



2020年04月30日

业绩短期承压 盈利提升可期

继峰股份(603997)

事件概述

公司公告 2020 年一季报：2020Q1 营收 39.6 亿元，同比下降 14.3%；归母净利-0.48 亿元，对比 2019Q1 的 0.60 亿元，扣非归母净利-0.50 亿元，对比 2019Q1 的 0.56 亿元。

分析判断：

► 业绩短期承压 静待全球需求改善

2020Q1 公司营收同比下降 14.3%，主因占比 80%以上的格拉默营收同比下降 14.8%，其中：1) 分区域：受中国疫情的影响，格拉默 APAC 营收同比下降 25.6%，营收占比达 11.8%；欧洲营收同比下降 14.2%，占比达 57.9%；北美区营收同比下降 11.0%，占比达 30.3%；2) 分业务：乘用车业务营收同比下降 14.3%，占比 71.3%，主要受国内需求减少拖累；商用车座椅业务同比下降 15.5%，占比达 31.3%，主因去年需求旺盛导致基数较高。

2020Q1 格拉默 EBIT 为-210 万欧元（折合人民币约-0.16 亿元），对比 2019Q1 的 2400 万欧元，剔除汇兑损益（250 万欧元）影响的 operating EBIT 为 40 万欧元，对比 2019Q1 的 2300 万欧元。国内外疫情双重夹击下，公司 2020Q1 归母净利亏损约 0.48 亿元，目前国内疫情逐步得到控制，终端需求持续回暖，海外疫情有所趋缓，欧美车企 5 月开始复工复产，预计 2020Q2 业绩仍将明显承压，2020H2 有望环比改善。

► 毛利率提升空间大 费用管控加强

2020Q1 公司毛利率 13.1%，同比下降 18.9pct，环比下滑 0.8pct，对比 2018 年并表前的毛利率 33%，公司盈利能力提升空间大。期间费用率同比下滑 4.2pct，其中：销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 2.2%/7.9%/1.7%/1.3%，同比+0.2pct/-4.5pct/-1.4pct/+1.5pct，环比+0.8pct/+0.4pct/-0.2pct/+1.0pct，其中管理费用率明显下滑主因重组中介费等一次性费用的减少，财务费用率提升主因利息费用的增加。中长期看，通过全球采购规模效应、模具自制率提高、经营管理效率提升等，预计公司盈利能力将逐步改善。

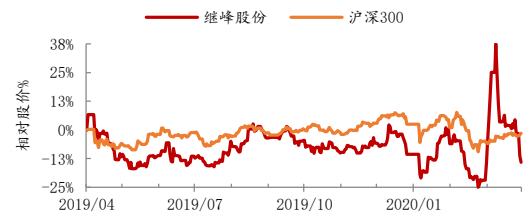
► 全面协同 剑指全球座椅细分龙头

继峰集团 2018 年收购德国格拉默，2019 年完成交割并于 2019Q4 开始并表，2020 年是“大继峰”（继峰+格拉默）作为全球乘用车座椅细分龙头和剑指全球商用车座椅龙头的新起点：1) 继峰是国内乘用车座椅细分龙头，主要生产头枕、支杆及扶手，其中头枕市占率 25%+，主要客户有宝马、奥迪、大众、福特、长城等主机厂及江森、李尔、佛吉亚等座椅厂。2) 格拉默是欧美商用车座椅龙头：主要生产乘用车头枕、扶手、中控系统、内饰和商用车座椅系统，定位中高端，技术领先，主要客户有大众、戴姆勒、宝马、FCA、通用等。

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：买入
目标价格：8.64
最新收盘价：7.47

股票代码：603997
52 周最高价/最低价：12.01/6.51
总市值(亿)：76.46
自由流通市值(亿)：47.24
自由流通股数(百万)：632.35



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080006

联系人：郑青青

邮箱：zhengqq@hx168.com.cn

相关研究

1. 继峰股份(603997) 2019 年报点评：盈利提升可期 静待全球发力

2020.03.31

全面协同，全球发力。在国内继峰发挥格拉默技术优势抢夺商用车座椅和乘用车中控市场；在欧洲格拉默与德国继峰协同，覆盖高中低端车型，有望进入大众 MEB、特斯拉欧洲工厂等配套体系；在北美依托 TMD 的客户资源和生产能力，有望开拓更多北美地区客户，加速市场渗透，提高市场占有率。长期来看“大继峰”还能向飞机座椅、智能座舱等领域渗透，冲击近万亿市场。

投资建议

整合成效渐显，节流开源两步走，“大继峰”（继峰+格拉默）未来有望成为全球商用车座椅系统龙头；头枕、扶手等主业盈利稳健，强强联合龙头地位愈加稳固。考虑到全球疫情的影响，结合一季报的经营情况，调整盈利预测：预计 2020-2022 年 EPS 由 0.44/0.58/0.75 元调为 0.30/0.48/0.68 元，对应当前 PE 25 倍/16 倍/11 倍。参考行业平均估值水平，给予公司 2021 年 18 倍 PE 估值，目标价由 10.44 元下调至 8.64 元，维持“买入”评级。

风险提示

乘用车行业销量不及预期；整合进展不及预期；客户拓展情况不及预期；行业竞争加剧；原材料成本提升等。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 7,282 | 18,001 | 16,354 | 18,531 | 21,202 |
| YoY (%) | 282.9% | 147.2% | -9.2% | 13.3% | 14.4% |
| 归母净利润(百万元) | 131 | 362 | 303 | 490 | 695 |
| YoY (%) | -55.4% | 176.9% | -16.2% | 61.9% | 41.6% |
| 毛利率 (%) | 19.4% | 15.6% | 14.9% | 16.1% | 17.0% |
| 每股收益 (元) | 0.13 | 0.35 | 0.30 | 0.48 | 0.68 |
| ROE | 3.9% | 8.0% | 5.9% | 8.1% | 9.6% |
| 市盈率 | 58.47 | 21.11 | 25.20 | 15.57 | 10.99 |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 营业总收入 | 18,001 | 16,354 | 18,531 | 21,202 | 净利润 | 362 | 303 | 490 | 695 |
| YoY (%) | 147.2% | -9.2% | 13.3% | 14.4% | 折旧和摊销 | 625 | 620 | 620 | 620 |
| 营业成本 | 15,197 | 13,919 | 15,551 | 17,599 | 营运资金变动 | -66 | 114 | -157 | -188 |
| 营业税金及附加 | 44 | 40 | 45 | 51 | 经营活动现金流 | 1,185 | 1,224 | 1,158 | 1,348 |
| 销售费用 | 392 | 357 | 404 | 462 | 资本开支 | -968 | -1,332 | -1,387 | -1,355 |
| 管理费用 | 1,370 | 1,245 | 1,411 | 1,614 | 投资 | -441 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 233 | 142 | 160 | 178 | 投资活动现金流 | -1,501 | -1,331 | -1,386 | -1,354 |
| 资产减值损失 | -21 | 0 | 0 | 0 | 股权募资 | 66 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 1 | 1 | 1 | 1 | 债务募资 | 1,989 | 258 | 448 | 244 |
| 营业利润 | 520 | 433 | 712 | 1,015 | 筹资活动现金流 | 36 | 56 | 228 | 6 |
| 营业外收支 | 16 | 16 | 16 | 16 | 现金净流量 | -319 | -51 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 537 | 450 | 728 | 1,031 | | | | | |
| 所得税 | 175 | 147 | 237 | 336 | 主要财务指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 净利润 | 362 | 303 | 490 | 695 | 成长能力 (%) | | | | |
| 归属于母公司净利润 | 362 | 303 | 490 | 695 | 营业收入增长率 | 147.2% | -9.2% | 13.3% | 14.4% |
| YoY (%) | 176.9% | -16.2% | 61.9% | 41.6% | 净利润增长率 | 176.9% | -16.2% | 61.9% | 41.6% |
| 每股收益 | 0.35 | 0.30 | 0.48 | 0.68 | 盈利能力 (%) | | | | |
| | | | | | 毛利率 | 15.6% | 14.9% | 16.1% | 17.0% |
| | | | | | 净利率 | 2.0% | 1.9% | 2.6% | 3.3% |
| 资产负债表 (百万元) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 总资产收益率 ROA | 2.1% | 1.7% | 2.5% | 3.2% |
| 货币资金 | 2,051 | 2,000 | 2,000 | 2,000 | 净资产收益率 ROE | 8.0% | 5.9% | 8.1% | 9.6% |
| 预付款项 | 46 | 43 | 48 | 54 | 偿债能力 (%) | | | | |
| 存货 | 1,891 | 1,732 | 1,936 | 2,190 | 流动比率 | 1.02 | 0.96 | 0.93 | 0.93 |
| 其他流动资产 | 3,187 | 2,925 | 3,272 | 3,697 | 速动比率 | 0.68 | 0.64 | 0.61 | 0.60 |
| 流动资产合计 | 7,176 | 6,700 | 7,255 | 7,941 | 现金比率 | 0.29 | 0.29 | 0.26 | 0.23 |
| 长期股权投资 | 5 | 5 | 5 | 5 | 资产负债率 | 72.0% | 69.4% | 67.6% | 64.9% |
| 固定资产 | 3,362 | 4,083 | 4,903 | 5,809 | 经营效率 (%) | | | | |
| 无形资产 | 1,744 | 1,924 | 2,104 | 2,284 | 总资产周转率 | 1.02 | 0.90 | 0.93 | 0.97 |
| 非流动资产合计 | 10,389 | 11,438 | 12,639 | 13,895 | 每股指标 (元) | | | | |
| 资产合计 | 17,566 | 18,137 | 19,894 | 21,837 | 每股收益 | 0.35 | 0.30 | 0.48 | 0.68 |
| 短期借款 | 2,472 | 2,730 | 3,178 | 3,422 | 每股净资产 | 4.42 | 5.03 | 5.92 | 7.09 |
| 应付账款及票据 | 2,772 | 2,539 | 2,837 | 3,211 | 每股经营现金流 | 1.16 | 1.20 | 1.13 | 1.32 |
| 其他流动负债 | 1,795 | 1,717 | 1,817 | 1,942 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 流动负债合计 | 7,039 | 6,986 | 7,832 | 8,575 | 估值分析 | | | | |
| 长期借款 | 1,773 | 1,773 | 1,773 | 1,773 | PE | 21.11 | 25.20 | 15.57 | 10.99 |
| 其他长期负债 | 3,834 | 3,834 | 3,834 | 3,834 | PB | 1.83 | 1.48 | 1.26 | 1.05 |
| 非流动负债合计 | 5,608 | 5,608 | 5,608 | 5,608 | | | | | |
| 负债合计 | 12,646 | 12,594 | 13,440 | 14,183 | | | | | |
| 股本 | 1,024 | 1,024 | 1,024 | 1,024 | | | | | |
| 少数股东权益 | 393 | 393 | 393 | 393 | | | | | |
| 股东权益合计 | 4,919 | 5,543 | 6,454 | 7,654 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 17,566 | 18,137 | 19,894 | 21,837 | | | | | |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|----------------------------------|------|----------------------------------|
| 以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。