

继峰股份 (603997)

证券研究报告
2024年09月24日

格拉默北美 TMD 剥离落地，轻装上阵助力业绩腾飞

事件：为聚焦主业，提升公司的核心竞争力，根据公司的战略规划以及对海外资产提质增效的整合计划，为提升格拉默美洲区盈利能力，提高经营效率，9月22日公司的控股子公司 Grammer Aktiengesellschaft（格拉默）拟以4000万美元的初始交易价格向 APC parent, LLC（APC LLC）出售 Toledo Molding & Die, LLC.（TMD LLC）100%股权。本次出售 TMD LLC 100%将对公司本年度业绩造成重大影响，据公司初步核算，预计亏损 2.8 亿-3.8 亿人民币。

格拉默北美 TMD 剥离落地，公司轻装上阵

公司于2018年完成对此次交易标的 TMD 集团的 100%股权收购。TMD 主业为汽车热塑性零件领域，与继峰股份主业（座椅扶手、座椅头枕、乘用车座椅、商用车座椅等）协同性较弱。TMD 集团近年经营不佳，2022-2023 年营业收入分别为 20.4/18.5 亿元，净利润分别亏损 12.25/2.63 亿元。24H1 公司控股子公司格拉默净利润为亏损 0.35 亿元，其中 TMD 集团亏损 0.97 亿元，对公司盈利造成较大拖累。此次交易的买方 APC LLC 为 First Brands Group, LLC（FBG LLC）的控股子公司；FBG LLC 为全球汽车零部件制造商，在全球市场销售雨刷器、燃油泵、火花塞、过滤器等各类汽车零部件产品。剥离 TMD 集团有助于聚焦主业，提升公司核心竞争力，剥离后格拉默的盈利能力和财务状况有望得到大幅改善。

近期频获座椅总成定点，在手订单超 800 亿元

2024 年以来，公司乘用车座椅业务高质量订单加速落地，不仅再次新增原造车新势力客户的新车型订单，而且持续新增多个国内头部主机厂新客户订单，同时还获得海外高端座椅订单，公司成功由国内乘用车座椅供应商转型为全球乘用车座椅供应商。2024 年上半年，公司座椅产品实现收入 8.97 亿元，同比翻数倍增长（去年同期为 1.08 亿元）。截至 24 年 9 月 13 日，据不完全统计，公司累计乘用车座椅在手项目定点共 19 个，合计订单金额达 850-897 亿元。根据公司 24 年已公告的定点来看，项目生命周期多为 5-8 年，那么当前在手订单预计可实现 130.8-138.0 亿元的年化收入。相较于公司 23 全年实现乘用车座椅业务营收 6.55 亿元，公司该项业务拥有 20 倍左右的提升空间，增量可观。公司座椅业务加速放量，叠加剥离亏损工厂，有望助力公司业绩逐步腾飞。

投资建议：由于出售 TMD 对公司 24 年业绩影响较大，我们调整公司 24-26 年归母净利润为 0.64/8.44/12.26 亿元（原先为 3.45/8.23/12.37 亿元），对应 24-26 P/E 估值 227/17/12 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新客户拓展不及预期，原材料价格上涨，客户放量不及预期，最终交易价格可能会高于或低于初始交易价格，本次出售 TMD LLC 100% 的亏损金额仅为公司初步核算数据。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	17,966.80	21,571.49	22,622.61	28,776.29	32,976.57
增长率(%)	6.74	20.06	4.87	27.20	14.60
EBITDA(百万元)	2,845.22	1,781.04	1,856.38	2,333.16	2,903.81
归属母公司净利润(百万元)	(1,417.38)	203.87	64.18	844.45	1,226.13
增长率(%)	(1,221.60)	(114.38)	(68.52)	1,215.72	45.20
EPS(元/股)	(1.12)	0.16	0.05	0.67	0.97
市盈率(P/E)	(10.27)	71.42	226.85	17.24	11.87
市净率(P/B)	4.21	3.55	3.39	2.83	2.29
市销率(P/S)	0.81	0.67	0.64	0.51	0.44
EV/EBITDA	7.08	10.20	9.23	6.95	5.12

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	11.83 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,266.08
流通 A 股股本(百万股)	1,166.08
A 股总市值(百万元)	14,977.68
流通 A 股市值(百万元)	13,794.68
每股净资产(元)	4.18
资产负债率(%)	71.27
一年内最高/最低(元)	15.54/9.41

作者

邵将	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523110005	
shaojiang@tfzq.com	
郭雨蒙	分析师
SAC 执业证书编号：S1110524080003	
guoyumeng@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《继峰股份-公司点评:再获座椅总成定点，战略新兴业务发展迅速》
2024-09-18
- 《继峰股份-半年报点评:座椅亏损收窄，继峰分部盈利持续提升》
2024-08-16
- 《继峰股份-首次覆盖报告:国产乘用车座椅龙头，业绩拐点或现》
2024-07-05

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,163.42	1,418.19	1,809.81	3,257.15	5,182.40	营业收入	17,966.80	21,571.49	22,622.61	28,776.29	32,976.57
应收票据及应收账款	2,711.66	3,762.34	3,027.12	5,609.18	4,287.71	营业成本	15,615.52	18,388.85	19,140.35	24,156.97	27,454.23
预付账款	153.82	141.40	165.89	221.94	218.82	营业税金及附加	48.44	55.37	58.07	73.86	84.64
存货	1,824.66	1,818.83	1,973.56	2,812.80	2,626.86	销售费用	261.78	307.76	294.09	359.70	395.72
其他	606.56	584.22	1,035.34	1,281.40	1,227.38	管理费用	1,367.57	1,712.56	1,877.68	2,100.67	2,390.80
流动资产合计	6,460.11	7,724.98	8,011.72	13,182.47	13,543.17	研发费用	376.42	421.86	475.07	555.38	601.44
长期股权投资	10.69	10.42	11.59	12.40	12.97	财务费用	199.75	454.45	348.52	364.29	366.42
固定资产	3,504.19	3,861.52	3,613.27	3,278.93	2,896.58	资产/信用减值损失	(1,576.01)	(37.14)	(350.00)	(25.00)	(25.00)
在建工程	433.56	629.70	577.74	564.97	553.47	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,255.16	1,341.53	1,262.70	1,181.36	1,097.52	投资净收益	3.36	(1.12)	5.00	5.00	6.40
其他	3,373.41	3,968.14	3,944.27	3,926.12	3,919.17	其他	3,114.17	(16.97)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
非流动资产合计	8,577.02	9,811.30	9,409.57	8,963.78	8,479.72	营业利润	(1,444.20)	285.88	83.82	1,145.41	1,664.71
资产总计	15,453.54	17,952.11	17,421.29	22,146.25	22,022.89	营业外收入	10.25	3.98	4.00	4.00	4.00
短期借款	2,135.00	2,427.87	2,810.62	3,091.69	3,400.85	营业外支出	0.88	0.81	0.50	0.50	0.50
应付票据及应付账款	2,881.98	4,277.61	3,174.57	6,230.80	4,458.34	利润总额	(1,434.83)	289.05	87.32	1,148.91	1,668.21
其他	1,764.54	2,555.97	2,603.09	2,920.28	2,779.41	所得税	27.95	81.27	21.83	287.23	417.05
流动负债合计	6,781.51	9,261.46	8,588.28	12,242.77	10,638.60	净利润	(1,462.78)	207.78	65.49	861.68	1,251.16
长期借款	2,557.04	2,045.95	2,087.82	2,296.60	2,526.26	少数股东损益	(45.40)	3.90	1.31	17.23	25.02
应付债券	433.34	90.55	90.55	90.55	90.55	归属于母公司净利润	(1,417.38)	203.87	64.18	844.45	1,226.13
其他	1,803.63	2,000.14	2,000.14	2,000.14	2,000.14	每股收益(元)	(1.12)	0.16	0.05	0.67	0.97
非流动负债合计	4,794.00	4,136.64	4,178.51	4,387.29	4,616.95						
负债合计	11,678.38	13,496.35	12,766.79	16,630.06	15,255.55	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	319.66	354.53	355.84	373.07	398.09	成长能力					
股本	1,116.79	1,160.93	1,266.08	1,266.08	1,266.08	营业收入	6.74%	20.06%	4.87%	27.20%	14.60%
资本公积	3,433.90	3,738.44	3,738.44	3,738.44	3,738.44	营业利润	-945.57%	-119.79%	-70.68%	1266.48%	45.34%
留存收益	(923.91)	(720.03)	(655.85)	188.60	1,414.73	归属于母公司净利润	-1221.60%	-114.38%	-68.52%	1215.72%	45.20%
其他	(171.27)	(78.10)	(50.00)	(50.00)	(50.00)	获利能力					
股东权益合计	3,775.16	4,455.76	4,654.51	5,516.19	6,767.34	毛利率	13.09%	14.75%	15.39%	16.05%	16.75%
负债和股东权益总计	15,453.54	17,952.11	17,421.29	22,146.25	22,022.89	净利率	-7.89%	0.95%	0.28%	2.93%	3.72%
						ROE	-41.02%	4.97%	1.49%	16.42%	19.25%
						ROIC	-17.43%	8.13%	4.89%	16.46%	22.40%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	75.57%	75.18%	73.28%	75.09%	69.27%
净利润	(1,462.78)	207.78	64.18	844.45	1,226.13	净负债率	118.83%	98.22%	94.74%	62.58%	30.52%
折旧摊销	623.59	664.59	729.04	778.45	827.68	流动比率	1.00	0.87	0.93	1.08	1.27
财务费用	219.04	471.14	348.52	364.29	366.42	速动比率	0.73	0.68	0.70	0.85	1.03
投资损失	(3.36)	(4.07)	(5.00)	(5.00)	(6.40)	营运能力					
营运资金变动	(489.57)	(115.91)	(610.78)	(332.64)	(342.41)	应收账款周转率	7.02	6.66	6.66	6.66	6.66
其它	2,165.43	424.54	1.31	17.23	25.02	存货周转率	10.11	11.84	11.93	12.02	12.12
经营活动现金流	1,052.37	1,648.07	527.28	1,666.78	2,096.45	总资产周转率	1.13	1.29	1.28	1.45	1.49
资本支出	(191.68)	1,184.93	350.00	350.00	350.00	每股指标(元)					
长期投资	1.52	(0.28)	1.18	0.81	0.57	每股收益	-1.12	0.16	0.05	0.67	0.97
其他	(633.75)	(2,406.85)	(696.18)	(695.80)	(694.17)	每股经营现金流	0.83	1.30	0.42	1.32	1.66
投资活动现金流	(823.90)	(1,222.19)	(345.00)	(345.00)	(343.60)	每股净资产	2.73	3.24	3.40	4.06	5.03
债权融资	9.08	(309.05)	76.09	125.55	172.41	估值比率					
股权融资	228.06	441.86	133.25	0.00	0.00	市盈率	-10.27	71.42	226.85	17.24	11.87
其他	(635.17)	(413.33)	(0.00)	0.00	0.00	市净率	4.21	3.55	3.39	2.83	2.29
筹资活动现金流	(398.03)	(280.52)	209.34	125.55	172.41	EV/EBITDA	7.08	10.20	9.23	6.95	5.12
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	8.98	15.98	15.20	10.43	7.16
现金净增加额	(169.57)	145.35	391.62	1,447.34	1,925.25						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com