

2021年03月31日

业绩底部回升 持续向上可期

继峰股份(603997)

事件概述

公司发布2020年报：2020年实现营收157.3亿元，同比下降12.6%；归母净利润-2.6亿元，同比下降186.7%，扣非归母净利润-1.9亿元，同比下降172.1%，位于业绩预告区间；其中，2020Q4营收47.4亿元，同比增长5.9%，环比增长9.6%；归母净利润0.4亿元，同比下降57.6%，环比下降42.9%，扣非归母净利润1.0亿元，同比增长36.3%，环比增长22.6%。

同时披露格拉默2021Q1业绩预告：预计2021Q1收入4.9亿欧元，同比增长8%，息税前利润(EBIT)和经特殊影响调整后的经营性息税前利润(Operating EBIT)均约为2,200万欧元，显著高于去年同期。

分析判断：

► 2020Q4扣非归母净利润显著改善 2021轻装上阵

2020Q4营收同比+5.9%，环比+9.6%，其中格拉默收入50.5亿元，我们判断主要受益于国内外需求的回暖。2020Q4扣非归母净利润同比+36.3%，环比+22.6%，显著改善。非经常损益主要产生于格拉默整合费用，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）导致的一次性裁员费用。我们判断2020年业绩亏损主要受疫情影响导致下游需求大幅减少以及应收账款等减值损失增加，但随着疫情的逐步缓解，业绩逐季改善，预计2021年轻装上阵之后业绩恢复弹性较大，龙头优势逐步显现。

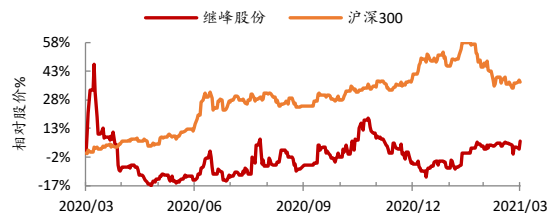
► 格拉默逐季改善 持续向上可期

格拉默2020年营业收入约17.1亿欧元，同比-16.05%，但2020Q4收入约5.1亿欧元，同比+5.1%，收入增速转正表明公司从新冠疫情的影响中逐步恢复；2021Q1收入4.9亿欧元，同比+8%，逐季改善。2020年经营性息税前利润(EBIT)为-4,900万欧元（2020Q4约为-200万欧元），相比2019年7,450万欧元（2020Q4为1,260万欧元）大幅下降，主要受重组措施和一次性费用的影响；调整后的EBIT约为-1,500万欧元（2020Q4约为900万欧元），低于2019年的7,700万欧元（2019Q4为1,780万欧元）。2021Q1EBIT和调整后的EBIT均为2,200万欧元，对比去年同期的-210万欧元/40万欧元改善明显。随着海外疫情的逐步缓解及整合的稳步推进，预计格拉默的业绩有望触底反弹，持续向上可期。

► 全面协同 剑指全球座椅细分龙头

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	12.00
最新收盘价：	8.48
股票代码：	603997
52周最高价/最低价：	12.45/6.6
总市值(亿)	86.60
自由流通市值(亿)	66.19
自由流通股数(百万)	780.57



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) 2020业绩预告点评：业绩逐季改善 2021轻装上阵
2021.01.31
2. 继峰股份(603997) 2020半年报点评报告：业绩短期承压 静待需求回暖
2020.08.14
3. 继峰股份(603997) 2020一季报点评报告：业绩短期承压 盈利提升可期
2020.04.30

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。

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。调整盈利预测：预计 2021-22 年收入 188.7/218.3 亿元维持不变，归母净利由 4.0/6.0 亿元调为 4.0/6.1 亿元，EPS 为 0.39/0.59 元，对应当前 PE 22/14 倍。参考行业平均估值水平，给予公司 2022 年 20 倍 PE 估值，目标价由 8.97 元调至 12.0 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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18,001	15,733	18,874	21,826	25,755
YoY (%)	147.2%	-12.6%	20.0%	15.6%	18.0%
归母净利润(百万元)	298	-258	403	607	836
YoY (%)	80.5%	-186.7%	255.9%	50.7%	37.8%
毛利率 (%)	15.6%	13.6%	16.0%	16.9%	17.3%
每股收益 (元)	0.29	-0.25	0.39	0.59	0.82
ROE	6.6%	-6.0%	8.4%	11.1%	13.1%
市盈率	29.09	-33.54	21.51	14.28	10.36

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	15,733	18,874	21,826	25,755	净利润	-340	531	800	1,102
YoY (%)	-12.6%	20.0%	15.6%	18.0%	折旧和摊销	825	620	620	620
营业成本	13,598	15,857	18,130	21,299	营运资金变动	144	-324	-284	-359
营业税金及附加	43	56	61	73	经营活动现金流	810	1,131	1,426	1,695
销售费用	381	442	524	613	资本开支	-667	-1,290	-1,184	-1,130
管理费用	1,282	1,463	1,729	2,025	投资	2,383	0	0	0
财务费用	351	176	200	212	投资活动现金流	-772	-1,287	-1,181	-1,126
资产减值损失	-155	-60	0	0	股权募资	18	0	0	0
投资收益	3	3	4	4	债务募资	1,082	881	921	634
营业利润	-331	533	800	1,100	筹资活动现金流	-644	653	647	322
营业外收支	-6	-6	-6	-6	现金净流量	-560	497	893	891
利润总额	-338	527	794	1,094					
所得税	3	-4	-6	-9	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	-340	531	800	1,102	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	-258	403	607	836	营业收入增长率	-12.6%	20.0%	15.6%	18.0%
YoY (%)	-186.7%	255.9%	50.7%	37.8%	净利润增长率	-186.7%	255.9%	50.7%	37.8%
每股收益	-0.25	0.39	0.59	0.82	盈利能力 (%)				
					毛利率	13.6%	16.0%	16.9%	17.3%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	-2.2%	2.8%	3.7%	4.3%
货币资金	1,503	2,000	2,893	3,784	总资产收益率 ROA	-1.5%	2.1%	2.8%	3.4%
预付款项	54	63	72	85	净资产收益率 ROE	-6.0%	8.4%	11.1%	13.1%
存货	1,504	1,753	2,005	2,355	偿债能力 (%)				
其他流动资产	3,638	4,319	4,958	5,809	流动比率	0.97	0.97	1.00	1.05
流动资产合计	6,700	8,135	9,928	12,033	速动比率	0.68	0.69	0.73	0.77
长期股权投资	7	7	7	7	现金比率	0.22	0.24	0.29	0.33
固定资产	3,811	4,324	4,822	5,271	资产负债率	73.6%	73.0%	71.9%	70.2%
无形资产	1,732	1,912	2,092	2,272	经营效率 (%)				
非流动资产合计	10,626	11,391	12,031	12,567	总资产周转率	0.91	0.97	0.99	1.05
资产合计	17,326	19,526	21,959	24,599	每股指标 (元)				
短期借款	2,476	3,357	4,278	4,911	每股收益	-0.25	0.39	0.59	0.82
应付账款及票据	2,455	2,863	3,274	3,846	每股净资产	4.18	4.69	5.38	6.24
其他流动负债	1,966	2,173	2,378	2,660	每股经营现金流	0.79	1.11	1.40	1.66
流动负债合计	6,898	8,393	9,929	11,417	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	2,138	2,138	2,138	2,138	估值分析				
其他长期负债	3,723	3,723	3,723	3,723	PE	-33.54	21.51	14.28	10.36
非流动负债合计	5,861	5,861	5,861	5,861	PB	1.80	1.81	1.58	1.36
负债合计	12,759	14,254	15,790	17,278					
股本	1,021	1,021	1,021	1,021					
少数股东权益	298	426	619	885					
股东权益合计	4,567	5,212	6,109	7,261					
负债和股东权益合计	17,326	19,466	21,899	24,539					

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。