



中信证券研究部



李景涛
汽车及零部件联席
首席分析师
S1010520120003



尹欣驰
首席汽车及零部件
分析师
S1010519040002



李子俊
汽车及零部件分析
师
S1010521080002



联系人：王诗宸

继峰股份	603997
评级	买入 (维持)
当前价	10.13 元
目标价	16.00 元
总股本	1,099 百万股
流通股本	860 百万股
总市值	111 亿元
近三月日均成交额	100 百万元
52 周最高/最低价	10.73/7.01 元
近 1 月绝对涨幅	3.18%
近 6 月绝对涨幅	20.68%
近 12 月绝对涨幅	37.40%

核心观点

公司是全球汽车座椅头枕龙头供应商，客户遍及全球主流整车品牌。基于座椅技术积累和优质的客户基础，公司进军乘用车座椅领域，并公告获得某造车新势力品牌的座椅订单。当前全球汽车座椅头枕、扶手配件市场空间约为 600 亿元左右，乘用车座椅市场空间约为 3000 亿元，公司成长空间完全打开。此外，公司商用车新产品居家式座舱研发稳步推进，已完成试装并发往客户进行验证，有望进一步拓展配套能力，预计单车配套价值提升至 8000 元以上。公司子公司格拉默发布 Q3 业绩预告，因汽车缺芯、原材料涨价，业绩承压，我们下调公司 2021 年 EPS 预测至 0.21 元（原预测为 0.42 元）；保持 2022 年 EPS 预测 0.58 元；考虑乘用车座椅订单带来的业绩贡献，上调 2023 年 EPS 预测至 0.77 元（原预测为 0.72 元）。考虑公司新品全面开拓，经营不断向上，给予 2022 年 25 倍 PE 的估值，维持 16 元目标价，维持“买入”评级。

■ 公司是汽车内饰+商用座椅龙头，进军乘用车座椅市场。公司传统主营业务包括汽车头枕、扶手等，2019 年并购德国格拉默集团，成为全球头枕、扶手、中控系统及商用车座椅等细分领域领先供应商。根据公司 10 月 10 日晚公告，公司已获得某造车新势力品牌的座椅订单，全面打开成长空间。乘用车座椅市场规模庞大，我们预计 2023/2025 年全球规模约为 3582/3802 亿元，国内规模约为 829/880 亿元；行业格局较为集中，2019 年全球 CR5 为 84%，行业进入壁垒高。近年来，行业全球龙头经营压力显现，安道拓近 5 年仅一年盈利，2020 年净利润-37 亿，国内优质供应商均有产品替代的机会。

■ 乘用车：布局智能座舱，加速新品落地。伴随自动驾驶技术提高，智能座舱最终将发展为集娱乐、社交、出行、办公等为一体的智能移动空间。汽车座椅、内饰等将是未来智能移动空间的重要构成部分。公司基于此在 2021 年 4 月率先提出“PURE”概念，明确打造优质智能空间的战略，行业领先。围绕此战略，公司积极研发智能化内饰产品，推出隐藏式新型电动出风口以及音响头枕、睡眠头枕等新型智能化头枕，客户涵盖多家全球主流整车厂商。此外，公司引入合肥市政府国资战投，在肥东县建立格拉默中国区控股总部和研发基地，政企合作加快公司智能座舱产能落地。

■ 商用车：合资加快份额提升，座舱价值有望升级。2016 年，格拉默既通过成立合资公司的方式深度配套陕汽。2021 年 4 月 13 日，格拉默与一汽解放签署合资协议，获得了一汽集团大量订单支持。合资企业成立有望提升公司在中国区重卡座椅领域的市占率，加速确立领先地位。在我国重卡市场中，一汽及陕汽合计市占率为 30%-40%，公司有望通过深度配套核心客户，拉动业绩持续增长。作为商用车座椅标杆，格拉默技术储备雄厚，2020 年已有及在审专利数合计 1650 项，设计的智能化座椅掌握人机交互等智能化核心技术，已投入国内多款中/重卡以及采棉机等工程机械中使用。同时，顺应国内重卡家居化发展趋势，公司稳步推进商用车居家式座舱研发生产，已完成试装并发往客户进行验证，有望进一步拓展配套能力，预计单车配套价值提升至 8000 元以上。

■ 风险因素：汽车行业缺芯持续；上游原材料价格高企；汽车行业销量下行；新产品研发推广不及预期；海外业务经营改善不及预期。

■ 投资建议：公司是全球汽车内饰和商用车座椅龙头，公告进军乘用车座椅领域，成长空间全面打开；提前布局智能移动空间，加速隐藏式新型电动出风口、智能化头枕等新产品落地；合资国内重卡巨头实现商用车座椅份额增长，新产品居家式座舱带动单车配套价值显著提升，后续成长可期。公司子公司格拉默发布 Q3 业绩预告，因汽车缺芯、原材料涨价，业绩承压，我们下调公司 2021 年 EPS 预测至 0.21 元（原预测为 0.42 元）；维持 2022 年 EPS 预测 0.58 元；考

考虑乘用车座椅订单带来的业绩贡献，上调 2023 年 EPS 预测至 0.77 元（原预测为 0.72 元）。考虑公司新品全面开拓，经营不断向上，给予 2022 年 25 倍 PE 的估值，维持 16 元目标价，维持“买入”评级。

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18,001.26	15,732.75	16,374.06	18,003.19	20,032.28
营业收入增长率 YoY	737%	-13%	4%	10%	11%
净利润(百万元)	297.70	-258.23	221.28	631.78	820.90
净利润增长率 YoY	-2%	-187%	N/A	186%	30%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.27	-0.24	0.20	0.58	0.75
毛利率	16%	14%	16%	17%	18%
净资产收益率 ROE	6.58%	-6.05%	4.93%	12.58%	14.65%
每股净资产 (元)	4.12	3.89	4.09	4.57	5.10
PE	37.5	-42.2	50.7	17.5	13.5
PB	2.5	2.6	2.5	2.2	2.0
PS	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	12.9	27.7	15.6	9.9	8.2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 10 月 8 日收盘价

目录

汽车内饰+商用座椅龙头，进军乘用车座椅市场	1
公司是全球乘用车座椅配件、商用车座椅龙头供应商.....	1
进军乘用车座椅行业，打开成长空间.....	2
乘用车业务：布局智能座舱，加速新品落地	5
智能座舱市场规模提升，发展趋向智能移动空间.....	5
全球研发能力稀缺，智能座舱新品落地.....	6
商用车业务：合资加快份额提升，座舱价值有望升级	8
格拉默加快拓展中国市场，未来料将贡献业绩增量.....	8
商用车座舱升级，推动配套价值提升.....	9
风险因素	12
投资建议	12

插图目录

图 1: 格拉默乘用车业务产品竞争厂商及市占率情况	1
图 2: 格拉默商用车座椅竞争厂商及市占率排名	2
图 3: 获得乘用车座椅项目定点的公告	2
图 3: 公司商用车座椅产品	3
图 4: 公司头枕产品	3
图 5: 将公司列为一级供应商的主要客户	3
图 6: 2019 年全球乘用车座椅行业格局	4
图 7: 乘用车座椅行业主要公司净利率对比	5
图 8: 小鹏 P7 的智能座舱	5
图 9: 蔚来 ES8 的智能座舱	5
图 10: 智能移动空间概念图	6
图 11: 智能移动空间概念图	6
图 12: 格拉默在上海车展	6
图 13: “PURE”滑动中控台	6
图 14: 智能化隐藏式出风口	7
图 15: 公司电动出风口主要客户	7
图 16: 智能化音响头枕	7
图 17: 公司智能头枕主要客户	7
图 18: 格拉默肥东县中国总部项目签约仪式	8
图 19: 肥东经济开发区	8
图 21: 格拉默与一汽解放签约仪式	8
图 22: 一汽&陕汽重卡销量及市场份额 (单位: 万辆)	9
图 23: 格拉默智能座椅产品	9
图 24: Roadtiger 及其高端功能	10
图 25: 格拉默专利数量情况 (单位: 件)	10
图 26: 一汽解放 J7	11
图 27: 一汽解放 J7 智能座椅	11
图 28: 4MZ-6 型智能六行采棉机	11
图 29: 采棉机智能座椅	11
图 30: 彼得比尔特 579 旗舰车型驾驶室示意图	12

表格目录

表 1: 乘用车座椅市场空间测算	4
表 2: 继峰股份盈利预测	13

■ 汽车内饰+商用座椅龙头，进军乘用车座椅市场

公司是全球乘用车座椅配件、商用车座椅龙头供应商

公司乘用车座椅配件业务国内领先，并购格拉默成为全球龙头。公司传统主营业务包括汽车头枕、扶手等汽车座椅配件。根据我们测算，在收购格拉默之前，公司头枕和扶手业务在国内市占率约为 20%和 10%，处于国内领先地位。2019 年公司收购德国内饰供应商格拉默，进一步拓展内饰、座椅业务。格拉默长期深耕乘用车内饰领域，配套全球主流汽车品牌，产品技术领先，在全球各大市场均占有一席之地。其头枕市占率位居欧洲第一、美国第二和中国第三；中控系统和扶手的市占率在亚洲位列第三，在美国和中国市场市占率第五；内部组件产品市占率位居欧洲第一，是全球乘用车内饰领域重要参与者。通过并购格拉默，公司一举成为乘用车座椅配件全球龙头。

图 1：格拉默乘用车业务产品竞争厂商及市占率情况



资料来源：格拉默官网

格拉默是全球商用车和非道路机械座椅市场龙头。格拉默在商用车和非道路机械座椅领域也具备丰富的产品体系，且各个细分产品线均全球领先：卡车和拖车座椅在欧洲市场市占率第一，美国第三，中国第五；农业和工程机械座椅在欧洲市场、美国市场排名第一，在中国排名第二；物料机械座椅欧洲市场排名第一、美国和中国市场排名第三。

图 2：格拉默商用车座椅竞争厂商及市占率排名



资料来源：格拉默官网

进军乘用车座椅行业，打开成长空间

获得首个乘用车品牌座椅项目定点，进军乘用车座椅行业。2021 年 10 月 10 日公司发布公告，近期收到某造车新势力品牌主机厂的《定点通知函》，将为客户开发、配套新能源汽车座椅产品。项目计划从 2023 年 1 月 10 日开始。这是公司 2021 年中报宣布筹划进军乘用车座椅市场以来，获得的首个乘用车座椅项目定点，标志着公司乘用车座椅业务实现从 0 到 1 的突破，进军乘用车座椅行业进展顺利。

图 3：获得乘用车座椅项目定点的公告

宁波继峰汽车零部件股份有限公司 关于获得乘用车座椅项目定点的公告

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

重要内容提示：

- 宁波继峰汽车零部件股份有限公司（以下简称“公司”）于近期收到客户的《定点通知函》，公司成为某造车新势力品牌主机厂（限于保密协议，无法披露其名称，以下简称“客户”）的座椅供应商，将为客户开发、配套新能源汽车座椅产品。
- 本次项目计划从 2023 年 1 月 10 日开始，预计不会对公司本年度业绩产生重大影响。

资料来源：公司公告

公司开拓乘用车座椅市场具备成本、客户和技术三重优势。一方面，公司乘用车座椅头枕、扶手配套规模全球领先，覆盖宝马、戴姆勒、上汽等全球主流客户，且具备一定的成本优势。2020 年 3 月公司与格拉默签订联合采购协议，将在模具、支杆、泡沫发泡料

等生产资料和物料上的优势赋能格拉默，同时提高双方的成本控制能力。另一方面，格拉默在商用车座椅领域的深厚沉淀赋予公司强劲的乘用车座椅研发生产能力，并为公司承接全球平台项目创造机遇。客户与技术双重加持，为公司进军乘用车座椅行业保驾护航。

图 4：公司商用车座椅产品



资料来源：继峰股份官网

图 5：公司头枕产品



资料来源：继峰股份官网

整车厂直接采购座椅扶手，进军座椅对其影响较小。作为一汽大众 A 级供应商以及华晨宝马、神龙汽车、东风雷诺、东风本田、长安福特、广汽菲亚特、北京奔驰等整车厂的一级供应商，公司乘用车座椅头枕、头枕支杆及座椅扶手等产品大多由整车厂客户直接招标采购，该配套模式由整车厂向座椅总成供应商指定公司作为其头枕及扶手供应商，不受座椅厂招标制约。因此公司进军乘用车座椅行业，受到其他座椅生产商干扰甚至丢掉部分传统产品订单的可能性较小。此外，公司能够通过整合座椅业务与座椅零部件业务获得协同效应，经营效率和单车价值量均将获得提升。

图 6：将公司列为一级供应商的主要客户



资料来源：公司年报，中信证券研究部

全球乘用车座椅市场广阔，预计 2023/2025 年达到 3582/3802 亿元。乘用车座椅单

车价值量高，整车 BOM 成本占比约为 5%。2020 年，全球汽车座椅单车价值量约为 5000 元，国内汽车座椅单车价值量约为 3500 元，我们假设汽车座椅单车价值量均以每年 1% 的幅度增长。据此测算，2023 年，全球乘用车座椅市场规模望达 3582 亿元，2025 年，全球座椅市场规模将望达到 3802 亿元，5 年 CAGR 为 5.0%。2023 年，国内汽车座椅市场规模望达 829 亿元，2025 年，全国座椅市场规模将望达到 880 亿元，5 年 CAGR 为 4.6%。

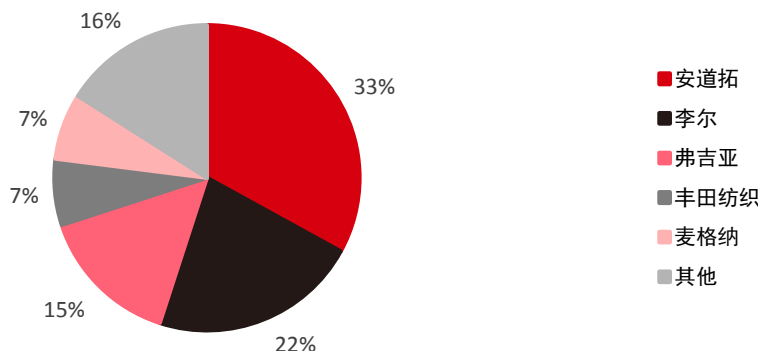
表 1：乘用车座椅市场空间测算

	2019	2020	2023E	2025E
全球乘用车产量（单位：万辆）	7021	5968	6954	7235
YoY	-0.5%	-15%	2%	2%
国内乘用车产量（单位：万辆）	2184	2009	2300	2393
YoY	-7.0%	-8%	2%	2%
全球乘用车座椅单车价值量（元）	5000	5000	5152	5255
YoY			1%	1%
国内乘用车座椅单车价值量（元）	3500	3500	3606	3679
YoY			1%	1%
全球乘用车座椅市场规模（亿元）	3511	2984	3582	3802
国内乘用车座椅市场规模（亿元）	764	703	829	880

资料来源：中汽协，Wind，中信证券研究部预测

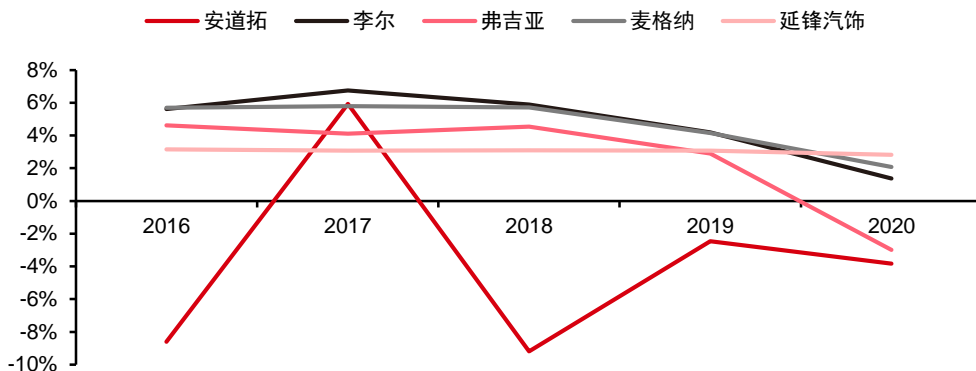
乘用车座椅行业格局集中，外资品牌占主导地位。汽车座椅结构复杂，对公司设计、组装和供应链管理的要求较高，因此行业壁垒也高。全球第一大汽车座椅生产商安道拓市占率为 33%，行业 CR5 为 84%。目前乘用车座椅市场一级供应商主要为安道拓和李尔等外资、合资企业，其中国内超过一半的市场份额被延锋江森、江森自控、李尔中国等合资企业所占据，而国内企业多活跃在二级配套市场。行业高度集中进一步印证了较高的进入壁垒，但同时行业国际龙头普遍面临经营问题，以安道拓为例，近五年中仅一年实现盈利，2020 年盈利-37 亿。持续的经营困境严重抑制了公司的产品换代以及客户拓展，为公司等自主品牌的全局替代提供条件。

图 7：2019 年全球乘用车座椅行业格局



资料来源：各公司年报，中信证券研究部

图 8：乘用车座椅行业主要公司净利率对比



资料来源：各公司年报，中信证券研究部

乘用车业务：布局智能座舱，加速新品落地

智能座舱市场规模提升，发展趋向智能移动空间

智能座舱未来最终趋势是智能移动空间。随着汽车智能化的不断发展，自动驾驶保障人们安全出行，智能座舱则保障乘客有着舒服的驾驶体验。相对于自动驾驶，智能座舱由于技术实现难度相对较低，而成果最易被消费者感知，主机厂对于座舱的重视程度也与日俱增，座舱产品和功能不断丰富，确保乘客乘坐与驾驶体验并重。智能座舱逐步满足用户包含安全、舒适、社交、认同、个性化不同层次的需求。特别是在高级别自动驾驶的背景下，未来的座舱将摆脱单一的驾驶场景，进而成为集娱乐、社交、出行、办公等为一体的综合空间，与之配套的座舱内饰也将迎来产品升级和技术更新迭代。

图 9：小鹏 P7 的智能座舱



资料来源：汽车之家

图 10：蔚来 ES8 的智能座舱



资料来源：汽车之家

汽车座椅、内饰等依然是未来智能移动空间的重要组成部分。在智能移动空间的概念下，汽车的驾驶行为将主要由智能系统完成，乘客可以在汽车行驶时进行娱乐、社交、办公等活动。因此，其对汽车座椅、中控台以及其他内饰件在移动、延展、变形等方面的功能提出了新的要求，以实现对车内空间的充分利用，方便各类活动的进行。而由于乘客对旅途舒适性、车内温度等的需求是持续的，因此在未来智能移动空间中，汽车座椅以及出

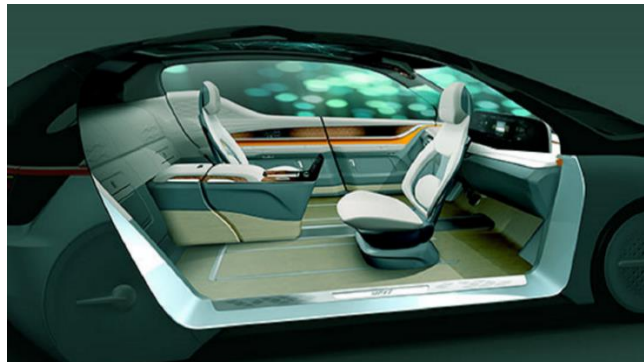
风口等内饰件将长期作为重要部分而存在。

图 11: 智能移动空间概念图



资料来源: 零跑汽车

图 12: 智能移动空间概念图



资料来源: 延锋汽车

全球研发能力稀缺，智能座舱新品落地

公司率先提出“PURE”概念，明确打造优质智能空间的战略布局。2021年4月21日，格拉默在上海车展提出“PURE”概念，指出未来汽车内饰将根据用户需求的不同而变换场景，公司将深耕可持续性、功能扩展、豪华舒适和居家空间四大创新领域，进行可滑动中后台、音乐头枕和高端卡车座椅等产品的创新研发，致力创造良好的客户空间体验。

“PURE”概念的提出表明公司紧贴智能座舱发展趋势，率先进行相关战略部署与产品布局，在汽车内饰智能化浪潮中处于领先地位。

图 13: 格拉默在上海车展



资料来源: 车讯网

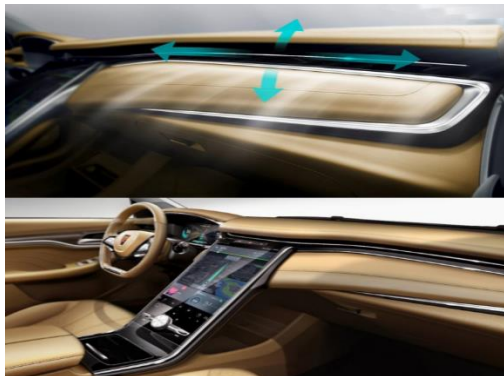
图 14: “PURE”滑动中控台



资料来源: 车讯网

研发新型电动出风口，获得多家客户认可。2021年，公司推出隐藏式新型电动出风口产品，适用于传统燃油车和新能源汽车，能够实现触摸控制、语音控制、自动扫风等功能。同时，公司也完成了电动出风口产品相关专利的申请，并进一步对内部管理进行了完善，计划于2021年8月量产。客户方面，公司新型隐藏式电动出风口产品先后获得了长城、吉利领克、上汽等自主品牌，小鹏、理想、蔚来等造车新势力和一汽奥迪等合资品牌客户的定点，并与奥迪、宝马、保时捷等高端厂商建立了稳定的合作关系。

图 15: 智能化隐藏式出风口



资料来源: 买车网, 中信证券研究部

图 16: 公司电动出风口主要客户



资料来源: 公司官网, 中信证券研究部

智能化头枕满足不同客户的多样化需求。公司作为乘用车内饰、座椅领域的龙头, 不断研发出音响头枕、睡眠头枕等新型智能化头枕。其中, 音响头枕是由公司与音频专家哈曼合作开发的一款产品, 其能够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, 从而改善乘客对音频服务的体验; 该产品也同时具备听音乐、通讯私密性的功能。睡眠头枕则由公司自主研发, 旨在改善客户乘车体验与舒适度。上述新型头枕的研发主要依赖于公司拥有多个处于国际领先水平的头枕测试实验室, 其中多数检测项目已经取得了德国宝马、德国大众、德国奥迪、吉利汽车、一汽丰田、神龙汽车的实验检测资质, 并获得了国家认可委的 CNAS 实验检测资质认可。此外, 公司头枕所对应的客户同样涵盖了戴姆勒、捷豹、路虎等全球主流整车厂商。

图 17: 智能化音响头枕



资料来源: 汽车之家, 中信证券研究部

图 18: 公司智能头枕主要客户



资料来源: 公司官网, 中信证券研究部

公司与合肥政府合作, 加速智能座舱产能落地。7月14日, 由公司持股42.9%、合肥国资控股的合肥继峰智能座舱部件产业基金合伙企业向公司全资子公司宁波继焯增资6.85亿元, 增资后该合伙企业将持有宁波继焯14.3%股权。合肥政府战略眼光优良, 曾投资京东方、蔚来汽车、威马、国轩高科等优质公司, 其此次投资表明看好公司未来发展。此外, 合肥市肥东县格拉默中国区控股总部和研发基地已顺利签约, 基地建成后将用于智能座舱的生产研发, 为公司智能化发展赋能, 加快公司智能座舱产能落地。

图 19: 格拉默肥东县中国总部项目签约仪式



资料来源: 合肥晚报

图 20: 肥东经济开发区



资料来源: 合肥市人民政府公众号

■ 商用车业务: 合资加快份额提升, 座舱价值有望升级

格拉默加快拓展中国市场, 未来料将贡献业绩增量

格拉默与一汽解放签署合资协议, 深度布局国内市场。2021 年 4 月 13 日, 控股子公司格拉默与一汽集团合资签约仪式在哈经开区、平房区举行。该项目总投资 9568 万元, 格拉默持有合资公司 60% 的股权, 合资公司获得一汽解放大量订单支持。合资公司选择格拉默 90.6 系列座椅作为主打产品, 为卡车厂 J6P 和 J7 系列产品配套。此外, 随着产品的升级换代以及格拉默国产化计划的持续推进, 合资公司后续有望深度配套一汽解放其他系列产品, 同时不断向外进行客户拓展。

图 21: 格拉默与一汽解放签约仪式

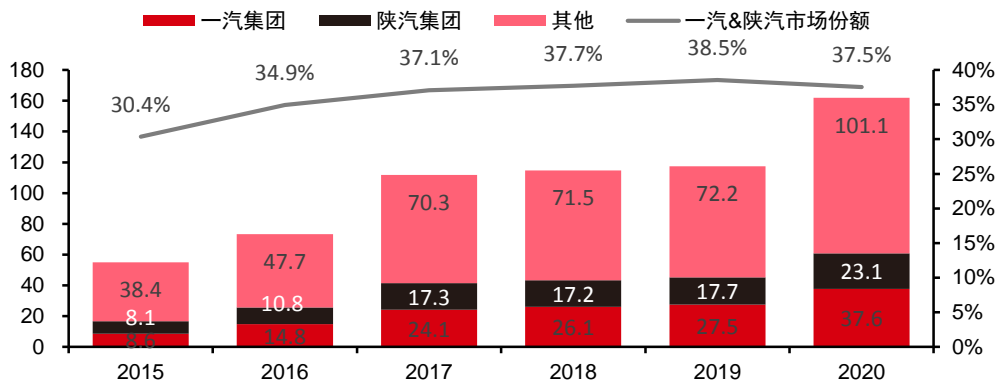


资料来源: 东北网

通过建立合资企业的方式, 推动格拉默业绩持续增长。早在与一汽解放合作之前, 格拉默便通过建立合资公司的方式与陕汽集团合作, 合资公司于 2017 年开业, 位于陕西富平高新区, 年产能约为 20 万套。一汽和陕汽集团分别是中国第一和第四大重卡制造商, 2020 年实现年销量 37.6 万辆、23.1 万辆, 合计市场份额自 2018 年以来基本保持在 38% 的水平。公司通过合资公司的形式, 为一汽集团和陕汽集团的众多卡车平台上提供高质量

的座椅，有望提升在中国区重卡座椅领域的市占率，加速确立领先地位并加大对新车型和新生产基地的投资。同时，合资企业通过配套一汽和陕汽积累的经验，积极拓展其他客户，不断拓宽客户覆盖范围，目前已与北汽福田等其他头部重卡生产商建立起合作关系。随着客户协同持续推进，集团公司层面整合逐步完成，料将在未来推动格拉默业绩持续增长。

图 22：一汽&陕汽重卡销量及市场份额（单位：万辆）



资料来源：中汽协，中信证券研究部

商用车座舱升级，推动配套价值提升

公司是商用车座椅标杆企业，产品技术全球领先。商用车座椅系统方面，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，产品技术全球领先，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，主打中高端市场，是商用车座椅行业的标杆企业。

图 23：格拉默智能座椅产品



资料来源：公司官网，中信证券研究部

智能座椅产品丰富，Roadtiger 荣获红点设计大奖。格拉默作为世界范围内商用车和工程机械座椅领域的龙头供应商，目前已有多款智能化座椅问世，涵盖卡车、叉车、公交、农业/工程机械等多个细分领域，产品谱系完善。其中公司倾力打造的 Roadtiger 智能座椅在设计、人体工程、舒适度和安全性方面都有不俗表现，并具备自动温控系统、气动肩部调节等高端功能，摘得 2019 年红点设计大奖桂冠。

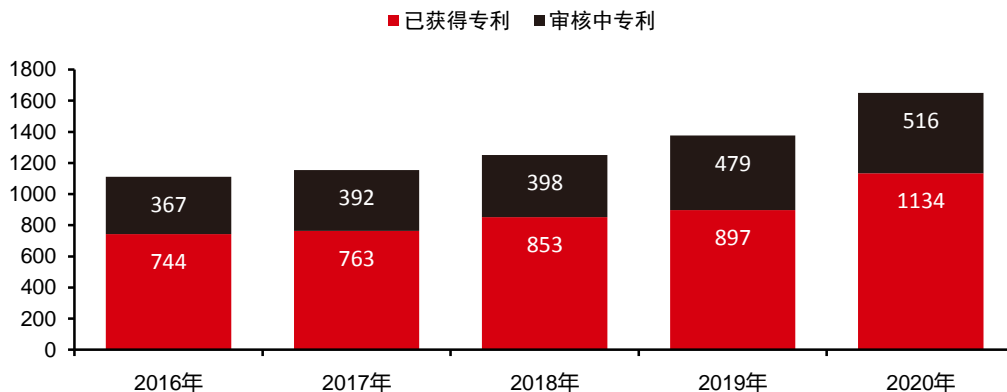
图 24：Roadtiger 及其高端功能



资料来源：格拉默官网，中信证券研究部

商用车产品研发积淀深厚，专利储备丰厚。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。其智能化座椅产品大都采用了悬浮减震设计，而且在座椅扶手上融合了智能化的人机交互功能，方便驾驶员操控座舱功能。格拉默专利数量同样表现优异，截至 2020 年年底，格拉默审核中专利及获得专利共 1650 项，其中已获得专利 1134 件，审核中专利 516 件。

图 25：格拉默专利数量情况（单位：件）



资料来源：格拉默年报，中信证券研究部

产品配套国内多款中/重卡车型，市场不断开拓。目前格拉默座椅已经搭载于一汽解放 J7、J6P，青岛解放 JH6，陕汽德龙 X5000、M3000S 等多款国产热门重卡之上。其中一汽解放 J7 定位“中国重卡走向世界一流的里程碑式作品”，拥有众多高端科技，与格拉默智能化座椅相得益彰。除一汽、陕汽外，格拉默近年来积极开拓新客户，北汽福田全新一代重卡欧曼银河和中卡“皇宫版”大黄蜂均采用了格拉默高端智能座椅，国内市场份额稳步提升。根据公司公告，格拉默中国重卡市场市占率从2019年的4.1%提升至2020年6.1%。

图 26：一汽解放 J7



资料来源：一汽解放官网

图 27：一汽解放 J7 智能座椅



资料来源：搜狐汽车

格拉默智能座椅助力新疆农业现代化。格拉默所设计的农机、工程机械和物料搬运机械研发的系列座椅，部分已应用于中国采棉机中，为新疆棉花采摘机械化事业贡献了力量。2019 年，格拉默为铁建重工 4MZ-6 型智能六行采棉机完成首次批量交付，为其提供座椅、电控多功能扶手及显示器等，其集成化紧凑型的全悬浮减震结构、宽大舒适的背部支撑靠垫增强了机械的安全性和可靠性，电控多功能扶手和显示器大幅增加了机器的智能化，人机界面的设计增加了操作的舒适性，与整机的电控系统匹配，大大提高了机器的作业效率。格拉默正凭借其领先的技术实力和产品优势，助力加快中国农业现代化进程。

图 28：4MZ-6 型智能六行采棉机



资料来源：继峰股份投资者关系微信公众号

图 29：采棉机智能座椅



资料来源：继峰股份投资者关系微信公众号

国内重卡座舱亟待升级，居家座舱是发力重点。目前我国长途货车大都通过两名司机轮流驾驶、“人休车不休”的方式实现 24 小时通行，非驾驶状态的司机需要足够的车内空间睡眠休息，以便恢复精力；此外，完成送货任务的货车经常需要就地等待较长时间以获得返程订单，具备居家功能的座舱可以为司机提供休息的场所，避免高昂的旅店费用支出。因此，居家功能是国内重卡亟待升级的“刚需”。受制于成本等原因，居家式重卡尚未在国内普及，但在国外已取得良好发展，以美国重卡品牌彼得比尔特为例，该品牌 579 旗舰车型主驾驶座后方设有微波炉、饮水机、挂衣柜等物品，此外还配备了上下两席床铺，可满足多人生活需求。紧随重卡家居化趋势，公司从 2020 年下半年开始积极研发具有高性价比的重卡智能家居式座舱，目前部分客户的样车已经完成试装，发往客户进行后续验证。随着居家式座舱的普及，未来公司单车配套价值有望提升至 8000 元以上。

图 30：彼得比尔特 579 旗舰车型驾驶舱示意图



资料来源：彼得比尔特官网

■ 风险因素

- 1) 汽车行业缺芯持续；
- 2) 上游原材料价格高企；
- 3) 汽车行业销量下行；
- 4) 新产品研发推广不及预期；
- 5) 海外业务经营改善不及预期。

■ 投资建议

公告进军乘用车座椅市场，成长空间全面打开。公司传统主营业务包括汽车头枕、扶手等，2019 年并购德国格拉默集团，成为全球头枕、扶手、中控系统及商用车座椅细分领域龙头。根据公司 10 月 10 日晚公告，公司已获得某造车新势力品牌的座椅订单，全面打

开成长空间。乘用车座椅市场规模庞大，我们预计 2023/2025 年全球规模约为 3582/3802 亿元，国内规模约为 829/880 亿元；行业格局较为集中，2019 年全球 CR5 为 84%，行业进入壁垒高。近年来，行业全球龙头经营压力显现，安道拓近 5 年仅一年盈利，2020 年净利润-37 亿，国内优质供应商均有产品替代的机会。

传统业务持续推进，合资提升市场份额。乘用车领域，格拉默在上海车展提出“PURE”概念，指出未来汽车内饰将根据用户需求的不同而变换场景，发力智能化内饰，目前已经推出了智能音乐头枕、隐藏出风口等产品，并与合肥政府达成合作，加快公司智能座舱产能落地。商用车领域，通过与陕汽、一汽进行合资，提升在中国区重卡座椅领域的市占率，加速确立领先地位并加大对新车型和新生产基地的投资。同时，公司把握重卡家居化趋势，大力推动重卡家居座舱的研发生产，目前已完成试装并发往客户进行验证，有望进一步拓展配套能力，预计单车配套价值提升至 8000 元以上。

公司是全球汽车内饰和商用车座椅龙头，公告进军乘用车座椅领域，成长空间全面打开；提前布局智能移动空间，加速隐藏式新型电动出风口、智能化头枕等新产品落地；合资国内重卡巨头实现商用车座椅份额增长，新产品居家式座舱带动单车配套价值显著提升，后续成长可期。公司子公司格拉默发布 Q3 业绩预告，因汽车缺芯、原材料涨价，业绩承压，据此我们下调公司 2021 年 EPS 预测至 0.21 元（原为 0.42 元）。展望未来，我们认为公司整合持续推进，国内客户协同进展顺利，且行业缺芯、原材料价格上涨等不利因素影响将边际递减，公司业绩有望迎来反弹。保持 2022 年 EPS 预测 0.58 元；考虑乘用车座椅订单带来的业绩贡献，上调 2023 年 EPS 预测至 0.77 元（原预测为 0.72 元）。考虑公司新品全面开拓，经营不断向上，给予 2022 年 25 倍 PE 的估值，维持 16 元目标价，维持“买入”评级。

表 2：继峰股份盈利预测

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18,001.26	15,732.75	16,374.06	18,003.19	20,032.28
营业收入增长率 YoY	737%	-13%	4%	10%	11%
净利润(百万元)	297.70	-258.23	221.28	631.78	820.90
净利润增长率 YoY	-2%	-187%	N/A	186%	30%
每股收益 EPS (基本)(元)	0.27	-0.24	0.20	0.58	0.75
毛利率	16%	14%	16%	17%	18%
净资产收益率 ROE	6.58%	-6.05%	4.93%	12.58%	14.65%
每股净资产 (元)	4.12	3.89	4.09	4.57	5.10
PE	37.5	-42.2	50.7	17.5	13.5
PB	2.5	2.6	2.5	2.2	2.0

资料来源：Wind，中信证券研究部测算 注：收盘价为 2021 年 10 月 8 日

■ 相关研究

- 继峰股份（603997.SH）2021 年中报点评—业绩恢复显著，新品全面开拓 (2021-08-13)
- 继峰股份（603997.SH）重大事项点评—格拉默业绩预告低于预期，引入战投落实发展战略 (2021-07-20)
- 汽车行业跟踪报告—Q2 是行业最差时间，汽车配置窗口期来临 (2021-06-17)
- 汽车行业 2021 年下半年投资策略—智能化浪潮来临，关注格局重塑者 (2021-05-26)
- 继峰股份（603997.SH）2021 年一季报点评—业绩恢复显著，协同效应显现 (2021-05-01)
- 继峰股份（603997）2020 年年报点评—年报业绩符合预期，格拉默一季度业绩预告超预期 (2021-04-02)
- 继峰股份（603997）2020 年业绩预告点评—非经项拖累业绩，经营恢复显著 (2021-02-01)
- 继峰股份（603997）重大事项点评—格拉默 Q4 预亏，实际经营稳定 (2021-01-22)
- 继峰股份（603997）2020 年三季报点评—业绩符合预期，经营快速恢复 (2020-11-08)
- 继峰股份（603997）重大事项点评—格拉默预告 Q3 业绩，海外市场恢复显著 (2020-10-12)

利润表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	18,001	15,733	16,374	18,003	20,032
营业成本	15,197	13,598	13,775	14,957	16,517
毛利率	15.58%	13.57%	15.88%	16.92%	17.55%
税金及附加	44	43	49	36	40
销售费用	392	381	409	396	441
销售费用率	2.18%	2.42%	2.50%	2.20%	2.20%
管理费用	1,370	1,282	1,310	1,242	1,342
管理费用率	7.61%	8.15%	8.00%	6.90%	6.70%
财务费用	233	351	234	249	226
财务费用率	1.30%	2.23%	1.43%	1.38%	1.13%
研发费用	268.70	255.60	327.48	315.06	350.56
研发费用率	1.49%	1.62%	2.00%	1.75%	1.75%
投资收益	1	3	5	7	5
EBITDA	1,342	624	1,113	1,755	2,106
营业利润	520	(331)	290	860	1,146
营业利润率	2.89%	-2.11%	1.77%	4.78%	5.72%
营业外收入	18	4	4	0	0
营业外支出	2	10	0	0	0
利润总额	537	(338)	294	860	1,146
所得税	175	3	59	181	264
所得税率	32.62%	-0.80%	20.00%	21.00%	23.00%
少数股东损益	64	(82)	14	48	62
归属于母公司股东的净利润	298	(258)	221	632	821
净利率	1.65%	-1.64%	1.35%	3.51%	4.10%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,051	1,503	2,938	2,334	2,702
存货	1,891	1,504	2,344	2,029	2,300
应收账款	2,140	2,338	2,798	2,630	3,109
其他流动资产	1,093	1,355	1,284	1,291	1,516
流动资产	7,176	6,700	9,365	8,285	9,628
固定资产	3,362	3,811	3,812	3,818	3,773
长期股权投资	5	7	7	7	7
无形资产	1,744	1,732	1,732	1,732	1,732
其他长期资产	5,279	5,077	5,211	5,457	5,619
非流动资产	10,389	10,626	10,762	11,015	11,131
资产总计	17,566	17,326	20,128	19,300	20,759
短期借款	2,472	2,476	5,037	3,508	3,955
应付账款	2,743	2,381	2,673	2,740	3,041
其他流动负债	1,824	2,040	1,754	1,808	1,876
流动负债	7,039	6,898	9,464	8,056	8,872
长期借款	1,773	2,138	2,138	2,138	2,138
其他长期负债	3,834	3,723	3,723	3,723	3,723
非流动性负债	5,608	5,861	5,861	5,861	5,861
负债合计	12,646	12,759	15,325	13,917	14,733
股本	1,024	1,021	1,099	1,099	1,099
资本公积	2,661	2,855	2,777	2,777	2,777
归属于母公司所有者权益合计	4,526	4,269	4,491	5,023	5,605
少数股东权益	393	298	312	359	421
股东权益合计	4,919	4,567	4,803	5,382	6,026
负债股东权益总计	17,566	17,326	20,128	19,300	20,759

主要财务指标

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
增长率 (%)					
营业收入	736.74 %	-12.60%	4.08%	9.95%	11.27%
营业利润	36.43%	-163.68 %	N/A	196.26 %	33.31%
净利润	-1.55%	-186.74 %	N/A	185.51 %	29.93%
利润率 (%)					
毛利率	15.58%	13.57%	15.88%	16.92%	17.55%
EBITDA Margin	7.46%	3.96%	6.80%	9.75%	10.51%
净利率	1.65%	-1.64%	1.35%	3.51%	4.10%
回报率 (%)					
净资产收益率	6.58%	-6.05%	4.93%	12.58%	14.65%
总资产收益率	1.69%	-1.49%	1.10%	3.27%	3.95%
其他 (%)					
资产负债率	72.00%	73.64%	76.14%	72.11%	70.97%
所得税率	32.62%	-0.80%	20.00%	21.00%	23.00%
股利支付率	68.77%	0.00%	44.92%	37.90%	27.61%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税后利润	362	-340	235	679	883
折旧和摊销	625	675	599	694	795
营运资金的变化	-269	137	-1,220	602	-621
其他经营现金流	452	338	223	237	236
经营现金流合计	1,169	810	-163	2,213	1,293
资本支出	-1,007	-726	-700	-900	-850
投资收益	1	3	5	7	5
其他投资现金流	-495	-48	-35	-46	-62
投资现金流合计	-1,501	-772	-730	-939	-907
权益变化	66	18	0	0	0
负债变化	518	-59	2,561	-1,530	447
股利支出	-200	-205	0	-99	-239
其他融资现金流	-349	-398	-234	-249	-226
融资现金流合计	36	-644	2,327	-1,878	-19
现金及现金等价物净增加额	-296	-606	1,435	-604	368

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核准的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况及特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、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。本研究报告仅为参考之用，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。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并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损失承担任何责任。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。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、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。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。