

继峰股份

3Q22 业绩显著回暖 期待乘用车座椅投产



**邓学 分析员**  
汽车及出行设备  
SAC 执证编号: S0080521010008  
SFC CE Ref: BJV008  
xue.deng@cicc.com.cn



**庠静兰 分析员**  
汽车及出行设备  
SAC 执证编号: S0080522080010  
jinglan.she@cicc.com.cn

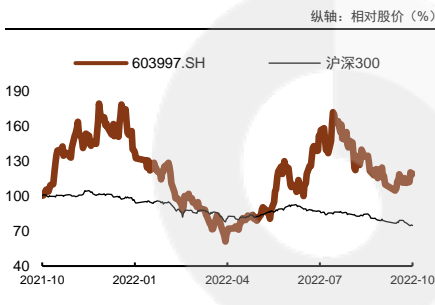


**任丹霖 分析员**  
汽车及出行设备  
SAC 执证编号: S0080518060001  
SFC CE Ref: BNF068  
danlin.ren@cicc.com.cn

● 维持跑赢行业

股票代码 | 股票评级 | 目标价  
603997.SH | → 跑赢行业 | 人民币 17.80

股票代码	603997.SH
最新收盘价	人民币 12.05
52 周最高价/最低价	人民币 19.40-5.98
总市值(亿)	人民币 135



(人民币 百万)	2020A	2021A	2022E	2023E
营业收入	15,733	16,832	18,078	19,636
增速	-12.6%	7.0%	7.4%	8.6%
归属母公司净利润	-258	126	159	510
增速	-186.7%	N.M.	25.5%	221.3%
扣非后净利润	-185	99	156	507
增速	-172.1%	N.M.	57.6%	224.9%
每股净利润	-0.23	0.11	0.14	0.46
每股净资产	3.82	4.16	4.12	4.51
每股股利	0.00	0.18	0.07	0.23
每股经营现金流	0.73	0.64	0.81	0.91
市盈率	N.M.	106.5	84.8	26.4
市净率	3.2	2.9	2.9	2.7
EV/EBITDA	20.0	15.5	21.0	13.5
股息收益率	0.0%	1.5%	0.6%	1.9%
平均总资产收益率	-1.5%	0.8%	1.0%	3.1%
平均净资产收益率	-5.9%	2.8%	3.4%	10.6%

资料来源: Wind, 彭博资讯, 公司公告, 中金公司研究部

● 业绩回暖

公司 3Q22 业绩符合我们预期

公司公布 3Q22 业绩: 3Q22 营业收入 46.02 亿元, 同/环比+21.71%/+8.83%, 归母净利润 0.91 亿元, 同环比均由负转正。3Q 业绩显著回暖, 符合我们预期。

发展趋势

下游行业需求回暖带动公司收入同环比改善, 4Q22 收入端展望乐观。国内来看, 3Q22 疫情带来的影响趋弱, 行业端需求环比恢复, 带动本部营收同环比增长, 根据 Marklines, 国内乘用车 3Q22 销量达 740.8 万辆, 环比+33.7%。我们测算本部收入约 7 亿元, 环比提升约 25%。格拉默美洲地区和亚太地区下游行业需求略有恢复, 带动收入同环比均实现增长, 3Q22 格拉默集团整体录得收入 5.59 亿欧元。展望 4Q22, 考虑到燃油车补贴持续至年底、新能源国补年底退坡, 我们预计国内汽车销量有望进入翘尾行情。带动公司收入环比持续提升。

经营改善、原材料价格下降、原材料补差有所落地共同改善毛利率; 汇兑增厚业绩, 格拉默扭亏为盈。3Q22 公司毛利率 14.11%, 同比+1.67ppt, 环比+3.89ppt, 我们认为主要系: 1) 原材料价格下降带动毛利率改善; 2) 格拉默管理持续改善、海外原材料补差有所落地, 亚太地区、美洲地区 3Q22 毛利率均有提升, 格拉默集团整体 3Q22 毛利率 9.3%, 同比/环比+2.6ppt/+3.8ppt。利润端看, 公司 3Q22 归母净利率 2.0%, 除毛利率改善外, 格拉默美元、巴西货币汇率变动带来汇兑收益约 1.1 亿元。分拆来看, 格拉默 3Q22 录得净利润 983 万欧元, 同环比均扭亏为盈, 贡献正向利润; 我们测算 3Q22 本部盈利约 0.5 亿元, 同比有所增长。向前看, 我们预计 4Q22 公司盈利能力有望持续提升, 本部盈利有望稳健提升, 格拉默原材料涨价的补差有望持续落地。

看好公司盈利能力的修复, 乘用车座椅总成国产替代打开成长空间。长期来看, 我们认为公司主要看点包括: 1) 原有业务的盈利修复, 我们预计最终形成稳态后格拉默、本部净利润率分别有望超过 5%、10%, 对应净利润有望达 10 亿元以上。2) 乘用车座椅总成有望从 2023 年逐步量产落地, 我们看好汽车座椅行业国产替代的机遇, 公司作为行业龙头有望持续受益。

盈利预测与估值

维持 2022 年和 2023 年盈利预测不变。当前股价对应 2023 年 26.4 倍 P/E。维持跑赢行业评级, 基于对座椅远期盈利性更保守的预估, 我们下调 SOTP 目标价 11.0%至 17.80 元, 对应 2023 年 39.0 倍 P/E, 较当前股价有 47.7%的上行空间。

风险

全球芯片供应恢复不及预期, 原材料价格持续上涨。

## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E					
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>									
营业收入	15,733	16,832	18,078	19,636	营业收入	-12.6%	7.0%	7.4%	8.6%					
营业成本	13,598	14,451	15,543	16,559	营业利润	-163.7%	N.M.	20.7%	212.8%					
税金及附加	43	46	49	53	EBITDA	-30.9%	25.3%	-23.5%	57.0%					
营业费用	381	297	319	327	净利润	-186.7%	N.M.	25.5%	221.3%					
管理费用	1,282	1,353	1,453	1,547	扣非后净利润	-172.1%	N.M.	57.6%	224.9%					
财务费用	351	193	106	106	<b>盈利能力</b>									
其他	-253	-303	-396	-393	毛利率	13.3%	13.9%	13.7%	15.4%					
营业利润	-331	171	206	645	营业利润率	-2.1%	1.0%	1.1%	3.3%					
营业外收支	-6	23	0	0	EBITDA 利润率	5.9%	6.8%	4.9%	7.0%					
利润总额	-338	193	206	645	净利润率	-1.6%	0.8%	0.9%	2.6%					
所得税	3	68	41	129	扣非后净利润率	-1.2%	0.6%	0.9%	2.6%					
少数股东损益	-82	-1	6	6	<b>偿债能力</b>									
归属母公司净利润	-258	126	159	510	流动比率	0.97	1.07	0.97	1.02					
扣非后净利润	-185	99	156	507	速动比率	0.75	0.79	0.66	0.69					
EBITDA	920	1,153	881	1,384	现金比率	0.22	0.23	0.08	0.04					
<b>资产负债表</b>					<b>回报率分析</b>									
货币资金	1,503	1,406	463	246	总资产收益率	-1.5%	0.8%	1.0%	3.1%					
应收账款及票据	2,900	2,408	2,587	2,810	净资产收益率	-5.9%	2.8%	3.4%	10.6%					
预付款项	54	93	75	83	<b>每股指标</b>									
存货	1,504	1,730	1,861	1,982	每股净利润 (元)	-0.23	0.11	0.14	0.46					
其他流动资产	739	878	924	982	每股净资产 (元)	3.82	4.16	4.12	4.51					
流动资产合计	6,700	6,515	5,911	6,104	每股股利 (元)	0.00	0.18	0.07	0.23					
固定资产及在建工程	3,981	3,790	4,017	4,209	每股经营现金流 (元)	0.73	0.64	0.81	0.91					
无形资产及其他长期资产	6,645	5,904	6,052	6,173	<b>估值分析</b>									
非流动资产合计	10,626	9,694	10,069	10,382	市盈率	N.M.	106.5	84.8	26.4					
资产合计	17,326	16,209	15,980	16,485	市净率	3.2	2.9	2.9	2.7					
短期借款	2,887	2,384	2,038	1,738	EV/EBITDA	20.0	15.5	21.0	13.5					
应付账款及票据	2,455	2,340	2,662	2,758	股息收益率	0.0%	1.5%	0.6%	1.9%					
其他流动负债	1,555	1,345	1,421	1,493										
流动负债合计	6,898	6,069	6,121	5,990										
长期借款和应付债券	3,296	3,057	3,157	3,357										
其他非流动负债	2,565	2,085	1,735	1,735										
非流动负债合计	5,861	5,141	4,892	5,092										
负债合计	12,759	11,211	11,013	11,082										
归母所有者权益	4,269	4,645	4,607	5,037										
少数股东权益	298	354	360	367										
负债及股东权益合计	17,326	16,209	15,980	16,485										
<b>现金流量表</b>														
净利润	-258	126	159	510										
折旧和摊销	825	766	576	639										
营运资本变动	-202	-238	53	-248										
其他	446	64	118	118										
经营活动现金流	810	719	906	1,018										
资本开支	-726	-740	-750	-750										
其他	-46	153	0	0										
投资活动现金流	-772	-588	-750	-750										
股权融资	18	34	0	0										
银行借款	6	-742	-245	-100										
其他	-668	667	-853	-385										
筹资活动现金流	-644	-40	-1,098	-485										
汇率变动对现金的影响	46	-114	0	0										
现金净增加额	-560	-23	-942	-217										

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

## 公司简介

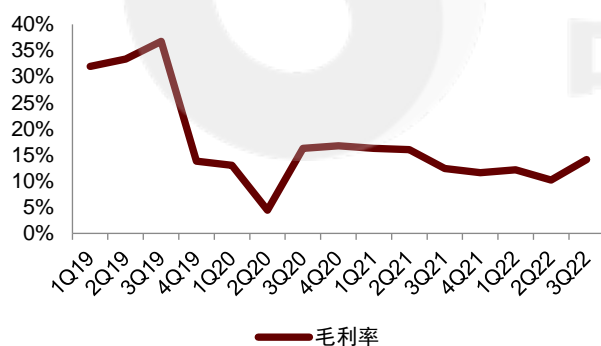
继峰是乘用车座椅系统零部件自主龙头供应商, 主营产品包括乘用车座椅头枕、头枕支杆、座椅扶手, 主要为一汽大众、长城、日产、神龙汽车、长安福特等整车厂配套, 目前逐渐进入宝马、奥迪等高端客户供应链; 此外, 公司加快全球化布局, 通过捷克建厂开拓全球市场, 未来有望通过整合格拉默实现产品和技术的互补, 并进入非道路及商用车座椅系统业务, 打开更大的成长空间。

图表 1：继峰股份业绩回顾

(百万元)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	3Q22	3Q22
								YoY	QoQ
营业收入	4,532.5	4,191.7	3,781.3	4,326.5	4,203.8	4,228.7	4,602.2	21.7%	8.8%
营业成本	3,794.5	3,521.1	3,311.0	3,824.7	3,691.4	3,796.5	3,952.9	19.4%	4.1%
税金及附加	8.7	10.5	8.5	18.1	9.7	9.1	12.6	47.9%	38.9%
营业费用	63.5	115.2	68.8	49.7	59.4	65.2	73.9	7.5%	13.3%
管理费用	350.6	344.7	303.1	354.5	347.4	332.4	301.0	-0.7%	-9.5%
研发费用	81.0	79.6	81.2	79.6	76.8	96.1	117.5	44.7%	22.2%
财务费用	64.2	44.1	95.3	-11.0	62.4	-11.5	128.1	34.4%	1212.1%
营业利润	175.8	62.5	-46.4	-21.1	-0.2	-107.4	137.1	395.5%	227.7%
营业外收入	1.4	30.7	9.2	-17.0	0.2	1.0	2.1	-77.4%	103.3%
营业外支出	0.4	-0.1	0.1	1.3	0.5	0.1	0.4	269.5%	260.1%
利润总额	176.7	93.3	-37.3	-39.4	-0.5	-106.5	138.8	471.9%	230.3%
所得税	37.0	26.1	-6.7	11.2	44.9	29.5	34.8	622.9%	18.1%
少数股东损益	11.8	6.4	-3.3	-15.4	-7.7	-5.3	12.7	483.1%	338.6%
归母净利润	128.0	60.8	-27.3	-35.1	-37.6	-130.6	91.2	433.8%	169.8%

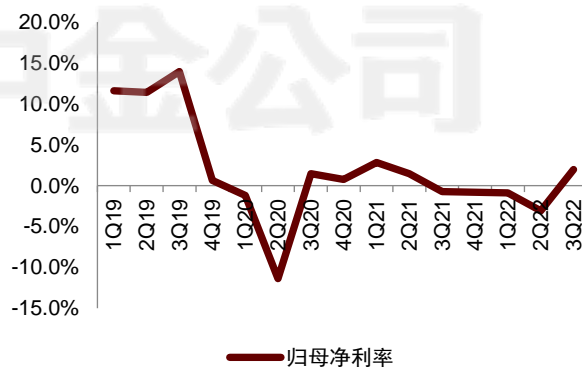
资料来源：Wind，公司公告，中金公司研究部

图表 2：公司季度毛利率水平（1Q19-3Q22）



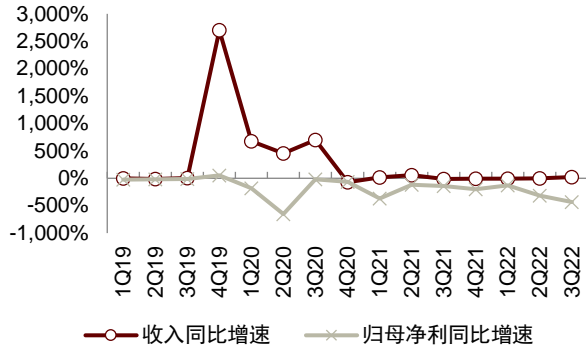
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 3：公司季度净利率水平（1Q19-3Q22）



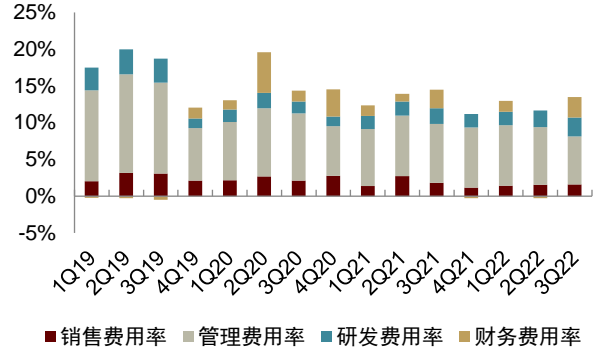
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图4：公司季度收入与净利润同比增速（1Q19-3Q22）



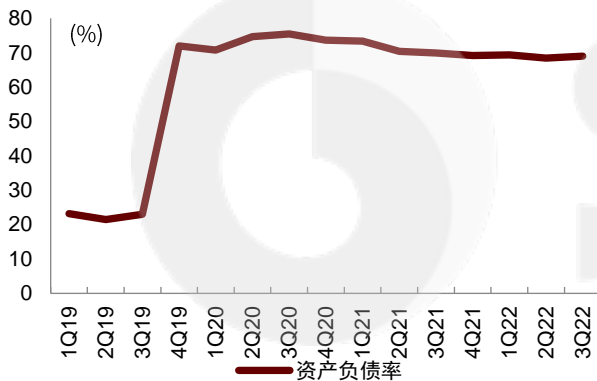
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图5：公司季度费用率（1Q19-3Q22）



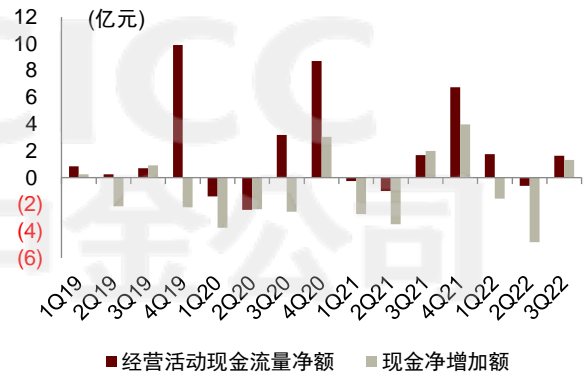
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图6：公司季度资产负债率水平（1Q19-3Q22）



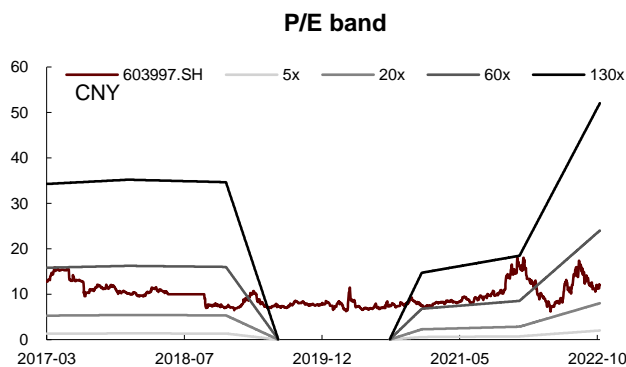
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图7：公司季度现金流（1Q19-3Q22）



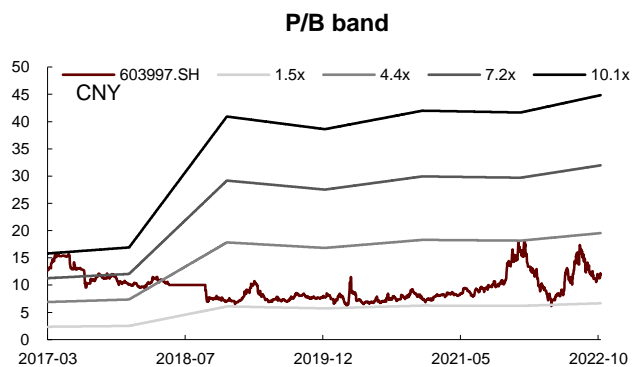
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图8：历史 P/E



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

图9：历史 P/B



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

图表 10：盈利预测调整表

百万人民币	2022E			2023E		
	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化
营业收入	18,078	18,078	0.0%	19,636	19,636	0.0%
毛利	2,485	2,485	0.0%	2,993	3,023	1.0%
营业费用	319	319	0.0%	314	327	4.1%
管理费用	1,435	1,453	1.3%	1,519	1,547	1.8%
财务费用	154	106	-31.4%	160	106	-33.5%
归属母公司净利润	159	159	-0.1%	510	510	-0.0%
毛利率	13.7%	13.7%	0.0ppt	15.2%	15.4%	0.2ppt
净利率	0.9%	0.9%	-0.0ppt	2.6%	2.6%	-0.0ppt

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 11：可比公司估值表

股票代码	公司名称	财报货币	收盘价 10-27	市盈率			净利润 (财报货币 百万)		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
603997.SH	继峰股份*	CNY	12.05	106.5	84.8	26.4	126	159	510
605068.SH	明新旭腾*	CNY	26.15	26.7	41.1	17.9	163	106	244
00838.HK	亿和控股	HKD	1.13	10.3	6.4	3.9	155	306	500
002965.SZ	祥鑫科技	CNY	55.92	92.7	38.5	20.0	64	245	480

注：标\*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期

资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

图表 12：SOTP 估值表

	2023 年利润	2025 年利润	估值方法	估值倍数	2023 年目标市值 (亿元)
	(百万元)	(百万元)			
传统座椅及内饰相关业务	510	1,148	2023 年 P/E	20	102.0
乘用车座椅总成业务	(0)	392	2025 年 P/E	30	96.3
总计					198.3
目标价 (元)					17.8

资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

#### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

#### 中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

#### 股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

#### 行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624  
编辑：金灿

### 北京

中国国际金融股份有限公司  
中国北京建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505 1166  
传真: (86-10) 6505 1156

### 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区益田路5033号  
平安金融中心72层  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

### 东京

中国国际金融日本株式会社  
〒100-0005 東京都千代田区丸の内3丁目2番3号  
丸の内二重橋ビル21階  
Tel: (+813) 3201 6388  
Fax: (+813) 3201 6389

### 纽约

CICC US Securities, Inc  
32<sup>nd</sup> Floor, 280 Park Avenue  
New York, NY 10017, USA  
Tel: (+1-646) 7948 800  
Fax: (+1-646) 7948 801

### 伦敦

China International Capital Corporation (UK)  
Limited  
25th Floor, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (+44-20) 7367 5718  
Fax: (+44-20) 7367 5719

### 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

### 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

### 旧金山

CICC US Securities, Inc. San Francisco Branch  
Office  
One Embarcadero Center, Suite 2350,  
San Francisco, CA 94111, USA  
Tel: (+1) 415 493 4120  
Fax: (+1) 628 203 8514

### 新加坡

China International Capital Corporation  
(Singapore) Pte. Limited  
6 Battery Road, #33-01  
Singapore 049909  
Tel: (+65) 6572 1999  
Fax: (+65) 6327 1278

### 法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)  
GmbH  
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311  
Frankfurt a.M, Germany  
Tel: (+49-69) 24437 3560