

继峰股份 (603997.SH)

海外业务有望改善，座椅总成打开远期成长空间

公司是国内领先的乘用车座椅系统零部件龙头，主营业务包括乘用车座椅头枕、座位扶手等，2019 年通过并购全球商用车座椅龙头格拉默，在扩大原有业务规模的基础上，向商用车领域进行拓展，从座椅零部件供应商，逐渐成为汽车座椅总成供应商，公司产品矩阵不断丰富，成功打开向上空间。

□ 收购格拉默丰富产品品类，赋能公司增长新动力。

受益于产品矩阵丰富。收购格拉默之后，公司的产品从乘用车头枕、扶手、支杆，向乘用车内饰功能件、中控系统、乘用车座椅总成，商用车座椅总成拓展，公司产品矩阵不断丰富，单车价值量显著提升。

受益于客户结构优化。格拉默是全球商用车座椅龙头企业，市场遍布美洲、欧洲、中东、非洲以及亚太地区，业务范围广泛。公司通过整合格拉默客户资源，客户结构从国内合资品牌为主拓展到国际知名整车厂商。

受益于双方优势互补。格拉默在座椅总成技术方面有较明显的优势（商用车座椅全球龙头），继峰在降本增效方面有较明显的优势（具有较高的毛利率），在整合初期公司整体毛利率呈下降状态，中长期来看，双方有望实现优势互补，共同推进产品研发、技术协同、提升集团整体盈利能力。

□ **乘用车座椅实现 0-1 的突破，新产品和技术持续步入市场。**汽车座椅是汽车的重要组成部分，占整车成本较高（3%-5%）。2021 年 10 月，公司乘用车座椅实现了 0-1 的突破，公司获得了某造车新势力主机厂的定点项目，将为客户开发、配套新能源汽车座椅产品，预计从 2023 年开始贡献公司收入。此外，公司将在原有业务上继续实行横向和纵向布局，拓宽业务范围。（1）横向布局方面，公司基于对客户需求的深刻理解，开始在原有传统产品的基础上进行产品的智能化升级，提高产品附加值，陆续研发了音响头枕、移动中控系统和扶手、3Dglass 玻璃等。（2）纵向布局方面，公司用新产品，新技术打开未来成长空间，陆续研发了隐藏式电动出风口、延展金属技术、微米级加工工艺、无人驾驶下的“Pure”项目等。新业务项目的落地，使公司在单车价值上得到了极大的提升，公司有望进入业绩增长快车道。

□ **首次覆盖给予“强烈推荐”评级。**公司将格拉默和继峰的优势相结合后，业务稳健增长，随着公司产品及客户结构多元化发展，有望使公司营收实现稳步增长。随着公司降本增效举措逐步发挥作用，公司未来的盈利水平有望提升。此外，进入乘用车座椅赛道将赋能公司强劲的增长动力，配合公司新建产能项目，公司有望实现量利齐升。预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 1.70/6.14/9.71 亿元，公司乘用车座椅总成业务步入正轨，新业务预计实现快速放量，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

□ **风险提示：**（1）技术迭代风险。公司所在市场具有技术快速更新，新产品不断涌现，行业标准不断发展等特点，公司技术迭代能力将直接影响到公司业绩表现；（2）新冠疫情的风险。新冠肺炎疫情在全球范围内的反复，在一定程度上影响了汽车行业的复苏，对公司生产经营产生不利影响；（3）原材料价格波动风险。公司直接材料成本占生产成本的比例约为 70%，原材料价格波动不利于公司生产成本控制；（4）汽车芯片供应短缺风险等。

强烈推荐（首次）

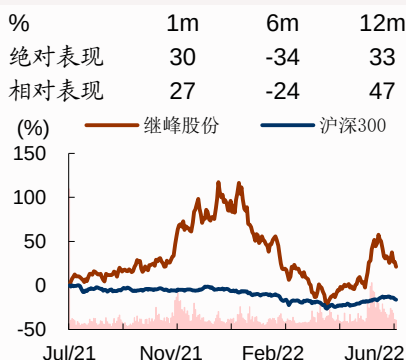
中游制造/汽车

当前股价：10.11 元

基础数据

总股本（万股）	111679
已上市流通股（万股）	88082
总市值（亿元）	113
流通市值（亿元）	89
每股净资产（MRQ）	4.1
ROE（TTM）	-0.8
资产负债率	69.4%
主要股东	宁波继弘控股集团有限公司
主要股东持股比例	26.06%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

汪刘胜 S1090511040037

wangls@cmschina.com.cn

杨献宇 S1090519030001

yangxianyu@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	15733	16832	17842	20518	22570
同比增长	-13%	7%	6%	15%	10%
营业利润(百万元)	(331)	171	233	895	1421
同比增长	-164%	-152%	36%	285%	59%
归母净利润(百万元)	(258)	126	170	614	971
同比增长	-187%	-149%	35%	261%	58%
每股收益(元)	-0.23	0.11	0.15	0.55	0.87
PE	-43.7	89.3	66.4	18.4	11.6
PB	2.6	2.4	15.2	8.7	5.4

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 乘用车座椅配件起家，逐渐丰富产品矩阵	5
二、 全球整合进一步推进，经营效率逐步提升	7
1、 以“白衣骑士”身份收购格拉默，资源整合效果逐步显现	7
2、 降本增效措施持续实施，集团经营效率稳步提升	9
3、 产能布局进一步推进，看好公司中长期业务增长	10
三、 新业务取得重大突破，未来发展前景较为乐观	12
1、 获得乘用车座椅订单，实现从 0 到 1 的突破	12
2、 创新产品及技术拓展市场，进行高质量扩张模式	14
四、 盈利预测	17
五、 风险提示	18

图表目录

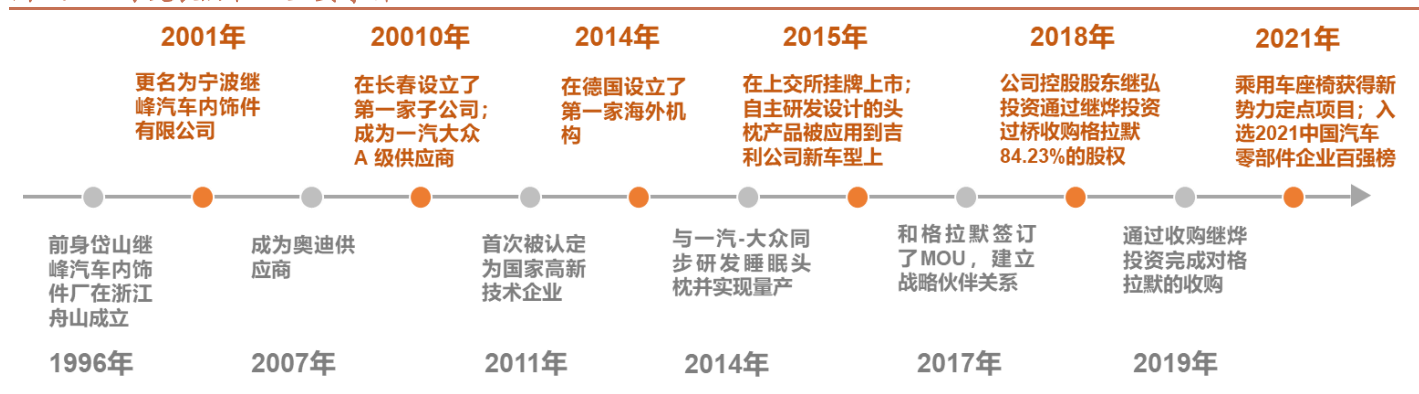
图 1: 公司发展历程及主要事件	5
图 2: 公司股权结构图（截止 2022 年 5 月 5 日）	5
图 3: 公司主营业务构成	6
图 4: 公司主要产品一览	6
图 5: 公司全球化布局图	7
图 6: 格拉默主要产品	8
图 7: 2021 年格拉默分产品收入结构	8
图 8: 格拉默主营业务地区结构图	8
图 9: 格拉默 2021 年全球生产和物流分布图	8
图 10: 欧曼银河重卡搭载格拉默 MSG115	9
图 11: 格拉默座椅首次下海出航	9
图 12: 公司总资产/存货周转率变动情况	9
图 13: 公司期间费用率变动情况	9
图 14: 公司主要产品原材料占比较高	10
图 15: 公司毛利率变化情况	10
图 16: 格拉默员工数量（单位：人）	10
图 17: 格拉默专利情况（单位：个）	10

图 18: 公司产品产量情况 (单位: 万件)	11
图 19: 公司产品产销率情况.....	11
图 20: 2017-2022Q1 公司营收情况	11
图 21: 2017-2022Q1 公司归母净利润情况	11
图 22: 公司头枕及座椅扶手销量及单价情况	12
图 23: 公司主营业务单车价值量变动情况.....	12
图 24: 2020 年全球汽车座椅行业竞争格局	13
图 25: 2020 年中国汽车座椅行业竞争格局	13
图 26: 卡车司机年龄分布	14
图 27: 智能家居式重卡座舱.....	14
图 28: 格拉默音乐头枕展示	15
图 29: 公司音乐头枕应用场景	15
图 30: 格拉默德国开发的多功能滑动中控台	15
图 31: 格拉默中国研发的滑动中控台	15
图 32: 格拉默 3D 玻璃展示	15
图 33: 极氪 001 隐藏式电动出风口	16
图 34: 蔚来 ET5 内景图.....	16
图 35: 无人驾驶“Pure”应用场景	17
表 1: 公司主要产品客户情况	6
表 2: 继峰股份收购格拉默流程	7
表 3: 公司生产汽车座椅的相对优势	12
表 4: 国内乘用车座椅市场空间测算	13
表 5: 隐藏式电动出风口市场空间预测	16
表 6: 继峰股份 2022-2024 年盈利预测情况	17
附: 财务预测表	19

一、乘用车座椅配件起家，逐渐丰富产品矩阵

国内乘用车座椅零部件龙头，产品矩阵不断丰富。继峰股份公司成立于 1996 年，是国内领先的乘用车座椅零部件龙头企业。在合并格拉默以前，公司的主要产品为乘用车座椅的相关零部件，主要通过直销模式向整车厂以及一级座椅厂家销售公司产品。在 2019 年完成对德国商用车座椅龙头企业格拉默的收购后，进一步借助格拉默在商用车座椅领域的优势，迅速拓展了公司的业务范围，产品拓展至乘用车座椅头枕、扶手、中控系统、内饰部件、创新性的热塑解决方案及商用车座椅等领域。并且进一步整合格拉默研发资源，与格拉默共同推进产品研发、技术协同，提升企业整体研发实力。2021 年公司借助格拉默在座椅总成方面优势，研发出的乘用车座椅总成产品获得新势力主机厂的项目定点，可见公司与格拉默之间的整合效果显著。

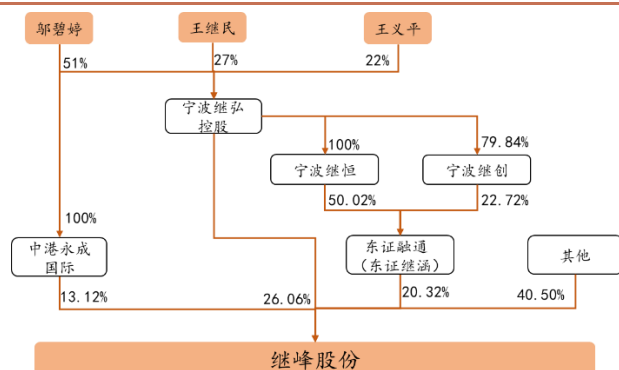
图 1：公司发展历程及主要事件



资料来源：公司公告、招商证券

公司股权结构稳定，实际控制人合计持股 53.03%。公司的实际控制人为董事长王义平、郭碧峰夫妇及其子王继民，王继民在公司经营中担任重要角色。公司是典型的家族企业形式。实际控制人通过直接或间接持股中港永成、继弘控股和东证继涵等继峰股份股东公司，共计拥有约占继峰股份 53.03% 的股份，股权结构相对稳定。2018 年，王义平、郭碧峰及王继民通过其控制的继烨贸易持有德国上市公司 Grammer 84.23% 的股权。

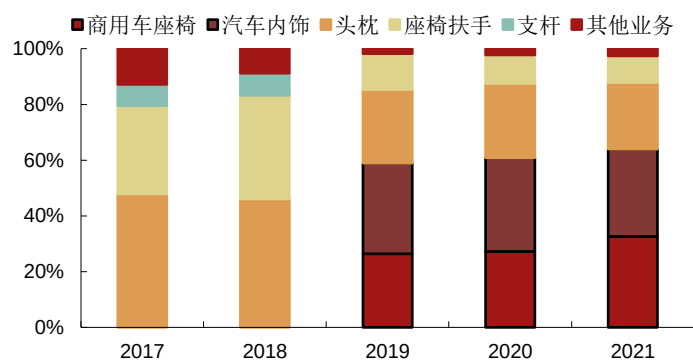
图 2：公司股权结构图（截止 2022 年 5 月 5 日）



资料来源：wind、公司年报、招商证券

公司通过并购格拉默，将业务扩大至商用车领域。在并购格拉默前，公司产品主要为乘用车座椅零部件，包括头枕、座椅扶手和支杆等，公司头枕、扶手等产品性能、质量处于行业领先地位，具有较高的市场占有率，是细分行业的龙头企业。2019 年并购格拉默之后，公司的业务内容迅速扩展，实现乘用车及商用车座椅的全面布局。（1）在乘用车领域，公司可提供乘用车座椅、座椅头枕、座椅扶手、中控系统、隐藏式电动出风口、内饰部件、操作系统及创新性的热塑解决方案，为客户提供深度定制化的产品及解决方案；（2）在商用车领域，公司通过并购格拉默成为商用车座椅系统行业标准的制定者，也是行业技术的领导者，可提供卡车座椅、非道路车辆座椅部件（农业机械、牵引机、建设机械和叉车）、火车及公共汽车座椅部件、游艇座椅部件、航空座椅部件等。

图 3：公司主营业务构成



资料来源：公司公告、招商证券

图 4：公司主要产品一览



资料来源：公司官网、招商证券

公司客户涵盖中级、高级及顶级汽车制造商和汽车零部件供应商，客户结构不断优化。公司凭借先进的创新设计、生产制造、品质管理及优秀服务，发展成为少数能同时为欧系、美系、日系、自主品牌等整车生产厂家提供配套的汽车零部件供应商，与宝马、奥迪、大众、戴姆勒、特斯拉等主机厂及江森、李尔、佛吉亚等座椅厂建立了长期伙伴关系。随着汽车行业电动化、智能化趋势日趋明确，公司产品不受限于车辆能源方式，在传统燃油车和电动车中均有稳定配置。公司紧随行业趋势，除了在原有客户中同步切换新能源车型配套订单，如大众、宝马、奥迪、红旗等，也拓展了包括特斯拉、理想、威马等新兴品牌的产品配套订单。目前，公司在新能源车领域的销售收入实现较快增长，但占整体收入比例仍较小。未来，公司将继续加强与新能源车型的合作，积极助力新能源汽车的发展。

表 1：公司主要产品客户情况

领域	产品	客户情况
乘用车	座椅头枕	奥迪、宝马、菲亚特克莱斯勒、戴姆勒、捷豹路虎、斯柯达、丰田、大众、一汽大众、华晨宝马、一汽丰田、东风日产、上汽通用、吉利汽车、理想、威马等
	座椅扶手和中控产品	奥迪、宝马、菲亚特克莱斯勒、戴姆勒、福特、捷豹路虎、通用汽车、大众、一汽大众、华晨宝马、凯迪拉克、一汽丰田、东风本田、长城、吉利、特斯拉等
	其他内饰件和功能型塑料件	奥迪、宝马、戴姆勒、保时捷、沃尔沃、大众、菲亚特克莱斯勒、通用汽车、福特、本田、日产、特斯拉等
商用车	农业机械和建筑机械座椅	AGCO、卡特彼勒、CLAAS、CNH、迪尔公司、久保田、利勃海尔等
	卡车和房车座椅	戴姆勒、福特卡车、MAN、帕卡、上汽集团、陕汽、陕汽商用、一汽解放、一汽青岛、福田等
	物料运输车和草坪车座椅	皇冠、现代、永恒力、凯傲、曼尼通、丰田等
	轨道交通和公共汽车座椅	阿尔斯通、庞巴迪、大宇、德国联邦铁路、西门子、斯塔德勒等

资料来源：公司年报、招商证券

公司建立了覆盖全球的营销网络，能够帮助新的产品和解决方案快速实现从研发到销售的转化。公司进行全球化布局，通过贴近客户的销售网点能够提高公司对客户的响应速度，降低物流成本。截至目前，公司在全球 20 个国家拥有近 70 家控股子公司，为多个国家的主机厂客户、一级供应商客户提供汽车内饰件及其系统，以及道路车辆、非道路车辆悬挂驾驶座椅和乘客座椅等汽车零部件。同时，来自全球市场的销售也将增强公司抵御个别地区下游整车厂销售波动风险的能力，保障公司日常经营的持续与稳定。

图 5：公司全球化布局图



资料来源：公司官网、招商证券

二、全球整合进一步推进，经营效率逐步提升

1、以“白衣骑士”身份收购格拉默，资源整合效果逐步显现

公司控股股东继弘投资以“白衣骑士”身份收购格拉默股权。2016 年 Hactor 家族增持格拉默股份达到 20% 左右，并试图对格拉默的日常经营施加重大影响，但由于 Hactor 家族下的其他企业与格拉默的重大客户大众、戴姆勒等存在重大诉讼纠纷，格拉默为了稳定股权架构，减少经营风险，主动引入了继峰股份作为“白衣骑士”。2018 年公司股东继弘投资通过子公司继烨投资实现过桥收购，持有了 84.23% 的格拉默股份，交易总额 49.82 亿元，成为格拉默的控股股东。继峰股份通过收购继烨投资实现控股格拉默。继峰股份通过定向增发可转债等方式，收购了继烨投资 100% 的股权，支付对价共 37.54 亿元，实现了对于格拉默的间接控股。2019 年 Q4 将格拉默纳入合并报表。

表 2：继峰股份收购格拉默流程

时间	事件
2016 年	Hactor 家族增持格拉默股份达到 20% 并意图影响经营，格拉默邀请继峰股份以“白衣骑士”身份成为股东。
2017 年	JAP GmbH 通过购买可转债转股、二级市场购买等方式增持格拉默股份。
2018 年	继烨投资过桥收购格拉默 84.23% 股权，交易总耗资 49.82 亿元 84.23% 股权，交易总耗资 49.82 亿元。
2019 年	继峰股份定向增发及可转债，收购继烨投资 100% 股权。实现对格拉默的间接持股，将格拉默并表。

资料来源：公司公告、招商证券

格拉默是全球商用车座椅的领导者，在欧洲市场份额位列第一。格拉默是德国领先的汽车座椅生产公司，专业开发和生产乘用车座椅头枕、座椅扶手、中控系统及商用车座椅系统。经过数十年的发展，格拉默依靠不断的技术革新及产品广度扩展实现了下游市场份额的快速扩张。公司业务市场涵盖欧洲、美洲、亚洲等多个区域，具有成熟的生产及采购网络，在欧美商用车市场占据较高市场份额，并致力于尽快拓展中国市场。公司在农机、工业机械、运输机械以及卡车房车的商用车座椅领域欧洲市占率均为第一，在中国的市占率也位列前茅；在铁路公交商用车座椅领域，欧洲市占率为第三，尚未进入北美与中国市场。

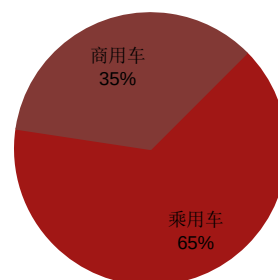
公司业务涉及乘用车和商用车两大板块，客户资源丰富。乘用车方面，格拉默为全球汽车行业开发和提供高品质的内饰、操作系统以及创新的热塑性零部件。产品涵盖中控台、前后扶手，头枕，喇叭罩及电动出风口等内饰零部件，客户包括奔驰、宝马、奥迪、大众、通用等车企；商用车方面，格拉默是为卡车、火车、巴士和非道路车辆提供驾驶员和乘客座椅的全方位供应商。客户包括奔驰、MAN、DAF、解放、陕汽、福田、卡特彼勒、三一、西门子、阿尔斯通、庞巴迪等知名企业。

图 6：格拉默主要产品



资料来源：格拉默官网、招商证券

图 7：2021 年格拉默分产品收入结构

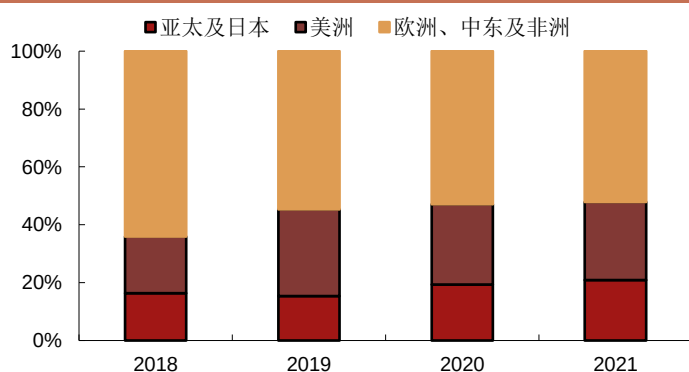


资料来源：格拉默年报、招商证券

公司收购格拉默完成后，通过一系列措施整合资源。（1）调整组织结构。此前默拉格只由管理层控制，没有实控人督促其业绩增长，在并购完成之后，集团层面由宁波继峰推荐并重新任命核心管理层人员，更换了格拉默的监事会和董事会成员以及核心管理层，实现对格拉默的实际控制。对格拉默管理层以及核心人员制定了一系列的短期与长期的激励指标，以现金、奖金、期权、股权等多种激励工具有效提高管理人员的积极性。（2）调整内部部门架构。此前默拉格组织结构复杂，运行成本高效率低，并购后集团将原有的乘用车 4 个产品部门合并为乘用车部门，以乘用车、商用车两个大类业务部门面向市场，减少部门间的沟通障碍，提升同一业务单元的业务协同和反应速度，实行全球产品战略，以更好满足全球客户的需求。（3）全球范围内的组织结构由垂直化向扁平化过渡。从原有的德国总部垂直化管理调整为美洲、EMEA、亚太三个主要经营区域独立决策、独立财务核算、独立运营的扁平化管理模式，给予区域更高自主权，激发区域组织的能动性，大幅降低了沟通成本，提高响应速度。德国总部支持地区和部门执行其战略，负责整体把控。这种措施下有效提高了区域经营效率以及对客户的服务、需求的响应能力。

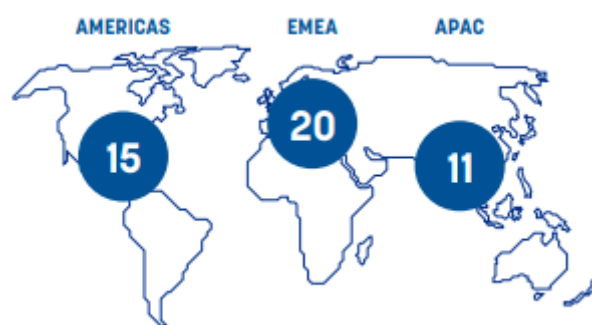
市场业务协同整合，提升市场份额。在乘用车领域，格拉默在国内的客户主要集中在欧系和美系客户，而在国内自主品牌、部分合资品牌、日系等车企的份额相对偏弱。自收购以来，双方强强联合，无论是产品还是客户，相互赋能，为对方导入了新的客户群。在商用车领域，格拉默的商用车座椅系列产品具备全球领先的技术竞争力和品牌影响力，在欧洲市场份额位列第一，但在国内市场份额较低，尤其在中国重卡座椅领域，2019 年只占国内市场份额的 4%，2021 年提升到 8%。公司协助格拉默逐步展开与国内大型重卡生产厂商的合作，双方强强联合，开始在国内重卡座椅市场持续取得新的突破。目前公司市场遍布美洲、EMEA（欧洲、中东、非洲）以及以中国为主的亚太地区，分别占总收入的 26.0%、53.5%和 20.5%，其中由于继峰股份的收购进一步开拓了亚太市场，亚太市场的占比将逐步上升。

图 8：格拉默主营业务地区结构图



资料来源：格拉默年报、招商证券

图 9：格拉默 2021 年全球生产和物流分布图



资料来源：格拉默 2021 年年报、招商证券

格拉默作为一家具有 100 多年历史的汽车内饰件和乘用车座椅的跨国集团，多年的积累奠定了格拉默的产品研发技术在全球的领先优势，以及遍布全球的生产和营销网络。宁波继峰作为一家在头枕领域的国内龙头企业，具有民营企业优秀的成本控制能力和服务意识。两者相结合，实现 1+1>2 的效果，使得新的继峰在全球的竞争中更具优势：1、格拉默强大的研发和创新能力赋能继峰，助力宁波继峰不断地开发新产品。例如电动出风口和重卡智能家居式座舱就是双方技术融合的产物；2、继峰高效的成本控制能力赋能格拉默。双方的联合采购协议的签署，帮助格拉默大大降低了采购成本。3、双方客户资源共享。报告期内，双方给对方赋能，分别为对方争取了新的定点项目。4、机制赋能。

格拉默被收购之后，从无实控人到绝对控股，机制的转变使得格拉默重新焕发活力。

在收购完成之后，格拉默中国区座椅取得突破性进展。（1）福田拳头车型配套格拉默座椅。福田戴姆勒耗时四年时间打造的重磅产品欧曼银河，在搭载的主驾座椅的选择上，选择是格拉默 MSG115 型号座椅，单价在 3100-5600 元的区间；奥铃大黄蜂皇宫版使用的是格拉默 MSG90.3 型号座椅，单价在 2700-3700 元区间，是格拉默座椅在中国首次应用于中卡上。（2）在中国首次下海出航。格拉默作为 100% 座椅供应商为广东省的海上风电运维船舶（中国大陆建造的第一艘风电运维船）装配 3 个司机座椅和 24 个乘客座椅，这是格拉默座椅第一次在中国海事领域中被使用，标志着格拉默在中国正式展开了海上业务。

图 10：欧曼银河重卡搭载格拉默 MSG115



资料来源：洋葱商用车、招商证券

图 11：格拉默座椅首次下海出航

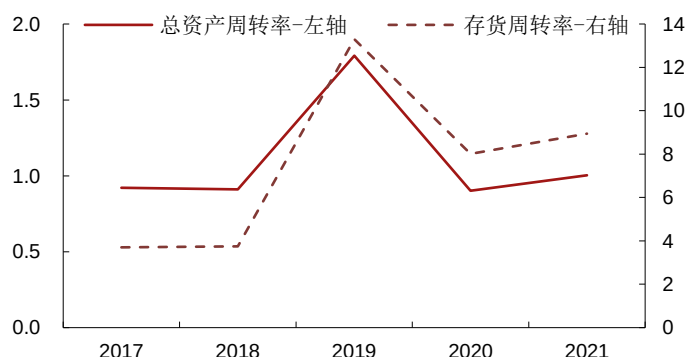


资料来源：公司公告、招商证券

2、降本增效措施持续实施，集团经营效率稳步提升

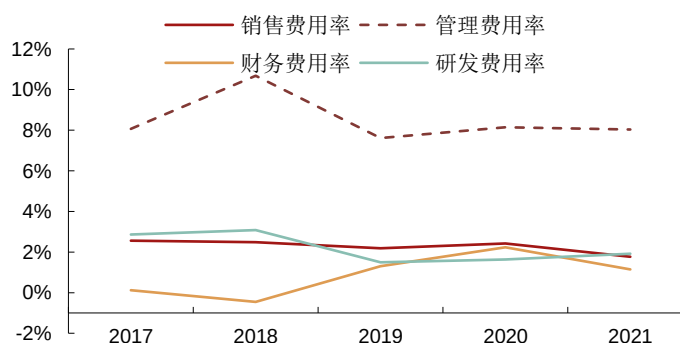
公司在收购格拉默之后，就开始制定全面降本增效的行动计划，从生产、采购、管理、研发、财务等 12 个方面全面展开降本增效措施。2021 年，公司合并资产负债率降至 69.16%（2020 年同期 73.64%），下降 4.48 个百分点，公司资产负债结构持续优化。公司总资产周转率提升至 1.04 次（2020 年同期 0.91 次），存货周转率提升至 8.94 次（2020 年同期 8.01 次），集团营运能力持续提升。2021 年公司人力成本占销售比为 26.2%，同比 2020 年 27%，下降了 0.8%。2020 年由于疫情影响，各地政府对企业有相应的补贴政策，因此 2020 年的人力成本占比实际占比高于 27%，公司降本效果显著。2019 年由于公司并入格拉默营收增速明显，期间费用率明显下降，2021 年公司期间费用率为 12.86（2020 年同期 14.43%），下降 1.57 百分点。

图 12：公司总资产/存货周转率变动情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 13：公司期间费用率变动情况

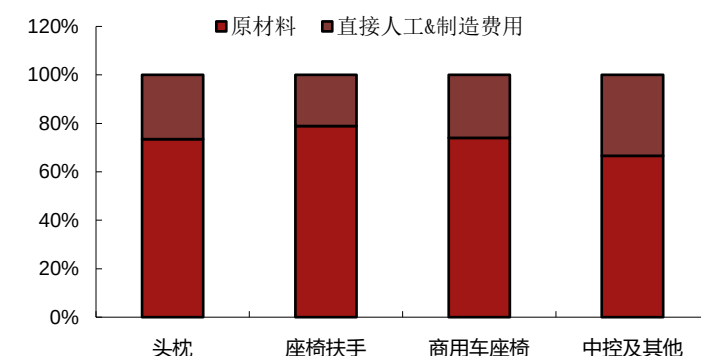


资料来源：格拉默 2021 年年报、招商证券

全球采购协同整合，降低原材料上涨压力。公司所生产的产品原材料占比较高，原材料成本对公司的利润产生较大影响，近年来，由于大宗商品涨价明显，原材料市场价格持续高位运行，对公司业绩产生了一定的影响。2020 年 3 月，公司与格拉默签订了联合采购协议，在程序上保证了联合采购的全面落地。公司在模具、支杆、泡沫发泡料等生产资料和物料上的优势赋能格拉默，大大降低公司和格拉默的采购成本，从而提高双方的毛利率水平。受益于联合采购、格拉默结构性降本增效措施等持续实施，在原材料市场价格大幅上涨，缺芯导致订单不稳定的背景下，公司 2021 年

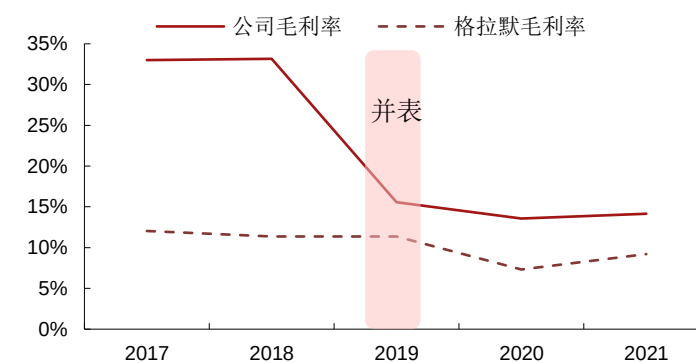
毛利率较 2020 年提高 0.58 个百分点至 14.14%，盈利能力稳步提升。

图 14: 公司主要产品原材料占比较高



资料来源：公司公告、招商证券

图 15: 公司毛利率变化情况

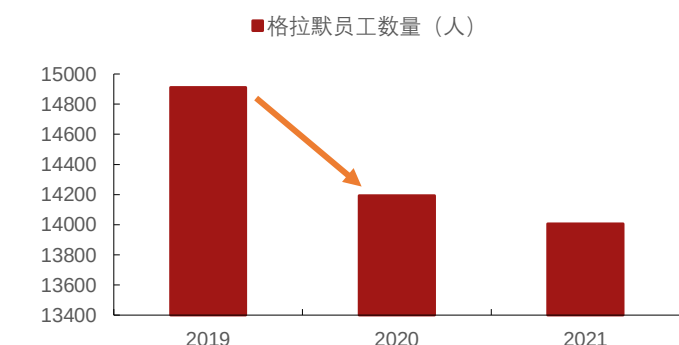


资料来源：wind、招商证券

产业布局进一步协同，提升企业经营效率。格拉默原来部分工厂持续亏损运营，为提高管理效率，实现规模生产效应，降低生产成本，公司对集团工厂进行整合。一方面，生产基地合并，共享产能，优化集团产业布局。2020 年 1 月起，为了减少管理层级，提升管理效率，集团将位于美国的四家公司 TMDWEK、TMD 田纳西、TMD 威斯康星和 TMDWEK 北，整合至 TMD LLC。2020 年 7 月，格拉默江苏工厂搬迁至宁波北仑，与公司宁波工厂合并。另一方面，关闭无效工厂，提升下属工厂的效率，2020 年格拉默共关闭 5 家工厂，其中德国 3 家、美国 1 家、中国 1 家（江阴工厂）。格拉默实行裁员措施降低管理费用，员工人数从 2019 年的 14910 人降低至 2020 年的 14192 人。

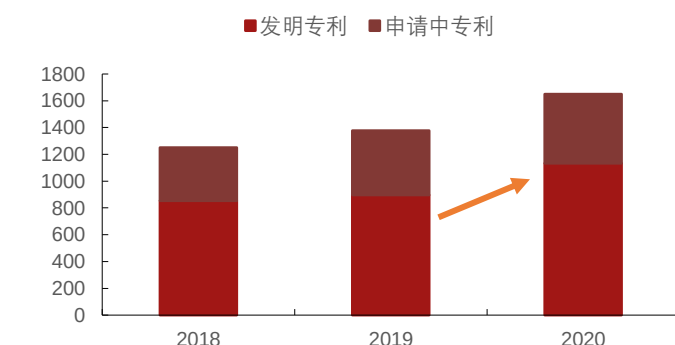
技术资源协同整合，提升集团研发实力。格拉默在产品技术上具备核心竞争力，是商用车座椅系统的技术领导者，在产品的舒适性、安全性、人体工程学、用户友好等层面具备技术领先地位；同时在乘用车领域，能够根据高端市场客户需求设计更复杂、质量要求更高的汽车零部件。公司正在逐步吸纳格拉默的领先技术并提升自己的研发能力，实现技术层面的协同整合。公司坚持自主创新，拥有专业的研发团队、先进的测试设备、有效的质量控制体系及强大的生产能力，收购格拉默后，通过整合格拉默优秀的研发资源，进一步提升了公司的研发实力。目前，公司拥有核心技术专利近 2000 项，是浙江省专利示范企业及国家知识产权优势企业。

图 16: 格拉默员工数量（单位：人）



资料来源：格拉默年报、招商证券

图 17: 格拉默专利情况（单位：个）



资料来源：格拉默年报、招商证券

财务及资产整合，提升企业资金运营能力。在财务与资产管理方面，公司在上海设立了集团财务总部，综合管理集团的财务体系。公司上海财务总部招聘了较多跨国公司优秀人才，分别管理账务中心、财务分析中心、税务中心，并与外资银行、会计师事务所、跨国税务咨询机构合作。上海财务总部通过全面预算、滚动预测及月度经营指标分析等管理机制，全面掌握集团经营情况，为公司的健康发展提供了有力保障。

3、产能布局进一步推进，看好公司中长期业务增长

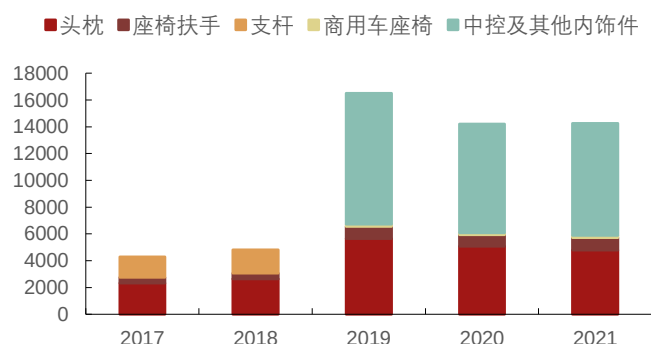
为满足格拉默在中国区业务快速增长的需求，解决产能不足问题，公司正在协助格拉默尽快落实其中国区新产业基地的建设。公司在 2021 年进行了新产能布局：

(1) 2021 年 5 月, 格拉默与中国一汽的全资子公司一汽哈尔滨轻型汽车有限公司合资成立了商用车座椅制造企业-格拉默车辆部件(哈尔滨)有限责任公司, 该工厂生产线设备工艺高端智能, 为一汽解放公司各系列商用车卡车配套, 并于 2021 年 10 月正式投产。年生产能力 10 万台套, 预计到 2026 年可实现年产值 3 至 4 亿元。

(2) 2021 年, 格拉默在沈阳新建一个生产基地, 为宝马汽车生产高品质的中控台、扶手和其他内饰零部件。新工厂巩固了格拉默在中国东北地区的布局, 该基地拥有最先进的工作区域和设施, 涵盖从注塑成型、喷胶、焊接到最终装配的所有生产工序。格拉默沈阳工厂已于 2021 年 8 月正式投产。

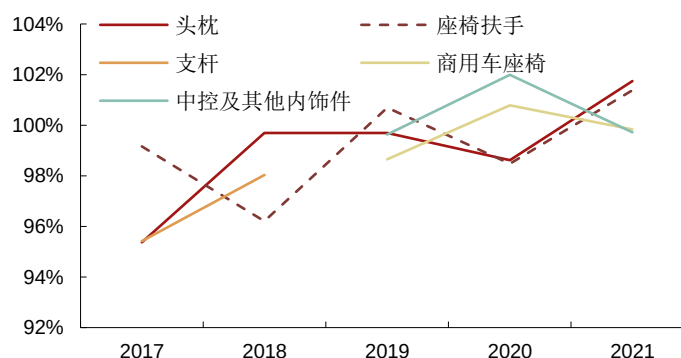
(3) 2021 年, 公司在合肥新设了生产基地, 用于乘用车座椅等产品的生产。预计将于 2022 年完工, 2023 年上半年可实现量产。

图 18: 公司产品产量情况(单位: 万件)



资料来源: 公司年报、招商证券

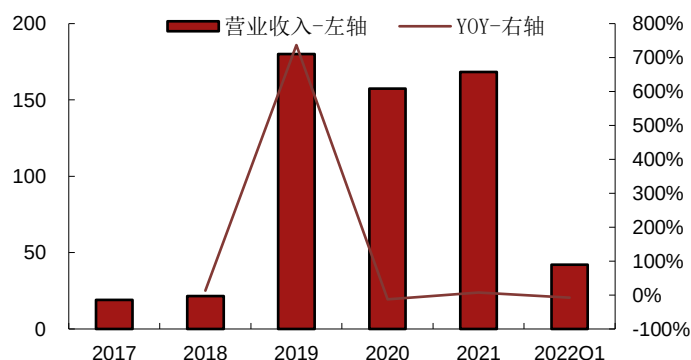
图 19: 公司产品产销率情况



资料来源: 公司年报、招商证券

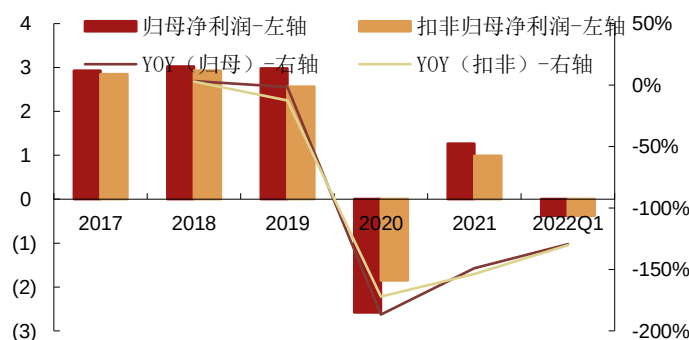
短期公司经营业绩处于恢复期, 看好公司中长期发展。短期看, 2021 年至今, 缺芯、原材料涨价、俄乌战争以及国内疫情的发展都属于不明朗、不确定因素, 因此很难预判短期盈利。但是中长期内, 看好国内乘用车行业的发展, 且公司主营业务经过调整, 有望实现稳定增长。2021 年, 公司实现营业收入 168.32 亿元, 同比增长 6.99%; 实现 EBITDA 10.86 亿元, 同比增长 44%; 实现 EBIT3.97 亿元, 同比实现扭亏为盈 (去年同期亏损 0.71 亿元); 实现归属于母公司净利润 1.26 亿元, 实现扭亏为盈 (去年同期亏损 2.58 亿元)。公司子公司格拉默实现营业收入 146.51 亿元, 同比增长 7.84%; 实现 EBIT 2.00 亿元 (去年同期亏损 3.83 亿元), 实现经营性 EBIT 1.84 亿元 (去年同期亏损 2.58 亿元); 实现净利润 0.12 亿元 (去年同期亏损 5.11 亿元), 均实现扭亏为盈。

图 20: 2017-2022Q1 公司营收情况



资料来源: 公司年报、招商证券

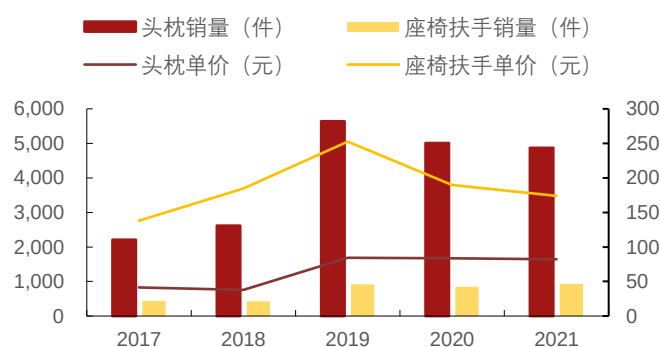
图 21: 2017-2022Q1 公司归母净利润情况



资料来源: 公司年报、招商证券

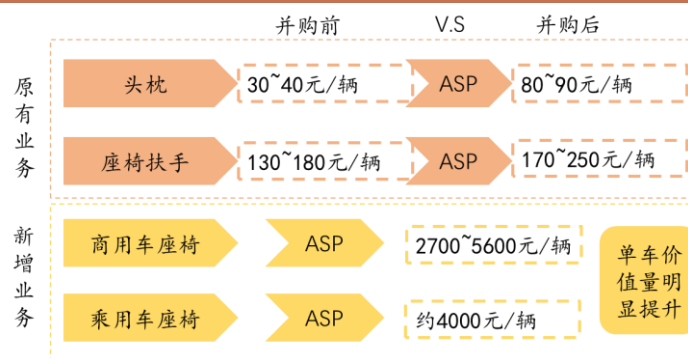
单车价值量稳步提升, 量利齐升贡献公司业绩增长。从原有业务来看, 2019 年将格拉默并表后, 产品的单车价值量明显提升。在 2018 年以前, 继峰的头枕均价在 40 元左右, 座椅扶手均价在 140 元左右, 支杆在 10 元左右。2019 年将格拉默并表后, 产品的平均单价有明显提升, 头枕均价提高到 80 元左右, 座椅扶手的均价达到 200 元以上, 虽然 2020 年由于疫情原因价格有所下降, 但总体单价相对 2018 年以前有所提高。从新增业务来看, 格拉默商用车座椅单车价值量能达到 2700~5600 元/辆, 后续拓展的乘用车座椅也能达到 4000 元/辆左右, 公司整体单车价值量有望提升, 随着公司产品矩阵逐渐丰富, 单车价值量稳步提升, 我们认为未来公司业绩具有较高发展空间。

图 22: 公司头枕及座椅扶手销量及单价情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 23: 公司主营业务单车价值量变动情况



资料来源: 公司公告、招商证券

三、新业务取得重大突破，未来发展前景较为乐观

自 2020 年下半年开始，公司将战略重心从整合格拉默、提升格拉默的盈利能力，开始向整合双方的优势资源，进行新业务布局方向转变。2021 年，公司新业务获得重大突破。在乘用车领域，公司将在原有的头枕、扶手等传统内饰件业务的基础上，加速推进“以乘用车座椅”为核心的智能座舱战略，将在乘用车座椅、电动出风口、3D Glass 玻璃、延展金属技术、微米级加工工艺等新业务方面积极开拓；在商用车领域，公司将在巩固商用车座椅业务市占率的基础上，进一步加速推进商用车智能座舱业务。

1、获得乘用车座椅订单，实现从 0 到 1 的突破

乘用车座椅业务成为公司未来发展战略中的重中之重。随着汽车行业电动化、智能化不断演进以及新造车势力的突飞猛进，预计国内汽车零部件产业链的格局也将在未来的几年随之发生重大的变化。为了抓住行业变革的大趋势，结合并购格拉默之后获取的技术及人才资源禀赋，公司进入乘用车座椅领域。2021 年 10 月，公司获得了某造车新势力主机厂的定点项目，将为客户开发、配套新能源汽车座椅产品。，预计从 2023 年开始贡献公司收入。本次乘用车座椅的项目定点，是公司乘用车座椅业务从 0 到 1 的突破，使公司在单车价值上得到了极大的提升。新业务项目的落地，将对公司未来的经营带来重大的战略意义，更是公司落实长期战略的重要一步，公司将会在乘用车座椅领域持续拓展。

表 3: 公司生产汽车座椅的相对优势

序号	优势	详细描述
1	国际化及领先的研发能力	格拉默拥有全球领先的商用车座椅技术和管理体系，公司陆续引进了在乘用车座椅领域相关优秀人才，具备丰富的行业经验。
2	覆盖全球的销售及研发网络	纵观目前前十大座椅厂商，均为全球化的公司，贴近客户的销售和研发网点能够快速满足客户的需求。公司收购格拉默之后，公司在全球 20 个国家拥有近 70 家控股子公司。
3	快速服务响应能力	原来的传统车车型迭代更新需要 7-8 年，现在新造车势力和智能化发展起来后，车型的迭代速度加快，作为民营企业，公司具备出色的快速响应市场需求能力，在国内就布局了 16+生产基地，很多流程都可以在国内完成，加快了反应速度。
4	与新造车势力战略的一致性	公司的企业性质与目前头部的几家新造车势力一样，并且由董事长亲自挂帅，能够保持战略的延续性和一致性。
5	成本控制优势	公司的生产制造能力及成本控制能力属于同行业内的翘楚。
6	数字化和低碳排放	目前公司在合肥的项目基地正在紧张有序地加速推进，数字化的工厂将对客户需求的响应速度更加柔性化。

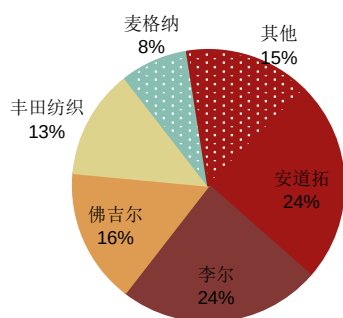
资料来源: 公司年报、招商证券

汽车座椅是汽车的重要组成部分，高技术含量铸就高壁垒。据盖世汽车数据，由于座椅占整车成本较高（3%-5%），

质量占到整车的 6%，因此在整个内饰系统中的重要性更加突出，具备安全性、舒适性等多种功能特征。一方面，当汽车发生碰撞事故时，需要座椅对驾乘者和乘客起到有效的保护作用；另一方面，座椅结构复杂，制造工序严密，涉及配套整车研发。对于车企而言，十分重视座椅供应商的选择，同时供应商的选择也都相对固定，导致汽车座椅行业的配套壁垒很高。

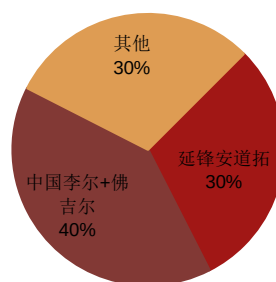
当前外资占据主流地位，国产品牌逐渐崛起。由于我国工业起步较晚，外资品牌在传统乘用车座椅市场深耕多年，传统的汽车供应链竞争格局很难撼动，多年以来我国汽车座椅市场一直被美日欧等海外国家的品牌所垄断，李尔、安道拓、丰田纺织、弗吉亚等前 10 大座椅生产商几乎占了全球座椅市场 90% 以上的份额。正因为竞争格局太集中，很多主机厂都希望引进一些有差异化优势的供应商来打破局面，尤其是伴随着新能源汽车行业的发展，很多新能源车厂进入了构建供应链阶段，他们更加有意愿率先向自主品牌开放采购体系，这就给了公司一个发展机会。现下国产品牌的不不断崛起，逐步走出海外，带来的是国产供应链的崛起，给予国产零部件供应商更多的机会。

图 24：2020 年全球汽车座椅行业竞争格局



资料来源：华经产业研究院、招商证券

图 25：2020 年中国汽车座椅行业竞争格局



资料来源：智研咨询、招商证券

以新能源汽车配套为起点，国产替代空间广阔。我们认为，当下在汽车行业处于电动化、智能化和汽车产品升级等的大背景下，对汽车座椅性能要求逐渐提升，国内企业具备相对成本优势。从公司未来规划来看，公司将以新能源汽车配套为起点，充分享受新能源汽车行业发展的红利，积累设计经验与客户口碑，未来将继续向传统主机厂进行渗透。随着智能化不断演进以及新造车势力的突飞猛进，国内汽车零部件产业链的格局将在未来的几年随之发生重大的变化，这对于继峰股份而言是重要的机遇。

乘用车座椅市场价值高、空间大，公司有望从中受益。我们认为，当下在汽车行业处于电动化、智能化和汽车产品升级等的大背景下，对乘用车座椅性能要求逐渐提升，随着产品逐渐多元化发展，预计未来汽车座椅将实现量价齐升。我们预计当前乘用车座椅价格为 4000 元左右，2024-2025 年随着产品升级，单车价值量有一定的上涨，预计 2025 年底国内乘用车座椅市场空间超过 1000 亿元。

国产替代空间大，公司市场份额有望提升。随着全球乘用车销量增长放缓，叠加智能化、电动化技术升级上投入加大，主机厂对零部件采购的成本敏感度显著提升，国内部分头部企业具备相对成本优势，国内汽车零部件产业链的格局将在未来的几年随之发生重大的变化，这对于继峰股份而言是重要的机遇。由于公司在乘用车座椅零部件方面属于国内龙头，且通过整合格拉默商用车座椅总成的经验，在乘用车座椅技术上有一定的技术积累，且公司将以新能源汽车配套为起点，充分享受新能源汽车行业发展的红利，积累设计经验与客户口碑，未来将继续向传统主机厂进行渗透，有利于扩大市场份额。

表 4：国内乘用车座椅市场空间测算

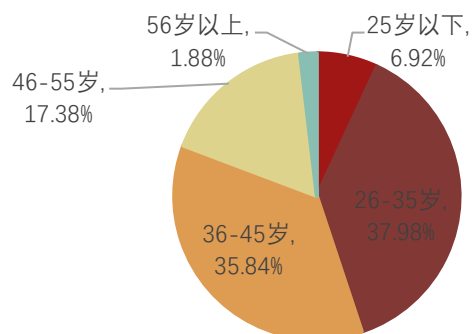
	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
乘用车产量（万辆）	2,140	2,140	2,204	2,270	2,338
YoY		0%	3%	3%	3%
单车价值量（元）	4,000	4,000	4,000	4,200	4,400
市场空间（亿元）	856	856	882	953	1,029

资料来源：中汽协、招商证券

2、创新产品及技术拓展市场，进行高质量扩张模式

紧跟重卡家居化趋势，布局智能家居式重卡座舱。汽车行业电动化、智能化将是行业发展趋势，也势必带来座舱空间功能革命性变化。随着从业者结构的改变，对舒适度的要求不断提升，智能家居式座舱已逐渐成为趋势。公司利用格拉默在商用车智能座舱领域先期的技术研发储备，结合自身在国内的制造能力，积极研发能满足中国重卡司机需求，具有高性价比的重卡智能家居式座舱，使汽车座舱从传统的驾乘座舱进化成为更丰富的生活空间。据公司公告，公司自 2020 年下半年开始启动商用车座舱项目，积极研发出具有高单车价值的重卡智能家居式座舱。2021 年，部分客户陆续进行样车试安装，个别客户的样车已完成试装，并发往客户处进行路试等后续验证。

图 26：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》、招商证券

图 27：智能家居式重卡座舱



资料来源：公司官网、招商证券

公司将在原有业务上继续实行横向和纵向布局，拓宽业务范围。展望智能化程度逐步提升的未来行业趋势，车辆内部将成为人们另一个全新的生活空间，汽车内饰正加速迎来创新与变革，为了使用户体验更具有吸引力，汽车内饰供应商们正在重新考虑车辆内饰的设计，舒适性、个性化、灵活性和娱乐功能等方面的要求将在未来发生根本变化。未来，公司将在巩固传统主业的基础上，结合格拉默在车辆驾驶舱领域多年的技术积累，利用公司现有的竞争优势，大幅升级和扩展车内功能和整合性，提升座舱内部舒适性体验，拓展以新材料，新技术为特点的新型业务，增加单车价值，同时积极布局智能驾驶舱领域。格拉默在 2021 年车展上展出了滑动中控台、音乐头枕、3D 智能玻璃面板等多款创新性产品，向全球汽车市场提出了“PURE”的理念，充分展现出公司差异化发展战略。

（1）横向布局：公司基于对客户需求的深刻理解，开始在原有传统产品的基础上进行产品的智能化升级，提高产品附加值，陆续研发了音响头枕、移动中控系统和扶手、3Dglass 玻璃等。

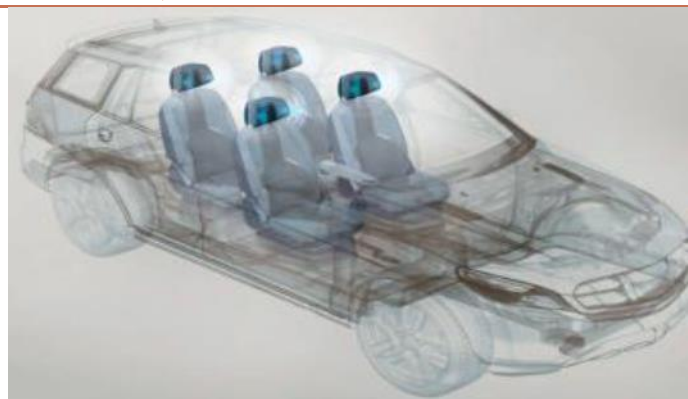
公司在原有头枕业务上开发出具有创新性的音乐头枕，符合智能化、个性化和娱乐化发展趋势。公司与音频专家哈曼建立合作伙伴关系，共同开发音响头枕，在结构、工艺等技术上均实现了新的突破和跨越，将音频系统集成到头枕中，为车辆乘员提供个性化的音频编程，改善乘客对音频服务的个性化使用。该头枕内部集成了麦克风和扬声器，具备听音乐、通讯私密性的功能，旨在为乘客提供通讯的便捷性以及屏蔽干扰噪声等。

图 28: 格拉默音乐头枕展示



资料来源: 公司公众号、招商证券

图 29: 公司音乐头枕应用场景



资料来源: 公司官网、招商证券

公司在原有中控和座椅扶手业务的基础上开发出移动中控系统和扶手, 符合灵活性、便捷性发展趋势。公司新推出应用于智能驾驶时代的中控系统和扶手, 集多种功能于一体, 拥有直观的人机交互界面操作系统, 具有移动、触控、多层次空间等特点。2021 年上海车展, 格拉默展出了两款可滑动的中控台, 一款是德国开发的六向运动多功能滑动中控台, 可以六个方向运动, 集成多种智能控制和储物功能, 另一款是中国研发的滑动中控台, 可电控前后移动, 可变氛围照明、电动升降折叠小桌板。此外, 滑动中控台内部还留有改造空间, 可根据用户需求定制。

图 30: 格拉默德国开发的多功能滑动中控台



资料来源: 公司公众号、招商证券

图 31: 格拉默中国研发的滑动中控台



资料来源: 公司公众号、招商证券

3D Glass 玻璃在 2020Q3 开始在德国宝马首次应用, 具有自主知识产权。格拉默研发的 3D 玻璃创新产品能够将多种智能功能无缝集成, 实现表面高光泽或亚光泽, 具有良好的耐划伤性和耐化学性, 同时由于特殊的研磨技术, 还可以实现触觉操作功能。此外, 该产品还能够实现灯光、色彩和装饰效果, 并结合客户品牌定位提供一系列创新型、有吸引力的设计选择。除了极高的设计自由度外, 玻璃在可持续性方面也非常突出, 它可以按类型分类并回收利用。

图 32: 格拉默 3D 玻璃展示



资料来源: 公司官网、招商证券

(2) 纵向布局: 公司用新产品, 新技术打开未来成长空间, 陆续研发了隐藏式电动出风口、延展金属技术、微米级

加工工艺、无人驾驶下的“Pure”项目等。

隐藏式电动出风口是在电动化、智能化趋势下催生的新产品。隐藏式出风口是能够实现触摸控制、语音控制、自动扫风、和仪表盘融为一体的新型出风口。2021 年前三季度公司隐藏式电动出风口产品获得多个新订单项目，包括长城、蔚来、大众、上汽、吉利等，目前公司在手定点超过 8 个。其中公司供货给吉利领克极氪 001 的电动出风口预计已在 2021 年三季度实现量产。2021 年 12 月，公司在投资者互动平台表示，向蔚来 ET5 供应电动出风口等产品。

图 33: 极氪 001 隐藏式电动出风口



资料来源：易车、招商证券

图 34: 蔚来 ET5 内景图



资料来源：汽车之家、招商证券

电动出风口仍处于蓝海市场，有望成为公司新的业绩增长点。电动出风口行业竞争对手不多，目前属于渗透率非常低的行业，属于刚刚兴起的领域，市场相对来说是一片蓝海。我们预计当前市场下渗透率为 0.5% 左右，电动出风口单车价值在 500-700 之间，电动化趋势下，随着新势力及自主车企引领隐藏式电动出风口潮流，预计 2025 年国内渗透率达到 5%，对应市场空间 7.0 亿元，2021-2025 年市场规模 CAGR 达 106.6%，发展有望超预期。

表 5: 隐藏式电动出风口市场空间预测

	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
乘用车产量（万辆）	2,139.7	2,139.7	2,203.9	2,270.0	2,338.1
渗透率	0.3%	0.5%	1.0%	3.0%	5.0%
隐藏式出风口销量（万套）	6.4	10.7	22.0	68.1	116.9
单车价值量（元）	600.0	600.0	600.0	600.0	600.0
市场空间（亿元）	0.4	0.6	1.3	4.1	7.0

资料来源：中汽协、公司公告、招商证券

延展金属技术、微米级加工工艺等业务上获得了客户订单，并向大量潜在客户进行了推广。格拉默新研发的延展金属技术能够使得气流定向通过膨胀金属表面，实现除霜、除雾、扩散通风、高级通风等功能。同时，该技术还具备高空气性和声音透气性，该产品已获得奔驰某车型项目定点；微米级加工工艺是公司引进国外先进技术，提供从造型设计、造型打样、逆向扫描等纹理设计技术，并结合公司全球化布局，为全球主机厂提供更具性价比的内外饰装饰件新产品，该技术具有环保、高效、特殊质感、高性价比等特点，将在未来的汽车内饰件领域开辟新的市场，该技术已获得国内某主机厂的技术定点。

无人驾驶是未来行业发展的必然趋势，打造“PURE”概念满足个性化、舒适性和可变性需求。格拉默前瞻性地与某著名汽车设计工作室共同开发代号为“Pure”项目。该项目着眼于无人驾驶场景下的乘用车座舱设想，对汽车内部组件或移动工作场所的模块化设计要求进行研究，解决自动驾驶所造成的晕车问题，满足自动驾驶场景下的休闲以及工作的需求，为客户打造完全不同于现有模式的乘用车座舱。此外，随着未来自动驾驶的普及，该项目将不仅局限于乘用车，还将应用于格拉默所有业务领域，包括卡车等商用车驾驶舱内。

图 35：无人驾驶“Pure”应用场景



资料来源：公司官网、招商证券

四、盈利预测

公司是国内领先的国内领先的乘用车座椅零部件龙头企业。在 2019 年完成对德国商用车座椅龙头企业格拉默的收购后，进一步借助格拉默在商用车座椅领域的优势，迅速拓展了公司的业务范围。格拉默汽车内饰产品在欧洲地区市占率第一，在中国仍有较大的提升空间，随着收购整合的完成以及各类新产品的上市，公司汽车内饰业务营收和毛利率水平有望显著改善。

公司乘用车座椅项目在 2021 年获得了新势力定点项目，实现了从 0-1 的突破，是公司在乘用车座椅领域的一项重大进步，由于乘用车座椅总成具有较高的单车价值量、较大的市场空间，且公司将以新能源汽车配套为起点，充分享受新能源汽车行业发展的红利，积累设计经验与客户口碑，未来将继续向传统主机厂进行渗透，有利于逐步扩大乘用车座椅的市场份额，公司营收和盈利水平也将取得进一步突破。此外，公司加速推进“以乘用车座椅”为核心的智能座舱战略，将在乘用车座椅、电动出风口、3D Glass 玻璃、延展金属技术、微米级加工工艺等新业务方面积极开拓，产品种类不断丰富，单车价值量提升明显。

表 6：继峰股份 2022-2024 年盈利预测情况

		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
继峰本部	营业收入	20.1	30.9	31.7	40.5	40.4
	母公司	15.9	16.1	19.4	23.2	24.4
	海外及其他	4.2	14.8	12.3	17.3	16.0
	归母净利润	1.7	1.2	1.1	2.2	4.0
	母公司	1.5	2.2	1.0	2.0	3.8
	海外及其他	0.3	(1.0)	0.1	0.2	0.2
	归母净利率	9%	4%	3%	5%	10%
格拉默	营业收入（亿元）	137.3	137.4	146.7	159.7	170.3
	亚太及日本	26.5	28.6	35.8	46.5	54.9
	美洲	38.1	37.2	37.9	38.7	39.4
	欧洲、中东及非洲	72.6	71.6	73.0	74.5	76.0
	EBIT（亿元）	(3.8)	1.8	0.9	5.6	8.2
	净利润（亿元）	(5.1)	0.1	0.7	4.7	6.8
	净利率（%）	-3.7%	0.1%	0.5%	2.9%	4.0%
乘用车座椅总成	出货量（万套）				10.0	30.0
	单车价值量（元）				5,000.0	5,000.0
	营业收入（亿元）				5.0	15.0
	归母净利润（亿元）				0.2	1.1
	归母净利率（%）				3%	7%
	营业收入（亿元）	157.3	168.3	178.4	205.2	225.7
公司整体	同比（%）		7.0%	6.0%	15.0%	10.0%
	归母净利润（亿元）	(2.6)	1.3	1.7	6.1	9.7
	同比（%）		-148.8%	34.9%	261.2%	58.1%

资料来源：wind、公司公告、招商证券

- 1) **继峰本部**：公司是国内乘用车座椅内饰国内龙头，随着公司一系列内饰新产品的推出，公司预计国内传统业务营收将呈现逐步提升的态势。我们预计 2022/2023/2024 年公司母公司营收分别为 19.4/23.2/24.4 亿元，海外继峰及其他子公司基本实现盈亏平衡。
- 2) **格拉默**：2021 年格拉默在亚太及日本地区业务占比 20.8%，随着继峰对格拉默整合的推进，预计格拉默在中国区的销售收入逐步提升，进而提升格拉默在亚太地区的销售收入。此外，由于继峰本部具有较高的毛利率及净利率，随着整合的推进预计亚太地区盈利水平将逐步提升，有望增厚公司净利润，我们预计 2022/2023/2024 格拉默实现营收 146.7/159.7/170.3 亿元，亚太区营收占比分别为 24.4/29.1/32.3%，整体净利率达 0.5/2.9/4.0%。
- 3) **乘用车座椅业务**：公司 2021 年所获得的乘用车定点项目预计 2023 年开始贡献公司利润，我们认为，凭借继峰和格拉默在乘用车座椅零部件以及商用车座椅总成的生产经验，公司产品将实现从 0-1 的突破，逐步获得更多厂商的认可，我们预计 2023/2024 年公司乘用车座椅总成业务有望增厚公司营收 5.0/15.0 亿元，增厚公司归母净利润 0.2/1.1 亿元。

如上文盈利预测，短期来看，公司主要营收来自格拉默，国内业务有望维持稳定增长，海外业务随着疫情的恢复和格拉默整合过程的推进，营收和毛利率有望恢复到疫情前水平，公司业绩仍处于恢复期；中长期来看，随着对默拉格的整合效果逐步显现，公司产品品类持续拓展、单车价值量提升、利润率提升，预计未来量利齐升。我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 178.4/205.2/225.7 亿元，归母净利润 1.7/6.1/9.7 亿元，对应 EPS 分别为 0.15/0.55/0.87 元，公司业绩增长趋势明显，新业务逐步放量，首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。

五、风险提示

技术迭代风险。公司所在市场具有技术快速更新，客户及终端客户需求及偏好不断变化，新产品不断涌现，行业标准不断发展等特点。公司未来能否及时研发、推广具有竞争力的新产品将直接影响到公司的业绩表现。

新冠疫情的风险。新冠肺炎疫情在全球范围内的反复，在一定程度上影响了汽车行业的复苏，并对汽车产业链的稳定造成影响，存在新冠肺炎疫情对公司生产经营产生不利影响的风险。

原材料价格波动风险。公司直接材料成本占生产成本的比例约为 70%，主要原材料价格波动对生产成本影响较大。若未来公司主要原材料价格发生大幅波动，将不利于公司生产成本控制，进而影响公司盈利的稳定性。

汽车芯片供应短缺的风险。2022 年汽车芯片供应仍有一定程度紧张，目前在全球范围内仍有整车厂减产，甚至停产。汽车芯片短缺将间接影响公司的产能，可能对公司造成不利影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	6700	6515	6998	8078	8337
现金	1503	1406	1635	1962	1661
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	562	99	104	120	132
应收款项	2338	2310	2428	2792	3071
其它应收款	51	67	71	82	90
存货	1504	1730	1803	2024	2178
其他	741	904	957	1097	1205
非流动资产	10626	9694	9023	8436	7921
长期股权投资	7	9	9	9	9
固定资产	3811	3540	3292	3084	2910
无形资产商誉	4657	4140	3726	3354	3018
其他	2151	2005	1996	1989	1983
资产总计	17326	16209	16021	16514	16258
流动负债	6898	6069	9785	9717	8679
短期借款	2476	1638	5971	5551	4267
应付账款	2455	2340	2450	2751	2960
预收账款	40	63	66	74	79
其他	1926	2028	1298	1342	1372
长期负债	5861	5141	5141	5141	5141
长期借款	2138	2631	2631	2631	2631
其他	3723	2511	2511	2511	2511
负债合计	12759	11211	14927	14859	13820
股本	1021	1119	1119	1119	1119
资本公积金	2686	3032	3032	3032	3032
留存收益	562	493	(3410)	(2846)	(2060)
少数股东权益	298	354	353	350	346
归属于母公司所有者权益	4269	4645	742	1305	2092
负债及权益合计	17326	16209	16021	16514	16258

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	810	719	1335	1418	1786
净利润	(340)	126	169	611	967
折旧摊销	825	766	1000	917	844
财务费用	163	175	300	300	300
投资收益	(3)	20	(9)	(9)	(9)
营运资金变动	308	(244)	(126)	(404)	(318)
其它	(143)	(124)	0	3	2
投资活动现金流	(772)	(588)	(319)	(319)	(319)
资本支出	(726)	(740)	(328)	(328)	(328)
其他投资	(46)	153	9	9	9
筹资活动现金流	(644)	(40)	(786)	(772)	(1768)
借款变动	1368	4460	3587	(421)	(1284)
普通股增加	(2)	98	0	0	0
资本公积增加	150	346	0	0	0
股利分配	(1677)	(3802)	(4073)	(51)	(184)
其他	(482)	(1142)	(300)	(300)	(300)
现金净增加额	(606)	91	229	327	(301)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	15733	16832	17842	20518	22570
营业成本	13598	14451	15130	16989	18282
营业税金及附加	43	46	49	56	61
营业费用	381	297	339	349	384
管理费用	1282	1353	1434	1559	1715
研发费用	256	321	357	369	406
财务费用	351	193	300	300	300
资产减值损失	(162)	(9)	(10)	(10)	(10)
公允价值变动收益	(0)	0	0	0	0
其他收益	17	22	22	22	22
投资收益	(7)	(13)	(13)	(13)	(13)
营业利润	(331)	171	233	895	1421
营业外收入	4	24	27	22	24
营业外支出	10	2	2	2	2
利润总额	(338)	193	258	915	1443
所得税	3	68	89	304	476
少数股东损益	(82)	(1)	(1)	(3)	(4)
归属于母公司净利润	(258)	126	170	614	971

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	-13%	7%	6%	15%	10%
营业利润	-164%	-152%	36%	285%	59%
归母净利润	-187%	-149%	35%	261%	58%
获利能力					
毛利率	13.6%	14.1%	15.2%	17.2%	19.0%
净利率	-1.6%	0.8%	1.0%	3.0%	4.3%
ROE	-5.9%	2.8%	6.3%	60.0%	57.2%
ROIC	0.2%	2.5%	3.6%	8.2%	12.1%
偿债能力					
资产负债率	73.6%	69.2%	93.2%	90.0%	85.0%
净负债比率	29.0%	30.9%	53.7%	49.5%	42.4%
流动比率	1.0	1.1	0.7	0.8	1.0
速动比率	0.8	0.8	0.5	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.3	1.4
存货周转率	8.0	8.9	8.6	8.9	8.7
应收账款周转率	6.0	6.3	7.2	7.5	7.4
应付账款周转率	5.2	6.0	6.3	6.5	6.4
每股资料(元)					
EPS	-0.23	0.11	0.15	0.55	0.87
每股经营净现金	0.73	0.64	1.20	1.27	1.60
每股净资产	3.82	4.16	0.66	1.17	1.87
每股股利	2.12	3.65	0.05	0.16	0.26
估值比率					
PE	-43.7	89.3	66.4	18.4	11.6
PB	2.6	2.4	15.2	8.7	5.4
EV/EBITDA	38.0	26.5	16.6	12.1	9.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

汪刘胜，1998年毕业于同济大学。7年产业经历，2006年至今于招商证券从事汽车、新能源行业研究，连续11年新财富最佳分析师入围。2008年获金融时报与Starmine全球最佳分析师-亚太区汽车行业分析师第三名；2010年获水晶球奖并获新财富第三名；2014年水晶球第一名、新财富第二名；2015年水晶球公募第一名、新财富第三名；2016年金牛奖第二名；2017年新财富第三名。“智能驾驭、电动未来”是我们提出的重点研究领域，基于电动化平台、车联网基础之上的智能化是汽车行业发展的方向。

杨献宇，同济大学硕士，一年半汽车产业经历，5年证券行业研究经验。2018年加入招商证券，重点覆盖乘用车、商用车、零部件板块。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。