

评级：增持（首次覆盖）

市场价格：8.20元

分析师：张帆

执业证书编号：S0740521070001

联系人：毛斐玄

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15,733	16,832	18,099	19,653	21,424
增长率 yoy%	-13%	7%	8%	9%	9%
净利润(百万元)	-258	126	338	565	871
增长率 yoy%	-187%	149%	167%	67%	54%
每股收益(元)	-0.23	0.11	0.30	0.50	0.78
每股现金流量	0.72	0.64	1.49	1.02	1.48
净资产收益率	-5%	2%	6%	9%	12%
P/E	-35.5	72.6	27.2	16.2	10.5
P/B	2.1	2.0	1.8	1.5	1.3

备注：数据统计日期为2022年4月19日收盘价

基本状况

总股本(百万股)	1,119
流通股本(百万股)	881
市价(元)	8.20
市值(百万元)	9,177
流通市值(百万元)	7,223

股价与行业-市场走势对比

报告摘要

- 深耕座椅内饰件数十年，并购海外龙头完善座椅总成产品矩阵。**公司起家于头枕扶手等座椅3C配件，至今已有25年汽车内饰产销经验。2019年公司实现对欧洲座椅龙头德国格拉默的并购并拓展进入商用车领域。与此同时，本部+格拉默形成了完整的座椅总成产品矩阵，并协同获得多个全球知名整车厂优质客户资源。
- 座椅安全件功能多元化趋势赋予新增量，转型Tier1为国内厂商抢占市场。**汽车座椅以及头枕扶手都是3C安全件，随着整个需求端汽车行业在电动化、智能化的高速发展下，座椅也由单一安全件趋向多元功能化升级。座椅中游集中度高，海外CR5为供应链Tier1位置，长期占据主要市场份额，2019年CR5分别占据全球/国内市场份额73%、67%。国内厂商多为Tier2，集中度分散，现多以延展业务线至Tier1座椅集成为发展目标。据Mordor Intelligence测算，2022年全球座椅市场将正式步入千亿级市场，达到1037亿美元，2021-2026年5年CAGR为5.27%；而根据华经情报网整理国内座椅市场2022年约为850亿元，2021-2025年CAGR为4.7%。
- 收购海外龙头格拉默，传统+新增业务共同开启二次增长。**格拉默在2021年实现扭亏为盈，并且营收规模与盈利能力较2019年相比均还存在较大的回弹空间。格拉默与公司加强协同效应外扩内稳，共同开启公司二次成长：1) 扩业务：公司由原本头枕+扶手组成的单一Tier2产品供应模式通过并购格拉默后转型为完整Tier1座椅总成产品矩阵，显著提升单车价值10倍以上。公司乘用车座椅总成业务获得定点实现从0到1，内饰新产品隐藏电动出风口量产在即将贡献新的利润增长点。横纵向积极研发升级产品，多元化功能前瞻布局有望抢占未来座舱新市场；2) 稳成本：与海外座椅总成厂商相比，公司具有稳定的经营效率和成本控制能力，本部毛利率大幅高于海外座椅龙头厂商，在与格拉默进行市场业务、全球联合采购、技术共享等措施的不断实施，持续优化本部成本管理，公司有望在外资盈利疲软的背景下保持强劲成本管控优势，为国产化破局创造潜在机遇。
- 盈利预测、估值及投资评级：**公司是国内领先的座舱内饰供应商，收购格拉默后打造扶手、头枕、座椅总成等产品矩阵，单车价值量显著提高。我们预计公司2022-2024年有望实现营业收入180.99、196.53、214.24亿元，同比增长7.53%、8.59%、9.01%。实现归母净利润3.38、5.65、8.71亿元，同比增长167%、67%、54%，对应EPS为0.30、0.50、0.78元。以2022年4月19日收盘价计算，公司当前市值为91.77亿元，对应2022-2024年PE分别为27.2X、16.2X、10.5X，略高于可比公司平均水平，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：**1) 终端市场乘用车销量不达预期的风险；2) 原材料价格持续上涨影响公司盈利的风险；3) 依据的数据信息滞后的风险。

内容目录

深耕座椅内饰件数十年，外延并购迎来全球市场	- 4 -
起家于头枕等座椅 3C 配件，收购格拉默完善全球化布局	- 4 -
商用领域拓展迅速，本部+格拉默形成完整座椅内饰产品矩阵	- 4 -
公司实现扭亏为盈，行业困境下仍保持稳定盈利能力	- 5 -
安全件功能多元化赋予新增量，转型 Tier1 为国内厂商主要目标	- 6 -
座椅由单一安全件趋向多元功能化，市场长期由海外 CR5 垄断	- 6 -
国内 Tier2 纷纷布局转型向 Tier1 延伸，抢占当下千亿全球市场	- 8 -
携手海外龙头格拉默，传统+新增业务共同开启二次增长	- 9 -
以小并大强强联手布局全球，困境缓解格拉默扭亏为盈	- 9 -
扩：转型总成提升单车价值，新定点推进新势力车厂渗透	- 11 -
稳：协同发展保持成本优势，海外龙头乏力有望实现国产化破局	- 13 -
盈利预测与估值	- 14 -
盈利预测	- 14 -
估值与投资建议	- 16 -
风险提示	- 16 -

图表目录

图表 1:	2019 年公司完成对格拉默的并购, 拓展座椅内饰产品线.....	- 4 -
图表 2:	新增业务线营收占比贡献增长显著	- 5 -
图表 3:	公司形成乘用车+商用的完整座舱内饰矩阵.....	- 5 -
图表 4:	公司客户资源涵盖国内外多领域各类别知名厂商	- 5 -
图表 5:	公司营收增速由负转正, 净利润扭亏	- 6 -
图表 6:	格拉默营收利润均存较大回弹空间	- 6 -
图表 7:	净利率由负转正, 毛利率缓步上升	- 6 -
图表 8:	主要采购原材料市场 2021 年涨价显著	- 6 -
图表 9:	全球主要汽车座椅厂商均开始布局多功能座椅产品.....	- 7 -
图表 10:	国内厂商多集中于供应链中 Tier2 零部件	- 7 -
图表 11:	2019 年全球 CR5 占据 73% 座椅市场份额.....	- 8 -
图表 12:	2019 年国内 CR5 占据 67% 座椅市场份额	- 8 -
图表 13:	座椅行业供应链体系梳理.....	- 8 -
图表 14:	全球座椅市场 2021-2026CAGR 为 5.27% ¥	- 9 -
图表 15:	国内座椅市场 2021-2025CAGR 为 4.7%	- 9 -
图表 16:	公司耗时一年在 2019 年完成对格拉默的并购.....	- 9 -
图表 17:	公司在全球各主要汽车生产地区基本均设有制造研发中心.....	- 10 -
图表 18:	格拉默三大业务地区营收呈稳步增长	- 11 -
图表 19:	北美地区亏损程度进一步加大	- 11 -
图表 20:	提升效率为格拉默维持盈利的主要策略.....	- 11 -
图表 21:	并购格拉默后新产品矩阵价值量显著增加	- 12 -
图表 22:	座椅同样是新势力造车厂差异化竞争的宣传点.....	- 12 -
图表 23:	公司积极对产品进行智能化研发升级	- 13 -
图表 24:	发挥协同性即是整合格拉默的重要发展目标.....	- 14 -
图表 25:	公司毛利率显著高于海外座椅龙头 TOP2 厂商.....	- 14 -

深耕座椅内饰件数十年，外延并购迎来全球市场

起家于头枕等座椅 3C 配件，收购格拉默完善全球化布局

- **25 年汽车内饰产销经验，海外并购提升全球化配备实力。**公司在 1996 年成立之初就开始专注于汽车头枕、扶手等座舱内饰件业务，早在 2014 年就在德国设立了第一家海外机构，2019 年并购了全球座椅配件龙头德国格拉默，完善了全球化的配备实力，提升了全球知名度。据公司公告，截至 2021 年 12 月 31 日，公司已经在全球 20 个国家拥有近 70 家控股子公司。
- **子公司引入国资带来区位优势。**据公司在 2021 年 7 月的公告，公司全资子公司宁波继峰引入合肥国资战投，计划借助合肥国资投资平台的影响力及地方政策和区位优势，积极开拓合肥等地区的新能源汽车业务。

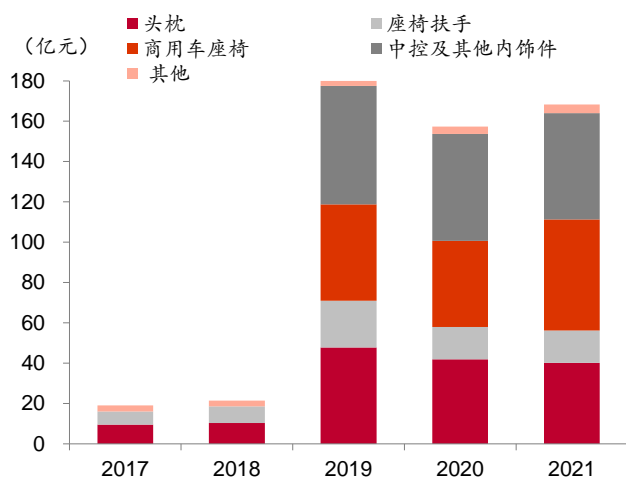
图表 1: 2019 年公司完成对格拉默的并购，拓展座椅内饰产品线



资料来源：公司官网，公司公告，中泰证券研究所

商用领域拓展迅速，本部+格拉默形成完整座椅内饰产品矩阵

- **格拉默完善座椅内饰产品矩阵，拓展商用车业务领域。**公司仍持续深耕传统头枕以及扶手产品领域，2019 年由并购德国格拉默带来的商用车座椅以及中控等内饰新增业务完善了公司整套完整座椅内饰产品矩阵，且正式步入商用车领域。据 Wind，分领域看公司商用车座椅业务营收占比 2021 年首次超过 30%，拓展迅速；自收购格拉默后，公司传统头枕、座椅扶手业务的营收占比下滑，分别由 2018 年的 46.06%、37.17% 下滑至 2021 年的 23.84%、9.61%，而格拉默所供应的中控及内饰产品营收占比在 2019-2021 年分别保持 32.51%、33.70%、31.31%。

图表 2: 新增业务线营收占比贡献增长显著


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 3: 公司形成乘用车+商用的完整座舱内饰矩阵

分领域	分产品	主要运营	产品示意
乘用车	头枕	公司本部	
	扶手		
	中控系统	格拉默	
	其他内饰部件		
商用车	座椅		

来源: 公司官网, 公司公告, 中泰证券研究所

- 公司客户资源丰富, 涵盖多领域各类别知名厂商。**公司本身数十年传统业务沉淀维系着一批优质客户, 格拉默的加入更是推动了公司与全球各类型主要整车厂商建立了配套供应关系。在乘用车领域, 公司客户包括中级、高级及顶级汽车制造商, 向客户提供世界领先的产品或高性价比的综合性解决方案; 在商用车领域, 公司在全球范围内面向卡车、农业机械、建筑机械、叉车、公共汽车、火车、飞机开发并生产相应的驾驶员座椅和乘客座椅。

图表 4: 公司客户资源涵盖国内外多领域各类别知名厂商

领域	类别	主要客户
乘用车	国外传统整车厂	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、本田、丰田、日产
	国内传统整车厂	一汽、上汽、东风、长城、红旗、吉利
	自主新能源品牌	特斯拉、比亚迪、小鹏、蔚来、理想
	卡车、房车整车	戴姆勒、福特卡车、MAN、帕卡、上汽集团、陕汽、陕汽商用、一汽解放、一汽青岛、福田
商用车	农业、建筑机械	AGCO、卡特彼勒、CLAAS、CNH、迪尔公司、久保田、利勃海尔
	物料运输车、草坪车	皇冠、现代、永恒力、凯傲、曼尼通、丰田
	轨道交通、公共汽车	阿尔斯通、庞巴迪、大宇、德国联邦铁路、西门子、斯塔德勒

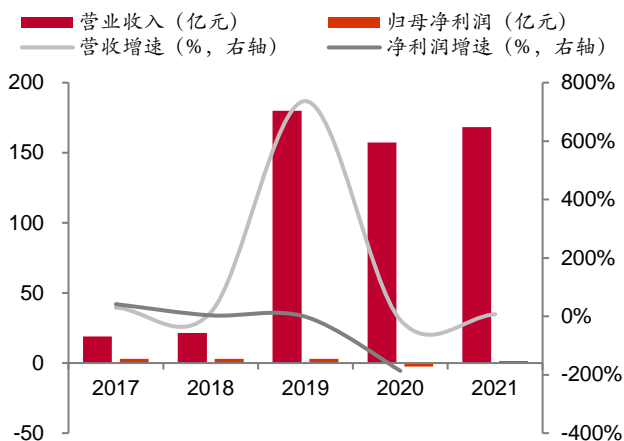
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

公司实现扭亏为盈, 行业困境下仍保持稳定盈利能力

- 公司营收增速由负转正, 格拉默利润端实现困境反转带动公司扭亏为盈。**据 Wind 数据, 公司在 2019 年完成对格拉默的并购后, 营收规模大幅提升; 在 2020 年全行业遭受疫情等因素影响下格拉默营收同比下滑近

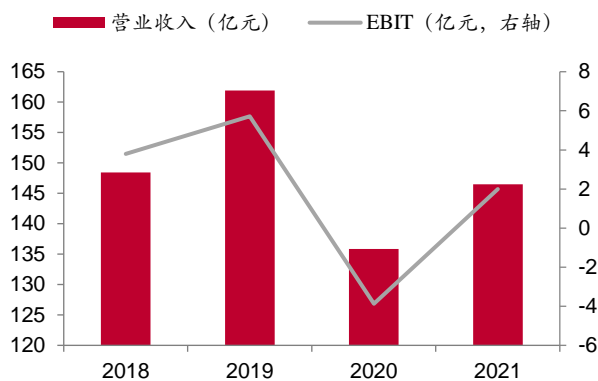
16%; 2021 年行情逐渐回暖, 格拉默温和复苏, 带动公司实现扭亏为盈。

图表 5: 公司营收增速由负转正, 净利润扭亏



来源: Wind, 中泰证券研究所

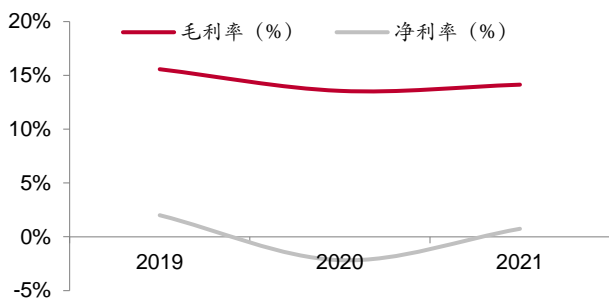
图表 6: 格拉默营收利润均存较大回弹空间



来源: Wind, 中泰证券研究所

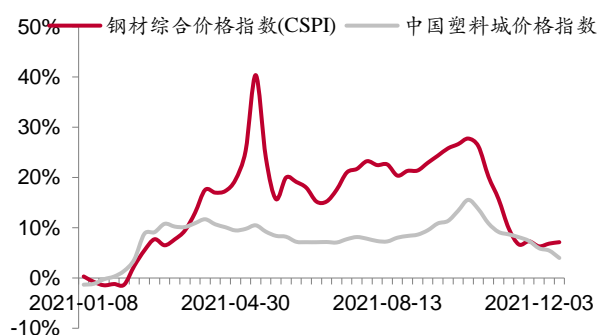
- **降本增效措施初见成效, 行业成本困境下仍实现盈利能力的增强。**2021 年原材料价格高居不下, 叠加缺芯影响导致需求端客户订单不稳定的困境下, 公司受益于联合采购、格拉默结构性降本增效措施等持续实施, 2021 年毛利率较同比提升 0.58pct 至 14.14%, 仍保持稳定盈利能力。

图表 7: 净利率由负转正, 毛利率缓步上升



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 8: 主要采购原材料市场 2021 年涨价显著



来源: Wind, 中泰证券研究所

安全件功能多元化赋予新增量, 转型 Tier1 为国内厂商主要目标

座椅由单一安全件趋向多元功能化, 市场长期由海外 CR5 垄断

- 据国家市场监督管理总局于 2020 年发布的《请执行产品认证目录》表明, 汽车座椅以及座椅头枕为需要 CCC(中国强制认证)的汽车安全件。如今整个汽车行业都在电动化、智能化的发展道路上, 对应的座舱零部件产品也不再单单满足于安全件的安全要求, 均处于同样的发展方向上。多家厂商开始推出功能多样的智能座椅产品, 智能化、舒适化、轻量化为主要的座椅发展趋势卖点。

图表 9: 全球主要汽车座椅厂商均开始布局多功能座椅产品

趋势一 智能化	公司名称	多功能布局
	佛吉亚	智能控制 • 开发Natural Motion创新座椅调节技术; • 研发新型座椅控制调节方式, 通过检测乘客姿势变化来识别调节意图。
	李尔	INTU热舒适 • 与和捷温合作发布载有ClimateSense技术的INTU热舒适座椅; • 开发百变座舱ConfigurE+技术的INTU热舒适座椅。
趋势二 舒适化	安道拓	安全气囊系统 • 与奥托立夫合作, 增强现有的座椅安全气囊系统。
	泰极爱思	更衣座椅+多场景化 • 与Clarion合作InfoSeat系统, 内置麦克风和扬声器, 并安装振动装置; 音乐及提醒作用; • 日本世联株式会社合作可更换面套座椅, 用户可轻松便捷为“汽车共享”业务提供诸如信息传播、价格计划、预定订单、在线结算等商业服务; • 研发以自动驾驶场景为设计背景的未来座椅Concept X-4。
趋势三 轻量化	博泽	智能控制 • 与Vayyar合作, 将传感器系统融入座椅电动调节系统以及内外饰驱动系统中。
	现代坦迪斯	交互式+智能+自动驾驶 • 研发能与人交流的智能型座椅; • 与Algorigo合作开发自动驾驶汽车座椅; • 与博泽合作开发用于自动驾驶汽车和电动汽车的座椅零部件。

资料来源: 佐思汽车研究, 中泰证券研究所

- **座椅产业链中游集中度高, 海外 CR5 长期占据主要市场份额。**汽车座椅上游主要涉及钢材、塑料、化工等材料以及关键零部件供应商, 故上游会受到一定程度原材料市场价格波动的影响而向中下游传导; 中游主要是汽车座椅的集成商, 目前市场主要被安道拓、李尔、丰田纺织、弗吉亚和麦格纳等海外巨头占据, 据华经产业研究院数据, 2019 年国内外汽车座椅 CR5 的市场份额接近 70%, 安道拓系市占率第一, 为 40.7%; 下游为各领域整车厂, 作为需求端占据整个行业趋势主导地位。

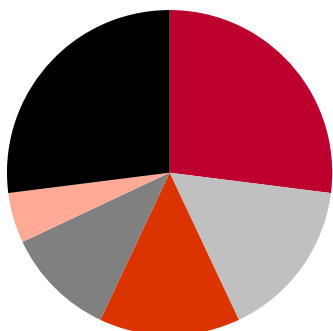
图表 10: 国内厂商多集中于供应链中 Tier2 零部件



来源: 头豹研究院, 中泰证券研究所

图表 11: 2019 年全球汽车座椅市场 CR5 占 73%

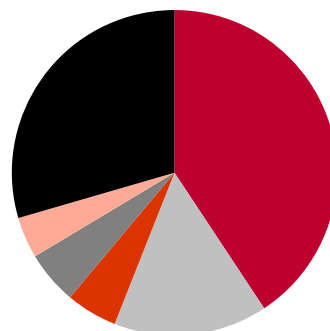
■ 安道拓 ■ 李尔 ■ 丰田纺织 ■ 弗吉亚 ■ 麦格纳 ■ 其他



来源: 华经情报网, 中泰证券研究所

图表 12: 2019 年国内汽车座椅市场 CR5 近 70%

■ 安道拓系 ■ 李尔系 ■ 丰田纺织 ■ 弗吉亚 ■ 大世 ■ 其他

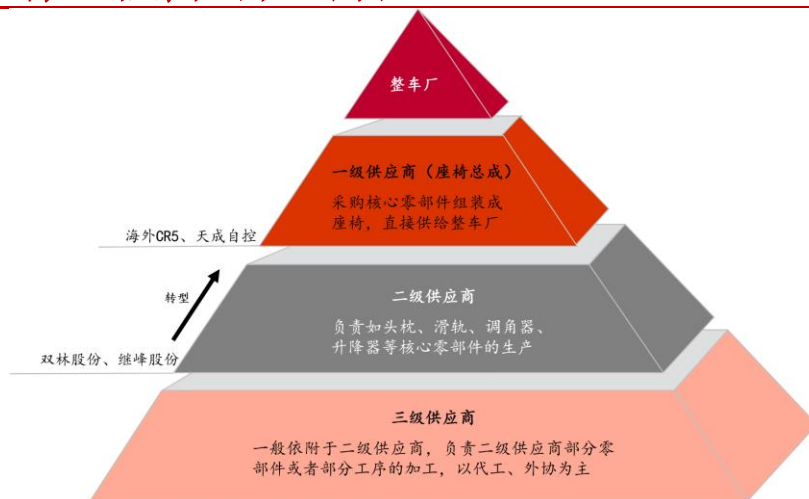


来源: 华经情报网, 中泰证券研究所

国内 Tier2 纷纷布局转型向 Tier1 延伸, 抢占当下千亿全球市场

- 国内自主品牌多为二级供应商, 目前以向中游总成延伸布局为主要战略发展方向。从整个供应链结构上看, 国内乘用车座椅行业的主要突破点在于一级总成与二级核心零部件, 其中一级为座椅总成供应商, 即从研发或外采关键零部件到组装成完整座椅配套主机厂, 牵涉到整车项目开发, 过程复杂且技术要求高, 因此要进入座椅总成供应体系难度大; 二级供应为座椅关键零部件供应商, 主要进行头枕、滑轨、调角器、升降器等关键部件的研发和生产, 可以同时供应多家一级供应商。目前, 国内已经涌现出天成自控(座椅总成)、双林股份(座椅核心零部件)和继峰股份(座椅核心零部件)等优质供应商, 其中继峰股份已将乘用车座椅总成作为未来重要的发展重点。

图表 13: 座椅行业供应链体系梳理

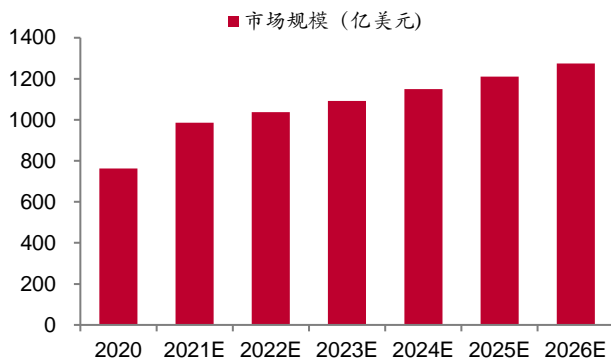


来源: 华经情报网, 中泰证券研究所

- 2022 年全球座椅市场千亿美元规模, 国内市场规模超 800 亿元。据 Mordor Intelligence 测算, 2020 年全球座椅市场规模约为 762 亿美元, 2022 年将达到 1037 亿美元, 2021-2026 年 5 年 CAGR 为 5.27%; 根据华经情报网, 国内座椅市场 2020 年约为 773 亿元, 2021-2025 年

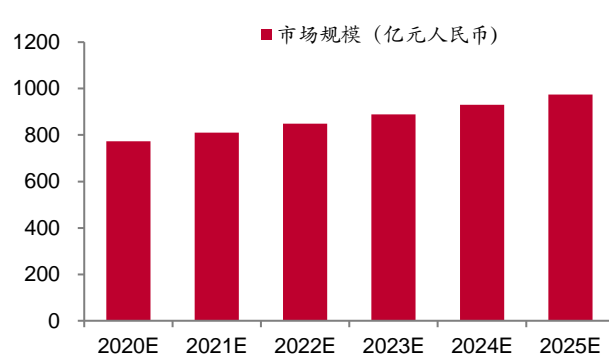
CAGR 为 4.7%，2022 年规模将近 850 亿元。

图表 14: 全球座椅市场 2021-2026CAGR 为 5.27%



来源: Mordor Intelligence, 中泰证券研究所

图表 15: 国内座椅市场 2021-2025CAGR 为 4.7%



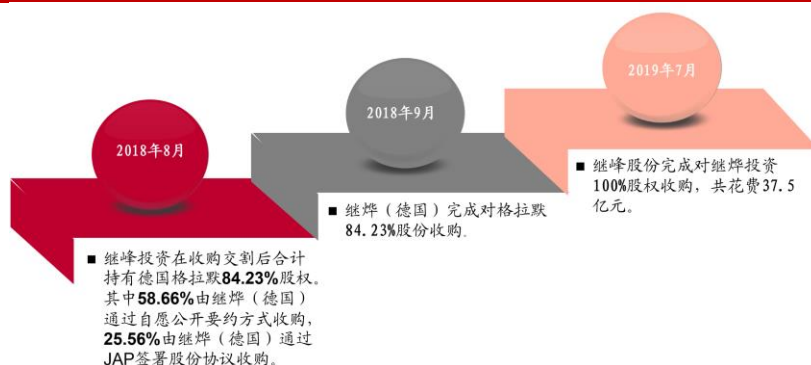
来源: 华经情报网, 中泰证券研究所

携手海外龙头格拉默，传统+新增业务共同开启二次增长

强强联手布局全球，困境缓解格拉默扭亏为盈

- 百年发展，成就欧洲座椅内饰龙头。德国格拉默成立于 1880 年，早期以坐垫制造为业，于 1964 年正式开始生产悬挂式驾驶座椅，1970 年开始汽车内饰及悬挂座椅的系列化生产，并承接欧美首批出口订单。距今格拉默发展了 100 多年，从一个区域性的座椅垫制造商到全球乘用车与商用车座椅内饰领域的主要玩家。据公司公告，2021 年格拉默在商用车领域座椅欧洲市场市占率第一，国内重卡座椅市占率高达 8%。
- 并购整合顺利，2019 年格拉默被并入报表。据公司公告，2018 年 8 月份公司开启对德国格拉默的并购方案，并于一年后的 2019 年 7 月份正式以 37.54 亿元的对价收购格拉默 84.23% 股份完成并购，顺利整合后成功借助格拉默实现全球化市场的业务布局。

图表 16: 公司耗时一年在 2019 年完成对格拉默的并购



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

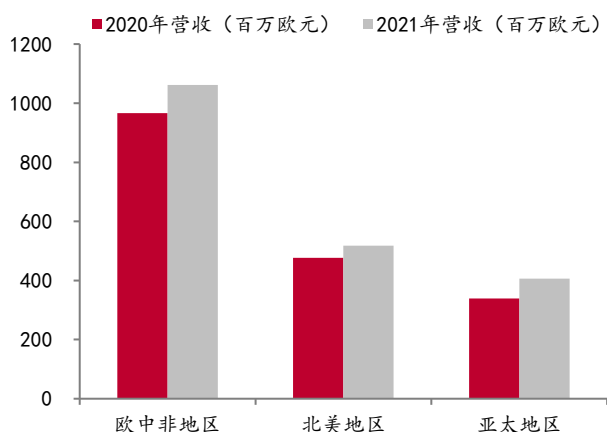
- 格拉默具备全球产销配备实力，进一步加速公司全球化转型。据公司公告，截至 2021 年 12 月 31 日，格拉默在美国地区、欧中非地区、亚太地区分别拥有 15、20、11 个生产物流中心，通过对分布在 19 个国家的这 46 个生产物流中不同程度的垂直整合，为公司贡献了在全球汽车行业配备分销产品的条件和实力。

图表 17: 公司在全球各主要汽车生产地区基本均设有制造研发中心

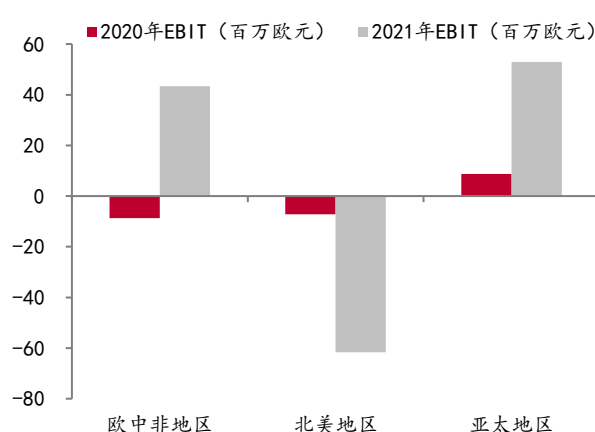


资料来源：公司官网，中泰证券研究所

- **格拉默 2021 年扭亏为盈。**据公司公告，格拉默在 2021 年实现营收 146.51 亿元，同比增长 7.84%；实现 EBIT 2.00 亿元（2020 年同期亏损 3.83 亿元），实现经营性 EBIT 1.84 亿元（2020 年同期亏损 2.58 亿元）；实现净利润 0.12 亿元（2020 年同期亏损 5.11 亿元），均实现扭亏为盈。营收与利润较 2019 年与 2018 年水平仍有较大发展空间，主要系在行业窘境逐步缓和的同时，原材料价格高居不下、需求端客户整机厂面临缺芯等问题仍然存在，故对公司成长及盈利能力还是有产生一定的负面影响。未来随着与公司本部的资源整合共同发展以及外部行业的困境持续缓和，有望实现快速成长。
- **格拉默分区域看，**据公司年报，格拉默三大业务地区营收在 2021 年均呈现稳步的增长。利润端，北美地区亏损加剧，2021 年 EBIT 亏损 2720 万欧元，但欧中非地区以及亚太地区在 2021 年 EBIT 皆实现了由负转正，主要由于公司在报告期出售或停工一些效率不高的工厂，将生产线转移至效用率较高的地区与工厂，生产的高效与灵活性也正是格拉默在市场竞争的主要优势；在保证生产效率的同时，格拉默也通过“五月花”项目以及开拓中国市场的方式对未来新趋势的座椅内饰市场做好蓝图绘制。

图表 18: 格拉默三大业务地区营收呈稳步增长


来源: 格拉默年报, 中泰证券研究所

图表 19: 北美地区亏损程度进一步加大


来源: 格拉默年报, 中泰证券研究所

图表 20: 提升效率为格拉默 2021 年维持盈利的主要策略

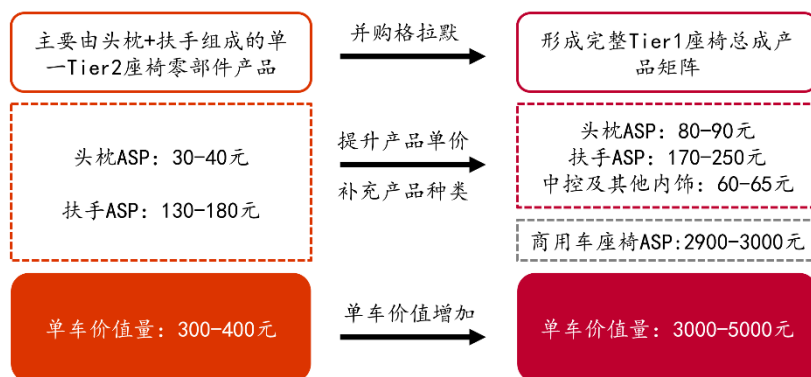
区域	事件 (均发生于 2021 年内)	影响
欧中非地区	2021 年二季度出售了一家西班牙子公司	
	2021 年三季度关闭了德国在沃斯和特鲁塞尔的工厂和比利时在吉尔的工厂	改善成本结构
	扩展哈塞尔穆尔生产基地	优化产能利用率
北美地区	2021 年二季度关闭美国俄亥俄州杰斐逊的工厂	改善成本结构
	转移商用车座椅生产线至美国俄亥俄州德尔福斯的 TMD 工厂	提高生产效率
	“五月花”项目开启, 将上普法尔茨州哈塞尔穆尔村的工厂改造为试点工厂	前瞻布局“座椅 4.0 产业”
亚太地区	在沈阳开设了一个新的生产地点	增加区域产能和配套能力
	在哈尔滨开设新工厂	
	在安徽成立新的中国区总部	优化经营效率
	与一汽集团合资成立主营商业卡车座椅的子公司	开拓新客户资源
	参与 2021 年上海车展博览会	加强市场影响力

来源: 格拉默 2021 年公司年报, 中泰证券研究所

扩: 转型总成提升单车价值, 新定点推进新势力车厂渗透

- 由 Tier2 产品线延伸至 Tier1 产品线, 单车价值量显著提升。**据公司公告, 公司在 2019 年之前营收主要由座椅零部件头枕和扶手贡献, 单品价值量平均在 30-40 元以及 130-180 元之间。收购格拉默后, 由于其海外产品售价较高, 公司单品平均价格同样也被拉高; 除了这两项基本传统业务以外, 新添的中控内饰、以及商用车座椅产品业务完善了公司的乘用/商用车座椅总成产品矩阵。我们以单车装配 5 个以上头枕, 1-2 个扶手作为假设前提, 公司转型总成产品线为产品单车价值量较之前约可提升 10 倍左右。

图表 21: 并购格拉默后新产品矩阵价值量显著增加



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **乘用车座椅总成业务获得定点实现从 0 到 1，内饰新产品量产将贡献新的利润增长点。**据公司公告，公司在 2021 年 10 月份获得了某知名造车新势力车厂的座椅定点订单，为公司首次收到的乘用车座椅业务，使公司单车价值量显著提高。新定点项目的落地意义重大，坚定了公司在乘用车领域持续拓展，并持续争取与新势力车厂保持良好供应关系的决心。据公司公告表明，公司向蔚来 ET5 车型供应后排头枕、前后排扶手、中控、电动出风口等产品；同时公司隐藏式电动出风口已获得了大众、吉利、长城汽车、蔚来等客户的定点，并于 2021 年底率先实现量产。综合来看，未来公司与各新势力造车厂的合作获将能为公司带来可观增量。
- **座椅已成差异化竞争新卖点，市场上许多整车厂已经意识到座椅消费属性所附加的价值，故愈来愈多的厂商在宣发过程中会选择座椅配置和多元化功能作为内饰重要卖点。**






图表 22: 座椅同样是新势力造车厂差异化竞争的宣传点



资料来源：各公司官网，中泰证券研究所

- **公司积极研发布局新产品，多元化功能前瞻布局有望抢占未来座舱新空间。**正如座椅一样，各个可以进行功能多元化发展的座舱内饰件都可以作为整车厂进行差异化竞争的卖点，而公司本部与格拉默一直积极研发生产新趋势智能化、功能多元化产品，这将对公司未来抢占座舱新空间内饰市场奠定基础。

图表 23: 公司积极对产品进行智能化研发升级

	产品	图示
横向布局	3D Glass 玻璃技术	
	移动中控系统和扶手	
纵向布局	隐藏式电动出风口	
	智能家庭座舱	
	无人驾驶下的“Pure”项目	

来源：公司公告，中泰证券研究所

稳：协同发展保持成本优势，海外龙头乏力有望实现国产化破局

- 海外座椅总成厂商受制成本因素盈利能力不及国内厂商，与格拉默保持良好协同将在扩大业务规模的同时，稳住作为国内零部件厂商的自产优势。海外厂商如格拉默并表前毛利水平与息税前利润率水平明显低于继峰本部，主要系：
 - 1) 产品自制率低。格拉默生产规模庞大，但原材料自制率低，生产头枕、座椅所使用的发泡，加工支杆、钣金所用的模具都直接向供应商采购，原材料成本较高；
 - 2) 人工成本高。头枕、汽车内饰件、座椅等产品属于人员密集型行业。格拉默员工人数多且主要分布欧洲和美洲地区，人力成本较高。协同发展就是将格拉默新产品线以及新客户资源引入公司本部的同时，优化内部成本管理，具体如联合采购、格拉默结构性降本增效等措施的持续实施。

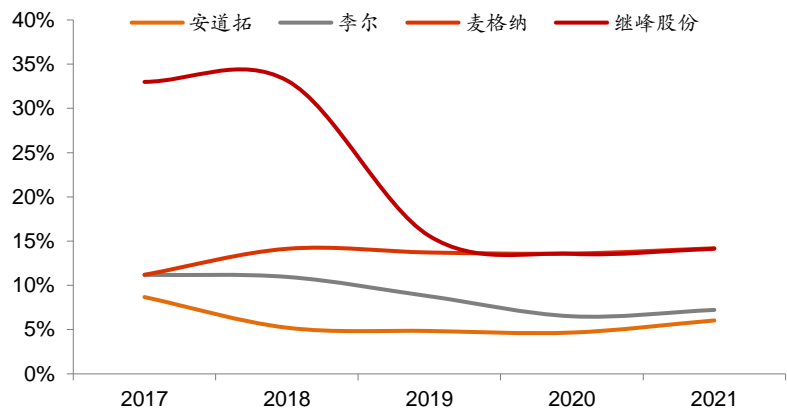
图表 24: 发挥协同性即是整合格拉默的重要发展目标

协同行为	具体内容
市场业务协同	<ul style="list-style-type: none"> 提升乘用车座椅头枕、扶手市场率； 提升产品技术水平、产业升级； 引入格拉默商用车产品线、中控系统产业线
全球采购协同	<ul style="list-style-type: none"> 统一议价采购原材料； 共享泡沫配方、模具生产经验迁移； 自制支杆、骨架产品，减少外购
全球产业布局协同	<ul style="list-style-type: none"> 全球产业布局协同 共享全球物流体系、产能网络，节约物流和新建产能成本
技术共享	<ul style="list-style-type: none"> 互相交流各自产品研发经验、合作研发、共同进步

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 对比于基本垄断行业的海外龙头，公司盈利能力更胜一筹。目前外资供应商盈利能力普遍处于低位，据 Wind 数据，全球市占率前二的安道拓和李尔毛利率低于 7%，麦格纳将对较高，维持在 14%左右。而公司本部并购整合前毛利率常年保持在 35%左右，具备稳定的经营效率和成本控制能力。在国产化替代的大背景下，外资竞争力逐步削弱，公司与格拉默协同扩张下有望快速抢占市场份额。

图表 25: 公司毛利率显著高于海外座椅龙头 TOP2 厂商



来源：Wind，中泰证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

- 核心假设：乘用车座椅、电动出风口等产品导入顺利，新势力、传统车企汽车销量保持增长。
- 汽车内饰业务：据公司公告，公司已获蔚来 ET5 后排头枕、前后排扶手、中控、电动出风口等产品。与此同时，子公司格拉默的内饰份额持续保持并向国内外车企持续导入。假设内饰价格基本保持稳定，出货量逐年增加，我们预计 2022-2024 年公司汽车内饰收入增速分别为+15.50%、+9.76%、+9.25%，对应收入为 60.87、66.81、72.99 亿元。随着汽车内饰出货量的提升，规模效应将带动毛利率有所增长，预计 2022 年-2024

年毛利率分别为 11.72%、12.30%、12.92%。

- **座椅总成业务:** 商用车座椅方面, 子公司格拉默作为商用车座椅系统行业标准的制定者和行业技术的领导者, 可快速掌握用户痛点, 并在产品的舒适性、安全性、人体工程学、用户友好等层面具有技术领先优势。公司收购格拉默后将进一步导流国内商用车客户。乘用车座椅方面, 据公司公告, 其已成为某造车新势力品牌主机厂的座椅供应商, 为客户开发、配套新能源汽车座椅产品, 预计 2023 年 1 月开始。随着乘用车座椅的定点, 公司有望进一步打开乘用车座椅市场, 增添新的业务增长点。我们预计 2022-2024 年公司座椅总成业务增速分别为+0.31%、+12.45%、+13.82%, 对应收入为 55.17、62.03、70.61 亿元, 座椅总成业务的扩张将有望继续降本增效, 预计 2022-2024 年该业务毛利率分别为 14.64%、15.81%、17.39%。
- **头枕业务:** 公司在传统头枕的基础上不断开发睡眠头枕等新产品增加产品单价。与此同时, 头枕产品有望与格拉默内饰等产品相互协同, 共同提升单车价值量。预计 2022-2024 年公司头枕业务收入分别为 43.00、44.70、46.02 亿元, 同比增速分别为 7.13%、3.95%、2.96%, 对应毛利率为 15.47%、15.94%、16.73%。
- **座椅扶手业务:** 公司积极拓展新能源客户并与中控系统等配套销售提高出货量, 预计 2022-2024 年扶手业务收入分别为 18.06、18.93、20.06 亿元, 同比增速分别为 11.63%、4.86%、5.93%, 对应毛利率分别为 17.17%、17.68%、18.57%。
- **期间费用率:** 公司自收购格拉默来持续进行各项座舱产品线的协同整合及降本增效, 期间费用率逐年降低。因此假设 2022-2024 年三费占营收的比率合计分别为 10.3%、9.8%、9.4%。

图表 26: 公司盈利预测

		2021A	2022E	2023E	2024E
汽车内饰	收入 (百万元)	5,270.17	6,087.05	6,681.14	7,299.15
	YoY	-0.61%	15.50%	9.76%	9.25%
	成本 (百万元)	4682.29	5373.77	5859.10	6356.16
	YoY	-3.48%	14.77%	9.03%	8.48%
	毛利率	11.16%	11.72%	12.30%	12.92%
座椅总成	收入 (百万元)	5,499.31	5,516.50	6,203.47	7,060.86
	YoY	28.57%	0.31%	12.45%	13.82%
	成本 (百万元)	4718.09	4709.09	5222.87	5833.13
	YoY	29.57%	-0.19%	10.91%	11.68%
	毛利率	14.21%	14.64%	15.81%	17.39%
头枕	收入 (百万元)	4,013.51	4,299.72	4,469.56	4,601.86
	YoY	-4.32%	7.13%	3.95%	2.96%
	成本 (百万元)	3404.57	3634.41	3757.22	3831.76
	YoY	-4.10%	6.75%	3.38%	1.98%
	毛利率	15.17%	15.47%	15.94%	16.73%
座椅扶手	收入 (百万元)	1,617.46	1,805.61	1,893.36	2,005.64
	YoY	0.85%	11.63%	4.86%	5.93%

	成本 (百万元)	1345.19	1495.65	1558.59	1633.28
	YoY	2.03%	11.19%	4.21%	4.79%
	毛利率	16.83%	17.17%	17.68%	18.57%
营业总收入 (百万元)		16831.99	18098.63	19653.28	21423.64
YoY		6.99%	7.53%	8.59%	9.01%

来源: Wind, 中泰证券研究所预测

估值与投资建议

- 公司是国内领先的座舱内饰供应商, 收购格拉默后打造扶手、头枕、座椅总成等产品矩阵, 单车价值量显著提高。我们预计公司 2022-2024 年有望实现营业收入 180.99、196.53、214.24 亿元, 同比增长 7.53%、8.59%、9.01%。实现归母净利润 3.38、5.65、8.71 亿元, 同比增长 167%、67%、54%, 对应 EPS 为 0.30、0.50、0.78 元。
- 以 2022 年 4 月 19 日收盘价计算, 公司当前市值为 91.77 亿元, 对应 2022-2024 年 PE 分别为 27.2X、16.2X、10.5X, 略高于可比公司平均水平, 首次覆盖给予“增持”评级。

图表 27: 可比公司估值情况

公司	代码	EPS			PE			总市值 (亿元)	现价
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E		
新泉股份	603179.SH	1.34	1.84	2.36	21.49	15.68	12.24	108.14	28.85
明新旭腾	605068.SH	1.34	1.82	2.27	15.98	11.82	9.46	35.79	21.48
上海沿浦	605128.SH	1.64	2.47	-	15.88	10.53	-	20.80	26.00
平均					17.78	12.68	10.85		
继峰股份	603997.SH	0.30	0.50	0.78	27.16	16.25	10.54	91.77	8.20

来源: 中泰证券研究所测算 (注: 股价为 2022 年 4 月 19 日收盘价, 可比公司盈利预测数据来自 Wind 一致预期)

风险提示

- **终端市场汽车销量不达预期的风险。** 全球以及国内的乘用车市场销量从 2018 年开始进行下行趋势, 直到 2021 年才在三年内增速首次转正, 拉动了上游汽车零部件行业的景气度, 若 2022 年以及未来乘用车行情不达预期, 甚至再度呈下行趋势, 都将给上游汽车零部件行情带来打击。
- **原材料价格持续上涨影响公司盈利的风险。** 公司自 2017 年来净利率下滑较明显, 除本身格拉默盈利能力弱于公司本部, 并表后的影响外, 由于公司直接材料成本占生产成本的比例约为 70%, 主要原材料价格波动对生产成本影响较大, 大宗商品如钢材, 塑料粒子等原材料价格的上涨也一定程度上影响了公司的业绩。若未来大宗商品及塑料等直接原材料价格持续保持上行趋势且公司应对措施成效不大, 净利率或将持续无法回升甚至存在继续下行的可能。
- **数据信息滞后的风险。** 研报中对座椅行业产业链、市占率等信息引用源自于较早时期的公开资料, 存在一定信息数据更新不及时的风险。

财务预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,406	1,768	1,813	2,255	营业收入	16,832	18,099	19,653	21,424
应收票据	99	321	388	310	营业成本	14,451	15,483	16,675	17,961
应收账款	2,310	2,339	2,383	2,533	税金及附加	46	48	53	57
预付账款	93	70	83	95	销售费用	297	290	275	279
存货	1,730	1,831	1,937	2,120	管理费用	1,353	1,400	1,481	1,572
合同资产	446	370	503	544	研发费用	321	326	334	343
其他流动资产	878	868	1,035	1,123	财务费用	193	170	165	164
流动资产合计	6,515	7,196	7,639	8,437	信用减值损失	6	-	-	-
其他长期投资	43	46	50	55	资产减值损失	-18	-5	-5	-5
长期股权投资	9	9	9	9	公允价值变动收	0	0	0	0
固定资产	3,540	3,605	3,773	3,930	投资收益	-20	2	3	3
在建工程	251	251	151	51	其他收益	22	19	21	20
无形资产	1,455	1,763	2,147	2,190	营业利润	164	403	692	1,068
其他非流动资产	4,396	4,413	4,433	4,441	营业外收入	24	15	14	19
非流动资产合计	9,694	10,08	10,56	10,67	营业外支出	2	2	2	2
资产合计	16,20	17,28	18,20	19,11	利润总额	186	416	704	1,085
短期借款	1,638	1,673	1,448	1,145	所得税	67	71	122	187
应付票据	61	118	80	99	净利润	119	345	582	898
应付账款	2,279	2,649	2,801	2,975	少数股东损益	-1	7	17	27
预收款项	0	32	10	12	归属母公司净利	120	338	565	871
合同负债	63	46	58	66	NOPLAT	241	486	718	1,034
其他应付款	323	323	323	323	EPS (按最新股	0.11	0.30	0.50	0.78
一年内到期的非流动负债	745	745	745	745					
其他流动负债	960	997	1,048	1,104					
流动负债合计	6,069	6,584	6,514	6,469					
长期借款	2,631	2,681	2,611	2,691					
应付债券	426	426	426	426					
其他非流动负债	2,085	2,085	2,085	2,085					
非流动负债合计	5,141	5,191	5,121	5,201					
负债合计	11,21	11,77	11,63	11,67					
归属母公司所有者权益	4,645	5,148	6,189	7,036					
少数股东权益	354	361	378	405					
所有者权益合计	4,999	5,509	6,567	7,441					
负债和股东权益	16,20	17,28	18,20	19,11					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	719	1,663	1,140	1,659	营业收入增长率	7.0%	7.5%	8.6%	9.0%
现金收益	939	1,113	1,388	1,767	EBIT 增长率	1535.1	54.8%	48.2%	43.7%
存货影响	-226	-101	-106	-183	归母公司净利润	-	167.4	67.2%	54.2%
经营性应收影响	470	-223	-120	-79					
经营性应付影响	-144	459	92	194					
其他影响	-320	414	-115	-40					
投资活动现金流	-588	-992	-1,112	-806					
资本支出	-160	-973	-1,093	-804					
股权投资	-2	0	0	0					
其他长期资产变化	-426	-19	-19	-2					
融资活动现金流	-40	-309	17	-411					
借款增加	-742	85	-295	-223					
股利及利息支付	-417	-322	-813	-834					
股东融资	34	0	0	0					
其他影响	1,085	-72	1,125	646					

主要财务比率				
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	7.0%	7.5%	8.6%	9.0%
EBIT 增长率	1535.1	54.8%	48.2%	43.7%
归母公司净利润	-	167.4	67.2%	54.2%
获利能力				
毛利率	14.1%	14.5%	15.2%	16.2%
净利率	0.7%	1.9%	3.0%	4.2%
ROE	2.4%	6.1%	8.6%	11.7%
ROIC	4.4%	6.5%	9.0%	12.1%
偿债能力				
资产负债率	69.2%	68.1%	63.9%	61.1%
债务权益比	150.6%	138.1	111.4	95.3%
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.8	0.8	0.9	1.0
营运能力				
总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.1
应收账款周转天	50	46	43	41
应付账款周转天	58	57	59	58
存货周转天数	40	41	41	41
每股指标 (元)				
每股收益	0.11	0.30	0.50	0.78
每股经营现金流	0.64	1.49	1.02	1.48
每股净资产	4.15	4.60	5.53	6.29
估值比率				
P/E	75	28	17	11
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA	342	291	228	176

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。