

继峰股份（603997）

系列深度报告（三）：海外拐点临近，座椅加速放量

买入（维持）

2025 年 05 月 27 日

证券分析师 黄细里

执业证书：S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 刘力宇

执业证书：S0600522050001

liuly@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	21,571	22,255	24,303	28,967	31,716
同比（%）	20.06	3.17	9.20	19.19	9.49
归母净利润（百万元）	203.88	(566.80)	646.47	1,096.72	1,383.64
同比（%）	114.38	(378.01)	214.06	69.65	26.16
EPS-最新摊薄（元/股）	0.16	(0.45)	0.51	0.87	1.09
P/E（现价&最新摊薄）	85.95	-	27.10	15.98	12.66

投资要点

■ **格拉默整合持续深化，海外业绩拐点基本确立。**公司完成对格拉默的并购后，从多方面推进对格拉默整合工作，但 2020 年以来的全球疫情反复+全球汽车芯片短缺+海外通胀带来成本大幅上涨等因素客观上加大了格拉默的整合难度，格拉默海外此前一直对公司整体业绩产生较大拖累。2024 年公司进一步深化对格拉默海外的整合措施：1、剥离出售与公司主业协同性较弱且长期处于亏损的美国 TMD 子公司；2、对欧洲区的业务和人员配置进行战略性调整，推进裁员+部分总部职能向塞尔维亚转移；3、将欧洲继峰整体并入格拉默，提升公司欧洲区域的经营效率。公司对格拉默海外区域进行多举措深度整合后，2025Q1 格拉默业绩出现了明显改善，业绩拐点基本确立。

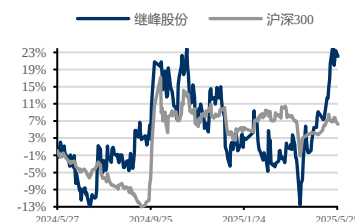
■ **乘用车座椅加速放量，持股计划背书盈利能力。**座椅是整车中的关键零部件，其不仅满足驾乘人员的乘坐和舒适性需求，更关系到驾乘人员的安全。当前，消费升级带动座椅功能和配置的丰富度持续提升，国内乘用车座椅市场空间超过 1000 亿元，且随着功能和配置升级市场空间在持续增长。作为整车中的核心零件，高壁垒塑造出乘用车座椅行业优秀的竞争格局，国内乘用车座椅市场的集中度较高，且当前处于外资/合资占据主要市场份额的状态。目前，公司凭借着成本优势+快速响应+技术突破，持续获得高质量座椅项目定点，配套客户已经覆盖蔚来、理想、奇瑞、吉利、长安、奥迪、宝马和一汽大众等头部主机厂。此外，公司 2025 年 4 月的员工持股计划将进一步调动座椅核心骨干积极性，且对公司座椅业务盈利能力形成背书。

■ **怎么看当前的继峰？**我们认为公司业绩拐点已经基本确立，后续业绩将呈现加速改善的趋势。格拉默海外业绩在整合深化的背景下开始改善；格拉默亚太区盈利能力历年保持稳健+营收持续增长；继峰本部传统头枕/扶手业务整体稳健+电动出风口等新业务持续拓展；乘用车座椅业务在员工持股计划的背书下 2025-2026 年业绩加速释放可期。

■ **盈利预测与投资评级：**我们维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.46 亿元、10.97 亿元、13.84 亿元的预测，对应的 EPS 分别为 0.51 元、0.87 元、1.09 元，2025-2027 年市盈率分别为 27.10 倍、15.98 倍、12.66 倍。公司作为乘用车座椅行业自主龙头，行业空间广阔，国产替代加速；且公司正处于业绩反转向上的，应享受一定估值溢价。因此，我们维持“买入”评级。

■ **风险提示：**汽车行业销量不及预期；新业务发展不及预期；海外整合不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.84
一年最低/最高价	9.56/14.90
市净率(倍)	3.63
流通 A 股市值(百万元)	17,522.50
总市值(百万元)	17,522.50

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.82
资产负债率(% ,LF)	75.03
总股本(百万股)	1,266.08
流通 A 股(百万股)	1,266.08

相关研究

《继峰股份(603997)：2025 年一季度点评：2025Q1 业绩符合预期，盈利能力同环比显著提升》

2025-05-03

《继峰股份(603997)：格拉默 2025Q1 业绩扭亏为盈，座椅事业部持股计划彰显发展信心》

2025-04-14

内容目录

1. 格拉默整合持续深化，海外业绩拐点初步显现	4
1.1. 多因素致使格拉默净利率水平此前长期处于较低水平	4
1.2. 继峰完成并购后，从多角度推进格拉默整合	5
1.3. 2024 年格拉默海外整合持续深化，海外业绩拐点基本确立	7
2. 乘用车座椅加速放量，持股计划背书盈利能力	9
2.1. 座椅是整车中的核心部件，国内乘用车座椅市场规模超过千亿	9
2.2. 高壁垒塑造出乘用车座椅行业优秀的竞争格局	11
2.3. 公司座椅在手订单充足，股权激励背书盈利	13
3. 盈利预测与投资建议	15
4. 风险提示	16

图表目录

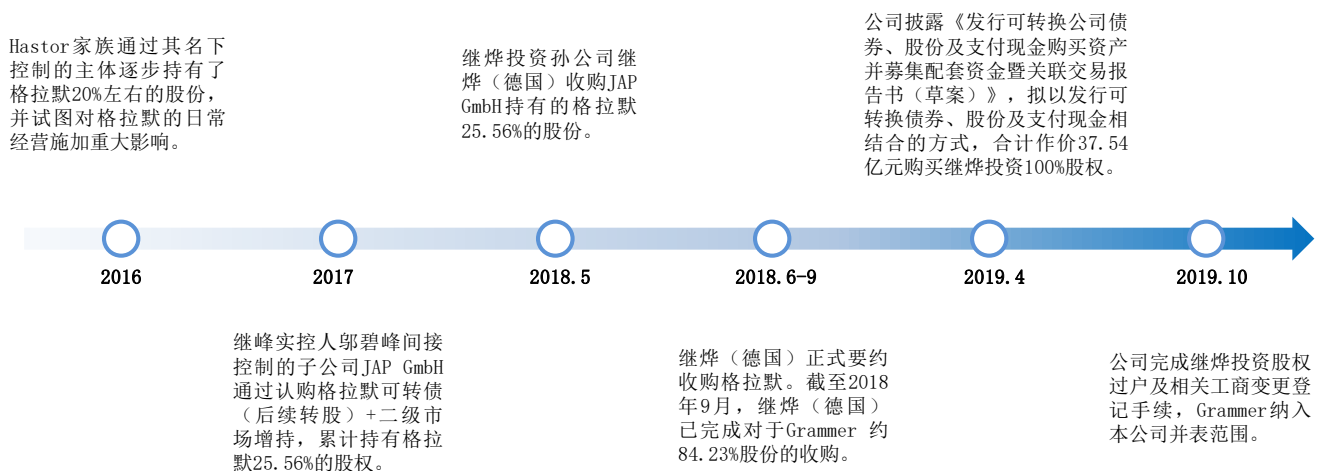
图 1: 继峰股份收购格拉默历程梳理.....	4
图 2: 格拉默历年营业收入情况.....	5
图 3: 全球内饰件领域主要公司的净利率水平对比.....	5
图 4: 格拉默在被继峰并购前净利率较低的原因.....	5
图 5: 收购格拉默后, 继峰从多方面入手对格拉默进行整合.....	6
图 6: 近年欧洲工程塑料价格变化情况 (欧元/吨)	7
图 7: 近年欧洲非居民电价变化情况 (欧元/千瓦时)	7
图 8: 子公司美国 TMD 持续亏损.....	8
图 9: 格拉默美洲区持续拖累业绩 (单位: 百万欧元)	8
图 10: 格拉默分地区员工数量情况 (单位: 人)	8
图 11: 格拉默整体员工数量情况 (单位: 人)	8
图 12: 格拉默分地区经营情况.....	9
图 13: 乘用车座椅核心组件及其功能.....	10
图 14: 乘用车座椅主要升级功能梳理.....	10
图 15: 国内乘用车座椅市场空间测算.....	11
图 16: 此前乘用车座椅供应商主要为欧美系及日系企业.....	12
图 17: 2022 年全球乘用车座椅竞争格局.....	13
图 18: 2022 年中国乘用车座椅竞争格局.....	13
图 19: 公司乘用车座椅业务项目定点情况梳理 (截至 2025 年 2 月)	14
图 20: 座椅事业部持股计划业绩考核目标.....	14
图 21: 公司收入拆分及预测.....	15
图 22: 可比公司估值表.....	16
表 1: 乘用车座椅行业拥有较高的壁垒.....	12

1. 格拉默整合持续深化，海外业绩拐点初步显现

继峰作为白衣骑士完成对德国百年汽车内饰件巨头格拉默的并购。2016年，格拉默面临 Hastor 家族的恶意收购。由于 Hastor 家族此前与大众集团、戴姆勒等（格拉默主要客户）存在纠纷，因此在格拉默下游客户的推动下，格拉默监事会、董事会以及工会代表达成一致，希望继峰能够以“白衣骑士”的身份帮助格拉默稳定股权结构，维持经营的稳定和可持续发展。

最终，继峰在 2019 年完成了对格拉默的收购，成为格拉默的控股股东。继峰对格拉默的整个并购过程得到了格拉默管理层、格拉默主要大客户等多方面的支持。

图1：继峰股份收购格拉默历程梳理



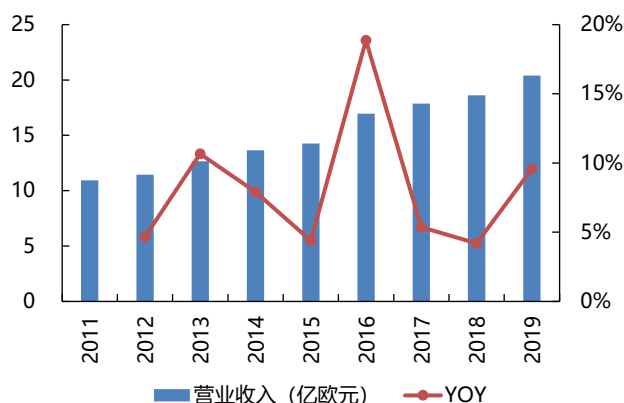
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.1. 多因素致使格拉默净利率水平此前长期处于较低水平

格拉默营业收入整体保持增长。格拉默营业收入从 2011 年的 10.93 亿欧元持续增长至 2019 年的 20.39 亿元，复合增长率约为 8%；分区域来看，2019 年格拉默欧洲区收入占比约 54.7%，美洲区收入占比 29.9%，亚太区收入占比 15.4%。

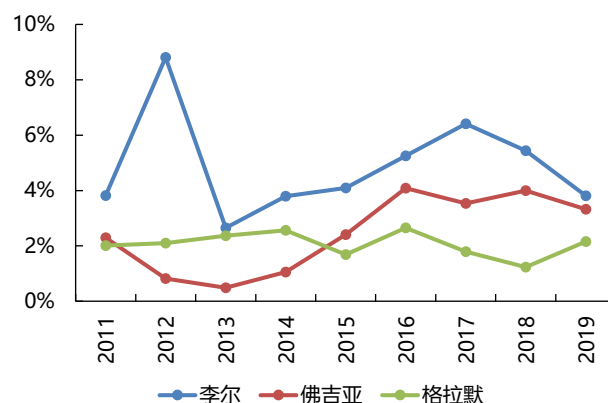
并购前格拉默净利率长期处于低位。从盈利端来看，格拉默的净利润水平较低，2011 年至 2019 年长期保持在 0.2-0.4 亿欧元的水平；从净利率方面来看，格拉默净利率 2011 年至 2019 年长期保持在 1.5%-2.0% 的水平，远低于继峰并购前自身 15% 上下净利率。此外，我们还选取了业务相似的海外汽车内饰件行业的李尔和佛吉亚作为可比公司，同样可以发现格拉默的盈利能力要低于李尔与佛吉亚。

图2：格拉默历年营业收入情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3：全球内饰件领域主要公司的净利率水平对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

并购前格拉默净利率水平长期处于较低水平主要有以下几个方面的原因：

直接原因：1、格拉默部分产品自制率较低，过高的外购率使得部分利润流失；2、部分工厂运营效率较低，存在产能利用率低下，亏损运营的情况。

根本原因：1、在继峰并购前，格拉默股权结构较为分散，不存在实际控制人，管理层与股东利益存在不一致，并且管理层没有受到很好的约束；2、组织架构存在不合理，部分部门间沟通不畅，且各区域组织的主观能动性没有完全激发。

图4：格拉默在被继峰并购前净利率较低的原因

- **原材料外购比例较高：**格拉默在模具、发泡、头枕支杆等生产物料上主要依赖外采，自制率较低。

直接原因

- **部分工厂运营效率较低：**此前格拉默部分工厂存在亏损运营的情况。

为什么格拉默此前的盈利能力较差

根本原因

- **股权结构分散：**格拉默在被继峰收购前股权结构分散，没有大股东和实控人。致使格拉默管理层与股东的利益没有形成一致，且管理层没有受到较好的约束。

- **组织架构存在不合理：**此前格拉默乘用车分为了4个产品部门，部门间存在沟通成本；此前格拉默由德国总部垂直化管理，各区域的主观能动性没有得到充分调动。

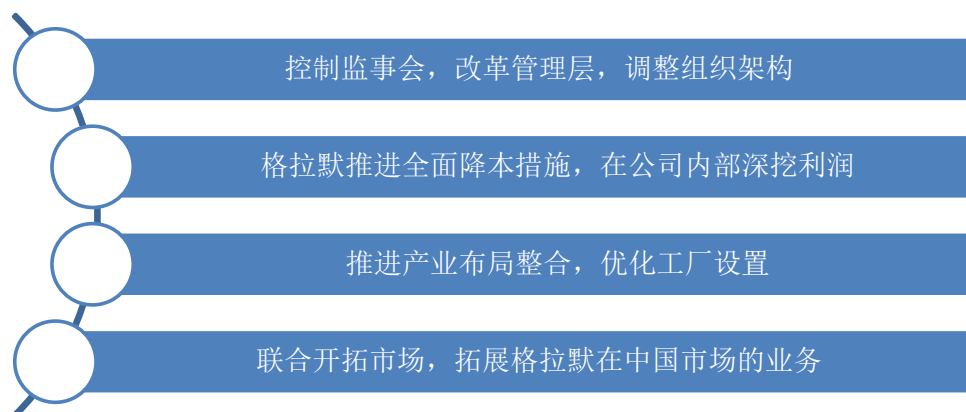
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 继峰完成并购后，从多角度推进格拉默整合

公司在收购格拉默之后，开始从多个维度入手对格拉默进行整合：

- 1、继峰成为绝对的控股股东后，增加对格拉默的控制，对管理层和组织架构进行有效调整；
- 2、对格拉默进行全面降本，包括提升自制率、降低采购成本、加强品控、优化物流仓储等措施；
- 3、推进格拉默和本部下属工厂的整合，关闭低效亏损工厂，优化集团产业布局；
- 4、本部与格拉默相互赋能，帮助格拉默拓展在中国市场的业务。

图5：收购格拉默后，继峰从多方面入手对格拉默进行整合

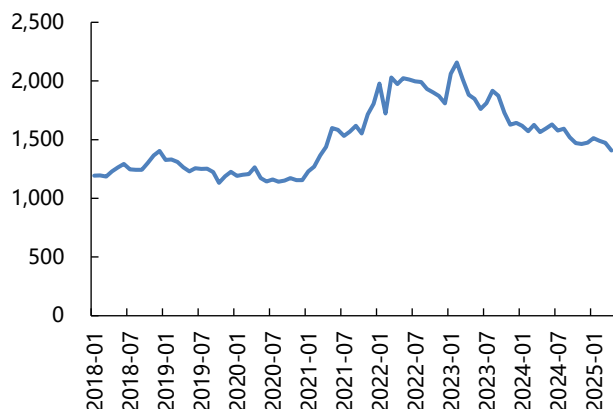


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2020 年以来，全球疫情影响+全球汽车芯片短缺+海外通胀带来的成本大幅上涨等因素客观上加大了格拉默并购后的整合难度。

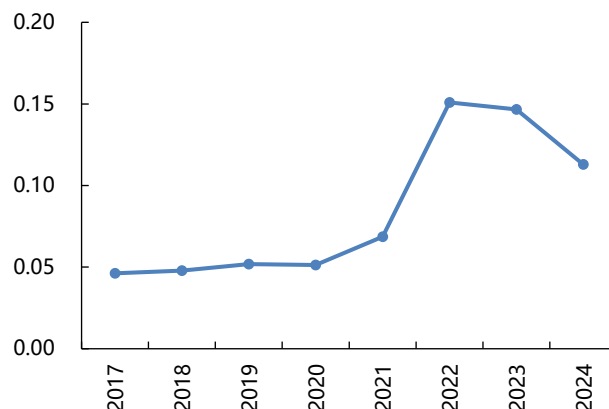
- 1、2020-2022 年全球疫情持续反复，事实上阻碍了双方人员的相互沟通和交流，虽然公司制定了多方面的整合措施，但由于中方人员无法派出，导致许多整改措施无法有效地执行。
- 2、上一轮汽车缺芯，导致 2020H2-2021H2 全球汽车减产，格拉默产能利用率波动导致了整合难度加大。
- 3、海外原材料价格及人工成本大幅上涨，原有项目盈利能力下滑，需要与下游客户进行价格和原材料成本转移等谈判。

图6：近年欧洲工程塑料价格变化情况（欧元/吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：近年欧洲非居民电价变化情况（欧元/千瓦时）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 2024 年格拉默海外整合持续深化，海外业绩拐点基本确立

2024 年以来，随着外部扰动因素的逐渐消退，公司开始持续深化对格拉默海外的整合措施，海外经营整合进入快车道。

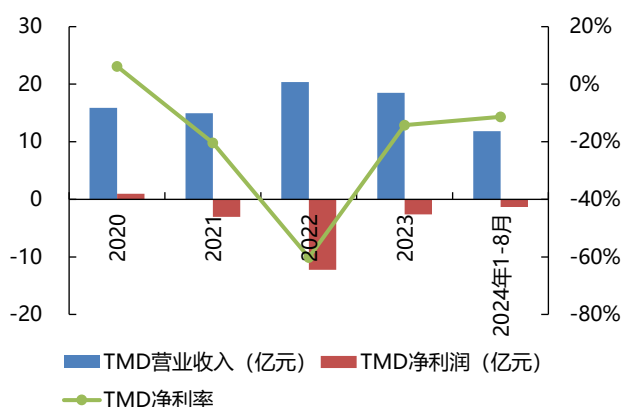
- 1、剥离出售与公司主业协同性较弱且长期处于亏损的北美 TMD 子公司。
- 2、对欧洲区的业务和人员配置进行战略性调整，推进裁员+部分总部职能向塞尔维亚转移。
- 3、将欧洲继峰整体并入格拉默，提升公司欧洲区域的经营效率。

剥离出售美国 TMD 子公司

Toledo Molding (TMD) 主要业务为乘用车功能塑料件研发、生产与销售。TMD 产品主要应用在乘用车空气及液体管理系统等领域，具体产品包括塑料内饰件、HVAC 管道、乘用车进气系统、液体储存容器等功能塑料件。其客户主要包括克莱斯勒、福特、通用和本田等主机厂。

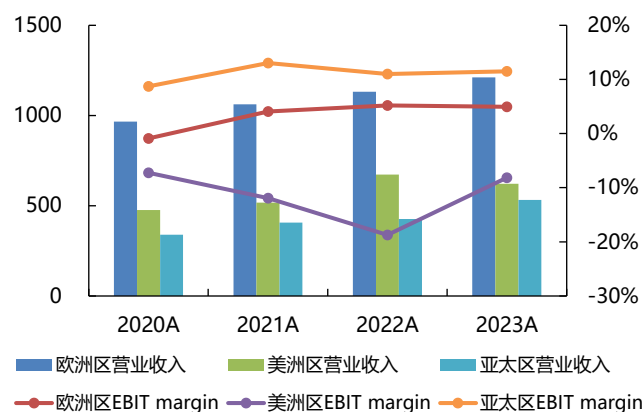
公司 2024 年完成 TMD 的剥离和出表，有利于改善格拉默美洲区的盈利能力。TMD 子公司由格拉默于 2018 收购并完成并表，整体产品与公司主业相关性不大，协同性较弱，且常年处于亏损状态，持续对格拉默海外区域业绩产生拖累。因此，公司将美国 TMD 剥离后将明显改善格拉默美洲区的经营状况。

图8：子公司美国 TMD 持续亏损



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：格拉默美洲区持续拖累业绩（单位：百万欧元）



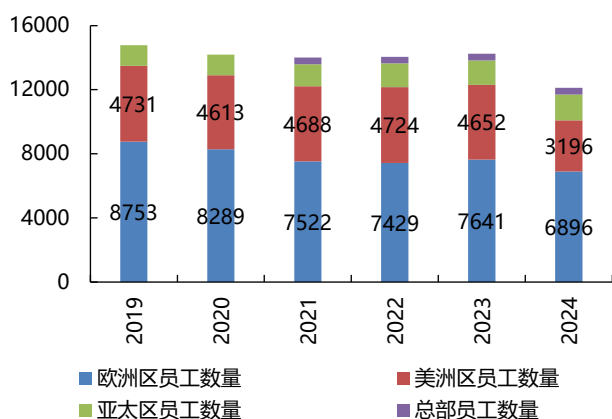
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

格拉默欧洲区裁员+部分总部职能向塞尔维亚转移

2024 年公司对格拉默欧洲区工厂进行了裁员。本轮裁员共计裁减了 1104 名员工，欧洲区 2024 年年末员工数量同比下降了 9.75%。

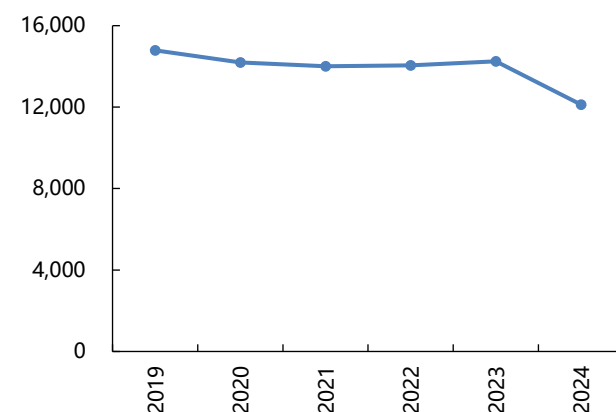
此外，2024 年格拉默在其总部成本降低方面也取得显著进展。格拉默在塞尔维亚开设了一个共享服务中心，并且将部分岗位职能从德国向塞尔维亚转移。

图10：格拉默分地区员工数量情况（单位：人）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图11：格拉默整体员工数量情况（单位：人）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

在 2024 年公司对格拉默海外区域进行多举措深度整合后，2025Q1 格拉默业绩出现了明显改善。

欧洲区：格拉默欧洲区 2025Q1 实现营收 2.85 亿欧元，同比微幅下滑；实现 EBIT

1300 万欧元，同比增长 94%；实现 EBIT margin 4.56%，同比提升 2.25 个百分点；

美洲区：格拉默美洲区 2025Q1 实现营业收入 0.87 亿欧元，同比下降约 46%（美国 TMD 剥离所致）；实现 EBIT -100 万欧元，同比大幅减亏；实现 EBIT margin -1.15%，同比提升 2.85 个百分点。

图12：格拉默分地区经营情况

		2020A	2021A	2022A	2023A	2024Q1	2024A	2025Q1
欧洲区	营业收入（百万欧元）	965.8	1061.5	1131.4	1210.9	289.5	1044.3	285.2
	EBIT（百万欧元）	-8.7	43.3	58.6	60.1	6.7	9.8	13.0
	EBIT margin	-0.90%	4.08%	5.18%	4.96%	2.31%	0.94%	4.56%
美洲区	营业收入（百万欧元）	476.6	517.7	672.5	622.0	159.9	391.7	86.7
	EBIT（百万欧元）	-34.5	-61.7	-125.8	-50.6	-6.4	-19.8	-1.0
	EBIT margin	-7.24%	-11.92%	-18.71%	-8.14%	-4.00%	-5.05%	-1.15%
亚太区	营业收入（百万欧元）	339.2	406.3	426.7	532.3	121.3	536.6	126.7
	EBIT（百万欧元）	29.6	52.9	47.0	61.2	9.3	46.6	9.8
	EBIT margin	8.73%	13.02%	11.01%	11.50%	7.67%	8.68%	7.73%
格拉默合计	营业收入（百万欧元）	1710.7	1903.0	2158.8	2304.9	556.6	1921.7	487.4
	EBIT（百万欧元）	-46.1	18.9	-45.0	42.0	3.9	8.1	19.2
	EBIT margin	-2.69%	0.99%	-2.08%	1.82%	0.70%	0.42%	3.94%
	净利润（百万欧元）	-64.7	0.6	-78.6	3.4	-5.7	-92.8	9.7
	净利率	-3.78%	0.03%	-3.64%	0.15%	-1.02%	-4.83%	1.99%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 乘用车座椅加速放量，持股计划背书盈利能力

2.1. 座椅是整车中的核心部件，国内乘用车座椅市场规模超过千亿

座椅是整车中的关键零部件，其不仅满足驾乘人员的乘坐和舒适性需求，更关系到驾乘人员的安全。汽车座椅一方面为驾乘人员提供舒适的乘坐条件，尽量减少驾乘人员长时间乘坐时的疲劳感，提高乘坐舒适度；另一方面，汽车座椅还是重要的被动安全件，在车辆发生事故时，起到约束驾乘人员的作用，并与安全带和安全气囊一起最大限度的降低事故对驾乘人员的伤害。

乘用车座椅的组成结构主要包括金属部件和外部饰件材料。金属部件主要包括骨架、滑轨、调角器等，外部饰件包括发泡和面套，除此之外的座椅核心组件还包括各类电机和舒适性系统等。

图13：乘用车座椅核心组件及其功能

组件	示意图	功能
骨架		骨架总成是座椅中最重要的组成部分，为驾乘人员提供舒适性的同时，也起到保护驾乘人员的作用
发泡		发泡是座椅的关键部件，发泡提供了座椅的形状和轮廓，发泡的特性影响乘坐的舒适性
滑轨		滑轨是汽车座椅的主要功能件之一，具有连接车身与座椅、支撑人体重量、调节座椅位置的功能
调角器		调角器是用来调节座椅靠背角度，同时其还是一个安全件，在汽车受到撞击时，给坐垫和靠背的链接处提供相应的强度支撑，使驾驶者保持一个相对好的姿态
面套		座椅的表面覆盖材料，直接与人员接触，其材料通常有真皮、PVC和PU等
电机		座椅电机是实现汽车座椅电动控制，为调节座椅提供动力的电机，分为调角电机、水平电机、前抬高电机和后抬高电机等
头枕、扶手		头枕是直接与乘坐者头部接触的部分，是影响座椅安全性能的核心部分，需要在发生事故时能够最大限度地减少乘坐者头部及颈部的碰撞损伤

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

为了满足消费者对汽车消费升级的需求，乘用车座椅不断增加舒适性相关的功能和配置。在早期乘用车座椅通常为手动调节，且一般不具备加热、通风和按摩等舒适性系统，调角机构一般只有靠背的角度调节。随着消费升级，乘用车座椅在舒适性方面的功能不断增加，如电动多向调节、座椅记忆、加热通风按摩、腰部支撑和腿部支撑（增加调角机构数量）等。

图14：乘用车座椅主要升级功能梳理

功能	示意图	简介
电动多向调节		同一辆汽车为了满足不同身高体型的驾乘人员的乘坐需求，提供合适的支撑条件，需要配备座椅调节功能。主要包括整体前后调节、整体上下调节、靠背角度调节、坐垫角度调节、坐垫前后调节、头枕调节和腰部支撑调节等，且电动调节逐步实现了对手动调节的替代
座椅记忆		可储存座椅位置，在车辆拥有多位常用驾驶者时，更换驾驶员时座椅记忆功能可使座椅位置一键恢复，免去反复调节的过程
加热、通风		座椅加热功能一般通过在座椅上布置加热垫来实现，一般在加热垫中配备了温度传感器，监控温度变化，以保证座椅温度保持在合适的范围内 座椅通风功能是利用风扇向座椅内部吸入或者排出空气，使空气从座椅发泡和面套上的通风孔中流出或者流入，带走热量，降低温度
座椅按摩		座椅按摩是通过周期性地改变座椅型面来改变对人体的支撑位置和支撑力度，实现减轻疲劳感的目标。座椅按摩一般有机械式、振动式和气囊式三种方案
腰部支撑和腿部支撑		腰部调节功能可以改变座椅靠背腰部区域的表面形状，使之与人体背部曲线更加贴合，降低背部支撑压力，缓解劳累感。腿部支撑功能可以通过改变腿托机构的位置和角度，实现对不同位置的小腿支撑

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们对国内乘用车座椅的市场空间进行了测算，核心假设如下：

(1) 国内狭义乘用车销量保持稳定的低速增长，假设 2025 年至 2030 年复合增长率为 2%，至 2030 年国内狭义乘用车销量增长至约 3062 万辆；

(2) 当前乘用车座椅平均单车价值量为 4000 元，随着汽车消费升级的持续推进，座椅的舒适性功能渗透率持续提升，带来乘用车座椅单车价值量后续将持续提升；

测算结果：国内乘用车座椅市场空间 2024 年约为 1088 亿元，随着乘用车销量的低速增长叠加座椅单车价值量的提升，乘用车座椅市场空间也将以 5% 左右的增速增长，预计将在 2030 年达到 1463 亿元。

图15：国内乘用车座椅市场空间测算

	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
国内乘用车批发销量（万辆）	2719.38	2773.77	2829.24	2885.83	2943.54	3002.41	3062.46
YOY		2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
乘用车座椅单车价值量（元）	4000	4120	4244	4371	4502	4637	4776
YOY		3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
国内乘用车座椅市场空间（亿元）	1087.75	1142.79	1200.62	1261.37	1325.19	1392.25	1462.70
YOY		5.06%	5.06%	5.06%	5.06%	5.06%	5.06%

数据来源：乘联会，公司公告，东吴证券研究所

2.2. 高壁垒塑造出乘用车座椅行业优秀的竞争格局

全球范围内来看，乘用车座椅供应商主要包括欧美系及日系企业，国内企业则包括延锋等。乘用车座椅作为整车中的核心部件，主机厂和座椅供应商的关系相对紧密，通常存在长期的信赖合作关系。分系别来看，欧美系通常采用独立经营的方式，主要企业包括安道拓、李尔、麦格纳和佛吉亚；日系则通常与主机厂存在持股关系，如丰田纺织（丰田持股）、提爱思（本田持股）、泰极爱思（日产和三菱曾经持股）；内资座椅企业主要包括延锋国际座椅（上汽集团体系，前身为合资企业延锋安道拓）、诺博汽车（长城子公司）以及继峰股份和天成自控等持续扩展乘用车座椅业务的民营企业。

图16：此前乘用车座椅供应商主要为欧美系及日系企业

欧美系	日系	自主系
   	  	   

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

乘用车座椅作为安全件，同时又是消费属性的零部件，其拥有很高的行业壁垒，主要包括四个方面：1、客户认证和评审壁垒；2、技术壁垒；3、资金壁垒；4、管理壁垒。

表1：乘用车座椅行业拥有较高的壁垒

类型	具体内容
客户认证和评审壁垒	主机厂对零部件供应商有着非常严格的评审认证流程，特别是对于座椅一类的安全件，主机厂会从技术、质量、生产、工艺、环保、数字化等各个方面进行严格的审核。而一旦形成供应关系，则会存在非常强的合作粘性，一般如果不是出现重大质量问题或主机厂自身发展战略发生改变，则合作关系一般将长时间持续。
技术壁垒	乘用车座椅作为重要的安全件同时又极具消费属性，对于技术要求非常高，在金属和非金属材料、骨架以及核心件设计、配套工装和模具制造、产品生产和检测各个方面具有着较高的技术要求。
资金壁垒	乘用车座椅产品的前期开发需要投入大量的人力、模具、检具、试验等，均对资金有着较大需求，且乘用车座椅产品需要组织大规模的生产（且一般需要就近配套），同样对资金规模有较高要求。此外，库存、主机厂回款等因素也要求企业需要大量的沉淀资金。
管理壁垒	乘用车座椅生产规模大、产品品类繁多、原材料种类多，且座椅均为非标准化的产品，这就要求供应商在原材料采购、研发、生产组织和销售等多个环节中采取精细化的管理，以提高企业运转效率、降低成本、保证产品质量。

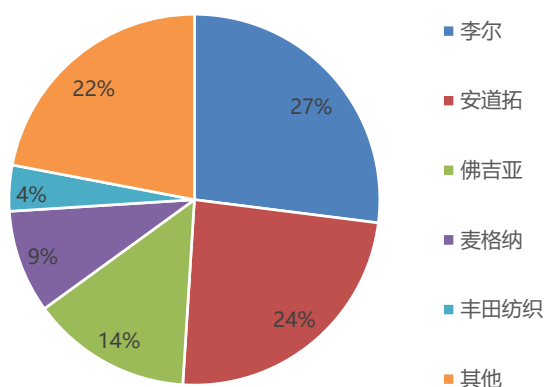
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

乘用车座椅行业集中度高，国产替代空间广阔

全球市场：从全球市场来看，李尔、安道拓、佛吉亚、麦格纳、丰田纺织占据行业主要份额，2022 年市占率分别为 27%、24%、14%、9%和 4%。行业集中度方面，2022 年全球乘用车座椅行业 CR3 为 65%，CR5 则高达 78%，行业集中度非常高。

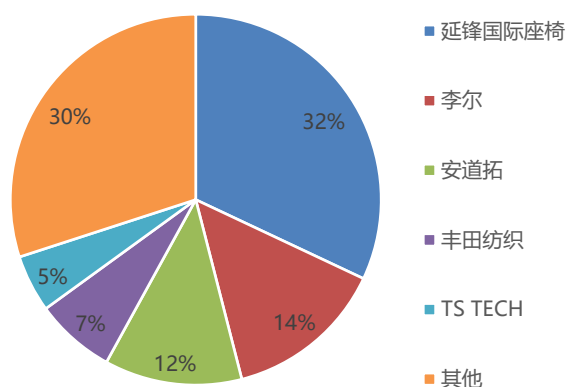
国内市场：国内市场方面，延锋国际座椅（前身为延锋安道拓）为国内乘用车座椅行业龙头，2022 年市占率高达 32%，李尔、安道拓、丰田纺织和 TS TECH 分列行业第二至第五位，市占率分别为 14%、12%、7%和 5%。行业集中度方面，国内乘用车座椅行业 CR3 为 58%，CR5 则为 70%，同样呈现较高的行业集中度。从供应商类型来看，由于延锋国际座椅前身为与安道拓的合资企业，因此可见国内乘用车座椅行业目前仍是以合资和外资企业为主，自主民营企业的国产替代空间非常广阔。

图17：2022 年全球乘用车座椅竞争格局



数据来源：Marklines，东吴证券研究所

图18：2022 年中国乘用车座椅竞争格局



数据来源：Marklines，东吴证券研究所

2.3. 公司座椅在手订单充足，股权激励背书盈利

公司凭借着**成本优势+快速响应+技术突破**，持续获得高质量项目定点。目前，公司乘用车座椅客户已经覆盖蔚来、理想、奇瑞、吉利、长安、奥迪、宝马和一汽大众等头部主机厂。截至 2025 年 2 月，公司已获得的乘用车座椅在手项目定点共计 21 个，在手订单的不断积累，为公司乘用车座椅业务后续快速发展打下了坚实基础。

图19：公司乘用车座椅业务项目定点情况梳理（截至 2025 年 2 月）

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

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

员工持股计划调动核心骨干积极性，且对公司座椅业务盈利能力形成背书。2025 年 4 月，公司对座椅事业部的核心骨干员工制定了员工持股计划。

一方面，员工持股计划将绑定乘用车座椅核心团队，共享公司座椅业务发展成果，有利于充分调动座椅核心骨干员工的积极性和创造性。

另一方面，员工持股计划对座椅事业部的业绩考核目标也为公司乘用车座椅业务后续的盈利能力持续提升起到了背书。

图20：座椅事业部持股计划业绩考核目标

解锁期	考核年度	座椅事业部营业收入 (A, 亿元)			座椅事业部净利润 (B, 亿元)		
		目标值 (A1)	中间值 (A2)	触发值 (A3)	目标值 (B1)	中间值 (B2)	触发值 (B3)
第一个解锁期	2025年	50.0	45.0	40.0	1.5	1.2	0.8
第二个解锁期	2026年	100.0	85.0	70.0	5.0	4.5	4.0

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

营业收入预测：公司传统主业以及格拉默分部的营业收入预计后续整体保持稳定。乘用车座椅业务则快速增长，预计 2025-2027 年公司乘用车座椅业务营业收入分别为 51.23 亿元/91.08 亿元/111.08 亿元，同比分别增长 76.91%/77.79%/21.96%。公司 2025-2027 年整体营业收入预计分别为 243.03 亿元/289.67 亿元/317.16 亿元，同比分别增长 9.20%/19.19%/9.49%。

毛利率预测：随着公司乘用车座椅收入持续增长带来的规模效应以及内部持续降本增效措施效果的体现，预计公司乘用车座椅业务毛利率 2025-2027 年分别为 17.50%/19.00%/20.30%。公司 2025-2027 年整体综合毛利率预计分别为 16.31%/17.70%/18.44%。

图21：公司收入拆分及预测

		2024A	2025E	2026E	2027E
头枕	销售收入 (百万元)	4227.54	4227.54	4227.54	4227.54
	YOY	-9.71%	0.00%	0.00%	0.00%
	销售成本 (百万元)	3499.72	3459.84	3433.99	3421.06
	毛利率	17.22%	18.16%	18.77%	19.08%
座椅扶手	销售收入 (百万元)	1934.99	1934.99	1934.99	1934.99
	YOY	-11.12%	0.00%	0.00%	0.00%
	销售成本 (百万元)	1601.86	1579.24	1567.05	1564.00
	毛利率	17.22%	18.39%	19.02%	19.17%
商用车座椅	销售收入 (百万元)	5404.27	5566.40	5733.39	5905.39
	YOY	-16.70%	3.00%	3.00%	3.00%
	销售成本 (百万元)	4614.69	4620.11	4730.05	4871.95
	毛利率	14.61%	17.00%	17.50%	17.50%
中控及其他内饰件	销售收入 (百万元)	7348.32	6797.20	7137.06	7493.91
	YOY	0.98%	-7.50%	5.00%	5.00%
	销售成本 (百万元)	6565.39	5981.53	6137.87	6407.29
	毛利率	10.65%	12.00%	14.00%	14.50%
乘用车座椅	销售收入 (百万元)	2895.58	5122.50	9107.50	11107.50
	YOY	342.07%	76.91%	77.79%	21.96%
	销售成本 (百万元)	2528.87	4226.06	7377.08	8852.68
	毛利率	12.66%	17.50%	19.00%	20.30%
其他主营业务	销售收入 (百万元)	324.91	519.86	675.81	878.56
	YOY	65.20%	60.00%	30.00%	30.00%
	销售成本 (百万元)	227.44	363.90	473.07	614.99
	毛利率	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
其他业务	销售收入 (百万元)	119.84	134.22	150.33	168.37
	YOY	25.72%	12.00%	12.00%	12.00%
	销售成本 (百万元)	93.40	107.38	120.26	134.69
	毛利率	22.06%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	销售收入 (百万元)	22255.45	24302.70	28966.62	31716.25
	YOY	3.17%	9.20%	19.19%	9.49%
	销售成本 (百万元)	19131.37	20338.06	23839.36	25866.67
	毛利率	14.04%	16.31%	17.70%	18.44%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.46 亿元、10.97 亿元、13.84 亿元的预测，对应的 EPS 分别为 0.51 元、0.87 元、1.09 元，2025-2027 年市盈率分别为 27.10 倍、15.98 倍、12.66 倍。我们选取产品赛道全球格局相似，且均为国产替代逻辑的星宇股份和松原安全为可比公司，可比公司 2026 年平均 PE 为 16.8 倍。公司作为乘用车座椅行业自主龙头，行业空间广阔，国产替代加速；且公司正处于业绩反转向上，应享受一定估值溢价。因此，我们维持“买入”评级。

图22：可比公司估值表

公司简称	证券代码	股价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
星宇股份	601799.SH	140.17	400.44	14.08	17.61	21.89	28.44	22.74	18.29
松原安全	300893.SZ	35.25	79.79	2.60	3.92	5.21	30.69	20.35	15.31
平均值							29.56	21.55	16.80
继峰股份	603997.SH	13.84	175.22	-5.67	6.46	10.97	-	27.10	15.98

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：星宇股份、松原安全盈利预测来自东吴证券研究所；股价及市值数据为 2025 年 5 月 26 日收盘数据。

4. 风险提示

1、汽车行业销量不及预期：公司业务开展范围较广，下游客户覆盖了全球主要的汽车市场。若国内或全球汽车市场销量出现波动或不及预期，则对公司的营业收入以及盈利能力将产生不利影响。

2、新业务发展不及预期：乘用车座椅总成业务是公司重点拓展业务，若座椅总成业务的发展不及预期，则公司收入和利润的增长将受到影响。

3、海外整合不及预期：格拉默海外收入占比较高，欧洲区和美洲区是其重要的收入来源，如果后续公司对格拉默的海外业务整合工作不及预期，则整个格拉默的盈利能力恢复将受到较大影响，进而影响整个公司的利润。

继峰股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	10,350	10,770	12,697	14,442	营业总收入	22,255	24,303	28,967	31,716
货币资金及交易性金融资产	2,731	2,878	3,186	4,198	营业成本(含金融类)	19,131	20,338	23,839	25,867
经营性应收款项	5,087	5,094	6,341	6,792	税金及附加	74	73	87	95
存货	1,641	1,878	2,123	2,346	销售费用	288	316	377	412
合同资产	474	493	603	652	管理费用	2,104	1,944	2,317	2,537
其他流动资产	417	427	443	454	研发费用	526	547	666	729
非流动资产	9,935	10,150	10,221	10,245	财务费用	369	267	261	270
长期股权投资	12	12	12	12	加:其他收益	64	50	50	50
固定资产及使用权资产	4,844	4,945	5,005	5,020	投资净收益	(16)	3	3	3
在建工程	503	530	556	581	公允价值变动	6	0	0	0
无形资产	981	966	951	935	减值损失	(335)	(38)	(44)	(50)
商誉	1,577	1,577	1,577	1,577	资产处置收益	(3)	(5)	(5)	(5)
长期待摊费用	32	32	32	32	营业利润	(518)	842	1,439	1,819
其他非流动资产	1,985	2,087	2,087	2,087	营业外净收支	11	12	11	10
资产总计	20,285	20,920	22,918	24,687	利润总额	(508)	854	1,450	1,829
流动负债	8,712	8,857	10,001	10,593	减:所得税	172	188	319	402
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,534	2,409	2,409	2,409	净利润	(680)	666	1,131	1,426
经营性应付款项	4,535	4,775	5,624	6,088	减:少数股东损益	(113)	20	34	43
合同负债	81	100	112	127	归属母公司净利润	(567)	646	1,097	1,384
其他流动负债	1,562	1,573	1,855	1,969	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.45)	0.51	0.87	1.09
非流动负债	6,668	6,318	5,998	5,698	EBIT	101	1,122	1,710	2,098
长期借款	4,571	4,241	3,921	3,621	EBITDA	981	2,083	2,774	3,270
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	14.04	16.31	17.70	18.44
租赁负债	567	567	567	567	归母净利率(%)	(2.55)	2.66	3.79	4.36
其他非流动负债	1,529	1,509	1,509	1,509	收入增长率(%)	3.17	9.20	19.19	9.49
负债合计	15,380	15,175	15,998	16,291	归母净利润增长率(%)	(378.01)	214.06	69.65	26.16
归属母公司股东权益	4,648	5,468	6,609	8,042					
少数股东权益	257	277	311	354					
所有者权益合计	4,905	5,745	6,920	8,396					
负债和股东权益	20,285	20,920	22,918	24,687					

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	270	1,644	1,755	2,498	每股净资产(元)	3.67	4.32	5.22	6.35
投资活动现金流	(1,587)	(1,193)	(1,126)	(1,187)	最新发行在外股份 (百万股)	1,266	1,266	1,266	1,266
筹资活动现金流	2,156	(362)	(320)	(300)	ROIC(%)	1.16	6.85	9.96	11.36
现金净增加额	768	147	309	1,011	ROE-摊薄(%)	(12.19)	11.82	16.60	17.20
折旧和摊销	881	961	1,064	1,172	资产负债率(%)	75.82	72.54	69.81	65.99
资本开支	(1,372)	(1,090)	(1,129)	(1,190)	P/E (现价&最新股本摊薄)	-	27.10	15.98	12.66
营运资本变动	(674)	(3)	(475)	(141)	P/B (现价)	3.77	3.20	2.65	2.18

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(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,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),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>