



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



武平乐
汽车及零部件分析
师
S1010522080002



董军韬
汽车及零部件分析

3月30日，公司发布2022年年报，公司于2022Q4实现营收49.32亿元，同比+14.0%，环比+7.2%，好于行业平均水平；实现归母净利润-13.40亿元，剔除商誉减值计提的影响后，公司第四季度实现盈利8,661万元，同比扭亏为盈（上年同期亏损3,513万元），环比-5%，业绩落在此前预告区间内，符合市场预期。公司经营持续向好，乘用车领域订单持续兑现。考虑到公司目前乘用车座椅业务还处于投入期，叠加格拉默美洲区整合费用的影响，我们下调公司2023/24年EPS预测为0.27/0.62元（原预测为0.37/0.72元），给予公司2023年60xPE的估值水平，对应目标价16元，维持“买入”评级。

4Q22 业绩符合市场预期，经营情况持续改善。公司2022年实现营收179.67亿元，同比+6.7%；实现归母净利润-14.17亿元，上年同期为1.26亿元，其中，公司对Grammer计提了商誉减值，预计影响公司2022年归母净利润-14.27亿元。公司于2022年第四季度实现营收49.32亿元，同比+14.0%，环比+7.2%，好于行业平均水平，经营情况持续改善；实现归母净利润-13.40亿元，剔除商誉计提的影响后，公司第四季度实现盈利8,661万元，同比扭亏为盈（上年同期亏损3,513万元），环比-5%，业绩落在此前预告区间内，符合市场预期。公司乘用车座椅业务进展顺利，目前已斩获5个乘用车座椅业务订单，座椅业务加速发展的确定性进一步提高。我们认为公司计提商誉减值后有望轻装上阵，叠加格拉默整合逐步步入正轨，业绩有望持续改善。

4Q22 毛利快速修复，费用率持续优化。4Q22公司毛利率为15.4%，同比+3.8pcts，环比+1.2pcts，主要系因公司降本增效稳步推进，叠加格拉默整合顺利所致。费用率为11.3%，同比+0.4pct，环比-2.2pcts，公司整体费用情况持续优化。其中销售费用率为1.3%，同比+0.1pct，环比-0.3pct，主要系降本增效策略下严格控制销售支出所致；管理费用率为7.8%，同比-0.4pct，环比+1.3pcts；研发费用率为1.7%，同比-0.1pct，环比-0.8pct，2022全年研发费用率为2.1%，同比+0.2pct，系乘用车座椅战略新兴业务的研发支出所致；财务费用率为0.4%，同比+0.7pct，环比-2.4pcts，主要系境外通胀造成利率上升所致。

乘用车座椅订单持续突破，公司市占率有望扩张。乘用车座椅赛道市场空间大，我们预计乘用车座椅市场2023/2025全球规模约为3582亿/3802亿元，国内规模约为829亿/880亿元，市场整体空间广阔，能够支撑孵化体量较大的座椅供应商。截至3月1日，公司已累计获得五个乘用车座椅总成项目定点，生命周期总金额超过150亿元。根据公司2022年年报披露，公司的乘用车座椅合肥基地预计将于2023年4月如期投入量产。我们认为，公司作为优秀的自主座椅民营企业，依托格拉默在商用车座椅领域的技术和工艺积累，叠加自主民营企业服务能力强、响应速度快的优势，持续拓展下游乘用车品牌客户，有望夯实自身竞争力的同时，不断推进座椅行业国产替代。

格拉默整合进展顺利，座舱新产品成为新增长点。自2019年公司收购格拉默后，持续进行管理、组织架构调整，并进行了产能布局的优化设置来提升经营效率。通过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。此外，公司积极开发座舱新产品，根据公司2022年报披露，2022年公司隐藏式电动出风口产品实现销售收入近9,000万元，同比实现数倍增长，目前已获得在手项目超30个，根据客户规划，假设同一年量产，预计年产值将超过7亿元；公司的乘用车隐藏式门把手和车载冰箱等新产品也获得了首次定点，车载冰箱产品预计于2024年量产。我们认为公司在座舱领域的积累逐步完善，未来有望催生新的增长极。

师
S1010522090003



简志鑫
汽车及零部件分析师
S1010522090004

■ **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：**公司作为全球座椅头枕龙头供应商，切入座椅领域并持续斩获新势力、传统豪华客户，成长空间全面打开。公司 2022 年业绩受商誉减值影响，但四季度经营情况持续改善，公司作为全球座椅头枕龙头供应商，我们预计乘用车座椅业务在 2023 年量产，逐步贡献业绩。考虑到公司目前乘用车座椅业务还处于投入期，叠加格拉默美洲区整合费用的影响，我们下调公司 2023/24 年 EPS 预测为 0.27/0.62 元（原为 0.37/0.72 元），新增 2025 年 EPS 预测为 1.16 元。参考行业 PEG 的平均水平，结合公司 2023-25 年业绩增速预计为 108%，我们给予公司 2023 年 60xPE 的估值水平，对应目标价 16 元（原目标价为 18 元），维持“买入”评级。

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	16,832	17,967	19,827	23,213	27,345
营业收入增长率 YoY	7.0%	6.7%	10.4%	17.1%	17.8%
净利润(百万元)	126	-1,417	301	699	1,300
净利润增长率 YoY	N/A	-1221.6%	N/A	132.7%	85.9%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.11	-1.26	0.27	0.62	1.16
毛利率	14.1%	13.1%	14.3%	16.0%	17.8%
净资产收益率 ROE	2.7%	-41.0%	8.0%	15.7%	22.6%
每股净资产 (元)	4.14	3.08	3.35	3.97	5.13
PE	135.7	-11.8	55.3	24.1	12.9
PB	3.6	4.8	4.5	3.8	2.9
PS	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	22.1	-39.6	18.4	12.0	8.1

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2023 年 3 月 31 日收盘价

继峰股份	603997.SH
评级	买入 (维持)
当前价	14.93 元
目标价	16.00 元
总股本	1,121 百万股
流通股本	1,121 百万股
总市值	167 亿元
近三月日均成交额	140 百万元
52 周最高/最低价	17.37/6.17 元
近 1 月绝对涨幅	4.19%
近 6 月绝对涨幅	34.38%
近 12 月绝对涨幅	63.53%

利润表 (百万元)

指标名称	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	16,832	17,967	19,827	23,213	27,345
营业成本	14,451	15,616	16,990	19,500	22,485
毛利率	14.1%	13.1%	14.3%	16.0%	17.8%
税金及附加	46	48	67	46	55
销售费用	297	262	337	418	465
销售费用率	1.8%	1.5%	1.7%	1.8%	1.7%
管理费用	1,353	1,368	1,408	1,509	1,641
管理费用率	8.0%	7.6%	7.1%	6.5%	6.0%
财务费用	193	200	222	239	222
财务费用率	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%	0.8%
研发费用	321	376	387	464	547
研发费用率	1.9%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
投资收益	(20)	3	7	4	5
EBITDA	1,015	(566)	1,215	1,870	2,750
营业利润	171	(1,444)	447	1,041	1,936
营业利润率	1.01%	-8.04%	2.25%	4.49%	7.08%
营业外收入	24	10	1	0	0
营业外支出	2	1	0	0	0
利润总额	193	(1,435)	448	1,041	1,936
所得税	68	28	94	219	407
所得税率	34.9%	-1.9%	21.0%	21.0%	21.0%
少数股东损益	(1)	(45)	53	123	229
归属于母公司股东的净利润	126	(1,417)	301	699	1,300
净利率	0.8%	-7.9%	1.5%	3.0%	4.8%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,406	1,163	1,611	1,776	2,028
存货	1,730	1,825	1,966	2,290	2,623
应收账款	2,310	2,643	2,861	3,317	3,958
其他流动资产	1,070	1,246	1,426	1,502	1,742
流动资产	6,515	6,877	7,864	8,885	10,352
固定资产	3,540	3,504	3,806	3,943	3,922
长期股权投资	9	11	11	11	11
无形资产	1,455	1,118	1,118	1,118	1,118
其他长期资产	4,690	3,944	4,044	4,144	4,344
非流动资产	9,694	8,577	8,979	9,216	9,395
资产总计	16,209	15,454	16,844	18,101	19,747
短期借款	1,638	2,135	3,137	3,152	2,583
应付账款	2,279	2,812	2,905	3,307	3,902
其他流动负债	2,151	1,937	1,879	1,897	1,987
流动负债	6,069	6,884	7,921	8,356	8,472
长期借款	2,631	2,557	2,557	2,557	2,557
其他长期负债	2,511	2,237	2,237	2,237	2,237
非流动性负债	5,141	4,794	4,794	4,794	4,794
负债合计	11,211	11,678	12,715	13,150	13,266
股本	1,119	1,117	1,121	1,121	1,121
资本公积	3,442	3,434	3,430	3,430	3,430
归属于母公司所有者权益合计	4,645	3,455	3,756	4,455	5,756
少数股东权益	354	320	373	496	726
股东权益合计	4,999	3,775	4,129	4,952	6,481
负债股东权益总计	16,209	15,454	16,844	18,101	19,747

现金流量表 (百万元)

指标名称	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后利润	126	-1,463	354	823	1,530
折旧和摊销	628	624	598	713	822
营运资金的变化	-253	-18	-526	-451	-546
其他经营现金流	218	1,910	236	250	233
经营现金流合计	719	1,052	661	1,335	2,038
资本支出	-740	-853	-1,000	-950	-1,000
投资收益	-20	3	7	4	5
其他投资现金流	173	25	0	0	0
投资现金流合计	-588	-824	-993	-946	-995
权益变化	34	1	0	0	0
负债变化	399	8	1,002	15	-569
股利支出	0	0	0	0	0
其他融资现金流	-473	-407	-222	-239	-222
融资现金流合计	-40	-398	780	-224	-791
现金及现金等价物净增加额	91	-170	448	165	252

主要财务指标

指标名称	2021	2022	2023E	2024E	2025E
增长率 (%)					
营业收入	7.0%	6.7%	10.4%	17.1%	17.8%
营业利润	N/A	-945.6%	N/A	133.2%	85.9%
净利润	N/A	-1221.6%	N/A	132.7%	85.9%
利润率 (%)					
毛利率	14.1%	13.1%	14.3%	16.0%	17.8%
EBITDA Margin	6.0%	-3.2%	6.1%	8.1%	10.1%
净利率	0.8%	-7.9%	1.5%	3.0%	4.8%
回报率 (%)					
净资产收益率	2.7%	-41.0%	8.0%	15.7%	22.6%
总资产收益率	0.8%	-9.2%	1.8%	3.9%	6.6%
其他 (%)					
资产负债率	69.2%	75.6%	75.5%	72.6%	67.2%
所得税率	34.9%	-1.9%	21.0%	21.0%	21.0%
股利支付率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

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，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。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 2023 版权所有。保留一切权利。