
净利润增长率	-187%	-149%	67%	179%	53%	其它融资现金流	(523)	(461)	746	605	451
资产负债率	75%	71%	74%	75%	75%	融资活动现金流	(624)	(275)	323	133	(89)
股息率	2.3%	2.2%	2.2%	2.5%	2.8%	现金净变动	(548)	(98)	104	162	248
P/E	(67.7)	151.5	90.5	32.5	21.3	货币资金的期初余额	2051	1503	1406	1510	1672
P/B	4.1	4.1	4.3	4.2	3.9	货币资金的期末余额	1503	1406	1510	1672	1920
EV/EBITDA	36.6	31.1	32.2	20.5	15.9	企业自由现金流	0	305	(68)	203	524
						权益自由现金流	0	337	514	620	774

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032