

继峰股份（603997.SH）-年报及一季报点评

增持

乘用车座椅业务逐步量产，海外客户获得突破

核心观点

座椅业务前期投入较高，业绩承压。继峰股份 2023 年实现营业收入 215.71 亿元，同比增长 20.1%，实现归母净利润 2.04 亿元（2022 年同期为-14.17 亿元）。2024Q1 公司实现营收 52.87 亿元，同比增长 3.5%，环比下降 6.1%，实现归母净利润 0.19 亿元，同比下降 68.2%，环比下降 61.6%。公司因乘用车座椅跟进订单以及在手订单增加，导致前期费用较高，2023 年产生了 1.19 亿元座椅费用，美洲地区因产能调整产生了一次性费用，导致业绩承压。

分业务主体，格拉默盈利能力弱，公司加大整合与降本增效措施，预计盈利能力将有所提升。分业务主体看，继峰分部 2023 年实现营收 40.13 亿元，同比+58.4%，归母净利润 1.96 亿元，同比+166.4%。格拉默 2023 年实现营收 177.23 亿元，同比+13.7%，2023 年实现净利润 0.22 亿元，同比扭亏为盈。公司推动降本增效措施的具体落地，包括调整产能布局、采购向低成本区域转移、提高工艺能力、推进原材料补偿机制等。

乘用车座椅顺利量产，产能陆续布局，全球化客户获得突破。公司首个乘用车座椅项目已量产且在 2023 年 5-12 月累计向客户交付座椅产品 6.5 万套，全年实现营收 6.55 亿元。目前公司国内 9 大基地已完成布局并投入建设中，为了实现公司座椅全球化战略，公司与格拉默拟在德国新设一家合资公司，用以拓展宝马等欧洲主机厂的全球座椅业务，目前格拉默继峰（德国）已成为德国宝马的乘用车座椅总成的供应商，将在欧洲地区为德国宝马开发、生产前后排座椅总成产品。

乘用车座椅国产替代空间广阔，自主崛起有望突破现有格局。乘用车座椅单车价值量高（公司首个量产项目单车价值 1 万亿以上），而目前全球汽车座椅 80% 以上的市场份额被外资所占据。国内本土的配套商具有成本优势与迅速反应能力。继峰已实现新造车势力龙头、国内传统造车龙头、外资品牌、合资品牌等客户布局，实现在手定点项目年化产量 100 万辆目标，有望成为自主乘用车座椅龙头企业。

风险提示：商誉减值风险、财务风险、原材料涨价风险、同业竞争风险、政策风险、市场风险、客户拓展风险。

投资建议：下调盈利预测，维持增持评级。考虑到乘用车座椅业务随着新增订单的获取前期投入加大，以及海外收购业务的整合，我们下调公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 4.23/8.05/11.66 亿元（原 2024/2025 年为 5.94/9.84 亿元），维持增持评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	17,967	21,571	24,307	28,785	32,867
(+/-%)	6.7%	20.1%	12.7%	18.4%	14.2%
净利润(百万元)	-1417	204	423	805	1166
(+/-%)	-1221.6%	扭亏	107.3%	90.6%	44.8%
每股收益(元)	-1.27	0.18	0.33	0.64	0.92
EBIT Margin	1.7%	3.2%	3.5%	4.9%	5.9%
净资产收益率 (ROE)	-41.0%	5.0%	10.9%	18.8%	23.9%
市盈率 (PE)	-10.3	74.2	39.0	20.5	14.1
EV/EBITDA	29.2	21.5	23.9	17.0	13.6
市净率 (PB)	4.21	3.69	4.24	3.84	3.38

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

汽车·汽车零部件

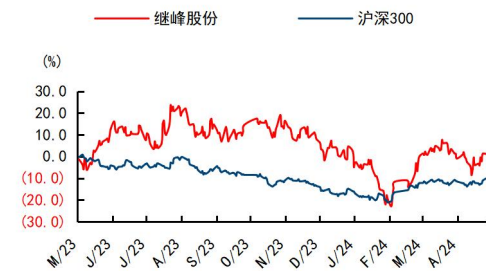
证券分析师：唐旭霞
0755-81981814
tangxx@guosen.com.cn
S0980519080002

联系人：王少南
021-60375446
wangshaonan@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	13.03 元
总市值/流通市值	16497/15194 百万元
52 周最高价/最低价	16.55/9.41 元
近 3 个月日均成交额	97.34 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《继峰股份（603997.SH）-2023 年三季报点评-第三季度盈利改善，乘用车座椅业务逐步量产》——2023-11-02
- 《继峰股份（603997.SH）-2023 年中报点评-乘用车座椅量产，国产替代空间广阔》——2023-09-01
- 《继峰股份（603997.SH）-2023 年一季报点评-一季度扭亏为盈，看好乘用车座椅业务放量》——2023-05-01
- 《继峰股份（603997.SH）-2022 年年报点评-加快格拉默经营整合，乘用车座椅订单加速》——2023-04-02
- 《继峰股份（603997.SH）-2022 年三季报点评-单三季度扭亏为盈，长期看好乘用车座椅业务》——2022-10-30

座椅业务前期投入较高，业绩承压。继峰股份 2023 年实现营业收入 215.71 亿元，同比增长 20.1%，实现归母净利润 2.04 亿元（2022 年同期为-14.17 亿元），实现扣非归母净利润 1.22 亿元（2022 年同期为-14.09 亿元）。2024Q1 公司实现营收 52.87 亿元，同比增长 3.5%，环比下降 6.1%，实现归母净利润 0.19 亿元，同比下降 68.2%，环比下降 61.6%，实现扣非归母净利润 0.16 亿元，同比下降 75.6%，环比下降 67.8%。

公司因部分特殊事项，影响利润，包括：2023 年乘用车座椅跟进订单以及在手订单增加，导致前期费用较高，产生了 1.19 亿元座椅费用，同时美洲地区因产能调整产生了一次性费用，境外通胀导致利率上升使得利息支出大幅增加，外币汇兑损失等。

分业务主体看：

继峰分部 2023 年实现营收 40.13 亿元，同比+58.4%，其中传统头枕、扶手业务实现营收 30.58 亿元，同比+25.5%，新兴业务实现营收 9.36 亿元（去年同期 0.93 亿元），归母净利润 1.96 亿元，同比+166.4%。继峰分部为拓展以乘用车为主的新兴业务而产生了较多费用支出，在扣除乘用车座椅业务相关费用 1.19 亿后，继峰分部 2023 年实现归母净利润 3.16 亿元，同口径下同比+88%。

格拉默 2023 年实现营收 177.23 亿元，同比+13.7%，实现经营性 EBIT 4.34 亿元、EBIT 3.34 亿元（去年同期经营性 EBIT 为 2.52 亿元、EBIT 因含商誉长期资产组减值影响为-2.64 亿元），2023 年实现净利润 0.22 亿元，同比扭亏为盈。格拉默一季度营收同比下降 5.5%，环比下降 2.4%，EBIT 同比下降 66.6%，环比下降 66.1%，美洲区仍然亏损但有所改善，欧洲和亚太区同环比有所下滑。

表 1：格拉默季度业绩

百万欧元		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
格拉默整体	收入	589.1	583.5	561.9	570.4	556.6
	EBIT	11.7	6.8	12.0	11.5	3.9
	息税前利润率	2.0%	1.2%	2.1%	2.0%	0.7%
EMEA	收入	328.5	311.3	280.4	290.7	289.5
	EBIT	17.4	14.7	14.1	13.9	6.7
	息税前利润率	5.3%	4.7%	5.0%	4.8%	2.3%
美洲地区	收入	159.5	158.4	158.5	145.6	159.9
	EBIT	-11.2	-16.2	-11.3	-11.9	-6.4
	息税前利润率	-7.0%	-10.2%	-7.1%	-8.2%	-4.0%
亚太地区	收入	117.4	128.6	136.4	149.9	121.3
	EBIT	11.4	17.2	14.3	18.3	9.3
	息税前利润率	9.7%	13.4%	10.5%	12.2%	7.7%

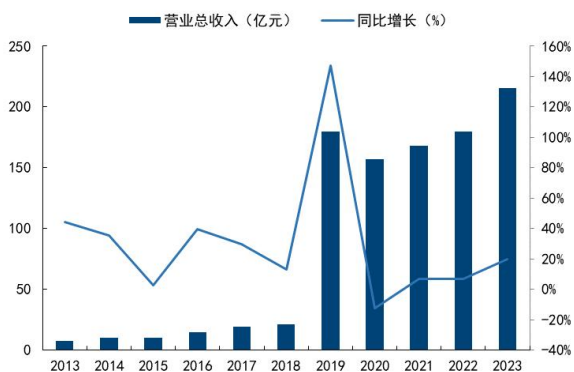
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司 2023 年销售毛利率 14.51%，同比+2.28pct，销售净利率 1.01%，同比+1.60pct。2024Q1 公司销售毛利率 14.68%，同比+0.79pct，环比-0.76pct，销售净利率 0.25%，同比-1.02pct，环比-0.57pct。

费用端，公司 2023 年销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.43%、7.94%、1.96%、2.11%，同比变化为-0.03pct、+0.33pct、-0.14pct、+0.99pct。2024Q1 销售、

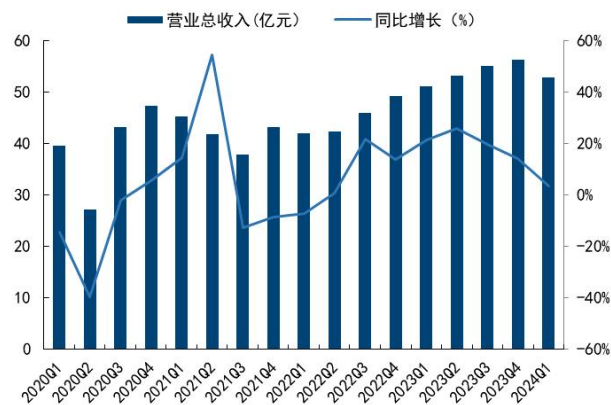
管理、研发、财务费用率分别为 1.41%、9.14%、2.10%、1.81%，同比+0.06pct、+1.63pct、+0.41pct、-0.04pct，环比-0.12pct、+0.81pct、+0.40pct、-0.85pct。公司管理费用率提升预计为企业重组所增加的费用，财务费用率提升主要受到境外通胀导致境外利率提升。

图1：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速



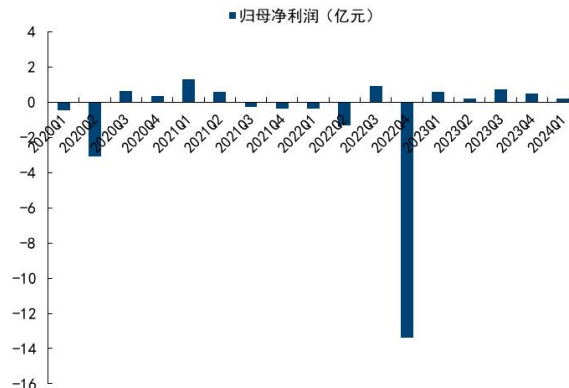
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润

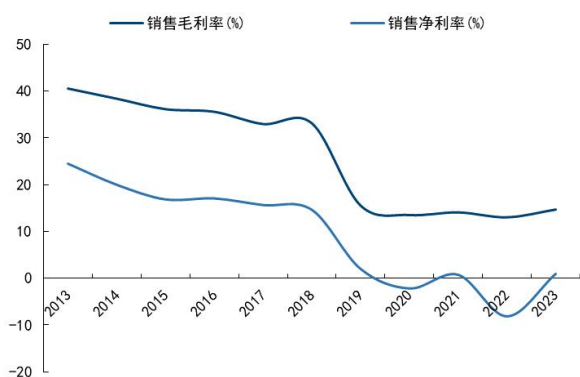


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度净利润



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：公司销售毛利率及净利率


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度毛利率及净利率


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

➤ **公司推行系列整合措施，业务整合进入到要效益阶段，预计盈利能力将得到提升。**

2022年10月，公司首次派出中国籍管理人员李国强出任格拉默全球COO，加大对格拉默的整合以及降本增效措施：1) 通过调整产能布局，重新梳理各产品线，提高产能利用率和生产效率；2) 加强采购等供应链管理，推进采购向低成本区域转移；3) 增加管理部门能力，并加强各区域管理人员沉到一线；4) 提升工艺能力，深化工厂VAVE；5) 落实与客户协商的原材料价格上涨的补偿机制；6) 加强细化财务月度实际数据与预算数据差异分析等，从而达到经营效益的持续提升。

根据格拉默公告，2024年目标营收与2023年持平（23亿欧元），目标经营性EBIT相较于2023年有所提升，从2023年的5.7千万欧元增长至7.5千万欧元，同比增长32%。2025年规划方面，格拉默规划达到收入达到25亿欧元，同比增长8.7%。

➤ **乘用车座椅工厂的建设与布局等方面均有突破，座椅业务开始放量。**

首个乘用车座椅项目顺利量产，产能陆续布局。公司2021年获得的第一个座椅项目已经量产，2023年5-12月累计向客户交付座椅产品6.5万套，全年实现营收6.55亿元。目前公司合肥基地（一期）已建成并投产，常州基地、宁波基地、长春基地、天津基地、北京基地、福州基地、义乌基地、芜湖基地已完成布局并投入建设中，同时为了实现公司座椅全球化战略，公司与控股子公司格拉默拟在德国新设一家合资公司，用以拓展宝马等欧洲主机厂的全球座椅业务，新公司总投资金额5000万欧元。

全球型客户订单继续获得突破。2024年4月公司发布公告，公司的控股子公司格拉默继峰（德国）以邮件的方式收到了客户的《提名信》，格拉默继峰（德国）成为德国宝马的乘用车座椅总成的供应商，将在欧洲地区为德国宝马开发、生产前后排座椅总成产品。目前公司乘用车座椅在手订单10个，并在德国、上海、宁波设立3个座椅研发中心，持续引入座椅研发技术人员（平均12.5年座椅行业经验），保障研发能力与交付能力。

表2: 公司现有座椅项目

序列	客户名称	车型数量	产品名称	生命周期总销售额 (亿元)	能源形式
1	某造车新势力 A	2	前后排整椅	40	新能源
2	某新能源汽车主机厂 B	1	前后排整椅	130-150	新能源
3	某新能源汽车主机厂 C	1	前后排整椅	18-25	新能源
4	某新能源汽车主机厂 B	1	前后排整椅	58	新能源
5	奥迪汽车	3	前后排整椅	80-100	新能源
6	一汽大众	1	前后排整椅	57	燃油
7	某新能源主机厂 B	1	前排整椅	60	新能源
8	某头部传统汽车主机厂 D	1	前中后排整椅	50	新能源
9	某新能源汽车主机 B	1	前中排整椅	78	新能源
10	德国宝马	平台订单	前后排整椅	120	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 生命周期总销售额为预测数, 或随着整车销量而变化

乘用车座椅国产替代空间广阔。乘用车座椅单车价值量高（公司首个量产项目单车价值 1 万亿以上），是汽车零部件中高单车价值量环节，且在持续增配过程中，而目前全球汽车座椅 80% 以上的市场份额被安道拓、李尔、丰田纺织、佛吉亚、延锋座椅、麦格纳等座椅生产商所占据，本土座椅总成商中规模尚小，主要活跃在二级配套市场。乘用车座椅的销售模式并非以市场为导向，而是以客户为导向，国内本土的配套商具有成本优势与迅速反应能力。继峰进入新能源车企的供应体系，将有望突破现有的座椅供应配套格局，替代反应较慢的供应商，伴随国内造车新势力成长。

➤ 新老业务开始放量，在手订单充沛。

乘用车内饰件传统业务领域，2023 年公司及其子公司格拉默合计新增订单金额超 180 亿元，商用车座椅领域，2023 年子公司格拉默新增订单金额超 50 亿元。

除座椅之外的新兴业务方面，2023 年公司出风口产品实现营收 2.81 亿元，去年同期近 9000 万元，EBIT 首次实现扭亏，截至 2024 年 3 月 31 日，公司已获得出风口在手项目定点超 60 个，公司车载冰箱产品已获得在手项目定点 5 个。

盈利预测与投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级。

考虑到座椅业务随着新增订单的获取前期投入加大，以及海外收购业务的整合，我们下调公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 4.23/8.05/11.66 亿元（原 2024/2025 年为 5.94/9.84 亿元），同比变化为 107.3%/90.6%/44.8%，每股收益分别为 0.33/0.64/0.92 元。

选取汽车内饰件公司新泉股份、松原股份、岱美股份作为可比公司，公司整体估值高于可比公司，主要因为公司是比较稀缺的座椅标的，且座椅订单持续加速，已于 2023 年开始放量，具备龙头潜质，维持“增持”评级。

表3: 同类公司估值比较 (20240430)

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
603179.SH	新泉股份	买入	47.52	232	1.65	2.30	3.01	29	21	16
300893.SZ	松原股份	买入	30.45	69	0.88	1.20	1.59	35	25	19
603730.SH	岱美股份	无评级	11.62	148	0.51	0.70	0.80	23	17	15
	平均				1.01	1.40	1.80	29	21	16
603997.SH	继峰股份	增持	13.03	165	0.18	0.33	0.64	74	39	20

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

注: 无评级标的盈利预测来自 Wind 一致预期

风险提示: 商誉减值风险、财务风险、原材料涨价风险、同业竞争风险、政策风险、市场风险、客户拓展风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1163	1418	1773	2127	2446	营业收入	17967	21571	24307	28785	32867
应收款项	2782	3846	4329	5126	5853	营业成本	15616	18389	20690	24248	27479
存货净额	1825	1819	2060	2414	2738	营业税金及附加	48	55	66	78	89
其他流动资产	1103	1058	1215	1439	1643	销售费用	262	308	340	403	460
流动资产合计	6877	8141	9376	11107	12680	管理费用	1368	1713	1868	2118	2412
固定资产	3938	4491	5047	5335	5571	研发费用	376	422	486	518	493
无形资产及其他	1118	1127	1082	1037	992	财务费用	200	454	258	280	284
投资性房地产	3511	4183	4183	4183	4183	投资收益	3	(1)	0	0	0
长期股权投资	11	10	12	14	16	资产减值及公允价值变动	1567	31	0	0	0
资产总计	15454	17952	19701	21676	23442	其他收入	(3489)	(396)	(486)	(518)	(493)
短期借款及交易性金融负债	2659	3658	4626	5043	5163	营业利润	(1444)	286	598	1140	1650
应付款项	2882	4278	4899	5742	6511	营业外净收支	9	3	0	0	0
其他流动负债	1343	1424	1799	2103	2387	利润总额	(1435)	289	598	1140	1650
流动负债合计	6884	9360	11323	12889	14061	所得税费用	28	81	167	319	462
长期借款及应付债券	2990	2137	2137	2137	2137	少数股东损益	(45)	4	8	15	22
其他长期负债	1804	2000	2000	2000	2000	归属于母公司净利润	(1417)	204	423	805	1166
长期负债合计	4794	4137	4137	4137	4137	现金流量表 (百万元)					
负债合计	11678	13496	15460	17025	18197	净利润	(1417)	204	423	805	1166
少数股东权益	320	355	350	358	369	资产减值准备	1549	(1537)	8	2	2
股东权益	3455	4101	3890	4293	4876	折旧摊销	601	644	481	555	607
负债和股东权益总计	15454	17952	19701	21676	23442	公允价值变动损失	(1567)	(31)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	200	454	258	280	284
每股收益	(1.27)	0.18	0.33	0.64	0.92	营运资本变动	2136	(1549)	123	(226)	(200)
每股红利	0.22	0.31	0.50	0.32	0.46	其它	(1602)	1534	(12)	6	9
每股净资产	3.09	3.53	3.07	3.39	3.85	经营活动现金流	(300)	(735)	1023	1142	1584
ROIC	2.42%	2.58%	4%	7%	10%	资本开支	0	430	(1000)	(800)	(800)
ROE	-41.02%	4.97%	11%	19%	24%	其它投资现金流	(4)	4	0	0	0
毛利率	13%	15%	15%	16%	16%	投资活动现金流	(5)	434	(1002)	(802)	(802)
EBIT Margin	2%	3%	4%	5%	6%	权益性融资	(74)	64	0	0	0
EBITDA Margin	5%	6%	6%	7%	8%	负债净变化	(73)	(511)	0	0	0
收入增长	7%	20%	13%	18%	14%	支付股利、利息	(242)	(360)	(634)	(403)	(583)
净利润增长率	-1222%	-114%	107%	91%	45%	其它融资现金流	768	2234	968	417	120
资产负债率	78%	77%	80%	80%	79%	融资活动现金流	63	556	334	15	(463)
股息率	1.6%	2.4%	4.2%	2.7%	3.9%	现金净变动	(242)	255	355	355	319
P/E	(10.3)	74.2	39	20	14	货币资金的期初余额	1406	1163	1418	1773	2127
P/B	4.2	3.7	4.2	3.8	3.4	货币资金的期末余额	1163	1418	1773	2127	2446
EV/EBITDA	29.2	21.5	23.9	17.0	13.6	企业自由现金流	3040	18	221	551	1000
						权益自由现金流	3735	1740	1003	767	915

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032