

继峰股份

商誉减值拖累业绩 轻装上阵迎座椅国产替代



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



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

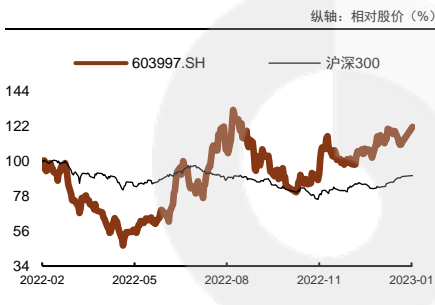


任丹霖 分析员
汽车及出行设备
SAC 执证编号: S0080518060001
SFC CE Ref: BNF068
danlin.ren@cicc.com.cn

● 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 15.97
52 周最高价/最低价	人民币 17.97-5.98
总市值(亿)	人民币 178.4



(人民币 百万)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	16,832	17,994	19,429	21,771
增速	7.0%	6.9%	8.0%	12.0%
归属母公司净利润	126	-1,376	338	794
增速	N.M.	N.M.	N.M.	135.1%
扣非后净利润	99	-1,378	335	792
增速	N.M.	N.M.	N.M.	136.1%
每股净利润	0.11	-1.23	0.30	0.71
每股净资产	4.16	2.75	3.05	3.61
每股股利	0.18	0.00	0.15	0.36
每股经营现金流	0.64	0.62	0.76	1.26
市盈率	141.1	N.M.	52.8	22.5
市净率	3.8	5.8	5.2	4.4
EV/EBITDA	19.3	N.M.	19.8	12.8
股息收益率	1.1%	0.0%	0.9%	2.2%
平均总资产收益率	0.8%	-9.0%	2.3%	5.2%
平均净资产收益率	2.8%	-35.7%	10.4%	21.3%

资料来源: Wind, 彭博资讯, 公司公告, 中金公司研究部

● 业绩预览

继峰股份发布 2022 业绩预告, 4Q22 业绩低于市场预期

公司预计 2022 年年度实现归母净利润-15.3 亿元到-11.9 亿元, 扣非净利润-15.4 亿元到-12 亿元。其中公司对 Grammer AG 集团资产组进行初步减值测试, 拟计提减值, 预计对净利润影响为-15.5 亿元到-12.1 亿元。还原商誉减值影响后, 业绩预告中枢值对应 4Q22 归母净利润 0.79 亿元, 同比由亏转盈/环比-13.4%; 扣非净利润 0.89 亿元, 同比由亏转盈/环比+1.1%。由于商誉减值、前期投入较大等原因, 公司年度业绩预告低于市场预期。

关注要点

海外通胀压力带来较大幅度商誉减值, 轻装上阵迎稳健发展。受欧美地区通胀压力及欧美央行持续加息等不利因素影响, 导致公司进行商誉测试时, 自由现金流的折现率出现较为明显的增大。我们认为此次较为大额的商誉减值有利于公司轻装上阵, 降低后续商誉减值的风险, 促进稳健经营。

还原商誉减值影响后, 料 4 季度经营向好, 预计 2023 年座椅业务仍处投入期。还原商誉影响后, 4Q22 业绩预告中枢约 0.8 亿元, 我们估算格拉默 4Q 盈利有望达 0.5-0.8 亿元, 与 3Q 扣除汇兑收益后亏损相比, 经营改善较为明显。4Q22 继峰本部老业务经营企稳, 但座椅前期投入较大, 造成一定盈利压力。向前看, 我们认为 2023 年头枕业务仍有望企稳经营, 但座椅业务仍处于投入期, 新项目的开发投入可能对国内整体盈利带来持续的压力。

期待 2023 年海外经营修复, 汽车座椅新订单有望持续增加。行业端来看, 据丰田汽车和通用汽车预计, 2023 年美国新车销量同比增长有望达到 9%, 同时北美、欧洲市场库存较低, 我们认为在供给缓解的情况下对于下游需求的展望无需过度悲观; 公司端来看, 公司格拉默方面整合仍在顺利推进, 我们预计对海外管理层的调整对公司经营有望带来积极影响, 我们预计 2023 年海外业务经营有望持续修复。新业务方面, 公司与国内多个自主品牌、合资品牌的交流稳步推进, 我们预计 2023 年仍有望获得新增订单, 座椅国产替代逻辑持续兑现。

盈利预测与估值

基于商誉减值、座椅前期投入较大等因素, 下调公司 2022/2023 盈利预测 967.6%/33.7%至-13.76/3.38 亿元, 引入 2024 年盈利预测 7.94 亿元。当前股价对应 2023/2024 年 52.8 倍/22.5 倍 P/E, 维持跑赢行业评级, 考虑市场对于座椅总成远期国产替代的预期较高, 我们采用 SOTP 估值方法, 维持目标价 17.8 元, 对应 2023/2024 年 59.3 倍/25.1 倍 P/E, 较当前股价有 11.5% 上行空间。

风险

下游需求波动风险, 欧美地区通胀风险, 商誉减值风险。

财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表					成长能力				
营业收入	16,832	17,994	19,429	21,771	营业收入	7.0%	6.9%	8.0%	12.0%
营业成本	14,451	15,724	16,496	18,083	营业利润	N.M.	-901.9%	N.M.	132.6%
税金及附加	46	49	53	59	EBITDA	25.3%	-169.6%	N.M.	53.4%
营业费用	297	318	324	352	净利润	N.M.	N.M.	N.M.	135.1%
管理费用	1,353	1,422	1,515	1,644	扣非后净利润	N.M.	N.M.	N.M.	136.1%
财务费用	193	-3	111	100	盈利能力				
其他	-303	-448	-496	-525	毛利率	13.9%	12.3%	14.8%	16.7%
营业利润	171	-1,370	430	1,001	营业利润率	1.0%	-7.6%	2.2%	4.6%
营业外收支	23	0	0	0	EBITDA 利润率	6.8%	-4.5%	6.0%	8.3%
利润总额	193	-1,370	430	1,001	净利润率	0.8%	-7.6%	1.7%	3.6%
所得税	68	0	86	200	扣非后净利润率	0.6%	-7.7%	1.7%	3.6%
少数股东损益	-1	6	6	7	偿债能力				
归属母公司净利润	126	-1,376	338	794	流动比率	1.07	0.94	0.98	1.08
扣非后净利润	99	-1,378	335	792	速动比率	0.79	0.64	0.65	0.73
EBITDA	1,153	-803	1,174	1,800	现金比率	0.23	0.06	0.01	0.04
资产负债表					资产负债率	69.2%	76.3%	74.6%	72.3%
货币资金	1,406	364	49	241	净债务资本比率	14.2%	48.9%	47.4%	30.3%
应收账款及票据	2,408	2,575	2,780	3,115	回报率分析				
预付款项	93	76	83	85	总资产收益率	0.8%	-9.0%	2.3%	5.2%
存货	1,730	1,882	1,975	2,165	净资产收益率	2.8%	-35.7%	10.4%	21.3%
其他流动资产	878	921	975	1,062	每股指标				
流动资产合计	6,515	5,818	5,861	6,667	每股净利润 (元)	0.11	-1.23	0.30	0.71
固定资产及在建工程	3,790	4,017	4,209	4,363	每股净资产 (元)	4.16	2.75	3.05	3.61
无形资产及其他长期资产	5,904	4,652	4,773	4,863	每股股利 (元)	0.18	0.00	0.15	0.36
非流动资产合计	9,694	8,669	8,982	9,226	每股经营现金流 (元)	0.64	0.62	0.76	1.26
资产合计	16,209	14,487	14,843	15,894	估值分析				
短期借款	2,384	2,038	1,738	1,538	市盈率	141.1	N.M.	52.8	22.5
应付账款及票据	2,340	2,693	2,748	3,055	市净率	3.8	5.8	5.2	4.4
其他流动负债	1,345	1,433	1,489	1,601	EV/EBITDA	19.3	N.M.	19.8	12.8
流动负债合计	6,069	6,164	5,975	6,194	股息收益率	1.1%	0.0%	0.9%	2.2%
长期借款和应付债券	3,057	3,157	3,357	3,557					
其他非流动负债	2,085	1,735	1,735	1,735					
非流动负债合计	5,141	4,892	5,092	5,292					
负债合计	11,211	11,055	11,067	11,485					
归母所有者权益	4,645	3,072	3,410	4,035					
少数股东权益	354	360	367	373					
负债及股东权益合计	16,209	14,487	14,843	15,894					
现金流量表									
净利润	126	-1,376	338	794					
折旧和摊销	766	576	639	706					
营运资本变动	-238	88	-252	-205					
其他	64	1,410	121	116					
经营活动现金流	719	698	846	1,411					
资本开支	-740	-750	-750	-750					
其他	153	0	0	0					
投资活动现金流	-588	-750	-750	-750					
股权融资	34	0	0	0					
银行借款	-742	-245	-100	0					
其他	667	-744	-311	-469					
筹资活动现金流	-40	-990	-411	-469					
汇率变动对现金的影响	-114	0	0	0					
现金净增加额	-23	-1,042	-315	192					

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：公司季度业绩回顾及预告

(百万元)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22 业绩预告	4Q22 业绩预告 (还原商誉后)
归母净利润	128.03	60.80	-27.34	-35.13	-37.64	-130.64	91.25	-153.0 ~ -119.0	-32.0~36.0
扣非后归母净利润	123.97	53.76	-34.70	-43.96	-37.45	-138.52	88.03	-154.0 ~ -120.0	-33.0~35.0

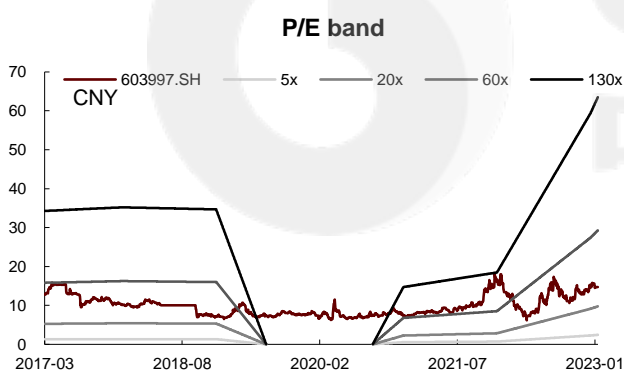
资料来源：公司公告、中金公司研究部

图表 2：盈利预测调整表

百万人民币	2022E			2023E			2024E
	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化	新引入
营业收入	18,078	17,994	-0.5%	19,636	19,429	-1.1%	21,771
毛利	2,485	2,221	-10.6%	3,023	2,880	-4.7%	3,628
营业费用	319	318	-0.5%	327	324	-1.1%	352
管理费用	1,453	1,422	-2.2%	1,547	1,515	-2.0%	1,644
财务费用	106	-3	-102.5%	106	111	4.4%	100
归属母公司净利润	159	-1,376	-967.6%	510	338	-33.7%	794
毛利率	13.7%	12.3%	-1.4ppt	15.4%	14.8%	-0.6ppt	16.7%
净利润率	0.9%	-7.6%	-8.5ppt	2.6%	1.7%	-0.9ppt	3.6%

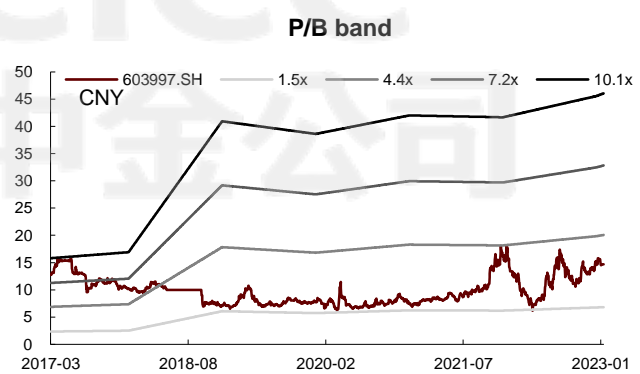
资料来源：公司公告、中金公司研究部

图表 3：历史 P/E



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

图表 4：历史 P/B



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

图表 5：可比公司估值表

股票代码	公司名称	财报货币	收盘价 01-30	营业收入 (财报货币 百万)			净利润 (财报货币 百万)			市盈率		
				2022A/E	2023E	2024E	2022A/E	2023E	2024E	2022A/E	2023E	2024E
605128.SH	上海沿浦*	CNY	55.50	1,140	2,519	3,449	56	170	283	79.4	26.1	15.7
603179.SH	新泉股份*	CNY	43.38	6,785	8,716	10,792	465	743	919	45.5	28.4	23.0
300893.SZ	松原股份*	CNY	29.62	981	1,444	1,979	122	220	300	54.4	30.3	22.2
605068.SH	明新旭腾*	CNY	31.07	907	1,276	1,628	128	242	332	48.8	21.2	14.8
平均值				2,891	3,489	4,462	193	344	459	57.0	26.5	18.9
603997.SH	继峰股份*	CNY	15.97	17,994	19,429	21,771	-1,376	338	794	N.M.	52.8	22.5

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据

资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

图表 6: SOTP 估值表

(百万元)	2023 年利润	2025 年利润	估值方法	估值倍数	2023 年目标市值 (亿元)
传统座椅及内饰相关业务	330	972	2023 年 P/E	20	66.0
乘用车座椅总成业务		404	2025 年 P/E	40	132.4
总计					198.4
目标价					17.8 元



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。

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
32nd 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