

继峰股份 (603997)

证券研究报告

2024年07月05日

国产乘用车座椅龙头，业绩拐点或现

国内汽车座椅总成龙头企业，座椅业务放量可期

公司深耕乘用车座椅零部件 20 余年。2019 年并购德国格拉默后，现已形成包含乘用车座椅总成、中控系统、内饰部件、头枕、扶手和商用车座椅总成等各类汽车座椅在内的产品矩阵。公司客户资源丰富，遍及全球，涵盖外资、合资、自主以及新势力车企。随着原材料涨价和缺芯情况好转，主机厂产销增加。公司作为乘用车座椅总成稀缺标的，订单量有望迎来持续增长，利润表现未来可期。

多措并举实现降本增效，格拉默盈利能力持续改善，扭亏拐点或现

格拉默为欧洲老牌商用车座椅和乘用车内饰件供应商，客户资源丰富，产品矩阵完善。自继峰 2019 年收购格拉默，母公司对其从生产、采购、管理、研发、财务等全面开展降本增效。2023 年，格拉默实现营业收入 177.23 亿元，同比增长 13.71%；实现经营性 EBIT4.34 亿元、EBIT3.34 亿元（2022 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），格拉默 2023 年经营性 EBIT 和 EBIT 的差额主要是因为 EBIT 包含了美洲地区部分一次性产能调整费用及汇兑损失影响；实现净利润 0.22 亿元，同比扭亏为盈。随着整合进程推进，扭亏拐点有望加速来临。

产品单车价值显著提升，产能布局完善，新业务放量未来可期

燃油车时代，李尔、安道拓等外资厂商垄断乘用车座椅总成行业。电动化时代自主车企车型迭代加速，对供应链安全及响应速度诉求不断提升，国产供应商有望乘势而起。公司现由 Tier2 座椅零部件供应商转为 Tier1 座椅总成供应商，产品单车价值量由 400-500 元提升至座椅总成 5000-6000 元。乘用车座椅方面，截至 24 年 3 月 31 日，公司在手订单共 9 个，客户囊括新势力、传统主机厂和高端合资品牌，客户结构多元。此外公司通过在传统内饰的客户积累和技术布局，积极拓展出风口等新业务，全面布局智能座舱。截至 2024 年 3 月 31 日，隐藏式电动出风口在手项目超 60 个；2023 年，公司出风口产品实现营业收入 2.81 亿元，同比实现数倍增长；隐藏式门把手和车载冰箱均获客户定点。产能方面，新工厂背靠安徽和东北产业集群，预计座椅产能达 80 万套（合肥 60 万+长春 20 万）。公司目前产能储备充足，客户结构多元，新业务放量未来可期。

投资建议：预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 4.19/8.26/12.38 亿元，当前市值对应 2024-2026 年 PE 为 31/16/10 倍。公司为国内汽车座椅龙头，随着格拉默整合逐渐成效，乘用车座椅有望快速放量，给予 2024 年 PE 估值 35-40 倍，对应目标价 11.55-13.2 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：新客户拓展不及预期，原材料价格持续上涨，客户放量不及预期等。

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	25,151.19	30,327.53	34,978.26
增长率(%)	6.74	20.06	16.59	20.58	15.33
EBITDA(百万元)	2,845.22	1,781.04	1,699.40	2,324.45	2,938.98
归属母公司净利润(百万元)	(1,417.38)	203.87	418.51	825.77	1,237.54
增长率(%)	(1,221.60)	(114.38)	105.28	97.31	49.87
EPS(元/股)	(1.12)	0.16	0.33	0.65	0.98
市盈率(P/E)	(9.05)	62.91	30.65	15.53	10.36
市净率(P/B)	3.71	3.13	2.59	2.19	1.78
市销率(P/S)	0.71	0.59	0.47	0.39	0.34
EV/EBITDA	7.08	10.20	8.51	5.61	4.17

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（首次评级）
当前价格	10.13 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)	12,825.35
流通 A 股市值(百万元)	11,812.35
每股净资产(元)	3.53
资产负债率(%)	75.42
一年内最高/最低(元)	16.55/9.41

作者

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

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《继峰股份-季报点评:一季度营收平稳 净利短期受毛利率、并购费用拖累》2019-04-30
- 《继峰股份-公司点评:收购调整方案落地 加速并购格拉默推进协同成长》2019-04-01
- 《继峰股份-公司点评:主业持续开拓 并购格拉默打开成长空间》2019-03-19

内容目录

1. 老牌座椅内饰厂商，海外并购迎来第二成长曲线.....	4
1.1. 深耕座椅配件二十余载，海外并购格拉默再攀高峰.....	4
1.2. 产品种类丰富，客户遍布全球.....	4
1.3. 座椅订单加速释放，盈利能力逐渐改善.....	6
2. 海外收购格拉默，多措并举实现降本增效.....	8
2.1. 继峰股份海外收购德国座椅龙头格拉默.....	8
2.2. 多措并举推动降本增效战略实施.....	8
2.3. 全球商用车座椅领导者，优质客户资源丰富.....	9
2.3.1. 格拉默营收稳健增长，资产减值导致利润端短期承压.....	9
3. 座椅国产替代空间广阔，继峰项目定点加速落地.....	11
3.1. 汽车座椅兼具安全性和舒适性，国内市场空间广阔.....	11
3.2. 座椅行业存在多重壁垒，继峰项目定点加速落地.....	13
4. 整合加速新业务放量，打造国内座椅总成龙头.....	14
4.1. 转型 Tier1 供应商，资源优势互补，单车价值显著提升.....	14
4.2. 研发投入不断加码，乘用车座椅定点持续突破.....	16
4.3. 格拉默商用车座椅国内市占率持续提升.....	19
4.4. 创新技术拓宽产品矩阵，打开成长空间.....	20
4.4.1. 横向拓展，产品附加值提升.....	20
5. 盈利预测与投资建议.....	22
5.1. 盈利预测假设与业务拆分.....	22
5.2. 估值分析.....	23
5.3. 投资建议.....	24
6. 风险提示.....	25

图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：继峰股份股权结构图（截至 2024 年 6 月 25 日）.....	4
图 3：继峰股份主要产品及合作车企.....	5
图 4：2014-2023 年主要产品营收构成.....	5
图 5：2023 年营业收入占比.....	5
图 6：2011-2023 营业收入（亿元）及增速.....	7
图 7：2011-2023 归母净利润（亿元）及增速.....	7
图 8：继峰股份年度各项费用率（%）.....	7
图 9：继峰股份年度销售毛利率和净利率（%）.....	7
图 10：继峰股份收购格拉默历程.....	8
图 11：格拉默 2019-2023 营收（亿欧元）及增速.....	10

图 12: 格拉默历年各地区营收占比.....	10
图 13: 格拉默 2014-2023 扣非归母净利润 (亿元)	10
图 14: 格拉默历年净利率和毛利率 (%)	10
图 15: 格拉默历年乘用车和商用车业务营业收入	11
图 16: 格拉默乘用车和商用车业务占比	11
图 17: 汽车座椅结构图	11
图 18: 汽车座椅生产流程	12
图 19: 零重力座椅	13
图 20: 汽车座椅行业发展趋势及壁垒	14
图 21: 继峰业务营收实现跨越式增长	15
图 22: 2018 年和 2023 年继峰产品营收占比	15
图 23: 2014-2023 继峰国内外营收占比	15
图 24: 继峰全球化布局 (内环: 2023 年; 外环: 2018 年)	15
图 25: 产品单件价值	16
图 26: 继峰与国际座椅头部企业毛利率对比 (%)	16
图 27: 继峰与国际座椅头部企业净利率对比 (%)	16
图 28: 2018-2023 继峰股份研发费用及增速	17
图 29: 2015-2022 继峰研发人员总数及占比	17
图 30: 继峰全球布局	17
图 31: 格拉默中国重卡座椅市占率	19
图 32: 特斯拉 Model 3 隐藏式出风口	20
图 33: 蔚来 ES6 隐藏式电动出风口内饰图	20
图 34: 蔚来 ES6 隐藏式门把手	20
表 1: 降本增效措施	8
表 2: 继峰股份乘用车座椅在手项目定点	18
表 3: 继峰乘用车座椅定点项目	18
表 4: 营业收入及毛利率拆分	22
表 5: 可比公司 PE 数据对比	24

1. 老牌座椅内饰厂商，海外并购迎来第二成长曲线

1.1. 深耕座椅配件二十余载，海外并购格拉默再攀高峰

继峰股份成立于 1996 年，是国内领先的乘用车座椅零部件龙头企业。公司前身岱山继峰汽车厂于 1996 年成立，于 2015 年挂牌上交所。在 2019 年完成对德国商用车座椅龙头企业格拉默收购后，迅速拓展了公司业务范围，丰富了产品种类。通过对格拉默的整合以及战略调整，继峰股份新研发的乘用车座椅总成产品在 2021 年成功获得新势力主机厂的项目定点，实现了公司在该领域内座椅总成从 0 到 1 的突破。

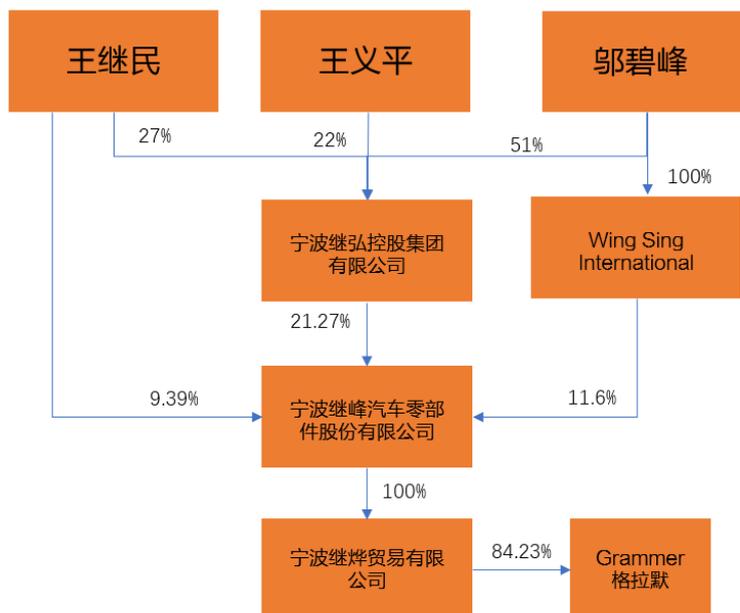
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

从股权结构来看，公司为家族企业，一致行动人为董事长王义平、副董事长邬碧峰与董事王继民三人。其中，邬碧峰与王义平为夫妻，王继民为其二人之子，三人为公司实际控制人，是典型的家族企业形式，三人均在企业管理中起到重要作用。

图 2：继峰股份股权结构图（截至 2024 年 6 月 25 日）



资料来源：Wind、公司公告，天风证券研究所

1.2. 产品种类丰富，客户遍布全球

公司围绕座椅及其部件、内饰、中控等产品，布局商用车、乘用车领域。在并购格拉默发

生以前，继峰本部主要从事传统乘用车座椅零部件加工制造业务，主要生产乘用车座椅头枕、头枕支杆、座椅扶手等产品。得益于格拉默在商用车座椅总成方面的技术经验积累和继峰本部自身生产乘用车座椅零部件的优势，公司得以在 2019 年并购格拉默后快速切入到乘用车座椅总成领域。随着产品矩阵的进一步完善，公司业务拓展至乘用车座椅、中控系统、内饰部件、创新型的热塑解决方案及商用车座椅。其中商用车座椅主要覆盖农业、建筑机械、叉车、卡车、公共汽车、火车领域。

公司客户覆盖中高端整车厂和汽车零部件制造商，近年来随着业务拓展，客户结构持续优化。公司凭借先进的创新设计、生产制造、品质管理及优秀服务，发展成为少数能同时为欧系、美系、日系、自主品牌等整车生产厂家提供配套的汽车零部件供应商，与宝马、奥迪、大众、戴姆勒、特斯拉等主机厂及江森、李尔、佛吉亚等座椅厂建立了长期合作伙伴关系。近年来，随着汽车行业电动化和智能化进程的不断推进，公司产品不仅在燃油乘用车市场继续巩固市场份额，还积极拓展新能源汽车市场，来自新能源车企（如：蔚来、小鹏、理想等）的收入占比提升，不断夯实行业领先地位。

图 3：继峰股份主要产品及合作车企



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

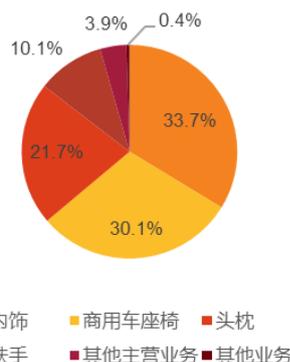
从收入结构看，2014-2018 年，公司营收主要来源为头枕及座椅扶手产品。其中，2018 年头枕和座椅扶手的营收占比分别为 46.06%和 37.17%，毛利率均为 34.0%；汽车零部件业务整体平均毛利率为 33.89%。自 2019 年并购格拉默引入商用车座椅和中控系统后，营收结构发生改变。近三年来商用车座椅占营收比重提升。2023 年公司核心产品商用车座椅、汽车内饰、头枕的营收占比分别为 30.1%、33.7%和 21.7%；毛利率分别为 17.01%、11.44%和 15.62%。

图 4：2014-2023 年主要产品营收构成

图 5：2023 年营业收入占比



资料来源：wind，天风证券研究所



资料来源：wind，天风证券研究所

1.3. 座椅订单加速释放，盈利能力逐渐改善

阶段一：小而美的头枕扶手供应商，收购格拉默。

2011-2018 年公司收入体量小，但盈利能力强健，增长较为稳定。收购前，2011-2018 年继峰股份营收由 4.69 亿元增至 21.51 亿元；归母净利润由 1.38 亿元增至 3.02 亿元。收购后，2019 年格拉默并表，营收达到 180 亿元，营收体量增长至 2018 年的 8.4 倍。

阶段二：疫情扰动、重组费用支出、汇率波动致公司业绩降至冰点。

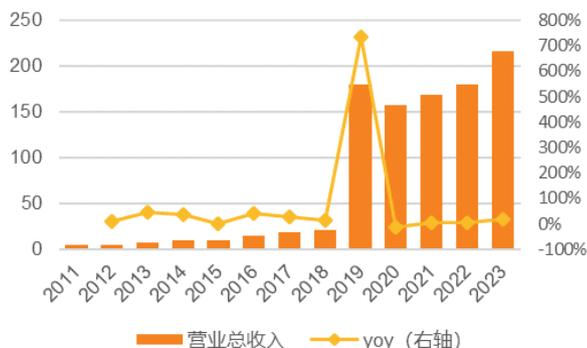
2020 年，全球新冠疫情爆发，供给端国外国内工厂减产停产，需求端客户购买需求大幅缩减。此外，继峰于 2020 年年初对格拉默的生产经营活动进行改革重组，关停了格拉默原有低效工厂，并减裁了大批非生产性人员，从而产生了 1.44 亿元的企业重组费用。同时，受新冠疫情影响，全球经济下行，公司所持外汇汇兑产生损失，产生大量财务费用，净利率短期承压。因此，2020 年全年营收 157.33 亿元，同比-12.6%；归母净利润-2.58 亿元，同比-186.7%。

阶段三：座椅订单加速释放，盈利能力持续向好。

- ✓ 2022 年，俄乌战争、原材料及能源涨价、供应链不稳等各种不利因素的影响下，公司仍实现销售收入 179.67 亿元，同比增长 6.74%。由于欧美地区无风险利率和贷款利率的提升，公司在 2022 年对长期资产（含商誉）计提了减值，计提金额对公司 2022 年归属于母公司所有者的净利润影响为-14.27 亿元，导致公司出现大幅亏损，2022 年公司实现 EBIT-11.94 亿元，与上年同期相比，由盈转亏（去年同期为 3.97 亿元）；实现归属于母公司所有者的净利润-14.17 亿元，与上年同期相比，由盈转亏（去年同期为 1.26 亿元）。若扣除特殊事项的影响，公司 2022 年归母净利润为 1.82 亿元，同比+43.84%，经营情况显著改善。2022 年，继峰分部 2022 年实现归属于母公司所有者的净利润 1.67 亿元，同比增长 12.87%；子公司格拉默实现净利润-5.56 亿元。
- ✓ 2023 年，受益于全球经济的回暖和全球主要汽车市场需求的复苏，公司实现营业收入 215.71 亿元，同比增长 20.06%，首次突破“营收 200 亿”大关。在乘用车座椅业务相关费用加大的情况下，公司实现归属于母公司所有者的净利润 2.04 亿元，同比扭亏为盈（2022 年同期因含商誉长期资产组减值影响为-14.17 亿元）。2023 年，继峰本部实现营业收入 40.13 亿元，同比增长 58.36%，实现归母净利润 1.96 亿元，格拉默实现营业收入 177.23 亿元，同比增长 13.71%；实现净利润 0.22 亿元，同比扭亏为盈。
- ✓ 2023 年，公司的战略新兴业务发展迅速。乘用车座椅业务首个项目于 2023 年 5 月顺利量产，5-12 月向客户交付座椅产品 6.5 万套，全年实现销售额 6.55 亿元，更多高质量订单加速落地，实现合资品牌、新造车势力龙头企业、国内传统造车龙头企业

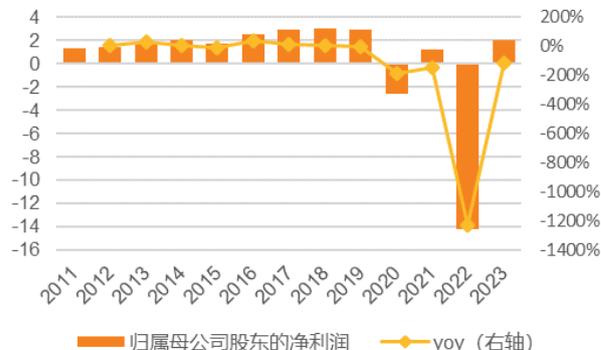
业等多样化客户布局，实现在手定点项目年化产量 100 万辆目标；出风口业务快速增长，2023 年实现销售额 2.81 亿元（2022 年同期近 9000 万元）；乘用车隐藏式门把手和车载冰箱在手订单持续积累。

图 6：2011-2023 营业收入（亿元）及增速



资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

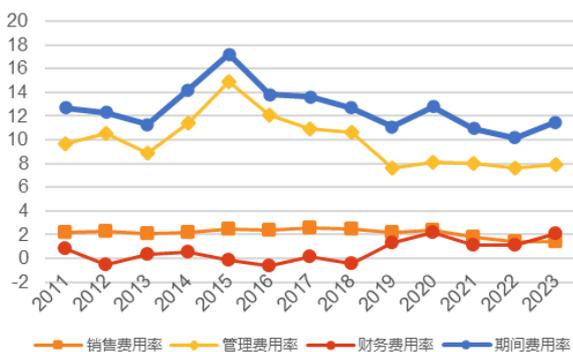
图 7：2011-2023 归母净利润（亿元）及增速



资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

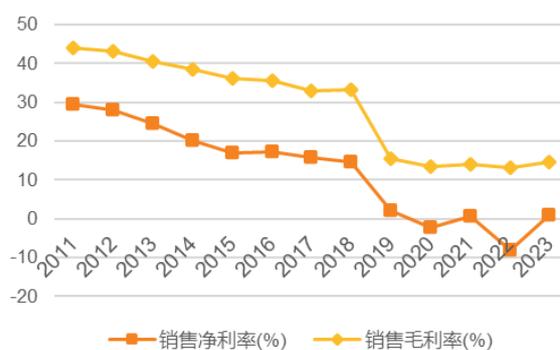
降本增效成果显现，费用率降低，毛利率和净利率有所提升。费用率方面，公司在收购格拉默之后，从生产、采购、管理等多个方面展开了降本增效措施。得益于本部和格拉默的降本增效措施，2022 期间费用率（不含研发费用）降至 10.18%，同比-0.77pct；2023 年财务费用受利息支出和汇兑损失影响，同比大幅上升 127.50%，因此 2023 年期间费用率也随之上升 1.3pct。2023 年，随着公司自年初起采取的各业务板块整合深化的措施逐步取得成效，与客户协商的价格补偿机制持续落实，公司全年毛利率同比提升，2023 年公司毛利率为 14.75%，较上年同期 13.09%提高 1.65pct。

图 8：继峰股份年度各项费用率（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：继峰股份年度销售毛利率和净利率（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 海外收购格拉默，多措并举实现降本增效

2.1. 继峰股份海外收购德国座椅龙头格拉默

Hastor 意欲恶意收购格拉默，继峰股份参与股权竞争。2016 年，德国大众陷入“排放门”事件后，不得不缩减开支，取消了和 Prevent 旗下 Car Trim 相关订单，并且拒绝赔偿其已经投入的费用。2016 年 Hastor 家族增持格拉默股份至 20%，并试图通过调整治理结构和改选监事会对其日常经营活动施加压力。格拉默的管理层除了号召现有股东抵制 Hastor 外，也在积极主动寻找投资机构。

2017 年 5-10 月继峰控股的子公司 JAP GmbH 通过格拉默发行的可转债转股，以及在购买市场中的流通股实现持有 25.56%的格拉默股份。2018 年 8 月，继峰（德国）完成对格拉默 84.23%的股份收购。自此，继峰股份在境外取得对格拉默的控制权。2019 年 8 月，继峰股份获批准定向增发及可转债，用于收购继峰投资 100%股权；10 月，资产过户全部完成，由此继峰股份间接持有格拉默 84.23%的股权，将格拉默纳入合并报表。

图 10：继峰股份收购格拉默历程

时间	事件概述
2016	Hastor 家族增持格拉默股份至 20%，成为公司第一大股东 格拉默引入继峰股份，与 Hastor 家族进行股权竞争
2017	2 月 Hastor 家族欲对格拉默管理层和董事会进行改组，以求增加对其的控制权 5-10 月 JAP GmbH (继峰控股的一家子公司) 持有格拉默 25.56% 股权，已超过 Hastor 家族 20% 的股权
2018	5 月 继峰(德国)对格拉默发起要约收购，JAP GmbH 以每股 60 欧元的价格将其所持有的 25.56% 的股份转让给继峰(德国) 8 月 继峰(德国)完成对格拉默 84.23% 的股份收购，境外取得格拉默的控制权
2019	8 月 宁波继峰以可转债、股份和现金的方式购买继峰的 100% 股权 10 月 继峰股份绝对控股格拉默

资料来源：和讯网，金融界，公司公告，天风证券研究所

2.2. 多措并举推动降本增效战略实施

在并购发生之前，格拉默资产质量和盈利能力堪忧。格拉默的业务也遇到发展瓶颈。2017-2018 年，其乘用车内饰业务的毛利率分别为 13.9%、13.21%，商用车座椅系统的毛利率分别为 17.22%、16.73%，均呈下降趋势，且显著低于继峰股份乘用车内饰业务同期的毛利率 33.99%、33.89%。2017-2018 年，格拉默的营业收入虽然高达 158.29 亿元、164.14 亿元，但归母净利润只有 3.17 亿元、3.47 亿元，继峰股份同期的营业收入虽只有 19.02 亿元、21.51 亿元，但归母净利润达到 2.93 亿元、3.02 亿元。2017-2018 年，格拉默的资产负债率分别是 96.35%、94.98%；剔除商誉资产后，资产负债率将超过 100%。

继峰本部具有完整产业链优势，产品自制率高，降低委托加工成本，生产成本在行业内处于相对较低水平。公司用于头枕支杆及座椅扶手骨架、钣金件生产的冲压模具和用于头枕及座椅扶手泡沫制造的发泡模具全部自主设计和制造，并通过模具的标准化，降低模具生产、更换、维修的难度和成本。拥有先进的发泡工艺和配方技术，可根据客户要求自行配制生产所需的头枕泡沫配方，原材料采购相对较为灵活，采购价格相对较低。

公司在收购格拉默之后，从生产、采购、管理、研发、财务等方面全面开展降本增效：

表 1：降本增效措施

措施	内容
联合采购	实施联合采购，降低采购成本。在 2020 年 3 月，继峰本部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。公司将在模具、支杆、泡沫发泡料等生产资料和物料上的优势赋能格拉默，大大降低公司和格拉默的采购成本，从而提高双方的毛利率水平。
关闭工厂 精简结构	关闭落后产能工厂，精简人员结构，提振运营效率。格拉默原先的部分工厂始终存在经营效率不高、持续亏损的现象，为提高管理效率、实现规模效应、降低生产成本，公司开始推进集团工厂之间的整合。2020 年 1 月起，将位于美国的四家公司（TMD 子公司）整合至 TMD 总公司。2020 年 7 月，将江苏工厂搬迁至宁波北仑，与宁波工厂合并。2020 年 9 月，将格拉默沈阳工厂与继峰沈阳工厂合并。2021 年上半年，将持续亏损的西班牙工厂提前关闭。
组织架构调整	进行组织架构调整，提高响应效率。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，并重新任命亚太区、美洲区总经理，给予三个业务板块更高的自主决策权，激发区域组织的能动性，以便能够更迅速、更灵活地响应客户需求。
管理层替换	并购完成后，继峰对格拉默实现管理层替换，实现权力集中。2020 年，在并购格拉默之后，公司更换了其部分监事会成员并推荐了全部董事会成员。2022 年 10 月，格拉默中国区 CEO 李国强先生被任命为格拉默全球 COO，为公司首次派遣到格拉默总部的中国籍高管。
推行激励机制	推行激励机制，调动核心人员积极性，增加业绩追求。收购格拉默后，公司持续推进精细化运营，通过有效激励措施及经验分享，强化降本增效管理；也将尽快通过格拉默管理层的短期和长期激励指标，实现格拉默管理层、公司、股东的目标一致、利益统一。
成本管理制度	设置健全的成本管理制度。公司建立了较为健全的成本管理制度，设有成本考核专员，在进行成本考核工作的同时，持续完善各岗位、各工种的成本考核制度，有利于公司生产成本的下降。同时，公司还通过系统管理不断革新，实行精益生产方式，完善限额领料制度、控制内部损失成本指标、合理安排生产计划、减少生产过程中人为因素造成的报废、返工引起的产品报废损失和工时损失，提高了产品合格率和生产效率。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2022 年 10 月，格拉默中国区 CEO 李国强先生被任命为格拉默全球 COO，为公司首次派遣到格拉默总部的中国籍高管，格拉默降本增效计划全面加速推进。2022 年年底开始，格拉默深化在供应链管理、VAVE、工厂运营效率三个方面降本增效措施的细化落实。格拉默实行“P2P”（Plan to Profitability）重组计划，并系统性采取进一步提高效率和降低成本的措施，通过优化工厂布局和人员配置、进一步加强供应链管理、深化 VAVE、深挖工厂运营效率等，细化降本增效措施，同时积极落实与客户协商的原材料价格上涨的补偿机制。

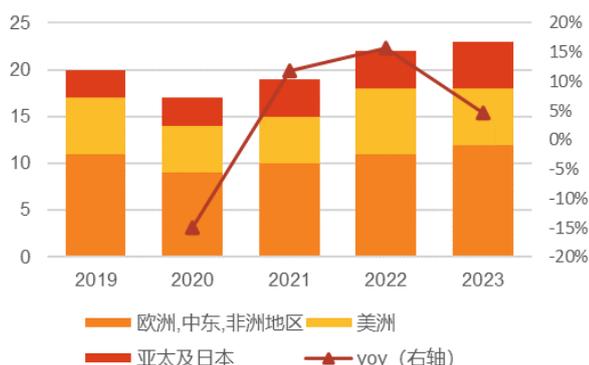
格拉默启动 PLM 数字化管理计划，通过数字化提高产品的开发效率，并自动将结果和信息传递给工厂的所有系统，这种方法能够缩短开发时间，显著提高数据质量。随着数据透明度的提高，整个产品开发的流程，如概念开发和采购、工程变更、产品和工艺规划，都能够在一个系统中实现控制、优化和缩短。

2.3. 全球商用车座椅领导者，优质客户资源丰富

2.3.1. 格拉默营收稳健增长，资产减值导致利润端短期承压

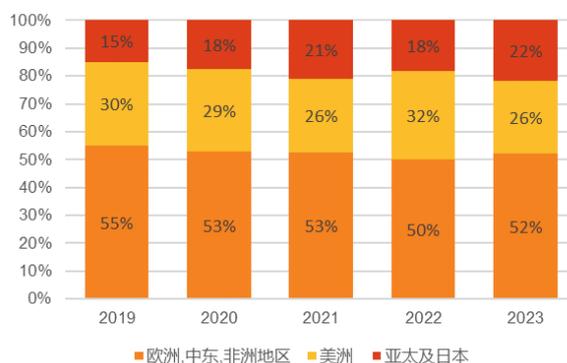
格拉默是全球商用车座椅总成和乘用车内饰件的领导者。格拉默成立于 1880 年，已是德国百年座椅供应商，主要营业方向为开发和生产高端优质的乘用车内饰产品和各类商用车悬浮座椅。格拉默业务主要涵盖 EMEA（欧洲、中东和非洲）、AMERICAS（美洲）以及 APAC（亚太），其中 EMEA 区域为公司主要收入来源。2023 年，格拉默实现营业收入 23 亿欧元，同比增长 4.5%。

图 11: 格拉默 2019-2023 营收 (亿欧元) 及增速



资料来源: wind, 格拉默年报, 天风证券研究所

图 12: 格拉默历年各地区营收占比

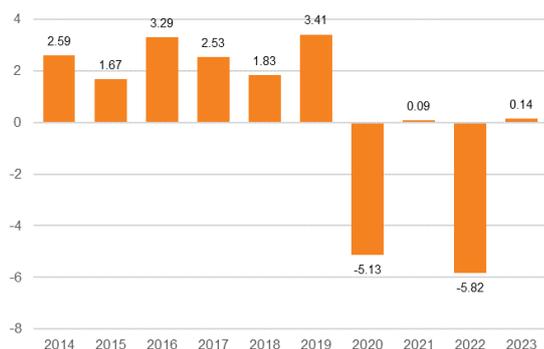


资料来源: wind, 格拉默年报, 天风证券研究所

净利率长期处于低位, 盈利能力有较大提升空间。利润端来看, 2020 年受新冠疫情和全球汽车行业整体产销下滑影响, 全年扣非归母净利润大幅下滑至 -0.64 亿欧元 (约 -5.13 亿人民币), 同比转盈为亏。2021 年, 随着疫情缓和以及继峰对格拉默整合效果初现, 全年归母净利润扭亏为盈至 0.01 亿欧元 (约 0.09 亿人民币)。2023 年, 格拉默实现经营性 EBIT4.34 亿元、EBIT3.34 亿元 (2022 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), 格拉默 2023 年经营性 EBIT 和 EBIT 的差额主要是因为 EBIT 包含了美洲地区部分一次性产能调整费用及汇兑损失影响; 实现净利润 0.22 亿元, 同比扭亏为盈 (2022 年同期因含商誉长期资产组减值影响, 净利润为 -5.56 亿元)。

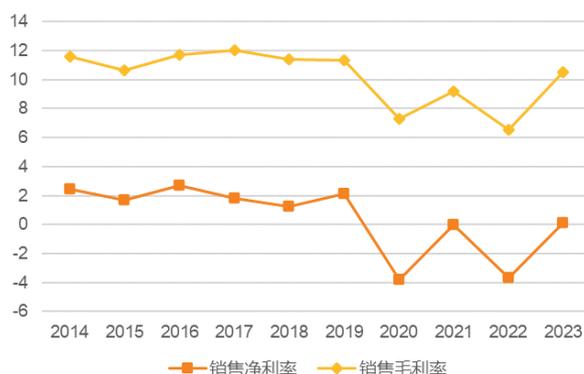
盈利能力来看, 格拉默净利率长期处于低位, 远低于继峰本部。2014-2019 年, 格拉默净利率在 2% 附近上下波动, 2020 年受疫情影响, 以及 2022 年受减值影响, 净利率走低。对比来看, 继峰本部 2023 年净利率为 4.88%。未来, 随着继峰对格拉默的整合工作开展, 格拉默的盈利水平有望继续提升。

图 13: 格拉默 2014-2023 扣非归母净利润 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 14: 格拉默历年净利率和毛利率 (%)

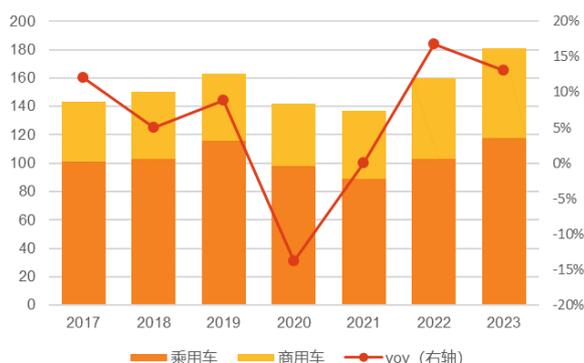


资料来源: wind, 天风证券研究所

格拉默客户以德系和美系为主, 客户资源丰富。乘用车方面, 格拉默提供高质量的汽车内饰、中控操作系统和创新型的热塑性零部件, 主要涵盖汽车座椅头枕、中控台、前后扶手、电动出风口、金属喇叭罩以及系统功能性塑料件。其业务主要客户为大众、奥迪、宝马、戴姆勒、通用汽车、福特、丰田等知名车企。商用车方面, 格拉默主要为卡车、房车、农用车具、建筑汽车、公交车和物流运输车辆生产安全舒适的座椅。客户主要包括戴姆勒、福特卡车、上汽集团、陕汽集团、阿尔斯通等企业。

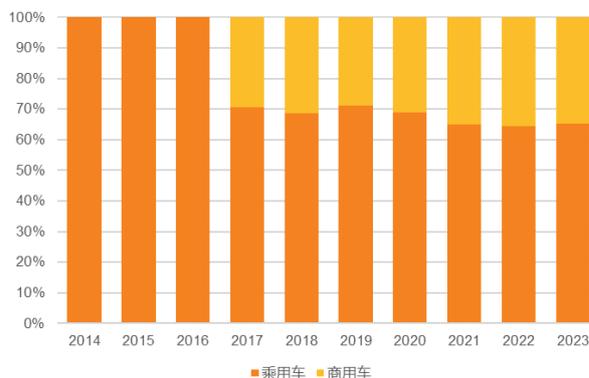
乘用车业务为主要业务收入来源，商用车业务持续扩张。2023 年，格拉默乘用车业务当年累计营收 118 亿元，同比+14.6%；商用车实现营收 63 亿元，同比+10.5%。2022 乘用车和商用车分别占当前营收比例为 65.2%和 34.8%。

图 15：格拉默历年乘用车和商用车业务营业收入



资料来源：wind，格拉默年报，天风证券研究所

图 16：格拉默乘用车和商用车业务占比



资料来源：wind，格拉默年报，天风证券研究所

3. 座椅国产替代空间广阔，继峰项目定点加速落地

3.1. 汽车座椅兼具安全性和舒适性，国内市场空间广阔

汽车座椅供应商可分为三级，并购前公司本部业务集中在第二级。一级供应商为座椅总成厂商，主要负责采购座椅关键零部件并制造成座椅提供给汽车整车厂。全球乘用车座椅行业主要被安道拓、李尔、丰田纺织、麦格纳和弗吉亚外资厂商所垄断。二级座椅供应商主要负责座椅系统关键零部件（如：座椅头枕、座椅扶手等）的生产制造，三级供应商主要负责二级供应商部分零部件或部分工序的加工，以代工和外协为主。

汽车座椅具备安全性和舒适性。汽车座椅是坐车时的乘用坐具，可为乘坐人员提供便于操作的、安全舒适的驾驶环境。汽车座椅是座舱中的基本配置以及被动安全的产品之一。目前汽车座椅的主要部分可分为座椅骨架、座椅电机、调角器、滑轨、海绵体发泡、面罩等零部件，不同车型会有不同数量的配置要求，且座椅需要针对不同车型进行定制化开发。

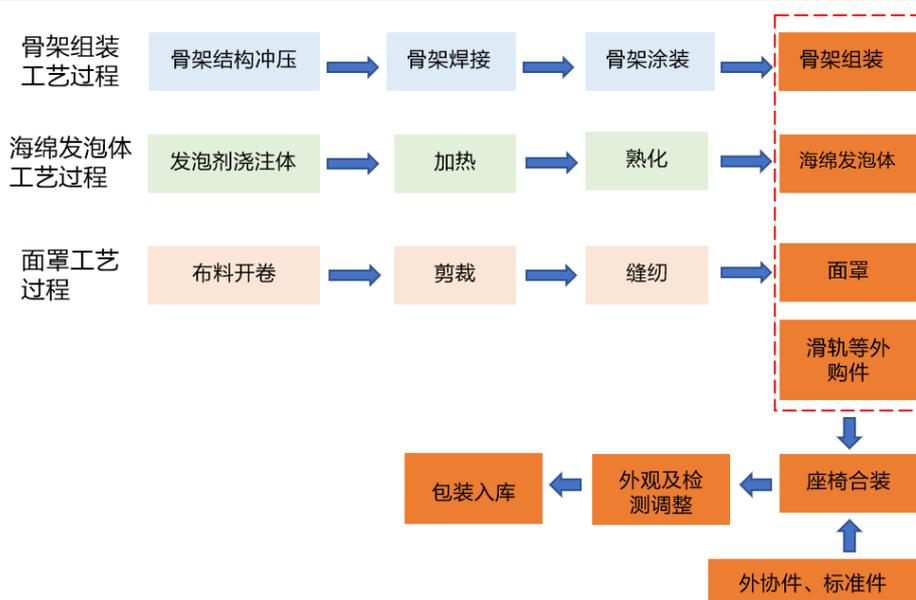
图 17：汽车座椅结构图



资料来源：希迈座椅公众号，天风证券研究所

汽车座椅的生产流程可以分为骨架结构冲压、发泡剂浇注体和布料开卷。根据不同的座椅需求来安排定制化的生产流程，在完成骨架组装、海绵体发泡和面罩的生产之后，进行座椅的组装、外观检测以及包装入库，最终送抵至整车厂。

图 18：汽车座椅生产流程



资料来源：新材料在线公众号，天风证券研究所

未来，汽车座椅将更加注重智能化、轻量化、安全性和舒适性；随着汽车座椅具备越来越丰富的功能，其单车价值量也有望逐步上行。

智能化：随着电子信息技术的发展，汽车智能化已成为各大厂商追逐的目标。汽车座椅对于整车来说意义重大，电子电气与汽车座椅开始实现融合，智能化座椅今后将成为汽车工业的重要走向。例如李尔的智能座椅可通过姿态的主动监测以及传感器反应的相关信息来主动调整座椅的姿态，提升驾乘人员的健康水平。

轻量化：汽车轻量化是在保证汽车的强度和安全性性能的前提下，尽可能地降低汽车的整车装备质量，从而提高汽车的动力性，减少燃料消耗，降低排气污染。由于环保和节能的需要，汽车的轻量化已经成为世界汽车发展的潮流。汽车座椅的重量占整车重量约 6%，通过对汽车座椅生产工艺的改进，减轻汽车座椅的重量，有助于汽车轻量化的实现。

安全性：作为汽车承载乘员最直接的载体，汽车座椅是汽车中重要的被动安全部件，其安全性能直接影响到司乘人员的安全问题。其中骨架、靠背等核心零部件的精度及强度是汽车座椅安全性能的重要保障，对于汽车座椅及零部件厂家而言，如何通过设计改进和新材料及新工艺的运用来提升汽车座椅的安全性是未来的重点技术课题。

舒适性：在消费升级和科技发展的推动下，汽车座椅结构往复杂化发展，功能越来越多，汽车座椅的功能性和舒适性会逐步提高。例如，座椅的加热、通风、按摩、电动腿托/脚托、座椅记忆等配置，这些功能不仅渗透率在逐年上升，并且开始从前排向第三排座椅蔓延；零重力座椅也迎来装配热潮。

图 19：零重力座椅



资料来源：C 次元公众号，天风证券研究所

3.2. 座椅行业存在多重壁垒，继峰项目定点加速落地

座椅行业壁垒主要集中在认证、技术、资金、管理四个方面。国产化品牌崛起，尚且需要在多个方面实现突破：

认证壁垒：汽车行业对产品质量和安全性能有高要求，并执行严格的质量认证体系。汽车座椅只有通过 IATF16949（全球汽车行业权威的第三方认证体系），才能进入整车厂商的名单。此外，整车厂和跨国汽车零部件企业自身还实行严格的供应商评审体系。在批量生产之前还需要进行严格的产品质量先期策划（APQP）和批量生产（PPAP），经过长时间的产品装机实验考核后，才能进行批量生产供货。因此，严格的认证体系和复杂的供应商评审体系对新进入者构成重要壁垒。

技术壁垒：汽车零部件行业专业性较强，优秀的汽车零部件企业需要在金属材料、模具开发、工装设计、生产制造、产品检测等方面拥有成熟的技术储备，并具备持续提升技术水平和工艺水平的能力。汽车行业市场竞争日趋激烈、客户需求日趋多样，新产品开发周期加快，整车厂与汽车零部件企业的协作开发模式已成为行业发展趋势。整车厂在选择供应商时，技术实力、供货时效、生产成本、产品质量都是重要的考虑因素。技术实力的提升不仅要求企业不断投入大量的资金，还取决于人才的积累、研发的积淀和创新文化的培育，均需要较长过程，从而对行业新进入企业形成了较高的壁垒。

资金壁垒：汽车座椅骨架行业属于资金密集型行业，模具开发、产品生产、试验认可等环节的固定资产投资规模较大，原材料及成品安全库存储备等也存在较高资金需求。另一方面，为更好服务客户，汽车零部件供应商需要在重要客户所在区域近距离设立生产基地。再一方面，由于汽车零部件一级供应商行业集中度较高，在和配套供应商的商务谈判中处于强势地位，其信用期限相对较长，也对配套供应商造成一定的流动资金压力。

管理壁垒：汽车冲压零部件多为非标准化产品，品类繁多，生产管理难度大。随着汽车行业的不断发展，汽车零部件供应商面临提高生产效率、降低生产成本、提高产品品质、保证及时供货的持续压力，在原材料采购、生产制造、研发设计、销售及售后等环节的精细化管理要求越来越高。高水平的管理来自于高效精干的管理团队和持续不断的管理机制革新，新进入企业难以在短时间内建立高效的管理团队和稳定的管理机制。

图 20：汽车座椅行业发展趋势及壁垒



资料来源：普华有策，天风证券研究所

乘用车座椅顺利量产，多个项目定点加速落地，为公司全球战略奠定基础。2023年5月，公司的乘用车座椅首个定点项目顺利量产，5-12月累计向客户交付座椅产品6.5万套，全年实现营业收入6.55亿元。首个量产项目在产品开发设计、技术质量、生产保障能力等方面得到客户的认可。截至2024年3月31日，公司累计乘用车座椅在手项目定点共9个（以收到项目定点提名信为准），在手订单的不断积累，为公司未来规模经济创造条件。订单中不仅新增原造车新势力客户的新车型订单，还首次获得传统豪华车品牌、传统燃油车和国内头部传统自主品牌的订单；同时，格拉默正式参与乘用车座椅业务，在继峰的统筹协调下，获得奥迪和一汽大众项目定点，为未来公司的乘用车座椅全球战略奠定基础。

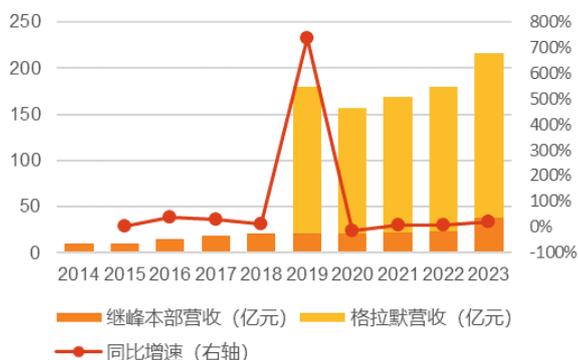
4. 整合加速新业务放量，打造国内座椅总成龙头

4.1. 转型 Tier1 供应商，资源优势互补，单车价值显著提升

并购前，继峰本部作为一家二级座椅零部件供应商，主要向整车厂提供汽车头枕，座椅支杆和座椅扶手等产品。并购后，公司向上突破为一级乘用车和商用车汽车座椅总成供应商。其中商用车座椅产品的成功拓展主要来自格拉默自有产品，而乘用车座椅总成的突破主要来自格拉默的技术赋能以及本部自身的零部件生产体系。商用车座椅因其应用场景更为复杂多样，所以其设计和生产技术相比乘用车座椅更为复杂。格拉默为商用车座椅总成供应商，在该领域下的生产设计经验积累丰富。此外，整合加速推进背景下，格拉默在座椅行业领先的生产管理体系和研发制造能力，有望对母公司全面赋能。因此，并购格拉默后，公司可凭借前者的技术和经验较为快速地突破乘用车座椅的壁垒。并且公司并购前为领先的座椅零部件制造商，并购后实现了产业链上下游整合，成本管控更具优势。随着产品矩阵的进一步丰富，继峰有望凭借优秀的座椅方案获得更多新势力及自主品牌整车厂的订单。

并购后营收端快速增长，商用车座椅占比持续提高。收入端方面，并购后继峰2019年营收180.01亿元，相较于收购前营收同比增长7.4倍。产品方面，公司商用车座椅2019年占总营收比例为26.4%，2023年该比例增长至30.1%。

图 21: 继峰业务营收实现跨越式增长



资料来源: wind, 天风证券研究所

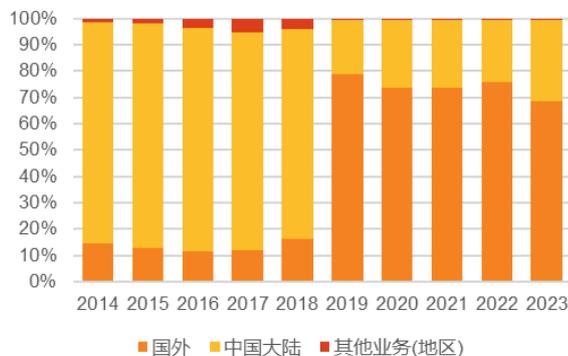
图 22: 2018 年和 2023 年继峰产品营收占比



资料来源: wind, 天风证券研究所

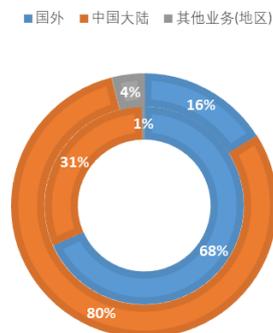
并购格拉默, 实现全球化布局。2023 年继峰海外收入占营收比例由并购前 16% 增长至 68%, 在全球 20 多个国家拥有近 70 家控股子公司。

图 23: 2014-2023 继峰国内外营收占比



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 24: 继峰全球化布局 (内环: 2023 年; 外环: 2018 年)



资料来源: wind, 天风证券研究所

产品单件价值稳步提升, 助推业绩稳步增长。并购前的 2018 年, 公司头枕均价为 40 元左右, 座椅扶手均价为 185 元/辆, 中控及其他内饰件 (并购前为支杆业务) 均价为 10 元/件。2019 年, 收购格拉默后, 原有主营业务单车价值量显著提升。头枕均价提升至 80 元/件以上, 座椅扶手均价提升至 200 元/件以上, 中控及其他内饰件均价增至 60 元/件, 单车价值量均实现大幅增长。并购后, 新业务——商用车座椅价值接近 3000 元/件; 乘用车座椅价值为 10000 元/套左右。随着产品矩阵逐渐丰富, 单件价值量有望进一步提升, 公司业绩具有较高成长空间。

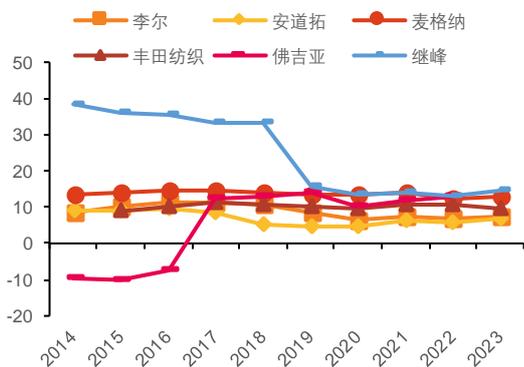
图 25：产品单件价值



资料来源：公司年报，天风证券研究所（注：数据为大致测算，仅供参考）

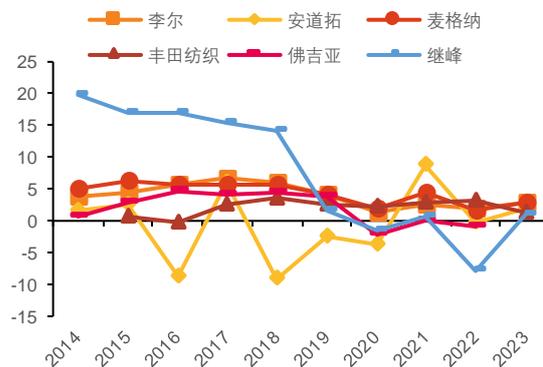
公司实现产业链上下游一体化，更具成本优势。对比海外头部企业，公司盈利能力更胜一筹。目前，外资供应商盈利能力普遍处于低位：2023 年，安道拓毛利率为 6.7%，李尔毛利率为 7.29%，麦格纳毛利率为 13.11%；而继峰股份毛利率为 14.75%，显著高于海外头部企业。此外，继峰在并购格拉默后成功跃居为一级座椅总成商，实现产业链的上下游一体化，成本有望进一步优化。

图 26：继峰与国际座椅头部企业毛利率对比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：继峰与国际座椅头部企业净利率对比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 研发投入不断加码，乘用车座椅定点持续突破

收购格拉默，研发创新能力持续提升。公司在收购了具有百年历史并在德国上市的格拉默之后，研发和创新能力获得了质的飞跃。目前，公司已拥有一支开发经验丰富的研发设计团队，其中大部分是来自国外的高端技术人才。公司在全球建有中国、印度、美国、墨西哥

哥、巴西、比利时、德国、捷克、土耳其等多个研发中心，形成了覆盖全球的研发网络。2023 年，公司研发费用 4.22 亿元，同比+12%；2023 年公司研发人员共计 932 人，占比达 4.9%，研发端持续投入，竞争力不断增强。

图 28：2018-2023 继峰股份研发费用及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 29：2015-2022 继峰研发人员总数及占比



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司在全球建有中国、印度、美国、墨西哥、巴西、比利时、德国、捷克、土耳其等多个研发中心，形成了覆盖全球的研发网络。全新的、一流的国际化研发平台，使得公司系统化地进行创新项目的同步开发和超前开发：1) **乘用车领域**，截至 2024 年 3 月 31 日，公司的乘用车座椅研发人员较 2022 年年末增加 100 人左右（不含外服人员）。公司围绕乘用车座椅业务加大知识产权布局力度，截至 2023 年 12 月 31 日累计申请专利 80 余项，其中已授权专利 37 项。2) **商用车领域**，格拉默是商用车座椅系统的行业标准的制定者，也是行业的技术领导者，在产品的舒适性、安全性、人体工程学、用户友好等层面具备技术领先地位。随着商用车领域智能化、无人化的加速推进，公司加大了在相关产品的前瞻性研发投入。

图 30：继峰全球布局



资料来源：公司官网，天风证券研究所

随着继峰在研发端的持续投入以及格拉默的不断赋能，公司在乘用车座椅领域屡获新定点突破。2023 年 5 月，公司的乘用车座椅首个定点项目顺利量产，5-12 月累计向客户交付座椅产品 6.5 万套，全年实现营业收入 6.55 亿元。首个量产项目在产品开发设计、技术质量、生产保障能力等方面得到客户的认可。2023 年以来，公司乘用车座椅业务多个项目定点加速落地，不仅新增原造车新势力客户的新车型订单，还首次获得传统豪华车品

牌、传统燃油车和国内头部传统自主品牌的订单，彰显了公司座椅产品强大的竞争力。同时，格拉默正式参与乘用车座椅业务，在继峰的统筹协调下，获得奥迪和一汽大众项目定点，为未来公司的乘用车座椅全球战略奠定基础。截至 2024 年 3 月 31 日，公司累计乘用车座椅在手项目定点共 9 个。

表 2：继峰股份乘用车座椅在手项目定点

客户名称	车型数量	产品名称	生命周期总销售额（亿元）	能源方式
造车新势力品牌主机厂 A	2	前后排整椅	40	新能源
某新能源汽车主机厂 B	1	前后排整椅	130-150	新能源
某新能源汽车主机厂 C	1	前后排整椅	18-25	新能源
某新能源汽车主机厂 B	1	前中排整椅	58	新能源
奥迪汽车	3	前后排整椅	80-100	新能源
一汽大众	1	前后排整椅	57	燃油
某新能源汽车主机厂 B	1	前排整椅	60	新能源
某头部传统汽车主机厂 D	1	前中后排整椅	50	新能源
某新能源汽车主机厂 B	1	前中排整椅	78	新能源

资料来源：公司公告，天风证券研究所

产能建设方面，公司择产业集群筹建新工厂。继峰股份于 2023 年 4 月 4 日发行定增募预案。本次定增对象为不超过 35 名（含）的特定投资者，且发行数量不超过发行前公司总股本的 30%，募资金额不超过 18.1 亿元（含）。就募资使用途径来看，主要包括：1) 合肥汽车内饰件生产基地项目(拟使用募集资金 3.2 亿元)，主要用于建设乘用车座椅工厂，达产后年产能 60 万套、年产值 48 亿元、净利润 2.56 亿元。项目位于合肥经济开发区，所处地理位置附近坐拥如江淮、蔚来、大众安徽、比亚迪、长安、安凯等多家国内外主机厂。通过本项目的建设，有助于加深与合肥本地主机厂的合作。一方面当地劳动力成本相对较低，另一方面有利于主机厂实现就近采购，降低物流成本；2) 长春汽车座椅头枕、扶手及内饰件项目（拟使用募集资金 3 亿元），主要系新建乘用车座椅和汽车内饰功能件（座椅头枕、扶手）产线，达产后年产能 20 万套座椅+120 万套汽车内饰功能件、年产值 19.9 亿元、净利润 1.16 亿元。项目位于长春，建设地址附近拥有如红旗、解放、奔腾、大众、丰田等多家全球头部车企，以及在建的奥迪新能源整车工厂；3) 宁波北仑年产 1,000 万套汽车出风口研发制造项目（拟使用募集资金 6.5 亿元），主要用于在宁波新建出风口产线及座椅研发中心，达产后出风口年产能 1000 万套、年产值 17.28 亿元、净利润 1.34 亿元；4) 补充流动资金(拟使用募集资金 5.4 亿元)，主要系优化资本结构、增厚公司资金实力。我们认为，本次定增核心聚焦于智能座舱领域的全面布局，进一步加速座椅、出风口等座舱智能化新业务布局，增厚公司中长期利润点。

表 3：继峰乘用车座椅定点项目

项目名称	项目投资总额（亿元）	业务	周边整车厂	产能	建设周期	预计营收（亿元）	预计净利润（亿元）
合肥汽车内饰件生产基地项目	7.06	乘用车座椅	江淮、蔚来、大众安徽、比亚迪、长安、安凯等	60 万套座椅	60 个月	48	2.56
长春汽车座椅头枕、扶手及内饰	3.95	乘用车座椅头枕	红旗、解放、奔腾、大众、丰田	20 万套乘用车座椅	36 个月	19.92	1.16

件项目	扶手等	在建的奥迪新能源车厂	120 万套汽车内饰功能件	24 个月	17.29	1.34
宁波北仑年产 1000 万套汽车出风口研发制造项目	汽车出风口、汽车座椅实验及研发中心项目	-	1,000 万套汽车出风口	24 个月	17.29	1.34
补充流动资金	5.4	-	-	-	-	-

资料来源：公司公告，天风证券研究所

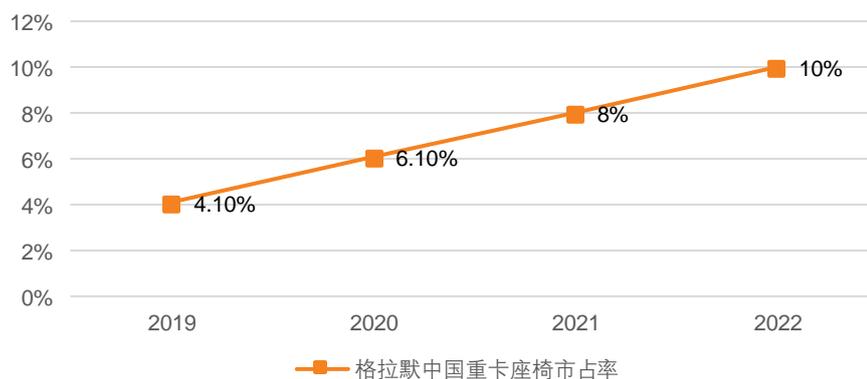
2023 年内，合肥基地（一期）已建成并投产，常州基地、宁波基地、长春基地、天津基地、北京基地、福州基地、义乌基地、芜湖基地按计划已完成布局并投入建设中，以确保在手订单在未来顺利量产交付。同时，公司与格拉默也在携手积极探索座椅业务全球化布局。随着产能不断建设、研发持续投入、格拉默生产管理体系的持续赋能，公司有望凭借响应速度和成本等优势，进一步加速实现座椅国产化替代。

4.3. 格拉默商用车座椅国内市占率持续提升

在收购完成后，格拉默商用车座椅切入中国市场，市占率有快速提升趋势。格拉默的商用车座椅产品具备全球领先的技术竞争力和品牌影响力，在欧洲市占率位居第一，但格拉默业务重心不在亚太区，在并购发生前，格拉默在中国重卡座椅市场份额仅 4.1%。并购整合后，继峰协助格拉默积极开拓中国市场，凭借过硬的产品力陆续新获得了一汽青岛、一汽解放、福田、陕汽等订单。

2022 年格拉默在国内重卡座椅市占率提升至 10%。2021 年 5 月，格拉默与中国一汽的全资子公司一汽哈尔滨轻型汽车有限公司合资成立了商用车座椅制造企业-格拉默车辆部件（哈尔滨）有限责任公司，该工厂生产线设备工艺高端智能，为一汽解放公司各系列商用车卡车配套，并于 2021 年 10 月正式投产，年产能 10 万台套。合资公司自签约后仅 195 天即实现首台座椅下线。

图 31：格拉默中国重卡座椅市占率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.4. 创新技术拓宽产品矩阵，打开成长空间

4.4.1. 横向拓展，产品附加值提升

基于对客户需求的深刻理解，公司开始在原有传统产品的基础上进行产品的智能化升级，陆续研发了音响头枕、移动中控系统和扶手、3D 玻璃、金属喇叭罩等产品。其中，3D 玻璃已获得客户定点。

格拉默 3D Glass 玻璃技术拥有自主知识产权，并已获得宝马定点。格拉默推出的 3D 玻璃成型技术，适用于形状复杂的真实 3D 玻璃，能够实现表面高光泽或亚光泽，具有良好的耐划伤性和耐化学性。同时能够将多种智能功能无缝集成，例如实现集成 LED，实现 HMI（人机接口）的功能。并已获得宝马某车型项目定点。

公司用新产品，新技术打开未来成长空间，陆续研发了隐藏式电动出风口、延展金属技术、微米级加工工艺、智能家具式重卡座舱等产品和技术。其中，隐藏式电动出风口、延展金属艺术和纳米级加工工艺均已获得客户定点。

隐藏式电动出风口是在电动化、智能化趋势下催生的新产品，是能够实现触摸控制、语音控制、自动扫风、和仪表盘融为一体的新型出风口。2023 年，公司出风口产品实现营业收入 2.81 亿元，同比实现数倍增长（2022 年同期仅 9,000 万元左右），EBIT 首次实现扭亏。截至 2024 年 3 月 31 日，公司已获得在手项目定点超 60 个。未来几年，更多项目将陆续量产，出风口业务营业收入将实现连续快速增长。

图 32：特斯拉 Model 3 隐藏式出风口



资料来源：新浪汽车，天风证券研究所

图 33：蔚来 ES6 隐藏式电动出风口内饰图



资料来源：蔚来汽车官网，天风证券研究所

隐藏式门把手是利用隐藏式设计，同时可以实现电动弹出和收回的车门开启的把手。随着汽车制造工艺的日益提升，汽车外形有了较大的变化升级，隐藏式门把手成为了当下的主流。截至 2024 年 3 月 31 日，公司隐藏式门把手产品已获得不同客户项目定点。

图 34：蔚来 ES6 隐藏式门把手



资料来源：蔚来汽车官网，天风证券研究所

车载冰箱是家用冰箱的延续。其是一种能够在汽车上携带的冷藏柜，车载冰箱可以采用半导体制冷/制热技术，也可以通过压缩机制冷，一般噪音小污染少，目前市场主流趋势是将其与车内的中控、扶手进行集成。截至 2024 年 3 月 31 日，公司车载冰箱产品已获得在手项目定点 5 个。

研发延展金属技术。格拉默新研发的延展金属技术能够使得气流定向通过膨胀金属表面，实现除霜、除雾、扩散通风、高级通风等功能。同时，该技术还具备高空气性和声音透气性，该技术已获得奔驰定点。

微米级加工工艺是公司引进国外先进技术。提供从造型设计、造型打样、逆向扫描等纹理设计技术，并结合公司全球化布局，为全球主机厂提供更具性价比的内外饰装饰件新型产品，该技术具有环保、高效、特殊质感、高性价比等特点，将在未来的汽车内饰件领域开辟新的市场，该技术已获得国内某主机厂的技术定点。

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测假设与业务拆分

公司为国内乘用车座椅头枕龙头企业。2019 年公司收购德国百年汽车内饰头部企业格拉默，由 Tier 2 供应商成功转型 Tier 1 供应商。并且通过企业创新升级，实现全球化的战略布局。公司产品涵盖乘用车和商用车两大领域。截至 24 年 3 月，公司乘用车座椅在手订单共 9 个。预计 2024-2026 年总营收分别达 251.5/303.3/349.8 亿元。

1. 乘用车座椅业务：该项业务主要项主机厂提供优质、安全、舒适的高价值量的乘用车前后排座椅。公司自 2021 年首次获得某新势力定点后，截至 2024 年 3 月 31 日，在手订单共 9 个，客户囊括新势力、传统主机厂和高端合资品牌，客户结构多元，订单投产后预计年产值约 50 亿元，年化产量有望达 100 万辆，2024 年开始放量，预计该业务 2024-2026 年营收增速分别为 193.0%/137.4%/51.9%。公司原来二级供应商，具备发泡、缝纫等工艺和技术储备，且受到格拉默管理体系的赋能，预计 2024-2026 年毛利率为 18%/20%/22%。

2. 商用车座椅业务：包含卡车座椅、非道路车辆座椅部件（农业机械、牵引机、建设机械和叉车）、火车及公共汽车座椅部件、游艇座椅部件、航空座椅部件等。此类产品全部来自于格拉默。2022 年，在全球原材料涨价和芯片短缺的影响下，商用车座椅业务增速放缓，销量短期承压。2023 年，随着进入后疫情时代以及原材料供应短缺问题缓解，全球经济逐渐复苏，业务逐渐向好。预计该业务 2024-2026 年营收增速分别为 7.0%/7.0%/7.0%。受上游原材料涨价影响，2022 年毛利率低于历史水平，2023 年起盈利能力有望逐渐修复，预计 2024-2026 年毛利率为 16.9%/17%/17%。

3. 汽车内饰件业务：包含隐藏式电动出风口、功能性热塑件、隐藏式门把手和车载冰箱等。其中，汽车电动出风口业务方面，截至 2024 年 3 月 31 日，公司已获得在手项目定点超 60 个。此外公司还积极拓展车隐藏式门把手和车载冰箱业务布局，当前均已获得定点，未来有望成为公司新的增长点，预计该业务 2024-2026 年营收增速分别为 20.9%/19.9%/13.7%；毛利率预计为 12.6%/12.8%/13%。

4. 头枕：主要为主机厂提供安全舒适的座椅头枕。公司原为 Tier 2 座椅零部件供应商，主要向李尔、麦格纳等提供头枕及支杆，技术产能等储备充足。现公司产品已实现横向拓展，开发了睡眠和音响头枕，均已获得客户定点。随着乘用车国产化进程加速，公司头枕业务有望迎来持续放量，预计该业务 2024-2026 年营收增速分别为 5.0%/4.5%/4.5%；毛利率预计为 14.5%/15.0%/15.5%。

5. 座椅扶手：公司已拓展可移动中控扶手，单车价值量较高。现国内乘用车中，混动及纯电渗透率持续提升，各整车厂为增强差异性，对车内零部件功能性要求逐渐提升。公司原有大批优质稳定客户资源，随着中控扶手的新品上市，竞争力将逐渐提高，有望带来业务增量，预计该业务 2023-2025 年营收增速分别为 5.0%/4.0%/4.0%；毛利率预计为 17.5%/17.7%/17.7%。

表 4：营业收入及毛利率拆分

项目/年度单位：亿元	2023A	2024E	2025E	2026E
乘用车座椅业务				
收入	6.5	19.1	45.4	68.9
YOY	-	193.0%	137.4%	51.9%
毛利率	8%	18.0%	20.0%	22.0%
商用车座椅业务				
收入	64.9	69.4	74.3	79.5
YOY	9.8%	7.0%	7.0%	7.0%
毛利率	17.0%	16.9%	17.0%	17.0%
中控及其他内饰业务				

收入	72.8	88.0	105.5	120
YOY	20.0%	20.9%	19.9%	13.7%
毛利率	11.4%	12.6%	12.8%	13.0%
头枕业务				
收入	46.8	49.2	51.4	53.7
YOY	17.8%	5.0%	4.5%	15%
毛利率	15.6%	14.5%	15.0%	15.5%
座椅扶手业务				
收入	21.8	22.9	23.8	24.7
YOY	25.8%	5.0%	4.0%	4.0%
毛利率	17.6%	17.5%	17.7%	17.7%
其他				
收入	2.95	2.95	2.95	2.95
YOY				
毛利率	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%
总营收				
收入	215.7	251.5	303.3	349.8
YOY	20.1%	16.6%	20.6%	15.3%

资料来源：Wind，天风证券研究所

5.2. 估值分析

国内乘用车和商用车座椅龙头企业。2019 年收购格拉默后，格拉默在座椅行业领先的生产管理体系和研发制造能力有望对母公司全面赋能。并且，公司近年来研发持续投入，创新型十足，新推出了电动出风口、隐藏式门把手等智能座舱零部件，市场竞争力强劲，预计将为公司持续带来业务增量。公司传统主业为汽车座椅零部件，故我们选择同为座椅市场零部件核心供应商**上海沿浦**以及另一家国内乘用车座椅公司**天成自控**作为可比公司：

1) **天成自控**：公司是国内工程机械座椅的龙头企业，是工程机械座椅国家标准的起草单位之一，专业从事车辆座椅研发、生产、销售和服务。目前的主要产品为工程机械座椅、商用车座椅、农用机械座椅和乘用车座椅。

2) **上海沿浦**：公司为汽车座椅零部件的供应商，拥有较为完整的汽车座椅总成产品，是汽车座椅骨架、座椅功能件和金属、塑料成型的汽车零部件制造商。主要产品为汽车座椅骨架总成、座椅滑轨总成及汽车座椅、安全带、闭锁等系统冲压、注塑零部件等。

可比公司 2024-2026 年 PE 估值的均值分别为 30/16/12 倍，公司估值处于均值附近，但公司 2024-2026 年净利润 CAGR 明显高于可比公司均值；并且，近年来公司已发展成为国内少数能同时为欧系、美系、日系、自主品牌等整车生产厂家提供配套的汽车零部件供应商；2019 年，公司完成对格拉默的收购，使公司在全球的生产、销售和研发网络布局趋于完善，细分市场的龙头地位更加稳固。因此，给予公司 2024 年 PE 估值 35-40 倍，对应目标价 11.55-13.2 元。

表 5：可比公司 PE 数据对比

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS				PE				2024-2026 净 利润 CAGR
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
603085.SH	天成自控	8.45	0.04	0.24	0.53	0.72	286	36	16	12	73%
605128.SH	上海沿浦	26.61	1.14	1.59	2.14	2.75	51	17	12	10	32%
	可比公司均值		-	-	-	-	169	27	14	11	53%
603997.SH	继峰股份	10.23	0.16	0.33	0.65	0.98	67	31	16	10	72%

资料来源：Wind，天风证券研究所预测（注：可比公司盈利预测数据采用 wind 一致预期；市值数据截至 2024 年 7 月 4 日）

5.3. 投资建议

我们预计公司 2024-2026 年实现营收 251.5/303.3/349.8 亿元，归母净利润 4.19/8.26/12.38 亿元，当前市值对应 2024-2026 年 PE 为 31/16/10 倍。公司为国内汽车座椅龙头，随着格拉默整合逐渐成效，乘用车座椅有望快速放量，给予 2024 年 PE 估值 35-40 倍，对应目标价 11.55-13.2 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

6. 风险提示

- 1) **新客户拓展不及预期**：新客户拓展不及预期，从而影响业绩增长；
- 2) **原材料价格持续上涨**：上游原材料持续上涨，公司成本上升，毛利承压，影响业绩；
- 3) **客户放量不及预期**：下游客户销量不佳，导致公司收入不及预期

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	2,012.09	4,002.83	5,373.97	营业收入	17,966.80	21,571.49	25,151.19	30,327.53	34,978.26
应收票据及应收账款	2,711.66	3,762.34	3,786.00	5,315.86	5,181.77	营业成本	15,615.52	18,388.85	21,324.33	25,527.62	29,195.66
预付账款	153.82	141.40	200.95	208.88	259.84	营业税金及附加	48.44	55.37	64.56	77.84	89.78
存货	1,824.66	1,818.83	2,406.28	2,651.65	3,133.05	销售费用	261.78	307.76	326.97	379.09	419.74
其他	606.56	584.22	1,150.95	1,236.71	1,363.59	管理费用	1,367.57	1,712.56	2,012.09	2,274.57	2,588.39
流动资产合计	6,460.11	7,724.98	9,556.28	13,415.95	15,312.21	研发费用	376.42	421.86	477.87	547.41	599.79
长期股权投资	10.69	10.42	11.59	12.40	12.97	财务费用	199.75	454.45	359.46	381.00	386.06
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)	(25.00)	(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	565.90	1,120.00	1,680.23
资产总计	15,453.54	17,952.11	18,965.85	22,379.73	23,791.93	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	3,092.56	3,401.82	3,742.00	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	4,024.89	5,914.14	5,453.02	利润总额	(1,434.83)	289.05	569.40	1,123.50	1,683.73
其他	1,764.54	2,555.97	2,717.51	2,877.33	2,913.45	所得税	27.95	81.27	142.35	280.87	420.93
流动负债合计	6,781.51	9,261.46	9,834.96	12,193.29	12,108.47	净利润	(1,462.78)	207.78	427.05	842.62	1,262.80
长期借款	2,557.04	2,045.95	2,129.28	2,342.21	2,576.43	少数股东损益	(45.40)	3.90	8.54	16.85	25.26
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	418.51	825.77	1,237.54
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	0.33	0.65	0.98
非流动负债合计	4,794.00	4,136.64	4,219.97	4,432.90	4,667.12						
负债合计	11,678.38	13,496.35	14,054.93	16,626.19	16,775.59	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	319.66	354.53	363.07	379.92	405.18	成长能力					
股本	1,116.79	1,160.93	1,160.93	1,160.93	1,160.93	营业收入	6.74%	20.06%	16.59%	20.58%	15.33%
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%	97.95%	97.92%	50.02%
留存收益	(923.91)	(720.03)	(301.53)	524.24	1,761.79	归属于母公司净利润	-1221.60%	-114.38%	105.28%	97.31%	49.87%
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	4,910.91	5,753.54	7,016.34	毛利率	13.09%	14.75%	15.22%	15.83%	16.53%
负债和股东权益总计	15,453.54	17,952.11	18,965.85	22,379.73	23,791.93	净利率	-7.89%	0.95%	1.66%	2.72%	3.54%
						ROE	-41.02%	4.97%	9.20%	15.37%	18.72%
						ROIC	-17.43%	8.13%	10.48%	15.51%	23.31%
						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%	74.11%	74.29%	70.51%
净利润	(1,462.78)	207.78	418.51	825.77	1,237.54	净负债率	118.83%	98.22%	92.26%	53.22%	32.29%
折旧摊销	623.59	664.59	729.04	778.45	827.68	流动比率	1.00	0.87	0.97	1.10	1.26
财务费用	219.04	471.14	359.46	381.00	386.06	速动比率	0.73	0.68	0.73	0.88	1.01
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)	(988.30)	197.48	(943.75)	应收账款周转率	7.02	6.66	6.66	6.66	6.66
其它	2,165.43	424.54	8.54	16.85	25.26	存货周转率	10.11	11.84	11.91	11.99	12.09
经营活动现金流	1,052.37	1,648.07	522.25	2,194.55	1,526.40	总资产周转率	1.13	1.29	1.36	1.47	1.52
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	0.33	0.65	0.98
其他	(633.75)	(2,406.85)	(696.18)	(695.80)	(694.17)	每股经营现金流	0.83	1.30	0.41	1.73	1.21
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	3.92	4.63	5.69
债权融资	9.08	(309.05)	388.56	141.18	188.34	估值比率					
股权融资	228.06	441.86	28.10	0.00	0.00	市盈率	-9.05	62.91	30.65	15.53	10.36
其他	(635.17)	(413.33)	(0.00)	0.00	0.00	市净率	3.71	3.13	2.59	2.19	1.78
筹资活动现金流	(398.03)	(280.52)	416.66	141.18	188.34	EV/EBITDA	7.08	10.20	8.51	5.61	4.17
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	8.98	15.98	14.91	8.43	5.81
现金净增加额	(169.57)	145.35	593.91	1,990.74	1,371.13						

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	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	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com