

## 继峰股份 (603997.SH) 业绩改善，格拉默赋能打开乘用车座椅成长空间

2022年03月17日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

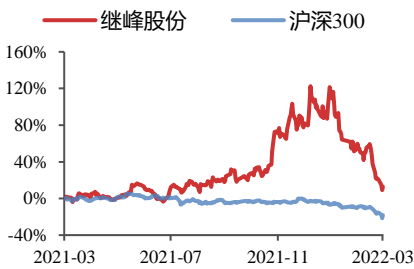
邓健全（分析师）

dengjianquan@kysec.cn

证书编号：S0790521040001

日期	2022/3/16
当前股价(元)	9.18
一年最高最低(元)	19.40/7.80
总市值(亿元)	102.74
流通市值(亿元)	80.86
总股本(亿股)	11.19
流通股本(亿股)	8.81
近3个月换手率(%)	95.01

### 股价走势图



数据来源：聚源

### ● 业绩改善，格拉默赋能打开乘用车座椅成长空间

宁波继峰股份是国内领先的座舱内饰件供应商，2019年收购德国汽车内饰巨头格拉默，产品矩阵从扶手、头枕扩展至中控系统、座椅总成等，单车价值量有所提升。疫情等原因致2020年格拉默业绩表现不佳，但2021年业绩改善实现盈利。继峰股份于2021年10月公告获得头部造车新势力座椅订单，实现乘用车座椅总成供应从0到1的突破，打开乘用车座椅成长空间。同时公司积极布局内饰新品新技术，隐藏式出风口获得多家客户定点，内饰产品获蔚来ET5订单，未来有望贡献业绩增量。我们预计2021-2023年公司营收为174.50、187.25、208.14亿元，归母净利润为1.59、4.34、6.93亿元，EPS为0.14、0.39、0.62元/股，对应当前股价PE为64.7、23.7、14.8倍。我们认为座椅业务或将为公司带来全新的增长空间，首次覆盖给予“增持”评级。

### ● 继峰股份格拉默强强联合，座椅及内饰巨头呼之欲出

继峰股份2019年斥资37.54亿收购德国汽车内饰巨头格拉默84.23%股份，实现全球业务布局，产品实现多品类拓展，产品均价有所提升。格拉默内部推行降本增效，继峰股份赋能开源节流，2021年格拉默业绩实现扭亏为盈，毛利率恢复至疫情前水平。格拉默目前过半收入来自欧洲市场，通过继峰股份进一步拓展国内业务网络，成长空间逐步打开。

### ● 多项座舱新品新技术获定点，座椅等贡献业绩增量

格拉默商用车座椅获得国内多款中/重卡车型订单，继峰股份乘用车座椅实现从0至1的突破，扶手、中控、出风口等获得蔚来ET5订单。公司积极布局乘用车座椅、中控系统、座椅扶手、音响头枕、3D glass玻璃技术等智能座舱新品新技术，其中3D glass获宝马定点，隐蔽式出风口获大众、吉利、长城、蔚来等客户定点，延展金属技术获奔驰定点，乘用车座椅等产品有望贡献业绩增量。

● **风险提示：**乘用车销量不及预期、客户拓展进程不及预期、原材料价格大幅上涨等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18,001	15,733	17,450	18,725	20,814
YOY(%)	736.7	-12.6	10.9	7.3	11.2
归母净利润(百万元)	298	-258	159	434	693
YOY(%)	-1.6	-186.7	-161.5	173.5	59.6
毛利率(%)	15.6	13.6	14.8	15.9	16.7
净利率(%)	1.7	-1.6	0.9	2.3	3.3
ROE(%)	7.4	-7.5	4.2	10.7	14.6
EPS(摊薄/元)	0.27	-0.23	0.14	0.39	0.62
P/E(倍)	34.5	-39.8	64.7	23.7	14.8
P/B(倍)	2.3	2.4	2.3	2.2	1.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 继峰股份：国内头枕及扶手龙头，并购丰富产品矩阵.....	4
1.1、 头枕及扶手起家，收购格拉默丰富产品线 .....	4
1.2、 全球整合稳步推进，盈利能力逐步改善 .....	6
2、 继峰股份与格拉默强强联姻，座椅与内饰巨头呼之欲出.....	7
2.1、 收购格拉默，继峰股份实现全球化 .....	7
2.2、 继峰股份助力格拉默拓展国内市场，获头部商用车订单.....	8
2.3、 产品多品类拓展，产品价值量提升 .....	9
2.4、 格拉默内部降本增效，继峰股份赋力开源节流.....	10
3、 格拉默赋能，打开乘用车座椅等成长空间 .....	11
3.1、 乘用车座椅业务打开成长空间，内饰业务拓宽产品矩阵.....	11
3.1.1、 获得造车新势力座椅订单，乘用车座椅成长空间打开.....	11
3.1.2、 获得蔚来 ET5 内饰供货，拓宽产品矩阵.....	12
3.2、 布局乘用车智能座舱，多项产品获定点 .....	12
4、 盈利预测与投资建议 .....	15
5、 风险提示 .....	17
附：财务预测摘要 .....	18

## 图表目录

图 1：继峰股份 2019 年收购格拉默丰富产品线 .....	4
图 2：公司客户资源优质 .....	5
图 3：2019 年收购格拉默后营收大幅增加（亿元） .....	6
图 4：2021 年前三季度格拉默实现扭亏为盈（亿元） .....	6
图 5：2021 年上半年公司海外毛利率改善 .....	6
图 6：公司费用结构逐步优化 .....	7
图 7：2020Q3 后公司资产负债率稳步下降 .....	7
图 8：收购格拉默后全球业务网络 .....	7
图 9：格拉默商用车 Roadtiger 座椅获得“红点设计大奖” .....	8
图 10：格拉默与一汽哈尔滨轻型车厂成立合资公司 .....	8
图 11：收购格拉默后产品矩阵更丰富 .....	9
图 12：2020 年格拉默业务收入分布 .....	9
图 13：收购后公司产品销售均价有所提升（元） .....	9
图 14：格拉默营收稳健增长 .....	10
图 15：2021H1 格拉默毛利率边际改善 .....	10
图 16：格拉默各区域业务中亚太区占比较低 .....	11
图 17：2020 年全球乘用车座椅市场份额集中度较高 .....	11
图 18：蔚来 ET5 隐藏式出风口等内景图 .....	12
图 19：蔚来 ET5 中控系统、前排扶手等内景图.....	12
图 20：蔚来 ES8 智能座舱内景图.....	13
图 21：理想 ONE 智能座舱内景图 .....	13
图 22：格拉默上海车展期间“PURE”概念展示.....	13
图 23：隐藏式电动出风口内景图 .....	14
图 24：隐藏式出风口定点客户 .....	14

---

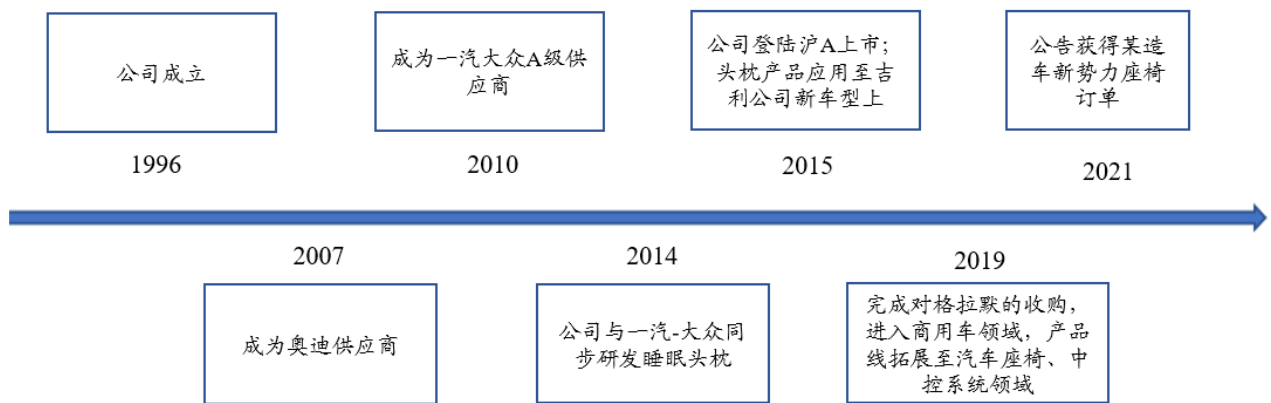
图 25: 长安 UNI-K 配备的音响头枕 .....	14
图 26: 移动中控室系统和扶手 .....	15
图 27: 移动中控系统和扶手多功能可变空间 .....	15
表 1: 继峰股份产品种类丰富 .....	4
表 2: 公司营收拆分及预测 (亿元) .....	16
表 3: 可比上市公司估值 (PE/PEG) .....	16

## 1、继峰股份：国内头枕及扶手龙头，并购丰富产品矩阵

### 1.1、头枕及扶手起家，收购格拉默丰富产品线

宁波继峰汽车零部件股份有限公司成立于1996年，是国内领先的座舱内饰件供应商。公司主营业务是汽车内饰产品，包括头枕、扶手、支杆、功能性塑料件的研发、生产和销售。2019年公司斥资37.54亿元收购德国百年汽车内饰巨头格拉默，产品线拓展至汽车座椅总成、中控系统领域。

图1：继峰股份2019年收购格拉默丰富产品线



资料来源：公司年报、开源证券研究所

公司传统产品包括头枕、扶手、支杆、功能性塑料件等汽车内饰件，收购德国汽车内饰巨头格拉默后，产品矩阵更加丰富，涵盖头枕、扶手、中控系统、座椅等。

表1：继峰股份产品种类丰富

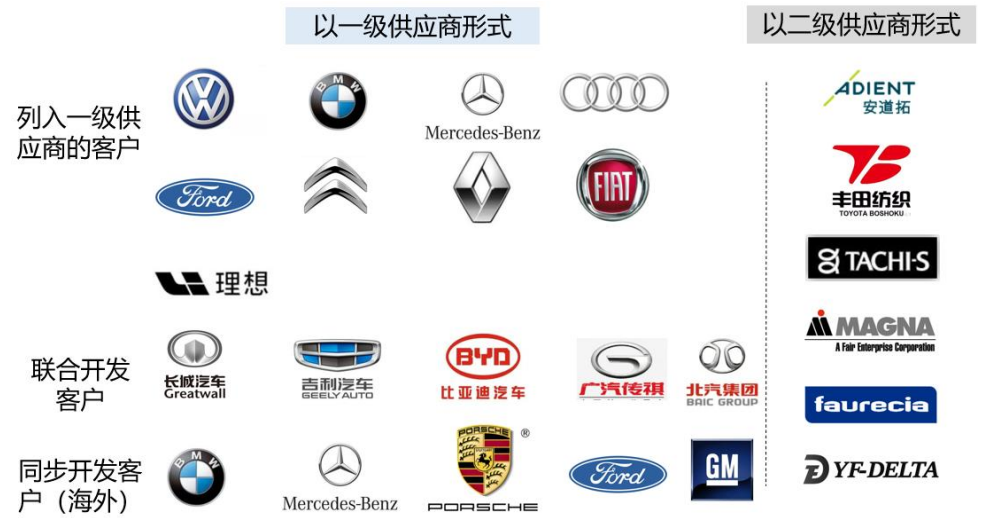
类别	产品	图片	配套客户
乘用车产品	头枕		奥迪、宝马、菲亚特克莱斯勒、戴姆勒、捷豹路虎、斯柯达、丰田、大众、一汽大众、华晨宝马、一汽丰田、东风日产、上汽通用、吉利汽车等
	座椅扶手		奥迪、宝马、菲亚特克莱斯勒、戴姆勒、福特、捷豹路虎、通用汽车、大众、一汽大众、华晨宝马、凯迪拉克、一汽丰田、东风本田、长城、吉利等
	中控系统		奥迪、宝马、菲亚特克莱斯勒、戴姆勒、福特、捷豹路虎、通用汽车、大众、一汽大众、华晨宝马、凯迪拉克、一汽丰田、东风本田、长城、吉利等

	其他内饰件		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
	功能型塑料件		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
商用车产品	商用车座椅		农业机械和建筑机械座椅的主要客户有 AGCO、卡特彼勒、CLAAS、CNH、迪尔公司、久保田、利勃海尔等；卡车和房车座椅的主要客户有戴姆勒、福特卡车、MAN、帕卡、上汽集团、陕汽等；物料运输车和草坪车座椅的主要客户有皇冠、现代、永恒力、凯傲、曼尼通、丰田
	公共交通座椅		轨道交通和公共汽车座椅的主要客户有阿尔斯通、庞巴迪、大宇、德国联邦铁路、西门子、斯塔德勒等。

资料来源：公司年报、开源证券研究所

公司已与全球主要整车厂商建立了产品开发和配套供应关系。客户包括奥迪、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；一汽、上汽、东风、长城、红旗、比亚迪、吉利汽车等国内自主品牌；特斯拉、小鹏、蔚来、理想等新能源造车新势力。

图 2：公司客户资源优质

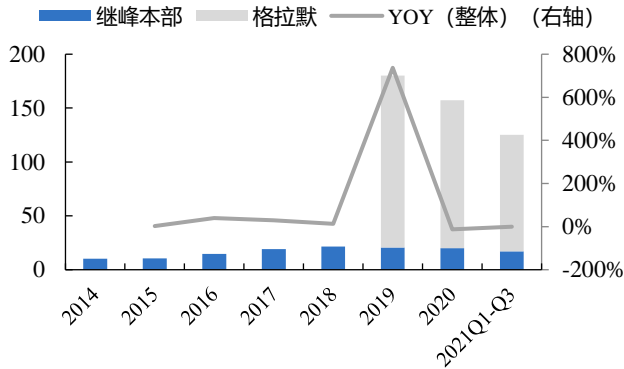


资料来源：公司年报、开源证券研究所

## 1.2、全球整合稳步推进，盈利能力逐步改善

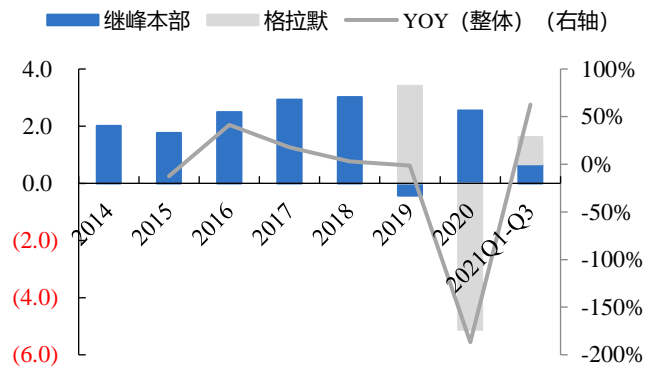
2019 年公司收购格拉默并表致营收规模大幅增长，2021 年业绩扭亏为盈。2019 年公司完成对格拉默的收购，营业收入从 2018 年的 21.51 亿元大幅增至 2019 年的 180.01 亿元，同比+736.9%。2020 年因疫情等因素影响，公司整体营收 157.32 亿元，同比-13.6%，格拉默净利润出现亏损；公司 2021 年前三季度营收 125.05 亿元，同比+13.7%，实现净利润 1.62 亿元，同比扭亏为盈，经营状况边际改善。

图 3：2019 年收购格拉默后营收大幅增加（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

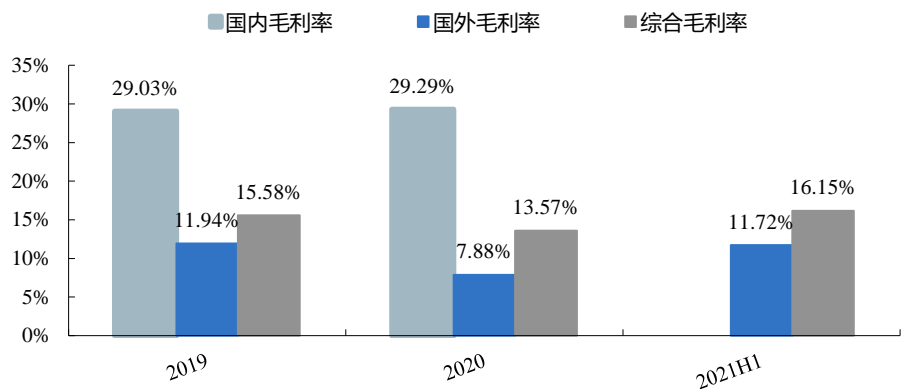
图 4：2021 年前三季度格拉默实现扭亏为盈（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

全球整合稳步推进，毛利率逐步改善。2020 年开始公司推进全球整合，对格拉默进行组织架构调整，并按照既定战略计划进行降本增效、客户和产品协同、研发和技术协同。2021 年上半年公司整体毛利率 16.15%，同比+2.58pct，国外毛利率已基本恢复至疫情前水平。

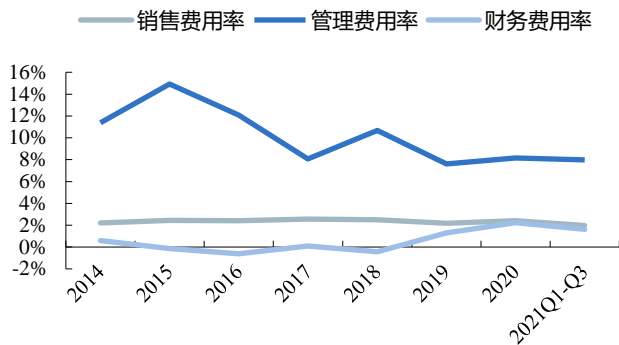
图 5：2021 年上半年公司海外毛利率改善



数据来源：公司年报、开源证券研究所

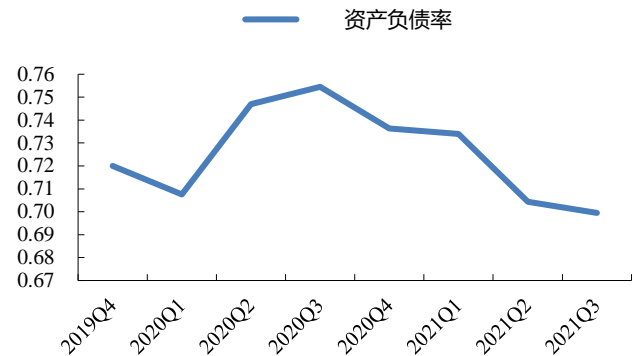
期间费用率、资产负债率稳步下降。2014-2020 年，公司三费率由 14.2% 降至 11.6%；2019 年公司收购格拉默后，资产负债率有所提升，2020Q3 后，公司优化资产结构，资产负债率稳步下降，从 2020Q3 的 75.5% 下降至 2021Q3 的 70.0%。

图 6：公司费用结构逐步优化



数据来源：Wind、开源证券研究所

图 7：2020Q3 后公司资产负债率稳步下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、继峰股份与格拉默强强联姻，座椅与内饰巨头呼之欲出

### 2.1、收购格拉默，继峰股份实现全球化

格拉默于 1880 年成立，经过上百年发展，已成为一家覆盖全球市场的跨国集团。格拉默业务分为乘用车业务和商用车业务，2020 年乘用车、商用车领域营收占比分别为 68.2%、31.8%。在乘用车业务领域，格拉默主要为定位于高端市场的主机厂和一级供应商提供头枕、扶手、中控系统、功能塑料件及内饰件等产品。在商用车领域，格拉默已成为商用车座椅标准制定者，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。

继峰股份 2019 年斥资 37.54 亿收购格拉默 84.23% 股份，顺利实现全球业务布局。格拉默在全球 20 个国家拥有将近 70 家控股子公司，形成了全球生产、物流和营销网络，能为客户提供属地化的研发、生产、物流等服务，提升快速响应能力。收购格拉默集团后，公司拥有核心技术专利近 2000 项，研发人员近 1000 人，在中国、印度、美国、墨西哥、巴西、比利时、德国、捷克、土耳其等国建有多个研发中心，形成了覆盖全球的研发和生产网络。

图 8：收购格拉默后全球业务网络



资料来源：公司官网

## 2.2、继峰股份助力格拉默拓展国内市场，获头部商用车订单

格拉默是商用车座椅全球领导者，座椅产品丰富，Roadtiger 荣获红点设计大奖。格拉默是全球商用车、农机及工程机械座椅的领军企业，产品品类丰富。公司的 Roadtiger 座椅在设计、人体工程、舒适度和安全性方面都表现优秀，摘得了 2019 年红点设计大奖桂冠。Roadtiger 座椅具有气动悬挂、前后调节、气动腰部调节、气动肩部调节、可调式减震器、自动温控系统、自动重量调整、两步座椅加热、靠背释放轨道、安全带高度调节、可调节靠背支撑等多种功能，满足驾驶的舒适和疲劳调节需求。

图 9：格拉默商用车 Roadtiger 座椅获得“红点设计大奖”



资料来源：公司官网

在继峰股份的促进下，格拉默 2021 年与一汽集团哈尔滨轻型车厂成立商用车座椅合资公司。该项目主要产品为一汽解放高端商用车座椅及全系列智能家居驾驶舱和相关零部件。项目规划为两期共 20 万辆产能，一期产能 10 万台套，合资企业选择格拉默集团 MSG 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，合资公司自签约后仅 195 天即实现首台座椅下线。

图 10：格拉默与一汽哈尔滨轻型车厂成立合资公司



资料来源：中国卡车网



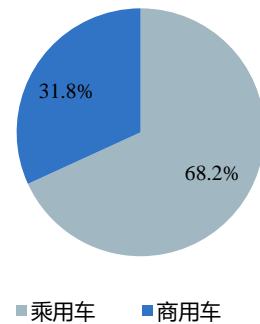
## 2.3、产品多品类拓展，产品价值量提升

收购格拉默后，公司产品实现多品类拓展。收购格拉默之前，公司的主要产品有乘用车座椅头枕、扶手等，收购格拉默主要产品拓展至乘用车中控系统、内饰部件、创新性的热塑解决方案及商用车座椅等领域。公司从单一产品，横向拓展至中控系统、内饰部件及商用车座椅等。

图 11：收购格拉默后产品矩阵更丰富



图 12：2020 年格拉默业务收入分布

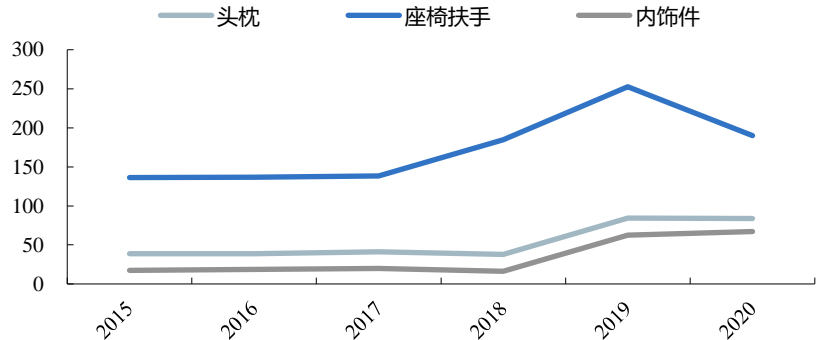


资料来源：公司官网、公司年报、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

收购格拉默之后，产品单件价值提升。根据公司年报，总体来看，2018 年收购前单件平均价值 43.4 元，2019 年收购后单件平均价值 80.9 元。分产品来看，2018 年头枕产品单件价值为 34.7 元，2019 年单件价值提升至 84.4 元；2018 年座椅扶手单件价值 139.22 元；2019 年单件价值提升至 252.6 元；2018 年支杆、塑料等内饰件平均单件价值 16.21 元；2019 年收购后平均单件价值提升至 60.2 元。2020 年商用车座椅销售额 42.77 亿元，销售 844.57 万件，单件价值 2972 元。

图 13：收购后公司产品销售均价有所提升（元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.4、格拉默内部降本增效，继峰股份赋力开源节流

格拉默将全球业务拆分成三个独立经营区，进行独立结算。2020年4月，乘用车4个产品部门合并为乘用车部门，以乘用车、商用车两大业务部门面对客户，提升了同一业务单元协同和快速反应能力。组织架构由德国总部垂直化管理模式，调整为美洲、欧洲及非洲、亚太三个主要经营区域独立决策、独立财务核算、独立运营的扁平化管理模式，给予三个业务板块更高的自主决策权。新机制在2020年疫情时确保了中国区对本地市场的变化做出快速反应，确保了格拉默中国区2020年的优异表现。

**格拉默进行内部降本增效改革。**格拉默管理层开始推动全公司实行全面结构性降本增效措施，包括降低采购成本、优化物流和仓储、控制品质损失、降低管理费用（包括裁员等措施）、优化财务和税费结构、提升下属工厂的管理效率（通过设定成本控制指标、配套激励机制、调整工厂规模等措施）等。

**2020年3月继峰股份与格拉默签订了联合采购协议，提升成本控制能力。**公司将在模具、支杆、泡沫发泡料等生产资料和物料上的优势赋能格拉默，降低采购成本，从而提高毛利率水平。**格拉默业绩扭亏，毛利率恢复至疫情前水平。**格拉默2011年至2019年间营收CAGR为7.51%，净利率均值为2.05%。2020年受疫情影响，营收下降16.08%，净利率为-3.78%。2020年下半年以来，格拉默营收、毛利均边际改善，2021年半年报毛利率提升至12%，接近疫情前平均水平。

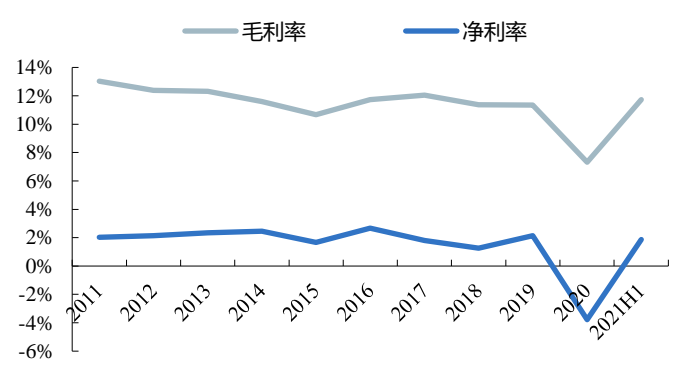
**双方强强联合，相互赋能，为对方导入了新的客户群。**在商用车座椅领域，格拉默在欧洲市场份额位列第一，但在国内市场份额较低，尤其在中国重卡座椅领域，2019年只占国内市场份额的4.1%，2020年提升到6.1%。2020年报告期内，公司协助格拉默逐步展开与国内大型重卡生产厂商的合作，在国内重卡座椅市场持续取得新的突破。2020年格拉默中国区新获得了一汽青岛、一汽解放、福田、陕汽等客户的订单，国内重卡座椅销售收入同比增长77.3%。

图 14：格拉默营收稳健增长

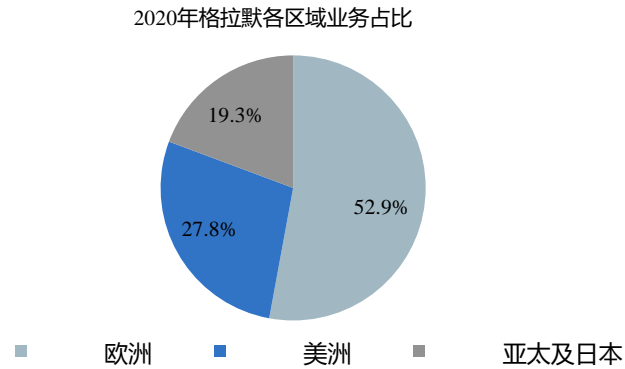


数据来源：Wind、开源证券研究所

图 15：2021H1 格拉默毛利率边际改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图 16：格拉默各区域业务中亚太区占比较低**


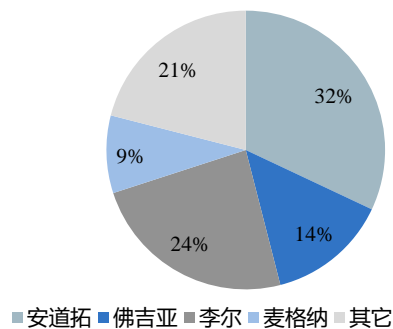
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、格拉默赋能，打开乘用车座椅等成长空间

#### 3.1、乘用车座椅业务打开成长空间，内饰业务拓宽产品矩阵

##### 3.1.1、获得造车新势力座椅订单，乘用车座椅成长空间打开

汽车座椅产业链大致分为三级，公司现有业务集中在二级，逐步往一级总成供应商拓展。一级供应商为座椅总成厂商，主要采购关键零部件，制造座椅总成，并提供供给汽车整车厂商。全球乘用车座椅行业主要被安道拓、李尔、丰田纺织、麦格纳和佛吉亚等企业所垄断，二级供应商负责座椅系统关键零部件的生产制造，如座椅头枕、座椅扶手等配套零部件，三级供应商主要负责二级供应商部分零部件或部分工序的加工，以代工、外协为主。公司乘用车产品主要为座椅头枕、座椅扶手、中控系统及塑料内饰件等，是细分市场中的重要企业。

**图 17：2020 年全球乘用车座椅市场份额集中度较高**


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

公司依托格拉默在商用车座椅领域的积累，拓展乘用车座椅业务具有技术、成本和客户资源优势。公司乘用车座椅头枕、扶手配套规模领先，覆盖大众、福特、

宝马、上汽、吉利等全球主要客户。格拉默作为商用车座椅领域的领军企业，赋予公司较强的研发和生产能力。公司于2021年10月11日公告获得某头部造车新势力座椅订单，实现在乘用车座椅总成供应从0到1的突破。

### 3.1.2、获得蔚来 ET5 内饰供货，拓宽产品矩阵

公司获得蔚来 ET5 内饰订单，单车价值量约 2000 元。12 月 10 日，公司在投资互动平台回复投资者问询，公司向蔚来 ET5 供货范围为后排头枕、前后排扶手、中控系统、隐藏式电动出风口等产品，合计单车价值 2000 元左右。

提供更智能化的中控系统与隐藏式出风口，以适应智能座舱整体环境。当前中控系统越来越集成化，同时兼顾制动系统按键、杯架、烟灰盒、储物等多项功能，并考虑设计美学和人机工程，为消费者提供更舒适、愉悦的使用环境。隐藏式出风口与传统出风口相比，制造工艺更复杂，需要镶嵌在仪表中，设计和制造工艺精度要求高、难度大，单件价值也显著提升。

图 18：蔚来 ET5 隐藏式出风口等内景图



资料来源：汽车之家

图 19：蔚来 ET5 中控系统、前排扶手等内景图



资料来源：汽车之家

## 3.2、布局乘用车智能座舱，多项产品获定点

智能座舱的发展趋势是让用户体验更舒适、可移动智能空间。随着汽车智能化的发展，智能座舱为用户提供更具舒适感的智能移动空间。智能座舱的产品和功能不断丰富，车载信息娱乐系统、全液晶显示系统、HUD、流媒体后视镜、座舱域控制器等功能连同舒适的座椅、中控等构成了智能座舱的环境。未来智能座舱将进一步向集出行、娱乐、社交、办公为一体的综合空间发展，相应的功能及产品也将进一步升级和迭代。

公司积极对现有业务进行产品升级，以适应智能驾驶和智能座舱的发展趋势。公司在现有的产品基础上升级研发了音响头枕、睡眠头枕、隐蔽式出风口、移动中控系统和扶手等，新研发了 3D Glass 玻璃技术、延展金属技术、微米级加工工艺技术，并推出“PURE”智能座舱防眩晕概念技术等。

**图 20：蔚来 ES8 智能座舱内景图**


资料来源：汽车之家

**图 21：理想 ONE 智能座舱内景图**


资料来源：汽车之家

公司全球首次提出“PURE”概念，打造优质智能座舱。2021年4月上海车展期间，格拉默率先提出“PURE”概念。该项目着眼于无人驾驶场景下的乘用车座舱设想，对汽车内部组件或移动工作场所的模块化设计要求进行研究，解决自动驾驶所造成的晕车问题，满足自动驾驶场景下的休闲以及工作的需求，为客户打造完全不同于现有模式的乘用车座舱。

**图 22：格拉默上海车展期间“PURE”概念展示**


资料来源：慧聪工程机械网

格拉默研发隐藏式出风口，获得多家客户定点。公司对传统产品进行智能化升级，提高产品附加值，推出的隐藏式新型电动出风口产品能够实现触摸控制、语音控制、自动扫风、自动调节等功能，顺应座舱智能化趋势。公司已完成了电动出风口产品相关专利的申请，先后获得了大众、吉利领克、长城汽车、蔚来等客户的定点。

图 23：隐藏式电动出风口内景图



资料来源：搜狐汽车

图 24：隐藏式出风口定点客户



资料来源：公司年报

公司与音频专家哈曼建立合作伙伴关系，共同开发音响头枕。公司立足于头枕业务，开发音响头枕以适应智能座舱业务升级，在结构、工艺等技术上均实现了新的突破和跨越，将音频系统集成到头枕中，为车辆乘员提供个性化音频服务。该产品同时具备听音乐、通讯私密性的功能。目前国产车中长安 UNI-K 和上海汽车 MG ONE 均已配备了音响头枕，后续其它品牌新款车型上市将会有越来越多的车型会选择配备音响头枕。此外，公司开发的睡眠头枕也应用到了迈腾车型。

图 25：长安 UNI-K 配备的音响头枕



资料来源：汽车之家

公司研发并推出应用于智能驾驶时代的移动中控系统和扶手。移动中控系统和扶手集多种功能于一体，拥有直观的人机交互界面操作系统，具有移动、触控、多功能可变空间等特点。区别于传统式中控系统和扶手，移动式中控系统和扶手可以进行空间的调节，适应乘坐者的差异化需求，同时具备触控等便捷性控制功能，储物箱具备多功能可变空间，为消费者提供更舒适的智能座舱环境。

**图 26：移动中控室系统和扶手**


资料来源：公司官网

**图 27：移动中控系统和扶手多功能可变空间**


资料来源：公司官网

#### 4、盈利预测与投资建议

**座椅总成：**公司公告获得某造车新势力座椅订单，乘用车市场实现从 0~1 的突破，公司有望逐步打开乘用车座椅市场，带来新的业务增量。我们预计 2021-2023 年公司座椅营收分别为 47.3 亿元、54.2 亿元、69.1 亿元，毛利率为 17.3%、19.2%、20.2%。

**汽车内饰：**公司获得蔚来 ET5 后排头枕、座椅扶手、中控系统、隐藏式出风口等订单，同时公司移动中控系统和扶手、3D glass、延展金属技术等多项乘用车技术先后获得定点。我们预计 2021-2023 年内饰业务收入分别为：57.6 亿元、60.7 亿元、63.9 亿元，毛利率为 10.6%、12.2%、12.9%。

**头枕：**公司积极开发音箱头枕、睡眠头枕等附加值更高的产品，有望发挥与格拉默的协同效应。我们预计 2021-2023 年公司头枕营收 44.0 亿元、45.7 亿元、47.6 亿元，毛利率为 15.6%、15.7%、15.8%。

**座椅扶手：**公司布局价值量更高的移动中控系统和扶手，并且积极开发电动车新客户。我们预计 2021-2023 年公司座椅扶手营收为 22.2 亿元、23.1 亿元、24.0 亿元，毛利率为 15.9%、16.0%、16.1%。

**表2：公司营收拆分及预测（亿元）**

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>座椅总成（亿元）</b>	<b>47.5</b>	<b>42.8</b>	<b>47.3</b>	<b>54.2</b>	<b>69.1</b>
YOY		-9.9%	10.4%	14.7%	27.5%
毛利率	18.2%	14.9%	17.3%	19.2%	20.2%
<b>汽车内饰（亿元）</b>	<b>61.0</b>	<b>55.4</b>	<b>57.6</b>	<b>60.7</b>	<b>63.9</b>
YOY		-9.1%	3.8%	5.4%	5.3%
毛利率	12.7%	8.5%	10.6%	12.2%	12.9%
<b>头枕（亿元）</b>	<b>47.6</b>	<b>41.9</b>	<b>44.0</b>	<b>45.7</b>	<b>47.6</b>
YOY	380.8%	-12.0%	4.9%	4.0%	4.0%
毛利率	15.6%	15.4%	15.6%	15.7%	15.8%
<b>座椅扶手（亿元）</b>	<b>23.2</b>	<b>16.0</b>	<b>22.2</b>	<b>23.1</b>	<b>24.0</b>
YOY	189.7%	-30.7%	38.2%	4.0%	4.0%
毛利率	15.9%	17.8%	15.9%	16.0%	16.1%
<b>其他主营业务（亿元）</b>	<b>2.4</b>	<b>2.4</b>	<b>2.4</b>	<b>2.4</b>	<b>2.4</b>
YOY	134.9%	-1.8%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	26.8%	31.6%	31.6%	31.6%	31.6%
<b>其他业务（亿元）</b>	<b>0.8</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>
YOY	-5.2%	41.7%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	26.7%	35.7%	35.7%	35.7%	35.7%
<b>营业收入（亿元）</b>	<b>180.0</b>	<b>157.3</b>	<b>174.50</b>	<b>187.25</b>	<b>208.14</b>
YOY	736.7%	-12.6%	10.9%	7.3%	11.2%
毛利率	15.6%	13.6%	14.8%	15.9%	16.7%

数据来源：Wind、公司年报、开源证券研究所

综上，我们预计 2021-2023 年公司营收为 174.50、187.25、208.14 亿元，归母净利润为 1.59、4.34、6.93 亿元，EPS 为 0.14、0.39、0.62 元/股，对应当前股价 PE 为 64.7、23.7、14.8 倍，行业 3 家可比公司 PE 均值 2021-2023 年分别为 30.23、18.77、14.45 倍，公司 2021-2023 年估值水平高于可比公司。我们认为公司作为全球乘用车头枕、扶手、中控系统及商用车座椅等细分行业的龙头企业，乘用车座椅订单实现从 0-1 的突破，二次成长可期，应给予更高估值水平，首次覆盖给予“增持”评级。

**表3：可比上市公司估值（PE/PEG）**

证券代码	股票简称	评级	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	PE			EPS			PEG
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2023E
603035.SH	常熟汽饰	增持	51.30	14.22	15.19	13.31	10.44	1.12	1.42	1.81	0.39
603730.SH	岱美股份	未评级	110.60	15.27	18.37	14.88	12.26	0.86	1.07	1.29	0.57
603179.SH	新泉股份	未评级	149.10	39.77	57.12	28.14	20.67	0.76	1.36	1.85	0.57
					30.23	18.77	14.45				
603997.SH	继峰股份	增持	102.74	9.18	64.67	23.67	14.82	0.14	0.39	0.62	0.26

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：收盘日期为 2022/3/16，常熟汽饰采用开源证券汽车团队预测数据，新泉股份、岱美股份采用 Wind 一致预期）



## 5、风险提示

乘用车销量不及预期、客户拓展进程不及预期、原材料价格大幅上涨等。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	7176	6700	5292	9278	5784
现金	2051	1503	2228	2318	2577
应收票据及应收账款	2350	2900	1006	4011	1066
其他应收款	43	51	12	73	11
预付账款	46	54	19	76	20
存货	1891	1504	1287	2087	1383
其他流动资产	795	687	740	714	727
<b>非流动资产</b>	10389	10626	10408	10201	10034
长期投资	5	7	12	17	21
固定资产	3362	3811	3785	3644	3628
无形资产	1823	1770	1624	1478	1332
其他非流动资产	5200	5039	4988	5062	5052
<b>资产总计</b>	17566	17326	15700	19479	15818
<b>流动负债</b>	7039	6898	5710	9763	5988
短期借款	2472	2476	2474	4097	2642
应付票据及应付账款	2772	2455	1528	3443	1584
其他流动负债	1795	1966	1708	2223	1762
<b>非流动负债</b>	5608	5861	5125	4402	3687
长期借款	2907	3296	2593	1853	1146
其他非流动负债	2701	2565	2532	2549	2540
<b>负债合计</b>	12646	12759	10835	14165	9675
少数股东权益	393	298	340	466	658
股本	1024	1021	1119	1119	1119
资本公积	2661	2855	2855	2855	2855
留存收益	965	562	694	1158	1815
<b>归属母公司股东权益</b>	4526	4269	4526	4848	5485
负债和股东权益	17566	17326	15700	19479	15818

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	1169	810	1813	-62	3244
净利润	362	-340	201	560	885
折旧摊销	625	675	624	644	694
财务费用	233	351	223	236	216
投资损失	-1	-3	-2	-2	-2
营运资金变动	-269	137	698	-1466	1433
其他经营现金流	220	-10	69	-35	17
<b>投资活动现金流</b>	-1501	-772	-484	-395	-546
资本支出	1007	726	-154	-247	-154
长期投资	-5	2392	-5	-5	-5
其他投资现金流	-499	2347	-643	-646	-705
<b>筹资活动现金流</b>	36	-644	-605	-1075	-985
短期借款	2375	5	-2	1	-1
长期借款	2907	388	-703	-740	-707
普通股增加	384	-2	98	0	0
资本公积增加	2401	194	0	0	0
其他筹资现金流	-8031	-1229	3	-336	-277
<b>现金净增加额</b>	-319	-560	725	-1532	1714

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	18001	15733	17450	18725	20814
营业成本	15197	13598	14865	15741	17340
营业税金及附加	44	43	47	45	50
营业费用	392	381	422	408	454
管理费用	1370	1282	1462	1513	1578
研发费用	269	256	318	341	337
财务费用	233	351	223	236	216
资产减值损失	-21	-155	-96	-144	-137
其他收益	28	17	23	20	21
公允价值变动收益	0	-0	0	-0	-0
投资净收益	1	3	2	2	2
资产处置收益	-1	-11	0	0	0
<b>营业利润</b>	520	-331	234	607	1001
营业外收入	18	4	11	7	9
营业外支出	2	10	6	8	7
<b>利润总额</b>	537	-338	239	606	1003
所得税	175	3	38	46	118
<b>净利润</b>	362	-340	201	560	885
少数股东损益	64	-82	42	126	192
<b>归母净利润</b>	298	-258	159	434	693
EBITDA	1442	659	1054	1455	1878
EPS(元)	0.27	-0.23	0.14	0.39	0.62

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	736.7	-12.6	10.9	7.3	11.2
营业利润(%)	36.4	-163.7	170.5	159.8	64.9
归属于母公司净利润(%)	-1.6	-186.7	-161.5	173.5	59.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	15.6	13.6	14.8	15.9	16.7
净利率(%)	1.7	-1.6	0.9	2.3	3.3
ROE(%)	7.4	-7.5	4.2	10.7	14.6
ROIC(%)	4.4	-0.1	3.0	5.7	9.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	72.0	73.6	69.0	72.7	61.2
净负债比率(%)	119.9	142.3	111.1	116.9	60.8
流动比率	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.8	0.9	1.1	1.1	1.2
应收账款周转率	11.9	6.0	8.9	7.5	8.2
应付账款周转率	9.7	5.2	7.5	6.3	6.9
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.27	-0.23	0.14	0.39	0.62
每股经营现金流(最新摊薄)	1.04	0.72	1.62	-0.06	2.90
每股净资产(最新摊薄)	4.06	3.84	3.98	4.27	4.83
<b>估值比率</b>					
P/E	34.5	-39.8	64.7	23.7	14.8
P/B	2.3	2.4	2.3	2.2	1.9
EV/EBITDA	11.5	25.9	15.1	11.6	7.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

18/20

### 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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。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。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn