

首次覆盖
投资评级 优于大市

收购整合有望激发全球龙头活力

股票数据

04月14日收盘价(元)	8.41
52周股价波动(元)	6.60-9.76
总股本/流通A股(百万股)	1021/781
总市值/流通市值(百万元)	8588/6565

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.0	5.1	14.0
相对涨幅(%)	3.2	19.4	22.9

资料来源:海通证券研究所

分析师:杜威

Tel:(0755)82900463

Email:dw11213@htsec.com

证书:S0850517070002

分析师:王猛

Tel:(021)23154017

Email:wm10860@htsec.com

证书:S0850517090004

联系人:房乔华

Tel:021-23219807

Email:fqh12888@htsec.com

联系人:郑蕾

Tel:23963569

Email:zl12742@htsec.com

投资要点:

- 公司通过收购格拉默由国内龙头升级为全球龙头。**公司是国内领先的乘用车座椅系统零部件龙头企业,主营产品包括乘用车座椅头枕、扶手等。2019年公司以“白衣骑士”身份完成对格拉默的收购,在扩大原有业务规模的基础上实现对乘用车中控系统、内饰部件、创新性的热塑解决方案及商用车座椅等领域的拓展,并跃升成为全球汽车零部件细分行业的龙头企业。2018年格拉默营收达到164.1亿元,是公司2018年调整前总营收的7.6倍,对应汇总后的总营收占比达88%。截至2019年年报,公司境外资产为133.1亿元人民币,占总资产的比例为75.76%。2020年受新冠疫情影响,公司营收157亿元,同比减少12.6%,净利润为-2.58亿元,出现亏损。
- 格拉默产品市占率全球领先,整合有望重新激发活力。**格拉默是乘用车内饰及商用车座椅系统行业的全球龙头,2018年其乘用车扶手和农业、工程机械及叉车座椅等产品在欧洲市占率均为第一,在美国和中国市占率均为前三。2020年受新冠疫情等因素的影响,格拉默营收和毛利率水平下滑并且净利润亏损,但在多项整合措施下,格拉默2020年下半年毛利率为14.0%,较2019年同期的12.3%提高1.7个百分点,同期公司合并报表毛利率为16.5%,我们判断目前整合措施的成效已初步显现,随着进一步的推进,格拉默有望重新迸发活力,盈利能力有望得到显著提升。
- 收购实现业务共振,客户与产品拓展稳步推进。**通过收购格拉默,公司在原有业务布局的基础上实现共振,在全球化方面,公司已在全球20个国家拥有将近70家控股子公司,形成了全球生产、物流和营销网络;在产品拓展方面,公司新增了商用车座椅产品,2020年新获得了一汽青岛、一汽解放、福田、陕汽等客户的订单,同时从横向和纵向方面扩展产品品类,提升产品单车配套价值量;在客户拓展方面,除了通过格拉默拓展商用车客户以外,公司还积极拓展新能源汽车客户,我们预计新产品和新客户的拓展以及国际化的深入有望为公司打开进一步增长空间。
- 盈利预测与投资建议。**公司是国内领先的乘用车座椅系统零部件龙头企业,主营产品包括乘用车座椅头枕、扶手等,2019年公司收购格拉默,跃升成为全球汽车零部件细分行业的龙头企业。从短期来看,随着海外疫情的恢复,格拉默营收和毛利率水平有望显著回升,从中长期来看,格拉默有望与公司形成共振,格拉默能够推进公司全球化进程并为公司带来产品和客户的拓展,公司有望通过降本增效等整合措施激发格拉默活力,显著提升运营和管理效率。预计2021-2023年公司归母净利润分别为4.86/6.69/8.75亿元,EPS分别为0.48/0.66/0.86元,参考可比公司估值水平,给予其2021年20-25倍PE,对应合理价值区间为9.6-12.0元。首次覆盖,给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**汽车行业增长不及预期;海外汇率波动;格拉默整合进程不及预期;原材料价格大幅波动。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18001	15733	17553	19059	20344
(+/-)YoY(%)	147.2%	-12.6%	11.6%	8.6%	6.7%
净利润(百万元)	298	-258	486	669	875
(+/-)YoY(%)	80.5%	-186.7%	288.2%	37.7%	30.7%
全面摊薄EPS(元)	0.29	-0.25	0.48	0.66	0.86
毛利率(%)	15.6%	13.6%	16.8%	18.5%	19.1%
净资产收益率(%)	6.6%	-6.0%	10.2%	12.3%	13.9%

资料来源:公司年报(2019-2020),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 继峰股份：收购格拉默，国内龙头升级为全球龙头	5
2. 格拉默：产品市占率全球领先，整合有望改善业绩	7
2.1 公司以“白衣骑士”身份收购格拉默	7
2.2 运营效率拖累盈利能力，收购整合成效初显	8
2.3 产品市占率全球领先，中国区仍有较大提升空间	9
2.4 收购格拉默有望实现业务共振，客户与产品拓展稳步推进	11
3. 盈利预测与投资建议	12
财务报表分析和预测	15

图目录

图 1	继峰股份主要产品（含格拉默）	5
图 2	格拉默主要客户	6
图 3	公司营业总收入及增速（2018 年为调整后数据）	6
图 4	公司归母净利润及增速（2018 年为调整后数据）	6
图 5	公司毛利率和净利率情况（2018 年为调整后数据）	6
图 6	公司分业务营收情况（百万元）	7
图 7	公司 2020 年营收比例	7
图 8	公司股权结构	7
图 9	格拉默股权结构	8
图 10	格拉默营业总收入及增速	8
图 11	格拉默归母净利润及增速	8
图 12	格拉默 2018 财年收入结构（按地区分，总计 19 亿欧元）	9
图 13	格拉默 2018 财年收入结构（按产品分，总计 19 亿欧元）	9
图 14	格拉默 2018 财年乘用车收入结构（总计 13 亿欧元）	10
图 15	格拉默 2018 财年商用车收入结构（总计 6 亿欧元）	10
图 16	格拉默乘用车产品线 2018 年全球市场地位	10
图 17	格拉默商用车产品线 2018 年全球市场地位	11
图 18	格拉默无人驾驶下的“Pure”项目	12

表目录

表 1	公司发行可转债、股份及支付现金购买资产方案	8
表 2	公司营收、毛利率和归母净利润情况预测	13
表 3	可比公司估值表	13

1. 继峰股份：收购格拉默，国内龙头升级为全球龙头

继峰股份已成为汽车座椅及内饰件领域的全球性龙头企业。继峰股份是国内领先的乘用车座椅系统零部件龙头企业，主营产品包括乘用车座椅头枕、扶手等。2019年，公司通过收购继峰投资控股格拉默 (Grammer)，在扩大原有业务规模的基础上实现对乘用车中控台系统、内饰部件、创新性的热塑解决方案及商用车座椅等领域的拓展，并跃升成为全球汽车零部件细分行业的龙头企业，截至2019年年报，公司境外资产为133.1亿元人民币，占总资产的比例为75.76%。

图1 继峰股份主要产品 (含格拉默)



资料来源：公司官网，海通证券研究所

公司收购格拉默进一步升级客户结构。在乘用车领域，公司客户涵盖中级、高级及顶级汽车制造商和汽车零部件供应商，公司向客户提供世界领先的产品或高性价比的综合性解决方案。目前，公司已与全球主要整车厂商建立了产品开发和配套供应关系，客户包括奥迪、宝马、大众、沃尔沃、通用、福特、特斯拉、本田、丰田、日产等国外主流厂商，以及一汽、上汽、东风、长城、红旗、比亚迪、吉利汽车、小鹏、蔚来、理想等国内优势汽车企业。公司收购格拉默后新增商用车客户，在商用车领域，公司在全球范围内面向卡车、农业机械、建筑机械、叉车、公共汽车、火车、飞机开发并生产相应的驾驶员座椅和乘客座椅，主要客户包括戴姆勒、福特卡车、MAN、帕卡、上汽集团、陕汽、一汽解放、福田、卡特彼勒、阿尔斯通、庞巴迪、大宇、西门子等。2018年格拉默前五大客户分别为大众、戴姆勒、宝马、菲亚特克莱斯勒和通用汽车，前五大客户营收占比为48.63%。

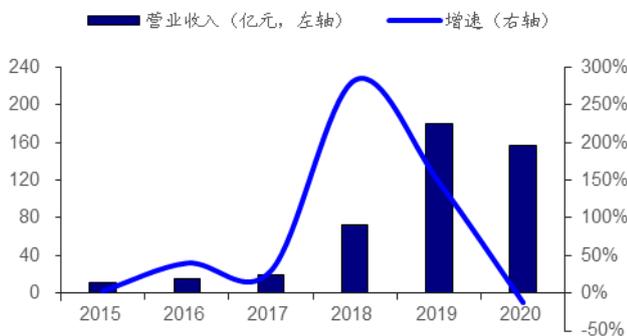
图2 格拉默主要客户



资料来源：《Grammer Investor Presentation 2019》，海通证券研究所

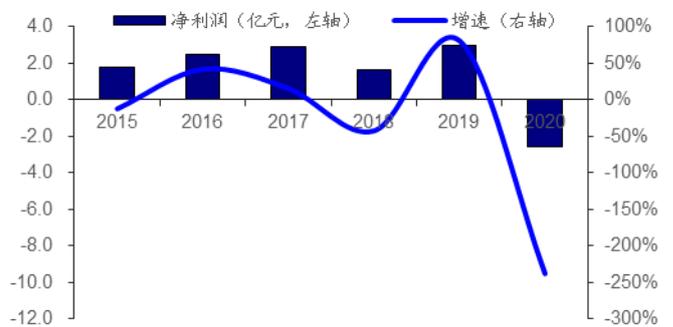
收购格拉默大幅提升营收水平，盈利能力下滑，存在较大提升空间。公司原有业务营收与净利润增长稳定，2014 到 2018 年（调整前）营收复合增速为 21%，归母净利润复合增速为 11%。2019 年公司收购格拉默，全年总营收达到 180 亿元，为 2018 年调整前总营收的 8.4 倍，2018 年格拉默营收达到 164.1 亿元，是公司 2018 年调整前总营收的 7.6 倍，对应汇总后的总营收占比达 88%。2020 年受新冠疫情影响，公司营收 157 亿元，同比减少 12.6%。在盈利质量方面，公司原有业务盈利能力较强，毛利率稳定在 30% 以上，净利率达 15% 左右，2019 年收购格拉默后，受格拉默低毛利率和利润率水平的拖累，公司毛利率和净利率出现大幅下滑。2020 年受新冠疫情影响，公司出现亏损，净利润为 -2.58 亿元。

图3 公司营业总收入及增速（2018 年为调整后数据）



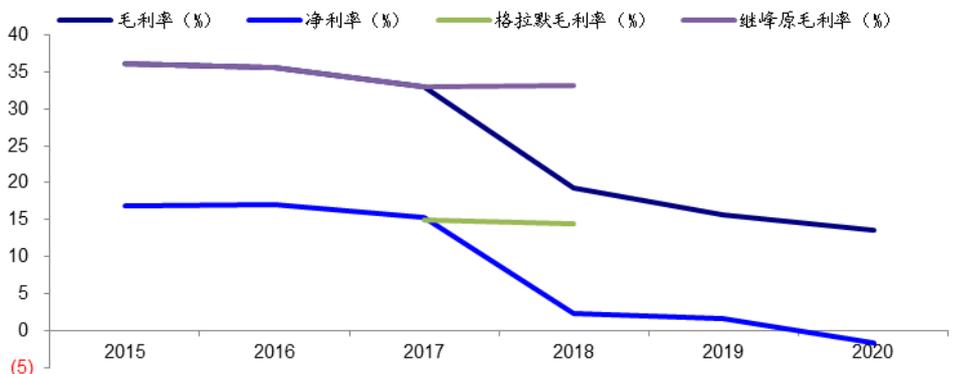
资料来源：Wind，公司 2019 年报，海通证券研究所

图4 公司归母净利润及增速（2018 年为调整后数据）



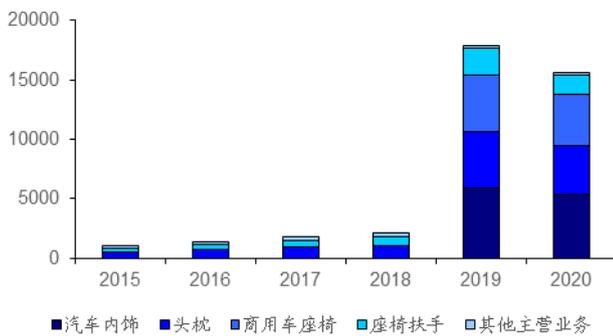
资料来源：Wind，公司 2019 年报，海通证券研究所

图5 公司毛利率和净利率情况（2018 年为调整后数据）

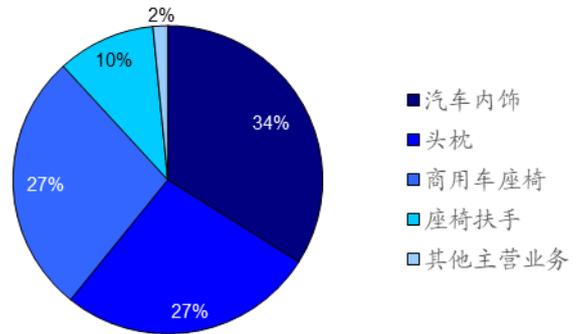


资料来源：Wind，公司 2019 年报，海通证券研究所

从收入结构看,2015到2018年公司的主要产品为汽车头枕、座椅扶手等产品,2019年公司收购格拉默后新增汽车内饰产品和商用车座椅产品,同时原有头枕和座椅扶手产品营收均大幅增长,2020年公司主营产品营收占比分布相对均匀。

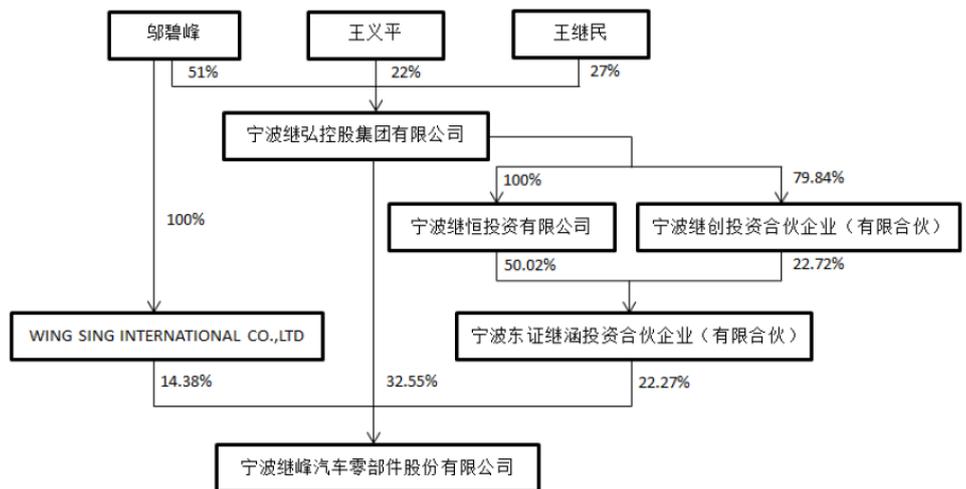
图6 公司分业务营收情况 (百万元)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图7 公司 2020 年营收比例


资料来源: Wind, 海通证券研究所

根据公司 2020 年年报,实际控制人持股比例达到 69.11%,公司股权结构非常稳定。

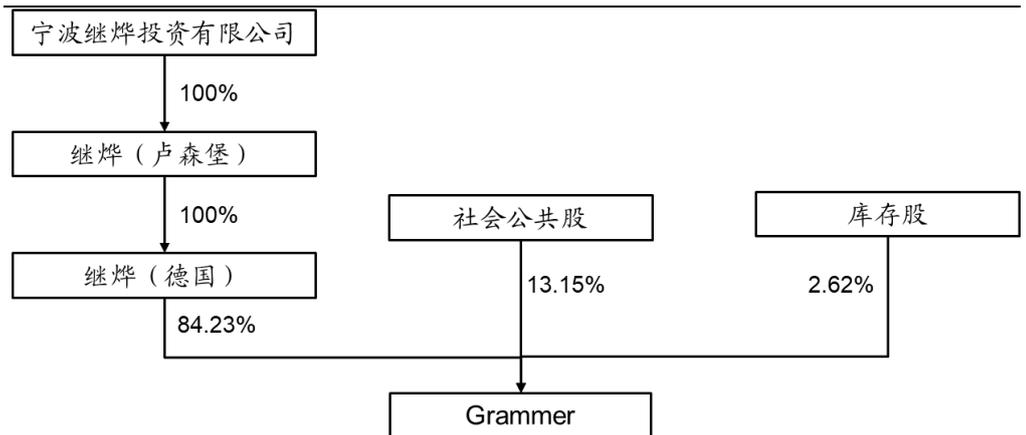
图8 公司股权结构


资料来源: 公司 2020 年年报, 海通证券研究所

2. 格拉默: 产品市占率全球领先, 整合有望改善业绩

2.1 公司以“白衣骑士”身份收购格拉默

公司控股股东以“白衣骑士”身份收购格拉默股权。自 2016 年开始, Hastor 家族通过其名下控制的主体逐步持有了格拉默 20%左右的股份,并试图对格拉默的日常经营施加重大影响,为稳定格拉默股权和运营状态,格拉默管理层希望公司以“白衣骑士”身份收购入股格拉默。在此背景下,2018 年公司控股股东继弘投资通过其设立的子公司继烨投资要约收购格拉默 84.23%的股份。

图9 格拉默股权结构


资料来源:《继峰股份发行可转换公司债券、股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，海通证券研究所

公司通过收购继峰投资实现对格拉默的收购。2019年，公司通过发行可转债募资4亿元、发行股份募资29.16亿元，并配套融资7.98亿元，募集资金计划用于收购继峰投资并获得格拉默84.23%股权，同时支付中介费用、偿还债务及补充流动资金。

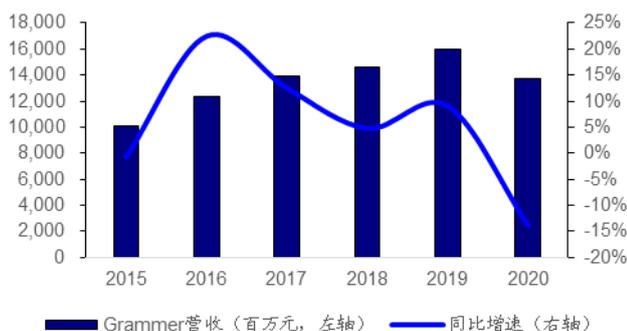
表1 公司发行可转债、股份及支付现金购买资产方案

募资方式	发行价格(元/股)	发行数量(股)	募集资金(万元)	可转债数(股)	用途
发行可转债	-	-	40000	52700922	支付对价40000万元
发行股份	7.59	384189721	291600	-	支付股份购买资产，对价291600万元
配套融资(非公开发行股份及可转债)	-	-	不超过79800万元	-	支付交易现金对价43800万元
					支付中介机构费用6000万元
					偿还债务及补充流动资金30000万元

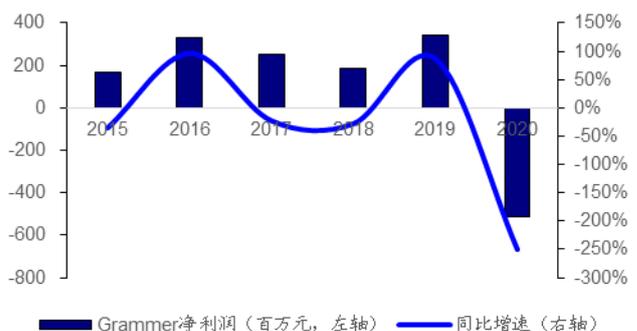
资料来源:《继峰股份发行可转换公司债券、股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，海通证券研究所

2.2 运营效率拖累盈利能力，收购整合成效初显

格拉默是乘用车内饰及商用车座椅系统行业的全球龙头，2015年以来营收稳步增长，而净利润波动较大，我们判断主要由于公司毛利率和三费率波动较大拖累整体盈利能力，2020年受新冠疫情影响，营收和净利润出现较大下滑。

图10 格拉默营业总收入及增速


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图11 格拉默归母净利润及增速


资料来源: Wind, 海通证券研究所

自 2019 年公司更换了格拉默的监事会和董事会成员后，2020 年开始，格拉默管理层按照既定战略规划，开始从组织架构调整、降本增效、客户和产品协同以及研发和技术协同等多方面进入全面整合阶段。从效果来看，格拉默 2020 年下半年毛利率为 14.0%，较 2019 年同期的 12.3% 提高 1.7 个百分点，同期公司合并报表毛利率为 16.5%，同比 2019 年下半年的 14.9% 高出 1.6 个百分点。在下半年海外依然受疫情影响的情况下，公司毛利率同比有较大提升，我们认为目前公司整合的成效已经开始显现。

具体而言，在组织架构调整方面，格拉默将乘用车 4 个产品部门合并为乘用车部门，以乘用车、商用车两大业务部门面对客户，减少了部门之间的沟通环节，提升了同一业务单元协同和快速反应能力，实行全球产品战略，以更好满足全球客户的需求；同时格拉默的组织架构从由德国总部垂直化管理模式，调整为美洲、EMEA、亚太三个主要经营区域独立决策、独立财务核算、独立运营的扁平化管理模式。

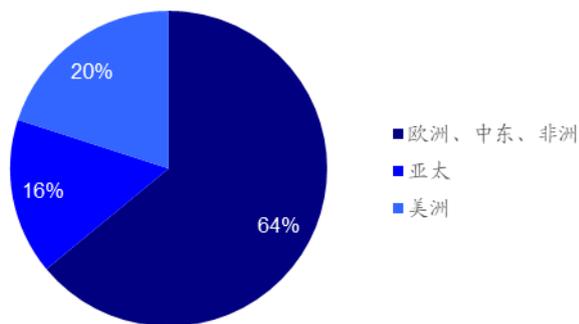
在降本增效方面，2020 年 3 月，公司与格拉默签订了联合采购协议，在程序上保证了联合采购的全面落地，我们认为相关举措有望显著降低格拉默的采购成本；同时格拉默自身开始执行结构性降本增效措施，措施包括降低采购成本、优化物流和仓储、控制品质损失、降低管理费用（包括裁员等措施）、优化财务和税费结构、提升下属工厂的管理效率（通过设定成本控制指标、配套激励机制、调整工厂规模等措施）等。

在产业布局整合方面，格拉默原来部分工厂持续亏损运营，为提高管理效率，实现规模生产效应，降低生产成本，公司不断推进集团工厂之间的整合。2020 年 1 月起，公司位于美国的四家公司 TMD WEK、TMD 田纳西、TMD 威斯康星和 TMD WEK 北，整合至 TMD Inc。2020 年 7 月，格拉默江苏工厂搬迁至宁波北仑，与公司宁波工厂合并。2020 年 9 月，格拉默沈阳工厂与公司沈阳工厂合并。

2.3 产品市占率全球领先，中国区仍有较大提升空间

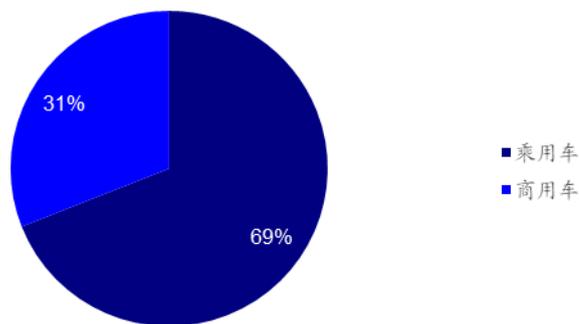
在收入地区方面，2018 财年格拉默主要营收来自 EMEA（欧洲、中东与非洲）地区，占比达到 64%，亚太地区占比仍相对较低，具有较大增长空间。在业务方面，2018 财年格拉默主要收入来自乘用车业务，占比达到 69%。

图12 格拉默 2018 财年收入结构（按地区分，总计 19 亿欧元）

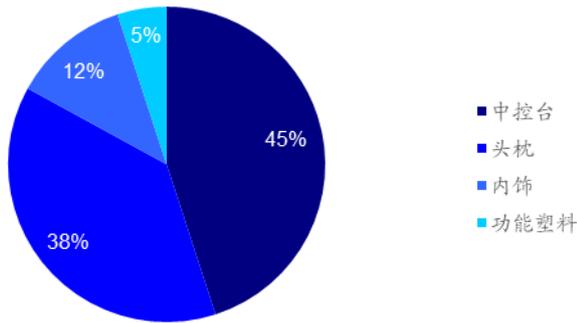


资料来源：《Grammer Investor Presentation 2019》，海通证券研究所

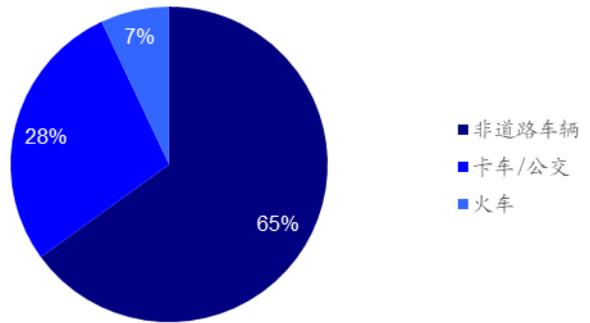
图13 格拉默 2018 财年收入结构（按产品分，总计 19 亿欧元）



资料来源：《Grammer Investor Presentation 2019》，海通证券研究所

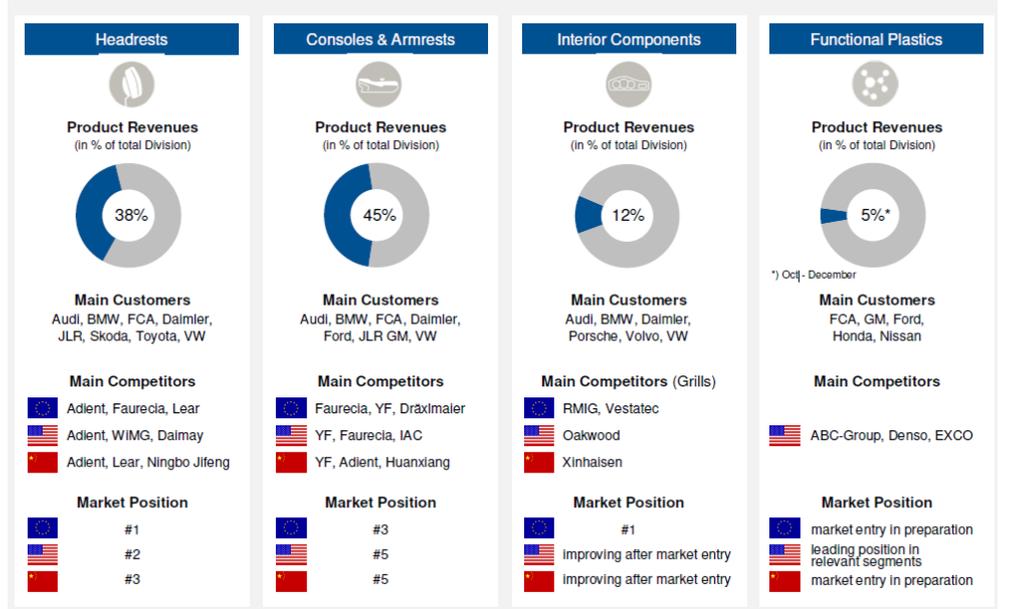
图14 格拉默 2018 财年乘用车收入结构 (总计 13 亿欧元)


资料来源:《Grammer Investor Presentation 2019》,海通证券研究所
 注:功能塑料产品营收的统计时间为2018年10月到12月

图15 格拉默 2018 财年商用车收入结构 (总计 6 亿欧元)


资料来源:《Grammer Investor Presentation 2019》,海通证券研究所

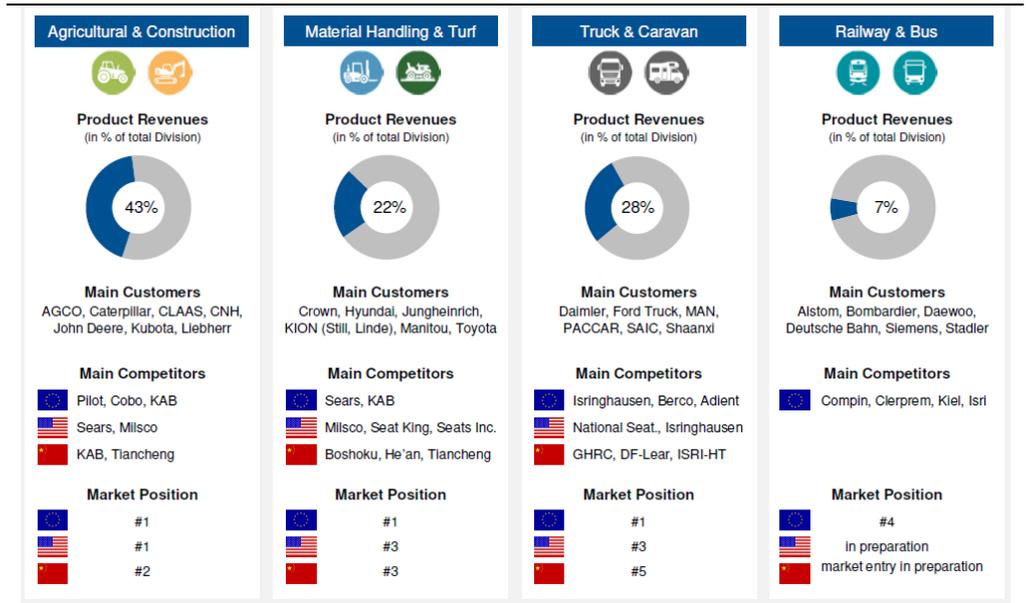
在乘用车业务领域,格拉默主要定位于为高端市场的主机厂和一级供应商提供舒适性好、设计科学和安全性高的头枕、扶手、中控系统、功能塑料及内饰件等内饰部件,通过自身的竞争力和品质为主机厂及一级供应商在乘用车内饰的设计、研发层面提供服务。2018 财年,格拉默乘用车产品中头枕和中控台与扶手产品的合计营收占比达到 83%,在全球范围内,格拉默头枕产品具有市场领先地位,在欧洲、美国和中国市占率分别为第一、第二和第三,中控台与扶手产品在三地的市占率分别为第三、第五和第五。

图16 格拉默乘用车产品线 2018 年全球市场地位


资料来源:《Grammer Investor Presentation 2019》,海通证券研究所

在商用车业务领域,格拉默是全球领先的商用车座椅系统制造商,在全球范围内面向农业、建筑机械、叉车、卡车、公共汽车、火车开发并生产相应的驾驶员座椅和乘客座椅。秉承“为使用而设计”的理念,格拉默致力于提供符合人体工程学,同时为用户带来友好、舒适和安全体验的商用车座椅系统。2018 财年,格拉默商用车产品中非道路车辆用座椅收入占比达到 65%,其中农业和工程机械座椅产品市占率在欧洲、美国和中国市占率分别为第一、第一和第二,叉车座椅市占率分别达到第一、第三和第三。

然而格拉默在国内商用车市场份额仍然较低,尤其在中国重卡座椅领域,2019 年只占国内市场份额的 4.1%,2020 年提升到 6.1%。2020 年公司协助格拉默逐步展开与国内大型重卡生产厂商的合作,双方强强联合,开始在国内重卡座椅市场持续取得新的突破。2020 年新获得了一汽青岛、一汽解放、福田、陕汽等客户的订单,国内重卡座椅销售收入同比增长 77.3%。我们预计 2021 年格拉默中国区有望在市场份额上取得进一步突破。

图17 格拉默商用车产品线 2018 年全球市场地位


资料来源:《Grammer Investor Presentation 2019》,海通证券研究所

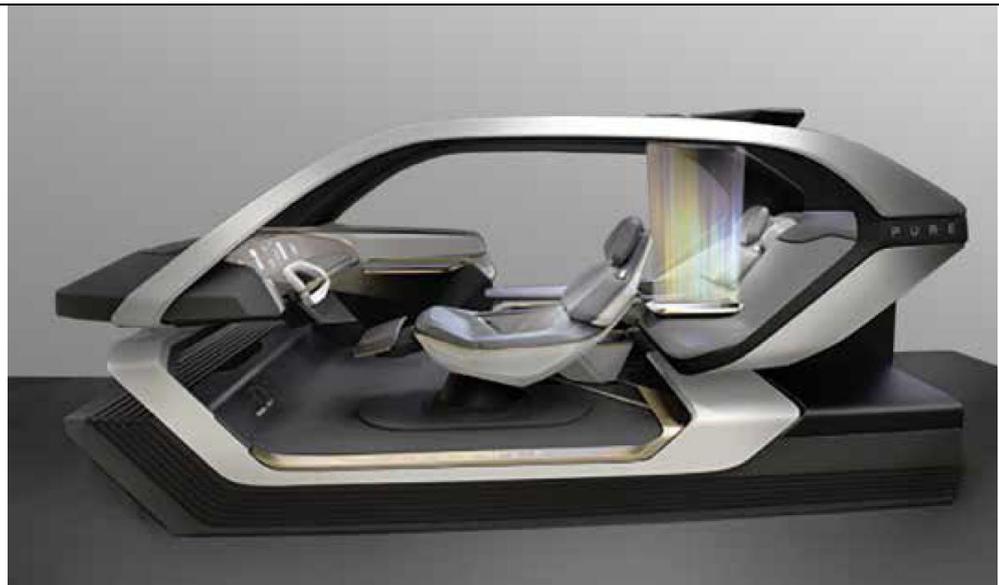
2.4 收购格拉默有望实现业务共振，客户与产品拓展稳步推进

通过收购格拉默，公司在原有业务布局的基础上实现了业务共振，在全球化布局、客户拓展和产品扩展方面均取得了积极成果。

在全球化方面，收购格拉默之前，公司的主要业务集中在中国境内，因海外布局不够完善，较难获取整车厂全球发包的订单。收购格拉默之后，公司全球生产、销售和研发网络布局趋于完善，公司可参与德系车、美系车、日系车等全球发包整车厂的业务竞标，并制定了全球业务发展的战略筹划，可以进一步实现对于德系车、美系车、日系车等市场的整体渗透，完善公司全球范围内的资源配置，减少对于局部市场的依赖性，实现公司业务面向全球的跨越。后续公司将与格拉默充分交流国际化发展经验，优化配置全球资源，增强海外销售与服务力量，为国际客户提供更为迅捷且优质的服务。目前，公司在全球 20 个国家拥有将近 70 家控股子公司，形成了全球生产、物流和营销网络。

在产品拓展方面，公司与格拉默从横向和纵向两方面对新产品进行布局。在横向上，公司基于对客户需求的深刻理解，开始在原有传统产品的基础上进行产品的智能化升级，提高产品附加值。例如公司已陆续研发了音响头枕、移动中控系统和扶手以及 3D Glass 玻璃等产品。在纵向上，公司已开发出多个新产品及新技术，有望打开未来成长空间，例如公司研发出了智能家居式重卡座舱、隐藏式电动出风口等新产品，目前电动出风口产品已先后获得了大众、吉利领克、长城汽车、蔚来等客户的定点；公司研发了延展金属技术、微米级加工工艺等新技术，目前延展金属技术的相关产品已获得奔驰等客户的项目定点；在无人驾驶方面，格拉默已开发了代号为“Pure”项目，该项目能够解决自动驾驶所造成的晕车问题，满足自动驾驶场景下的休闲以及工作的需求。

图18 格拉默无人驾驶下的“Pure”项目



资料来源：格拉默 2019 年年报，海通证券研究所

在客户拓展方面，除了通过格拉默拓展商用车客户以外，公司还积极拓展新能源汽车客户，除了在原有客户中同步切换新能源车型配套订单，如大众、宝马、奥迪、红旗等，公司还拓展了包括特斯拉、理想、威马、蔚来等新兴品牌的产品配套订单。2020 年公司在新能源车领域的销售收入相较 2019 年实现快速增长。

3. 盈利预测与投资建议

公司是国内领先的乘用车座椅系统零部件龙头企业，主营产品包括乘用车座椅头枕、扶手等，2019 年公司收购格拉默，在扩大原有业务规模的基础上实现对乘用车中控系统、内饰部件、创新性的热塑解决方案及商用车座椅等领域的拓展，并跃升成为全球汽车零部件细分行业的龙头企业。根据前述章节分析，我们对公司重要业务的判断如下：

1、头枕和座椅扶手业务是公司传统优势产品，收购格拉默后主要营收来自格拉默，目前国内业务有望维持稳定增长，海外业务随着疫情的恢复和格拉默整合过程的推进，其营收和毛利率有望恢复到疫情前水平，假设头枕产品 2021-2023 年营收增速分别为 10%/5%/5%，毛利率为 18.50%/20.00%/21.00%，座椅扶手产品 2021-2023 年营收增速分别为 10%/10%/5%，毛利率为 19.00%/21.00%/21.42%。

2、商用车座椅是收购格拉默后的新增产品，目前格拉默商用车座椅产品的市场地位全球领先，但在国内市场仍具有较大的提升空间，我们预计公司商用车座椅产品有望取得快速增长，假设商用车座椅业务 2021-2023 年营收增速分别为 10%/10%/5%，毛利率为 18.50%/20.50%/20.91%。

3、格拉默汽车内饰产品在欧洲地区市占率第一，在中国仍有较大的提升空间，随着收购整合的完成以及电动出风口等新产品的上市，公司汽车内饰业务营收和毛利率水平有望显著改善，假设汽车内饰业务 2021-2023 年营收增速分别为 15%/10%/10%，毛利率为 12.80%/14.50%/15.23%。

4、公司其他主营业务及其他业务假设保持基本平稳，假设其他主营业务 2021-2023 年营收增速分别为 5%/5%/5%，毛利率为 28.10%/28.10%/28.10%；假设其他业务 2021-2023 年营收增速分别为 5%/5%/2%，毛利率为 28.08%/28.64%/28.64%。

基于上述假设，我们预测公司 2021-2023 年营收增速分别为 11.6%/8.6%/6.7%，毛利率分别为 16.77%/18.47%/19.07%。

表 2 公司营收、毛利率和归母净利润情况预测

		2020	2021E	2022E	2023E
头枕	营业收入 (百万元)	4194.8	4614.3	4845.0	5087.2
	YOY	-11.8%	10.0%	5.0%	5.0%
	毛利率 (%)	15.37	18.50	20.00	21.00
座椅扶手	营业收入 (百万元)	1603.8	1764.2	1940.6	2037.6
	YOY	-30.7%	10.0%	10.0%	5.0%
	毛利率 (%)	17.79	19.00	21.00	21.42
商用车座椅	营业收入 (百万元)	4277.1	4704.9	5175.3	5434.1
	YOY	-10.0%	10.0%	10.0%	5.0%
	毛利率 (%)	14.87	18.50	20.50	20.91
汽车内饰	营业收入 (百万元)	5302.58	6097.97	6707.76	7378.5
	YOY	-9.4%	15.0%	10.0%	10.0%
	毛利率 (%)	8.52	12.80	14.50	15.23
其他主营业务	营业收入 (百万元)	240.34	252.36	264.97	278.2
	YOY	-1.8%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率 (%)	26.76	28.10	28.10	28.10
其他业务	营业收入 (百万元)	114.1	119.8	125.8	128.3
	YOY	41.7%	5.0%	5.0%	2.0%
	毛利率 (%)	26.74	28.08	28.64	28.64
继峰股份合计	营业总收入 (百万元)	15732.8	17553.4	19059.5	20344.0
	YOY	-12.6%	11.6%	8.6%	6.7%
	营业成本 (百万元)	13598.4	14609.1	15538.9	16464.7
	YOY	-10.5%	7.4%	6.4%	6.0%
	毛利率 (%)	13.57	16.77	18.47	19.07
	归母净利润 (百万元)	-258.2	485.9	669.0	874.6
	YOY	-187%	288%	38%	31%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

盈利预测与投资建议。公司是国内领先的乘用车座椅系统零部件龙头企业，主营产品包括乘用车座椅头枕、扶手等，2019 年公司收购格拉默，在扩大原有业务规模的基础上实现对乘用车中控系统、内饰部件、创新性的热塑解决方案及商用车座椅等领域的拓展，并跃升成为全球汽车零部件细分行业的龙头企业。从短期来看，随着海外疫情的恢复，格拉默营收和毛利率水平有望显著回升，从中长期来看，格拉默有望与公司形成共振，格拉默能够推进公司全球化进程并为公司带来产品和客户的拓展，公司有望通过降本增效等整合措施激发格拉默活力，显著提升运营和管理效率。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 4.86/6.69/8.75 亿元，EPS 分别为 0.48/0.66/0.86 元，参考可比公司估值水平，给予其 2021 年 20-25 倍 PE，对应合理价值区间为 9.6-12.0 元。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

表 3 可比公司估值表

代码	简称	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2021E
600699.SH	均胜电子	0.45	0.85	1.17	41	22	16	2.0
300258.SZ	精锻科技	0.35	0.52	0.67	33	22	17	2.4
601689.SH	拓普集团	0.56	0.97	1.27	60	35	26	4.5
平均值		0.45	0.78	1.04	45	26	20	3.0

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 收盘价为 2021 年 4 月 14 日价格, EPS 为 wind 一致预期, 其中均胜电子 2020 年数据为年报数据

风险提示。汽车行业增长不及预期；海外汇率波动；格拉默整合进程不及预期；原材料价格大幅波动。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	15733	17553	19059	20344
每股收益	-0.25	0.48	0.66	0.86	营业成本	13598	14609	15539	16465
每股净资产	4.18	4.66	5.31	6.17	毛利率%	13.6%	16.8%	18.5%	19.1%
每股经营现金流	0.79	0.79	1.49	1.31	营业税金及附加	43	46	51	54
每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
价值评估 (倍)					营业费用	381	386	410	427
P/E	-33.26	17.68	12.84	9.82	营业费用率%	2.4%	2.2%	2.2%	2.1%
P/B	2.01	1.81	1.58	1.36	管理费用	1282	1334	1391	1444
P/S	0.55	0.49	0.45	0.42	管理费用率%	8.1%	7.6%	7.3%	7.1%
EV/EBITDA	12.86	10.24	7.51	6.08	EBIT	173	900	1364	1630
股息率%	2.4%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	351	206	172	137
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.2%	1.2%	0.9%	0.7%
毛利率	13.6%	16.8%	18.5%	19.1%	资产减值损失	-155	-15	-5	-5
净利润率	-1.6%	2.8%	3.5%	4.3%	投资收益	3	2	3	3
净资产收益率	-6.0%	10.2%	12.3%	13.9%	营业利润	-331	695	1202	1504
资产回报率	-1.5%	2.9%	3.8%	4.8%	营业外收支	-6	0	0	0
投资回报率	1.6%	7.4%	8.8%	10.5%	利润总额	-338	695	1202	1504
盈利增长 (%)					EBITDA	997	1320	1684	1950
营业收入增长率	-12.6%	11.6%	8.6%	6.7%	所得税	3	72	337	376
EBIT 增长率	-76.3%	421.9%	51.5%	19.5%	有效所得税率%	-0.8%	10.3%	28.0%	25.0%
净利润增长率	-186.7%	288.2%	37.7%	30.7%	少数股东损益	-82	137	197	254
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	-258	486	669	875
资产负债率	73.6%	69.3%	65.3%	60.3%					
流动比率	0.97	1.04	1.14	1.29	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	0.68	0.64	0.71	0.82	货币资金	1503	800	1000	1200
现金比率	0.22	0.13	0.17	0.21	应收账款及应收票据	2900	2868	2968	3173
经营效率指标					存货	1504	1801	1850	1983
应收帐款周转天数	54.24	50.63	51.83	51.43	其它流动资产	793	871	907	963
存货周转天数	40.36	45.00	43.45	43.97	流动资产合计	6700	6340	6725	7319
总资产周转率	0.91	1.04	1.09	1.12	长期股权投资	7	14	14	14
固定资产周转率	4.13	4.49	4.81	5.14	固定资产	3811	3911	3961	3961
					在建工程	170	120	170	220
					无形资产	1732	1657	1682	1707
					非流动资产合计	10626	10588	10708	10778
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	17326	16928	17432	18097
净利润	-258	486	669	875	短期借款	2476	1790	1308	928
少数股东损益	-82	137	197	254	应付票据及应付账款	2455	2073	2405	2478
非现金支出	976	435	325	325	预收账款	0	2	1	2
非经营收益	30	235	198	167	其它流动负债	1966	2212	2201	2245
营运资金变动	144	-488	136	-278	流动负债合计	6898	6077	5916	5653
经营活动现金流	810	805	1525	1342	长期借款	2138	1938	1738	1538
资产	-667	-411	-460	-411	其它长期负债	3723	3723	3723	3723
投资	2383	1	-5	-5	非流动负债合计	5861	5661	5461	5261
其他	-2487	17	13	13	负债总计	12759	11738	11377	10914
投资活动现金流	-772	-393	-453	-403	实收资本	1021	1021	1021	1021
债权募资	1082	-886	-682	-580	归属于母公司所有者权益	4269	4755	5424	6299
股权募资	18	0	0	0	少数股东权益	298	435	631	885
其他	-1744	-229	-190	-159	负债和所有者权益合计	17326	16928	17432	18097
融资活动现金流	-644	-1116	-872	-739					
现金净流量	-560	-703	200	200					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 14 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

杜威 汽车行业
 王猛 汽车行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 均胜电子,岱美股份,长城汽车,华域汽车,新泉股份,华安鑫创,星宇股份,银轮股份,福耀玻璃,腾龙股份,泉峰汽车,华阳集团,德赛西威,宁波高发,长安汽车,科博达,禾赛科技,江淮汽车,精锻科技,广汽集团,克来机电,爱柯迪,亿华通-U,吉利汽车,浙江仙通,比亚迪,敏实集团,重塑股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通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。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com
联系人
应稼娟(021)23219394 yjx12725@htsec.com
侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
联系人
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com
张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com
张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com
邵飞(021)23219819 sf13370@htsec.com

固定收益研究团队

姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zpx12149@htsec.com
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
联系人
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com
杨锦(021)23154504

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军勇(021)23154143 zjy10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgg12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
孟陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com
周航(021)23219671 zh13348@htsec.com
朱赵明(021)23154120 zzm12569@htsec.com
彭婷(010)68067998 ppt13606@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
联系人
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com
郑蕾 23963569 zl12742@htsec.com

公用事业

戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fufy11758@htsec.com
于鸿光(021)23219646 yhg13617@htsec.com
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com

批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
联系人
康百川(021)23212208 kbc13683@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业 周旭辉 zhx12382@htsec.com 李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 xbcq6583@htsec.com 张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	纺织服装行业 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 周 丹 zd12213@htsec.com 吉 晟(021)23154653 js12801@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com 联系人 赵靖博(021)23154119 zjb13572@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lfh12225@htsec.com	农林牧渔行业 丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒晖 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	银行行业 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021)23219356 ddl13026@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com 联系人 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏含 gbh11537@htsec.com 滕雪竹 txz13189@htsec.com	上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 李唯佳(021)23219384 lijw@htsec.com 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 黄 斌(021)23219397 hc10482@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com 董晓梅 dxm10457@htsec.com	北京地区销售团队 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 郭金珪(010)58067851 gjj12727@htsec.com 张钧博 zjb13446@htsec.com 高 瑞 gr13547@htsec.com 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
---	--	---

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路689号海通证券大厦9楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com