

外资定点新突破，座椅国产替代持续加速

2023年02月02日

➤ **事件概述：**2023年2月3日，公司发布公告，控股子公司格拉默车辆内饰（上海）于近期收到 Audi AG 的《提名信》，被指定为其座椅总成供应商。

➤ **乘用车座椅总成首获外资厂商订单，实现在传统造车领域从“0到1”突破。**公司继2022年获得2家新能源主机厂座椅总成项目定点后，今年实现首次突破外资主机厂项目定点。公司预计将于2024年12月起，为奥迪汽车研发、生产前后排座椅总成产品。本次定点的座椅总成项目为奥迪的新能源汽车平台型项目，相关配套车型为奥迪 eQ5、eQ6、E6。本项目周期为7年，预计生命周期总金额为80亿-100亿元。本次控股子公司获得德国豪华汽车品牌的认可，是在原有新能源客户的基础上，实现在传统造车领域从“0到1”的突破。新客户的突破，彰显了其乘用车座椅产品的核心竞争力，也凸显了公司全面整合格拉默的成果，为其融入公司乘用车座椅的全球战略打下坚实基础。随着公司产品力持续得到市场验证，后续订单有望迎来快速增长期。

➤ **资产减值拖累全年业绩，2023年有望轻装上阵。**2022Q4公司预计实现归母净利润-11.13亿元到-14.53亿元，亏幅同比+3080%~+4051%；扣非归母净利润-11.12亿元到-14.52亿元，亏幅同比+2427%~+3200%。亏损主要受欧美地区高通胀压力以及欧美央行持续加息等不利因素影响，Grammer AG 集团资产大幅减值。据公司公告，资产减值计提预计对利润影响为-12.1亿元到-15.5亿元。若还原资产减值损失，则22Q4归母净利润为0.97亿元（21Q4为-0.35亿元），同比扭亏为盈，环比+6.6%，四季度经营情况明显改善。2023年随着疫情缓和，原材料涨价和缺芯情况好转，主机厂产销增加。公司作为配套供应商，销售订单和定点项目有望迎来持续增长，利润表现未来可期。进行减值计提操作后，2023年有望轻装上阵，公司业务有望迎来全面增长新阶段。

➤ **国产替代未来可期，并购后产品单车价值量显著提升。**燃油车时代，李尔、安道拓等外资厂商垄断乘用车座椅总成行业。电动化时代自主车企车型迭代加速，对供应链安全及响应速度诉求不断提升，国产供应商有望凭借自身优势实现突破。自2021年起，公司已获得三家新能源主机厂座椅总成定点，且首个定点项目将于2023年开始量产，有望带动业绩持续上行，产品放量未来可期。2019年公司完成并购格拉默，多措并举共促整合推进。并购后，公司产品矩阵不断丰富，产品单车价值量显著提升。由原有小单品400-500元提升至座椅总成5000-6000元，业绩成长空间进一步打开。

➤ **投资建议：**受减值影响，我们下调公司盈利预测，预计公司2022-2024年实现归母净利润-12.29/6.21/9.53亿元，当前市值对应2023-2024年PE为31/20倍。整合格拉默逐见成效，乘用车座椅有望快速放量，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**项目拓展不及预期，原材料价格持续上涨，客户放量不及预期等。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|---------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 16832 | 17828 | 20268 | 22683 |
| 增长率(%) | 7.0 | 5.9 | 13.7 | 11.9 |
| 归属母公司股东净利润(百万元) | 126 | -1229 | 621 | 953 |
| 增长率(%) | 148.9 | -1072.6 | 150.5 | 53.4 |
| 每股收益(元) | 0.11 | -1.10 | 0.56 | 0.85 |
| PE | 150 | / | 31 | 20 |
| PB | 4.1 | 5.9 | 5.3 | 4.5 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年2月2日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

17.02元



分析师 邵将

执业证书：S0100521100005

邮箱：shaojiang@mszq.com

研究助理 谢坤

执业证书：S0100121120049

邮箱：xiekun@mszq.com

相关研究

1.继峰股份(603997.SH)2022年三季报业绩点评：Q3利润拐点兑现，业绩有望触底反弹-2022/10/31

2.继峰股份(603997.SH)2022年中报业绩点评：业绩短期承压，新产品放量在即-2022/08/14

3.继峰股份(603997.SH)2022年中报业绩预告点评：22Q2短期业绩承压，乘用车座椅破局未来可期-2022/07/18

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 16832 | 17828 | 20268 | 22683 |
| 营业成本 | 14451 | 15396 | 16878 | 18616 |
| 营业税金及附加 | 46 | 47 | 61 | 68 |
| 销售费用 | 297 | 283 | 324 | 363 |
| 管理费用 | 1353 | 1337 | 1561 | 1747 |
| 研发费用 | 321 | 401 | 507 | 567 |
| EBIT | 374 | 363 | 937 | 1322 |
| 财务费用 | 193 | 207 | 207 | 204 |
| 资产减值损失 | -18 | -1310 | -8 | -5 |
| 投资收益 | -20 | -6 | -9 | -15 |
| 营业利润 | 171 | -1139 | 733 | 1125 |
| 营业外收支 | 23 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 193 | -1139 | 733 | 1125 |
| 所得税 | 68 | 91 | 110 | 169 |
| 净利润 | 126 | -1230 | 623 | 956 |
| 归属于母公司净利润 | 126 | -1229 | 621 | 953 |
| EBITDA | 1140 | 1026 | 1611 | 2009 |

| 资产负债表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 1406 | 1222 | 1493 | 1894 |
| 应收账款及票据 | 2408 | 2735 | 3110 | 3480 |
| 预付款项 | 93 | 108 | 118 | 130 |
| 存货 | 1730 | 1811 | 1953 | 2192 |
| 其他流动资产 | 878 | 933 | 1033 | 1116 |
| 流动资产合计 | 6515 | 6808 | 7706 | 8813 |
| 长期股权投资 | 9 | 12 | 15 | 17 |
| 固定资产 | 3540 | 3413 | 3280 | 3140 |
| 无形资产 | 1455 | 1455 | 1455 | 1455 |
| 非流动资产合计 | 9694 | 8335 | 8249 | 8160 |
| 资产合计 | 16209 | 15143 | 15955 | 16973 |
| 短期借款 | 1638 | 1638 | 1638 | 1638 |
| 应付账款及票据 | 2340 | 2594 | 2844 | 3137 |
| 其他流动负债 | 2091 | 2197 | 2386 | 2455 |
| 流动负债合计 | 6069 | 6429 | 6869 | 7230 |
| 长期借款 | 2631 | 2631 | 2631 | 2631 |
| 其他长期负债 | 2511 | 2511 | 2511 | 2511 |
| 非流动负债合计 | 5141 | 5141 | 5141 | 5141 |
| 负债合计 | 11211 | 11571 | 12010 | 12371 |
| 股本 | 1119 | 1117 | 1117 | 1117 |
| 少数股东权益 | 354 | 352 | 354 | 358 |
| 股东权益合计 | 4999 | 3573 | 3945 | 4602 |
| 负债和股东权益合计 | 16209 | 15143 | 15955 | 16973 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|--------|----------|--------|-------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 6.99 | 5.92 | 13.69 | 11.92 |
| EBIT 增长率 | 882.42 | -2.69 | 157.75 | 41.14 |
| 净利润增长率 | 148.94 | -1072.63 | 150.51 | 53.44 |
| 盈利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 14.14 | 13.64 | 16.72 | 17.93 |
| 净利润率 | 0.75 | -6.90 | 3.07 | 4.22 |
| 总资产收益率 ROA | 0.78 | -8.12 | 3.89 | 5.61 |
| 净资产收益率 ROE | 2.72 | -38.17 | 17.29 | 22.45 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 1.07 | 1.06 | 1.12 | 1.22 |
| 速动比率 | 0.70 | 0.68 | 0.74 | 0.81 |
| 现金比率 | 0.23 | 0.19 | 0.22 | 0.26 |
| 资产负债率 (%) | 69.16 | 76.41 | 75.27 | 72.89 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 50.09 | 50.00 | 50.00 | 50.00 |
| 存货周转天数 | 43.69 | 43.16 | 42.40 | 43.09 |
| 总资产周转率 | 1.04 | 1.18 | 1.27 | 1.34 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.11 | -1.10 | 0.56 | 0.85 |
| 每股净资产 | 4.16 | 2.88 | 3.22 | 3.80 |
| 每股经营现金流 | 0.64 | 0.76 | 1.21 | 1.38 |
| 每股股利 | 0.18 | 0.18 | 0.22 | 0.27 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 150 | / | 31 | 20 |
| PB | 4.1 | 5.9 | 5.3 | 4.5 |
| EV/EBITDA | 20.64 | 23.11 | 14.54 | 11.46 |
| 股息收益率 (%) | 1.06 | 1.05 | 1.32 | 1.58 |

| 现金流量表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 126 | -1230 | 623 | 956 |
| 折旧和摊销 | 766 | 662 | 674 | 687 |
| 营运资金变动 | -253 | -127 | -195 | -349 |
| 经营活动现金流 | 719 | 848 | 1348 | 1541 |
| 资本开支 | -685 | -603 | -605 | -602 |
| 投资 | 2050 | -3 | 11 | 2 |
| 投资活动现金流 | -588 | -612 | -603 | -615 |
| 股权募资 | 34 | -4 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 399 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | -40 | -420 | -474 | -524 |
| 现金净流量 | -23 | -184 | 271 | 402 |

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

| 投资建议评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |
| 行业评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 5%以上 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026