

中信证券研究部



李景涛
汽车分析师
S1010520120003



尹欣驰
首席汽车行业
分析师
S1010519040002



联系人：李子俊

核心观点

公司 2020 年全年实现营业收入 157.3 亿元，同比-12.6%；实现归母净利润-2.58 亿元，同比-186.7%，在此前业绩预告范围内，符合市场预期。其中，第四季度实现营业收入 47.38 亿元，同比+5.5%；实现归母净利润 0.36 亿元，同比-57.6%；实现扣非归母净利润 1.03 亿元，同比+36.3%。2020 年公司计提了 1.4 亿重组费用，2021 年轻装上阵；各项协同优化措施稳步推进，经营水平持续向好，维持 2021/22 年 EPS 预测 0.65/0.80 元，新增 2023 年 EPS 预测 0.96 元，维持“买入”评级。

■ **公司 2020Q4 业绩符合预期，格拉默一季度业绩超预期。**公司 2020 年全年实现营业收入 157.3 亿元，同比-12.6%；实现归母净利润-2.58 亿元，在此前业绩预告范围内，符合市场预期。其中，第四季度实现营业收入 47.38 亿元，同比+5.5%；实现归母净利润 0.36 亿元，同比-57.6%；实现扣非归母净利润 1.03 亿元，同比+36.3%。同时，格拉默发布一季度业绩预告，实现经营性息税前利润约为 2200 万欧元，环比+144%；经营性税前利润率为 4.5%，环比提升 2.7pcts。公司 2020 年营收、业绩下滑，主要系因受新冠疫情影响，但随着与格拉默各项协同优化措施稳步推进，且计提减值、重组费用后，2021 年公司将轻装上阵，经营提升值得期待。

■ **公司 20Q4 毛利率持续提升，费用率亦有所上升。**公司收购格拉默后，持续推进整合，通过组织架构调整、联合采购等措施，有效提升经营水平。2020 年第四季度，公司毛利率为 16.8%，同比+2.9pcts，环比+0.5pct，整合措施效果初显，经营持续回升，我们预计未来会持续向好。20Q4 公司费用率为 14.5%，同比+2.5pcts，环比+2.2pcts，其中销售费用率 2.8%，同比+0.6pct，环比+0.6pct；管理费用率 6.8%，同比-0.4pct，环比-2.4pcts；研发费用率 1.3%，同比持平，环比-0.3pct；财务费用率 3.7%，同比+2.2pcts，环比+4.2pcts，费用率上升主要系因财务费用中可转换债券利息及汇兑损失增加上升。公司通过落实全球整合措施，我们认为 2021 年公司毛利率和净利润率有望持续提升，保持全球竞争力。

■ **公司新产品、订单不断落地，整合格拉默经营持续提升。**2020 年公司新增了智能家居式重卡座舱、隐藏式电动出风口等产品，产品品类不断丰富。同时，公司协助格拉默开拓国内客户，2020 年新获得了一汽青岛、一汽解放、福田、陕汽等新客户订单。公司在原有客户的基础上，不断拓展包括特斯拉、理想、蔚来、威马等新兴电动汽车品牌，客户服务能力持续提升。2020 年下半年，公司按计划执行重组措施，包括对德国子公司格拉默欧洲区和北美区所在工厂的整合，以及非生产性人员的裁减（主要在德国地区），由此产生较多的一次性裁员费用（20Q3 支出 1200 万欧元一次性裁员费用）。同时，受新冠肺炎疫情影响，公司下游客户在经营中出现产量减少、订单减少等问题，导致回款压力较大。因此公司对存货、合同资产、应收账款、其他应收款、应收票据等主要资产的价值进行减值测试，并根据减值测试结果计提了相应的减值损失（2019/20 计提资产减值损失 0.21/1.55 亿）。在此情形下，20H2 公司实现盈利 0.98 亿元，含金量较高。我们认为公司最差时候已经过去，新订单、产品的落地及整合持续推进，将有效推动公司营业收入和净利润保持增长。

■ **风险因素：**下游客户销量下行；德国继峰减亏不及预期；格拉默整合不及预期。

■ **投资建议：**公司通过收购格拉默成为全球汽车内饰和商用车座椅龙头，格拉默商用车和非道路机械座椅业务、内饰业务产品技术全球领先；国内业务加速落地，与陕汽、一汽等客户合作不断加深；座椅头枕、扶手业务协同效应显著。我们认为公司受新冠疫情影响表现最差时间已经过去，未来经营向上回升趋势明显，维持 2021/22 年 EPS 预测 0.65/0.80 元，新增 2023 年 EPS 预测 0.96 元，维持“买入”评级。

继峰股份	603997
评级	买入（维持）
当前价	8.48 元
目标价	13.00 元
总股本	1,021 百万股
流通股本	781 百万股
52 周最高/最低价	12.01/6.63 元
近 1 月绝对涨幅	2.42%
近 6 月绝对涨幅	0.66%
近 12 月绝对涨幅	2.66%

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18,001.26	15,732.75	17,655.67	19,200.20	20,847.55
营业收入增长率	737%	-13%	12%	9%	9%
净利润(百万元)	297.70	-258.23	668.70	819.47	981.83
净利润增长率	-2%	-187%	N/A	23%	20%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.29	-0.25	0.65	0.80	0.96
毛利率%	16%	14%	17%	18%	18%
净资产收益率 ROE%	6.58%	-6.05%	13.54%	15.02%	16.02%
每股净资产(元)	4.43	4.18	4.84	5.34	6.00
PE	29.09	-33.54	12.95	10.57	8.82
PB	1.91	2.03	1.75	1.59	1.41

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 3 月 31 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	18,001	15,733	17,656	19,200	20,848
营业成本	15,197	13,598	14,612	15,822	17,156
毛利率	15.58%	13.57%	17.24%	17.60%	17.71%
营业税金及附加	44	43	53	38	42
销售费用	392	381	397	384	417
营业费用率	2.18%	2.42%	2.25%	2.00%	2.00%
管理费用	1,370	1,282	1,192	1,296	1,303
管理费用率	7.61%	8.15%	6.75%	6.75%	6.25%
财务费用	233	351	233	244	216
财务费用率	1.30%	2.23%	1.32%	1.27%	1.04%
研发费用	268.70	255.60	308.97	336.00	364.83
研发费用率	1.49%	1.62%	1.75%	1.75%	1.75%
投资收益	1	3	0	0	5
EBITDA	1,342	624	1,665	1,964	2,254
营业利润	520	(331)	889	1,115	1,371
营业利润率	2.89%	-2.11%	5.04%	5.81%	6.58%
营业外收入	18	4	0	0	0
营业外支出	2	10	0	0	0
利润总额	537	(338)	889	1,115	1,371
所得税	175	3	178	234	315
所得税率	32.62%	-0.80%	20.00%	21.00%	23.00%
少数股东损益	64	(82)	43	62	74
归属于母公司股东的净利润	298	(258)	669	819	982
净利率	1.65%	-1.64%	3.79%	4.27%	4.71%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	362	-340	711	881	1,056
所得税支出	625	675	585	666	741
折旧和摊销	-269	137	-1,533	732	-602
营运资金的变化	452	338	234	239	224
其他经营现金流	1,169	810	-3	2,518	1,419
经营现金流合计	-1,007	-726	-700	-900	-850
资本支出	1	3	0	0	5
投资收益	-495	-48	-35	-46	-62
其他投资现金流	-1,501	-772	-735	-946	-907
投资现金流合计	66	18	0	0	0
发行股票	518	-59	2,636	-1,707	337
负债变化	-200	-205	0	-300	-311
股息支出	-349	-398	-233	-244	-216
其他融资现金流	36	-644	2,403	-2,251	-190
融资现金流合计	-296	-606	1,665	-679	323
现金及现金等价物净增加额	362	-340	711	881	1,056

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,051	1,503	3,168	2,489	2,812
存货	1,891	1,504	2,487	2,146	2,389
应收账款	2,140	2,338	3,017	2,805	3,236
其他流动资产	1,093	1,355	1,360	1,358	1,567
流动资产	7,176	6,700	10,033	8,798	10,004
固定资产	3,362	3,811	3,826	3,859	3,868
长期股权投资	5	7	7	7	7
无形资产	1,744	1,732	1,732	1,732	1,732
其他长期资产	5,279	5,077	5,211	5,457	5,619
非流动资产	10,389	10,626	10,776	11,056	11,226
资产总计	17,566	17,326	20,809	19,854	21,231
短期借款	2,472	2,476	5,112	3,405	3,742
应付账款	2,743	2,381	2,835	2,899	3,159
其他流动负债	1,824	2,040	1,722	1,830	1,864
流动负债	7,039	6,898	9,669	8,134	8,765
长期借款	1,773	2,138	2,138	2,138	2,138
其他长期负债	3,834	3,723	3,723	3,723	3,723
非流动性负债	5,608	5,861	5,861	5,861	5,861
负债合计	12,646	12,759	15,530	13,995	14,626
股本	1,024	1,021	1,021	1,021	1,021
资本公积	2,661	2,855	2,855	2,855	2,855
归属于母公司所有者权益合计	4,526	4,269	4,938	5,457	6,128
少数股东权益	393	298	340	402	476
股东权益合计	4,919	4,567	5,278	5,859	6,604
负债股东权益总计	17,566	17,326	20,809	19,854	21,231

主要财务指标

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入增长率	736.7%	-12.6%	12.22%	8.75%	8.58%
营业利润增长率	36.43%	-164%	N/A	25.43%	22.93%
净利润增长率	-1.55%	-187%	N/A	22.55%	19.81%
毛利率	15.58%	13.57%	17.24%	17.60%	17.71%
EBITDA Margin	7.46%	3.96%	9.43%	10.23%	10.81%
净利率	1.65%	-1.64%	3.79%	4.27%	4.71%
净资产收益率	6.58%	-6.05%	13.54%	15.02%	16.02%
总资产收益率	1.69%	-1.49%	3.21%	4.13%	4.62%
资产负债率	72.00%	73.64%	74.63%	70.49%	68.89%
所得税率	32.62%	-0.80%	20.00%	21.00%	23.00%
股利支付率	68.77%	0.00%	44.92%	37.90%	27.61%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。