

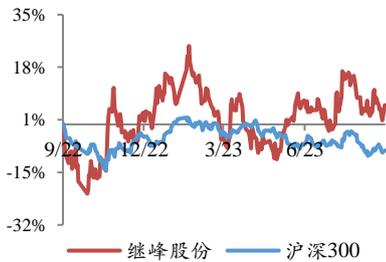
23Q2 整体经营符合预期，乘用车座椅顺利推进

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-09-12

收盘价 (元)	14.44
近 12 个月最高/最低 (元)	17.02/10.58
总股本 (百万股)	1,151
流通股本 (百万股)	1,151
流通股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	164
流通市值 (亿元)	164

公司价格与沪深 300 走势比较


分析师：姜肖伟

执业证书号：S0010523060002

电话：18681505180

邮箱：jiangxiaowei@hazq.com

主要观点：

- **事件：**公司发布半年报：1) 23Q2 收入 53.25 亿元、同比+26%、环比+4.2%，归母 0.22 亿元、同比扭亏、环比-63%，扣非归母 0.40 亿元、同比扭亏、环比-39%。2) 23H1 实现收入 104.36 亿元、同比+23.76%，归母净利润 0.82 亿元、同比扭亏，扣非归母 1.05 亿元，同比扭亏。
- **23Q2 乘用车座椅投入加大，整体经营符合预期。**上半年特殊事项有：1) 乘用车座椅费用 6067 万元 (Q1 2060 万元+Q2 4008 万元)，2) 美洲地区产能调整费用 3183 万元 (Q1 423 万元+Q2 2760 万元)、3) 海外通胀导致利息支出增加 4042 万元 (Q1 2207 万元+Q2 1835 万元)、4) 汇兑损失 474 万元 (Q1 224 万元+Q2 250 万元)，加回特殊事项费用 23Q2 实现归母净利 1.11 亿元 (Q1 加回特殊事项费用后实现归母净利 1.09 亿元)、实际经营成果符合预期。
- **23Q2 格拉默同比大幅减亏，亚太区盈利亮眼。**23Q2 格拉默实现收入 40.8 亿元、同比+12.3%、环比-1.0%；23Q2 EBIT 0.48 亿元、同比+1.28 亿元、环比-0.33 亿元 (其中美洲地区的重组措施支出约 0.28 亿元、负面汇率影响约 0.21 亿元)，对应 EBIT 利润率 1.2%、同比+3.4pp、环比-0.8pp (以格拉默财报、欧元兑人民币汇率 7 近似，下同)。
- **乘用车座椅首个项目已顺利量产，新项目开拓值得期待。**2023 年 5 月，公司首个定点项目顺利量产，上半年乘用车座椅业务实现营业收入 1.08 亿元 (其中二季度实现营业收入 1.04 亿元)，并向客户交付座椅产品近万套。目前公司累计公告的乘用车座椅在手订单共 6 个，接下来再突破合资品牌、新造车势力龙头企业、国内传统造车龙头企业值得期待。
- **投资建议：**我们认为公司在格拉默整合、做强乘用车座椅总成的成长路径上终将有所成就，国产替代龙头终会加冕。我们预计公司 2023-2025 年归母净利 2.5 亿、6.8 亿、10.6 亿元，对应 2023 年 9 月 11 日 PE 66.6、24.3、15.7 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动、原材料价格上涨超预期、芯片供给、汇率波动风险、股权质押风险、资产进一步减值风险、整合不及预期、市场、客户开拓不及预期、乘用车座椅开拓不及预期等。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	17967	20797	24503	29030
收入同比 (%)	6.7%	15.8%	17.8%	18.5%
归属母公司净利润	-1417	249	683	1058
净利润同比 (%)	-1221.6%	117.6%	173.6%	55.0%
毛利率 (%)	13.1%	15.0%	16.0%	16.5%
ROE (%)	-41.0%	6.0%	14.2%	18.0%
每股收益 (元)	-1.27	0.22	0.59	0.92
P/E	—	66.60	24.34	15.70
P/B	4.94	4.03	3.45	2.82
EV/EBITDA	21.04	15.77	12.38	10.14

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 格拉默：23Q2 亚太区盈利亮眼，北美区下半年有望明显恢复.....	4
2 新产品：乘用车座椅顺利推进，其他新产品订单颇丰.....	6
风险提示：.....	6
财务报表与盈利预测.....	7

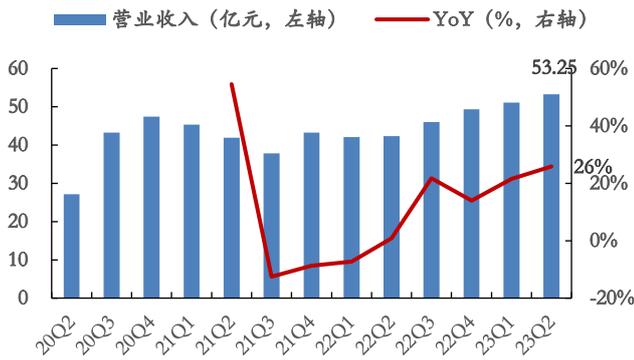
图表目录

图表 1 继峰股份整体 20Q2-23Q2 分季度营业收入	4
图表 2 继峰股份整体 20Q2-23Q2 分季度归母净利 (亿元)	4
图表 3 格拉默 20Q2-23Q2 分季度营业收入	5
图表 4 格拉默 20Q2-23Q2 分季度归母净利 (亿元)	5
图表 5 格拉默分地区 20Q2-23Q2 季度营业收入 (亿元)	5
图表 6 格拉默分地区 20Q2-23Q2 季度 EBIT (%)	5

1 格拉默：23Q2 亚太区盈利亮眼，北美区下半年有望明显恢复

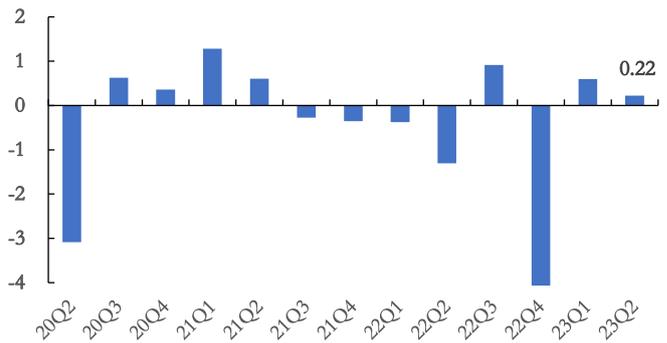
继峰股份整体 23Q2 实现收入 53.25 亿元、同比+26%、环比+4.2%，归母 0.22 亿元、同比扭亏、环比-63%，扣非归母 0.40 亿元、同比扭亏、环比-39%。

图表 1 继峰股份整体 20Q2-23Q2 分季度营业收入



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 继峰股份整体 20Q2-23Q2 分季度归母净利润 (亿元)



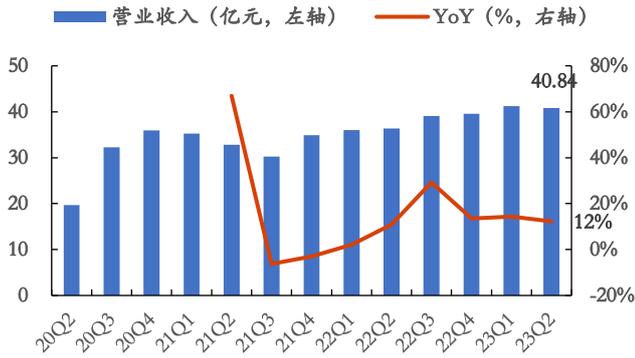
资料来源：wind，华安证券研究所

格拉默 23Q2 实现收入 40.8 亿元、同比+12.3%、环比-1.0%；EBIT 0.48 亿元、同比+1.28 亿元、环比-0.33 亿元（其中美洲地区的重组措施支出约 0.28 亿元、负面汇率影响约 0.21 亿元），对应 EBIT 利润率 1.2%、同比+3.4pp、环比-0.8pp；归母净利-0.25 亿元、同比+0.95 亿元、环比-0.44 亿元（以格拉默财报、欧元兑人民币汇率 7 近似，下同）。其中，具体分部：

1. **亚太区盈利超预期**: 23Q2 格拉默亚太区收入 9.0 亿元、同比+46%、环比+10%，EBIT 1.2 亿元、同比+190%、环比+51%，对应 EBIT 利润率 13.3%、同比+6.6pp、环比+3.6pp。
2. **欧洲、北美实际经营环比略下滑**: 23Q2 欧洲区收入 21.8 亿元、同比+8.4%、环比-5.2%，EBIT 1.0 亿元、同比+18%、环比-16%，对应 EBIT 利润率 4.7%、同比+0.4pp、环比-0.6pp。23Q2 北美区收入 11.1 亿元、同比-3.4%、环比-0.7%，EBIT -1.1 亿元、同比+0.2 亿元、环比-0.3 亿元，对应 EBIT 利润率-10.2%、同比+1.7pp、环比-3.2pp，加回重组费用 0.3 亿元、对应 EBIT 利润率-7.7%、同比+4.2pp、环比-0.7pp。

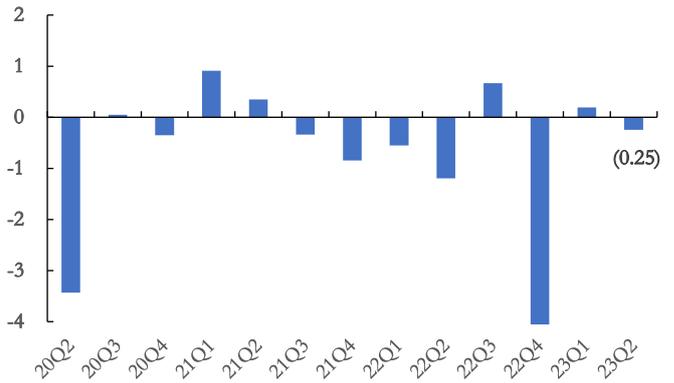
值得注意的是，格拉默在半年报中指引全年营收 154 亿元（22 亿欧元）、EBIT 4.9 亿元（0.7 亿欧元），维持年初指引，我们预计北美 P2P 计划将在下半年尤其四季度对盈利有明显拉动。

图表 3 格拉默 20Q2-23Q2 分季度营业收入



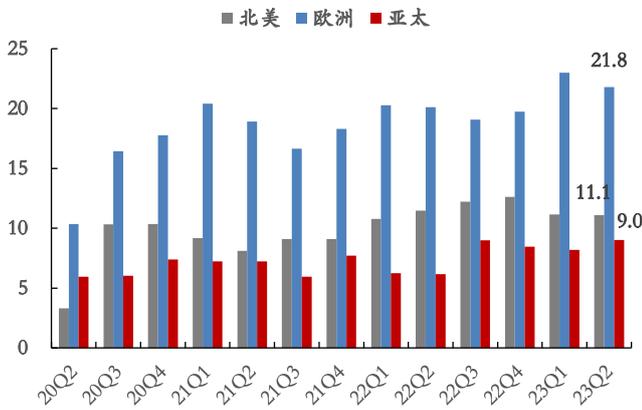
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 格拉默 20Q2-23Q2 分季度归母净利润 (亿元)

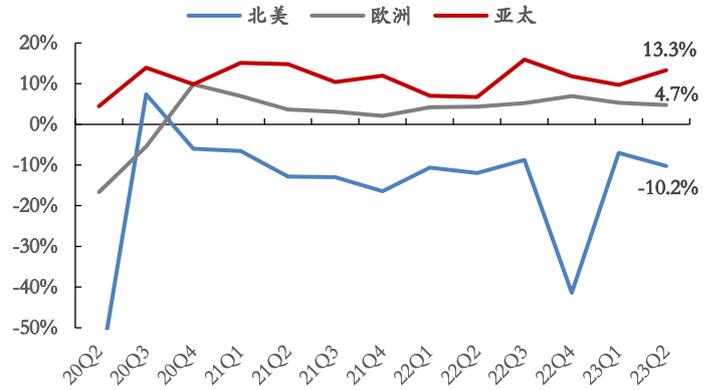


资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 格拉默分地区 20Q2-23Q2 季度营业收入 (亿元) 图表 6 格拉默分地区 20Q2-23Q2 季度 EBIT (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所



资料来源: wind, 华安证券研究所

2 新产品：乘用车座椅顺利推进，其他新产品订单颇丰

乘用车座椅顺利推进，期待国产替代龙头加冕。23Q2 继峰股份乘用车座椅合肥工厂首个项目开始量产，已向客户交付座椅产品近万套，2023 年上半年乘用车座椅业务实现营业收入 1.08 亿元（其中 Q2 实现营业收入 1.04 亿元），新项目持续沟通。

研发上，除了加速开拓市场，公司同步加强乘用车座椅的技术研发能力。截至 2023 年 6 月底，公司的乘用车座椅研发人员较去年年底增加 40 人左右（不含外服人员）。

产能上，合肥基地（一期）已建成并投产，常州基地、宁波基地、长春基地、天津基地、北京基地已投入建设中。截至 2023 年 6 月底，公司累计乘用车座椅在手订单共 6 个，在手订单的不断积累，为公司未来规模经济创造条件。

隐藏式电动出风口、乘用车隐藏式门把手和车载冰箱在手订单颇丰：

1. **隐藏式电动出风口：**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。2023 年上半年，公司出风口业务实现销售收入近 0.95 亿元，同比翻数倍增长。截至 2023 年 6 月底，公司出风口在手项目约 40 个。未来几年，部分项目将陆续实现量产。
2. **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，隐藏式门把手成为当下主流。截至 2023 年 6 月底，公司隐藏式门把手产品已获得相关客户定点。
3. **车载冰箱：**是一种能够在汽车上携带的可制冷也可制热的储藏设备。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/制热。目前市场主流趋势是将其与车内的中控、扶手进行集成。截至 2023 年 6 月底，公司车载冰箱产品已获得不同客户多个项目定点。

风险提示：

宏观经济波动、原材料价格上涨超预期、芯片供给、汇率波动风险、股权质押风险、资产进一步减值风险、整合不及预期、市场、客户开拓不及预期、乘用车座椅开拓不及预期等

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6877	8611	10191	12376	营业收入	17967	20797	24503	29030
现金	1163	1802	1976	2398	营业成本	15616	17677	20583	24240
应收账款	2643	3476	4444	5675	营业税金及附加	48	62	74	87
其他应收款	70	75	88	105	销售费用	262	312	368	435
预付账款	154	212	247	291	管理费用	1368	1664	1960	2322
存货	1825	1866	2058	2289	财务费用	200	345	271	226
其他流动资产	1021	1180	1377	1618	资产减值损失	-1567	-10	-10	-10
非流动资产	8577	9206	9380	9514	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	11	13	15	17	投资净收益	3	2	2	3
固定资产	3504	3807	3866	3876	营业利润	-1444	373	785	1167
无形资产	1118	1186	1254	1322	营业外收入	10	6	7	7
其他非流动资产	3944	4200	4245	4299	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	15454	17817	19570	21890	利润总额	-1435	378	791	1173
流动负债	6884	8627	9409	10365	所得税	28	120	90	80
短期借款	2135	2185	2235	2285	净利润	-1463	258	701	1093
应付账款	2812	3437	4002	4713	少数股东损益	-45	9	19	35
其他流动负债	1937	3005	3172	3367	归属母公司净利润	-1417	249	683	1058
非流动负债	4794	4738	4998	5258	EBITDA	1047	1368	1752	2128
长期借款	2557	2567	2767	2967	EPS (元)	-1.27	0.22	0.59	0.92
其他非流动负债	2237	2171	2231	2291					
负债合计	11678	13365	14407	15623					
少数股东权益	320	329	347	383	主要财务比率				
股本	1117	1136	1136	1136	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	3434	3564	3564	3564	成长能力				
留存收益	-1095	-576	116	1185	营业收入	6.7%	15.8%	17.8%	18.5%
归属母公司股东权	3455	4124	4816	5884	营业利润	-945.6%	125.8%	110.4%	48.6%
负债和股东权益	15454	17817	19570	21890	归属于母公司净利	-1221.6%	117.6%	173.6%	55.0%
					获利能力				
					毛利率 (%)	13.1%	15.0%	16.0%	16.5%
					净利率 (%)	-7.9%	1.2%	2.8%	3.6%
					ROE (%)	-41.0%	6.0%	14.2%	18.0%
					ROIC (%)	2.9%	4.4%	7.7%	9.6%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	75.6%	75.0%	73.6%	71.4%
					净负债比率 (%)	309.3%	300.2%	279.0%	249.3%
					流动比率	1.00	1.00	1.08	1.19
					速动比率	0.61	0.67	0.74	0.84
					营运能力				
					总资产周转率	1.13	1.25	1.31	1.40
					应收账款周转率	7.26	6.80	6.19	5.74
					应付账款周转率	6.13	5.66	5.53	5.56
					每股指标 (元)				
					每股收益	-1.27	0.22	0.59	0.92
					每股经营现金流	0.91	1.05	1.01	1.25
					每股净资产	3.09	3.58	4.19	5.11
					估值比率				
					P/E	—	66.60	24.34	15.70
					P/B	4.94	4.03	3.45	2.82
					EV/EBITDA	21.04	15.77	12.38	10.14

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：姜肖伟，北京大学光华管理学院硕士，应用物理学/经济学复合背景。八年电子行业从业经验，曾在深天马、瑞声科技任职，分管过战略、市场、产品及投研等核心业务部门，多年一级及二级市场投研经验，具备电子+汽车/产业+金融的多维度研究视角和深度洞察能力，汽车行业全覆盖。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。