

继峰股份 (603997.SH)

剥离亏损资产 TMD，轻装上阵行稳致远

核心观点：

- **乘用车座椅继续爬坡放量，TMD 公司剥离&裁员补偿等因素影响短期业绩。** 公司发布 24 年三季报，24 年第三季度实现营收 59.0 亿元，同比+7.2%/环比+3.1%；归母净利润-5.9 亿元，较去年同期下降 6.6 亿元。在欧美汽车需求疲软背景下，公司 24Q3 收入同环比增长主要由于乘用车座椅持续爬坡放量所致；而归母净利润明显下滑主要由于根据 24 年 10 月公告，美国 TMD 公司剥离，计提持有待售资产减值准备 2.5 亿元，裁员补偿和汇兑等影响下导致期间费用明显提升（24Q3 期间费用为 11.3 亿元，较去年同期增加 3.9 亿元）。
- **24Q3 毛利率同比-1.0pct，期间费用率同比+5.6pct。** 根据 24 年三季报，公司 24 年第三季度毛利率、归母净利率分别为 14.1%/-9.9%，同比分别-1.0/-11.2pct；期间费用率 19.1%/同比+5.6pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.2%/12.3%/2.5%/3.1%，同比-0.1/+4.2/+0.4/+1.2pct，期间费用率增加主要由于裁员费用计提和汇兑等因素影响。
- **剥离 TMD 轻装上阵，乘用车座椅业务加速向上。** 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 24 年 9 月公告，公司董事会审议通过了《关于格拉默出售美国 TMD 公司 100%股权的议案》，TMD 公司 23 年实现收入 18.5 亿元，净利润为-2.6 亿元，我们认为剥离 TMD 公司后，将助力格拉默业绩向上。
- **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，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。预计公司 24-26 年 EPS 分别为-0.33/0.63/0.96 元/股，参考可比估值，考虑到 25 年为业绩拐点叠加后续高成长性，给予 25 年估值 25xPE，对应合理价值为 15.84 元/股，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：

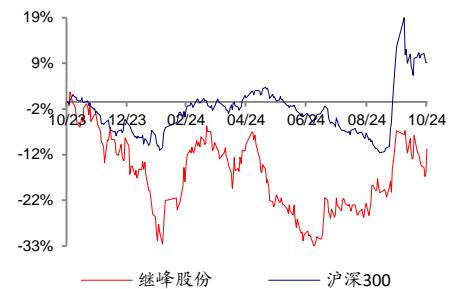
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	17,967	21,571	22,884	27,699	32,228
增长率（%）	6.7	20.1	6.1	21.0	16.3
EBITDA（百万元）	1,047	1,532	1,123	2,083	2,644
归母净利润（百万元）	-1,417	204	-413	802	1,215
增长率（%）	-1221.6	114.4	-302.8	294.0	51.4
EPS（元/股）	-1.27	0.18	-0.33	0.63	0.96
市盈率（x）	-	74.83	-	20.99	13.86
ROE（%）	-41.0	5.0	-10.3	16.7	20.2
EV/EBITDA（x）	21.03	13.41	20.57	11.02	8.30

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	13.30 元
合理价值	15.84 元
前次评级	买入
报告日期	2024-11-01

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：纪成炜



SAC 执证号：S0260518060001



SFC CE No. BOI548



021-38003594

jichengwei@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：

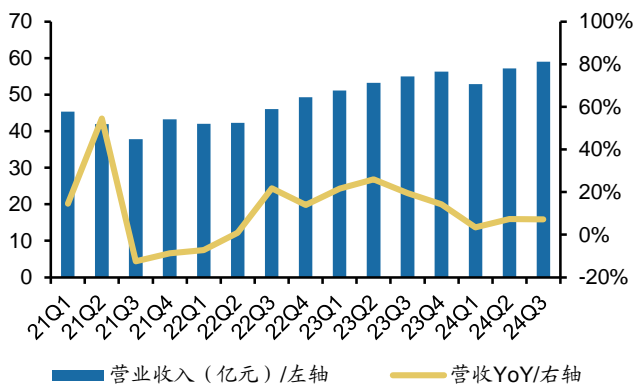
- 继峰股份 (603997.SH) :24 2024-08-15
年上半年乘用车座椅亏损收窄，逐步进入收获期
- 继峰股份 (603997.SH) :23 2024-05-01
年盈利能力改善，座椅全球化序幕或已拉开

请务必阅读末页的免责声明

一、乘用车座椅继续爬坡放量，TMD 公司剥离&裁员补偿等因素影响短期业绩

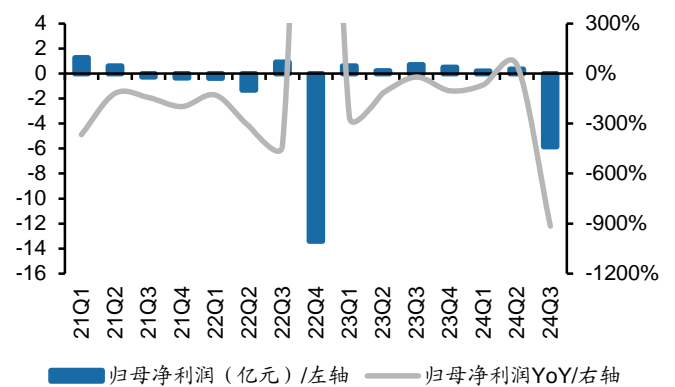
公司发布24年三季报，24年前三季度实现营收169.1亿元，同比+6.1%，归母净利润-5.3亿元。其中，24年第三季度实现营收59.0亿元，同比+7.2%/环比+3.1%；归母净利润-5.9亿元，较去年同期下降6.6亿元。在欧美汽车需求疲软背景下，公司24Q3收入同环比增长主要由于乘用车座椅持续爬坡放量所致；而归母净利润明显下滑主要由于根据24年10月公告，美国TMD公司剥离，计提持有待售资产减值准备2.5亿元，裁员补偿和汇兑等影响下导致期间费用明显提升（24Q3期间费用为11.3亿元，较去年同期增加3.9亿元）。

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

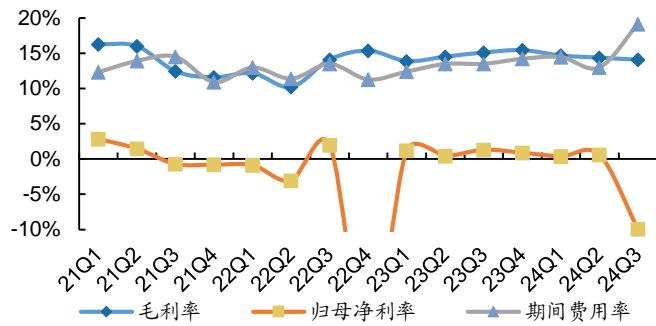


数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

二、24Q3 毛利率同比-1.0pct，期间费用率同比+5.6pct

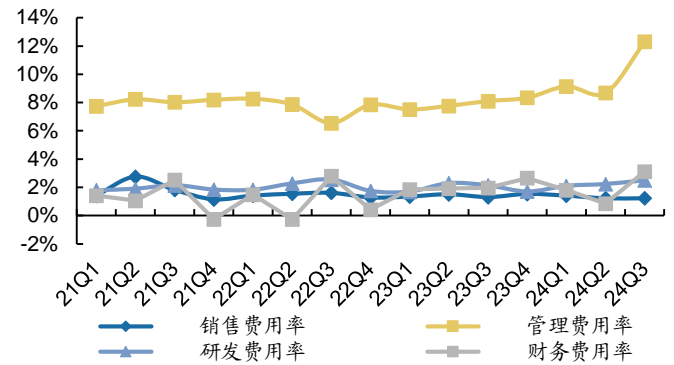
根据24年三季报，公司24年第三季度毛利率、归母净利率分别为14.1%/-9.9%，同比分别为-1.0/-11.2pct；期间费用率19.1%/同比+5.6pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为1.2%/12.3%/2.5%/3.1%，同比-0.1/+4.2/+0.4/+1.2pct，期间费用率增加主要由于裁员费用计提和汇兑等因素影响。

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、剥离 TMD 轻装上阵，乘用车座椅业务加速向上

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9月公告，公司董事会审议通过了《关于格拉默出售美国TMD公司100%股权的议案》，TMD公司23年实现收入18.5亿元，净利润为-2.6亿元，我们认为剥离TMD公司后，将助力格拉默业绩向上。此外，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，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。一方面，由于继峰本部是专注于头枕、扶手等内饰赛道的行业专家，精益管理能力强，随着对格拉默一系列管理举措推动下，格拉默盈利能力改善可期；另一方面，在自主车企快速崛起的电动化+智能化汽车新时代背景下，乘用车座椅迎来了国产化新机遇，公司凭借品牌+资金+精益化管理+研发设计等核心竞争力，进军乘用车座椅行业，打开更广阔的成长空间。

主营产品核心假设：

(1) 商用车座椅/头枕/汽车内饰/扶手等传统产品：考虑TMD公司剥离后，传统产品跟随全球汽车行业波动，整体收入规模保持稳定；毛利率受益于原材料价格回落而逐步回升，尤其格拉默北美地区。

(2) 乘用车座椅新产品：在自主车企崛起时代背景下，乘用车座椅迎来了国产化新机遇，公司凭借品牌+资金+精益化管理+研发设计等核心竞争力，目前已斩获多个订单项目。预计公司2024-2026年乘用车座椅产品实现收入27.8、60.3、89.9亿元。初期受工厂摊销影响，毛利率较低，随着产能利用率逐渐提升，毛利率有望逐渐提升，参考外资乘用车座椅企业毛利率，预计24-26年继峰乘用车座椅产品毛利率分别为14.2%/16.5%/17.5%。

表1: 公司收入拆分及预测

单位: 亿元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
商用车座椅	55.0	59.1	64.9	59.7	60.9	62.1
yoy	28.6%	7.4%	9.8%	-8.0%	2.0%	2.0%
毛利	7.8	8.3	11.0	9.8	10.4	10.7
毛利率	14.2%	14.1%	17.0%	16.5%	17.0%	17.3%
汽车内饰	52.7	60.6	72.8	69.1	76.7	84.4
yoy	-0.6%	15.1%	20.0%	-5.0%	11.0%	10.0%
毛利	5.9	6.1	8.3	7.6	9.2	10.1
毛利率	11.2%	10.0%	11.4%	11.0%	12.0%	12.0%
头枕	40.1	39.7	46.8	47.8	51.1	54.2
yoy	-4.3%	-1.0%	17.8%	2.0%	7.0%	6.0%
毛利	6.1	5.6	7.3	7.4	8.2	8.7
毛利率	15.2%	14.0%	15.6%	15.5%	16.0%	16.0%
座椅扶手	16.2	17.3	21.8	22.4	26.0	29.7
yoy	0.9%	7.0%	25.8%	3.0%	16.0%	14.0%
毛利	2.7	2.9	3.8	3.9	4.7	5.4
毛利率	16.8%	16.7%	17.6%	17.5%	18.0%	18.3%
乘用车座椅			6.6	27.8	60.3	89.9
yoy				325.0%	116.5%	49.3%
毛利				4.0	9.9	15.7
毛利率				14.2%	16.5%	17.5%
营收合计	168.3	179.7	215.7	228.8	277.0	322.3
yoy	7.0%	6.7%	20.1%	6.1%	21.0%	16.3%
毛利合计	23.8	23.5	31.8	33.1	42.8	51.2
毛利率	14.1%	13.1%	14.8%	14.5%	15.5%	15.9%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

可比公司估值: 在汽车内饰零部件领域, 上市公司有岱美股份、新泉股份、松原股份、上海沿浦等。岱美股份主要产品包括遮阳板、头枕、顶棚、扶手等汽车内饰产品; 新泉股份产品主要包括仪表板总成、顶置文件柜总成、门内护板总成、立柱护板总成、流水槽盖板总成和保险杠总成等; 松原股份主要产品包括汽车安全带总成、气囊、方向盘等; 上海沿浦主要产品是乘用车座椅骨架等。与可比公司相比, 公司是是全球乘用车内饰和商用车座椅龙头, 随着并购百年老店格拉默, 一方面随着继峰一系列管理措施赋能下, 格拉默改善可期, 另一方面随着进军乘用车座椅市场有望打开二次成长空间, 我们认为公司具有良好的持续成长能力。

我们预计公司24-26年EPS分别为-0.33/0.63/0.96元/股。可比公司平均估值24-25年PE分别为22.8X、16.9X。考虑到24年公司剥离资产等原因造成资产减值损失计提, 从而将导致亏损。预计剥离亏损资产后, 25年海外格拉默迎来业绩拐点叠加乘用车座椅放量爬坡释放利润弹性, 公司后续年份归母净利润增速明显高于可比公司, 因此我们给予公司较可比公司平均PE更高的估值溢价, 2025年估值25倍PE, 对应合理价值为15.84元/股, 维持“买入”评级。

表2: 可比公司估值 (23年对应年末最后一个交易日收盘价, 24、25年对应2024年11月1日收盘价)

可比公司		每股净收益 (元/股)			PE/倍		
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
603730.SH	岱美股份	0.51	0.53	0.63	28.4	17.7	14.9
603179.SH	新泉股份	1.65	2.13	2.88	30.7	23.0	17.0
300893.SZ	松原股份	0.88	1.29	1.74	33.2	23.9	17.7
605128.SH	上海沿浦	1.14	1.38	2.03	50.9	26.5	18.0

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 新泉股份采用广发预测, 其他可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期

五、风险提示

宏观经济不及预期的风险。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。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,877	8,141	9,293	10,019	10,730	经营活动现金流	1,052	1,648	605	1,659	2,485
货币资金	1,163	1,418	1,600	1,700	1,800	净利润	-1,463	208	-517	823	1,246
应收及预付	2,865	3,904	4,168	4,398	4,630	折旧摊销	766	834	858	928	993
存货	1,825	1,819	1,837	2,053	2,302	营运资金变动	-18	170	-241	74	27
其他流动资产	1,023	1,000	1,689	1,868	1,997	其它	1,767	437	505	-167	219
非流动资产	8,577	9,811	10,178	10,499	10,675	投资活动现金流	-824	-1,222	-1,880	-1,372	-1,275
长期股权投资	11	10	12	15	18	资本支出	-833	-1,254	-1,252	-1,276	-1,191
固定资产	3,504	3,862	4,204	4,506	4,662	投资变动	940	211	-609	-100	-88
在建工程	434	630	600	560	512	其他	-931	-179	-19	3	4
无形资产	1,118	1,127	1,101	1,076	1,057	筹资活动现金流	-398	-281	1,456	-186	-1,110
其他长期资产	3,511	4,183	4,260	4,342	4,425	银行借款	423	-218	1,542	-42	-920
资产总计	15,454	17,952	19,471	20,519	21,405	股权融资	1	64	105	0	0
流动负债	6,884	9,360	9,574	10,242	10,380	其他	-823	-126	-191	-145	-190
短期借款	2,135	2,428	2,470	2,528	2,108	现金净增加额	-243	199	182	100	100
应付及预收	2,882	4,278	4,327	4,773	5,214	期初现金余额	1,393	1,150	1,418	1,600	1,700
其他流动负债	1,867	2,654	2,777	2,941	3,058	期末现金余额	1,150	1,349	1,600	1,700	1,800
非流动负债	4,794	4,137	5,637	5,193	4,696						
长期借款	2,557	2,046	3,546	3,446	2,946						
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						
负债合计	11,678	13,496	15,210	15,435	15,076						
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	-917	-114	1,100						
归属母公司股东权益	3,455	4,101	4,010	4,812	6,027						
少数股东权益	320	355	251	272	303						
负债和股东权益	15,454	17,952	19,471	20,519	21,405						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	17,967	21,571	22,884	27,699	32,228
营业成本	15,616	18,389	19,569	23,417	27,109
营业税金及附加	48	55	71	72	84
销售费用	262	308	302	355	387
管理费用	1,368	1,713	2,174	2,188	2,417
研发费用	376	422	503	512	580
财务费用	200	454	371	207	192
资产减值损失	-1,567	-31	-275	-35	-33
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	-1	-23	1	3
营业利润	-1,444	286	-399	959	1,465
营业外收支	9	3	1	-2	1
利润总额	-1,435	289	-398	957	1,466
所得税	28	81	119	134	220
净利润	-1,463	208	-517	823	1,246
少数股东损益	-45	4	-103	21	31
归属母公司净利润	-1,417	204	-413	802	1,215
EBITDA	1,047	1,532	1,123	2,083	2,644
EPS (元)	-1.27	0.18	-0.33	0.63	0.96

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	6.7%	20.1%	6.1%	21.0%	16.3%
营业利润增长	-945.6%	119.8%	-239.4%	340.6%	52.8%
归母净利润增长	-1221.	114.4%	-302.8%	294.0%	51.4%
获利能力					
毛利率	13.1%	14.8%	14.5%	15.5%	15.9%
净利率	-8.1%	1.0%	-2.3%	3.0%	3.9%
ROE	-41.0%	5.0%	-10.3%	16.7%	20.2%
ROIC	2.9%	4.7%	2.8%	7.7%	10.6%
偿债能力					
资产负债率	75.6%	75.2%	78.1%	75.2%	70.4%
净负债比率	309.3%	302.9%	357.0%	303.6%	238.2%
流动比率	1.00	0.87	0.97	0.98	1.03
速动比率	0.65	0.62	0.71	0.71	0.75
营运能力					
总资产周转率	1.16	1.20	1.18	1.35	1.51
应收账款周转率	6.80	5.93	5.89	6.76	7.45
存货周转率	9.85	11.86	12.46	13.49	14.00
每股指标 (元)					
每股收益	-1.27	0.18	-0.33	0.63	0.96
每股经营现金流	0.94	1.42	0.48	1.31	1.96
每股净资产	3.09	3.53	3.17	3.80	4.76
估值比率					
P/E	-	74.83	-	20.99	13.86
P/B	4.94	3.81	4.20	3.50	2.79
EV/EBITDA	21.03	13.41	20.57	11.02	8.30

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。
- 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（以下均简称“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。