

投资评级 买入

上次评级 买入

陆嘉敏 汽车行业首席分析师

执业编号: S1500522060001

联系电话: 13816900611

邮箱: lujiamin@cindasc.com

曹子杰 汽车行业研究助理

联系电话: 13522702936

邮箱: caozijie@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

继峰股份：经营情况持续向好，Q3 收入创历史新高

2023 年 11 月 07 日

事件：公司于 10 月 31 日发布 2023 年三季度报告，23 年 Q1-Q3 实现营业收入 159.4 亿元，同比+22.3%，归母净利润 1.54 亿元，同比+300%，扣非归母净利润 1.73 亿元，同比+296%。

点评：

- **经营情况持续向好，Q3 收入创历史新高。**分季度来看，23 年 Q3 实现营业收入 55.03 亿元(同比+19.6%)，归母净利润 0.72 亿元(同比-21.4%)，销售毛利率 15.1%(同比+1.0pct)，销售净利率 1.36%(同比-0.9pct)。我们判断收入增长主要系人民币贬值、乘用车座椅放量、电动出风口业务出货量增加等因素所致，盈利能力下滑主要系乘用车座椅产生较多费用、汇兑损益、海外加息导致财务费用较多等因素所致。
- **格拉默 Q3 业绩有所承压。**23 年 Q3 格拉默实现收入 5.62 亿欧元(同比+0.6%)，其中欧洲区/美洲区/亚太区分别实现 2.80/1.59/1.36 亿欧元，同比+2.9%/-9.1%/+6.1%；实现 EBIT 0.12 亿欧元(同比-20.0%)，其中欧洲区/美洲区/亚太区 EBIT margin 分别为 5.0%/-7.1%/10.5%，同比-0.2/+1.6/-5.4pct。格拉默欧洲区经营较为稳定，我们判断 Q3 业绩承压系美洲区受美国汽车工人罢工影响，亚太区拓展新业务支出较多。
- **格拉默整合初见成效，以乘用车为代表的新兴业务屡获新突破。**1) 格拉默：收购格拉默早期处于整合阵痛期，并受原材料上涨、疫情封控、俄乌冲突、芯片短缺以及物流费用上涨影响，盈利能力受到一定程度影响；随着公司积极推进降本增效措施，格拉默盈利能力已经得到初步改善，分地区看，欧洲地区收入规模提高，美洲地区继续减亏，亚太地区规模持续扩大，我们预计格拉默盈利水平有望得到持续改善。2) 创新业务：公司乘用车座椅总成业务屡获突破，目前已获六个定点，客户涵盖多个新能源厂商以及传统主机厂奥迪和大众；此外，以隐藏式电动出风口为代表的新产品销量稳步上升；我们认为创新业务有望打开长期成长空间。
- **盈利预测与投资评级：**公司是全球领先的汽车座椅龙头，随着整合推进，子公司格拉默降本增效不断取得进展；此外，乘用车座椅总成客户不断取得突破，隐藏式电动出风口等新业务不断拓展，亦有望贡献较多增量收入。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 2.57、5.41、9.09 亿元，对应 PE 分别为 65、31、18 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**原材料价格波动、产能释放不及预期、客户开拓不及预期、配套车型销量不及预期、新能源汽车关键零部件生产基地建设项目进展不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	16,832	17,967	22,019	25,407	30,596
增长率 YoY	7.0%	6.7%	22.6%	15.4%	20.4%
归属母公司净利润 (百万元)	126	-1,417	257	541	909
增长率 YoY	148.9%	-1221.6%	118.1%	110.6%	68.0%
毛利率	14.1%	13.1%	14.1%	14.8%	15.2%
净资产收益率 ROE	2.7%	-41.0%	6.4%	11.9%	16.7%
EPS(摊薄)(元)	0.11	-1.23	0.22	0.47	0.79
市盈率 P/E(倍)	132.90	—	65.39	31.05	18.49
市净率 P/B(倍)	3.62	4.86	4.21	3.71	3.09

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 11 月 07 日收盘价

财务模型

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,515	6,877	8,000	7,479	10,794	营业总收入	16,832	17,967	22,019	25,407	30,596
货币资金	1,406	1,163	1,001	1,050	2,049	营业成本	14,451	15,616	18,925	21,655	25,943
应收票据	99	69	176	106	233	营业税金及附加	46	48	59	69	82
应收账款	2,310	2,643	3,474	2,173	4,117	销售费用	297	262	308	343	398
预付账款	93	154	186	213	256	管理费用	1,353	1,368	1,629	1,829	2,142
存货	1,730	1,825	1,960	2,611	2,577	研发费用	321	376	440	470	520
其他	878	1,023	1,202	1,326	1,562	财务费用	193	200	245	225	224
非流动资产	9,694	8,577	8,665	8,686	8,781	减值损失合计	-18	-1,567	-125	-146	-157
长期股权投资	9	11	13	14	16	投资净收益	-20	3	3	4	5
固定资产(合计)	3,540	3,504	3,540	3,579	3,694	其他	39	22	27	33	39
无形资产	1,455	1,118	998	875	764	营业利润	171	-1,444	317	707	1,175
其他	4,690	3,944	4,115	4,218	4,306	营业外收支	23	9	0	0	0
资产总计	16,209	15,454	16,665	16,165	19,575	利润总额	193	-1,435	317	707	1,175
流动负债	6,069	6,884	8,357	7,256	9,667	所得税	68	28	32	106	176
短期借款	1,638	2,135	2,135	2,135	2,135	净利润	126	-1,463	285	601	998
应付票据	61	70	88	93	124	少数股东损益	-1	-45	29	60	90
应付账款	2,279	2,812	4,022	2,715	4,780	归属母公司净利润	126	-1,417	257	541	909
其他	2,091	1,867	2,111	2,313	2,628	EBITDA	1,140	1,047	1,348	1,712	2,190
非流动负债	5,141	4,794	3,972	3,972	3,972	EPS(当年)(元)	0.12	-1.27	0.22	0.47	0.79
长期借款	2,631	2,557	2,057	2,057	2,057						
其他	2,511	2,237	1,915	1,915	1,915						
负债合计	11,211	11,678	12,329	11,228	13,639						
少数股东权益	354	320	348	408	498						
归属母公司股东权益	4,645	3,455	3,988	4,529	5,438						
负债和股东权益	16,209	15,454	16,665	16,165	19,575						

现金流量表					
单位：百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	719	1,052	1,521	1,088	2,126
净利润	126	-1,463	285	601	998
折旧摊销	766	766	664	638	639
财务费用	175	219	262	240	240
投资损失	20	-3	-3	-4	-5
营运资金变动	-253	-18	187	-533	96
其它	-115	1,552	126	146	156
投资活动现金流	-588	-824	-875	-800	-886
资本支出	-685	-833	-876	-802	-889
长期投资	2,050	940	-2	-2	-2
其他	-1,952	-931	3	4	5
筹资活动现金流	-40	-398	-808	-240	-240
吸收投资	34	1	276	0	0
借款	1,984	1,208	-500	0	0
支付利息或股息	-417	-242	-262	-240	-240
现金净增加额	-23	-243	-162	48	999

重要财务指标					
单位：百万元					
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	16,832	17,967	22,019	25,407	30,596
同比(%)	7.0%	6.7%	22.6%	15.4%	20.4%
归属母公司净利润	126	-1,417	257	541	909
同比(%)	148.9%	-1221.6%	118.1%	110.6%	68.0%
毛利率(%)	14.1%	13.1%	14.1%	14.8%	15.2%
ROE(%)	2.7%	-41.0%	6.4%	11.9%	16.7%
EPS(摊薄)(元)	0.11	-1.23	0.22	0.47	0.79
P/E	132.90	—	65.39	31.05	18.49
P/B	3.62	4.86	4.21	3.71	3.09
EV/EBITDA	19.75	21.04	15.64	12.29	9.15

研究团队简介

陆嘉敏，信达证券汽车行业首席分析师，上海交通大学机械工程学士&车辆工程硕士，曾就职于天风证券，2018年金牛奖第1名、2020年新财富第2名、2020新浪金麒麟第4名团队核心成员。4年汽车行业研究经验，擅长自上而下挖掘投资机会。汽车产业链全覆盖，重点挖掘特斯拉产业链、智能汽车、自主品牌等领域机会。

王欢，信达证券汽车行业研究员，吉林大学汽车服务工程学士、上海外国语大学金融硕士。曾就职于丰田汽车技术中心和华金证券，一年车企工作经验+两年汽车行业研究经验。主要覆盖整车、特斯拉产业链、电动智能化等相关领域。

曹子杰，信达证券汽车行业研究助理，北京理工大学经济学硕士、工学学士，主要覆盖长安汽车、线控底盘、一体压铸、两轮车、座椅等。

丁泓婧，墨尔本大学金融硕士，主要覆盖智能座舱、电动化、整车等领域。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。