

座椅领域细分龙头，总成业务发展迅速

——继峰股份(603997)首次覆盖报告

增持 | 首次评级

报告要点：

● 公司是全球商用车与乘用车内饰领域细分龙头

公司成立于1996年，主要产品涵盖乘用车与商用车两大领域。乘用车方面，公司产品主要有座椅头枕、扶手、中控系统、内饰部件、操作系统及热塑解决方案等；商用车领域则涵盖卡车、非道路车辆（牵引机、建设机械和叉车）以及火车、公共汽车座椅等产品。凭借创新设计、制造工艺、品质管控与优质服务，成为少数能为欧系、美系、日系及自主品牌整车厂供货的零部件商。目前，公司在全球20国共设有近70家控股子公司，已完成全球生产、物流与营销网络的搭建。

● 公司依托对格拉默的收购实现业务规模和产品矩阵的显著扩容

2019年，公司完成对德国上市公司格拉默84.23%股权的收购。公司通过取得格拉默控制权，有效增强研发实力，并实现自身业务领域的全球化延伸，公司自身市场知名度及影响力也进一步得到拓展。同时，借助该笔收购，公司凭借格拉默在全球汽车座椅总成领域的良好声誉和强大研发实力，成功实现了乘用车座椅总成业务从无到有的跨越性突破。

● 战略新兴业务进入快速放量阶段，公司基本面有望得到显著改善

目前，公司战略新兴业务已逐步进入业绩兑现期。其中，截至2025年1月，公司乘用车座椅总成在手订单已超20个，预计全生命周期销售总金额有望超900亿元。此外，公司隐藏式电动出风口与车载冰箱同样处于订单加速落地期。根据公司公告，截至2024年6月30日，公司隐藏式电动出风口与车载冰箱累计在手订单已分别达70个与7个。展望未来，我们预计公司战略新兴业务定点的陆续量产有望显著带动公司整体营收体量提升。

● 投资建议与盈利预测

预计2024-2026年，公司归属母公司股东净利润分别为：-4.87、5.24、8.47亿元，按照最新股本测算，对应基本每股收益分别为：-0.42、0.45、0.73元/股，按照最新股价测算，对应PE估值分别为-27.13、25.22、15.59倍。考虑到公司在国产汽车座椅总成细分领域的先发优势和规模优势。同时考虑到公司未来有望充分受益于汽车座椅的国产替代趋势及座舱智能化发展的大变局，看好公司中长期成长空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示

座椅总成市场竞争格局恶化风险、海外市场贸易摩擦的不确定性风险、业绩亏损的风险、控股股东及一致行动人股权质押风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	17966.80	21571.49	22864.40	25765.10	29487.26
收入同比（%）	6.74	20.06	5.99	12.69	14.45
归母净利润（百万元）	-1417.38	203.87	-486.91	523.84	847.48
归母净利润同比（%）	-1221.60	114.38	-338.83	207.59	61.78
ROE（%）	-41.02	4.97	-10.20	9.77	14.15
每股收益（元）	-1.22	0.18	-0.42	0.45	0.73
市盈率（P/E）	-9.32	64.80	-27.13	25.22	15.59

资料来源：Wind, 国元证券研究所

当前价：11.38元

基本数据

52周最高/最低价（元）：14.05 / 9.87

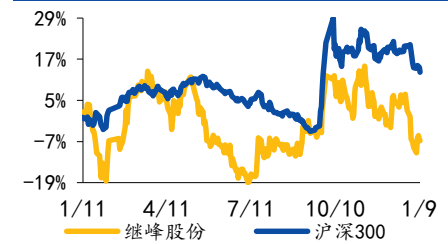
A股流通股（百万股）：1266.08

A股总股本（百万股）：1266.08

流通市值（百万元）：14407.95

总市值（百万元）：14407.95

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 刘乐

执业证书编号 S0020524070001

电话 021-51097188

邮箱 liule@gyzq.com.cn

分析师 陈烨尧

执业证书编号 S0020524080001

电话 021-51097188

邮箱 cheneyao@gyzq.com.cn

目录

1. 汽车座椅细分领域龙头，加速布局座椅总成制造	3
1.1 聚焦于汽车座椅领域的细分龙头企业	3
1.2 目前尚处于业务整合期，期待座椅总成业务放量带动业绩反转	8
2. 投资建议	10
3. 风险提示	12

图表目录

图 1：公司历史沿革	3
图 2：公司乘用车内饰产品线	4
图 3：公司商用车座椅产品线	4
图 4：公司截至 2024 年 9 月 30 日股权结构图	6
图 5：公司 2016 年至 2024 年前三季度营业收入（单位：百万元）	8
图 6：公司 2016 年至 2024 年前三季度归母净利润（单位：百万元）	8
图 7：公司 2019 年至 2023 年各类业务营收情况（单位：百万元）	9
图 8：公司 2019 年至 2023 年各类业务毛利率变化情况	9
图 9：2018 年至 2024 年前三季度公司四费占营业收入比重	10
表 1：公司座椅总成获取定点信息梳理	5
表 2：2019 至 2023 年格拉默欧洲、北美、亚太分部及总部部分财务数据（单位：百万欧元）	7
表 3：2018 年至 2024 年上半年格拉默账面价值变化情况（单位：百万元） ..	7
表 4：公司 2022 年至 2026 年业务拆分情况估计（单位：百万元）	11
表 5：公司盈利预测	12
表 6：可比公司估值（单位：百万元）	12

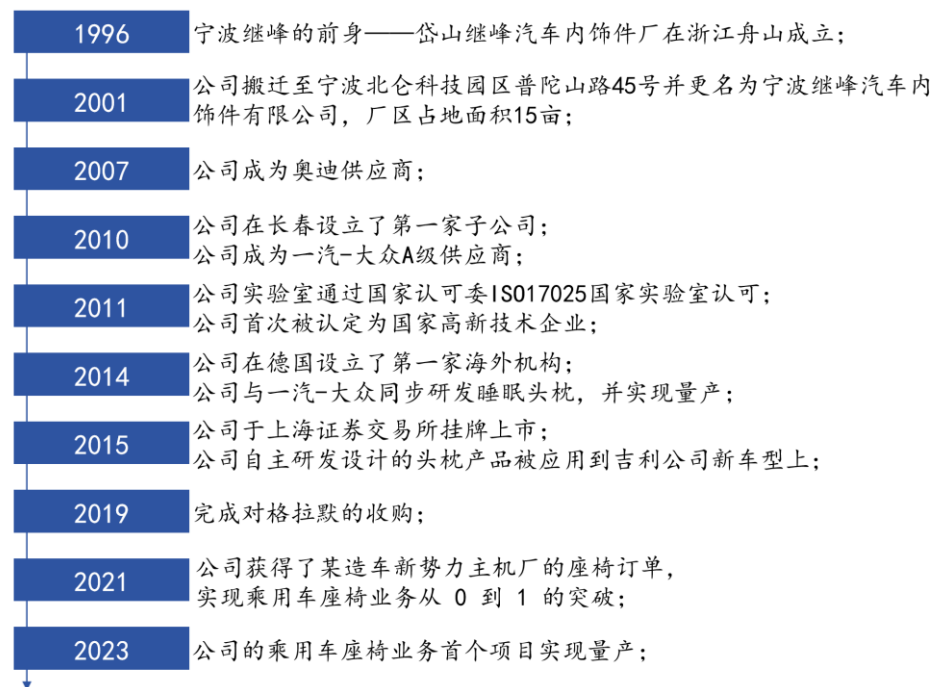
1. 汽车座椅细分领域龙头，加速布局座椅总成制造

1.1 聚焦于汽车座椅领域的细分龙头企业

公司是全球商用车与乘用车内饰领域细分龙头。宁波继峰汽车零部件股份有限公司成立于1996年，主要产品涵盖乘用车与商用车两大领域。乘用车方面，公司产品主要有座椅头枕、扶手、中控系统、内饰部件、操作系统及热塑解决方案等；商用车领域则涵盖卡车、非道路车辆（牵引机、建设机械和叉车）以及火车、公共汽车座椅等产品。凭借创新设计、制造工艺、品质管控与优质服务，成为少数能为欧系、美系、日系及自主品牌整车厂供货的零部件商。此外，为优化服务，公司在全球20国设有近70家控股子公司，搭建起全球生产、物流与营销网络。

以“技术为本”的发展理念铸就公司领先地位。自公司创立伊始，公司就秉持“简单、务实、高效”的核心价值观，持续深耕并专注于在汽车座椅及周边零部件领域不断创新技术、做精做专，并逐步受到全球评测机构与全球领先客户的广泛认可。2004年，公司成功通过法国BVQI的ISO/TS16949:2002认证，并于2009年获得ISO14001国际环境体系认证与测试中心通过ISO/IEC17025:2005实验室认证。此外，公司还得到大众、宝马、福特、吉利等多家主机厂实验检测资质认可，并荣获“全国机械工业先进集团”“浙江省技术创新能力百强企业”等诸多荣誉。同时，公司在2019年完成对全球汽车座椅巨头格拉默的收购后，实现研发资源有机整合，研发实力显著提升。截至目前，公司及控股子公司手握近2000项核心技术专利，是浙江省专利示范企业与国家知识产权优势企业。

图1：公司历史沿革



资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究所

图 2：公司乘用车内饰产品线



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 3：公司商用车座椅产品线



资料来源：公司公告，国元证券研究所

座椅总成业务近年来取得连续突破。目前，公司已成功实现从乘用车座椅零部件供应商向全球乘用车座椅总成供应商的转型，近年来在国内乘用车座椅总成定点与海外乘用车座椅总成定点方面连续取得从 0 到 1 的关键突破。公司乘用车座椅业务也已进入高质量订单加速落地期。截至 2025 年 1 月，公司乘用车座椅总成在手订单已超 20 个，预计全生命周期销售总金额有望超 900 亿元。

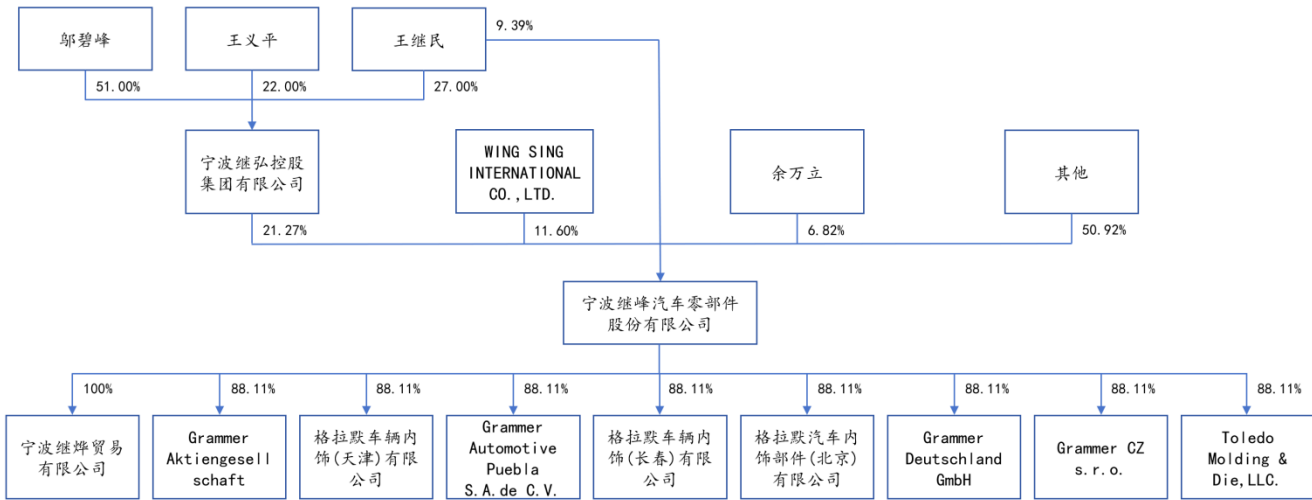
表 1：公司座椅总成获取定点信息梳理

序列	客户名称	车型数量 (个)	产品名称	生命周期总销售额 (亿元)	能源方 式
1	造车新势力品牌主机厂 A	2	前后排整椅	40	新能源
2	某新能源汽车主机厂 B	1	前后排整椅	130-150	新能源
3	某新能源汽车主机厂 C	1	前后排整椅	18-25	新能源
4	某新能源汽车主机厂 B	1	前中排整椅	58	新能源
5	奥迪汽车	3	前后排整椅	80-100	新能源
6	一汽大众	1	前后排整椅	57	燃油
7	某新能源汽车主机厂 B	1	前排整椅	60	新能源
8	某头部传统汽车主机厂 D	1	前中后排整椅	50	新能源
9	某新能源汽车主机厂 B	1	前中排整椅	78	新能源
10	某新能源汽车主机厂 B	1	后排整椅	15	新能源
11	德国宝马	1	前后排整椅	120	新能源
12	某头部新能源汽车主机厂 E	1	前中后排整椅	30	新能源
13	某头部主机厂 F	1	前后排整椅	27	新能源
14	某头部主机厂 G	1	前排整椅	14	新能源
15	造车新势力品牌主机厂 A	1	中后排整椅	17	新能源
16	某头部主机厂 G	1	前排整椅	10	燃油
17	某头部主机厂 G	1	前排整椅	33	燃油/混动
18	某头部主机厂 H	1	前后排整椅	3	新能源
19	某新能源汽车主机厂	1	中后排座椅	10	新能源
20	某头部主机厂	1	前排整椅	7.4	-
21	某新能源汽车主机厂	2	座椅总成	31	新能源

资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司股权结构集中稳定，有助于长期决策与战略规划的高效实施。截至 2024 年 6 月 30 日，继弘集团及其一致行动人 WingSing、王继民先生合计持有公司股份约占公司总股本的比例为 42.25%。其中，王义平先生、王义平先生之配偶邬碧峰女士及王义平先生之子王继民先生共同控制继弘集团，邬碧峰女士持有 WingSing 100% 股份。高度集中的股权有助于保障企业战略的贯彻执行，同时也为高效率、创新和敏捷等优秀企业特质提供了前提条件。此外，公司还具备较大的资本扩张空间，相较于同行业公司具备更强的资金壁垒，能够更好地应对科技革命和产业变革。

图 4：公司截至 2024 年 9 月 30 日股权结构图



资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：公司重要子公司信息来源于公司 2024 年半年度报告

公司依托对格拉默的收购实现业务快速腾飞，但在财务端亦受到较大业务影响。2019 年，公司通过其要约收购平台继峰投资实施过桥收购，完成了对于德国上市公司格拉默 84.23% 股权（合计 10,618,681 股）收购，实现了对于格拉默的控制，协议转让及要约收购对价合计为 498,199.70 万元。格拉默主要业务领域囊括乘用车座椅扶手、座椅头枕、中控系统以及商用车的座椅系统。同时，格拉默作为全球领先的车辆座椅内饰细分行业供应商，多年来致力于汽车内饰产品及商用车座椅系统的供应，拥有一套成熟的生产工艺流程，并建立有专业的产品研发系统，拥有强大的科研储备力量。公司通过取得格拉默控制权，有效增强研发实力，并实现自身业务领域的全球化延伸，公司自身市场知名度及影响力也进一步得到拓展。同时，借助该笔收购，公司凭借格拉默在全球汽车座椅总成领域的良好声誉和强大研发实力，成功实现了乘用车座椅总成业务从无到有的跨越性突破。

但与此同时，自 2021 年起，受全球公共卫生事件冲击、俄乌冲突的持续发酵、欧洲能源危机的不断加剧以及全球通胀形势的愈发恶化等多重不利因素叠加影响，格拉默公司的账面价值持续走低，并对公司的基本面产生了显著的负面影响。展望后续发展，我们预期随着海外汽车市场逐渐完成探底进程，格拉默的海外业务盈利能力也将有望迎来触底回升。

表 2：2019 至 2023 年格拉默欧洲、北美、亚太分部及总部部分财务数据（单位：百万欧元）

		2019	2020	2021	2022	2023
EMEA	Revenue	1115.3	965.8	1061.5	1131.4	1210.9
	EBIT	-	-8.7	43.3	58.6	60.1
	EBITmargins	-	-0.9%	4.1%	5.2%	5.0%
	CapitalExpenditure	-	36.7	46.2	36.0	40.2
Americas	Revenue	609.5	476.6	517.7	672.5	622.0
	EBIT	-	-34.5	-61.7	-125.8	-50.6
	EBITmargins	-	-7.2%	-11.9%	-18.7%	-8.1%
	CapitalExpenditure	-	16.2	21.1	19.7	17.1
APAC	Revenue	313.7	339.2	406.3	426.7	532.3
	EBIT	-	29.6	52.9	47.0	61.2
	EBITmargins	-	8.70%	13.0%	11.0%	11.5%
	CapitalExpenditure	-	11	35.7	21.5	27.5
格拉默 Group	TotalRevenue	2038.5	1710.7	1903.0	2158.8	2304.9
	Costofsales	-1807.1	-1585.4	-1727.7	-2018.3	-2062.1
	Grossprofit	231.4	125.3	175.3	140.5	242.8
	Sellingexpenses	-41.8	-37.8	-33.4	-28.9	-32.0
	Administrativeexpenses	-136.9	-148.3	-149.8	-202.2	-190.4
	Otheroperatingincome	21.9	14.6	26.7	45.7	21.6
	TotalEBIT	74.5	-46.1	18.9	-45.0	42.0
	FinancialResults	-20.4	-24.6	-12.2	-17.8	-32.8
	incometaxes	-20.1	6.0	-6.1	-15.8	-5.8
	Netprofit/loss	43.5	-64.7	1.0	-78.6	3.4
EBITmargins	3.65%	-2.69%	0.99%	-2.08%	1.82%	
Netprofitmargins	2.13%	-3.78%	0.05%	-3.64%	0.15%	

资料来源：格拉默官网，国元证券研究所

表 3：2018 年至 2024 年上半年格拉默账面价值变化情况（单位：百万元）

2018 年	2019 年	2019 年	2020 年	2020 年	2021	2021 年	2022	2022 年	2023 年	2023	2024 年上	2024 年上
末	变化	末	变化	末	年变化	末	年变化	末	变化	年末	半年变化	半年末
2820.79	-11.43	2809.36	75.3	2884.66	-	2595.19	-	1669.33	87.53	1756.86	-44.15	1712.71
					289.47		925.86					

资料来源：公司公告，国元证券研究所

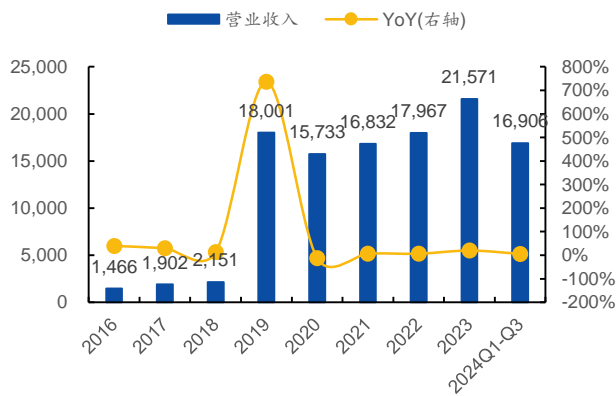
1.2 目前尚处于业务整合期，期待座椅总成业务放量带动业绩反转

公司营收维持稳定增长趋势，净利润波动较大。

营业收入方面，公司在2019年完成对格拉默的收购后实现营收体量的显著增长，2020年，受到全球公共卫生事件影响，当年营业收入同比下降12.6%至157.33亿元，2021年至2024年前三季度，公司实现营业收入连续增长，期间公司营业收入分别为168.32/179.67/215.71/169.06亿元，同比增速分别为7.0%/6.7%/20.1%/6.1%。

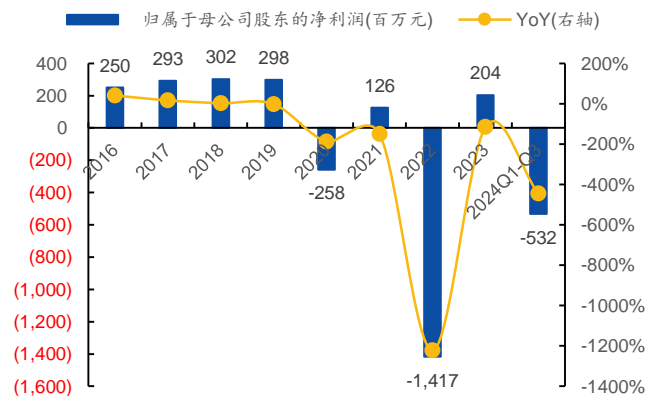
归母净利润方面，公司分别于2020年、2022年与2024年前三季度录得业绩亏损，其中公司2020年出现2.58亿元亏损，主要原因系全球经济下行及对格拉默进行重组的影响。2022年，随着俄乌冲突的发展、欧美对俄罗斯的制裁及俄罗斯进行的反制裁的持续，欧洲能源危机加剧，全球通胀局面进一步恶化，结合加息趋势，公司管理层判断商誉资产组出现减值迹象，对长期资产（含商誉）计提减值准备15.37亿元，致使公司当年归母净利润亏损较为严重。2024年，鉴于格拉默子公司TMDLLC的产品与公司其他产品协同效应不强，为聚焦主业，提升公司的核心竞争力，公司拟同意格拉默将TMDLLC出售。格拉默将TMDLLC出售之后，对公司和格拉默的当期利润表造成重大影响。据公司初步核算，预计公司亏损金额为2.8亿-3.8亿人民币。因此致使公司2024年前三季度出现5.32亿元亏损额。展望未来，伴随公司座椅总成、电动出风口、冰箱等战略新兴业务快速发展，同时海外逐步完成业务整合，带动公司盈利能力恢复到正常水平，我们预计公司归母净利润有望实现探底回升。

图 5：公司 2016 年至 2024 年前三季度营业收入（单位：百万元）



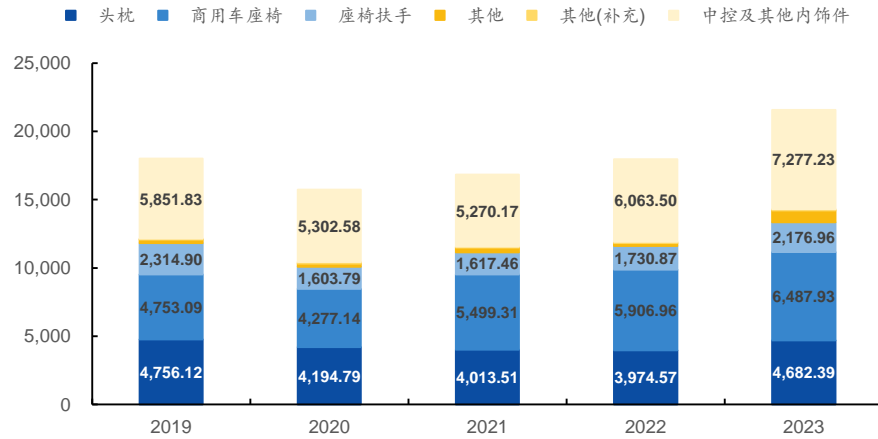
资料来源：Choice, 国元证券研究所

图 6：公司 2016 年至 2024 年前三季度归母净利润（单位：百万元）



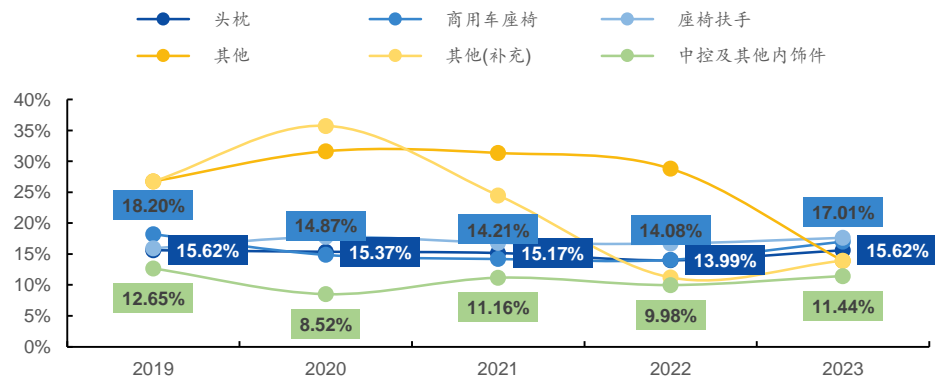
资料来源：Choice, 国元证券研究所

图 7：公司 2019 年至 2023 年各类业务营收情况（单位：百万元）



资料来源：Choice，国元证券研究所

图 8：公司 2019 年至 2023 年各类业务毛利率变化情况



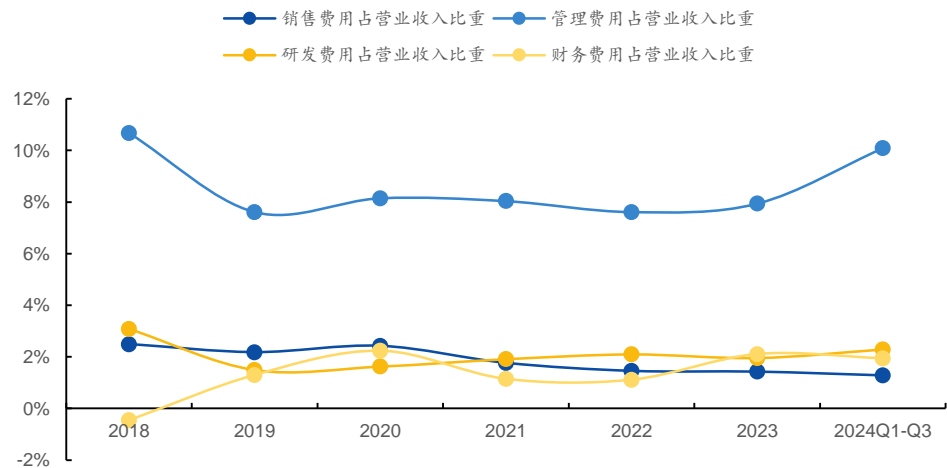
资料来源：Choice，国元证券研究所

公司近年来销售费用、财务费用、研发费用占比维持低位，管理费用占比常年维持高位：

销售费用方面：2018 年至 2024 年前三季度，公司销售费用占营业收入比重整体呈现逐年下降趋势，公司 2022/2023/2024 年前三季度分别为 1.5%/1.4%/1.3%；**财务费用方面：**公司财务费用占营业收入比重同样维持相对低位，公司 2022/2023/2024 年前三季度分别为 1.1%/2.1%/1.9%，公司于 2023 年起财务费用占营业收入比重出现小幅提升，主要原因系公司自 2022 年起资产负债率小幅提升 6.51pcts 至 75.57%，致使利息支出负担加重所致；**研发费用方面：**公司 2022/2023/2024 年前三季度研发费用占营业收入比重分别为 2.1%/2.0%/2.3%，整体处于低位，2024 年前三季度研发费用占比小幅抬升主要因为公司为拓展以乘用车座椅为核心的战略新兴业务而发生了较多的研发费用支出所致；**管理费用方面：**公司 2022/2023/2024 年前三季度研发费用

占营业收入比重分别为 7.6%/7.9%/10.1%，公司 2024 年前三季度管理费用高企主要因为今年以来格拉默进入整合“深水区”，为实现未来进一步盈利能力的改善而加大相关管理费用支出，同时由于以乘用车座椅业务为核心的战略新兴业务发展迅速，导致相关管理费用增加，展望未来，伴随格拉默整合完成，同时战略新兴业务逐步进入放量周期，公司管理费用占比高企情况有望得到改善。

图 9：2018 年至 2024 年前三季度公司四费占营业收入比重



资料来源：Choice，国元证券研究所

2. 投资建议

结合未来几年新能源汽车快速发展态势，同时我们预计伴随公司在建产能的逐步落地，公司市场占有率持续提升，预计公司 2024-2026 年收入分别为 228.64/257.65/294.87 亿元，同比增长 5.99%/12.69%/14.45%，其中：

(1) 继峰分部传统业务：营业收入方面：包括头枕、扶手在内的传统业务在经过多年的技术沉淀后，已逐步进入大众、宝马、戴姆勒、保时捷、菲亚特克莱斯勒、通用、福特等整车厂供应体系。展望未来，公司有望凭借其在该细分领域的领先地位，以及基于新材料、新技术、新功能的创新研发优势，实现市场份额的持续领先。但同时，受到合资客户销量影响，我们预计继峰分部传统业务营业收入整体呈现低速下降趋势，即继峰分部传统业务 2024 年至 2026 年营业收入分别为 29.00/28.13/27.29 亿元，对应同比变化-5.75%/-3.00%/-3.00%；**毛利率方面：**公司目前具备完整的产品生产链和高自制率，生产成本在行业内较低。同时，公司已实现冲压、发泡模具的全部自主设计和制造，并已掌握先进发泡工艺和配方技术。展望未来，我们预计 2024 年至 2026 年继峰分部传统业务毛利率有望维持在 27%水平；

(2) 格拉默分部业务：营业收入方面：在海外业务方面，目前格拉默欧洲与北美仍处于整合阶段，同时全球汽车市场整体仍处于恢复期。因此，我们预计格拉默在北美和欧洲的营业收入将保持中低速增长甚至低速负增长。格拉默亚太方面，得益于完成

收购后在国内业务方面的协同效益，格拉默亚太近年来保持营业收入高速增长。根据格拉默年报，格拉默亚太 2021 至 2023 年营业收入分别同比增长 19.8%/5.0%/24.7%，展望未来，我们预计格拉默亚太有望伴随着业务协同的持续深入实现持续增长。结合格拉默三大区域的经营状况，我们预计格拉默分部 2024 年至 2026 年营业收入分别为 173.89/171.83/174.11 亿元，对应同比变化分别为-1.88%/-1.19%/1.32%。**毛利率方面：**我们假设格拉默有望维持当前盈利水平，并伴随海外业务完成整合实现盈利水平小幅提升，即格拉默分部 2024 年至 2026 年毛利率分别为 11.00%/13.00%/13.00%；

(3) 继峰分部新兴业务：公司战略新兴业务主要包含乘用车座椅总成、隐藏式电动出风口和车载冰箱等。其中公司乘用车座椅业务正处于高质量订单加速落地期。截至 2025 年 1 月，公司乘用车座椅总成在手订单已超 20 个，预计全生命周期销售总金额有望超 900 亿元。此外，公司隐藏式电动出风口与车载冰箱同样处于订单加速落地期。根据公司公告，截至 2024 年 6 月 30 日，公司隐藏式电动出风口与车载冰箱累计在手订单已分别达 70 个与 7 个。结合公司战略新兴业务的在手订单及智能座舱行业快速发展的趋势，我们预计公司新兴业务 2024 年至 2026 年营业收入分别为 31.50/65.54/102.63 亿元。**毛利率方面：**结合智能座舱行业发展趋势与《2023 年度向特定对象发行 A 股股票募集说明书》中对于毛利率的测算，我们预计公司新兴业务毛利率整体呈现逐步提升趋势，预计新兴业务 2024 年至 2026 年毛利率分别为 10.00%/14.00%/14.50%；

综合考虑公司发展情况，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为-4.87/5.24/8.47 亿元，同比变化-338.83%/207.59%/61.78%，对应 PE-27.13x/25.22x/15.59x。

表 4：公司 2022 年至 2026 年业务拆分情况估计（单位：百万元）

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
格拉默	营业收入	15586.74	17723.29	17389.40	17183.10	17410.66
	yoy	6.39%	13.71%	-1.88%	-1.19%	1.32%
	毛利率	11.38%	12.65%	11.00%	13.00%	13.00%
继峰分部-传统业务	营业收入	2441.40	3076.79	2900.00	2813.00	2728.61
	yoy	7.77%	26.03%	-5.75%	-3.00%	-3.00%
	毛利率	/	/	27.00%	27.00%	27.00%
继峰分部-新兴业务	座椅营收			2750.00	5954.00	9543.00
	其他营收(出风口 门把手 冰箱)	93.00	936.00	400.00	600.00	720.00
	营业收入	93.00	936.00	3150.00	6554.00	10263.00
	yoy	/	906.45%	236.54%	108.06%	56.59%
	毛利率	/	/	10.00%	14.00%	14.50%
分部间抵销	营业收入	154.34	164.58	175.00	185.00	195.00
合计	营业总收入	17966.80	21571.50	22864.40	25765.10	29487.27
	yoy	6.74%	20.06%	5.99%	12.69%	14.45%
	毛利率	13.09%	14.75%	12.85%	14.73%	14.76%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

表 5：公司盈利预测

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	17966.80	21571.49	22864.40	25765.10	29487.26
收入同比（%）	6.74	20.06	5.99	12.69	14.45
归母净利润（百万元）	-1417.38	203.87	-486.91	523.84	847.48
归母净利润同比（%）	-1221.60	114.38	-338.83	207.59	61.78
ROE（%）	-41.02	4.97	-10.20	9.77	14.15
每股收益（元）	-1.22	0.18	-0.42	0.45	0.73
市盈率（P/E）	-9.32	64.80	-27.13	25.22	15.59

资料来源：同花顺 iFind，国元证券研究所

公司属于新能源车内饰件细分领域领先企业，受益行业规模的快速放量，呈现成长属性，除具备行业特征外，也具有工艺技术与研发能力领先、盈利水平优异及产品结构完整性等诸多优势。我们使用可比公司法对公司进行估值。

考虑到公司目前在汽车座椅细分行业具备行业领先地位，我们分别选取新能源车汽车内饰件中细分行业领先公司新泉股份、天成自控、上海沿浦份作为可比公司，考虑继峰股份中短期业绩受到海外业务整合影响较大，因此我们将上述三家公司 2026 年一致性预期 PE 平均值作为可比估值，上述三家公司 2026 年一致性预期 PE 平均值为 14.51x。同时考虑到继峰股份战略新兴业务增速较高且有望对公司基本面产生显著正面影响，我们认为公司相比三家可比上市公司 2026 年一致性预期 PE 平均值应享受 20% 估值溢价，对应公司 2025 年折现后目标市值 159.32 亿元，较当前市值增幅空间 10.04%。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 6：可比公司估值（单位：百万元）

代码	名称	市值	归母净利润				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
603179.SH	新泉股份	22878.91	805.53	1058.48	1417.88	1791.49	28.40	21.61	16.14	12.77
603085.SH	天成自控	3839.96	14.17	53.33	156.33	240.00	270.96	72.00	24.56	16.00
605128.SH	上海沿浦	4777.10	91.18	162.89	240.27	323.70	52.39	29.33	19.88	14.76
平均值							117.25	40.98	20.19	14.51

资料来源：wind，国元证券研究所，市值数据为 2025 年 1 月 10 日收盘值，净利润预测为 wind 一致性预期

3. 风险提示

座椅总成市场竞争格局恶化风险

汽车座椅作为未来智能座舱的基座，其重要性日益上升已成为确定趋势。因此，目前已有部分新能源整车制造商着手布局汽车座椅的自主研发和生产，例如比亚迪和零跑汽车已经实现了自研汽车座椅的量产。展望未来，若选择自研自产座椅的新能源整车制造商数量有所增加，整体座椅总成市场的竞争格局将不可避免地面临恶化，从而对于公司战略新兴业务的盈利性产生负面影响。

海外市场贸易摩擦的不确定性风险

公司作为全球化企业，外销市场政策、税收等变化对公司整体影响较大。目前公司外销市场面临国际贸易摩擦带来的税收政策不确定性风险。虽然公司已实现了全球化的业务布局，贸易摩擦对于公司整体业务影响相对有限，但如果未来国际贸易摩擦持续进行并升级，而公司无法采取有效措施降低成本、提升产品竞争力来应对国际贸易摩擦带来的关税政策变动，将对公司的外销收入和盈利水平将会带来较大的不利影响。

业绩亏损的风险

近年来公司分别于2020年、2022年与2024年前三季度录得业绩亏损，其中公司2020年出现2.58亿元亏损，主要原因系全球经济下行及对格拉默进行重组的影响。2022年，随着俄乌冲突的发展、欧美对俄罗斯的制裁及俄罗斯进行的反制裁的持续，欧洲能源危机加剧，全球通胀局面进一步恶化，结合加息趋势，公司管理层判断商誉资产组出现减值迹象，对长期资产（含商誉）计提减值准备15.37亿元，致使公司当年归母净利润亏损较为严重。如果未来宏观经济、市场环境发生重大不利变化，地缘冲突及全球通胀影响加剧，新兴业务投入过大或发展不及预期，下游市场低迷、原材料采购价格上涨等不利因素未能得到有效消除，则公司在未来仍可能存在持续亏损的风险，并可能对公司向股东进行利润分配的能力造成影响。

控股股东及一致行动人股权质押风险

截至2024年6月30日，公司控股股东继弘集团及其一致行动人累计质押数量为22,700.00万股，占公司总股本的32.87%。截至2024年6月30日，公司控股股东及其一致行动人的股权质押协议均正常履行，未发生质权人行使质权的情形。若未来宏观经济环境发生重大不利变化或公司二级市场股票价格在质押期间发生大幅波动，导致被质押的股票市值低于质权人要求，或质押到期后无法偿还债务，发行人控股股东及其一致行动人所持公司的股份存在被处置的风险，从而可能导致公司控股股东及其一致行动人的持股比例下降，甚至可能导致公司面临控制权不稳定的风险。

财务预测表

资产负债表					
单位: 百万元					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	6876.52	8140.81	9998.78	10487.13	11637.35
现金	1163.42	1418.19	2000.00	1800.00	1600.00
应收账款	2642.85	3639.17	3956.79	4584.03	5393.11
其他应收款	70.34	83.69	90.53	100.64	114.02
预付账款	153.82	141.40	139.39	170.22	202.85
存货	1824.66	1818.83	2224.84	2449.80	2757.98
其他流动资产	1021.44	1039.53	1587.24	1382.44	1569.39
非流动资产	8577.02	9811.30	9542.33	9210.54	8772.52
长期投资	10.69	10.42	10.42	10.42	10.42
固定资产	3504.19	3861.52	4233.72	4209.36	4047.70
无形资产	1118.02	1126.81	836.17	549.81	236.70
其他非流动资产	3944.11	4812.55	4462.01	4440.96	4477.70
资产总计	15453.54	17952.11	19541.11	19697.67	20409.87
流动负债	6884.38	9359.71	8686.06	8716.63	9202.49
短期借款	2135.00	2427.87	2264.54	1711.52	1351.40
应付账款	2811.91	4138.63	3786.21	4284.12	5026.82
其他流动负债	1937.46	2793.20	2635.31	2720.98	2824.27
非流动负债	4794.00	4136.64	5735.95	5258.31	4840.16
长期借款	2557.04	2045.95	3593.95	3093.95	2593.95
其他非流动负债	2236.97	2090.69	2142.00	2164.35	2246.20
负债合计	11678.38	13496.35	14422.01	13974.93	14042.65
少数股东权益	319.66	354.53	347.71	361.49	378.55
股本	1116.79	1160.93	1266.08	1272.26	1272.26
资本公积	3433.90	3738.44	4833.55	4871.98	4871.98
留存收益	-923.91	-720.03	-1206.94	-683.10	-45.16
归属母公司股东权益	3455.50	4101.24	4771.39	5361.24	5988.67
负债和股东权益	15453.54	17952.11	19541.11	19697.67	20409.87

现金流量表					
单位: 百万元					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1052.37	1648.07	-592.04	1239.95	1658.60
折旧摊销	-1462.78	207.78	-493.73	537.63	864.53
财务费用	623.59	664.59	737.05	824.19	904.79
投资损失	199.75	454.45	425.21	282.24	240.76
营运资金变动	-3.36	1.12	6.04	1.27	2.81
其他经营现金流	-18.05	169.62	-1032.39	-333.69	-331.25
投资活动现金流	1713.21	150.51	-234.23	-71.69	-23.04
资本支出	-823.90	-1222.19	-738.97	-164.14	-530.75
长期投资	852.60	1278.07	550.00	550.00	550.00
其他投资现金流	-940.00	-210.80	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-911.30	-154.93	-188.97	385.86	19.25
短期借款	-398.03	-280.52	1912.82	-1275.80	-1327.85
长期借款	496.51	292.87	-163.34	-553.02	-360.12
普通股增加	-73.47	-511.08	1548.00	-500.00	-500.00
资本公积增加	-2.18	44.15	105.14	6.19	0.00
其他筹资现金流	-8.39	304.54	1095.11	38.43	0.00
现金净增加额	-810.51	-411.00	-672.10	-267.41	-467.73

资料来源: wind, 国元证券研究所

利润表					
单位: 百万元					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	17966.80	21571.49	22864.40	25765.10	29487.26
营业成本	15615.52	18388.85	19927.42	21969.86	25134.10
营业税金及附加	48.44	55.37	60.17	66.97	77.12
营业费用	261.78	307.76	354.37	360.71	383.33
管理费用	1367.57	1712.56	1797.77	1803.56	1916.67
研发费用	376.42	421.86	457.29	515.30	589.75
财务费用	199.75	454.45	425.21	282.24	240.76
资产减值损失	-1567.36	-30.85	-358.46	-100.00	-100.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.36	-1.12	-6.04	-1.27	-2.81
营业利润	-1444.20	285.88	-495.75	690.14	1073.01
营业外收入	10.25	3.98	12.83	9.02	8.61
营业外支出	0.88	0.81	1.13	0.94	0.96
利润总额	-1434.83	289.05	-484.05	698.22	1080.67
所得税	27.95	81.27	9.68	160.59	216.13
净利润	-1462.78	207.78	-493.73	537.63	864.53
少数股东损益	-45.40	3.90	-6.82	13.79	17.06
归属母公司净利润	-1417.38	203.87	-486.91	523.84	847.48
EBITDA	-620.86	1404.92	666.51	1796.57	2218.57
EPS (元)	-1.22	0.18	-0.42	0.45	0.73

主要财务比率					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	6.74	20.06	5.99	12.69	14.45
营业利润 (%)	-945.57	119.79	-273.41	239.21	55.48
归属母公司净利润 (%)	-1221.60	114.38	-338.83	207.59	61.78
获利能力					
毛利率 (%)	13.09	14.75	12.85	14.73	14.76
净利率 (%)	-7.89	0.95	-2.13	2.03	2.87
ROE (%)	-41.02	4.97	-10.20	9.77	14.15
偿债能力					
资产负债率 (%)	75.57	75.18	73.80	70.95	68.80
净负债比率 (%)	44.66	42.27	47.78	41.77	35.45
流动比率	1.00	0.87	1.15	1.20	1.26
速动比率	0.73	0.68	0.89	0.92	0.96
营运能力					
总资产周转率	1.13	1.29	1.22	1.31	1.47
应收账款周转率	7.18	6.79	5.95	5.96	5.84
应付账款周转率	6.13	5.29	5.03	5.44	5.40
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	-1.22	0.18	-0.42	0.45	0.73
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.83	1.30	-0.47	0.97	1.30
每股净资产 (最新摊薄)	2.72	3.22	3.75	4.21	4.71
估值比率					
P/E	-9.32	64.80	-27.13	25.22	15.59
P/B	4.19	3.53	3.03	2.70	2.42
EV/EBITDA	-29.08	12.85	27.09	10.05	8.14

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，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），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
邮编：230000

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：200135

北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
邮编：100027