

## 继峰股份 (603997.SH)

### 乘用车座椅业务方兴未艾，国产替代大有可为

公司作为全球座椅头枕细分龙头，已顺利实现座椅总成业务的突破，未来有望凭借长期积累的行业声誉、极高的产品性价比和快速的市场响应能力持续提升乘用车座椅业务的市场份额，打开全新成长空间。

- 实际经营业绩逐渐向好，静待新业务花开。公司 20-22 年营收稳定增长，其中 22 年公司整体实现营收 179.7 亿元，同比+6.7%，其中子公司格拉默实现销售收入 155.87 亿元，同比+6.39%，格拉默的营收占比为 86.8%，对公司经营业绩影响显著。从 22 年归母净利润复盘来看，在扣除格拉默商誉减值、美洲区海运费损失以及公司乘用车座椅的前期研发投入后，公司实现归母净利润 1.8 亿元，同比+48.8%，可见公司整体业绩稳中向好。
- 座椅总成业务量利齐升，国产替代空间广阔。乘用车座椅总成行业具备外/合资垄断和单车价值量大的特点。公司自 21 年实现乘用车座椅从 0 到 1 的突破之后，业务加速拓展，截止 23 年 6 月底，公司累计公告乘用车座椅定点项目共 6 个，公司的客户群已涵盖中、高档品牌及豪华品牌，包括新能源车型和燃油车型。从公司优质的定点情况我们推测公司有望成为打破外/合资垄断的首家国产企业，享受乘用车座椅高额市场空间所带来的红利。23 年 5 月公司第一个定点项目实现量产，对应单车价值量约为 8,000 元，ASP 明显高于市场平均水平，随着后续不断加强产能布局，有望在 25 年形成近百万套乘用车座椅的出货规模，助力公司实现全新业绩增长曲线与企业转型升级。
- 格拉默降本措施逐步推进，海外业务有望改善。格拉默在亚太、欧洲和北美都设有研发生产基地，欧洲和美洲是格拉默的主要市场，公司与格拉默业务交织重叠，通过资源整合，具备 1+1>2 的可能性。一方面，通过相互导入优质客户，共享互补资源，整体业绩有望提升，其中以中国为主的亚太区业绩增长更为明显；另一方面，21-22 年格拉默欧洲区经营改善，但美洲区拖累公司业绩，随着公司整合措施的推进，格拉默海外业绩有望改善。
- 维持“强烈推荐”投资评级。短期来看，公司的利润增长点主要在格拉默海外业务的改善，中长期来看，随着公司乘用车座椅、智能电动出风口、隐藏式门拉手、车载冰箱等各新兴业务崛起发力将促进公司业绩快速增长，预计 23-25 年公司归母净利润分别为 3.1/7.0/12.7 亿元，维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：行业发展不及预期、技术迭代风险、研发成果不及预期、债务偿还风险、北美市场恢复不及预期等。

#### 财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	16832	17967	19790	22378	27808
同比增长	7%	7%	10%	13%	24%
营业利润(百万元)	171	(1444)	290	696	1281
同比增长	-152%	-946%	-120%	140%	84%
归母净利润(百万元)	126	(1417)	307	696	1274
同比增长	-149%	-1222%	-122%	127%	83%
每股收益(元)	0.11	-1.25	0.27	0.61	1.12
PE	139.3	-12.4	57.4	25.3	13.8
PB	3.8	5.1	3.9	3.1	2.4

资料来源：公司数据、招商证券

## 强烈推荐 (维持)

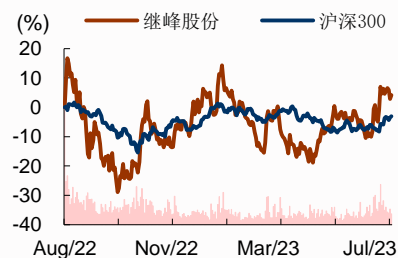
中游制造/汽车  
目标估值：NA  
当前股价：15.5 元

#### 基础数据

总股本 (百万股)	1136
已上市流通股 (百万股)	1136
总市值 (十亿元)	17.6
流通市值 (十亿元)	17.6
每股净资产 (MRQ)	3.2
ROE (TTM)	-36.3
资产负债率	74.6%
主要股东	宁波继弘控股集团有限公司
主要股东持股比例	23.91%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	-9	10
相对表现	9	-6	12



资料来源：公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 《继峰股份 (603997) —1Q23 公司盈利能力上行，拟定增加码产能建设》2023-04-27
- 《继峰股份 (603997) —在手订单充足，23 年增长可期》2023-04-03
- 《继峰股份 (603997) —传统造车领域首获定点，助推公司业绩腾飞》2023-02-03

汪刘胜 S1090511040037

wangls@cmschina.com.cn

杨献宇 S1090519030001

yangxianyu@cmschina.com.cn

## 正文目录

一、 业绩回顾： 逐渐向好， 新业务蓄势待发.....	4
二、 座椅总成： 量利齐升， 向上突破空间广阔.....	6
1、 行业格局面临重塑， 国产替代空间大.....	6
2、 公司定点项目从 0 到 N， 量利齐升逻辑成立.....	8
三、 格拉默： 边际改善， 降本增效卓有成效.....	11
1、 关键时刻收购格拉默， 财务状况逐步改善.....	11
2、 重组改革促合二为一， 降本增效助轻装上阵.....	13
四、 传统业务销量维持， 新兴业务发展可期.....	16
五、 盈利预测.....	19
六、 风险提示.....	20

## 图表目录

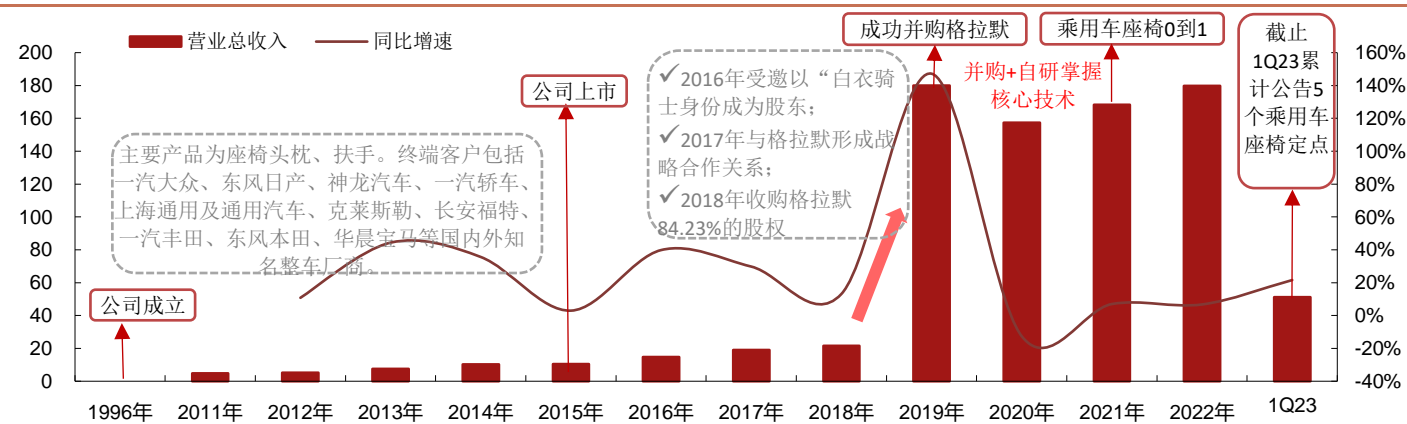
图 1： 公司历年营收情况复盘（亿元、%）.....	4
图 2： 公司历年归母净利润情况复盘（亿元%）.....	4
图 3： 公司历年毛/净利率情况（%）.....	5
图 4： 公司历年费用率情况（%）.....	5
图 5： 公司各业务营收情况（亿元）.....	5
图 6： 公司各业务营收构成（%）.....	5
图 7： 乘用车座椅主要结构.....	6
图 8： 我国新能源乘用车销量及增速（万辆、%）.....	7
图 9： 我国乘用车市场自主品牌份额（%）.....	7
图 10： 我国乘用车座椅市场规模及预测（亿元）.....	8
图 11： 我国乘用车座椅市场规模预测.....	8
图 12： 公司乘用车座椅业务发展历程.....	8
图 13： 座椅总成业务 ASP 远高于传统业务.....	9
图 14： 公司座椅业务量利齐升逻辑图.....	10
图 15： 格拉默主要产品.....	12
图 16： 格拉默主要客户.....	12
图 17： 格拉默主营业务地区结构图.....	12

图 18: 2022 年格拉默分产品收入结构图.....	12
图 19: 格拉默营业收入 (亿欧元、%) .....	13
图 20: 格拉默利润情况 (亿欧元、%) .....	13
图 21: 格拉默分地区 EBIT margin (%) .....	13
图 22: 格拉默分地区 EBIT (亿欧元) .....	13
图 23: 格拉默组织结构调整图 .....	14
图 24: 格拉默 2022 年全球生产和物流分布图 .....	14
图 25: 欧曼银河重卡搭载格拉默 MSG115 .....	15
图 26: 格拉默座椅首次下海出航 .....	15
图 27: 格拉默员工数量 (人) .....	15
图 28: 格拉默专利情况 (个) .....	15
图 29: 公司各传统业务产量情况 (万件) .....	16
图 30: 公司各传统业务产销率 (%) .....	16
图 31: 公司传统业务销量及均价变动情况.....	16
图 32: 格拉默音乐头枕展示.....	17
图 33: 公司音乐头枕应用场景 .....	17
图 34: 格拉默德国开发的多功能滑动中控台 .....	17
图 35: 格拉默中国研发的滑动中控台 .....	17
图 36: 格拉默 3D glass 产品展示 .....	18
图 37: 极氪 001 隐藏式电动出风口 .....	18
图 38: 蔚来 ET5 内景图.....	18
表 1: 汽车座椅行业主要竞争企业.....	6
表 2: 公司乘用车座椅总成公告定点 .....	9
表 3: 公司已公告部分拟建设的产能情况 (截止 2023 年 7 月) .....	10
表 4: 继峰股份收购格拉默流程 .....	11
表 5: 公司 23-25 年盈利预测情况 .....	19
附: 财务预测表 .....	21

## 一、业绩回顾：逐渐向好，新业务蓄势待发

**营收复盘：**（1）2011~2018年：继峰本部原主营业务为座椅头枕、扶手和支杆等内饰件，随着行业发展及公司客户的扩张，整体营收波动向上。（2）2019~2021年：公司与2019年成功对格拉默形成并表，营收大幅增长，格拉默成为公司主要营收来源，在2020-2021年由于各项整合措施的推进以及新冠疫情的影响，公司整体营收相较于2019年略微下滑。（3）2022年~1Q23：2022年尽管受到国际局势动荡、疫情扰动等因素，受益于公司优质的客户资源及部分新兴业务的放量，公司营收仍向上修正；2023年上半年，随着全球主要汽车市场需求的复苏，公司积极开拓市场，1Q23公司业务量上升，实现营业总收入51.1亿元，同比+21.6%，环比+3.6%。

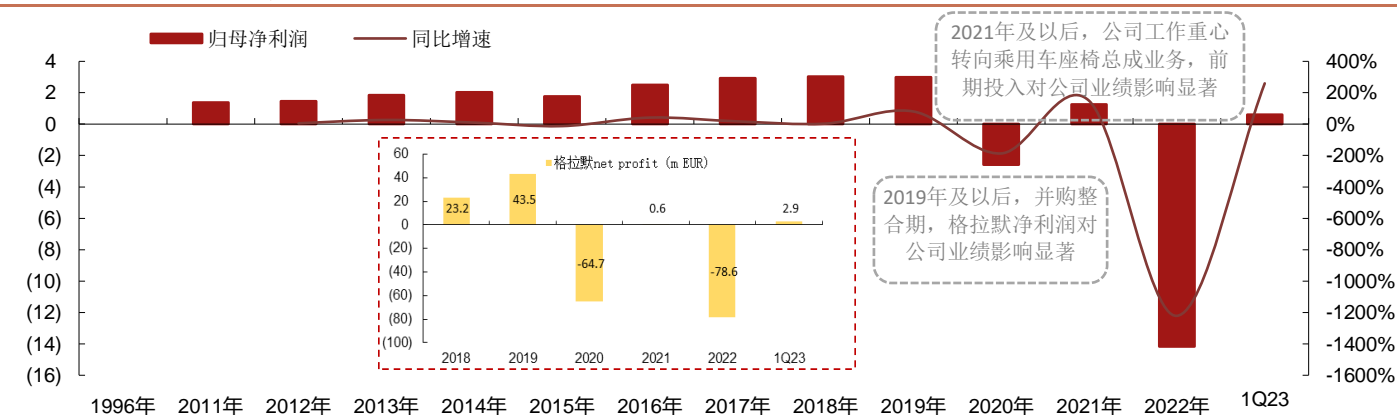
图1：公司历年营收情况复盘（亿元、%）



资料来源：公司公告、招商证券

**归母净利润复盘：**2018年前公司归母净利润较为稳定。2019年对格拉默进行并表，受外部环境以及整合期间的影响，归母净利润受格拉默业绩影响显著。2021年公司开启乘用车座椅总成业务，受前期投入影响公司业绩有所承压。2022年公司出现大幅亏损，在扣除格拉默资产减值损失（-14.3亿元）、乘用车座椅费用（-0.9亿元）、美洲地区紧急运费（-0.5亿元）和通胀导致的境外利息费用上升（-0.3亿元）的影响后，公司实现归母净利润1.8亿元，同比+48.8%。1Q23公司实现归母净利润0.6亿元，同环比均扭亏为盈，可见公司业绩稳中向好。

图2：公司历年归母净利润情况复盘（亿元%）



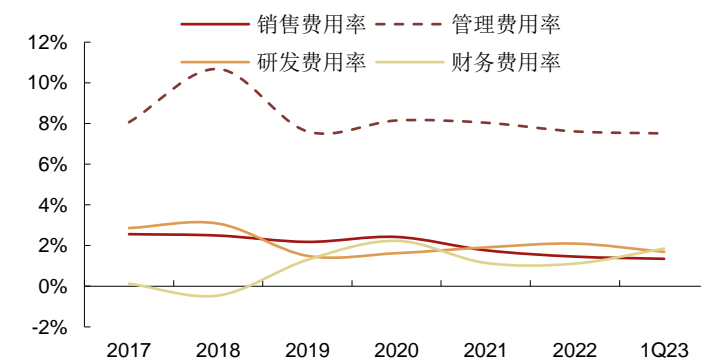
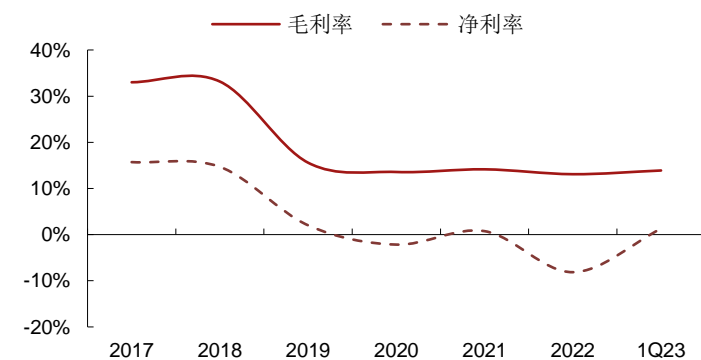
资料来源：公司公告、招商证券

**2021年~1Q23公司毛利率逐渐稳定在13.1~14.1%。**22年受原材料涨价和俄乌冲突等外部因素的影响，公司毛利率为13.10%，同比-1.1pct，其中下半年，公司的产销能力得到很大程度释放，并得益于公司全面降本增效措施的持续实施，盈利能力快速反弹恢复，2H22公司毛利率为14.8%，同比+2.8pct，环比+3.6pct。1Q23公司毛利率为13.9%，相较于去年同期+1.7pct，随着公司持续推进降本增效及整合措施，盈利能力同比明显提升。

**2021年~1Q23公司期间费用率逐渐稳定在12.4~12.9%。**22年公司销售费用率为1.5%(-0.3pct)，管理费用率为7.6%(-0.4pct)，研发费用率为2.1%(+0.2pct)，财务费用率为1.1%(同比持平)。公司整体期间费用率相比21年同期下滑0.6pct，销售和管理费用受整合措施的影响显著，整体费用情况持续优化。1Q23公司整体期间费用率持续维持低位，其中销售、管理和研发费用率均有小幅改善。

图3: 公司历年毛/净利率情况 (%)

图4: 公司历年费用率情况 (%)



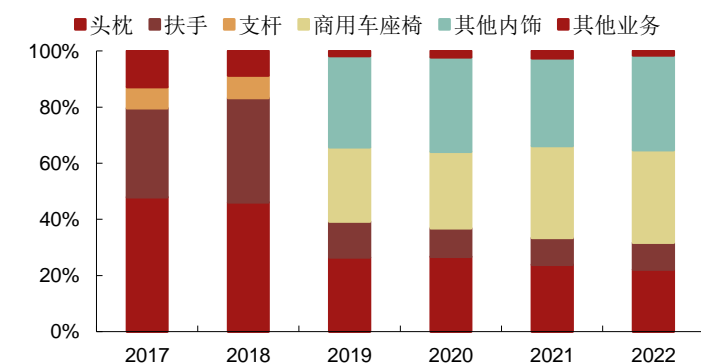
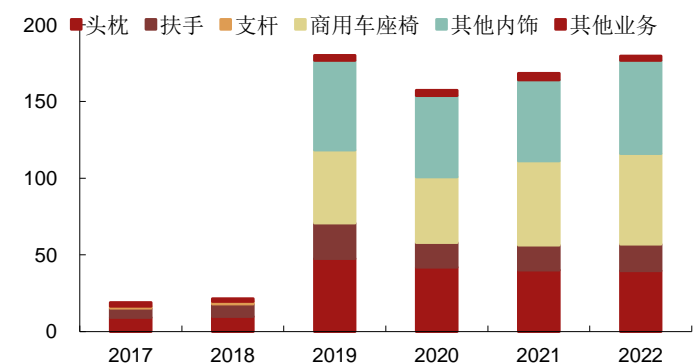
资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 公司公告、招商证券

**自研+并购, 产品矩阵不断丰富。**2018年之前, 公司主营业务包括头枕、扶手、支杆等内饰产品; 2019年公司成功收购格拉默并进行并表, 营收大幅增长地同时, 主营业务结构不断优化, 扩充了商用车座椅总成及其他内饰件。2021年至今, 公司不断扩展新兴业务, 产品矩阵不断丰富。目前公司可提供乘用车座椅、座椅头枕、座椅扶手、中控系统、隐藏式电动出风口、内饰部件、操作系统及创新性的热塑解决方案, 公司充分利用丰富的行业经验, 以客户实际需求为基础, 为客户提供深度定制化的产品及解决方案, 持续引领乘用车座椅头枕、扶手、中控系统等乘用车内饰件市场。

图5: 公司各业务营收情况 (亿元)

图6: 公司各业务营收构成 (%)



资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 公司公告、招商证券



## 二、座椅总成：量利齐升，向上突破空间广阔

### 1、行业格局面临重塑，国产替代空间大

汽车座椅是汽车的重要组成部分，高技术含量铸就高壁垒。据盖世汽车数据，由于座椅占整车成本较高（3%-5%），质量占到整车的6%，因此在整个内饰系统中的重要性更加突出，具备安全性、舒适性等多种功能特征。一方面，当汽车发生碰撞事故时，需要座椅对驾乘者和乘客起到有效的保护作用；另一方面，座椅结构复杂，制造工序严密，涉及配套整车研发。对于车企而言，十分重视座椅供应商的选择，同时供应商的选择相对固定，导致汽车座椅行业的配套壁垒很高。

图 7：乘用车座椅主要结构



资料来源：明阳科技招股书、招商证券

乘用车座椅行业格局集中，外资品牌占据主导地位。在国内汽车座椅市场中，华域汽车、李尔、安道拓三家企业（含其合资公司）约占中国 60% 的市场份额。一些全球著名的汽车座椅企业如麦格纳、丰田纺织、佛吉亚等通过在华设立独资或合资企业，并与华域汽车、李尔、安道拓等共同形成了垄断竞争的局面。我国汽车产业近几年快速发展，未来一段时期还将稳步发展，这将对汽车座椅有大量的需求。随着国有自主品牌整车厂的崛起，我国汽车座椅行业未来将会实现进一步国产替代化、降价竞争等发展趋势。

表 1：汽车座椅行业主要竞争企业

座椅厂商	市场竞争地位
安道拓	全球并列第一大汽车座椅厂商，约占全球汽车座椅市场 24% 的份额。主要客户是大众、通用、宝马、福特、本田等，市场集中在北美和欧洲。
李尔	全球并列第一大汽车座椅厂商，约占全球汽车座椅市场 24% 的份额。是全球汽车座椅、电子与电力分配系统的主要供应商。主要客户是通用、福特、宝马和 FCA，市场集中在北美和欧洲。
丰田纺织	全球第三大汽车座椅厂商，约占全球汽车座椅市场 16% 的份额。主要客户是丰田、三菱、日产、本田、斯巴鲁等，市场集中在日本、北美、南美和亚太地区。
佛吉亚	全球第四大汽车座椅厂商，在 37 个国家建立了 248 家工厂和 37 处研发中心，约占全球 13% 的市场份额。
麦格纳	全球第五大汽车座椅厂商，在 27 个国家设有 342 家制造工厂和 91 个

座椅厂商

市场竞争地位

产品开发、工程和销售中心，约占全球 8% 的市场份额。2021 年，麦格纳排名财富 500 强第 372 名。

国内第一大汽车座椅厂商，国内市占率约 32%，汽车座椅和被动安全核心业务板块，借助其全球客户关系和运营能力，已在大众、通用、奥迪、宝马、奔驰、特斯拉等重点全球客户上取得配套定点。

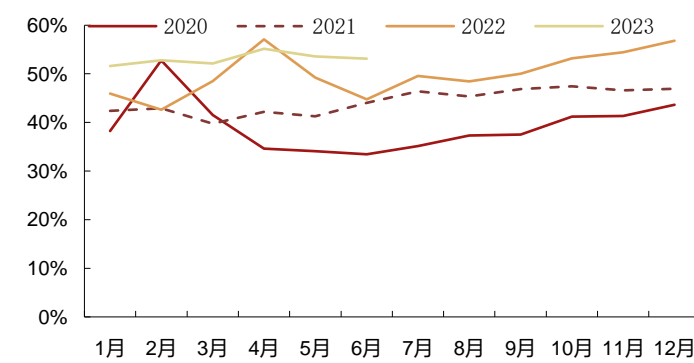
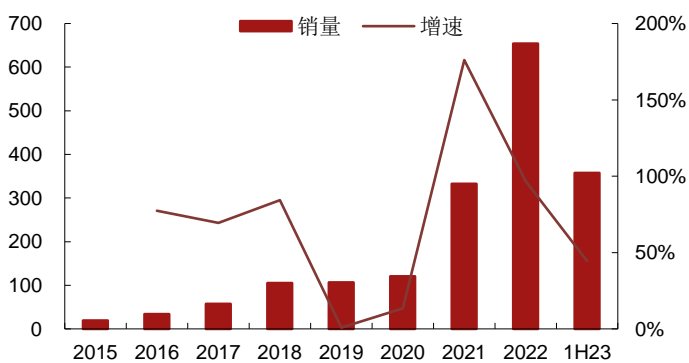
资料来源：明阳科技招股书、Marklines、招商证券

国内新能源汽车行业的快速发展以及自主崛起，为国产替代创造条件。国内自主品牌汽车，如长城、长安、奇瑞、吉利等企业发展迅速，在乘用车市场份额逐渐增大。同时在快速发展的新能源车领域，国内自主品牌比亚迪、蔚来、理想、小鹏等快速崛起壮大，在世界范围内的新能源车市场已经占据了一定领先优势。自主品牌整车制造企业因地缘和成本的因素，倾向于向内资汽车零部件厂商采购零部件，这为内资汽车零部件厂商提供了产品订单。自主品牌整车制造企业的发展壮大将有助于打破原有被国际座椅厂商主导的竞争格局，有助于培育国内自主的供应链体系，为国内优秀座椅核心零部件厂商的发展创造了有利环境。

“消费升级+新能源趋势”在汽车消费市场愈加明显，为市场扩容带来机遇。消费升级背景下，消费者更加注重汽车驾乘舒适性的提升，乘用车座椅作为与乘车人员接触最多的汽车内饰件，其产品功能升级带来的消费体验提升最为明显，乘用车座椅逐步成为主机厂竞争的焦点。一方面，部分传统主机厂与造车新势力在其高端车型上进一步开发创新性的座椅产品功能。智能座椅、座椅按摩、加热等附加功能持续渗透，将驱动产品价值量提升，行业空间持续扩张；另一方面，部分整车厂将原先主要应用于高端车型的座椅产品配置大规模下放至中低端车型，提升产品竞争力。

图 8：我国新能源乘用车销量及增速（万辆、%）

图 9：我国乘用车市场自主品牌份额（%）

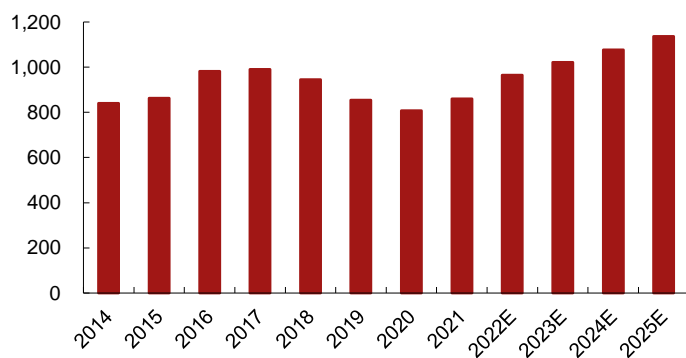


资料来源：中汽协、招商证券

资料来源：中汽协、招商证券

随着消费升级+乘用车产销增长，乘用车座椅市场规模将超千亿。2014 年我国乘用车座椅市场规模为 840.6 亿元，2017 年增长至 989.9 亿元。2018 年-2020 年，乘用车产销量有所下滑，乘用车座椅市场规模也出现下滑。2021 年，随着乘用车市场的恢复，乘用车汽车座椅市场规模回升至 859.3 亿元。未来随着汽车工业的深入发展，乘用车产销量逐年恢复，乘用车汽车座椅的市场将恢复增长，假设 23-25 年乘用车产量以 5% 的增速增长，座椅单车 ASP 在消费升级的趋势下同步提升，预计至 2025 年国内乘用车座椅市场规模达 1,136.8 亿元。

图 10: 我国乘用车座椅市场规模及预测 (亿元)



资料来源: 公司公告、中汽协、招商证券

图 11: 我国乘用车座椅市场规模预测

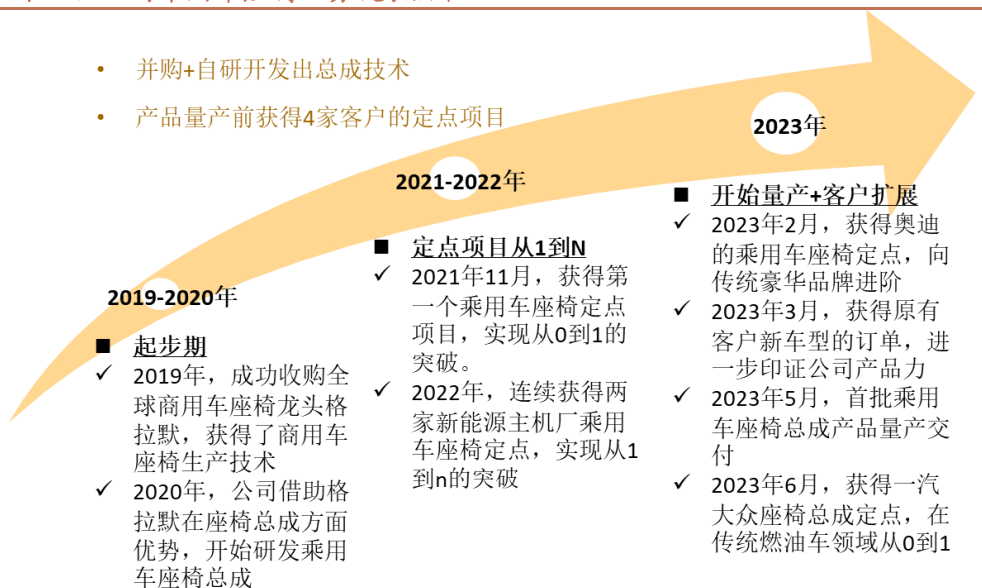
	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
乘用车产量 (万辆)	2,141	2,384	2,503	2,628	2,759
增速 (%)		11.3%	5.0%	5.0%	5.0%
单车价值量 (元/车)	4,014	4,050	4,080	4,100	4,120
市场规模 (亿元)	859	965	1,021	1,077	1,137

资料来源: 公司公告、中汽协、招商证券

## 2、公司定点项目从 0 到 N，量利齐升逻辑成立

通过并购+自研成功实现总成技术，产品量产前获得多家优质客户定点。2019年公司通过并购格拉默成功进入商用车座椅赛道，格拉默是商用车座椅标准的制定者，也是行业的技术领导者；公司乘用车头枕、座椅扶手、中控系统及内饰部件等产品也具有国际领先的技术优势。同时，公司拥有成熟的、体系化的创新流程，可以通过产品战略规划以及先进工艺的结合，在前期判断产品技术的未来趋势，并以此系统化地进行创新项目开发，使公司成功研制出乘用车总成产品，2021年-2023年，公司在产品量产前获得多家客户的订单，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、显示了主机厂对公司在乘用车座椅产品开发设计、技术质量、生产保障能力认可。有利于进一步推动公司获取更多的订单，同时也增加了公司与其他主机厂建立良好业务关系的机会。对公司乘用车座椅总成业务持续、快速发展具有重大的积极意义。

图 12: 公司乘用车座椅业务发展历程

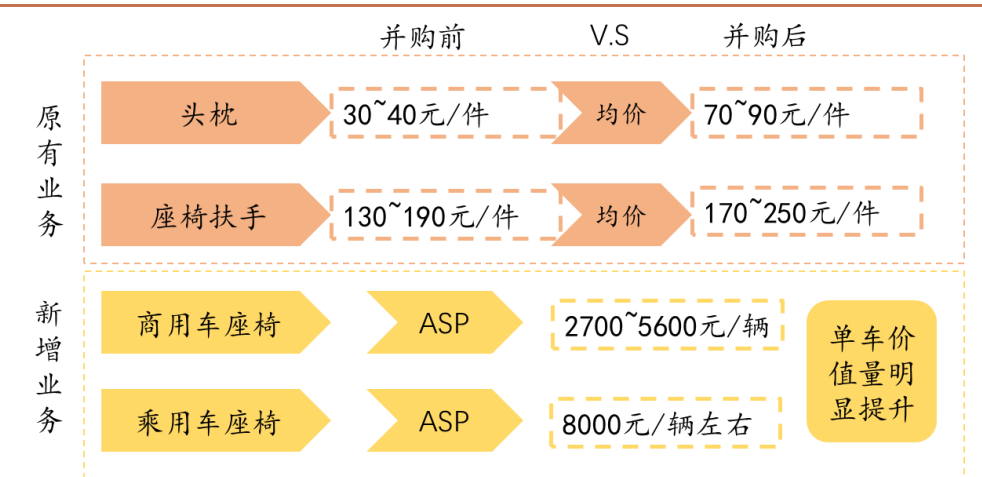


资料来源: 公司公告、招商证券



产品矩阵不断丰富，单车价值量明显提升。2019 年将格拉默并表后，产品的单车价值量明显提升。在 2018 年以前，继峰的头枕均价在 40 元左右，座椅扶手均价在 140 元左右，支杆在 10 元左右。2019 年将格拉默并表后，产品的平均单价有明显提升，头枕均价提高到 80 元左右，座椅扶手的均价达到 200 元以上，虽然 2020 年由于疫情原因价格有所下降，但总体单价相对 2018 年以前有所提高。格拉默商用车座椅单车价值量能达到 2700~5600 元/辆，后续拓展的乘用车座椅也能达到 8000 元/辆左右，公司整体单车价值量明显提升。

图 13: 座椅总成业务 ASP 远高于传统业务



资料来源：公司公告、招商证券

实现下游客户及应用领域多样性，达成合资车企、本土传统主机厂以及造车新势力的客户布局。乘用车座椅总成方面，公司自 21 年实现乘用车座椅从 0 到 1 的突破之后，乘用车座椅业务拓展加速，实现了下游客户及应用领域多样性，先后与造车新势力、新能源主机厂和合资车企建立合作关系，截止 23 年 6 月底，公司累计公告乘用车座椅定点项目共 6 个，假设同一年量产，预计年产值将达到约 50 亿元。同时，子公司格拉默已正式参与乘用车座椅业务，格拉默中国在母公司的协助下，获得 2 个乘用车座椅项目定点，对公司乘用车座椅总成业务持续、快速发展具有重大的积极意义。公司将积极，以及新能源汽车和传统燃油汽车的车型分配，并同步推进乘用车座椅全球化布局以及生产成本优化措施。

乘用车座椅业务的客户基础愈加广泛，客户结构更趋平衡。从汽车能源方式来看，公司的客户群已覆盖新能源主机厂、传统燃油车主机厂；从品牌结构来看，公司的客户群已涵盖中、高档品牌及豪华品牌。多元化的客户结构能够减少公司对单一客户的依赖，降低公司在发展过程中承担的风险；同时，也将为公司后续快速提升座椅产品的市场份额奠定坚实的基础。

表 2: 公司乘用车座椅总成公告定点

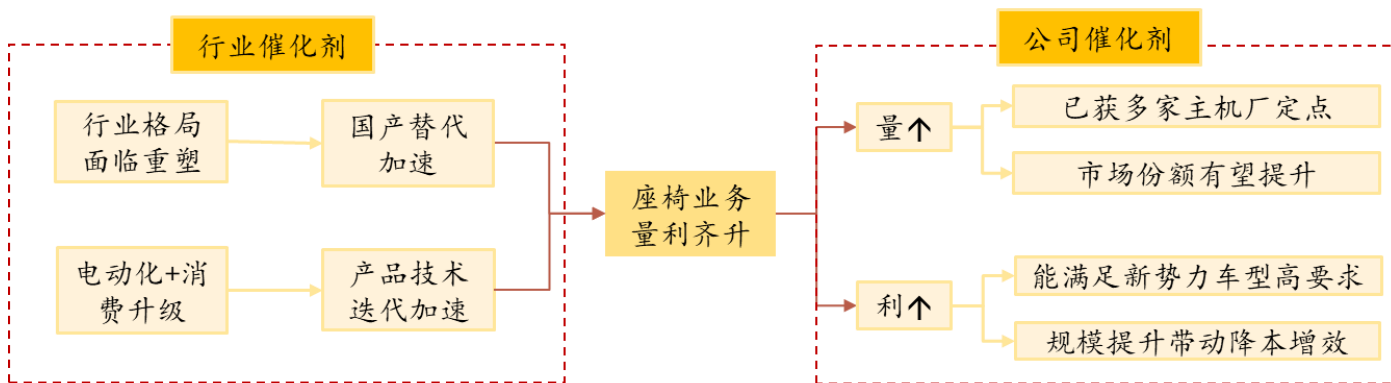
公告日期	项目销售方	客户	项目产品	预计量产时间	项目生命周期	生命周期总金额
2021/10/11	宁波继峰	蔚来	新能源汽车座椅	已量产	\	\
2022/7/13	宁波继峰	某新能源汽车主机厂	前后排座椅总成	\	\	\
2022/11/26	宁波继峰	某新能源汽车主机厂	前后排座椅总成	2024 年 7 月	5 年	18-25 亿
2023/2/3	格拉默上海	奥迪	前后排座椅总成	2024 年 12 月	7 年	80-100 亿

公告日期	项目销售方	客户	项目产品	预计量产时间	项目生命周期	生命周期总金额
2023/3/2	宁波继峰	某新能源汽车主机厂	座椅总成	2024年6月	4年	58亿
2023/6/1	格拉默哈尔滨	一汽大众	前后排座椅总成	2024年11月	8年	57亿

资料来源：公司公告、招商证券

**公司量利齐升逻辑成立，静待新产品逐步上量。**（1）在行业方面，在行业智能化、电动化加速渗透的背景下，整车行业格局持续演变，进而催生上游供应链格局的变化，国产替代的趋势加速。此外，在消费升价的背景下，智能座椅、座椅按摩、加热等附加功能持续渗透、将驱动产品价值量提升，行业空间持续扩张。（2）在公司层面，公司凭借快速响应能力，获得了新势力、豪华和合资品牌的定点项目，在手定点项目充足，促进公司量的提升；此外公司的技术能力能够同时满足新势力、豪华和合资车企的要求，可见公司产品力强劲，有望获得边际收益，且随着公司量产规模的爬升，有利于形成规模经济带动盈利能力提升。

图 14：公司座椅业务量利齐升逻辑图



资料来源：公司公告、招商证券

**通过定增加码产能，力争 2025 年形成近百万套乘用车座椅出货规模。**伴随公司在新业务乘用车座椅总成的市场开拓方面实现从 0 到 1 的突破，公司亟需建立乘用车座椅总成生产基地，实现首批定点客户按时、保质完成产品交付，以向市场证明公司在乘用车座椅总成领域具备充分的竞争优势与产品实力，并快速提升相关产量以满足下游主机厂客户的订单需求，公司 2025 年形成近 100 万套出库规模，并挖掘更大潜在市场机会。从公司公告的信息来看，23 年 7 月公司拟定向发行 A 股募资新增产能，其中合肥基地拟新增 60 万套乘用车座椅产能，长春基地拟新增 20 万套乘用车座椅产能。此外格拉默拟在天津建设 8.5 亿元产值的产能以为一汽大众相关车型配套。

表 3：公司已公告部分拟建设的产能情况（截止 2023 年 7 月）

项目名称	项目详情及进展	产能情况
合肥汽车内饰件生产基地项目	定向发行 A 股申报中	年产 60 万套乘用车座椅
长春汽车座椅头枕、扶手及内饰件项目	定向发行 A 股申报中	年产 20 万套乘用车座椅和 120 万套汽车内饰功能件
高端乘用车座椅智能化生产线	由格拉默集团与中国一汽股份旗下 一汽哈轻共同出资 1.57 亿元建设，为一汽大众相关车型配套	乘用车座椅项目年产值可达 8.5 亿元

资料来源：公司公告、天津经开区公众号、招商证券

### 三、格拉默：边际改善，降本增效卓有成效

#### 1、关键时刻收购格拉默，财务状况逐步改善

德国格拉默股份公司成立于 1880 年，总部设在德国巴伐利亚州，是世界知名商用车座椅以及乘用车内饰的跨国公司。1996 年，格拉默在法兰克福证交所及慕尼黑证交所同时上市。2022 年集团全球营收为 22 亿欧元。目前，格拉默在全球拥有近 14,000 名员工和遍布 19 个国家的 46 家分公司，在中国北京、天津、富平、长春、上海、宁波等地设有生产基地。其主要客户为卡特彼勒、约翰迪尔、凯奥集团等商用车行业巨头及奔驰、宝马、奥迪等几乎全部一线乘用车巨头。

公司控股股东继弘投资以“白衣骑士”身份收购格拉默股权。2016 年 Hastor 家族增持格拉默股份达到 20% 左右，并试图对格拉默的日常经营施加重大影响，但由于 Hastor 家族下的其他企业与格拉默的重大客户大众、戴姆勒等存在重大诉讼纠纷，格拉默为了稳定股权架构，减少经营风险，主动引入了继峰股份作为“白衣骑士”。2018 年公司股东继弘投资通过子公司继烨投资实现过桥收购，持有 84.23% 的格拉默股份，交易总额 49.82 亿元，成为格拉默的控股股东。继峰股份通过收购继烨投资实现控股格拉默。继峰股份通过定向增发可转债等方式，收购了继烨投资 100% 的股权，支付对价共 37.54 亿元，实现了对于格拉默的间接控股。2019 年 Q4 将格拉默纳入合并报表。

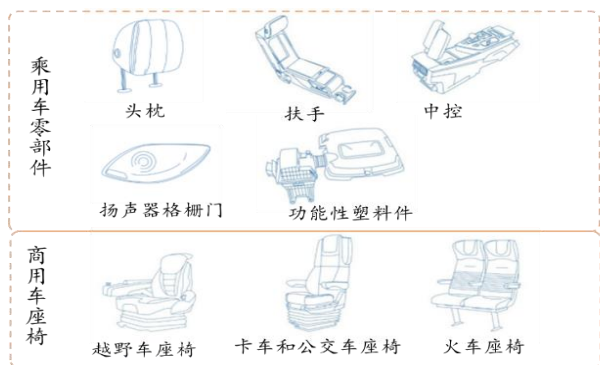
表 4：继峰股份收购格拉默流程

时间	事件
2016 年	Hastor 家族增持格拉默股份达到 20% 并意图影响经营，格拉默邀请继峰股份以“白衣骑士”身份成为股东。
2017 年	JAP GmbH 通过购买可转债转股、二级市场购买等方式增持格拉默股份。
2018 年	继烨投资过桥收购格拉默 84.23% 股权，交易总耗资 49.82 亿元收购格拉默 84.23% 股权。
2019 年	继峰股份定向增发及可转债，收购继烨投资 100% 股权。实现对格拉默的间接持股，将格拉默并表。

资料来源：公司公告、公开资料整理、招商证券

格拉默业务涉及乘用车和商用车两大板块，客户资源丰富。乘用车方面，格拉默为全球汽车行业开发和提供高品质的内饰、操作系统以及创新的热塑性零部件。产品涵盖中控台、前后扶手，头枕，喇叭罩及电动出风口等内饰零部件，客户包括奔驰、宝马、奥迪、大众、通用等车企；商用车方面，格拉默是为卡车、火车、巴士和非道路车辆提供驾驶员和乘客座椅的全方位供应商，客户包括奔驰、MAN、DAF、解放、陕汽、福田、卡特彼勒、三一、西门子、阿尔斯通、庞巴迪等知名企业。

图 15: 格拉默主要产品

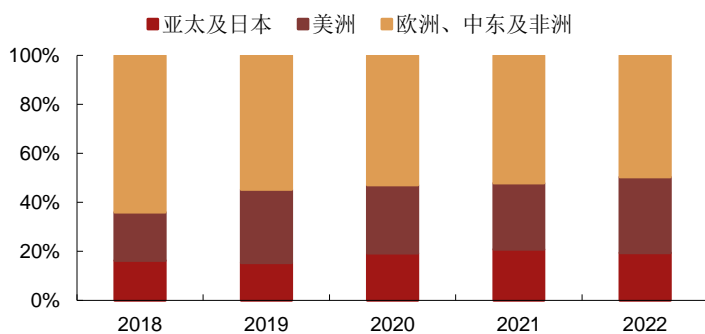


资料来源: 格拉默官网、招商证券

格拉默是全球商用车座椅的领导者, 在欧洲市场份额位列第一。格拉默是德国领先的汽车座椅生产公司, 专业开发和生产乘用车座椅头枕、座椅扶手、中控系统及商用车座椅系统。经过数十年的发展, 格拉默依靠不断的技术革新及产品广度扩展实现了下游市场份额的快速扩张。公司业务市场涵盖欧洲、美洲、亚洲等多个区域, 具有成熟的生产及采购网络, 在欧美商用车市场占据较高市场份额, 并致力于尽快拓展中国市场。公司在农机、工业机械、运输机械以及卡车房车的商用车座椅领域欧洲市占率均为第一, 在中国的市占率也位列前茅; 在铁路公交商用车座椅领域, 欧洲市占率为第三, 尚未进入北美与中国市场。

营收重心在欧美地区, 亚太地区业务潜力巨大。2022 年度公司主营业务收入为 21.6 亿欧元, 同比增长 13.4%, 其中商用车产品收入占比 36%, 乘用车产品收入占比 64%。公司的经营重心集中在美洲和欧洲、中东及非洲市场, 其 2022 年营收分别为 6.7、10.7 亿欧元, 总和占当年营收的 80.7%。以中国为主的亚太市场 2022 年营收为 4.2 亿欧元, 占比由 2018 年的 16.3% 提升至 2022 年的 19.3%, 总体呈现上升趋势。

图 17: 格拉默主营业务地区结构图



资料来源: 格拉默年报、招商证券

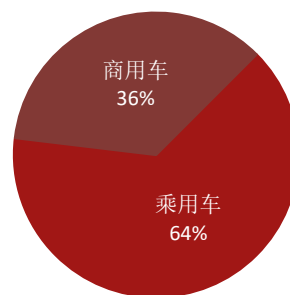
公司 1Q23 扭亏为盈, 前景乐观黎明将至。2022 年, 受通货膨胀和供应链危机等宏观经济条件影响, 子公司格拉默实现营业收入约为 21.6 亿欧元, 同比增长 13.4%; EBIT 约为 -0.5 亿欧元, 经营性 EBIT 约为 +0.4 亿欧元; 净亏损约为 0.8 亿欧元。但得益于美洲地区 P2P 重组项目的顺利推进, 格拉默财务状况逐步改善, 公司 2023 年 Q1 营业收入约为 5.9 亿欧元, 同比增长 14.4%; EBIT 约为 +0.1 亿欧元, 经营性 EBIT 约为 +0.1 亿欧元; 净利润约为 290 万欧元, 同比增长 136.3%。公司全面实现扭亏为盈。公司对未来发展保持乐观态度, 计划于 2025 年前实现

图 16: 格拉默主要客户



资料来源: 格拉默官网、格拉默年报、招商证券

图 18: 2022 年格拉默分产品收入结构图

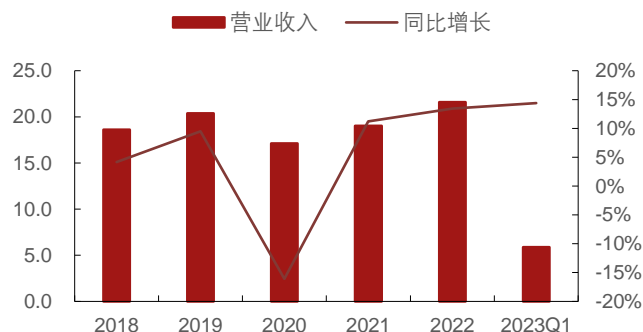


资料来源: 格拉默年报、招商证券



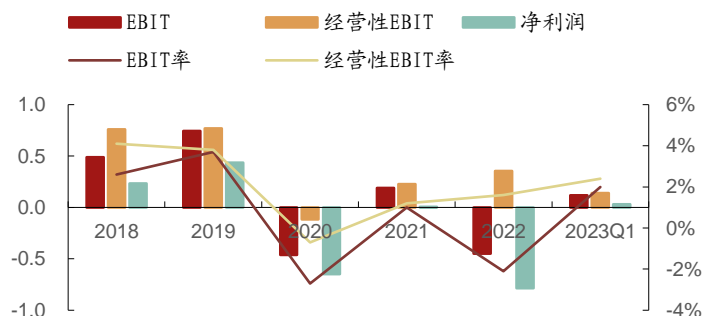
营业收入 25 亿欧元，EBIT 率达到 5% 以上。

图 19: 格拉默营业收入 (亿欧元、%)



资料来源: 格拉默年报、招商证券

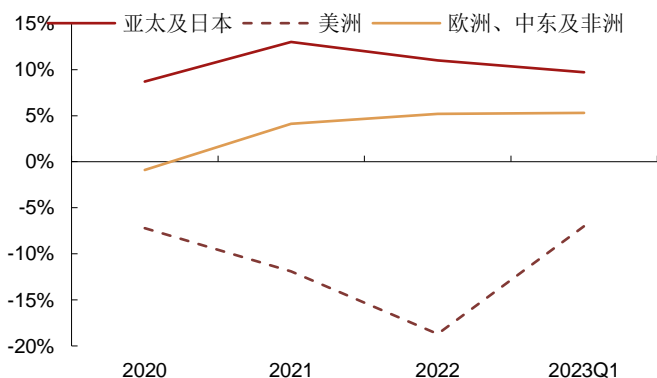
图 20: 格拉默利润情况 (亿欧元、%)



资料来源: 格拉默年报、招商证券

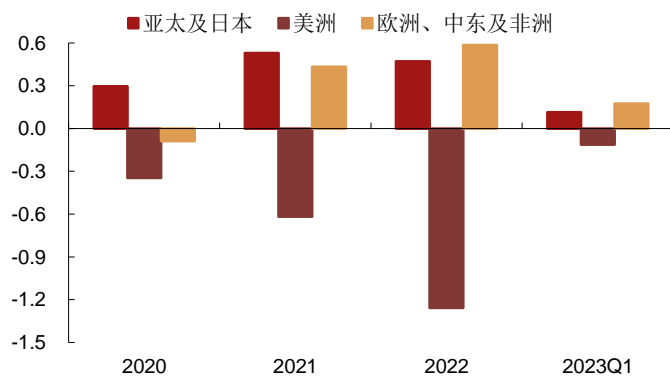
亚欧市场稳定发力，美洲市场亏损减少。2021 年至 2023 年 Q1，格拉默 EBIT 率在以中国为主的亚太市场稳定在 10% 左右，在欧洲、中东及非洲市场稳定在 5% 左右，此期间公司在两个市场 EBIT 分别为 +0.5 和 +0.4 亿欧元、+0.5 和 +0.6 亿欧元、+0.1 和 +0.2 亿欧元，两市场为公司带来了较为稳定的利润贡献。公司在美洲市场 EBITmargin 由 2022 年的 -18.7% 改善为 2023Q1 的 -7.0% (2022Q1 为 -10.6%，同比改善 +3.6%)，2022 年和 2023Q1 的 EBIT 分别为 -1.3 欧元和 -0.1 亿欧元 (2022Q1 为 -0.2 亿欧元)，该市场的亏损情况不断改善，EBIT 存在由负转正的趋势。

图 21: 格拉默分地区 EBIT margin (%)



资料来源: 格拉默年报、招商证券

图 22: 格拉默分地区 EBIT (亿欧元)



资料来源: 格拉默年报、招商证券

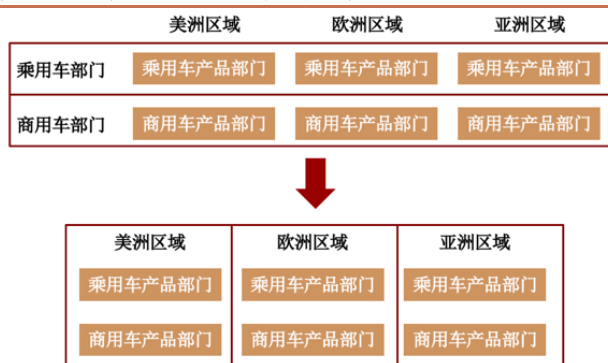
## 2、重组改革促合二为一，降本增效助轻装上阵

资源整合与业务协同，继峰与格拉默强强联手。公司收购格拉默后，通过重组管理层、调整部门架构、组织结构扁平化改革等一系列措施整合资源。(1) 管理层调整。公司重新任命核心管理层人员，更换了格拉默的监事会和董事会成员以及核心管理层，实现对格拉默的实际控制。(2) 内部部门架构调整。公司同时将原有的乘用车 4 个产品部门合并为乘用车部门，以乘用车、商用车两个大类业务部门面向市场。(3) 全球范围内的组织结构由垂直化向扁平化过渡。公司将原有的德国总部垂直化管理调整为美洲、EMEA、亚太三个主要经营区域独立决策、独立财务核算、独立运营的扁平化管理模式。这些措施提高了区域经营效率以及对客户的服务、需求的响应能力。



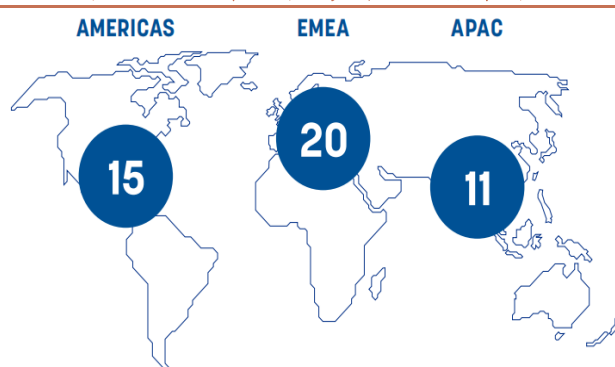
乘用车业务方面，格拉默在国内的客户主要集中在欧系和美系客户，而在国内自主品牌、部分合资品牌、日系等车企的份额相对偏弱，自收购以来，双方强强联合，无论是产品还是客户，相互赋能，为对方导入了新的客户群。商用车业务方面，格拉默的商用车座椅系列产品具备全球领先的技术竞争力和品牌影响力，在欧洲市场份额位列第一，但在国内市场份额较低，尤其在中国重卡座椅领域，2019年只占国内市场份额的4%，2021年提升到8%。公司协助格拉默逐步展开与国内大型重卡生产厂商的合作，开始在国内重卡座椅市场持续取得新的突破。

图 23: 格拉默组织结构调整图



资料来源：格拉默年报、招商证券

图 24: 格拉默 2022 年全球生产和物流分布图



资料来源：格拉默年报、招商证券

**继峰与格拉默双剑合璧，实现 1+1>2。**格拉默作为一家具有 100 多年历史的汽车内饰件和乘用车座椅的跨国集团，多年的积累奠定了格拉默的产品研发技术在全球的领先优势，以及遍布全球的生产营销网络。宁波继峰作为一家在头枕领域的国内龙头企业，具有民营企业优秀的成本控制能力和服务意识。两者相结合，使得新的继峰在全球竞争中更具优势：1、格拉默强大的研发和创新能力赋能继峰，助力宁波继峰不断地开发新产品。例如电动出风口和重卡智能家居式座舱就是双方技术融合的产物；2、继峰高效的成本控制能力赋能格拉默。双方的联合采购协议的签署，帮助格拉默大大降低了采购成本。3、双方客户资源共享。报告期内，双方给对方赋能，分别为对方争取了新的定点项目。4、机制赋能。格拉默被收购之后，从无实控人到绝对控股，机制的转变使得格拉默重新焕发活力。

**收购完成后，继峰和格拉默座椅业务均取得巨大突破。**继峰自 2021 年开始前后获得 4 个车企座椅总成项目定点，各项目总金额有望突破 100 亿元，其中 1 个项目已于 2023 年上半年实现量产；格拉默也于 2023 年先后获得奥迪、一汽大众座椅总成项目定点，总金额约 150 亿元。此外，格拉默还在中国区中卡座椅及船舶座椅项目上取得突破性进展：欧曼银河主驾和奥铃大黄蜂皇宫版使用的都是格拉默产座椅，其单价区间在 2700-5600 元，这也是格拉默座椅在中国首次应用于中卡上。此外，格拉默作为 100% 座椅供应商为广东省的海上风电运维船舶（中国大陆建造的第一艘风电运维船）装配 3 个司机座椅和 24 个乘客座椅，这是格拉默座椅第一次在中国海事领域中被使用，标志着格拉默在中国正式展开了海上业务。

2022 年，在商用车座椅领域，子公司格拉默凭借全球领先的技术竞争力和品牌影响力，新获得了沃尔沃、一汽解放、福田等客户的订单，并且经过了三年多的持续深耕国内重卡座椅市场的努力，其国内市占率稳步提升，2022 年格拉默在国内重卡座椅市占率提升至 10% 左右。

图 25: 欧曼银河重卡搭载格拉默 MSG115



资料来源: 洋葱商用车公众号、招商证券

图 26: 格拉默座椅首次下海出航

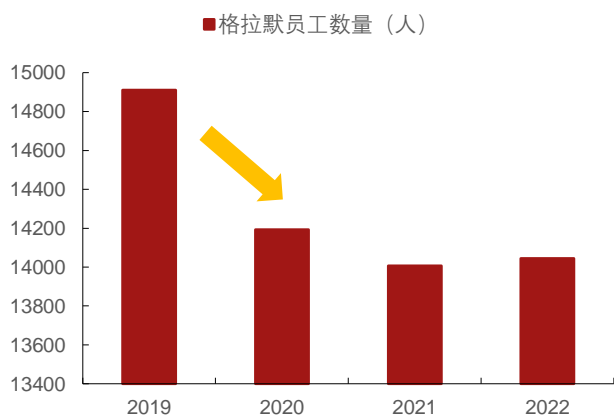


资料来源: 公司公告、招商证券

**产业布局进一步协同, 提升企业经营效率。** 格拉默原来部分工厂持续亏损运营, 为提高管理效率, 实现规模生产效应, 降低生产成本, 公司对集团工厂进行整合。一方面, 生产基地合并, 共享产能, 优化集团产业布局。2020 年 1 月起, 为了减少管理层级, 提升管理效率, 集团将位于美国的四家公司 TMDWEK、TMD 田纳西、TMD 威斯康星和 TMDWEK 北, 整合至 TMD LLC。2020 年 7 月, 格拉默江苏工厂搬迁至宁波北仑, 与公司宁波工厂合并。另一方面, 关闭无效工厂, 提升下属工厂的效率, 2020 年格拉默共关闭 5 家工厂, 其中德国 3 家、美国 1 家、中国 1 家 (江阴工厂)。格拉默实行裁员措施降低管理费用, 员工人数从 2019 年的 14910 人降低至 2020 年的 14192 人, 此后一直保持 14000 人左右水平。

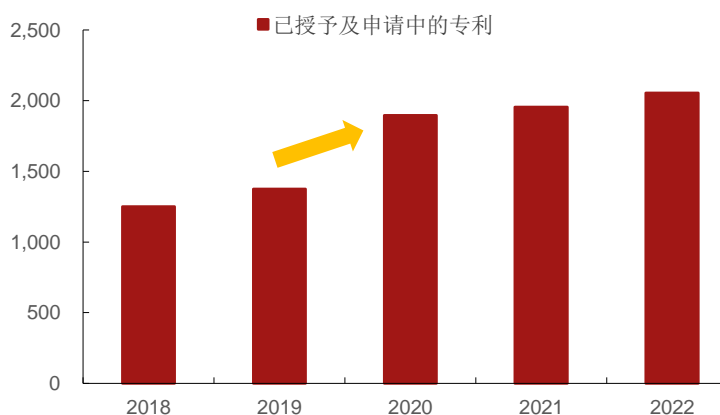
**技术资源协同整合, 提升集团研发实力。** 格拉默在产品技术上具备核心竞争力, 是商用车座椅系统的技术领导者, 在产品的舒适性、安全性、人体工程学、用户友好等层面具备技术领先地位; 同时在乘用车领域, 能够根据高端市场客户需求设计更复杂、质量要求更高的汽车零部件。公司正在逐步吸纳格拉默的领先技术并提升自己的研发能力, 实现技术层面的协同整合。公司坚持自主创新, 拥有专业的研发团队、先进的测试设备、有效的质量控制体系及强大的生产能力, 收购格拉默后, 通过整合格拉默优秀的研发资源, 进一步提升了公司的研发实力。目前, 公司拥有核心技术专利 2000 余项, 是浙江省专利示范企业及国家知识产权优势企业。

图 27: 格拉默员工数量 (人)



资料来源: 格拉默年报、招商证券

图 28: 格拉默专利情况 (个)

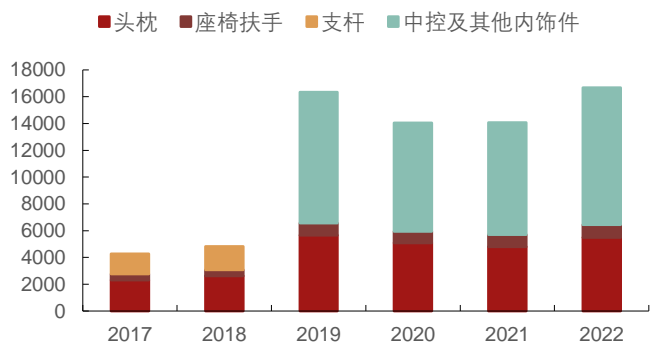


资料来源: 格拉默年报、招商证券

## 四、传统业务销量维持，新兴业务发展可期

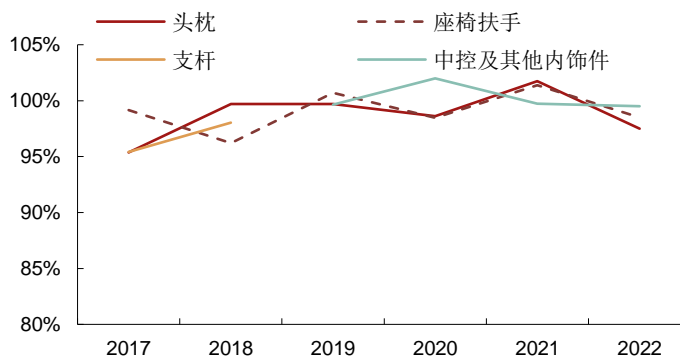
公司的传统业务包括头枕、扶手和支杆等内饰件，在并购格拉默之后丰富了公司传统内饰件品类。自 2015 年公司上市以来，公司在头枕、扶手方面销量提升超过行业增速，带动市占率不断上升。公司是全球座椅头枕细分龙头，全球市占率超过 25%，是工信部认证的乘用车座椅头枕“单项冠军”。公司在汽车座椅头枕、扶手业务方面已获得海外内众多知名头部主机厂和新势力品牌的定点项目。同时，公司正积极开发音箱头枕、睡眠头枕等高附加值产品，有望发挥与子公司格拉默的协同效应，进一步提升产品竞争力并打开更大的市场空间。

图 29：公司各传统业务产量情况（万件）



资料来源：公司公告、招商证券

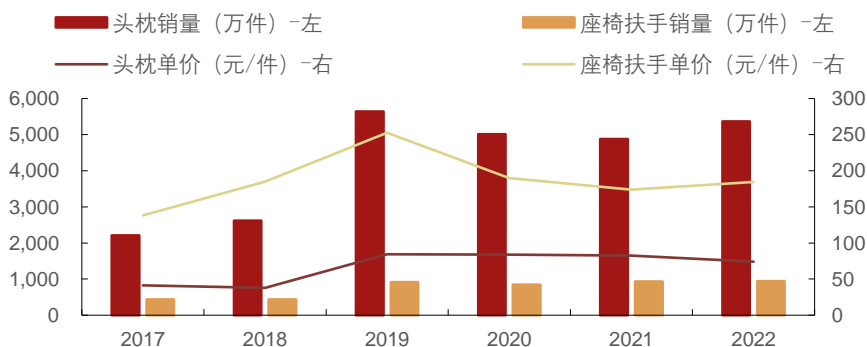
图 30：公司各传统业务产销率（%）



资料来源：公司公告、招商证券

2019 将格拉默并表后，产品的单车价值量明显提升。在 2018 年以前，继峰的头枕均价在 40 元左右，座椅扶手均价在 140 元左右，支杆在 10 元左右。2019 年将格拉默并表后，产品的平均单价有明显提升，其中头枕均价提高到 80 元左右，座椅扶手的均价在 2019 年超过了 200 元，随后在 2020~2022 年公司扶手均价稳定在 180 元左右。

图 31：公司传统业务销量及均价变动情况



资料来源：公司公告、招商证券

公司将在原有业务上继续实行横向和纵向布局，拓宽业务范围。为了提升用户体验，汽车内饰供应商们正在重新考虑车辆内饰的设计，舒适性、个性化、灵活性和娱乐功能等方面的要求将在未来发生根本变化。未来，公司将在巩固传统主业的基础上，结合格拉默在车辆驾驶舱领域多年的技术积累，利用公司现有的竞争优势，大幅升级和扩展车内功能和整合性，提升座舱内部舒适性体验，拓展以新材料、新技术为特点的新型业务，增加单车价值，同时积极布局智能驾驶舱领域。



**(1) 横向布局:** 公司基于对客户需求的深刻理解,开始在原有传统产品的基础上进行产品的智能化升级,提高产品附加值,陆续研发了音响头枕、移动中控系统和扶手、3Dglass 玻璃等。

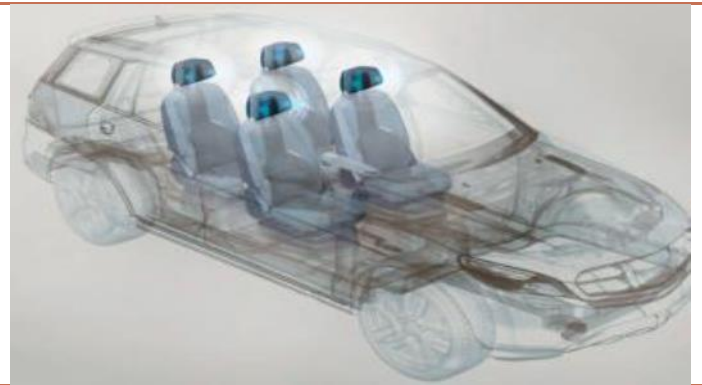
公司在原有头枕业务上开发出具有创新性的音乐头枕,符合智能化、个性化和娱乐化发展趋势。公司与音频专家哈曼建立合作伙伴关系,共同开发音响头枕,在结构、工艺等技术上均实现了新的突破和跨越,将音频系统集成到头枕中,为车辆乘员提供个性化的音频编程,改善乘客对音频服务的个性化使用。该头枕内部集成了麦克风和扬声器,具备听音乐、通讯私密性的功能,旨在为乘客提供通讯的便捷性以及屏蔽干扰噪声等。

图 32: 格拉默音乐头枕展示



资料来源: 公司公众号、招商证券

图 33: 公司音乐头枕应用场景



资料来源: 公司官网、招商证券

公司在中控和座椅扶手业务的基础上开发出移动中控系统和扶手,符合灵活性、便捷性发展趋势。公司新推出应用于智能驾驶时代的中控系统和扶手,集多种功能于一体,拥有直观的人机交互界面操作系统,具有移动、触控、多层次空间等特点。2021 年上海车展,格拉默展出了两款可滑动的中控台,一款是德国开发的六向运动多功能滑动中控台,可以六个方向运动,集成多种智能控制和储物功能,另一款是中国研发的滑动中控台,可电控前后移动,可变氛围照明、电动升降折叠小桌板。此外,滑动中控台内部还留有改造空间,可根据用户需求定制。

图 34: 格拉默德国开发的多功能滑动中控台



资料来源: 公司公众号、招商证券

图 35: 格拉默中国研发的滑动中控台



资料来源: 公司公众号、招商证券

**3D Glass 玻璃在 2020Q3 开始在德国宝马首次应用,具有自主知识产权。**格拉默研发的 3D 玻璃创新产品能够将多种智能功能无缝集成,实现表面高光泽或亚光泽,具有良好的耐划伤性和耐化学性,同时由于特殊的研磨技术,还可以实现触觉操作功能。此外,该产品还能够实现灯光、色彩和装饰效果,并结合客户品牌定位提供一系列创新型、有吸引力的设计选择。除了极高的设计自由度外,玻

璃在可持续性方面也非常突出，它可以按类型分类并回收利用。

图 36: 格拉默 3D glass 产品展示



资料来源：公司公告、招商证券

**(2) 纵向布局：**公司用新产品，新技术打开未来成长空间，陆续研发了隐藏式电动出风口、隐藏式门把手、车载冰箱、延展金属技术、微米级加工工艺、无人驾驶下的“Pure”项目等。

**隐藏式电动出风口是在电动化、智能化趋势下催生的新产品，未来将呈几何式增长。**隐藏式出风口是能够实现触摸控制、语音控制、自动扫风和仪表盘融为一体的新型出风口。2021 年，公司新产品隐藏式电动出风口已获得了大众、吉利、长城等海内外知名客户的定点，并于 2021 年底率先实现量产。截至目前，公司已获得大众、吉利、长城等客户在汽车出风口（电动、手动）的定点，在手项目接近 30 个，2022 年全年已实现营业收入接近 9,000 万元。未来几年随着新订单的不断获取，新项目陆续量产，电动出风口的营业收入将呈几何式增长。2023 年公司定向增发 A 股拟新增 1000 万套出风口产能，包括电动出风口、手动出风口和排风口等产品，产能的加码将促进公司享受出风口市场高速增长的红利。

图 37: 极氪 001 隐藏式电动出风口



资料来源：易车、招商证券

图 38: 蔚来 ET5 内景图



资料来源：汽车之家、招商证券

**乘用车隐藏式门把手和车载冰箱首获新突破，将成为公司新的增长点。**（1）隐藏式门把手是利用隐藏式设计，同时可以实现电动弹出和收回的车门开启的把手。随着汽车制造工艺的日益提升，汽车外形有了较大的变化升级，隐藏式门把手成为了当下的主流。截至 2023 年 3 月，公司隐藏式门把手产品已获得相关客户定点。（2）车载冰箱是家用冰箱的延续，是一种能够在汽车上携带的冷藏柜，车载冰箱可以采用半导体制冷/制热技术，也可以通过压缩机制冷，一般噪音小污染少，目前市场主流趋势是将其与车内的中控、扶手进行集成。2022 年，公司车载冰箱产品已获得相关客户定点，该系列产品预计将于 2024 年可实现量产。



## 五、盈利预测

公司长短期发展逻辑清晰，短期业绩依赖于格拉默业绩改善，中长期业绩依赖于公司乘用车座椅总成业务以及新业务的逐步放量。

**继峰本部：**（1）传统业务公司是乘用车座椅内饰领域细分赛道龙头，随着公司一系列内饰新产品的推出，我们预计公司传统的头枕、扶手、支杆、中控等内饰件营收稳定增长，预计 23-25 年营收增速为 5%。（2）乘用车座椅总成业务，公司乘用车座椅总成第一个定点与 23 年 5 月已进入量产阶段，我们预计公司座椅 23 年总产值达 4.6 亿元，24-25 年随着在手定点项目逐步量产，营收稳定增长。（3）新兴业务领域公司电动出风口业绩 22 年实现 9000 万元营收，未来预计将继续呈现高速增长。

**格拉默：**公司收购格拉默之后，经过了多年的文化认同、组织架构调整和人员调整，以及各类外部因素的剧烈冲击，目前在全面融合方面取得了长足进展。进入到 2023 年后，公司将各方面全面落实子公司格拉默的降本增效改进措施，实现从全面融合到效益输出的发展新阶段，进一步增强集团整体协同效率，预计 23-25 年营收增速分别为 7%、6%和 5%，从分地区情况来看，随着继峰对格拉默整合的推进，预计格拉默在中国区的销售收入逐步提升，进而提升格拉默在亚太地区的销售收入。预计以中国为主的亚太市场将以 10%的增速增长，具备良好客户基础的欧洲市场将以 5%的增速增长，美洲市场营收增速分别为 8%、5%和 2%。

表 5：公司 23-25 年盈利预测情况

		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
继峰本部	营业收入（亿元）	22.7	25.3	32.8	48.7	94.3
	传统业务	22.7	24.4	25.7	26.9	28.3
	乘用车座椅			4.6	17.8	60.0
	新兴业务		0.9	2.5	4.0	6.0
格拉默	营业收入（亿元）	145.7	154.3	165.1	175.0	183.8
	亚太及日本	30.4	29.9	32.8	36.1	39.7
	美洲	39.4	47.9	51.9	54.5	55.4
	欧洲、中东及非洲	75.9	76.6	80.4	84.5	88.7
公司整体	营业收入（亿元）	168.3	179.7	197.9	223.8	278.1
	同比（%）	7.0%	6.7%	10.1%	13.1%	24.3%
	毛利率	14.1%	13.1%	14.2%	15.0%	15.5%
	销售费用率	1.8%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%
	管理费用率	8.0%	7.6%	7.6%	7.2%	7.0%
	研发费用率	1.9%	2.1%	2.0%	1.8%	1.6%
	财务费用率	1.1%	1.1%	1.5%	1.4%	0.7%
	归母净利润（亿元）	1.26	(14.17)	3.07	6.96	12.74
	同比（%）	-148.9%	-1221.6%	-121.7	126.8%	83.0%

资料来源：公司公告、招商证券

**盈利能力方面，中短期关注格拉默的盈利修复，中长期关注乘用车座椅等新兴业务的贡献。**中短期来看，公司主要营收来自格拉默，格拉默的业绩表现对公司整体业绩影响显著，而此前的分析中，格拉默亚太和欧洲区的 EBIT Margin 均处于稳定为正的状态，美洲区由于受到原材料涨价、运费等因素的影响仍处于亏损状态，我们预计 23 年以后美洲区的盈利能力有望修复；中长期来看，未来三年，随着整体汽车行业的向上发展，座椅的单车价值也将不断提升，市场空间巨大。

公司将在乘用车座椅业务的发展上，以优质客户多样化为基础，尽快实现在手订单达到规模经济，积极实现下游客户及应用领域多样性，达成合资车企、本土传统主机厂以及造车新势力的客户布局，以及新能源汽车和传统燃油汽车的车型分配，并同步推进乘用车座椅全球化布局以及生产成本优化措施，预计中长期乘用车座椅业务将带给公司巨大的业绩贡献。

如上文预测，我们预计公司 23-25 年营业收入分别为 197.9/223.8/278.1 亿元，同比增速分别为 10.1%、13.1%和 24.3%，归母净利润分别为 3.1/7.0/12.7 亿元，同比增速为-121.7%、126.8%和 83.0%，公司业绩增长趋势明显，新业务逐步放量，维持“强烈推荐”投资评级。

## 六、风险提示

**(1) 汽车行业发展不及预期。**公司发展依赖于下游汽车产业的市场情况，全球经济和国内宏观经济的周期性波动都将对汽车生产和消费带来影响，将可能造成潜在订单减少、存货积压、货款收回困难等状况，对公司经营造成不利影响。

**(2) 技术迭代风险。**公司所在市场具有技术快速更新，客户及终端客户需求及偏好不断变化，新产品不断涌现，行业标准不断发展等特点。公司未来能否及时研发、推广具有竞争力的新产品将直接影响到公司的业绩表现。

**(3) 研发成果不及预期。**公司所生产的产品技术含量高、安装位置关键，对研发、试制、生产流程的技术要求更高，若在制造过程中某些环节出现问题，则可能导致客户流失，甚至引发重大安全事故。

**(4) 债务偿还风险。**截止 2022 年底，公司资产负债率为 75.6%，短期借款账面余额为 21.4 亿元，一年内到期的长期借款账面余额为 3.7 亿元，公司面临一定的短期债务偿还压力。

**(5) 北美市场恢复不及预期。**格拉默在美洲市场 EBITmargin 由 2022 年的-18.7%改善为 2023Q1 的-7.0%，虽然整体改善，但仍处于亏损状态，若后期北美市场盈利能力提升不及预期，将导致公司整体业绩发展不及预期。

### 参考报告：

- 1、《继峰股份（603997）—海外业务有望改善，座椅总成打开远期成长空间》2022/7/12
- 2、《继峰股份（603997）—疫情影响 1H22 业绩，新业务蓄势待发》2022/8/12
- 3、《继峰股份（603997）—3Q22 单季度扭亏为盈，经营改善成效显现》2022/10/28
- 4、《继峰股份（603997）—传统造车领域首获定点，助推公司业绩腾飞》2023/2/3
- 5、《继峰股份（603997）—在手订单充足，23 年增长可期》2023/4/3
- 6、《继峰股份（603997）—1Q23 公司盈利能力上行，拟定增加码产能建设》2023/4/27

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	6515	6877	8229	10193	13249
现金	1406	1163	1995	3165	4534
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	99	69	76	86	107
应收款项	2310	2643	2889	3267	4060
其它应收款	67	70	77	88	109
存货	1730	1825	1975	2213	2734
其他	904	1106	1217	1374	1706
<b>非流动资产</b>	9694	8577	8815	8516	8148
长期股权投资	9	11	11	11	11
固定资产	3540	3504	4041	4009	3882
无形资产商誉	4140	2918	2626	2363	2127
其他	2005	2144	2138	2132	2128
<b>资产总计</b>	<b>16209</b>	<b>15454</b>	<b>17044</b>	<b>18708</b>	<b>21397</b>
<b>流动负债</b>	6069	6884	7404	7822	8737
短期借款	1638	2135	2400	2400	2400
应付账款	2340	2882	3134	3511	4337
预收账款	63	103	112	125	155
其他	2028	1765	1759	1786	1845
<b>长期负债</b>	5141	4794	4794	4794	4794
长期借款	2631	2557	2557	2557	2557
其他	2511	2237	2237	2237	2237
<b>负债合计</b>	<b>11211</b>	<b>11678</b>	<b>12198</b>	<b>12616</b>	<b>13531</b>
股本	1119	1117	1151	1151	1151
资本公积金	3032	3263	3563	3963	4463
留存收益	493	(924)	(217)	587	1820
少数股东权益	354	320	349	392	433
归属于母公司所有者权益	4645	3455	4496	5701	7433
<b>负债及权益合计</b>	<b>16209</b>	<b>15454</b>	<b>17044</b>	<b>18708</b>	<b>21397</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	719	1052	1096	1406	1473
净利润	126	(1463)	317	719	1315
折旧摊销	628	624	759	799	768
财务费用	175	219	300	303	203
投资收益	20	(3)	(40)	(40)	(40)
营运资金变动	(106)	1706	(245)	(379)	(781)
其它	(124)	(30)	5	4	8
<b>投资活动现金流</b>	(588)	(824)	(940)	(440)	(360)
资本支出	(740)	(853)	(1000)	(500)	(400)
其他投资	153	29	60	60	40
<b>筹资活动现金流</b>	(40)	(398)	675	205	255
借款变动	3229	(13)	241	0	0
普通股增加	98	(2)	34	0	0
资本公积增加	346	230	300	400	500
股利分配	(2571)	(201)	400	108	(42)
其他	(1142)	(411)	(300)	(303)	(203)
<b>现金净增加额</b>	91	(170)	831	1170	1369

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	16832	17967	19790	22378	27808
营业成本	14451	15616	16980	19022	23498
营业税金及附加	46	48	53	60	75
营业费用	297	262	297	313	389
管理费用	1353	1368	1504	1611	1947
研发费用	321	376	396	403	445
财务费用	193	200	300	303	203
资产减值损失	(9)	(1581)	(10)	(10)	(10)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	22	23	23	23	23
投资收益	(13)	17	17	17	17
<b>营业利润</b>	171	(1444)	290	696	1281
营业外收入	24	10	22	10	10
营业外支出	2	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	193	(1435)	311	705	1291
所得税	68	28	(6)	(13)	(25)
少数股东损益	(1)	(45)	10	22	41
<b>归属于母公司净利润</b>	126	(1417)	307	696	1274

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	7%	7%	10%	13%	24%
营业利润	-152%	-946%	-120%	140%	84%
归母净利润	-149%	-1222%	-122%	127%	83%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.1%	13.1%	14.2%	15.0%	15.5%
净利率	0.8%	-7.9%	1.6%	3.1%	4.6%
ROE	2.8%	-35.0%	7.7%	13.7%	19.4%
ROIC	2.5%	-13.3%	6.2%	9.3%	12.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	69.2%	75.6%	71.6%	67.4%	63.2%
净负债比率	30.9%	33.8%	32.0%	29.2%	25.5%
流动比率	1.1	1.0	1.1	1.3	1.5
速动比率	0.8	0.7	0.8	1.0	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4
存货周转率	8.9	8.8	8.9	9.1	9.5
应收账款周转率	6.3	7.0	7.0	7.1	7.4
应付账款周转率	6.0	6.0	5.6	5.7	6.0
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.11	-1.25	0.27	0.61	1.12
每股经营净现金	0.63	0.93	0.97	1.24	1.30
每股净资产	4.09	3.04	3.96	5.02	6.54
每股股利	0.18	0.00	0.08	0.21	0.34
<b>估值比率</b>					
PE	139.3	-12.4	57.4	25.3	13.8
PB	3.8	5.1	3.9	3.1	2.4
EV/EBITDA	34.1	-36.0	20.9	15.6	12.5

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。