

## 继峰股份 (603997.SH) 从汽车内饰专家到中高端汽车座椅自主破局者

2024年09月24日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

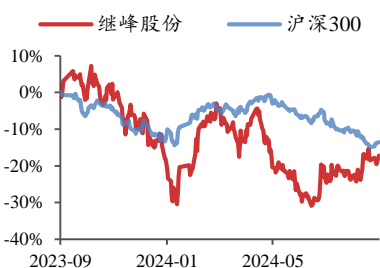
任浪（分析师）

renlang@kysec.cn

证书编号：S0790519100001

日期	2024/9/23
当前股价(元)	11.83
一年最高最低(元)	15.54/9.41
总市值(亿元)	149.78
流通市值(亿元)	137.95
总股本(亿股)	12.66
流通股本(亿股)	11.66
近3个月换手率(%)	34.74

### 股价走势图



数据来源：聚源

### ● 国内汽车座椅龙头，座椅业务放量+格拉默盈利修复可期

公司是全球汽车座椅头枕细分龙头，2019年收购商用车座椅龙头格拉默，成为Tier 1汽车座椅总成供应商。得益于格拉默的赋能、公司在研发领域的持续投入和客户的稳健拓展，乘用车座椅订单充足并持续放量，规模效应将凸显，业绩确定性较强。此外，随着美国TMD的出售（2024年利润端暂时承压）、格拉默进入深度整合和钢材价格回落，格拉默利润有望得到修复，因此我们预计2024-2026年归母净利润分别为0.63/8.11/12.99亿元，对应EPS分别为0.05/0.64/1.03元/股，当前股价对应2024-2026年PE分别为237.8/18.5/11.5倍，维持“买入”评级。

### ● 乘用车座椅千亿赛道，公司把握机遇成功实现破局

汽车座椅为汽车单车价值量较大的零部件之一（ASP超4000元），而在安全性+舒适性+轻量化+智能化的四大趋势下，乘用车座椅市场规模仍可持续提升，预计2027年全球/国内空间分别达3379/1128亿元。竞争格局方面，乘用车座椅行业进入壁垒较高，主要被安道拓、李尔等外资企业垄断，而我国自主供应商受益于电动智能化带来的国产替代机遇，凭借服务效率+成本优势+产品力通过新势力客户进入乘用车座椅赛道。公司通过并购格拉默，获技术+品牌+客户资源赋能，先后斩获蔚来、理想等新势力车企定点，实现乘用车座椅总成业务破局。截至2024H1，公司已累计获18个订单，涵盖新势力、传统主机厂和高端合资品牌。

### ● 美国TMD出售、降本增效措施持续推进，格拉默业绩有望持续上修

**(1) 剥离美国TMD：**2024H1美国TMD净利润为-0.97亿元，为北美格拉默的主要亏损来源，近日公司成功出售TMD LLC，预计短期对公司业绩造成亏损，长期将改善格拉默的盈利能力。**(2) 积极降本增效：**公司对格拉默从采购、产能布局、管理运营、财务等方面积极推进降本增效措施，2024Q2格拉默净利率同环比分别提升1.18pcts/1.65pcts。随着格拉默整合进入“深水区”、原材料价格回落和海外市场的缓慢复苏，其盈利能力有望持续上修。

### ● 风险提示：宏观经济波动、原材料价格波动、下游客户放量不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	17,967	21,571	23,944	27,735	32,100
YOY(%)	6.7	20.1	11.0	15.8	15.7
归母净利润(百万元)	-1,417	204	63	811	1,299
YOY(%)	-1221.6	114.4	-69.1	1187.2	60.2
毛利率(%)	13.1	14.8	14.8	15.7	16.8
净利率(%)	-7.9	0.9	0.3	2.9	4.0
ROE(%)	-38.7	4.7	1.4	15.5	19.9
EPS(摊薄/元)	-1.12	0.16	0.05	0.64	1.03
P/E(倍)	-10.6	73.5	237.8	18.5	11.5
P/B(倍)	4.3	3.7	3.6	3.0	2.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 继峰+格拉默协同发展，成就国内汽车座椅自主龙头 .....	4
1.1、 近三十年磨一剑，铸就全球座舱内饰件领先品牌.....	4
1.2、 战略并购格拉默后，多方面协同效应显现.....	5
1.3、 格拉默深入整合+乘用车座椅放量，盈利水平持续上修.....	7
2、 乘用车座椅行业：千亿空间与高集中度下的国产化浪潮.....	10
2.1、 乘用车座椅价值量大、产业链长、工艺复杂.....	10
2.2、 四大驱动力推动乘用车座椅行业有望达千亿空间.....	12
2.3、 行业壁垒高+外资集中度高，国内优质企业逐步替代 .....	16
3、 如何看待继峰股份的成长性？ .....	21
3.1、 乘用车座椅：已实现业务破局，规模化效应初显.....	21
3.2、 格拉默：剥离美国 TMD+全面降本增效，盈利能力向好趋势明显 .....	23
3.3、 中长期：向高价值量产品拓展，智能座舱业务打开长期发展空间 .....	24
4、 盈利预测与投资建议 .....	26
5、 风险提示 .....	29
附：财务预测摘要 .....	30

## 图表目录

图 1： 砥砺前行，继峰股份持续扩大业务版图，业务拓展至乘用车座椅和商用车座椅领域 .....	4
图 2： 公司股权结构较为集中，利于提高效率.....	5
图 3： 公司以乘用车座椅为主要业务核心，积极拓展新产品.....	6
图 4： 并购格拉默后，公司实现全球化布局.....	6
图 5： 受宏观等多重因素影响，公司收购格拉默的阵痛期较长.....	8
图 6： 格拉默收入拆分 .....	8
图 7： 公司持续拓展新业务线 .....	9
图 8： 并购后，各产品毛利率出现下降 .....	9
图 9： 近年来整体盈利能力呈现上修趋势 .....	9
图 10： 格拉默的财务支出较高 .....	10
图 11： 公司整体费用控制维持在 14%左右 .....	10
图 12： 汽车座椅结构示意图 .....	11
图 13： 汽车座椅生产流程较为复杂 .....	12
图 14： 预计 2025 年我国乘用车座椅 ASP 将提升至 4148 元 .....	12
图 15： 舒适性带来多样化的使用功能，汽车座椅 ASP 有望继续提升.....	13
图 16： 预计到 2035 年，燃油和新能源乘用车的轻量化系数分别比 2019 年降低 25%/35% .....	14
图 17： 佛瑞亚采用 Ecorium 和 NAFILean-R 等材料节能减排、降低重量 .....	14
图 18： 汽车座椅厂商在智能化方向推出的产品（部分） .....	14
图 19： 各价格段乘用车智能座舱渗透率（%）均在提高，20 万元以下提升比例更大.....	15
图 20： 2023 年国内前后排零重力座椅市场月度装载量（套）持续提升 .....	15
图 21： 预计 2027 年全球乘用车座椅市场规模将达到 3379 亿元.....	16
图 22： 国内乘用车座椅市场空间有望达千亿元.....	16
图 23： 2020 年全球汽车座椅集中度较高 .....	17
图 24： 华域汽车为国内汽车座椅龙头，2022 年市占率为 28% .....	18

图 25: 国际乘用车座椅龙头企业的毛利率和净利率整体低于国内的代表企业 .....	20
图 26: 自主品牌受益 SUV 和电动智能化崛起 .....	20
图 27: 公司持续加强研发投入 .....	21
图 28: 2023 年以来, TMD LLC 的收入和净利润同比均呈现下降趋势 .....	23
图 29: 自 2021 年开始, TMD LLC 的净利率持续表现为负数 .....	23
图 30: 格拉默利润水平缓慢提升中 .....	24
图 31: 2024Q2 美洲区 EBIT 利润率同比大幅减亏 .....	24
图 32: 智能座舱向着满足消费者“泛化”需求方向发展 .....	24
图 33: 电动出风口持续贡献收入 .....	25
图 34: 格拉默为新款奔驰 GLC 设计的数字化中控台 .....	26
表 1: 汽车座椅的组成部分 .....	10
表 2: 车企推出标配/选配零重力座椅的车型整理 (部分) .....	15
表 3: 国内外乘用车座椅代表企业 .....	18
表 4: 公司持续获乘用车新项目定点 .....	21
表 5: 多个项目助力公司向汽车座椅总成供应商的转型升级 .....	22
表 6: 公司募投项目基地附近的主机厂情况 .....	23
表 7: 截至 2024H1, 公司车载冰箱产品已获 7 个项目定点 .....	25
表 8: 公司业绩拆分与盈利预测 .....	27
表 9: 可比公司盈利预测与估值 (截至 2024/9/23) .....	29

## 1、继峰+格拉默协同发展，成就国内汽车座椅自主龙头

### 1.1、近三十年磨一剑，铸就全球座舱内饰件领先品牌

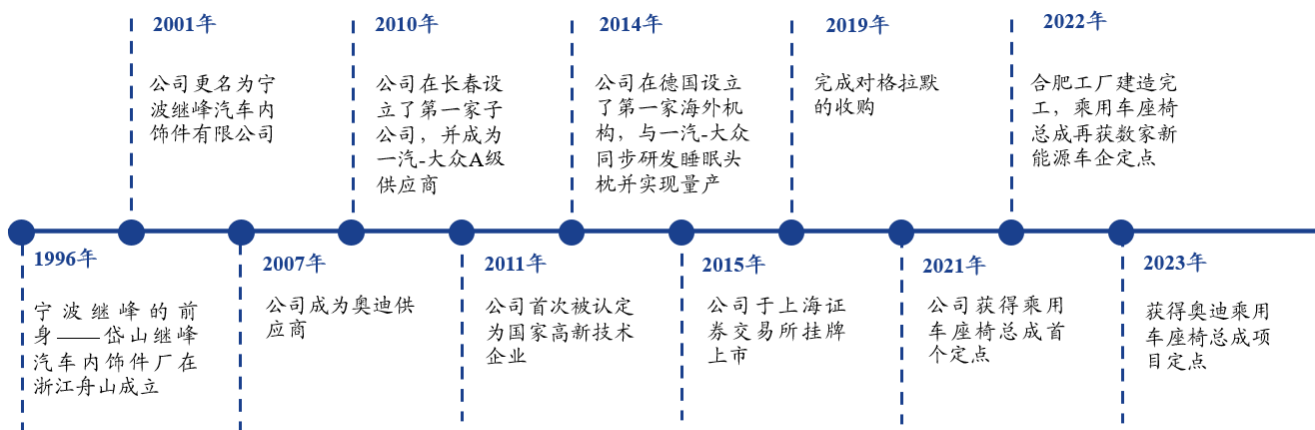
继峰股份总部位于宁波，致力于提升座舱内部舒适性体验，产品涵盖乘用车和商用车两大领域，已成为全球领先的座舱内饰件供应商，全球座椅头枕市占率超 25%，在全球 20 个国家拥有 14 个研发中心和超过 80 家控股子公司。

**1996-2015 年，起步阶段，主要客户为 Tier 1。**公司成立于 1996 年，前身为岱山继峰汽车内饰件厂，2001 年更名为宁波继峰汽车内饰件有限公司，专注于乘用车座椅的零部件领域。公司主要作为 Tier 2 为江森自控、李尔集团、佛吉亚等 Tier 1 供货，但凭借技术+质量+成本优势成为一汽大众的座椅头枕配套供应商。

**2015-2019 年，公司持续拓展整车厂客户。**2015 年，公司于上交所主板上市，并逐步为一汽大众、华晨宝马、东风雷诺、东风本田、长安福特、北京奔驰等整车厂直接供货。同时，公司直接与吉利、长城、比亚迪等主机厂联合开发，并通过德国继峰和宁波继峰参与大众、宝马、保时捷、福特等知名车企的同步开发和配套。

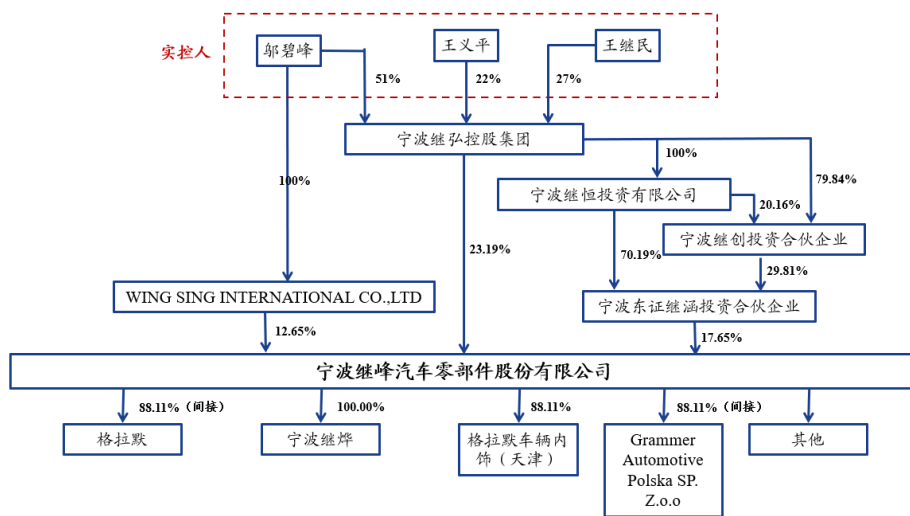
**2019-2023 年，成功并表格拉默、拓展乘用车座椅总成业务。**2019 年，公司完成对格拉默的收购，业务拓展至乘用车座椅和商用车座椅两大领域，完成全球生产、销售和研发网络的布局，发展为国内少数能同时在全球范围为欧系、美系、日系及自主品牌配套的汽车座椅供应商。同时，公司抓住电动智能化带来的结构性机会，拓展乘用车座椅总成业务，客户从新能源车企拓展至传统高端合资、国内传统自主车企，并实现在传统燃油车领域的突破，获蔚来、理想、奥迪、一汽大众、德国大众等车企的订单，首个项目定点已于 2023 年量产。

图1：砥砺前行，继峰股份持续扩大业务版图，业务拓展至乘用车座椅和商用车座椅领域



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

公司为民营企业，股权集中度高，利于治理和经营决策。截至 2023 年年底，创始人兼董事长王义平先生与其家族为公司实控人，合计间接持有公司 53.49% 的股份。具体而言，三位实控人通过宁波继弘和宁波东证继涵间接持股 40.84%；此外，郭碧峰女士通过 WingSing 间接持股 12.65%。继峰股份通过其子公司继烨贸易、继烨（卢森堡）和继烨（德国）间接持有格拉默公司 88.11% 的股份，从而实现对格拉默的控制。一方面，由于公司股权集中度较高，继峰本部在生产经营过程中的经营效率会更高；另一方面，公司已于 2023 年任命李国强担任格拉默全球 COO，对海外格拉默的经营管理效率进行优化，加速格拉默的深度整合。

**图2：公司股权结构较为集中，利于提高效率**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.2、战略并购格拉默后，多方面协同效应显现

继峰股份作为“白衣骑士”成功并购格拉默，彰显公司的战略远见。2016年，Hastor家族旗下的企业与格拉默的主要客户大众、戴姆勒等产生重大诉讼纠纷，Hastor家族逐步增持格拉默股份至20%左右，并借此试图对格拉默日常经营施加影响。同年，继峰股份作为“白衣骑士”，协助格拉默稳定其股权结构；历时3年，格拉默通过认购格拉默的强制可转债、二级市场增持股权、要约和协议收购股权、发行可转债&股份&支付现金的方式完成了对格拉默的收购，从而间接持有Grammer 84.23%的股权，并于2019年第四季度纳入合并报表。而并购格拉默后，双方在业务、产能、研发、管理等方面实现相互赋能。

格拉默成立于1880年，是商用车座椅标准的制定者，其产品舒适性、安全性、人体工程学、用户友好等层面保持技术领先地位，在全球范围内提供农业、建筑机械、叉车、卡车等商用领域座椅。格拉默在越野车座椅领域位居全球第一，同时也是非道路机械、卡车、客车、火车等座椅品种的最大供应商之一，因此可为公司在技术、品牌、客户、产能资源上充分赋能。

**(1) 产品端：乘商并举，逐步外延拓展高附加值产品。**2019年之前，公司的主要产品为乘用车头枕、头枕支杆和扶手。2019年，公司通过收购格拉默，其产品拓展至乘用车座椅头枕、扶手、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。此后，公司进一步延伸产品线，推进了电动出风口、隐藏式门把手和车载冰箱业务。

**(2) 客户端：互相赋能，双方客户结构持续优化。**乘用车方面，在格拉默的技术+品牌+客户赋能下，截至2024H1，公司已获得18个新项目定点，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等多样化客户布局。商用车方面，公司客户覆盖卡车、房车、农业机械和建筑机械等领域的国内外知名企业。同时，格拉默在继峰本部的协助下逐步展开与国内大型重卡生产厂商的合作，持续获得包括一汽青岛、一汽解放、福田、陕汽和沃尔沃在内的客户订单，在国内重卡市场的份额持续提升至10%（2022年）。

图3：公司以乘用车座椅为主要业务核心，积极拓展新产品



数据来源：公司公告、格拉默官网、开源证券研究所（注：2023年数据）

**(3) 业务布局端：业务拓展至 20 个国家，实现全球化布局。**截至 2023 年底，公司已在中国、印度、美国、墨西哥、巴西、比利时、德国、捷克、土耳其等 20 个国家建立 14 个研发中心和超过 80 家控股子公司，并形成全球生产、物流和营销网络，提升快速响应能力。通过产品和市场的优势互补，客户基础的整合以及销售渠道的渗透，公司的全球化布局初具规模。

图4：并购格拉默后，公司实现全球化布局



资料来源：公司官网

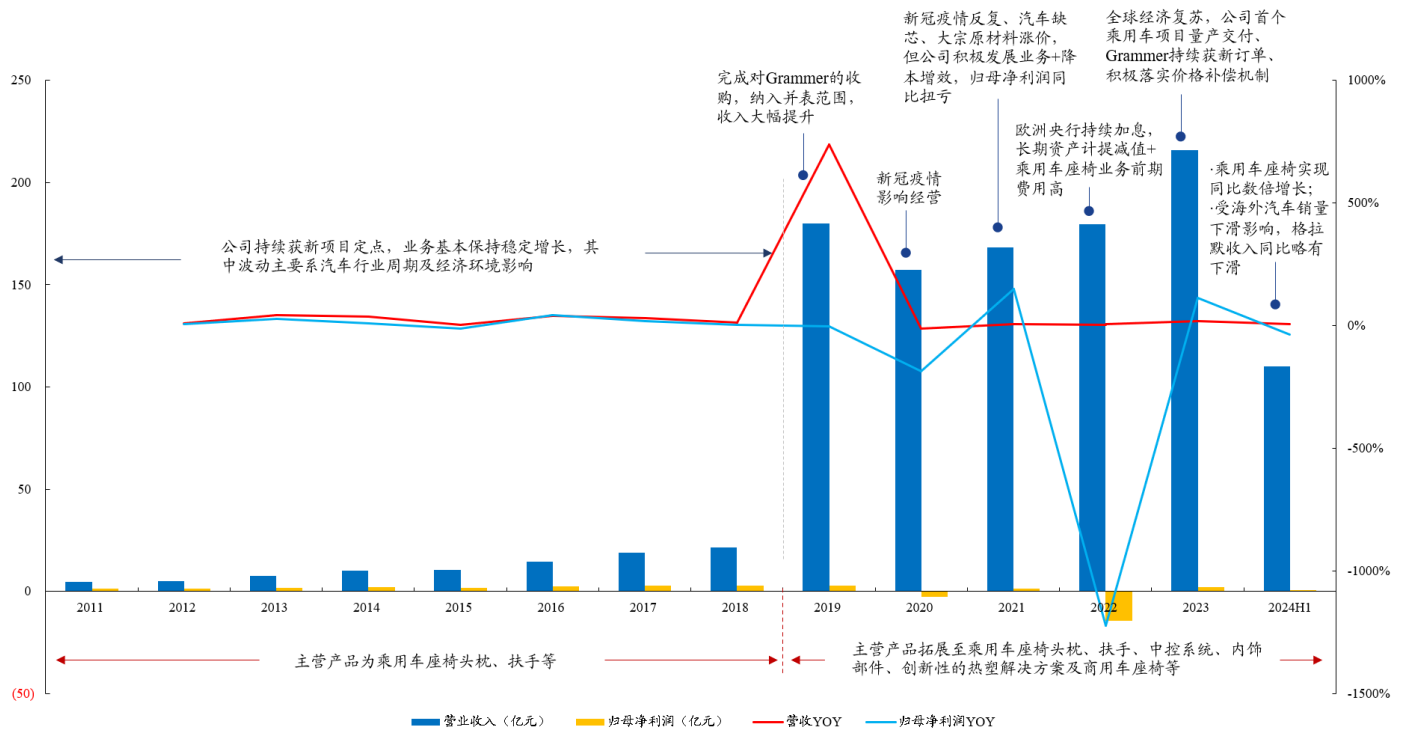
### 1.3、格拉默深入整合+乘用车座椅放量，盈利水平持续上修

随着格拉默深度整合措施的推进和乘用车座椅订单的持续量产交付，公司业绩预计将稳步提升。(1) 2011-2018年：稳定增长期。公司以乘用车头枕、头枕支杆和扶手为主要业务，发展较为稳定。2011-2018年营收和归母净利润的年均复合增长率（CAGR）分别为24.30%和11.83%，期间增速偶尔出现波动，主要系我国汽车行业周期的影响。

(2) 2019-2022年：并购转型阵痛期。2019年，公司收购格拉默并完成并表，营业收入大幅提升至180.01亿元，追溯调整后的合并报表同比增长147.19%，格拉默分部贡献了合并报表总收入的88%，成为公司主要的收入来源；归母净利润实现2.98亿元，调整前同比-1.55%，调整后同比+80.51%，继峰本部为主要的利润来源，格拉默对公司利润有所拖累。2020年，受突发疫情的影响，公司及下游客户在全球范围内均出现不同程度的停工停产，业绩明显下滑，归母净利润同比降186.74%，出现负值。2021年，虽然全球出现新冠疫情反复、汽车“缺芯”和大宗原材料涨价等多重考验，但公司依旧积极推进资产整合，一方面关闭无效工厂、合并生产基地，另一方面实施降本增效、联合采购策略，同时双方互相导入新客户并共享资源，继峰本部协助格拉默与国内大型重卡厂商合作，继峰本部利用格拉默的技术和资源获蔚来汽车的座椅订单，实现0到1的突破，营收实现正增长，归母净利润扭亏。2022年，受欧央行加息的影响，公司对长期资产（含商誉）计提减值，同时乘用车座椅前期投入费用较高，利润端明显承压，但收入端依旧保持稳定增长。

(3) 2023年至今：乘用车业务逐渐放量，格拉默整合进入“深水区”。2023年，全球经济回暖、供应链趋稳，公司持续推进业务，并实现乘用车座椅首个定点量产落地，贡献收入6.55亿元，业绩持续上修，2023年营业收入实现215.71亿元，同比增20.06%，同时公司积极落实价格补偿机制，持续降本增效，归母净利润实现扭亏。2024H1，公司乘用车座椅新增量产项目，实现收入8.97亿元，同比增速超700%。欧洲受下游汽车需求影响，收入同比下滑12%，商用车收入同比-20%，格拉默分部整体收入出现下降，利润有所下滑。随着格拉默进入整合“深水区”、乘用车座椅业务规模效应逐渐凸显，公司盈利水平有望持续上修。

图5：受宏观等多重因素影响，公司收购格拉默的阵痛期较长



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图6：格拉默收入拆分

格拉默	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024H1
营收（亿欧元）	17.86	18.61	20.39	17.11	19.03	21.59	23.05	11.15
YOY（%）	5%	4%	10%	-16%	11%	13%	7%	-5%
EMEA欧中非	12.25	11.91	11.15	9.66	10.62	11.31	12.11	5.61
YOY	2%	-3%	-6%	-13%	10%	7%	7%	-12%
其中：乘用车	8.57	7.93	7.16	5.70	5.65	5.81	6.45	3.17
YOY		-7%	-10%	-20%	-1%	3%	11%	-5%
商用车	4.06	4.41	4.40	3.96	4.97	5.50	5.66	2.44
YOY		9%	0%	-10%	26%	11%	3%	-20%
AMERICAS美洲	2.81	3.66	6.10	4.77	5.18	6.73	6.22	3.27
YOY	14%	31%	66%	-22%	9%	30%	-8%	3%
其中：乘用车	2.16	2.88	5.35	4.11	4.23	5.37	5.02	2.64
YOY		33%	86%	-23%	3%	27%	-7%	3%
商用车	0.72	0.86	0.83	0.66	0.95	1.35	1.20	0.63
YOY		20%	-3%	-21%	45%	43%	-11%	1%
APAC亚太	2.81	3.04	3.14	3.39	4.06	4.27	5.32	2.54
YOY	12%	8%	3%	8%	20%	5%	25%	3%
其中：乘用车	2.19	2.32	2.30	2.36	2.68	2.91	3.79	1.81
YOY		6%	-1%	3%	14%	8%	30%	7%
商用车	0.63	0.73	0.84	1.04	1.38	1.36	1.54	0.73
YOY		16%	16%	23%	34%	-1%	13%	-4%
分部间抵消	0.00	0.00	0.00	0.71	0.82	0.72	0.60	0.28

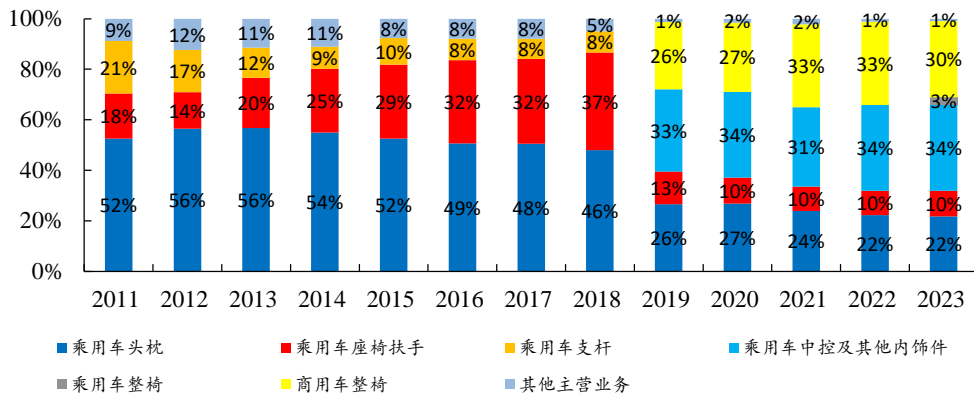
数据来源：格拉默官网、开源证券研究所

公司在稳定主营业务的同时，持续拓展新业务线。2019年前，公司主营乘用车头枕、扶手、支杆等内饰产品。公司并表格拉默后，产品结构优化，横向拓展商用车座椅总成业务，纵向拓展乘用车中控及其他内饰件等产品。同时，公司业务逐步向高单车价值量的总成部件和电动智能化方向发展，(1)高单车价值量总成部件：2023年，首个乘用车座椅总成实现量产交付；2022年，车载冰箱产品（集成扶手和中控）获



客户定点，2024 年上半年已贡献收入；(2) 电动智能化方向：2023 年公司隐藏式电动出风口产品实现收入 2.81 亿元、隐藏式门把手已获不同客户项目定点，2024H1 已完成布局并投入建设中。**收入端**，2023 年公司乘用车中控及其他内饰件/商用车座椅总成/乘用车座椅头枕/乘用车座椅扶手/乘用车座椅总成的收入分别占总营收的 34%/30%/22%/10%/3%，乘用车中控及其他内饰件和商用车收入贡献最多。

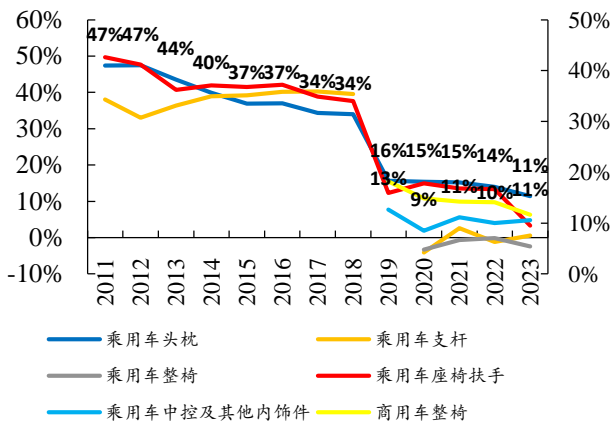
图7：公司持续拓展新业务线



数据来源：Wind、开源证券研究所

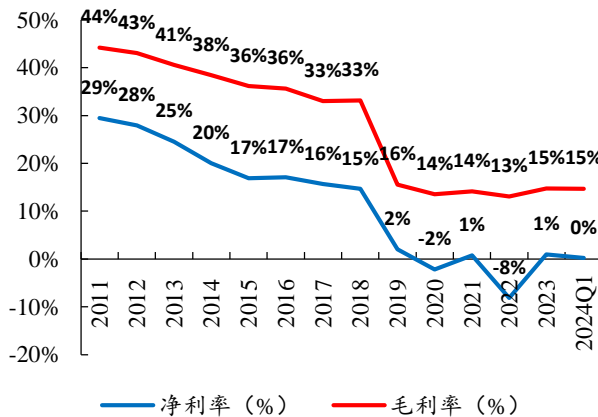
**高成本拖累净利率，降本增效措施持续发力。**外部环境方面，由于全球新冠疫情、乌克兰和中东地区冲突，部分地区供应链出现中断、同时天然气等大宗商品价格上涨。**格拉默公司层面**，部分工厂产能利用率出现波动，人工和采购成本持续上升。综上，合并报表后，各产品的毛利率出现不同程度的下降。因此，格拉默开始全面实施降本增效措施，开展调整产业布局、加速供应链管理、深化工厂 VAVE（价值分析与价值工程）等举措。2023 年，乘用车中控及其他内饰件毛利率有所提升，同比 +0.59pcts，综合毛利率同比 +1.67 pcts 至 14.75%，净利率转正。

图8：并购后，各产品毛利率出现下降



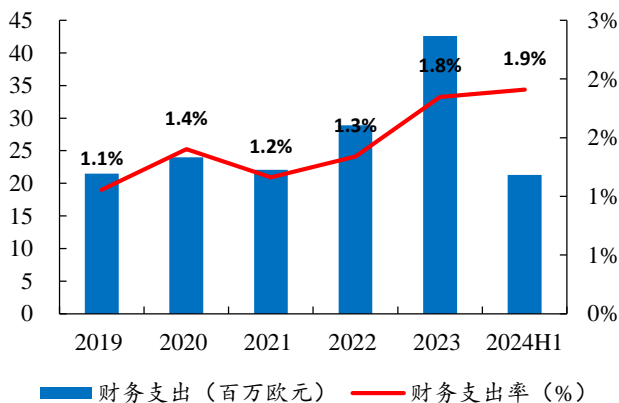
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：近年来整体盈利能力呈现上修趋势

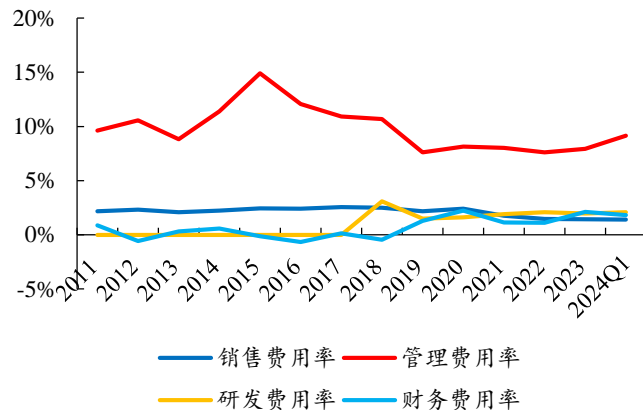


数据来源：Wind、开源证券研究所

**期间费用率维持在 14% 左右，费控水平良好。**由于海外利率持续上行导致利息费用增加，格拉默的财务支出较高，从而拖累了利润率，而公司上市以来费用管控良好，期间费用率维持在 14% 左右。格拉默并表后，管理费用率一度显著上升，经各项整合措施已回落到较低水平。随着格拉默降本增效措施的持续推进，经营和管理效率有望稳步提升，进而推动费用率进一步下降，并持续修复公司的盈利能力。

**图10：格拉默的财务支出较高**


数据来源：格拉默官网、Wind、开源证券研究所

**图11：公司整体费用控制维持在 14%左右**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、乘用车座椅行业：千亿空间与高集中度下的国产化浪潮

### 2.1、乘用车座椅价值量大、产业链长、工艺复杂

汽车座椅是整车中重要的组成部分，价值量较大。汽车座椅作为整车内饰的核心组件，不仅对驾驶体验和安全性至关重要，其价值量也占据了汽车内饰成本的 45%。在新能源汽车领域，座椅是价值量最大的零部件之一，其在整车成本中的比例达到 3-5%，重量占整车的 6%左右，居于重要地位。

汽车座椅覆盖的产业链较广，骨架&机械部件、发泡、面套为主要组成部分。汽车座椅主要由骨架、发泡、面套、电机、滑轨和调角器等机械部件组成，其中骨架是其结构的基础，支撑座椅重量、承担驾乘人员在行驶过程中施加的压力；发泡提供良好的支撑和缓冲效果；面套提供外观和舒适的触感，同时可保护座椅内部的发泡材料并延长其使用寿命；座椅电机为电动座椅的调节机构提供动力；滑轨、调角器、调节器等机械部件负责调节座椅角度和高度。从成本端来看，骨架&机械部件、面套、发泡成本占比分别为 36%/25%/17%，合计近 80%，是汽车座椅重要的组成部分。

**表1：汽车座椅的组成部分**

组成部分	介绍	示意图	原材料	BOOM 成本占比
骨架	通过骨架结构的设计和材料的选择使座椅能够承受一定的载荷，给驾驶员和乘客提供安全、有效的支撑。		钢、铝、镁、玻纤/碳纤维塑料等	15%
发泡	坐垫和靠背内使用的泡沫使驾乘人员对座椅产生直接触觉反馈，直接感知座椅的乘坐舒适性。		MDI、TDI 等	17%
面套	包裹在座椅总成表面的材料，直接与驾乘人员的身体接触，对座椅泡沫有保护作用，且能直接体现出设计者的设计意图。		皮料、化料等	25%
头枕	舒适性和安全性的辅助装置，在汽车受到冲撞时，保护驾乘人员的头、颈椎部位不受损伤，头枕的强度须满足骨架强检法规的要求。		钢材、塑料粒子、化工原料、面料等	/
扶手	可以搭配存储、充电表面和集成触摸屏等来控制车内其他功能		钢材、塑料粒子、化工原料、面料等	/

组成部分	介绍	示意图	原材料	BOOM 成本占比
电机	为电动座椅的调节机构提供动力，多采用双向电机。		钢材、铝锭、漆包线、塑料等	10%
机械部件	固定座椅的关键部件，包括滑轨、调角器、调节器和锁止机构，起到调节座椅前后或上下位置及调节靠背仰角等作用，可将座椅调节至最适合个人使用的高度、倾斜度等位置。		钢、铝等	21%

数据来源：延锋官网、《对汽车座椅设计的探讨》符大兴、盖世汽车社区公众号、亚洲新能源汽车网公众号、明新旭腾公司公告、继峰股份公司公告、开源证券研究所

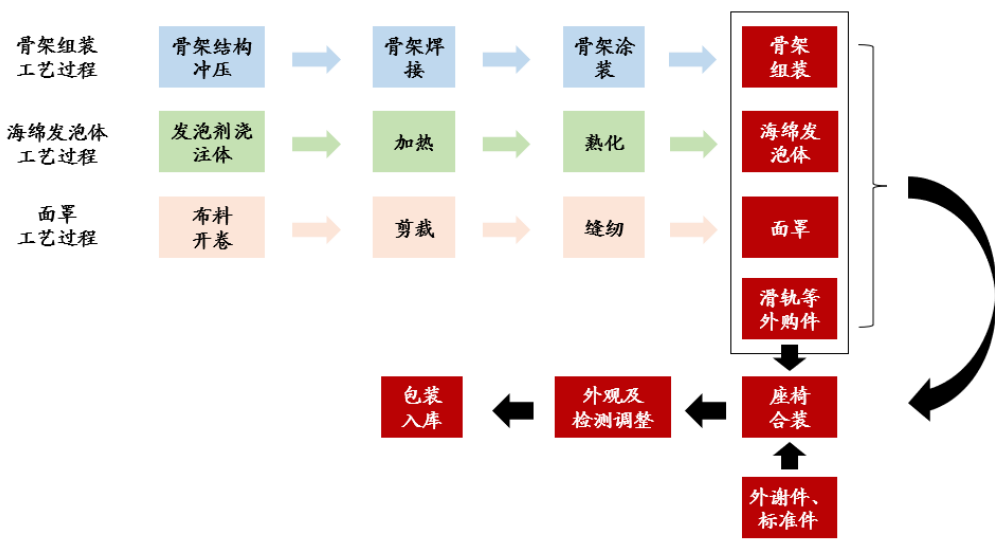
图12：汽车座椅结构示意图



资料来源：明阳科技公司公告

汽车座椅的生产流程较长，且工艺复杂。汽车座椅的生产流程主要包括：骨架的制作、海绵发泡体、面罩、座椅装配的生产工艺和最后的检测试验。(1) 骨架环节，焊接是汽车座椅生产中主要的连接方式，必须严格遵循生产工艺的要求。(2) 发泡环节包括模具和模架的设计、以及配方技术，例如慢回弹泡沫配方用于头枕，能在碰撞时迅速吸收冲击能量，并在之后缓慢释放，减轻乘员头部的撞击伤害。(3) 面罩环节涵盖皮革鞣制、涂饰、裁切等工艺，此外先进技术包括无铬鞣制和低 VOC 排放技术。(4) 座椅总成环节，需要整合零部件、确保匹配并实现整体性能，而乘用车座椅还需满足市场对舒适性、智能化等多方面的要求，对技术要求更高。

图13：汽车座椅生产流程较为复杂

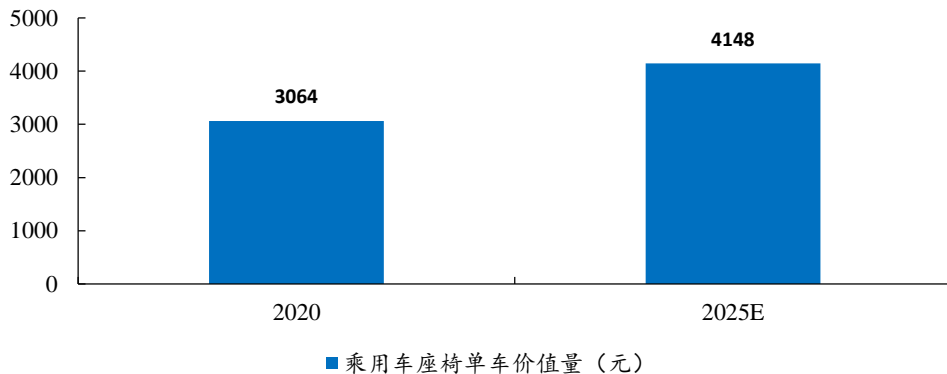


资料来源：AUTO 内饰行家公众号、开源证券研究所

## 2.2、四大驱动力推动乘用车座椅行业有望达千亿空间

在安全性+舒适性+轻量化+智能化的趋势下，汽车座椅单车价值量明显提升。据观研天下数据，2020 年我国汽车座椅平均单车价值量（ASP）为 3064 元，随着汽车向轻量化和电动智能化发展，汽车座椅需求日益多样化，消费者对安全性的重视，加上电动座椅通风、记忆、加热、按摩等功能渗透率提升，同时考虑采用轻量化材料，2025 年中国乘用车座椅平均单车价值量将提升至 4148 元。

图14：预计 2025 年我国乘用车座椅 ASP 将提升至 4148 元



数据来源：观研天下、开源证券研究所

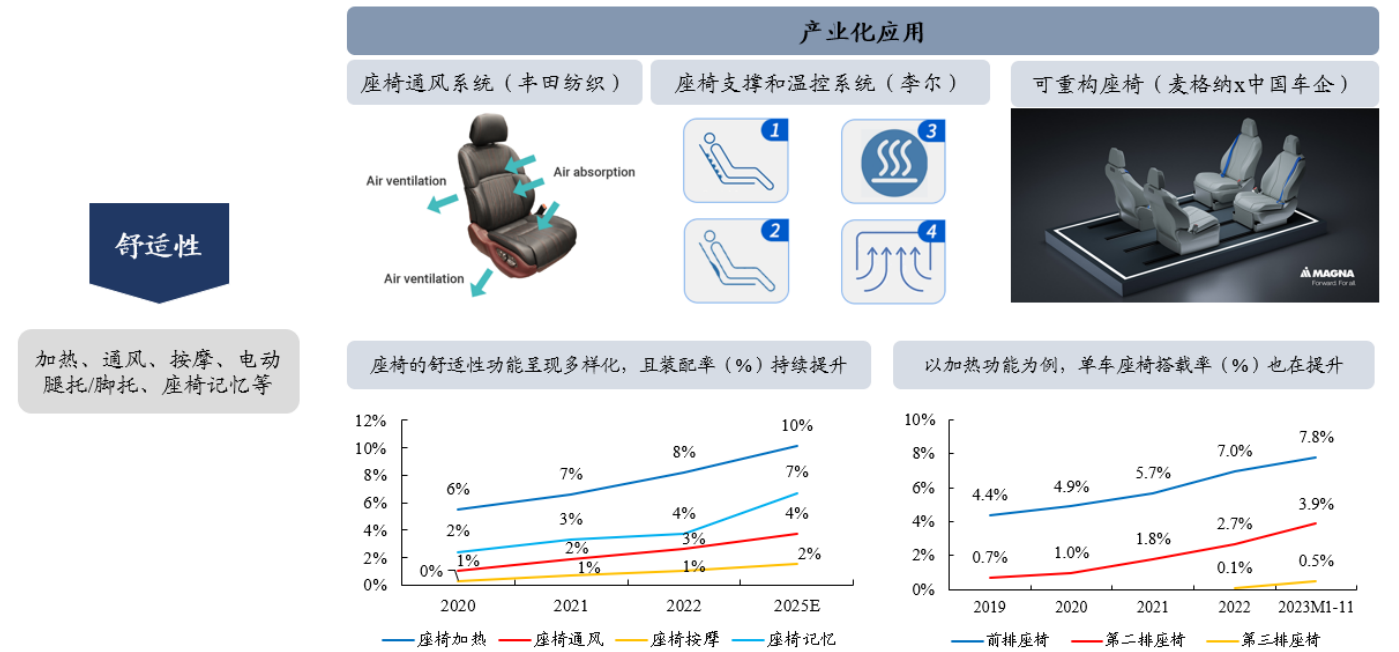
**(1) 安全性：**当碰撞不可避免时，座椅能够预先做出调整，通过集成安全气囊和安装安全系统来减轻碰撞的影响及其对驾乘人员造成的伤害，从而为用户提供更高的安全度。

**(2) 舒适性：**舒适性功能呈现多样化，且相应搭载率也在提升。随着汽车从单一的出行工具转变为注重人车交互体验的“移动第三空间”，汽车座椅作为其重要的组成部分，舒适性的功能也日益增多，包括加热、通风、按摩、电动腿托/脚托、座椅记忆等配置，丰田纺织、李尔等座椅供应商公司有相关技术布局与储备。此外，麦格纳还推出可重构座椅，可使主副驾的座椅均可实现 270° 旋转，座椅可更大幅度地前

后调整，配备集成式安全带和磁吸生态接口，驾乘人员坐车更安全舒适，已获得全球首个的订单。

需求端来看，根据佐思汽研的预测，2025 年乘用车座椅加热/记忆/通风/按摩的搭载率将分别提升至 10%/7%/4%/2%。同时，舒适性功能已从前排座椅扩展至第三排座椅，明显提升汽车座椅的单车价值量。

图15: 舒适性带来多样化的使用功能，汽车座椅 ASP 有望继续提升

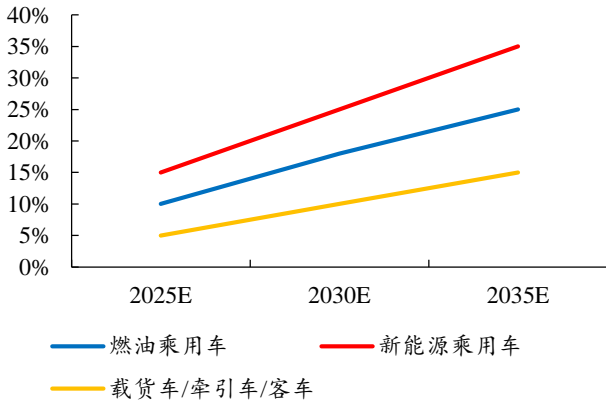


数据来源：佐思汽车研究公众号、丰田纺织官网、李尔中国公众号、麦格纳官网、开源证券研究所

**(3) 轻量化和节能化:**轻量化技术可减轻零部件质量，提高行驶距离。燃油车方面，据中国汽车协会披露，若汽车整车重量降低 10%，燃油效率可提高 6%-8%；汽车整车重量每减少 100 公斤，百公里油耗可降低 0.4-1.0 升。新能源车方面，据《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》所定的目标：到 2035 年，新能源乘用车的轻量化系数较 2019 年降低 35%，而汽车轻量化将提升续航里程，减少损耗。

汽车座椅占汽车重量比例较大，有助于汽车轻量化的实现。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、使用轻质材料、对骨架进行结构优化设计等方式，减轻汽车座椅的重量，有助于汽车轻量化的实现。譬如，现代坦迪斯座椅采用硅材料作为涂层剂来防污，环保且对人体无害；佛瑞亚为新款雷诺 5 E-Tech 设计的座椅采用了 Ecorium 和 NAFILean-R 材料，其中 Ecorium 与传统皮革相比，可减少 90% 的二氧化碳排放；NAFILean-R 可减少 73% 的二氧化碳排放，同时减轻 20% 的重量，保护环境的同时，可以提升汽车的使用性能。

图16：预计到2035年，燃油和新能源乘用车的轻量化系数分别比2019年降低25%/35%



数据来源：《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》李俊、开源证券研究所

图17：佛吉亚采用 Ecorium 和 NAFILean-R 等材料节能减排、降低重量



资料来源：佛吉亚官网

**(4) 智能化：**在智能化的背景下，消费者对座椅的要求从舒适性和安全性扩展至智能化和交互体验，可实现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等功能。**供给端，**现代坦迪斯开发了适应车辆模块化结构的可变型座椅，并推出了专为自动驾驶设计的座椅；安道拓结合主动数据感知、机械按摩、智能坐姿调节、氛围营造等功能和科技，推出了SCS智能座舱，同时包含智能迎宾落座、辅助驾驶模式、自动驾驶睡眠模式、观影模式以及下车模式五大功能场景；安道拓、延锋、李尔、佛吉亚、麦格纳、继峰等企业也正积极研发零重力座椅技术。

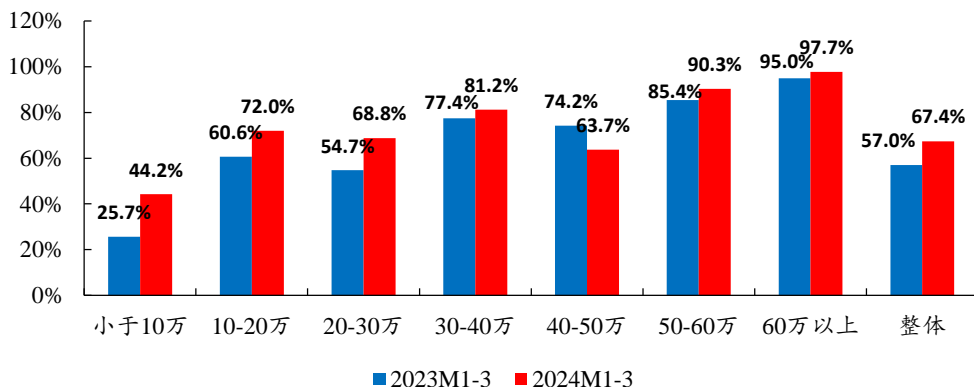
图18：汽车座椅厂商在智能化方向推出的产品（部分）



资料来源：JD Power 公众号、各公司官网、安道拓中国公众号、开源证券研究所

**需求端，**据 J.D. Power 对中国新车购买意向研究的调查，2023 年，71%的潜在购车者对“智能交互座椅联动”感兴趣，智能化座椅的需求在不断增长。2024Q1 乘用车智能座舱的渗透率为 67.4%，同比+10.4pcts，配置率显著提升，同时 20 万元以下车型的渗透率明显提升更多，呈现配置下探趋势，乘用车智能座舱在中低端市场配置率有望继续提高。

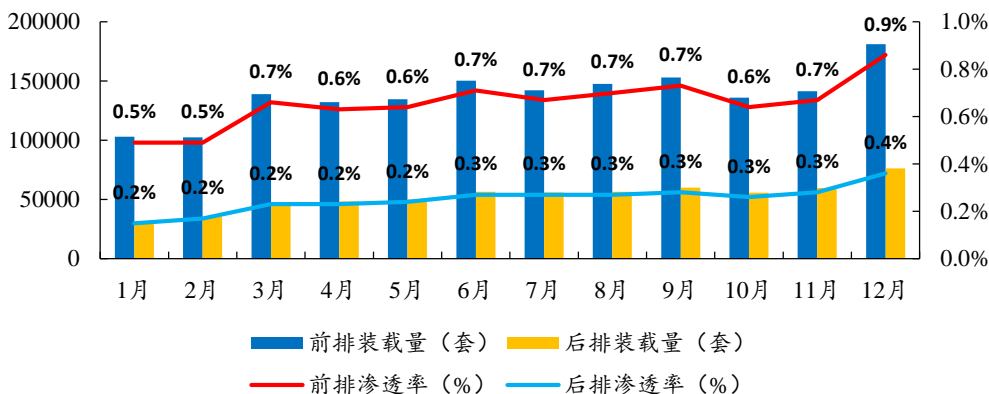
图19：各价格段乘用车智能座舱渗透率（%）均在提高，20万元以下提升比例更大



数据来源：盖世汽车社区、开源证券研究所

**前后排零重力座椅的渗透率都在提升。**以零重力座椅为例，该座椅结合了汽车座椅的安全性、舒适性、智能化和轻量化等特点，逐渐被车企搭载在中高端车型以及智能电动车型上，理想、问界、蔚来等新势力车企、奇瑞等传统车企以及宝马等高端车企均推出了标配或选配零重力座椅的车型，2023年12月前后排搭载零重力座椅的渗透率分别提升至0.9%和0.4%。以蔚来为例，女王副驾自2017年推出以来，持续升级，蔚来EC7的女王副驾可以智能联动座椅各模块，搭载记忆功能，可实现座椅通风加热按摩等功能，采用高比例超高强度钢的同时，相比普通高强度钢减重约25%，成为汽车行业新的风向。

图20：2023年国内前后排零重力座椅市场月度装载量（套）持续提升



数据来源：盖世汽车社区、开源证券研究所

表2：车企推出标配/选配零重力座椅的车型整理（部分）

车企性质	品牌	车型	整车售价(万元)	上市时间	座椅售价	座椅情况	位置
豪华车企	宝马	i7	94.90-189.90	2023M8	全系标配	调节角度：靠背48°；坐垫27°；腿托3°	后排
新势力车企	问界	M9	46.98-56.98	2023M12	2万元 (Ultra版标配)	双电动扶手、10点全背按摩、14向电动调节	二排
	蔚来	EC7	45.80-54.80	2024M2	全系标配	120°零重力姿势、18向调节	前排
	理想	L9	40.98-43.98	2024M3	全系标配	最大140°躺角、16点按摩、零压	二排

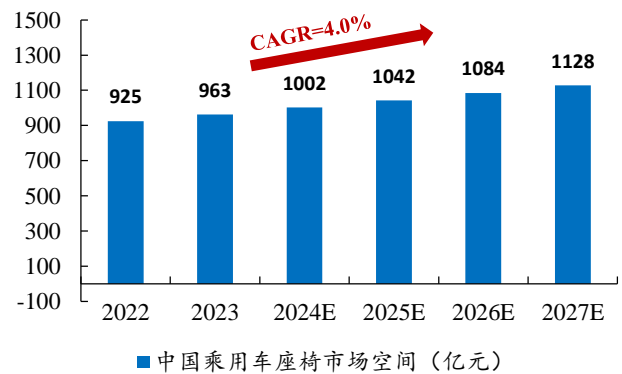
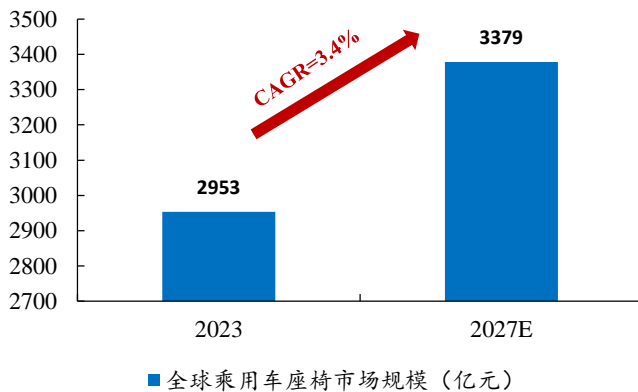
品牌	车型	价格区间	上市时间	配置/价格	按摩/调节功能	位置
享界	S9	39.98-49.98	2024M8	2万元 (Ultra 版标配)	12 向电动调节和一键开启、8 点按摩	后排
蔚来	ES6	33.80-39.60	2024M2	8500 元	最大 160°躺角、22 向调节、8 点按摩	前排
小鹏	G9	26.39-35.99	2023M9	尊享套装 1 万元 (702 Max 版本及以上标配)	最大 140°躺角、6 向电动调节、10 点按摩	前排
智界	S7	24.98-34.98	2024M4	1 万元	16 向电动调节、10 点式按摩、10 层舒适叠层丝云座椅	前排
问界	新 M7	24.98-32.98	2023M9	后驱 PLUS 版 6 座及以上标配	14 向电动调节、8 点按摩	二排
传统车企	奇瑞 瑞虎 8L	14.77-17.99	2024M8	尊贵版标配 (15.99 万元)	10 点按摩、4 向电动调节	前排

数据来源：各品牌官网、各品牌公众号、电动星球公众号、AutoLab 公众号、开源证券研究所

预计 2027 年国内乘用车座椅市场规模达 1128 亿元。据 GII 预测，2027 年全球乘用车座椅市场空间将达到 3379 亿元，2023-2027 年 CAGR 为 3.4%；据盖世咨询预测，2022 年，国内乘用车汽车座椅市场规模为 925 亿元。随着乘用车销量的增长，2023 年我国乘用车座椅市场增长至 963 亿元。未来，随着乘用车销量的增长叠加座椅单车价值量的提升，乘用车座椅市场空间将进一步扩大，预计将在 2027 年达到 1128 亿元，2023-2027 年 CAGR 为 4.03%，高于全球乘用车座椅市场规模的增速。

图21：预计 2027 年全球乘用车座椅市场规模将达到 3379 亿元

图22：国内乘用车座椅市场空间有望达千亿元



数据来源：GII、开源证券研究所

数据来源：盖世咨询、开源证券研究所

### 2.3、行业壁垒高+外资集中度高，国内优质企业逐步替代

乘用车座椅行业进入壁垒较高，主要体现在技术、品牌、资金三个方面。这些壁垒具体反映在工业技术水平、响应速度和成本控制能力等核心竞争要素上。座椅总成的研发难度较大，并且厂商需要根据整车厂的要求进行定制化研发和持续改进。同时，汽车座椅的认证体系不仅复杂，认证周期长，而且标准极为严格。此外，乘用车座椅总成价值量大，因此资金投入规模较大，对于新进入的企业而言，这些往往是其短板。高行业壁垒的特性导致乘用车座椅竞争格局相对固化，市场份额主要集



中在少数厂商手中。

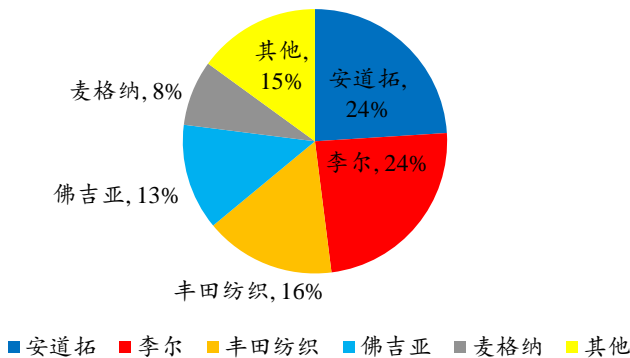
表 1: 汽车座椅行业进入壁垒分析

进入壁垒	详细内容
技术壁垒	汽车座椅是十分重要的安全件，需要高水平的研发设计能力与专业化连贯生产。一方面，汽车座椅的各个零部件专业性较强，企业需要在材料性能、加工精度、定制设计、生产工艺等方面拥有成熟的技术储备；另一方面，在中国汽车产业“新四化”背景下，客户需求日趋多样，产品开发周期加快，企业要具备持续提升技术水平和工艺水平的能力，这对公司的技术储备、人才储备与研发环境都有较高的要求，从而对行业新进入企业形成了较高的壁垒。
品牌壁垒	首先，座椅厂商在新车型开发的介入时点较早，与整车厂同步开发，研发设计周期长，合作粘性大；其次，供应链稳定性要求高，足够的生产规模才能保证供货稳定性，车企客户在项目早期优先选择大品牌的座椅供应商。座椅作为车辆的重要考察点，车企优先倾向于品牌保障企业，从而保证产品一致性和稳定生产，对新进入企业品牌壁垒很高。
资金壁垒	汽车座椅行业属于资金密集型行业，生产成本主要为原材料成本和经营成本。其中，定制开发、产品生产、试验检测等环节的资金投入规模较大，原材料及成品安全库存储备等也存在较高资金需求。此外，座椅生产流程较长，对应信用期限相对较长，对配套供应商造成较大的流动资金压力，新进入企业面临资金壁垒。

资料来源：继峰股份公司公告、开源证券研究所

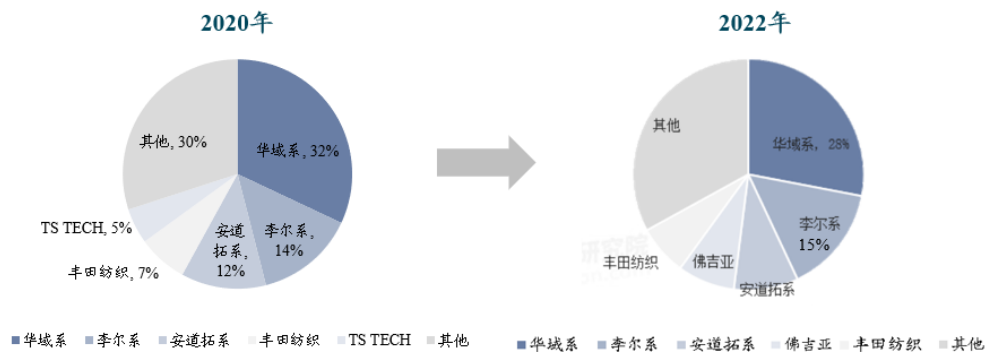
汽车座椅竞争集中度较高，由外资主导。全球视角来看，2020 年全球汽车座椅 CR5 超过 80%，其中，排名前三的是安道拓、李尔、丰田纺织，市占率分别为 24%、24%、16%；据李尔官方披露，2023 年李尔全球市占率为 25%，全球第二。国内视角来看，2020 年行业龙头华域系（延锋）市占率为 32%，2023 年国内其他整车厂的份额有所提升，但 CR2 仍超 40%，行业集中度较高。

图23：2020 年全球汽车座椅集中度较高



数据来源：Marklines、开源证券研究所

图24：华域汽车为国内汽车座椅龙头，2022年市占率为28%



数据来源：Marklines、华经产业研究院、开源证券研究所

本土厂商正逐步崛起并进入乘用车座椅行业，国产替代进行时。乘用车座椅的技术难度和行业进入壁垒较高，国产替代面临较大挑战，但一些国产零部件供应商已成功实现破局。我们对这些企业进行了复盘，总结出零部件厂商除了具备资金、技术、品牌优势外，在业务突破上采用的几种方式，有的厂商甚至多措并举：**依托整车厂起步、并购成熟外资企业、从商用车座椅业务逐步转向乘用车座椅业务、从国内新势力客户开始合作。**

**(1) 延锋：**一汽集团旗下+与国际座椅龙头成立合资公司，获客户和技术赋能。延锋成立于1994年，1997年与安道拓合资成立延锋安道拓，分别持有50.01%和49.99%的股份。经多年发展，延锋安道拓已建立了独立、完整的汽车座椅研发及制造体系，并拥有广泛的整车客户基础，产品线包括整椅、座椅骨架、发泡、头枕、顶饰等；2021年，延锋收购了安道拓在合资公司中的全部股份，实现全面自主可控；2022年，华域系在国内座椅市场的占有率位居第一，达到28%。**(2) 一汽富维、诺博汽车、广州华智、舒茨曼：**分别依托一汽集团、长城汽车、广汽乘用车、吉利集团成立；**(3) 天成自控、双英集团、继峰股份：**天成自控和双英集团从商用车座椅业务逐步转向乘用车座椅业务，客户从国内新势力车企入手；继峰通过并购海外百年商用车座椅领先企业格拉默，获技术和客户资源赋能，从而进入乘用车座椅总成领域。

值得一提的是，近几年电动智能化趋势为汽车零部件带来了国产替代的窗口期，新晋独立第三方供应商主要通过本土第三方供应商先进入新势力车企的供应链，后逐步向燃油车、豪华车客户拓展。

表3：国内外乘用车座椅代表企业

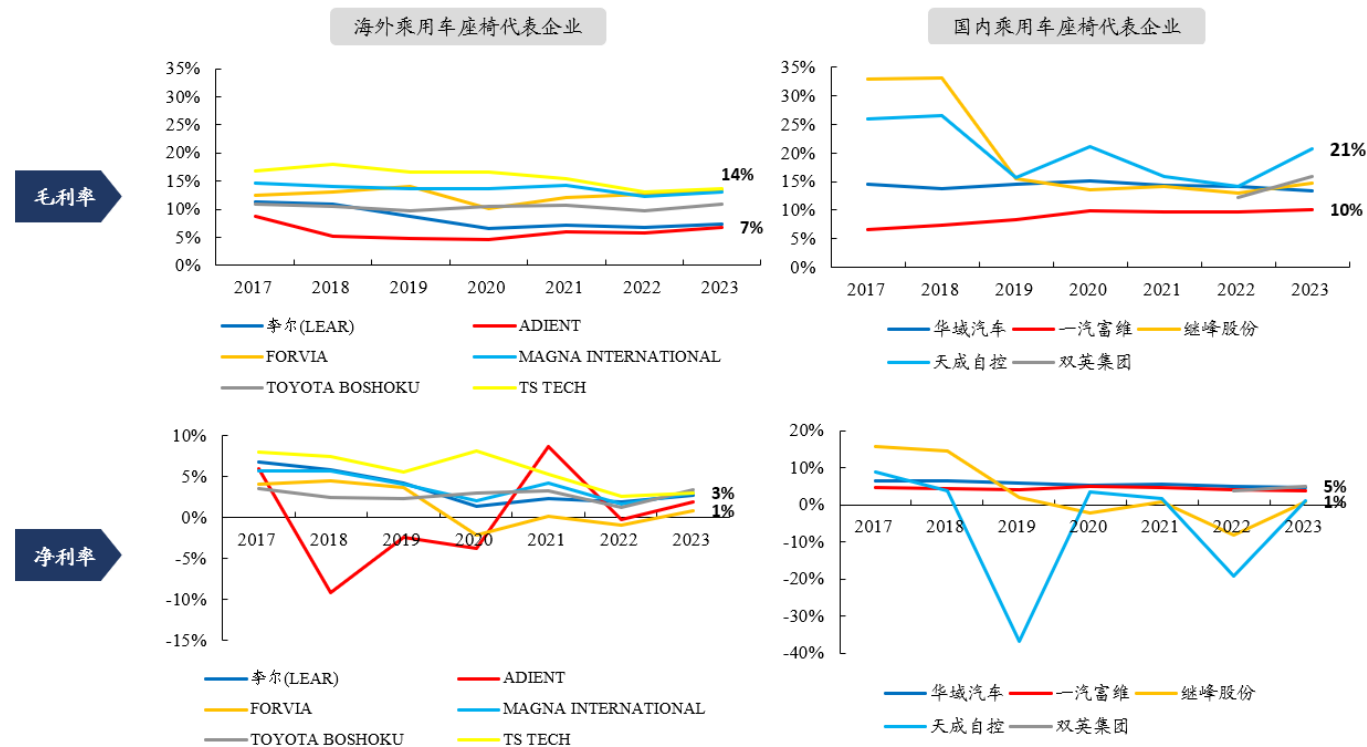
国家	企业	成立/切入座椅时间	主营业务	乘用车客户	经营情况	关联整车厂
美国	安道拓(原江森自控)	1985年	乘用车座椅及相关零部件、商用车座椅	宝马、奔驰、福特、通用、本田、现代、捷豹路虎、起亚、北汽、长安、吉利等	在全29个国家/地区的200多家制造/装配工厂拥有7万+名员工	独立第三方厂商
	李尔	1917年	汽车座椅、配电/连接系统、电池断开装置	通用、奔驰、斯特兰蒂斯、大众、福特、吉利、小米、比亚迪等	在38个国家/地区的265家制造/装配工厂拥有18万+名员工	独立第三方厂商
法国	佛瑞亚(原佛吉亚)	1914年	座椅、内饰绿动智行、电子、照明、生命周期解决方案	大众、斯特兰蒂斯、雷诺、福特、戴姆勒、比亚迪、奇瑞等	拥有15万+名员工,2023年项目数达1000个	独立第三方厂商

加拿大	麦格纳	1957年	乘用车/商用车的座椅及内外饰、电子系统、动力总成与视觉技术、底盘等	阿斯顿马丁、法拉利、戴姆勒、宝马、博格沃德、华晨中国、奇瑞、比亚迪、长城、小鹏等	在28个国家设有345家制造工厂，拥有17万+名员工	独立第三方厂商
日本	丰田纺织	1918年	乘用车和商用车座椅、汽车内外饰件等	丰田集团	布局美、亚、欧和非洲，91家公司，5万+员工	丰田集团旗下
	提爱思(TS TECH)	1954年	汽车座椅及内饰件、摩托车座椅及相关零部件	丰田集团	布局美、亚、欧和非洲，1.4万+员工	丰田集团旗下
中国	延锋	1994年	汽车内饰、座椅、外饰、座舱电子、被动安全、智能产品	大众、通用、奥迪、宝马、奔驰、特斯拉、上汽系、华晨宝马、东风日产、吉利、比亚迪、奇瑞等	在20个国家有240多个制造基地和研发中心，拥有5万+名员工	上汽旗下华域汽车的全资子公司
	继峰股份	1996年	乘用车座椅及内饰件、商用车座椅	奥迪、宝马、戴姆勒、捷豹路虎、保时捷、大众、凯迪拉克、特斯拉、本田、一汽、红旗、比亚迪、吉利、蔚小理等	在20个国家拥有14个研发中心和超过80家控股子公司，1.8万+员工	独立第三方厂商
	一汽富维	1993年	汽车座舱系统、外饰系统、智能视觉、低碳化业务、衍生业务	一汽集团、奔驰、宝马、沃尔沃等	全国有五大生产基地，近47家下属企业，2万+名员工	一汽集团旗下
	诺博汽车	1994年	汽车内外饰、座椅、橡胶、汽车电子	宝马、捷豹路虎、现代、上汽乘用车、上汽大通、长安、长城等	12个研发中心，26家制造工程，1.2万+员工	2018年从长城汽车旗下独立
	天成自控	1984年	商用车和乘用车座椅、骨架及机构件、发泡面套等	大众、科莱威、斯柯达、上汽、比亚迪、蔚小理、东风、奇瑞等	3个研发中心，18个产业基地，2600+名员工	独立第三方厂商
	双英集团	2002年	汽车座椅系统、内饰系统、底盘系统	上汽通用五菱、长安汽车、吉利汽车、长城汽车、东风柳汽、比亚迪、东风小康等	印尼和中国11城16基地，2800+名员工	独立第三方厂商
	广州华智	2016年	汽车座椅总成	广汽埃安、广汽传祺	拥有中国和泰国基地，500+员工	广汽乘用车旗下
	舒茨曼	2017年	汽车座椅、座椅骨架、泡沫塑料	吉利	200+员工	吉利集团旗下

资料来源：各公司官网、各公司官方公众号、各公司公告、Marklines、盖世汽车社区、开源证券研究所

**目前，跨国汽车零部件巨头正面临重大挑战。**尽管海外乘用车座椅的龙头企业在营收上普遍超过国内同行，但其毛利率和净利率却普遍低于国内领先企业，主要系近年来受到俄乌冲突、欧洲能源危机、全球经济增长放缓和贸易摩擦加剧等宏观经济因素的影响。2024年上半年，由于菲斯克汽车破产以及捷豹、宝马、丰田等品牌车型的停产，麦格纳的净利润同比下降38%，促使其开始寻求中国整车厂的新订单。同时，李尔公司的净利润也下降了9%，而德国跑车座椅供应商 Recaro Automotive 的破产，进一步凸显了国际零部件公司所面临的困境。

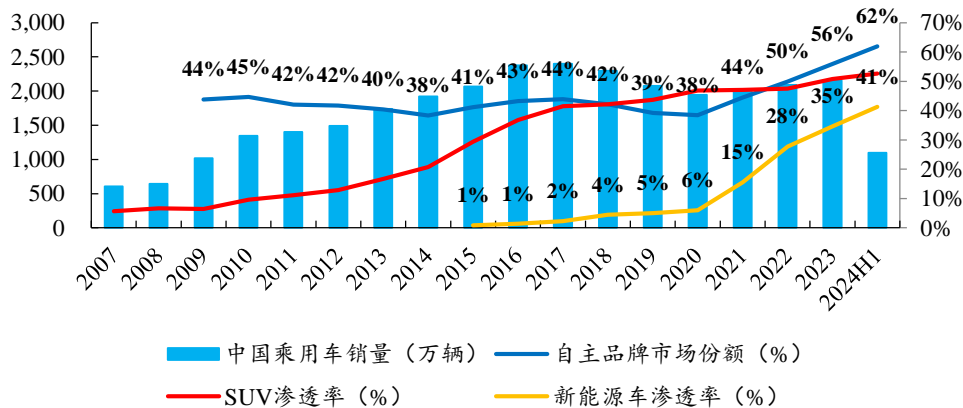
图25：国际乘用车座椅龙头企业的毛利率和净利率整体低于国内的代表企业



数据来源：Wind、佛瑞亚公司官网、开源证券研究所

自主品牌汽车崛起，本土座椅企业有望凭借自身优势持续国产替代。在此前的报告中，我们强调了我国自主品牌车企的崛起：2011-2017年，在SUV红利期下，本土车企以成本优势推出高性价比的车型脱颖而出；2021至今，电动智能化提速，2024H1新能源车渗透率提升至41%，蔚小理等新势力车企近年来销量呈现稳步向上突破的态势，比亚迪、长安汽车、吉利汽车等传统自主品牌适时把握电动智能化节奏，华为和小米切入汽车行业，以产品和营销为抓手，品牌持续向上，加速跑马圈地，2024H1自主品牌市占率高达62%。相比传统汽车厂商2-3年的研发周期，造车新势力的研发周期普遍在1.5-2年，智能电动车型在研发、设计时的迭代速度更快，对供应商及时响应提出更高的要求。而本土供应商有望凭借成本优势、更高的服务效率、更快的响应速度和日益精进的产品力乘势而上，积极配套我国自主品牌，加速国产替代。

图26：自主品牌受益SUV和电动智能化崛起



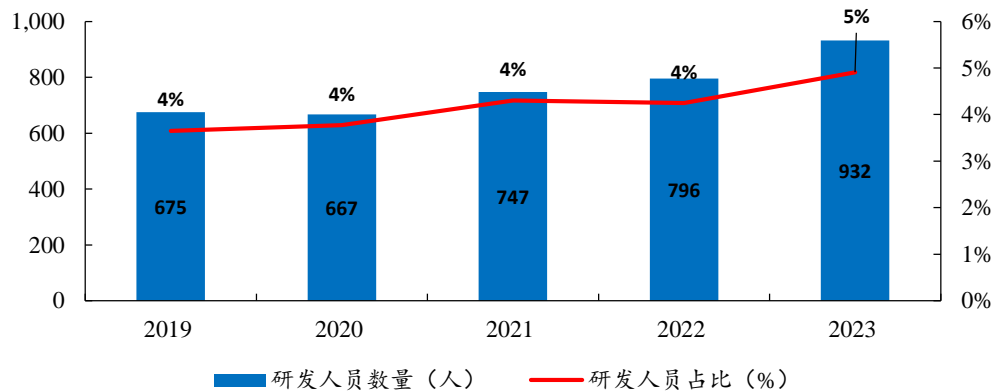
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、如何看待继峰股份的成长性？

#### 3.1、乘用车座椅：已实现业务破局，规模化效应初显

公司加强研发力度，提高乘用车座椅技术实力。随着消费者对汽车品质和舒适度的要求日益提升，乘用车座椅制造商的技术水平和研发能力成为了市场竞争的核心。公司正不断加大研发投入，2023年公司研发人员占比提升至5%，同比+0.66pcts，同时还持续引进平均12.5年座椅行业经验的中高端座椅研发技术人员，截止2024H1，乘用车座椅研发人员较2022年年末增加约130人（不含外服人员），且乘用车座椅申请专利累计110余项。此外，公司收购格拉默（1985年进入乘用车座椅领域）后，通过整合其优质研发资源，进一步增强了自身的研发能力。

图27：公司持续加强研发投入



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司陆续获得中高端乘用车新项目定点，客户结构逐渐多元化。公司相继斩获蔚来、理想、一汽大众、奥迪、宝马等多家主机厂中高端乘用车座椅总成项目定点，目前的客户矩阵已覆盖燃油车和新能源，涵盖中、高档品牌及豪华品牌，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等多样化客户布局，市场布局已从中国扩展到欧洲和东南亚，市场基础逐渐稳固，截至2024年上半年，公司已获得18个乘用车座椅定点，累计生命周期总金额超800亿元。随着高质量订单的持续落地，公司乘用车座椅产品将迈向新的台阶。

表4：公司持续获乘用车新项目定点

配套车企	项目定点主体	配套车型个数 (个)	配套产品	预计量产时间	生命周期 (年)	预计贡献收入 (亿元)
BMW AG (德国宝马)	格拉默继峰 (德国)	全新平台的乘用车	前后排整椅	2027H2	8	120
某头部主机厂 H	/	新能源车*1	前后排整椅	/	/	3
某头部主机厂 G	/	燃油车*1	前排整椅	/	/	10
	继峰座椅(合肥)	/	前排整椅	2026M2	7	14
某头部主机厂 F	格拉默(哈尔滨)	/	前后排整椅	2025M11	6	27
某新能源汽车 主机厂 E	宁波继峰	/	前中后排整椅	2025M7	6	30

某头部传统汽车 主机厂 D	宁波继峰	高端品牌	前中后排整椅	2025M1	5	50
一汽大众	格拉默(哈尔滨)	探岳(燃油车)	前后排整椅	2024M11	8	57
奥迪汽车	格拉默(上海)	奥迪 eQ5、eQ6、E6 (新能源车)	前后排整椅	2024M12	7	80-100
某新能源汽车 主机厂 C	宁波继峰	新能源车*1	前后排整椅	/	5	18-25
	/	新能源车*1	后排整椅	/	/	15
某新能源汽车 主机厂 B	宁波继峰	新能源车*1	前中排整椅	2024M10	5	78
	宁波继峰	新能源车*1	前后排整椅	/	4	58
	宁波继峰	新能源车*1	前后排整椅	/	/	130-150
	宁波继峰	新能源车*1	前排整椅	/	/	60
造车新势力品牌 主机厂 A	/	新能源车*1	中后排整椅	/	/	17
	宁波继峰	新能源车*2	前后排整椅	2023M1	/	40

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**公司积极扩大产业布局，建设乘用车座椅生产基地。**2024H1，国内的乘用车座椅生产基地中，合肥基地（一期）、常州基地已建成投产，宁波、长春、天津、北京、福州、义乌、芜湖基地已完成布局并投入建设，公司国内的产业布局进一步完善。同时，公司与格拉默一同探索座椅业务全球化布局，将在欧洲、东南亚建设乘用车座椅生产基地。2024 年上半年，公司成功向特定对象发行股票募集 11.83 亿元，用于合肥、长春、宁波的项目和补流，达产后预计将增加 80 万套乘用车座椅产能，提高产能规模和供应能力。同时，募投项目涉及的客户均要求乘用车座椅总成产品配备例如零重力、座椅按摩、座椅加热、电动调节等智能高端化配置，而宁波北仑基地也将针对自适应座椅、零重力座椅进行研发实验，利于提升公司座椅产品单车价值。

**表5：多个项目助力公司向汽车座椅总成供应商的转型升级**

序号	项目名称	项目投资 总额	建设期	生产规模	预计达产 收入	预计达产 毛利率	预计达产 净利率	备注
1	合肥汽车内饰件生产基地项目	7.06 亿元	5 年	60 万套乘用车 座椅	48.00 亿元	10.4%	5.3%	/
2	长春汽车座椅头枕、扶手 及内饰件项目	3.95 亿元	3 年	20 万套乘用车 座椅、120 万套 汽车内饰件	19.92 亿元	14.2%	5.8%	/
3	宁波北仑年产 1000 万套 汽车出风口 研发制造项目	7.62 亿元	2 年	1000 万套出 风口	17.29 亿元	28.2%	8%	同时新建座椅实验及研发中心：自适应座椅、零重力座椅、座椅小机构件等
4	补充流动资金	5.40 亿元	/	/	/	/	/	/
	合计	24.03 亿元	/	/	/	/	/	/

数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：截至 2023 年募集说明书签署日，合肥项目预计剩余 35 个月的建设期）

**募投项目基地可辐射多家主机厂。**合肥基地可辐射蔚来、大众安徽、比亚迪、长安、江淮等整车厂，长春可辐射红旗、解放、奥迪新能源等，而宁波工厂可辐射上汽、比亚迪、极氪等车企。随着汽车行业全球化发展日臻成熟，整车厂要求汽车零部件厂商能就近提供配套，以减少物流和库存等支出，因此募投项目在交付原座椅客户订单的同时，还可以加强与附近其他整车厂的联系，为未来订单的获取做铺垫。

表6: 公司募投项目基地附近的主机厂情况

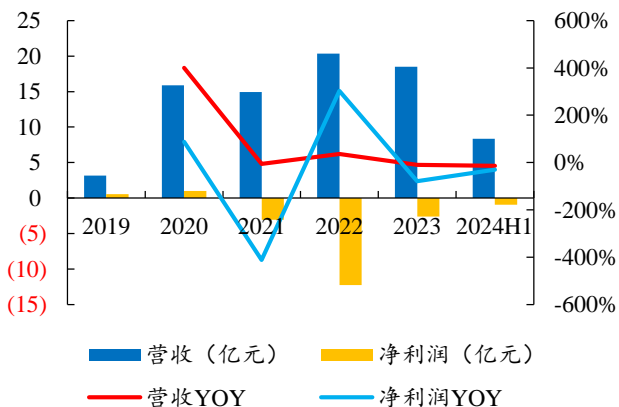
基地	附近主机厂
合肥	江淮、蔚来、大众安徽、比亚迪、长安等
长春	红旗、解放、奔腾、大众、丰田等, 在建的奥迪新能源整车工厂
宁波	上汽大众、吉利、极氪、长安等

资料来源: 公司公告、MF 材涂联动公众号、开源证券研究所

### 3.2、格拉默: 剥离美国 TMD+全面降本增效, 盈利能力向好趋势明显

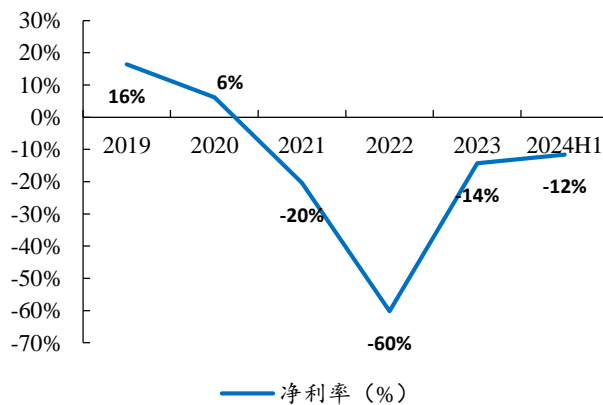
公司成功剥离美国 TMD, 格拉默分部盈利能力有望持续上修。TMD LLC(美国 TMD), 为格拉默的全资子公司, 主要业务为汽车和定制塑料模塑部件以及空气处理、冷却、内部硬装饰和驾驶舱模块, 2024H1 营收为 8.36 亿元, 约占格拉默美洲区收入比重的 33%。自 2021 年以来, TMD LLC 的净利润持续处于亏损状态, 2024 年上半年 TMD LLC 净利润为-0.97 亿元(格拉默美洲区 EBIT 约为-0.74 亿元), 净利率为-12%, 该业务为格拉默美洲区主要的亏损来源。为聚焦汽车座椅主业、提升格拉默分部的盈利能力, 公司拟以 4000 万美元的初始交易价格向 APC LLC 出售 TMD LLC 的 100% 股权, 预计亏损 2.8-3.8 亿元, 该项亏损仅影响公司 2024 年的财务业绩。随着 TMD LLC 的剥离, 格拉默海外区(欧洲区+美洲区)的利润水平将进一步提升。

图28: 2023 年以来, TMD LLC 的收入和净利润同比均呈现下降趋势



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

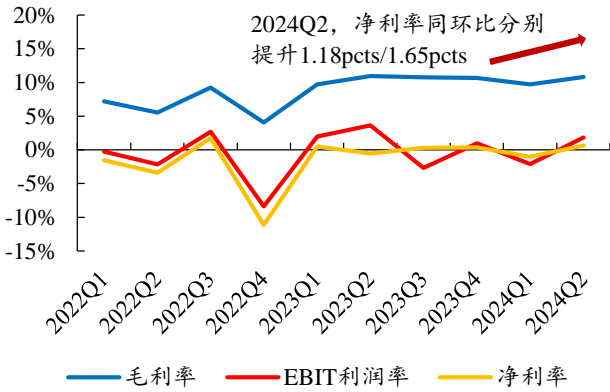
图29: 自 2021 年开始, TMD LLC 的净利率持续表现为负数



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

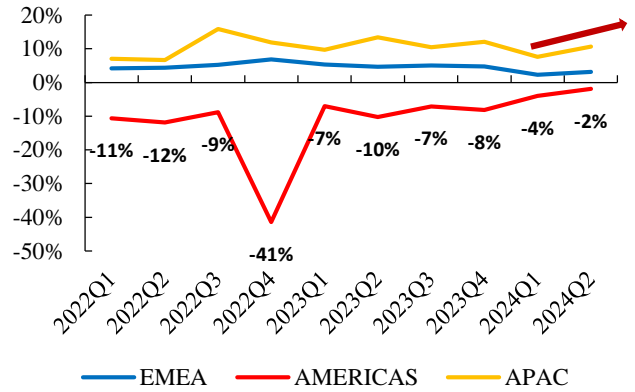
格拉默采取全面降本增效措施, 2024Q2 美洲区 EBIT 利润率同比实现扭亏。(1) 成本端: 继峰本部拥有较为完整的产品生产链, 产品自制率高, 因此格拉默与继峰本部签订联合采购协议, 在模具、支杆、泡沫发泡料等材料上赋能, 将采购转移向低成本区域, 并与客户协商原材料价格上涨的补偿机制, 同时深化工厂 VAVE。(2) 费用端: 重新调整组织架构和人员, 提高运营效率; 此外, 针对财务支出, 2024 年上半年公司完成国内低成本银行贷款置换格拉默高成本的 2 亿欧元贷款, 财务成本同比下降 0.6%。随着格拉默降本增效措施的持续推进, 利润端进一步优化, 2024Q2 毛利率/EBIT 利润率/净利率实现 10.83%/1.82%/0.63%, 环比均实现提升, 净利率同环比分别提升 1.18pcts/1.65pcts, 美洲区 EBIT 利润率同比+8.31pcts 至-1.91%, 同环比大幅度减亏。随着格拉默进入深度整合、海外汽车需求回暖和海外钢材价格回落, 格拉默利润有望得到持续修复。

图30: 格拉默利润水平缓慢提升中



数据来源: 格拉默官网、开源证券研究所

图31: 2024Q2 美洲区 EBIT 利润率同比大幅减亏

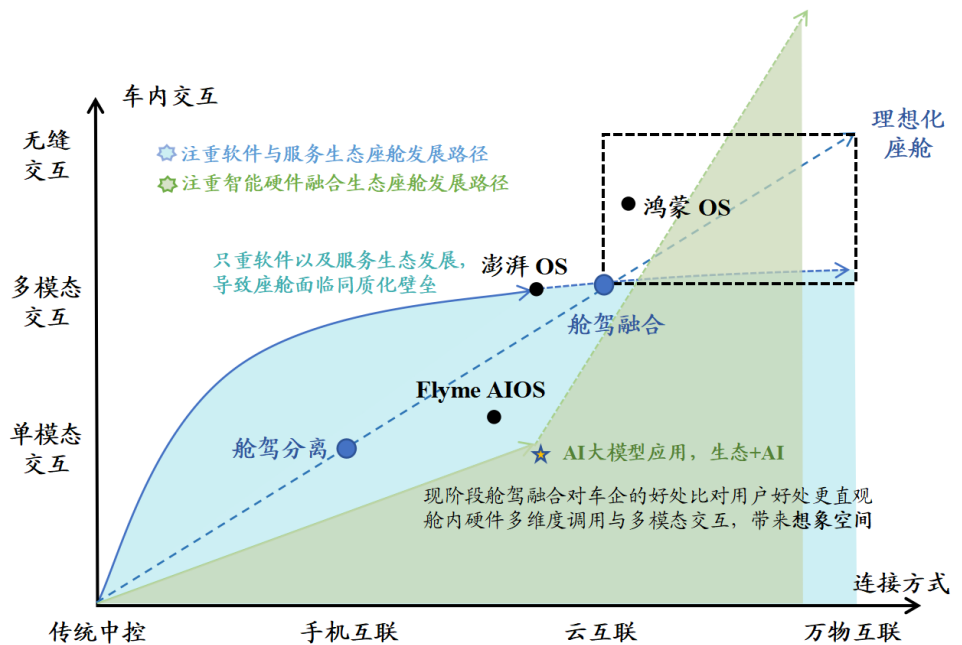


数据来源: 格拉默官网、开源证券研究所

### 3.3、中长期: 向高价值量产品拓展, 智能座舱业务打开长期发展空间

智能座舱加速渗透, 且朝着软硬件融合的方向发展。2023 年, 智能座舱渗透率突破 60%, 同时据 Canalys 预测, 中国市场智能座舱的渗透率将在 2025 年达到 80%。而智能座舱朝着满足消费者“泛化”需求方向发展, 即不止关注软件和服务, 同样注重智能硬件融合的生态座舱发展, 需要满足消费者对车内硬件调动及系统的广泛、多样化和个性化需求, 因此智能座舱硬件的需求将持续提升。

图32: 智能座舱向着满足消费者“泛化”需求方向发展



资料来源: Canalys、Intelligent Vehicle Analysis、开源证券研究所

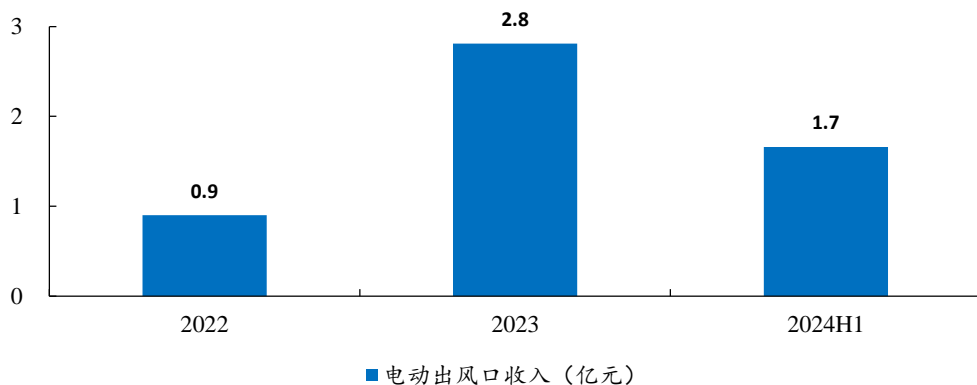
电动出风口业务将为公司收入提供新的增量。(1) 行业端: 电动出风口是能够实现触摸控制、语音控制、自动扫风、和仪表盘融为一体的新型出风口, 能够在收到智能芯片传感器或手机 APP、座舱屏幕、触控、手势控制、语言识别发出的指令后自动检测座舱内温度、湿度并进行多样化调节, 为驾乘人员提供更加智能和便捷的体



验。据中国汽车工业协会预测，2025 年我国整体汽车产销量将达到 3000 万辆，假设每辆车平均 4 只出风口的配置估算，2025 年我国汽车出风口市场规模将达到 1.2 亿只，而电动出风口的单套价值（550 元）是手动出风口的 4-5 倍，新增汽车销量+替代手动出风口，有一定的市场空间。汽车内饰功能件的电动化是智能化的基础，随着智能座舱的搭载量快速增加，电动出风口需求将进一步提升。

**(2) 公司端：**目前，公司已获大众、吉利、长城等客户的约 70 个项目定点，2024H1 出风口产品收入为 1.66 亿元，同比增速超 70%，EBIT 实现盈利。同时，据公司测算，宁波北仑出风口募投项目达产后毛利率和净利率分别实现 28.2%、8%，有望提升公司收入的同时，增厚利润。

**图33：电动出风口持续贡献收入**



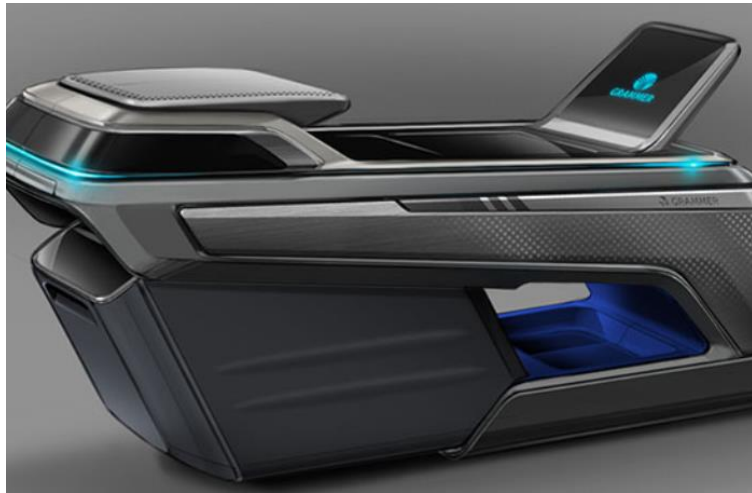
数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司积极拓展其他高附加值产品，车载冰箱累计获 7 个定点。公司还稳步推进隐藏式门把手和车载冰箱新兴业务，积极开发音箱头枕、睡眠头枕等高附加值产品，有望发挥与子公司格拉默的协同效应，进一步提升产品竞争力并打开更大的市场空间。同时，公司也正在快速布局高价值量更高的移动中控系统和汽车扶手业务，并通过积极开发电动车新客户为公司谋得更大发展机会。

**表7：截至 2024H1，公司车载冰箱产品已获 7 个项目定点**

序列	客户名称	车型数量 (个)	产品类型	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	某头部新能源汽车主机厂 C	1	压缩机	新能源
4	某头部新能源汽车主机厂 D	1	压缩机	新能源
5	某头部新能源汽车主机厂 D	1	压缩机	新能源
6	某头部新能源汽车主机厂 C	1	压缩机	新能源
7	某传统豪华车主机厂 E	1	压缩机	新能源

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图34：格拉默为新款奔驰 GLC 设计的数字化中控台**


资料来源：格拉默官网

#### 4、盈利预测与投资建议

继峰本部为座椅和扶手细分市场龙头，格拉默是全球商用车标准的制定者，收购格拉默后，双方在客户、产业资源和座椅技术上相互倾斜，公司成功实现从座椅零部件供应商向乘用车座椅供应商转型，乘用车业务已与全球主要整车厂商建立配套联系，同时公司以乘用车座椅业务为战略核心，凭借领先的产品质量、同步开发能力、响应速度快和成本低的优势，在千亿乘用车座椅市场，逐步实现国产替代。此外，随着继峰本部和格拉默分部的加速整合，以及格拉默加速推进全面降本增效措施，盈利能力预计将持续上修，因此我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 239.44、277.35、321.00 亿元；总营收增长率分别为 11.00%、15.83%、15.74%，综合毛利率分别为 14.83%、15.78%、16.93%。分业务情况如下：

**(1) 头枕/座椅扶手业务：**公司是全球座椅头枕和座椅扶手的细分龙头，头枕全球市占率超 25%，拥有成熟经验与产业资源，产品自制率较高，有望提升格拉默端的利润水平。由于公司的头枕和扶手市场份额较高，收入增速将随着全球汽车产销情况变动，同时公司头枕和扶手将为座椅总成业务赋能，预计增速有一定下降后保持稳增长的状态，因此我们预计 2024-2026 年头枕营收增长率分别为 3.70%、5.00%、4.50%，销售毛利率分别为 15.94%、16.35%、18.43%；座椅扶手营收增长率分别为 3.90%、5.20%、4.70%，销售毛利率分别为 18.25%、19.84%、20.39%。

**(2) 商用车座椅业务：**2024 年受欧洲和亚洲市场需求减弱的影响，全球商用车销量疲软，考虑到行业周期和宏观经济波动的情况，我们保守预计 2024-2026 年公司商用车座椅的营收增长率-5.00%、6.00%、4.00%，随着格拉默积极与客户协商原材料价格补偿机制，利润有望提升，我们预计销售毛利率分别为 16.83%、17.36%、17.58%。

**(3) 中控及其他内饰件业务：**受益于汽车电动智能化大势，持续导入新势力客户，同时公司隐藏式电动出风口、隐藏式门把手、车载冰箱（集成中控和扶手）持续获得定点，截至 2024 年上半年，出风口业务、车载冰箱在手项目定点分别实现约 70 个和 7 个，2024H1 出风口业务收入实现 1.66 亿元。此外，宁波北仑的出风口项目预计于 2025 年底贡献收入，达产后毛利率将达 28.20%，在提升公司收入的同时优化利润水平，因此我们预计 2024-2026 年中控及其他内饰件业务的营收增长率分别为 4.00%、5.50%、5.00%，销售毛利率分别为 11.93%、13.68%、14.84%。

**(4) 乘用车座椅业务：**公司在乘用车头枕、扶手等座椅零部件领域的制造经验和产业资源较为丰富，依托格拉默子公司的客户基础和技术赋能，于2021年进入乘用车座椅总成领域，并建设新生产基地，2023年5月即实现首个订单量产，2024H1亏损大幅收窄，“大步快跑”实现乘用车座椅业务的持续突破。截至2024H1，公司已获18个项目定点，客户覆盖蔚来、理想、一汽大众、奥迪、宝马等多家国内外知名主机厂，同时公司持续加码新产能布局，合肥（一期）和常州基地已建成投产，宁波在内的7个基地在建设中，公司也将在欧洲、东南亚建设基地，为订单的顺利交付保驾护航，进一步实现国产替代。乘用车座椅总成的单车价值量较高，且公司获得的订单较多并在稳定交付中，随着合肥60万套乘用车座椅项目的量产落地，规模优势凸显，结合公司积极推进降本增效措施，乘用车座椅业务的毛利率将持续提升。因此，我们预计2024-2026年营收增长率分别为213.47%、123.73%、70.71%，销售毛利率分别为8.00%、12.00%、15.00%。

**(5) 其他主营业务/其他业务：**占比较小，我们保守估计将保持稳定的增长，我们预计其他主营业务/其他业务2024-2026年营收增长率分别为10.00%、10.00%、10.00%/10.00%、10.00%、10.00%，销售毛利率分别为25.00%、25.00%、25.00%/15.00%、15.00%、15.00%。

**表8：公司业绩拆分与盈利预测**

业务板块	指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
头枕	营业收入（亿元）	40.14	39.75	46.82	48.56	50.98	53.28
	营收 YoY		-0.97%	17.81%	3.70%	5.00%	4.50%
	营业成本（亿元）	34.05	34.18	39.51	40.82	42.65	43.46
	毛利率	15.17%	13.99%	15.62%	15.94%	16.35%	18.43%
座椅扶手	营业收入（亿元）	16.17	17.31	21.77	22.62	23.79	24.91
	营收 YoY		7.01%	25.77%	3.90%	5.20%	4.70%
	营业成本（亿元）	13.45	14.42	17.93	18.49	19.07	19.83
	毛利率	16.83%	16.70%	17.62%	18.25%	19.84%	20.39%
商用车整椅	营业收入（亿元）	54.99	59.07	64.88	61.64	65.33	67.95
	营收 YoY		7.41%	9.84%	-5.00%	6.00%	4.00%
	营业成本（亿元）	47.18	50.75	53.84	51.26	53.99	56.00
	毛利率	14.21%	14.08%	17.01%	16.83%	17.36%	17.58%
中控及其他内饰件	营业收入（亿元）	52.70	60.64	72.77	75.68	79.85	83.84
	营收 YoY		15.05%	20.02%	4.00%	5.50%	5.00%
	营业成本（亿元）	46.82	54.58	64.45	66.65	68.92	71.40
	毛利率	11.16%	9.98%	11.44%	11.93%	13.68%	14.84%
乘用车整椅	营业收入（亿元）				20.53	45.94	78.42
	营收 YoY				213.47%	123.73%	70.71%
	营业成本（亿元）				18.89	40.42	66.66
	毛利率				8.00%	12.00%	15.00%
其他主营业务	营业收入（亿元）	3.60	2.07	8.52	9.37	10.31	11.34
	营收 YoY		-42.42%	311.19%	10.00%	10.00%	10.00%
	营业成本（亿元）	2.47	1.47	7.33	7.03	7.73	8.50
	毛利率	31.35%	28.81%	13.92%	25.00%	25.00%	25.00%
其他业务	营业收入（亿元）	0.72	0.84	0.95	1.05	1.15	1.27

营收 YoY		16.65%	13.77%	10.00%	10.00%	10.00%
营业成本 (亿元)	0.54	0.74	0.82	0.89	0.98	1.08
毛利率	24.48%	11.21%	13.91%	15.00%	15.00%	15.00%
<b>营业总收入 (亿元)</b>	<b>168.32</b>	<b>179.67</b>	<b>215.71</b>	<b>239.44</b>	<b>277.35</b>	<b>321.00</b>
<b>总营收 YoY</b>		<b>6.74%</b>	<b>20.06%</b>	<b>11.00%</b>	<b>15.83%</b>	<b>15.74%</b>
<b>营业总成本 (亿元)</b>	<b>144.51</b>	<b>156.16</b>	<b>183.89</b>	<b>204.03</b>	<b>233.77</b>	<b>266.93</b>
<b>综合毛利率</b>	<b>14.14%</b>	<b>13.09%</b>	<b>14.75%</b>	<b>14.79%</b>	<b>15.71%</b>	<b>16.85%</b>

数据来源：公司公告、开源证券研究所

继峰本部为全球汽车座椅头枕细分龙头，2019 年成功收购商用车座椅龙头格拉默，公司结合格拉默在汽车座椅总成方面的技术优势和客户资源，并凭借自身的同步开发能力、供应链资源和成本优势进入乘用车座椅行业，因此业务拓展至乘用车座椅和商用车座椅两大领域，因此考虑业务的相关性，我们选取**天成自控（汽车座椅）、上海沿浦（汽车座椅骨架总成）、岱美股份（汽车座椅头枕）**作为可比公司：

**(1) 天成自控：**公司是国内少有的拥有完整产业链的第三方汽车座椅总成供应商之一，业务分为工程商用车座椅业务、乘用车座椅业务和航空业务，2023 年乘用车座椅业务收入占比超 30%，已为上汽集团、北汽新能源、东风乘用车等品牌供货，同时获得比亚迪汽车、奇瑞汽车等企业的项目定点，已在郑州、南京、宁德、天台、武汉、滁州、合肥地区设立乘用车业务生产基地。

**(2) 上海沿浦：**公司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、闭锁等系统冲压件、注塑零部件，掌握设计和制造大型精密和高强度汽车冲压模具的能力，主要客户包括东风李尔集团、麦格纳、中国李尔、延锋智能、泰极爱思等国内外知名汽车座椅供应商。

**(3) 岱美股份：**公司主要产品为遮阳板、头枕、顶棚、顶棚中央控制器、扶手等汽车内饰件，2023 年头枕业务收入占总收入的 12%，客户覆盖国内外知名传统整车厂商、新势力车企和 Tier1 厂商，并获得通用、大众、Stellantis、福特、佛吉亚等整车厂和 Tier 1 的优秀供应商资质，具有一定可比性。

考虑到公司乘用车座椅订单持续交付且开始贡献收入，合肥基地（一期）和常州基地已建成投产，规模效应将凸显，业绩确定性较强；同时，随着 TMD LLC 的出售、格拉默整合进入“深水区”和海外市场的缓慢复苏，传统业务的盈利能力将提升，因此我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 0.63/8.11/12.99 亿元，对应 EPS 分别为 0.05/0.64/1.03 元/股，当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 237.8/18.5/11.5 倍。2024 年公司估值显著高于可比公司，主要系公司出售美国 TMD 预计亏损 2.8-3.8 亿元，对当年公司利润产生影响，属于合理范围；考虑到公司在中高端汽车整椅领域的成功突破，乘用车座椅业务拐点已至，同时随着公司持续获得国内外知名车企的新订单，全球替代潜力将逐步显现，因此 2025-2026 年的估值略高于可比公司，综上所述我们维持“买入”评级。

**表9：可比公司盈利预测与估值（截至 2024/9/23）**

证券代码	证券简称	最新收盘价（元）	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603085.SH	天成自控	7.71	30.62	0.7	1.8	2.5	43.7	16.7	12.1
605128.SH	上海沿浦	25.55	30.25	1.6	2.4	3.3	18.9	12.5	9.2
603730.SH	岱美股份	9.38	155.03	8.9	10.6	12.7	17.4	14.7	12.2
	平均						26.7	14.6	11.2
<b>603997.SH</b>	<b>继峰股份</b>	<b>11.83</b>	<b>149.78</b>	<b>0.6</b>	<b>8.1</b>	<b>13.0</b>	<b>237.8</b>	<b>18.5</b>	<b>11.5</b>

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：除继峰股份外，其余公司的盈利预测与估值来自 Wind 一致预期）

## 5、风险提示

**（1）宏观经济波动风险：**公司所属汽车和汽车零部件行业，该行业受宏观经济影响较大，若海外通胀回落放缓，汽车和汽车零部件的需求恢复也将受到影响。

**（2）原材料价格波动风险：**公司产品原材料占比营业成本高达 70%，原材料价格波动对公司业绩影响较大。而大宗商品价格受国际金融形势等因素影响，若波动幅度较大，将影响公司盈利的稳定性。

**（3）乘用车座椅下游客户放量不及预期风险：**公司切入乘用车座椅行业前期支出较大，包括研发支出和产能建设，截至 2024H1，公司已获得 18 个乘用车座椅定点，若下游车企销量不及预期，将对公司业绩产生不利影响。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	6877	8141	8065	10639	10434
现金	1163	1418	1574	1823	2110
应收票据及应收账款	2712	3762	3239	4903	4540
其他应收款	70	84	87	111	118
预付账款	154	141	89	216	161
存货	1825	1819	2067	2516	2337
其他流动资产	953	916	1008	1069	1168
<b>非流动资产</b>	8577	9811	9132	9221	9302
长期投资	11	10	-326	-325	-325
固定资产	3504	3862	4021	4387	4728
无形资产	1255	1342	1100	857	601
其他非流动资产	3807	4598	4336	4302	4297
<b>资产总计</b>	15454	17952	17197	19860	19735
<b>流动负债</b>	6884	9360	9066	11302	10268
短期借款	2135	2428	3593	3887	3355
应付票据及应付账款	2882	4278	3635	5435	4925
其他流动负债	1867	2654	1838	1981	1987
<b>非流动负债</b>	4794	4137	3611	3210	2794
长期借款	2990	2137	1611	1209	794
其他非流动负债	1804	2000	2000	2000	2000
<b>负债合计</b>	11678	13496	12677	14512	13062
少数股东权益	320	355	356	373	400
股本	1117	1161	1161	1161	1161
资本公积	3434	3738	3738	3738	3738
留存收益	-924	-720	-656	172	1498
<b>归属母公司股东权益</b>	3455	4101	4164	4975	6274
<b>负债和股东权益</b>	15454	17952	17197	19860	19735

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	1052	1648	956	1455	2477
净利润	-1463	208	64	828	1325
折旧摊销	624	665	608	680	786
财务费用	200	454	363	326	376
投资损失	-3	1	341	6	2
营运资金变动	-18	170	-421	-388	-18
其他经营现金流	1713	151	1	3	6
<b>投资活动现金流</b>	-824	-1222	-273	-778	-872
资本支出	853	1278	309	778	856
长期投资	940	211	336	-0	-1
其他投资现金流	-911	-155	-300	-0	-16
<b>筹资活动现金流</b>	-398	-281	-1692	-721	-786
短期借款	497	293	1165	293	-531
长期借款	-66	-854	-526	-401	-415
普通股增加	-2	44	0	0	0
资本公积增加	-8	305	0	0	0
其他筹资现金流	-818	-68	-2331	-613	160
<b>现金净增加额</b>	-243	199	-1009	-44	818

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	17967	21571	23944	27735	32100
营业成本	15616	18389	20403	23377	26693
营业税金及附加	48	55	64	74	85
营业费用	262	308	347	374	433
管理费用	1368	1713	1906	2052	2375
研发费用	376	422	479	541	610
财务费用	200	454	363	326	376
资产减值损失	-1567	-31	0	0	0
其他收益	23	50	28	31	33
公允价值变动收益	0	0	-0	-0	-0
投资净收益	3	-1	-341	-6	-2
资产处置收益	-5	-4	-4	-3	-4
<b>营业利润</b>	-1444	286	68	1012	1553
营业外收入	10	4	11	12	9
营业外支出	1	1	3	2	2
<b>利润总额</b>	-1435	289	76	1023	1560
所得税	28	81	11	195	235
<b>净利润</b>	-1463	208	64	828	1325
少数股东损益	-45	4	1	17	26
<b>归属母公司净利润</b>	-1417	204	63	811	1299
EBITDA	-514	1206	902	1946	2562
EPS(元)	-1.12	0.16	0.05	0.64	1.03

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	6.7	20.1	11.0	15.8	15.7
营业利润(%)	-945.6	119.8	-76.1	1379.4	53.4
归属于母公司净利润(%)	-1221.6	114.4	-69.1	1187.2	60.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	13.1	14.8	14.8	15.7	16.8
净利率(%)	-7.9	0.9	0.3	2.9	4.0
ROE(%)	-38.7	4.7	1.4	15.5	19.9
ROIC(%)	-11.6	3.6	2.3	8.9	12.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	75.6	75.2	73.7	73.1	66.2
净负债比率(%)	143.2	121.2	112.4	88.5	52.5
流动比率	1.0	0.9	0.9	0.9	1.0
速动比率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	1.3	1.4	1.5	1.6
应收账款周转率	7.3	6.9	7.1	7.0	7.0
应付账款周转率	6.1	5.3	5.3	5.3	5.3
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	-1.12	0.16	0.05	0.64	1.03
每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	1.30	0.75	1.15	1.96
每股净资产(最新摊薄)	2.74	3.24	3.29	3.93	4.96
<b>估值比率</b>					
P/E	-10.6	73.5	237.8	18.5	11.5
P/B	4.3	3.7	3.6	3.0	2.4
EV/EBITDA	-37.9	16.2	21.2	9.7	6.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn