

继峰股份 (603997.SH)

强烈推荐 (维持)

疫情影响 1H22 业绩，新业务蓄势待发

事件:公司发布 2022 年中报,2022H1 公司实现营业总收入 84.3 亿元(-3.3%),归母净利润-1.7 亿元 (-189.1%),扣非归母净利润-1.8 亿元 (-199.0%)。其中 22Q2 实现营业收入 42.3 亿元 (+0.9%),实现归母净利润-1.3 亿元 (-314.9%)。

□ 多因素共同影响公司业绩增长,下半年有望触底反弹。

(1) 国内市场受疫情影响严重,下半年有望恢复增长。公司业务涵盖乘用车和商用车,行业整体需求影响公司业绩增长。据中汽协数据,2022 年上半年国内汽车销量 1,205.7 万辆(-6.5%),其中乘用车销量 1,035.5 万辆(+3.5%),商用车销量 170.2 万辆 (-41.0%)。从乘用车来看,受疫情影响国内消费受到一定抑制,但 5 月底以来一系列刺激政策的出台,为促进消费提供了明显支撑,中长期看,随着疫情恢复叠加消费升级,将为乘用车市场稳定增长保驾护航。

(2) 海外业务受到俄乌战争及原材料上涨的影响较大。欧洲和美洲是格拉默的主要市场,2021 年格拉默欧洲区经营改善,但美洲区拖累公司业绩。2022 年上半年,受俄乌冲突及欧洲对俄制裁措施的影响,欧洲能源价格急剧攀升,不少欧洲汽车企业被迫削减生产,对格拉默欧洲区的生产及出货造成了一定影响。此外,全球范围内的原材料价格上涨、海运费飙升以及美国企业雇佣成本上涨对美国工厂造成了一定的打击,导致美洲地区的亏损持续扩大。我们认为,随着格拉默在降本增效方面持续发力,跟客户协商的原材料涨价补偿方案逐步实施,海外市场业绩有望改善。

(3) 汽车产业链受疫情影响停工停产,公司产销受限。继峰本部主力工厂位于长春,格拉默中国总部位于上海。3 月中下旬长春爆发疫情开始影响汽车行业产销,4 月上海爆发疫情导致整个长三角汽车整车及供应链停工停产,汽车产销几乎腰斩,公司产销因此受限。而公司主要客户一汽大众、华晨宝马、奥迪等皆受到疫情停产的影响,直接影响公司业绩。6 月份,国内疫情逐渐受到控制,公司开始全面恢复生产,但依然对上半年业绩冲击巨大,预计下半年公司业绩恢复增长态势。

□ 格拉默整合措施持续推进,费用率静待下降。公司上半年完成了格拉默监事会的重组,更换了首席执行官,使得格拉默和公司在战略协作上更加紧密,降本增效措施落实更加到位。从费用率来看,2022 年上半年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.5%/8.1%/0.6%/2.1%,比去年同期-0.6%/+0.1%/-0.6%/+0.2pct,销售及研发费用率得到下降,管理及财务费用率略微提升,基本符合预期。由于公司乘用车座椅业务的高速发展,在 2022 年上半年发生了较大的费用性支出,对公司半年度业绩也带来了一定影响,预计该影响不具有可持续性,下半年公司费用率将得到优化。

□ 乘用车座椅总成再获定点,行业认可度提升。2021 年公司乘用车座椅获得新势力定点项目,实现了从 0-1 的突破。2022 年 7 月,公司乘用车座椅再次获得定点项目,将为某新能源主机厂未来主力车型开发生产前后排座椅总成产品,两个不同的新能源汽车主机厂对公司的认可,凸显了公司在乘用车座椅领域的快速成长,显示了主机厂对公司在乘用车座椅产品的认可,有利于推

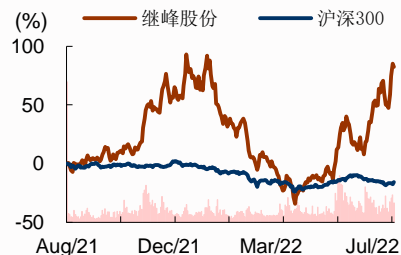
中游制造/汽车
目标估值: NA
当前股价: 17.11 元

基础数据

总股本(万股)	111679
已上市流通股(万股)	88082
总市值(亿元)	191
流通市值(亿元)	151
每股净资产(MRQ)	4.1
ROE(TTM)	-5.0
资产负债率	68.5%
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

%	1m	6m	12m
绝对表现	51	32	80
相对表现	59	43	99



资料来源:公司数据、招商证券

相关报告

1、《继峰股份(603997)——海外业务有望改善,座椅总成打开远期成长空间》2022-07-12

汪刘胜 S1090511040037

✉ wangls@cmschina.com.cn

杨献宇 S1090519030001

✉ yangxianyu@cmschina.com.cn

动公司获取更多的订单，同时也增加了公司与其他主机厂建立良好业务关系的机会，公司有望成为首家打破合资、外资垄断格局的内资企业。展望未来，公司乘用车座椅产品有望覆盖新势力车企及传统车企，实现从 1-N 的突破。我们预计 2025 年乘用车座椅总成市场空间突破千亿，假设公司市占率 10% 将贡献公司 100 亿元的营收增长，未来增长可期。

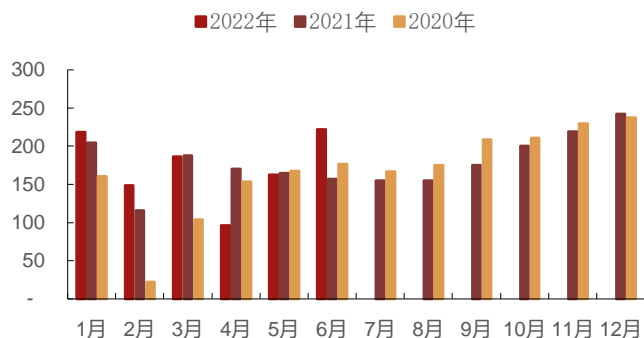
- **各项新兴业务步入正轨，业务多点开花。**（1）在商用车方面，公司紧跟重卡家居化趋势，对于原重卡智能家居式座舱进行了升级，开发出了 2.0 版本，并完成个别客户的样车试装，待路试等后续验证。目前，公司已和某改装厂签订合作协议，并获得了订单，下半年座舱改装的重卡车辆将陆续交付。（2）电动出风口方面，公司出风口产品在手项目将近 30 个，上半年公司隐藏式电动出风口产品交付客户数量约为 7.7 万个，实现营业收入超过 1,600 万元。2022 年下半年，随着蔚来 ET5、吉利博越、长城哈弗 H6 等新项目实现量产，预计 2022 年全年营业收入将超过 7,000 万元。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**短期来看，受俄乌冲突、新冠疫情、原材料价格上涨等因素，公司业绩承压。中长期来看，随着格拉默降本增效逐步体现，乘用车座椅总成业务步入正轨，各项新业务实现快速放量，公司将具备较高的业绩弹性。预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 1.70/6.14/9.71 亿元，维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：汽车行业销量不及预期、全球疫情反复、原材料价格持续上涨、汽车芯片供应短缺等。**

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	-74.0	151.2	112.4	31.1	19.7
PB	4.5	4.1	25.8	14.6	9.1

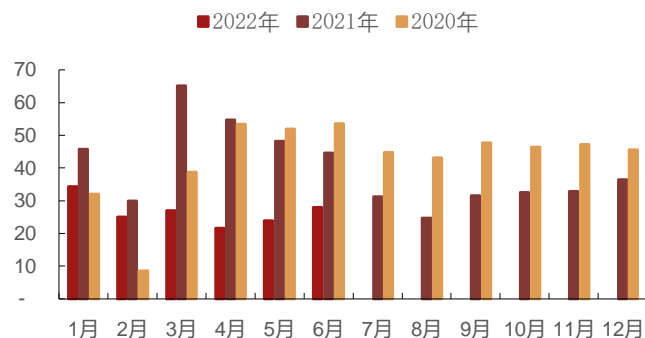
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：国内乘用车月度销量（单位：万辆）



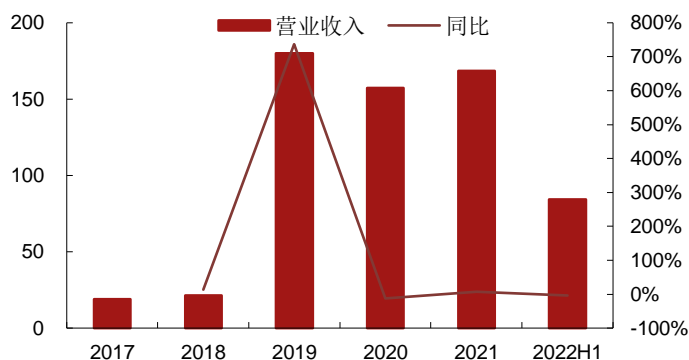
资料来源：中汽协、招商证券

图 2：国内商用车月度销量（单位：万辆）



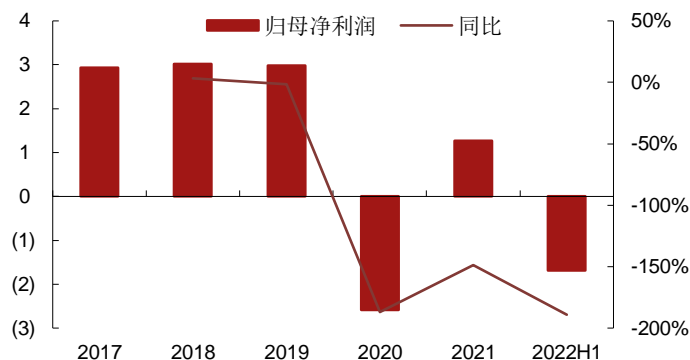
资料来源：中汽协、招商证券

图 3：公司历年营收及增速（单位：亿元）



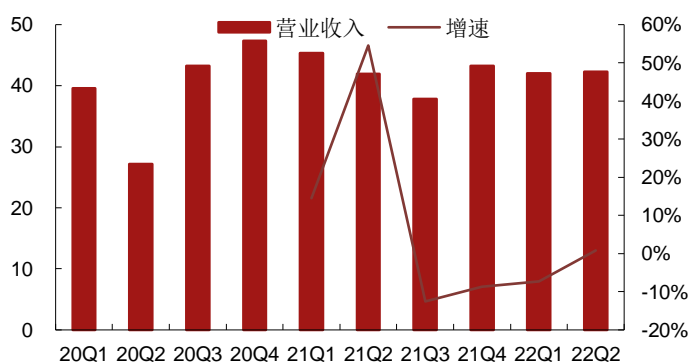
资料来源：公司公告、招商证券

图 4：公司历年归母净利润及增速（单位：亿元）



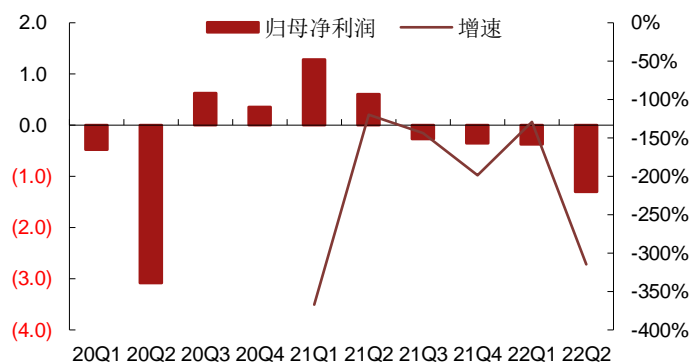
资料来源：公司公告、招商证券

图 5：公司各季度营收及增速（单位：亿元）



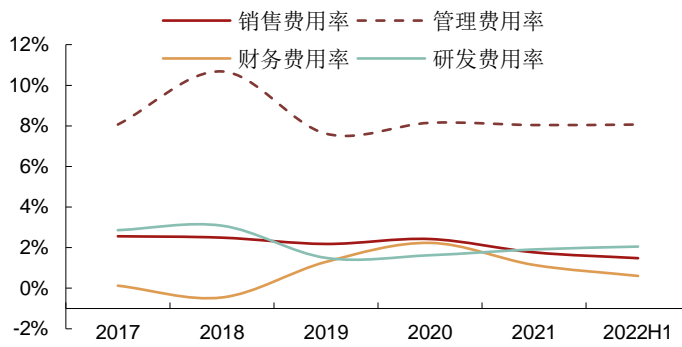
资料来源：公司公告、招商证券

图 6：公司各季度归母净利润及增速（单位：亿元）



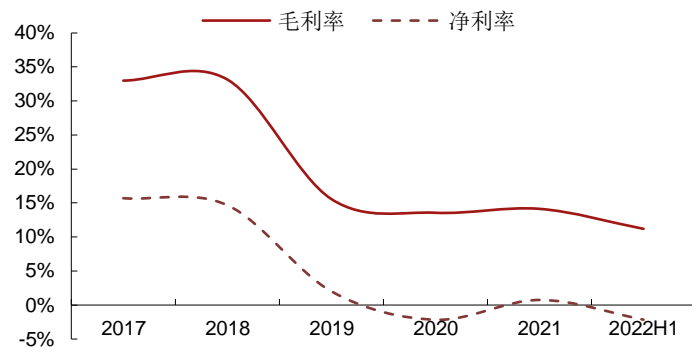
资料来源：公司公告、招商证券

图 7：公司历年费用率情况（单位：%）



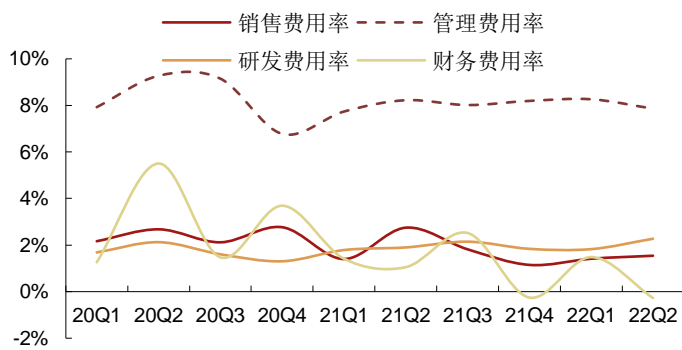
资料来源：公司公告、招商证券

图 8：公司历年销售毛利率及净利率（单位：%）



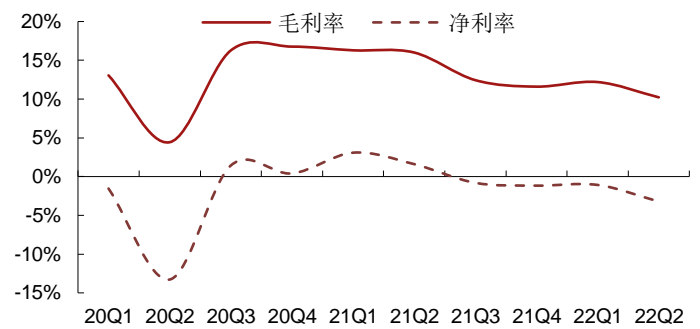
资料来源：公司公告、招商证券

图 9：公司各季度费用率情况（单位：%）



资料来源：公司公告、招商证券

图 10：公司各季度销售毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：公司公告、招商证券

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)

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	-74.0	151.2	112.4	31.1	19.7
PB	4.5	4.1	25.8	14.6	9.1
EV/EBITDA	38.0	26.5	16.6	12.1	9.9

资料来源：公司数据、招商证券

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。

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。