

中信证券研究部

核心观点



**陈俊斌**  
首席制造产业  
分析师  
S1010512070001



**尹欣驰**  
汽车分析师  
S1010519040002

**公司通过同业收购格拉默成为全球汽车内饰和商用车座椅龙头。格拉默商用车和非道路机械座椅产品技术和市占率全球领先，在国内市场渗透加速；内饰业务尤其是座椅头枕、扶手产品技术积累深厚，新产品加速落地，且与公司原业务协同效应明显。公司当前在股价和预期底部，未来经营向上趋势明确，维持公司“买入”评级。**

■ **同业并购格拉默，成为全球汽车内饰座椅龙头。**2016年，格拉默管理层为了稳定股权结构和经营管理，引入战略投资者 JAP GmbH（继峰股份控股股东 Wing Sing 的孙公司）；2017年，继峰股份控股股东继弘投资控制的主体东证继涵及其它财务投资者共同投资跨境要约收购平台继峰投资，并通过继峰投资过桥收购格拉默 84.23% 股权，收购对价合计 49.82 亿元。2019年8月，公司通过再融资收购继峰投资，将格拉默 84.23% 的股权并入上市公司体内。至此，继峰股份通过同业并购格拉默，成为全球汽车内饰和座椅龙头。

■ **商用车座椅需求升级，稳步推进国内渗透。**格拉默是全球商用车和工程机械座椅龙头，该业务 2019 年营收为 6.1 亿欧元，2019 年市占率在欧洲排名第一，在北美排名前三。格拉默是商用车座椅系统的行业标准的制定者，也是行业的技术领导者。2019 年，格拉默 Roadtiger 座椅摘得红点设计大奖桂冠，其在设计、人体工程、舒适度和安全性方面都表现优秀，配备主动温控系统、气动腰托分段调节座椅靠背等高端配置，能够适应不同身材的驾驶员。格拉默 2016 年就在国内与陕汽成立合资公司，深度配套陕重汽；被收购后，2019 年 11 月与一汽富晟成立合资公司，进一步推动其产品在中国市场的快速渗透。

■ **智能座舱积累深厚，定义行业未来趋势。**格拉默乘用车内饰业务主要包含四大产品线，即头枕、中控系统&扶手、内饰件和功能性塑料，配套客户群体优质，主要为大众、奔驰、宝马和标志雪铁龙等主流主机厂。2019 年，格拉默乘用车业务营收 14.8 亿欧元，在欧洲市场排名前三，在北美和中国市场均排名前五。格拉默内饰业务未来将主打安全、人机工程和舒适性方向，使用更多的智能表面和智能材料设计，在内饰系统中融入更多的电子功能和主动适应功能。公司研发了集多种功能为一体的人机工程扶手，将高保真音响与座椅头枕集成，并已经完成了能够与乘员实现智能交互的电动出风口的研发。

■ **风险因素：**全球汽车销量不及预期；公司并购整合和业务协同进展不及预期；海外二次疫情爆发的风险；公司新产品落地不及预期。

■ **投资建议：**公司通过收购格拉默成为全球汽车内饰和商用车座椅龙头，格拉默商用车和非道路机械座椅业务、内饰业务产品技术全球领先；国内业务加速落地，与陕汽、一汽等客户合作不断加深；座椅头枕、扶手业务协同效应显著。公司受新冠疫情影响的最差时间已经过去，未来经营向上回升趋势明显，上调 2020/21/22 年 EPS 预测至 -0.39/0.47/0.71 元（原预测为-0.59/0.42/ 0.56 元），给予 2021 年 25 倍 PE 的估值，对应目标价 11.8 元，维持“买入”评级。

继峰股份	603997
评级	买入（维持）
当前价	7.23 元
目标价	11.8 元
总股本	1,021 百万股
流通股本	632 百万股
52 周最高/最低价	12.01/6.51 元
近 1 月绝对涨幅	0.00%
近 6 月绝对涨幅	5.50%
近 12 月绝对涨幅	-17.39%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,151.35	18,001.26	15,121.62	18,057.91	19,605.97
营业收入增长率	13%	737%	-16%	19%	9%
净利润(百万元)	302.39	361.65	-399.93	481.44	725.59
净利润增长率	3%	20%	-211%	N/A	51%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.48	0.35	-0.39	0.47	0.71
毛利率%	33%	16%	13%	17%	18%
净资产收益率 ROE%	16.18%	7.99%	-10.20%	10.36%	14.29%
每股净资产（元）	1.83	4.46	3.83	4.54	4.96
PE	15	20	-19	15	10
PB	4.0	1.6	1.9	1.6	1.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 9 月 18 日收盘价

## 目录

<b>并购格拉默，成为全球龙头</b> .....	<b>1</b>
控股股东以“白衣骑士”身份并购格拉默.....	1
格拉默：欧洲内饰和座椅龙头 .....	1
<b>商用车定位高端，稳步推进国内渗透</b> .....	<b>3</b>
格拉默：全球商用车和工程机械座椅龙头.....	3
借助国内销售渠道，推动格拉默国产渗透.....	5
<b>智能座舱积累深厚，定义未来行业趋势</b> .....	<b>7</b>
欧洲头枕业务第一，内饰业务第一.....	7
智能座舱技术积累深厚.....	8
<b>风险因素</b> .....	<b>9</b>
<b>投资建议</b> .....	<b>10</b>

## 插图目录

图 1：格拉默主营商用车座椅系统与汽车内饰零部件 .....	2
图 2：格拉默客户覆盖主流整车厂与一级供应商 .....	2
图 3：2018 年格拉默营收构成 .....	2
图 4：格拉默 2016 年至今销售收入增速（单位：亿欧元） .....	3
图 5：格拉默 2016 年至今净利润增速（单位：亿欧元） .....	3
图 6：格拉默商用车座椅产品情况 .....	3
图 7：2016 年至今年格拉默商用车座椅业务营收（单位：亿欧元） .....	4
图 8：2019 年格拉默商用车座椅业务分区域营收占比 .....	4
图 9：格拉默商用车座椅竞争厂商及市占率排名 .....	4
图 10：格拉默商用车和非道路机械座椅试验 .....	5
图 11：格拉默商用车和非道路机械座椅 .....	5
图 12：格拉默 Roadtiger 座椅 .....	5
图 13：2019 年重卡市占率排名情况 .....	6
图 14：格拉默汽车座椅（陕西）在陕西富平高新区开业 .....	6
图 15：格拉默和长春一汽富晟集团签署成立合资公司协议 .....	7
图 16：格拉默乘用车业务产品情况 .....	8
图 17：格拉默乘用车业务营收情况（单位：亿欧元） .....	8
图 18：格拉默乘用车业务产品竞争厂商及市占率情况 .....	8
图 19：格拉默内饰未来技术革新方向 .....	9
图 20：格拉默内饰未来技术革新方向 .....	9
图 21：格拉默内饰新产品 .....	9
图 22：格拉默扶手概念产品 .....	9

## 表格目录

表 1：继峰股份收购格拉默情况梳理 .....	1
表 2：公司合并吸收格拉默的资金方案 .....	1
表 3：继峰股份盈利预测 .....	10

## ■ 并购格拉默，成为全球龙头

### 控股股东以“白衣骑士”身份并购格拉默

公司控股股东要约收购格拉默股权。2016 年间，格拉默原大股东 Cascade International 不断增持格拉默股票，格拉默管理层为了稳定公司股权和经营，引入战略投资者 JAP GmbH（继峰股份控股股东 Wing Sing 的孙公司）；2017 年，公司控股股东继弘投资控制的主体东证继涵及其它财务投资者共同投资跨境要约收购平台继焯投资，并通过继焯投资过桥收购格拉默 84.23% 股权（包含公司关联方 Wing Sing 原持有的 25.51% 股权），收购格拉默对价合计为 49.82 亿人民币。

表 1：继峰股份收购格拉默情况梳理

日期	继峰股份收购格拉默进度梳理
2017 年 2 月	公司与格拉默签订谅解备忘录，公司股东 Wing Sing 的孙公司 JAP GmbH 以认购可转债并转股的方式，持有转股前格拉默约 9.2% 的股权
2017 年 5 月	JAP GmbH 增持格拉默股份至 15.07%
2017 年 10 月	通过增持，JAP GmbH 已累计持有格拉默 25.56% 的股权
2018 年 8 月	公司控股股东继弘投资控制的主体东证继涵及其它财务投资者共同投资跨境要约收购平台继焯投资，继焯投资过桥收购格拉默 84.23% 股权（包含公司关联方 Wing Sing 原持有的 25.51% 股权）
2019 年 4 月	公司继峰股份以发行可转换公司债券、股份及支付现金的方式收购继焯投资，间接控股格拉默（占比 84.23%）

资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司通过收购继焯投资将格拉默并入体内。2019 年 8 月，公司公告拟发行可转换债券募集资金 4 亿元，发行股份募集资金 29.16 亿元，并配套融资 7.98 亿元，募集资金计划用于收购继焯投资并获得格拉默 84.23% 股权，同时支付中介机构费用、偿还债务及补充流动资金。

表 2：公司合并吸收格拉默的资金方案

	发行价格 (元)	发行数量	募集资金 (万元)	可转股数	用途
发行可转债	100	400	40000	52700922	支付对价 40000 万元
发行股份	7.59	384189721	291599.9982		支付股份购买资产，对价 291600 万元
配套融资 (发行可转债)	-	-	不超过 79800 万元	-	支付交易现金对价 43800 万元 支付中介机构费用 6000 万元 偿还债务及补充流动资金 30000 万元

资料来源：公司公告，中信证券研究部

### 格拉默：欧洲内饰和座椅龙头

格拉默是全球商用车座椅龙头，同事内饰产品配套中高端整车厂。格拉默为全球座椅系统与汽车内饰零部件龙头企业，是商用车座椅行业标准的制定者。商用车座椅系统方面，格拉默产品技术全球领先，主打中高端市场，以舒适性与安全性主城。公司产品线覆盖非

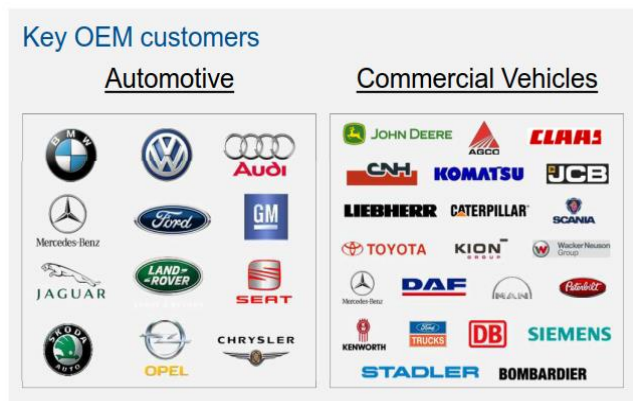
道路车辆（农业及工程车辆、叉车，欧洲市占率约为 95%）、卡车、大巴和轨道交通座椅，营收占比 30.2%；汽车内饰零部件方面，格拉默定位中高端，配套德系（大众、戴姆勒、宝马）、美系（菲亚特克莱斯勒、通用、福特）客户，产品包括高端头枕、扶手、中控台等，营收占比 69.8%。

图 1：格拉默主营商用车座椅系统与汽车内饰零部件



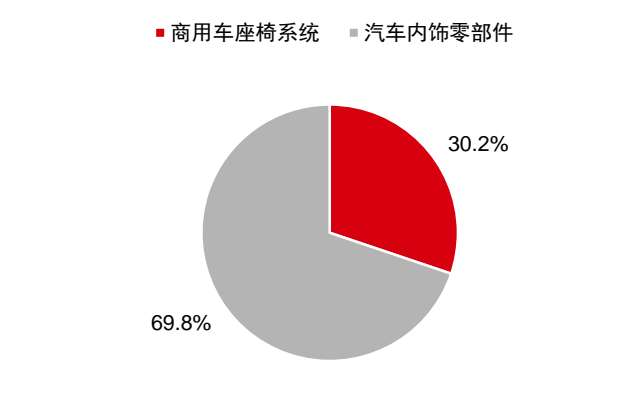
资料来源：格拉默官网，中信证券研究部

图 2：格拉默客户覆盖主流整车厂与一级供应商



资料来源：格拉默官网，中信证券研究部

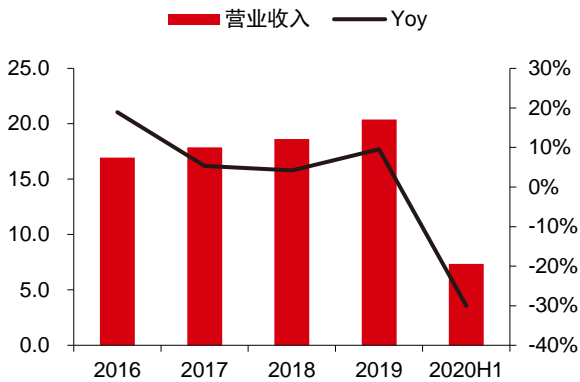
图 3：2018 年格拉默营收构成



资料来源：格拉默官网，中信证券研究部

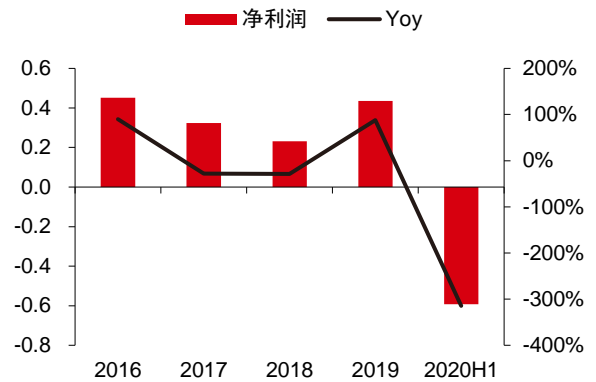
**格拉默二季度经营触底，未来有望持续向上。**2020 年上半年，全球汽车市场受新冠疫情影响显著，乘用车和轻型商用车需求较上年大幅下降 34.5%。其中，美国同比下降 42.5%，欧洲、中东和非洲地区同比下降 40.8%，亚太地区同比下滑 27.6%。受此影响，格拉默 2020H1 实现销售收入 7.36 亿欧元，同比-30.0%，实现净利润-0.59 亿欧元，同比-314.5%。随着三季度海外新冠疫情逐步趋缓，全球范围内生产经营恢复，格拉默最差时候已经过去，未来经营有望逐步向好。

图 4: 格拉默 2016 年至今销售收入增速 (单位: 亿欧元)



资料来源: 格拉默公告, 中信证券研究部

图 5: 格拉默 2016 年至今净利润增速 (单位: 亿欧元)



资料来源: 格拉默公告, 中信证券研究部

## 商用车定位高端, 稳步推进国内渗透

### 格拉默: 全球商用车和工程机械座椅龙头

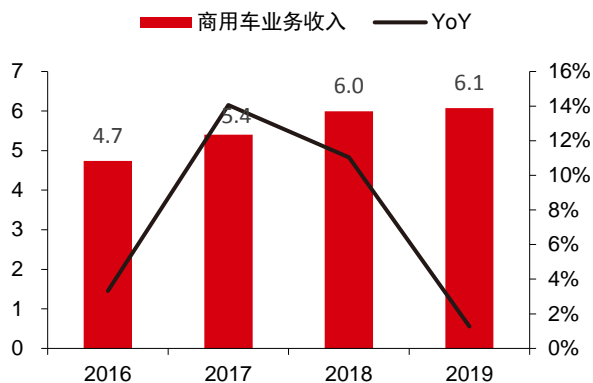
格拉默的商用车座椅产品范围广泛。格拉默目前主营业务包括乘用车和商用车两大板块。在商用车领域, 格拉默在全球范围内面向农业、建筑机械、叉车、卡车、公共汽车、火车等开发并生产相应的驾驶员座椅和乘客座椅, 产品能满足客户及终端消费者对产品舒适性、安全性及人体工程学方面的需求。2019 年, 格拉默商用车座椅收入为 6.1 亿欧元, 同比增长 1.3%。其中, 欧洲、中东和非洲商用车座椅营收占比最大, 为 72%; 美洲和亚太地区占比均为 14%。

图 6: 格拉默商用车座椅产品情况



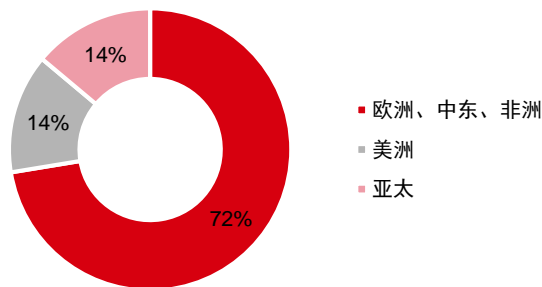
资料来源: 格拉默官网, 中信证券研究部

图 7：2016 年至今年格拉默商用车座椅业务营收（单位：亿欧元）



资料来源：格拉默官网，中信证券研究部

图 8：2019 年格拉默商用车座椅业务分区域营收占比



资料来源：格拉默官网，中信证券研究部

**格拉默是全球商用车和非道路机械座椅市场龙头。**公司的商用车和非道路机械座椅各个细分产品线均全球领先：卡车和拖车座椅在欧洲市场市占率第一，美国第三，中国第五；农业和工程机械座椅在欧洲市场、美国市场排名第一，在中国排名第二；物料机械座椅欧洲市场排名第一、美国和中国市场排名第三。

图 9：格拉默商用车座椅竞争厂商及市占率排名



资料来源：格拉默官网

**商用车和工程机械座椅技术领先。**格拉默是商用车座椅系统的行业标准的制定者，也是行业的技术领导者。商用车主要用于长途运输货物，工程机械则长时间在恶劣环境下工作，因此两者座椅的设计对保证驾驶员乘坐舒适度和操作便利性有非常高的要求。格拉默的高端商用车和工程机械座椅绝大部分采用了悬浮减震设计，而且在座椅扶手上融合了智能化的人机交互功能，方便驾驶员操控座舱功能。

图 10：格拉默商用车和非道路机械座椅试验



资料来源：格拉默官网

图 11：格拉默商用车和非道路机械座椅



资料来源：格拉默官网

**格拉默 Roadtiger 系列座椅获得红点大奖。**2019 年，格拉默 Roadtiger 座椅摘得红点设计大奖桂冠。红点设计大奖素有设计界的“奥斯卡”之称，评判标准侧重于产品创新程度、功能、质量、耐用性和人体工程学。Roadtiger 座椅在设计、人体工程、舒适度和安全性方面都表现优秀，座椅自带的主动温控系统能有效去除身体的潮湿，防止驾驶员长时间身处汗水之中；气动腰托为驾驶员腰部提供最佳支撑，避免出现腰肌劳损；座椅靠背分为两段，肩部位置可单独调节，以适应不同身材的驾驶员。自 2011 年起，Roadtiger 系列座椅已经配套于奔驰和达夫车型。

图 12：格拉默 Roadtiger 座椅



资料来源：格拉默官网

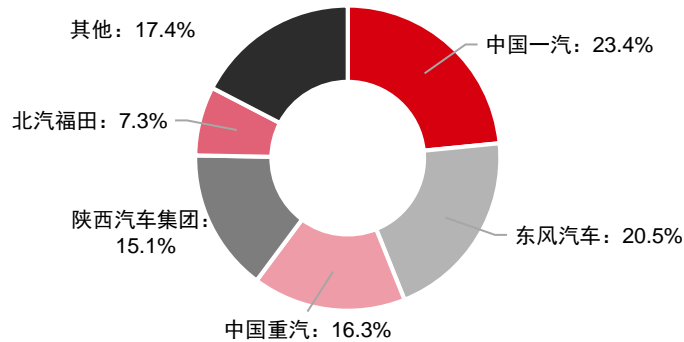
### 借助国内销售渠道，推动格拉默国产渗透

**国内重卡行业集中度高，2020 年维持高景气。**2019 年，受基建投资回升、国 III 汽车淘汰、新能源物流车快速发展等多重利好因素影响，重卡销量达 117.4 万辆，同比增长 2.3%，连续三年突破 110 万辆大关；2020 年上半年，重卡行业继续保持较高景气，销量达到 81.4



万量，同比增长 24%。从重卡竞争格局来看，2019 年中国一汽、东风汽车、中国重汽、陕汽、北汽福田销量位居前五，CR5 达 82.6%。

图 13：2019 年重卡市占率排名情况



资料来源：Marklines，中信证券研究部

**2016 年与陕汽合资，深度配套陕汽。**2016 年 7 月 1 日，格拉默集团和陕汽集团合资成立了格拉默汽车座椅（陕西），格拉默控股 90%，陕汽持股 10%。2017 年 4 月 25 日，格拉默汽车座椅（陕西）在陕西富平高新区开业。合资公司商用车座椅最初年产能规划为 20 万套，同时还生产相关配套设施。该工厂主要围绕陕汽整车产品开展协同开发，为陕汽提供定制化产品，提升整车品质及竞争力。生产产品包括 MSG90.3 型号的气囊减震驾驶员座椅，配套于陕汽德龙 X3000 车型。此外，该工厂还为陕汽控股旗下子公司和周边省市商用车企业配套空气式及全气囊卡、客车座椅等零部件产品。

图 14：格拉默汽车座椅（陕西）在陕西富平高新区开业



资料来源：格拉默官网

**2019 年一汽富晟成立合资公司，业务落地加速。**2019 年 11 月 5 日，格拉默股份公司与一汽集团子公司一汽富晟在长春签署协议，正式成立汽车内饰零部件合资公司——长

春富晟格拉默车辆部件有限公司，双方分别持有 50% 的股份。合资公司将为一汽集团及其国内外合作伙伴研发和生产各类汽车内饰零部件，格拉默将致力于中控台，内饰零部件及功能性零件等产品的专业性研发和生产。一汽集团旗下同时有商用车和乘用车业务，格拉默与一汽富晟成立合资公司，有望进一步推动其中高端产品在中国市场的快速渗透。

图 15：格拉默和长春一汽富晟集团签署成立合资公司协议



资料来源：格拉默官网

## ■ 智能座舱积累深厚，定义未来行业趋势

### 欧洲头枕业务第一，内饰业务第一

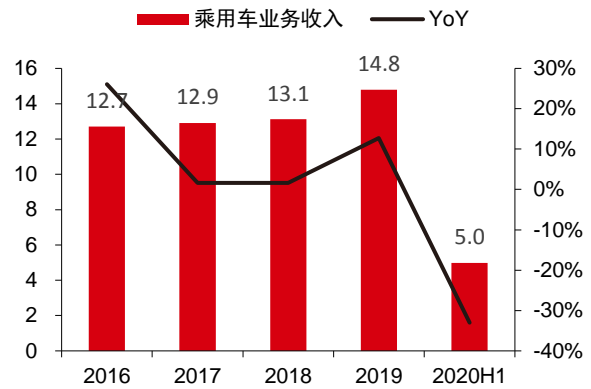
**格拉默乘用车内饰行业领先，主打中高端客户。**格拉默乘用车内饰业务主要包含四大产品线，即头枕、中控系统&扶手、内饰件和功能性塑料。头枕、中控系统和扶手的生产工艺基本类似，主要包括金属加工、注塑、缝纫、模型发泡、装配等核心工艺。格拉默客户群体优质，深度配套大众、奔驰、宝马和标志雪铁龙等中高端主机厂。2019 年，格拉默乘用车业务营收 14.8 亿欧元，同比增长 12.7%。分区域占比来看，公司在欧洲、中东和非洲市场的营收占比为 48%，美洲营收占比为 36%，亚太地区营收占比为 16%。

图 16：格拉默乘用车业务产品情况



资料来源：格拉默官网，中信证券研究部

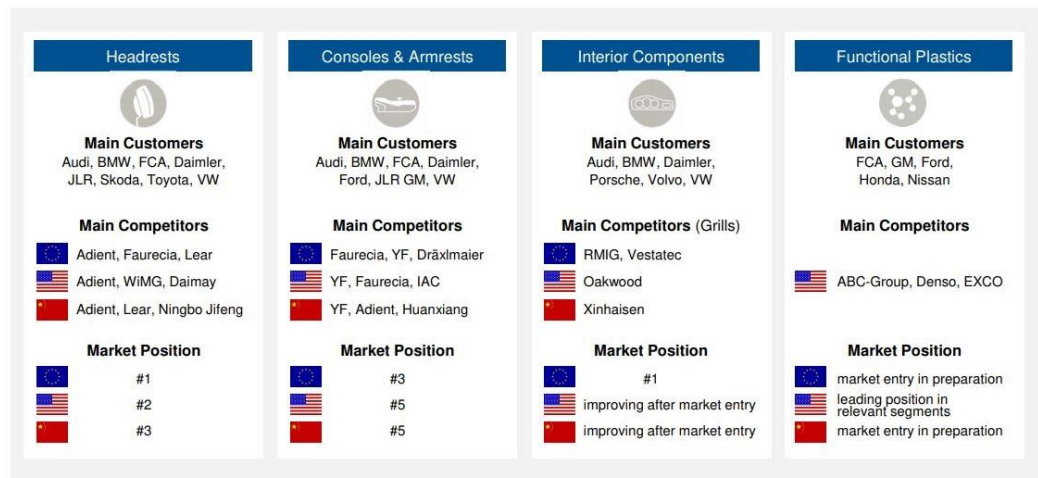
图 17：格拉默乘用车业务营收情况（单位：亿欧元）



资料来源：格拉默公告，中信证券研究部

**公司内饰业务全球市占率领先。**公司深耕乘用车内饰领域，配套全球主流汽车品牌，产品技术领先，在全球各大市场均占有一席之地。公司的头枕市占率位居欧洲第一、美国第二和中国第三；中控系统和扶手的市占率在欧洲位列第三，在美国和中国市场市占率第五；内部组件产品市占率位居欧洲第一。

图 18：格拉默乘用车业务产品竞争厂商及市占率情况

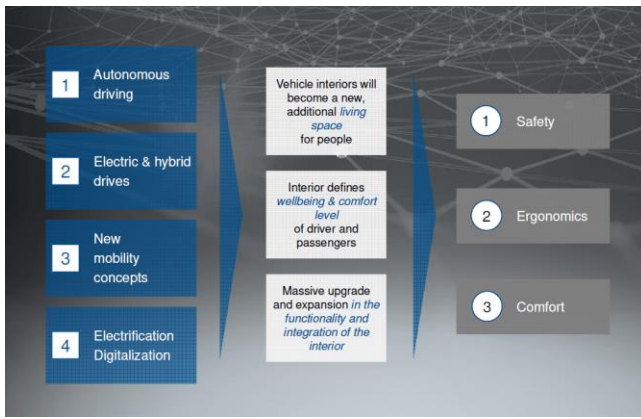


资料来源：格拉默官网

## 智能座舱技术积累深厚

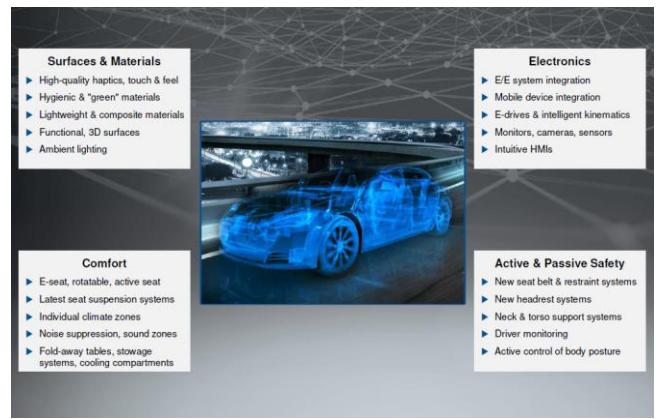
**未来业务主打安全、人机工程和舒适性方向。**随着未来汽车座舱数字化升级、自动驾驶技术的普及和出行方式的改变，汽车座舱将从传统的驾乘座舱进化成为更丰富的生活空间。格拉默认为汽车座舱应该为人类营造一个全新的生活场景，汽车内饰应该给驾驶员和乘客幸福、舒适的感觉，因此未来内饰的设计应该更具功能性，并且应该更加集成化。因此，格拉默在未来内饰设计理念上会使用更多的智能表面和智能材料设计，在内饰系统中融入更多的电子功能和主动适应功能，并且为驾驶员和乘客提供主被动安全的全面保障。

图 19：格拉默内饰未来技术革新方向



资料来源：格拉默官网

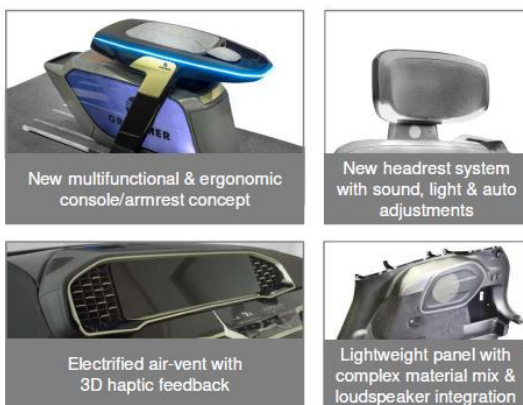
图 20：格拉默内饰未来技术革新方向



资料来源：格拉默官网

**智能座舱新产品储备丰富。**格拉默在为乘员提供更丰富的场景和更舒适的空间上储备了大量创新概念产品。公司研发了集多种功能为一体的人机工程扶手，可以前后灵活移动，储物空间充裕，并且整合了座舱控制、娱乐等功能的人机交互触摸屏，支持语音控制；公司将高保真音响与座椅头枕集成，增强驾驶员和乘客在音乐环绕上的体验；公司已经完成了能够与乘员实现智能交互的电动出风口的研发。

图 21：格拉默内饰新产品



资料来源：格拉默官网

图 22：格拉默扶手概念产品



资料来源：格拉默官网

## ■ 风险因素

全球汽车销量不及预期；

公司并购整合和业务协同进展不及预期；

海外二次疫情爆发的风险；

公司新产品落地不及预期。

## 投资建议

公司通过同业收购格拉默成为全球汽车内饰和商用车座椅龙头。2019年5月，继峰股份公告拟以非公开发行可转换债券、股份及支付现金的方式购买继峰投资100%股权，从而间接持有目标公司格拉默84.23%股权。格拉默是全球商用车座椅龙头，且汽车内饰产品（头枕、扶手和中控台）主要配套中高端整车品牌，与公司同业互补。格拉默内饰业务占比约为70%；商用车座椅业务占比30%，盈利能力和占比均持续提升。格拉默于2019Q4完成并表，未来公司有望通过同业渠道帮助格拉默打开国内市场，推动内饰和商用车座椅业务在中国加速渗透，业绩弹性可期。

公司产品具有全球竞争力，客户不断向上渗透。公司生产管理和工艺领先，工艺自制率达到95%，在规模效应下成本优势不断凸显。2016年至2018年，公司头枕和支杆产品的人工和制造费用占营收的比例逐年下降，其中支杆下降3.1pcts，头枕下降0.9pcts。公司国内深度配套一汽大众，海外布局不断扩张，且配套客户持续向豪华品牌渗透。德国继峰对欧洲市场拓展顺利，现已拿到大众WOKS III平台、捷豹路虎、戴姆勒、宝马和奥迪等多个车型项目。

公司通过收购格拉默成为全球汽车内饰和商用车座椅龙头，格拉默商用车和非道路机械座椅业务、内饰业务产品技术全球领先；国内业务加速落地，与陕汽、一汽等客户合作不断加深；座椅头枕、扶手业务协同效应显著。公司受新冠疫情影响的最差时间已经过去，未来经营向上回升趋势明显，上调2020/21/22年EPS预测至-0.39/0.47/0.71元（原预测为-0.59/0.42/0.56元），给予2021年25倍PE的估值，对应目标价11.8元，维持“买入”评级。

表3：继峰股份盈利预测

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,151.35	18,001.26	15,121.62	18,057.91	19,605.97
营业收入增长率	13%	737%	-16%	19%	9%
净利润(百万元)	302.39	361.65	-399.93	481.44	725.59
净利润增长率	3%	20%	-211%	N/A	51%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.48	0.35	-0.39	0.47	0.71
毛利率%	33%	16%	13%	17%	18%
净资产收益率 ROE%	16.18%	7.99%	-10.20%	10.36%	14.29%
每股净资产(元)	1.83	4.46	3.83	4.54	4.96
PE	15	20	-19	15	10
PB	4.0	1.6	1.9	1.6	1.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：截至9月23日收盘价

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,151	18,001	15,122	18,058	19,606
营业成本	1,438	15,197	13,166	15,041	16,172
毛利率	33.16%	15.58%	12.93%	16.71%	17.51%
营业税金及附加	20	44	30	36	39
销售费用	54	392	318	379	392
营业费用率	2.49%	2.18%	2.10%	2.10%	2.00%
管理费用	230	1,370	1,512	1,264	1,314
管理费用率	10.68%	7.61%	10.00%	7.00%	6.70%
财务费用	(10)	233	404	407	420
财务费用率	-0.46%	1.30%	2.67%	2.26%	2.14%
投资收益	(0)	1	5	5	5
营业利润	381	520	(529)	711	1,027
营业利润率	17.73%	2.89%	-3.50%	3.94%	5.24%
营业外收入	0	18	0	0	0
营业外支出	1	2	0	0	0
利润总额	380	537	(529)	711	1,027
所得税	65	175	(53)	199	267
所得税率	16.98%	32.62%	10.00%	28.00%	26.00%
少数股东损益	13	0	(76)	31	34
归属于母公司股东的净利润	302	362	(400)	481	726
净利率	14.06%	2.01%	-2.64%	2.67%	3.70%

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	380	537	-529	711	1,027
所得税支出	-65	-175	53	-199	-267
折旧和摊销	60	625	524	606	680
营运资金的变化	85	-269	-1,301	-254	71
其他经营现金流	2	452	465	410	423
经营现金流合计	463	1,169	-789	1,273	1,935
资本支出	-160	-1,007	-700	-900	-850
投资收益	0	1	5	5	5
其他投资现金流	5	-495	0	0	0
投资现金流合计	-156	-1,501	-695	-895	-845
发行股票	56	66	0	0	0
负债变化	86	3,460	1,765	120	-199
股息支出	-176	-200	-205	244	-295
其他融资现金流	-84	-3,290	-404	-407	-420
融资现金流合计	-119	36	1,156	-44	-913
现金及现金等价物净增加额	189	-296	-328	335	176

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	708	2,051	1,723	2,058	2,234
存货	394	1,891	1,585	1,820	1,957
应收账款	527	2,140	3,261	3,488	3,446
其他流动资产	184	1,093	1,429	1,493	1,494
流动资产	1,813	7,176	7,998	8,858	9,132
固定资产	489	3,362	3,438	3,532	3,602
长期股权投资	0	5	5	5	5
无形资产	113	1,744	1,744	1,744	1,744
其他长期资产	119	5,279	5,379	5,579	5,679
非流动资产	721	10,389	10,565	10,860	11,029
资产总计	2,534	17,566	18,563	19,718	20,161
短期借款	97	2,472	4,236	4,356	4,157
应付账款	326	2,743	2,847	3,125	3,259
其他流动负债	192	1,824	1,633	1,635	1,678
流动负债	615	7,039	8,717	9,116	9,094
长期借款	0	1,773	1,773	1,773	1,773
其他长期负债	7	3,834	3,834	3,834	3,834
非流动性负债	7	5,608	5,608	5,608	5,608
负债合计	622	12,646	14,325	14,724	14,702
股本	640	1,024	1,024	1,024	1,024
资本公积	260	2,661	2,661	2,661	2,661
归属于母公司所有者权益合计	1,869	4,526	3,921	4,646	5,077
少数股东权益	42	393	317	348	382
股东权益合计	1,911	4,919	4,238	4,994	5,459
负债股东权益总计	2,534	17,566	18,563	19,718	20,161

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	13.11%	736.7%	-16.0%	19.42%	8.57%
营业利润增长率	6.46%	36.43%	-201%	N/A	44.34%
净利润增长率	3.26%	19.60%	-210%	N/A	50.71%
毛利率	33.16%	15.58%	12.93%	16.71%	17.51%
EBITDA Margin	20.22%	7.75%	3.14%	9.38%	10.67%
净利率	14.06%	2.01%	-2.64%	2.67%	3.70%
净资产收益率	16.18%	7.99%	-10.2%	10.36%	14.29%
总资产收益率	11.93%	2.06%	-2.15%	2.44%	3.60%
资产负债率	24.57%	72.00%	77.17%	74.67%	72.92%
所得税率	16.98%	32.62%	10.00%	28.00%	26.00%
股利支付率	66.00%	56.61%	60.95%	61.18%	59.58%

## 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。

## 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

## 其他声明

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”。

## 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.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；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）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：**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。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas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载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies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。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**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载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，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。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告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，且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。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**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）受澳大利亚证券和投资委员会监管，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。

## 一般性声明

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。

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所包含的材料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、价值及收益可能会受汇率影响而波动。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。

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 2020 版权所有。保留一切权利。