



中信证券研究部

核心观点



李景涛  
汽车及零部件行业  
联席首席分析师  
S1010520120003



尹欣驰  
汽车及零部件行业  
首席分析师  
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



武平乐  
汽车及零部件分析  
师  
S1010522080002

3Q22 公司实现营收 46.02 亿元，同比+21.7%；实现归母净利润 0.91 亿元，去年同期亏损 0.27 亿元，超出市场预期。公司单季度实现扭亏为盈，主要系因国内复工复产持续推进，下游乘用车产销持续恢复；同时公司对格拉默的整合不断推进，效果初步显现。公司新拓展乘用车座椅业务，持续收获订单，预计将于 2023 年量产，成长趋势明确。考虑到全球汽车销量的不确定性，我们下调公司 2022/23/24 年 EPS 预测至 0.01/0.52/0.79 元（原预测为 0.13/0.54/0.81 元），给予公司 2023 年 30xPE，对应目标价 16 元，维持“买入”评级。

■ 单季度实现扭亏为盈，超出市场预期。10 月 27 日公司发布公告，2022 年前三季度实现营收 130.35 亿元，同比+4.2%；实现归母净利润-0.77 亿元，去年同期盈利 1.61 亿元。其中，2022 年第三季度实现营收 46.02 亿元，同比+21.7%；实现归母净利润 0.91 亿元，去年同期亏损 0.27 亿元，超出市场预期。公司单季度实现扭亏为盈，主要系因国内下游乘用车产销持续恢复，叠加格拉默中国区产销占比不断提升，欧洲区商用车业务显著恢复。同时，2022 年第三季度公司收到部分客户关于原材料价格上涨的补偿款项，也一定程度上增厚业绩。我们认为 3Q22 公司业绩明显改善，表明格拉默整合效果初显，后续随着整合不断深入，叠加乘用车座椅业务逐步量产爬坡，公司业绩料将进一步改善。

■ 毛利率同环比修复，格拉默整合效果初步显现。3Q22 公司毛利率为 14.1%，同比+1.7pcts，环比+3.9pcts。公司毛利率同、环比修复，主要系因缺芯及原材料价格上涨等不利因素对公司的影响减弱。期间费用率为 13.5%，同比-1.0pct，环比+2.1pcts，其中销售费用率为 1.6%，同比-0.2pct，环比+0.1pct；管理费用率为 6.5%，同比-1.5pcts，环比-1.3pcts，主要系因公司对格拉默的整合不断推进，费用控制效果初步显现；研发费用率为 2.6%，同比+0.4pct，环比+0.3pct；财务费用率为 2.8%，同比+0.3pct，环比+3.1pcts。公司 2022 年前三季度共实现汇兑净收益 1.14 亿元，主要系因欧元相对于美元不断贬值。

■ 乘用车座椅业务持续突破，成长趋势明确。公司乘用车座椅业务快速成长，相继获得两家新能源汽车主机厂定点，将为客户开发、配套汽车座椅产品，订单持续兑现。公司相关产品预计将于明年起逐步量产，业务放量在即。乘用车座椅市场规模庞大，我们预计 2023/2025 年全球市场规模约为 3582/3802 亿元，其中国内市场规模约为 829/880 亿元；行业格局较为集中，根据 Marklines 数据，2021 年全球/中国汽车座椅市场 CR3 分别为 61%/58%。近年来，行业全球龙头经营压力显现。公司有望依托格拉默在商用车座椅领域的技术与工艺积累，叠加自主民营企业服务能力强、响应速度快的优势，充分受益于国产替代的趋势。

■ 格拉默整合持续推进，商用车配套提升空间大。公司持续推进对子公司格拉默的整合，于今年上半年完成对格拉默监事会的重组，双方战略协作得到进一步加强。产品方面，公司顺应重卡家居化发展趋势，开发重卡智能家居式座舱 2.0 版本，并已完成个别客户的样车试装，预计单车价值量超过 8000 元。公司也致力于开拓售后市场，已与某改装厂签订合作协议，以实现存量重卡座舱的消费升级。截至 2022 年 6 月，公司隐藏式电动出风口业务已获得近 30 个项目定点，在手订单充沛。随着蔚来 ET5、吉利博越 L 等新车型陆续上市，公司预计 2022 年该业务营收将超过 7000 万元。我们认为公司凭借座舱内饰的深度积累，有望充分享受汽车内饰行业在智能化、电动化变革下带来的利润增量。

■ 风险因素：下游客户销量不及预期；乘用车座椅进展不及预期；格拉默整合不及预期。

■ 盈利预测、估值与评级：受益于下游乘用车产销量的持续恢复，以及公司对格



**简志鑫**  
 汽车及零部件分析师  
 S1010522090004



**董军韬**  
 汽车及零部件分析师  
 S1010522090003

拉默整合的不断推进，3Q22 公司单季度实现扭亏为盈，业绩超出市场预期。公司乘用车座椅业务持续收获订单，预计将于 2023 年量产，成长趋势明确。考虑到明年全球汽车需求仍存不确定性，我们下调公司 2022/23/24 年 EPS 预测至 0.01/0.52/0.79 元（原预测为 0.13/0.54/0.81 元）。根据 Wind 一致预期，可比公司新泉股份、双环传动 2023 年 PE 均值为 34 倍。考虑到公司进军乘用车座椅领域，客户拓展持续兑现，有望于 2023 年开始放量，且自主座椅产业链国产替代进度刚刚起步，国产替代空间大，我们给予公司 2023 年 30xPE，对应目标价 16 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	17,267.63	19,128.49	21,053.23
营业收入增长率 YoY	-13%	7%	3%	11%	10%
净利润(百万元)	-258.23	126.37	15.76	582.89	881.31
净利润增长率 YoY	-187%	N/A	-88%	3599%	51%
每股收益 EPS(基本)(元)	-0.26	0.12	0.01	0.52	0.79
毛利率	14%	14%	12%	16%	18%
净资产收益率 ROE	-6.05%	2.72%	0.35%	11.59%	16.16%
每股净资产 (元)	3.82	4.16	3.99	4.50	4.88
PE	-54.9	119.0	1,428.0	27.5	18.1
PB	3.7	3.4	3.6	3.2	2.9
PS	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	28.6	18.0	27.6	13.2	10.1

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2022 年 11 月 4 日收盘价

继峰股份	603997.SH
评级	<b>买入 (维持)</b>
当前价	14.28 元
目标价	16.00 元
总股本	1,117 百万股
流通股本	881 百万股
总市值	159 亿元
近三月日均成交额	237 百万元
52 周最高/最低价	18.11/6.17 元
近 1 月绝对涨幅	28.53%
近 6 月绝对涨幅	96.15%
近 12 月绝对涨幅	32.59%

**利润表 (百万元)**

指标名称	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	15,733	16,832	17,268	19,128	21,053
营业成本	13,598	14,451	15,120	16,032	17,306
毛利率	13.57%	14.14%	12.44%	16.19%	17.80%
税金及附加	43	46	35	38	42
销售费用	381	297	345	383	421
销售费用率	2.42%	1.77%	2.00%	2.00%	2.00%
管理费用	1,282	1,353	1,295	1,282	1,411
管理费用率	8.15%	8.04%	7.50%	6.70%	6.70%
财务费用	351	193	191	204	199
财务费用率	2.23%	1.14%	1.11%	1.06%	0.94%
研发费用	255.60	321.38	302.18	334.75	378.96
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	774	1,626	2,114
营业利润	(331)	171	23	868	1,312
营业利润率	-2.11%	1.01%	0.14%	4.54%	6.23%
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	23	868	1,312
所得税	3	68	5	182	276
所得税率	-0.80%	34.93%	21.00%	21.00%	21.00%
少数股东损益	(82)	(1)	3	103	156
归属于母公司股东的净利润	(258)	126	16	583	881
净利率	-1.64%	0.75%	0.09%	3.05%	4.19%

**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	1,687	1,765	1,919
存货	1,504	1,730	1,813	1,884	2,062
应收账款	2,338	2,310	2,330	2,684	2,895
其他流动资产	1,355	1,070	1,276	1,403	1,382
流动资产	6,700	6,515	7,105	7,736	8,258
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	16,938	17,811	18,425
短期借款	2,476	1,638	2,274	2,336	2,184
应付账款	2,381	2,279	2,587	2,693	2,866
其他流动负债	2,040	2,151	2,119	2,151	2,164
流动负债	6,898	6,069	6,980	7,180	7,215
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	12,122	12,322	12,356
股本	1,021	1,119	1,117	1,117	1,117
资本公积	2,855	3,442	3,444	3,444	3,444
归属于母公司所有者权益合计	4,269	4,645	4,459	5,030	5,454
少数股东权益	298	354	356	459	615
股东权益合计	4,567	4,999	4,816	5,489	6,069
负债股东权益总计	17,326	16,209	16,938	17,811	18,425

**主要财务指标**
**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税后利润	-340	126	19	686	1,037
折旧和摊销	675	628	562	657	759
营运资金的变化	137	-253	-17	-427	-190
其他经营现金流	338	218	167	211	202
经营现金流合计	810	719	731	1,127	1,807
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	636	62	-152
股利支出	-205	0	-201	-12	-457
其他融资现金流	-398	-473	-191	-204	-199
融资现金流合计	-644	-40	243	-154	-808
现金及现金等价物净增加额	-606	91	281	78	154

指标名称	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	-12.60%	6.99%	2.59%	10.78%	10.06%
营业利润	-163.68%	N/A	-86.26%	3598.57%	51.20%
净利润	-186.74%	N/A	-87.53%	3598.57%	51.20%
<b>利润率 (%)</b>					
毛利率	13.57%	14.14%	12.44%	16.19%	17.80%
EBITDA Margin	4.75%	7.05%	4.48%	8.50%	10.04%
净利率	-1.64%	0.75%	0.09%	3.05%	4.19%
<b>回报率 (%)</b>					
净资产收益率	-6.05%	2.72%	0.35%	11.59%	16.16%
总资产收益率	-1.49%	0.78%	0.09%	3.27%	4.78%
<b>其他 (%)</b>					
资产负债率	73.64%	69.16%	71.57%	69.18%	67.06%
所得税率	-0.80%	34.93%	21.00%	21.00%	21.00%
股利支付率	0.00%	159.38%	76.05%	78.48%	104.64%

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。

## 一般性声明

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”。

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并自行承担投资风险。

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或其所包含的内容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、价值及收益可跌可升。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。

## 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

## 特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

## 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（于中国香港注册成立的有限公司）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.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 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：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；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

**中国大陆：**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。

**中国香港：**本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 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持任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 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, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd.，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

**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持任何观点的背书。

**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。

**印度：**CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

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。