

研究所  
 证券分析师: 薛玉虎 S0350521110005  
 xueyh@ghzq.com.cn  
 联系人: 王琛 S0350121120086  
 wangl15@ghzq.com.cn

## 公司经营逐步向好, 乘用车座椅进展顺利

### ——继峰股份(603997)点评报告

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

	2023/03/31		
表现	1M	3M	12M
继峰股份	4.2%	-2.3%	63.5%
沪深300	0.5%	5.7%	-3.1%

#### 市场数据

	2023/03/31
当前价格(元)	14.93
52周价格区间(元)	5.98-17.97
总市值(百万)	16,738.62
流通市值(百万)	16,738.62
总股本(万股)	112,114.01
流通股本(万股)	112,114.01
日均成交额(百万)	141.07
近一月换手(%)	0.81

#### 事件:

**继峰股份发布 2022 年年度报告:** 2022 年公司实现营收 179.67 亿元, 同比+6.74%; 实现归母净利润-14.17 亿元, 同比-1221.60%; 实现扣非后归母净利润-14.09 亿元, 同比-1522.04%。

#### 投资要点:

- **Q4 经营性利润显著修复, 业绩持续向好。** 1) 2022 年 Q4, 公司实现营收 49.32 亿元, 同比+14.00%, 环比+7.17%; 实现归母净利润-13.40 亿元, 同比-3715.73%, 2021Q4 为-0.35 亿元; 毛利率 15.36%, 同比+6.34pct, 净利率-28.09%, 同比-26.89pct。2022 年 H1, 公司收入受外部因素影响出现下滑, 盈利端亏损, H2 开始产销能力释放, Q3 收入增长并扭亏为盈, 但由于欧美地区无风险利率和贷款利率上升, 公司在年底对长期资产(含商誉)计提了减值, 扣除影响后, 公司 Q4 实现盈利 8660.89 万元, 进一步扣除乘用车座椅费用等特殊事项影响后, 公司 2022 年全年实现归母净利润 1.82 亿元, 同比+43.84%。2) 2022 年, 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.46%/7.61%/2.10%/1.11%, 同比-0.31/-0.43/+0.19/-0.03pct, 期间费用率得到改善。由于公司以乘用车座椅为核心的新兴业务发生较多研发费用支出, 研发投入同比+17.1%。
- **格拉默降本增效成果明显, 业务整合持续深入。** 2022 年, 公司首次对格拉默总部任命中国籍高管, 推进降本增效措施, 通过优化人员配置和工厂布局、进一步加强供应链管理、深化 VAVE 措施的落实、深挖工厂运营效率, 持续提升经营效益。2022 年, 格拉默实现销售收入 155.87 亿元, 同比+6.39%, 实现经营性 EBIT 2.52 亿元。格拉默和母公司在过去整合的基础上深度融合, 目前格拉默已正式参与乘用车座椅业务, 并获得其首个乘用车座椅项目定点, 双方在采购、人员、生产、研发、质量等方面进行标准统一、资源协同, 进入全面、深入、可量化的全方位融合。
- **乘用车座椅业务加速推进, 产能布局进一步完善。** 2022 年, 公司获得 2 个不同新能源汽车主机厂定点, 2023 年以来, 获得包括奥迪在内的 2 个新增乘用车座椅定点, 乘用车座椅业务从新能源车企拓展到传统高端合资车企, 客户结构进一步优化并趋多元化。截止至 2023 年 3 月, 公司累计乘用车座椅在手订单共 5 个, 假设同年量产, 预计年产值将达到约 50 亿元。为满足以乘用车座椅为核心的

业务拓展，公司近两年进行了新产能布局，乘用车座椅合肥基地预计将于 2023 年 4 月如期投入量产。

- **隐藏式电动出风口稳步上量，隐藏式门把手和车载冰箱获新突破。** 2022 年，公司隐藏式电动出风口产品实现销售收入近 9000 万元，据 2022 年报，公司目前在手订单 30 余个，若同年量产，产值有望超过 7 亿元，2023 年预计实现 2-3 亿元销售收入。隐藏式门把手和车载冰箱同为公司新兴业务，目前均取得客户定点，其中车载冰箱产品预计将于 2024 年实现量产，随着新订单的不断获取，以及更多项目陆续量产，以上新业务将为公司带来可观业绩增长。此外，与新业务配套的宁波生产基地建设在 2023 年全面启动，争取在 2024 年底完成，满足生产需求。
- **盈利预测和投资评级** 作为国内汽车座椅头枕龙头，公司产品线横纵向拓展，我们看好乘用车座椅总成和隐藏式出风口等新兴业务为公司带来业绩增量，随着与子公司整合不断深入，降本增效细节落实，我们预计盈利能力将尽快得到修复，预计公司 2023-2025 年实现主营业务收入 201.2、222.47、285.74 亿元，同比增速为 12%、11%、28%；实现归母净利润 3.85、6.77、11.48 亿元，同比扭亏、76%、70%；EPS 为 0.34、0.60、1.02 元，对应当前股价的 PE 估值分别为 44、25、15 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示** 原材料价格持续上涨；销量不及预期；新客户拓展不及预期；整合不及预期；海外市场拓展不及预期；产品价格下降风险、汇率风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	17967	20120	22247	28574
增长率（%）	7	12	11	28
归母净利润（百万元）	-1417	385	677	1148
增长率（%）	-1222	127	76	70
摊薄每股收益（元）	-1.26	0.34	0.60	1.02
ROE（%）	-41	10	15	20
P/E	—	43.50	24.74	14.58
P/B	4.94	4.35	3.70	2.95
P/S	0.95	0.83	0.75	0.59
EV/EBITDA	21.04	16.32	12.84	9.40

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 业绩拆分

业务	指标	2022A	2023E	2024E	2025E
商用车 座椅	收入 (百万元)	5906.96	6521.26	7093.68	7715.37
	YOY	7.41%	10.40%	8.78%	8.76%
	成本 (百万元)	5075.04	5575.67	6029.63	6519.49
	毛利 (百万元)	831.70	945.58	1064.05	1195.88
	毛利率	14.08%	14.50%	15.00%	15.50%
头枕	收入 (百万元)	3974.57	4173.30	4381.96	4601.06
	YOY	-0.97%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本 (百万元)	3418.37	3568.17	3724.67	3887.90
	毛利 (百万元)	556.21	605.13	657.29	713.16
	毛利率	13.99%	14.50%	15.00%	15.50%
座椅扶手	收入 (百万元)	1,730.87	1,852.03	2,000.19	2,160.21
	YOY	7.01%	7.00%	8.00%	8.00%
	成本 (百万元)	1,441.81	1,537.19	1,640.16	1,749.77
	毛利 (百万元)	289.06	314.85	360.03	410.44
	毛利率	16.70%	17.00%	17.50%	17.50%
汽车内饰	收入 (百万元)	6063.50	7257.39	8428.49	13725.02
	YOY	15.05%	19.69%	16.14%	62.84%
	成本 (百万元)	5458.47	6379.97	7287.29	11653.47
	毛利 (百万元)	605.03	877.41	1141.21	2071.55
	毛利率	10.0%	12.1%	13.5%	15.1%
其他主营业务	收入 (百万元)	207.12	227.83	250.62	275.68
	YOY	-42%	10%	10%	10%
	成本 (百万元)	147.45	161.76	176.68	192.97
	毛利 (百万元)	59.68	66.07	73.93	82.70
	毛利率	28.8%	29.0%	29.5%	30.0%
其他业务	收入 (百万元)	83.78	87.97	92.37	96.99
	YOY	16.65%	5.00%	5.00%	5%
	成本 (百万元)	74.39	77.41	79.44	80.50
	毛利 (百万元)	9.39	10.56	12.93	16.49
	毛利率	11.21%	12.00%	14.00%	17.00%
总计	营业收入 (百万元)	17966.80	20119.77	22247.31	28574.32
	YOY	6.74%	11.98%	10.57%	28.44%
	营业成本 (百万元)	15615.52	17300.18	18937.86	24084.09
	YOY	8.06%	10.79%	9.47%	27.17%
	毛利 (百万元)	2351.28	2819.59	3309.45	4490.23
	毛利率	13.10%	14.01%	14.88%	15.71%

资料来源: Wind, 国海证券研究所

附表：继峰股份盈利预测表

证券代码:	603997				股价:	14.93		投资评级:	买入		日期:	2023/03/31	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值				2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	-41%	10%	15%	20%	EPS	-1.27	0.34	0.60	1.02				
毛利率	13%	14%	15%	16%	BVPS	3.09	3.43	4.03	5.06				
期间费率	10%	9%	9%	9%	<b>估值</b>								
销售净利率	-8%	2%	3%	4%	P/E	—	43.50	24.74	14.58				
<b>成长能力</b>					P/B	4.94	4.35	3.70	2.95				
收入增长率	7%	12%	11%	28%	P/S	0.95	0.83	0.75	0.59				
利润增长率	-1,222%	127%	76%	70%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>				<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	
总资产周转率	1.16	1.25	1.30	1.43	营业收入	17967	20120	22247	28574				
应收账款周转率	6.80	7.10	6.30	6.05	营业成本	15616	17300	18938	24084				
存货周转率	9.85	9.51	9.24	8.21	营业税金及附加	48	54	60	77				
<b>偿债能力</b>					销售费用	262	262	289	371				
资产负债率	76%	74%	72%	70%	管理费用	1368	1368	1446	1857				
流动比	1.00	1.08	1.19	1.30	财务费用	200	217	215	216				
速动比	0.61	0.64	0.71	0.75	其他费用/(-收入)	376	402	445	571				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业利润	-1444	440	781	1332				
现金及现金等价物	1163	1247	1202	1230	营业外净收支	9	11	12	13				
应收款项	2712	2916	3607	4822	利润总额	-1435	451	793	1345				
存货净额	1825	2116	2408	3479	所得税费用	28	54	95	161				
其他流动资产	1177	1322	1691	2291	净利润	-1463	397	698	1183				
<b>流动资产合计</b>	<b>6877</b>	<b>7602</b>	<b>8908</b>	<b>11822</b>	少数股东损益	-45	12	21	35				
固定资产	3504	3472	3406	3342	归属于母公司净利润	-1417	385	677	1148				
在建工程	434	549	682	817	<b>现金流量表 (百万元)</b>				<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	
无形资产及其他	4629	4404	4165	3929	经营活动现金流	1052	872	739	881				
长期股权投资	11	13	14	16	净利润	-1417	385	677	1148				
<b>资产总计</b>	<b>15454</b>	<b>16039</b>	<b>17175</b>	<b>19926</b>	少数股东权益	-45	12	21	35				
短期借款	2135	2135	2135	2135	折旧摊销	766	566	591	653				
应付款项	2882	2905	3292	4535	公允价值变动	0	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-18	-457	-913	-1318				
其他流动负债	1867	2029	2081	2405	投资活动现金流	-824	-517	-508	-577				
<b>流动负债合计</b>	<b>6884</b>	<b>7069</b>	<b>7508</b>	<b>9075</b>	资本支出	-833	-540	-532	-602				
长期借款及应付债券	2990	2990	2990	2990	长期投资	940	8	8	8				
其他长期负债	1804	1804	1804	1804	其他	-931	15	16	17				
<b>长期负债合计</b>	<b>4794</b>	<b>4794</b>	<b>4794</b>	<b>4794</b>	筹资活动现金流	-398	-272	-276	-276				
<b>负债合计</b>	<b>11678</b>	<b>11863</b>	<b>12302</b>	<b>13869</b>	债务融资	8	0	0	0				
股本	1117	1121	1121	1121	权益融资	1	4	0	0				
股东权益	3775	4176	4874	6057	其它	-407	-276	-276	-276				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15454</b>	<b>16039</b>	<b>17175</b>	<b>19926</b>	现金净增加额	-243	84	-45	28				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【汽车小组介绍】

薛玉虎，研究所食品饮料行业首席分析师，十五年消费品从业及研究经验，专注于行业研究，连续多年上榜新财富、金牛奖、水晶球、中国保险资产管理业最受欢迎分析师等奖项。

王琿，中国人民大学管理学硕士、新加坡管理大学财务分析专业硕士、吉林大学汽车设计专业学士。3年主机厂汽车设计经验，2年汽车市场研究经验。曾任职于一汽汽研负责自主品牌造型设计工作，目前主要覆盖整车及特斯拉产业链。

## 【分析师承诺】

薛玉虎，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。