

座椅再下一城 国产替代加速

继峰股份(603997)系列点评二十七

事件概述

公司发布公告：公司的控股子公司格拉默（哈尔滨）于近期收到了《供应商提名信》，格拉默（哈尔滨）成为一汽大众的座椅总成供应商，将为一汽大众开发、生产前后排座椅总成产品。

分析判断：

► 座椅突破一汽大众 首获燃油车定点

公司本次定点的座椅总成项目配套的车型为探岳，项目预计从2024年11月开始量产，项目生命周期8年，预计生命周期总金额为57亿元。这是公司获得的首个一汽大众的乘用车座椅总成订单，彰显了大众对公司在乘用车座椅产品开发设计、技术质量、生产保障能力的认可。同时这也是公司在原有新能源车项目的基础上，获得的首个传统燃油车项目，是公司在传统燃油车领域从0到1的突破，展现了公司座椅产品强大的市场竞争力。

公司此前已获座椅定点：先后于2021年10月、2022年7月、2022年11月获得三家新能源主机厂的座椅总成项目定点。三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。2023年1月联合格拉默突破奥迪PPE全球供应体系实现传统豪华品牌从0到1突破，乘用车座椅业务加速突破。3月新增原客户的新车型定点，体现了客户对公司在合作国产中体现的能力和提供的服务的认可。

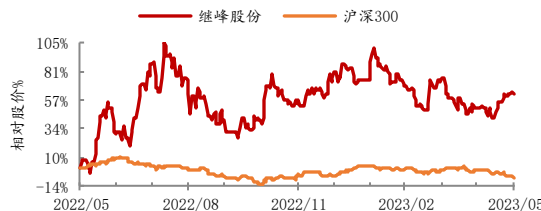
► 智能电动突围 座椅国产替代空间大

公司争取在2023年底实现在手定点项目年化产量100万辆目标。产能布局同步完善，其中合肥工厂目前已开始量产，常州生产基地完成建设，长春生产基地启动建设等。全球车企降本诉求不断加大叠加电动智能变革不断加速的大背景下，静待更多定点的突破。

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，

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：	13.74
股票代码：	603997
52周最高价/最低价：	17.97/8.09
总市值(亿)	154.74
自由流通市值(亿)	154.74
自由流通股数(百万)	1,126.24



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

联系电话：

分析师：郑青青

邮箱：zhengqq@hx168.com.cn

SAC NO: S1120522120001

联系电话：

相关研究

- 【华西汽车】继峰股份(603997)系列点评二十六：盈利大幅改善 新业务扬帆起航 2023.04.27
- 【华西汽车】继峰股份(603997)系列点评二十五：格拉默扭亏为盈 新业务扬帆起航 2023.04.19
- 【华西汽车】继峰股份(603997)系列点评二十四：定增扩产 新业务扬帆起航 2023.04.04

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，考虑到下游需求及格局变化，维持盈利预测：预计 23-25 年营收为 205.7/239.9/306.7 亿元，归母净利为 4.8/7.1/11.9 亿元，EPS 为 0.43/0.63/1.05 元，对应 2023 年 5 月 31 日 13.74 元/股收盘价，PE 分别 32/22/13 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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	16,832	17,967	20,565	23,987	30,671
YoY (%)	7.0%	6.7%	14.5%	16.6%	27.9%
归母净利润(百万元)	126	-1,417	482	709	1,188
YoY (%)	148.9%	-1221.6%	134.0%	47.1%	67.4%
毛利率 (%)	14.1%	13.1%	14.2%	15.2%	16.1%
每股收益 (元)	0.11	-1.26	0.43	0.63	1.05
ROE	2.7%	-41.0%	11.4%	13.4%	17.2%
市盈率	122.45	-10.92	32.09	21.81	13.03

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	17,967	20,565	23,987	30,671	净利润	-1,463	492	724	1,211
YoY (%)	6.7%	14.5%	16.6%	27.9%	折旧和摊销	766	456	520	499
营业成本	15,616	17,641	20,348	25,719	营运资金变动	-18	-194	-252	-482
营业税金及附加	48	56	65	83	经营活动现金流	1,052	963	1,517	1,730
销售费用	262	278	317	414	资本开支	-833	362	230	257
管理费用	1,368	1,481	1,607	2,147	投资	940	0	0	0
财务费用	200	121	57	-10	投资活动现金流	-824	366	234	263
资产减值损失	-1,567	-60	-427	-437	股权募资	1	9	0	0
投资收益	3	4	5	6	债务募资	1,208	-837	-1,298	0
营业利润	-1,444	539	763	1,302	筹资活动现金流	-398	-988	-1,405	-75
营业外收支	9	9	9	9	现金净流量	-243	342	347	1,919
利润总额	-1,435	548	772	1,311					
所得税	28	57	48	100	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-1,463	492	724	1,211	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	-1,417	482	709	1,188	营业收入增长率	6.7%	14.5%	16.6%	27.9%
YoY (%)	-1221.6%	134.0%	47.1%	67.4%	净利润增长率	-1221.6%	134.0%	47.1%	67.4%
每股收益	-1.26	0.43	0.63	1.05	盈利能力 (%)				
					毛利率	13.1%	14.2%	15.2%	16.1%
					净利率率	-8.1%	2.4%	3.0%	3.9%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	-9.2%	3.0%	4.3%	6.1%
货币资金	1,163	1,505	1,852	3,770	净资产收益率 ROE	-41.0%	11.4%	13.4%	17.2%
预付款项	154	174	200	253	偿债能力 (%)				
存货	1,825	2,061	2,378	3,005	流动比率	1.00	1.21	1.55	1.77
其他流动资产	3,735	4,197	4,806	5,996	速动比率	0.65	0.80	1.02	1.23
流动资产合计	6,877	7,937	9,236	13,025	现金比率	0.17	0.23	0.31	0.51
长期股权投资	11	11	11	11	资产负债率	75.6%	71.0%	65.3%	62.3%
固定资产	3,504	3,720	4,036	4,402	经营效率 (%)				
无形资产	1,118	781	444	106	总资产周转率	1.16	1.28	1.45	1.57
非流动资产合计	8,577	8,072	7,257	6,502	每股指标 (元)				
资产合计	15,454	16,010	16,493	19,527	每股收益	-1.26	0.43	0.63	1.05
短期借款	2,135	1,298	0	0	每股净资产	3.07	3.76	4.71	6.15
应付账款及票据	2,882	3,256	3,755	4,747	每股经营现金流	0.93	0.86	1.35	1.54
其他流动负债	1,867	2,018	2,219	2,616	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	6,884	6,572	5,974	7,363	估值分析				
长期借款	2,557	2,557	2,557	2,557	PE	-10.92	32.09	21.81	13.03
其他长期负债	2,237	2,237	2,237	2,237	PB	4.98	3.65	2.92	2.23
非流动负债合计	4,794	4,794	4,794	4,794					
负债合计	11,678	11,366	10,768	12,157					
股本	1,117	1,126	1,126	1,126					
少数股东权益	320	329	344	368					
股东权益合计	3,775	4,565	5,646	7,292					
负债和股东权益合计	15,454	16,010	16,493	19,527					

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。