

**分析师：崔琰**

执业证号：S0100523110002

邮箱：cuiyan@mszq.com

分析师：白如

执业证号：S0100524080008

邮箱：bairu@mszq.com

➤ **事件：**公司公告：控股子公司格拉默拟以 4,000 万美元的初始交易价格向 APC LLC 出售 TMD LLC 100% 股权；

同时公告：拟变更部分募投项目及新增部分募投项目实施主体和实施地点。

➤ **美国 TMD 顺利出售 展望格拉默美洲区业绩释放。**为聚焦主业、提升公司的核心竞争力及格拉默美洲区盈利能力，公司控股子公司格拉默拟以 4,000 万美元的初始交易价格向 APC LLC 出售 TMD LLC 100% 股权。2023 年格拉默整体实现净利润 0.22 亿元，其中 TMD LLC 实现营业收入 18.48 亿元、净利润-2.63 亿元，TMD LLC 贡献较大亏损；2024H1 格拉默整体实现净利润-0.35 亿元，2024 年前 8 个月实现营业收入 11.84 亿元、净利润-1.34 亿元，TMD LLC 仍然对格拉默盈利带来较大压力。据公司初步核算，本次剥离预计对上市公司带来的亏损金额为 2.8 亿-3.8 亿元，交割完成后，减少了公司在 TMD 上的进一步战略资源投入，同时有利于改善格拉默美洲区域的盈利能力和财务状况，从而提升公司整体盈利水平。

➤ **募投项目变更 提升现有资源使用效率。**公司拟将“合肥汽车内饰件生产基地项目”变更为“年产 80 万套乘用车座椅总成生产基地项目”，新增继峰座椅（常州）为募投项目实施主体、新增江苏省常州市为募投项目实施地点，并将该项目建成后预计乘用车座椅年生产规模由 60 万套增加至 80 万套；将长春汽车座椅头枕、扶手及内饰件项目的建设内容由“年产 20 万套乘用车座椅和 120 万套头枕、座椅扶手”调整为“年产 120 万套头枕、座椅扶手”。本次募投项目变更未实质变更募投项目投向及产能规模，主要系公司结合整体经营发展规划及子公司业务定位，为充分提高公司现有资源的整体使用效率作出的合理调整。此外，公司新增上海继峰座椅有限公司为实施主体，新增上海市作为实施地点，与宁波继峰汽车零部件股份有限公司共同实施募投项目“宁波北仑年产 1,000 万套汽车出风口研发制造项目”。

➤ **智能电动突围 座椅国产替代空间广阔。**公司先后于 2021 年 10 月、2022 年 7 月、2022 年 11 月获得三家新能源主机厂座椅总成项目定点，在乘用车座椅业务领域实现从 0 到 1 的突破并快速拓展；2023 年 2 月联合格拉默突破奥迪 PPE 全球供应体系，实现传统豪华品牌从 0 到 1 突破，乘用车座椅业务加速；2023 年 3 月新增原客户的新车型定点，体现了客户对公司在合作过程中产品及服务能力的认可；2023 年 6 月首获一汽大众座椅总成项目定点，实现从新能源到传统燃油车领域的全面覆盖；2024 年 2 月再获原客户新车型定点，2024 年 4 月定点德国宝马，2024 年 6 月再次新增头部客户订单，2024 年 7 月、9 月陆续新增头部主机厂订单及原客户新订单。2023 年 5 月乘用车座椅业务实现量产，

推荐**维持评级****当前价格：****11.50 元****相关研究**

1. 继峰股份 (603997.SH) 系列点评十一：定点持续突破 座椅量产加速-2024/09/14
2. 继峰股份 (603997.SH) 系列点评十：Q2 业绩符合预期 乘用车座椅实现盈利-2024/08/15
3. 继峰股份 (603997.SH) 系列点评九：屡获主机厂定点 座椅量产加速-2024/07/16
4. 继峰股份 (603997.SH) 系列点评八：再获头部主机厂定点 座椅量产加速-2024/07/05
5. 继峰股份 (603997.SH) 系列点评七：海外定点落地 座椅量产加速-2024/04/30

5-12月累计交付 6.5 万套，实现营收 6.55 亿元；2024H1 累计交付 8.9 万套，实现营业收入 8.97 亿元。**截至 2024 年 9 月 13 日公司累计乘用车座椅在手项目定点 19 个，生命周期总金额达 850-897 亿元，一般车型生命周期为 5-7 年，在手订单如在同一年量产，可实现年收入 142-150 亿元，为继峰本部 2023 年收入的 353%-373%，收入增量显著。**

➤ **全面协同 剑指全球智能座舱龙头。**公司 2018 年收购德国格拉默，2019 年完成交割并于 2019Q4 开始并表，2020 年开启全面整合，2023 年随格拉默全球 COO 李国强先生上任后，以提高盈利能力为目标，强力推动全面降本增效措施的具体落地，主要措施包括：1) 过调整产能布局，重新梳理各产品线，提高产能利用率和生产效率；2) 加强采购等供应链管理，推进采购向低成本区域转移；3) 推行“卫星计划”，增加管理部门能力，并加强各区域管理人员“沉到一线”；4) 提升工艺能力，深化工厂 VAVE；5) 积极落实与客户协商的原材料价格上涨的补偿机制；6) 加强细化财务月度实际数据与预算数据差异分析等，从而达到经营效益的持续提升。同时格拉默和继峰联合开拓市场，产品相互赋能，客户相互导入，共同提升市占率。面对汽车行业电动智能百年大变互赋能，客户相互导入，共同提升市占率。面对汽车行业电动智能百年大变革，公司积极拥抱，横向拓展乘用车座椅、音响头枕、隐藏式电动出风口、隐藏式门把手、车载冰箱、移动中控系统和扶手、3D Glass 玻璃技术等智能化新品，纵向布局智能家居式重卡座舱、电动出风口、隐藏式门把手、车载冰箱等，并突破特斯拉、蔚来、理想等造车新势力，长期来看“大继峰”有望充分发挥格拉默百年积淀的座椅等技术优势和继峰的民企灵活机制冲击智能座舱市场，剑指全球龙头。

➤ **投资建议：**整合成效渐显，新产品和新客户加速拓展，“大继峰”（继峰+格拉默）未来有望成为全球智能座舱龙头，考虑本次出售 TMD LLC 预计对上市公司带来 2.8 亿-3.8 亿元亏损，我们下调 2024 年业绩预期，预计 2024-2026 年收入为 230.20/287.50/319.50 亿元，归母净利润为 0.67/8.42/11.58 亿元，对应 EPS 为 0.05/0.67/0.91 元，对应 2024 年 9 月 20 日 11.50 元/股的收盘价，PE 分别为 218/17/13 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**乘用车行业销量不及预期；整合进展不及预期；客户拓展情况不及预期；行业竞争加剧；原材料成本提升等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	21,571	23,020	28,750	31,950
增长率 (%)	20.1	6.7	24.9	11.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	204	67	842	1,158
增长率 (%)	114.4	-67.3	1163.0	37.5
每股收益 (元)	0.16	0.05	0.67	0.91
PE	71	218	17	13
PB	3.6	2.8	2.4	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 9 月 20 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	21,571	23,020	28,750	31,950
营业成本	18,389	19,590	24,253	26,714
营业税金及附加	55	61	77	85
销售费用	308	336	419	466
管理费用	1,713	1,773	2,070	2,237
研发费用	422	482	575	639
EBIT	698	779	1,356	1,810
财务费用	454	310	163	168
资产减值损失	-31	-44	0	0
投资收益	-1	-330	0	0
营业利润	286	95	1,194	1,641
营业外收支	3	0	0	0
利润总额	289	95	1,194	1,641
所得税	81	27	336	462
净利润	208	68	858	1,180
归属于母公司净利润	204	67	842	1,158
EBITDA	1,532	1,802	2,695	3,486

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,418	2,499	1,903	2,969
应收账款及票据	3,762	3,898	4,458	4,508
预付款项	141	151	186	205
存货	1,819	1,938	2,326	2,196
其他流动资产	1,000	767	828	861
流动资产合计	8,141	9,252	9,701	10,739
长期股权投资	10	10	10	10
固定资产	3,862	5,425	6,905	8,366
无形资产	1,127	1,138	1,133	1,127
非流动资产合计	9,811	11,174	12,359	13,521
资产合计	17,952	20,426	22,061	24,261
短期借款	2,428	2,428	2,428	2,428
应付账款及票据	4,278	4,562	5,914	6,733
其他流动负债	2,654	2,511	2,024	2,304
流动负债合计	9,360	9,500	10,365	11,465
长期借款	2,046	3,410	3,410	3,410
其他长期负债	2,091	1,894	1,806	1,726
非流动负债合计	4,137	5,304	5,215	5,136
负债合计	13,496	14,805	15,581	16,601
股本	1,161	1,266	1,266	1,266
少数股东权益	355	356	372	394
股东权益合计	4,456	5,622	6,480	7,660
负债和股东权益合计	17,952	20,426	22,061	24,261

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	20.06	6.72	24.89	11.13
EBIT 增长率	148.42	11.55	74.22	33.42
净利润增长率	114.38	-67.30	1163.02	37.50
盈利能力 (%)				
毛利率	14.75	14.90	15.64	16.39
净利润率	0.95	0.29	2.93	3.62
总资产收益率 ROA	1.14	0.33	3.82	4.77
净资产收益率 ROE	4.97	1.27	13.79	15.94
偿债能力				
流动比率	0.87	0.97	0.94	0.94
速动比率	0.59	0.70	0.64	0.68
现金比率	0.15	0.26	0.18	0.26
资产负债率 (%)	75.18	72.48	70.63	68.43
经营效率				
应收账款周转天数	61.58	60.00	55.00	50.00
存货周转天数	36.10	36.10	35.00	30.00
总资产周转率	1.29	1.20	1.35	1.38
每股指标 (元)				
每股收益	0.16	0.05	0.67	0.91
每股净资产	3.24	4.16	4.82	5.74
每股经营现金流	1.30	1.74	2.45	3.30
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	71	218	17	13
PB	3.6	2.8	2.4	2.0
EV/EBITDA	12.94	11.00	7.35	5.69
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	208	68	858	1,180
折旧和摊销	834	1,024	1,339	1,676
营运资金变动	170	453	707	1,128
经营活动现金流	1,648	2,206	3,104	4,181
资本开支	-1,254	-2,175	-2,329	-2,556
投资	211	-2	0	0
投资活动现金流	-1,222	-2,656	-2,329	-2,556
股权募资	64	1,168	0	0
债务募资	176	960	-888	0
筹资活动现金流	-281	1,531	-1,371	-559
现金净流量	199	1,081	-596	1,066

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026