

继峰股份（603997.SH）-2023年一季度报点评

增持

一季度扭亏为盈，看好乘用车座椅业务放量

核心观点

2023Q1 扭亏为盈。继峰股份 2023Q1 实现营业收入 51.11 亿元，同比+21.6%，环比+3.6%。实现归母净利润 0.60 亿元（2022Q1 为-0.38 亿元，2022Q4 为-13.40 亿元），实现扣非归母净利润 0.65 亿元（2022Q1 为-0.37 亿元，2022Q4 为-13.21 亿元）。公司 2023Q1 毛利率 13.89%，同比+1.70pct，环比-1.47pct，归母净利率 1.17%，同比+2.07pct。费用端，公司 2023Q1 的销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.35%/7.51%/1.69%/1.85%，同比变化为 -0.07/-0.75/-0.14/+0.37pct，环比变化为 +0.07/-0.33/-0.05/+1.43pct。公司业绩有所修复，降本增效成效显著。

盈利能力改善得益于公司加快格拉默整合与落实降本增效。公司加快业务整合，要求各业务板块无论在采购、生产设施设备、各层级人员、技术研发、客户资源等方面全方位标准化、共享化。同时，业务整合进入到要效益阶段，对应的，格拉默业绩有所提升：1、格拉默 2023Q1 实现营收 5.89 亿欧元，同比+14.1%，环比 4.2%，息税前利润 1168 万欧元（2022Q1 为-122 万欧元）；2、加大亚太地区市场开拓，格拉默乘用车业务亚太地区收入 78.4 百万欧元，同比增长 37%，商用车业务亚太地区收入 39 百万欧元，同比增长 22%。3、格拉默分区域息税前利润率同比均有提升。

乘用车座椅业务定点持续落地，国产替代加速。座椅平均单车价值量预计 4000 元以上，是汽车高单车价值量零部件，而全球主要份额集中在外资企业中，公司 2021 年以来累计获得 5 个乘用车座椅定点，公司预计在 2023 年底进一步实现合资品牌、新势力企业、国内传统车企等客户的准入布局，争取实现在手定点项目年化产量 100 万辆目标，国产替代加速。工厂方面，合肥基地完成阶段性建设，保障首个定点项目交付，常州生产基地完成建设，长春生产基地启动建设，看好乘用车座椅业务放量。

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

投资建议：维持盈利预测，维持“增持”评级。公司一季度业绩有所修复，乘用车座椅业务稳步推进，维持盈利预测，预测公司 2023-2025 年归母净利润为 3.90/6.94/10.76 亿元，同比变化为扭亏/77.8%/55.0%，每股收益分别为 0.35/0.62/0.96 元。对应当前股价 PE 分别为 37/21/13 倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	16,832	17,967	19,586	22,496	26,903
(+/-%)	7.0%	6.7%	9.0%	14.9%	19.6%
净利润(百万元)	126	-1417	390	694	1076
(+/-%)	-148.9%	-1221.6%	扭亏	77.8%	55.0%
每股收益(元)	0.11	-1.27	0.35	0.62	0.96
EBIT Margin	2.2%	1.7%	3.6%	4.7%	5.6%
净资产收益率 (ROE)	2.7%	-41.0%	12.7%	20.3%	27.2%
市盈率 (PE)	114.7	-10.2	37.1	20.8	13.4
EV/EBITDA	26.4	29.1	21.1	16.3	13.2
市净率 (PB)	3.12	4.19	4.72	4.24	3.66

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
 联系人：王少南 021-60375446 wangshaonan@guosen.com.cn

基础数据

投资评级 增持(维持)
 合理估值
 收盘价 12.77 元
 总市值/流通市值 14382/14382 百万元
 52 周最高价/最低价 17.97/6.62 元
 近 3 个月日均成交额 135.02 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）-2022 年年报点评-加快格拉默经营整合，乘用车座椅订单加速》——2023-04-02
 《继峰股份（603997.SH）-2022 年三季报点评-单三季度扭亏为盈，长期看好乘用车座椅业务》——2022-10-30
 《继峰股份（603997.SH）-2022 年中报点评-短期业绩承压，长期看好乘用车座椅增长》——2022-08-12
 《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

继峰股份 2023Q1 实现营业收入 51.11 亿元，同比+21.6%，环比+3.6%。实现归母净利润 0.60 亿元（2022Q1 为-0.38 亿元，2022Q4 为-13.40 亿元），实现扣非归母净利润 0.65 亿元（2022Q1 为-0.37 亿元，2022Q4 为-13.21 亿元）。其中，格拉默 2023Q1 实现营收 5.89 亿欧元，同比+14.1%，环比 4.2%，息税前利润 1168 万欧元（2022Q1 为-122 万欧元）。公司营收增长好于行业，其中格拉默在国内市场开拓较好（2023Q1 国内汽车产销分别为 621 万辆和 608 万辆，同比下降 4.3% 和 6.7%），格拉默乘用车业务亚太地区收入 78.4 百万欧元，同比增长 37%，商用车业务亚太地区收入 39 百万欧元，同比增长 22%。

公司 2023Q1 毛利率 13.89%，同比+1.70pct，环比-1.47pct，归母净利率 1.17%，同比+2.07pct。费用端，公司 2023Q1 的销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.35%、7.51%、1.69%、1.85%，同比变化为-0.07pct、-0.75pct、-0.14pct、+0.37pct，环比变化为+0.07pct、-0.33pct、-0.05pct、+1.43pct。

公司整体盈利能力同比有所提升，主要得益于：1、加快业务整合，2020 年 3 月公司与格拉默签订了联合采购协议，因为双方在产品上业务协同性强，可就原材料，包括模具、支杆、泡沫、发泡料等物料上联合采购，降低采购成本初有成效，2023 年经营战略上，要求各业务板块无论在采购、生产设施设备、各层级人员、技术研发、客户资源等方面全方位标准化、共享化。2、业务整合进入到要效益阶段，2022 年 10 月，公司首次派出中国籍管理人员出任格拉默全球 COO，加大对格拉默的整合以及降本增效措施，包括优化人员配置和工厂布局、加强供应链管理、深化 VAVE 措施的落实，深挖工厂经营效率等。

分区域看，格拉默美洲区在 2023Q1 有所恢复，息税前利润率提升至-7%，同比提升 3.6pct，EMEA 地区和亚太区盈利能力保持稳健，2023Q1 息税前利润率分别为 5.3%、9.7%，同比分别提升 1.1pct 和 2.6pct。

表 1：格拉默分区域经营情况（百万欧元）

		2022	2021	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
格拉默整体	收入	2158.80	1903.00	589.10	565.60	558.62	519.58	515.00
	EBIT	-45.00	18.90	11.68	-47.50	15.05	-11.33	-1.22
	息税前利润率	-2.1%	1.0%	2.0%	-8.4%	2.7%	-2.2%	-0.2%
EMEA	收入	1131.4	1061.5	328.5	282.0	272.4	287.3	289.7
	EBIT	58.6	43.3	17.4	19.3	14.3	12.7	12.3
	息税前利润率	5.2%	4.1%	5.3%	6.8%	5.2%	4.4%	4.2%
美洲地区	收入	672.5	517.7	159.5	180.1	174.4	163.9	154.1
	EBIT	-125.8	-61.7	-11.2	-74.6	-15.3	-19.5	-16.4
	息税前利润率	-18.7%	-11.9%	-7.0%	-41.4%	-8.8%	-11.9%	-10.6%
亚太地区	收入	426.7	406.3	117.4	120.9	128.6	88.1	89.1
	EBIT	47.0	52.9	11.4	14.4	20.4	5.9	6.3
	息税前利润率	11.0%	13.0%	9.7%	11.9%	15.9%	6.7%	7.1%

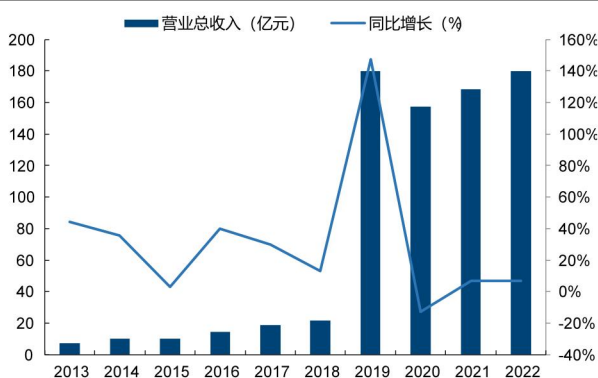
资料来源：格拉默公司公告，国信证券经济研究所整理

表2: 格拉默 2023Q1 分产品经营情况 (百万欧元)

	格拉默			EMEA			美洲			亚太		
	2023Q1	2022Q1	同比增速	2023Q1	2022Q1	同比增速	2023Q1	2022Q1	同比增速	2023Q1	2022Q1	同比增速
乘用车	371.9	324.2	14.7%	169.3	146.3	15.7%	128.1	124.3	3.1%	78.4	57.2	37.1%
商用车	217.2	190.8	13.8%	159.2	143.4	11.0%	31.4	29.8	5.4%	39	31.9	22.3%
总收入	589.1	515.0	14.4%	328.5	289.7	13.4%	159.5	154.1	3.5%	117.4	89.1	31.8%

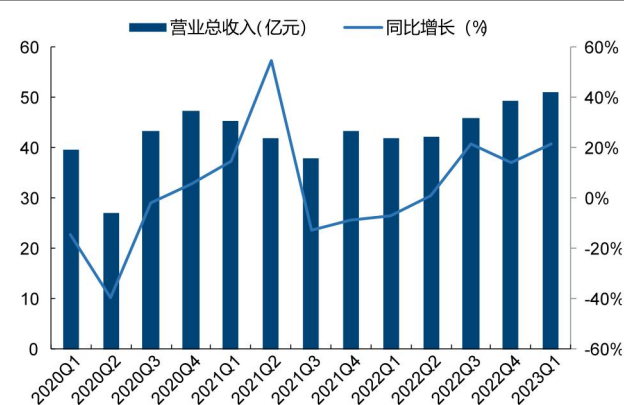
资料来源: 格拉默公司公告, 国信证券经济研究所整理

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



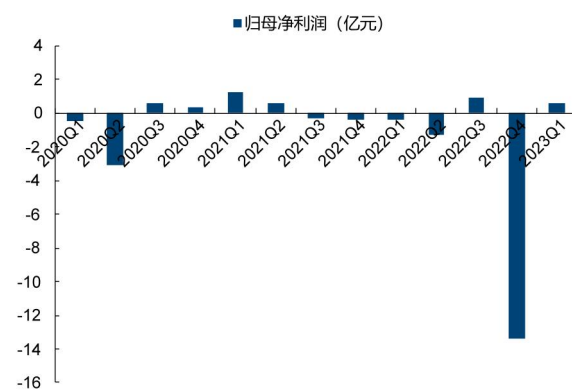
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司净利润

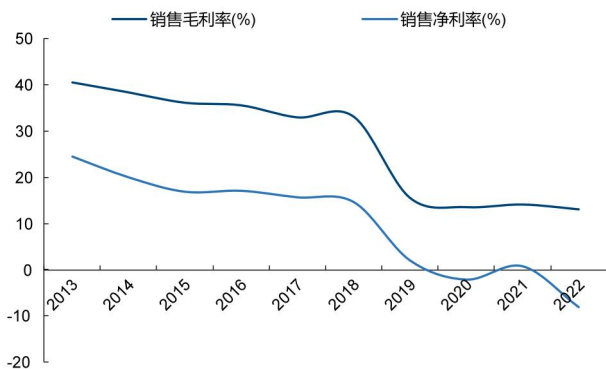


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

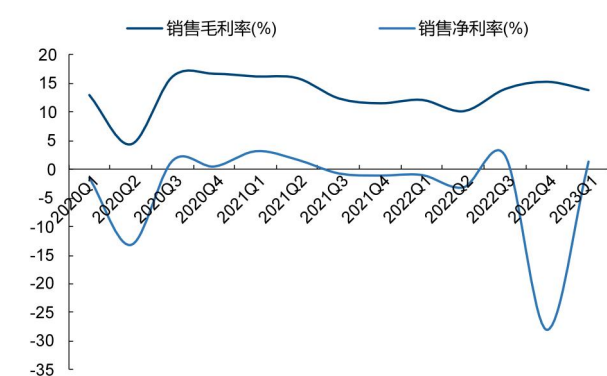
图4: 公司单季度净利润



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

继峰与格拉默在产品、客户上协同发展, 继峰具有国内自主品牌客户资源, 而格拉默在欧系、美系客户渗透更多, 双方可以实现有效互补。

开拓新内饰业务。出风口事业部 2022 年实现销售额近 9000 万元, 目前已经获得在手订单超过 30 个, 预计全部达产后的年产值超过 7 亿元, 争取在 2023 年实现 2-3 亿元收入。同时, 公司 2023 年 3 月首次获得乘用车隐藏式门把手订单, 2022 年公司乘用车车载冰箱已经获得定点, 预计于 2024 年开始量产。对应的宁波生产基地建设在 2023 年开始启动。2022 年公司及格拉默在乘用车内饰件领域累计获得新增定点超 70 个。

重卡业务加大中国市场开拓。2022 年在商用车领域, 格拉默获得了沃尔沃、一汽解放、福田等客户的订单, 并且在国内重卡座椅市占率提升至 10% 左右 (2019、2020、2021 年份额分别为 4%、6%、8%)。同时, 得益于格拉默美洲区商用车座椅业务的高增长 (收入增长 43%), 公司 2022 年商用车座椅销量 215.65 万件, 同比增长 14.9%, 收入 59.07 亿元, 同比增长 7.4%。

开发重卡智能家居式座舱。格拉默自 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。

表3: 分产品经营情况

	2019	2020	2021	2022
销售量 (万件)				
头枕	5638	5010	4875	5361
yoy		-11.1%	-2.7%	10.0%
座椅扶手	917	845	930	939
yoy		-7.9%	10.1%	1.03%
商用车座椅	162	144	188	216
yoy		-10.9%	30.4%	14.9%
中控及其他内饰件	9726	8276	8340	10177
yoy		-14.9%	0.8%	22.0%
营业收入 (亿元)				
头枕	47.56	41.95	40.14	39.75
yoy		-11.8%	-4.3%	-1.0%
座椅扶手	23.15	16.04	16.17	17.31
yoy		-30.7%	0.9%	7.0%
商用车座椅	47.53	42.77	54.99	59.07
yoy		-10.0%	28.6%	7.4%
中控及其他内饰件	58.52	53.03	52.70	60.64
yoy		-9.4%	-0.6%	15.1%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：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

乘用车座椅工厂的建设与布局等方面均有突破，预计业务将逐步放量。

乘用车座椅国产替代空间广阔，公司 2021 年以来累计获得 5 个乘用车座椅定点。座椅平均单车价值量预计 4000 元以上，是汽车零部件中高单车价值量环节，且在持续增配过程中，而目前全球汽车座椅 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，主要活跃在二级配套市场。目前公司已经获得 5 个乘用车座椅定点，公司预计在 2023 年底进一步实现合资品牌、新势力企业、国内传统车企等客户的准入布局，争取实现在手定点项目年化产量 100 万辆目标，国产替代加速，座椅龙头可期。

乘用车座椅合肥基地完成阶段性建设，保障首个定点项目交付。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。公司现有合肥基地完成阶段性建设，常州生产基地完成建设，长春生产基地启动建设。

表4: 已有座椅订单梳理

定点公告	量产时间	客户	项目
2021年10月	2023年4月	某造车新势力品牌主机厂	开发、配套新能源汽车座椅产品
2022年7月		某新能源汽车主机厂	座椅总成供应商, 开发、生产前后排座椅总成产品。
2022年11月	2024年7月	某新能源汽车主机厂	座椅总成供应商, 开发、生产前后排座椅总成产品。 项目生命周期5年, 预计生命周期总金额为18亿-25亿元。
2023年2月	2024年12月	奥迪PPE平台, eQ5、eQ6、E6	座椅总成供应商, 开发、生产前后排座椅总成产品。 项目生命周期7年, 预计生命周期总金额为80亿-100亿。
2023年3月	2024年6月	某新能源汽车主机厂(原客户)	座椅总成项目定点, 将为客户开发、生产座椅总成产品。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利预测与投资建议: 维持盈利预测, 维持“增持”评级。

公司2023年一季度业绩有所修复, 乘用车座椅业务稳步推进, 维持盈利预测, 预计公司2023-2025年归母净利润为3.90/6.94/10.76亿元, 同比变化为扭亏/77.8%/55.0%, 每股收益分别为0.35/0.62/0.96元。

选取天成自控、上海沿浦、上声电子作为可比公司, 公司整体估值高于可比公司, 主要因为公司是比较稀缺的座椅标的, 且座椅订单持续加速, 于2023年开始放量, 具备龙头潜质。截至2023年4月28日收盘价, 公司对应当前市值, 23-25年PE分别为37/21/13倍, 维持“增持”评级。

表5: 同类公司估值比较 (20230428)

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS			PE		
					2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
603085.SH	天成自控	无评级	9.63	38	-0.10	0.35	0.71		28	14
605128.SH	上海沿浦	无评级	35.65	29	0.57	2.25	3.62	63	16	10
688533.SH	上声电子	增持	40.30	64	0.54	1.40	2.05	75	29	20
	平均				0.34	1.33	2.13	14	24	14
603997.SH	继峰股份	增持	12.77	144	-1.27	0.35	0.62		37	21

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）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1406	1163	1454	1745	2007	营业收入	16832	17967	19586	22496	26903
应收款项	2476	2782	2951	3390	4054	营业成本	14451	15616	16795	19190	22724
存货净额	1730	1825	1876	2146	2548	营业税金及附加	46	48	53	61	73
其他流动资产	904	1103	1077	1237	1480	销售费用	297	262	294	315	377
流动资产合计	6515	6877	7362	8521	10092	管理费用	1353	1368	1396	1507	1793
固定资产	3790	3938	4027	4178	4282	研发费用	321	376	353	360	430
无形资产及其他	1455	1118	1073	1029	984	财务费用	193	200	256	274	277
投资性房地产	4439	3511	3511	3511	3511	投资收益	(20)	3	0	0	0
长期股权投资	9	11	13	15	17	资产减值及公允价值变动	18	1567	0	0	0
资产总计	16209	15454	15985	17253	18885	其他收入	(319)	(3489)	(353)	(360)	(430)
短期借款及交易性金融负债	2384	2659	3481	3774	3919	营业利润	171	(1444)	439	789	1229
应付款项	2340	2882	2904	3321	3943	营业外净收支	23	9	10	10	10
其他流动负债	1345	1343	1436	1634	1941	利润总额	193	(1435)	449	799	1239
流动负债合计	6069	6884	7821	8729	9803	所得税费用	68	28	45	80	124
长期借款及应付债券	3057	2990	2990	2990	2990	少数股东损益	(1)	(45)	14	25	39
其他长期负债	2085	1804	1804	1804	1804	归属于母公司净利润	126	(1417)	390	694	1076
长期负债合计	5141	4794	4794	4794	4794	现金流量表（百万元）					
负债合计	11211	11678	12615	13523	14597	净利润	126	(1417)	390	694	1076
少数股东权益	354	320	305	318	338	资产减值准备	(137)	1549	168	44	40
股东权益	4645	3455	3065	3412	3950	折旧摊销	611	601	588	649	700
负债和股东权益总计	16209	15454	15985	17253	18885	公允价值变动损失	(18)	(1567)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	193	200	256	274	277
每股收益	0.11	(1.27)	0.35	0.62	0.96	营运资本变动	(391)	2136	87	(209)	(338)
每股红利	0.37	0.22	0.70	0.31	0.48	其它	138	(1602)	(182)	(31)	(21)
每股净资产	4.15	3.09	2.74	3.06	3.54	经营活动现金流	330	(300)	1051	1147	1457
ROIC	1.97%	2.42%	5%	7%	11%	资本开支	0	(3727)	(800)	(800)	(800)
ROE	2.72%	-41.02%	13%	20%	27%	其它投资现金流	2	(4)	0	0	0
毛利率	14%	13%	14%	15%	16%	投资活动现金流	(1)	(3732)	(802)	(802)	(802)
EBIT Margin	2%	2%	4%	5%	6%	权益性融资	(114)	1	0	0	0
EBITDA Margin	6%	5%	7%	8%	8%	负债净变化	493	(73)	0	0	0
收入增长	7%	7%	9%	15%	20%	支付股利、利息	(417)	(242)	(780)	(347)	(538)
净利润增长率	-149%	-1222%	-128%	78%	55%	其它融资现金流	(464)	4420	822	293	144
资产负债率	71%	78%	81%	80%	79%	融资活动现金流	(427)	3790	42	(54)	(393)
股息率	2.9%	1.7%	5.4%	2.4%	3.7%	现金净变动	(98)	(242)	291	291	262
P/E	114.7	(10.2)	37	21	13	货币资金的期初余额	1503	1406	1163	1454	1745
P/B	3.1	4.2	4.7	4.2	3.7	货币资金的期末余额	1406	1163	1454	1745	2007
EV/EBITDA	26.4	29.1	21.1	16.3	13.2	企业自由现金流	0	(687)	501	597	917
						权益自由现金流	0	3660	1093	643	812

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