



继峰股份 (603997.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

国产座椅龙头，海外触底反弹

深耕内饰三十载，并购格拉默布局乘用车座椅

公司深耕头枕扶手等内饰件，2019年以37.5亿元收购格拉默84.23%的股权，此后公司座椅兑现+海外整合两大主线持续演绎，1) 乘用车座椅业绩兑现，2021年公司斩获首个乘用车座椅订单，2023年量产，2024年乘用车座椅首次实现盈亏平衡，2025年乘用车座椅实现营收51亿元，实现归母净利润1亿元，首次实现扭亏为盈；2) 格拉默盈利改善，收购格拉默后格拉默经历了欧洲能源危机、美洲管理层更换等，2025年海外整合成效初现，格拉默2025年实现净利润0.2亿欧元，创2020年以来新高，且在持续改善中。

格拉默整合步入深水区，系列措施驱动利润修复

公司全面接管格拉默管理权后，大力推行“P2P”降本增效计划，海外改革成效显著。1) 美洲区止血，2024年9月出售连年亏损的TMD公司轻装上阵，2025年美洲区EBIT利润率为-4.9%，为六年内新高；2) 欧洲区增效，欧洲区经营韧性较强，五年连续21个季度实现EBIT为正，2024年公司通过裁员、削减总部福利及实施“Satellite”计划等措施，2025年EBIT利润率50%修复，至后续随着格拉默整合进一步深化，公司海外盈利能力或将持续修复。

乘用车座椅突破高端客户，筑牢第二增长曲线

国内座椅市场空间约千亿，1) 2024年中国汽车座椅行业头部集中CR5达70%，其中延锋/李尔/弗吉亚/安道拓/丰田纺织份额分别为24%/17%/12%/10%/7%，合资公司占比高；2) 座椅功能性提升，据观研天下数据，中国乘用车座椅均价由2020年3064元的升至2025年的4148元。公司在本土替代趋势下，突破蔚来、理想等高端车座椅。截至2025年底，公司累计斩获27个定点项目，规模效应下，乘用车座椅板块正由投入期转入盈利兑现期，后续随着座椅收入增长，座椅利润有望大幅提升。

盈利预测、估值和评级

公司是国产座椅龙头，2025年座椅开始释放业绩，同时格拉默海外整合效果已现。结合公司经营情况，我们预测2026-2028年归母净利润分别为8.01/10.03/11.76亿元，公司股票现价对应PE估值为20/16/14倍。我们给予2026年25X估值，对应目标价15.73元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动风险；地缘政治波动风险；下游销量不及预期风险；格拉默整合不及预期的风险；大股东质押风险等。

汽车组

分析师：徐慧雄 (执业 S1130525110005)

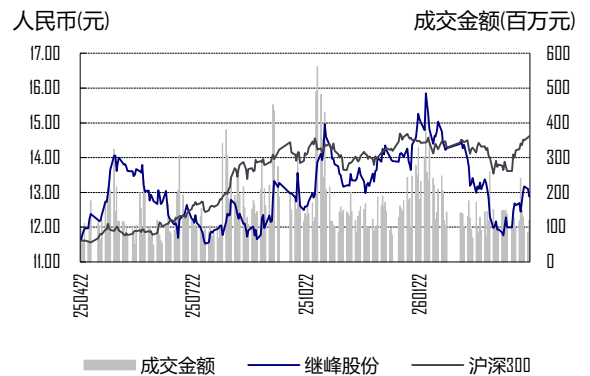
xuhuixiong@gjzq.com.cn

分析师：何冠男 (执业 S1130525110006)

heguannan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：12.88 元

目标价 (人民币)：15.73 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	22,255	22,783	27,101	29,863	31,902
营业收入增长率	3.17%	2.37%	18.95%	10.19%	6.83%
归母净利润(百万元)	-567	454	801	1,003	1,176
归母净利润增长率	-378.0%	-180.03%	76.50%	25.32%	17.16%
摊薄每股收益(元)	-0.448	0.357	0.629	0.789	0.924
每股经营性现金流净额	0.21	1.38	0.91	1.39	1.77
ROE(归属母公司)(摊薄)	-12.19%	8.47%	13.01%	14.02%	14.11%
P/E	-25.58	38.99	20.47	16.33	13.94
P/B	3.12	3.30	2.66	2.29	1.97

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1. 国产乘用车座椅龙头，座椅盈利拐点已现.....	4
1.1. 从内饰到乘用车座椅，围绕客户属地化扩产.....	4
1.2. 深度布局乘用车+商用车，单车配套价值量上万.....	5
1.3. 整合见效盈利修复，座椅实现从“0”到“1”盈利.....	6
2. 整合格拉默，盈利改善从“包袱”变“财富”.....	7
2.1. “白衣骑士”收购百年龙头格拉默，管理整合驱动降本增效.....	7
2.2. 美洲区：剥离 TMD，止血减亏迎盈利拐点.....	9
2.3. 欧洲区：盈利基础深厚，改革重塑竞争力.....	10
2.4. 财务表现印证整合质效，盈利拐点确立.....	11
3. 乘用车座椅千亿赛道启动，行业竞争格局重塑.....	12
3.1. 乘用车座椅市场空间稳步增长，消费升级驱动单车价值提升.....	12
3.2. 电动化带动自主车企销量提升，国产替代持续推进.....	13
3.3. 千亿订单助力未来增长，座椅业务实现盈利.....	16
4. 盈利预测与投资建议.....	20
4.1. 盈利预测.....	20
4.2. 投资建议及估值.....	21
5. 风险提示.....	21

图表目录

图表 1：收购格拉默后，公司营收体量倍数级跨越，2021 年切入乘用车座椅（单位：亿元）.....	4
图表 2：公司股权架构图.....	5
图表 3：公司主营产品单价及主要配套客户.....	5
图表 4：公司乘用车产品业务矩阵.....	6
图表 5：公司商用车座椅业务矩阵.....	6
图表 6：收购格拉默后，公司新增商用车座椅和中控内饰件等业务，营收占比过半（单位：亿元）.....	6
图表 7：收购格拉默后，公司营收陡增.....	7
图表 8：2025 年公司实现归母净利转正.....	7
图表 9：收购格拉默后毛利率和净利率断崖式下降.....	7
图表 10：2025 年剥离亏损后毛利率提升.....	7
图表 11：2019 年格拉默各业务客户、主要竞争对手以及在欧、美、中的市场地位.....	8
图表 12：格拉默公司的发展历程.....	8
图表 13：公司对格拉默的收购与整合历程.....	9



图表 14:	TMD 营业收入增长后萎缩, 利润持续亏损	9
图表 15:	TMD 总资产持续缩水	9
图表 16:	剔除 TMD 收入后格拉默收入总体平稳	10
图表 17:	剔除 TMD 亏损及剥离损失后格拉默净利润	10
图表 18:	格拉默美洲区 2018-2025 年财务报表	10
图表 19:	格拉默欧洲区 2020-2025 年分季度 Operating EBIT (单位: 百万欧元)	11
图表 20:	格拉默欧洲区 2018-2025 年财务报表	11
图表 21:	格拉默集团 2018-2025 年财务报表	11
图表 22:	格拉默 2024 与 2025 年各季度 operating EBIT (单位: 百万欧元)	12
图表 23:	全球乘用车座椅市场规模将上升至 2031 年的 6654.48 亿元, 2025-2031 CAGR 为 6.3%	13
图表 24:	2024 年中国汽车座椅市场市占率	13
图表 25:	不同价格范围区间, 消费者对舒适性的不同需求	13
图表 26:	乘用车座椅外资供应商巨头业务分布广泛, 客户结构为传统燃油主机厂	14
图表 27:	2021-2025 年各企业营收规模及增速 (单位: 亿美元)	14
图表 28:	2025 年各企业座椅业务规模及占比 (单位: 亿美元)	14
图表 29:	2021-2025 年各企业毛利率	15
图表 30:	2021-2025 年各企业净利率	15
图表 31:	座椅行业国产替代逻辑框架	15
图表 32:	2025/2026 年“蔚小理”新势力主机厂座椅配套情况	15
图表 33:	继峰座椅合肥工厂投产, 配套蔚来汽车	16
图表 34:	公司为蔚来配套的乘用车座椅产品	16
图表 35:	理想汽车 2025 年 1 月至 2026 年 3 月分车型月度销量 (辆)	17
图表 36:	蔚来汽车 2025 年 1 月至 2026 年 3 月分车型月度销量 (辆)	17
图表 37:	截至 2025 年底公司已斩获乘用车座椅总成定点项目 27 个, 生命周期总销售额预计超亿元	17
图表 38:	截至 2025 年末, 公司向特定对象发行股票募资情况	18
图表 39:	公司乘用车座椅生产制造基地子公司注册情况	19
图表 40:	乘用车座椅收入快速增长	19
图表 41:	盈利预测 (亿元)	20
图表 42:	可比公司估值比较	21



1. 国产乘用车座椅龙头，座椅盈利拐点已现

1.1. 从内饰到乘用车座椅，围绕客户属地化扩产

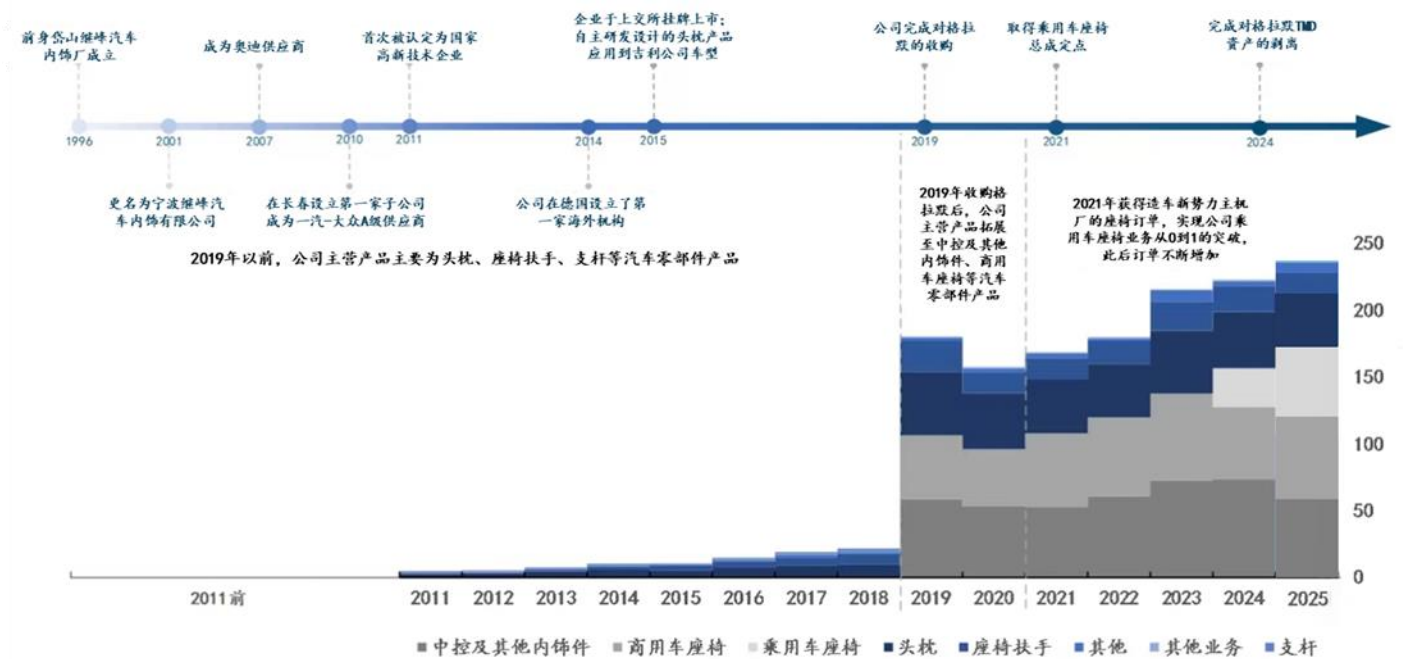
继峰股份成立于1996年，主要产品有座椅头枕、扶手等，2015年于上交所上市，2019年收购格拉默，2021年切入乘用车座椅业务。公司发展历程可分为以下三个主要阶段：

内饰件供应商阶段（1996-2018）：主营产品包括乘用车座椅头枕、头枕支杆、座椅扶手，凭借成本与质量优势进入江森自控、李尔、佛吉亚等全球知名座椅总成厂商的全球采购体系，于2007年、2010年分别进入奥迪、大众体系，是一汽大众最大的座椅头枕配套供应商。2015年公司成功在上交所挂牌上市。

并购与整合阶段（2019-2020）：2019年公司“白衣骑士”收购了德国百年汽车内饰巨头格拉默，主营产品新增中控及其他内饰件、商用车座椅等，在全球20个国家拥有近70家控股子公司，使公司由一跃成为全球汽车零部件细分行业的龙头企业。公司乘用车客户包括奥迪、宝马、捷豹路虎等国外主流厂商和一汽、上汽、“蔚小理”等国内优势汽车企业。2020年下半年开始整合格拉默资源，提升盈利能力。

乘用车座椅放量阶段（2021至今）：2021年起开始获得乘用车座椅项目定点，新设合肥基地生产乘用车座椅，同时孵化隐藏电动出风口项目，获得大众、吉利、长城汽车、蔚来等客户定点；2022年隐藏式门把手、车载冰箱等项目获定点；2024年剥离格拉默TMD亏损资产，乘用车座椅常州、芜湖、福州基地建成投产，天津、宁波、长春、北京、义乌基地完成布局并投入建设，同时在欧洲、东南亚建设乘用车座椅生产基地，获得BMW AG的乘用车座椅项目订单。公司于2025年4月推出员工持股计划，座椅事业部2025/2026年营收目标分别为50/100亿元、净利润目标1.5/5亿元；截至2025年底，公司获得乘用车座椅在手项目定点27个，全生命周期总销售额预计超千亿元。

图表1：收购格拉默后，公司营收体量倍数级跨越，2021年切入乘用车座椅（单位：亿元）



来源：公司官网，公司财报，公司公告，国金证券研究所

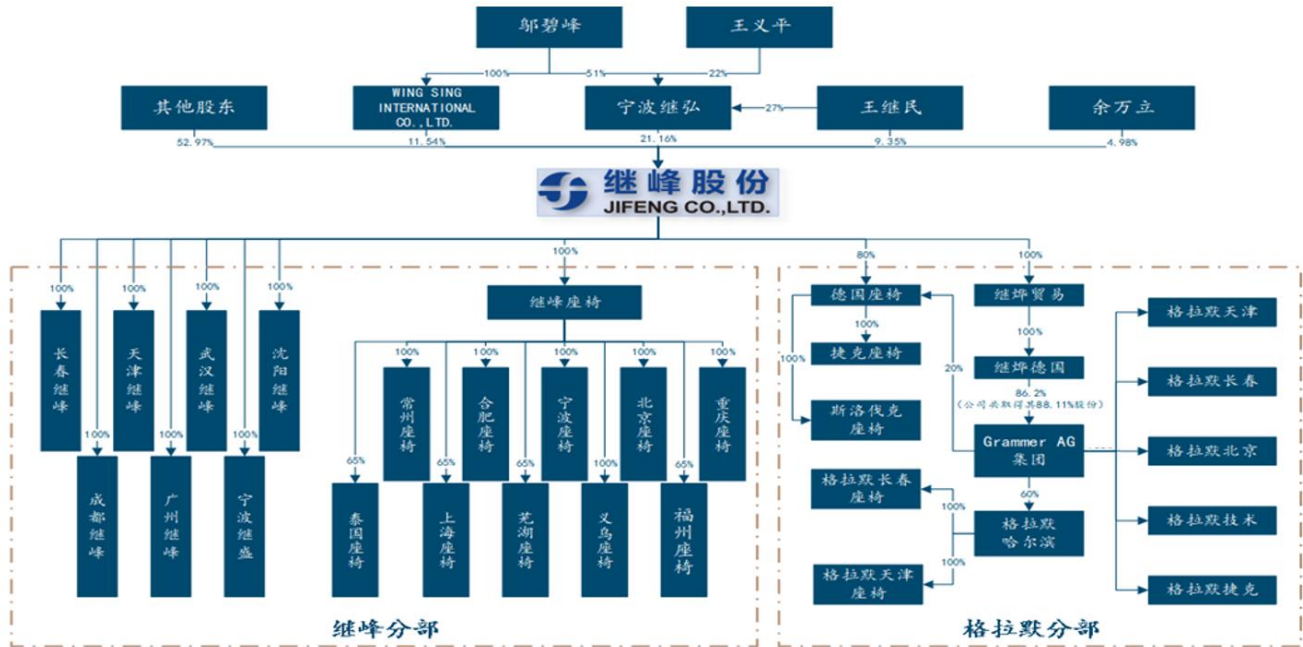
全球化产研布局，产品覆盖主流市场。公司在全球20个国家拥有超过90家控股子公司，公司完成对格拉默的收购后，在全球的生产、销售和研发网络布局趋于完善，在全球建有中国、印度、美国、墨西哥、巴西、比利时、德国、捷克、土耳其等多个研发中心，形成覆盖全球的研发网络，同时为欧系、美系、日系、自主品牌等整车生产厂家提供配套。

实控人持股比例超四成，子公司属地化全球深度布局。公司的实际控制人为王义平、邬碧峰、王继民家族，王义平与邬碧峰系夫妻关系，与王继民系父子关系，三人系一致行动人。截至2025年12月31日，邬碧峰通过Wing Sing持有11.54%，王继民直接持股9.35%，三人通过宁波继弘共同持有21.16%，合计控制权达到42.05%。公司旗下拥有“继峰分部”与“格拉默分部”两大板块。继峰分部拥有长春、天津、武汉、沈阳等多地子公司的100%



控制权，实现对国内主要汽车产业集群重点覆盖，通过“继峰座椅”子公司加速乘用车座椅业务的属地化布局；格拉默分部则以格拉默（Grammer AG）为核心，通过德国控股平台整合全球优质技术资源，下设天津、长春、北京、捷克等国内外生产基地。同时，公司与格拉默合资设立德国座椅，下设全资子公司捷克座椅和斯洛伐克座椅以属地化配套欧洲客户座椅业务。

图表2：公司股权架构图



来源：公司财报，公司公告，企查查，iFinD，国金证券研究所

1.2. 深度布局乘用车+商用车，单车配套价值量上万

乘用车与商用车双轮驱动布局，深耕汽车座舱全产业链。**乘用车方面**，公司提供乘用车座椅、座椅头枕、座椅扶手、中控系统、隐藏式电动出风口、内饰部件等产品及解决方案，并逐步获得隐藏式门把手、车载冰箱等产品定点。**商用车方面**，格拉默是商用车座椅标准的制定者，也是行业的技术领导者，可提供卡车座椅、非道路车辆座椅部件、火车及公共汽车座椅部件、游艇座椅部件、航空座椅部件等。

公司主营产品单价跨度从数十元的基础内饰件到近万元的座椅总成，产品单价梯度明显。2025年，中控及其他内饰件/头枕/座椅扶手/乘用车座椅单价分别为66/83/164/7246元，商用车座椅单价为3080元。

图表3：公司主营产品单价及主要配套客户

业务板块	产品	单车价值量（元）	配套客户
乘用车内饰	中控及其他内饰件	66	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、日产等国外主流厂商；
	头枕	374	
	座椅扶手	328	
	乘用车座椅	7246	
商用车座椅	卡车和房车座椅	3080 (单个座椅)	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
	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
	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
	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

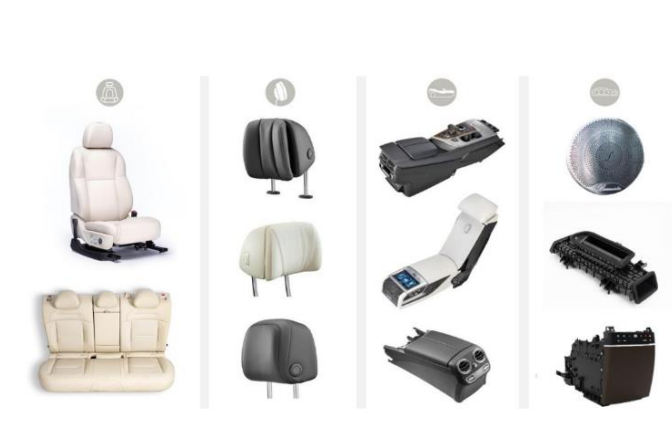
来源：公司财报，公司公告，国金证券研究所



注：单价选取 2025 年年报数据，按照公司《向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复》中单车平均 4.5 个头枕，2 个座椅扶手及 1 套乘用车座椅来测算

图表4：公司乘用车产品业务矩阵

图表5：公司商用车座椅业务矩阵



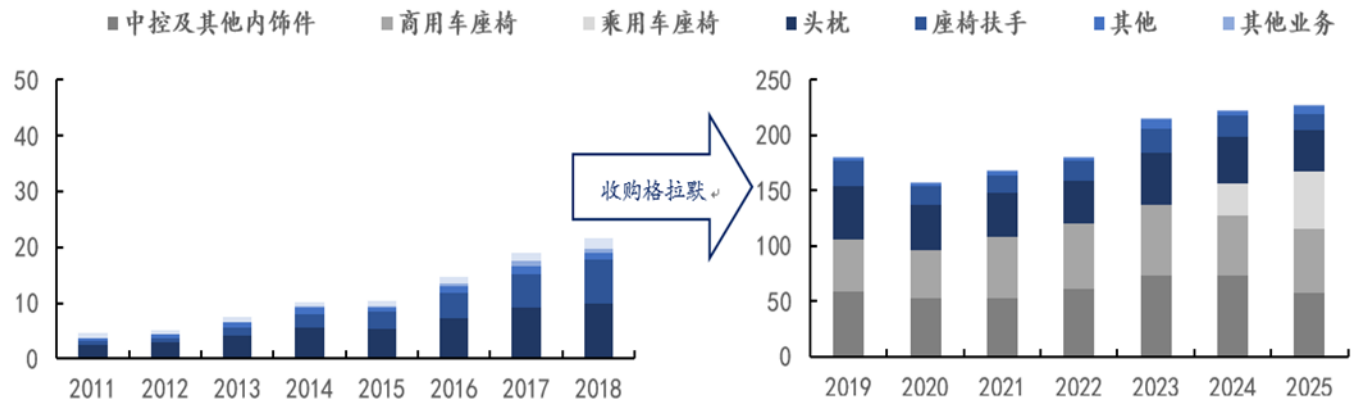
来源：公司财报，国金证券研究所

来源：公司财报，国金证券研究所

1.3. 整合见效盈利修复，座椅实现从“0”到“1”盈利

公司收购格拉默开启全球化新纪元。1) 2016-2018 年公司依靠头枕、扶手等业务发展，营收由 14.66 亿元提升至 21.51 亿元；2) 2019 年公司收购并表格拉默后，营收增长至 180.01 亿元，头枕与扶手业务实现倍数增长，中控及其他内饰件、商用车座椅迅速成为核心增长点；3) 2020 后得益于公司启动对格拉默的整合优化与乘用车座椅业务的放量，2020-2025 年，公司营收由 157.33 亿元增至 227.83 亿元，5 年 CAGR 为 7.7%，2025 年公司乘用车座椅收入为 51.15 亿元，同比增长 76.65%。

图表6：收购格拉默后，公司新增商用车座椅和中控内饰件等业务，营收占比过半（单位：亿元）

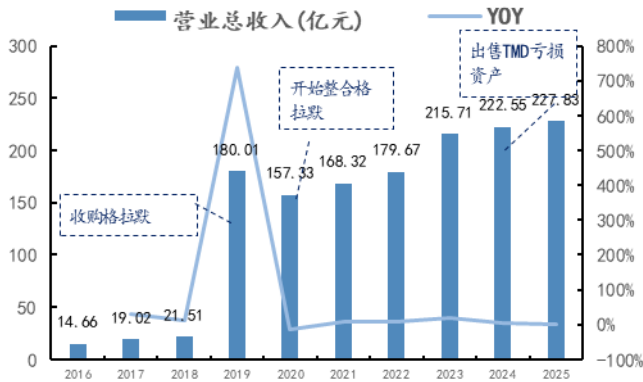


来源：公司年报，国金证券研究所 注：左图为收购格拉默前公司营收结构，右图为收购格拉默后公司营收结构。

利润端显著波动，2025 年确立盈利拐点。收购格拉默前，2016-2018 年公司归母净利润较为稳定，由 2.50 亿元增长至 3.02 亿元，传统业务盈利稳健；收购格拉默后，格拉默开始进入整合期，受疫情冲击及商誉减值/2024 年 9 月格拉默子公司 TMD 出表等影响，2020/2022/2024 年分别亏损 2.58/ 14.17/ 5.67 亿元；2025 年归母净利润扭亏为盈，全年盈利 4.54 亿元，格拉默整合成效已现，同时座椅全年归母净利润 1.01 亿元。

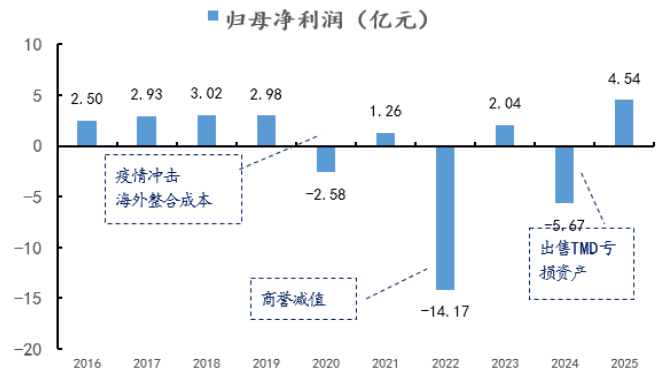


图表7: 收购格拉默后, 公司营收陡增



来源: 公司财报, 国金证券研究所

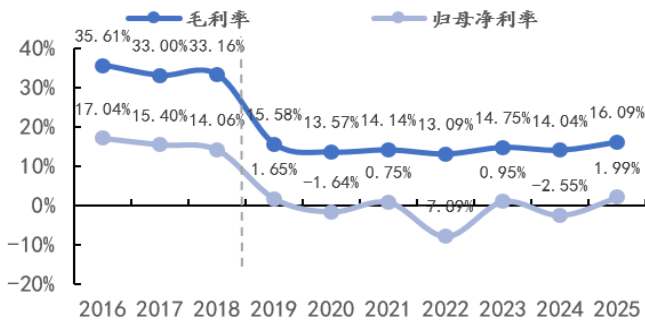
图表8: 2025 年公司实现归母净利润转正



来源: 公司财报, 国金证券研究所

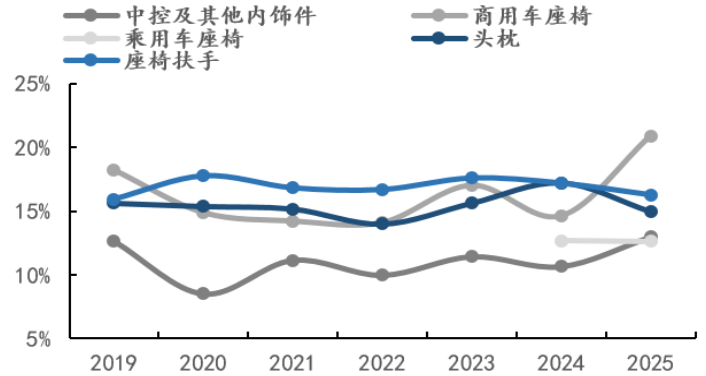
收购致利润率中枢下移, 2025 年盈利能力触底反弹。2019 年前公司深耕头枕和扶手业务, 毛利率在 33%~35% 之间波动; 2019 年收购格拉默受产品结构及整合成本影响, 毛利率下移至 13%~15% 区间。随着整合深化, 2025 年公司毛利率逐渐回升至 16.09%, 归母净利率修复至 1.99%。其中乘用车座椅业务 2024 年实现盈亏平衡, 2025 年毛利率为 12.63%, 归母净利率为 2%。

图表9: 收购格拉默后毛利率和净利率断崖式下降



来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表10: 2025 年剥离亏损后毛利率提升



来源: 公司财报, 国金证券研究所

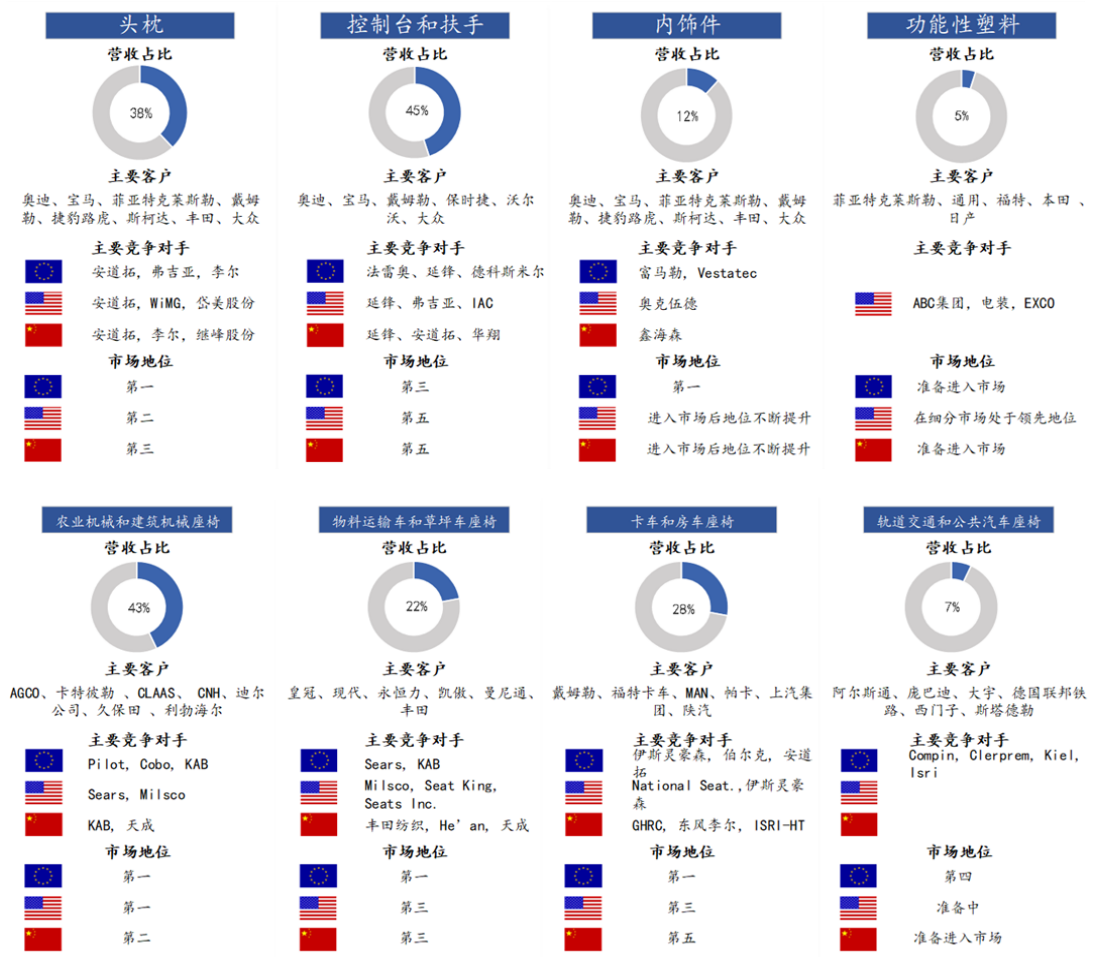
2. 整合格拉默, 盈利改善从 “包袱” 变 “财富”

2.1. “白衣骑士” 收购百年龙头格拉默, 管理整合驱动降本增效

格拉默是全球商用车座椅与乘用车内饰的百年龙头。格拉默成立于 1880 年, 从鞍具作坊起步, 逐步进入农业机械、商用车领域; 1985 年进入乘用车内饰, 并于 1996 年法兰克福交易所上市。2019 年格拉默市占率在欧洲排名第一, 在北美排名前三, 2019 年格拉默商用车收入占比约三成, 乘用车收入占比约七成, 格拉默是商用车座椅系统的行业标准的制定者, 也是行业的技术领导者。

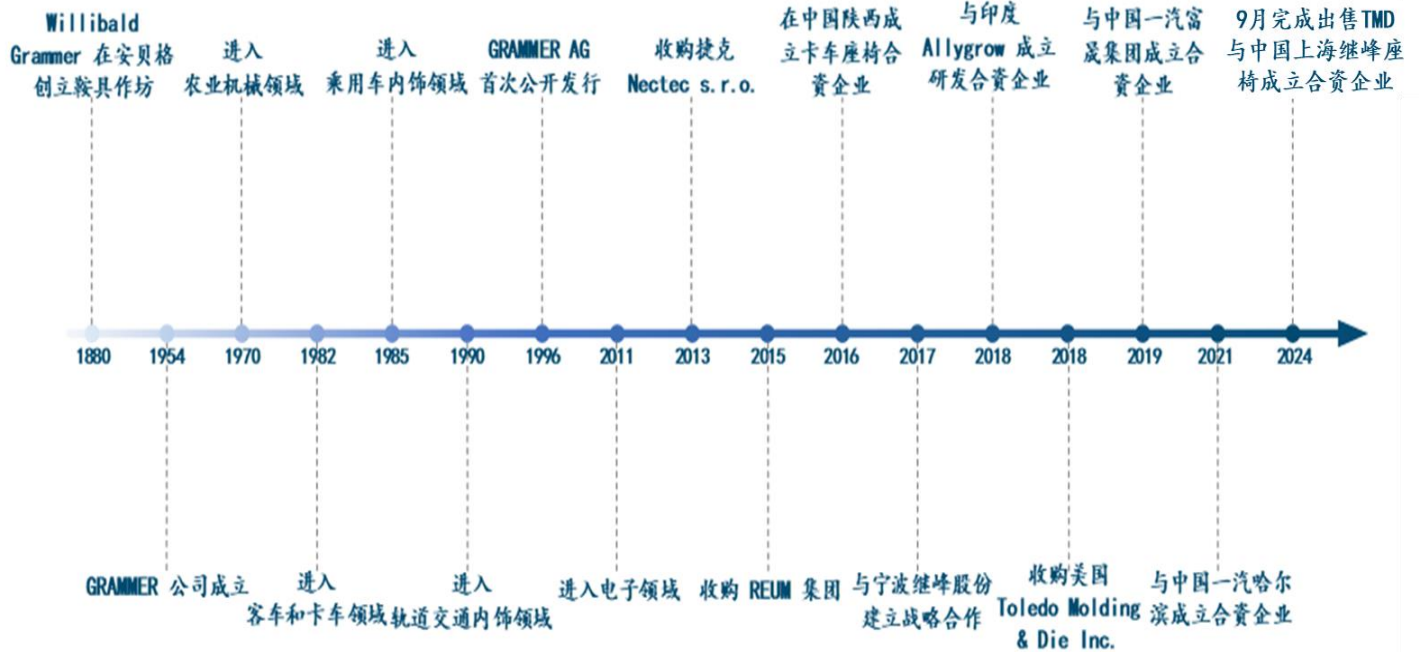


图表11: 2019年格拉默各业务客户、主要竞争对手以及在欧、美、中的市场地位



来源：格拉默公司官网，国金证券研究所 注：上部分为乘用车内饰业务，下部分为商用车座椅业务

图表12: 格拉默公司的发展历程



来源：格拉默公司官网，国金证券研究所

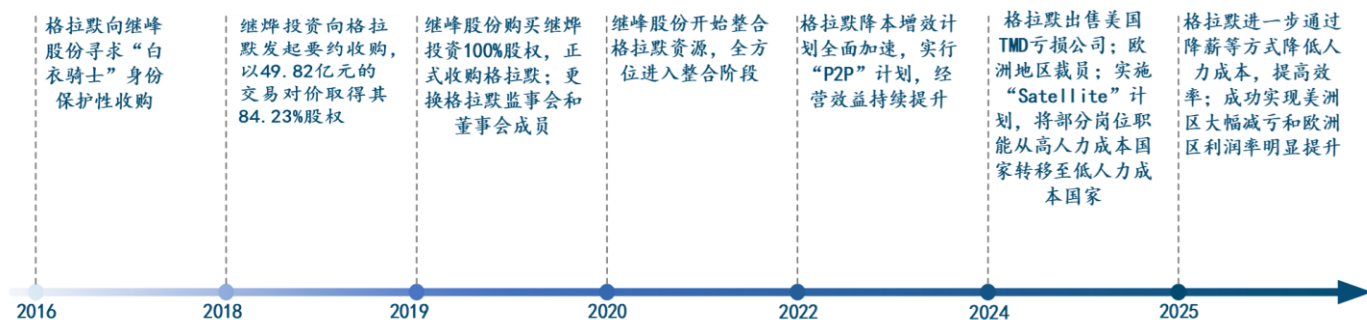
公司以“白衣骑士”身份入主格拉默，化解股权纷争实现双赢。2016年起 Hastor 家族通过恶意收购试图控制格拉默，其激进策略引发了大众、戴姆勒等核心客户对供应链稳定性的



严重担忧。格拉默管理层主动引入继峰股份作为“白衣骑士”，2018年继峰股份控股股东继弘投资通过其控股子公司继烨投资，向格拉默发起要约收购，9月以49.82亿元的交易作价取得格拉默84.23%股权；2019年继峰股份通过重大资产重组，向继烨投资股东发行股份及支付现金，以37.54亿元的交易对价收购继烨投资100%股权，实现对格拉默的并表。

全面接管核心管理权，系列计划驱动管理循序变革。收购完成后，公司迅速改组格拉默监事会与董事会，确立了以中方管理层为核心的治理结构。2020年起格拉默正式进入全方位整合阶段。公司推行联合采购，将在模具、支杆、泡沫发泡料等生产资料上的采购优势赋能格拉默，进而降低格拉默对外采购成本。2022年10月格拉默中国区CEO李国强先生升任全球COO，公司推出了“Path to Profitability”（P2P）计划，通过优化全球人员配置与工厂布局、加强供应链协同管理、深化VAVE措施落实，将整合工作推向深水区。

图表13：公司对格拉默的收购与整合历程



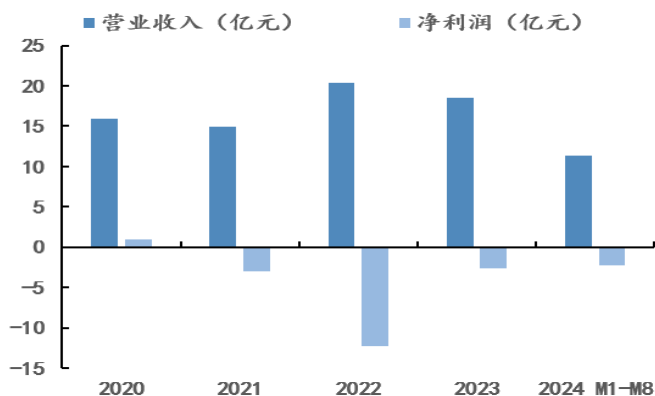
来源：公司财报，《继峰股份发行可转换公司债券、股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，国金证券研究所

通过剥离TMD、欧洲大裁员、更换管理层、优化产能，优化流程，改革激励考核制度等多种措施，格拉默在2025年成功实现了美洲区大幅减亏和欧洲区利润率明显提升。

2.2. 美洲区：剥离TMD，止血减亏迎盈利拐点

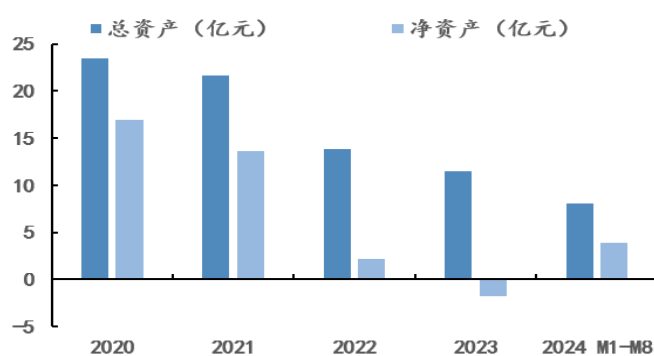
TMD整合不及预期，2024年格拉默剥离TMD。2018年10月格拉默为了横向拓展乘用车塑料件业务版图并深化北美市场布局，作价2.71亿美元收购TMD公司。TMD最终协同未达预期，连年巨亏致使净资产大幅缩水，自2021年起TMD开始陷入亏损，当年净利润亏损达3.04亿元；2022年亏损扩大至12.25亿元；2023年与2024年1-8月有分别-2.63/-2.27亿元的持续失血。连年的巨额亏损直接导致TMD的所有者权益被严重侵蚀，其净资产由2020年的16.97亿元断崖式下跌，至2023年陷入资不抵债困境。面对严峻情形，果断剥离出清该项低效资产，已成为格拉默实现美洲区业绩减亏的必然选择。

图表14：TMD营业收入增长后萎缩，利润持续亏损



来源：公司财报，国金证券研究所

图表15：TMD总资产持续缩水



来源：公司财报，国金证券研究所

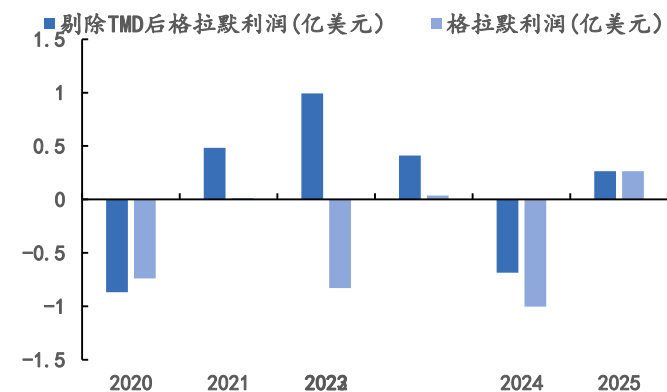
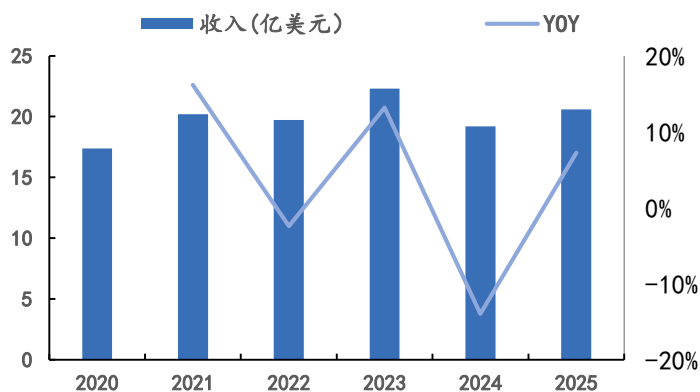
果断剥离出售TMD，美洲区业务轻装上阵。为减少公司在TMD公司上的战略资源投入，改



善格拉默美洲区域的盈利能力和财务状况，经公司 2024 年第三次股东大会批准，格拉默于 2024 年 9 月完成了对 TMD 的出售。我们测算剔除格拉默 TMD 后格拉默收入体量总体平稳，且剔除 TMD 后 2022 年格拉默利润回正，2025 年格拉默实现利润转正。

图表16: 剔除 TMD 收入后格拉默收入总体平稳

图表17: 剔除 TMD 亏损及剥离损失后格拉默净利润



来源: 公司财报, 国金证券研究所

来源: 公司财报, 国金证券研究所

止血成效初显, 盈利大幅改善雇员结构显著优化。格拉默美洲区历史上一直是格拉默的“出血点”, 长时间保持高亏损, 2022 年 EBIT 亏损高达 1.26 亿欧元, EBIT 利润率达到 -18.7%。随着 2024 年剥离连年亏损的 TMD 公司, 格拉默美洲区营收结构大幅优化, EBIT 亏损随之大幅收窄, EBIT 利润率提升至 -5.1%, 同比+3pct。剔除重组等非经常性损益后, 美洲区 Operating EBIT 在 2021 年达到 -6150 万欧元的大幅亏损, 利润率为 -11.9%; 而至 2025 年末, 美洲区 Operating EBIT 亏损降低至仅 -1470 万欧元, 利润率回升至 -4.9%, 大幅减亏; 此外, 伴随 TMD 的剥离, 美洲区雇员结构得到优化, 员工人数由 2023 年的 4652 人精简至 2025 年末的 2701 人。得益于人员负担的减轻与核心业务的聚焦, 美洲区逐年减亏, 盈利拐点即将到来。

图表18: 格拉默美洲区 2018-2025 年财务报表

单位: 百万欧元		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	营业收入	366.4	609.5	476.6	517.7	672.5	622	391.7	316.9
	EBIT	-	-	-34.5	-61.7	-125.8	-50.6	-19.8	-15.6
格拉默	EBIT 利润率	-	-	-7.20%	-11.90%	-18.70%	-8.10%	-5.10%	-4.90%
美洲区	Operating EBIT	-	-	-30.0	-61.5	-48.3	-42.7	-15.8	-14.7
	Operating EBIT 利润率	-	-	-6.30%	-11.9%	-7.20%	-6.90%	-4.00%	-4.60%
	雇员人数	2771	4731	4612	4688	4724	4652	3196	2701

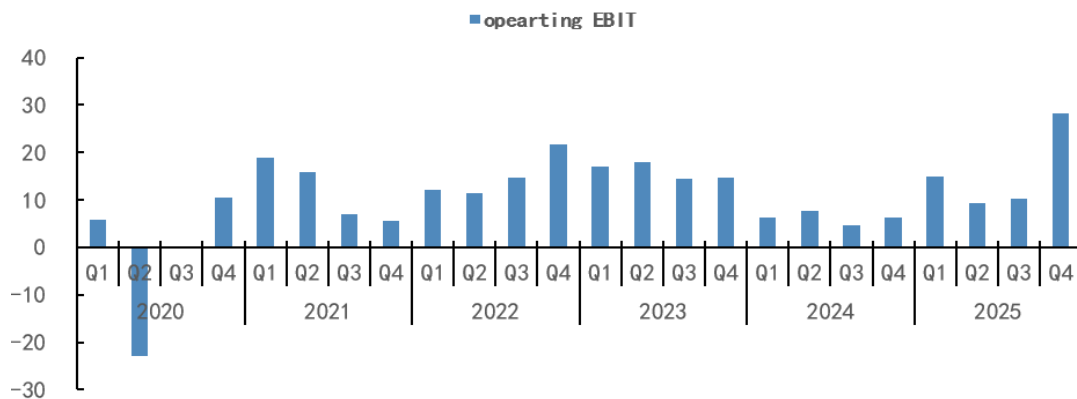
来源: 格拉默公司财报, 国金证券研究所 注: 2024 年财报已考虑 TMD 亏损资产剔除影响

2.3. 欧洲区: 盈利基础深厚, 改革重塑竞争力

格拉默欧洲经营韧性强劲, 复盘格拉默欧洲区 (EMEA) 2020-2025Q3 的季度 Operating EBIT 数据, 其总体经营展现出较高的稳定性与抗风险能力, 格拉默欧洲连续 5 年共 21 个季度 Operating EBIT 持续保持正向输出。



图表19: 格拉默欧洲区 2020-2025 年分季度 Operating EBIT (单位: 百万欧元)



来源: 格拉默公司财报, 国金证券研究所

2022 与 2023 年欧洲能源危机影响下, 全年 Operating EBIT 逆市提升分别为 0.6 亿欧元与 0.64 亿欧元; 2024 年受严峻的欧洲通胀及公司主动推进“Satellite”产能转移计划产生的一次性费用影响, 欧洲区全年 Operating EBIT 回落至 0.25 亿欧元, 2025 年欧洲区整合效果凸显, 全年 Operating EBIT 提升至 0.63 亿欧元。

图表20: 格拉默欧洲区 2018-2025 年财务报表

单位: 百万欧元	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
营业收入		1115.3	965.8	1061.5	1131.4	1210.9	1044.3	1069.6
EBIT	-	-	-8.7	43.3	58.6	60.1	9.8	58.5
EBIT 利润率	-	-	-0.90%	4.10%	5.20%	5.00%	0.90%	5.50%
Operating EBIT	-	-	-6.9	47.2	60	64.2	25.2	62.8
Operating EBIT 利润率	-	-	-0.70%	4.40%	5.30%	5.30%	2.40%	5.90%
雇员人数	9211	8753	7649	7522	7429	7641	6896	7255

来源: 格拉默公司财报, 国金证券研究所

2.4. 财务表现印证整合质效, 盈利拐点确立

财务表现印证整合质效, 阵痛期后迎来盈利拐点。2022 年格拉默遭遇了较严重的亏损, 直接催生了以李国强为核心的管理层全面推进“P2P”降本增效计划, 格拉默的管理费用于 2022 年达到 2.02 亿欧元的峰值后, 开始逐年下降, 2023 年降至 1.90 亿, 2024 年/2025 年分别为 1.77/1.61 亿欧元。2024 年尽管公司通过出售美国 TMD 公司导致营收总额回落至 19.21 亿欧元, 且因重组及裁员等一次性费用导致当年净利润出现-9280 万欧元的账面亏损, 但公司核心盈利能力已在修复, 当年 EBIT 转正为 810 万欧元, 2025 年重组红利进一步释放, 全年实现 EBIT0.69 亿欧元, EBIT margin 为 0.38%, 净利润实现扭亏为盈。

图表21: 格拉默集团 2018-2025 年财务报表

单位: 百万欧元	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
总收入	1861.3	2038.5	1710.7	1903	2158.8	2304.9	1921.7	1821.2
销售成本	-1,649.5	-1807.1	-1585.4	-1727.7	-2018.3	-2062.1	-1732.4	-1612.1
毛利润	211.8	231.4	125.3	175.3	140.5	242.8	189.3	209.1
销售费用	-37.8	-41.8	-37.8	-33.4	-28.9	-32	-27.2	-29
管理费用	-146.5	-136.9	-148.3	-149.8	-202.2	-190.4	-177.1	-164.6

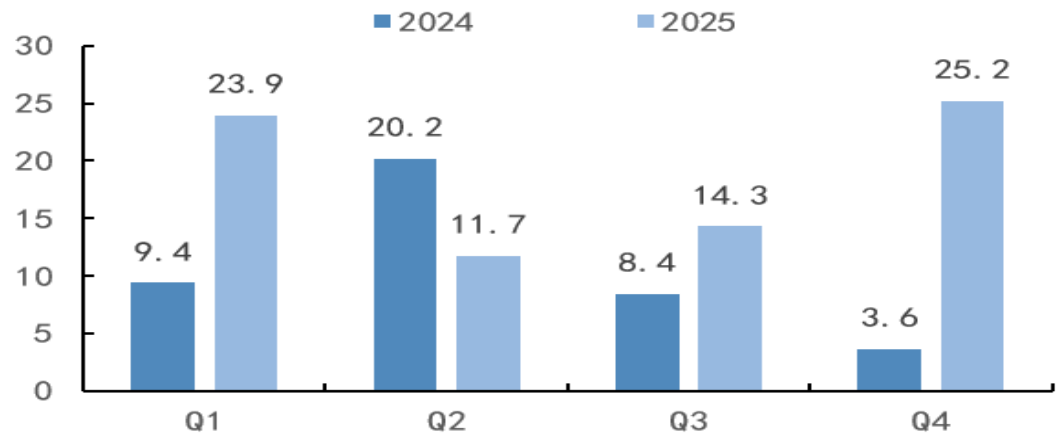


其他营业收入	21.2	21.9	14.6	26.7	45.7	21.6	23.1	53.5
Total EBIT	48.7	74.5	-46.1	18.9	-45	42	8.1	69.1
所得税	0	-20.1	6	-6.1	-15.8	-5.8	-24.3	-9
净利润/亏损	34.5	43.5	-64.7	1	-78.6	3.4	-92.8	23.5
EBIT 利润率	2.62%	3.65%	-2.69%	0.99%	-2.08%	1.82%	0.42%	3.8%
净利润率	1.85%	2.13%	-3.78%	0.05%	-3.64%	0.15%	-4.83%	1.29%

来源：格拉默公司财报，国金证券研究所

整合步入深水区，公司盈利弹性加速释放。2024 年公司业绩受格拉默的北美 TMD 剥离及欧洲裁员拖累，2025 年公司实现困境反转，座椅业务贡献利润格拉默实现盈利，2025 年公司总体归母净利润 4.54 亿元，扣非净利润 4.11 亿元，实现扭亏为盈，得益于格拉默的整合实效与公司乘用车座椅业务的放量，业绩开始触底反弹。

图表22：格拉默 2024 与 2025 年各季度 operating EBIT (单位：百万欧元)



来源：格拉默公司财报，国金证券研究所

3. 乘用车座椅千亿赛道启动，行业竞争格局重塑

3.1. 乘用车座椅市场空间稳步增长，消费升级驱动单车价值提升

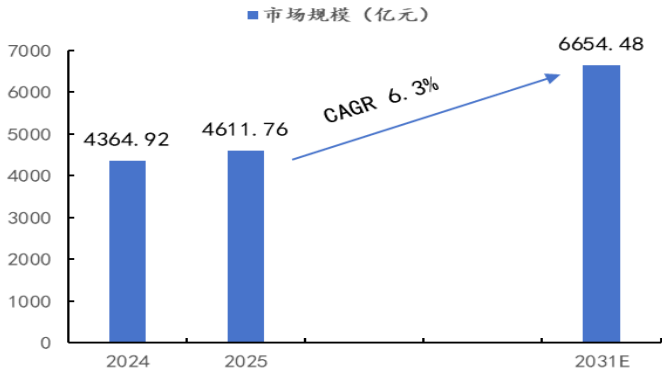
全球乘用车座椅市场稳步扩容，行业空间广阔。根据 QYResearch 测算，2025 年全球乘用车市场规模为 4611.76 亿元，到 2031 年该数据预计将达到 6654.2 亿元，2025-2031 年间 CAGR 为 6.3%。据观研天下数据，2025 年中国乘用车座椅平均单车价值量由 2020 年 3064 元的升至 4148 元，市场空间可达到 1055 亿元。

中国汽车座椅市场呈寡头垄断格局，本土龙头蓄势待发。长期以来，全球汽车座椅市场被李尔、佛吉亚、安道拓等海外巨头主导。其凭借先发优势和规模经济，在座椅总成行业中占据了不小的市场份额。近年来，随着全球汽车产业向电动化、智能化方向转型，部分中国势力崛起。根据 Marklines 数据，2024 年中国汽车座椅市场格局中，延锋占比 24%，李尔 17%，佛瑞亚 12%，安道拓 10%，丰田纺织 7%，行业集中度 CR3 为 53%，CR5 达 70%。其他供应商合计占比约 30%，国产替代空间显著。

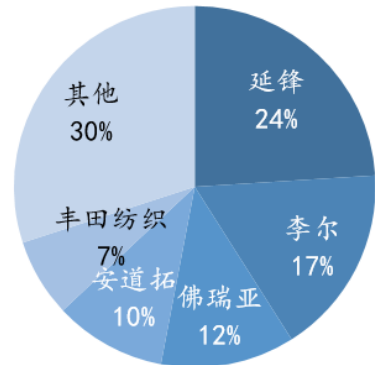


图表23: 全球乘用车座椅市场规模将上升至 2031 年的 6654.48 亿元, 2025-2031 CAGR 为 6.3%

图表24: 2024 年中国汽车座椅市场市占率



来源: QYResearch, 国金证券研究所



来源: Marklines, 国金证券研究所

乘用车座椅对驾乘体验影响显著, 具备较强消费属性。消费属性提升趋势带动整车厂从舒适性、个性化两个维度, 依托座椅部件升级实现功能升级, 以打造座椅差异化, 塑造新卖点。舒适性方面, 包括座椅的通风、加热、按摩、多向调节、零重力、电动调节记忆等功能; 个性化方面, 包括女王座椅、高级面料、音乐头枕、智能互联、座椅旋转等。未来, 随着汽车智能驾驶技术的进步, 使用场景愈加丰富, 座椅上附加的功能会进一步拓展升级。

图表25: 不同价格范围区间, 消费者对舒适性的不同需求

关注点	性价比、实用性、耐用性	舒适性与性价比平衡、配置升级	舒适配置、品质感、智能化功能	极致舒适性、尊贵感、创新功能
功能需求	基础电动调节 座椅高低调节	多向电动调节、腰部支撑 部分车型配备加热	座椅通风、加热、按摩、 记忆、电动腰托	零重力座椅、多点按摩 香氛、冰箱等
舒适性	基本支撑性 长时间乘坐不疲劳	人体工程学设计 支撑性与柔软度平衡	高级舒适体验 多场景适应	头等舱体验 完全放松
痛点	座椅包裹性不足、材质易 磨损、调节范围有限	长途驾驶疲劳 座椅调节精度不足	功能复杂度高 维修成本高	功能过度设计 可靠性担忧
	<10万	10-20万	20-30万	>30万

来源: 佐思汽研, 国金证券研究所

针对 20-30 万元价格带车型, 主机厂多采用大倾角座椅搭载多向调节功能, 再选择性配置舒适性功能来解决消费者舒适性问题。20 万元以下区间车型的舒适性配置较为有限, 但受到舒适性部件与舒适性功能价格下探趋势的影响, 仍能够享受到原先在 30 万元以上区间车型配置的“通风、按摩、加热”功能。

3.2. 电动化带动自主车企销量提升, 国产替代持续推进

全球座椅赛道外资以及传统自主巨头占主导地位。乘用车整椅作为高单车价值量和高安全性要求的零部件, 长期以来具备极高的行业壁垒。全球座椅市场基本被李尔 (Lear)、安道拓 (Adient)、丰田纺织 (Toyota Boshoku)、佛吉亚 (Faurecia) 及麦格纳 (Magna) 等欧美日系传统 Tier 1 巨头所占领, 本土传统供应商延锋受上汽控股。



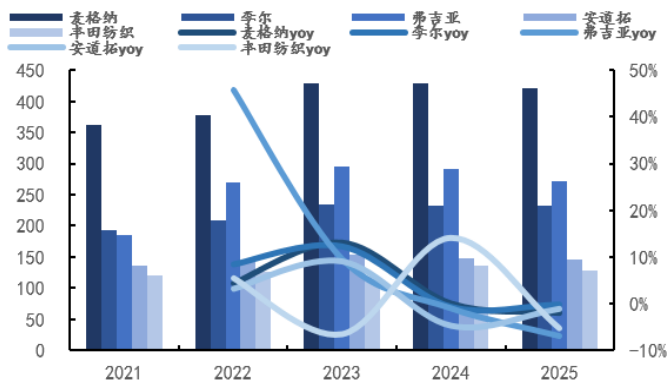
图表26: 乘用车座椅外资供应商巨头业务分布广泛, 客户结构为传统燃油主机厂

企业	简介	2025年座椅营收及占比(亿美元)		主要客户
李尔	成立于1917年, 业务涵盖座椅和电子系统, 是全球座椅系统市场两大供应商之一	172.83	74%	通用、福特、大众、梅赛德斯-奔驰、Stellantis
安道拓	前身为江森自控座椅事业部, 2016年从江森自控独立, 业务主要为座椅总成及零部件生产	145.35 (总营收)	-	大众、福特、Stellantis、通用、宝马
丰田纺织	成立于1950年, 是丰田汽车旗下座椅和内外饰供应商, 丰田汽车为控股股东	119.25	93%	丰田、斯巴鲁、大众、宝马、戴姆勒
佛吉亚	成立于1997年, 业务覆盖座椅、内饰、绿动智行、汽车电子, 2024年整套座椅系统市占率位居全球第三	84.73	31%	大众、Stellantis、福特、雷诺、梅赛德斯-奔驰、宝马
麦格纳	成立于1961年, 业务覆盖车身外饰与结构、动力总成与视觉、座椅系统、车辆开发	58.98	14%	通用、戴姆勒、福特、宝马、大众、Stellantis
延锋	成立于1936年, 业务覆盖内饰、座椅、安全系统、座舱电子、门模块与外饰	-	-	通用、大众、奥迪、宝马、奔驰、特斯拉

来源: 各企业官网, iFinD, Marklines, 国金证券研究所 注: 安道拓、延锋未披露座椅业务占比

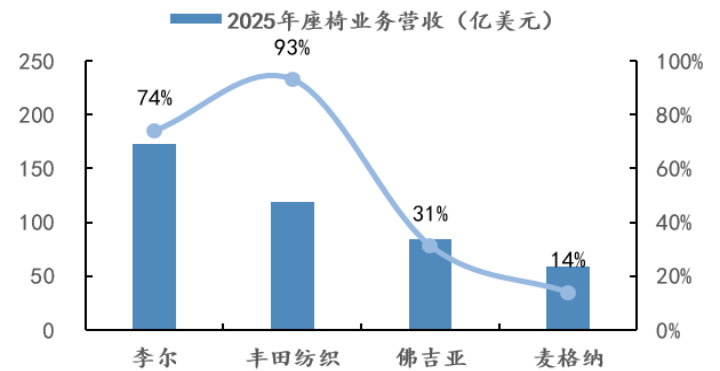
传统外资收入增速放缓, 盈利性较差。从营收端看, 面对全球汽车产业向新能源转型的浪潮, 外资巨头转型与增长迟缓, 2025年麦格纳、李尔、安道拓、丰田纺织等巨头YoY分别仅为-2%、0%、-1%和-5%, 佛吉亚更是出现-7%的负增长, 整体规模扩张已然停滞。从利润端看, 外资企业庞大的全球化体系带来了高昂的期间费用与管理冗余。根据财报数据, 2025年除丰田纺织与麦格纳勉强维持在12%-14%的毛利率外, 李尔、安道拓的毛利率维持在6%-7%的低水位; 2025年麦格纳、李尔净利率仅在2%以下, 安道拓(-1.9%)与佛吉亚(-8.0%)陷入亏损。

图表27: 2021-2025年各企业营收规模及增速(单位: 亿美元)



来源: 各企业公告, iFind, Marklines, 国金证券研究所

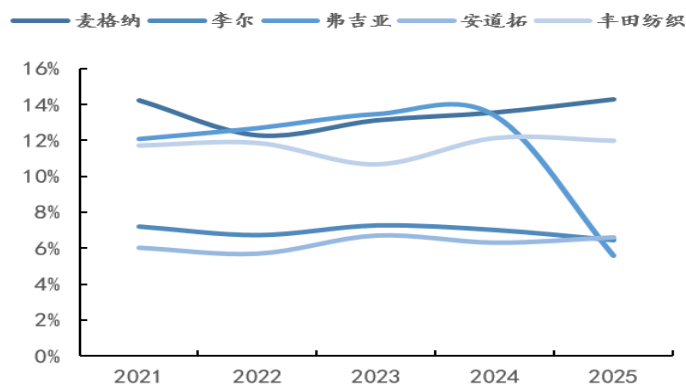
图表28: 2025年各企业座椅业务规模及占比(单位: 亿美元)



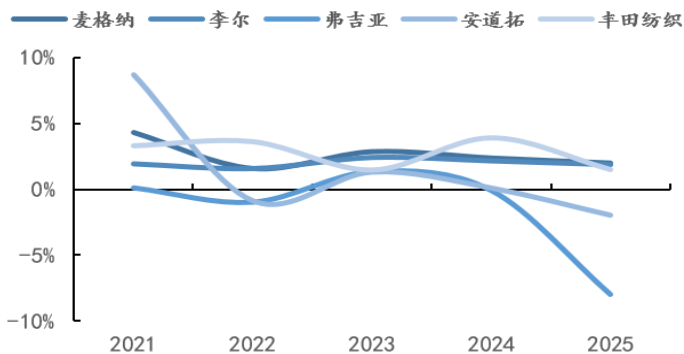
来源: 各企业公告, 国金证券研究所 注: 安道拓未披露座椅占比, 未纳入图中



图表29: 2021-2025年各企业毛利率



图表30: 2021-2025年各企业净利率

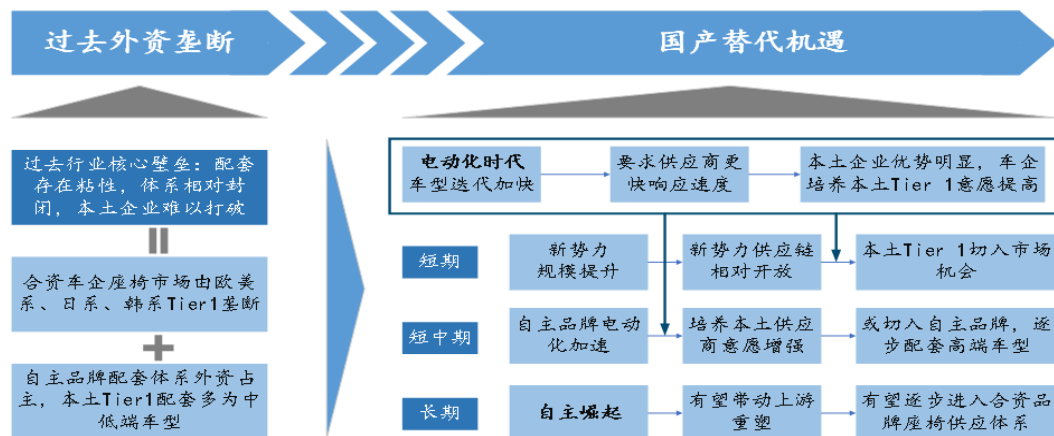


来源: 各企业年报, yahoo finance, 国金证券研究所

来源: 各企业年报, yahoo finance, 国金证券研究所

外资厂商绑定合资车企, 国产替代持续推进。过去, 合资车座椅市场由欧美系、日系、韩系 Tier1 垄断; 自主品牌配套体系外资占主, 本土 Tier1 配套多为中低端车型。座椅行业的核心竞争壁垒主要体现在配套存在粘性, 体系相对封闭, 本土企业难以打破。据盖世汽车研究, 在电动化、智能化转型提速的当下, 汽车行业竞争已从整车端全面蔓延至供应链各环节。而外资 Tier1 的压力体现在价格内卷和整车厂逐年加码的年降要求。“本土替代”的浪潮之下, 自主品牌的技术突破让本土供应商凭借灵活服务、成本优势快速突围, 外资整车厂也抛来橄榄枝, 直接冲击外资 Tier1 的传统地位。

图表31: 座椅行业国产替代逻辑框架



来源: 国金证券研究所

外资龙头占据高端市场, 本土厂商加速渗透新势力。根据 marklines 数据, 2025/2026 年“蔚小理”多款主力车型的座椅配套格局中, 当前乘用车座椅市场呈现外资/合资企业与本土厂商并存的竞争态势, 但国产化替代趋势日益清晰。一方面, 安道拓、李尔等传统强势供应商凭借长期技术积累与全球供应网络, 在蔚来 ET9、小鹏 G9 等高端旗舰车型中占据主导优势; 另一方面, 随着新能源车企对供应链响应速度与成本控制要求的提升, 本土供应商(如延锋、继峰、天成自控等)正加速渗透, 已成功切入蔚来 ES6、小鹏 MONA 等部分核心走量车型。整体而言, 新能源汽车市场的快速迭代正驱动座椅供应链从封闭走向开放, 为具备性价比优势与快速响应能力的本土企业打开了成长的窗口期。

图表32: 2025/2026年“蔚小理”新势力主机厂座椅配套情况

整车厂商	车型及驱动	车型年份	供应商	零部件名称
蔚来	ES8 (4WD)	2025/2026	安道拓 (重庆) / 上海李尔 (合肥)	前排座椅/座椅
	ES7 (4WD)	2025	安道拓 (重庆) 合肥分公司	座椅
	ES6 (4WD)	2025	继峰座椅 (合肥) 有限公司	座椅
	EC7 (4WD)	2025	延锋国际 (合肥) / 合肥延锋云鹤	座椅/座椅发泡体



	EC6 (4WD)	2025	继峰座椅(合肥)有限公司	座椅
	ET9 (4WD)	2025	上海李尔汽车系统有限公司合肥分公司	座椅/座椅发泡体
	ET7 (4WD)	2025	安道拓(重庆)合肥分公司	座椅
	ET5 / ET5T (4WD)	2025/2026	安道拓(重庆)及合肥分公司	前排座椅/发泡体
	ET5 Touring	2025	延锋国际(合肥)/合肥延锋云鹤	后排总成/发泡体
	乐道 L90 (4WD/RR)	2025/2026	安道拓(重庆)及合肥分公司	座椅总成/发泡体
	乐道 L60 (4WD/RR)	2025/2026	安道拓(重庆)及合肥分公司	座椅
	萤火虫项目	2025	安徽天成自控汽车座椅有限公司	座椅
	G9 (4WD/RR)	2025/2026	安道拓(重庆)汽车部件有限公司	座椅
		2025	惠州市唐群座椅科技股份有限公司	座椅舒适系统
	G6 (4WD/RR)	2025	武汉东风李尔云鹤汽车座椅有限公司	后排座椅
小鹏	X9 增程版 (RR)	2025	安道拓(重庆)汽车部件有限公司	后排座椅
		2026	安道拓(重庆)汽车部件有限公司	第二排座椅
	P7+	2025	东科延锋(广州)座椅系统有限公司	前排座椅
		2025	湖北航嘉麦格纳座椅系统有限公司	后排座椅
	MONA M03 (FF)	2025	广州泰李汽车座椅有限公司	座椅
理想	L6 (4WD)	2025	继峰座椅(常州)有限公司	座椅
	L7 (4WD)	2025	惠州市唐群座椅科技股份有限公司	座椅舒适系统
	L8 (4WD)	2025	惠州市唐群座椅科技股份有限公司	座椅舒适系统
	L9 (4WD)	2025	惠州市唐群座椅科技股份有限公司	座椅舒适系统

来源: marklines, 国金证券研究所

3.3. 千亿订单助力未来增长, 座椅业务实现盈利

借力格拉默背书跨越高壁垒, 切入乘用车座椅驱动单车价值跃升。乘用车整椅作为汽车重要安全部件, 设计难度大, 行业准入门槛高, 过去国外汽车座椅龙头企业通过在华设立独资或合资企业, 依托技术、主机厂客户资源及先发优势, 获得国内高市场份额。为顺应汽车产业变革趋势, 公司于 2021 年切入乘用车座椅赛道。

一方面, 借力格拉默百年信用背书, 攻克传统豪华品牌壁垒。公司充分融合并购格拉默获取的技术底座与人才资源禀赋, 获得了传统豪华品牌主机厂对其产品开发设计、技术质量及生产保障能力的认可, 先后斩获奥迪、宝马等海外豪华品牌定点, 实现了从国内供应商向全球供应商的转型突破。

另一方面, 赋能新能源汽车市场, 实现 0-1 放量与 ASP 极大提升。公司快速响应国内新能源客户需求, 在合肥新设了生产基地用于乘用车座椅等产品生产, 于 2022 年完工, 2023 年上半年实现量产。2021 年起公司相继斩获蔚来、理想等多家主机厂乘用车座椅总成项目定点, 实现公司乘用车座椅业务从 0 到 1 的突破, 使公司 ASP 得到极大提升。

图表33: 继峰座椅合肥工厂投产, 配套蔚来汽车



来源: 公司官微, 国金证券研究所

图表34: 公司为蔚来配套的乘用车座椅产品

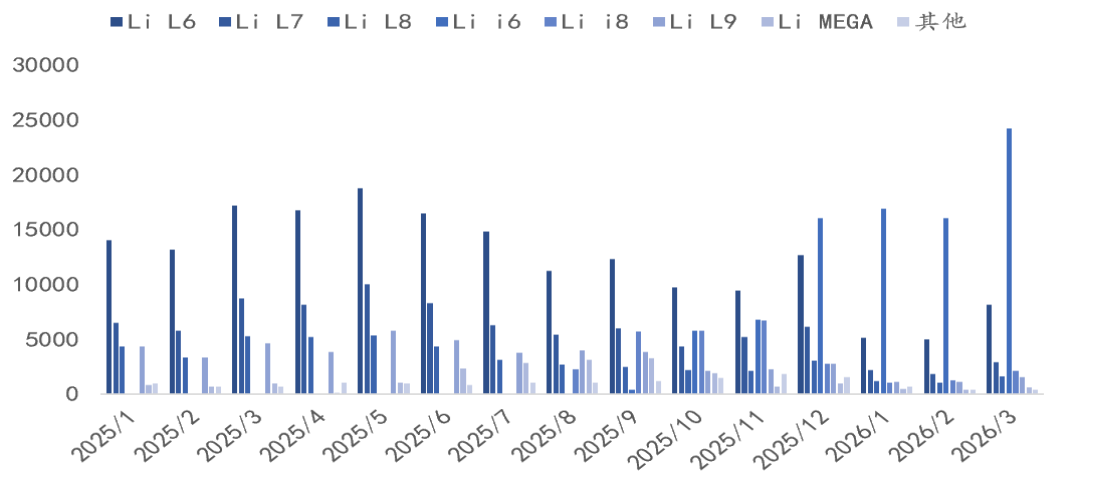


来源: 公司官微, 国金证券研究所



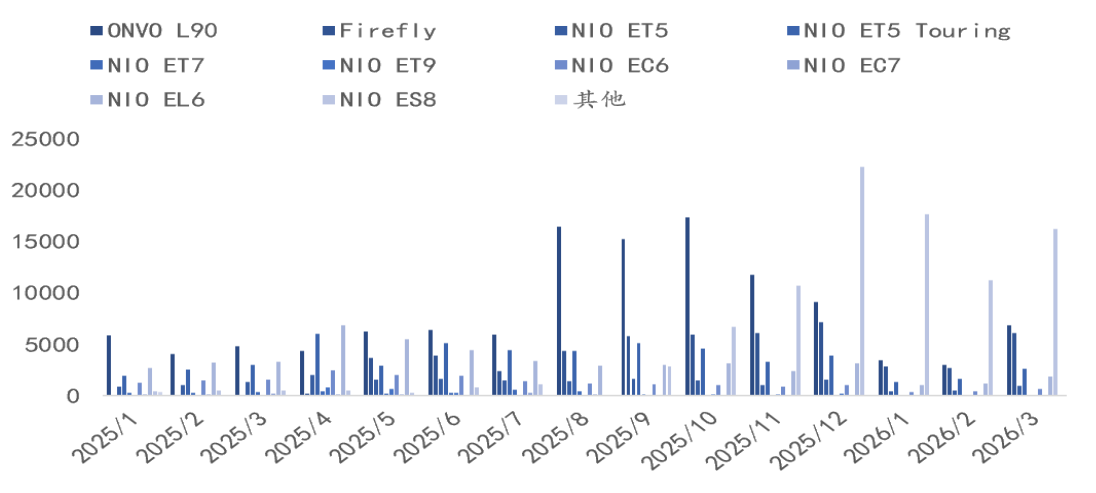
客户拓展全面开花，千亿订单筑牢规模基石。公司乘用车座椅业务持续新增高质量订单。公司的乘用车座椅客户已覆盖海外豪华车企、国内造车新势力龙头企业、国内传统高端合资车企、国内传统头部自主车企，供应车型的能源方式包括新能源车与传统燃油车。公司已与蔚来、理想、奇瑞、吉利、长安、奥迪、宝马和一汽大众等建立起战略合作关系，蔚来/理想需求销量增长强劲，中国新能源汽车需求持续增长。蔚来汽车 ES8 在 2025 年换代后带动蔚来汽车销量快速增长，2026 年 3 月蔚来交付 3.55 万辆，同比增长 134.5%；理 i6 从 2025 年 9 月开始上市，带动增量，2026 年 3 月理想交付 4.14 万辆，同比增长 10.9%，据中汽协预测，2026 年全年新能源汽车销量将达 1900 万辆，同比增长 15.2%。随着下游新能源市场持续扩容及客户销量增长，公司市场份额有望进一步提升。

图表35：理想汽车 2025 年 1 月至 2026 年 3 月分车型月度销量（辆）



来源：Marklines，国金证券研究所

图表36：蔚来汽车 2025 年 1 月至 2026 年 3 月分车型月度销量（辆）



来源：Marklines，国金证券研究所

市场从中国拓展至欧洲、东南亚，公司乘用车座椅业务的客户结构进一步多元化。据 statista，预计到 2030 年，全球乘用车销量将达到 1.02 亿辆，公司市场基础更加广泛、稳固。截至 2025 年 12 月 31 日，公司累计乘用车座椅在手项目定点共 27 个，全生命周期总销售额预计超亿元，在手订单的不断积累，2024-2025 年，乘用车座椅业务营收从 31.1 亿元增至 56.19 亿元，归母净利润从 0 增至 1.01 亿元，为公司未来规模经济创造条件。

图表37：截至 2025 年底公司已新获乘用车座椅总成定点项目 27 个，生命周期总销售额预计超亿元

序列	客户名称	车型数量	产品名称	生命周期总销售额（亿元）	能源方式	是否量产
1	造车新势力品牌主机厂 A	2	前后排座椅	40	新能源	是



2	某新能源汽车主机厂 B	1	前后排整椅	130-150	新能源	是
3	某头部主机厂 C	1	前后排整椅	18-25	新能源	是
4	某新能源汽车主机厂 B	1	前中排整椅	58	新能源	是
5	奥迪汽车	3	前后排整椅	80-100	新能源	是
6	一汽大众	1	前后排整椅	57	燃油	是
7	某新能源汽车主机厂 B	1	前排整椅	60	新能源	否
8	某头部传统汽车主机厂 D	1	前中后排整椅	50	新能源	是
9	某新能源汽车主机厂 B	1	前中排整椅	78	新能源	预计 26 年量产
10	某新能源汽车主机厂 B	1	后排整椅	15	新能源	是
11	德国宝马	1	前后排整椅	120	新能源	预计 27 年量产
12	某头部新能源汽车主机厂 E	1	前中后排整椅	30	新能源	是
13	某头部主机厂 F	1	前后排整椅	27	新能源	是
14	某头部主机厂 G	1	前排整椅	14	新能源	预计 26 年量产
15	造车新势力品牌主机厂 A	1	中后排整椅	17	新能源	是
16	某头部主机厂 G	1	前排整椅	10	燃油	是
17	某头部主机厂 G	1	前排整椅	33	燃油/混动	是
18	某头部主机厂 H	1	前后排整椅	3	新能源	是
19	造车新势力品牌主机厂 A	1	排整椅	10	新能源	预计 26 年量产
20	某头部主机厂 C	1	前排整椅	7.4	新能源	预计 26 年量产
21	某新能源汽车主机厂 B	2	中排整椅	31	新能源	预计 26 年量产
22	某头部主机厂 H	1	前后排整椅	33	新能源	是
23	某头部主机厂 G	1	前排整椅	25	燃油/混动	是
24	某头部主机厂 C	1	前排整椅	13	新能源	预计 26 年量产
25	某头部主机厂 I	1	-	4	新能源	预计 26 年量产
26	某头部新能源汽车主机厂 E	1	-	35	新能源	预计 26 年量产
27	某欧洲豪华品牌主机厂	-	前中后排整椅	98	燃油	预计 28 年量产

来源：公司财报，《继峰股份关于获得乘用车座椅总成项目定点的公告》，国金证券研究所

注：序号 1-27 为 2025 年年报所披露的定点情况和量产时间，预计量产时间为当期根据客户最新规划，后续或因客户规划变动而调整实际量产时间

募资加速全国布局，扩产+研发夯实第二增长曲线。2023 年，公司向特定对象发行股票估计资金不超过人民币 18.1 亿元（变更后，2024 年实际募集 11.6 亿元），募集资金投入“年产 80 万套乘用车座椅总成生产基地项目”、“长春汽车座椅头枕、扶手及内饰件项目”、“宁波北仑年产 1,000 万套汽车出风口研发制造项目”及补充流动资金，募集资金，投入公司汽车座椅总成及配套内饰件产线建设项目，能够大幅提升产能规模，以满足持续增长的订单需求；此外，汽车座椅实验及研发中心将聚焦于座椅总成的前瞻研发、项目开发以及实验等功能，建成后有助于增强公司在汽车座椅总成领域的研发实力与技术储备，从而斩获更多客户定点。

图表 38：截至 2025 年末，公司向特定对象发行股票募资情况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金 额 (万元)	累计已实际投入 金额 (万元)
1	年产 80 万套乘用车座椅总成生产基地项目	70617.69	15000	11966.7
2	长春汽车座椅头枕、扶手及内饰件项目	39515.23	11500	11554.98
3	宁波北仑年产 1,000 万套汽车出风口研发制造项目	76181.68	54923.32	47255.97
4	补充流动资金	54000	34895	34912.22
	合计	240314.61	116318.32	85587.38

来源：《继峰股份关于增加部分募投项目实施主体的公告》，2025 年公司年报，国金证券研究所

座椅制造基地属地化布局，实现“国内多点开花+海外战略延伸”。随着乘用车座椅业务订



单的快速放量，继峰股份已构建起覆盖国内外主流汽车产业集群的产能版图，公司全球多点布局满足属地化配套：继峰座椅作为公司全资直接控股子公司，在长三角（合肥、常州、宁波、芜湖）、京津冀（北京、天津）、西南（重庆）及东北（长春）等地密集落子。除了深耕国内，公司与格拉默携手推进座椅业务全球化布局，在泰国、欧洲（德国、捷克等地）设立主体，建设乘用车座椅生产基地。

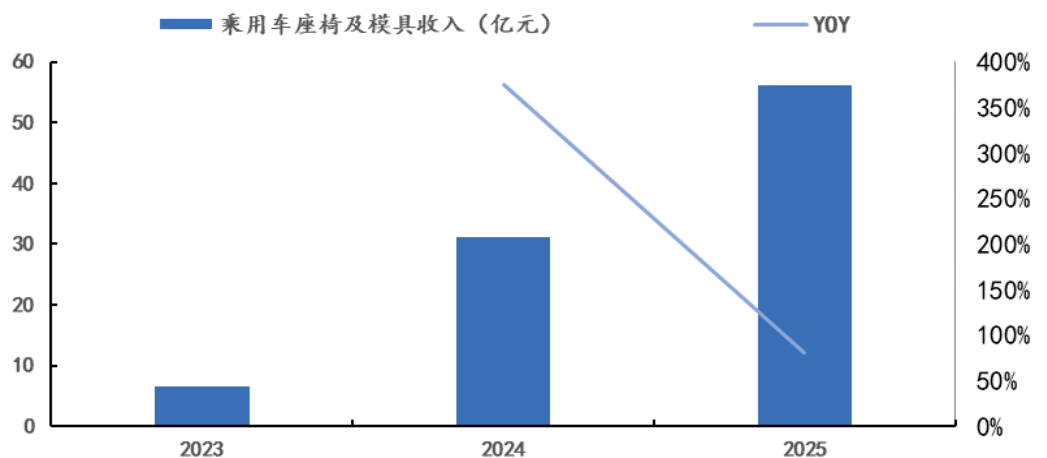
图表39：公司乘用车座椅生产制造基地子公司注册情况

子公司名称	主要经营地/注册地	币种	注册资本（万）
波黑座椅	波黑	BAM	0.1
继峰座椅	上海市	CNY	81,000
合肥座椅	合肥市	CNY	20,000
常州座椅	常州市	CNY	13,000
宁波座椅	宁波市	CNY	22,000
北京座椅	北京市	CNY	26,100
泰国座椅	泰国	THB	9,632
福州座椅	福州市	CNY	1,000
芜湖座椅	芜湖市	CNY	1,000
义乌座椅	义乌市	CNY	2,000
上海座椅	上海市	CNY	6,000
重庆座椅	重庆市	CNY	6,000
德国座椅	德国	EUR	2.5
捷克座椅	捷克	CZK	1.0
斯洛伐克座椅	斯洛伐克	EUR	0.5
格拉默长春座椅	长春市	CNY	18,000
格拉默天津座椅	天津市	CNY	15,700

来源：公司财报，国金证券研究所 注：数据截至 2025 年 12 月 31 日

前期投入逐步兑现，产能释放驱动盈利拐点。2025 年公司乘用车座椅业务新生产基地如期建成，在手订单亦陆续实现量产，乘用车座椅（含模具）全年营业收入 56.19 亿元，较上一年同期增长 80.68%。随着乘用车座椅业务规模的持续扩大，规模效应开始显现，同时降本措施的实施，进一步提高了乘用车座椅业务盈利水平，2025 年公司乘用车座椅业务归母净利润 1 亿元，同比实现大幅增长（2024 年盈亏平衡）。

图表40：乘用车座椅收入快速增长



来源：公司财报，国金证券研究所



4.盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

我们预测 2026–2028 年的营收分别为 271.01/ 298.63/ 319.02 亿元,同比分别增长 19.0%、10.2% /6.8%。

中控及其他内饰件: 预计 2026–2028 年的营收分别为 59.8/61.6/63.4 亿元,复合增速 3%,2024 年底剥离 TMD 后,中控及其他内饰件收入有所下滑,但是盈利持续改善,我们预计后续该业务收入体量总体保持稳定,预计 2026~2028 年毛利率分别为 13.10% /13.20%/13.30%,随着海外格拉默的整合,毛利率持续提升。

商用车座椅: 预计 2026–2028 年的营收分别为 59.72/61.51/63.36 亿元,复合增速 3%,格拉默作为全球商用车座椅龙头,收入总体较为稳定,跟随全行业波动,随着欧洲裁员以及成本向较低地区转移,商用车座椅毛利率有望持续改善,预计 2026~2028 年毛利率分别为 20.90%/20.95%/21.00%。

头枕: 预计 2026–2028 年的营收分别为 37.71/38.09/38.47 亿元,复合增速 1%,公司头枕业务国内前期主要配套大众/理想等客户,2025 年大众国内销量下滑,公司头枕业务收入有所波动,向后展望,预计随着国内新势力客户开拓,收入逐渐趋于平稳,且随着工厂整合降本增效,毛利率或将持续改善,预计 2026~2028 年毛利率分别为 15.10%/15.20%/15.30%。

座椅扶手: 预计 2026–2028 年的营收分别为 15.48 /15.94 /16.42 亿元,复合增速 3%,国内扶手业务向新能源转型,格拉默扶手业务跟随着全球乘用车销量波动,预计 2026~2028 年毛利率分别为 16.4%/16.5%/16.6%。

乘用车座椅: 预计 2026–2028 年的营收分别为 90.03/113.23/129.07 亿元,同比分别+76%/+26%/ +14%,公司座椅在手订单全生命周期超千亿,乘用车座椅为继峰分部增长的重要来源,2027 年下半年开始海外宝马订单将实现量产,座椅出海替代加速,预计 2026~2028 年毛利率分别为 15.1%/15.3%/15.8%,预计从 2026 年开始随着座椅收入增长,座椅规模效应凸显。

费用率及少数股东损益: 随着海外整合,我们预计 2026–2028 年的格拉默归母净利分别为 3.15/ 3.6/3.76 亿元,少数股东损益分别为 0.2、0.24、0.35 亿元。我们预计 2026–2028 年公司销售费用率分别为 1.2% /1.2%/ 1.1%,预计未来随着收入增长,销售费用率略有摊薄;我们预计 2026–2028 年公司管理费用率分别为 7.30% /6.7%/6.5%,预计随着格拉默海外的整合管理费用率或将持续下探;我们预计 2026–2028 年公司研发费用率分别为 2.9%/2.8%/2.8%,公司向座椅业务布局,研发费用增加,但是由于规模效应带动研发费用率或将下降。

图表41: 盈利预测 (亿元)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
合计					
营业收入	222.55	227.83	271.01	298.63	319.02
YOY		2%	19%	10%	7%
综合毛利率	14.0%	16.1%	16.5%	16.5%	16.7%
中控及其他内饰件					
营业收入	73.48	58.06	59.80	61.59	63.44
YOY		-21%	3%	3%	3%
毛利率	10.65%	12.97%	13.10%	13.20%	13.30%
商用车座椅					
营业收入	54.04	57.98	59.72	61.51	63.36
YOY		7%	3%	3%	3%
毛利	7.90	12.11	12.48	12.89	13.31
毛利率	14.61%	20.89%	20.90%	20.95%	21.00%
头枕					
营业收入	42.28	37.34	37.71	38.09	38.47



YOY		-12%	1%	1%	1%
毛利率	17.22%	14.97%	15.10%	15.20%	15.30%
乘用车座椅					
营业收入	28.96	51.15	90.03	113.23	129.07
YOY		77%	76%	26%	14%
毛利率	12.66%	12.63%	15.10%	15.30%	15.80%
座椅扶手					
营业收入	19.35	15.02	15.48	15.94	16.42
YOY		-22%	3%	3%	3%
毛利率	17.22%	16.28%	16.40%	16.50%	16.60%
销售费用率	1.29%	1.39%	1.20%	1.20%	1.10%
管理费用率	9.46%	7.48%	7.30%	6.70%	6.50%
研发费用率	2.36%	3.04%	2.90%	2.80%	2.75%
格拉默归母净利润	-6.25	1.78	3.15	3.60	3.76
少数股东损益	-1.13	-0.01	0.20	0.24	0.35

来源：公司财报，国金证券研究所

4.2. 投资建议及估值

公司主营业务内饰件，座椅收入增速较快，选取拓普集团、新泉股份、岱美股份、天成自控、星宇股份作为可比公司。可比公司 2026 年平均 PE 为 28X，公司 PE 为 20X，公司 PE 低于行业平均，格拉默整合拐点已现且座椅进入业绩兑现期，考虑到公司业务具有成长性，我们给予 2026 年 25X 估值，对应目标价 15.73 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表42：可比公司估值比较

代码	名称	股价（元）	EPS					PE		
			2024 年	2025 年	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
601689.SH	拓普集团	59.77	1.78	1.60	2.01	2.47	2.85	29.77	24.23	20.99
603179.SH	新泉股份	64.03	2.00	1.60	2.34	2.92	3.35	27.34	21.95	19.12
603730.SH	岱美股份	10.11	0.49	0.38	0.46	0.51	-	21.98	19.82	-
603085.SH	天成自控	11.98	-0.04	0.17	0.29	0.34	-	41.31	35.24	-
601799.SH	星宇股份	129.53	4.93	5.69	7.02	8.61	10.08	18.44	15.05	12.85
	平均值							27.77	23.26	17.65
603997.SH	继峰股份	12.88	-0.45	0.36	0.63	0.79	0.92	20.47	16.33	13.94

来源：iFinD，国金证券研究所预测（股价为 2026.04.21 收盘价，其中可比公司为 iFinD 一致预测均值，岱美股份为国金证券研究所预测值）

5.风险提示

原材料价格波动风险：公司原材料为塑料粒子、面料、外协件等，直接材料占比主营业务成本比重较高，如果上述原材料价格出现大幅波动，将直接导致公司产品成本出现波动，进而影响公司的盈利能力。

地缘政治波动风险：公司海外收入占比较高，由于地缘政治波动或全球经济形势变动将对公司业绩造成影响。

下游销量不及预期风险：若宏观经济增速放缓导致汽车行业出现需求下降，公司将面临出现销量不及预期风险。同时乘用车座椅规模效应较强，如果车型销量波动将导致座椅收入受到影响。

格拉默整合不及预期的风险：格拉默海外持续整合中，如果格拉默美洲区及格拉默欧洲区整合不及预期，降影响公司总体盈利性。

大股东质押风险：截至 2025 年底，公司质押股份总数约 2.18 亿股，占 A 股流通股总股本的 17.17%，其中控股股东继弘控股质押比例为 35.51%。若股价大幅下跌触及平仓线，可能引发被动减持，对股价造成冲击。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	21,571	22,255	22,783	27,101	29,863	31,902
增长率		3.2%	2.4%	19.0%	10.2%	6.8%
主营业务成本	-18,389	-19,131	-19,118	-22,635	-24,936	-26,577
%销售收入	85.2%	86.0%	83.9%	83.5%	83.5%	83.3%
毛利	3,183	3,124	3,665	4,465	4,927	5,326
%销售收入	14.8%	14.0%	16.1%	16.5%	16.5%	16.7%
营业税金及附加	-55	-74	-80	-81	-90	-96
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-308	-288	-317	-325	-358	-351
%销售收入	1.4%	1.3%	1.4%	1.2%	1.2%	1.1%
管理费用	-1,713	-2,104	-1,703	-1,978	-2,001	-2,074
%销售收入	7.9%	9.5%	7.5%	7.3%	6.7%	6.5%
研发费用	-422	-526	-692	-786	-836	-877
%销售收入	2.0%	2.4%	3.0%	2.9%	2.8%	2.8%
息税前利润 (EBIT)	685	133	873	1,295	1,642	1,928
%销售收入	3.2%	0.6%	3.8%	4.8%	5.5%	6.0%
财务费用	-454	-369	-327	-294	-430	-501
%销售收入	2.1%	1.7%	1.4%	1.1%	1.4%	1.6%
资产减值损失	-37	-335	-104	-46	-3	-3
公允价值变动收益	0	6	-23	11	0	0
投资收益	-1	-16	28	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	5.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	286	-518	542	965	1,209	1,424
营业利润率	1.3%	n.a	2.4%	3.6%	4.0%	4.5%
营业外收支	3	11	4	0	0	0
税前利润	289	-508	546	965	1,209	1,424
利润率	1.3%	n.a	2.4%	3.6%	4.0%	4.5%
所得税	-81	-172	-93	-145	-181	-214
所得税率	28.1%	n.a	17.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	208	-680	453	821	1,027	1,211
少数股东损益	4	-113	-1	20	24	35
归属于母公司的净利润	204	-567	454	801	1,003	1,176
净利率	0.9%	n.a	2.0%	3.0%	3.4%	3.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	208	-680	453	821	1,027	1,211
少数股东损益	4	-113	-1	20	24	35
非现金支出	871	1,216	1,065	824	876	985
非经营收益	400	408	226	351	267	248
营运资金变动	170	-674	6	-841	-402	-185
经营活动现金净流	1,648	270	1,750	1,154	1,769	2,257
资本开支	-1,254	-1,372	-1,154	-935	-1,122	-1,216
投资	211	1,818	1,887	0	0	0
其他	-179	-2,032	-1,986	-12	-15	-20
投资活动现金净流	-1,222	-1,587	-1,253	-947	-1,137	-1,236
股权募资	64	1,213	29	0	0	0
债权募资	176	1,518	-374	193	205	-250
其他	-520	-575	-594	-246	-244	-239
筹资活动现金净流	-281	2,156	-939	-54	-40	-489
现金净流量	199	768	-322	153	592	533

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,418	2,220	1,828	1,765	2,206	2,632
应收款项	4,060	5,060	6,567	7,051	7,279	7,776
存货	1,819	1,641	2,078	2,249	2,410	2,569
其他流动资产	844	1,429	1,704	2,058	2,221	2,297
流动资产	8,141	10,350	12,177	13,123	14,116	15,274
%总资产	45.3%	51.0%	52.0%	53.9%	55.1%	56.5%
长期投资	35	51	60	72	87	107
固定资产	4,491	4,641	5,282	5,297	5,320	5,338
%总资产	25.0%	22.9%	22.6%	21.7%	20.8%	19.8%
无形资产	3,130	2,844	3,071	3,328	3,506	3,673
非流动资产	9,811	9,935	11,220	11,237	11,492	11,746
%总资产	54.7%	49.0%	48.0%	46.1%	44.9%	43.5%
资产总计	17,952	20,285	23,398	24,360	25,608	27,020
短期借款	3,658	2,534	1,547	1,790	1,995	1,741
应付款项	4,708	5,028	7,094	7,562	7,644	8,145
其他流动负债	993	1,150	1,336	975	1,049	1,106
流动负债	9,360	8,712	9,978	10,327	10,688	10,991
长期贷款	2,046	4,571	5,557	5,557	5,557	5,557
其他长期负债	2,091	2,097	2,234	2,029	1,887	1,786
负债	13,496	15,380	17,769	17,913	18,133	18,335
普通股股东权益	4,101	4,648	5,356	6,154	7,157	8,333
其中：股本	1,161	1,266	1,272	1,272	1,272	1,272
未分配利润	-993	-1,525	-1,088	-287	716	1,892
少数股东权益	355	257	273	293	317	352
负债股东权益合计	17,952	20,285	23,398	24,360	25,608	27,020

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.176	-0.448	0.357	0.629	0.789	0.924
每股净资产	3.533	3.671	4.210	4.837	5.626	6.550
每股经营现金净流	1.420	0.213	1.376	0.907	1.390	1.774
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	4.97%	-12.19%	8.47%	13.01%	14.02%	14.11%
总资产收益率	1.14%	-2.79%	1.94%	3.29%	3.92%	4.35%
投入资本收益率	4.60%	1.43%	5.48%	7.73%	9.02%	9.98%
增长率						
主营业务收入增长率	20.06%	3.17%	2.37%	18.95%	10.19%	6.83%
EBIT 增长率	130.62%	-80.60%	556.71%	48.35%	26.85%	17.41%
净利润增长率	-114.38%	-378.01%	-180.03%	76.50%	25.32%	17.16%
总资产增长率	16.17%	12.99%	15.35%	4.11%	5.12%	5.52%
资产管理能力						
应收账款周转天数	53.1	67.4	85.8	86.0	80.0	80.0
存货周转天数	36.2	33.0	35.5	37.0	36.0	36.0
应付账款周转天数	69.0	80.8	100.3	110.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	65.3	67.9	73.7	60.8	54.2	49.8
偿债能力						
净负债/股东权益	98.22%	89.18%	84.59%	78.42%	64.50%	47.68%
EBIT 利息保障倍数	1.5	0.4	2.7	4.4	3.8	3.8
资产负债率	75.18%	75.82%	75.94%	73.53%	70.81%	67.86%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	15	19	29	54
增持	0	3	3	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.17	1.14	1.15	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究