

海外并购整合 这次不一样

——继峰股份 (603997.SH)

汽车/汽车零部件


申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

海外并购营收翻9倍，成全球乘用车头枕及商用车座椅龙头。2019年继峰股份以“白衣骑士”身份完成对格拉默的并购，交易对价37.54亿元，继峰股份成为全球乘用车头枕、商用车座椅龙头，并表后公司营收由20亿元增长至180亿元，营收规模进入中国汽车零部件上市公司前十，仅次于福耀玻璃。

格拉默客户资源优质，营收稳健增长。格拉默头枕、商用车座椅等主打中高端，在全球范围内市场份额领先，其乘用车产品主要配套德系：大众、戴姆勒、宝马，美系：菲亚特克莱斯勒、通用、福特，客户资源优质，2015-2019营收CAGR9.2%。继峰股份有望依托格拉默全球销售渠道，开启海外发展战略。

整合顺利推进，盈利能力显著提升。格拉默2019年营收约160亿元，但因原材料自制率低、管理不善等原因，毛利率仅为11%，低于行业平均水平。继峰股份与格拉默同业竞争合作20年，深刻洞悉格拉默“国企病”的根源，2020年初继峰开始推进对格拉默的整合，措施及整合效果如下：

- ◆ **整合的机制保障：**调整格拉默监事会成员、更换CEO、CFO、COO，增强对格拉默的影响力，并在与管理层及工会达成一致意见后开启整合措施；
- ◆ **整合顺利推进：**截至2020Q3，格拉默累计裁员1236人，裁员比例8%，其他如关闭低效工厂、降低管理费用、提高原材料自制率等措施同步推行；
- ◆ **整合效果：**2020Q3，格拉默经营性EBIT为4.9%，毛利率为12.84%，同比分别提升3.1pct、2.88pct，已达历史同期最高水平，整合效果显现。

继峰股份2019年毛利率为15.58%，随着整合措施的持续深入，我们预测公司2020-2022年毛利率分别为13.72%/17.09%/18.28%，盈利能力逐步提升。

未来增长在中国。乘用车方面：继峰头枕产品国内市占率达25%，在引入格拉默中控产品后单车价值量提升160%，营收有望大幅增长；商用车方面：格拉默座椅受卡车司机普遍好评，降本后产品力凸显，2020年在手订单充裕，格拉默亦在同步扩充产能，其市场份额将获得显著提升。

投资建议:

预计公司2020~2022年的营业收入分别为152.72亿元、173.16亿元和187.79亿元，归属于上市公司股东净利润分别为-2.08亿元、5.43亿元和7.31亿元，每股收益分别为-0.20元、0.53元和0.72元。可比公司2021年平均PE为24.64，给予继峰股份2021年20倍PE，对应股价为10.60元，首次覆盖公司，给予“买入”评级。

风险提示：海外疫情控制不及预期、新冠疫苗效果不及预期、继峰股份整合效果不及预期、汇兑风险。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,151.35	18,001.26	15,272.42	17,316.14	18,779.90
增长率(%)	13.11%	736.74%	-15.16%	13.38%	8.45%
归母净利润(百万元)	302.39	297.70	-208.17	543.12	731.02
增长率(%)	3.26%	-1.55%	-169.93%	-	34.60%
净资产收益率(%)	16.18%	6.58%	-4.86%	11.92%	14.98%
每股收益(元)	0.48	0.29	-0.20	0.53	0.72
PE	15.15	25.07	-35.67	13.67	10.16
PB	2.49	1.64	1.73	1.63	1.52

资料来源：公司财报、申港证券研究所

敬请参阅最后一页免责声明

评级

买入(首次)

2021年01月15日

曹旭特

分析师

SAC执业证书编号：S1660519040001

郭涛

研究助理

guotao@shgsec.com

S1660120080029

交易数据

时间 2021.01.14

总市值/流通市值(亿元)	75.37/57.61
总股本(万股)	102,124.96
资产负债率(%)	75.45
每股净资产(元)	3.91
收盘价(元)	7.38
一年内最低价/最高价(元)	6.3/12.45

公司股价表现走势图



资料来源：申港证券研究所

证券研究报告

内容目录

1. 海外并购 成为全球座椅头枕龙头	4
1.1 “白衣骑士”并购格拉默	4
1.2 宁波继峰：自主龙头 业绩稳健增长	5
1.3 格拉默：全球龙头 盈利有待提升	7
1.4 继峰股份：成全球跨国经营集团	10
2. 整合顺利推进 盈利能力显著提升	12
2.1 整合顺利推进	12
2.2 多举措并行降成本	14
2.3 协同提升市场份额	14
2.4 整合效果显现 盈利能力提升	15
3. 发力中国市场 商乘并举提升市场份额	16
3.1 中国商用车规模大 座椅市场空间广阔	16
3.2 格拉默是全球座椅强者 但中国市场份额较低	17
3.3 降本增效提升产品力 份额有望快速提升	18
3.4 乘用车产品梯次协同 单车价值量上升	19
4. 重卡座舱消费升级 打开长期成长空间	19
5. 盈利预测与估值	21
5.1 关键假设	21
5.2 可比公司估值	22
5.3 盈利预测	22
6. 风险提示	22

图表目录

图 1：继峰股份收购格拉默流程	4
图 2：收购前格拉默股权结构	4
图 3：收购后格拉默股权结构	4
图 4：宁波继峰主营产品	5
图 5：宁波继峰 2018 年营收结构	5
图 6：宁波继峰座椅扶手、座椅头枕销量及市场份额	5
图 7：宁波继峰主要客户	6
图 8：公司营收、归母净利润及同比增速（亿元，%）	6
图 9：公司毛利率和净利率（%）	6
图 10：公司产品加工流程	7
图 11：公司产品成本结构	7
图 12：格拉默主要产品	7
图 13：格拉默 2019 年营收结构	7
图 14：格拉默客户结构	8
图 15：格拉默座椅头枕和商用车座椅市场份额排名	8
图 16：格拉默全球业务分布	8
图 17：格拉默营收及同比增速（亿欧元，%）	8
图 18：格拉默净利润及同比增速（亿欧元，%）	8
图 19：格拉默毛利率和净利率（%）	9
图 20：格拉默营收及同比增速（亿欧元，%）	9

图 21: 格拉默净利及同比增速 (亿欧元, %)	9
图 22: 格拉默 2020Q3 三大地区销售收入 (百万欧元)	9
图 23: 欧洲月度汽车销量 (辆)	10
图 24: 继峰股份营业收入 (亿元)	11
图 25: 继峰营收进入中国汽车零部件上市公司前十 (亿元)	11
图 26: 继峰股份国内外营收结构 (%)	11
图 27: 继峰股份归母净利 (亿元)	11
图 28: 继峰股份毛利率及净利率 (%)	11
图 29: 继峰股份全球基地分布	12
图 30: 格拉默员工结构	14
图 31: 格拉默裁员后员工人数下降	14
图 32: 继峰股份与格拉默协同效应	15
图 33: 格拉默毛利率和净利率 (%)	15
图 34: 格拉默经营性 EBIT margin 和 EBIT margin (%)	15
图 35: 格拉默经营性 EBIT 和净利润 (百万欧元)	16
图 36: 中国重卡销量及同比增速 (万辆, %)	16
图 37: 中国主要重卡整车厂市场份额 (%)	16
图 38: 格拉默 2019 年中国地区营收结构 (亿元)	17
图 39: 中国干线卡车司机年龄分布	18
图 40: 一汽解放 J6 司机改装格拉默座椅	18
图 41: 一汽解放旗舰车型 J7 标配格拉默座椅	18
图 42: 2017 年格拉默和陕汽成立合资公司	19
图 43: 2019 年格拉默和一汽富晟成立合资公司	19
图 44: 三一重卡的大空间座舱	20
图 45: 格拉默设计: 折叠副驾座椅提供活动空间	21
图 46: 格拉默设计: 折叠卧铺后便捷使用微波炉、餐桌等	21
表 1: 各国疫苗接种进度	10
表 2: 格拉默监事会成员	13
表 3: 格拉默董事会成员	13
表 4: 中国商用车及重卡主驾座椅市场规模	17
表 5: 继峰集团产品价格及单车价值量 (元)	19
表 6: 可比公司盈利预测与估值情况 (截止 2020.12.22)	22
表 7: 公司盈利预测表	23

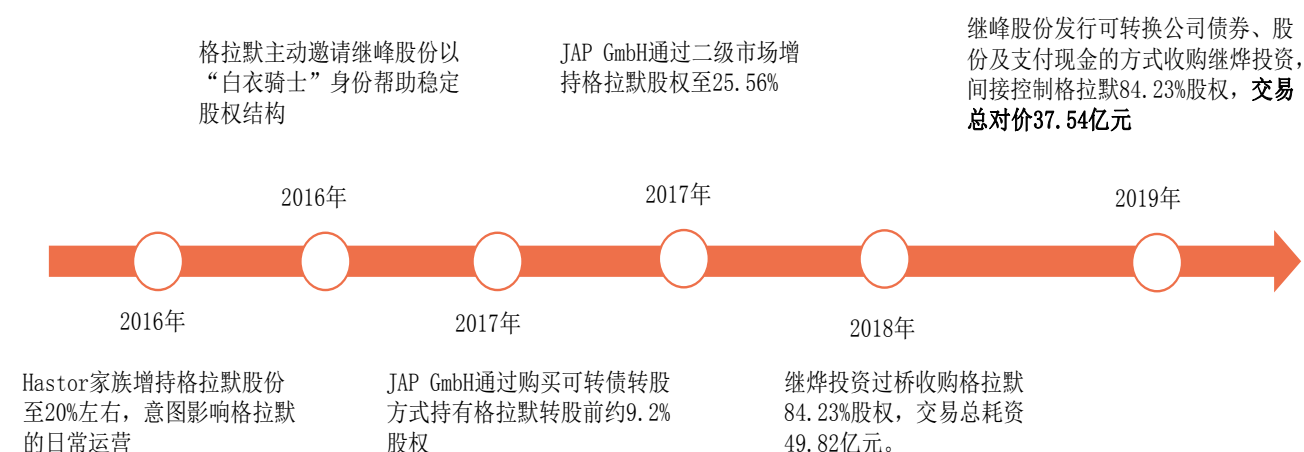
1. 海外并购 成为全球座椅头枕龙头

1.1 “白衣骑士”并购格拉默

遭遇恶意增持，“白衣骑士”救场。2016年Hastor家族逐步增持格拉默股份至20%左右，并试图对格拉默日常经营施加重大影响，因Hastor家族旗下的其他企业与格拉默的重大客户大众、戴姆勒等有重大诉讼纠纷，格拉默为避免经营风险，主动邀请继峰股份以“白衣骑士”身份帮助稳定股权结构。

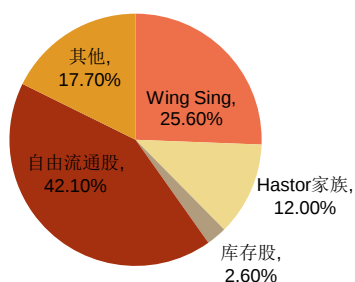
成为格拉默单一大股东，2019年Q4实现并表。2017年继峰股份控股股东Wing Sing的孙公司JAP GmbH通过认购可转债并转股方式，持有格拉默转股前约9.2%股权。2018年公司控股股东控制的主体东证继涵及其他财务投资者，通过子公司继烨投资要约收购格拉默84.23%股权，交易总耗资为49.82亿元。2019年8月，公司公告拟发行可转换公司债券、股份及支付现金方式，收购继烨投资，间接控制格拉默84.23%股权，成为格拉默单一大股东，交易对价37.54亿元，2019年Q4继峰股份实现对格拉默的并表。

图1：继峰股份收购格拉默流程



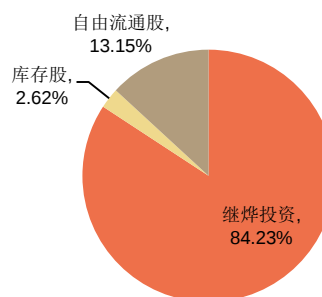
资料来源：公司公告，申港证券研究所

图2：收购前格拉默股权结构



资料来源：格拉默官网，申港证券研究所

图3：收购后格拉默股权结构

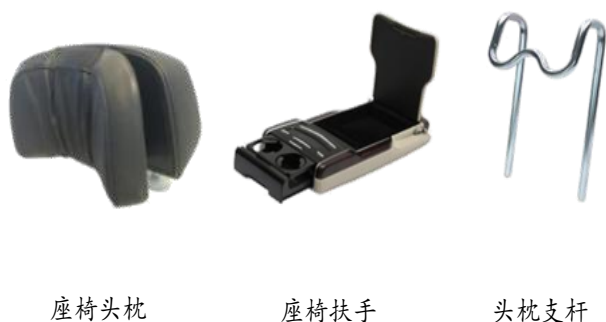


资料来源：格拉默官网，申港证券研究所

1.2 宁波继峰：自主龙头 业绩稳健增长

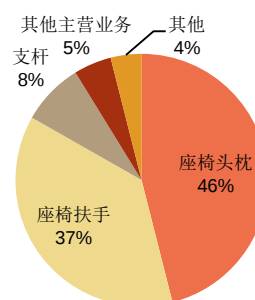
继峰股份 1996 年成立，2011 年被认定为国家高新技术企业，在收购格拉默之前（以下以宁波继峰代称），主营业务为乘用车座椅头枕、座椅扶手和头枕支杆，2018 年三款产品的营收占比分别为 46%、37%、8%。

图4：宁波继峰主营产品



资料来源：公司公告，申港证券研究所

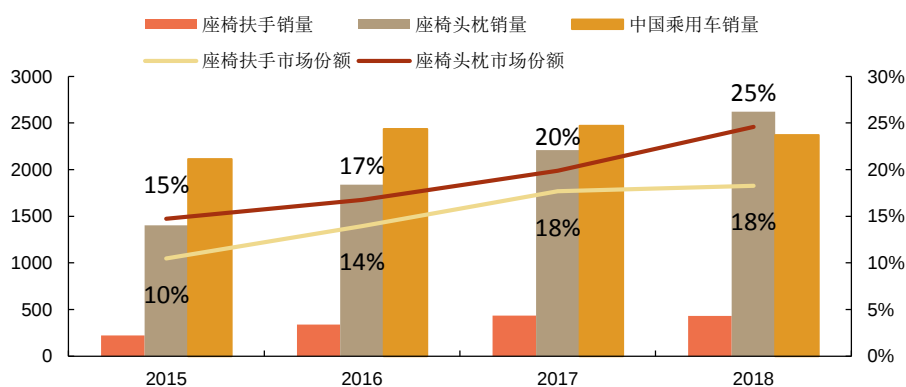
图5：宁波继峰 2018 年营收结构



资料来源：公司公告，申港证券研究所

国内座椅头枕龙头，市场份额持续提升。2015-2018 年，宁波继峰座椅头枕和座椅扶手的出货量持续提升，根据继峰股份招股说明书的测算方式，假设每辆乘用车平均使用座椅头枕 4.5 个，使用座椅扶手 1 个，计算得到其座椅头枕和座椅扶手在中国的市场份额分别从 2015 年的 15%、10% 提升至 2018 年的 25%、18%，宁波继峰产品销量增速远大于乘用车销量增速，已发展成为国内座椅头枕的龙头企业。

图6：宁波继峰座椅扶手、座椅头枕销量及市场份额



资料来源：公司公告，中汽协，申港证券研究所

客户优质、数量众多。公司的头枕、扶手、支杆同时配套 OEM 和 Tier1 供应商，其中 OEM 客户涵盖**豪华品牌**：保时捷、宝马、戴姆勒等，**合资品牌**：一汽大众、华晨宝马、本田、丰田等，**自主品牌**：长城、吉利、一汽轿车等，**造车新势力**：蔚来、理想、小鹏等，**Tier1 客户**涵盖安道拓、李尔集团、弗吉亚、麦格纳、丰田纺织等国际知名座椅厂商。

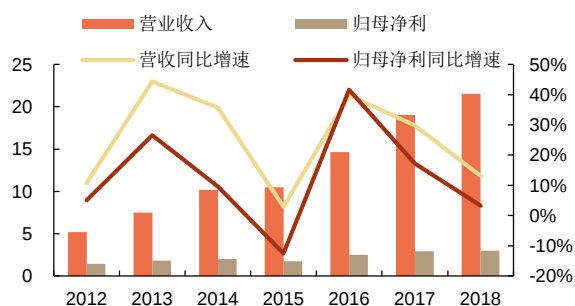
图7：宁波继峰主要客户



资料来源：公司公告，申港证券研究所

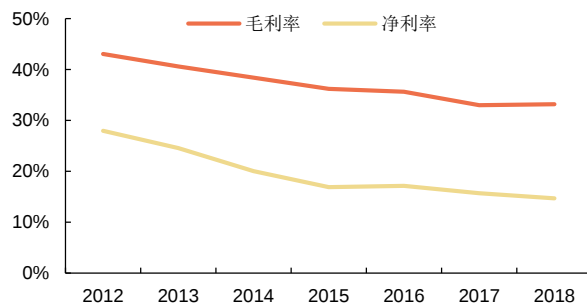
营收增长快，盈利能力强。宁波继峰的营业收入及归母净利润分别从2012年的5.2亿元、1.45亿元提升至2018年的21.5亿元、3.02亿元，年均复合增长率分别为26.7%、13%，营收及归母净利润持续高速增长。公司的毛利率和净利率在2012-2015年间由高位有所下滑，但近年来已基本稳定在33%、15%，依然处于行业较高水平。公司毛利率下滑的原因主要系产品降价、客户结构改变所致。

图8：公司营收、归母净利润及同比增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

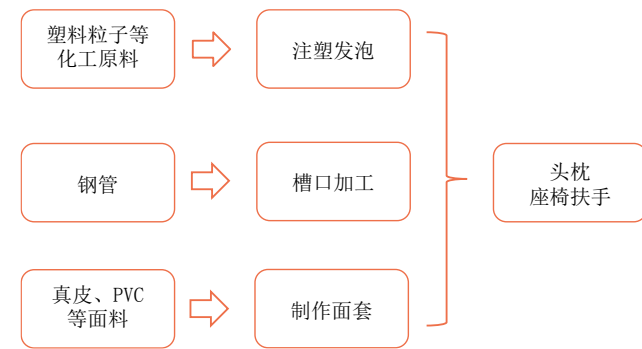
图9：公司毛利率和净利率（%）



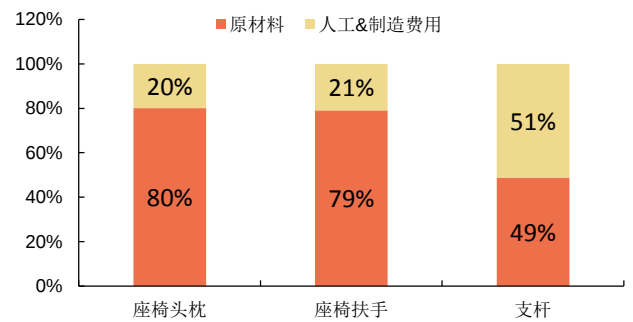
资料来源：公司公告，申港证券研究所

公司产品高毛利的原因：产业链整合+技术优势。

- ◆ **产业链整合提高自制率。**公司核心产品座椅头枕、座椅扶手的生产成本中原材料成本占据80%，为降低生产成本，1) 公司研发了先进的发泡工艺和配方技术，可根据客户要求自行配制头枕泡沫配方，原材料采购灵活，采购价格较低；2) 公司自建模具厂，实现头枕支杆、座椅扶手骨架、钣金件生产等所需模具的自主设计和制造，并通过模具标准化技术，降低模具生产、更换和维修的成本。公司较高的原材料自制率及模具自给，使公司具备生产成本上的优势。
- ◆ **技术优势提高议价权。**公司拥有行业领先的头枕支杆槽口加工技术和慢回弹泡沫配方工艺。1) 头枕支杆槽口加工方面，公司自主研发了多槽口加工、连续弯曲薄壁加工等工艺，能够在满足抗冲击和安全锁止要求的同时，使头枕支杆壁厚减少三分之一以上，达到轻量化目的，产品远销欧美地区；2) 发泡技术上，公司研发了PIP发泡工艺，并成功应用于新天籁和奥迪等高档车型的头枕项目；3) 2011年，公司研发了慢回弹泡沫配方，能够使头枕在发生碰撞时瞬间吸收大量冲击能，减少乘员受到的伤害，公司凭此进入了丰田汽车的座椅头枕配套体系。

图10：公司产品加工流程


资料来源：公司公告，申港证券研究所

图11：公司产品成本结构


资料来源：公司公告，申港证券研究所

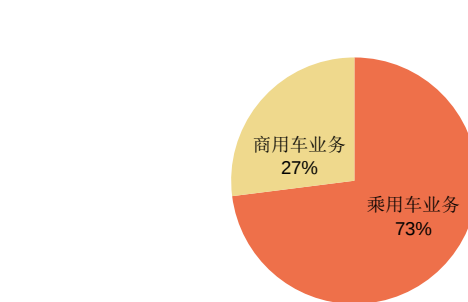
1.3 格拉默：全球龙头 盈利有待提升

格拉默 (Grammer) 是德国汽车零部件上市公司，同时在法兰克福证券交易所和慕尼黑证券交易所交易。格拉默总部设立在德国安贝格，经过多年发展，格拉默已成为一家覆盖全球市场的跨国集团。

格拉默业务分为乘用车业务和商用车业务两部分，2019 年营收贡献分别为 73%、27%。在乘用车业务领域，格拉默主要为定位于高端市场的主机厂和一级供应商提供头枕、扶手、中控系统、功能塑料件及内饰件等产品。在商用车领域，格拉默已成为商用车座椅标准制定者，在全球范围内面向农业、建筑机械、叉车、卡车、公共汽车、火车等开发并生产相应的驾驶员座椅和乘客座椅。

图12：格拉默主要产品

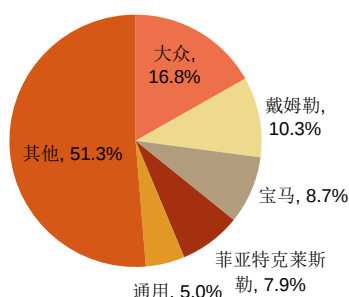

资料来源：格拉默官网，申港证券研究所

图13：格拉默 2019 年营收结构


资料来源：格拉默官网，申港证券研究所

客户以德系、美系为主，市场份额全球领先。格拉默乘用车业务的终端客户主要是德国三大主机厂大众、戴姆勒和宝马，及美系三大主机厂菲亚特克莱斯勒、通用和福特。市场份额方面，乘用车头枕业务在欧洲排名第一、美国排名第二、中国排名第三；商用车座椅（主要卡车及公交车座椅）在欧洲排名第一、美国排名第三、中国排名第五，其中商用车座椅中的非道路车辆座椅在欧洲市占率高达 95%，格拉默在乘用车和商用车领域的市场份额全球领先。

图14: 格拉默客户结构



资料来源: 格拉默官网, 申港证券研究所

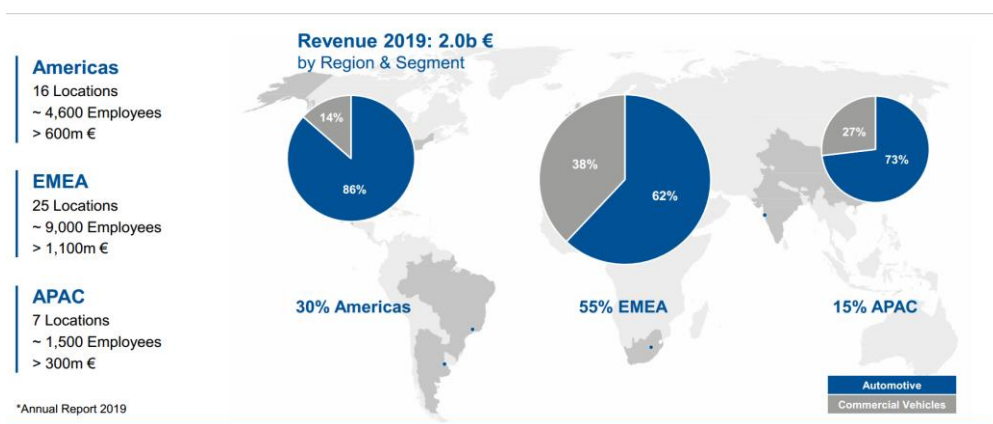
图15: 格拉默座椅头枕和商用车座椅市场份额排名



资料来源: 格拉默官网, 申港证券研究所

格拉默全球业务分为 EMEA (欧洲、中东、非洲)、北美、亚太三大板块, 2019 年各版块营收贡献分别为 55%、30%、15%。其中 EMEA 是格拉默业务的核心区域, 2019 年该地区销售收入为 11 亿欧元, 拥有员工 9000 人, 基地 25 座; 北美区销售收入 6 亿欧元, 拥有员工 4600 人, 基地 16 座; 亚太地区销售收入 3 亿欧元, 拥有员工 1500 人, 基地 7 座。

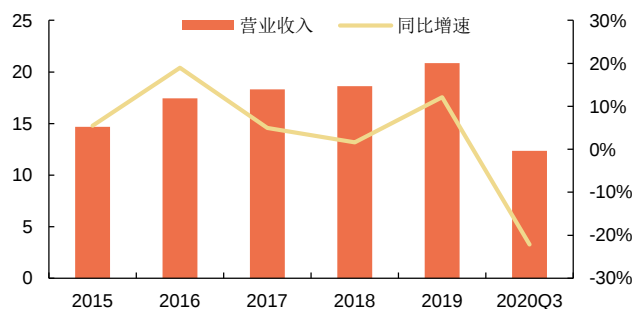
图16: 格拉默全球业务分布



资料来源: 格拉默公告, 申港证券研究所

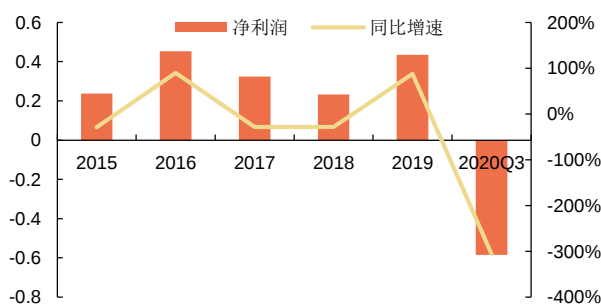
营收稳定增长, 盈利有待提升。格拉默在全球化经营下营业收入稳定增长, 2015-2019 年 CAGR 为 9.2%, 2019 年营业收入 20.9 亿欧元。格拉默的毛利率和净利率水平较低, 分别约为 11%、2%, 主要系格拉默产品自制率低, 人工成本高及公司管理不善所致, 相比于宁波继峰, 格拉默在盈利能力上有着较大的改善空间。

图17: 格拉默营收及同比增速 (亿欧元, %)



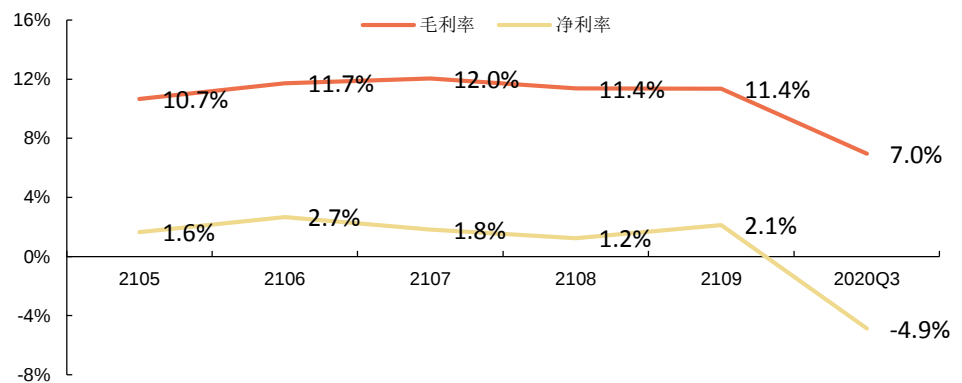
资料来源: 格拉默官网, 申港证券研究所

图18: 格拉默净利润及同比增速 (亿欧元, %)



资料来源: 格拉默官网, 申港证券研究所

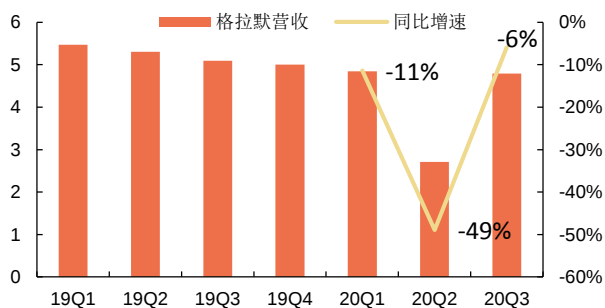
图19: 格拉默毛利率和净利率 (%)



资料来源: 格拉默官网, 申港证券研究所

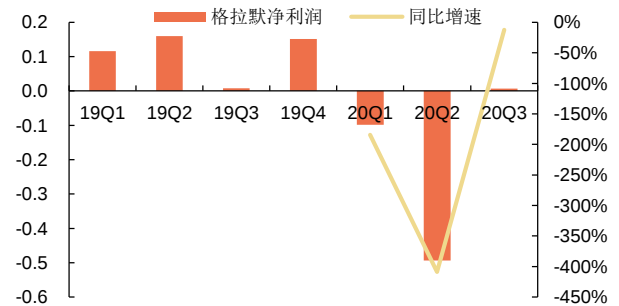
至暗时期已过, Q3 经营恢复正常。2020 年 H1 受疫情影响, 格拉默营收和净利大幅下滑, 其中 Q2 营收同比下滑 49%, 净利润同比下滑 409%。Q2 净利润亏损 4940 万欧元, 主要原因是营收下降, 次要原因是公司计提了存货跌价准备 1280 万欧元、转销资产减值准备 188 万欧元、信用减值准备 188 万欧元, 亏损幅度加大。Q3 以来, 欧美疫情影响弱化, 汽车消费逐步恢复, 格拉默营收降幅已收窄至 6%, 净利润也基本恢复至 19 年同期。分地区看, 三季度 EMEA 地区营收下滑 15%, 北美地区基本恢复至 19 年同期水平, 亚太地区同比增长 10%。

图20: 格拉默营收及同比增速 (亿欧元, %)



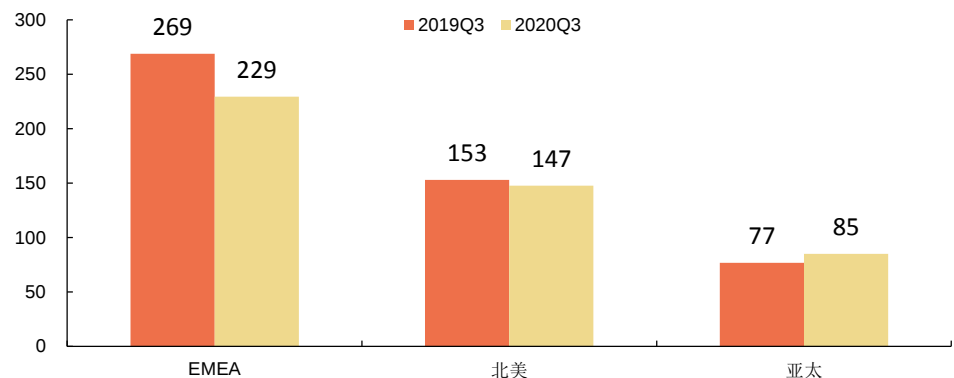
资料来源: 格拉默官网, 申港证券研究所

图21: 格拉默净利及同比增速 (亿欧元, %)



资料来源: 格拉默官网, 申港证券研究所

图22: 格拉默 2020Q3 三大地区销售收入 (百万欧元)

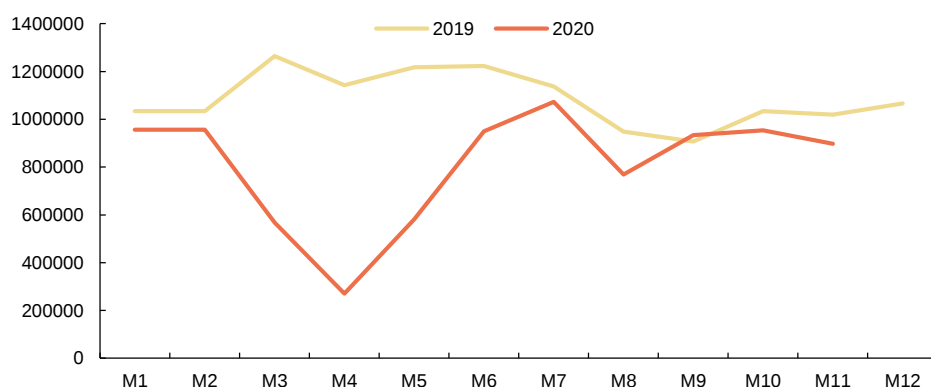


资料来源: 格拉默官网, 申港证券研究所

11月欧洲二次封城，汽车销量再次下滑。2020年秋冬以来，欧洲疫情再次蔓延，德国、法国、爱尔兰、意大利等十二个欧洲国家为遏制疫情，于11月份陆续宣布了“封锁”令，受此影响欧洲11月份新车注册量同比下滑12%。

各国陆续开始接种疫苗，海外车市向好预期变强。海外国家中英国和美国已分别于12月上旬开始接种疫苗，欧盟12月22日通过疫苗评审，27日各国一致开始疫苗接种，中国也已在分批对高危人群进行疫苗接种，截至2021年1月初，中美两国疫苗接种均已超过900万剂次。随着疫苗接种人数的增多，欧洲封锁措施将逐步解除，海外车市复苏可期。

图23：欧洲月度汽车销量（辆）



资料来源：ACEA，申港证券研究所

表1：各国疫苗接种进度

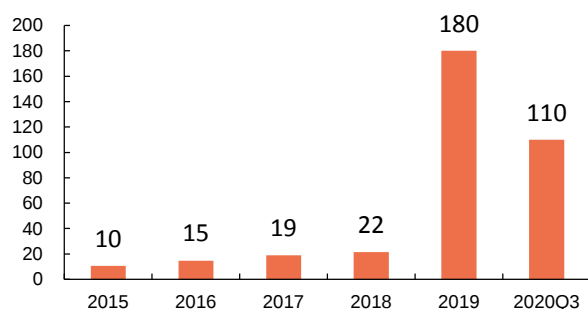
国家	开始接种时间	疫苗接种情况
英国	2020.12.08	截至2021年1月12日，超220万人完成第一剂接种
欧盟	2020.12.27	欧盟各国12月27日同步启动疫苗接种
美国	2020.12.11	截至2021年1月13日，接种总数达927万剂
中国		截至1月9日，已累计接种900多万剂次，按人群逐步接种

资料来源：新华社，北京日报，申港证券研究所

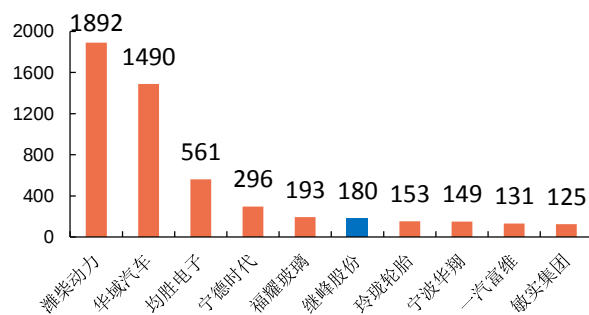
1.4 继峰股份：成全球跨国经营集团

2019年总营收180亿，海外营收占比79%。2019年继峰股份并表格拉默后，营业收入由2018年的21亿元增长到180亿元，营收规模进入中国汽车零部件上市公司前十，仅次于福耀玻璃，继峰股份营收中海外营收142亿元，占比79%，国内营收38亿元，占比21%。

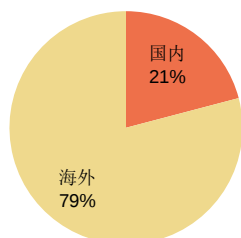
2019年并表后归母净利润未有明显增长，主因重组费用及德国继峰分公司亏损所致，2020年德国继峰欧洲订单逐步上量，预计年内可实现扭亏为盈。2020年Q1-Q3因疫情影响、重组费用计提、资产减值准备等原因，累计亏损2.94亿元。

图24： 继峰股份营业收入（亿元）


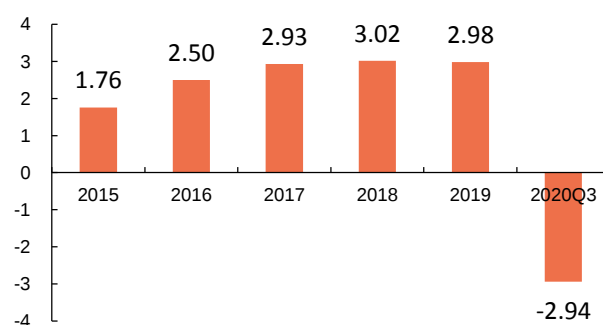
资料来源：公司公告，申港证券研究所

图25： 继峰营收进入中国汽车零部件上市公司前十（亿元）


资料来源：wind，申港证券研究所

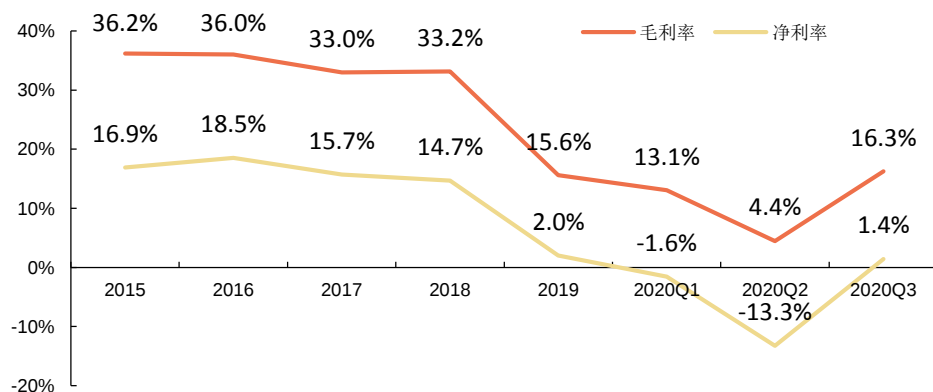
图26： 继峰股份国内外营收结构（%）


资料来源：公司公告，申港证券研究所

图27： 继峰股份归母净利（亿元）


资料来源：公司公告，申港证券研究所

并表后毛利率、净利率较低，2020Q3 疫情影响减弱后整合效果显现。宁波继峰毛利率约为 33%，远高于格拉默 11% 的毛利率，并表后继峰股份毛利率降为 15.6%。2020 年继峰股份逐步推进对格拉默的整合措施，Q3 疫情影响减弱后整合效果显现，毛利率达到 16.3% 高位，超越 2019 年同期水平，相比于宁波继峰 33% 的毛利水平，格拉默盈利能力依然有较大提升空间。

图28： 继峰股份毛利率及净利率（%）


资料来源：公司公告，申港证券研究所

继峰股份成全球跨国经营集团。继峰股份在并购格拉默后，在全球范围内共有 44

座基地，其中总部 1 座、研发中心 14 座，制造中心及子公司 40 座，主要分布在欧洲、亚洲、美洲地区。继峰股份客户涵盖德系、美系、国内合资、国内自主等主流整车厂商，业务涵盖乘用车和商用车，继峰股份已成为全球跨国经营集团。

图29：继峰股份全球基地分布



资料来源：公司官网，申港证券研究所

2. 整合顺利推进 盈利能力显著提升

格拉默业务与继峰股份较为相似，全球化经营下营收规模庞大，但毛利率水平在 11% 左右，显著低于继峰股份 33% 的毛利率，我们认为格拉默毛利率低的原因有以下几个方面：

- ◆ **产品自制率低。**格拉默虽然生产规模庞大，但原材料自制率较低，生产头枕、座椅所使用的发泡，加工支杆、钣金所用的模具等都直接向供应商采购，原材料成本较高；
- ◆ **人工成本高。**头枕、汽车内饰件、座椅等产品属于人员密集型行业，格拉默在 2019 年底拥有员工 15500 人，且主要分布在欧洲和美洲地区，欧美较高的人力成本亦对格拉默毛利率有一定影响；
- ◆ **股权分散，运营效率低。**格拉默在被收购以前股权结构分散，单一大股东最高持股比例不超过 5%，属于管理层实际控制型企业，过度分散的股权结构导致格拉默对盈利性要求不高，运营效率较低。

继峰股份收购格拉默后，与格拉默管理层达成一致，计划对公司进行深度整合，通过降本增效等措施提升格拉默盈利能力。

2.1 整合顺利推进

德国公司的监事会结构：监事会是董事会的上级，在公司内拥有较高权利。德国公司设股东大会、监事会和董事会三个机关，股东大会选举产生监事会，监事会任命董事会成员，监督董事会执行业务，监事会的具体职权包括：

- ◆ 董事会成员的任免权，并决定其薪酬；
- ◆ 财务监督权和业务监督权；

- ◆ 特定交易的批准权；
- ◆ 临时股东大会的召集权。

格拉默的监事会由 12 名成员组成，其中股东代表监事和职工代表监事各 6 名。继峰股份间接持有格拉默 84.23% 的股份，有权决定所有股东代表监事的人选。

调整监事会、董事会成员。继峰股份 19 年完成对格拉默的并购后，对监事会和董事会成员进行了调整，监事会成员中有 7 名在 2019-2020 年间进行了更换，董事会 3 名成员在 2019 年进行了更换，其中 CEO Thorsten Seehars 和 CFO Jurate Keblyte 都于 2019 年 8 月从外部公司聘入，COO Jens Öhlenschläger 于 2019 年 1 月从格拉默中控事业部调入。继峰股份通过调整格拉默监事会、董事会成员，增强了对格拉默的影响力，有利于整合措施的顺利推进。

表2：格拉默监事会成员

职位	姓名	任职日期
股东代表监事	ALFRED WEBER	2020.07
职工代表监事	HORST OTT	2012.07
职工代表监事	ANDREA ELSNER	2015.05
职工代表监事	ANTJE WAGNER	2019.09
股东代表监事	DR.-ING. PING HE	2020.07
职工代表监事	MARTIN HEISS	2015.05
股东代表监事	GABRIELE SONS	2020.07
职工代表监事	KLAUS BAUER	2020.09
股东代表监事	PROF. DR.-ING. BIRGIT VOGEL-HEUS	2017.07
股东代表监事	DR. PETER MERTEN,	2015.05
职工代表监事	PETER KERN	2020.07
股东代表监事	DIPL.-ING. JÜRGEN KOSTANJEVEC	2020.17

资料来源：格拉默官网，申港证券研究所

表3：格拉默董事会成员

姓名	日期	履历
	2019.08-至今	格拉默 CEO
CEO	2015-2019	Knorr-Bremse 商用车公司管理委员会成员
Thorsten Seehars	2000-2015	博格华纳公司
	2001-2005	博格华纳 增压器系统亚洲区销售与技术总监
	2019.08-至今	格拉默 CFO
CFO	2018-2019	Baltics Yachts OY Ab Ltd. 首席财务和运营官
Jurate Keblyte	2010-2017	库卡股份公司
	2019.01-至今	格拉默 COO
COO	2015-2018	格拉默中控台与扶手事业部总裁
Jens Öhlenschläger	2012-2015	高田全球方向盘运营部副总裁

资料来源：格拉默官网，申港证券研究所

成立协同合作委员会，参与格拉默的日常经营。继峰股份和格拉默成立了协同合作委员会，其成员包括双方公司的董事会成员、各业务版块的管理人员、协同合作项目相关的管理人员等。通过协同合作委员会，继峰股份能够充分了解和参与格拉默

的日常经营，有效推进全球化采购、合资合作等在内的所有协同合作项目。

全球组织架构调整。2020 年 4 月，格拉默调整了内部组织架构，乘用车 4 个产品部门合并为乘用车部门，格拉默将以乘用车和商用车两大业务部门面对客户，以更好满足全球客户需求。同时格拉默划分了 EMEA、美洲、亚太三个主要经营区域，重新任命亚太区、美洲区总经理，给予三个业务板块更高的自主决策权，财务独立核算，激发区域组织的能动性。

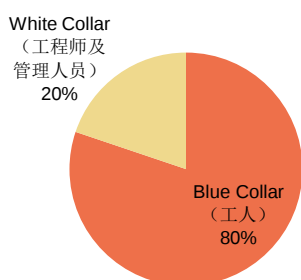
2.2 多举措并行降成本

联合采购落地，降低采购成本。2020 年 3 月，继峰股份与格拉默签订了联合采购协议，通过规模效应和产业链协同降低继峰股份与格拉默的采购成本，提升毛利率水平。公司预计在未来几年，联合采购将为双方节约数百万美元的采购成本。

继峰自制的原材料共享。1) 继峰股份掌握泡沫配方，可以自行配比发泡，与格拉默共享原料配方可以显著降低格拉默原材料成本；2) 境外注塑模具存在较大成本差异，继峰股份具备模具的设计和制造能力，格拉默采购价格较高的模具将由继峰股份提供；3) 继峰股份的支杆具备轻量化和成本优势，过去已在部分项目上为格拉默进行全球供应，后续将逐步扩大内供规模，降低采购成本。可以预计，在未来几年中随着格拉默原材料自给率的提升，其生产成本将逐步下降，利润亦将得到释放。

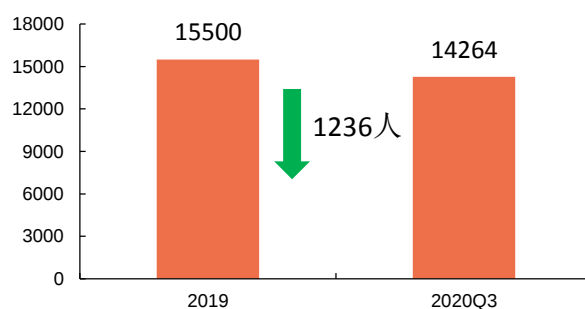
裁员，整合低效工厂。格拉默在管理层实控下患上了“国企病”，人员冗余，部分工厂持续亏损运营，2020 年疫情打击之下，公司开始裁员并对工厂进行整合。2019 年底公司员工合计人数为 15500 人，其中 80% 为 Blue Collar（生产工人），20% 为 White Collar（工程师及管理人员），截止到 2020 年 Q3，公司员工人数为 14264 人，人员下降 1236 人，下降比例为 8%。另外 Q3 开启的重组措施中计划合并欧洲和北美的部分工厂，并再次减少德国地区约 300 个工作岗位，该项重组措施预计在 2021 年中前完成，Q3 相应的计提了 1300 万欧元重组费用。

图30：格拉默员工结构



资料来源：格拉默官网，申港证券研究所

图31：格拉默裁员后员工人数下降



资料来源：格拉默官网，申港证券研究所

2.3 协同提升市场份额

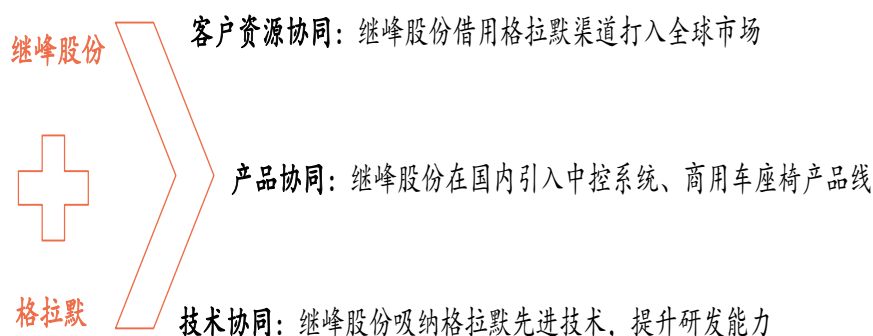
客户资源协同。格拉默是全球座椅头枕、中控、座椅扶手龙头，产品主打中高端，客户涵盖德系、美系主流整车厂商，继峰股份与格拉默整合后可以借助于格拉默的市场渠道，进一步开拓以德系和美系车为主导的境外市场，提升自身市场占有率。在国内，继峰客户资源优质且众多，将助力格拉默获取自主、合资等车企的高端车

型订单。

产品协同。乘用车方面：继峰股份现有产品以头枕和扶手为主，并购格拉默后将新增中控系统产品条线，中国是全球最大的乘用车市场，继峰将逐步从现有客户中取得中控系统订单，实现乘用车产品条线横向拓展。商用车方面：格拉默商用车座椅具备较强竞争力，但在国内市场份额较低，继峰股份将逐步展开与解放、东风、重汽、红岩等大型商用车生产厂商的合作，提升商用车产品条线的市场份额。另外，格拉默的头枕、扶手等产品虽与继峰相同，但格拉默主打高端市场，与继峰产品形成梯次协同。

技术协同。格拉默在产品技术上具备核心竞争力，是商用车座椅系统的技术领导者，在产品的舒适性、安全性、人体工程学、用户友好等层面具备技术领先地位；同时在乘用车领域，能够根据高端市场客户需求设计更复杂、质量要求更高的汽车零部件。继峰股份将逐步吸纳格拉默的先进技术并提升自己的研发能力，实现技术层面的协同整合。

图32：继峰股份与格拉默协同效应

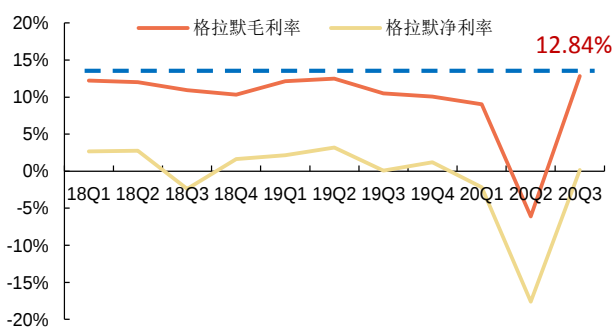


资料来源：公司公告，申港证券研究所

2.4 整合效果显现 盈利能力提升

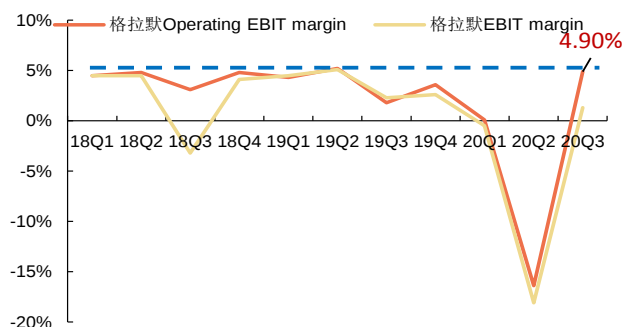
2020Q3 单季毛利率和经营性 EBIT margin 达到同期历史高位。2020Q3 格拉默营业收入为 4.8 亿欧元，同比下降 6%，但毛利率为 12.84%，同比提升 2.33pct，达到历史同期最高水平，经营性 EBIT margin 为 4.9%，同比提升 3.1pct，继峰股份对格拉默的整合效果开始显现，格拉默的盈利能力有显著提升。

图33：格拉默毛利率和净利率 (%)



资料来源：格拉默官网，申港证券研究所

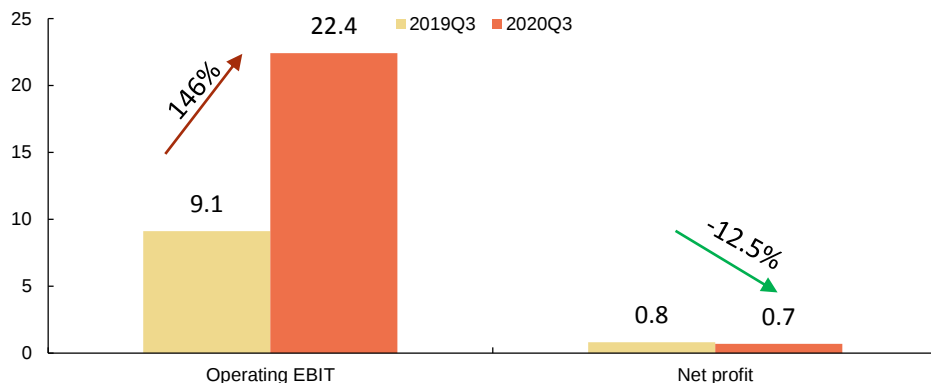
图34：格拉默经营性 EBIT margin 和 EBIT margin (%)



资料来源：格拉默官网，申港证券研究所

经营性 EBIT 同比增长 146%，非经常性损益导致净利润未增长。得益于经营的显著改善，2020Q3 经营性 EBIT 为 2240 万欧元，比去年同期增长 146%，净利润为 700 万欧元，比去年同期略有下降。净利润下滑主因计提了 1630 万欧元的非经常性损益，其中包括重组费用 1200 万欧元，汇兑损失 300 万欧元，新冠疫情防护费用 130 万欧元。

图35：格拉默经营性 EBIT 和净利润（百万欧元）



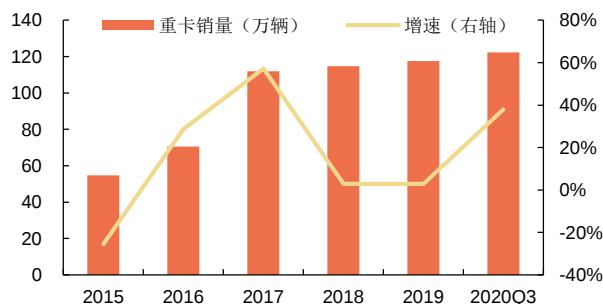
资料来源：格拉默官网，申港证券研究所

3. 发力中国市场 商乘并举提升市场份额

3.1 中国商用车规模大 座椅市场空间广阔

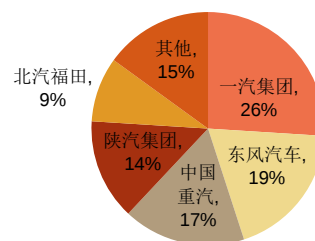
中国重卡持续高景气，市场集中度高。在国三提前淘汰、支线治超等因素助力下，重卡行业持续高景气。2020 年 1-11 月重卡销量合计 147 万辆，同比增长 38%，全年预计可达 160 万辆。重卡市场的主要整车厂商有一汽集团、东风汽车、中国重汽、陕汽集团、北汽福田等，市场份额较为集中，CR5 高达 75%。

图36：中国重卡销量及同比增速（万辆，%）



资料来源：中汽协，申港证券研究所

图37：中国主要重卡整车厂市场份额（%）



资料来源：中汽协，申港证券研究所

商用车座椅价值量 3000-5000 元，高端产品价格 1 万以上。职业卡车驾驶员每天长时间与车为伴，对驾驶室空间、隔音效果、驾驶室减震、座椅舒适性等都有较高要求，而其中座椅舒适性最为关键。为满足不同客户需求，商用车座椅一般都具备较多调节功能，包括坐垫长度调节、坐垫角度调节、靠背角度调节、高度调节、座椅加热、通风、主动减震、座椅按摩等功能，因此商用车座椅较为昂贵，价格一般

在 3000-5000 元，功能丰富的高端座椅价格可达 1 万元以上。

商用车主驾座椅市场规模约 125 亿元，其中重卡主驾座椅市场规模约 56 亿元。2020 年中国商用车销量有望达到 500 万辆，假设主驾座椅单车价值量 2500 元/套，对应市场规模约 125 亿元；2020 年中国重卡销量预计可达 160 万辆，假设主驾座椅单车价值量 3500 元/套，对应市场规模 56 亿元。

表4：中国商用车及重卡主驾座椅市场规模

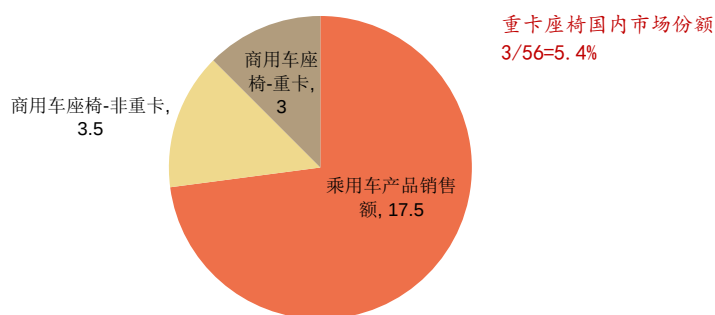
	商用车合计	重卡
2020 年销量（万辆）	500	160
主驾座椅单车价值量（元）	2500	3500
市场规模（亿元）	125	56

资料来源：中汽协，行业调研，申港证券研究所

3.2 格拉默是全球座椅强者 但中国市场份额较低

格拉默是全球商用车座椅市场领导者，但国内市场份额较低。格拉默是商用车座椅行业标准的制定者，是非道路机械、卡车、客车、火车等座椅品种的最大供应商之一，也是全球商用车座椅市场的领导者，在国际范围内拥有较高的知名度，市场份额领先。但 2019 年格拉默重卡座椅产品在国内的营收仅为 3 亿元，市场份额约 5%，与其在国际上的实力不相匹配，主因格拉默产品主打中高端，价格比竞品高 30%，国内商用车行业对成本较为敏感，主机厂只在高端车型上使用格拉默座椅。

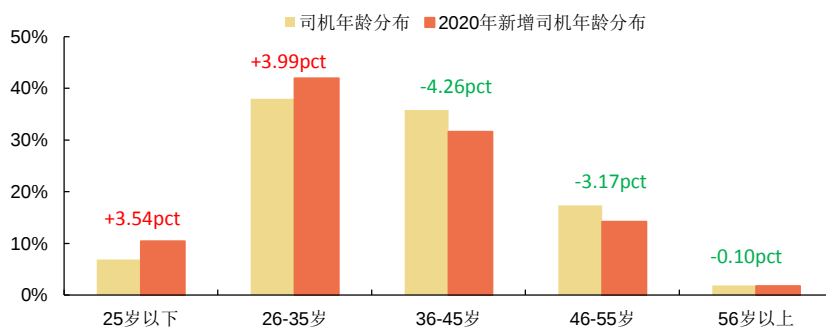
图38：格拉默 2019 年中国地区营收结构（亿元）



资料来源：格拉默官网，申港证券研究所

卡车司机年轻化，注重身体防护，商用车座椅消费升级。根据满帮集团的大数据统计，中国干线卡车司机以 26-45 岁年龄段为主力军，人员占比高达 74%，并且在 2020 年新增卡车司机中，25 岁以下人群提升 3.54pct，26-35 岁人群提升了 3.99pct，卡车司机呈现年轻化趋势。年轻卡车司机通过拼搏赚钱养家的同时，更加重视职业病-腰肌劳损的防护，对座椅的舒适性要求变高，商用车座椅亦有消费升级趋势。

图39：中国干线卡车司机年龄分布



资料来源：满帮集团《2020 中国干线卡车司机大数据》，申港证券研究所

格拉默商用车座椅的舒适性得到中国司机的认可。格拉默商用车座椅主打人体工程学设计，以舒适性著称，得到中国卡车司机的广泛认可，使用格拉默座椅已成为整车厂商的卖点之一，亦有越来越多的司机甚至通过后装市场将座椅更换为格拉默产品。因一汽解放 J6 车型有较多司机选择自己改装格拉默座椅，为满足卡车司机的需求，J7 车型将格拉默座椅设为原厂标准配置。

图40：一汽解放 J6 司机改装格拉默座椅



资料来源：卡车之家，申港证券研究所

图41：一汽解放旗舰车型 J7 标配格拉默座椅



资料来源：卡车之家，申港证券研究所

3.3 降本增效提升产品力 份额有望快速提升

格拉默中国区增加自主决策权，降本增效提升产品力，后续或推出适合中国市场的高性价比产品，市场份额有望提升。格拉默组织架构改革后，更换了中国区总经理并赋予更多的自主决策权，在继峰股份的帮助下推行降本增效措施，其产品与竞品的价格差异有望大幅缩小，后续公司也将根据中国的市场特点推出具有更高性价比的产品。继峰股份已逐步展开与解放、东风、重汽、红岩汽车等大型商用车企的合作，当前在手订单充裕，在格拉默技术和品牌的支撑下，市场份额有望快速提升。

格拉默布局中国已有多年，当前在国内共有 7 个生产基地和 2 个研发中心，以满足本土化研发和生产制造的需求。根据格拉默 2020Q3 季报披露，格拉默在 2021 年将在宁波和沈阳再增设两家新工厂以扩大其在中国的业务范围，为格拉默中国业务的增长做好准备。

2017 年与陕汽集团合资成立格拉默车辆座椅（陕西）有限公司。合资公司的车辆座椅总成生产线共计投资 6000 万元，格拉默集团持股占比 90%，陕汽持股占比 10%；新工厂开业后，年产座椅数量可达 20 万套，同时还生产相关配套设施。该

工厂主要围绕陕汽整车产品开展协同开发，为陕汽提供定制化产品，提升整车品质及竞争力。而且，该工厂还将为陕汽控股旗下子公司和周边省市商用车企业，提供空气式及全气囊卡、客车座椅等零部件产品。

2019 年与一汽富晟合资成立长春富晟格拉默车辆部件有限公司，双方分别持有新合资公司 50% 的股份。合资公司将为一汽集团及其国内外合作伙伴研发和生产各类汽车内饰零部件，格拉默将致力于中控台，内饰零部件及功能性零件等产品的专业性研发和生产。

图42：2017 年格拉默和陕汽成立合资公司



资料来源：第一商用车网，申港证券研究所

图43：2019 年格拉默和一汽富晟成立合资公司



资料来源：盖世汽车，申港证券研究所

3.4 乘用车产品梯次协同 单车价值量上升

产品定位有梯次，联合销售提升市场份额。格拉默和宁波继峰在乘用车产品上有一定重叠，都拥有座椅头枕和扶手产品，但格拉默产品在国内的定位更加高端，多适配于整车厂旗舰车型或高端品牌，与继峰产品在价格上有一定差异。继峰与格拉默的销售渠道已在逐步合并，今后将联合推出从普通到高端的多样化的座椅头枕和扶手产品，有助于进一步提升市场份额。

新增中控系统产品，单车价值量提升 160%。宁波继峰的原有产品序列仅包含座椅头枕、扶手和支杆，其中头枕、扶手的价格分别约为 40 元/个、100 元/个，单车价值量合计约 300 元。继峰与格拉默合并后新增中控系统产品，单价为 500-800 元/个，单车配套价值量合计达到 800-1100 元，相比之前提升 160%。宁波继峰头枕产品在国内的市场份额高达 25%，客户群体广泛，格拉默的中控产品将借助于继峰的销售渠道快速获得订单。

表5：继峰集团产品价格及单车价值量（元）

产品	单价	配套数量	单车价值量
头枕	40	5	200
扶手	100	1	100
中控	500-800	1	500-800

资料来源：行业调研，申港证券研究所

4. 重卡座舱消费升级 打开长期成长空间

中国重卡司机对座舱宜居性需求迫切。中国最初的卡车技术多借鉴于日本和欧洲，

但日欧地区国土面积小，司机对驾驶室空间的要求不高，而中国国土面积世界第三，动辄两千公里以上的运输距离，涵盖高原、高寒、热带等极端路况，司机的衣食住行都在驾驶室内解决，对座舱的宜居性有着迫切的需求。

三一重卡创造业绩神话，座舱宜居性功不可没。2018 年 5 月三一集团上市了首款重卡车型，53 秒内 500 台限售版车型售罄，上市一年热销 1.2 万台，并被广大卡友称为“网红卡车”。三一重卡之所以热销，其宜居性功不可没。

- ◆ **座舱空间大。**长途重卡一般配备两名司机交替驾驶，驾驶员的吃喝睡都在车内解决。三一重卡配备 1.2 米的卧铺，平地板驾驶室提供活动空间，为驾驶员的休息和小范围活动提供保障；
- ◆ **电器配置全。**座舱基本相当于驾驶员的“家”，三一重卡原车配备了冰箱、微波炉、电视机、小饭桌、电动空调等设备，满足驾驶员饮食、娱乐的需求，车上生活品质得到提高。

2019 年 4 月份长沙举办的卡友音乐节上，众多卡友表示三一卡车居家用品配备完善，座舱已成为了家的延伸，部分和爱人搭档跑长途的司机表示，坐在三一座舱内感觉自己从没有离开过家。

图44：三一重卡的大空间座舱



资料来源：卡车之家，申港证券研究所

响应司机需求，格拉默积极储备宜居座舱技术。三一重卡的热销搅动了重卡市场的竞争格局，也让老牌重卡整车厂商意识到了卡车司机对座舱宜居性的迫切需求。格拉默在中国境内对重卡司机展开广泛调研，搜集司机需求，在宜居座舱技术上储备丰厚，鉴于格拉默先进的研发设计能力和强大的品牌支撑，其宜居座舱产品有望成为重卡主机厂商的优先选择，推动中国重卡座舱由经济性向宜居性的转变。

宜居座舱是系统性配置，单车价值量高，市场规模大。宜居座舱系统包含的产品众多，有主驾座椅、副驾座椅、卧铺、冰箱、微波炉、电视机、电动空调、餐桌等，合计价值量在万元以上，按照中国重卡年销 160 万台测算，宜居座舱市场规模高达 240 亿元。格拉默将作为系统供应商提供方案设计和产品销售，单车价值量大为提升，宜居座舱将为格拉默打开长期的成长空间。

图45：格拉默设计：折叠副驾座椅提供活动空间



资料来源：格拉默官网，申港证券研究所

图46：格拉默设计：折叠卧铺后便捷使用微波炉、餐桌等



资料来源：格拉默官网，申港证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1 关键假设

假设 2020-2022 年中国汽车销量增速分别为-2%/10%/5%，美国汽车销量增速分别为-15%/12%/5%，欧洲汽车销量增速分别为-25%/18%/10%。

1) 汽车内饰

继峰股份汽车内饰产品包括中控系统、喇叭盖、出风口等产品，该部分营收全部来自格拉默。得益于宁波继峰和格拉默在国内的客户协同，汽车内饰业务在中国的市场份额预计会有明显提升，假设海外地区市场份额保持稳定，预计 2020-2022 营收增速分别为-18%/15%/8%，考虑格拉默整合措施推进，经营改善，预计 2020-2022 毛利率分别为 10.65%/14.15%/15.35%（2019 年毛利率为 12.65%）；

2) 头枕

2019 年继峰股份头枕收入中，宁波继峰占比约 20%，格拉默占比约 80%，宁波继峰头枕的市场份额依然处于提升当中，假设海外地区市场份额保持稳定，预计 2020-2022 年营收增速分别为-15%/13%/8%，毛利率分别为 13.62%/17.12%/18.22%（2019 年毛利率为 15.62%）；

3) 商用车座椅

继峰股份商用车座椅全部来自格拉默，中国地区的商用车座椅营收预计在未来三年内高速增长，假设海外地区市场份额保持稳定，预计 2020-2022 年营收增速分别为-14%/13%/10%，毛利率分别为 16.2%/19.7%/21.0%（2019 年毛利率为 18.2%）；

4) 座椅扶手

继峰股份座椅扶手收入中，宁波继峰占比约 35%，格拉默占比约 60%，宁波继峰座椅扶手市场份额处于提升当中，假设海外地区市场份额保持稳定，预计 2020-2022 年营收增速分别为-12%/12%/8%，毛利率分别为 14.44%/17.44%/18.54%（2019 年毛利率为 15.94%）。

5.2 可比公司估值

继峰股份并购格拉默后成为全球跨国经营集团，主营内饰、座椅、扶手、头枕等业务，我们选取均胜电子、宁波华翔、福耀玻璃、岱美股份作为可比公司。

表6：可比公司盈利预测与估值情况（截止 2021.1.14）

证券简称	收盘价(元)	市值(亿元)	PE			EPS		
			20E	21E	22E	20E	21E	22E
均胜电子	28.5	390	273.25	31.28	23.43	0.10	0.91	1.22
宁波华翔	15.51	97	11.98	8.54	7.21	1.29	1.82	2.15
福耀玻璃	56.61	1346	53.44	38.86	31.99	1.06	1.46	1.77
岱美股份	27.65	160	27.28	20.01	16.73	1.01	1.38	1.65
均值			91.49	24.67	19.84	0.87	1.39	1.70
继峰股份	7.37	75	-38.21	13.70	10.37	-0.20	0.53	0.72

资料来源：Wind，申港证券研究所 注：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预测

5.3 盈利预测

继峰股份调整格拉默监事会和董事会成员后，对格拉默的控制力进一步增强，整合措施顺利推进，2020Q3 整合效果初步显现，盈利提升可期；在中国市场，商用车座椅、中控系统产品将依托宁波继峰快速提升市场份额，重卡宜居座舱落地后将打开长期成长空间。

我们预计公司 2020~2022 年的营业收入分别为 152.72 亿元、173.16 亿元和 187.79 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为-2.08 亿元、5.43 亿元和 7.31 亿元，每股收益分别为-0.20 元、0.53 元和 0.72 元，对应 PE 分别为-38.2X、13.7X 和 10.3X。

可比公司 2021 年平均 PE 为 24.67，给予继峰股份 2021 年 20 倍 PE，对应股价为 10.60 元，首次覆盖公司，给予“买入”评级。

6. 风险提示

海外疫情控制不及预期、新冠疫苗效果不及预期、继峰股份整合效果不及预期、汇兑风险。

表7: 公司盈利预测表

利润表			单位:百万元			资产负债表			单位:百万元		
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2151	18001	15272	17316	18780	流动资产合计	1813	7176	6666	7444	8021
营业成本	1438	15197	13177	14357	15348	货币资金	708	2051	1527	1732	1878
营业税金及附加	20	44	37	42	45	应收账款	527	2140	2511	2846	3087
营业费用	54	392	321	346	366	其他应收款	4	43	36	41	44
管理费用	230	1370	1329	1281	1362	预付款项	10	46	79	86	92
研发费用	66	269	260	294	319	存货	394	1891	1625	1770	1892
财务费用	(10)	233	260	230	220	其他流动资产	15	303	270	295	312
资产减值损失	(16)	(21)	100	0	30	非流动资产合计	721	10389	10472	9952	9410
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	0	5	12	13	13
投资净收益	(0)	1	1	1	1	固定资产	489	3362	3040	2702	2352
营业利润	381	520	(252)	796	1091	无形资产	113	1744	1637	1538	1444
营业外收入	0	18	5	5	5	商誉	3	2813	2880	2880	2880
营业外支出	1	2	1	1	1	其他非流动资产	12	793	794	900	977
利润总额	380	537	(248)	800	1095	资产总计	2534	17566	17138	17396	17430
所得税	65	175	0	192	274	流动负债合计	615	7039	6808	6698	6320
净利润	316	362	(248)	608	821	短期借款	97	2472	2677	2456	1997
少数股东损益	13	64	(40)	65	90	应付账款	326	2743	2094	2281	2439
归属母公司净利润	302	298	(208)	543	731	预收款项	14	6	0	0	0
EBITDA	536	2952	505	1523	1804	一年内到期的非流动负债	0	797	840	756	680
EPS（元）	0.48	0.29	(0.20)	0.53	0.72	非流动负债合计	7	5608	6080	5723	5722
主要财务比率						长期借款	0	1773	1773	1773	1773
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	应付债券	0	1134	1155	795	791
成长能力						负债合计	622	12646	12888	12422	12042
营业收入增长	13.1%	736.7%	-15.2%	13.4%	8.5%	少数股东权益	42	393	353	418	508
营业利润增长	6.5%	36.4%	-148.5%	-415.7%	37.0%	实收资本（或股本）	640	1024	1021	1021	1021
归属于母公司净利润增长	3.3%	-1.6%	-169.9%	-360.9%	34.6%	资本公积	260	2661	2661	2661	2661
获利能力						未分配利润	863	784	576	748	979
毛利率(%)	33.2%	15.6%	13.7%	17.1%	18.3%	归属母公司股东权益合计	1869	4526	4287	4556	4879
净利率(%)	14.7%	2.0%	-1.6%	3.5%	4.4%	负债和所有者权益	2534	17566	17138	17396	17430
总资产净利润(%)	11.9%	1.7%	-1.2%	3.1%	4.2%	现金流量表					
ROE(%)	16.2%	6.6%	-4.9%	11.9%	15.0%	单位:百万元					
偿债能力						经营活动现金流	463	1169	(141)	1081	1415
资产负债率(%)	24.6%	72.0%	75.2%	71.4%	69.1%	净利润	316	362	(248)	608	821
流动比率	2.95	1.02	0.98	1.11	1.27	折旧摊销	57	598	497	497	494
速动比率	2.31	0.75	0.74	0.85	0.97	财务费用	(10)	233	260	230	220
营运能力						应付帐款减少	(11)	(1613)	(370)	(336)	(241)
总资产周转率	0.91	1.79	0.88	1.00	1.08	预收帐款增加	11	(8)	(6)	0	0
应收账款周转率	4.13	13.50	6.57	6.46	6.33	投资活动现金流	(156)	(1501)	34	(101)	(106)
应付账款周转率	6.79	11.73	6.32	7.92	7.96	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
每股指标（元）						长期股权投资减少	6	(5)	(7)	(1)	0
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.29	-0.20	0.53	0.72	投资收益	(0)	1	1	1	1
每股净现金流(最新摊薄)	0.30	-0.29	-0.51	0.20	0.14	筹资活动现金流	(119)	36	(417)	(776)	(1163)
每股净资产(最新摊薄)	2.92	4.42	4.20	4.46	4.78	应付债券增加	0	1134	21	(360)	(4)
估值比率						长期借款增加	0	1773	0	0	0
P/E	15.15	25.07	-35.67	13.67	10.16	普通股增加	10	384	(2)	0	0
P/B	2.49	1.64	1.73	1.63	1.52	资本公积增加	64	2401	0	0	0
EV/EBITDA	7.53	3.92	24.46	7.53	5.98	现金净增加额	189	(296)	(524)	204	146

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

研究助理简介

郭涛，上海交通大学硕士，曾就职于上海汽车集团股份有限公司技术中心，2020年8月加入申港证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上