

进击的乘用车座椅潜在龙头

继峰股份(603997)系列点评十八

事件概述

公司发布公告：22H1实现营业收入84.3亿元，同比-3.3%，归母净利润-1.7亿元，同比-189.1%，扣非归母净利润-1.8亿元，同比-199.0%，位于业绩预告区间；其中22Q2实现营业收入42.3亿元，同比+0.9%，环比+0.6%，归母净利润-1.3亿元，同比-314.9%，扣非归母净利润-1.4亿元，同比-357.7%，环比降幅扩大。

分析判断：

► 22H1 业绩短期承压 22H2 盈利修复可期

收入端：公司22H1营收84.3亿元，同比-3.3%，其中22Q2营收42.3亿元，同比+0.9%，环比+0.6%，我们判断同比下滑主要受国内疫情导致格拉默中国收入下滑以及缺芯导致产量承压的影响，但逐季同环比改善彰显排产修复趋势叠加新产品贡献增量。

成本端：公司22H1毛利率为11.2%，同比-5.0pct，其中22Q2毛利率为10.2%，同比-5.8pct，环比-2.0pct，同环比下滑主要受原材料价格高位上涨但调价存在滞后性以及地缘政治导致能源成本大幅度上升的影响。

费用端：公司22H1销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率为1.5%、8.1%、2.1%、0.6%，同比-0.6pct、+0.1pct、+0.2pct、-0.6pct，其中管理费用和研发费用增长明显主因和乘用车座椅相关的费用性支出大幅增长

利润端：公司22H1利润同比扭盈为亏，表现不如收入端主因乘用车座椅相关费用支出增加、原材料和能源价格上涨导致成本增加等。我们判断22Q2为全年业绩最低点，随着国内政策刺激下量增，缺芯及原材料涨价逐步缓解，预计22Q3起业绩有望触底反弹，并持续改善。

► 乘用车座椅再突破 国产替代空间大

公司于2021年10月获得某造车新势力品牌主机厂的乘用车座椅项目定点实现从0到1的突破，此次再获某新能源主机厂的座椅总成项目定点，两个不同的新能源汽车主机厂对公司的认可，凸显了公司在乘用车座椅领域的快速成长，预计后续有望获得更多的定点/我们预计单车价值将由之前的300-400元（头枕+扶手，Tier 2）提升至5,000-6,000元（座椅总成，Tier 1）。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	17.11
股票代码：	603997
52周最高价/最低价：	19.4/5.98
总市值(亿)	191.08
自由流通市值(亿)	150.71
自由流通股数(百万)	880.82



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

联系电话：

相关研究

- 【华西汽车】继峰股份(603997) 2022H1 业绩预告点评：业绩短期承压 乘用车座椅加速突破
2022.07.15
- 【华西汽车】继峰股份(603997) 事件点评：乘用车座椅再突破 国产替代空间大
2022.07.13
- 【华西汽车】继峰股份(603997) 2022 一季报点评：业绩短期承压 乘用车座椅从0到1
2022.04.28

乘用车座椅是最易被消费者感知的赛道之一，消费者付费/主机厂堆料意愿双轮驱动，功能提升+舒适度提升+智能化加持，千亿市场空间再扩容。传统燃油车时代，乘用车座椅由于技术壁垒高，长期被安道拓、李尔等外资供应商垄断，新势力供应链趋向于扁平化，车型迭代加速，对供应商快速响应及密切配合的需求大幅提升，且新势力更加注重智能空间的打造，座椅为智能座舱的重要组成部分，承载着座舱向第三空间转变，国产供应商有望借机实现突破。公司是全球座椅头枕细分龙头，我们测算全球市占率 25%以上，体现较强的成本管控能力，预计未来有望凭借性价比和快速响应能力在乘用车座椅领域加速抢份额，打开成长空间。

► 全面协同 剑指全球智能座舱龙头

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 年开启全面整合，包括格拉默组织架构的调整、多举并措降本增效、生产基地布局整合等，经营提升凸显。同时格拉默和继峰联合开拓市场，产品相互赋能，客户相互导入，共同提升市占率。面对汽车行业电动智能百年大变革，公司积极拥抱，横向拓展乘用车座椅、音响头枕、移动中控系统和扶手、3D Glass 玻璃技术等智能化新品，纵向布局智能家居式重卡座舱、电动出风口等，并突破特斯拉、蔚来、理想等造车新势力，长期来看“大继峰”有望充分发挥格拉默百年积淀的座椅等技术优势和继峰的民企灵活机制冲击智能座舱万亿元市场，剑指全球龙头。

投资建议

整合成效渐显，新产品和新客户加速拓展，“大继峰”（继峰+格拉默）未来有望成为全球智能座舱龙头。考虑到疫情等影响，维持盈利预测：维持 2022-24 年收入 195.2/235.1/268.9 亿元不变，归母净利为 2.8/6.5/9.8 亿元，EPS 为 0.25/0.58/0.88 元，对应 2022 年 8 月 11 日收盘价 17.11 元的 PE 68/30/19 倍，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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15,733	16,832	19,521	23,507	26,885
YoY (%)	-12.6%	7.0%	16.0%	20.4%	14.4%
归母净利润(百万元)	-258	126	282	645	982
YoY (%)	-186.7%	148.9%	123.0%	129.1%	52.1%
毛利率 (%)	13.6%	14.1%	14.2%	14.7%	15.2%
每股收益 (元)	-0.23	0.11	0.25	0.58	0.88
ROE	-6.0%	2.7%	5.5%	11.0%	14.0%
市盈率	-74.00	151.21	67.82	29.61	19.47

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	16,832	19,521	23,507	26,885	净利润	126	281	643	977
YoY (%)	7.0%	16.0%	20.4%	14.4%	折旧和摊销	766	163	104	124
营业成本	14,451	16,749	20,052	22,798	营运资金变动	-253	-224	-342	-294
营业税金及附加	46	52	64	73	经营活动现金流	719	424	523	900
销售费用	297	273	329	376	资本开支	-685	304	585	449
管理费用	1,353	1,581	1,763	1,882	投资	2,050	0	0	0
财务费用	193	103	68	24	投资活动现金流	-588	281	556	416
资产减值损失	-18	-60	0	0	股权募资	34	-2	0	0
投资收益	-20	-24	-28	-33	债务募资	1,984	-457	-743	-439
营业利润	171	340	810	1,277	筹资活动现金流	-40	-606	-860	-527
营业外收支	23	23	23	23	现金净流量	-23	99	220	789
利润总额	193	363	833	1,299					
所得税	68	82	190	322	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	126	281	643	977	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	126	282	645	982	营业收入增长率	7.0%	16.0%	20.4%	14.4%
YoY (%)	148.9%	123.0%	129.1%	52.1%	净利润增长率	148.9%	123.0%	129.1%	52.1%
每股收益	0.11	0.25	0.58	0.88	盈利能力 (%)				
					毛利率	14.1%	14.2%	14.7%	15.2%
					净利率	0.7%	1.4%	2.7%	3.6%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	0.8%	1.7%	3.7%	5.2%
货币资金	1,406	1,505	1,725	2,514	净资产收益率 ROE	2.7%	5.5%	11.0%	14.0%
预付款项	93	108	129	147	偿债能力 (%)				
存货	1,730	2,005	2,400	2,729	流动比率	1.07	1.20	1.41	1.64
其他流动资产	3,286	3,753	4,445	5,031	速动比率	0.70	0.77	0.90	1.07
流动资产合计	6,515	7,371	8,700	10,422	现金比率	0.23	0.24	0.28	0.39
长期股权投资	9	9	9	9	资产负债率	69.2%	67.2%	64.3%	60.8%
固定资产	3,540	3,676	3,707	3,785	经营效率 (%)				
无形资产	1,455	1,267	1,049	841	总资产周转率	1.04	1.16	1.34	1.42
非流动资产合计	9,694	9,419	8,900	8,516	每股指标 (元)				
资产合计	16,209	16,790	17,599	18,938	每股收益	0.11	0.25	0.58	0.88
短期借款	1,638	1,182	439	0	每股净资产	4.16	4.56	5.26	6.29
应付账款及票据	2,340	2,712	3,247	3,691	每股经营现金流	0.64	0.38	0.47	0.81
其他流动负债	2,091	2,251	2,483	2,677	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	6,069	6,145	6,169	6,368	估值分析				
长期借款	2,631	2,631	2,631	2,631	PE	151.21	67.82	29.61	19.47
其他长期负债	2,511	2,511	2,511	2,511	PB	3.87	3.75	3.25	2.72
非流动负债合计	5,141	5,141	5,141	5,141					
负债合计	11,211	11,286	11,310	11,510					
股本	1,119	1,117	1,117	1,117					
少数股东权益	354	352	350	345					
股东权益合计	4,999	5,444	6,229	7,368					
负债和股东权益合计	16,209	16,790	17,599	18,938					

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。