



2020年03月31日

盈利提升可期 静待全球发力

继峰股份(603997)

事件概述

公司发布 2019 年报:2019 年实现营收 180.0 亿元,同比增长 147.2%;归母净利润 3.0 亿元,同比增长 80.5%,扣非归母净利润 2.6 亿元,同比下降 12.5%;拟每 10 股派发现金股利 2.0 元(含税)。其中,2019Q4 营收 44.6 亿元,同比增长 124.1%;归母净利润 0.8 亿元,同比增长 20.5%,扣非归母净利润 0.8 亿元,同比增长 28.5%。

分析判断:

► 2019Q4 并表格拉默 进军商用车座椅

2019 年公司营收同比增长 147.2%,主因 2019Q4 并表格拉默。其中:1) 原有的头枕业务同比增长 118.2%,座椅扶手业务同比增长 74.9%;2) 新增业务商用车座椅同比增长 214.9%,中控及其他内饰件同比增长 209.4%。主要受益于 2019Q4 格拉默并入报表所带来的原有业务增强以及新增产品品类的业绩增厚。

分业务看,2019 年头枕/座椅扶手/商用车座椅/中控及其他内饰件实现营收 47.6/23.1/47.5/58.5 亿元,同比增速分别为 118.2%/74.9%/214.9%/209.4%,其中销量分别为 5638/917/9276/162 万件,均价分别为 84/252/49/3623 元。

► 毛利率拖累下滑 盈利提升可期

2019 年公司毛利率 15.6%,同比下降 3.8pct,净利率 5.9%,同比下降 2.3pct,对比 2018 年并表前的毛利率 33%和净利率 14%,公司盈利能力提升空间大。受营收规模增长较多的影响,期间费用率下降 6.1pct,其中:研发费用达 2.7 亿元,同比增长 99.4%,研发费用率同比降低 0.4pct 至 1.5%;财务费用率同比下降 1.0pct 至 1.3%;管理费用达 13.7 亿元,同比上升 58.2%,管理费用率同比下降 4.3pct 至 7.6%;销售费用达 3.9 亿元,同比上升 129.5%,销售费用下降 1.7pct 至 2.2%。2019 年扣非归母净利润同比下降 12.5%,显著低于营收增速主因毛利率下降,通过全球采购规模效应、模具自制率提高、经营管理效率提升等,预计公司盈利能力将逐步改善。

► 全面协同 剑指全球座椅细分龙头

继峰集团 2018 年收购德国格拉默,2019 年完成交割并于 2019Q4 开始并表,2020 年是“大继峰”(继峰+格拉默)作为全球乘用车座椅细分龙头和剑指全球商用车座椅龙头的新起点:1) 继峰是国内乘用车座椅细分龙头,主要生产头枕、支杆及扶手,其中头枕市占率 25%+,主要客户有宝马、奥迪、大众、福特、长城等主机厂及江森、李尔、佛吉亚等座椅厂。2) 格拉默是欧美商用车

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	10.44
最新收盘价:	7.46
股票代码:	603997
52 周最高价/最低价:	11.63/6.51
总市值(亿)	76.36
自由流通市值(亿)	47.17
自由流通股数(百万)	632.35



分析师: 崔琰

邮箱: cuiyan@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080006

联系人: 郑青青

邮箱: zhengqq@hx168.com.cn

座椅龙头：主要生产乘用车头枕、扶手、中控系统、内饰和商用车座椅系统，其中头枕市占率欧洲第一，商用车座椅欧洲市占率超 90%，北美市占率 40%，定位中高端，技术领先，主要客户有大众、戴姆勒、宝马、FCA、通用等。

全面协同，全球发力。在国内继峰发挥格拉默技术优势抢夺商用车座椅和乘用车中控市场；在欧洲格拉默与德国继峰协同，覆盖高中低端车型，有望进入大众 MEB、特斯拉欧洲工厂等配套体系；在北美依托 TMD 的客户资源和生产能力，有望开拓更多北美地区客户，加速市场渗透，提高市场占有率。长期来看“大继峰”还能向飞机座椅、智能座舱等领域渗透，冲击近万亿市场。

投资建议

整合成效渐显，节流开源两步走，“大继峰”（继峰+格拉默）未来有望成为全球商用车座椅系统龙头；头枕、扶手等主业盈利稳健，强强联合龙头地位愈加稳固。预计 2020-2022 年营收为 180.1/200.6/231.1 亿元，归母净利为 4.5/5.9/7.7 亿元，EPS 分别为 0.44/0.58/0.75 元，对应当前 PE 17 倍/13 倍/10 倍。参考行业平均估值水平，给予公司 2021 年 18 倍 PE 估值，目标价 10.44 元，首次覆盖给予“买入”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。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,282	18,001	18,060	20,062	23,117
YoY (%)	282.9%	147.2%	0.3%	11.1%	15.2%
归母净利润(百万元)	131	362	446	589	769
YoY (%)	-55.4%	176.9%	23.3%	32.1%	30.7%
毛利率 (%)	19.4%	15.6%	15.7%	16.4%	17.0%
每股收益 (元)	0.13	0.35	0.44	0.58	0.75
ROE	3.9%	8.0%	8.4%	9.3%	10.2%
市盈率	58.47	21.11	17.13	12.97	9.92

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 并购格拉默 剑指全球座椅细分龙头	4
1.1. 继峰是国内乘用车座椅细分龙头	4
1.2. 格拉默是欧美商用车座椅龙头	7
1.3. 强强联合 剑指全球商用车座椅龙头	12
2. 投资建议	14
3. 风险提示	15

图表目录

表 1 继峰历年客户拓展情况	4
表 2 可比上市公司估值	14
图 1 继峰并购格拉默的重要节点	4
图 2 继峰分产品收入结构 (%)	6
图 3 继峰分产品毛利率 (%)	6
图 4 公司收入及增速 (亿元; %)	6
图 5 公司归母净利及增速 (亿元; %)	6
图 6 公司盈利能力情况 (%)	7
图 7 公司费用情况 (%)	7
图 8 格拉默的主要产品及对应客户	7
图 9 格拉默 2018 年营收产品结构 (%)	8
图 10 格拉默 2018 年营收客户结构 (%)	8
图 11 格拉默的发展历程	8
图 12 TMD 主要产品和客户	9
图 13 TMD2018 年营收产品结构 (%)	9
图 14 TMD2018 年营收客户结构 (%)	9
图 15 格拉默 2019Q1-Q3 营收区域结构 (%)	10
图 16 格拉默 2018Q1-Q3 营收区域结构 (%)	10
图 17 格拉默营业收入及增速 (亿欧元; %)	10
图 18 格拉默归母净利及增速 (亿欧元; %)	10
图 19 格拉默分业务收入及增速 (亿欧元; %)	11
图 20 格拉默分业务 EBIT 率 (%)	11
图 21 格拉默盈利情况	11
图 22 格拉默费用情况	11
图 23 格拉默研发费用及占比 (百万欧元; %)	12
图 24 格拉默专利数量 (个)	12
图 25 格拉默全球研发基地 (2018 年在印度新建研发中心)	12
图 26 继峰和格拉默座椅头枕国内市占率	13
图 27 继峰和格拉默座椅头枕全球市占率	13
图 28 继峰和格拉默的业务协同可能性	13

1. 并购格拉默 剑指全球座椅细分龙头

并购格拉默，“大继峰”（继峰+格拉默）全新启航。2016年，波斯尼亚的Hastor家族大幅增持格拉默的股票，持股比例保持在20%-25%，并于年底要求格拉默替换现有的管理层及监事，但是遭到了格拉默管理层的集体抵制。继峰集团加入到格拉默的争夺战中。最终，继峰集团子公司继焯投资在2018年收购德国格拉默84.2%的股权，总共花费49.82亿元，2019年继峰集团完成对继焯投资100%股权的收购，并于2019Q4开始并表。

图1 继峰并购格拉默的重要节点



资料来源：公司公告, 华西证券研究所

1.1. 继峰是国内乘用车座椅细分龙头

继峰是国内乘用车座椅系统零部件细分龙头。客户涵盖各系品牌，全产业链研发、验证能力保证其核心竞争力。公司核心产品是座椅头枕、支杆及座椅扶手，目前已成功进入大众、捷豹路虎、保时捷、宝马、戴姆勒等国际品牌，一汽大众、宝马、长安福特等合资品牌，以及长城、吉利、广汽传祺等自主品牌的配套体系，成为国内少数能同时为德、美、日、自主等多系列整车厂配套的头枕及扶手供应商。一级座椅厂客户主要为安道拓（原江森自控）、李尔集团、佛吉亚、麦格纳、泰极、丰田纺织、德尔塔等国际知名座椅厂商。

继峰客户优质稳定,从国内到海外,从传统到新能源。公司前五大客户销售额占比维持在60%以上,其中一汽大众占比稳定在30%。近年来,公司的新增主要客户包括保时捷、戴姆勒、福特、捷豹路虎等中高端国际品牌,比亚迪、广汽乘用车等自主品牌,还有车和家、蔚来、小鹏等新能源汽车整车厂。

表1 继峰历年客户拓展情况

	2015	2016	2017	2018	2019H1
头枕					

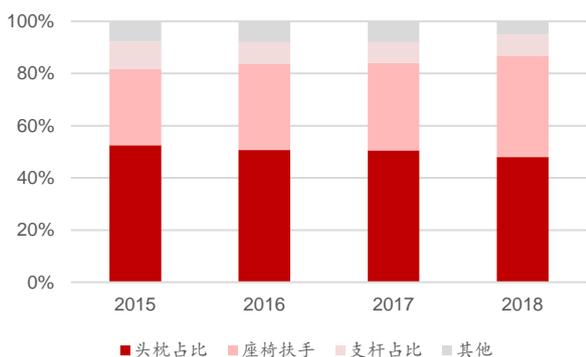
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

宝马	宝马 3 系	宝马 1 系、2 系、3 系、X1 等	宝马 1 系、2 系、3 系、X1、X3	宝马 1 系、2 系、3 系、X1、X3 等	宝马 1 系、2 系、3 系、X1、X3 等
大众	新宝来、高尔夫、速腾	新宝来、高尔夫、速腾、迈腾、蔚领等	新宝来、高尔夫、速腾、迈腾、蔚领等	新宝来、高尔夫、速腾、迈腾、蔚领、探歌、探岳、T-CROSS 等	新宝来、高尔夫、速腾、迈腾、蔚领、探歌、探岳、T-CROSS 等
奥迪		A3、A4、Q3、Q5 等	A3、A4、Q2、Q3、Q5 等	A3、A4、A6、Q2、Q3、Q4、Q5 等	A3、A4、A6、Q2、Q3、Q4、Q5 等
标致雪铁龙	508	C4、C3XR、3008 等	C4、C3XR、3008 等	C4、C3XR、3008 等	C4、C3XR、3008 等
通用	新君威	新君威、英朗、宝骏等	英朗、科沃兹、GL6、宝骏系列等	英朗、科沃兹、GL6、宝骏系列等	英朗、科沃兹、GL6、宝骏系列等
广汽菲克		自由侠、指南者等	自由侠、指南者等	自由侠、指南者等	自由侠、指南者等
日产	轩逸、新骐威、逍客	奇骏、骐达等	奇骏、骐达、轩逸、楼兰等	奇骏、骐达、轩逸、楼兰等	奇骏、骐达、轩逸、楼兰等
本田		思域、杰德等	思域、杰德、凌派等	思域、杰德、凌派等	思域、杰德、凌派等
丰田	RAV4	RAV4	卡罗拉、RAV4	卡罗拉、RAV4	卡罗拉、RAV4
吉利沃尔沃		博瑞、博越等	博瑞、博越、领克等	博越、领克全系等	博越、领克全系等
广汽		GS4、GS5、GS8 等	GS4、GS5、GS8	GS4、GM6、GS7、GS8、GM8 等	GS4、GM6、GS7、GS8、GM8 等
比亚迪				秦、唐二代、宋、元等	秦、唐二代、宋、元等
一汽轿车	奔腾 B70				
座椅后排扶手					
克莱斯勒	300C	300C	300C	300C	300C
凯迪拉克		XTS、CT6	XTS、CT6	XTS、CT6	XTS、CT6
马自达	马自达 6	昂科塞拉、阿特兹、CX5 等	阿特兹、CX4 等	阿特兹、CX4 等	阿特兹、CX4 等
大众	新宝来	新宝来、迈腾、蔚领等	新宝来、迈腾、蔚领等	迈腾、新速腾、蔚领、宝来三厢、探歌、探岳等	迈腾、新速腾、蔚领、宝来三厢、探歌、探岳等
奥迪		A4	A4	A4	A4
福特		蒙迪欧	蒙迪欧、翼博、林肯 MKC 等	蒙迪欧、翼虎、林肯 MKC 等	蒙迪欧、翼虎、林肯 MKC 等
广汽菲克		指南者等	指南者等	指南者等	指南者等
日产	逍客、阳光				
本田	杰德	杰德、思铂睿、思域等	杰德、思铂睿、思域等	杰德、思域、新能源汽车等	杰德、思域、新能源汽车等
丰田	RAV4	RAV4、卡罗拉	RAV4、卡罗拉	RAV4、卡罗拉	RAV4、卡罗拉
雷诺				卡宾	卡宾
吉利				领克系列、帝豪 GL、远景	领克系列、帝豪 GL、远景
长城系列				H6、H7、H9、VV5、VV7	H6、H7、H9、VV5、VV7
一汽轿车	奔腾 B70、奔腾 X80				
中控扶手					
福特		锐界	锐界	锐界	锐界
沃尔沃		XC60	XC60	XC60	XC60
吉利		博越、领克系列等	博越、领克系列等	领克系列	领克系列
英菲尼迪		QS50	QS50	QS50	QS50

资料来源：公司年报，华西证券研究所

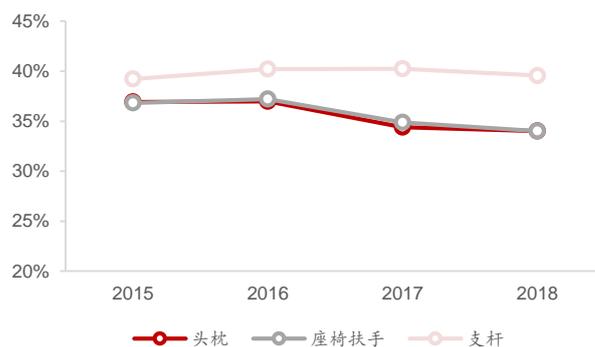
继峰头枕和扶手贡献 80% 以上的收入。继峰核心产品头枕和座椅扶手的营收占比均维持在 80% 以上。继峰是国内座椅头枕龙头，市占率 25% 以上，2018 年头枕营收占比达 46.1%，毛利率达 34.0%。座椅扶手收入占比由 2015 年的 28.8% 逐年提升至 2018 年的 37.2%，主因子公司德国继峰获得保时捷、戴姆勒、福特、捷豹路虎等中高端国际品牌座椅扶手订单，单车配套价值较高。

图 2 继峰分产品收入结构 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 3 继峰分产品毛利率 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

车市下行+并购费用致业绩有所承压。受车市下行影响, 2019Q1-Q3 公司收入增速同比下降 1.6%, 表现优于行业平均, 2014-2018 年 CARG 达 20.6%, 主要受益于新订单的持续开拓和一汽大众、宝马、日系等主要客户产销的增长。受并购格拉默产生的费用影响, 2019Q1-Q3 归母净利润同比下降 18.1%, 2014-2018 年 CARG 达 10.7%。随着主要客户销量回暖及并购相关费用的逐步消化, 预计业绩回升弹性较大。

成本管控能力保障高盈利。公司拥有较为完整的生产链条, 成本费用管控能力较强, 毛利率和净利率分别一直维持在 30%+和 10%+, 保持盈利水平以及抢夺市场份额具备明显竞争优势。

图 4 公司收入及增速 (亿元; %)



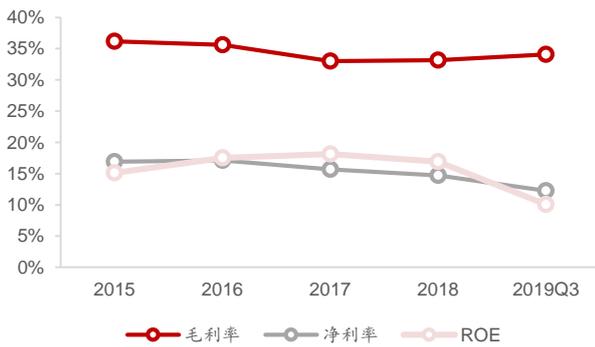
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 5 公司归母净利及增速 (亿元; %)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 6 公司盈利能力情况 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 7 公司费用情况 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

1.2. 格拉默是欧美商用车座椅龙头

格拉默是欧美商用车座椅系统龙头。格拉默主要产品包括乘用车头枕、扶手、中控系统、内饰等和商用车座椅系统，2018 年乘用车营收占比达 68.6%，其中头枕欧洲市占率第一，中国市占率第三；商用车座椅系统欧洲市占率 90%，北美市占率 40%。2018 年前五大客户分别为大众 (16.8%)、戴姆勒 (10.3%)、宝马 (8.7%)、菲亚特克莱斯勒 (7.9%)、通用 (5.0%)，合计占比达 48.6%。

图 8 格拉默的主要产品及对应客户



资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

图 9 格拉默 2018 年营收产品结构 (%)

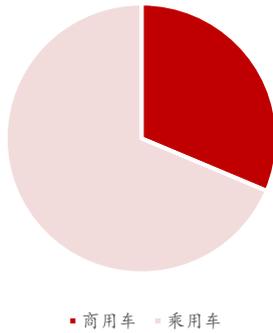
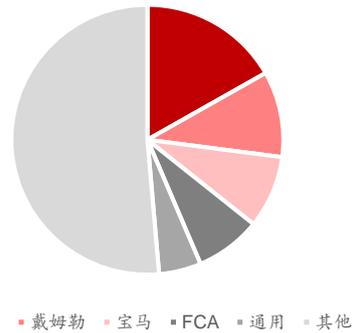


图 10 格拉默 2018 年营收客户结构 (%)



资料来源：公司公告, 华西证券研究所

资料来源：公司公告, 华西证券研究所

图 11 格拉默的发展历程

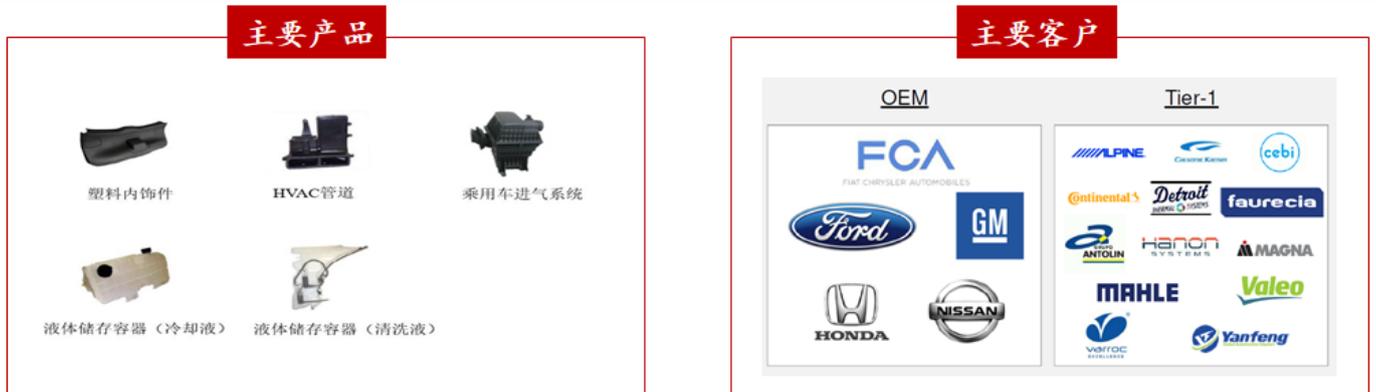


资料来源：公司官网, 华西证券研究所

格拉默收购北美注塑件龙头 TMD。格拉默于 2018 年 10 月完成了对美国乘用车注塑件龙头 Toledo Molding (以下简称“TMD”) 100% 股权的收购, 以此增强格拉默在北美的市场地位。TMD 主要产品为乘用车的功能塑料件, 应用于空气及液体管

理系统等领域，主要客户包括FAC、福特、通用、本田、日产等，2018年实现营收3.0亿美元，同比增长6.9%，净利润0.2亿美元，同比增长10.7%。由此北美营收占比由2018Q1-Q3的16%提升至2019Q1-Q3的30%。

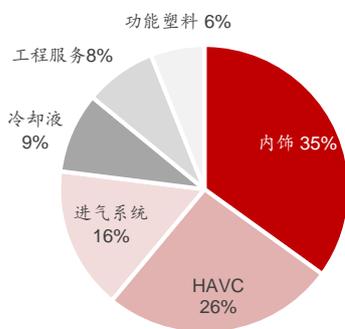
图 12 TMD 主要产品和客户



TMD是乘用车功能塑料件领域的全方位服务提供商。结合其自身装配能力和交付能力，TMD的产品具有较高的性价比。TMD的专业工程团队能支持其实现生产多样化，在工程服务方面，其能够为客户提供包括原型设计、测试、模具制作在内的一揽子解决方案。

资料来源：TMD 官网,华西证券研究所

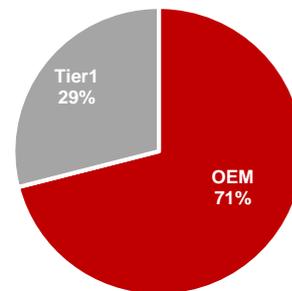
图 13 TMD2018 年营收产品结构 (%)



资料来源：格拉默官网,华西证券研究所

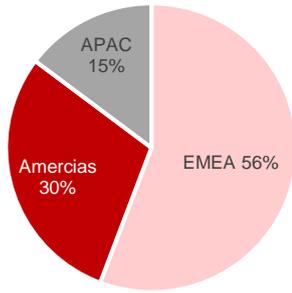
注：以上数据不包括 Jeep Wrangler 驾驶舱组装业务

图 14 TMD2018 年营收客户结构 (%)



资料来源：格拉默官网,华西证券研究所

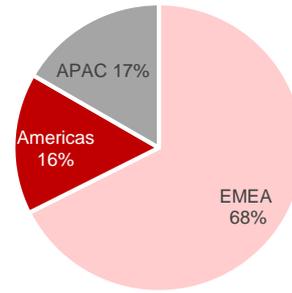
图 15 格拉默 2019Q1-Q3 营收区域结构 (%)



资料来源：格拉默官网,华西证券研究所

注：EMEA-欧洲+中东+非洲；Americas-美洲；APAC-亚太

图 16 格拉默 2018Q1-Q3 营收区域结构 (%)



资料来源：格拉默官网,华西证券研究所

乘用车中控系统+商用车座椅系统驱动营收增长。2018 年营收达 18.6 亿欧元，同比增长 4.3%，2013-2018 年 CAGR 为 8.1%，主要受益于乘用车中控系统的快速发展以及商用车座椅系统市占率的提升；净利润为 0.2 亿欧元，2013-2018 年 CAGR 为 -1.1%，主要受毛利率较低以及管理费用快速增长的影响。受并表 TMD 的影响，2019Q1-Q3 营收同比增长 13.5%，以及受益于费用有效管控使得费用率显著下降，2019Q1-Q3 归母净利同比增长 90.6%。

费用管控成效渐显，利润率回升。受行业下行的影响，2018 年起毛利率有所下降，由 2017 年的 15.7% 降至 2019Q1-Q3 的 11.5%。但费用管控有所加强，管理费用率由 2017 年的 7.2% 降至 2019Q1-Q3 的 6.4%，销售费用率稳定在 2% 左右。

图 17 格拉默营业收入及增速 (亿欧元；%)



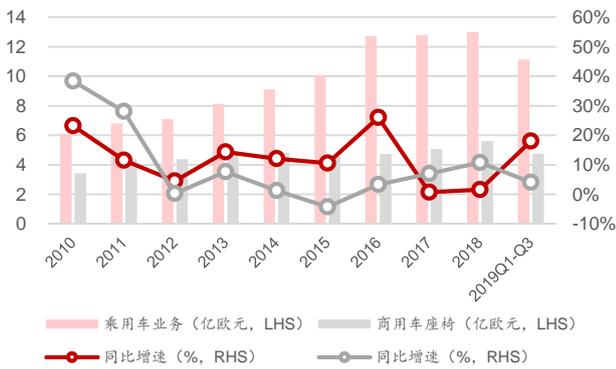
资料来源：公司年报,华西证券研究所

图 18 格拉默归母净利及增速 (亿欧元；%)



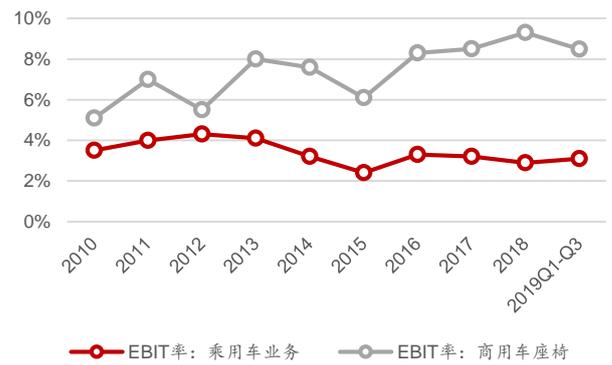
资料来源：公司年报,华西证券研究所

图 19 格拉默分业务收入及增速 (亿欧元; %)



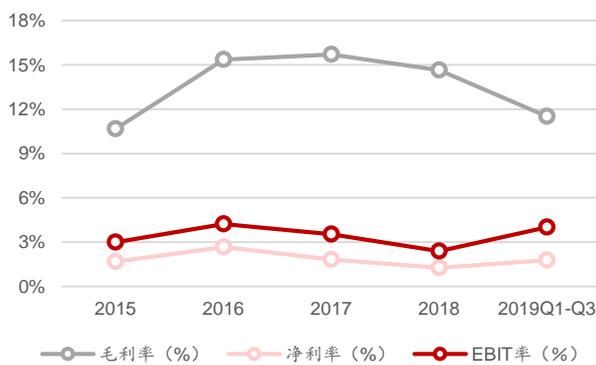
资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

图 20 格拉默分业务 EBIT 率 (%)



资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

图 21 格拉默盈利情况



资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

图 22 格拉默费用情况



资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

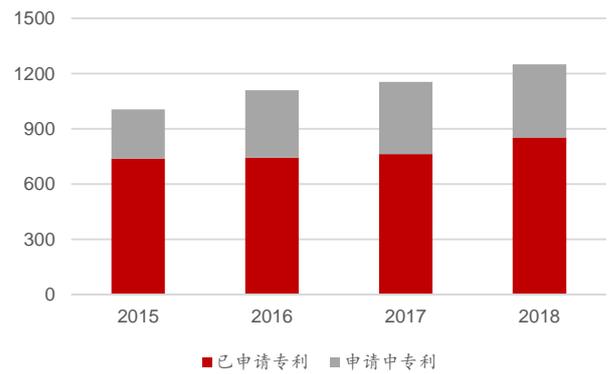
格拉默高举高打, 技术优势明显。格拉默定位中高端, 产品多样化程度高, 拥有一套成熟的生产工艺流程, 并建立有专业的产品研发系统, 拥有强大的科研储备力量, 每年投入的研发费用高达 6,000 万欧元。格拉默在欧洲、北美、中国均建有研发基地, 2018 年又在印度设立研发基地, 截至目前全球有 11 个研发基地。格拉默在专利数上也保持在行业领先地位, 截至 2018 年, 已申请专利 853 项, 还有 398 项申请中的专利, 是公司未来保持技术领先的重要保证。

图 23 格拉默研发费用及占比（百万欧元；%）



资料来源：公司年报, 华西证券研究所

图 24 格拉默专利数量（个）



资料来源：公司年报, 华西证券研究所

图 25 格拉默全球研发基地（2018年在印度新建研发中心）



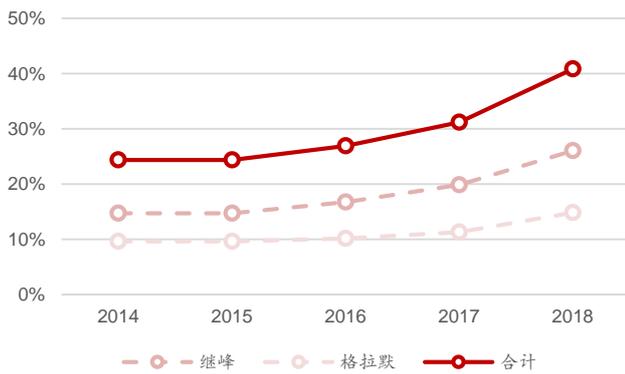
资料来源：公司官网, 华西证券研究所

1.3. 强强联合 剑指全球商用车座椅龙头

继峰+格拉默强强联合，“大继峰”巩固全球乘用车座椅细分龙头。继峰和格拉默在座椅头枕领域强强联手，覆盖中高低端车型，有望凭借顶尖的设计理念、一流的生产水平和客户响应能力，确保继峰和格拉默的市场占有率逐年稳步提升。根据我们的测算，2018年公司国内市占率约为26%，格拉默约为15%，合计40%以上；全球来看，公司市占率约8%，格拉默约18%，合计25%以上，行业地位稳固。

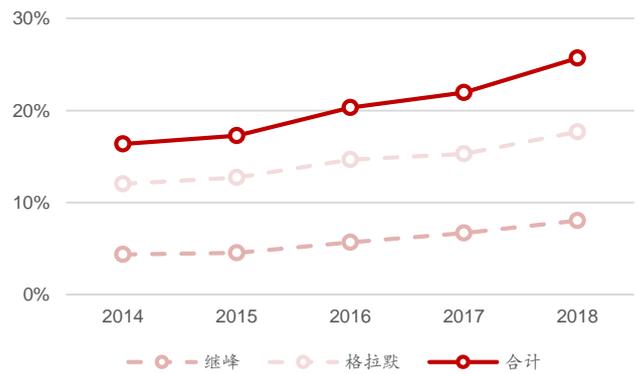
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 26 继峰和格拉默座椅头枕国内市占率



资料来源:中汽协、继峰和格拉默年报, 华西证券研究所

图 27 继峰和格拉默座椅头枕全球市占率



资料来源: OICA, 格拉默官网, 华西证券研究所

提升商用车座椅和乘用车中控在中国的市占率, 剑指全球龙头:

- 1) 格拉默商用车座椅定位中高端, 此前在国内的市占率较低, 但随着国内重卡座椅中高端化, 格拉默顺势积极拓展国内业务, 2017 年与陕汽集团建立合资公司, 气囊减震座椅年产能达到 20 万。我们认为格拉默在国内可与继峰共享供应链和销售渠道, 协同效应下格拉默有望提升商用车座椅市占率。
- 2) 格拉默乘用车中控系统此前未在国内大力开展业务, 市占率也很低, 我们认为格拉默有望凭借较强产品力, 借力继峰国内的供应链和销售渠道, 重点发力下有望抢占份额。

图 28 继峰和格拉默的业务协同可能性



资料来源: 继峰公告、格拉默官网, 华西证券研究所

2. 投资建议

公司对格拉默的整合成效渐显，节流开源两步走，未来有望成为全球商用车座椅系统龙头；头枕、扶手等主业盈利稳健，强强联合龙头地位愈加稳固。综上，我们对主要产品做详细分拆，做出如下预测：

1) 头枕业务：预计 2020/2021/2022 收入增速为-7.9%/2.9%/7.8%，毛利率为 15.3%/15.6%/16.0%；2) 座椅扶手：预计 2020/2021/2022 收入增速为 2.0%/16.2%/17.6%，毛利率为 15.6%/16.0%/16.5%；3) 中控及其他内饰：预计 2020/2021/2022 收入增速为 0.0%/7.8%/17.6%，毛利率为 17.9%/18.5%/19.0%；4) 商用车座椅：2020/2021/2022 收入增速为 7.8%/14.8%/17.6%，毛利率为 14.0%/15.3%/16.0%。

整合成效渐显，节流开源两步走，“大继峰”（继峰+格拉默）未来有望成为全球商用车座椅系统龙头；头枕、扶手等主业盈利稳健，强强联合龙头地位愈加稳固。预计 2020-2022 年营收为 180.1/200.6/231.1 亿元，归母净利为 4.5/5.9/7.7 亿元，EPS 分别为 0.44/0.58/0.75 元，对应当前 PE 17 倍/13 倍/10 倍。参考行业平均估值水平，给予公司 2021 年 18 倍 PE 估值，目标价 10.44 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2 可比上市公司估值

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	可比公司 EPS (元)				P/E			
			2017A	2018A	2019E	2020E	2017A	2018A	2019E	2020E
601689.SH	拓普集团	16.09	0.70	0.71	0.48	0.69	22.99	22.66	33.52	23.32
603179.SH	新泉股份	19.50	1.10	1.24	0.81	1.05	17.73	15.73	24.07	18.57
	平均值						20.36	19.19	28.80	20.95

资料来源：wind，华西证券研究所

3. 风险提示

汽车行业整体销量不及预期；国际市场汇率波动加剧；整合效果不及预期；行业竞争加剧；原材料成本提升等。

汽车行业整体销量不及预期：公司产品主要应用于汽车行业，其生产和销售受宏观经济影响较大，产业发展与宏观经济的相关性明显。全球经济和中国宏观经济的周期性波动都将对汽车生产和消费带来影响。

国际市场汇率波动加剧：公司收购 Grammer 后，公司主要收入变为来自海外，汇率波动将对公司财务数据稳定性造成一定的影响，公司子公司遍布 20 个国家，所在国家本位币不同导致的汇率波动风险。

整合效果不及预期：公司收购 Grammer，双方在经营模式和企业内部运营管理系统等方面存在差异，需要在各个层面进行融合，这可能会为日后整合带来一定难度。公司与 Grammer 之间能否顺利实现整合、发挥协同效应可能不及预期。

行业竞争加剧：公司产品在全球市场面临着来自同行业对标的竞争。在研发、市场推广和批量生产领域的高投入均可能加剧该等销售风险。公司在诸多业务板块均面临成本及质量领域的竞争。若某一竞争者以较有竞争力的价格提供相对更具科研技术含量的产品，公司有可能失去目前的市场地位。

原材料成本提升：公司直接材料成本占生产成本的比例约为 70%，主要原材料价格波动对生产成本影响较大。受国际金融形势等因素影响，大宗商品价格波动幅度较大，公司主要原材料采购价格也呈现较大幅度波动，不利于公司生产成本控制，进而影响公司盈利的稳定性。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	18,001	18,060	20,062	23,117	净利润	362	446	589	769
YoY (%)	147.2%	0.3%	11.1%	15.2%	折旧和摊销	625	620	620	620
营业成本	15,197	15,219	16,766	19,193	营运资金变动	-66	-6	-140	-206
营业税金及附加	44	44	49	56	经营活动现金流	1,185	1,246	1,270	1,397
销售费用	392	394	437	504	资本开支	-968	-1,332	-1,387	-1,356
管理费用	1,370	1,375	1,527	1,760	投资	-441	0	0	0
财务费用	233	141	156	169	投资活动现金流	-1,501	-1,331	-1,386	-1,355
资产减值损失	-21	0	0	0	股权募资	66	0	0	0
投资收益	1	1	1	1	债务募资	1,989	237	333	187
营业利润	520	645	858	1,126	筹资活动现金流	36	34	116	-42
营业外收支	16	16	16	16	现金净流量	-319	-51	0	0
利润总额	537	662	874	1,142					
所得税	175	216	285	373	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	362	446	589	769	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	362	446	589	769	营业收入增长率	147.2%	0.3%	11.1%	15.2%
YoY (%)	176.9%	23.3%	32.1%	30.7%	净利润增长率	176.9%	23.3%	32.1%	30.7%
每股收益	0.35	0.44	0.58	0.75	盈利能力 (%)				
					毛利率	15.6%	15.7%	16.4%	17.0%
					净利率	2.0%	2.5%	2.9%	3.3%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	总资产收益率 ROA	2.1%	2.4%	2.9%	3.4%
货币资金	2,051	2,000	2,000	2,000	净资产收益率 ROE	8.0%	8.4%	9.3%	10.2%
预付款项	46	46	51	59	偿债能力 (%)				
存货	1,891	1,894	2,087	2,389	流动比率	1.02	0.98	0.96	0.96
其他流动资产	3,187	3,197	3,515	4,002	速动比率	0.68	0.65	0.62	0.62
流动资产合计	7,176	7,137	7,653	8,449	现金比率	0.29	0.27	0.25	0.23
长期股权投资	5	5	5	5	资产负债率	72.0%	69.4%	67.0%	64.3%
固定资产	3,362	4,083	4,903	5,809	经营效率 (%)				
无形资产	1,744	1,924	2,104	2,284	总资产周转率	1.02	0.97	0.99	1.03
非流动资产合计	10,389	11,438	12,639	13,895	每股指标 (元)				
资产合计	17,566	18,575	20,293	22,345	每股收益	0.35	0.44	0.58	0.75
短期借款	2,472	2,708	3,041	3,228	每股净资产	4.42	5.17	6.16	7.40
应付账款及票据	2,772	2,776	3,059	3,501	每股经营现金流	1.16	1.22	1.24	1.36
其他流动负债	1,795	1,796	1,891	2,037	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	7,039	7,281	7,990	8,767	估值分析				
长期借款	1,773	1,773	1,773	1,773	PE	21.11	17.13	12.97	9.92
其他长期负债	3,834	3,834	3,834	3,834	PB	1.83	1.44	1.21	1.01
非流动负债合计	5,608	5,608	5,608	5,608					
负债合计	12,646	12,889	13,598	14,375					
股本	1,024	1,024	1,024	1,024					
少数股东权益	393	393	393	393					
股东权益合计	4,919	5,686	6,695	7,970					
负债和股东权益合计	17,566	18,575	20,293	22,345					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。