



中信证券研究部



陈俊斌  
首席制造产业  
分析师  
S1010512070001



尹欣驰  
汽车分析师  
S1010519040002

核心观点

2019 年, 公司实现营收 108.01 亿元, 同比+147.2% (调整后); 实现归母净利润 2.98 亿元, 同比+80.5% (调整后)。其中, 公司四季度单季实现营收 44.59 亿元, 同比+658.3%; 实现归母净利润 0.84 亿元, 同比+2.0%。公司全年营收和净利润大幅增长, 主要系因格拉默并表。公司是全球汽车座椅头枕龙头, 收购格拉默后打开新的成长空间, 考虑格拉默并表和全球疫情影响, 下调公司 2020/21/22 年 EPS 预测至 0.43/0.49/0.59 元 (原 2020/21 年 EPS 预测为 0.52/0.62 元), 维持“买入”评级。

■ 公司 2019 年业绩大幅增长。2019 年, 公司实现营业收入 108.01 亿元, 同比 (调整前) +736.7%, (调整后) +147.2%; 实现归母净利润 2.98 亿元, 同比 (调整前) -1.6%, 同比 (调整后) +80.5%。其中, 公司四季度实现单季营业收入 44.59 亿元, 同比+658.3%, 环比+727.3%, 实现归母净利润 0.84 亿元, 同比+2.0%, 环比+20.0%。公司收入和归母净利润大幅增长, 主要系因格拉默并表。

■ 产品绑定优质客户, 盈利能力保证强。公司是国内乘用车座椅头枕及扶手龙头, 主要配套德系 (一汽大众、宝马)、日系 (本田、丰田、日产等)、自主 (长城、吉利、广汽等) 等优质整车客户; 德国继峰对欧洲市场拓展顺利, 现已拿到大众 WOKS III 平台、捷豹路虎、戴姆勒、宝马和奥迪等多个车型项目。伴随车市销量整体承压, 市场集中度提升, 德系、日系及长城等车企表现优异, 公司料将继续受益。

■ 并购巨头格拉默, 打开新的成长空间。2019 年, 继峰股份以非公开发行可转换债券、股份及支付现金的方式购买继峰投资 100% 股权, 从而间接持有目标公司格拉默 84.23% 股权。格拉默是全球商用车座椅龙头, 且汽车内饰产品 (头枕、扶手和中控台) 主要配套中高端整车品牌, 与公司同业互补。格拉默内饰业务占比约为 70%; 商用车座椅业务占比 30%, 盈利能力和占比均持续提升。并购完成之后, 公司有望通过同业渠道帮助格拉默打开国内市场, 推动内饰和商用车座椅业务在中国加速渗透, 业绩弹性可期。

■ 风险因素: 下游客户销量下行; 德国继峰减亏不及预期; 格拉默整合不及预期。

■ 投资建议: 考虑格拉默并表, 以及全球疫情对汽车销量的影响, 下调公司 2020/21/22 年 EPS 预测至 0.43/0.49/0.59 元 (原 2020/21 年 EPS 预测为 0.52/0.62 元)。公司是国内汽车座椅头枕龙头, 生产管理和工艺技术行业领先; 产品深度配套全球主流整车厂, 德国子公司加速渗透欧洲豪华品牌; 收购格拉默之后行业地位进一步巩固, 未来业务协同和供应链垂直整合效果可期, 维持“买入”评级。

|            |              |
|------------|--------------|
| 继峰股份       | 603997       |
| 评级         | 买入 (维持)      |
| 当前价        | 8.32 元       |
| 总股本        | 1024 百万股     |
| 流通股本       | 632 百万股      |
| 52 周最高/最低价 | 11.63/7.05 元 |
| 近 1 月绝对涨幅  | -0.95%       |
| 近 6 月绝对涨幅  | -9.01%       |
| 近 12 月绝对涨幅 | 3.79%        |

| 项目/年度           | 2018     | 2019      | 2020E     | 2021E     | 2022E     |
|-----------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)       | 2,151.35 | 18,001.26 | 28,801.60 | 33,121.84 | 41,071.08 |
| 营业收入增长率         | 13%      | 737%      | 60%       | 15%       | 24%       |
| 净利润(百万元)        | 302.39   | 297.70    | 444.65    | 503.52    | 601.32    |
| 净利润增长率          | 3%       | -2%       | 49%       | 13%       | 19%       |
| 每股收益 EPS(基本)(元) | 0.48     | 0.29      | 0.43      | 0.49      | 0.59      |
| 毛利率%            | 33%      | 16%       | 16%       | 16%       | 16%       |
| 净资产收益率 ROE%     | 16.18%   | 6.58%     | 9.33%     | 10.11%    | 11.46%    |
| 每股净资产 (元)       | 1.83     | 4.46      | 4.66      | 4.87      | 5.13      |
| PE              | 17       | 28        | 19        | 17        | 14        |
| PB              | 4.5      | 1.8       | 1.8       | 1.7       | 1.6       |

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2020 年 3 月 30 日收盘价

| 指标名称         | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入         | 2,151  | 18,001 | 28,802 | 33,122 | 41,071 |
| 营业成本         | 1,438  | 15,197 | 24,258 | 27,782 | 34,386 |
| 毛利率          | 33.16% | 15.58% | 15.78% | 16.12% | 16.28% |
| 营业税金及附加      | 20     | 44     | 144    | 199    | 287    |
| 销售费用         | 54     | 392    | 662    | 696    | 904    |
| 营业费用率        | 2.49%  | 2.18%  | 2.30%  | 2.10%  | 2.20%  |
| 管理费用         | 230    | 1,370  | 2,304  | 2,650  | 3,327  |
| 管理费用率        | 10.68% | 7.61%  | 8.00%  | 8.00%  | 8.10%  |
| 财务费用         | (10)   | 233    | 149    | 407    | 438    |
| 财务费用率        | -0.46% | 1.30%  | 0.52%  | 1.23%  | 1.07%  |
| 投资收益         | (0)    | 1      | 0      | 0      | 0      |
| 营业利润         | 381    | 520    | 739    | 818    | 956    |
| 营业利润率        | 17.73% | 2.89%  | 2.56%  | 2.47%  | 2.33%  |
| 营业外收入        | 0      | 18     | 0      | 0      | 0      |
| 营业外支出        | 1      | 2      | 0      | 0      | 0      |
| 利润总额         | 380    | 537    | 739    | 818    | 956    |
| 所得税          | 65     | 175    | 222    | 229    | 249    |
| 所得税率         | 16.98% | 32.62% | 30.00% | 28.00% | 26.00% |
| 少数股东损益       | 13     | 64     | 72     | 85     | 106    |
| 归属于母公司股东的净利润 | 302    | 298    | 445    | 504    | 601    |
| 净利率          | 14.06% | 1.65%  | 1.54%  | 1.52%  | 1.46%  |

| 指标名称         | 2018 | 2019   | 2020E  | 2021E | 2022E |
|--------------|------|--------|--------|-------|-------|
| 税前利润         | 380  | 537    | 739    | 818   | 956   |
| 所得税支出        | -65  | -175   | -222   | -229  | -249  |
| 折旧和摊销        | 60   | 625    | 464    | 468   | 474   |
| 营运资金的变化      | 85   | -269   | -6,513 | 141   | -346  |
| 其他经营现金流      | 2    | 452    | 207    | 413   | 420   |
| 经营现金流合计      | 463  | 1,169  | -5,324 | 1,611 | 1,255 |
| 资本支出         | -160 | -1,007 | -100   | -80   | -70   |
| 投资收益         | 0    | 1      | 0      | 0     | 0     |
| 其他投资现金流      | 5    | -495   | 0      | 0     | 0     |
| 投资现金流合计      | -156 | -1,501 | -100   | -80   | -70   |
| 发行股票         | 56   | 66     | 0      | 0     | 0     |
| 负债变化         | 86   | 3,460  | 4,590  | -42   | 396   |
| 股息支出         | -176 | -200   | -205   | -289  | -335  |
| 其他融资现金流      | -84  | -3,290 | -149   | -407  | -438  |
| 融资现金流合计      | -119 | 36     | 4,237  | -739  | -377  |
| 现金及现金等价物净增加额 | 189  | -296   | -1,187 | 792   | 808   |

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

| 指标名称          | 2018  | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|---------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金          | 708   | 2,051  | 864    | 1,656  | 2,464  |
| 存货            | 394   | 1,891  | 5,604  | 5,844  | 6,494  |
| 应收账款          | 527   | 2,140  | 6,096  | 6,355  | 7,152  |
| 其他流动资产        | 184   | 1,093  | 2,420  | 2,475  | 2,792  |
| 流动资产          | 1,813 | 7,176  | 14,984 | 16,330 | 18,902 |
| 固定资产          | 489   | 3,362  | 2,972  | 2,549  | 2,155  |
| 长期股权投资        | 0     | 5      | 5      | 5      | 5      |
| 无形资产          | 113   | 1,744  | 1,744  | 1,744  | 1,744  |
| 其他长期资产        | 119   | 5,279  | 5,304  | 5,339  | 5,329  |
| 非流动资产         | 721   | 10,389 | 10,025 | 9,636  | 9,233  |
| 资产总计          | 2,534 | 17,566 | 25,009 | 25,966 | 28,134 |
| 短期借款          | 97    | 2,472  | 7,062  | 7,020  | 7,416  |
| 应付账款          | 326   | 2,743  | 5,246  | 5,772  | 6,929  |
| 其他流动负债        | 192   | 1,824  | 1,862  | 2,035  | 2,278  |
| 流动负债          | 615   | 7,039  | 14,170 | 14,827 | 16,623 |
| 长期借款          | 0     | 1,773  | 1,773  | 1,773  | 1,773  |
| 其他长期负债        | 7     | 3,834  | 3,834  | 3,834  | 3,834  |
| 非流动性负债        | 7     | 5,608  | 5,608  | 5,608  | 5,608  |
| 负债合计          | 622   | 12,646 | 19,777 | 20,435 | 22,231 |
| 股本            | 640   | 1,024  | 1,024  | 1,024  | 1,024  |
| 资本公积          | 260   | 2,661  | 2,661  | 2,661  | 2,661  |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 1,869 | 4,526  | 4,766  | 4,980  | 5,246  |
| 少数股东权益        | 42    | 393    | 466    | 551    | 657    |
| 股东权益合计        | 1,911 | 4,919  | 5,231  | 5,531  | 5,903  |
| 负债股东权益总计      | 2,534 | 17,566 | 25,009 | 25,966 | 28,134 |

#### 主要财务指标

| 指标名称          | 2018   | 2019    | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|---------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入增长率       | 13.11% | 736.74% | 60.00% | 15.00% | 24.00% |
| 营业利润增长率       | 6.46%  | 36.43%  | 41.94% | 10.74% | 16.88% |
| 净利润增长率        | 3.26%  | -1.55%  | 49.36% | 13.24% | 19.42% |
| 毛利率           | 33.16% | 15.58%  | 15.78% | 16.12% | 16.28% |
| EBITDA Margin | 20.22% | 7.46%   | 4.44%  | 4.86%  | 4.29%  |
| 净利率           | 14.06% | 1.65%   | 1.54%  | 1.52%  | 1.46%  |
| 净资产收益率        | 16.18% | 6.58%   | 9.33%  | 10.11% | 11.46% |
| 总资产收益率        | 11.93% | 1.69%   | 1.78%  | 1.94%  | 2.14%  |
| 资产负债率         | 24.57% | 72.00%  | 79.08% | 78.70% | 79.02% |
| 所得税率          | 16.98% | 32.62%  | 30.00% | 28.00% | 26.00% |
| 股利支付率         | 66.00% | 68.77%  | 65.00% | 66.59% | 66.79% |

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

| 投资建议的评级标准   |      | 评级   | 说明                            |
|---|------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上        |
|   |      | 增持   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间   |
|   |      | 持有   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间  |
|   |      | 卖出   | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上        |
|   | 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上        |
|   |      | 中性   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间 |
|   |      | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上        |

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。