

投资评级：增持（维持）

报告日期：2021年07月05日

市场数据

目前股价	8.17
总市值（亿元）	87.16
流通市值（亿元）	67.69
总股本（万股）	106,682
流通股本（万股）	82,851
12个月最高/最低	9.64/6.84

分析师

分析师：孙志东 s1070518060004

☎ 021-31829704

✉ sunzhidong@cgws.com

联系人（研究助理）：刘欣畅

S1070119070020

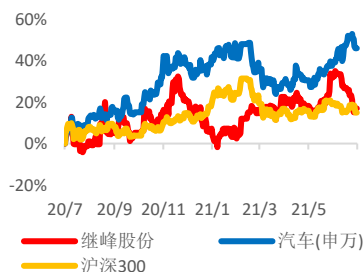
☎ 0755-83515597

✉ liuxinchang@cgws.com

联系人（研究助理）：刘欢 S1070120050021

☎ 021-31829851

✉ liuhuan@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<座椅扶手业务增长加快，主业盈利能力增强>> 2016-08-29

<<座椅头枕制造龙头，具外延并购预期>> 2016-06-27

整合拐点已现，品类持续拓展，全球汽车内饰明日之星

——继峰股份（603997）公司深度报告

盈利预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	18001	15733	16488	18958	21845
(+/-%)	736.7%	-12.6%	4.8%	15.0%	15.2%
归母净利润（百万元）	298	-258	449	774	1023
(+/-%)	-1.6%	-186.7%	273.8%	72.5%	32.2%
摊薄 EPS（元/股）	0.28	-0.24	0.42	0.73	0.96
PE	29.1	-33.6	19.3	11.2	8.5

资料来源：长城证券研究院

核心观点

■ **国内乘用车头枕龙头，并购格拉默一举成为全球汽车内饰和商用车座椅细分领域龙头**：继峰始建于1996年，2018年及以前主要专注于乘用车座椅系统零部件，产品包括座椅头枕、头枕支杆和座椅扶手（包括后排扶手和中控扶手）等，公司是国内座椅头枕龙头，2018年国内市占率约25.2%，客户主要是一汽大众（含奥迪）、华晨宝马、上汽通用等合资品牌。

2019年公司并购德国格拉默集团，乘用车内饰产品拓展至中控系统、热塑功能件等，并由此进入商用车座椅领域，继峰+格拉默一举成为全球汽车头枕、扶手、中控系统及商用车座椅龙头细分领域。2019年公司总营收180亿元，归母净利润3亿元。

■ **公司核心竞争力为产业链垂直一体化，构筑低成本优势和较强的盈利能力**：公司拥有较为完整的座椅零部件生产链，全产业链自制率高，整个生产环节除金属件的抛光、护面复合是外协生产，其余全部自己完成，包括自研调配头枕泡沫配方，自主设计和制造发泡模具和头枕支杆及座椅扶手骨架、钣金件生产的冲压模具，以及自主设计、制造泡沫模架、泡沫转盘、冲压模具、生产辅助型工装等工装和专业设备。

公司全产业链高度自制具有两方面优势：①保证公司项目开发的高效性和灵活性，能够快速响应客户提出的设计、更改要求，及时调整生产方案。②公司在自主设计、制造模具过程中通过模具的标准化，降低模具生产、更换、维修的难度和成本；公司根据客户要求自行研发、调配注塑泡沫配方，原材料采购相对较为灵活，采购价格相对较低，可以提升公司的盈利能力。

中短期，公司利润弹性最重要来源是通过整合格拉默以及开拓格拉默中国市场来提升其利润率：格拉默2016-2019年营收规模在18-20亿欧元左右，但是其净利率只有1.2%-2.7%左右，我们认为格拉默盈利能力较低的原因在于：1）原材料和模具依赖外购：继峰掌握发泡配方并能够自行配置生产，同时具备部分模具的自主设计和制造能力，而格拉默是直接向巴

斯夫采购配好的组合料，注塑模具和发泡模具也主要是外购，且国内外注塑模具价格差异较大。2) 此前格拉默由管理层控制，没有实控人来推动业绩诉求：格拉默被继峰收购前由于没有实控人一直由管理层主导，并且管理层都是职业经理人，没有股权激励，管理层业绩诉求不高。3) 组织臃肿，运营效率低、成本高：被收购前格拉默整体组织臃肿、机制僵化，多家工厂运营效率低下、管理成本较高。

继峰收购格拉默之后，以下三大方面发生积极变化，可以有效降低格拉默生产成本及费用和提高格拉默的管理运营效率：

- 1、控股股东以及管理层：**由管理层控制转变为单一大股东控制的以利润为导向的企业；组织架构扁平化，落实激励机制，提升管理运营效率。
- 2、生产制造：**整合双方全球采购系统增强规模效益；继峰向格拉默共享泡沫配方以及模具生产经验，降低格拉默外采成本。
- 3、裁员及缩减工厂：**精简组织，提升管理效率；整合双方产能以及关闭落后产能，提升盈利水平和运营效率。

格拉默国产化：格拉默在商用车座椅领域一直具有较强竞争力，多年来其产品的质量、性能等一直处于行业领先地位。作为商用车座椅系统的行业标准的制定者，格拉默沉淀了多年研发、创新能力，能满足客户及终端消费者对产品舒适性、安全性及人体工程学方面的需求。但是被收购前由于格拉默所有的权限都在欧洲，管理层没有动力也没有资源来推进中国业务，导致格拉默商用车座椅国产化进程不及预期，并购格拉默后继峰可以帮助格拉默争取国内商用车主机厂的客户资源，如继峰现在帮助格拉默对接一汽、沃尔沃等商用车项目，未来格拉默有望逐步展开与解放、东风、重汽、红岩汽车等国内大型商用车生产厂商的合作，提升其在中国商用车座椅领域的市场份额。

- **中长期，看好公司产品品类持续拓展，打开更大的成长空间。** 并购格拉默之前，继峰原有产品单车配套价值合计在 450-500 元左右。2019 年因并购格拉默，新增商用车座椅、中控系统和功能塑料等其他内饰件业务，新增商用车座椅、中控系统和功能塑料等其他内饰件业务，新产品中商用车座椅、中控系统这两个产品单车配套价值分别为 3000 元、几百元，二者合计是公司原有产品的 8 倍左右，另外公司借助格拉默技术在不断开拓新产品新业务，如乘用车隐藏式电动出风口（单价 600+）、智能家居式座舱等（单价上万），有望打开更大的成长空间。
- **投资建议：**2020 年由于疫情和整合对格拉默利润负面冲击严重，从 21Q1 业绩来看格拉默经营拐点或已显现，整合效应逐步释放，中短期公司受益格拉默利润释放，中长期看好公司产品品类不断开拓一举成为全球汽车内饰和商用车座椅龙头，保守预计 2021-2023 年公司收入依次为 164.9、189.6、218.5 亿元，同比增速依次为 4.8%、15.0%、15.2%，归母净利润依次为 4.5、7.7、10.2 亿元，同比增速分别为 273.8%、72.5%、32.2%，对应 PE 依次为 19.3 倍、11.2 倍、8.5 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**海外疫情反复、芯片短缺持续、整合格拉默不及预期、格拉默

国产化不及预期、原材料涨价持续

目录

1. 国内汽车头枕龙头.....	6
1.1 公司概况.....	6
1.2 公司产品介绍.....	11
1.3 产品售价.....	13
2. 核心竞争力分析.....	15
2.1 产业链垂直一体化，构筑低成本优势.....	15
2.2 规模优势明显.....	15
2.3 优质客户结构.....	16
3. 利润弹性最重要来源：格拉默利润率提升以及格拉默产品国产化.....	17
3.1 收购德国商用车座椅巨头格拉默，并获得其子公司美国汽车热塑性材料领军者 TMD.....	17
3.2 格拉默利润率提升的驱动因素.....	20
3.3 格拉默产品国产化.....	22
4. 继峰德国部分：新项目集中投产，即将扭亏为盈.....	23
5. 继峰国内部分.....	24
6. 产品品类持续拓展，成长空间大幅提升.....	25
7. 投资建议.....	28
8. 风险提示.....	29
附：盈利预测表.....	30

图表目录

图 1:	2015-2020 年公司收入构成	8
图 2:	2015-2020 年公司毛利润构成	8
图 3:	2019 年并购格拉默收入大幅增长	9
图 4:	2020 年全球疫情+整合格拉默导致公司业绩触底	9
图 5:	公司毛利率、净利率变动情况	9
图 6:	公司期间费用率变动情况	10
图 7:	公司股权结构 (2021 年 6 月)	10
图 8:	近五年继峰头枕平均销售单价	14
图 9:	近五年继峰座椅扶手平均销售单价	14
图 10:	格拉默发展历程	17
图 11:	格拉默收入中乘商比为 7: 3	18
图 12:	商用车部门盈利能力优于乘用车部门	18
图 13:	格拉默近年收入及增长情况	18
图 14:	格拉默近年净利润及增长情况	18
图 15:	格拉默近年毛利率、净利率水平	19
图 16:	格拉默近五年毛利率、净利率	21
图 17:	格拉默乘用车业务收入构成 (分地区)	22
图 18:	格拉默商用车业务收入构成 (分地区)	22
图 19:	国内乘用车销量从 2020 年 5 月开始实现转正	25
图 20:	一汽大众 (含奥迪) 月销量及增速	25
图 21:	华晨宝马月销量及增速	25
表 1:	公司发展历程	6
表 2:	公司现有产品列表	6
表 3:	继峰原有产品及配套客户	11
表 4:	格拉默新增产品品类 (此处不再列示与继峰原有产品重复产品)	12
表 5:	公司各产品单车配套价值	14
表 6:	近五年各产品销售均价 (元/件)	14
表 7:	公司头枕市占率测算	16
表 8:	格拉默前五大终端客户收入占比情况	16
表 9:	格拉默前五大终端客户收入占比情况	19
表 10:	格拉默收入占比 (按地区)	19
表 11:	格拉默收入占比 (按地区)	22
表 12:	德国继峰主要客户及配套车型	23
表 13:	德国继峰营收及净利润 (单位: 万元)	24
表 14:	2019 年继峰国内部分前五大客户	24
表 15:	收购格拉默之后单车配套价值变化	26
表 16:	公司产品升级方向和新产品布局	27

1. 国内汽车头枕龙头

1.1 公司概况

2018年及以前专注乘用车座椅系统零部件领域，2019年并购格拉默进入商用车领域。公司始建于1996年，2018年及以前主要专注于乘用车座椅系统零部件，主要产品包括座椅头枕、头枕支杆和座椅扶手（包括后排扶手和中控扶手）等，共200余种产品，客户涵盖国内外多家知名整车厂和一级供应商，产品直接或间接配套多款车型，其中整车厂客户包括大众（含奥迪）、宝马、丰田、福特、长城、吉利等，一级供应商客户包括安道拓（原江森自控）、李尔集团、佛吉亚等。2019年公司并购德国格拉默集团，产品线得以延伸，乘用车内饰领域产品拓展至中控系统、热塑功能件等，并且由此进入商用车座椅系统领域，商用车领域产品包括卡车座椅、非道路车辆座椅部件（牵引机、建设机械和叉车）以及火车、公共汽车座椅等，主要客户包括卡特彼勒、戴姆勒等。

表 1: 公司发展历程

时间	事件
1996	宁波继峰的前身——岱山继峰汽车内饰件厂在浙江舟山成立
2001	公司更名为宁波继峰汽车内饰件有限公司
2007	公司成为奥迪供应商
2011	1月以555.7万元收购祥仁服装前身内饰件公司经营性资产；4月，以2889.4万元收购长春继峰100%股权
2011	公司被认定为国家高新技术企业
2014	在德国设立了第一家海外机构；与一汽大众同步研发的睡眠头枕实现量产
2015	公司在上交所上市，发行价格7.97元，实际募资4.78亿元，发行市盈率18.98倍
2019	公司通过非公开发行可转债、股份及支付现金的方式购买继烨投资100%的股权，作价37.5亿元，因此获得继烨投资旗下的德国格拉默集团，格拉默纳入合并报表

资料来源：公司公告、长城证券研究院

公司产品围绕座椅系统及其部件、内饰、中控，可应用于乘用车领域和商用车领域。2018年及以前公司专注于乘用车领域，2018座椅头枕、头枕支杆和座椅扶手这三类核心产品营收占比依次为46.06%、7.99%、37.17%，毛利润占比依次为47.24%、9.53%、38.12%。2019年由于格拉默纳入合并报表，格拉默业务分为乘用车内饰业务和商用车座椅业务，乘用车内饰产品包括头枕、中控台和扶手、功能性塑料、内饰；商用车座椅产品包括工程车、卡车、火车、客车等座椅，因此2019年公司产品线得到扩充，且收入结构发生变化。2019年公司内饰、头枕、商用车座椅、座椅扶手收入占比分别为32.5%、26.4%、26.4%、12.9%，毛利润占比依次为26.4%、26.5%、30.9%、13.2%。（2020年经营数据受新冠疫情影响太大，此处采用19年数据）

表 2: 公司现有产品列表

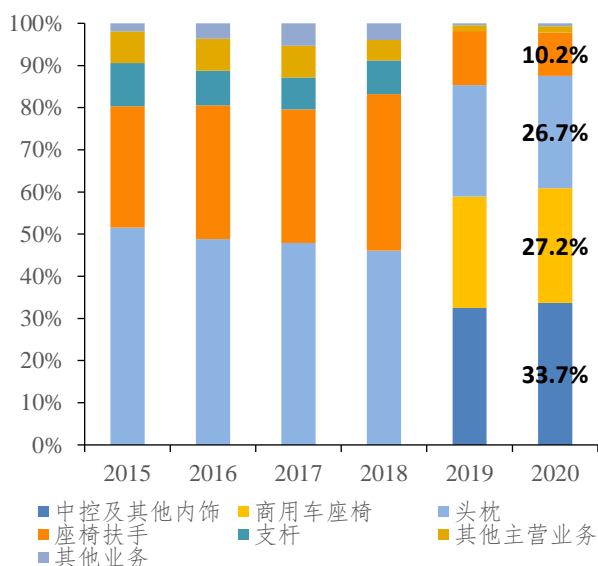
类别	产品（2020年收入占比）	图示	终端客户
乘用车	头枕（27.2%）		奥迪、宝马、戴姆勒、捷豹路虎、大众、一汽大众、一汽丰田、华晨宝马、东风日产、上汽通用、吉利等

	扶手 (10.2%)		奥迪、宝马、戴姆勒、福特、通用、大众、一汽大众、华晨宝马、一汽丰田、凯迪拉克、东风本田、长城、吉利等
	头枕支杆 (2018 年占 8%)		内部配套公司头枕产品、外售客户李尔、戴姆勒等
	中控系统及其他内饰 (33.7%)		奥迪、宝马、戴姆勒、福特、通用、大众、一汽大众、华晨宝马、一汽丰田、凯迪拉克、东风本田、长城、吉利等
		奥迪、宝马、戴姆勒、保时捷、沃尔沃、大众、通用、福特、本田、日产、特斯拉等	
			
商用车	卡车、房车座椅 (以下四类座椅合计占 27.2%)		戴姆勒、福特卡车、上汽集团、陕汽等
	农业机械和建筑机械座椅		AGCO、卡特彼勒、CLAAS、CNH、迪尔公司等

<p>物流运输车和草坪车座椅</p>		<p>皇冠、现代、永恒力、丰田等</p>
<p>轨道交通和公共汽车座椅</p>		<p>阿尔斯通、庞巴迪、大宇、西门子等</p>

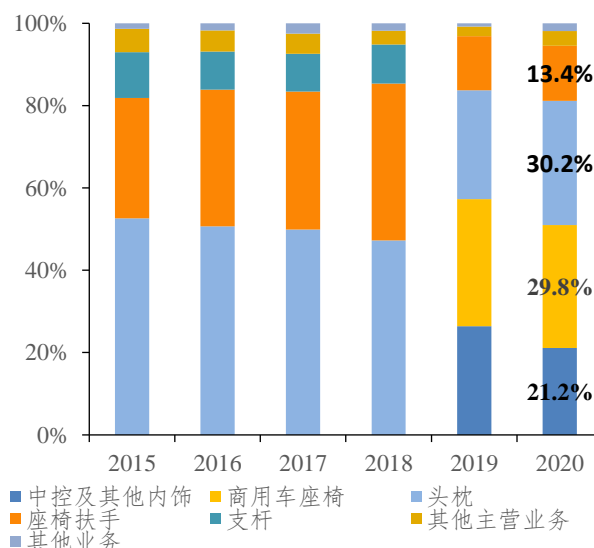
资料来源：公司公告、格拉默官网、长城证券研究院

图 1: 2015-2020 年公司收入构成



资料来源：公司公告、长城证券研究院

图 2: 2015-2020 年公司毛利润构成



资料来源：公司公告、长城证券研究院

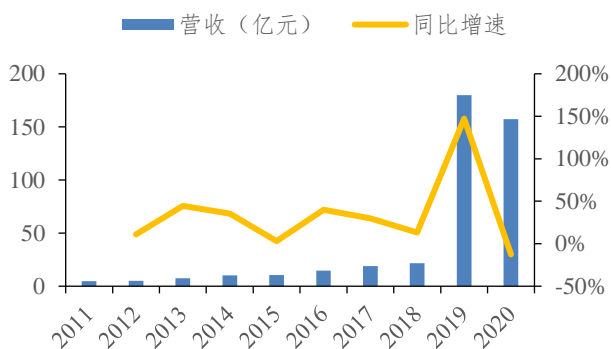
11-18 年公司业绩呈稳步增长态势，2019 年因并购格拉默收入大幅增长。2011 年以来公司的营业收入和净利润稳步上升，11-18 年收入均保持正增长，CAGR 为 24.3%，归母净利润仅在 2015 年出现下滑，其余年份均保持增长，CAGR 为 11.83%，2015 年受汽车行业增速放缓影响，公司营收增长较小（3.0%），归母净利润增长为负（-12.5%）。

2019 年公司因并表格拉默收入大幅增长至 180 亿元，2019 年格拉默营收约 158.6 亿元，如果剔除格拉默，2019 年继峰本身收入 21.4 亿元，同比基本持平，继峰本身利润预估在 2 亿元左右，同比下降约 30%，主要是公司净利率下滑以及继峰德国亏损加大。以 2019 年继峰母公司净利率来看，2019 年继峰母公司净利率 15.65%，同比-2.54pct（主要是期间费用率同比+3.26pct）；2019H1 继峰德国亏损约 2500 万元（2019 年年报不再披露继峰德国的经营数据），而 2018 年全年继峰德国亏损 3200 万元，因此预计 2019 年继峰德国亏损扩大。

2020 年疫情冲击+格拉默重组费用，导致公司业绩触底。2020 年公司面临内忧外患，全球疫情冲击下，对格拉默这种收入集中在欧美的跨国公司影响尤为严重，尤其是 20H1 公司及客户在全球范围内均有不同程度的停工减产，导致上半年公司收入大幅下滑 26.7%，

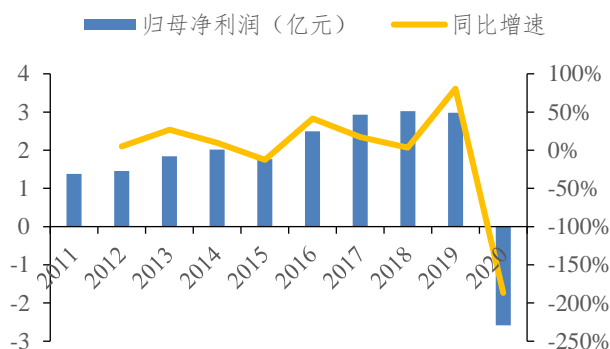
而由于固定成本如折旧摊销、人员工资等存在，对利润端的冲击更为明显，同时，受疫情影响，公司下游客户在经营中出现产量减少、订单减少等问题，导致回款压力较大。公司遵循审慎性原则，对存货、应收账款等计提了 1.52 亿元减值损失。2020 年也是公司完成格拉默并购后的整合年，公司积极推进格拉默原有低效工厂的关停并转和裁员，产能整合主要在欧洲区和北美区，人员裁员主要在德国地区，由此产生约 1.44 亿元的一次性费用。因此 2020 年全年公司收入 157.3 亿元，同比下滑 12.6%（主要是格拉默欧美地区收入下滑，继峰本部实际上实现了小个位数正增长），归母净利润亏损 2.6 亿元，由盈转亏（主要是格拉默收入规模下降盈利能力有所下降以及减值损失和一次性重组费用）。

图 3：2019 年并购格拉默收入大幅增长



资料来源：公司公告、长城证券研究院

图 4：2020 年全球疫情+整合格拉默导致公司业绩触底

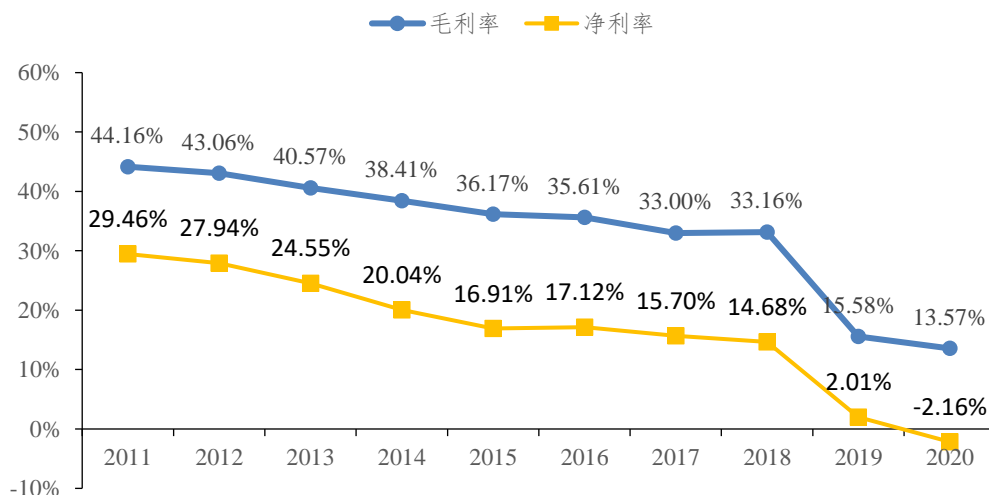


资料来源：公司公告、长城证券研究院

18 年及以前公司毛利率和净利率处于较高水平，19 年因并表格拉默导致公司整体毛利率、净利率明显下滑。公司是国内领先的座椅头枕供应商，具有较强的自主研发能力和成本管控能力，下游客户优质，能够保持较高的毛利率和净利率。随着公司不断开拓市场，产品价格有所调整，生产成本有所上升，毛利率和净利率 11-15 年呈下降趋势，但是随着公司规模化效应的显现和成本管控能力的提升，15-18 年毛利率和净利率趋于平稳，毛利率基本稳定在 33-36% 附近，净利率基本稳定在 15-17% 附近。

2019 年因为格拉默并表，格拉默毛利率较低，2019 年格拉默毛利率只有 11.4%、净利率只有 2.1%，远低于继峰原有业务毛利率、净利率水平（18 年及以前继峰毛利率均在 33% 以上，净利率在 14.6% 以上），但是格拉默收入 159.3 亿元，占公司 19 年收入的 88.5%，因此大幅拖累了公司的毛利率、净利率水平。

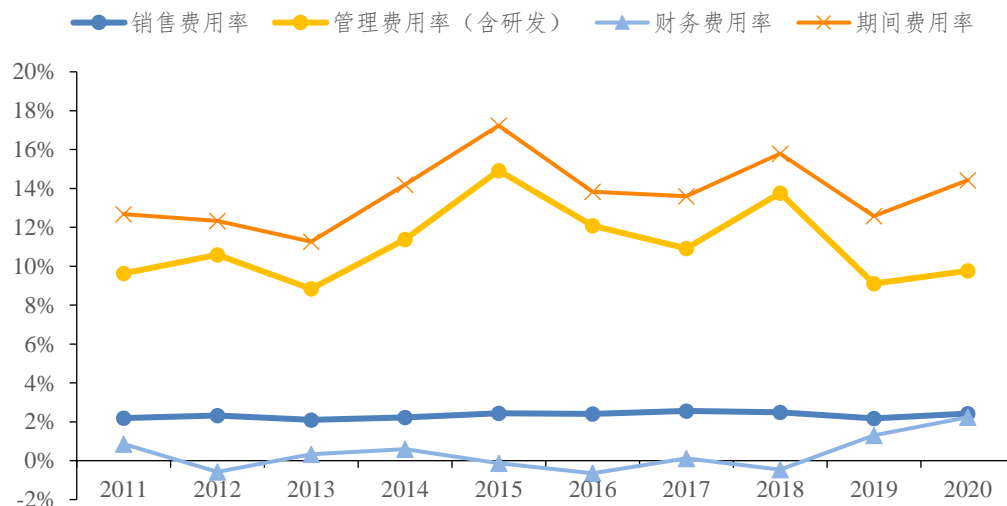
图 5：公司毛利率、净利率变动情况



资料来源：公司公告，长城证券研究院

公司的管理费用率（含研发）占比较高。公司的销售费用率和财务费用率保持平稳且处于较低水平，分别维持在3%和1%以下，期间费用率的主要构成是管理费用率（含研发），2019年公司期间费用率12.6%，管理费用率（含研发）为9.1%。

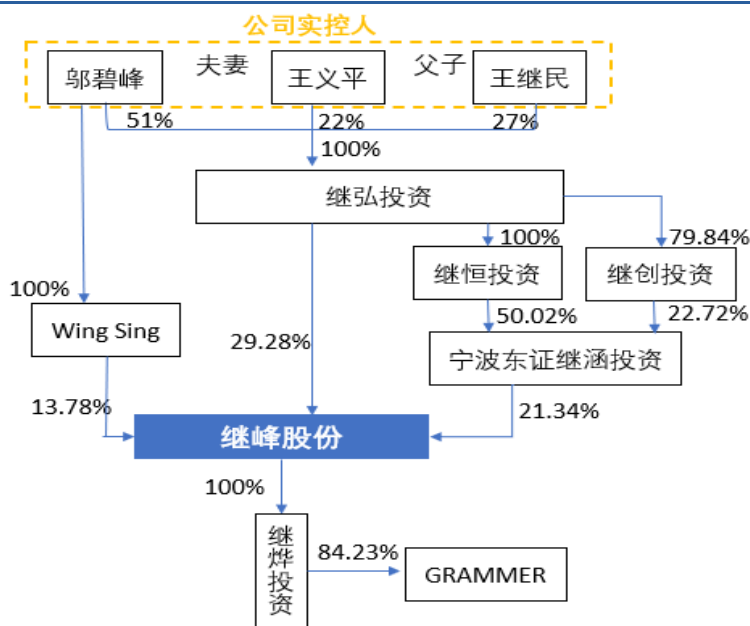
图 6：公司期间费用率变动情况



资料来源：公司公告，长城证券研究院

公司实际控制人是王义平家族。截止 2021 年 6 月，公司控股股东宁波继弘投资持有公司 29.28% 的股权，Wing Sing 持有公司 13.78% 的股权，东证继涵投资持有公司 21.34% 的股权，三者共持有公司 64.4% 的股权，这三个企业均由王义平家族控制（王义平、邬碧峰夫妇及其子王继民）。截止 2021Q1，公司纳入合并范围的子公司共 67 家，下图仅列示了格拉默集团。

图 7：公司股权结构（2021 年 6 月）



资料来源：公司公告，长城证券研究院

1.2 公司产品介绍

公司产品可以分为公司原有产品和格拉默产品。

■ **公司原有产品：**乘用车座椅头枕、支架、座椅扶手。

- ✓ **头枕：**头枕是汽车座椅的重要安全部件之一，由于直接与驾驶员、乘车者头部直接接触对舒适性要求较高，另外**头枕也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**，所以对其安全性的要求也较高。
- ✓ **支架：**作为汽车座椅头枕的核心部件之一，头枕支杆是支撑整个头枕的基础，其作用就相当于人体的骨骼。**在遇到碰撞时，头枕支杆是真正承受外力的部分，是保障乘客生命安全的重要部件。**此外，支杆还起到调节头枕位置的作用，更好地贴合乘客的头部和颈椎，使乘客的乘坐更加轻松舒适。
- ✓ **座椅扶手：**包括汽车前排中控扶手和后排中间扶手，汽车前排中控扶手主要为储物功能以及前排乘客的肘部支撑功能，对安全性要求不高，但对舒适性要求很高，比如为了满足不同身高客户的肘部高度，需要在中控扶手上增加上下或前后的调节功能。汽车后排座椅中间扶手主要用于 1.6L 及以上中高端乘用车，既能提升乘客乘坐时的舒适性，也是重要的功能件，储物盒、杯托、多媒体控制器等实用性部件都安装于座椅扶手内。

表 3：继峰原有产品及配套客户

产品	图示	配套品牌	配套车系
头枕		宝马	1 系、2 系、3 系、X1、X3 等
		大众	新宝来、高尔夫、速腾、迈腾、蔚领、探歌、探岳、T-CROSS 等
		奥迪	A3、A4、A6、Q2、Q3、Q4、Q5 等
		标志雪铁龙	C4、C3XR、3008 等
		通用	英朗、科沃兹、GL6、宝骏系列等
		广汽菲克	自由侠、指南者
		日产	奇骏、骐达、轩逸、楼兰等
		本田	思域、杰德、凌派等
		丰田	卡罗拉、RAV4
		吉利	博越、领克全系等
		广汽	GS4、GS6、GS7、GS8、GM8 等
		比亚迪	秦、唐二代、宋、元等
扶手		福特	锐界
		沃尔沃	XC60
		吉利	领克系列
		英菲尼迪	QS50
		克莱斯勒	300C
		凯迪拉克	XTS、CT6
		马自达	阿特兹、CX4
		大众	迈腾、新速腾、蔚领、宝来三厢、探歌、探岳
奥迪	A4		

		福特	蒙迪欧、翼虎、林肯 MKC 等
		广汽菲克	指南者等
		本田	杰德、思域、新能源汽车等
		丰田	RAV4、卡罗拉
		雷诺	卡宾
		吉利	领克系列、帝豪 GL、远景
		长城	H6、H7、H9、VV5、VV7

资料来源：公司公告、长城证券研究院

继峰原有产能情况：2013 年，公司主要产品座椅头枕、头枕支杆和座椅扶手总成产能分别为 1100 万件、2200 万件（其中约 1200 万件用于内部配套头枕）、100 万件，产能利用率分别为 96.74%、95.53%、90.55%。为应对产能不足问题，2015 年公司 IPO 后进行了相应的产能扩建，分别新增头枕、头枕支杆、座椅扶手、门板扶手产能 900 万件、2000 万件、120 万件、35 万件，2016 年该产能已建成，因此理论上公司目前拥有头枕、头枕支杆（包括内部配套和外售）、座椅扶手总成产能分别为 2000 万件、4200 万件、220 万件。

- **格拉默产品：帮助继峰拓展商用车座椅产品条线和乘用车中控系统和内饰条线。** 格拉默产品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。在乘用车领域，格拉默产品中的乘用车座椅头枕、扶手、中控系统跟继峰原有产品相同，但是格拉默相关产品定位高端，主要为高端市场的 OEM 和一级供应商供货。另外，格拉默也进一步丰富了继峰的乘用车产品线，如功能塑料及内饰件等内饰产品和中控系统。

在商用车领域，并购格拉默前继峰没有商用车座椅系统相关业务，并购格拉默帮助继峰补足商用车产品条线，格拉默在商用车产品条线具有较强竞争力，多年来产品质量、性能等一直处于行业领先地位，在全球范围内面向农业、建筑机械、叉车、卡车、公共汽车火车等开发并生产相应的驾驶员座椅和乘客座椅。

表 4：格拉默新增产品品类（此处不再列示与继峰原有产品重复产品）

类别	产品	图示	配套客户
内饰件	空调出风口		奥迪、宝马、戴姆勒、保时捷、沃尔沃、大众、菲亚特克莱斯勒、通用、福特、本田、日产、特斯拉等
	音响喇叭盖		
功能塑料件	进气系统		

	HVAC 暖通空调管道		
	液体储存容器（冷却液）		
	液体储存容器（清洗液）		
中控系统	乘用车中控台		奥迪、宝马、菲亚特克莱斯勒、戴姆勒、福特、通用、大众等
	农业机械和建筑机械驾驶员座椅		ARGO、卡特彼勒、CLAAS、CNH、迪尔公司、久保田、利勃海尔等
商用车座椅	卡车及公共汽车汽车座椅		戴姆勒、福特卡车、MAN、帕卡、上汽集团、陕汽等
	火车驾驶员座椅和乘客座椅		阿尔斯通、庞巴迪、大宇、德国联邦铁路、西门子、斯塔德勒等

资料来源：公司公告、长城证券研究院

1.3 产品售价

并购格拉默，拓展公司产品品类，产品单价大幅提升。并购格拉默之前，继峰原有产品单车配套价值合计在 450-500 元左右。2019 年因并购格拉默，新增商用车座椅、中控系统和功能塑料等其他内饰件业务，新产品中商用车座椅、中控系统这两个产品单车配套价值分别为 3000 元、几百元，二者合计是公司原有产品的 8 倍左右。

另外，格拉默头枕、座椅扶手跟继峰原有产品相同，但是格拉默产品定位高端，主要为高端市场的 OEM 和一级供应商供货，其售价高于继峰，因此 2019 年公司头枕和座椅扶手的平均单价得以大幅提升，头枕单价较 18 年提升了 123.1%、座椅扶手单价较 18 年提升了 36.8%。

表 5: 公司各产品单车配套价值

产品	单价	单车配套价值
头枕	40 元左右	180 元左右
座椅扶手	前排扶手几十元，后排扶手 200 左右	前排+后排 250 元左右
支杆	10 元左右	45 元左右
中控及其他内饰	小内饰件几十元不等，中控几百元一个	几百元
商用车座椅	3000 元左右	3000 元左右

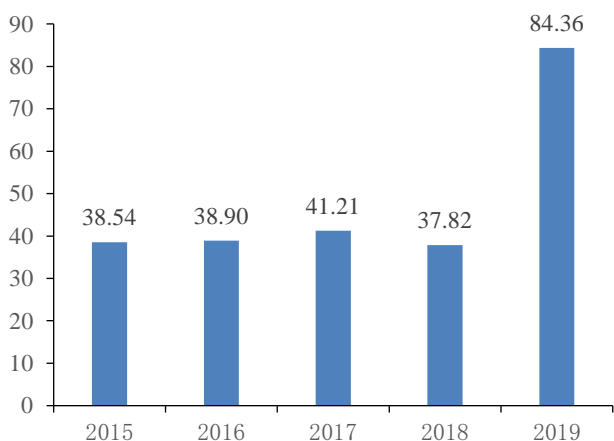
资料来源：公司公告、长城证券研究院

表 6: 近五年各产品销售均价（元/件）

产品	2015	2016	2017	2018	2019
头枕	38.54	38.90	41.21	37.82	84.36
座椅扶手	136.24	136.88	138.19	184.61	252.55
支杆	9.98	9.54	9.88	10.09	-
商用车座椅	-	-	-	-	2943.09
中控及其他内饰	-	-	-	-	60.17

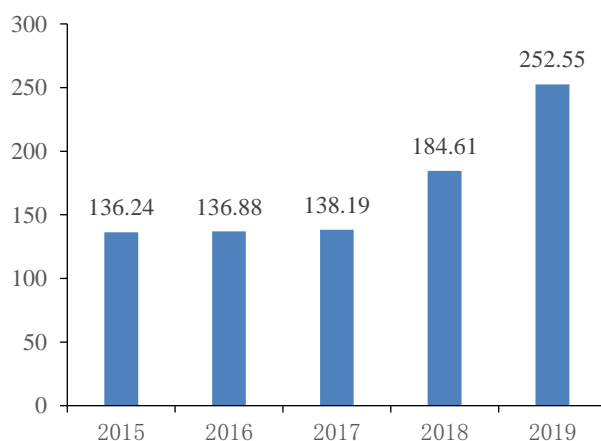
资料来源：公司公告、长城证券研究院；中控系统单价几百元不等，其他小内饰件售价很低，因此拉低了中控及其他内饰整体的销售均价

图 8: 近五年继峰头枕平均销售单价



资料来源：公司公告、长城证券研究院

图 9: 近五年继峰座椅扶手平均销售单价



资料来源：公司公告、长城证券研究院

2. 核心竞争力分析

2.1 产业链垂直一体化，构筑低成本优势

公司拥有较为完整的座椅零部件生产链，产品自制率高。收购格拉默之前，公司主要产品为乘用车座椅头枕、头枕支杆及座椅扶手，整个生产环节除金属件的抛光、护面复合是外协生产，其余全部自己完成，并且具有座椅头枕、支杆及扶手生产所需工装和专业设备的设计制造能力，包括泡沫模架、泡沫转盘、冲压模具、生产辅助型工装等，其中核心是泡沫塑料及钣金件的成型工艺，公司用于头枕及座椅扶手泡沫制造的发泡模具和头枕支杆及座椅扶手骨架、钣金件生产的冲压模具全部自主设计和制造，所需的注塑泡沫配方也是自行研发、调配。公司高产业链自制率具有两方面的优势：

- ① 公司配套车型众多，不同车型产品生产过程中需要用到不同的模具及塑料泡沫配方，公司完整的产业链自制能力保证了公司项目开发的高效性和灵活性，能够快速响应客户提出的设计、更改要求，及时调整生产方案。
- ② 公司在自主设计、制造模具过程中通过模具的标准化，降低模具生产、更换、维修的难度和成本；公司根据客户要求自行研发、调配注塑泡沫配方，原材料采购相对较为灵活，采购价格相对较低，可以提升公司的盈利能力。

公司拥有先进的头枕支杆槽口加工技术、慢回弹泡沫配方及一体成型头枕工艺。在头枕支杆槽口加工方面，公司主要采用自主研发的多槽口加工工艺、连续弯曲薄壁加工技术、二端缩口工艺、复杂形状凸弧槽口滚切工艺等，能够在确保支杆具备高标准的抗冲击能力和安全锁止能力的同时，使头枕支杆壁厚比普通支杆壁厚薄三分之一以上，从而达到轻量化要求。在泡沫配方和生产工艺上，公司按照丰田汽车质量要求研发了慢回弹泡沫配方，成功进入了丰田汽车的座椅头枕配套体系。慢回弹泡沫配方生产的头枕在碰撞结束后缓慢回弹释放冲击能，从而减小碰撞时乘员头部受到的伤害。公司还具有一体成型头枕生产工艺，该生产工艺比传统生产工艺的装配效率更高，且生产的头枕外形饱满美观，该工艺成功应用于新天籁和奥迪等高档车型的头枕项目上。

公司长期聚焦汽车头枕、头枕支杆及扶手的生产制造，现已拥有专业的项目前期开发工程师和研发设计人员，具备和客户同步开发乘用车座椅头枕和扶手的设计开发能力。同步开发既能帮助客户节约设计成本，又能避免前期设计和实际生产之间的冲突，是目前整车厂商和座椅总成厂商评定供应商实力的重要依据。公司从 2012 年开始和长城汽车同步开发，目前已和数十家整车厂及座椅总成供应商开展同步开发。

2.2 规模优势明显

公司是国内座椅头枕龙头企业。公司聚焦汽车座椅零部件生产，其中座椅头枕一直是公司第一大的营收来源，收入占比长期维持在 50% 左右。公司的座椅头枕供应国内乘用车市场，根据国内乘用车产量以及单车头枕配套个数测算，公司头枕市占率一直呈上升趋势，2018 年销售座椅头枕 2619.92 万件，国内市占率约 25.22%。此外，公司还在国内外乘用车市场销售头枕支杆和座椅扶手，2018 年销量分别为 1702.70 万件、433.11 万件，市场份额也比较高。

收购格拉默之后，公司将成为全球乘用车头枕、扶手、中控系统及商用车座椅细分行业的龙头企业。格拉默产品线囊括乘用车座椅扶手、座椅头枕、中控系统、内饰功能件以

及商用车的座椅系统。继峰收购格拉默之后将强化公司在乘用车头枕、扶手领域的市场地位，并丰富公司在乘用车中控系统及商用车座椅的产品线。2019 年公司在全球销售头枕 5637.90 万件、座椅扶手 916.61 万件、中控及其他内饰件 9725.63 万件、商用车座椅销量 161.50 万件，根据全球乘用车产量以及单车头枕配套个数测算，公司收购格拉默之后，19 年的头枕全球市占率达到 20.99%，是全球乘用车市场头枕的绝对龙头。

表 7: 公司头枕市占率测算

	2015	2016	2017	2018	2019
头枕销量 (万件)	1401.7	1838.1	2209.2	2619.9	5637.9
国内乘用车产量 (万辆)	2107.9	2442.1	2433.2	2308.9	2136.0
全球乘用车产量 (万辆)	6853.9	7210.5	7345.6	7049.8	6714.9
国内市占率	14.78%	16.73%	20.18%	25.22%	-
全球市占率	5.11%	6.37%	7.52%	9.29%	20.99%

资料来源: 公司年报, 汽车工业协会, 长城证券研究院 注: 乘用车一般使用 4 个或 5 个头枕, 计算采用 4.5 个/辆

国内第三方头枕生产企业较少, 公司规模优势明显。公司生产的座椅头枕通过座椅总成供应商供给整车企业, 部分座椅总成企业也自制头枕等座椅零部件。国内第三方座椅头枕供应商主要有继峰、延锋安道拓、岱美股份、格拉默、东海化成、武汉泰昌等。其中岱美股份 2019 年销售头枕 1351.04 万件, 主要出口到北美通用等公司, 根据全球乘用车产量以及单车头枕配套个数测算, 岱美股份全球市占率约 4.5%。公司近年来生产规模一直在扩大, 市占率越来越高, 19 年收购格拉默后, 公司头枕销量规模翻倍, 规模优势再次扩大。

2.3 优质客户结构

公司拥有稳定、优质的客户群体。收购格拉默之后, 公司的产品从乘用车头枕、扶手、支杆, 向乘用车内饰功能件、中控系统, 商用车座椅总成拓展, 客户结构也从已国内合资品牌为主拓展到国际知名整车厂商。

继峰原终端客户以国内合资品牌为主, 并逐步开拓日系品牌。公司头枕及座椅扶手产品无论是以一级配套或是二级配套方式获取, 都是供给座椅总成厂商佛吉亚、安道拓、李尔等, 并最终供应给整车厂商。继峰在收购格拉默之前客户以国内合资品牌为主, 一汽大众是公司第一大客户, 其余销售收入占比较高客户还有华晨宝马、上汽通用、一汽轿车、长城汽车等, 公司近年来逐步开拓了日系客户, 拿到了东风日产、东风本田、一汽丰田不少车型的配套。**格拉默主要客户为德系、美系整车厂商。**格拉默是欧美主要整车厂的乘用车座椅头枕、扶手、中控系统及商用车座椅的供应商, 前五大终端客户分别是大众、戴姆勒、宝马、菲亚特克莱斯勒、通用, 2017、2018 年格拉默来自这五家客户的收入占比合计分别为 48.7%、48.6%, 格拉默第一大客户是大众集团, 2017、2018 年来自大众的收入占比分别为 20.0%、16.8%。

表 8: 格拉默前五大终端客户收入占比情况

客户	2017 年	2018 年
大众	19.95%	16.77%
戴姆勒	10.73%	10.29%
宝马	8.22%	8.69%
菲亚特克莱斯勒	4.97%	7.86%
通用	4.81%	5.02%

客户	2017年	2018年
合计	48.68%	48.63%

资料来源：公司公告、长城证券研究院

收购格拉默之后，继峰产品的终端客户为：

座椅头枕的终端客户：奥迪、宝马、菲亚特克莱斯勒、戴姆勒、捷豹路虎、斯柯达、丰田、大众、一汽大众、华晨宝马、一汽丰田、东风日产、上汽通用、吉利汽车等；

座椅扶手和中控产品的终端客户：奥迪、宝马、菲亚特克莱斯勒、戴姆勒、福特、捷豹路虎、通用汽车、大众、一汽大众、华晨宝马、凯迪拉克、一汽丰田、东风本田、长城、吉利等；

其他内饰件和功能型塑料件等产品的终端客户：奥迪、宝马、戴姆勒、保时捷、沃尔沃、大众、菲亚特克莱斯勒、通用汽车、福特、本田、日产、特斯拉等。

商用车座椅终端客户：AGCO、卡特彼勒、CLAAS、CNH、迪尔公司、戴姆勒、福特卡车、MAN、帕卡、上汽集团、陕汽等。

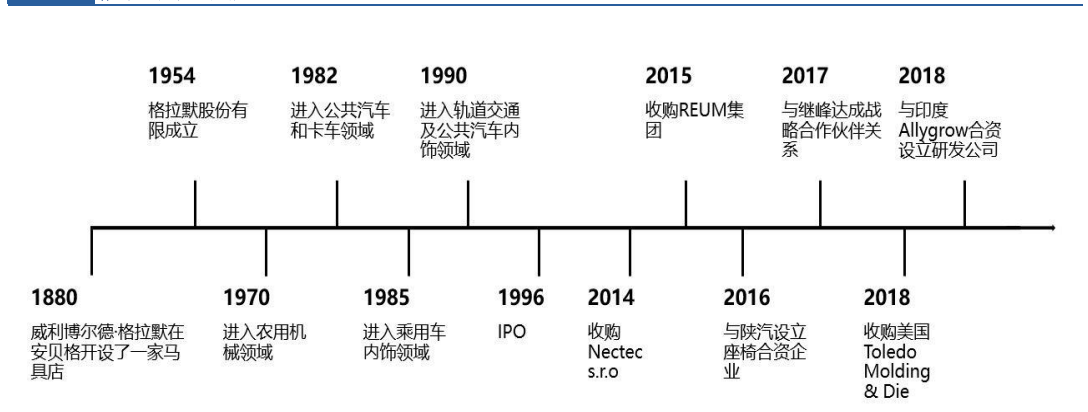
3. 利润弹性最重要来源：格拉默利润率提升以及格拉默产品国产化

3.1 收购德国商用车座椅巨头格拉默，并获得其子公司美国汽车热塑性材料领军者 TMD

■ 格拉默介绍：

格拉默成立于1880年，总部在德国安贝格，1996年在法兰克福证券交易所及慕尼黑证券交易所上市。格拉默业务分为乘用车业务和商用车业务，乘用车业务产品包括：头枕、中控台和扶手、功能性塑料、内饰；商用车业务产品包括工程车、卡车、火车、客车等座椅。2020年公司总营收17.1亿欧元，净利润亏损0.65亿欧元。

图 10：格拉默发展历程

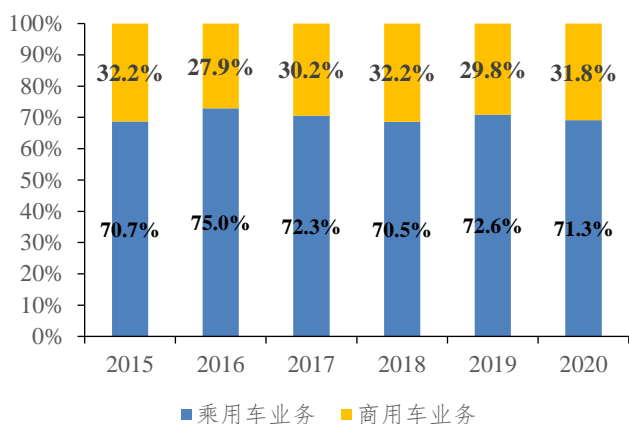


资料来源：格拉默官网、长城证券研究院

在乘用车业务领域，格拉默主要为高端市场的主机厂和一级供应商提供头枕、扶手、中控系统、功能塑料及内饰件等内饰件，主要客户有奥迪、大众、宝马、戴姆勒、保时捷、通用、福特、本田、日产、特斯拉等。2015-2020年乘用车业务在格拉默总营收中的占比均保持在70%以上，但是乘用车业务利润率较低，2015-2019年 operating EBIT margin（经营性息税前利润率）仅在2%-4%之间，低于公司整体4%左右的水平。

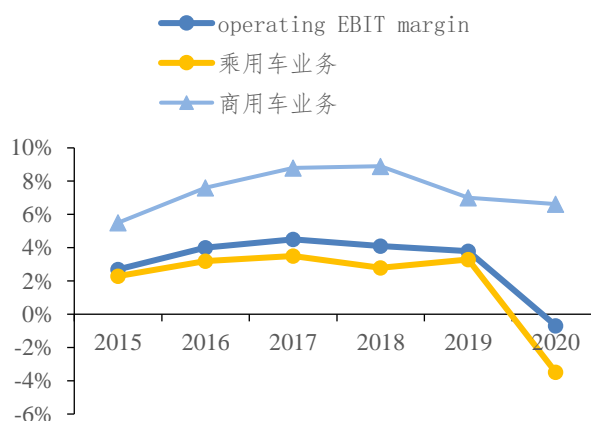
在商用车业务领域，格拉默在全球范围内面向农业、建筑机械、叉车、卡车、公共汽车、火车等开发并生产相应的驾驶员座椅和乘客座椅，是全球领先的商用车座椅系统制造商，主要客户有戴姆勒、福特卡车、AGCO、卡特彼勒、CLAAS、迪尔公司、庞巴迪、皇冠、现代、德国联邦铁路等。2015-2019年商用车业务在格拉默总营收中的比重基本在30%附近，但是商用车业务利润率较高，2015-2019年 operating EBIT margin（经营性息税前利润率）在8%左右，2020年受疫情冲击也有6.6%，高于公司整体水平。

图 11: 格拉默收入中乘商比为 7: 3



资料来源: 格拉默年报、长城证券研究院

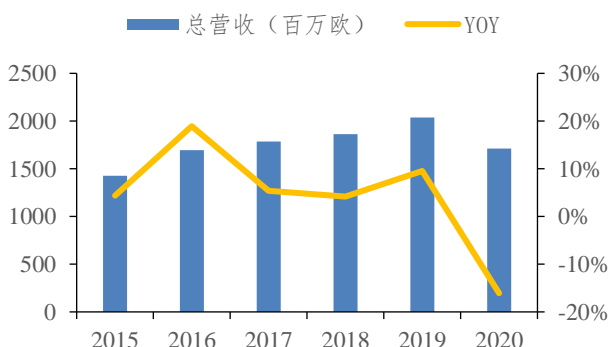
图 12: 商用车部门盈利能力优于乘用车部门



资料来源: 格拉默年报、长城证券研究院

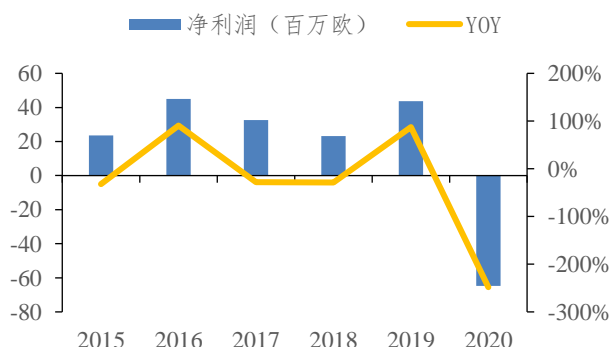
2015-2019年格拉默业绩较为稳健。2015-2019年格拉默收入均保持正增长，其中包含口径变化的原因，如格拉默在2014、2015、2018年均均有外延并购。但是格拉默利润端波动较大。2015-2019年格拉默毛利率基本稳定在11-12%附近，净利率稳定在2%附近。

图 13: 格拉默近年收入及增长情况



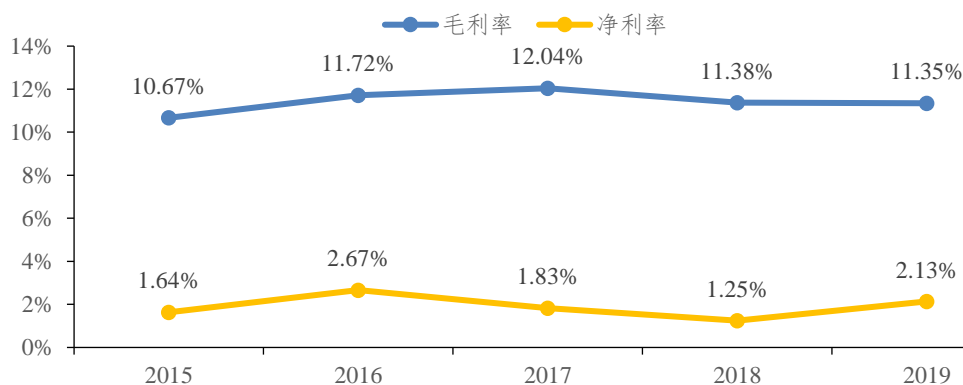
资料来源: 格拉默年报、长城证券研究院

图 14: 格拉默近年净利润及增长情况



资料来源: 格拉默年报、长城证券研究院

图 15: 格拉默近年毛利率、净利率水平



资料来源: 格拉默年报, 长城证券研究院

格拉默客户优质, 前三大客户为三家德系 OEM。格拉默前五大终端客户分别是大众、戴姆勒、宝马、菲亚特克莱斯勒、通用, 2017、2018 年格拉默来自这五家客户的收入占比合计分别为 48.7%、48.6%, 格拉默第一大客户是大众集团, 2017、2018 年来自大众的收入占比分别为 20.0%、16.8%。

表 9: 格拉默前五大终端客户收入占比情况

客户	2017 年	2018 年
大众	19.95%	16.77%
戴姆勒	10.73%	10.29%
宝马	8.22%	8.69%
菲亚特克莱斯勒	4.97%	7.86%
通用	4.81%	5.02%
合计	48.68%	48.63%

资料来源: 公司公告, 长城证券研究院

分地区来看, 欧洲是格拉默主要收入来源地区。根据格拉默 2020 年年报, 2020 年格拉默在全球 20 个国家拥有 42 个分支机构, 分地区来看, EMEA 地区 (欧洲、中东和非洲) 是公司主要收入来源, 2016-2018 年收入占比在 64%-71% 之间, 美洲地区和亚太地区平分剩下份额, 但是由于格拉默 2018 年 10 月收购美国 TMD 公司, 因此 18-19 年美国地区收入占比明显提升。

表 10: 格拉默收入占比 (按地区)

营收占比	2016	2017	2018	2019	2020
欧洲、中东和非洲	70.70%	68.60%	64%	54.71%	52.9%
美洲	14.50%	15.70%	19.70%	29.90%	27.78%
亚太地区	14.80%	15.70%	16.30%	15.39%	19.32%

资料来源: 格拉默年报, 长城证券研究院

■ Toledo Molding 介绍 (下文简称 TMD 公司):

2018 年 10 月 1 日格拉默以 2.71 亿美金全资收购美国汽车零部件制造厂商 Toledo Molding, TMD 自 2018 年 10 月起纳入格拉默合并报表。美国 TMD 是汽车行业热塑性塑料零部件领域的领先专家, 成立于 1955 年, 约 1700 名员工, 100 多名工程师, 在美国和墨西哥共有 11 家工厂, 年收入约 3 亿美元。2018 年该公司收入 23.3 亿元, 归母净利润 1.59 亿元。

TMD 致力于复杂的热塑性塑料产品、新材料、创新的生产工艺，主要应用于乘用车领域的功能塑料。功能塑料件具体应用范围主要包括乘用车空气及液体管理系统等领域，相关产品包括乘用车进气系统（AIS）、HVAC（暖通空调系统）管道、液体储存容器等功能塑料件。TMD 客户包括主机厂和零部件一级供应商，以 2018 年来看，有 71% 是主机厂，另外 29% 是一级供应商，主机厂客户包括通用、福特、克莱斯勒、本田、现代等，主要市场在美国。

格拉默收购 TMD 的意义：

1、TMD 帮助格拉默开拓北美市场，格拉默帮助 TMD 走向全球：TMD 在北美市场拥有长期稳固的客户资源，与以菲亚特克莱斯勒、福特、通用为主的美系车主机厂间建立了良好客户关系，在北美及墨西哥拥有多处工厂，具备本地化生产能力，格拉默可以依托 TMD 稳固的客户资源大幅拓展其在北美的业务提升在北美的市场份额，TMD 也可以借助格拉默在全球的布局将自己的产品推向北美以外的市场。

2、扩展格拉默在功能塑料领域的产品及工艺技术：TMD 在功能塑料领域拥有丰富的专业知识和研发能力，其经验丰富的装配和开发团队拥有注塑、吹塑模具和复杂组件方面的工艺专业知识，能够设计和制造吹塑模具及注塑模具。同时，TMD 也拥有自己的工具车间和测试实验室，具备内部产品开发、原型设计和测试的能力，能够为客户提供包括原型设计、测试、模具制作在内的一揽子解决方案。格拉默可以依托 TMD 丰富的专业知识和研发能力扩充格拉默工艺技术。

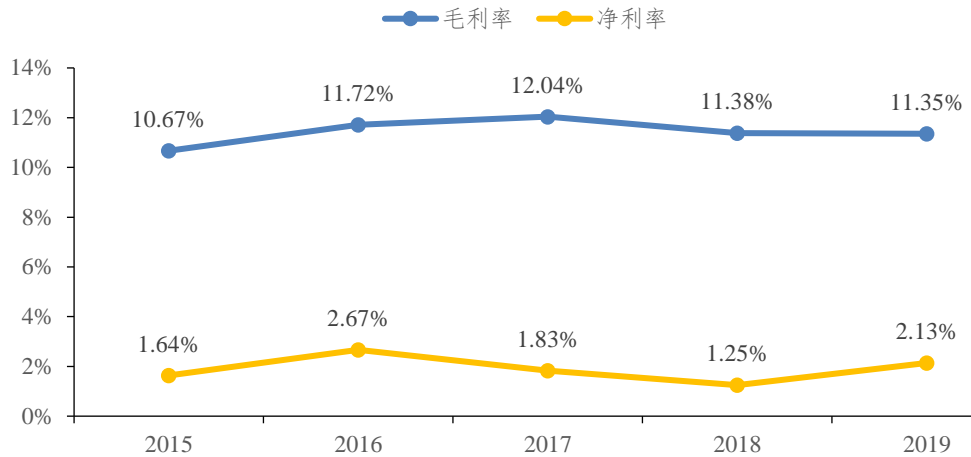
3、扩充格拉默产品线：TMD 已从单纯的功能塑料件生产商，发展成以产品、解决方案为导向的全方位服务商，为乘用车热塑性技术领域的创新领导者。TMD 提供的解决方案兼顾了工艺设计、工程技术及产品性能。格拉默收购 TMD 可以扩充现有乘用车内饰产品谱系，且其在功能塑料方面拥有的技术优势可能将帮助格拉默发现更多商用车座椅板块的应用机会。

■ **继峰收购格拉默事件：**自 2016 年开始，Hastor 家族在二级市场上恶意收购格拉默 20% 左右的股份，并试图控制格拉默，OEM 要求格拉默解决股权动荡问题，否则就不再给格拉默新的订单。格拉默监事会、董事会、工会代表在与继峰进行多轮沟通后，充分认可继峰的核心竞争优势、经营理念和合作诚意，希望继峰能以“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。继峰投资要约收购格拉默 84.23% 股权的过程分为两个部分：① 58.66% 的股份由继峰（德国）通过自愿公开要约方式收购，要约收购价格为每股 60 欧元。② 另外 25.56% 的股份由继峰（德国）通过与 JAP Capital Holding GmbH 签署股份购买协议方式收购，收购价格也是每股 60 欧元。继峰投资在 2018 年 9 月 6 日要约收购交割后合计持有格拉默 84.23% 的股权，两次交易对价合计 49.82 亿元。2019 年公司通过非公开发行可转债（4 亿）、股份（29.16 亿）以及支付现金（4.38 亿）的方式购买继峰投资 100% 的股权，作价 37.5 亿元，交易完成后，继峰投资成为继峰股份全资子公司，从而使得继峰股份成为格拉默的实控方。

3.2 格拉默利润率提升的驱动因素

2015-2019 年格拉默净利率在 1.2%-2.7% 之间，公司净利率低是因为毛利率水平也较低，2015-2019 年格拉默毛利率在 10%-12% 左右。

图 16: 格拉默近五年毛利率、净利率



资料来源: 格拉默年报, 长城证券研究院

格拉默毛利率较低的原因:

- 1) 原材料和模具依赖外购:** 继峰掌握发泡配方并能够自行配置生产, 同时具备部分模具的自主设计和制造能力, 而格拉默是直接向巴斯夫采购配好的组合料, 注塑模具和发泡模具也主要是外购, 且国内外注塑模具价格差异较大。
- 2) 管理层控制, 对业绩诉求不高:** 格拉默被继峰收购前由于没有实控人一直由管理层主导, 并且管理层都是职业经理人, 没有股权激励, 管理层业绩诉求不高。
- 3) 组织臃肿, 运营效率低、成本高:** 被收购前格拉默整体组织臃肿、机制僵化, 多家工厂运营效率低下、管理成本较高。

我们认为继峰收购格拉默, 可以通过将各种降本措施纳入格拉默体系的方法以及开拓中国市场来帮助格拉默提升利润率, 本小节论述二者整合可以给格拉默带来的各种降本效应, 3.3 小节论述继峰可以帮助格拉默开拓中国市场。

继峰收购格拉默之后, 以下三大方面发生积极变化, 可以有效降低格拉默生产成本及费用和提高格拉默的管理运营效率:

- 1、控股股东以及管理层:** 由管理层控制转变为单一大股东控制的以利润为导向的企业; 组织架构扁平化, 落实激励机制, 提升管理运营效率。格拉默被收购前由于没有股权实控人, 导致长期以来由管理层控制。被继峰收购后, 继峰成为格拉默的单一大股东, 利润导向明显。另外, 被收购前格拉默所有的权限都在欧洲, 决策链条较长、服务响应速度很慢, 被收购后继峰推动格拉默管理分区化, 实行了更扁平的组织架构, 让各区域自己决策, 大幅缩短响应速度。在员工激励方面, 被收购前格拉默的管理层都是职业经理人, 没有股权激励, 被收购后继峰计划设计并落实激励机制, 结合德国上市公司与中国上市公司的双平台, 设计符合核心员工诉求的激励机制, 激发员工积极性。
- 2、生产制造: 整合双方全球采购系统增强规模效益; 继峰向格拉默共享泡沫配方以及模具生产经验, 降低格拉默外采成本。** 继峰和格拉默在乘用车内饰业务上产品重合度较高, 可以共享原材料采购渠道以及实现统一议价的方式来降低原材料采购价格。更重要的是, 格拉默之前主要是向巴斯夫采购配好的组合料, 注塑模具和发泡模具也主要是外购, 导致格拉默生产成本较高, 而继峰掌握泡沫配方可自行配置生产, 并且具有模具设计及生产能力, 继峰并购格拉默之后可以向其共享泡沫配方和模具生产经验, 通过原料自配、

模具自制及国产化的方式来降低格拉默的生产成本。另外，继峰具备支杆及骨架设计制造能力，为同行业为数不多性价比较高的企业，格拉默之前的头枕支架也主要是外购，继峰在并购前已经在个别项目上为格拉默供应，未来继峰可以继续为格拉默提供头枕支架，降低二者体系外的外购，也将降低格拉默的生产成本。

3、裁员及缩减工厂：精简组织，提升管理效率；整合双方产能以及关闭落后产能，提升盈利水平和运营效率。被收购前格拉默整体组织臃肿，管理运营效率低、管理成本高，收购格拉默后继峰实施了裁员和缩减工厂计划。在裁员方面，2020年已经在美洲区完成裁员计划（直接人工裁 13.5%、生产管理人员裁 4.3%、办公室人员裁 6.2%），计划年底完成欧洲区裁员计划（直接人工裁 25%、生产管理人员裁 18%、办公室人员裁 12.6%）。在缩减工厂方面，公司总的计划是将格拉默 41 个工厂缩减为 33 个，其中欧洲由 24 个缩减到 17 个，美洲由 11 个缩减到 9 个，中国工厂则新增一个沈阳商用车座椅工厂。

3.3 格拉默产品国产化

分地区来看，EMEA 地区（欧洲、中东和非洲）是格拉默主要收入来源，亚太地区收入占比最小。2016-2018 年收入占比在 64%-71%之间，美洲地区和亚太地区收入占比平分剩下份额，但是由于格拉默 2018 年 10 月收购美国 TMD 公司，因此 18-19 年美国地区收入占比明显提升，2019 年 EMEA 地区、美洲地区、亚太地区收入占比分别为 54.7%、29.9%、15.4%。2016-2019 年亚太地区收入占比基本保持在 15%附近，占比最小。

表 11：格拉默收入占比（按地区）

营收占比	2016	2017	2018	2019	2020
欧洲、中东和非洲	70.70%	68.60%	64%	54.71%	52.9%
美洲	14.50%	15.70%	19.70%	29.90%	27.78%
亚太地区	14.80%	15.70%	16.30%	15.39%	19.32%

资料来源：格拉默年报，长城证券研究院

分业务来看，格拉默商用车业务更集中于 EMEA 地区。2017-2019 年商用车业务中 72% 以上的收入均来自 EMEA 地区，来自亚太地区的收入只占 13% 左右；2019 年因为并购了 TMD，TMD 业务均并入乘用车部门，所以 2019 年乘用车业务来自美洲地区的收入占比提升至 36%，乘用车部门亚太地区的收入占比高于商用车部门，但还是只有 16% 左右。2020 年无论是乘用车业务还是商用车业务亚太地区收入占比均上升，主要是因为国内疫情和海外疫情有时间差，疫情对国内汽车行业的影响主要在一季度，二季度开始恢复下半年增长态势良好，而海外疫情从 20Q2 开始蔓延且海外疫情受控程度不如国内导致一直反复。

图 17：格拉默乘用车业务收入构成（分地区）

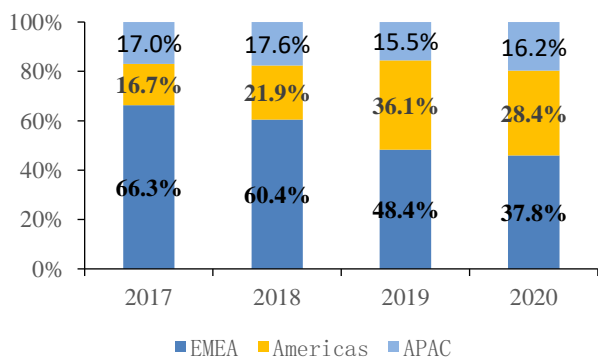
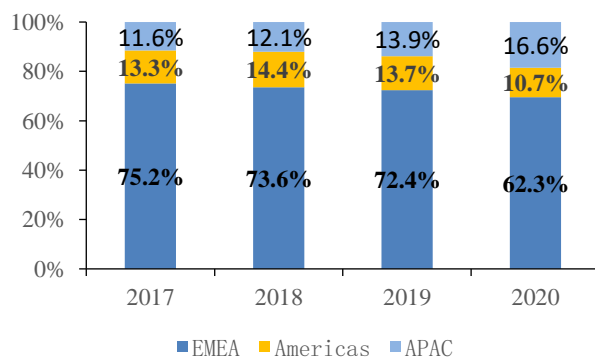


图 18：格拉默商用车业务收入构成（分地区）



资料来源：格拉默年报，长城证券研究院

资料来源：格拉默年报，长城证券研究院

格拉默在中国的布局：格拉默在中国共开设了 7 家工厂（长春、江苏、陕西、北京、上海、厦门、天津），拥有 2000 多名员工，2018 年格拉默在中国销售收入超过 2.5 亿欧元。

格拉默可以借助继峰的渠道、资源进一步打开其在国内商用车座椅配套份额。格拉默在商用车座椅领域一直具有较强竞争力，多年来其产品的质量、性能等一直处于行业领先地位。作为商用车座椅系统的行业标准的制定者，格拉默沉淀了多年研发、创新能力，能满足客户及终端消费者对产品舒适性、安全性及人体工程学方面的需求。但是被收购前由于格拉默所有的权限都在欧洲，管理层对中国本土业务开拓的潜规则不了解，导致格拉默商用车座椅国产化进程不及预期，并购格拉默后继峰可以帮助格拉默争取国内商用车主机厂的客户资源，如继峰现在帮助格拉默对接一汽、沃尔沃等商用车项目，其中 2021 年 4 月在继峰的推动下格拉默和一汽成立合资公司开展高端商用车座椅业务，格拉默持股 60%，为解放商用车配套，此次格拉默与一汽合资释放了整合顺利推进的强势信号，是格拉默开拓中国市场的又一重要体现。未来格拉默有望逐步展开与东风、重汽、红岩汽车等国内大型商用车生产厂商的合作，提升其在中国商用车座椅领域的市场份额。

4. 继峰德国部分：新项目集中投产，料将扭亏为盈

2014 年开始设立加速拓展海外业务。公司于 2014 年在德国成立了德国继峰，同年在捷克成立了捷克继峰。德国继峰定位为公司在欧洲的研发和商务平台，捷克继峰为生产基地。此后还相继建立了波黑继峰、美国继峰。其中公司持有德国继峰 80% 的股权，德国继峰持有捷克继峰和波黑继峰 100% 的股权。德国继峰积极与德国宝马、德国大众等欧洲的主机厂接洽，并陆续获得了主机厂订单及同步研发项目。目前德国继峰的主要客户及配套车型有：大众（欧洲区业务，主要有 WOKS III 平台的车型及 POLO 等）、捷豹路虎（Discovery, Land Rover sport, Land Rover Executive）、保时捷（Mission E）、宝马（全球业务，1 系、2 系、3 系、8 系、X3 等）、戴姆勒(MRAII 平台的车型)等。

表 12：德国继峰主要客户及配套车型

厂商	配套地区	配套平台/车型
大众	欧洲区	WOKS III 平台的车型及 POLO 等
捷豹路虎		Discovery, Sport, Executive
保时捷		Mission E
宝马	全球	1 系、2 系、3 系、8 系、X3 等
戴姆勒		MRAII 平台

资料来源：公司公告，长城证券研究院

近年来，海外业务放量但亏损扩大。2018 年德国继峰业务开始放量，当年收入同比增长 132%，占国外地区营业收入的总额达 63.98%，成为公司开拓海外业务的主力军。在营收增长的同时，海外业务的亏损也在扩大。德国继峰营业额从 2016 年的 3454 万元增长至 2019H1 年的 1.34 亿元，但同期亏损额从 867 万元增加至 2532 万元。主要原因是以下两点：

- ① 德国继峰承接了较多的同步开发项目，开发费用加大。2018 年德国继峰相继获得了戴姆勒（C 级、E 级、GLC）、宝马（1 系、2 系、3 系、8 系、Z4、新能源汽车）、奥迪 A3、Skoda（Yeti/snowman）等，上述开发费用计入了当期损益，影响当期损益。
- ② 2019 年德国继峰扩产，搬迁新厂房，19 前三季度扩招之后，人工费用，开发费用、管理费用增加，这些费用增加 3700 万元的费用。

2020-2021 年开始海外业务进入收获期，有望扭亏为盈。公司产品开发周期一般为 1.5-2 年，18 年拿到了宝马、奔驰、奥迪大量优质车型的订单，这些项目 18 年开始同步开发，预计将集中在 2020 年前后量产贡献业绩，19 年是德国继峰业绩的最低点，2021-2022 年会逐步向上改善。

表 13: 德国继峰营收及净利润（单位：万元）

	2016	2017	2018	2019H1
营业收入	3454.34	9533.32	22132.10	13395.43
净利润	-866.51	-2127.62	-3194.62	-2531.51

资料来源: wind、长城证券研究院

5. 继峰国内部分

继峰国内部分客户结构优良，以合资品牌为主。2019 年继峰国内部分的终端前五大客户分别是一汽大众、华晨宝马、上汽通用、一汽轿车、长城汽车，其中公司核心客户为一汽大众（含奥迪），公司供应的头枕和扶手占一汽大众需求量的 60-70%，且不供应低端的捷达车型。此外公司在日系客户的开拓方面也取得了进展，取得了东风日产奇骏、骐达、轩逸、楼兰等车型，东风本田思域、杰德、凌派等车型，一汽丰田卡罗拉、RAV4 等车型的配套项目。继峰国内部分客户主要已合资德系、美系品牌为主，近年来随着日系供应商体系的逐步开放，也开发了日系合资品牌。自主品牌方面由于供货的毛利率较低，公司主要做部分销量较好的自主品牌车型，比如一汽轿车红旗品牌的 H5、H7、H9 等车型，长城的哈弗 H6、H7、H9，高端品牌 WEY VV5、VV7 等车型。

表 14: 2019 年继峰国内部分前五大客户

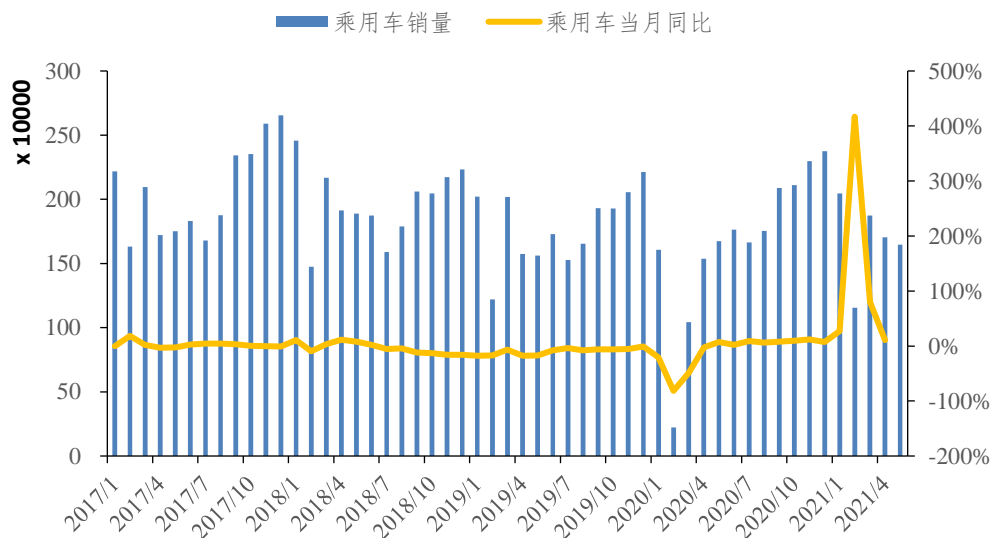
序号	客户名称	主要配套车型
1	一汽大众	大众: 新宝来、高尔夫、速腾、迈腾、蔚领、探歌、探岳、T-CROSS 等; 奥迪: A3、A4、A6、Q2、Q3、Q4、Q5 等
2	华晨宝马	1 系、2 系、3 系、X1、X3 等
3	上汽通用	英朗、科沃兹、GL6、宝骏系列等
4	一汽轿车	红旗 H5、H7、H9 等
5	长城汽车	H6、H7、H9、VV5、VV7 等

资料来源: 公司公告、长城证券研究院

继峰国内部分有望受益于乘用车行业的复苏。国内乘用车销量自 18Q3 开始进入负增长，20Q1 在新冠疫情的影响下跌幅显著扩大加速触底（同比-45.4%）。4 月开始乘用车产销开始恢复，20Q2 乘用车单季度销量增速转正（同比+2.2%），Q3 乘用车销量增速进一步提升，实现销量 550.7 万辆，同比+7.8%，销量增速是自 17 年以来的单季度最高增速，主要原因是宏观经济持续向好和产业全面恢复增强了消费信心，另一方面 3 月以来在国家的指导下多地政府出台汽车消费补贴以及限购城市放宽号牌指标等也为汽车消费助力。

国内乘用车市的复苏将改善上游零部件行业公司的业绩，继峰国内部分也将受益于乘用车行业的复苏。

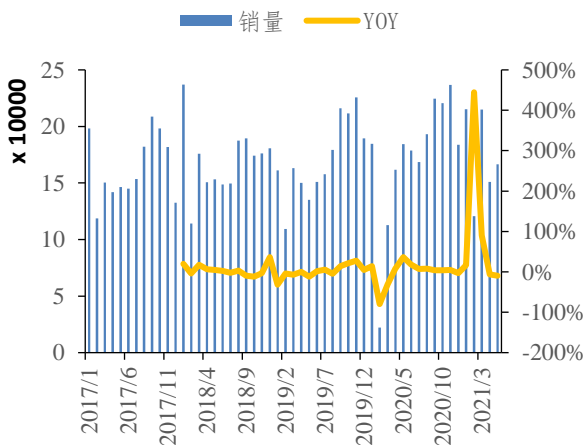
图 19: 国内乘用车销量从 2020 年 5 月开始实现转正



资料来源：中汽协、长城证券研究院

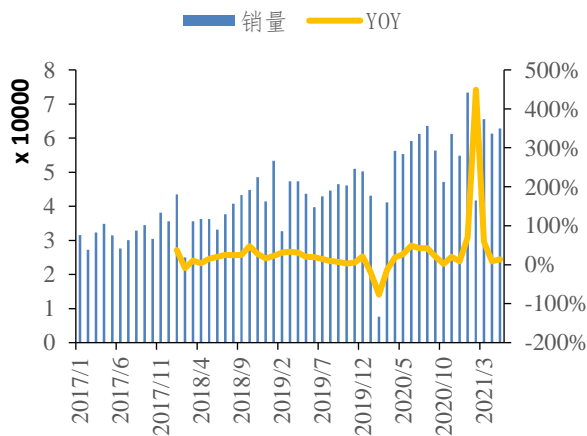
继峰国内部分也将受益于主要客户复苏增速超行业平均水平。公司前两大客户一汽大众（含奥迪）及华晨宝马，近年来受益于新车周期及豪华车的强势表现，销量持续提升，在疫情之后也率先复苏，且复苏增速快于行业平均水平。2020 年乘用车销量为 2013.6 万辆，同比-6.1%，而一汽大众销量为 141.5 万，同比-0.9%，一汽大众奥迪销量为 65.6 万辆，同比+5.8%，华晨宝马销量为 60.7 万量，同比+11.2%，显著快于市场平均水平，继峰国内部分的销量也将受益于主要客户的强势表现。

图 20: 一汽大众（含奥迪）月销量及增速



资料来源：中汽协、长城证券研究院

图 21: 华晨宝马月销量及增速



资料来源：中汽协、长城证券研究院

6. 产品品类持续拓展，成长空间大幅提升

通过收购格拉默，公司产品品类扩展。收购格拉默之前，公司的主营产品有乘用车座椅头枕、扶手等；收购格拉默之后，公司主营产品拓展至乘用车座椅头枕、扶手、中控系

统、内饰部件及商用车座椅等领域。公司从单一产品，向多元化发展。而且，拓展的中控系统、内饰部件及商用车座椅等，都属于汽车内饰系统，拓展的产品工艺技术、主要客户相近，使得公司能很好的理解拓展的产品线，为双方业务整合和拓展奠定了良好的基础。

继峰乘用车单车配套产品从 500 元提升至 2000 元左右，商用车则新增配套价值 3000 元以上。头枕的单车配套价值 250-300 元，扶手均价 200 元左右，中控系统包含很多电子器件和操纵杆等，集成功能较多，单价比较高，单价上千元。内饰功能件大致 500 元左右。收购之后，公司的乘用车产品从头枕+扶手扩展到头枕+扶手+中控系统+内饰功能件，单车配套价值从之前的 500 元提升到 2000 元左右。而商用车则新增了座椅总成的产品，新增的单车配套价值在 3000 元以上。

表 15: 收购格拉默之后单车配套价值变化

	继峰产品		格拉默新增		新增配套价值	
	头枕	扶手	中控系统	内饰功能件	商用车座椅	
乘用车	300 元	200 元	1000 元	500 元		1500 元
商用车					3000 元以上	3000 元以上

资料来源：长城证券研究院

同时，双方携手对现有产品进行升级并布局新产品，符合汽车电动化、智能化，有望打开更大的成长空间。

■ **现有产品升级单车价值继续提升：**

音响头枕：公司与哈曼共同开发音响头枕，在结构、工艺等技术上均实现了新的突破和跨越，可以将将音频系统集成到头枕中，为车辆乘员提供个性化的音频编程，改善乘客对音频服务的个性化使用。该产品同时具备听音乐、通讯私密性的功能。

触控可移动扶手：公司新推出的触控式可移动中控系统和扶手，可集成移动、触控、多层次空间等多种功能于一体，拥有直观的人机交互界面操作系统，符合座舱智能化趋势。

电子座椅：公司在传统商用车座椅的基础上，致力于提供操作性、舒适性更好的综合解决方案，如将商用车座椅上的传统扶手升级为可以实现人机交互的电子扶手、以及带多功能扶手控制装饰的全电动座椅。

■ **横向开拓新品类，进一步打开公司成长空间：**






隐藏式电动出风口：由于座舱智能化水平提升，现在大部分纯电动汽车以及部分燃油车空调出风口的控制单元被集成在中控大屏上，能够实现触摸控制、语音控制、自动扫风等功能的隐藏式新型出风口成为行业新趋势，2020 年至今公司获得了大众迈腾、吉利极氪 001、长城、蔚来、小鹏、蔚来等客户车型的项目定点。电动出风口单价在 600 元左右，加上控制器是 700-800 元，这些项目将从 2021 年下半年开始陆续量产，为公司贡献确定性增量。

智能家居式座舱：在消费升级、重卡司机年轻化的趋势下，对舒适度的要求不断提升，智能家居式座舱已逐渐成为趋势。公司利用格拉默在商用车智能座舱领域先期的技术研发储备，结合自身在国内的制造能力，积极研发能满足中国重卡司机需求，具有高性价比的重卡智能家居式座舱，使重卡座舱从传统的驾乘座舱进化成为更丰

富的生活空间，目前国内主要重卡主机厂均有意愿提高座舱智能化、家居化水平，正在与公司进行前期洽谈中。

微纳米加工工艺：通过合资引进日本 IBUKI 先进技术，该工艺可以在汽车内外饰高亮面基础上加入纹理，公司可提供从造型设计、造型打样、逆向扫描等纹理设计技术。该技术具有高度定制化、环保、高性价比等优势，有望在汽车内饰件领域开辟新的市场。2020 年公司已获得国内某主机厂的技术定点。

表 16: 公司产品升级方向和新产品布局

类别	产品	图示
原有产品升级	音响头枕	 <p>传统头枕 → 一流音响头枕</p>
	触控可移动扶手	
	电子座椅	
新产品	电动出风口	 <p>传统出风口 → 隐藏式电动出风口</p>
	智能家居式座舱	

微米级加工工艺



资料来源：公司官网、长城证券研究院

7. 投资建议

国内乘用车头枕龙头，并购格拉默一举成为全球汽车内饰和商用车座椅细分领域龙头：继峰始建于 1996 年，2018 年及以前主要专注于乘用车座椅系统零部件，产品包括座椅头枕、头枕支杆和座椅扶手（包括后排扶手和中控扶手）等，公司是国内座椅头枕龙头，2018 年国内市占率约 25.2%，客户主要是一汽大众（含奥迪）、华晨宝马、上汽通用等合资品牌。

2019 年公司并购德国格拉默集团，乘用车内饰产品拓展至中控系统、热塑功能件等，并由此进入商用车座椅领域，继峰+格拉默一举成为全球汽车头枕、扶手、中控系统及商用车座椅龙头细分领域。2019 年公司总营收 180 亿元，归母净利润 3 亿元。

公司核心竞争力为产业链垂直一体化，构筑低成本优势和较强的盈利能力：公司拥有较为完整的座椅零部件生产链，全产业链自制率高，整个生产环节除金属件的抛光、护面复合是外协生产，其余全部自己完成，包括自研调配头枕泡沫配方，自主设计和制造发泡模具和头枕支杆及座椅扶手骨架、钣金件生产的冲压模具，以及自主设计、制造泡沫模架、泡沫转盘、冲压模具、生产辅助型工装等工装和专业设备。

公司全产业链高度自制具有两方面优势：①保证公司项目开发的高效性和灵活性，能够快速响应客户提出的设计、更改要求，及时调整生产方案。②公司在自主设计、制造模具过程中通过模具的标准化，降低模具生产、更换、维修的难度和成本；公司根据客户要求自行研发、调配注塑泡沫配方，原材料采购相对较为灵活，采购价格相对较低，可以提升公司的盈利能力。

中短期，公司利润弹性最重要来源是通过整合格拉默以及开拓格拉默中国市场来提升其利润率：格拉默 2016-2019 年营收规模在 18-20 亿欧元左右，但是其净利率只有 1.2%-2.7% 左右，我们认为格拉默盈利能力较低的原因在于：1) 原材料和模具依赖外购：继峰掌握发泡配方并能够自行配置生产，同时具备部分模具的自主设计和制造能力，而格拉默是直接向巴斯夫采购配好的组合料，注塑模具和发泡模具也主要是外购，且国内外注塑模具价格差异较大。2) 此前格拉默由管理层控制，没有实控人来推动业绩诉求：格拉默被继峰收购前由于没有实控人一直由管理层主导，并且管理层都是职业经理人，没有股权激励，管理层业绩诉求不高。3) 组织臃肿，运营效率低、成本高：被收购前格拉默整体组织臃肿、机制僵化，多家工厂运营效率低下、管理成本较高。

继峰收购格拉默之后，以下三大方面发生积极变化，可以有效降低格拉默生产成本及费用和提高格拉默的管理运营效率：

- 1、控股股东以及管理层：**由管理层控制转变为单一大股东控制的以利润为导向的企业；组织架构扁平化，落实激励机制，提升管理运营效率。
- 2、生产制造：**整合双方全球采购系统增强规模效益；继峰向格拉默共享泡沫配方以及模具生产经验，降低格拉默外采成本。
- 3、裁员及缩减工厂：**精简组织，提升管理效率；整合双方产能以及关闭落后产能，提升盈利水平和运营效率。

格拉默国产化：格拉默在商用车座椅领域一直具有较强竞争力，多年来其产品的质量、性能等一直处于行业领先地位。作为商用车座椅系统的行业标准的制定者，格拉默沉淀了多年研发、创新能力，能满足客户及终端消费者对产品舒适性、安全性及人体工程学方面的需求。但是被收购前由于格拉默所有的权限都在欧洲，管理层没有动力也没有资源来推进中国业务，导致格拉默商用车座椅国产化进程不及预期，并购格拉默后继峰可以帮助格拉默争取国内商用车主机厂的客户资源，如继峰现在帮助格拉默对接一汽、沃尔沃等商用车项目，未来格拉默有望逐步展开与解放、东风、重汽、红岩汽车等国内大型商用车生产厂商的合作，提升其在中国商用车座椅领域的市场份额。

中长期，看好公司产品品类持续拓展，打开更大的成长空间。并购格拉默之前，继峰原有产品单车配套价值合计在 450-500 元左右。2019 年因并购格拉默，新增商用车座椅、中控系统和功能塑料等其他内饰件业务，新增商用车座椅、中控系统和功能塑料等其他内饰件业务，新产品中商用车座椅、中控系统这两个产品单车配套价值分别为 3000 元、几百元，二者合计是公司原有产品的 8 倍左右，另外公司借助格拉默技术在不断开拓新产品新业务，如乘用车隐藏式电动出风口（单价 600+）、智能家居式座舱等（单价上万），有望打开更大的成长空间。

投资建议：2020 年由于疫情和整合对格拉默利润负面冲击严重，从 21Q1 业绩来看格拉默经营拐点或已显现，整合效应逐步释放，中短期公司受益格拉默利润释放，中长期看好公司产品品类不断开拓一举成为全球汽车内饰和商用车座椅龙头，保守预计 2021-2023 年公司收入依次为 164.9、189.6、218.5 亿元，同比增速依次为 4.8%、15.0%、15.2%，归母净利润依次为 4.5、7.7、10.2 亿元，同比增速分别为 273.8%、72.5%、32.2%，对应 PE 依次为 19.3 倍、11.2 倍、8.5 倍，维持“增持”评级。

8. 风险提示

海外疫情反复、芯片短缺持续、整合格拉默不及预期、格拉默国产化不及预期、原材料涨价持续

附：盈利预测表

利润表						主要财务指标					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	18001.26	15732.75	16487.92	18957.81	21845.09	成长能力					
营业成本	15196.94	13598.36	13849.85	15566.26	17781.90	营业收入增长	736.7%	-12.6%	4.8%	15.0%	15.2%
营业费用	392.44	381.21	329.76	360.20	393.21	营业成本增长	956.8%	-10.5%	1.8%	12.4%	14.2%
管理费用	1370.43	1281.91	1203.62	1364.96	1551.00	营业利润增长	36.4%	-163.7%	283.3%	77.7%	36.0%
研发费用	268.70	255.60	247.32	284.37	327.68	利润总额增长	41.1%	-162.9%	280.4%	77.5%	36.0%
财务费用	233.34	351.34	208.29	243.34	253.67	归母净利润增长	-1.6%	-186.7%	273.8%	72.5%	32.2%
其他收益	28.43	16.76	17.46	19.14	20.45	获利能力					
投资净收益	0.78	2.57	2.03	1.22	1.65	毛利率(%)	15.6%	13.6%	16.0%	17.9%	18.6%
营业利润	520.37	-331.37	607.40	1079.17	1467.50	销售净利率(%)	2.0%	-2.2%	3.1%	4.8%	5.7%
营业外收支	16.40	-6.41	1.96	2.71	3.67	ROE(%)	7.4%	-7.5%	10.0%	15.7%	18.1%
利润总额	536.77	-337.78	609.36	1081.88	1471.16	ROIC(%)	6.1%	-0.2%	7.2%	10.8%	13.3%
所得税	175.12	2.70	99.32	176.08	236.85	营运效率					
少数股东损益	63.96	-82.25	61.23	131.52	210.97	销售费用/营业收入	2.2%	2.4%	2.0%	1.9%	1.8%
归母净利润	297.70	-258.23	448.80	774.28	1023.34	管理费用/营业收入	7.6%	8.1%	7.3%	7.2%	7.1%
						研发费用/营业收入	1.5%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
						财务费用/营业收入	1.3%	2.2%	1.3%	1.3%	1.2%
						投资收益/营业利润	0.1%	-0.8%	0.3%	0.1%	0.1%
						所得税/利润总额	32.6%	-0.8%	16.3%	16.3%	16.1%
						应收账款周转率	11.88	5.99	5.50	5.70	5.80
						存货周转率	13.30	8.01	8.50	8.50	8.50
						流动资产周转率	4.01	2.27	2.28	2.29	2.34
						总资产周转率	1.79	0.90	0.92	0.98	1.04
						偿债能力					
						资产负债率(%)	72.0%	73.6%	72.4%	71.0%	68.6%
						流动比率	1.02	0.97	0.95	0.92	0.92
						速动比率	0.63	0.65	0.65	0.64	0.64
						每股指标(元)					
						EPS	0.28	-0.24	0.42	0.73	0.96
						每股净资产	4.27	4.03	4.45	4.97	5.76
						每股经营现金流	0.75	0.68	1.06	1.38	1.79
						每股经营现金/EPS	2.70	-2.80	2.52	1.90	1.87
						估值比率					
						P/E	29.12	-33.57	19.32	11.20	8.47
						PEG	2.25	0.16	1.11	0.31	-0.03
						P/B	1.91	2.02	1.83	1.63	1.41
						EV/EBITDA	10.38	23.46	11.42	8.18	6.51
						EV/SALES	0.83	0.98	0.92	0.81	0.71
						EV/IC	1.20	1.26	1.17	1.10	1.03
						ROIC/WACC	0.85	-0.02	1.00	1.48	1.79
						REP	1.42	-55.67	1.17	0.75	0.57

资产负债表					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	7176.21	6699.54	7780.02	8751.35	9914.40
货币资金	2051.13	1503.36	2143.43	2464.52	2839.86
应收票据及应收账款合计	2349.68	2899.69	3095.92	3555.94	3976.85
其他应收款	42.54	51.39	47.05	66.14	64.29
存货	1891.43	1503.68	1755.11	1907.54	2276.43
非流动资产	10389.32	10626.29	10761.30	11301.18	11925.84
固定资产	3361.86	3810.63	3680.88	3903.97	4165.89
资产总计	17565.53	17325.82	18541.32	20052.53	21840.25
流动负债	7038.60	6897.58	8182.20	9525.77	10808.51
短期借款	2471.52	2476.09	3161.85	4073.40	4758.98
应付账款	2772.39	2455.47	2869.07	3115.34	3720.87
非流动负债	5607.80	5861.13	5236.41	4709.47	4169.50
长期借款	2907.26	3295.73	2671.01	2144.07	1604.10
负债合计	12646.40	12758.71	13418.60	14235.24	14978.01
股东权益	4919.13	4567.11	5077.15	5771.72	6816.67
股本	1023.60	1021.25	1066.82	1066.82	1066.82
留存收益	965.45	561.82	823.21	1313.43	2043.53
少数股东权益	393.41	297.67	358.90	490.42	701.39
负债和股东权益	17565.53	17325.82	18541.32	20052.53	21840.25

现金流量表					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1169.46	809.93	1129.38	1474.07	1912.43
其中营运资本减少	-766.35	168.12	-98.79	-253.42	-231.30
投资活动现金流	-1501.21	-771.80	-644.86	-1118.24	-1280.41
资本支出	1006.86	726.06	131.16	536.61	621.10
筹资活动现金流	36.19	-644.21	-530.20	-946.30	-942.25
现金净增加额	-319.30	-560.42	-45.68	-590.46	-310.24

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>