

证券研究报告·公司深度

继峰股份：内外兼修，二次成长

何俊艺

中信建投汽车联席首席分析师

hyjunyi@csc.com.cn

15121172110

SAC 执证编号：

S1440521010002

程似骐

中信建投汽车首席分析师

chengsiqizgs@csc.com.cn

021-68821600

SAC 执证编号：

S1440520070001

SFC 中央编号：BQR089

陈怀山

中信建投汽车研究员

chenhuai@csc.com.cn

17721203703

SAC 执证编号：

S1440121110089

杨耀先

中信建投汽车分析师

yangyaoxian@csc.com.cn

15216716535

SAC 执证编号：

S1440521070001

陶亦然

中信建投汽车分析师

taoyiran@csc.com.cn

010-85156397

SAC 执证编号：

S1440518060002

发布日期：2021年11月28日

核心观点

自上而下选股逻辑：优选单车价值量高，后期可持续实现单价提升的消费升级属性赛道

汽车行业制造属性下降，消费与科技属性增加，消费升级属性对于提份额更加重要。对应零部件环节，体现为具备外观、交互、智能等属性场景下配置的升级迭代需求，车灯、座椅、轮胎等具备显性消费升级属性的细分赛道因持续技术革新可带来单车价值量持续提升；而座椅单车货值约4000-5000元，是稀缺的高价值量赛道。

座椅部件隐形冠军内外兼修，整合与拓展实现二次成长

公司深耕汽车座椅内饰行业25年，是工信部认证的制造业单项冠军，传统产品（座椅头枕及扶手）国内市占率超二成，具备成本及技术领先、客户资源及全球布局等优势，盈利能力行业领先。对外实现同产业链整合，2019年底公司完成对全球商用车座椅龙头格拉默的海外并购，产品品类从乘用车内饰部件延伸至中控系统及商用车座椅总成等环节，实现营业规模大规模扩张以及技术实力、海外渠道等资源的深度融合。对内公司拉长产业链纵深，延伸至下游乘用车座椅总成环节。

➤ 对外整合：同产业链的本土资产切换高外购率海外资产，整合确定性强且弹性大

并购格拉默属于同产业链上的高自研自产率的国内资产整合高外购率的海外资产，供应体系切换带来整合的确定性。增量维度两者有望实现客户协同，尤其是格拉默本土市占率提升具备较大空间。2020-2021年是公司并购格拉默后的业务整合期，当期完成了管理架构及工厂布局优化、供应链联合采购、中国市场新客户导入及新品研发等业务调整，2022年格拉默盈利拐点有望到来。当前格拉默年营收体量约160亿，1pct净利率提升对应约1.4亿利润弹性。

➤ 内部新成长：乘用车座椅新业务赛道价值高且可持续提价，格局好突破且已获新势力订单突破

公司切入的乘用车座椅产品单车价值量超过4千元，约为公司传统部件产品价值量的6倍，且消费升级趋势下仍具备提升空间，目前全球约3000亿市场，但行业份额仍为安道拓、李尔等外资供应商垄断（CR5超80%）；凭借格拉默的技术积累以及本部快速响应及成本控制等能力优势，公司有望实现国产替代，开启二次成长曲线。目前公司产品已率先定点国内某造车新势力优势企业并开始合肥新工厂建设，获得主机厂安全体系和产能背书，实现乘用车座椅业务从0到1。

盈利预测：预计2021-2023年公司净利润分别为2.01/6.03/8.11亿元，PE分别约77.8/26.0/19.3倍，

给予增持评级。



提纲

- 一. 前言：汽车零部件成长路径及投研框架
- 二. 公司概况：优质的汽车座椅零部件隐形冠军
- 三. 对外整合：收购全球商用车座椅总成商，整合确定性与弹性显著
- 四. 内部新成长：乘用车座椅空间大好突破，获新势力订单助力从0到1
- 五. 盈利预测

提纲

- 一. 前言：汽车零部件成长路径及投研框架
- 二. 公司概况：优质的汽车座椅零部件隐形冠军
- 三. 对外整合：收购全球商用车座椅总成商，整合确定性与弹性显著
- 四. 内部新成长：乘用车座椅空间大好突破，获新势力订单助力从0到1
- 五. 盈利预测

前言：汽车零部件标的成长模式及选股逻辑

核心观点：优选基于消费属性带来单车价值量持续提升的赛道

■ 汽车行业制造属性下降，消费和科技（电动&智能）属性提升，科技属性中短期维度有瓶颈无法实现明显差异化，消费属性当前对于下游整车厂提份额作用显著。

■ 为什么说科技属性中期维度有瓶颈无法实现明显差异化？

电动化维度，核心能力主要包括电池，热管理，电动化平台等，电池和热管理核心技术或话语权主要掌握在产业链上，主机厂直接采用即可。电动化平台来看，目前主流主机厂基本都具备了能力相当的新能源独立平台，电动化主机厂无法做出明显差异；智能化维度，目前大部分主机厂还处于构建基础能力（软件全栈自研和硬件适配）阶段，基于当前的技术瓶颈和法规限制也无法做出显著差异化。

■ 为什么说消费属性重要？

宏观维度，中国由第二消费时代逐步过渡到第三消费时代，消费主体由家庭转换成个人，差异，悦己，定制属性突出。中观维度，第一，汽车行业消费主体发生变化，95后占比提升（新车关注度占比高达38%），该族群将第三消费时代消费特点放大，同时讲求国潮；第二，汽车行业内卷程度加强，细分领域可选车型显著增加（背后逻辑是大家都完成了产品谱系的布局），基于“轴距”维度划分用户策略逐步失效。

■ 消费属性包括哪些内容？

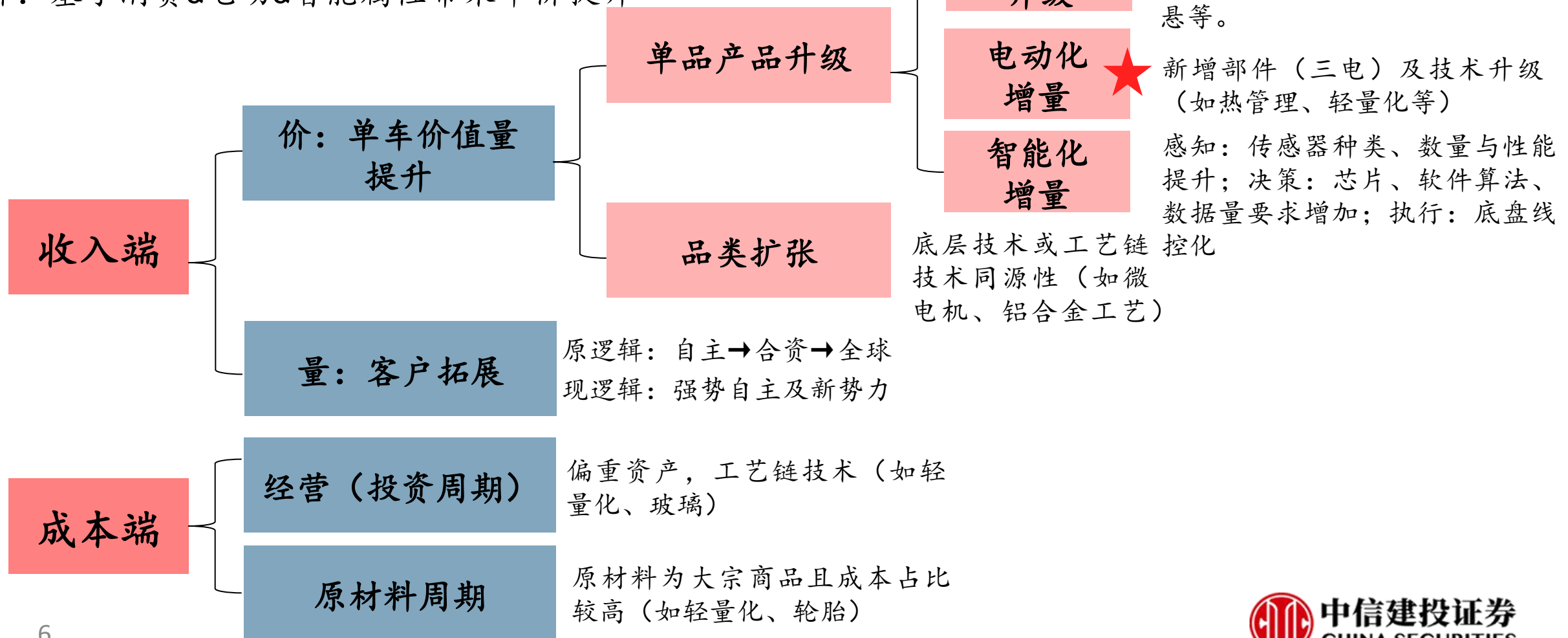
对于整车厂而言，第一，精细的用户画像，与之精准匹配的产品策划，能够保障产品最终落地的体制；第二，在持续具备基于消费属性增量配置的军备竞赛中保持领先优势。第二点可映射到零部件的投资逻辑。

零部件研究框架：价与量，优选消费&电动增量赛道

成长路径驱动内核

量：全球汽车产业族群转移至中国；降本及新势力供应体系变化

价：基于消费&电动&智能属性带来单价提升

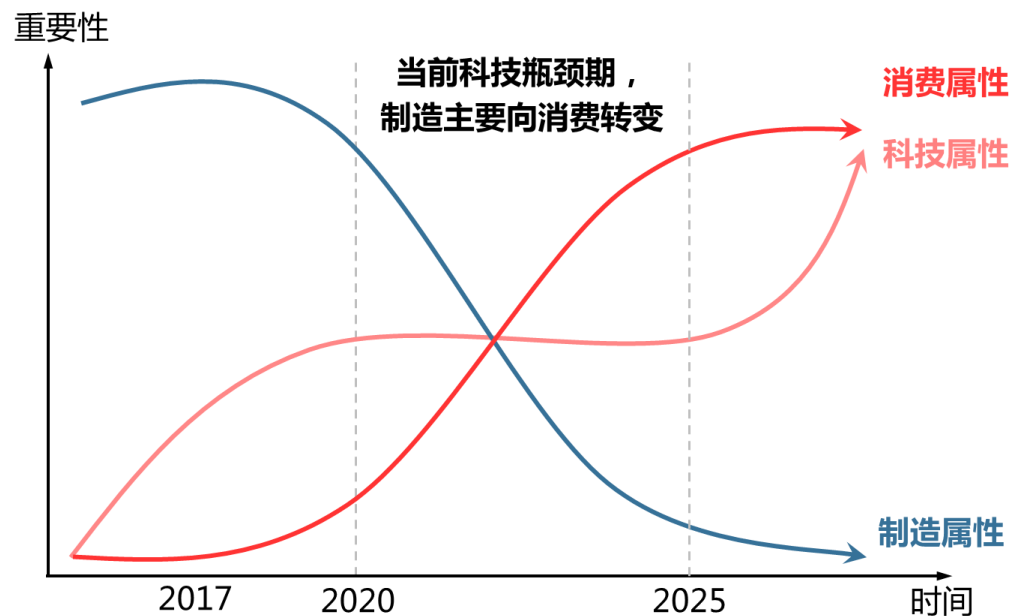


整车属性转变：制造属性下降，消费与科技属性提升

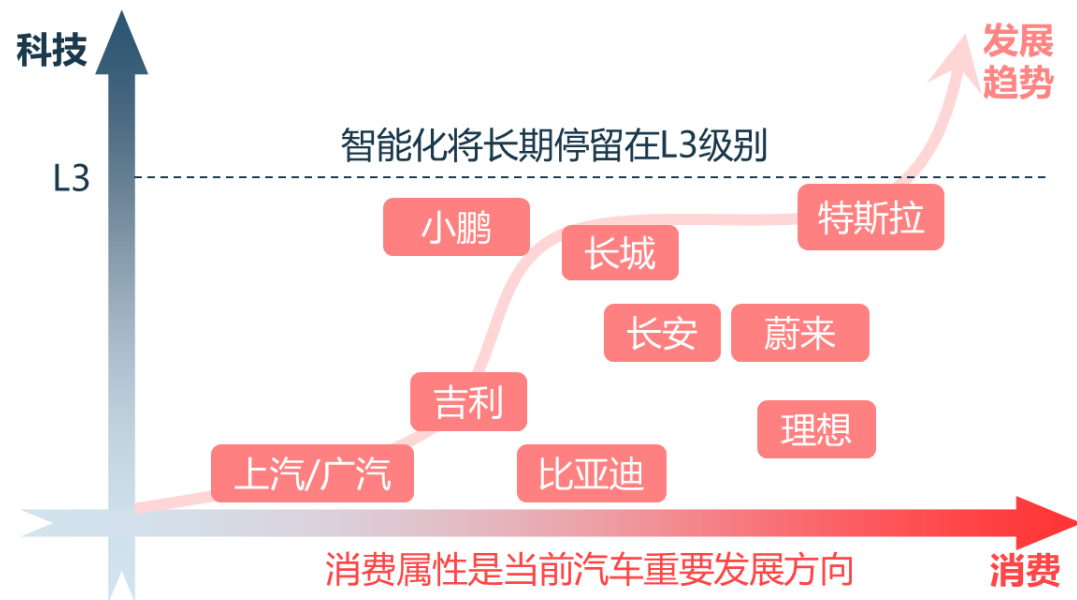
汽车行业属性逐渐从制造过渡到消费兼科技（电动智能），品牌力越来越由消费属性体现。

- 1) 制造属性：过去重要，但目前**在衰退**
- 2) 科技属性：电动化智能化赋予汽车科技属性。但**当下科技属性处于瓶颈期**。电动化-主机厂采取跟随策略，成熟的供应体系使主机厂间差异不大，智能化-受限于技术与法规，或长期停留在L3
- 3) 消费属性：**当下对于主机厂提份额最直接有效**（把控消费者需求&消费升级场景增量配置的军备竞赛）

图：消费属性成为汽车当前最重要的发展方向



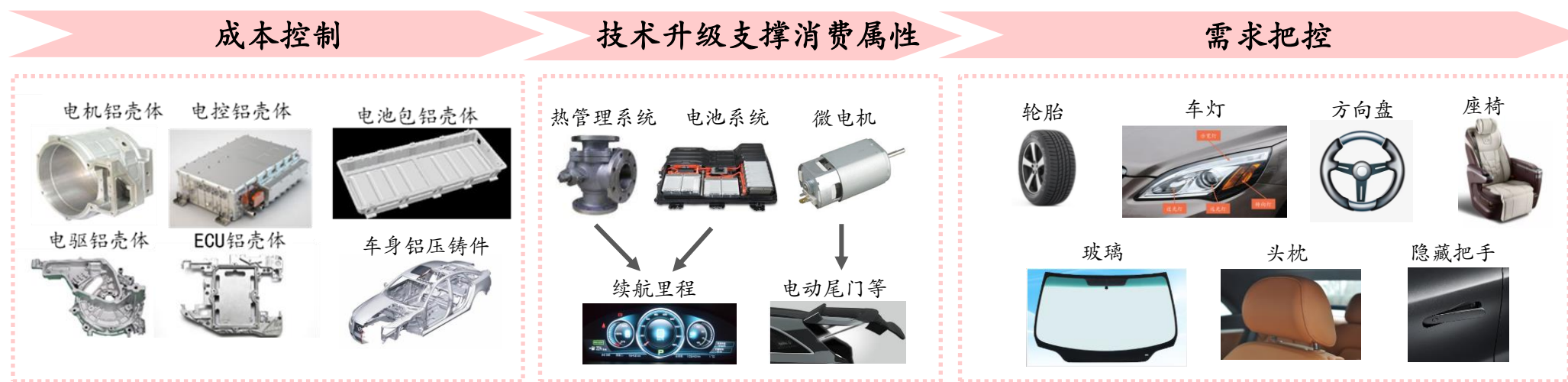
图：主机厂消费/科技属性对比



基于消费属性视角划分零部件：优选显现消费升级属性赛道

- 汽车消费属性集中在**外观、交互、体验**等场景。根据消费者感受的直接程度，我们将零部件划分为**显性消费属性、隐性消费属性和工业品属性**三类
- 具备显现消费属性的部件通常在**外观、交互**等场景中为消费者带来差异化的感受，满足**触觉、视觉、听觉**等方面的个性化需求，以刺激消费者的购车欲望。典型具备消费属性的部件有：**座椅、车灯、玻璃、门、音响、仪表中控、轮胎**等

图：消费属性汽车零部件集中在外观和交互场景



消费属性集中体现在外观、交互场景

工业品属性

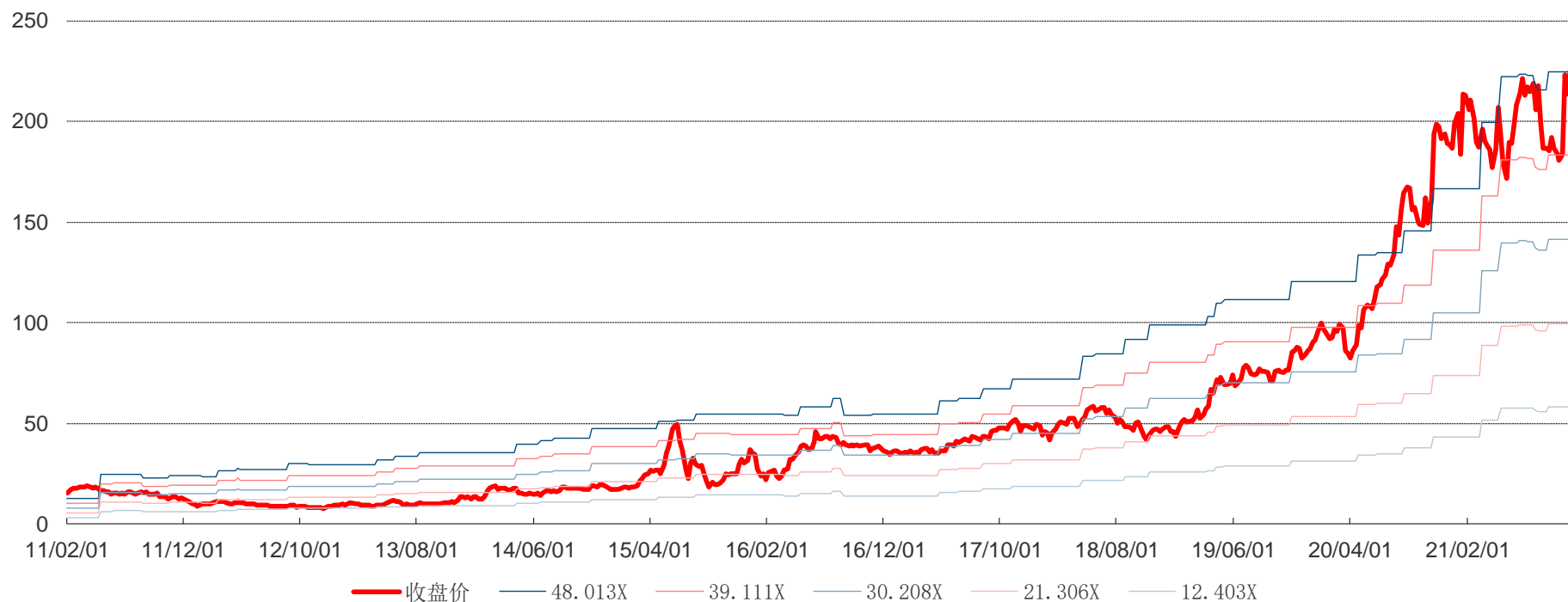
隐性消费属性

显性消费属性

消费属性赛道案例：车灯龙头星宇股份的高速成长

- 具备消费属性的汽车零部件赛道，技术升级产业趋势 β 叠加客户升级 α 汽车属性由制造向科技和消费过渡，科技短期遇瓶颈，消费属性成为提升份额最关键的因素
- 车灯属于强消费属性赛道，伴随技术升级产业趋势（卤素-LED-激光大灯），单车价值量快速提升。国内自主龙头星宇股份通过积极拓展客户，从自主品牌（一汽、奇瑞）向合资品牌（一汽大众、一汽丰田）再向豪华品牌（奥迪Q3、Q5）拓展，实现自主-合资-豪华的客户升级

图：国内车灯自主龙头星宇股份PE-Band走势



资料来源：Wind，中信建投

提纲

- 一. 前言：汽车零部件成长路径及投研框架
- 二. 公司概况：优质的汽车座椅零部件隐形冠军**
- 三. 对外整合：收购全球商用车座椅总成商，整合确定性与弹性显著
- 四. 内部新成长：乘用车座椅空间大好突破，获新势力订单助力从0到1
- 五. 盈利预测

公司概况：隐形冠军，二次成长

核心观点：座椅供应商隐形冠军，进军乘用车座椅总成，收购全球商用车座椅总成龙头二次成长

- 业务维度，公司主业主要包括头枕，扶手等乘用车座椅部件以及商用车座椅总成等。
- 体制维度，2019年公司收购格拉默后分为继峰本部和新收购的格拉默资产。继峰本部主要是乘用车头枕，扶手及潜在的乘用车座椅总成，格拉默主要是乘用车座椅部件及商用车座椅总成。
- 2019年公司整体营收体量180亿，其中继峰本部21亿，格拉默159亿。利润维度，2019年整体利润2.98亿，继峰本部2.1亿，格拉默贡献0.87亿。2020年格拉默因疫情及业务整合等因素出现亏损，2021年实现扭亏。
- 行业地位：继峰本部：乘用车座椅头枕、扶手部件国内市占率分别约20%和10%，工信部认定的细分行业单项冠军；格拉默：全球商用车座椅行业领导者，市占率全球第一；乘用车头枕市占率欧洲第一、美国第二、中国第三；扶手欧洲第一、美国第五、中国第五；其他内饰件欧洲第一；功能性塑料件尚处于市场渗透早期，布局领先。

主营业务：乘用车座椅部件及商用车座椅总成

- **分领域：**覆盖乘用车及商用车两大车型领域，包含座椅部件及总成两大产品形态
- **分集团：**继峰本部（乘用车头枕、扶手及座椅新业务）及格拉默（乘用车座椅部件以及商用车座椅）

图：公司产品布局



继峰本部

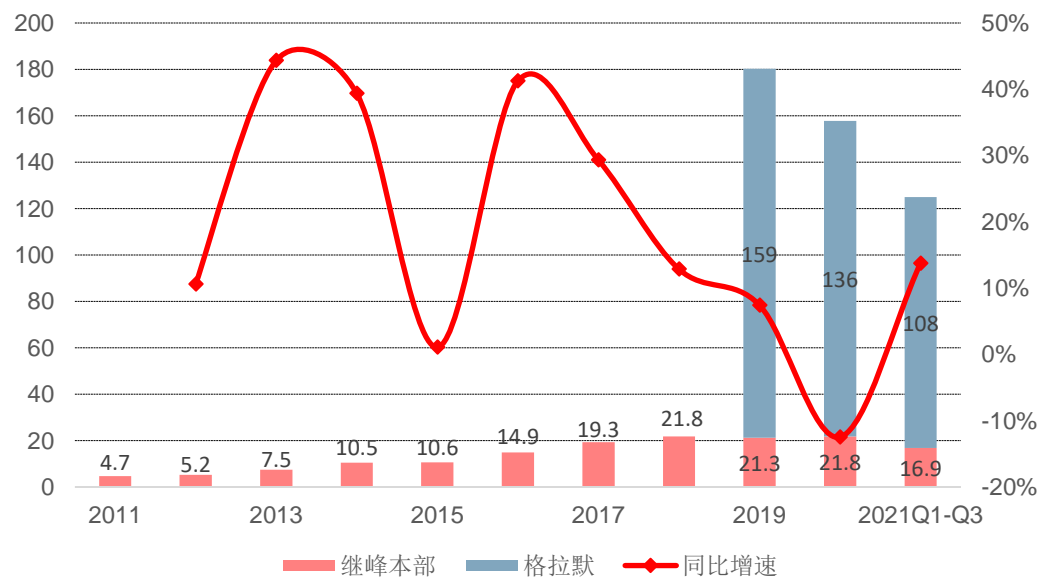
格拉默

资料来源：公司公告，中信建投

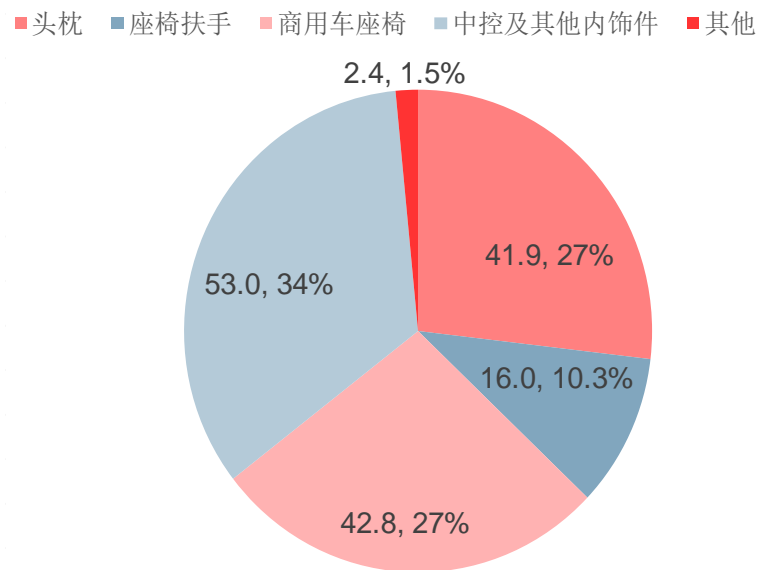
营收结构：并购格拉默推动规模大扩张

- **营收趋势**：2019年并表格拉默后，继峰股份营收实现7倍多增长；2020年格拉默受制于疫情等因素营收同比下滑约14%，继峰本部维持21亿营收规模；2021年温和复苏
- **营收结构**：2021年继峰本部占比约15%；格拉默乘用车（座椅部件）业务占比约70%；合并整体来看，2020年头枕、扶手、中控及其他内饰件占比分别约27%、10%、27%和34%

图：继峰股份历年营收及同比增速（单位：亿元）



图：2020年继峰分板块及产品营收分布（单位：亿元）



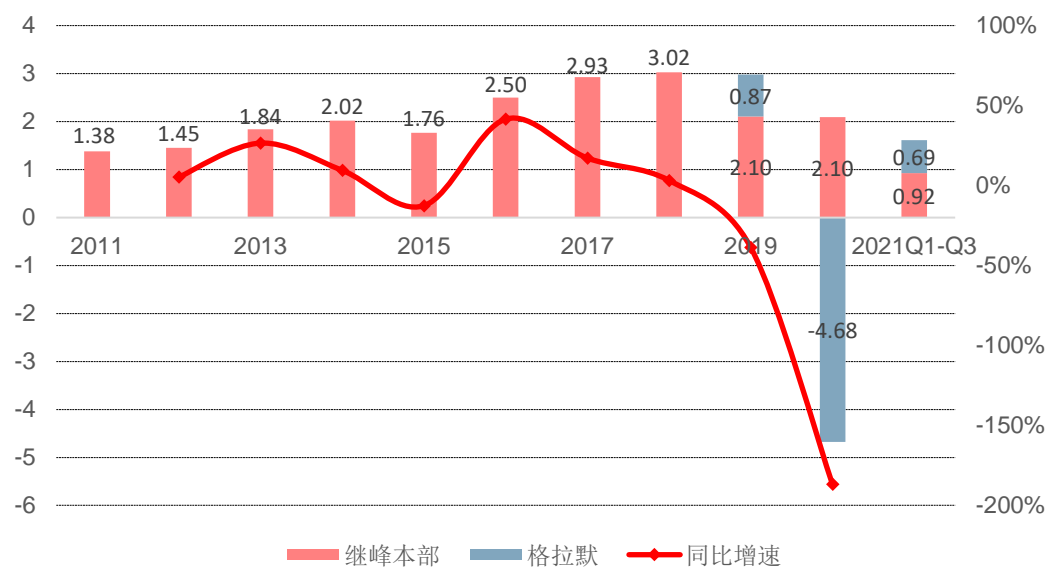
资料来源：WIND，中信建投（注：2019增速基于收购前继峰与格拉默之和）

资料来源：WIND，中信建投

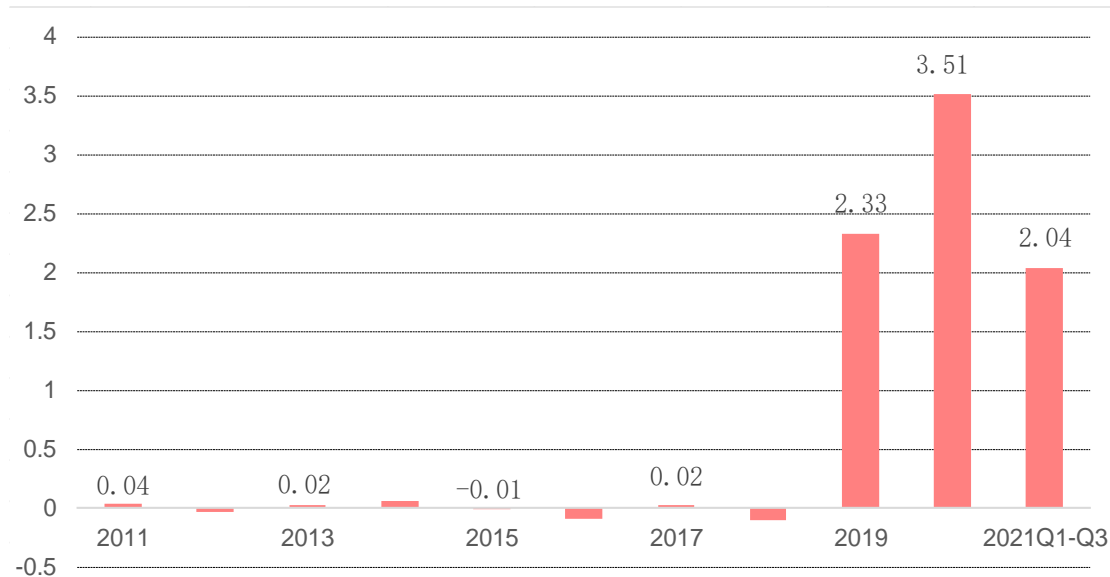
盈利结构：需求下行及并购资金成本拖累业绩

- **继峰本部**：发展稳健的现金流业务，2017-2018年利润体量稳定在3亿元上下；2019年公司以债券融资、银行借款等方式并购格拉默产生大额财务费用成本，短期借款规模跳升，上市公司年财务费用支出高达2.3亿元，预计因收购产生的财务费用支出约0.8~1亿元
- **格拉默**：2019年实现净利润2.9亿元，2020年受制于疫情导致的行业需求下行及业务整合支出亏损5.1亿元，2021年实现转亏为盈，前三季度实现盈利约1亿元人民币

图：继峰股份历年归母净利润及同比增速（单位：亿元）



图：并购格拉默导致财务费用激增（单位：亿元）



资料来源：WIND，中信建投（注：2019年同比增速由回溯格拉默并表）

资料来源：WIND，中信建投

行业地位：全球座椅内饰龙头

- **继峰本部**：乘用车座椅头枕、扶手部件国内市占率分别约20%和10%，工信部认定的细分行业单项冠军
- **格拉默**：乘用车头枕市占率欧洲第一、美国第二、中国第三；扶手欧洲第一、美国第五、中国第五；其他内饰件欧洲第一；功能性塑料件尚处于市场渗透早期，布局领先；
全球商用车座椅行业领导者，市占率全球第一

表：2019年国内汽车座椅内饰部件供应商财务指标

企业名称	主营产品	主营业务收入 (亿元)	营收同比增速/%	营业利润率/%	资产总额 (亿元)
宁波继峰汽车零部件股份有限公司	座椅及扶手	180.00	147.19	2.01	175.70
宁波华翔电子股份有限公司	内外饰.汽车电子	170.93	14.51	20.03	165.72
长春一汽富维汽车零部件股份有限公司	综合	178.00	30.59	-2.59	148.00
江南模塑科技股份有限公司	汽车内外饰	54.90	10.55	18.14	78.46
宁波双林汽车部件股份有限公司	内外饰系统	43.02	-22.62	20.60	59.84
北京威卡威汽车零部件股份有限公司	外饰件	36.30	-32.91	16.18	58.53
江苏新泉汽车饰件股份有限公司	汽车饰件	30.36	-10.85	21.22	48.09
常熟市汽车饰件股份有限公司	汽车内外饰	18.24	24.62	22.60	70.78
浙江天成自控股份有限公司	车辆座椅	14.56	52.00	15.74	20.72
海南钧达汽车饰件股份有限公司	汽车塑料内外饰	8.27	-8.39	28.79	18.41
上海岱美汽车内饰件股份有限公司	遮阳板及头枕	48.18	12.74	14.27	52.72

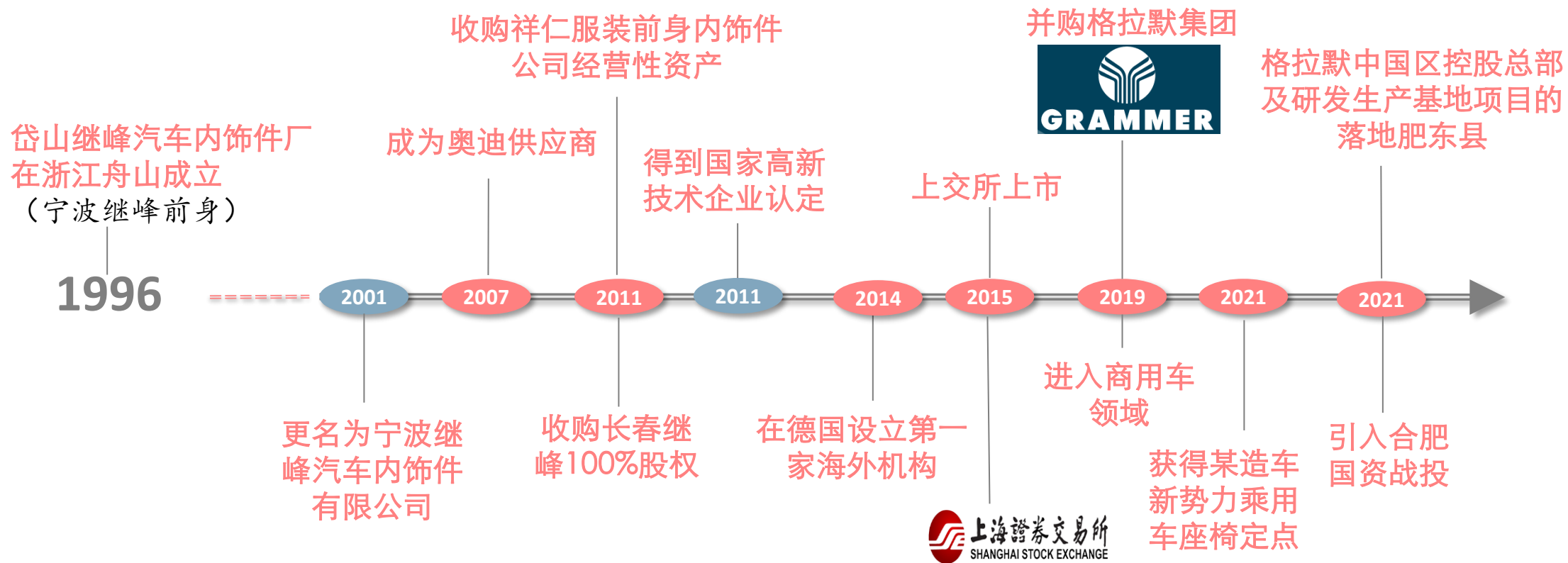
资料来源：中国汽车工业年鉴（2020年），中信建投

备注：2020-2021年行业受疫情影响较大，数据引用2019年

发展历程：基于汽车座椅内饰业务主线的延伸

- 1996-2018：深耕乘用车座椅内饰部件（头枕、支架及扶手），客户覆盖全系OEM车企及Tier1座椅厂
- 2018-2019：完成并购全球商用车座椅龙头德国格拉默集团，产品品类及业务范围实现扩张
- 2020-2021：基于内生研发投入，纵向布局乘用车座椅行业，近期实现造车新势力客户定点及产能建设

图：公司发展历程

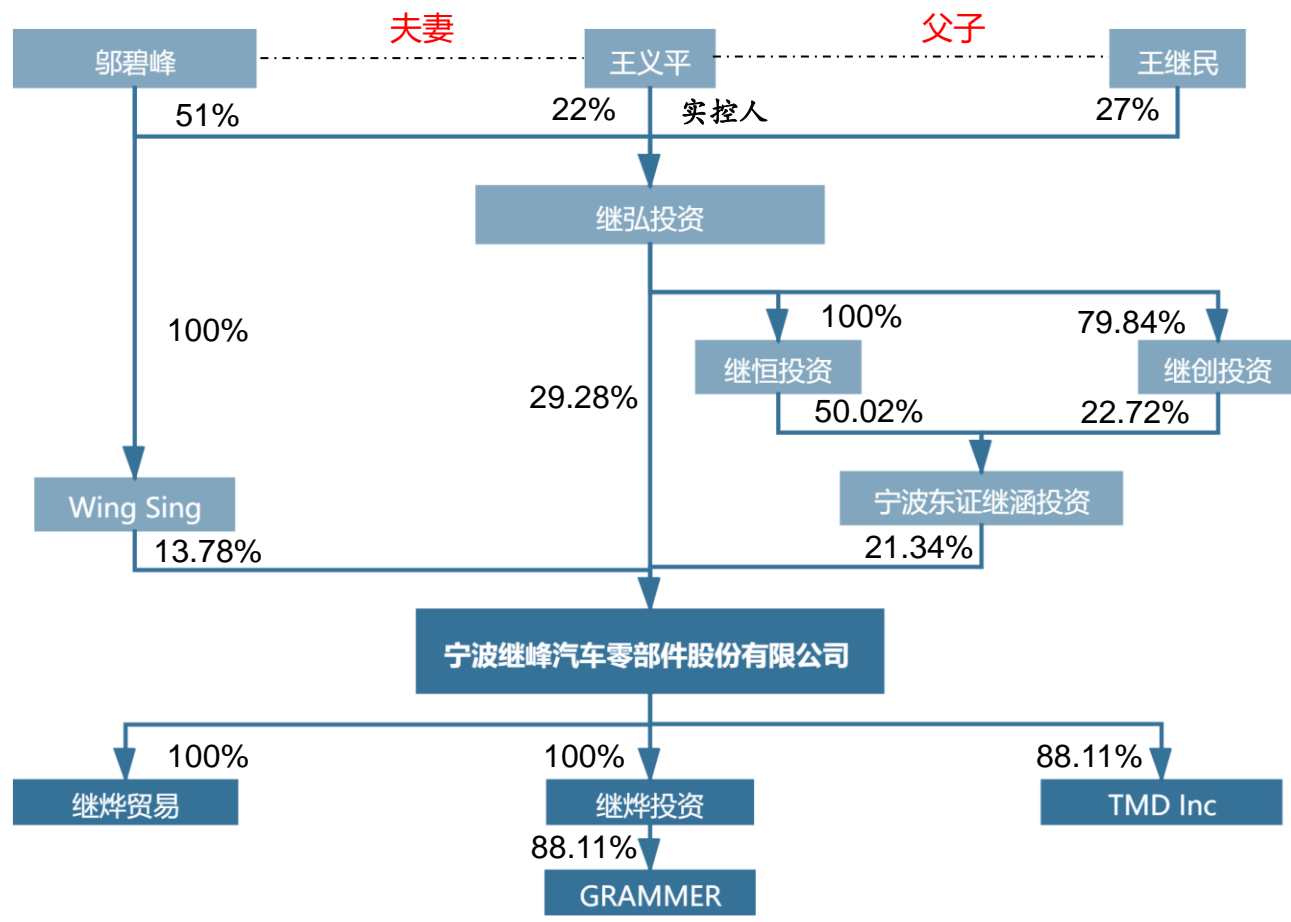


资料来源：公司公告，中信建投

股权结构：浙江家族企业，父子共同运营

图：继峰股份股权结构

- 实控人：公司实控人为王义平家族，合计持股比例过半，董事长王义平（时年59岁）负责公司战略、运营及管理，儿子王继民（时年35岁）担任公司董事，主要负责公司新业务拓展等工作
- 运营主体：运营主体为宁波继峰上市公司本部和德国格拉默（GRAMMER）集团，在全球20个国家拥有近70家控股子公司
- 格拉默：格拉默为德国证券市场上市公司，公司通过继焯投资子公司持有格拉默股权比例约88.11%



资料来源：公司公告，中信建投

竞争优势：优质存量客户，全球配套产能齐全

- **客户资源**：少数能同时为欧系、美系、日系、自主品牌等车企提供配套的汽车零部件供应商，与宝马、奥迪、大众、戴姆勒、特斯拉等主机厂及江森、李尔、佛吉亚等座椅厂建立了长期合作伙伴关系
- **全球布局**：座椅厂商就近配套属性显著，公司在全球20个国家拥有近70家控股子公司，拥有全球生产、物流和营销网络，服务响应能力强

图：继峰股份全球化布局（总部、研发、制造中心及分子公司分布）



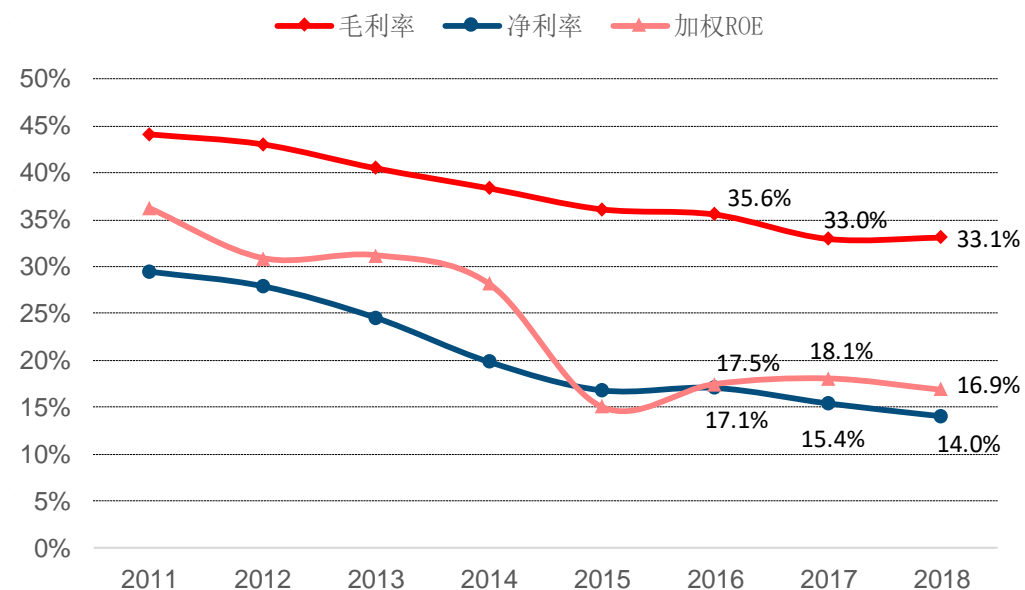
表：继峰本部客户资源

OEM 车企	外资	大众、保时捷、宝马、戴姆勒、福特、捷豹路虎
	合资	一汽大众、华晨宝马、长安福特、神龙汽车、广汽菲克、上汽通用五菱、日产、本田、丰田、马自达
	自主	长城、吉利、一汽轿车、广汽乘用车、比亚迪
	新能源	蔚来、小鹏、车和家等
Tier1座椅厂		安道拓（原江森自控）、李尔集团、佛吉亚、麦格纳、泰极、丰田纺织、德尔塔

竞争优势：出色的成本控制能力

- **竞争格局**：继峰本部的头枕及座椅行业主要竞争对手为国内中小型供应商以及外资车企或Tier1座椅供应商体系内下属公司
- **成本管控**：1、拥有较为完整的头枕及扶手产品生产链，头枕支杆、座椅扶手骨架、钣金件冲压模具及泡沫发泡模具等零部件自制率高；2、拥有先进的发泡工艺和配方技术，原材料采购灵活低价；3、内部成本管理制度完备健全，运营管理效率高

图：继峰本部毛利率及净利率走势



资料来源：WIND，中信建投

表：国内乘用车头枕行业供应链现状

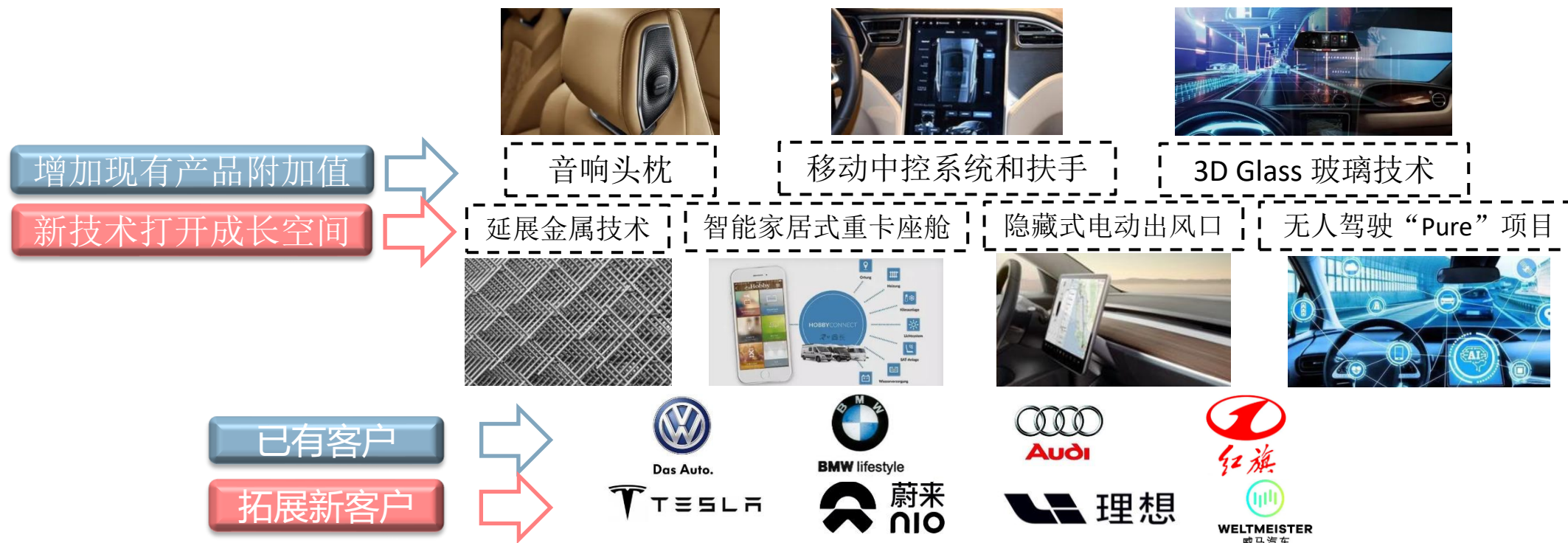
自主品牌车企	<ol style="list-style-type: none"> 1. 数量较多、规模较小的国内供应商 2. 主机厂投资建设自身座椅头枕供应商
美系合资车企	一般会选择其体系内的合资供应商进行零部件供应，如上海通用的座椅头枕主要由其体系内的合资公司延锋安道拓及其下属子公司供应
欧系合资车企	上海大众的座椅头枕产品也主要由延锋安道拓及其下属子公司供应
日韩系合资车企	多为日韩系独资或合资供应商，供应商体系较为封闭

资料来源：公司公告，中信建投

竞争优势：全球商用车座椅总成龙头格拉默技术导入

- **继峰本部**：拥有行业领先的头枕支杆槽口加工技术、弯管技术和泡沫配方工艺
- **格拉默**：汽车座椅安全、智能、舒适和环保技术储备深厚，商用车座椅领导者，获2020年CSR奖；
- **研发进展**：全球化研究团队超2000人，音乐头枕等新项目研发提速，2020年专利数由897个提升至1134个

图：继峰股份座椅内饰新产品布局及客户拓展



资料来源：公司公告，中信建投

提纲

- 一. 前言：汽车零部件成长路径及投研框架
- 二. 公司概况：优质的汽车座椅零部件隐形冠军
- 三. 对外整合：收购全球商用车座椅总成商，整合确定性与弹性显著
- 四. 内部新成长：乘用车座椅空间大好突破，获新势力订单助力从0到1
- 五. 盈利预测

对外整合：同产业链整合协同性强，业绩弹性大

核心观点：高自研自产率的国内资产切换高外购率的海外资产，整合成功确定性较强，业绩弹性较大

■ 整合成功确定性较强

存量业务盈利改善维度，继峰本部是座椅总成供应商（头枕，扶手等），本部自研自产率较高，资产在国内；格拉默主业与继峰类似或部分产品是继峰下游，产能大部分在海外，外购率高。暂时不考虑管理改善等措施，基于供应体系切换带来的成本下降较为确定，行业内也有类似整合成功案例，属于典型的同一产业链上的高自研自产率国内资产切换高外购率的海外资产，整合成功确定性较强；管理改善维度，主要包括裁员，工厂整合，管理层激励与目标挂钩等

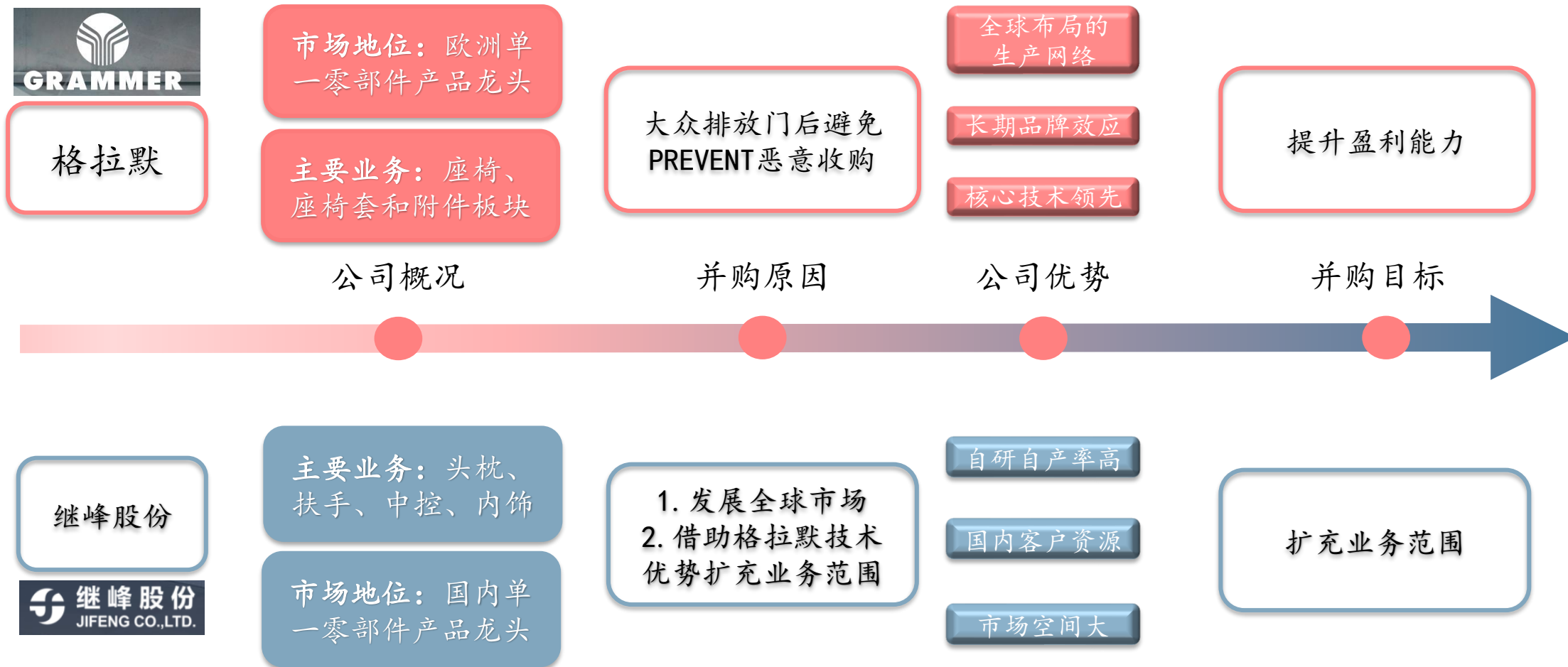
增量业务维度，格拉默在国内商用车市占率（约5%）远低于全球（约30%），后期借助继峰本部有望提升国内市占率，2021H1格拉默国内市占率已经提升至12%。

■ 整合弹性较大

格拉默2019年营收约159亿人民币，考虑到约88%的股权，1pct净利率提升贡献利润弹性约1.4亿（暂不考虑格拉默后期营收端持续增长），相对于目前公司的利润体量弹性较大。

并购背景：“白衣骑士”并购乃众望所归

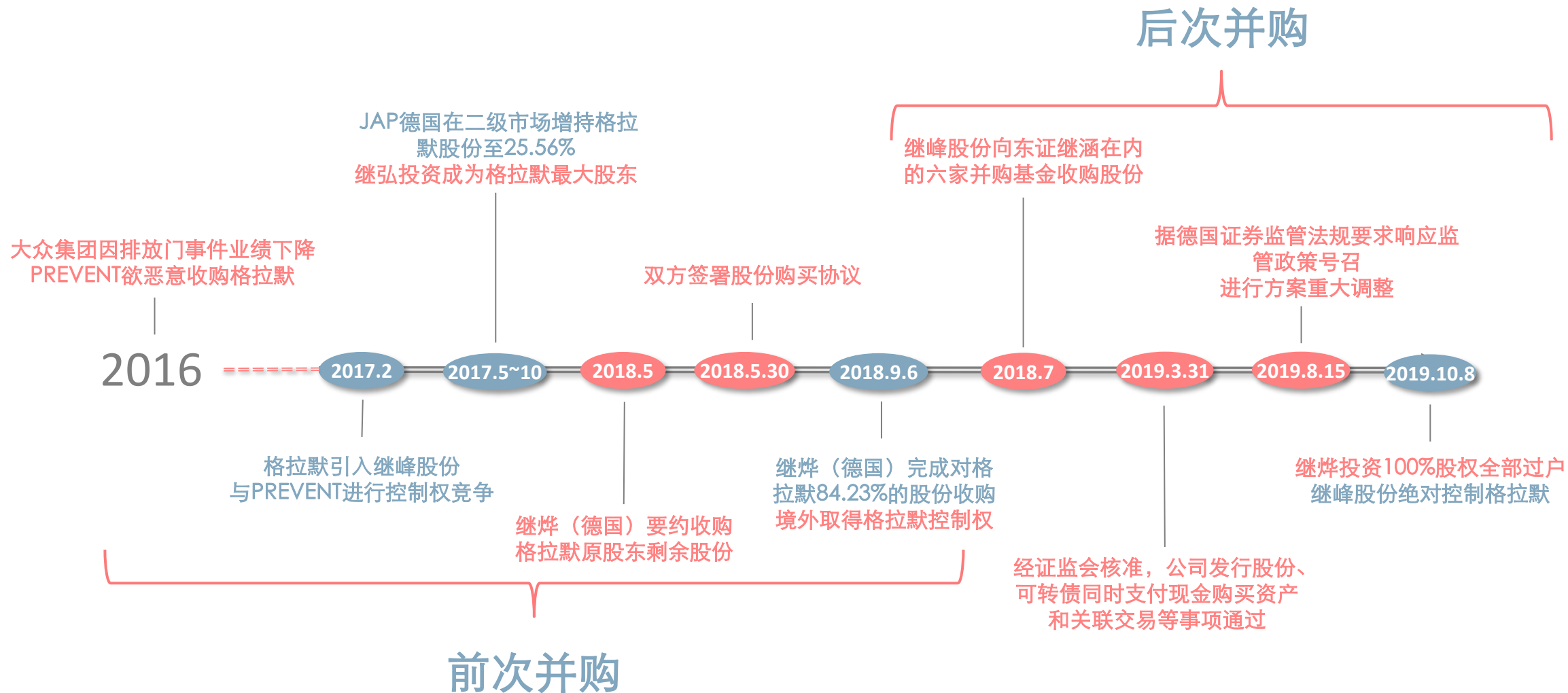
图：格拉默并购背景



资料来源：公司公告，中信建投

并购历程：一波三折终实现“以小并大”

图：格拉默并购历程

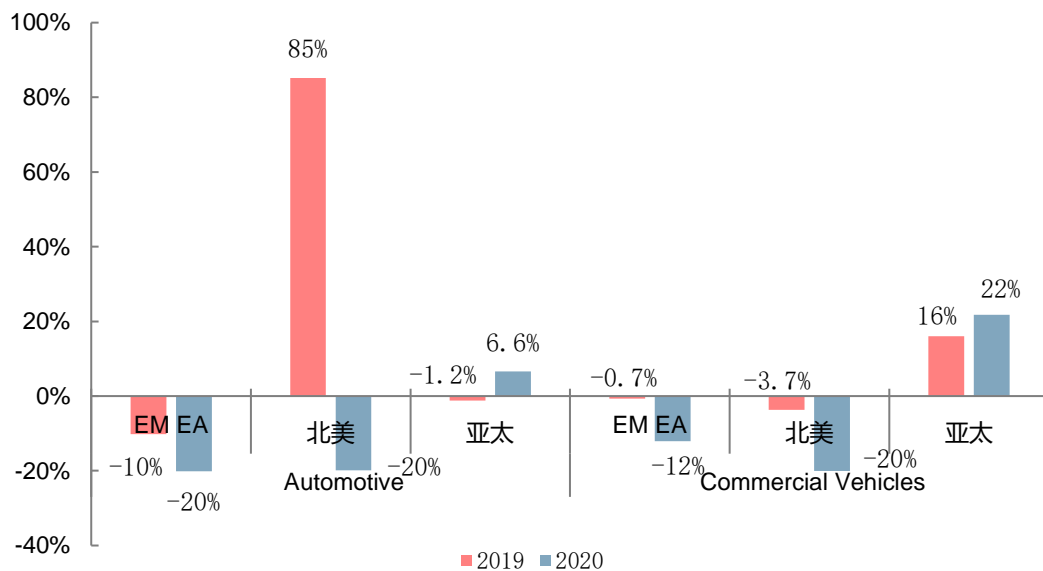


资料来源：公司公告，中信建投

整合：体系改善（提盈利）+国内拓市场（扩营收）

- **欧美**：欧洲（EM EA）及美国市场贡献主要营收，2020年占比分别约53%和28%，其中欧洲市场趋于饱和，北美乘用车业务仍在增长通道，商用车相对饱和；两大市场盈利压力较大，后期优化重点是存量业务盈利能力提升
- **亚太**：营收处于较快增长趋势，尤其商用车座椅业务连续两年增速超过15%，盈利能力远高于国外，天津及长春子公司2021年H1净利率分别可达12.8%和15.5%，后期优化重点是提升国内市占率

图：2019-2020年格拉默分地区营收同比增速



表：格拉默参控股子公司营收及净利率（单位：万欧元）

参控股公司	注册国家	2020年		2021年H1	
		营业收入	净利率	营业收入	净利率
Grammer Aktiengesellschaft	德国	465,218	-12.29%	239,359	2.04%
格拉默车辆内饰（天津）有限公司	中国	39,783	14.00%	72,533	12.77%
Grammer Automotive Polska SP. Z.o.o	波兰	68,059	3.65%	35,635	1.83%
Grammer Automotive Puebla S.A.de C.V.	墨西哥	135,876	-3.82%	72,187	-1.51%
格拉默车辆内饰（长春）有限公司	中国	120,840	10.04%	28,831	15.45%
Toledo Molding & Die	美国	159,000	6.15%	71,308	-19.21%

资料来源：WIND，中信建投

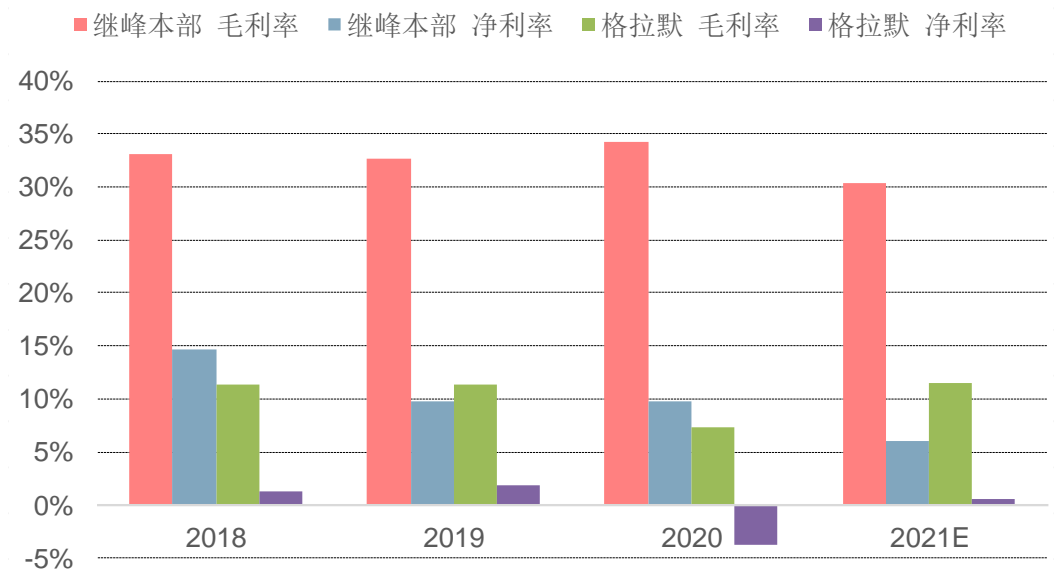
存量优化：联合采购&切换格拉默供应体系促盈利改善

- **供应链高重叠度**：格拉默与继峰乘用车头枕、扶手产品重叠，且与商用车座椅等原材料关联度大，联合采购后有望节省15%左右的成本
- **继峰自研自产率高**：继峰通过自制头枕、冲压件和面套，摊低成本
- **格拉默原外购率高**：海外人工成本高，采购成本高

图：继峰及格拉默座椅细分部件供应链



图：继峰本部、格拉默毛利率及净利率对比



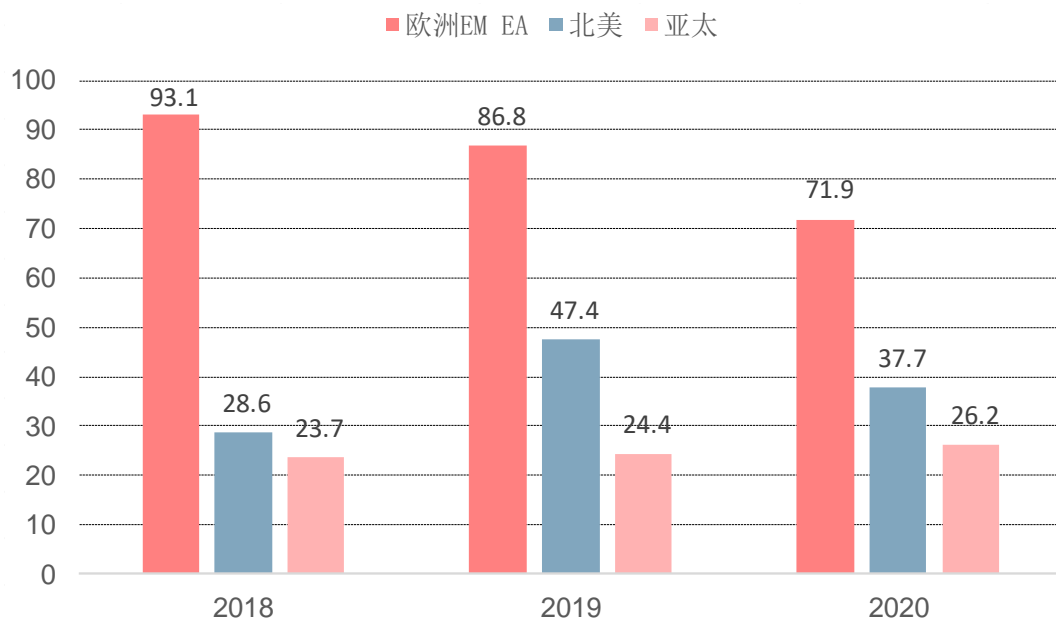
资料来源：公司官网，中信建投

资料来源：公司官网，中信建投，数据截至于2021Q3

存量优化：组织架构调整及工厂整合

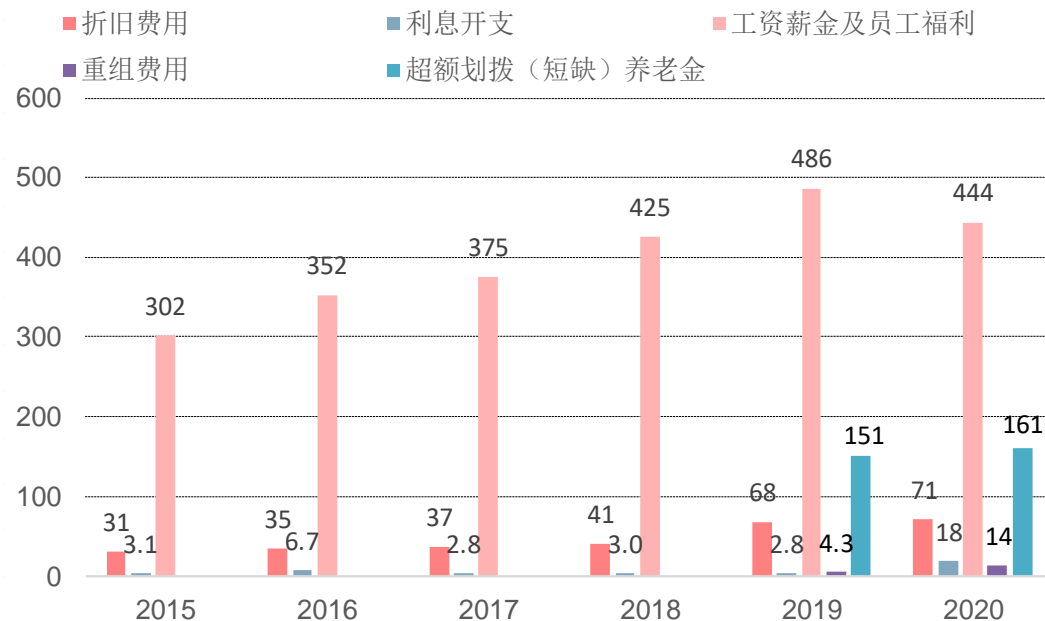
- **管理架构优化**：格拉默的组织架构从由德国总部垂直化管理模式，调整为美洲、EMEA、亚太三个主要经营区域独立决策；乘用车 4 个产品部门合并；美国TMD对分公司进行了整合
- **集团内部优化**：以中国区和美洲区为核心发展市场，建立了新的研究中心和工厂；格拉默国内工厂与继峰本部原工厂合并，出售或关闭西班牙等工厂；对欧洲等低效部门进行裁员

图：格拉默分地区营业收入（单位：亿元人民币）



资料来源：彭博，公司公告，中信建投

图：历年格拉默费用支出（单位：百万欧元）



资料来源：公司公告，中信建投

增量：客户市场协同，中国区商用车客户导入提速

- **乘用车业务**：头枕、扶手、中控、内饰零部件等产品主要客户来源于欧系和美系，继峰正协助导入国内自主品牌、部分合资品牌、日系等车企客户
- **商用车方面**：2019年市场份额只占4.1%，2020年新拓展一汽青岛、一汽解放、福田、陕汽等重汽客户，销售收入同比增长 77.3%，市占率提升至6.1%

图：格拉默主要乘用车产品市场地位

	头枕	扶手	中控	功能塑料件
	1	3	1	市场进入准备阶段
	2	5	市场进入阶段	相关产品行业领先
	3	5	市场进入阶段	市场进入准备阶段

图：格拉默国内客户扩展



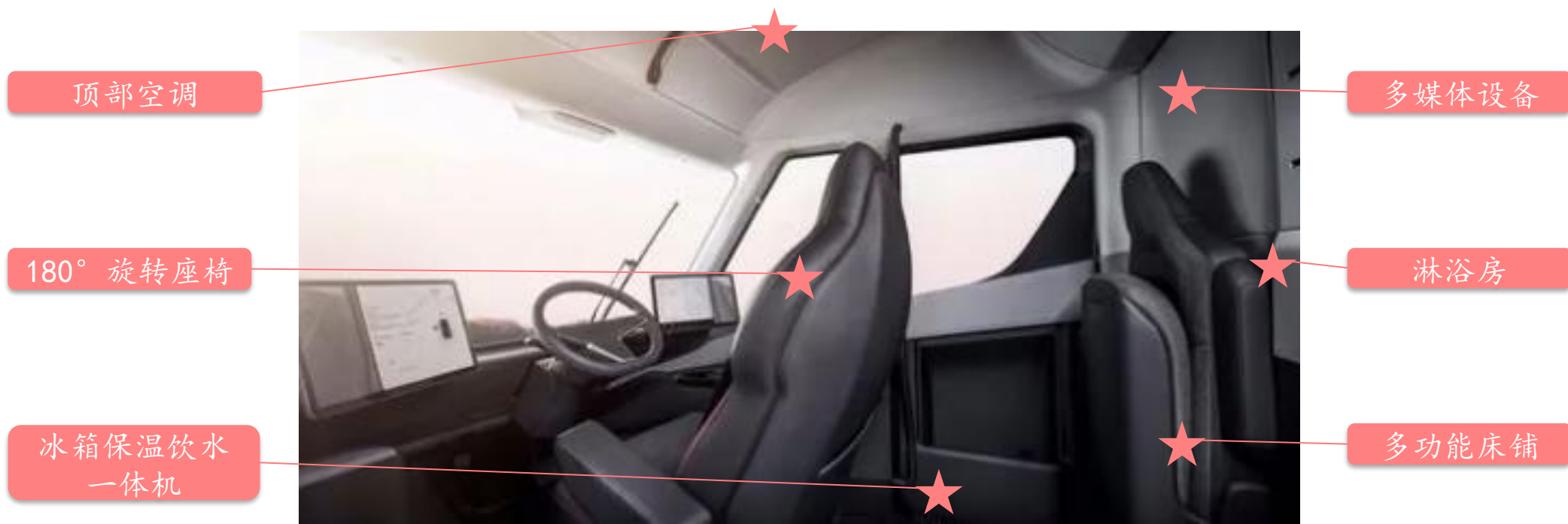
资料来源：公司官网，中信建投

资料来源：公司官网，中信建投

增量：新品高端重卡智能座舱推广打开增量空间

- **重卡家居座舱**：契合高端商用车消费需求，2020年下半年继峰本部启动研发，规划单车配置成本控制在2万元以内，具备较高性价比，预计至2025年国内销量有望达30万件
- **客户认证**：2021年上半年陆续进行样车试安装，个别客户的样车已完成试装，并发往客户处进行后续验证，2022年或将实现客户认证突破

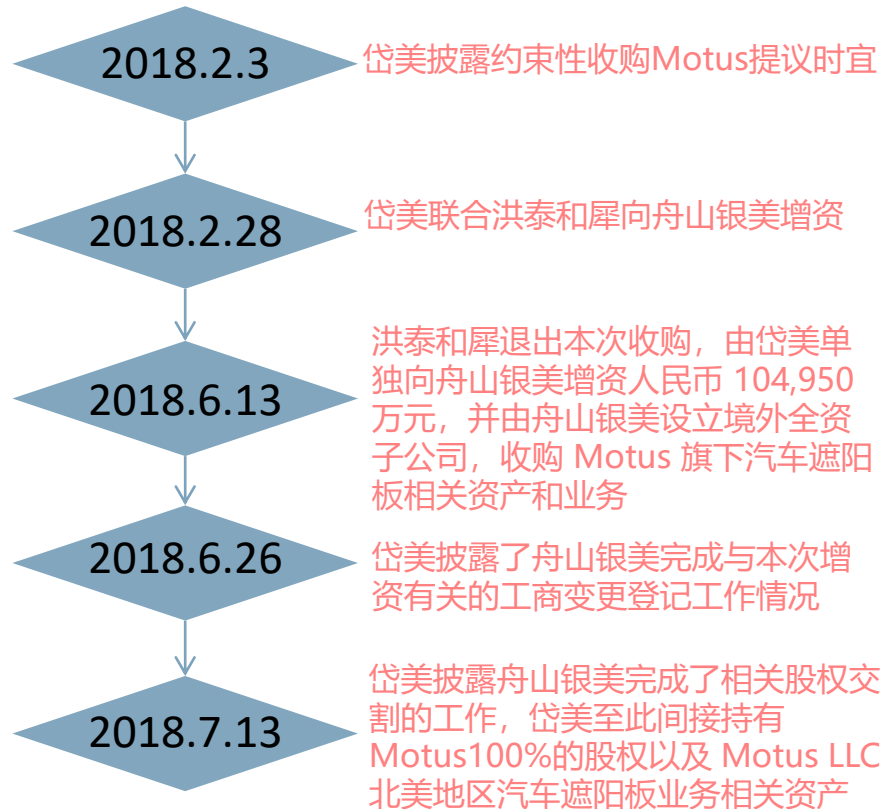
图：重卡智能座舱产品



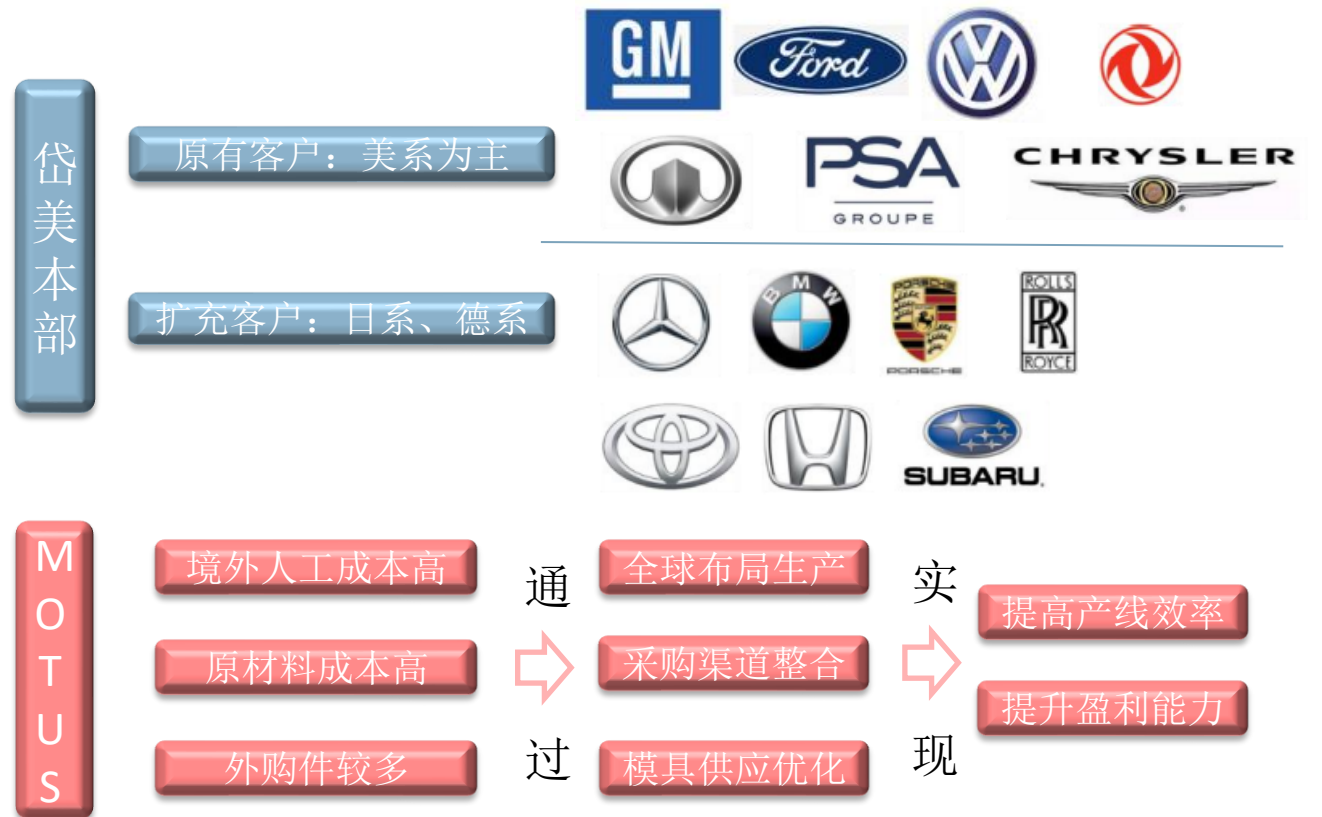
整合案例验证：岱美收购Motus实现盈利提升

■ **并购背景**：2018年，岱美通过并购汽车遮阳板同行法国Motus公司，实现了销售及生产的协同，表现为公司生产基地的全球布局以及顶级海外车企OEM客户资源快速切入

图：岱美收购Motus过程



图：岱美收购思路



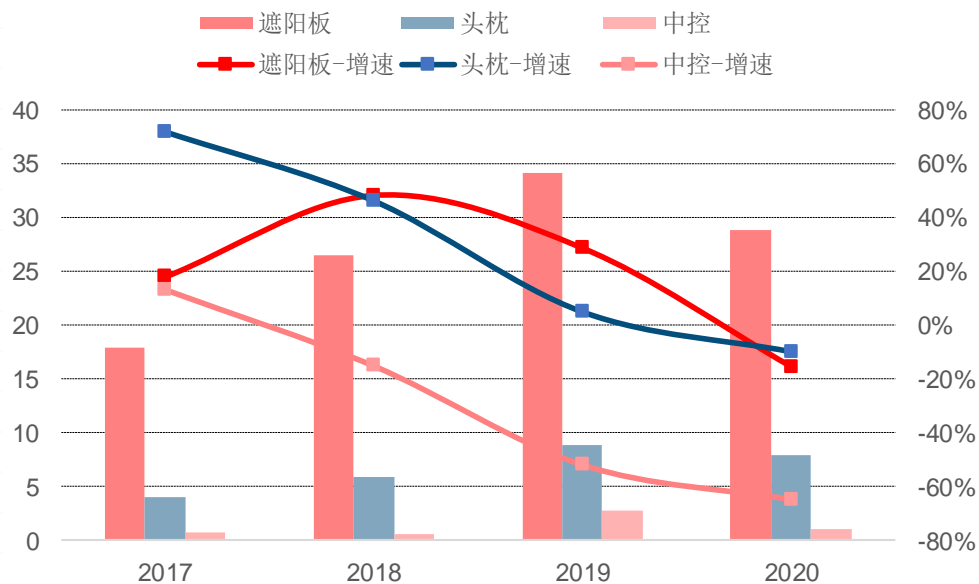
资料来源：公司官网，中信建投

资料来源：公司官网，中信建投

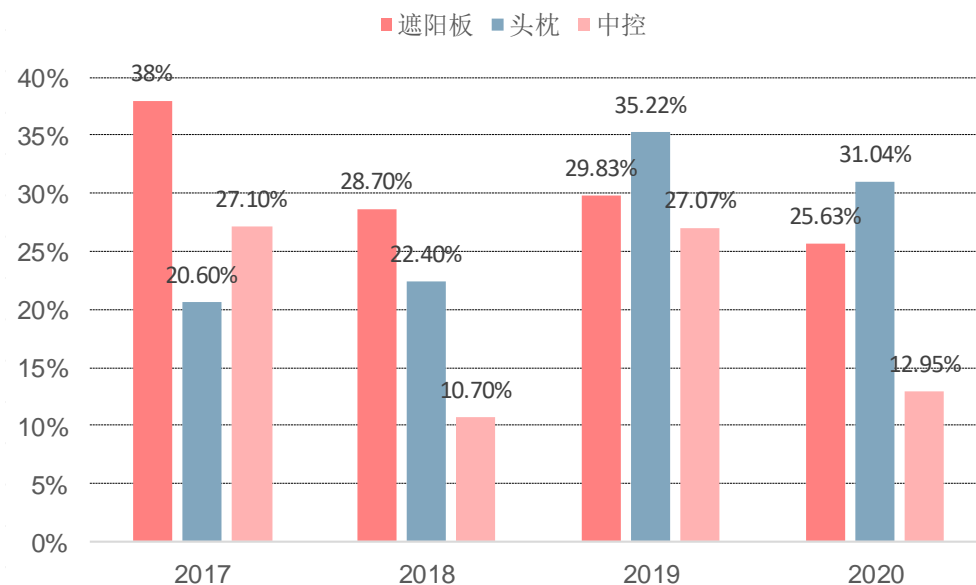
整合案例验证：岱美收购Motus实现盈利提升

- **主营产品**：以遮阳板、头枕和中控为销量前三产品，遮阳板为行业龙头，市占率34%以上
- **并购思路**：以大并小，通过竞争对手规避贸易摩擦，保持遮阳板份额，拓展头枕、控制盒等产品；从单一品类行业龙头，逐渐向全球化发展
- **并购整合**：财务表现稳健；在海外市场实现了明显的突破；近两年受疫情和缺芯等因素影响，仍实现超越行业的增长

图：岱美近年营业收入及增速（单位：亿元）



图：岱美近年来毛利率



资料来源：公司公告，中信建投，数据截止于2020年末

提纲

- 一. 前言：汽车零部件成长路径及投研框架
- 二. 公司概况：优质的汽车座椅零部件隐形冠军
- 三. 对外整合：收购全球商用车座椅总成商，整合确定性与弹性显著
- 四. 内部新成长：乘用车座椅空间大好突破，获新势力订单助力从0到1
- 五. 盈利预测

内部新成长：延伸至大空间座椅领域，格局好突破且已突破

核心观点：乘用车座椅市场空间大，格局好突破，目前公司已取得新势力定点突破。此外，座椅具备显著的显性消费升级属性，单价有望持续提升

■ 乘用车座椅空间大，格局好突破

继峰原主业头枕与扶手产品ASP合计约600元，而乘用车座椅总成约3000-4000元，加上多功能中排座椅则可达6000至9000元以上，我们测算2020年我国乘用车座椅市场规模大约在780亿元，而**全球市场规模可达3000亿元**。格局维度，目前全球乘用车座椅市场由安道拓、李尔等外资供应商垄断（CR5约82%），而本土仅有天成自控一家，且客户主要覆盖上汽系部分车型。当前基于自主品牌冲击，电动智能降本，新势力带来的新供应体系模式等“天时”条件均使得座椅降本趋势显著，继峰作为本土品牌的成本、配套和快速响应等相对外资竞争优势显著，且目前外资内饰业务盈利逐渐下滑并剥离，我们认为座椅格局较好突破。目前公司已经获得某新势力订单，在安全，配套，产能维度实现从0到1突破。

■ 座椅具备显著消费升级属性，价值量可持续提升

随着智能驾驶级别提升，**座椅的被动安全属性下降；座舱和第三空间属性提升，座椅的娱乐、舒适属性显著提升**。目前我们已经看到了类似**座椅加热、座椅通风、电动按摩、腿托、音乐头枕，新材料座椅面料**等新消费升级场景增量带来座椅总成单车价值量持续提升。

乘用车座椅：高价值量蓝海，全球空间3000亿

- **单车价值量**：继峰传统头枕与扶手产品ASP合计仅约600元，而乘用车座椅总成则在3000到4000元，加上多功能中排座椅则可达6000至9000元以上
- **市场空间**：从乘用车座椅内饰部件向下游座椅总成延伸，公司市场空间将大幅扩充，2020年我国乘用车座椅市场规模大约在780亿元，而全球市场规模可达3000亿元

表：继峰股份产品单车价值量

	产品	单车价值/元
继峰传统业务	头枕	250
	扶手	285
	总计	535
座椅价值	前排电动座椅	2000-3000
	后排板凳	1000-2000
	双排总计	3000-5000
	中排多功能座椅	3000-4000
	三排总计	6000-9000

资料来源：WIND，中信建投

表：2020年国内乘用车座椅市场空间测算

车型售价/万元	销量/万辆	单车座椅价值/元	市场规模/亿元
0-7	105.1	3000	31.52
7-10	317.2	3500	111.00
10-15	634.1	4000	253.63
15-25	493.5	4500	222.07
25-35	148.4	5000	74.22
35-50	113.8	5000	56.89
50-100	50.6	6000	30.38
合计	1862.6	4186	779.70

资料来源：中汽协，中信建投

乘用车座椅：外资垄断，国产替代沃土

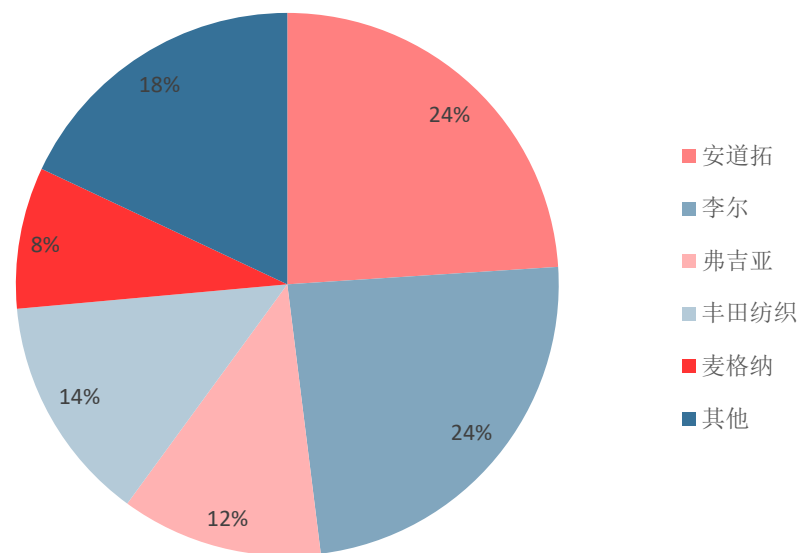
- **产品特征**：乘用车座椅主要由头枕、靠背、底座、侧背支撑等部分组成，需要满足功能、安全和舒适性的要求，产品设计开发及制造精度等要求高，具备技术及客户资源壁垒
- **市场格局**：全球乘用车座椅市场均由安道拓、李尔等外资供应商垄断（CR5约82%），而本土企业仅有天成自控一家上市企业，且客户主要覆盖上汽集团体系

图：全球主要座椅厂商



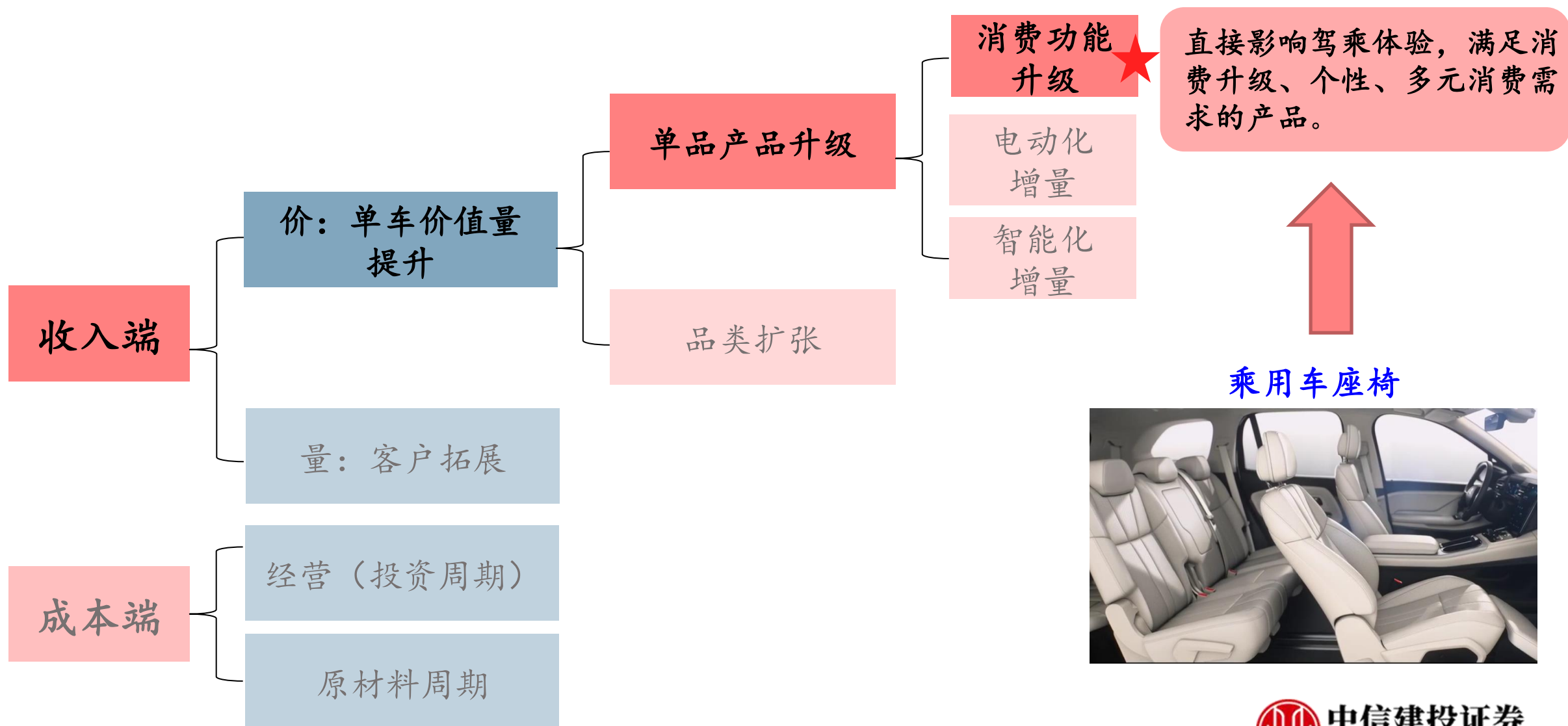
资料来源：各公司官网，中信建投

图：2020乘用车座椅市场份额



资料来源：各公司年报，中信建投

乘用车座椅：消费属性加速产品迭代



乘用车座椅：消费属性加速产品迭代，单价可持续提升

- **消费趋势**：座椅被动安全属性在弱化；相较传统功能和安全性需求，当前消费者越来越追求多元化的舒适体验；乘用车座椅的消费属性功能和特征将持续强化，这将为产品价值量提升贡献增量
- **功能需求**：乘用车座椅通风、加热、按摩、多向调节等舒适功能；面料升级、女王座椅、音乐头枕等赋予更先进的产品功能
- **应用车型**：一汽红旗HS系列车型音乐头枕、蔚来ES8女王座驾等

图：乘用车座椅功能不断升级



资料来源：中信建投

乘用车座椅：新车型卖点开始主打座椅

- **宣传热点**：许多主机厂已经意识到座椅的消费属性所带来的价值加成；因此在推广新车型时，厂商在宣传过程中会强调座椅配置，将其作为内饰重要卖点之一推向消费者。

图：座椅成为厂商宣传重点



蔚来 ET7

环抱式扶手、飞航式头枕、全系标配前后排座椅加热、通风、按摩等配置



凯迪拉克 LYRIQ

沉浸式双扬声器头枕，包含QuantumLogic环绕声技术以及Acoustic Lens声学校镜



小鹏 G3i

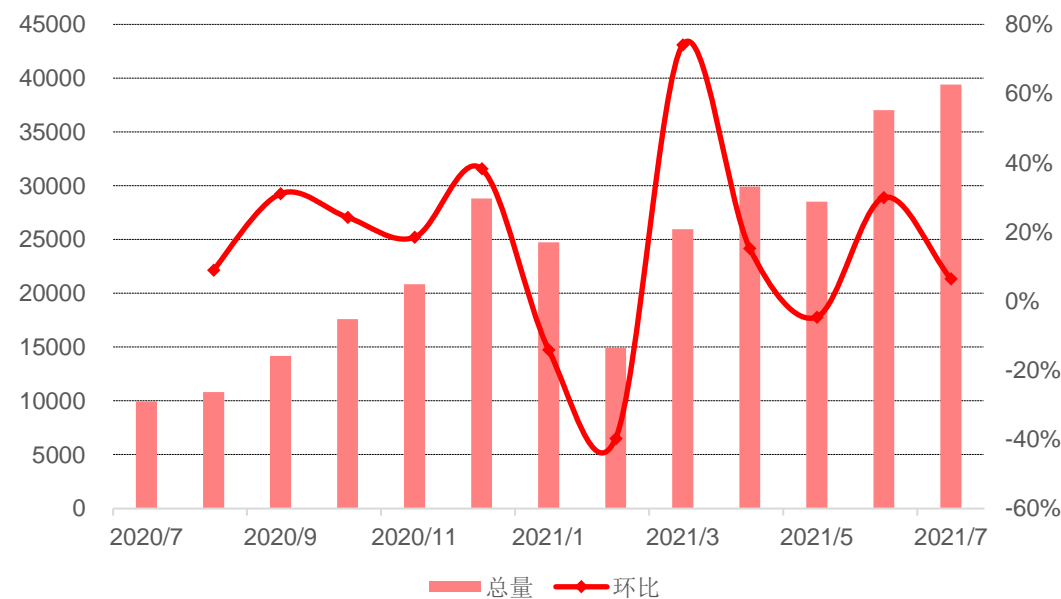
Nappa座椅、座椅加热/通风、电动腰托调节等功能

资料来源：各公司官网，中信建投

国产化破局：降本压力及新势力配套新理念

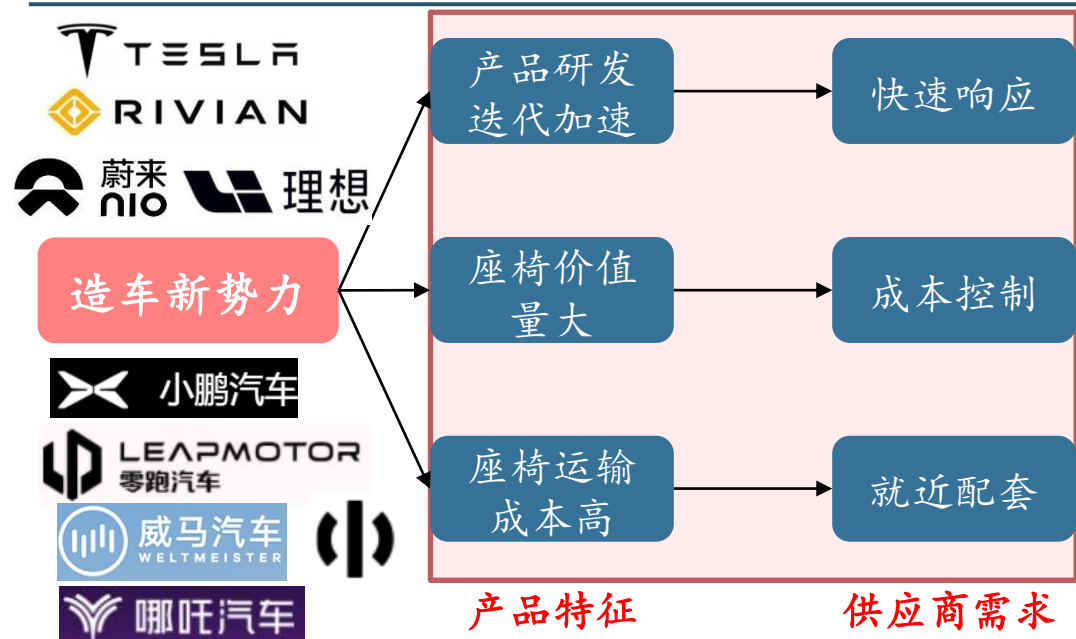
- **供应链现状**：传统车企OEM已与座椅供应商建立了长期稳定的配套关系，表现为就近建厂、合资持股等形式，整零配套关系具备较强客户粘性
- **破局条件**：电动智能化推动汽车行业迎来百年未有之大变革，造车新势力对座椅供应商快速响应、成本控制及就近配套等需求提升，这为继峰等行业新进入者切入创造了条件
- **典型案例**：造车新势力新车型SOP周期相对传统车企平均2年缩短至1.5年，产品新功能迭代要求高；在新项目未大规模起量的背景下要求供应商就近建厂配套，外资座椅龙头响应及内部决策效率不及继峰等民企

图：造车新势力新能源车国内月度销量走势（单位：辆）



资料来源：WIND，中信建投

图：造车新势力乘用车座椅供应链需求特征



资料来源：中信建投

国产化破局：座椅就近配套属性显著，全球布局利于破局

- **供应链现状**：乘用车座椅体积大、运输成本高且易损耗，车企OEM一般要求供应商就近建厂配套；目前安道拓、李尔等外资座椅供应商在长春、北京、武汉、上海等多个汽车制造基地均设立厂房配套
- **继峰优势**：公司在国内甚至全球都有多个生产中心，可以快速设计并建成新生产线来配合主机厂；2021年9月，公司公告引入合肥国资战略投资建设肥东乘用车座椅生产基地

图：传统座椅厂与主机厂就近配套供应链分析

地点	主机厂	当地座椅厂
长春	一汽系	富维安道拓、李尔长春、佛吉亚旭阳
北京	北汽系	安道拓、北汽李尔、北汽佛吉亚
重庆	长安系	重庆安道拓、重庆李尔长安、佛吉亚
武汉	东风系	延锋(武汉)、东风李尔、佛吉亚(武汉)
上海	上汽系	安道拓(上海)、上海李尔、上海佛吉亚
广州	广汽系	广州安道拓、广州李尔、佛吉亚(广州)

资料来源：公司官网，中信建投

图：继峰格拉默基地落户合肥

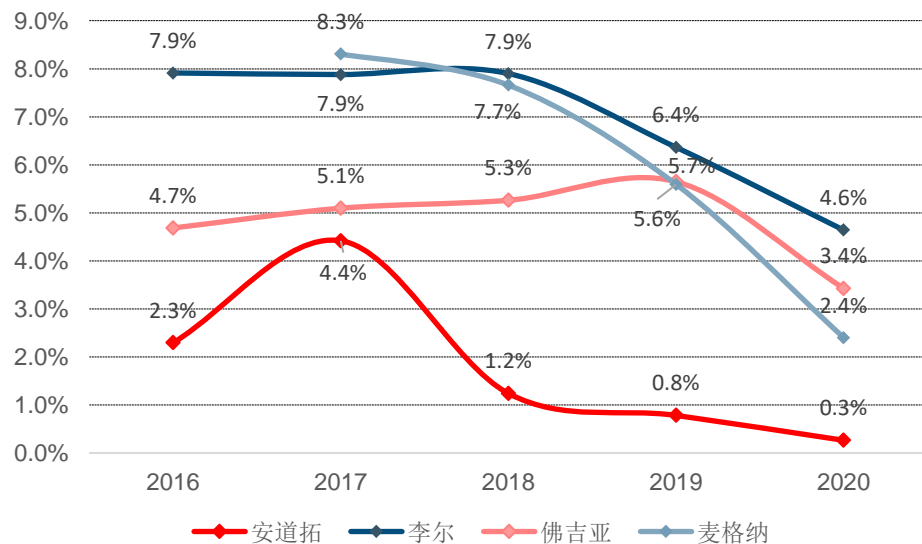


资料来源：幸福肥东，中信建投

国产化破局：海外厂商盈利较弱且逐渐剥离

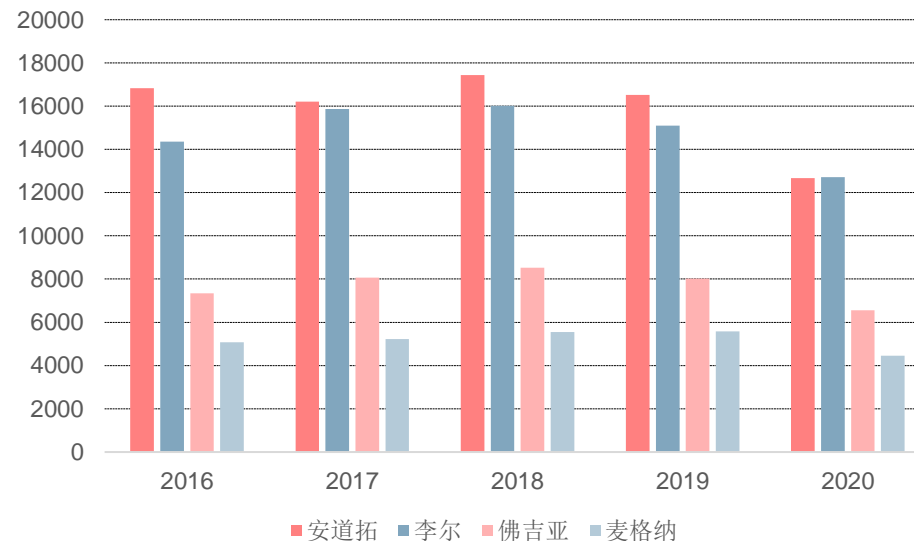
- **盈利现状**：目前外资座椅供应商盈利能力持续下降，安道拓等处于盈亏平衡线附近，2020年李尔全球座椅业务营业利润率约4.6%，预计中国区约10%附近
- **继峰优势**：本土汽车座椅内饰龙头，本部毛利率常年维持35%左右，净利率15%以上，具备较强的经营效率及成本控制能力

图：外资座椅厂商近年营业利润率



资料来源：WIND，中信建投

图：外资座椅厂商营业收入（单位：百万美元）



资料来源：WIND，中信建投

国产化破局：海外厂商盈利较弱且逐渐剥离

- 海外汽车零部件厂商需在“新四化”上保持大额的研发投入和人员储备，海外零部件企业具备逐步剥离盈利能力较弱、工艺流程较长，技术门槛较低的内饰部门的倾向
- 汽车内外饰行业具备劳动密集且工艺链较长的行业属性，本土汽零厂商人工成本优势显著且产业链完善程度较高，欧美供应商分工明确外购率高，且人工成本较高，费用较为刚性，因此本土汽零厂商具有较强的成本控制能力

表：海外汽车内外饰零部件公司并购

公告日期	标的公司	收购方	汽车系统
2020-09-14	Motus 德国	诺博汽车系统	智能座舱
2018-07-13	Motus	岱美股份	遮阳板相关资产业务
2018-05-29	格拉默	继峰股份	内饰、商用车座椅
2018-04-12	日本高田	均胜电子	安全气囊等业务
2017-09-29	小糸车灯	华域汽车	车灯
2013-08-14	延锋内饰	华域汽车	内外饰

资料来源：公司公告，中信建投

国产化破局：成本控制能力优于外资

- **传统业务协同**：继峰传统业务为座椅头枕、扶手等部件，而座椅Tier1大多外采
- **其他**：座椅骨架、调角器及滑轨等部件涉及到的冲压件模具以及座椅发泡模具，继峰可自制或自研降本；此外，继峰的生产及研发人员薪资低于外资Tier1

图：乘用车座椅配件拆分



表：继峰自产配件降低成本

座椅配件	继峰成本优势
头枕	对座椅厂商说，头枕是外包的，且多数正是发给继峰和格拉默
面套	继峰可以自己做且没有额外的采购，可以取得利润同时也可以摊销成本
扶手	扶手也是继峰传统业务，可以自研自产，无需负担外购成本溢价
发泡	公司拥有先进的发泡工艺和配方技术，可根据要求自行配制生产所需的头枕泡沫配方，原材料采购相对较为灵活，采购价格相对较低
冲压件	继峰扶手方面也涉及冲压件，所以没有额外的投入

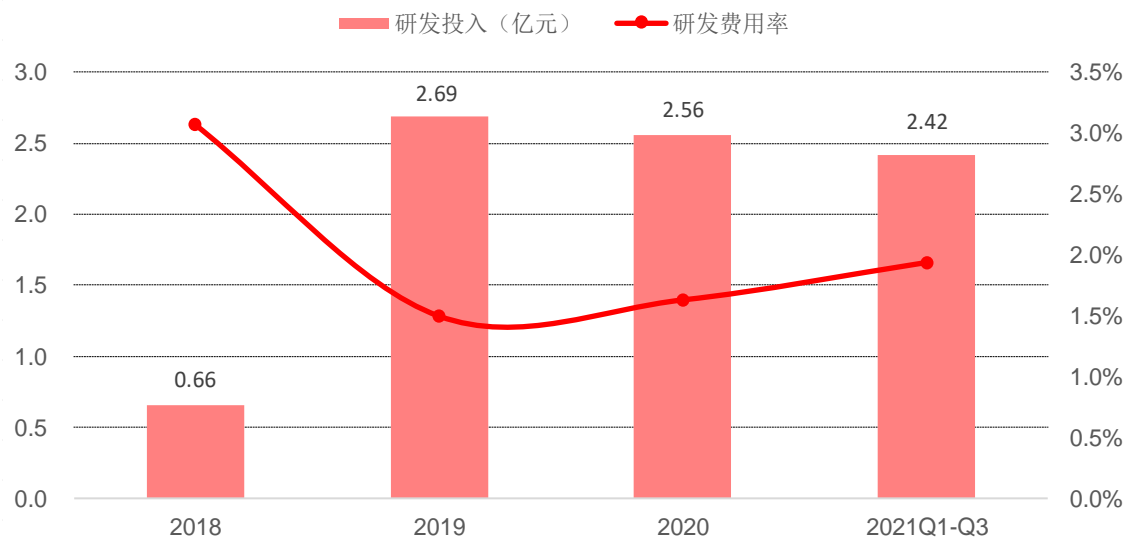
资料来源：延锋座椅官网，继峰年报，中信建投

资料来源：继峰年报，中信建投

国产化破局：研发持续投入，商用转乘用有行业案例

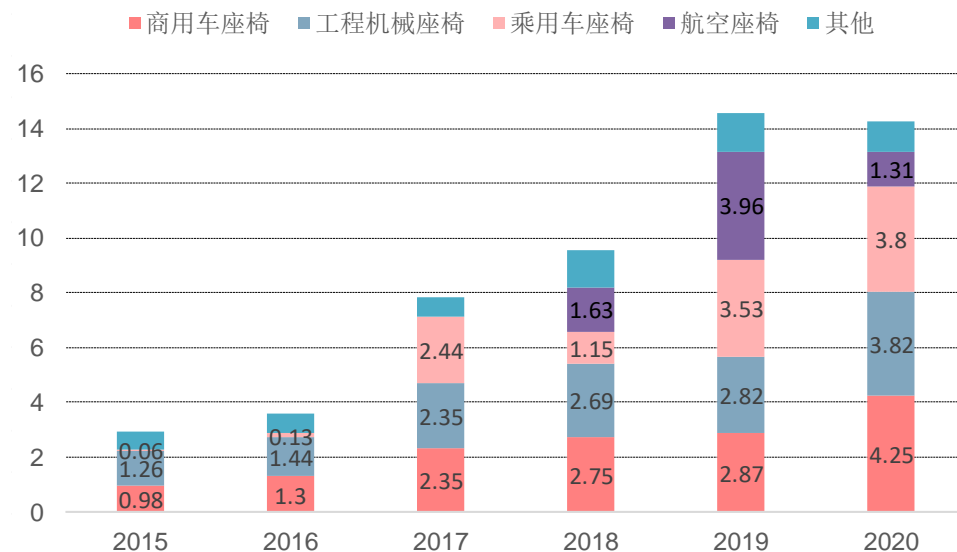
- **研发投入**：近两年在行业承压的背景下，继峰仍持续加码研发投入，2021年前三季度研发投入为2.42亿元，同比增长51%，其中乘用车座椅新业务是投入重点
- **行业案例**：继峰子公司格拉默在商用车座椅领域积淀深厚，国内座椅供应商从商用拓展乘用当前已有天成自控成功案例，其目前已进入上汽集团等车企供应链，2020年乘用车座椅业务实现营收3.8亿元

图：继峰股份近年研发投入



资料来源：WIND，中信建投

图：天成自控历年营收分布（单位：亿元）



资料来源：WIND，中信建投

国产化进展：定点某主流造车新势力从0到1获得突破

- **客户拓展进度**：2021年10月11日继峰发布公告称，公司成为某造车新势力品牌主机厂的座椅供应商，将为客户开发、配套新能源汽车座椅产品，完成了乘用车座椅业务从0到1的突破，该项目将于2023年初开始供应；2022年公司有望再实现造车新势力定点突破，传统车企客户也有望逐步突破。该项目实现座椅配套安全体系背书，同时建立产能有望持续突破其他客户

图：继峰乘用车座椅定点新势力公告

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。
- 公司后续开发的乘用车座椅产品须达到客户关于乘用车座椅的各项要求，本次项目可能会出现在开发或制造过程中由于各种原因导致项目终止或客户不与公司签订量产框架协议等情况。本次项目配套存在一定的不确定性。

提纲

- 一. 前言：汽车零部件成长路径及投研框架
- 二. 公司概况：优质的汽车座椅零部件隐形冠军
- 三. 对外整合：收购全球商用车座椅总成商，整合确定性与弹性显著
- 四. 内部新成长：乘用车座椅空间大好突破，获新势力订单助力从0到1
- 五. 盈利预测

盈利趋势：格拉默盈利修复+乘用车座椅业绩释放

表：继峰股份盈利预测

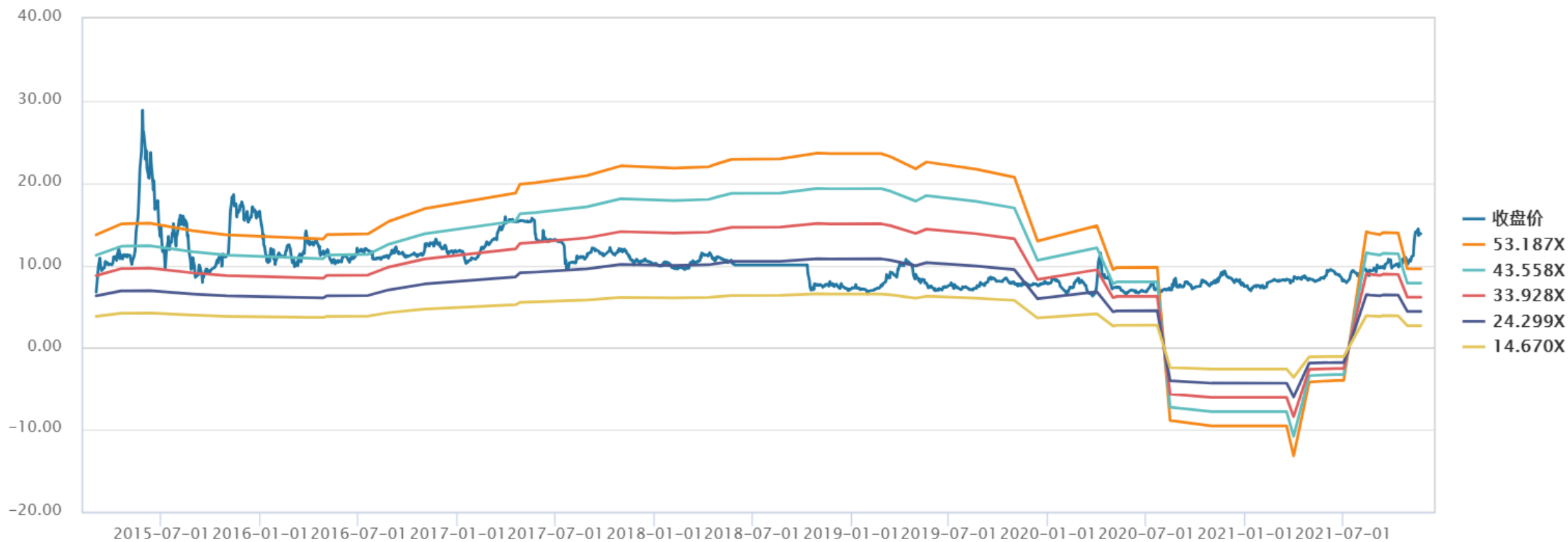
		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
继峰本部	毛利率	33.2%	32.6%	34.2%	30.4%	32.5%	31.5%
	头枕扶手	34.0%	34.7%	36.7%	32.5%	34.0%	34.0%
	乘用车座椅						25.0%
	其他(含出风口)	22.5%	22.0%	22.0%	20.0%	25.0%	26.0%
	净利率	14.7%	9.8%	9.8%	6.1%	10.0%	10.0%
格拉默	毛利率	11.38%	11.35%	7.32%	11.50%	13.80%	14.00%
	净利率	1.25%	1.82%	-3.76%	0.53%	2.52%	3.35%
合计	毛利率	33.2%	15.6%	13.6%	14.02%	16.29%	16.63%
	净利率	14.68%	2.01%	-2.16%	1.27%	3.51%	4.35%
继峰本部(万元)	营业收入	215,135	214,098	214,710	231,886	249,286	306,745
	毛利润	71,339	69,796	73,431	70,493	80,905	96,679
	净利润	31,575	21,040	20,960	14,043	24,929	30,675
	同比增速		-33.4%	-0.4%	-33.0%	77.5%	23.0%
格拉默(万元)	营业收入	1,453,755	1,586,028	1,358,565	1,506,794	1,621,721	1,734,438
	毛利润	165,431	178,932	98,644	173,281	223,798	242,821
	净利润	18,201	28,794	-51,149	7,986	40,786	58,017
	同比增速		58.2%	-277.6%	扭亏	410.7%	42.2%
合计(万元)	营业收入	215,135	1,800,126	1,573,275	1,738,681	1,871,007	2,041,183
	营业成本	143,805	1,519,694	1,359,836	1,494,906	1,566,304	1,701,683
	毛利润	71,330	280,431	213,439	243,775	304,703	339,500
	净利润	31,575	36,165	-34,048	22,029	65,715	88,691
	少数股东损益	1,337	6,396	-8,225	1,900	5,398	7,573
	归母净利润	30,239	29,770	-25,823	20,129	60,317	81,118
	同比增速		-1.55%	-186.74%	扭亏	199.65%	34.49%

资料来源：公司公告，中信建投

估值研判：乘用车定点抬升估值中枢

- **估值复盘**：公司市盈率指标主要受行业景气及新业务进展影响，2015-2017年乘用车行业高景气下估值中枢约40倍，2018年行业周期下行后估值中枢下探至24倍，2021年10月公司公告乘用车座椅新业务客户定点叠加零部件行业景气预期，公司估值快速抬升

图：继峰股份PE-Band走势



资料来源：Wind，中信建投

投资建议：盈利拐点及估值弹性兼备

- 我们预计2021-2023年继峰股份营收分别为174/187/204亿元，同比+10.5%/+7.6%/+9.1%；2022年格拉默盈利能力有望抬升，2023年乘用车座椅新业务业绩有望开始释放，预计2021-2023年公司净利润分别为2.01/6.03/8.11亿元，对应PE分别约77.8/26.0/19.3倍，给予增持评级。

图：产业链标的估值对比

证券名称	证券代码	股价（元）	市值（亿元）	EPS			PE		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
岱美股份	601689.SH	22.35	162	0.90	1.12	1.32	24.9	20.0	16.9
新泉股份	603179.SH	38.62	145	0.95	1.48	1.96	40.6	26.1	19.7
均胜电子	600699.SH	22.92	314	0.55	1.02	1.36	41.7	22.4	16.8
星宇股份	601799.SH	220.50	630	4.64	6.15	7.66	47.6	35.9	28.8
整体平均值							38.7	26.1	20.6
继峰股份	002540.SZ	14.28	157	0.18	0.55	0.74	77.8	26.0	19.3

资料来源：WIND，中信建投测算（注：股价采用2021.11.26收盘价，EPS采用WIND一致预测180天）

风险提示

- 第一点，格拉默整合进度不及预期；
- 第二点，乘用车座椅新业务客户拓展不及预期；
- 第三点，产业链缺芯及新冠疫情等因素导致汽车行业供需不及预期。

分析师介绍

何俊艺：汽车行业联席首席分析师，上海交通大学硕士，师从上海交通大学校长，汽车工程学院林忠钦院士。曾任职于国信证券，四年汽车行业研究经历，获得2019/2020年度新财富最佳分析师（第四），2017-2020年水晶球最佳分析师等荣誉，深度跟踪汽车零部件，整车板块。

程似骐：汽车行业首席分析师，上海交通大学车辆工程硕士，师从发动机所所长，曾任职于东吴证券、国盛证券，4年证券行业研究经验。2017年新财富第二团队核心成员，2020年新浪财经新锐分析师第一名团队。深度覆盖整车，零部件，把握智能化电动化浪潮，对智能驾驶全产业链最前沿研究，深度跟踪从产业链最上游车载芯片到下游最前沿的L4 的商业模式前沿演变。

陈怀山：上海交通大学机械工程硕士（汽车底盘方向）。曾任职于长江证券研究所，四年证券行业研究经验，2017、2019年新财富第一团队成员。2021年加入中信建投证券，对新能源车、零部件及整车等均有研究。

杨耀先：上海交通大学机械工程学士、硕士。曾就职于上汽集团前瞻技术研究部，两年汽车研发经历。此后加入券商研究所，两年汽车行业研究经历。2021年加入中信建投，对整车、零部件、新能源车、智能化均有研究。

陶亦然：澳大利亚国立大学金融学硕士，IT和金融学双学士，五年证券行业研究经验。历任银河证券中小盘、汽车行业研究员，2018年加入中信建投证券，2018/19年万得金牌分析师团队核心成员，2019/20年新浪财经新锐分析师团队核心成员，2020年金牛最佳行业分析团队核心成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B
座12层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：李星星
邮箱：ixingxing@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号上海证券大
厦南塔21楼
电话：(8621) 6882-1612
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心B
座22层
电话：(86755) 8252-1369
联系人：陈培楷
邮箱：chenpeikai@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk