

多元业态协同发展，内饰专家开启全球新征程

——首次覆盖深度报告



买入(首次)

行业：汽车

日期：2024年07月23日

分析师：王璿

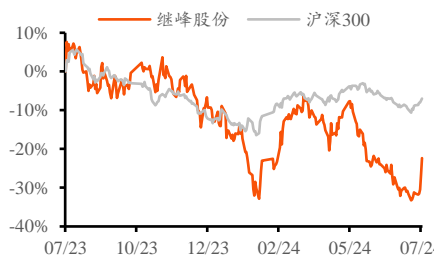
E-mail：wangjin@yongxingsec.com

SAC编号：S1760523080002

基本数据

07月22日收盘价(元)	11.39
12mthA 股价格区间(元)	9.41-16.55
总股本(百万股)	1,266.08
无限售A股/总股本	92.10%
流通市值(亿元)	144.21

最近一年股票与沪深300比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

■ 乘用车内饰专家，剑指全球座椅龙头

公司传统业务包括主要产品包括乘用车座椅头枕和扶手，2019年收购格拉默后，产品向汽车座椅拓展，2023年公司营收215.71亿元，同比+20.06%，其中，商用车、乘用车座椅营收分别约64.88亿元、6.55亿元。

■ 座椅行业格局重塑，国产替代加速中

受益于消费者对座椅智能化及舒适性需求日趋增加，座椅附加功能持续渗透。据头豹研究院测算，2023年中国汽车座椅市场约979亿元，2026年约1154亿元，年化增速约5.63%。汽车座椅市场主要被外资及合资厂商占据，2022年国内市场CR5分别达67%，国产替代空间大。

■ 短期：格拉默海外经营或迎边际改善

公司积极推进降本增效措施，格拉默盈利能力已经得到初步改善，美洲区operating EBIT margin从23Q2的-8.6%提升至24Q1的-4.5%。公司计划2024年欧洲地区盈利水平提高，美洲地区继续减亏，亚太地区规模持续扩大。据格拉默财报，2024年公司预计营收约23亿欧元，operating EBIT约0.75亿欧元，预计同比+32.04%。

■ 中长期：多业务齐头并进，乘用车座椅走向全球

公司传统业务座椅扶手和头枕经营稳健，新兴业务品类扩张至隐藏式电动出风口、隐藏式门把手、车载冰箱领域，有望成为公司新的增长点。座椅方面，乘用车座椅获得多家主机厂定点，客户涵盖多个新能源厂商以及传统主机厂奥迪和大众。商用车座椅方面，发挥协同开拓国内市场，大型重卡市占率持续提升，2022年提升至10%左右。

■ 投资建议

我们预计公司2024~2026年营收分别为246.3、300.6和340.4亿元，同比+14%、+22%和+13%；归母净利润分别为4.5、9.7和12.7亿元，同比+123%、+114%和+31%。公司乘用车座椅订单持续积累并走向海外，客户丰富度持续提升，以及格拉默分部业绩有所修复，具备较高成长性。截至2024年7月22日，股价对应2024~2026年PE分别为32、15、11倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

宏观经济不及预期，客户需求不及预期，行业竞争加剧，原材料价格波动，汇率波动，格拉默整合不及预期。

■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	21,571	24,630	30,057	34,042
年增长率(%)	20.1%	14.2%	22.0%	13.3%
归属于母公司的净利润	204	454	970	1,269
年增长率(%)	114.4%	122.8%	113.5%	30.9%
每股收益(元)	0.18	0.36	0.77	1.00
市盈率(X)	74.83	31.75	14.87	11.37
净资产收益率(%)	5.0%	8.0%	14.6%	16.1%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所(2024年07月22日收盘价)

正文目录

1. 乘用车内饰专家，剑指全球座椅龙头	4
1.1. 收购格拉默布局全球，业务结构转型升级	4
1.2. 海外营收贡献显著，深化整合改善盈利能力	5
2. 座椅行业格局重塑，国产替代加速中	8
2.1. 市场空间：量价齐升，预计 2026 年乘用车座椅市场规模达 1154 亿元	8
2.2. 竞争格局：外资厂商主导，自主厂商正崛起	13
3. 短期：格拉默海外经营或迎边际改善	14
3.1. 格拉默全球整合持续推进	14
3.2. 格拉默从全面融合进入到要效益阶段	14
4. 中长期：多业务齐头并进，乘用车座椅走向全球	16
4.1. 传统业务稳健，创新业务持续推进	16
4.2. 乘用车座椅获得国内外客户定点，商用车座椅订单持续积累	18
4.3. 产能基地建设逐步完善	19
5. 盈利预测及估值	20
5.1. 盈利预测	20
5.2. 估值	22
6. 风险提示	22

图目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 股权结构	5
图 3: 公司营收情况 (百万元)	6
图 4: 公司分产品营收情况 (百万元)	6
图 5: 公司分产品营收占比情况	6
图 6: 公司分地区营收情况 (百万元)	7
图 7: 公司分地区营收占比情况	7
图 8: 公司盈利情况	7
图 9: 公司期间费用率情况	7
图 10: 公司分产品毛利率情况	8
图 11: 公司分地区毛利率情况	8
图 12: 公司归母净利润情况 (百万元)	8
图 13: 2021 年汽车配置类型关注度	9
图 14: 2021 年汽车常用配置关注度 top 10	9
图 15: 2021 年座椅辅助功能的需求比例	9
图 16: 国内乘用车座椅新增各功能渗透率	9
图 17: 国内乘用车零售市场份额情况 (分国别)	10
图 18: 汽车座椅配置价值量对比 (元)	12
图 19: 中国汽车座椅市场空间 (亿元)	12
图 20: 座椅行业竞争壁垒	13
图 21: 2022 年座椅行业全球份额	14
图 22: 2022 年座椅行业中国份额	14
图 23: 降本增效措施	14
图 24: 格拉默营收 (百万欧元)	15
图 25: 格拉默员工人数 (个)	15
图 26: 格拉默 EBIT Margin	15
图 27: 格拉默 Operating EBIT Margin	15
图 28: 格拉默整体营收表现 (百万欧元)	16
图 29: 公司头枕销量及市占率	16

图 30: 公司座椅扶手销量及市占率.....	16
图 31: 公司出风口营收情况 (亿元)	17
图 32: 蔚来 ES7 隐藏式智能出风口图示	17
图 33: 隐藏式门把手图示.....	17
图 34: 小鹏 X9 车载冰箱.....	17
图 35: 座椅产业链结构.....	18
图 36: 平均产品单价 (元/套)	18
图 37: 主要客户部分车型产量情况 (辆)	19
图 38: 公司在国内重卡座椅领域市占率.....	19
图 39: 继峰分部产能利用率情况.....	20
图 40: 格拉默分部产能利用率情况.....	20

表目录

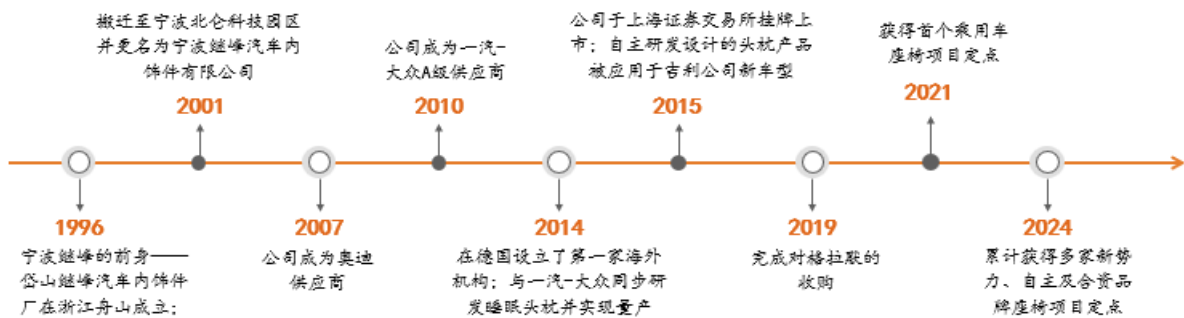
表 1: 公司主要产品及客户	5
表 2: 乘用车座椅配置对比.....	11
表 3: 汽车座椅核心部件技术难点.....	13
表 4: 车载冰箱在手订单情况.....	17
表 5: 公司定点情况梳理.....	18
表 6: 募投项目情况.....	20
表 7: 盈利预测 (百万元)	21
表 8: 可比公司估值.....	22

1. 乘用车内饰专家，剑指全球座椅龙头

1.1. 收购格拉默布局全球，业务结构转型升级

公司于 1996 年在浙江舟山成立。前期公司主营乘用车座椅头枕及扶手业务，凭借丰富的行业经验等优势跻身国内外多家整车厂商的配套体系之中。2019 年完成对格拉默的收购，成功实现产品品类的拓展及全球化布局。2021 年，公司首获乘用车座椅总成项目定点，且于 2023 年陆续收获多家客户定点，实现从 0 到 n 的飞跃。

图1:公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，甬兴证券研究所

注：2019 年，公司斥资 37.54 亿元购买继峰投资 100% 股权。截至 2023 年末，公司间接持有格拉默 88.11% 的股权。

产品矩阵持续丰富，客户资源优质广泛。

乘用车领域：主要产品为乘用车座椅、座椅头枕、座椅扶手、中控系统、隐藏式电动出风口、内饰部件、操作系统及创新性的热塑解决方案等。公司客户涵盖国内外汽车制造商和汽车零部件供应商。

商用车领域：公司是商用车座椅系统行业标准的制定者，也是行业技术的领导者。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。客户包括戴姆勒、MAN、久保田等国际一流厂商。

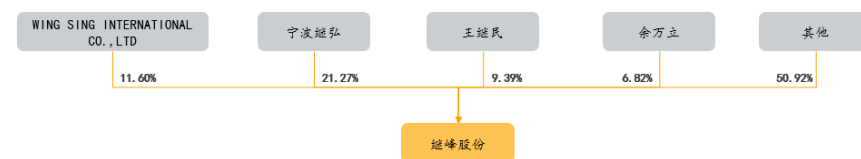
表1:公司主要产品及客户

业务板块	产品	产品图示	主要客户
乘用车	乘用车座椅、座椅头枕、座椅扶手、中控系统、隐藏式电动出风口、内饰部件、操作系统及创新性的热塑解决方案		<p>国外: 奥迪、宝马、菲亚特克莱斯勒、戴姆勒、捷豹路虎、保时捷、大众、斯柯达、沃尔沃、通用、福特、凯迪拉克、特斯拉、本田、丰田、日产等；</p> <p>合资: 富维江森、长春李尔、广州泰李、武汉佛吉亚；</p> <p>国内: 一汽、上汽、东风、长城、红旗、比亚迪、吉利汽车、小鹏、蔚来、理想等</p>
商用车	卡车座椅、非道路车辆座椅部件（农业机械和叉车）、火车及公共汽车座椅部件、游艇座椅部件、航空座椅部件等		<p>卡车和房车座椅: 戴姆勒、福特卡车、MAN、帕卡、上汽集团、陕汽、陕汽商用、一汽解放、一汽青岛、福田等；</p> <p>农业机械和建筑机械座椅: AGCO、卡特彼勒、CLAAS、CNH、迪尔公司、久保田、利勃海尔等；</p> <p>物料运输车和草坪车座椅: 皇冠、现代、永恒力、凯傲、曼尼通、丰田等；</p> <p>轨道交通和公共汽车座椅: 阿尔斯通、庞巴迪、大宇、德国联邦铁路、西门子、斯塔德勒等</p>

资料来源:公司公告,甬兴证券研究所

股权结构稳定。公司实际控制人为王义平、邬碧峰和王继民，王义平与邬碧峰为夫妻，王继民为其子。公司前十大股东中宁波继弘控股集团有限公司、Wing Sing International Co.,Ltd 均为实控人所控制的企业。据公司2024年6月公告，Wing Sing International Co.,Ltd、宁波继弘、与王继民合计持有公司股份42.26%。

图2:股权结构



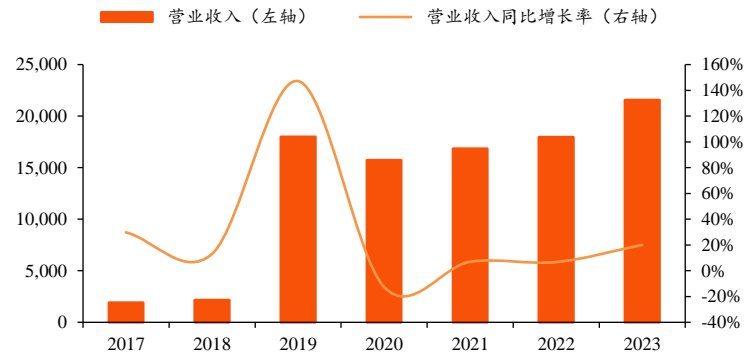
资料来源:公司公告,甬兴证券研究所

注:数据参考2024年6月25日公告

1.2. 海外营收贡献显著, 深化整合改善盈利能力

公司2019年收购格拉默后,营收由2018年21.51亿元大幅跃升至2019年的180.01亿元。2020年由于公共卫生事件使得公司及下游客户不同程度停工停产,营收小幅下滑。此后,公司收入逐年回升,整体呈稳定增长态势。2023年,受益于全球主要汽车市场需求的复苏,以及公司以乘用车座椅业务为核心的战略新兴业务在本年度实现量产,向客户交付产品6.5万套并实现销售额6.55亿元。公司整体实现营收215.71亿元,同比增长20.06%。

图3:公司营收情况 (百万元)



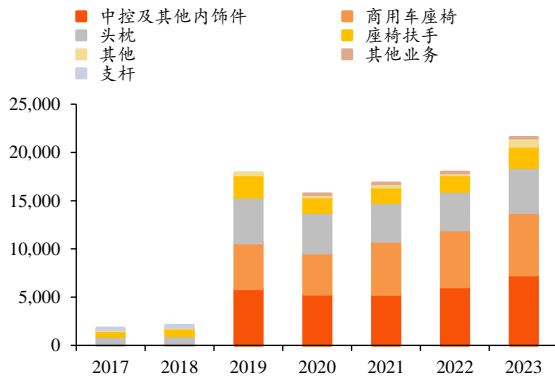
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

产品线拓展, 公司发展跑道加宽, 海外收入贡献明显。

分产品看, 收购格拉默之前, 公司主营产品主要为乘用车座椅头枕和扶手等, 2018 年营收占比超 80%, 2019 年格拉默并表后, 新增商用车座椅、中控及其他内饰件业务, 头枕和座椅扶手的占比分别降至 26.42% 和 12.86%。2023 年, 公司中控及其他内饰件、商用车座椅、头枕和扶手分别占比 33.74%、30.08%、21.71% 和 10.09%, 收入结构变化明显。

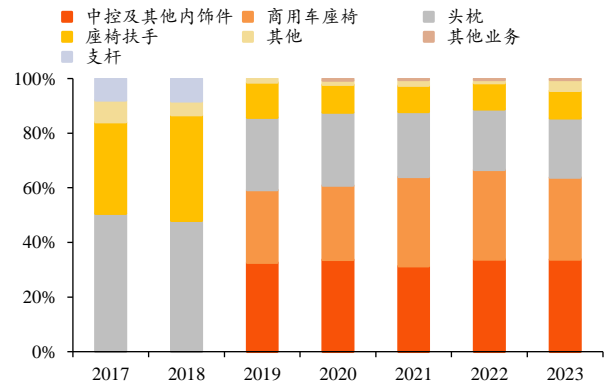
分地区看, 并表前 2018 年海外收入占比仅 16.08%, 并表后大幅提升, 海外收入成为公司主要收入来源, 占比基本维持在 70% 左右。

图4:公司分产品营收情况 (百万元)



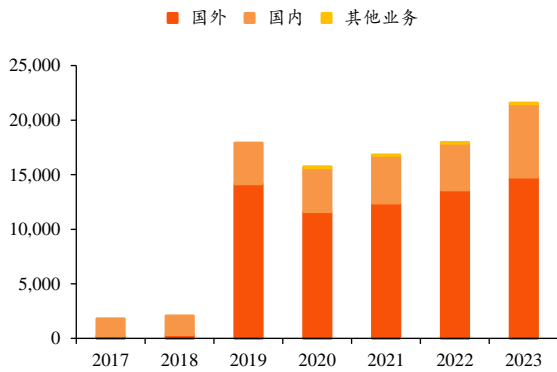
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图5:公司分产品营收占比情况



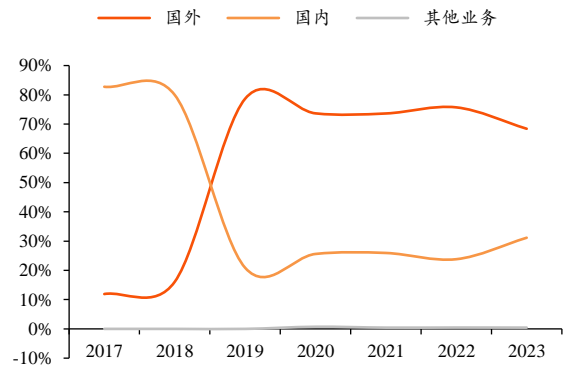
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图6:公司分地区营收情况 (百万元)



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图7:公司分地区营收占比情况



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

2019~2023 年毛利率在 13.1%~15.6% 水平。

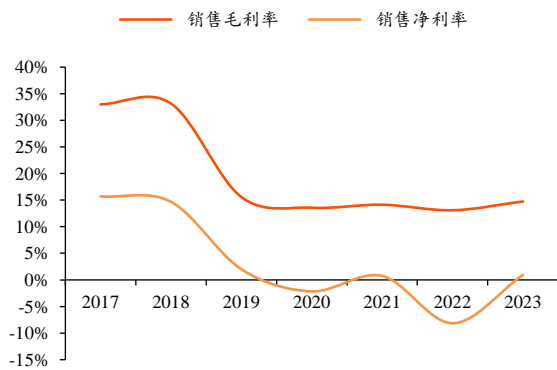
2019 年, 公司整体毛利率降低主要系格拉默整体毛利率低于继峰股份国内产品, 导致合并后整体下降。

2022 年开年以来, 原材料市场价格持续高位运行, 以及俄乌冲突带来的全球范围内的冲击等超预期因素, 对公司全年毛利率产生负面影响。

2023 年, 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, 公司整体毛利率达 14.75%, 较上年同期的 13.10% 提高 1.65pct。

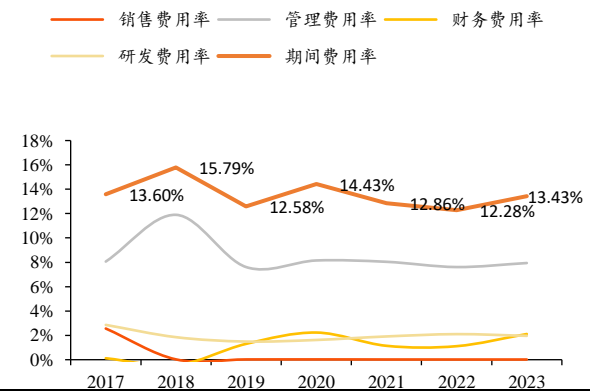
期间费用率较为平稳。并表格拉默前后期间费用率整体保持平稳, 2023 年期间费用率同比增加 1pct, 主要系利息支出和汇兑损失较同期增加所致。

图8:公司盈利情况



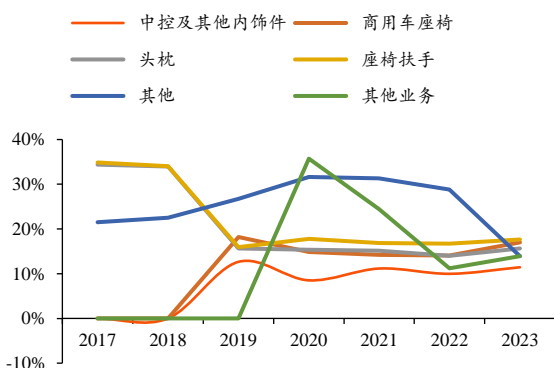
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图9:公司期间费用率情况



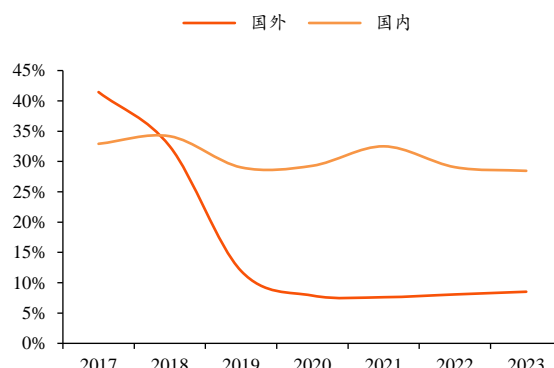
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图10:公司分产品毛利率情况



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图11:公司分地区毛利率情况



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

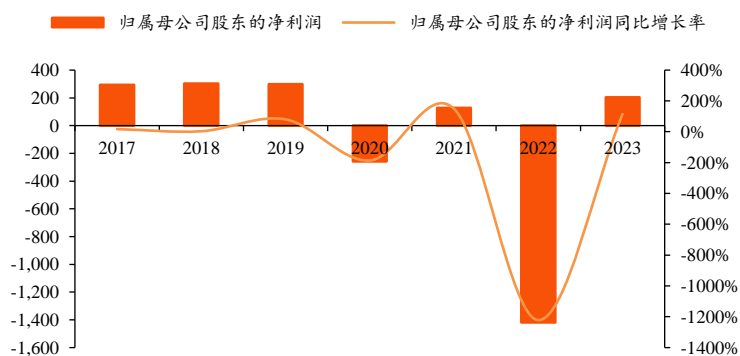
归母净利润波动, 2023 实现扭亏为盈。

2020 年, 受公共卫生事件影响以及固定成本 (厂房折旧、人员工资) 的影响, 公司归母净利润出现较大亏损。

2022 年, 由于欧美地区无风险利率和贷款利率的提升, 公司对长期资产 (含商誉) 计提了减值, 计提金额对公司 2022 年归母净利润影响为-14.27 亿元。此外, 受到原材料价格、海外物流运输费用、能源费用高企的影响, 归母净利润出现亏损。

2023 年, 随着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, 公司盈利能力显著提升。在乘用车座椅业务因新项目定点的持续积累而加大对研发、新生产基地建设等投入的情况下, 公司实现归母净利 2.04 亿元, 大幅扭亏为盈。

图12:公司归母净利润情况 (百万元)



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

2. 座椅行业格局重塑, 国产替代加速中

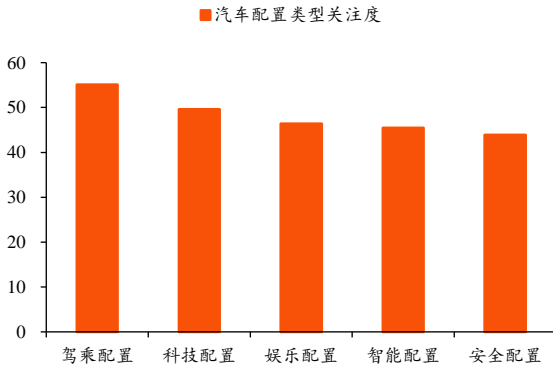
2.1. 市场空间: 量价齐升, 预计 2026 年乘用车座椅市场规模达 1154 亿元

量增驱动力之一: 舒适性及个性化需求提升, 高端座椅配置加速向中

低端车型渗透

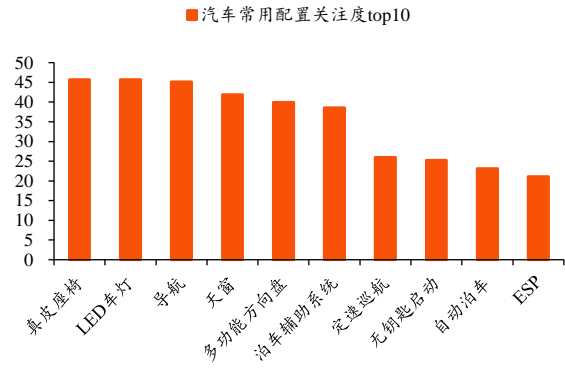
驾乘配置备受消费者关注，消费者对座椅通风、加热、记忆及按摩功能的选配意愿显著高于其他选配方案。据佐思汽研，各功能渗透率自 2020 年起逐年提升，预测 2025 年座椅加热、记忆、通风、按摩功能渗透率分别达到 10.1%、6.7%、3.7%、1.5%。

图13:2021年汽车配置类型关注度



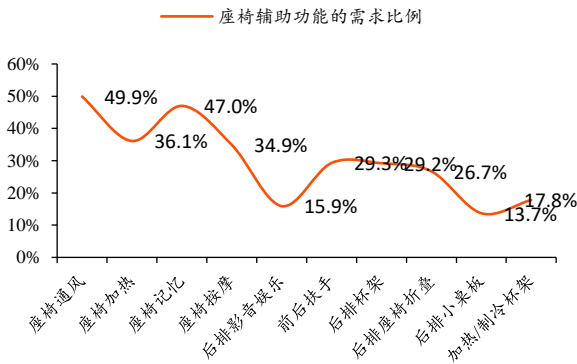
资料来源：盖世汽车，甬兴证券研究所

图14:2021年汽车常用配置关注度 top 10



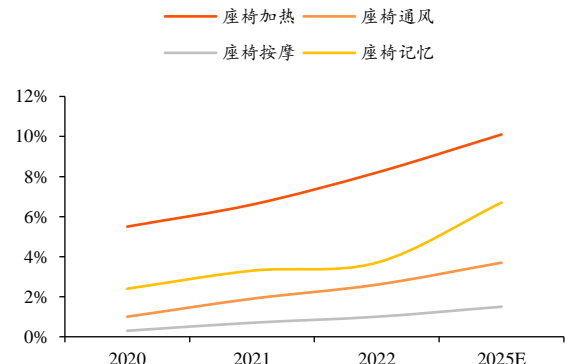
资料来源：盖世汽车，甬兴证券研究所

图15:2021年座椅辅助功能的需求比例



资料来源：盖世汽车，甬兴证券研究所

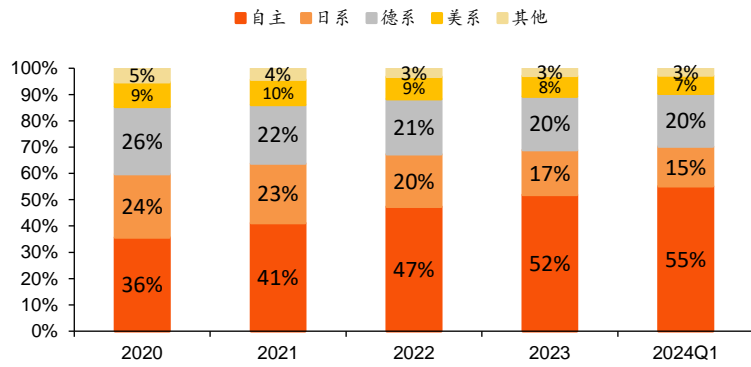
图16:国内乘用车座椅新增各功能渗透率



资料来源：佐思汽研，甬兴证券研究所

量增驱动力之二：乘用车自主份额提升，乘用车厂商迎来机遇窗口期
据乘联会零售数据，近年国内乘用车市场自主份额持续提升，从 2019 年的 36% 上升到 2023 年的 52%。



图17:国内乘用车零售市场份额情况（分国别）



资料来源：乘联会，甬兴证券研究所

乘用车座椅高端化配置（座椅加热、通风、按摩、电动调节以及记忆功能等）由传统燃油豪华品牌向自主品牌、新势力品牌的中高端车型下沉。

表2:乘用车座椅配置对比

车型	奥迪 A8L 2024款 45 TFSI quattro 豪华型	奔驰 S400L 2024款 商务型	宝马 840i 2022款 四门 轿跑车	ModelY 2024款 后轮驱动版	比亚迪秦新 能源 2021款 标准版	蔚来 ES6 2024款 75kWh	小鹏 G9 2024款 570 Max	理想 L7 2024款 Pro
车型图片								
能源类型	汽油	汽油+48V 轻混系统	汽油	纯电	纯电	纯电	纯电	增程式
指导价 (万元起)	78.98	96.26	97.8	24.99	15.58	33.8	28.99	30.18
长宽高 (mm)	5320*1945*1488	5290*1921*1503	5088*1932*1410	4750*1921*1624	4675*1770*1500	4854*1995*1703	4891*1937*1680	5050*1995*1750
座椅材质	真皮	真皮	真皮	仿皮	仿皮	仿皮(真皮选配)	真皮	真皮
主座椅调节方式	前后调节 靠背调节 高低调节(4向) 肩部调节 腿托调节 腰部支撑(4向)	前后调节 靠背调节 高低调节(4向)	前后调节 靠背调节 高低调节(4向) 腿托调节 腰部支撑(4向)	前后调节 靠背调节 高低调节(4向) 腰部支撑(4向)	前后调节 靠背调节 高低调节(2向)	前后调节 靠背调节 高低调节(4向) 腿托调节 腰部支撑(4向)	前后调节 靠背调节 高低调节(4向) 腰部支撑(4向)	前后调节 靠背调节 高低调节(4向) 腰部支撑(4向)
副座椅调节方式	前后调节 靠背调节 高低调节(4向) 肩部调节 腿托调节 腰部支撑(4向)	前后调节 靠背调节 高低调节(4向)	前后调节 靠背调节 高低调节(4向) 腿托调节 腰部支撑(4向)	前后调节 靠背调节 高低调节(4向)	前后调节 靠背调节	前后调节 靠背调节 高低调节(4向) 腿托调节 腰部支撑(4向)	前后调节 靠背调节 高低调节(2向) 腿托调节 腰部支撑(4向)	前后调节 靠背调节 高低调节(4向) 腰部支撑(4向)
主/副驾驶座电动调节	主副均标配	主副均标配	主副均标配	主副均标配	-	主副均标配	主副均标配	主副均标配
前排座椅功能	●加热 ○通风(11000元) ○按摩	●加热 ○通风(10300元)	●加热 ○通风(8000元)	●加热	●加热(仅驾驶位)	●加热 ○通风 ○按摩	●加热 ●通风 ●按摩 ●头枕扬声器(仅驾驶位)	●加热 ●通风 ●按摩
电动座椅记忆功能	●驾驶位 ●副驾驶位 ●后排	○后排	●驾驶位 ●副驾驶位	●驾驶位	-	●驾驶位 ●副驾驶位	●驾驶位 ●副驾驶位	●驾驶位 ●副驾驶位
副驾驶位后排可调节按钮	-	-	-	-	-	-	-	●
第二排座椅调节	●前后调节 ●靠背调节 ●高低调节 ●腰部调节	○前后调节 ○靠背调节	-	●靠背调节	-	●靠背调节	●靠背调节	●靠背调节
第二排座椅电动调节	●	○(13800元)	-	-	-	●	●	●
第二排座椅功能	●加热 ○通风 ○按摩	●加热 ○通风(10300元)	●加热	●加热	-	○加热 ○通风 ○按摩	●加热	●加热 ●通风 ●按摩
后排座椅放倒形式	-	-	●比例放倒	●比例放倒	-	●比例放倒	●比例放倒	●比例放倒

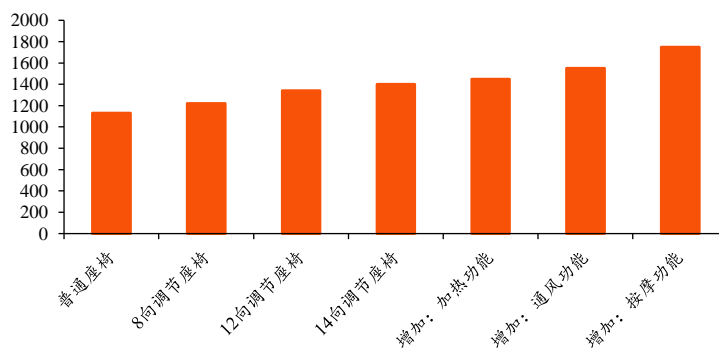
资料来源:汽车之家, 甬兴证券研究所

我国汽车零部件供应商，尤其决策链条更短、经营效率更高的民营汽车零部件供应商，凭借多年研发投入、产业积累以及更扁平化的决策机制，能在服务效率、响应速度等方面体现出不同于海外传统大型零部件供应商的优势，同时具备更高性价比。国内整车厂更倾向选择国内汽车零部件供应商。

价增驱动力：座椅配置升级，单车价值量增高

座椅功能升级伴随着配置的升级，单个座椅价值量提升，相比普通座椅，搭载通风、按摩等功能的智能化座椅单车配套价值量提升幅度约 50%。预计未来乘用车座椅配置持续升级，高端车型座椅功能将逐步下探，消费属性不断增强，单车价值量进一步提高。

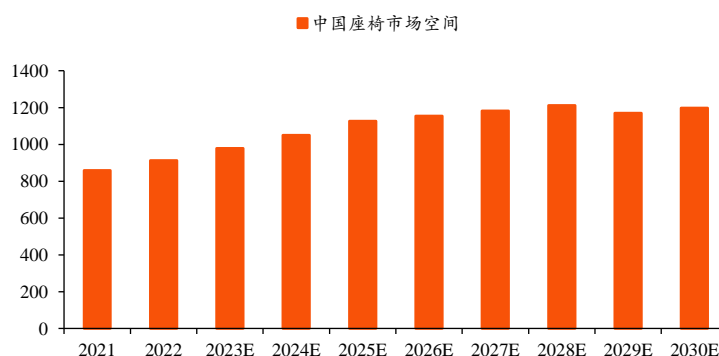
图18:汽车座椅配置价值量对比（元）



资料来源：盖世汽车，甬兴证券研究所

据头豹研究院测算，汽车座椅的市场规模在 2023 年约 979 亿元，预计 2026 年达到约 1154 亿元，CAGR 约 5.63%，其市场增长驱动力主要由汽车智能化带来的单车价值量的提升与消费需求升级所带来的中高端车型渗透率跃升共同实现。

图19:中国汽车座椅市场空间（亿元）



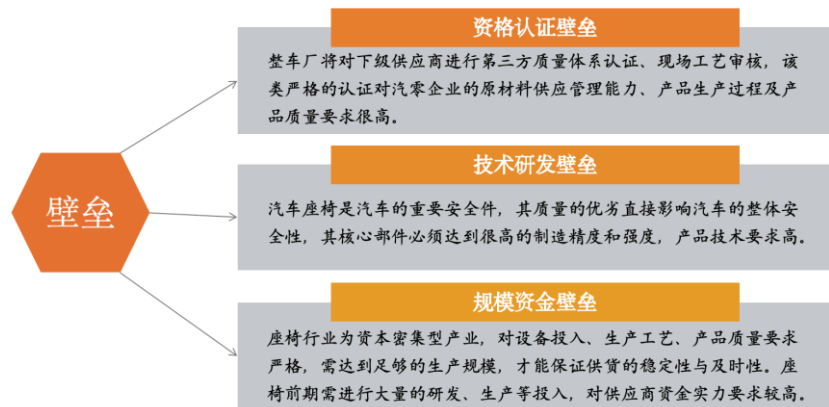
资料来源：国家发展研究中心，头豹研究院，汽车工业协会，甬兴证券研究所

2.2. 竞争格局：外资厂商主导，自主厂商正崛起

乘用车座椅赛道行业壁垒较高，主要壁垒包括资格认证、技术研发、规模资金领域。




汽车座椅的核心技术难点主要在骨架、滑轨和调角器等，其中座椅骨架强度对整车的安全性至关重要，高质量骨架能使座椅承受部分载荷，为驾驶员和乘客提供安全支撑，技术难点在于结构设计和材料选用；座椅滑轨需要承受 24kN 以上的静拉力，且要保持滑轨在受到正压、侧压等各个方向的力时受力均衡，其原材料抗拉强度需达到 600MPa 以上；调角器的核心技术在于齿轮的参数设计与制造。

图20:座椅行业竞争壁垒



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

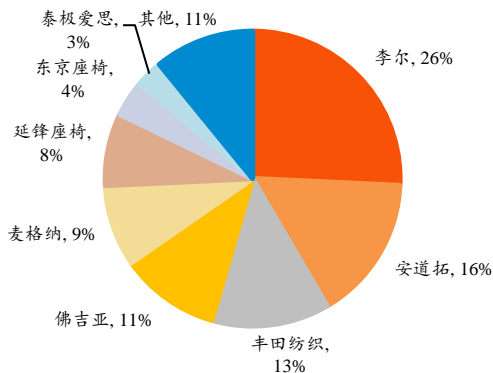
表3:汽车座椅核心部件技术难点

汽车座椅核心部件	技术难点	图示
座椅骨架	其强度对于整车安全性至关重要，难点在于结构的设计和材料的运用	
座椅滑轨	需要承受 24kN 以上静拉力，且要保证滑轨在受到正压和侧拉等各个方向的力时受力均衡，不能产生功能失效，且原材料抗拉强度需达到 600MPa 以上，这对滑轨截面形状的设计和滑轨原材料提出了非常高的要求	
调角器	在于齿形的参数设计与制造，且没有可直接效仿的程式	

资料来源：华经产业研究院，甬兴证券研究所

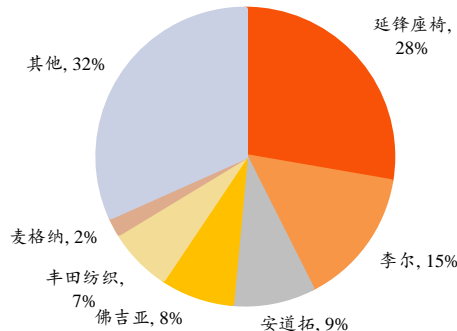
外资品牌占据主导地位，内资品牌逐渐崛起。李尔、安道拓等外资品牌依托技术、主机厂客户资源及先发优势在国内及全球汽车座椅市场占据较高份额。2022 年李尔在全球及中国的市场份额分别为 26%、15%。2022 年中国汽车座椅行业中市占率第一的是延锋座椅，占比达 28%，汽车座椅正在加速实现国产替代。

图21:2022年座椅行业全球份额



资料来源：立鼎产业研究院，各公司官网，各公司公告，Bloomberg，甬兴证券研究所

图22:2022年座椅行业中国份额



资料来源：立鼎产业研究院，各公司官网，各公司公告，Bloomberg，甬兴证券研究所

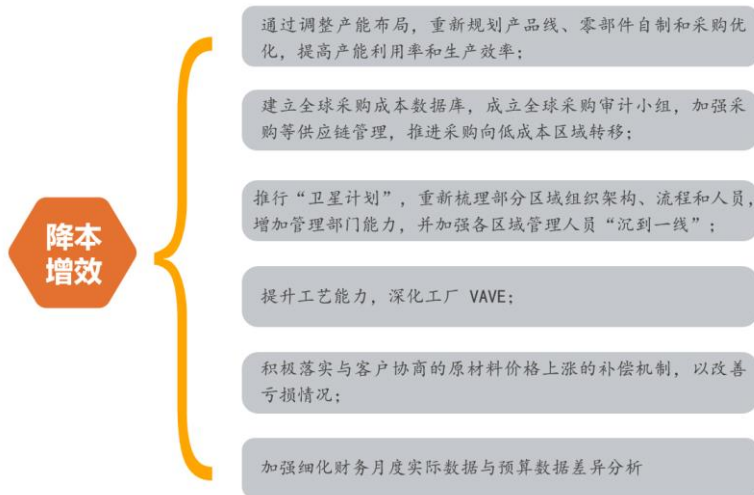
3. 短期：格拉默海外经营或迎边际改善

3.1. 格拉默全球整合持续推进

2020~2022年，由于海内外通航不便，公司和子公司格拉默之间的沟通仅通过视频会议的方式进行。随着2023年3月全面通航，双方人员可以正常往来，公司对格拉默的整合进入加速通道。

2023年，随着格拉默全球COO李国强先生上任后，以提高盈利能力为目标，强力推动全面降本增效措施的具体落地。格拉默系统性采取进一步提高效率和降低成本的措施。

图23:降本增效措施



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

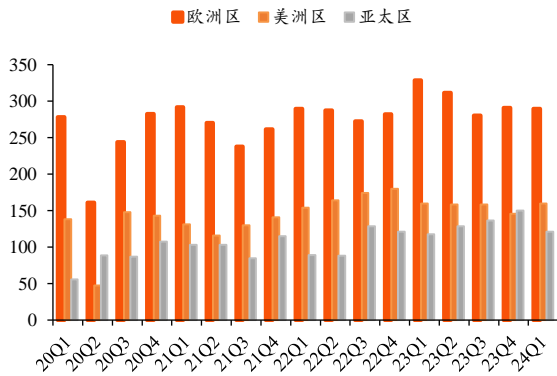
3.2. 格拉默从全面融合进入到要效益阶段

从数据表现看，格拉默改革措施取得初步成效。美洲区 operating EBIT margin 从 23Q2 的-8.6% 提升至 24Q1 的-4.5%；在 23Q2 至 24Q1，欧洲区 operating EBIT margin 基本维持在 2%~6%，亚太区 operating EBIT

margin 基本维持在 7%~14%。

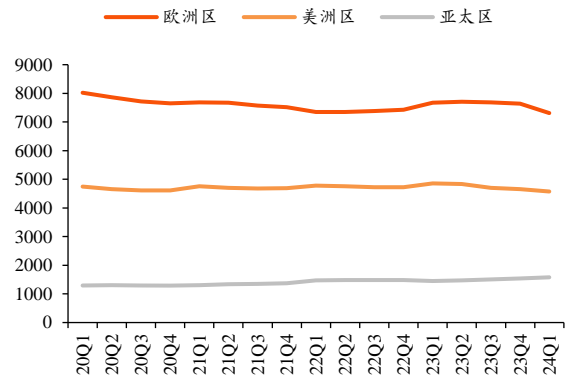
格拉默 2024 年经营指引：中国地区在保持现有盈利能力稳定的基础上，持续扩大其在国内的市占率。海外地区保持当前市场份额，专注提升盈利能力。欧洲区在现有盈利水平的基础上，继续深化改革，努力进一步提升利润率；美洲区有序推行自身业务结构的优化调整，找到亏损根源并解决，为力实现扭亏夯实基础。

图24:格拉默营收 (百万欧元)



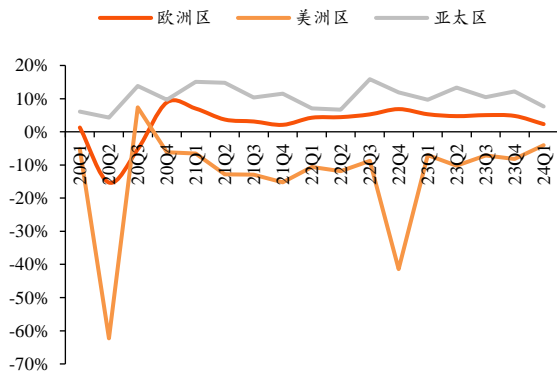
资料来源：格拉默财报，甬兴证券研究所

图25:格拉默员工人数 (个)



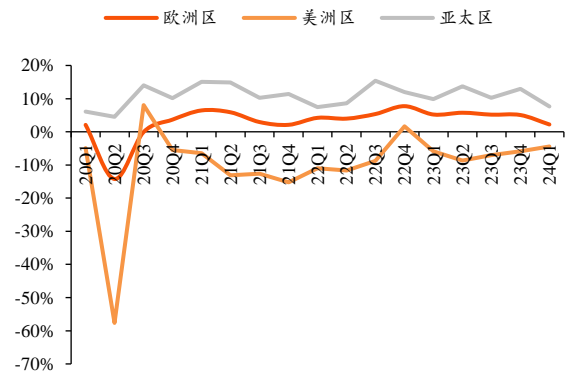
资料来源：格拉默财报，甬兴证券研究所

图26:格拉默 EBIT Margin



资料来源：格拉默财报，甬兴证券研究所

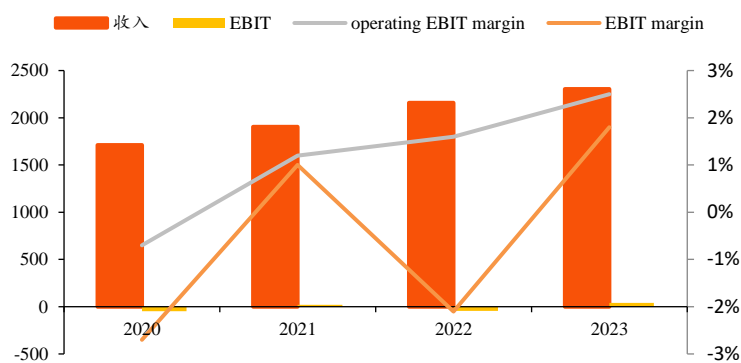
图27:格拉默 Operating EBIT Margin



资料来源：格拉默财报，甬兴证券研究所

格拉默 2024 年财务指引：据格拉默财报，2024 年公司预计营收约 23 亿欧元，operating EBIT 约 0.75 亿欧元，同比+32.04%。

图28:格拉默整体营收表现 (百万欧元)



资料来源: 格拉默财报, 甬兴证券研究所

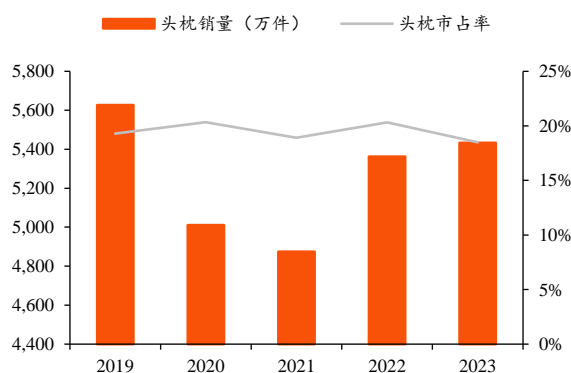
4. 中长期: 多业务齐头并进, 乘用车座椅走向全球

4.1. 传统业务稳健, 创新业务持续推进

公司传统业务座椅扶手和头枕经营稳健。头枕全球市占率 2019-2023 年基本稳定在 19%左右, 座椅扶手全球市占率由 2019 年的 7.13%提升至 2023 年的 8.27%。

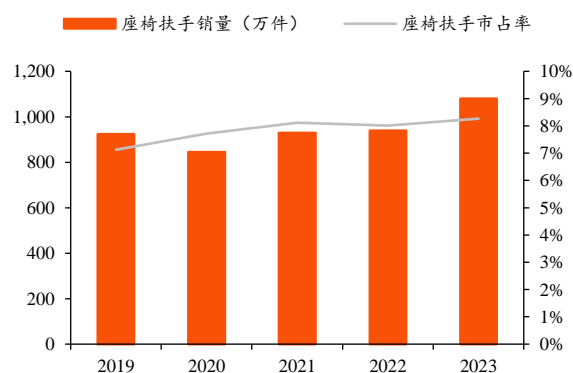
2023 年, 在乘用车内饰件传统业务领域, 公司及子公司格拉默合计新增订单金额超 180 亿元, 公司产品不仅在燃油乘用车市场继续巩固市场份额, 还积极拓展新能源汽车市场, 来自新能源车企的收入占比提升, 不断夯实行业领先地位。

图29:公司头枕销量及市占率



资料来源: 公司公告, OICA, 甬兴证券研究所

图30:公司座椅扶手销量及市占率



资料来源: 公司公告, OICA, 甬兴证券研究所

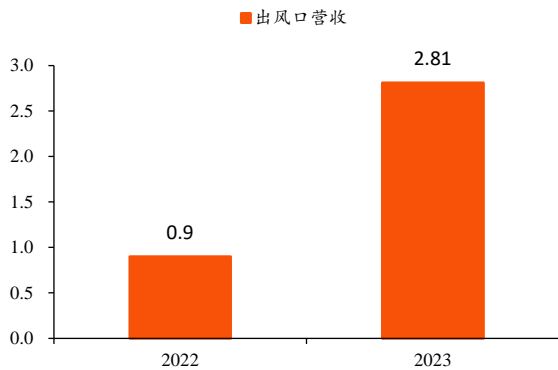
公司新兴业务品类扩张至隐藏式电动出风口、隐藏式门把手、车载冰箱领域, 有望成为公司新的增长点。

隐藏式电动出风口: 是电动化、智能化趋势下催生的新产品, 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。该产品与公司座椅头枕、扶手业务在客户资源及部分工序(如注塑环节)存在较强协同。截至 2024 年 3 月 31 日, 公司已获得在手项目定点超 60 个。

请务必阅读报告正文后各项声明

未来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31:公司出风口营收情况 (亿元)



资料来源:公司公告, 甬兴证券研究所

图32:蔚来 ES7 隐藏式智能出风口图示



资料来源:蔚来官方微信公众号, 甬兴证券研究所

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, 汽车外形有较大变化升级, 隐藏式门把手成为当下主流。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。

车载冰箱: 是家用冰箱的延续, 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, 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。

图33:隐藏式门把手图示



资料来源:中国汽车报, 甬兴证券研究所

图34:小鹏 X9 车载冰箱



资料来源:小鹏汽车官网, 甬兴证券研究所

表4:车载冰箱在手订单情况

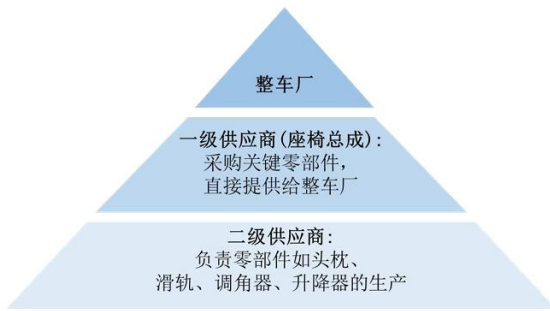
序号	客户名称	车型数量 (个)	产品名称	能源方式
1	某头部传统汽车主机厂 A	1	半导体	新能源
2	某新能源汽车主机厂 B	1	半导体	新能源
3	某头部传统汽车主机厂 A	1	压缩机	新能源
4	某新能源汽车主机厂 C	1	压缩机	新能源
5	某新能源汽车主机厂 C	1	压缩机	新能源

资料来源:公司公告, 甬兴证券研究所

4.2. 乘用车座椅获得国内外客户定点，商用车座椅订单持续积累

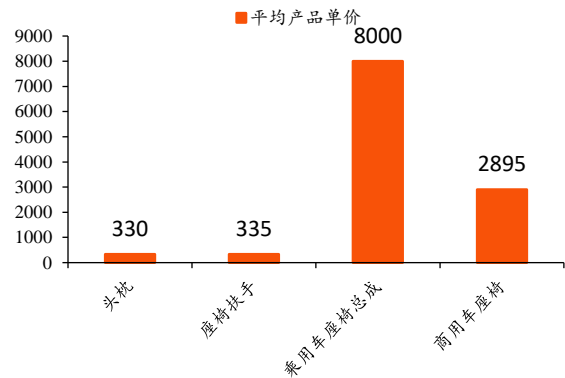
公司实现由 tier2 到 tier1 的转型升级，单车价值量提升显著。早期公司业务集中于头枕、扶手等汽车座椅零部件，2019 年并购格拉默后，公司充分吸收并利用格拉默在商用车领域的技术优势，扩展产品矩阵，并自研开发乘用车座椅总成业务。座椅头枕、扶手产品单价分别约为 330 元、335 元，乘用车座椅总成、商用车座椅平均单价分别约为 8000 元、2895 元，单车价值量提升显著。

图35:座椅产业链结构



资料来源:上海沿浦招股书,甬兴证券研究所

图36:平均产品单价(元/套)



资料来源:公司公告,甬兴证券研究所

注:头枕、座椅扶手、乘用车座椅总成价格参考募投项目产品销售单价;商用车座椅采用2023年销售收入除以销量。

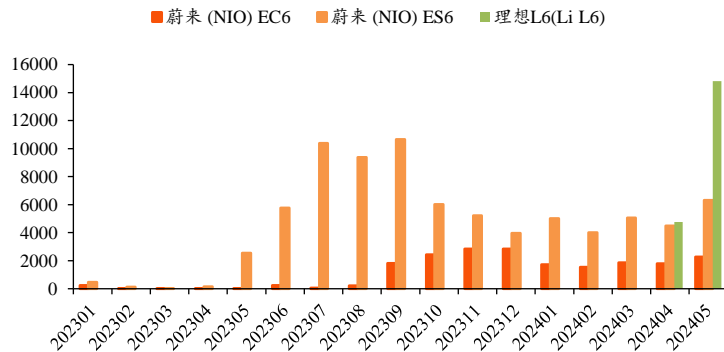
乘用车座椅方面，公司斩获多家客户定点，积极出海布局全球市场。公司于2021年10月首获某造车新势力品牌座椅项目定点，并陆续获得多家新能源汽车主机厂的定点项目。2023年以来，公司乘用车座椅业务多个项目定点加速落地，新增奥迪、一汽大众、国内头部传统自主品牌和德国宝马的订单。其中，德国宝马定点项目是公司首个海外高端座椅订单，标志着公司实现乘用车座椅全球战略0到1的突破，有助于进一步拓展海外市场。

表5:公司定点情况梳理

时间	项目主体	项目产品	配套客户	生命周期(年)	预计总金额(亿元)	预计开始时间
2024/7/17	继峰本部	座椅总成	头部主机厂	7	14	2026年2月
2024/7/4	控股子公司格拉默(哈尔滨)	前后排座椅总成	头部主机厂	6	27	2025年11月
2024/6/28	继峰本部	座椅总成	新能源主机厂	6	30	2025年7月
2024/4/30	控股子公司格拉默继峰(德国)	前后排座椅总成	德国宝马	8	120	2027年下半年
2024/3/8	继峰本部	座椅总成	新能源主机厂	5	78	2024年10月
2024/2/1	继峰本部	座椅总成(高端品牌)	头部传统主机厂	5	50	2025年1月
2023/6/1	控股子公司格拉默(哈尔滨)	座椅总成	一汽大众	8	57	2024年11月
2023/3/2	继峰本部	座椅总成	新能源主机厂	4	58	2024年6月
2023/2/3	控股子公司格拉默(上海)	前后排座椅总成	奥迪	7	80~100	2024年12月
2022/11/26	继峰本部	座椅总成	新能源主机厂	5	18~25	2024年7月
2022/7/13	继峰本部	座椅总成	新能源主机厂	-	-	-
2021/10/11	继峰本部	座椅	新势力品牌主机厂	-	-	2023年1月

资料来源:公司公告,甬兴证券研究所

图37:主要客户部分车型产量情况 (辆)

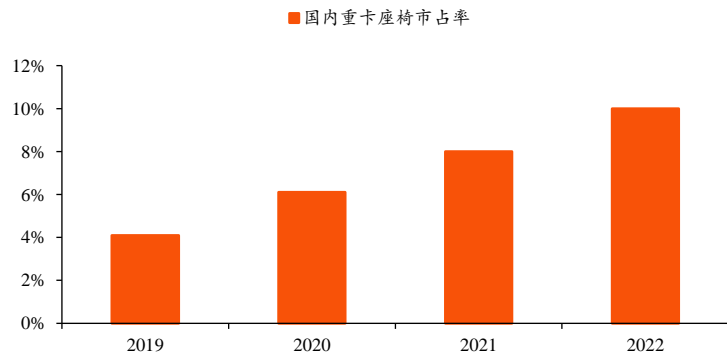


资料来源: Marklines, 甬兴证券研究所

公司与格拉默传统优势业务领域商用车强强联合, 市占率持续提升。2019年, 公司逐步在中国市场拓展商用车产品条线, 在格拉默先进生产技术的基础之上, 逐步展开与解放、东风、重汽、红岩汽车等大型商用车生产厂商的合作。格拉默的商用车座椅系列产品具备全球领先的技术竞争力和品牌影响力, 在欧洲市场份额位列第一, 但在国内市场份额较低, 尤其在中国重卡座椅领域。公司协助格拉默逐步展开与国内大型重卡生产厂商合作, 双方强强联合, 2022年该领域市占率提升至10%左右。

2023年, 子公司格拉默新增订单金额超50亿元。随着全球商用车市场进入修复性增长期, 格拉默商用车业务也实现稳步增长, 2023年商用车座椅业务营业收入同比增长9.84%。

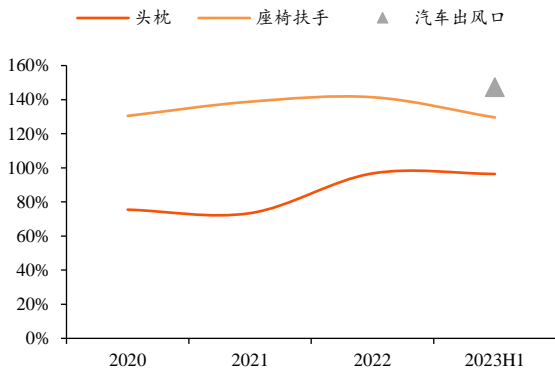
图38:公司在国内重卡座椅领域市占率



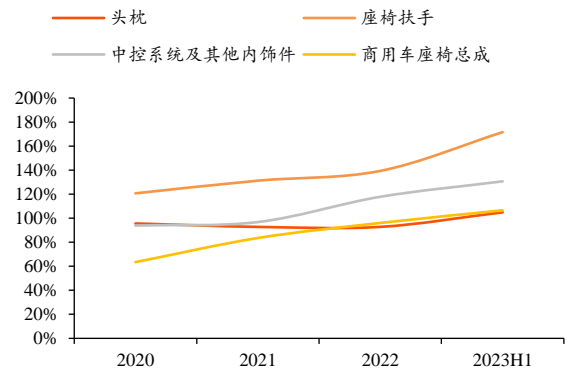
资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

4.3. 产能基地建设逐步完善

公司业务加速拓展, 产能利用率处于高位。截至2023年6月底, 公司多个业务的产能保持满负荷状态, 因此加速升级、扩建相关产线具备必要性及紧迫性。

图39:继峰分部产能利用率情况


资料来源:公司公告,甬兴证券研究所

图40:格拉默分部产能利用率情况


资料来源:公司公告,甬兴证券研究所

公司加快新产能建设以匹配业务规模的持续扩大。2023年,公司的乘用车座椅合肥基地(一期)已如期建成投产。同时,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,公司的产业布局进一步完善。此外,公司与格拉默也在携手积极探索座椅业务全球化布局。2024年4月,公司完成向特定对象发行股票项目,募集资金11.83亿元。

表6:募投项目情况

项目名称	主要建设目标	项目产能	建设周期	总投资额(亿元)	拟投入募集资金(亿元)	项目达产年营收(亿元)	项目达产年净利润(亿元)
合肥汽车内饰件生产基地项目	乘用车座椅总成产线	座椅总成60万套	60个月	7.1	1.5	48	2.6
长春汽车座椅头枕、扶手及内饰件项目	乘用车座椅总成产线	座椅总成20万套	36个月	4	1.2	16	1.2
	头枕、座椅扶手产线	头枕30万套 座椅扶手90万套				0.9 3	
宁波北仑年产1,000万套汽车出风口研发制造项目	汽车出风口产线	汽车出风口1000万套	24个月	7.6	5.5	17.3	1.3
补充流动资金				5.4	3.5		

资料来源:公司公告,甬兴证券研究所

5. 盈利预测及估值

5.1. 盈利预测

关键假设:

1) **传统业务:** 主要包括头枕、扶手、中控及其他内饰件。受益于全球汽车市场需求逐渐复苏,公司及子公司格拉默合计新增订单超180亿元,公司产品在燃油乘用车市场份额持续巩固,来自新能源车企收入占比提升,预计营收维持稳定增速,毛利率基本维持稳定。其中:

- **头枕:** 2024~2026年收入同比增速维持8%,毛利率维持在15%;
- **座椅扶手:** 2024~2026年收入同比增速维持13%,毛利率维持在17%;

➤ **中控及其他内饰件：**2024~2026 年收入同比增速维持 10%，毛利率维持在 12%；

2) 商用车座椅：2023 年，子公司格拉默新增订单金额超 50 亿元。据 Roland Berger, 自 2023 年起商用车进入修复性增长阶段，并有望在未来三年实现 5%的稳定增长。预计公司 2024-2026 年营收同比增速维持 10%，毛利率维持 17%。

3) 乘用车座椅及其他：公司在手订单丰富并持续争取更多高质量定点项目落地，公司力争在 2025 年实现 50~70 亿元营收目标。随国产化替代浪潮，公司有望从外资厂商中获得更多市场份额。我们预计 2024-2026 年营收同比增速分别为 120%、170%、30%，随订单放量的规模效应，预计毛利率分别为 14%、15%、15%。

4) 其他业务：公司其他业务收入主要为出售材料、包装物产生的收入及管理等业务产生的收入，营收占比较低，2023 年营收占比 0.44%，。预计 2024-2026 年营收同比增速维持 3%，毛利率维持 13%。

由此，我们预计公司 2024-2026 年营收同比增速分别为+14%、+22%、+13%，毛利率分别为 15%、15%、15%。

表7:盈利预测（百万元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
公司整体								
营业收入	18,001.26	15,732.75	16,831.99	17,966.80	21,571.49	24630.48	30057.22	34041.81
yoy		-12.60%	6.99%	6.74%	20.06%	14.18%	22.03%	13.26%
营业成本	15,196.94	13,598.36	14,451.34	15,615.52	18,388.85	21004.82	25602.22	28992.67
毛利率	15.58%	13.57%	14.14%	13.09%	14.75%	14.72%	14.82%	14.83%
中控及其他内饰件								
营业收入	5,851.83	5,302.58	5,270.17	6,063.50	7,277.23	8004.95	8805.45	9685.99
yoy		-9.39%	-0.61%	15.05%	20.02%	10%	10%	10%
营业成本	5,111.48	4,851.02	4,682.29	5,458.47	6,444.98	7044.36	7748.79	8523.67
毛利率	12.65%	8.52%	11.16%	9.98%	11.44%	12%	12%	12%
头枕								
营业收入	4,756.12	4,194.79	4,013.51	3,974.57	4,682.39	5056.98	5461.54	5898.46
yoy		-11.80%	-4.32%	-0.97%	17.81%	8%	8%	8%
营业成本	4,013.34	3,550.05	3,404.57	3,418.37	3,950.93	4298.43	4642.31	5013.69
毛利率	15.62%	15.37%	15.17%	13.99%	15.62%	15%	15%	15%
座椅扶手								
营业收入	2,314.90	1,603.79	1,617.46	1,730.87	2,176.96	2459.96	2779.75	3141.12
yoy		-30.72%	0.85%	7.01%	25.77%	13%	13%	13%
营业成本	1,945.90	1,318.40	1,345.19	1,441.81	1,793.36	2041.77	2307.20	2607.13
毛利率	15.94%	17.79%	16.83%	16.70%	17.62%	17%	17%	17%
商用车座椅								
营业收入	4,753.09	4,277.14	5,499.31	5,906.96	6,487.93	7136.72	7850.39	8635.43
yoy		-10.01%	28.57%	7.41%	9.84%	10%	10%	10%
营业成本	3,887.95	3,641.24	4,718.09	5,075.04	5,384.37	5923.48	6515.83	7167.41
毛利率	18.20%	14.87%	14.21%	14.08%	17.01%	17%	17%	17%
乘用车座椅及其他								
营业收入	244.81	240.34	359.71	207.12	851.68	1873.69	5058.96	6576.65
yoy		-1.83%	49.66%	-42.42%	311.19%	120%	170%	30%
营业成本	179.29	164.31	246.95	147.45	733.15	1611.37	4300.12	5590.15
毛利率	26.76%	31.63%	31.35%	28.81%	13.92%	14%	15%	15%
其他业务								
营业收入	--	114.11	71.82	83.78	95.32	98.18	101.12	104.15
yoy			-37.06%	16.65%	13.77%	3%	3%	3%
营业成本	--	73.34	54.24	74.39	82.06	85.41	87.97	90.61
毛利率	--	35.73%	24.48%	11.21%	13.91%	13%	13%	13%

资料来源：iFind，甬兴证券研究所

5.2. 估值

公司主营汽车内饰件、座椅头枕、扶手、以及乘用车座椅等，由此选取新泉股份、岱美股份、上海沿浦、松原股份等作为可比公司。公司乘用车座椅订单持续积累并走向海外，客户丰富度持续提升，以及格拉默分部业绩有所修复，具备较高成长性，2024-2026年归母净利润 CAGR 约 67%，对应 2024 年 PEG 约 0.5。综合考虑，首次覆盖给予“买入”评级。

表8:可比公司估值

股票代码	公司名称	收盘价, 元 2024/7/22	市值, 亿元	归母净利润, 亿元				PE				2024-2026 CAGR	PEG
				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E		
603179.SH	新泉股份(*)	42.9	208.8	8.1	11.1	14.4	18.0	25.9	18.9	14.5	11.6	28%	0.7
603730.SH	岱美股份(*)	9.0	148.7	6.5	8.9	10.6	12.7	22.7	16.7	14.0	11.7	20%	0.9
605128.SH	上海沿浦(*)	23.7	28.1	0.9	1.8	2.5	3.3	30.8	15.3	11.3	8.6	33%	0.5
300893.SZ	松原股份(*)	27.9	63.2	2.0	2.8	3.9	5.2	31.9	22.2	16.0	12.2	35%	0.6
	平均							27.9	18.3	14.0	11.0		
603997.SH	继峰股份	11.4	144.2	2.0	4.5	9.7	12.7	76.7	31.8	14.9	11.4	67%	0.5

资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

注: (*) 归母净利润值均采用 iFind 一致预期

6. 风险提示

宏观经济不及预期: 若宏观经济不及预期, 可能对汽车消费产生不利影响, 从而影响公司产品需求;

客户需求不及预期: 汽车行业正处于变革期, 整车厂竞争加剧, 公司配套车型存在销量不及预期的风险。

行业竞争加剧: 座椅行业参与者众多, 若公司不能保持技术、成本和质量等方面的领先, 将对公司业绩产生不利影响。

原材料价格波动: 若上游原材料价格出现波动, 可能对公司盈利能力产生不利影响。

汇率波动: 公司海外业务收入占比较高, 汇率波动可能影响公司业绩情况。

格拉默整合不及预期: 格拉默分部改革进入深水期, 若改革进展不及预期将会对公司业绩产生负面影响。

资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	6,877	8,141	10,247	12,396	14,746	
货币资金	1,163	1,418	2,547	2,737	3,474	
应收及预付	2,865	3,904	4,526	5,771	6,817	
存货	1,825	1,819	2,042	2,560	2,980	
其他流动资产	1,023	1,000	1,132	1,328	1,475	
非流动资产	8,577	9,811	10,646	11,069	11,313	
长期股权投资	11	10	11	11	11	
固定资产	3,504	3,862	4,371	4,540	4,545	
在建工程	434	630	734	867	954	
无形资产	1,118	1,127	1,167	1,232	1,322	
其他长期资产	3,511	4,183	4,363	4,419	4,481	
资产总计	15,454	17,952	20,893	23,465	26,059	
流动负债	6,884	9,360	10,822	12,484	13,815	
短期借款	2,135	2,428	2,628	2,728	2,828	
应付及预收	2,882	4,278	4,948	6,180	7,168	
其他流动负债	1,867	2,654	3,246	3,576	3,819	
非流动负债	4,794	4,137	4,050	3,980	3,960	
长期借款	2,557	2,046	1,946	1,846	1,796	
应付债券	433	91	91	91	91	
其他非流动负债	1,804	2,000	2,014	2,044	2,074	
负债合计	11,678	13,496	14,872	16,464	17,775	
股本	1,117	1,161	1,266	1,266	1,266	
资本公积	3,434	3,738	4,837	4,837	4,837	
留存收益	-924	-720	-316	654	1,922	
归属母公司股东权益	3,455	4,101	5,658	6,628	7,897	
少数股东权益	320	355	362	373	387	
负债和股东权益	15,454	17,952	20,893	23,465	26,059	

利润表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	17,967	21,571	24,630	30,057	34,042	
营业成本	15,616	18,389	21,005	25,602	28,993	
营业税金及附加	48	55	64	72	75	
销售费用	262	308	345	406	449	
管理费用	1,368	1,713	1,921	2,224	2,451	
研发费用	376	422	517	496	545	
财务费用	200	454	224	223	224	
资产减值损失	-1,567	-31	-60	-55	-50	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	3	-1	0	6	7	
营业利润	-1,444	286	570	1,116	1,413	
营业外收支	9	3	7	11	12	
利润总额	-1,435	289	578	1,127	1,425	
所得税	28	81	116	146	143	
净利润	-1,463	208	462	980	1,283	
少数股东损益	-45	4	8	11	14	
归属母公司净利润	-1,417	204	454	970	1,269	
EBITDA	1,047	1,532	1,747	2,354	2,708	
EPS (元)	-1.27	0.18	0.36	0.77	1.00	

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	1,052	1,648	1,603	1,853	2,217	
净利润	-1,463	208	462	980	1,283	
折旧摊销	766	834	946	1,004	1,059	
营运资金变动	-18	170	-65	-405	-391	
其它	1,767	437	261	274	267	
投资活动现金流	-824	-1,222	-1,792	-1,462	-1,327	
资本支出	-833	-1,254	-1,723	-1,476	-1,341	
投资变动	940	211	5	3	2	
其他	-931	-179	-74	11	12	
筹资活动现金流	-398	-281	1,368	-201	-153	
银行借款	423	-218	100	0	50	
股权融资	1	64	1,204	0	0	
其他	-823	-126	65	-201	-203	
现金净增加额	-243	199	1,129	190	737	
期初现金余额	1,393	1,150	1,349	2,478	2,668	
期末现金余额	1,150	1,349	2,478	2,668	3,404	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	6.7%	20.1%	14.2%	22.0%	13.3%
营业利润增长	-945.6%	119.8%	99.5%	95.6%	26.7%
归母净利润增长	1,221.6%	114.4%	122.8%	113.5%	30.9%
获利能力					
毛利率	13.1%	14.8%	14.7%	14.8%	14.8%
净利率	-8.1%	1.0%	1.9%	3.3%	3.8%
ROE	-41.0%	5.0%	8.0%	14.6%	16.1%
ROIC	2.9%	4.7%	5.0%	8.5%	9.8%
偿债能力					
资产负债率	75.6%	75.2%	71.2%	70.2%	68.2%
净负债比率	131.1%	109.9%	70.4%	58.3%	41.3%
流动比率	1.00	0.87	0.95	0.99	1.07
速动比率	0.61	0.59	0.67	0.70	0.76
营运能力					
总资产周转率	1.13	1.29	1.27	1.36	1.37
应收账款周转率	7.26	6.87	6.26	6.23	5.76
存货周转率	8.79	10.09	10.88	11.13	10.47
每股指标 (元)					
每股收益	-1.27	0.18	0.36	0.77	1.00
每股经营现金流	0.94	1.42	1.27	1.46	1.75
每股净资产	3.09	3.53	4.47	5.23	6.24
估值比率					
P/E	—	74.83	31.75	14.87	11.37
P/B	4.94	3.81	2.55	2.18	1.83
EV/EBITDA	21.03	13.41	10.68	7.86	6.59

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20% 以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5% 以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司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。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、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，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，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、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或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。