



中信证券研究部

核心观点



李景涛
汽车及零部件联席
首席分析师
S1010520120003



尹欣驰
首席汽车及零部件
分析师
S1010519040002



李子俊
汽车及零部件分析
师
S1010521080002



王诗宸
汽车及零部件分析
师
S1010522030006



联系人：武平乐

2022 年 3 月 30 日晚，公司发布年报，2021 年实现营收 168.32 亿元，同比 +7.0%；2021 年实现归母净利润 1.26 亿元（去年同期亏损 2.58 亿元），完成扭亏转盈。其中，2021 年第四季度实现营收 43.27 亿元，同比 -8.7%；实现归母净利润 -0.35 亿元（去年同期盈利 0.36 亿元），业绩符合预期，亏损主要系受到欧美车市下滑及缺芯、原材料涨价等负面因素影响。公司是全球座椅头枕龙头供应商，新进入乘用车座椅行业，显著打开成长空间。考虑到行业缺芯、原材料价格大幅上涨等负面影响仍在，我们下调公司 2022 年 EPS 预测至 0.38 元（原预测为 0.44 元），考虑到公司乘用车座椅业务预计将在 2023 年量产，逐步贡献业绩，上调 2023 年 EPS 预测至 0.72 元（原预测为 0.70 元），新增公司 2024 年 EPS 预测为 0.94 元；公司进军乘用车座椅领域，斩获头部造车新势力订单，成长空间全面打开，且公司 2022-24 年业绩 CAGR 预测为 58%，给予 2022 年 35xPE，对应目标价 13 元，维持“买入”评级。

■ 4Q21 业绩符合预期，亏损系因欧美车市下滑及行业缺芯、原材料上涨等因素。2021 年公司实现营收 168.32 亿元，同比 +7.0%；实现归母净利润 1.26 亿元（去年同期亏损 2.58 亿元），完成扭亏转盈。其中，2021 年第四季度实现营收 43.27 亿元，同比 -8.7%；实现归母净利润 -0.35 亿元（去年同期盈利 0.36 亿元），业绩符合预期。公司 4Q21 业绩亏损，主要系海外汽车行业景气度较低，欧美车市销量下滑（其中 4Q21 北美汽车销量同比 -20%，欧洲汽车销量同比 -22%）及原材料价格、运费上涨等因素影响。公司持续推进格拉默全球整合，优化人员、工厂，各项协同优化措施的效果有望在 2022 年内体现；同时各项新产品实现突破，有望在未来持续贡献业绩增量。

■ 4Q21 毛利率承压，费用率改善显著。4Q21 公司毛利率为 11.6%，同比 -5.2pcts，环比 -0.8pct，主要系缺芯及原材料涨价等负面因素影响。费用率为 10.9%，同比 -3.6pcts，环比 -3.6pcts，费用率改善显著。其中销售费用率为 1.1%，同比 -1.6pcts，环比 -0.7pct，销售费用率有所减少，主要系因公司与格拉默签署联合供货协议，成本管控能力增强；管理费用率为 8.2%，同比 +1.4pcts，环比 +0.2pct，管理费用率有所增加，主要系因德国分公司执行本土化管理，人员薪酬相对国内较高；研发费用率为 1.8%，同比 +0.5pct，环比 -0.3pct，基本持平；财务费用率为 -0.3%，同比 -3.9pcts，环比 -2.8pcts，主要系 2020 年外汇市场波动产生了较大汇兑损失，本期疫情影响减弱，故汇兑损失减少。

■ 乘用车座椅产品配套新势力车企，国产替代正当时。公司于 2021 年 10 月获得造车新势力座椅订单，计划将于 2023 年 1 月 10 日开始为其开发、配套新能源汽车座椅产品，单车配套价值大幅提升。公司开拓乘用车座椅市场具备客户、成本和技术三重优势：头枕、座椅扶手配套宝马、戴姆勒、上汽等全球主流客户；与格拉默签订的联合采购协议将在模具、支杆等生产资料的优势赋能格拉默，提高双方的成本控制能力；格拉默在商用车座椅领域的深厚沉淀赋予公司强劲的乘用车座椅研发生产能力，并为公司承接全球平台项目创造机遇。我们预计 2023/2025 年全球规模约为 3582/3802 亿元，国内规模约为 829/880 亿元；行业格局较为集中，2019 年全球 CR5 为 84%，行业进入壁垒高。近年来，行业全球龙头经营压力显现，安道拓近 5 年仅一年盈利，2020 年净利润 -37 亿，国内优质供应商均有产品替代的机会。

■ 新业务布局进展一帆风顺，商用车配套份额稳步提升。公司于 2018 年收购德国格拉默，进一步完善自身在座舱领域的布局，同时坚持对原有的头枕、扶手等传统产品进行智能化升级。公司自 2H20 开始启动商用车座舱项目，1H21 陆续

进行样车试安装，个别客户的样车已完成试装，并发往客户处进行后续验证；结合格拉默的技术及人才资源禀赋，公司于 1H21 开始筹划并将进入乘用车座椅项目；其他业务如隐藏式电动出风口、微米级加工工艺（新饰件）等获得客户订单，业务开拓取得了较快的进展。1H21 格拉默与一汽解放签署合资协议，获得了一汽集团大量订单支持。合资企业成立有望提升公司在中国区重卡座椅领域的市占率，加速确立领先地位。目前一汽及陕汽在国内的市占率合计为 0%-40%，公司有望通过深度配套核心客户，拉动业绩持续增长。同时公司顺应国内重卡家居化发展趋势，稳步推进商用车居家座舱研发生产，目前已完成试装并发往客户进行验证，预计单车配套价值在 8000 元以上。

- **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 4Q21 业绩亏损，主要系受到欧美车市下滑及缺芯、原材料涨价等负面因素影响。公司是全球座椅头枕龙头供应商，新进入乘用车座椅行业，显著打开成长空间。考虑到行业缺芯、原材料价格大幅上涨等负面影响仍在，我们下调公司 2022 年 EPS 预测至 0.38 元（原预测为 0.44 元），考虑到公司乘用车座椅业务预计将在 2023 年量产，逐步贡献业绩，上调 2023 年 EPS 预测至 0.72 元（原预测为 0.70 元），新增公司 2024 年 EPS 预测为 0.94 元。公司进军乘用车座椅领域，斩获头部造车新势力订单，成长空间全面打开，且公司 2022-24 年业绩 CAGR 预测为 58%，给予 2022 年 35xPE，对应目标价 13 元，维持“买入”评级。

项目/年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15,732.75	16,831.99	17,952.41	19,871.05	21,842.36
营业收入增长率 YoY	-13%	7%	7%	11%	10%
净利润(百万元)	-258.23	126.37	425.15	800.59	1,055.36
净利润增长率 YoY	-187%	N/A	236%	88%	32%
每股收益 EPS(基本)(元)	-0.26	0.12	0.38	0.72	0.94
毛利率	14%	14%	15%	17%	19%
净资产收益率 ROE	-6.05%	2.72%	8.73%	14.67%	17.11%
每股净资产 (元)	3.81	4.16	4.35	4.88	5.51
PE	-36.9	79.9	25.2	13.3	10.2
PB	2.5	2.3	2.2	2.0	1.7
PS	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	21.7	13.6	12.4	8.5	7.0

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2022 年 3 月 30 日收盘价

继峰股份	603997
评级	买入 (维持)
当前价	9.59 元
目标价	13.00 元
总股本	1,119 百万股
流通股本	881 百万股
总市值	107 亿元
近三月日均成交额	181 百万元
52 周最高/最低价	18.11/8.01 元
近 1 月绝对涨幅	-25.31%
近 6 月绝对涨幅	-1.84%
近 12 月绝对涨幅	19.42%

利润表 (百万元)

指标名称	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	15,733	16,832	17,952	19,871	21,842
营业成本	13,598	14,451	15,250	16,407	17,797
毛利率	13.57%	14.14%	15.05%	17.43%	18.52%
税金及附加	43	46	36	40	44
销售费用	381	297	359	397	437
销售费用率	2.42%	1.77%	2.00%	2.00%	2.00%
管理费用	1,282	1,353	1,239	1,331	1,463
管理费用率	8.15%	8.04%	6.90%	6.70%	6.70%
财务费用	351	193	184	187	173
财务费用率	2.23%	1.14%	1.02%	0.94%	0.79%
研发费用	255.60	321.38	314.17	347.74	393.16
研发费用率	1.62%	1.91%	1.75%	1.75%	1.80%
投资收益	3	(20)	7	5	5
EBITDA	747	1,186	1,304	1,895	2,317
营业利润	(331)	171	633	1,192	1,572
营业利润率	-2.11%	1.01%	3.53%	6.00%	7.20%
营业外收入	4	24	0	0	0
营业外支出	10	2	0	0	0
利润总额	(338)	193	633	1,192	1,572
所得税	3	68	133	250	330
所得税率	-0.80%	34.93%	21.00%	21.00%	21.00%
少数股东损益	(82)	(1)	75	141	186
归属于母公司股东的净利润	(258)	126	425	801	1,055
净利率	-1.64%	0.75%	2.37%	4.03%	4.83%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,503	1,406	1,753	1,833	1,991
存货	1,504	1,730	1,829	1,928	2,121
应收账款	2,338	2,310	2,422	2,788	3,003
其他流动资产	1,355	1,070	1,295	1,434	1,415
流动资产	6,700	6,515	7,299	7,984	8,529
固定资产	3,811	3,540	3,578	3,621	3,612
长期股权投资	7	9	9	9	9
无形资产	1,732	1,455	1,455	1,455	1,455
其他长期资产	5,077	4,690	4,790	4,990	5,090
非流动资产	10,626	9,694	9,832	10,075	10,167
资产总计	17,326	16,209	17,132	18,059	18,696
短期借款	2,476	1,638	1,982	1,963	1,501
应付账款	2,381	2,279	2,609	2,756	2,947
其他流动负债	2,040	2,151	2,102	2,171	2,184
流动负债	6,898	6,069	6,693	6,890	6,632
长期借款	2,138	2,631	2,631	2,631	2,631
其他长期负债	3,723	2,511	2,511	2,511	2,511
非流动性负债	5,861	5,141	5,141	5,141	5,141
负债合计	12,759	11,211	11,834	12,031	11,774
股本	1,021	1,119	1,119	1,119	1,119
资本公积	2,855	3,442	3,442	3,442	3,442
归属于母公司所有者权益合计	4,269	4,645	4,869	5,458	6,166
少数股东权益	298	354	429	570	756
股东权益合计	4,567	4,999	5,297	6,028	6,923
负债股东权益总计	17,326	16,209	17,132	18,059	18,696

现金流量表 (百万元)

指标名称	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税后利润	-340	126	500	942	1,242
折旧和摊销	675	628	562	657	759
营运资金的变化	137	-253	-140	-403	-192
其他经营现金流	338	218	161	195	177
经营现金流合计	810	719	1,083	1,391	1,985
资本支出	-726	-740	-700	-900	-850
投资收益	3	-20	7	5	5
其他投资现金流	-48	173	0	0	0
投资现金流合计	-772	-588	-693	-895	-845
权益变化	18	34	0	0	0
负债变化	-59	399	343	-19	-462
股利支出	-205	-204	-201	-211	-347
其他融资现金流	-398	-269	-184	-187	-173
融资现金流合计	-644	-40	-42	-417	-982
现金及现金等价物净增加额	-606	91	348	80	158

主要财务指标

指标名称	2020	2021	2022E	2023E	2024E
增长率 (%)					
营业收入	-12.60%	6.99%	6.66%	10.69%	9.92%
营业利润	-163.68%	N/A	270.70%	88.31%	31.82%
净利润	-186.74%	N/A	236.43%	88.31%	31.82%
利润率 (%)					
毛利率	13.57%	14.14%	15.05%	17.43%	18.52%
EBITDA Margin	4.75%	7.05%	7.26%	9.53%	10.61%
净利率	-1.64%	0.75%	2.37%	4.03%	4.83%
回报率 (%)					
净资产收益率	-6.05%	2.72%	8.73%	14.67%	17.11%
总资产收益率	-1.49%	0.78%	2.48%	4.43%	5.64%
其他 (%)					
资产负债率	73.64%	69.16%	69.08%	66.62%	62.97%
所得税率	-0.80%	34.93%	21.00%	21.00%	21.00%
股利支付率	-79.10%	159.38%	49.69%	43.32%	84.13%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

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；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 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。

英国：本研究报告归属于营销文件，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。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且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。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。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

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 2022 版权所有。保留一切权利。