

业绩短期承压 乘用车座椅从0到1

继峰股份(603997)

事件概述

公司公告2021三季报:2021Q1-Q3实现营收125.1亿元,同比增长13.7%;归母净利1.6亿元,同比增长154.9%,扣非归母净利1.4亿元,同比增长149.7%。其中2021Q3营收37.8亿元,同比减少12.5%,环比减少9.8%;归母净利-0.3亿元,同比减少143.7%,环比减少144.3%,扣非归母净利-0.3亿元,同比减少141.5%,环比减少164.8%。

分析判断:

▶ 业绩短期承压 乘用车座椅从0到1

公司2021Q3营收为37.8亿元,同比-12.5%,环比-9.8%,其中格拉默营收4.3亿欧元(折合人民币32.1亿元),同比-6.4%,环比-7.8%,主要受缺芯的影响;继峰本部营收约5.7亿元,同比-35.2%,环比-9.5%。受原材料涨价导致成本增加及规模效应下降的影响,公司2021Q3出现亏损,归母净利达-0.3亿元,其中格拉默亏损约0.5亿欧元(折合人民币3.7亿元)随着缺芯和原材料涨价的逐步缓解,海外需求修复及整合的稳步推进,预计格拉默的业绩有望于2021Q4起环比回升,驱动公司业绩向上。

业务层面,公司10月获得某造车新势力品牌主机厂的乘用车座椅项目定点,是从0到1的突破,预计单车价值将由之前的300-400元(头枕+扶手, Tier 2)提升至5,000元(座椅总成, Tier 1)。乘用车座椅由于技术壁垒高,长期被安道拓、李尔等外资供应商垄断,公司是全球座椅头枕细分龙头,全球市场占有率25%以上,体现较强的成本管控能力,预计未来有望凭借性价比和快速响应能力在乘用车座椅领域加速抢份额,打开成长空间。

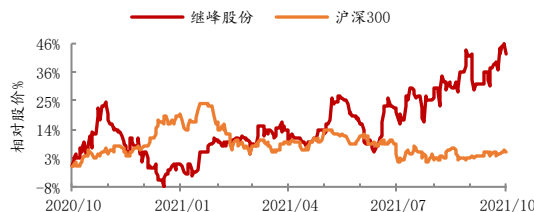
▶ 毛利率下滑 研发保持投入

2021Q3公司毛利率为12.4%,环比-3.6pct,其中格拉默毛利率为6.7%,环比-4.4pct,环比承压主因原材料(钢材、塑料粒子、化工原料等,直接材料占成本比重约为70%)涨价的影响叠加缺芯导致产能利用率下降。费用方面,2021Q3管理费用率、研发费用率、销售费用率、财务费用率分别为8.0%、2.1%、1.8%、2.5%,环比-0.9pct、-0.2pct、+0.2pct、+1.5pct,其中公司持续保持研发投入(2021Q3达0.8亿元,同比+17.4%),前瞻判断产品技术的未来趋势,以保持乘用车座椅、中控系统等国际领先的技术优势。

▶ 全面协同 剑指全球智能座舱龙头

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	买入
目标价格:	12.25
最新收盘价:	10.40
股票代码:	603997
52周最高价/最低价:	11.02/6.9
总市值(亿)	114.26
自由流通市值(亿)	89.48
自由流通股数(百万)	860.36



分析师: 崔琰

邮箱: cuiyan@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080006

相关研究

- 【华西汽车】继峰股份(603997)事件点评:从0到1乘用车座椅国产替代突破
2021.10.10
- 【华西汽车】继峰股份(603997)2021半年报点评:业绩扭亏为盈 剑指全球智能座舱龙头
2021.08.13
- 【华西汽车】继峰股份(603997)点评报告:格拉默业绩同比高增 子公司引入国资战投
2021.07.15

继峰集团 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，包括格拉默组织架构的调整、多举并措降本增效、生产基地布局整合等，经营提升凸显。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革，公司积极拥抱，横向拓展乘用车座椅、音响头枕、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万亿市场，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。考虑到缺芯和原材料涨价的影响，下调盈利预测：预计 2021-23 年收入由 188.7/218.3/257.6 亿元调为 178.6/207.0/244.3 亿元，归母净利润由 5.1/6.5/9.0 亿元调为 2.9/5.4/8.4 亿元，EPS 为 0.26/0.49/0.76 元，对应 2021 年 10 月 28 日收盘价 10.4 元的 PE 40/21/14 倍。考虑到乘用车座椅的高成长性，维持公司 2022 年 25 倍 PE 估值，目标价由 15.0 元调为 12.25 元，维持“买入”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。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18,001	15,733	17,861	20,703	24,430
YoY (%)	147.2%	-12.6%	13.5%	15.9%	18.0%
归母净利润(百万元)	298	-258	287	538	836
YoY (%)	80.5%	-186.7%	211.2%	87.2%	55.6%
毛利率 (%)	15.6%	13.6%	14.4%	16.4%	17.3%
每股收益 (元)	0.27	-0.24	0.26	0.49	0.76
ROE	6.6%	-6.0%	6.0%	10.0%	13.3%
市盈率	38.38	-44.25	39.79	21.25	13.66

资料来源：公司公告，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	15,733	17,861	20,703	24,430	净利润	-340	379	709	1,103
YoY (%)	-12.6%	13.5%	15.9%	18.0%	折旧和摊销	825	620	620	620
营业成本	13,598	15,282	17,299	20,204	营运资金变动	144	-199	-297	-354
营业税金及附加	43	53	58	69	经营活动现金流	810	1,097	1,295	1,630
销售费用	381	357	497	555	资本开支	-667	-1,284	-1,179	-1,124
管理费用	1,282	1,307	1,594	1,868	投资	2,383	0	0	0
财务费用	351	174	191	188	投资活动现金流	-772	-1,281	-1,175	-1,119
资产减值损失	-155	-60	0	0	股权募资	18	77	0	0
投资收益	3	4	3	4	债务募资	1,082	830	131	-262
营业利润	-331	427	794	1,232	筹资活动现金流	-644	681	-120	-510
营业外收支	-6	-6	-6	-6	现金净流量	-560	497	0	0
利润总额	-338	421	788	1,225					
所得税	3	42	79	123	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	-340	379	709	1,103	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	-258	287	538	836	营业收入增长率	-12.6%	13.5%	15.9%	18.0%
YoY (%)	-186.7%	211.2%	87.2%	55.6%	净利润增长率	-186.7%	211.2%	87.2%	55.6%
每股收益	-0.24	0.26	0.49	0.76	盈利能力 (%)				
					毛利率	13.6%	14.4%	16.4%	17.3%
					净利率	-2.2%	2.1%	3.4%	4.5%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	-1.5%	1.5%	2.6%	3.7%
货币资金	1,503	2,000	2,000	2,000	净资产收益率 ROE	-6.0%	6.0%	10.0%	13.3%
预付款项	54	61	69	80	偿债能力 (%)				
存货	1,504	1,690	1,913	2,234	流动比率	0.97	0.96	0.98	1.05
其他流动资产	3,638	4,099	4,715	5,522	速动比率	0.68	0.68	0.69	0.73
流动资产合计	6,700	7,850	8,697	9,836	现金比率	0.22	0.24	0.23	0.21
长期股权投资	7	7	7	7	资产负债率	73.6%	73.0%	71.0%	68.1%
固定资产	3,811	4,324	4,822	5,271	经营效率 (%)				
无形资产	1,732	1,912	2,092	2,272	总资产周转率	0.91	0.93	1.00	1.09
非流动资产合计	10,626	11,391	12,031	12,567	每股指标 (元)				
资产合计	17,326	19,240	20,728	22,403	每股收益	-0.24	0.26	0.49	0.76
短期借款	2,476	3,306	3,438	3,175	每股净资产	3.89	4.32	4.90	5.71
应付账款及票据	2,455	2,759	3,124	3,648	每股经营现金流	0.74	1.00	1.18	1.48
其他流动负债	1,966	2,117	2,302	2,563	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	6,898	8,183	8,864	9,386	估值分析				
长期借款	2,138	2,138	2,138	2,138	PE	-44.25	39.79	21.25	13.66
其他长期负债	3,723	3,723	3,723	3,723	PB	1.94	2.41	2.12	1.82
非流动负债合计	5,861	5,861	5,861	5,861					
负债合计	12,759	14,044	14,725	15,247					
股本	1,021	1,099	1,099	1,099					
少数股东权益	298	389	560	827					
股东权益合计	4,567	5,137	5,943	7,096					
负债和股东权益合计	17,326	19,180	20,668	22,343					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。