

本部稳健复苏，格拉默经营显著改善

继峰股份 (603997.SH)

核心观点

Q1 本部稳健复苏，格拉默经营趋势向好，全年业绩指引积极。公司是乘用车座椅行业稀缺国产替代标的，主机厂定点持续突破，成长逻辑清晰，2023 年是座椅业务新产能投放及兑现业绩元年；收购格拉默整合利润弹性逐渐释放，长期盈利空间广阔。

事件

公司发布 2023 年一季报，当期实现营收 51.11 亿元，同比+21.57%，实现归母净利润 0.60 亿元，扣非净利润达到 0.65 亿元，同比扭亏；其中子公司格拉默实现销售收入 5.9 亿欧元，同比+14.4%，经营性 EBIT 约 1400 万欧元（22 年同期亏损 250 万欧元）。

简评

低基数下继峰本部实现同比高增长。1) 公司 Q1 公司毛利率为 13.89%，同比+1.70pct；期间费用率为 12.40%，同比下降 0.59pct，其中管理费用率同比下降 0.75pct；净利率 1.17%，同比+2.07pct。2) 去年 Q1 公司本部业绩下滑主要因为前两大客户一汽大众及华晨宝马分别因长春及沈阳疫情停产；2023 年 Q1 预计本部实现营收约 7.6 亿元，同比+49%，归母净利润 0.4 亿元，同比+264%。

格拉默业绩扭亏向好，欧洲及亚太区稳健向好，美洲区亏损缩窄。子公司格拉默 23Q1 实现销售收入 5.9 亿欧元，同比+14.4%，其中乘用车座椅/商用车座椅营收分别 3.7/2.2 亿欧元，同比+14.7%/+13.8%。分地区看，欧洲区/亚太区/美洲区营收分别为 3.3/1.17/1.6 亿欧元，同比+13.4%/+32%/+3.5%，经营性 EBIT 分别为 0.17/0.12/-0.09 亿欧元。增量主要来自欧洲及亚太区，其中中国区同期营收因疫情冲击基数较低；美洲区经营性 EBIT 利润率同比改善 5.2pct，亏损收窄。格拉默 2023 年经营目标公告指引为营收 22 亿欧元持平，经营性 EBIT 翻倍至 7000 万欧元。

投资建议：公司座椅业务成长逻辑正逐步强化。乘用车座椅是稀缺大市场空间、低国产替代率的优质汽零赛道，公司已实现产品从头枕扶手等部件往座椅总成延伸，客户从新势力逐步向传统主机厂延伸，2023 年成新产能投放及定点项目兑现业绩元年。预计 2023-2024 年归母净利润分别为 3.44、6.42 亿元，对应 PE 分别约 42、23 倍，维持买入评级。

风险提示：行业景气及新业务拓展不及预期、竞争格局恶化。

维持

买入

程似琪

chengsiqizgs@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号:s1440520070001

SFC 编号:BQR089

陈怀山

chenhuaishan@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号:s1440521110006

陶亦然

taoyiran@csc.com.cn

010-85156397

SAC 编号:s1440518060002

发布日期：2023 年 04 月 28 日

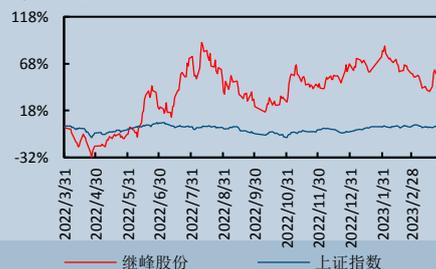
当前股价：14.63 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
1.53/1.43	-1.88/-7.98	59.72/57.93
12 月最高/最低价 (元)		17.37/6.17
总股本 (万股)		112,114.01
流通 A 股 (万股)		112,114.01
总市值 (亿元)		164.02
流通市值 (亿元)		164.02
近 3 月日均成交量 (万)		938.32
主要股东		
宁波继弘控股集团有限公司		24.02%

股价表现



重要财务指标

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15,733	16,832	17,967	18,936	22,724
YOY(%)	-12.6	7.0	6.7	5.4	20.0
净利润(百万元)	-258	126	-1,417	344	642
YOY(%)	-186.7	扭亏	转亏	扭亏	86.6
EPS(摊薄/元)	-0.25	0.11	-1.26	0.31	0.57
P/E(倍)	-63.2	141.4	-11.6	42.4	22.7

资料来源: iFinD, 中信建投证券

风险分析

1、**行业景气不及预期。**2020 年至今汽车消费需求受新冠疫情及宏观经济预期转弱等因素影响较大，叠加产业链芯片等零部件环节供给偏紧冲击，行业供需两端波动较大。2022 年汽车购置税减征等稳增长政策刺激下，下半年行业呈现高景气，2023 年政策扶持退坡预期下，未来行业景气或存在波动。

2、**行业竞争格局恶化。**汽车电动智能化趋势下，国内零部件供应商竞相布局，随着技术进步、新产能投放等供给要素变化，未来行业竞争或将加剧，公司市场份额及盈利能力或将有所波动。

3、**客户拓展及新项目量产进度不及预期。**汽车电动智能化趋势下，公司加速主机厂新客户拓展，考虑到车企新车型项目研发节奏波动，特定时间段内或存在项目定点周期波动；此外，公司新产能建设或受不可控因素影响而导致量产进度不及预期。

对公司进行敏感性分析：

乐观假设下，预计 2023 年公司本部头枕和座椅扶手业务营收增速 3%，格拉默欧洲和北美地区增速 5%，亚太地区汽车业务增速 10%，商用车业务增速 20%。2024 年整体增速 25%。毛利率明显改善至 16%/17%。此情境下，预计 2023-2024 年公司营收 196.3/245.5 亿元，归母净利润分别为 4.07/8.04 亿元。

中性假设下，预计 2023 年公司本部头枕和座椅扶手业务营收增速 0%，格拉默欧洲和北美地区增速 0%，亚太地区汽车业务增速 10%，商用车业务增速 20%。2024 年整体增速 20%。毛利率稳健增长至 15.72%/16.5%。此情境下，预计 2023-2024 年公司营收 189.4/227.2 亿元，归母净利润分别为 3.44/6.42 亿元。

悲观假设下，预计 2023 年公司本部头枕和座椅扶手业务营收增速-3%，格拉默欧洲和北美地区增速-3%，亚太地区汽车业务增速 5%，商用车业务增速 15%。2024 年整体增速 15%。毛利率小幅增长至 15.5%/16.0%。此情境下，预计 2023-2024 年公司营收 183.2/210.7 亿元，归母净利润分别为 2.95/5.01 亿元。

分析师介绍

程似骐

汽车行业首席分析师，上海交通大学车辆工程硕士。2022 年新财富第四、水晶球奖第四，2021 年新财富第四，水晶球奖第四，新浪汽车新锐第二，2020 年新浪财经新锐分析师第一名，金牛最佳汽车行业分析师第五名，2017 年新财富第二团队核心成员。深度覆盖新能源整车，智能化零部件，把握智能化电动化浪潮。

陈怀山

汽车行业分析师，上海交通大学机械工程硕士。曾任职于长江证券研究所，五年证券行业研究经验，2017-2019 年新财富第一团队成员。2021 年加入中信建投证券，对新能源车、零部件及整车等均有研究。

陶亦然

6 年证券行业研究经验，历任银河证券中小盘、汽车行业研究员，2018 年加入中信建投证券，获得 2018-2022 年万得金牌分析师，2019-2021 年新浪财经新锐分析师，2020/2022 年金牛最佳行业分析师，2021-2022 年卖方分析师水晶球奖第四名，2021-2022 年新财富最佳分析师第四名等荣誉。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：(8610) 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2106 室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk