



分析师：崔琰

执业证号：S0100523110002

邮箱：cuiyan@mszq.com

➤ **事件概述。**公司发布公告：1) 近期收到客户《供应商定点意向书》，获得某新能源汽车主机厂的座椅总成项目定点，将为客户开发、生产座椅总成产品。2) 德国继峰拟向招银欧洲牵头的银团贷款 8,000 万欧元，用以置换德商行的贷款，公司拟为德国继峰本次贷款提供担保。

➤ **座椅再下一城 国产替代持续加速。**公司本次定点项目为原客户的新车型定点，体现了客户对公司在合作过程中能力及服务的认可，同时随该客户的订单积累，有利于公司未来生产端规模效应的提升。根据客户规划，本项目预计从 2024 年 10 月开始，项目生命周期 5 年，预计生命周期总金额为 78 亿元。

此前公司已于 2021 年 10 月、2022 年 7 月、2022 年 11 月获得三家新能源主机厂座椅总成项目定点，在乘用车座椅业务领域实现从 0 到 1 的突破并快速拓展；2023 年 2 月联合格拉默突破奥迪 PPE 全球供应体系，实现传统豪华品牌从 0 到 1 突破，乘用车座椅业务加速；2023 年 3 月新增原客户的新车型定点，体现了客户对公司在合作过程中产品及服务能力的认可；2023 年 6 月首获一汽大众座椅总成项目定点，实现从新能源到传统燃油车领域的全面覆盖；2024 年 2 月再次获得原客户新车型定点。**当前公司已披露订单的生命周期总金额达 341-368 亿元，如在同一年量产，可实现年收入 62-67 亿元，为继峰分部 2022 年收入的 246%-262%，收入增量显著。**

➤ **贷款置换落地 财务费用压力减轻。**德国继峰拟向招银欧洲牵头的银团贷款 8,000 万欧元，用以置换德商行的银行贷款，上市公司、宁波继峰、控股股东继弘集团计划提供连带责任保证担保。2023 年欧元区隔夜贷款利率由年初的 3.25% 大幅提升至 4.75%，贷款成本显著提升；国内中期借贷便利 (MLF) 操作利率当前为 2.50%，贷款置换有利于降低公司的财务费用。

➤ **全面协同 剑指全球智能座舱龙头。**公司 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。2023 年上半年，格拉默继续实行“P2P” (Plan to Profitability) 重组计划，并系统性采取进一步提高效率和降低成本的措施，通过优化工厂布局和人员配置、进一步加强供应链管理、深化 VAVE、深挖工厂运营效率等，细化降本增效措施，同时积极落实与客户协商的原材料价格上涨的补偿机制。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

推荐

维持评级

当前价格：

12.98 元

相关研究

1. 继峰股份 (603997.SH) 系列点评一：业绩符合预期 座椅量产加速-2024/01/31

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、隐藏式门把手、车载冰箱等，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，预计公司 2023-2025 年收入为 207.21/235.12/275.37 亿元，归母净利润为 2.03/5.24/8.41 亿元，对应 EPS 为 0.17/0.45/0.72 元，对应 2024 年 3 月 8 日 12.98 元/股的收盘价，PE 分别为 74/29/18 倍，维持“推荐”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。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	17,967	20,721	23,512	27,537
增长率 (%)	6.7	15.3	13.5	17.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	-1,417	203	524	841
增长率 (%)	-1221.6	114.3	158.2	60.5
每股收益 (元)	-1.22	0.17	0.45	0.72
PE	-	74	29	18
PB	4.4	4.0	3.5	2.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 8 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	17,967	20,721	23,512	27,537
营业成本	15,616	17,794	20,151	23,482
营业税金及附加	48	55	63	74
销售费用	262	302	343	402
管理费用	1,368	1,578	1,763	1,983
研发费用	376	434	492	551
EBIT	281	576	700	1,047
财务费用	200	254	142	138
资产减值损失	-1,567	-85	0	0
投资收益	3	3	0	0
营业利润	-1,444	215	558	909
营业外收支	9	1	0	0
利润总额	-1,435	216	558	909
所得税	28	13	34	68
净利润	-1,463	203	524	841
归属于母公司净利润	-1,417	203	524	841
EBITDA	1,047	1,423	1,702	2,196

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,163	1,217	1,279	2,816
应收账款及票据	2,712	3,122	3,363	3,855
预付款项	154	175	198	231
存货	1,825	2,079	1,932	1,930
其他流动资产	1,023	560	571	542
流动资产合计	6,877	7,154	7,344	9,374
长期股权投资	11	14	14	14
固定资产	3,504	3,874	3,945	4,023
无形资产	1,118	1,393	1,382	1,375
非流动资产合计	8,577	9,245	9,090	8,943
资产合计	15,454	16,399	16,434	18,317
短期借款	2,135	2,135	2,135	2,135
应付账款及票据	2,882	3,364	3,920	4,696
其他流动负债	1,867	2,790	1,826	2,161
流动负债合计	6,884	8,289	7,881	8,993
长期借款	2,557	1,953	1,953	1,953
其他长期负债	2,237	2,068	1,987	1,918
非流动负债合计	4,794	4,021	3,940	3,871
负债合计	11,678	12,310	11,821	12,863
股本	1,117	1,161	1,161	1,161
少数股东权益	320	320	320	320
股东权益合计	3,775	4,089	4,613	5,454
负债和股东权益合计	15,454	16,399	16,434	18,317

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	6.74	15.33	13.47	17.12
EBIT 增长率	-24.84	105.30	21.39	49.64
净利润增长率	-1221.60	114.32	158.17	60.53
盈利能力 (%)				
毛利率	13.09	14.13	14.29	14.73
净利润率	-7.89	0.98	2.23	3.05
总资产收益率 ROA	-9.17	1.24	3.19	4.59
净资产收益率 ROE	-41.02	5.38	12.20	16.38
偿债能力				
流动比率	1.00	0.86	0.93	1.04
速动比率	0.61	0.56	0.63	0.77
现金比率	0.17	0.15	0.16	0.31
资产负债率 (%)	75.57	75.07	71.93	70.23
经营效率				
应收账款周转天数	53.69	53.69	51.00	50.00
存货周转天数	42.65	42.65	35.00	30.00
总资产周转率	1.13	1.30	1.43	1.58
每股指标 (元)				
每股收益	-1.22	0.17	0.45	0.72
每股净资产	2.98	3.25	3.70	4.42
每股经营现金流	0.91	1.57	2.01	2.38
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	-	74	29	18
PB	4.4	4.0	3.5	2.9
EV/EBITDA	18.81	13.83	11.57	8.96
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-1,463	203	524	841
折旧和摊销	766	847	1,002	1,149
营运资金变动	-18	519	646	618
经营活动现金流	1,052	1,821	2,332	2,765
资本开支	-833	-1,277	-673	-748
投资	940	3	0	0
投资活动现金流	-824	-1,424	-670	-748
股权募资	1	44	0	0
债务募资	8	-96	-1,186	0
筹资活动现金流	-398	-343	-1,601	-481
现金净流量	-243	54	62	1,537

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026