

# 继峰股份 (603997.SH)

## 24 年上半年乘用车座椅亏损收窄，逐步进入收获期

### 核心观点：

- **24 年上半年乘用车座椅收入快速增长，亏损收窄。**公司发布 2024 年半年报，24 年上半年公司实现营收 110.1 亿元/同比+5.5%；扣非前后归母净利润 0.53/0.27 亿元，同比分别-35.5%/-74.3%，在子公司格拉默收入同比下降的背景下，新兴业务量产爬坡贡献收入增量。在格拉默收入同比下降叠加海外整合力度加大导致相关费用增加的影响下，公司盈利能力有所下滑。其中，乘用车座椅实现收入 8.97 亿元（去年同期为 1.08 亿元），实现归母净利润-0.23 亿元（去年同期为-0.61 亿元）。
- **24 年上半年毛利率同比略有改善，管理费用率同比+1.3pct。**根据财报，公司 24 年上半年毛利率、归母净利率分别为 14.5%/0.5%，同比分别为+0.3/-0.3pct，毛利率稳中有升。公司 24 年上半年期间费用率 13.7%/同比+0.7pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.3%/8.9%/2.2%/1.3%，同比-0.1/+1.3/+0.2/-0.6pct，管理费用率增加主要格拉默整合进入深水区以及乘用车座椅等新兴业务发展迅速所致。
- **乘用车座椅全球化序幕或已拉开，打开广阔成长空间。**根据 2024 年 4 月向特定对象发行股票上市公告，公司完成募集资金 11.83 亿元，部分用于乘用车座椅业务为核心的战略新兴业务的拓展，提升产能水平。根据 2024 年半年报，截至 2024 年 7 月 31 日，公司累计乘用车座椅在手项目定点共 18 个。随着乘用车座椅全球化进军，公司凭借品牌+资金+精益化管理+研发设计等核心竞争力，打开更广阔的成长空间。
- **盈利预测与投资建议：**公司是全球乘用车内饰和商用车座椅龙头，继峰本部管理赋能下格拉默改善可期，并进军乘用车座椅市场，打开二次成长空间。我们预计公司 24-26 年 EPS 分别为 0.38/0.77/1.07 元/股，参考可比公司估值以及公司业绩的高成长性，我们维持公司合理价值 15.01 元/股不变，对应 24 年 PE 估值 40 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动；原材料价格波动；客户拓展不及预期。

### 盈利预测：

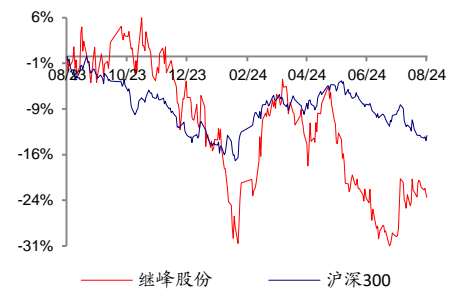
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	17,967	21,571	25,390	31,392	37,105
增长率（%）	6.7	20.1	17.7	23.6	18.2
EBITDA（百万元）	1,047	1,532	1,708	2,344	2,849
归母净利润（百万元）	-1,417	204	477	976	1,352
增长率（%）	-1221.6	-	134.0	104.7	38.4
EPS（元/股）	-1.27	0.18	0.38	0.77	1.07
市盈率（x）	-	74.83	29.28	14.30	10.33
ROE（%）	-41.0	5.0	10.2	17.3	19.3
EV/EBITDA（x）	21.03	13.41	11.17	8.05	6.17

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	11.03 元
合理价值	15.01 元
前次评级	买入
报告日期	2024-08-15

### 相对市场表现



### 分析师：

周伟



SAC 执证号：S0260522090001



021-38003684



gfzhwei@gf.com.cn

### 分析师：

闫俊刚



SAC 执证号：S0260516010001



021-38003682



yanjungang@gf.com.cn

### 分析师：

邓崇静



SAC 执证号：S0260518020005



SFC CE No. BEY953



020-66335145

dengchongjing@gf.com.cn

请注意，周伟、闫俊刚并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

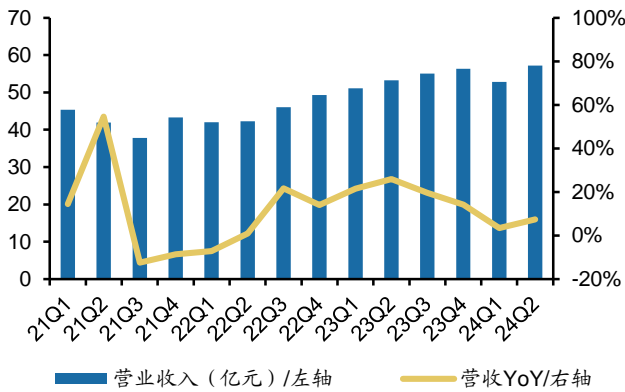
### 相关研究：

- 继峰股份 (603997.SH) :23 2024-05-01  
年盈利能力改善，座椅全球化序幕或已拉开
- 继峰股份 (603997.SH) :乘 2024-01-08  
用车座椅国产替代领头羊，格拉默盈利改善可期

## 一、24年上半年乘用车座椅收入快速增长，亏损收窄

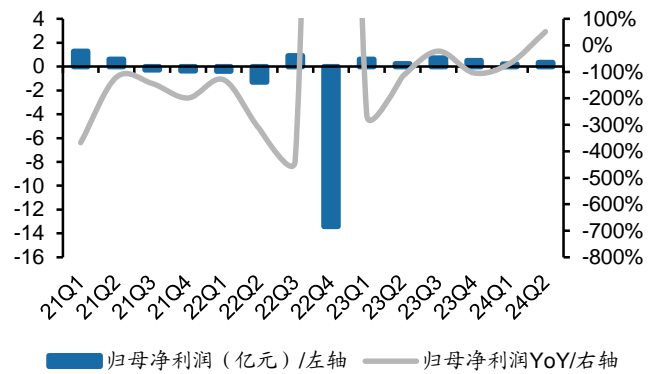
公司发布2024年半年报，24年上半年公司实现营收110.1亿元，同比+5.5%；扣非前后归母净利润0.53/0.27亿元，同比分别为-35.5%/-74.3%，在子公司格拉默收入同比下降的背景下，乘用车座椅等新兴业务逐步量产爬坡贡献收入增量。24年上半年在格拉默收入同比下降叠加海外整合力度加大导致相关费用增加的影响下，公司盈利能力有所下滑。分子公司和继峰分部来看，子公司格拉默实现收入86.3亿元/同比-2.8%，实现净利润-0.35亿元（去年同期为-0.02亿元）；继峰分部实现营收24.8亿元/同比+52.0%，实现归母净利润0.97亿元/同比+14.2%。其中，随着乘用车座椅爬坡放量，24年上半年共交付8.9万套，实现收入8.97亿元（去年同期为1.08亿元），实现归母净利润-0.23亿元（去年同期为-0.61亿元）；出风口实现收入1.66亿元（去年同期近9,500万元），EBIT实现盈利。其中，公司24年二季度实现57.2亿元，同比+7.4%/环比+8.2%；归母净利润0.34亿元，同比+52.0%/环比+78.6%。

图1：公司季度营收及同比增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图2：公司季度归母净利润（亿元）及同比增速



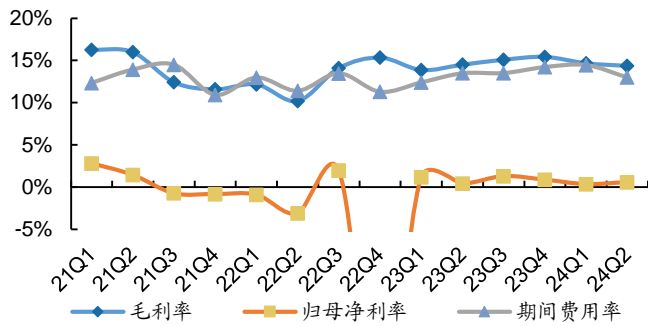
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

## 二、24年上半年毛利率同比略有改善，管理费用率同比+1.3pct

根据财报，公司24年上半年毛利率、归母净利率分别为14.5%/0.5%，同比分别为+0.3/-0.3pct，毛利率稳中有升。公司24年上半年期间费用率13.7%/同比+0.7pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为1.3%/8.9%/2.2%/1.3%，同比-0.1/+1.3/+0.2/-0.6pct，管理费用率增加主要格拉默整合进入深水区以及乘用车座椅等新兴业务发展迅速所致。

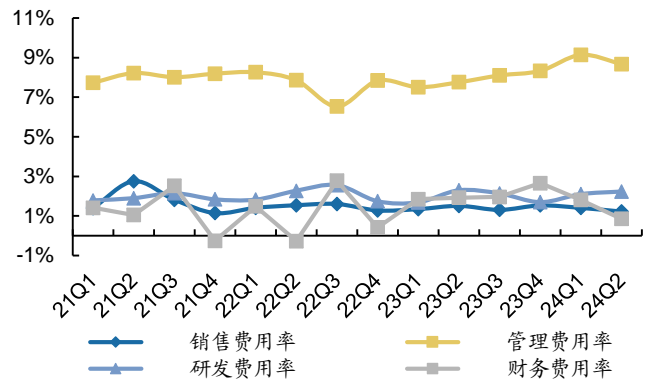
24年二季度公司毛利率14.4%/同比-0.1pct；归母净利率0.6%/同比+0.2pct；期间费用率为13.0%，同比-0.5pct/环比-1.5pct。其中销售/管理/研发/财务费用率分别为1.2%/8.7%/2.2%/0.9%，环比-0.2/-0.5/+0.1/-0.9pct，财务费用率下降的原因是用国内低成本银行贷款置换了格拉默高成本的2亿欧元贷款，利息成本有所减少。

图3：公司季度毛利率、归母净利率及期间费用率



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图4：公司季度销售/管理/研发/财务费用率



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

### 三、乘用车座椅全球化序幕或已拉开，打开二次成长空间

公司是全球乘用车内饰和商用车座椅龙头，随着并购格拉默并进军乘用车座椅市场打开二次成长空间。根据2024年4月向特定对象发行股票上市公告，公司完成募集资金11.83亿元，部分用于乘用车座椅业务为核心的战略新兴业务的拓展，提升产能水平。根据2024年半年报，截至2024年7月31日，公司累计乘用车座椅在手项目定点共18个。随着乘用车座椅全球化进军，公司凭借品牌+资金+精益化管理+研发设计等核心竞争力，打开更广阔的成长空间。

### 四、盈利预测和投资建议

公司是全球乘用车内饰和商用车座椅龙头，继峰本部管理赋能下格拉默改善可期，并进军乘用车座椅市场，打开二次成长空间。我们预计公司24-26年EPS分别为0.38/0.77/1.07元/股，参考可比公司估值以及公司业绩的高成长性，我们维持公司合理价值15.01元/股不变，对应24年PE估值40倍，维持“买入”评级。

### 五、风险提示

**宏观经济波动的风险。**公司的下游来自全球化的客户，若欧洲能源危机，全球通胀进一步恶化，国内外汽车市场面临诸多不确定性，整车企业的产销量波动可能加剧，零部件的配套量也将随之产生波动，公司相应配套部件业务的营收存在不及预期的风险。

**原材料价格波动的风险。**公司产品原材料占比营业成本高，尤其美国钢材价格仍然处于高位，若钢材价格持续上涨将可能对调价机制尚未完善的部门盈利能力产生不利影响。

**客户拓展不及预期的风险。**公司正围绕乘用车座椅进行战略性业务重心转移，若国内其他商用车座椅或者内饰公司等成功切入乘用车座椅行业，公司业务进展不顺利，竞争格局将呈现边际向下的趋势，可能对公司收入和利润端同时产生不利影响。

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>6,877</b>	<b>8,141</b>	<b>8,523</b>	<b>9,667</b>	<b>10,542</b>
货币资金	1,163	1,418	1,000	1,100	1,276
应收及预付	2,865	3,904	4,137	4,640	4,924
存货	1,825	1,819	2,067	2,391	2,640
其他流动资产	1,023	1,000	1,319	1,536	1,702
<b>非流动资产</b>	<b>8,577</b>	<b>9,811</b>	<b>10,179</b>	<b>10,499</b>	<b>10,675</b>
长期股权投资	11	10	12	15	18
固定资产	3,504	3,862	4,204	4,506	4,662
在建工程	434	630	600	560	512
无形资产	1,118	1,127	1,101	1,076	1,057
其他长期资产	3,511	4,183	4,261	4,342	4,425
<b>资产总计</b>	<b>15,454</b>	<b>17,952</b>	<b>18,702</b>	<b>20,167</b>	<b>21,217</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,884</b>	<b>9,360</b>	<b>9,615</b>	<b>10,473</b>	<b>10,174</b>
短期借款	2,135	2,428	2,329	2,276	1,200
应付及预收	2,882	4,278	4,369	5,057	5,673
其他流动负债	1,867	2,654	2,917	3,139	3,301
<b>非流动负债</b>	<b>4,794</b>	<b>4,137</b>	<b>4,037</b>	<b>3,643</b>	<b>3,606</b>
长期借款	2,557	2,046	1,946	1,896	1,856
应付债券	433	91	91	91	91
其他非流动负债	1,804	2,000	2,000	1,656	1,659
<b>负债合计</b>	<b>11,678</b>	<b>13,496</b>	<b>13,652</b>	<b>14,115</b>	<b>13,779</b>
股本	1,117	1,161	1,266	1,266	1,266
资本公积	3,434	3,738	3,738	3,738	3,738
留存收益	-924	-720	-243	733	2,085
归属母公司股东权益	3,455	4,101	4,683	5,660	7,011
少数股东权益	320	355	367	392	426
<b>负债和股东权益</b>	<b>15,454</b>	<b>17,952</b>	<b>18,702</b>	<b>20,167</b>	<b>21,217</b>

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>17,967</b>	<b>21,571</b>	<b>25,390</b>	<b>31,392</b>	<b>37,105</b>
营业成本	15,616	18,389	21,552	26,444	31,090
营业税金及附加	48	55	69	82	96
销售费用	262	308	368	421	501
管理费用	1,368	1,713	2,031	2,449	2,894
研发费用	376	422	520	581	668
财务费用	200	454	171	166	137
资产减值损失	-1,567	-31	-35	-35	-33
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	-1	3	2	4
<b>营业利润</b>	<b>-1,444</b>	<b>286</b>	<b>651</b>	<b>1,223</b>	<b>1,690</b>
营业外收支	9	3	1	-2	1
<b>利润总额</b>	<b>-1,435</b>	<b>289</b>	<b>652</b>	<b>1,221</b>	<b>1,691</b>
所得税	28	81	163	220	304
<b>净利润</b>	<b>-1,463</b>	<b>208</b>	<b>489</b>	<b>1,001</b>	<b>1,386</b>
少数股东损益	-45	4	12	25	35
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-1,417</b>	<b>204</b>	<b>477</b>	<b>976</b>	<b>1,352</b>
EBITDA	1,047	1,532	1,708	2,344	2,849
EPS (元)	-1.27	0.18	0.38	0.77	1.07

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,052</b>	<b>1,648</b>	<b>1,211</b>	<b>1,689</b>	<b>2,712</b>
净利润	-1,463	208	489	1,001	1,386
折旧摊销	766	834	858	928	993
营运资金变动	-18	170	-346	-44	159
其它	1,767	437	210	-196	174
<b>投资活动现金流</b>	<b>-824</b>	<b>-1,222</b>	<b>-1,365</b>	<b>-1,383</b>	<b>-1,285</b>
资本支出	-833	-1,254	-1,262	-1,288	-1,201
投资变动	940	211	-109	-99	-88
其他	-931	-179	7	4	5
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-398</b>	<b>-281</b>	<b>-265</b>	<b>-206</b>	<b>-1,251</b>
银行借款	423	-218	-199	-103	-1,116
股权融资	1	64	105	0	0
其他	-823	-126	-171	-103	-135
<b>现金净增加额</b>	<b>-243</b>	<b>199</b>	<b>-418</b>	<b>100</b>	<b>176</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>1,393</b>	<b>1,150</b>	<b>1,418</b>	<b>1,000</b>	<b>1,100</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>1,150</b>	<b>1,349</b>	<b>1,000</b>	<b>1,100</b>	<b>1,276</b>

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	6.7%	20.1%	17.7%	23.6%	18.2%
营业利润增长	-945.6%	119.8%	127.8%	87.8%	38.2%
归母净利润增长	-1221.	-	134.0%	104.7%	38.4%
<b>获利能力</b>					
毛利率	13.1%	14.8%	15.1%	15.8%	16.2%
净利率	-8.1%	1.0%	1.9%	3.2%	3.7%
ROE	-41.0%	5.0%	10.2%	17.3%	19.3%
ROIC	2.9%	4.7%	5.7%	9.6%	12.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	75.6%	75.2%	73.0%	70.0%	64.9%
净负债比率	309.3%	302.9%	270.3%	233.3%	185.3%
流动比率	1.00	0.87	0.89	0.92	1.04
速动比率	0.65	0.62	0.60	0.62	0.70
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.16	1.20	1.36	1.56	1.75
应收账款周转率	6.80	5.93	6.64	7.30	8.11
存货周转率	9.85	11.86	12.29	13.13	14.05
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	-1.27	0.18	0.38	0.77	1.07
每股经营现金流	1	1	1	1	2
每股净资产	3.09	3.53	3.70	4.47	5.54
<b>估值比率</b>					
P/E	-	74.83	29.28	14.30	10.33
P/B	4.94	3.81	2.98	2.47	1.99
EV/EBITDA	21.03	13.41	11.17	8.05	6.17

## 广发汽车行业研究小组

- 闫俊刚：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 邓崇静：资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，2014年加入广发证券发展研究中心。
- 周伟：资深分析师，上海交通大学工程硕士，重庆大学机械专业学士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 陈飞彤：高级分析师，硕士，毕业于复旦大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 张力月：高级分析师，硕士，毕业于香港中文大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 罗英：高级研究员，同济大学工程硕士，同济大学工学学士，2023年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。