

继峰股份

多因素致 1H22 业绩承压 看好座椅国产替代



邓学 | 汽车及出行设备
SAC 执证编号: S0080521010008
SFC CE Ref: BJV008
xue.deng@cicc.com.cn



库静兰 | 汽车及出行设备
SAC 执证编号: S0080120080100
jinglan.she@cicc.com.cn



任丹霖 | 汽车及出行设备
SAC 执证编号: S0080518060001
SFC CE Ref: BNF068
danlin.ren@cicc.com.cn

● 维持跑赢行业

股票代码 | 603997.SH
股票评级 | → 跑赢行业
目标价 | 人民币 20.00

股票代码	603997.SH
最新收盘价	人民币 17.11
52 周最高价/最低价	人民币 19.40-5.98
总市值(亿)	人民币 191



(人民币 百万)	2020A	2021A	2022E	2023E
营业收入	15,733	16,832	18,078	19,636
增速	-12.6%	7.0%	7.4%	8.6%
归属母公司净利润	-258	126	159	510
增速	-186.7%	N.M.	25.6%	221.1%
扣非后净利润	-185	99	131	483
增速	-172.1%	N.M.	32.7%	267.0%
每股净利润	-0.23	0.11	0.14	0.46
每股净资产	3.82	4.16	4.12	4.51
每股股利	0.00	0.18	0.07	0.23
每股经营现金流	0.73	0.64	0.83	0.91
市盈率	N.M.	151.2	120.3	37.5
市净率	4.5	4.1	4.1	3.8
EV/EBITDA	26.2	20.4	26.3	17.2
股息收益率	0.0%	1.0%	0.4%	1.3%
平均总资产收益率	-1.5%	0.8%	1.0%	3.1%
平均净资产收益率	-5.9%	2.8%	3.4%	10.6%

资料来源: Wind, 彭博资讯, 公司公告, 中金公司研究部

● 业绩回顾

2Q22 业绩位于业绩预告区间中枢

公司发布 1H22 业绩: 1H22 公司实现收入 84.3 亿元, 同比-3.3%, 归母净利润与扣非净利润均由正转负, 分别为-1.7 亿元/-1.8 亿元, 位于此前预告的中枢。对应公司 2Q22 收入 42.3 亿元, 同比/环比+0.9%/+0.6%, 归母净利润与扣非净利润均出现亏损, 分别为-1.3 亿元/-1.4 亿元。

发展趋势

多重压力致收入同比下滑、盈利能力承压。公司 1H22 收入同比下降, 主要系俄乌冲突、国内疫情停产带来的影响。公司 1H22 毛利率为 11.2%, 同比-4.16ppt, 2Q22 毛利率为 10.2%, 同比/环比-5.78ppt/-1.97ppt, 公司 2Q22 整体业绩下滑较大, 主要系: 1) 国内疫情影响产销; 2) 海外俄乌冲突等因素影响能源、原材料成本; 3) 公司在乘用车座椅业务方面持续加大布局力度, 研发费用有所增加。

本部受疫情拖累 2Q22 录得亏损, 格拉默整合持续推进。具体来看, 继峰本部 2Q22 净利润由正转负, 我们测算净亏损约 1300 万元, 我们认为主要系疫情停产带动产能利用率下滑导致。2Q22 格拉默营收环比基本持平, 但亏损环比持续扩大, 对应净利润率约为-3.4%, 我们认为能源价格上涨等是主要不利因素。但公司对于格拉默的整合仍在持续推进: 组织管理方面, 1H22 公司完成格拉默监事会的重组, 更换首席执行官; 采购方面, 公司与格拉默签订联合采购协议, 有望持续降低双方的采购成本、增强成本控制能力。

原有业务短期业绩修复仍需观察, 但长期修复弹性较大, 乘用车座椅业务打开新成长空间。向前看, 我们认为, 公司原有业务盈利能力短期恢复进度仍有待跟踪, 但长期来看, 我们预计本部、格拉默净利率分别有望修复至 10%、4%以上, 盈利修复带来的业绩弹性较大; 新业务方面, 我们认为乘用车座椅总成行业营收规模大(国内市场超过 4000 亿元)、国产替代空间广(外资及合资供应商市占率超过 85%), 公司相对于其他国产厂商具备一定的人才优势和格拉默的技术积淀, 并且这一优势有望长期保持, 助力公司在国产替代趋势中充分受益。

盈利预测与估值

维持跑赢行业评级, 考虑到国内疫情、俄乌冲突致 1H22 业绩不及预期, 我们下调 2022 年盈利预测 47.3%至 1.6 亿元, 维持 2023 年盈利预测不变。考虑到原有业务短期业绩修复仍需观察, 分别下调 2022/2023 年收入预测 2.2%/4.6%至 180.8 亿元/196.4 亿元。考虑到当前市场对于乘用车座椅国产替代趋势的逐步认可, 估值中枢上移, 我们上调公司目标价 17.6%至 20 元, 对应 2023 年 44.4 倍 P/E, 当前股价对应 37.5 倍 2023 年 P/E, 目标价较当前股价有 16.9%的上行空间。

风险

全球芯片供应恢复不及预期, 原材料价格持续上涨。



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E
利润表					成长能力				
营业收入	15,733	16,832	18,078	19,636	营业收入	-12.6%	7.0%	7.4%	8.6%
营业成本	13,598	14,451	15,543	16,590	营业利润	-163.7%	N.M.	15.8%	221.9%
税金及附加	43	46	49	53	EBITDA	-30.9%	25.3%	-20.8%	52.0%
营业费用	381	297	319	314	净利润	-186.7%	N.M.	25.6%	221.1%
管理费用	1,282	1,353	1,435	1,519	扣非后净利润	-172.1%	N.M.	32.7%	267.0%
财务费用	351	193	154	160	盈利能力				
其他	-253	-303	-374	-358	毛利率	13.3%	13.9%	13.7%	15.2%
营业利润	-331	171	198	637	营业利润率	-2.1%	1.0%	1.1%	3.2%
营业外收支	-6	23	0	0	EBITDA 利润率	5.9%	6.8%	5.1%	7.1%
利润总额	-338	193	198	637	净利润率	-1.6%	0.8%	0.9%	2.6%
所得税	3	68	40	127	扣非后净利润率	-1.2%	0.6%	0.7%	2.5%
少数股东损益	-82	-1	-1	-1	偿债能力				
归属母公司净利润	-258	126	159	510	流动比率	0.97	1.07	1.02	1.12
扣非后净利润	-185	99	131	483	速动比率	0.75	0.79	0.73	0.82
EBITDA	920	1,153	913	1,388	现金比率	0.22	0.23	0.16	0.22
资产负债表					资产负债率	73.6%	69.2%	69.5%	68.6%
货币资金	1,503	1,406	1,010	1,440	净债务资本比率	49.9%	14.2%	22.9%	12.4%
应收账款及票据	2,900	2,408	2,587	2,810	回报率分析				
预付款项	54	93	75	84	总资产收益率	-1.5%	0.8%	1.0%	3.1%
存货	1,504	1,730	1,861	1,986	净资产收益率	-5.9%	2.8%	3.4%	10.6%
其他流动资产	739	878	924	982	每股指标				
流动资产合计	6,700	6,515	6,457	7,301	每股净利润 (元)	-0.23	0.11	0.14	0.46
固定资产及在建工程	3,981	3,790	3,918	4,014	每股净资产 (元)	3.82	4.16	4.12	4.51
无形资产及其他长期资产	6,645	5,904	5,868	5,834	每股股利 (元)	0.00	0.18	0.07	0.23
非流动资产合计	10,626	9,694	9,786	9,847	每股经营现金流 (元)	0.73	0.64	0.83	0.91
资产合计	17,326	16,209	16,243	17,149	估值分析				
短期借款	2,887	2,384	2,238	2,238	市盈率	N.M.	151.2	120.3	37.5
应付账款及票据	2,455	2,340	2,662	2,764	市净率	4.5	4.1	4.1	3.8
其他流动负债	1,555	1,345	1,421	1,495	EV/EBITDA	26.2	20.4	26.3	17.2
流动负债合计	6,898	6,069	6,321	6,498	股息收益率	0.0%	1.0%	0.4%	1.3%
长期借款和应付债券	3,296	3,057	3,357	3,657					
其他非流动负债	2,565	2,085	1,605	1,605					
非流动负债合计	5,861	5,141	4,962	5,262					
负债合计	12,759	11,211	11,283	11,759					
归母所有者权益	4,269	4,645	4,607	5,037					
少数股东权益	298	354	353	353					
负债及股东权益合计	17,326	16,209	16,243	17,149					
现金流量表									
净利润	-258	126	159	510					
折旧和摊销	825	766	560	591					
营运资本变动	-202	-238	53	-245					
其他	446	64	158	163					
经营活动现金流	810	719	931	1,019					
资本开支	-726	-740	-650	-650					
其他	-46	153	0	0					
投资活动现金流	-772	-588	-650	-650					
股权融资	18	34	0	0					
银行借款	6	-742	155	300					
其他	-668	667	-831	-239					
筹资活动现金流	-644	-40	-676	61					
汇率变动对现金的影响	46	-114	0	0					
现金净增加额	-560	-23	-396	430					

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

公司简介

继峰是乘用车座椅系统零部件自主龙头供应商, 主营产品包括乘用车座椅头枕、头枕支杆、座椅扶手, 主要为一汽大众、长城、日产、神龙汽车、长安福特等整车厂配套, 目前逐渐进入宝马、奥迪等高端客户供应链; 此外, 公司加快全球化布局, 通过捷克建厂开拓全球市场, 未来有望通过整合格拉默实现产品和技术的互补, 并进入非道路及商用车座椅系统业务, 打开更大的成长空间。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

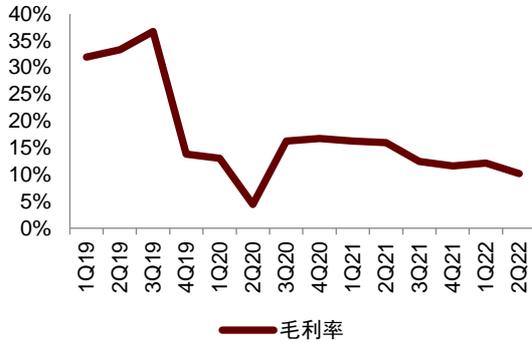
图表 1：公司季度业绩回顾

(百万元)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	2Q22 YoY	2Q22 QoQ
营业收入	4,532.5	4,191.7	3,781.3	4,326.5	4,203.8	4,228.7	0.9%	0.6%
营业成本	3,794.5	3,521.1	3,311.0	3,824.7	3,691.4	3,796.5	7.8%	2.8%
税金及附加	8.7	10.5	8.5	18.1	9.7	9.1	-13.7%	-6.2%
毛利	738.1	670.5	470.3	501.8	512.4	432.2	-35.5%	-15.7%
营业费用	63.5	115.2	68.8	49.7	59.4	65.2	-43.4%	9.8%
管理费用	350.6	344.7	303.1	354.5	347.4	332.4	-3.6%	-4.3%
研发费用	81.0	79.6	81.2	79.6	76.8	96.1	20.8%	25.2%
财务费用	64.2	44.1	95.3	-11.0	62.4	-11.5	n.m	n.m
资产减值损失	0.2	-0.7	-2.7	-15.2	0.4	-4.5	n.m	n.m
信用减值损失	1.6	-1.9	-4.5	11.2	-4.0	-4.9	n.m	n.m
其他收益	4.5	3.4	4.5	9.8	4.2	7.7	124.1%	82.8%
投资收益	0.0	-29.1	0.9	7.8	1.2	0.1	n.m	-92.3%
资产处置收益	1.0	11.7	-6.2	-3.5	-5.4	2.2	-80.9%	n.m
营业利润	175.8	62.5	-46.4	-21.1	-0.2	-107.4	n.m	n.m
营业外收入	1.4	30.7	9.2	-17.0	0.2	1.0	-96.7%	470.2%
营业外支出	0.4	-0.1	0.1	1.3	0.5	0.1	n.m	-77.0%
利润总额	176.7	93.3	-37.3	-39.4	-0.5	-106.5	n.m	n.m
所得税	37.0	26.1	-6.7	11.2	44.9	29.5	13.1%	-34.3%
少数股东损益	11.8	6.4	-3.3	-15.4	-7.7	-5.3	n.m	n.m
归母净利润	128.0	60.8	-27.3	-35.1	-37.6	-130.6	n.m	n.m
收入同比增速	14.5%	54.5%	-12.5%	-8.7%	-7.3%	0.9%		
归母净利润同比增速	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m		
毛利率	16.3%	16.0%	12.4%	11.6%	12.2%	10.2%	-5.78ppt	-1.97ppt
归母净利率	2.8%	1.5%	-0.7%	-0.8%	-0.9%	-3.1%	-4.54ppt	-2.19ppt
销售费用率	1.4%	2.7%	1.8%	1.1%	1.4%	1.5%	-1.21ppt	0.13ppt
管理费用率	7.7%	8.2%	8.0%	8.2%	8.3%	7.9%	-0.36ppt	-0.4ppt
研发费用率	1.8%	1.9%	2.1%	1.8%	1.8%	2.3%	0.37ppt	0.45ppt
财务费用率	1.4%	1.1%	2.5%	-0.3%	1.5%	-0.3%	-1.32ppt	-1.76ppt

资料来源：公司公告，中金公司研究部

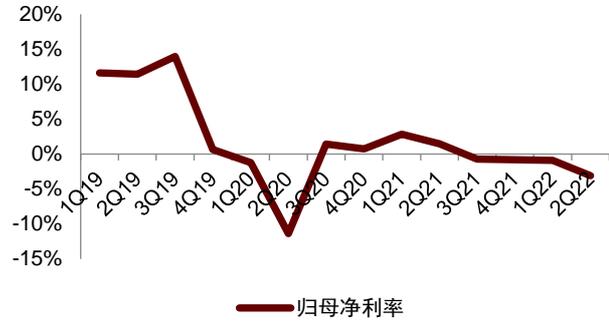
注：毛利未扣减税金及附加

图表 2：公司季度毛利率水平（1Q19-2Q22）



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 3：公司季度净利率水平（1Q19-2Q22）



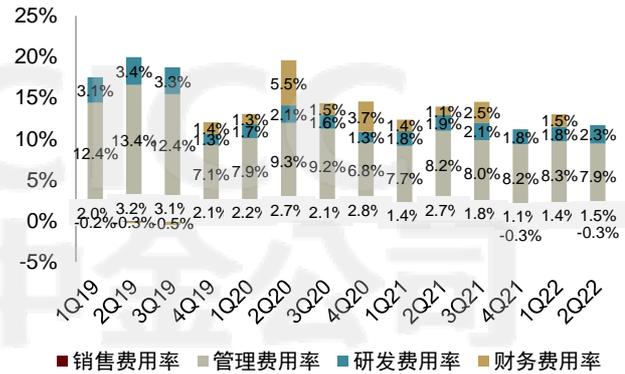
资料来源：公司公告，中金公司

图表 4：公司季度收入同比增速（1Q19-2Q22）



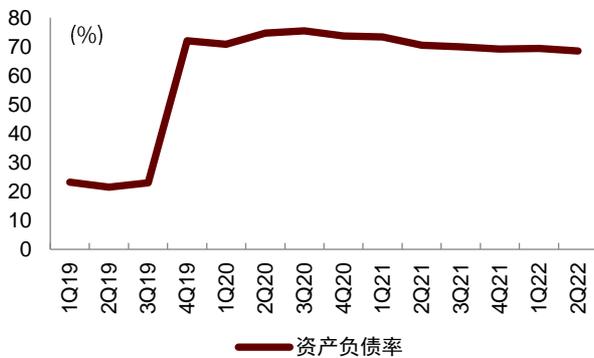
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 5：公司季度费用率（1Q19-2Q22）



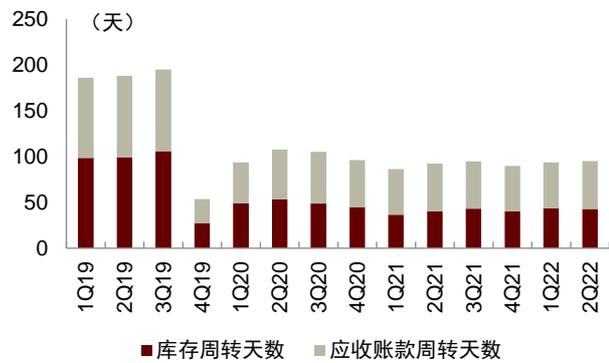
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 6：公司季度资产负债率水平（1Q19-2Q22）



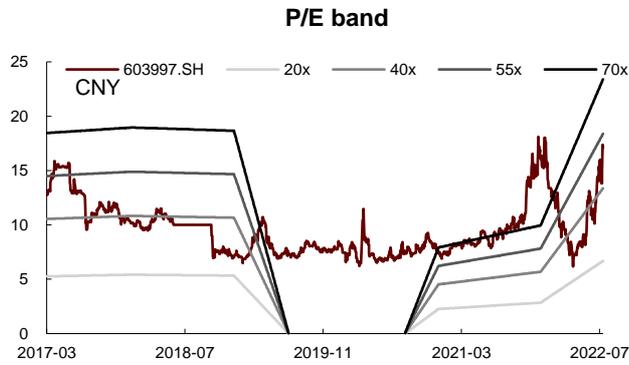
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 7：公司季度营运能力（1Q19-2Q22）



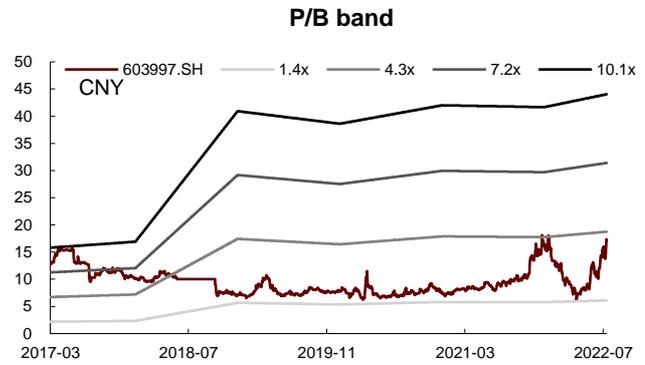
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 8：历史 P/E



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

图表 9：历史 P/B



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

图表 10：盈利预测调整表

百万人民币	2022E			2023E		
	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化
营业收入	18,484	18,078	-2.2%	20,592	19,636	-4.6%
毛利	2,656	2,485	-6.4%	3,113	2,993	-3.9%
营业费用	308	319	3.7%	329	314	-4.6%
管理费用	1,430	1,435	0.3%	1,552	1,519	-2.1%
财务费用	152	154	1.3%	157	160	1.9%
归属母公司净利润	301	159	-47.3%	510	510	0.0%
毛利率	14.4%	13.7%	-0.6 ppt	15.1%	15.2%	0.1 ppt
净利润率	1.6%	0.9%	-0.8 ppt	2.5%	2.6%	0.1 ppt

资料来源：公司公告、中金公司研究部

图表 11：可比公司估值表

股票代码	公司名称	财报货币	收盘价 08-11	市盈率			净利润 (财报货币 百万)		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
603997.SH	继峰股份*	CNY	17.11	151.2	120.3	37.5	126	159	510
605068.SH	明新旭腾*	CNY	29.35	29.9	26.3	18.5	163	186	264
00838.HK	亿和控股	HKD	1.81	20.1	10.1	6.6	155	312	479
002965.SZ	祥鑫科技	CNY	57.28	130.2	38.7	27.1	64	227	325

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期

资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、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和/或交易观点。中金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。中金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的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：张莹

北京

中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505 1166
传真: (86-10) 6505 1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路5033号
平安金融中心72层
邮编: 518048
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

东京

中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内3丁目2番3号
丸の内二重橋ビル21階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约

CICC US Securities, Inc
32nd Floor, 280 Park Avenue
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

伦敦

China International Capital Corporation (UK)
Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

旧金山

CICC US Securities, Inc. San Francisco Branch
Office
One Embarcadero Center, Suite 2350,
San Francisco, CA 94111, USA
Tel: (+1) 415 493 4120
Fax: (+1) 628 203 8514

新加坡

China International Capital Corporation
(Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1278

法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)
GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560