

## 继峰股份（603997）深度研究报告

## 野心与能力，变不可能为可能

- ❖ **继峰+格拉默合二为一，目标汽车内饰综合大厂。**宁波继峰原为老牌乘用车座椅零件供应商（头枕、扶手），凭借性价比优势成为本土龙头。格拉默是德国的全球领先内饰件供应商，业务包括乘用车内饰件与商用车座椅总成。内饰件行业优质公司普遍面临灵魂拷问，成为单项冠军后，如何寻找新增量？继峰的机遇是收购格拉默，并开拓新品类打造第二条“生命线”。继峰的成长路径极具野心及空间，海外整合如何做好、整合之后又如何做，成为市场对继峰新的灵魂拷问，**在我们看来，继峰在一条艰难却正确的道路上。**
- ❖ **整合管理层：绕开别人的弯路，做正确的事，提高海外整合的成功率。**制造业海外整合颇具难度，其中核心要点在于协同、管理层控制、经营效率释放。首先，继峰与格拉默处于同一细分领域，业务、能力交织互补，具备“1+1>2”的可能性。其次，公司在收购落地后随即更换欧洲管理层，得益于格拉默大型企业的特征，经营平稳过渡，继峰对格拉默的控制力度也由此远远高于其它同行案例。然后，通过更加有效的、与净利挂钩的激励机制，调动欧洲管理层的积极性，展开对公司经营效率、产品、市场等多方面调整，近年已见成效。
- ❖ **调整经营：提利润率、做大中国市场、做大乘用车座椅大单品。继峰的成长按业绩增长线索分为三步走：**
  - 1) **格拉默提利润率：**通过架构调整、落后产能关停并转、材料降本等举措，解决格拉默净利率偏低的问题。目前举措已基本落地，但受全球汽车产销扰动与通胀影响，利润率仍受压制，预计行业因素消解后公司利润率有望快速恢复，推动公司利润达到8亿元水平。
  - 2) **格拉默做大中国市场：**商用车座椅通过合资建厂等举措开拓市场，近年份额不断提升，有望带来15-20亿元营收增量。乘用车内饰件产品业务通过品类开拓、客户下沉来提高营收，近年不断获取新单，营收增量有望达15亿元+。格拉默中国营收有望从25亿增至60亿元，匹配相较于其欧洲区、美洲区更高的利润率，有望给公司带来3-4亿元利润增量达到11-12亿元。目前格拉默中国营收已从2019年20亿元增至2021年25亿元。
  - 3) **继峰做大乘用车座椅总成大单品：**在格拉默商用车座椅品牌及体系能力基础上，继峰积极把握新势力所带来的乘用车座椅总成配套体系竞争要素变化的大机遇，强势切入该市场，ASP一举从1-2千元提至5千元+，极大扩增未来空间，中长期，继峰若能在乘用车座椅市场占据10%市占或能创造100亿元+营收增量、10亿元+利润增量，推动公司利润冲向20亿元+。
- ❖ **投资建议：**继峰通过收购格拉默，走上了一条与其它内饰件细分龙头的不同发展之路。目前公司已完成对格拉默管理层、经营战略的调整并体现出一定成效，但在全球汽车行业产销、原材料价格扰动状态下，成效处于压制状态。经过我们对公司管理层、战略、策略的动态评估，认为公司在提高利润率、做大中国市场、做大乘用车座椅总成大单品的路径上终将有所斩获，成为中国民营汽车内饰件综合大厂。短期考虑欧洲战争、全球缺芯、原材料涨价等影响，我们预计公司2022年归母净利润为2.2亿元、同比+76%，2023-2025年有望进入恢复通道，达到7.2亿/+223%、11.3亿/+58%、15.6亿元/+39%。考虑公司核心竞争力、未来乐观展望，我们给予2023年PE 26倍，目标市值184亿元，对应目标股价16.5元、空间40%，首次覆盖，给予“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**原材料价格上涨超预期、芯片供给、疫情损失恢复低于预期、汇率波动风险、股权质押风险、整合进度不及预期、市场、客户开拓不及预期、乘用车座椅开拓不及预期等。

## 主要财务指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万)	16,832	17,056	20,115	23,235
同比增速(%)	7.0%	1.3%	17.9%	15.5%
归母净利润(百万)	127	222	717	1,130
同比增速(%)	148.9%	75.8%	222.8%	57.6%
每股盈利(元)	0.11	0.20	0.64	1.01
市盈率(倍)	104	59	18	12
市净率(倍)	2.8	2.6	2.3	2.2

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2022年6月16日收盘价

## 强推（首次）

目标价：16.5元

当前价：11.76元

## 华创证券研究所

## 证券分析师：张程航

电话：021-20572543

邮箱：zhangchenghang@hcyjs.com

执业编号：S0360519070003

## 证券分析师：夏凉

电话：021-20572532

邮箱：xialiang@hcyjs.com

执业编号：S0360522030001

## 公司基本数据

总股本(万股)	111,912.40
已上市流通股(万股)	88,081.80
总市值(亿元)	131.61
流通市值(亿元)	103.58
资产负债率(%)	69.39
每股净资产(元)	4.14
12个月内最高/最低价	18.11/6.17

## 市场表现对比图(近12个月)



## 投资主题

### 报告亮点

- 1) 清晰梳理公司两大经营主体继峰本部、格拉默的经营情况
- 2) 从多个维度评估继峰海外整合格拉默的可行性
- 3) 量化呈现整合后的大继峰的成长空间，重点分析继峰如何能在乘用车座椅行业突围破局

### 投资逻辑

- 1) 业绩层面，三大成长条线：格拉默提利润率（利润 2 亿到 8 亿）、格拉默做大中国市场（利润到 11-12 亿）、整体做大乘用车座椅大单品（利润到 20 亿+），业绩有望保持高增速。
- 2) 估值层面，继峰乘用车座椅的开拓情况会改变中长期估值上限的判断，随着继峰行业地位提升，估值也逐步抬升。

### 关键假设、估值与盈利预测

- 1) 考虑到 2022 年存在海外战争、全球缺芯、原材料涨价、国内疫情反复多重外部扰动，2023-2025 年公司有望进入恢复通道，我们预计公司 2022-2025 年整体实现营业收入 171 亿、201 亿、232 亿、260 亿元，同比+1.3%、+18%、+16%、+12%；归母净利 2.2 亿、7.2 亿、11.3 亿、15.6 亿元，同比+76%、+223%、+58%、+39%。
- 2) 短期，综合公司成长性展望、汽车零部件整体估值、同行标的估值，我们给予 2023 年目标市值 184 亿元，目标 PE 26 倍，对应目标股价 16.5 元、目标空间 40%。
- 3) 中长期，我们预计 2025 年格拉默中国区营收已增至 60 亿元+、整体利润率提升至 5%+，在国内乘用车座椅市场占有率达 10%，届时整体收入将达 260 亿元、归母净利 15.6 亿元，给予中长期 PE 25-30 倍，目标市值 391 亿-469 亿元，目标空间 197%-257%。

# 目录

1. 基本情况：继峰+格拉默合二为一 .....	7
2. 继峰本部：国内座椅部件老牌供应商 .....	11
2.1. 基本情况：国内乘用车头枕龙头 .....	11
2.2. 竞争优势：踏实进取的民企风格 .....	14
2.2.1. 研发制造：产品精益求精 .....	14
2.2.2. 成本管控：性价比制胜 .....	15
3. 格拉默：全球商用车座椅百年龙头 .....	17
3.1. 收购过程：大客户带来的协同 .....	17
3.2. 经营底色：百年积淀下的龙头地位 .....	18
4. 如何整合：1+1>2有可能吗？ .....	21
4.1. 整合第一步：“拿捏”管理层 .....	23
4.2. 整合第二步：降本增效落地 .....	24
5. 格局打开：打造百年有可能吗？ .....	26
5.1. 成长 1.0：中国市场新增量 .....	27
5.1.1. 商用车座椅：国内市占提升并尝试创新产品 .....	27
5.1.2. 乘用车内饰：客户下沉，丰富产品 .....	28
5.2. 成长 2.0：开辟乘用车座椅 .....	31
5.2.1. 座椅总成，内饰件的皇冠 .....	31
5.2.2. 第一道壁垒：开发设计 .....	32
5.2.3. 第二道壁垒：制造管理 .....	34
5.2.4. 配套体系变化的加成 .....	35
6. 盈利预测与投资建议 .....	38
7. 风险提示 .....	41
8. 附录 .....	42
8.1. 继峰本部 vs 可比公司 .....	42
8.2. 格拉默 vs 可比公司 .....	45

## 图表目录

图表 1: 继峰股份发展历史 .....	7
图表 2: 继峰股份主要产品布局 .....	8
图表 3: 继峰股份股权结构 .....	8
图表 4: 继峰股份年度营收及增速 .....	9
图表 5: 继峰股份年度归母净利及增速 .....	9
图表 6: 继峰股份季度营收及增速 .....	9
图表 7: 继峰股份季度归母净利及增速 .....	9
图表 8: 继峰股份历年费用率情况 .....	10
图表 9: 继峰股份历年盈利能力 .....	10
图表 10: 继峰股份分季度费用率情况 .....	10
图表 11: 继峰股份分季度盈利能力 .....	10
图表 12: 继峰本部主要产品及客户情况 .....	11
图表 13: 继峰本部主要产品营收占比 .....	12
图表 14: 继峰本部主要产品毛利率 .....	12
图表 15: 继峰 vs 岱美头枕销量对比（万件） .....	12
图表 16: 继峰本部头枕国内市占率 .....	12
图表 17: 汽车座椅行业配套体系状态 .....	13
图表 18: 继峰母公司历年营收及增速 .....	13
图表 19: 继峰母公司历年归母净利及增速 .....	13
图表 20: 继峰母公司历年费用情况 .....	14
图表 21: 继峰母公司历年盈利能力 .....	14
图表 22: 继峰股份 vs 岱美股份头枕产品营业成本/产量（元/件） .....	15
图表 23: 继峰股份 vs 岱美股份头枕产品营业收入/销量（元/件） .....	15
图表 24: 公司产品的核心部件及原材料 .....	16
图表 25: 宁波继峰收购格拉默历程 .....	17
图表 26: 格拉默主要产品 .....	18
图表 27: 2011-2021 年格拉默各地区营收占比情况 .....	19
图表 28: 1Q20-1Q22 格拉默各地区季度 EBIT 利润率 .....	19
图表 29: 格拉默营收及增速 .....	19
图表 30: 格拉默季度营收及增速 .....	19
图表 31: 格拉默归母净利及增速 .....	20
图表 32: 格拉默季度归母净利及增速 .....	20
图表 33: 格拉默毛利率、净利率及 ROE .....	20

图表 34: 格拉默季度毛利率、净利率及 ROE .....	20
图表 35: 宁波继峰与格拉默各方面协同效应情况 .....	21
图表 36: 继峰海外整合评估框架 .....	22
图表 37: 格拉默新任董事会成员履历 .....	23
图表 38: 格拉默与工厂调整相关成本（百万欧元） .....	24
图表 39: 格拉默调整后 SG&A 费用及 SG&A 费用率 .....	24
图表 40: 格拉默边际毛利率 .....	25
图表 41: 继峰+格拉默组成大继峰的成长路径 .....	26
图表 42: 继峰与格拉默在业务经营上的协同 .....	26
图表 43: 智能家居式重卡座舱休息区 .....	28
图表 44: 智能家居式重卡座舱就餐区 .....	28
图表 45: 继峰 vs 格拉默乘用车内饰件业务主要客户 .....	28
图表 46: 继峰股份乘用车内饰产品布局 .....	29
图表 47: 金属喇叭罩 .....	30
图表 48: 移动中控和扶手 .....	30
图表 49: 电动出风口 .....	30
图表 50: “Pure”项目 .....	30
图表 51: 蔚来 ES8 女王副驾 .....	31
图表 52: 理想 L9 旗舰级座椅 .....	31
图表 53: 2019 年国内乘用车座椅市占情况 .....	32
图表 54: 部分玩家座椅业务利润率（%） .....	32
图表 55: 座椅业务与传统业务在竞争要素上的差异 .....	32
图表 56: 汽车座椅生产制造需满足的要求 .....	33
图表 57: 汽车座椅前期开发设计流程 .....	34
图表 58: 典型汽车前排座椅总成装配流程图 .....	35
图表 59: 新势力车企 vs 传统车企对座椅配套体系竞争要素变化 .....	35
图表 60: 继峰股份乘用车座椅总成业务收入、利润空间测算 .....	37
图表 61: 继峰股份 2022-2025 年分经营主体盈利预测情况 .....	39
图表 62: 继峰股份可比公司情况 .....	42
图表 63: 继峰股份可比公司毛利率、经营利润率、净利率 .....	42
图表 64: 继峰股份可比公司费用率 .....	43
图表 65: 继峰股份可比公司折旧摊销 .....	43
图表 66: 继峰股份可比公司人均效益 .....	44
图表 67: 继峰股份可比公司人力成本 .....	44
图表 68: 继峰股份可比公司现金流情况 .....	45

图表 69: 格拉默可比公司情况 .....	45
图表 70: 李尔各产品营收占比情况 .....	46
图表 71: 佛吉亚各产品营收占比情况 .....	46
图表 72: 安道拓各产品营收占比情况 .....	46
图表 73: 格拉默 vs 可比公司-利润指标 .....	47
图表 74: 格拉默 vs 可比公司-偿债指标 .....	48
图表 75: 格拉默 vs 可比公司-人效指标 .....	48

## 1. 基本情况：继峰+格拉默合二为一

**老牌乘用车座椅部件龙头，海外收购格拉默更上一层楼。**继峰股份成立于1996年，从事乘用车座椅头枕、扶手等内饰领域的座椅部件研发与生产，客户主要为大众、宝马、戴姆勒、一汽、造车新势力等国内外整车厂，以及安道拓、李尔、佛吉亚等知名座椅内饰厂。2019年上市公司完成对德国汽车内饰及商用车座椅巨头格拉默的收购，在格拉默既有的全球体系基础上，公司正进一步构筑维度更高的研发、客户、生产、管理体系能力。

图表 1：继峰股份发展历史

时间	事件
1996年	岱山继峰汽车内饰件厂在浙江舟山成立
2005年	启动凯迪拉克头枕、扶手项目；通过克莱斯勒头枕支杆产品实现首次出口
2007年	成为奥迪供应商
2010年	获得宝马3系头枕总成开发项目；成为一汽-大众A级供应商
2011年	实验室通过国家认可委ISO17025国家实验室认可；首次被认定为国家高新技术企业
2013年	启动第一个奔驰项目
2014年	在德国设立第一家海外子公司
2015年	上交所上市；自主研发设计的头枕产品被应用到吉利公司新车型上
2017年	与格拉默签署了MOU，双方开展战略合作
2018年	继峰股份实控人旗下公司继烨投资的全资子公司德国继烨正式开启要约收购格拉默
2018年	德国继烨完成要约收购的交割，继峰股份启动对继烨投资100%股权的收购
2019年	继峰股份重大资产重组获证监会并购重组委无条件审核通过，获得证监会核准批复
2019年	四季度完成对继烨投资的交割，完成了对格拉默的收购
2020年	首次上榜《财富》中国500强
2020年	格拉默MSG 90.6卡车座椅在中国获得成功
2020年	首次斩获丰田纺织全球供应商大会“区域贡献奖”
2021年	格拉默座椅第一次在中国海事领域中被使用，在中国首次下海出航
2021年	成为某造车新势力的座椅供应商，预计2023年量产

资料来源：公司公告、公司官网、华创证券

**公司现有本部+格拉默两大经营主体，共同打造综合汽车内饰系统巨头。**收购完成后，公司拥有两大经营主体：1）格拉默，巩固已有的乘用车内饰件、商用车座椅业务；2）宁波继峰本部（后文宁波继峰、继峰本部均指原继峰主体），在乘用车座椅部件基础上，并进一步开拓乘用车座椅总成业务。综合而言，在乘用车领域，公司现主要产品为乘用车座椅头枕、扶手、中控系统等内饰零件；商用车领域，主要是面向农业、建筑机械、卡车、公交、火车等座椅总成部件。为了进一步提高在汽车行业的综合竞争力，公司接下来将在乘用车领域推出硬核产品乘用车座椅总成、商用车领域进一步打造创新产品智能家居式重卡座舱，全面走向综合汽车内饰大厂之路，强化“百年继峰”长期战略基石。

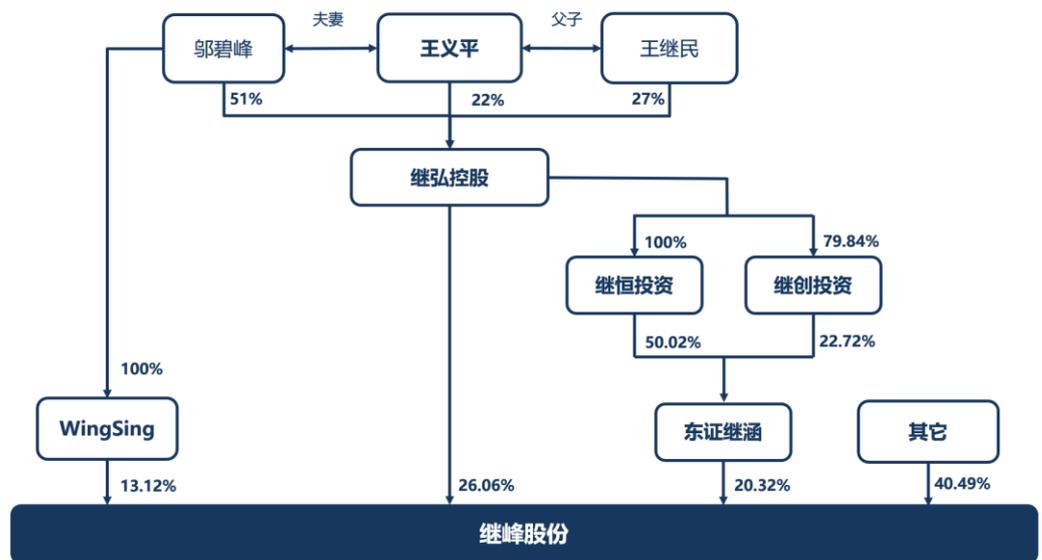
图表 2: 继峰股份主要产品布局



资料来源: 公司官网、华创证券

家族企业传承, 利于长期发展战略“生生不息”。公司实际控制人为董事长王义平、副董事长邬碧峰、王继民, 三人以直接、间接持的方式有公司 53.03% 股权。其中王义平与邬碧峰为夫妻关系, 王义平与王继民为父子关系, 王继民在公司经营中也担任重要角色, 公司整体是典型家族企业形式, 企业精神一脉相承保障“百年继峰”发展战略薪火相传。

图表 3: 继峰股份股权结构



资料来源: 公司公告、华创证券、截至 2022 年 3 月 31 日

收购格拉默前后财务表现有较大变化：收购前营收体量小、盈利能力强，收购后营收扩  
增近 9 倍、盈利能力随格拉默下降。

- 1) 收购前，2011-2018 年营收由 4.7 亿元增至 21.5 亿元、年化+24%，归母净利由 1.4 亿元增至 3.02 亿、年化+12%，作为国内优质内饰件龙头业绩稳健增长。盈利能力方面，毛利率、净利率分别维持在 30%、15% 以上，处于零部件行业较高水平。
- 2) 收购后，2019 年并表营收规模达 180 亿、扩增近 9 倍，但受格拉默盈利能力不高、整合费用等多重影响，2019-2020 年利润表现不佳，并表综合毛利率下滑至 15% 左右、净利率下滑至 10% 以下。从季度来看，1Q-2Q20 整合产生费用叠加疫情影响，盈利承压；3Q20 起，随着整合逐渐明朗，业绩开始明显恢复，1Q21 归母净利达 1.3 亿，是近十年单季最高水平；2Q21-1Q22 受原材料涨价、缺芯、国内疫情等扰动，业绩下滑。预计后续随着原材料、缺芯、疫情影响减弱，公司业绩恢复弹性大，有望超越 1Q21 的强劲表现，与格拉默的协同效应将充分反映在经营及财务表现上。

图表 4：继峰股份年度营收及增速



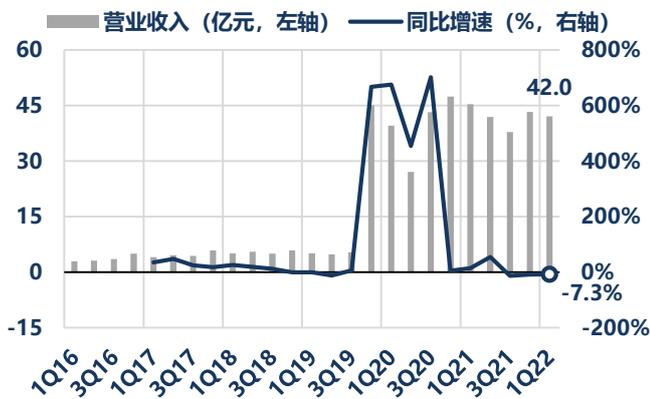
资料来源：Wind、华创证券

图表 5：继峰股份年度归母净利及增速



资料来源：Wind、华创证券

图表 6：继峰股份季度营收及增速



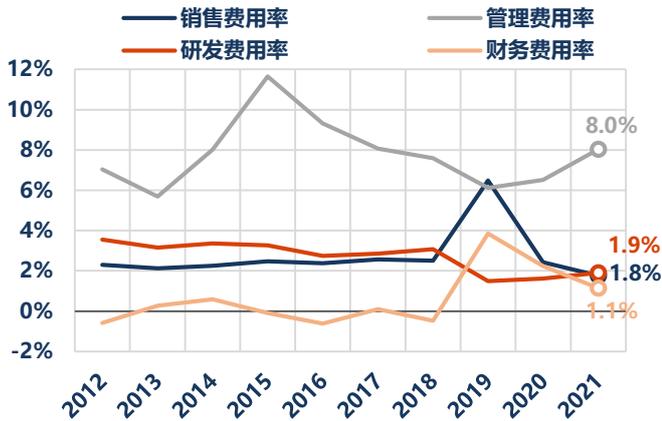
资料来源：Wind、华创证券

图表 7：继峰股份季度归母净利及增速



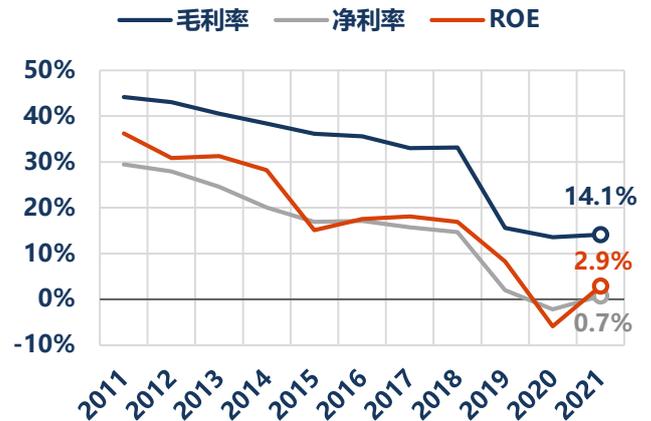
资料来源：Wind、华创证券

图表 8: 继峰股份历年费用率情况



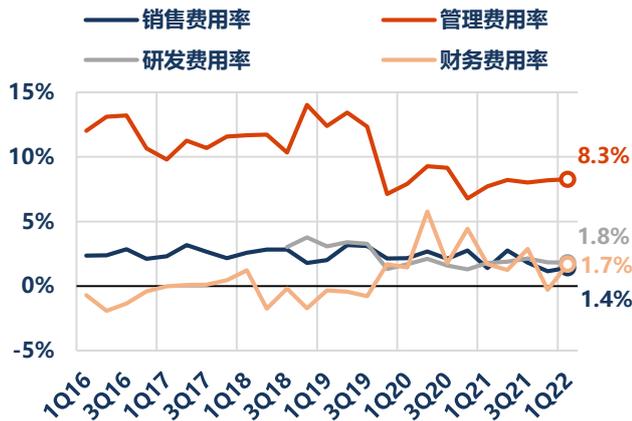
资料来源: Wind、华创证券

图表 9: 继峰股份历年盈利能力



资料来源: Wind、华创证券

图表 10: 继峰股份分季度费用率情况



资料来源: Wind、华创证券

注: 1Q16-2Q18 管理费用率含研发

图表 11: 继峰股份分季度盈利能力



资料来源: Wind、华创证券

注: ROE 为季度年化数据

## 2. 继峰本部：国内座椅部件老牌供应商

### 2.1. 基本情况：国内乘用车头枕龙头

继峰本部是国内领先的乘用车座椅头枕、扶手供应商。继峰本部主要产品为乘用车座椅头枕、座椅扶手、头枕支杆等汽车座椅零部件，是少数能在全球范围为欧系、美系、日系及自主品牌配套的本土供应商：

- 1) 座椅头枕：属于汽车安全件，要求较一般内饰件更高，单车价值约 150-200 元；产品主要配套宝马、大众、奥迪、沃尔沃、通用、日产、本田、丰田、吉利、比亚迪等中高端品牌主流车型；
- 2) 后排扶手：为乘客提供舒适性的功能件，单车价值在百元以上，可以通过增加储物盒、杯托、多媒体控制器等实用性部件提高价值量；产品主要配套大众、奥迪、福特、凯迪拉克、本田、丰田、吉利、长城等；
- 3) 中控扶手：为驾驶员提供储物功能及前排乘客肘部支撑功能，对舒适性要求很高；产品主要配套沃尔沃、福特、英菲尼迪、吉利等；
- 4) 头部支杆：对座椅头枕起支撑作用，单车价值约 40-50 元；产品主要配套大众、奥迪、通用、凯迪拉克、丰田、吉利等。

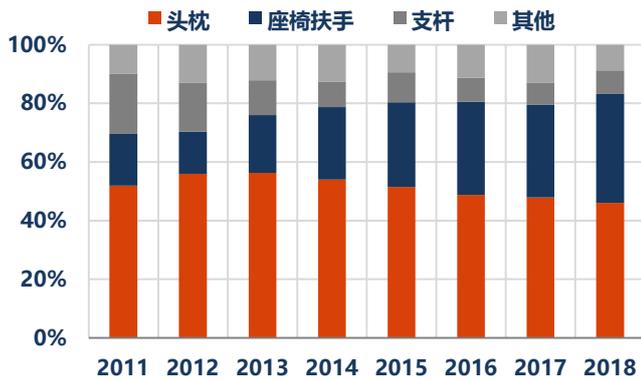
图表 12：继峰本部主要产品及客户情况

产品	提要	2018年营收占比	主要客户
 <p>座椅头枕</p>	<p>属于汽车安全件。</p> <p>平均单车价值量估计： 150-200元/辆（4-5个/辆）</p>	46%	宝马、大众、奥迪、PSA、通用、广菲克、日产、本田、丰田、吉利、沃尔沃、广汽传祺、比亚迪等
 <p>头部支杆</p>	<p>对强度、轻量有要求。</p> <p>平均单车价值量估计： 40-50元/辆（4-5个/辆）</p>	8%	通用、大众、凯迪拉克、奥迪、丰田、马自达、日产、吉利、沃尔沃等
 <p>座椅后排扶手</p>	<p>主要用于中高端型乘用车，小排量车也开始逐步使用。单车价值量提升方向</p> <p>平均单车价值量估计：前后排扶手平均，137元/辆，实际百元-千元都有</p>	37%	克莱斯勒、凯迪拉克、大众、奥迪、福特、广菲克、本田、丰田、长城、吉利、广汽、马自达等。
 <p>座椅中控扶手</p>	<p>对安全性要求不高，对舒适性要求高</p>		福特、沃尔沃、吉利、英菲尼迪等

资料来源：公司官网、公司公告、华创证券

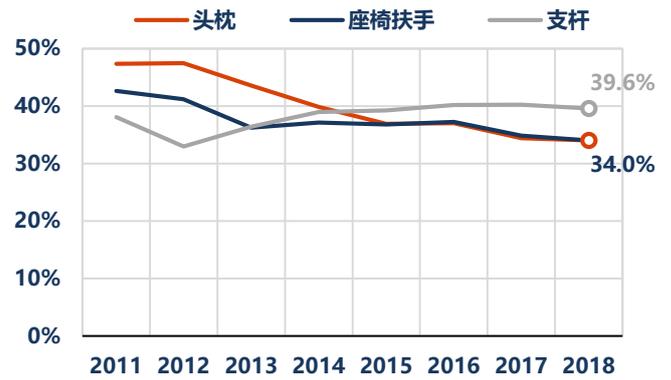
继峰本部的头枕、扶手产品毛利率保持在 35%左右的高水平。2018 年（并购前）公司头枕、扶手、支杆产品的营收分别为 9.9 亿、8.0 亿、1.7 亿元，营收占比分别为 46%、37%、8%，并购前公司头枕产品营收占比约 40%-50%，扶手产品营收占比约 30%-40%；2015 年起头枕、扶手产品毛利率基本稳定在 35%左右，支杆产品毛利率 40%左右，处于行业内较高水平。

图表 13: 继峰本部主要产品营收占比



资料来源: Wind、华创证券

图表 14: 继峰本部主要产品毛利率



资料来源: Wind、华创证券

宁波继峰在其最擅长的头枕领域处于龙头地位、并购前市占率 20%。座椅头枕、扶手领域的竞争格局较为分散，既包括延锋安道拓、格拉默等外资供应商、也包括本土供应商，其中比较有代表性的本土供应商包括宁波继峰、岱美股份。在头枕市场，2018 年宁波继峰头枕销量 2620 万件、岱美股份头枕销量 1319 万件，假设一辆乘用车头枕数量为 4 个或 5 个，2018 年宁波继峰座椅头枕在国内市场市占率达 20%的，居本土供应商首位。

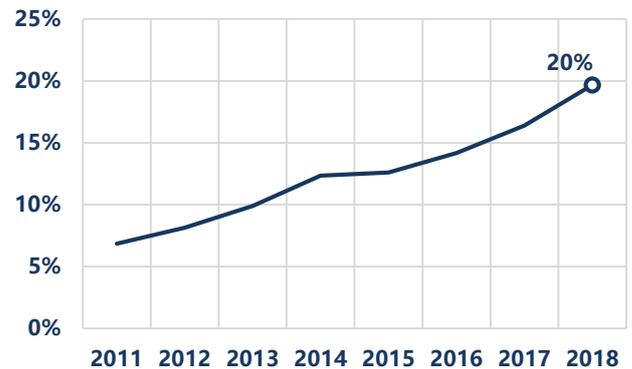
图表 15: 继峰 vs 岱美头枕销量对比 (万件)



资料来源: 公司公告、华创证券

注: 2019 年继峰股份完成格拉默收购, 故销量大幅上升

图表 16: 继峰本部头枕国内市占率



资料来源: 公司公告、华创证券

注: 市场占有率=头枕销量\*国内收入占比/(我国乘用车产量\*每辆乘用车头枕的使用数量)

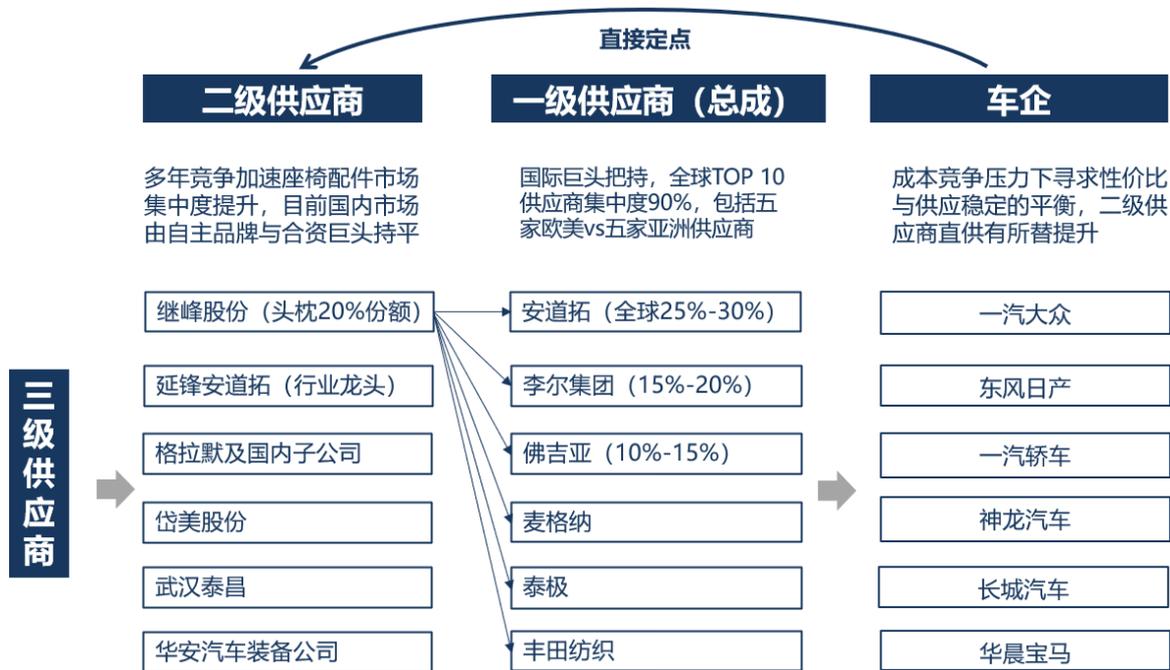
宁波继峰为汽车座椅产业链二级供应，但大部分项目由整车厂直接定点，我们也多将宁波继峰视为“一级供应商”。

其中，一级供应为汽车座椅总成供应商，购买零部件为整车厂制造座椅总成；二级供应商负责向一级供应商提供如座椅头枕、扶手等关键零部件制造。在一级供应领域，市场集中度较高，国际巨头如李尔、安道拓等凭借绝对领先的技术优势、通过在中国和整车厂设立合资企业的方式获取项目，占据了国内乘用车座椅总成绝大部分市场份额。宁波继峰等中国汽车座椅零部件制造企业更多聚集在二级、三级配套市场，研发维度相对更加细分和单一。

过往，由于座椅零部件品类繁杂，市场集中度低，大部分整车厂会直接向一级供应商采购座椅总成，由一级供应商自行选择二级供应商。但由于座椅总成单车价值量非常高(千

元至万元)，近年来车企在竞争压力下为进一步寻求性价比与供需稳定的平衡，也有部分整车厂如一汽大众，会将头枕、扶手等产品直接向二级供应商询价、单独发包，指定中标的二级供应商向其一级座椅总成供应商供货，因此，宁波继峰目前大部分定点/客户都直接为整车厂，之间合作关系也非常紧密，因此大多情况下我们也将宁波继峰视为“一级供应商”，这为公司后续的新产品开发、新客户开拓，奠定了很好的客户基础。

图表 17: 汽车座椅行业配套体系状态



资料来源: 公司官网、Wind、华创证券

继峰本部既有业务已进入成熟阶段，规模基本稳定。从继峰母公司财务数据看，2017年起公司规模稳定在16亿元左右，归母净利逐年下滑，业务发展已进入相对成熟阶段，后续增长展望会相对平稳。2020年继峰母公司营收15.9亿元、同比基本持平，归母净利2.2亿元、同比-13%。从盈利指标上看，毛利率基本在30%左右、本部现有产品组合的盈利能力稳定，净利率15%左右、但近两年受管理费用增加、2019年底发行可转债产生的财务费用影响，2020年母公司净利率降至13.9%。

图表 18: 继峰母公司历年营收及增速



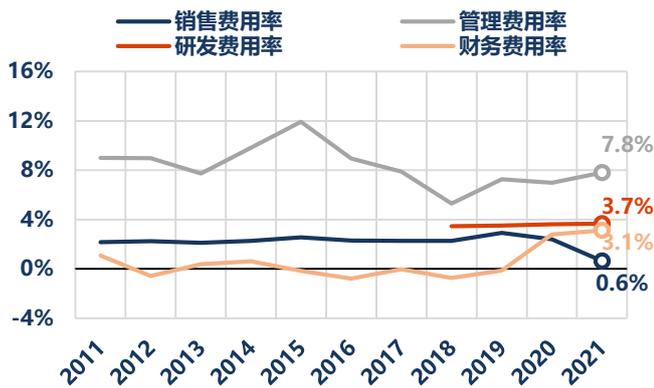
资料来源: Wind、华创证券

图表 19: 继峰母公司历年归母净利及增速



资料来源: Wind、华创证券

图表 20: 继峰母公司历年费用情况



资料来源: Wind、华创证券

图表 21: 继峰母公司历年盈利能力



资料来源: Wind、华创证券

## 2.2. 竞争优势: 踏实进取的民企风格

宁波继峰凭借产品质量、性价比优势成为“单项冠军”。在传统内饰件行业竞争中，客户对供应商的考察不仅包括产品是否可靠，还看重产品性价比。继峰专注在头枕、扶手等内饰件细分市场深耕成为单项冠军，印证其产品的研发制造能力受行业认可；同时，相比竞争对手，宁波继峰深谙成本管控之道，具有明显的性价比优势。（后文附继峰与竞争对手财务对比情况）

### 2.2.1. 研发制造: 产品精益求精

相较于其他内饰件，对座椅部件的供应商研发制造要求更高。汽车座椅主要由头枕、靠背、座垫等部分组成，其中座椅头枕是直接和乘坐者头部接触的部分，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，是座椅核心的安全件。因此，座椅头枕的生产制造需要对产品进行多项专业的实验检测，必须达到很高的制造精度和强度、满足较为严格的国家标准，所以对头枕供应商提出了更高的研发制造能力要求。

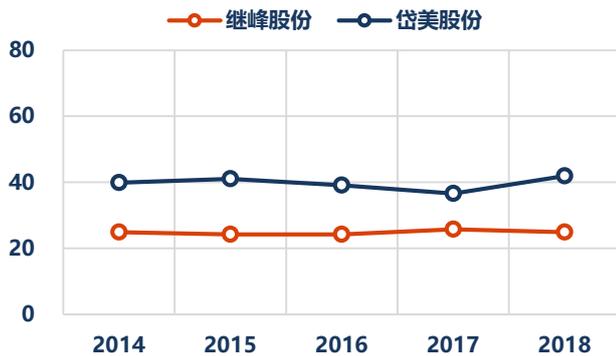
宁波继峰掌握国内领先的座椅部件研发制造能力，收购格拉默后有望进一步升级：

- 1) **研发能力:** 继峰专注在乘用车座椅部件领域多年，有充足技术储备可满足用户不同的配置或升级需求，是为数不多能与德国大众、宝马、戴姆勒、保时捷、通用、福特等大型整车厂进行同步设计、开发和配套的本土供应商；另外，凭借丰富的配套经验在新项目的投标中占据先发优势；
- 2) **制造能力:** 公司建有多个领先的头枕/扶手动态冲击测试、原材料级测试、人机工程学测试等专业化实验室，多数检测项目已经取得了德国宝马、大众、吉利汽车等实验检测资质，并获得了国家认可委的 CNAS 实验检测资质认可，有利于公司大幅缩短检测周期更快投入量产，保证生产质量同时提高生产效率。

### 2.2.2. 成本管控：性价比制胜

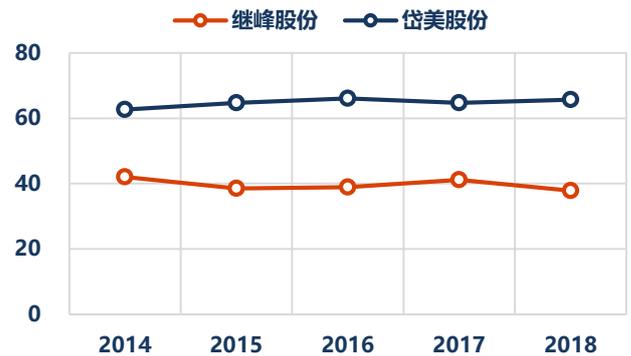
生产制造端高效的成本管控带来性价比优势，是继峰本部抢占市场的利器。在传统的内饰件行业竞争中，性价比是决定项目获取的关键因素，成本控制能力强的供应商能够取得更多订单。继峰在过去的行业竞争中，不仅以领先的研发制造能力保持产品高质量，同时具有高性价比。以头枕产品为例，继峰股份单位生产成本约 25 元/件，竞争对手岱美股份单位生产成本约 40 元/件、与继峰单位产品售价相当；继峰的低单位生产成本下，有底气降低价格、凭借高性价比保持高市场份额。

图表 22: 继峰股份 vs 岱美股份头枕产品营业成本/产量 (元/件)



资料来源：公司公告、华创证券

图表 23: 继峰股份 vs 岱美股份头枕产品营业收入/销量 (元/件)



资料来源：公司公告、华创证券

**性价比来源 1: 管理能效高，提纲挈领从源头控制生产成本。**公司头枕产品的原材料成本占营业成本 70-80%，因此公司深谙控制原材料成本的重要性。在此目标下多措并举贯彻对原材料成本的控制：

- 1) 设有限额领料制度、控制内部损失成本指标等考核制度，减少产品报废、提高产品的合格率和生产效率；
- 2) 运用自研的、先进的发泡配方，可按客户要求自行配制生产所需的头枕泡沫配方，能更灵活地采购原材料、获得较低的采购价格；
- 3) 并购前，公司头枕产量在 2000-2500 万件/年、市占率 20%，具备规模采购的优势；并购格拉默后，整体头枕产量增至 5000 万件/年，对原材料实行联合采购制度，放大在采购上的规模优势。

**性价比来源 2: 产品部件自制率高，节约委外加工成本。**座椅头枕主要部件包括头枕支架、头枕泡沫、头枕面罩，座椅扶手主要部件有扶手骨架、注塑及发泡、扶手面罩。其中，头枕支架与扶手骨架公司能够自行设计制造冲压模具，实现自主生产；泡沫部分，公司掌握了发泡工艺，可以自主设计制造泡沫制造的发泡模具；面套部分，公司下设全资子公司宁波继峰缝纫进行汽车座椅头枕、扶手面套的缝制。主要产品的核心部件都可以实现自产，节约委外加工及外采成本，同时能自主把控生产节拍、从而提高生产效率。

图表 24: 公司产品的核心部件及原材料



资料来源: 公司公告、招股说明书、华创证券

### 3. 格拉默：全球商用车座椅百年龙头

#### 3.1. 收购过程：大客户带来的协同

- 1) 2005年起，格拉默由于增发股份、处于无实控人的状态。2016年，格拉默作为大众的重要供应商面临 Hastor 家族收购，而此前 Hastor 家族旗下两家座椅供应商 CarTrim 和 ES Automobilguss 与大众产生合同纠纷，导致了德国大众超半数的工厂停产。大众、格拉默均不希望被 Hastor 收购，因此在外部寻求更加适合的收购方。
- 2) Hastor 家族位于波斯尼亚，若收购完成，格拉默总部很可能从德国搬迁至波斯尼亚，对格拉默的经营产生重大不利影响。而继峰在中国一直都是一汽大众的重要供应商，双方多年合作已积累较高信任度；另外，继峰在 2014 年成立了德国继峰，德国市场是继峰重点开拓的市场。
- 3) 由于 Hastor 家族曾对格拉默管理层提出过严厉批评，在股东大会未能成功当选监事会委员；而宁波继峰非常支持格拉默管理层的提议，格拉默管理层对于宁波继峰的到来非常欢迎，格拉默管理人员甚至希望继峰能够对抗 Hastor 家族，以此摆脱 Hastor 家族对格拉默的控制。

在格拉默、大众汽车、德国政界的支持下，继峰开启对格拉默的收购计划。2017 年格拉默向继峰股份的关联方 JAP GmbH 发行强制可转换债券，JAP GmbH 累计持股 25.56%。2018 年 5 月，继峰股份实控人旗下公司继峰投资正式向格拉默发启要约收购，并于 2018 年 9 月完成格拉默 84.23% 的股权交割，取得实控权。2019 年 8 月，继峰股份获批定向增发及可转债，用于收购继峰投资 100% 股权，由此继峰股份间接持有格拉默 84.23% 的股权，将格拉默纳入合并报表。截至目前，继峰股份间接持有格拉默 88.12% 的股权，处于绝对控股状态。

图表 25：宁波继峰收购格拉默历程

日期	内容	相关股东	累计持股比例	合计对价
2016 年	Hastor 家族对格拉默集团持股扩大至 20%-25%，成为其第一大股东	Hastor 家族	20%-25%	/
2017 年 2 月	Hastor 家族要求格拉默替换一半监事会成员，遭到集团拒绝	/	/	/
2017 年 2 月 15 日	Wing Sing 孙公司 JAP GmbH（继峰关联方）认购格拉默发行的可转债	JAP GmbH	9.20%	/
2017 年 5 月 23 日	JAP GmbH 前期认购的可转债已经转换为普通股，同时 JAP GmbH 在二级市场上买入了一定数量普通股	JAP GmbH	15.07%	/
2017 年 7 月 18 日	JAP GmbH 继续增持格拉默	JAP GmbH	20.01%	/
2017 年 10 月 27 日	JAP GmbH 再次增持格拉默	JAP GmbH	25.51%	/
2018 年 5 月 30 日	继峰（德国）与 JAP 签署股份购买协议，JAP 将其所持 25.56% 股份转让予继峰（德国）（转让价格为每股 60 欧元）	继峰（德国）	25.56%	1.93 亿欧元
2018 年 6 月 25 日	继峰（德国）发布自愿公开要约收购格拉默的要约文件	继峰投资	84.23%	49.82 亿元
2018 年 9 月 11 日	继峰投资旗下的继峰（德国）已完成格拉默 84.23% 股权的交割			
2019 年 8 月 15 日	继峰股份获批定向增发及可转债，用于收购继峰投资 100% 股权。该交易总对价 37.5 亿元，其中股权支付 29.1 亿元（7.59 元/股，3.8 亿股），可转债 4 亿元，现金 4.4 亿元	继峰股份	84.23%	37.54 亿元
2020 年 10 月 26 日	宁波继峰对卢森堡继峰增加 4,500 万欧元的投资，并由卢森堡继峰进一步向德国继峰注资 4,480 万欧元，用于认购格拉默发行的股份，由	继峰股份	86.20%	/

此公司持有格拉默的股份比例由 84.23%增加至 86.20%

资料来源：公司公告、华创证券

### 3.2. 经营底色：百年积淀下的龙头地位

格拉默成立于 1880 年，主要业务包括乘用车内饰件及商用车座椅，经过百年深耕在两大业务上都有较高的市场地位：

**乘用车内饰件：欧洲地区的核心供应商。**产品包括头枕、扶手、中控系统、金属喇叭罩等，多配套在大众、宝马、戴姆勒、奥迪等高端品牌，目前在欧洲头枕、中控市场占有率位居第一、扶手市场位居第三。虽然格拉默乘用车内饰件产品品类基本与继峰本部相似，但在一些创新技术的储备及应用上格拉默走在行业前列，比如设计移动中控集成多功能、在扶手上应用 3Dglass 玻璃技术等，因此格拉默产品附加值更高。2021 年格拉默乘用车内饰件业务营收 12.3 亿欧/+3%，营收占比 65%、

**商用车座椅：市占率 30%+的全球龙头。**格拉默从商用车座椅业务起家、先后进入农用机械、卡车、客车、轨道火车等领域，目前已经成长为全球商用车座椅龙头企业，主要客户包括戴姆勒、福特卡车等。此外，商用车座椅业务也是与继峰本部相比经营上的独特之处。2021 年格拉默商用车座椅业务营收 6.7 亿欧/+31%，营收占比 35%。

图表 26：格拉默主要产品

产品		2021 年营收占比
商用车座椅	卡车&房车	35%
	非道路机械	
	铁路&公交	
乘用车内饰件	头枕	65%
	中控&扶手	
	其他内饰件	

资料来源：公司官网、公司公告、华创证券

分地区看，格拉默在欧美市场营收占比约八成，但亚太市场更具成长潜力。过去，格拉默的经营重心更多集中于欧洲市场、EBIT 利润率虽不高、但好于北美地区（1Q22 欧美市场 EBIT 环比分别改善+2.1PP、+5.8PP，后续跟踪能否持续改善）。亚太市场以中国为主，虽然 EBIT 利润率明显高于欧美地区但业务规模不大。从全球轻型车销量看，2021 年中国轻型车销量 2378 万辆、同比+5.0%，北美 1771 万辆、同比+4.0%，欧洲 1555 万

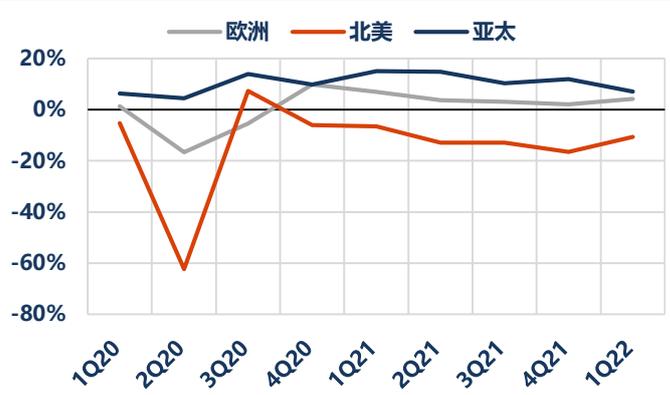
辆、同比+0.2%，相比之下中国市场空间更大。2019 年继峰完成对格拉默的收购后开始发力中国市场，格拉默亚太地区业务规模和占比均有所提升，且相较于欧美地区实现了更高的利润率。2021 年，格拉默在欧洲、北美、亚太地区营收分别为 10.6 亿欧、5.1 亿欧、4.0 亿欧，营收占比分别为 56%、27%、21%，EBIT 利润率分别为 4.1%、-12.2%、13.2%。

图表 27: 2011-2021 年格拉默各地区营收占比情况



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 28: 1Q20-1Q22 格拉默各地区季度 EBIT 利润率



资料来源: 公司公告, 华创证券

整体看，格拉默规模在百亿级别，盈利能力不及继峰本部，今后改善空间巨大。近年公司营收体量在 100-150 亿元，毛利率 10-15%、净利率 0-5%，相比继峰本部盈利较弱。2021 年实现营收 157 亿元/+18.1%、毛利率 9.2%/+1.9pp、归母净利扭亏至 0.07 亿元，均较 2020 年整合时期有所恢复，但下半年受行业缺芯、原材料涨价等因素影响明显。从季度角度看，1Q-2Q20 格拉默受整合影响业绩明显下滑，1Q21 起已恢复盈利，但 3Q21 起受缺芯、原材料涨价影响毛利率由 11%降至 6%左右，归母净利转亏。预计 2022 年下半年原材料、芯片短缺、国内疫情等外部扰动因素减弱后，格拉默有望快速恢复盈利。

图表 29: 格拉默营收及增速



资料来源: 公司公告, 华创证券

注: 按汇率 EUR/CNY=7 近似计算, 下同

图表 30: 格拉默季度营收及增速



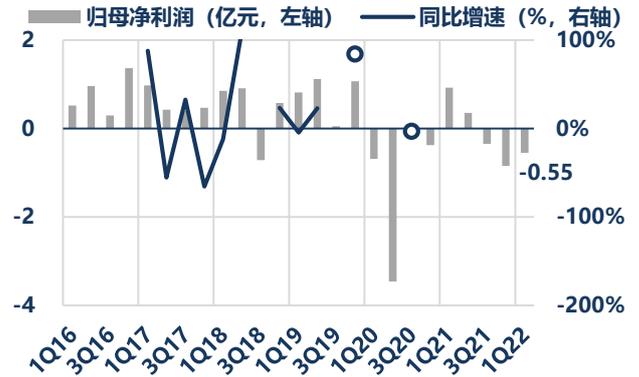
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 31: 格拉默归母净利及增速



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 32: 格拉默季度归母净利及增速



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 33: 格拉默毛利率、净利率及 ROE



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 34: 格拉默季度毛利率、净利率及 ROE



资料来源: 公司公告, 华创证券

注: ROE 为季度年化数据

#### 4. 如何整合：1+1>2有可能吗？

收购实现“1+1>2”的前提是双方能够优势互补、协同发展。当两个企业之间一方相对另一方在某方面具有一定优势，双方可以形成优势互补，达到“1+1>2”的协同效果。协同方向包括管理、经营、财务、销售，更多维度的协同大多出现在同产业链环节进行产品多元化、专业化的横向整合。

从继峰与格拉默的整合前提看，双方能够在多个维度实现互补及协同。在业务上既交叉也互补，继峰在管理、成本管控有明显优势，格拉默在品牌影响力、技术上有较大优势。

图表 35：宁波继峰与格拉默各方面协同效应情况

项目		宁波继峰	格拉默	是否存在互补/协同
管理协同	股权结构	家族控股的高活力民营企业	并购前无实控人	√
	组织框架	实控人直接参与公司运营决策，决策效率高	组织框架复杂，决策效率低	√
经营协同	产品类别	乘用车内饰件	商用车座椅总成、乘用车内饰件	√
	成本控制	自制率高，有精细的成本管控能力	外购率高，成本管控能力弱	√
		并购后双方签订原材料联合采购协议		存在协同
	产能布局	主要在中国	全球布局，中国工厂投入产出效率低	√
	研发能力	国内领先	全球领先，较多产品、技术储备	√
	业绩扰动	受国内乘用车市场影响	受全球商用车、乘用车景气度影响	存在协同
财务协同	现金流情况	将富余现金流适用于另一公司的高收益项目		存在协同
	破产风险情况	规模扩张，但面临整合不确定性		
	税收情况	进行税收筹划，降低税费		
销售协同	客户资源	中高端客户均有涉猎	欧系、美系高端客户为主	√
	品牌优势	国内市场具有知名度	全球品牌影响力	√

资料来源：公司公告、华创证券整理

海外整合难度更大，能否成功的关键在于多一些协同，避免人力资源和文化冲突的坑，观察过去中国汽车制造业海外收购案例，也是如此。无论是汽车行业还是整个制造业海外收购项目不在少数，海外整合更为复杂，整合失败的原因多为未能充分认知和实现协同效应、或是并购整合计划不周或缺乏执行力，而成功整合的基石在于人和文化的妥善处理。具体整合要点包括：

**1、具体化、量化协同效应可帮助管理层制定更好整合措施。**在整合阶段，对可产生的协同效应进行具体化甚至量化可帮助管理层对整合路径做出更清晰正确的规划。泛泛而谈的协同效应可能导致公司管理层对公司未来利润增长点产生误判，抓不住公司整合阶段的重点，从而错失整合的关键时间段。具体措施包括：

- 1) 海外并购更应该注重业务协同的实现，包括市场开拓、品牌引入、技术获取等方面；
- 2) 整合计划要尽可能量化未来能给公司带来的效益提升，突出计划重点。

**2、人力资源是整合推进落实的核心。**中国公司进行海外并购往往存在人才缺乏、人事调配不合理等问题。人才缺乏体现在三个层面：a) 中国企业大多发展历史较短，相较海外

公司往往管理体系不够成熟、管理人才不够充沛，难实现对海外公司的管理指挥；b) 因文化偏见等因素，海外并购往往更容易出现管理人才、关键技术人才流失现象；c) 海外整合人才还需要拥有消化文化差异的能力，要求较高。具体措施包括：

- 1) 保证公司组织框架的完整性，可做一定组织框架调整；
- 2) 在并购后尽可能快地实现对管理层的控制，掌握话语权(或得到对方掌权方的支持)；
- 3) 对于整合措施结果考评可多设置结果导向的标准，给予一定激励措施。

**3、文化冲突是阻碍整合进程的较大因素。**海外整合公司双方可能会存在社会层面、组织行为层面的文化差异，文化冲突不能妥善解决将直接导致：a) 整合措施推行低效缓慢，甚至无法推进；b) 关键技术人才、管理人才消极怠工或辞职流失，甚至员工罢工等。公司需要包容文化多样性，吸引全球人才，具体措施包括：

- 1) 可设立双方公司的对话机制，如搭建信息交流平台、双方公司管理层间成立专项联合小组、引入第三方作为沟通桥梁等，较少对管理层进行职能限制；
- 2) 公司可尽量选择当地的人才，或较熟悉了解对方国家地区文化的中国人才
- 3) 进行企业文化交流，如互相邀请员工前往各自区域参观学习等。

从整合计划、人事调配、文化适应的角度看，继峰对海外整合有清晰规划和准备，也绕开了过去同行走过的一些弯路。继峰在对格拉默的收购过程中对双方优劣势有深刻的理解，整合措施的设定上设有多层重点、路径清晰，且目标明确。在完成收购后迅速对格拉默进行了相应的人事调动，在可以控制格拉默的基础上给予新管理层自主性，并实施激励确保后续整合措施的平稳落地。通过过去这几年对继峰思路的评估、举措的判断，我们认为继峰是绕开了关于控制权、关于文化差异、关于自上而下执行力等等较多同行所走过的弯路，成效也相对更加显著。

图表 36: 继峰海外整合评估框架

评估项目	是否具备	具体举措	
整合计划合理性	是否有市场开拓规划	√	计划开拓格拉默中国市场
	是否有品牌引入规划	√	能够依托格拉默提升品牌力
	是否有技术获取规划	√	导入格拉默在商用车座椅、乘用车内饰件上的领先技术
	计划目标的量化程度	√	继峰对成本、净利率等有明确目标
	计划是否重点突出	√	短期重点放在降本，中长期重点放在市场、产品拓展
	总体评价		<b>整合路径清晰、目标明确</b>
人事调配合理性	公司组织框架是否完整	√	将 CEO、CFO、COO 关键职位更换成“自己人”
	是否能获得管理层支持	√	
	是否存在激励机制	√	长期、短期激励机制充分调动积极性
	总体评价		<b>既能控制格拉默管理层、又保留一定自由度，且有激励机制保障</b>
文化冲突产生的可能性	是否建立双方对话机制	√	继峰与格拉默管理层组成了协同整合委员会
	关键人才是否熟悉当地文化	√	新 CEO、CFO、COO 德国本地人
	是否过分限制管理层职能	×	并未直接参与格拉默经营管理
	是否有企业文化交流措施	×	

	总体评价	不会出现文化冲突
--	------	----------

资料来源：公司公告、华创证券整理

#### 4.1. 整合第一步：“拿捏”管理层

**管理层换成“自己人”，实现对格拉默管理层的控制。**2019年继峰完成收购后随即替换了首席执行官、首席财务官、首席技术官，均为德国职业经理人，对于机械零部件行业公司的经营管理有丰富经验；同时，考虑到德国企业监事会地位较高，继峰还向格拉默推荐了包括监事会主席在内的七名监事会成员，在监事会席位中占据半数以上的席位，能够控制格拉默管理层，保证后续整合政策的稳定推进。

**推行激励机制进一步确保后续整合措施落地。**为激发格拉默管理层及核心人员的积极性，推出短期、长期的激励机制，包括现金、奖金、期权、股权等多种激励工具，考核内容有成本、利润等多维度。在更换完管理层后，实行激励机制可以实现格拉默经营管理层与股东之间短期、中长期目标一致，从而保证后续整合措施的进一步落地。

图表 37：格拉默新任董事会成员履历

职位	姓名	履历
CEO	Thorsten Seehars	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 工业工程与管理硕士、行政工商管理硕士</li> <li>· 2019年8月-2022年5月，格拉默，CEO；</li> <li>· 2015-2019，Knorr-Bremse 商用车系统有限公司，管理委员会成员；</li> <li>· 2000-2015，博格华纳，欧洲燃烧解决方案副总裁兼总经理、欧洲变速器控制业务总监、工厂经理等；</li> <li>· 1997-1999，科德宝密封技术有限公司，产品市场经理。</li> </ul>
CFO	Jurate Keblyte	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 工商管理硕士学位</li> <li>· 2022年6月，格拉默，临时接管 CEO 职责；</li> <li>· 2019年8月，格拉默，CFO；</li> <li>· 2019年7月至今，哈威液压，董事；</li> <li>· 2019年1月至今，Baltics Yachts OY Ab Ltd，顾问委员会成员；</li> <li>· 2018-2019，Baltics Yachts OY Ab Ltd，CFOO；</li> <li>· 2017年，Elcore GmbH，CFO；</li> <li>· 2013-2017，库卡机器人，CFO；</li> <li>· 2010-2013，库卡机器人，财务与控制总监、控制总监。</li> <li>· 2001-2010，捷德公司，印刷部门控制总监；</li> </ul>
COO	Jens Öhlenschläger	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 机械工程硕士学位</li> <li>· 2022年6月，格拉默，临时接管 CEO 职责；</li> <li>· 2019年1月，格拉默，COO；</li> <li>· 2015-2018，格拉默，控制和帮手部副总裁；</li> <li>· 2012-2015，高田，全球驾驶盘运营副总裁；</li> <li>· 1996-2012，天合汽车集团，工厂经理、汽车安全部门总经理等。</li> </ul>

资料来源：格拉默官网、XING、华创证券

#### 4.2. 整合第二步：降本增效落地

完成对管理层的更换后，整合重心放在对格拉默降本增效上。通过组织架构调整、工厂关停并转、材料降本等举措，针对格拉默过去运营效率低、成本管控欠缺开展整合。

**举措 1—调整组织架构：简化部门管理、区域独立经营。**2020 年 4 月，格拉默将原先乘用车 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。减少部门之间的沟通环节。另外，欧洲、北美、亚太三区由原先的德国总部垂直化管理模式，变为实行三区独立、扁平化管理模式，给予三个区域更高的自主决策权，因地制宜发挥各地优势。

**举措 2—整合工厂：淘汰落后产能、提高经营效率。**在格拉默的全球工厂中，有部分工厂产能利用率始终不高、持续亏损，为提高生产、管理效率，降低运营成本，开始进行工厂整合：

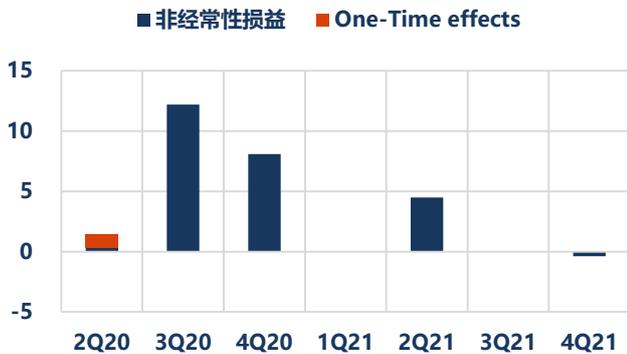
1) 2020 年 1 月起，为减少管理层级，将 TMD 集团（子公司）除本部外在美国的四处工厂均整合至 TMD 总部，仅保留海外墨西哥工厂、捷克工厂。

2) 2020 年，将持续亏损的格拉默江苏工厂搬迁至宁波北仑，与继峰宁波工厂合并；将格拉默沈阳工厂与继峰沈阳工厂合并；

1) 1H21，将持续亏损的西班牙工厂提前出售。

2020 年产生较多与工厂调整相关的成本，剔除与整合相关的工厂调整费用的 SG&A 费用率在 8% 左右。2021 年下半年以来工厂关停并转已接近尾声、相关费用已减少，SG&A 费用将不受工厂调整的扰动。

图表 38: 格拉默与工厂调整相关成本（百万欧元）



资料来源：公司公告、华创证券

图表 39: 格拉默调整后 SG&A 费用及 SG&A 费用率



资料来源：公司公告、华创证券

**举措 3—材料降本：部件国产化，解决格拉默产品部件外购率高的问题。**宁波继峰与格拉默在乘用车内饰产品上有交叉，继峰的产品自制率高，有经验帮助格拉默降低生产成本。2020 年 3 月，继峰与格拉默签订了联合采购协议，同时继峰将在模具、支杆、泡沫发泡料等生产资源和物料上的优势赋能格拉默，降低双方的采购成本，进而提振整体毛利率。具体举措有：

1) **向格拉默提供注塑模具：**宁波继峰具备注塑模具生产能力，且产品可以满足格拉默的质量要求。此前，格拉默生产模具以外购为主，现在可通过模具生产经验迁移等方式帮助格拉默降低模具成本。

- 2) **向格拉默提供支杆等部件**: 宁波继峰具备支杆、骨架研发制造能力, 已经开始为格拉默供应支杆。
- 3) **共享继峰的独家泡沫配方**: 宁波继峰掌握泡沫配方、可自行配置生产, 共享原料配方实现成本降低。

除材料降本外, 格拉默管理层开始实行全面结构性降本增效措施, 包括优化物流和仓储、控制品质损失、优化财务和税费结构等。2021 年上半年, 格拉默边际毛利率指标已经超过收购前, 降本举措已见曙光; 但 2021 年下半年受到了缺芯、原材料涨价影响扰动。进入 2022 年随着原材料价格、芯片供应逐步恢复, 我们预计降本措施的成果仍将反应在边际毛利率的逐步提振上。

**图表 40: 格拉默边际毛利率**

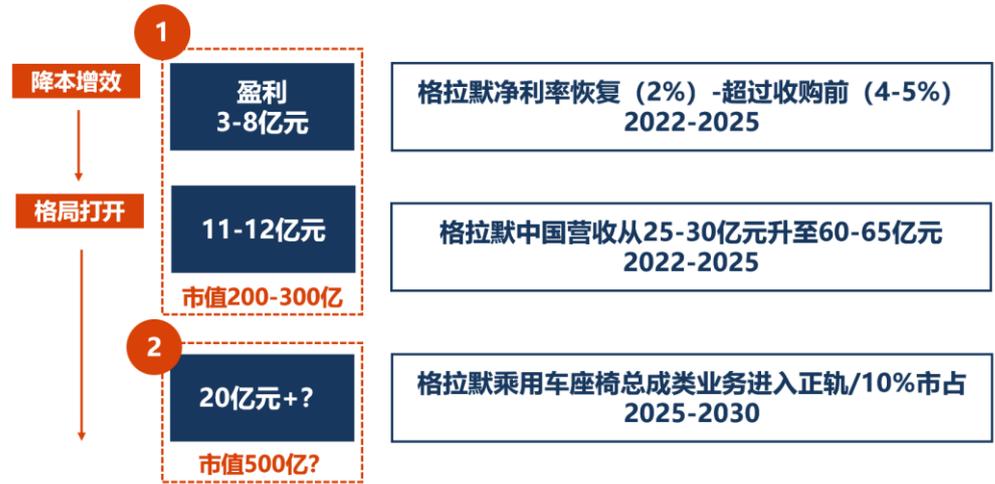


资料来源: 公司公告、华创证券

**降本增效措施逐步落地后, 利润率端的弹性将直接提振盈利。**由于格拉默的营收规模较大、接近 150 亿, 通过降本增效改善利润率, 当利润率每改善 1pp, 都能形成对净利的明显增量。收购前格拉默的净利率基本在 1-2%, 2020 年整合过程产生较多一次性费用、2021 年受疫情、原材料的影响, 净利率不及收购前, 2021 年格拉默净利率 0.03%、同比 +3.8PP。预计近两年随着外部扰动减弱, 被掩盖的降本增效成果将逐步显现, 利润率有望提升并超过收购前, 将直接提振盈利水平。

## 5. 格局打开：打造百年有可能吗？

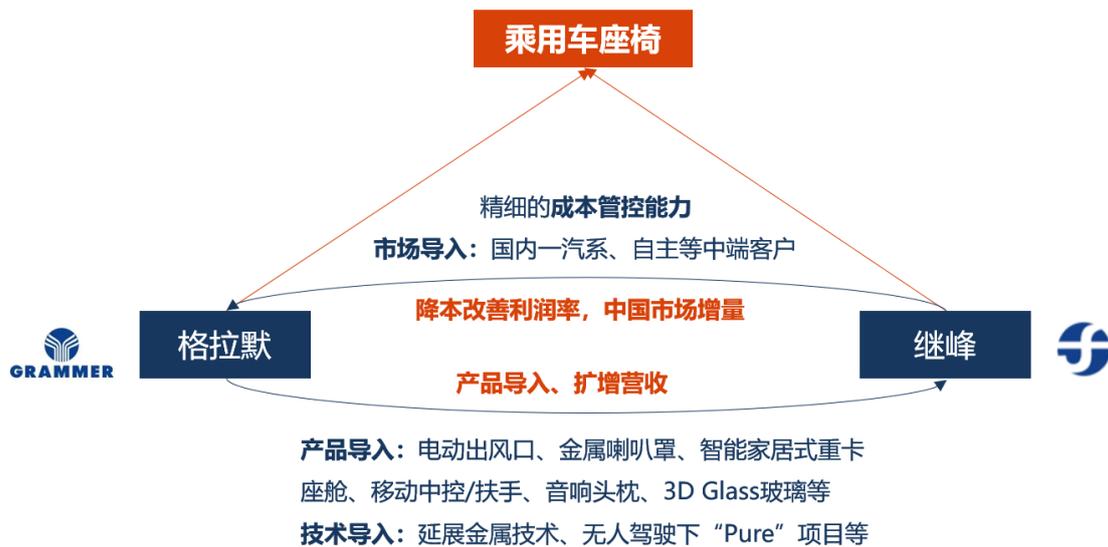
图表 41：继峰+格拉默组成大继峰的成长路径



资料来源：华创证券估计

随着整合逐渐步入正轨后，继峰的战略重心转移到产品开发、市场开拓上。继峰、格拉默“各尽所能”提振业绩：宁波继峰帮助格拉默降成本、改善利润率，同时凭借其在国内的客户资源，扩增格拉默在中国市场营收。格拉默在全球市场具有领先的技术实力和品牌影响力，产品、技术储备等方面有明显优势，助力继峰开拓新业务，带来增量营收。双方优势互补有望提振营收、利润率，带来的协同将逐渐在整体业绩上展现。此外，双方共同发力乘用车座椅业务，作为“大继峰”的第二条生命线、是中长期的发展重心。

图表 42：继峰与格拉默在业务经营上的协同



资料来源：公司公告、华创证券整理

## 5.1. 成长 1.0: 中国市场新增量

格拉默相比于继峰本部，经营独特之处体现在具备商用车座椅的制造能力、乘用车内饰件产品线更丰富。凭借继峰本部积累的国内客户资源、效率优势，大继峰有望加速格拉默产品在中国市场的增量创造，带动这块盈利能力最高的业务实现快速增长。

### 5.1.1. 商用车座椅：国内市占提升并尝试创新产品

格拉默拥有全球领先的、高壁垒的商用车座椅制造能力。汽车座椅是座舱内最重要的部件，需同时满足安全性、舒适性，供应商要对座椅产品的吸能水平、动态舒适度等参数进行持续的技术修正及工艺优化，因此对设计制造能力有高要求。格拉默深耕商用车座椅业务百年，凭借多年积淀的研发制造能力与行业经验，始终秉承全球最新的技术，在商用车座椅的舒适性、安全性、人体工程学、用户友好等层面遥遥领先，是全球商用车座椅系统行业标准的制定者。

格拉默的座椅制造强调人体工程学设计，追求极致舒适度。商用车驾乘者的乘坐时间更久、且行驶路段较城市路段更颠簸，减振设计对商用车座椅制造至关重要。格拉默根据不同驾驶室、不同路谱条件专门设计减振器，以实现更好的吸振性能、提升乘坐者的舒适性。凭借着坚持人体工程学设计、多种专利技术保障，格拉默打造出独特的、极致安全、舒适、功能设计新颖的产品获得用户的青睐。尤其重卡座椅产品，不仅在欧洲市场占有率保持第一，在全球市占率达 30% 位居第一，具有高品牌影响力。

以格拉默 MSG90.6PG 产品系列为例，按钮形状和位置摆设都采用更人性化设计；阻尼调节可以根据颠簸路况或者平缓路况等不同路面状况，随机调节阻尼的硬度，实现 8 挡阻尼调节功能，使得座椅从软度到硬度更贴近不同司机的体型、体重和路面情况；另外，采用一体式安全带设计减少因座椅上下浮动对驾驶员肩部造成的磨损、最大程度提升驾乘者舒适性。目前产品应用在奔驰、福特、解放、重汽等卡车车型上。

与解放合资助力订单获取，预计 2025 年有望带来 10 亿营收增量。2021 年 4 月，格拉默与一汽集团合资成立格拉默车辆部件（哈尔滨）、格拉默持股 60%，合资公司主要生产商用车座椅，年产能 10 万台套，将配套一汽解放各系列卡车，预计到 2026 年可实现 3-4 亿元年产值。合资公司的建立加深与解放的绑定，利于未来订单获取，助力格拉默商用车座椅在国内市场的开拓。我们估计一汽解放 2025 年销量 45 万辆，在解放的配套份额达 60%，按商用车座椅单车价值 4,000 元测算，2025 年能够带来约 10 亿营收增量。

过去几年已经迅速在国内打开局面，2025 年重卡座椅国内市占率有望翻 10 倍。格拉默的商用车座椅产品具备全球领先的技术竞争力和品牌影响力，在欧洲市占率位居第一，但 2019 年（收购前）在中国重卡座椅市场份额仅 4%，主要由于此前格拉默业务重心不在亚太区、在中国市场推进缓慢。整合后在继峰的协助下格拉默积极开拓中国市场，凭借过硬的产品力陆续新获得了一汽青岛、一汽解放、福田、陕汽等订单，2021 年格拉默在国内重卡座椅市占率提升至 8%。未来更多部件国产化后，产品成本下降有望获取更多订单，预计 2025 年重卡座椅国内市占率将增至 40%。

在原有座椅产品基础上推出智能家居式重卡座舱，单车价值一万到两万元。随着我国消费水平的提高，重卡司机消费理念有所变化、对座舱环境的要求提高。在调查国内重卡司机需求后，启动智能家居式重卡座舱项目的开发，具体在重卡座舱内配备智能空调系统、升降卧铺、移动厨房、冰箱以及饮水机等，将重卡座舱转变为功能齐全的生活空间，预计产品单车价值达一万到两万元，远高于商用车座椅 3000-5000 元的单车价值。目前产品已送样部分完成试装、等待客户验证，争取实现首个定点。

图表 43: 智能家居式重卡座舱休息区



资料来源: 公司官网

图表 44: 智能家居式重卡座舱就餐区



资料来源: 公司官网

### 5.1.2. 乘用车内饰: 客户下沉, 丰富产品

格拉默在乘用车业务上客户下沉, 逐步切入中端创造增量。此前由于格拉默乘用车内饰产品定位高端、价格较高, 客户聚焦于高端市场, 其在国内的主要客户以大众、宝马、奔驰为主, 在国内自主、部分合资品牌、日系等车企的份额相对偏弱。整合后部分产品国产化后成本降低, 依托继峰在国内丰富的客户资源, 格拉默有望下沉切入中端市场, 进一步打开成长空间。

图表 45: 继峰 vs 格拉默乘用车内饰件业务主要客户



资料来源: 公司公告, 华创证券整理

横向、纵向开拓原有产品线, 延伸成长曲线。公司原有产品包括传统头枕、扶手、中控及功能内饰件, 单车价值基本在 100-200 元。基于原有的产品线, 横向依托格拉默的技术迭代增加产品的附加值, 例如金属喇叭罩、集成整车控制的移动中控系统和扶手 (单车价值翻 3-5 倍); 纵向开发满足客户需求的新产品, 例如电动出风口 (单车价值约 500 元, 每配 100 万套新增 5 亿元营收)。预计 2025 年新产品电动出风口、金属喇叭罩的放量能带来约 20 亿的增量营收, 产品升级后利润率也更高。

图表 46: 继峰股份乘用车内饰产品布局



资料来源: 公司公告、公司官网、华创证券整理

### 横向开拓, 增加产品附加值:

#### 1) 金属喇叭罩

将传统喇叭罩升级为金属网罩, 增加车内金属质感, 个性化造型设计效果更佳。由于单车配套喇叭罩数量最多可达 20 个, 整体单车价值可达 1,000-1,500 元。产品主要应用于高端车型, 格拉默凭借其品牌价值及高端定位顺利开拓市场, 目前项目已获多个定点。

#### 2) 音响头枕

与音频专家哈曼建立合作伙伴关系, 共同开发音响头枕。该类头枕集成了麦克风和扬声器, 同时具备听音乐、通讯私密性的功能, 能够为乘员提供无故障、个性化的音频体验。例如, 司机将能够直接通过头枕的扬声器接收导航信息或进行通话, 并与后排乘客进行交流, 同时产品也可以为每个乘客设置声音和音量来消除噪音, 单车价值 100-300 元。

#### 3) 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、多层次空间等特点。打造可滑动且多重可调节的舒适型扶手以及可自由移动的宽敞储物间。储物空间提供了个性化的分区和设计选项, 例如环境照明或集成的安全隔间与隐私屏蔽。由于其灵活可移动的特点, 扶手和储物间可以随时在有需求时使用, 无需求时释放空间。

#### 4) 3D Glass 玻璃

格拉默推出 3D 玻璃成型技术, 能够将多种智能功能无缝集成, 例如实现集成 LED, HMI (人机接口) 的功能, 可适用于形状复杂的真实 3D 玻璃实现表面高光泽或亚光泽, 具有良好的耐划伤性和耐化学性。产品已获得宝马某车型项目定点。

图表 47: 金属喇叭罩



资料来源: 公司官网

图表 48: 移动中控和扶手



资料来源: 公司官网

### 纵向开拓, 丰富产品品类

#### 1) 隐藏式电动出风口

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。单车价值约 500 元, 产品技术源于格拉默但目前已经实现国产化, 利润率有所提升。先后获得了大众、吉利领克、长城汽车、蔚来等客户的定点, 产品放量在即。

#### 2) 新工艺、新项目

新技术上, 格拉默新研发的延展金属技术能够使得气流定向通过膨胀金属表面, 实现除霜、除雾、扩散通风、高级通风等功能。另外, 引进国外先进微米级加工工艺, 提供从造型设计、造型打样、逆向扫描等纹理设计技术。目前, 新技术陆续获得主机厂定点。

新项目上, 格拉默前瞻性地与某著名汽车设计工作室共同开发代号为“Pure”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, 未来不仅限于乘用车, 还将应用于格拉默商用车座舱板块。

图表 49: 电动出风口



资料来源: 公司官网

图表 50: “Pure”项目



资料来源: 公司官网

## 5.2. 成长 2.0: 开辟乘用车座椅

### 5.2.1. 座椅总成，内饰件的皇冠

乘用车座椅业务将成为继峰中长期发展支柱。继峰原有业务聚焦于单个内饰部件的供应，随着行业竞争日益激烈，产品壁垒低、难再打造出差异化，也难再通过低成本低价格维持性价比，中长期增长有限。想要达成“百年继峰”的目标，亟需打造一款拳头产品，考虑到公司在乘用车座椅部件产品上已经具备的竞争力，再借助格拉默在商用车座椅上全球领先的制造能力及品牌影响力加持，继峰将乘用车座椅总成业务作为中长期发展重心。

座椅总成单车价值约 2,000-6,000 元，比继峰原先配套价值翻 2 倍以上。继峰原有的单个内饰产品单车价值均在百元级别，而汽车座椅是占据座舱空间最大的零部件，包括骨架、发泡、面套、头枕、扶手等，座椅总成的单车价值约 2000-6000 元。

另外，未来座椅除了满足基本的安全性、舒适性，延展下去还有智能化、科技感等功能性配置增加，将成为主机厂及 Tier1 着力投入打造座舱差异化卖点，功能的叠加将增加座椅单车配套价值、最高可达万元。

尤其新势力车企在座椅上快速升级，例如，蔚来 ES8 推出的女王副驾拥有最大 160° 的靠背角度、提供电动腿托和脚托、配有超长滑轨，估计单车价值 6,000 元左右。理想第二款新车型 L9 全车 6 个座椅均配备电动调节和座椅加热，前两排的 4 个独立座椅拥有座椅通风和 SPA 级十点按摩，座椅骨架和安全约束系统均采用最高级别的标准，Nappa 真皮和 3D 舒适性海绵提供了旗舰级的乘坐舒适性。

图表 51: 蔚来 ES8 女王副驾



资料来源: 公司官网

图表 52: 理想 L9 旗舰级座椅

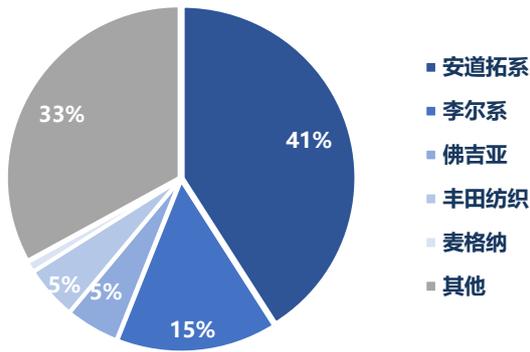


资料来源: 公司官网

从乘用车座椅行业竞争格局上看，80%被外资把持。乘用车座椅行业核心玩家以外资为主，海外市场上安道拓、李尔、佛吉亚、丰田纺织、麦格纳约占 8 成份额；国内市场与海外类似，几大外资约占 7 成。其中安道拓/延锋承包上汽系、一汽大众、特斯拉、新势力车企，李尔供应长安系、一汽大众，佛吉亚对各大主机厂都有涉猎。

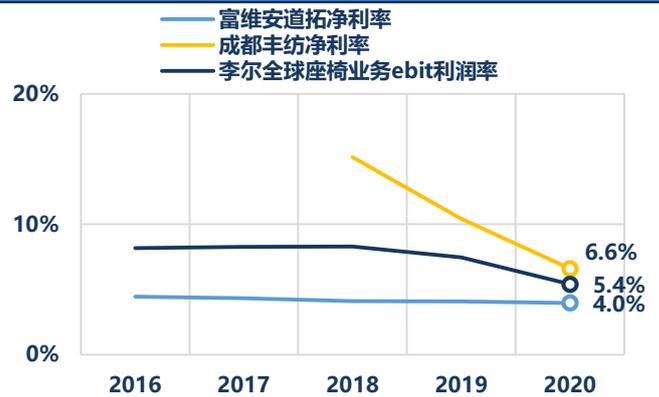
从座椅总成业务利润率上看，安道拓、李尔和丰纺基本在 5-15%。继峰若开展座椅总成业务有望基于平台开发模式、利用良好的成本控制对冲初期的较弱规模效益，实现接近行业平均 10% 的利润率。

图表 53: 2019 年国内乘用车座椅市占情况



资料来源: 华经产业研究院, 华创证券

图表 54: 部分玩家座椅业务利润率 (%)



资料来源: 公司公告, 华创证券

注: 海外利润率一般比中国低 5-10PP, 富维安道拓和成都丰纺主要是座椅业务

若想破局进入乘用车座椅行业, 首先需突破座椅产品在开发设计、生产制造的准入壁垒。

座椅商业模式介于整车的“研发管理”和零部件“制造”之间, 对座椅供应商有很强的系统性的设计管理能力要求, 因此进入座椅行业首先要具备整车厂认可的座椅开发设计、生产制造能力, 这样的高准入门槛让本土供应商“望而却步”。当满足准入要求后, 竞争要素才步入本土零部件供应商更擅长的成本端性价比的竞争、产能端响应服务的比拼。

图表 55: 座椅业务与传统业务在竞争要素上的差异



资料来源: 华创证券整理

### 5.2.2. 第一道壁垒: 开发设计

座椅总成作为单车价值量巨大的系统部件, 相较于内饰零件, 具有更加复杂的研发体系和维度, 整体研发壁垒极高, 可以看成对若干 T2 业务的集成, 且座椅产品需座椅供应商与主机厂同步设计、反复验证, 耗时久且投入大。具体需完成:

- 1) **骨架及配件设计:** 整车厂完成 A 面数据冻结后下发座椅供应商, 由座椅供应商根据输入的 A 面数据进行匹配的骨架及相关附件设计, 包括座椅调节机构及头枕、面套等附件。骨架设计的相关参数设定需要输入给整车厂, 并最终确定座椅的调节行程、头枕调节高度等相关设计参数。

- 2) **手工件制作及 DV 验证（设计验证）**：完成座椅骨架及附件设计后，座椅供应商需首先按照设计的原始数据制作手工样件，然后对手工样件进行 DV 验证(设计验证)。若发现问题需对数据进行修改，并再次制作样件进行试验验证直至完成 DV 试验验证。完成 DV 验证后，方可进行工装模具开发。
- 3) **工装样件制作及 PV 验证(工艺验证)**：进行工装件试装车匹配及相关 PV 实验验证，同时座椅供应商需要依据法规要求完成座椅相关强检及认证（如国内的强检及 36C 认证）。
- 4) **OTS 认可及 PPAP 准备**：完成工装件试装车、PV 实验及相关强检认证后，即可对当前的数据及工装样件状态进行确认并完成产品的工装件认可（OTS 认可）。座椅供应商在完成 OTS 认可后，需要对工装件生产进行生产规划及准备，其中包括设备投入、生产培训、物料管理等，准备开始小批量生产试制。
- 5) **小批量试生产及 PPAP 批准**：座椅供应商进行小批量试生产，整车厂启动小批量试装车，对整车批量生产装配进行试生产验证。座椅供应商在完成小批量试装车并解决相关装车问题后，可提交 PPAP 资料并由整车厂对座椅及生产进行 PPAP 审核并最终批准完成，方可进入 SOP 阶段。

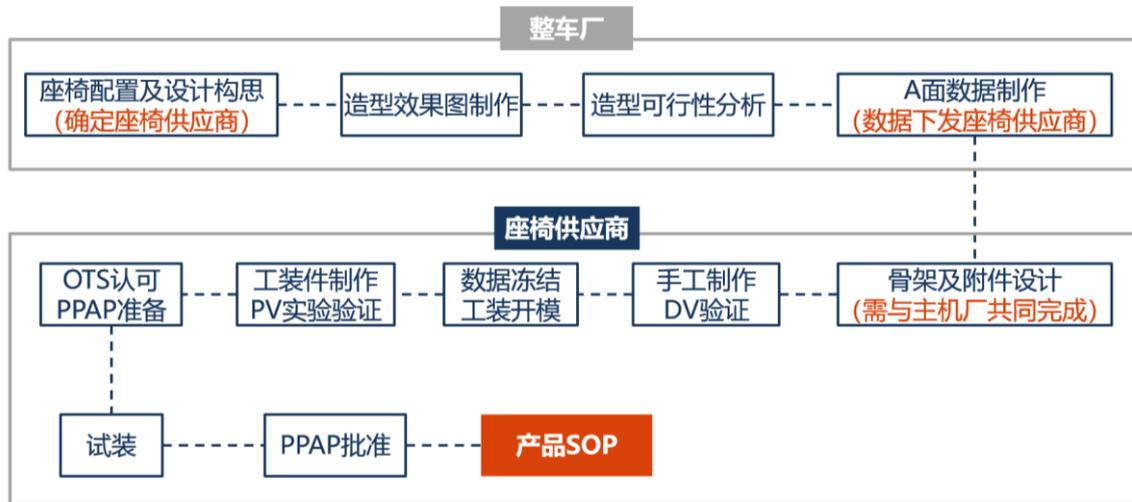
**图表 56：汽车座椅生产制造需满足的要求**



资料来源：华创证券整理

**整车厂对座椅供应商的选择有“白名单”**。座椅是汽车座舱内最重要的部件，不仅给驾乘者带来直观的乘坐体验、也决定了座舱整体风格，其开发所涉及的工作内容较多，开发周期一般需要 24-36 个月，所以在整车厂的一个全新车型开发周期中，座椅应该与车型同步开发，甚至需要提前进行开发设计。从座椅开发设计流程看，整车厂在提出造型、数据设计要求后，由选定的座椅供应商负责落实。因此对整车厂而言，所敲定的座椅厂是其认可的、有能力共同完成后续设计开发、验证量产的供应商；而这种“被信任”的供应商往往分为两类：一是此前已有长时间稳定合作、二是在行业内保持良好口碑。

图表 57：汽车座椅前期开发设计流程



资料来源：华创证券整理

另外，汽车座椅作为座舱内的关键部件，还需要满足各类法律法规要求。例如，座椅总成所用的泡沫、塑料件、金属骨架都有性能参数标准，座椅滑轨、调角器、锁止机构有相应标准的技术要求，座椅总成装配完成后强度应符合《GB15083 汽车座椅系统强度要求及试验方法》及《TBD-681201 汽车座椅疲劳试验方法及评价标准》的规定。

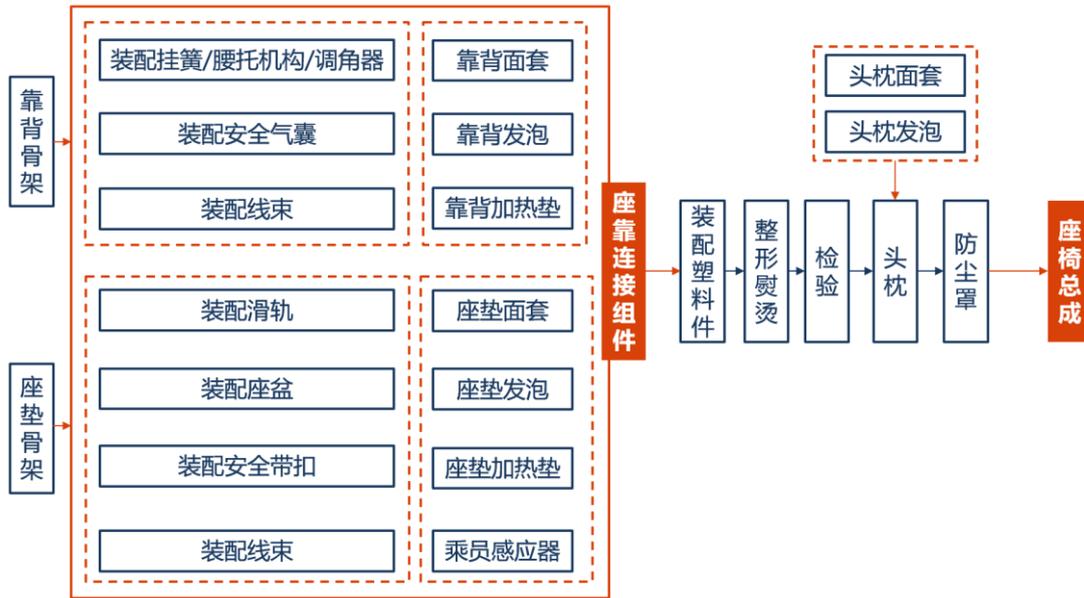
### 5.2.3. 第二道壁垒：制造管理

座椅总成包含的零件多，生产装配工艺流程以及供应链管理更加复杂繁琐，在一般零件制造基础上增加了管理要素，成为更高阶的零部件商业模式。

座椅产品主要由靠背、座垫、头枕、调角器、滑轨、高度调节装置等部件构成，具体组成的零件包括骨架、发泡、面套、安全件、功能件、塑料件等，生产流程主要包括座椅骨架生产、发泡、面罩生产及装配。组成座椅的零件分类：

- a) 骨架：靠背骨架、座垫骨架、头枕骨架、扶手骨架等；
- b) 发泡：靠背发泡、座垫发泡、头枕发泡、扶手发泡等；
- c) 面套：靠背面套、座垫面套、头枕面套、扶手面套等；
- d) 安全件：调角器、滑轨、翻转机构、解锁机构、安全带扣、安全带卷收器、高调器、气囊、地板锁等；
- e) 功能件：乘员感应器、开关盒、加热垫、通风机构、按摩机构、腰托机构、挂簧、扭力钢丝、线束等；
- f) 塑料件：头枕导管、左/右塑料侧板、调角器手柄、高调手柄、调角器手柄盖板、高调手柄盖板、安全带出口、解锁盒、储物盒、调角器盖板、安全带导向板、扶手底板等。

图表 58: 典型汽车前排座椅总成装配流程图



资料来源：华创证券整理

#### 5.2.4. 配套体系变化的加成

在传统车企的座椅配套体系里，新玩家首先需要解决座椅行业的准入壁垒，其次是成本端的比拼，而新玩家初期规模效益较弱往往不具备成本优势、订单获取难度大。新势力车企相比于传统车企迭代、上量速度更快，因此新势力车企座椅配套体系内竞争要素重新排序，产能和销售服务能力的重要性被前置。对于继峰而言，借助格拉默突破准入门槛后，在产能和销售服务上有突出的优势，这是继峰破局的王牌。

图表 59: 新势力车企 vs 传统车企对座椅配套体系竞争要素变化



资料来源：华创证券整理

**能力点一，突破准入门槛：具备与主机厂同步设计开发座椅的能力。**在合并前，继峰本部与格拉默都有乘用车座椅部件产品，继峰的头枕、扶手在国内份额领先，而格拉默的头枕、扶手在欧美也均处于龙头地位，双方在所原先配套的中高端客户体系内都有很好的口碑。因此对于整车厂在座椅配置、设计上的需求能够快速理解，与整车厂合作流程更熟悉且顺畅。

**能力点二，突破准入门槛：格拉默具备“可免试”的乘用车座椅生产能力。**格拉默的商用车座椅业务全球领先，而乘用车座椅骨架、靠背的开发设计、生产制造工艺与商用车相

似，因此格拉默能够将商用车座椅总成已有的设计制造验证体系应用于乘用车。除此以外，目前格拉默中国的 CEO 李国强曾任李尔（中国）“一把手”，有丰富的乘用车座椅业务领导经验，公司有望继续通过加薪等方式从李尔、安道拓等外资座椅厂招募乘用车座椅业务相关人才，形成专业的研发、管理团队，进一步巩固 know-how 壁垒。格拉默以全球领先的技术实力这一标签，能够“免试”获取中高端的乘用车座椅订单，不仅保持产品利润率也减少了前期不必要的投入，相较于本土供应商更轻松的打开局面。

**能力点三，破局的关键：产能布局、销售能力是拿下新势力订单的关键。**乘用车座椅讲究按序生产，供应商须满足就近配套的要求；尤其，新势力车企的车型开发周期更短、迭代速度更快，且车型定位中高端、产品标准不亚于传统的合资车企。随着新势力车企的销量不断攀升，供应链的质量及稳定性尤为重要，因此座椅供应商的产能布局是新势力车企在研发制造能力外最先考量的关键要素。

2021 年 4 月公司在合肥新建工厂，同年 7 月公司公告合肥国资战投全资子公司宁波继烨（持股格拉默），有望借助合肥国资投资平台的影响力及地方政策，积极开拓合肥等地区的新能源汽车业务。2021 年 9 月于沈阳新建工厂，未来有望满足周边整车厂座椅配套。截至目前，公司整体在国内共有 16 处生产基地，能够满足大部分主机厂就近配套的要求。

在订单获取上继峰保持一贯的积极进取，目前由董事长亲自负责业务开拓，倾注全力拿下更多车企的更多优质项目定点。2021 年 10 月，公司公告成为某造车新势力的座椅供应商，为客户开发、配套新能源汽车座椅产品，项目将于 2023 年量产，实现乘用车座椅业务从 0 到 1 的突破。

**能力点四：继峰本部的强成本管控基因。**在供应商的研发制造、生产能力相近时，座椅业务最终回归到成本的竞争，成本控制也正是继峰的优势所在。相比于外资，继峰本身具备民营企业的强成本管控基因，在前期有望对冲较弱规模效益，后续随着业务规模不断扩增，在成本管控的优势有望进一步放大、保持住行业平均利润率水平。

**中长期，继峰若在乘用车座椅市场 10% 的市占或能创造百亿营收增量。**公司拿下新势力车企的定点后逐步完成产线的建设、首款产品的生产成型，加之公司对乘用车座椅业务的开拓决心，未来有望陆续拿下一汽系、自主车企、宝马奔驰等老客户的中高端座椅配套。

按照乘用车年产量 2500 万辆/年、中长期单车价值 5,000 元测算，假设继峰乘用车座椅的配套在 2023 年、2025 年、2030 年实现 10 万、50 万、250 万配套数量提升，对应市场份额 0.4%、2%、10%，到 2030 年继峰的乘用车座椅业务有望实现营收 125 亿元、按 10% 利润率计算利润约 12.5 亿元，将成为未来业绩增长的核心来源。以继峰民营企业的野心加上格拉默全球龙头的能力，更乐观展望继峰在国内乘用车座椅市场份额有望达 15-20%，增量创造更加可观。

**图表 60：继峰股份乘用车座椅总成业务收入、利润空间测算**

乘用车座椅总成业务收入空间（亿元）							
市占率（%）	1%	5%	10%	20%	30%	40%	50%
单车价值（元）							
3,000	7.5	37.5	75	150	225	300	375
4,000	10	50	100	200	300	400	500
5,000	12.5	62.5	125	250	375	500	625
6,000	15	75	150	300	450	600	750
7,000	17.5	87.5	175	350	525	700	875
8,000	20	100	200	400	600	800	1000
10,000	25	125	250	500	750	1000	1250
乘用车座椅总成业务利润空间（亿元，以 10% 利润率测算）							
市占率（%）	1%	5%	10%	20%	30%	40%	50%
单车价值（元）							
3,000	0.75	3.75	7.5	15	22.5	30	37.5
4,000	1	5	10	20	30	40	50
5,000	1.25	6.25	12.5	25	37.5	50	62.5
6,000	1.5	7.5	15	30	45	60	75
7,000	1.75	8.75	17.5	35	52.5	70	87.5
8,000	2	10	20	40	60	80	100
9,000	2.25	11.25	22.5	45	67.5	90	112.5
10,000	2.5	12.5	25	50	75	100	125

资料来源：华创证券测算

注：按乘用车年产量 2500 万辆测算

## 6. 盈利预测与投资建议

考虑到 2022 年存在海外战争、全球缺芯、原材料涨价、国内疫情反复多重外部扰动，2023-2025 年公司有望进入恢复通道，业绩核心增量将源于格拉默中国市场以及乘用车座椅总成业务的开拓，我们预计公司 2022-2025 年整体实现营业收入 171 亿、201 亿、232 亿、260 亿元，同比+1.3%、+18%、+16%、+12%；归母净利 2.2 亿、7.2 亿、11.3 亿、15.6 亿元，同比+76%、+223%、+58%、+39%。按照继峰本部（不含乘用车座椅业务）、格拉默、乘用车座椅业务三个维度看：

### （一）继峰本部（不含乘用车座椅业务）

- 1) 母公司：增量源于电动出风口等新产品放量，以及在特斯拉、蔚来、理想、小鹏、比亚迪等销量表现强势的车企中新增配套，预计 2022-2025 年实现营业收入 17.7 亿、21.1 亿、23.0 亿、24.4 亿元，同比+9.7%、+18.9%、+9.1%、+6.3%；归母净利 1.7 亿、2.5 亿、2.9 亿、3.3 亿元，同比+18%、+46%、+15%、+14%；对应归母净利率 9.8%、12.0%、12.6%、13.6%，预计 2023 年公司与下游分摊涨价的成果显现，原材料的影响将逐步减弱；此外，有望借助格拉默技术升级产品，提升产品利润率。
- 2) 德国继峰等控股公司：预计 2022-2025 年营收保持在 20 亿元，归母净利率-1.5%、-1.2%、-1.0%、-1.0%，对应归母净利-0.3 亿、-0.2 亿、-0.2 亿、-0.2 亿元。

### （二）格拉默

我们估计格拉默整体业绩增量基本源于利润率更高的亚太中国区，亚太区收入占比将从 2022 年的 25% 提升至 2025 年的 34%。预计 2022-2025 年格拉默整体实现营业收入 137 亿、159 亿、178 亿、195 亿元，同比+3%、+16%、+12%、+9%；净利润 0.9 亿、5.0 亿、8.1 亿、11.4 亿元，同比+1894%、+452%、+62%、+41%。分地区看：

- 1) 亚太区（中国为主）：考虑到商用车座椅及乘用车内饰件产品在中国市场的开拓，以及中国区的成本控制一直较好、在格拉默三区中始终保持较高利润率，预计 2022-2025 年实现营业收入 33.7 亿、43.8 亿、54.8 亿、65.7 亿元，同比+20%、+30%、+25%、+20%，EBIT 利润率 10%、11%、12%、13%，对应 EBIT 3.4 亿、4.8 亿、6.6 亿、8.5 亿元。
- 2) 欧洲区：作为格拉默业务经营规模最大的地区，今年虽受到战争影响、但后续有望依然保持经营韧性，预计 2022-2025 年实现营业收入 70.6 亿、79.1 亿、85.4 亿、89.7 亿元，同比-5%、+12%、+8%、+5%，EBIT 利润率 4.0%、5.0%、5.3%、5.5%，对应 EBIT 2.8 亿、4.0 亿、4.5 亿、4.9 亿元。
- 3) 北美区：预计 2022-2025 年实现营业收入 36.6 亿、40.2 亿、42.2 亿、43.5 亿元，同比+3%、+10%、+5%、+3%，EBIT 利润率-8.0%、-3.0%、-0.5%、2.0%，对应 EBIT -2.9 亿、-1.2 亿、-0.2 亿、0.9 亿元，北美区当前仍在亏损，但后续格拉默将重点对北美区经营做调整改善，有望逐步实现盈利。

### （三）乘用车座椅业务

考虑到继峰首个乘用车座椅总成项目将于 2023 年量产，按照前文国内乘用车年产 2500 万辆、乘用车座椅单车价值 5000 元、利润率 10% 测算，假设继峰 2023-2025 年的市占率提升节奏为 0.4%、1.2%、2.0%，贡献归母净利 0.5 亿、1.5 亿、2.5 亿元。

图表 61：继峰股份 2022-2025 年分经营主体盈利预测情况

业务主体		指标	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	
整体		营业收入（亿元）	21.5	180.0	157.3	168.3	170.6	201.1	232.3	260.3	
		同比（%）	13%	737%	-13%	7%	1.3%	18%	16%	12%	
		归母净利润（亿元）	3.0	3.0	-2.6	1.3	2.2	7.2	11.3	15.6	
		同比（%）	3%	-2%	-187%	-	76%	223%	58%	39%	
		归母净利率（%）	14.1%	1.7%	-1.6%	0.8%	1.3%	3.6%	4.9%	6.0%	
传统部分	继峰本部	母公司	营业收入（亿元）	16.4	15.9	15.9	16.1	17.7	21.1	23.0	24.4
			同比（%）	-2.3%	-2.9%	-0.2%	1.6%	9.7%	18.9%	9.1%	6.3%
			归母净利润（亿元）	3.0	2.5	2.2	1.5	1.7	2.5	2.9	3.3
			同比（%）	-1%	-16%	-13%	-33%	18%	46%	15%	14%
			归母净利率（%）	18.2%	15.7%	13.7%	9.1%	9.8%	12.0%	12.6%	13.6%
	德国继峰等其他	营业收入（亿元）	5.1	21.4	21.7	19.0	20.0	20.0	20.0	20.0	
		归母净利润（亿元）	0.0	-2.2	-0.8	-0.2	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	
		归母净利率（%）	0.9%	-10.2%	-3.5%	-1.3%	-1.5%	-1.2%	-1.0%	-1.0%	
	格拉默（88%）	整体	营业收入（亿元）	130.3	142.7	119.7	133.2	136.9	159.1	178.4	194.9
			同比（%）	4%	10%	-16%	11%	3%	16%	12%	9%
			EBIT（亿元）	3.4	5.2	-3.2	1.3	2.3	6.6	9.8	13.3
			EBIT 利润率（%）	2.6%	3.7%	-2.7%	1.0%	1.7%	4.1%	5.5%	6.8%
			净利润（亿元）	1.6	3.0	-4.5	0.0	0.9	5.0	8.1	11.4
		同比（%）	-28.2%	87.3%	-248.8%		1893.8%	451.9%	62.0%	41.4%	
		净利率（%）	1.2%	2.1%	-3.8%	0.03%	0.7%	3.1%	4.5%	5.8%	
		亚太	营业收入（亿元）	21.2	22.0	23.1	28.1	33.7	43.8	54.8	65.7
			同比（%）	8%	3%	5%	21%	20%	30%	25%	20%
			EBIT（亿元）			2.1	3.7	3.4	4.8	6.6	8.5
	EBIT 利润率（%）				9.0%	13.2%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%	
	欧洲	营业收入（亿元）	83.4	78.1	63.3	74.3	70.6	79.1	85.4	89.7	
同比（%）		-3%	-6%	-19%	17%	-5%	12%	8%	5%		
EBIT（亿元）				-0.6	3.0	2.8	4.0	4.5	4.9		
EBIT 利润率（%）				-1.0%	4.1%	4.0%	5.0%	5.3%	5.5%		
北美	营业收入（亿元）	25.6	42.7	33.3	35.5	36.6	40.2	42.2	43.5		
	同比（%）	31%	66%	-22%	7%	3%	10%	5%	3%		
	EBIT（亿元）			-2.4	-4.3	-2.9	-1.2	-0.2	0.9		
	EBIT 利润率（%）			-7.3%	-12.2%	-8.0%	-3.0%	-0.5%	2.0%		
		收入抵消（亿元）	0.0	0.0	0.0	-4.7	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0	
乘用车座椅		单车价值（元）						5000	5000	5000	
		市占率（%）						0.4%	1.2%	2.0%	
		营业收入（亿元）						5	15	25	
		归母净利润（亿元）						0.5	1.5	2.5	

	归母净利率（%）						10%	10%	10%
--	----------	--	--	--	--	--	-----	-----	-----

资料来源：Wind、公司公告、华创证券预测

如上文盈利预测，我们预计公司 2022-2024 年归母净利 2.2 亿、7.2 亿、11.3 亿元，同比增速为+76%、+223%、+58%。考虑到公司传统业务（老继峰+格拉默）和乘用车座椅总成业务的商业模式、成长预期不同，我们对公司传统部分、乘用车座椅业务分部估值：

- 1) **传统部分：**公司在乘用车内饰件、商用车座椅领域深耕多年，收购全球龙头格拉默后在本土的竞争力提升，预计未来格拉默利润率进一步改善、中国市场的开拓都将抬升业绩增速中枢，参考汽车零部件行业的 20 倍估值中枢，我们预计 2022-2024 年传统部分归母净利 2.2 亿、6.7 亿、9.8 亿元，增速+76%、+200%、+47%，给予 2023 年 PE 25 倍，对应市值 167 亿元。
- 2) **乘用车座椅总成业务：**作为公司“第二生命线”，继峰倾注全力开拓新项目未来成长空间较大。同时乘用车座椅总成业务壁垒较高，本土上市的乘用车座椅总成标的稀缺，随着继峰在乘用车座椅市场份额的提升，其在内饰件行业市场地位也将更为突出。我们给予乘用车座椅总成业务 2023 年 PE 35 倍，对应市值 17.5 亿元。

短期，综合公司成长性展望、汽车零部件整体估值、同行标的估值，我们给予 2023 年目标市值 184 亿元，目标 PE 26 倍，对应目标股价 16.5 元、目标空间 40%。

中长期，我们预计 2025 年格拉默中国区营收已增至 60 亿元+、整体利润率提升至 5%+，在国内乘用车座椅市场占有率达 10%，届时整体收入将达 260 亿元、归母净利 15.6 亿元，给予中长期 PE 25-30 倍，目标市值 391 亿-469 亿元，目标空间 197%-257%。

## 7. 风险提示

- 1) 原材料价格上涨超预期、芯片供给恢复低于预期：公司的直接材料成本占生产成本的比例约为 70-80%，主要原材料价格波动对生产成本影响较大。缺芯导致全球产销下滑也对公司业务经营产生影响。
- 2) 汇率波动风险：收购格拉默后，公司海外收入占比较大，汇率波动将对公司财务数据稳定性造成一定的影响。
- 3) 股权质押风险：继峰德国以质押格拉默股权方式获取贷款，若无法按时还本付息，将出现格拉默股份被债权人进行处置的风险。
- 4) 整合进度不及预期：格拉默是一家全球龙头企业、业务遍布全球，继峰作为国内企业海外整合存在一定风险。
- 5) 市场、客户开拓不及预期：业绩增量重要来源之一是格拉默在中国市场的增长，因此格拉默中国市场的开拓影响公司整体业绩表现。
- 6) 乘用车座椅业务开拓不及预期：乘用车座椅作为公司中长期发展的战略重心，当前正处于起步阶段，后续项目进度、订单获取情况仍需要持续跟踪。

## 8. 附录

### 8.1. 继峰本部 vs 可比公司

继峰本部主要从事乘用车座椅头枕、支架、扶手等汽车内饰件的研发与生产，此处我们选取 9 家主要从事汽车内饰件生产研发的 A 股上市公司，作为可比公司进行财务对比。

图表 62: 继峰股份可比公司情况

可比公司	主要产品
华懋科技	汽车安全气囊布、安全气囊袋等被动安全系统部件
旷达科技	汽车内饰面料、座套，产品应用于汽车座椅、车顶、门板、扶手、行李架等
岱美股份	遮阳板、座椅及头枕、转向盘和顶棚中央控制器等
钧达股份	汽车塑料内外饰件：仪表板总成、保险杠总成、门内饰板总成及水箱支架、天窗框等
明新旭腾	汽车革
常熟汽饰	门内护板总成、仪表板/副仪表板总成、行李箱内饰总成、衣帽架总成和天窗遮阳板等
新泉股份	仪表板总成、顶置文件柜总成、门内护板总成、立柱护板总成、流水槽盖板总成和保险杠总成等
宁波华翔	汽车内外饰件：装饰条、主副仪表板、门板、立柱、后视镜等，车身金属件以及车身轻量化材料等
华域汽车	汽车内外饰件、金属成型和模具、功能件、电子电器件、热加工件、新能源等
继峰股份	乘用车座椅头枕、头枕支杆、座椅扶手

资料来源：公司公告、华创证券

#### 1) 继峰本部盈利能力较强

**毛利率：**并购前 2015-2018 年为 30-40%，行业可比公司普遍保持在 15-40%，公司处于行业前 30% 的水平。并购后公司整体下降较大，但本部仍保持在 30% 以上毛利率，远高于大多数可比公司及行业平均水平。

**经营利润率：**并购前 2015-2018 年基本处于 20% 左右，行业可比公司基本在 5-15%，公司处于行业前 25% 的水平。并购后整体下降较大，处于行业后 30%。

**净利率(剔除投资收益)：**并购前 2015-2018 年为 15-20%，行业可比公司基本保持在 5-30% 左右，公司处于行业前 20% 的水平。并购后整体下降较大，处于行业后 30%。

图表 63: 继峰股份可比公司毛利率、经营利润率、净利率

毛利率 (%)	2015 2016 2017 2018 2019 2020 2021							经营利润率 (%)	2015 2016 2017 2018 2019 2020 2021							净利率 (%) (剔除投资收益)	2015 2016 2017 2018 2019 2020 2021						
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
明新旭腾	0%	33%	35%	38%	45%	49%	40%	明新旭腾	0%	21%	26%	21%	30%	33%	23%	明新旭腾	0%	12%	18%	19%	27%	27%	20%
华懋科技	41%	47%	43%	40%	36%	36%	36%	华懋科技	30%	35%	32%	30%	25%	25%	15%	常熟汽饰	9%	6%	5%	-3%	0%	16%	15%
旷达科技	38%	36%	37%	28%	27%	29%	26%	旷达科技	18%	17%	22%	15%	12%	17%	14%	华懋科技	25%	29%	28%	25%	20%	21%	15%
岱美股份	34%	35%	37%	29%	30%	26%	25%	岱美股份	18%	20%	20%	14%	14%	10%	9%	旷达科技	14%	13%	15%	11%	9%	14%	11%
常熟汽饰	29%	24%	22%	21%	23%	23%	24%	宁波华翔	5%	10%	9%	7%	8%	8%	8%	岱美股份	14%	17%	18%	12%	13%	10%	10%
MEDIAN	24%	26%	27%	26%	25%	24%	21%	常熟汽饰	8%	8%	5%	0%	-1%	4%	7%	宁波华翔	3%	7%	7%	6%	6%	7%	9%
新泉股份	26%	25%	25%	22%	21%	23%	21%	新泉股份	8%	9%	10%	10%	6%	8%	6%	新泉股份	6%	7%	8%	8%	6%	7%	6%
宁波华翔	18%	21%	21%	20%	20%	19%	19%	MEDIAN	9%	11%	11%	8%	7%	7%	6%	MEDIAN	7%	8%	9%	7%	7%	7%	6%
华域汽车	14%	15%	14%	14%	14%	15%	14%	华域汽车	5%	5%	4%	4%	4%	3%	3%	华域汽车	4%	4%	4%	3%	3%	5%	6%
继峰股份	36%	36%	33%	33%	16%	14%	14%	继峰股份	18%	21%	18%	16%	3%	-1%	1%	继峰股份	16%	17%	15%	15%	2%	-2%	1%
钧达股份	24%	25%	25%	26%	29%	25%	12%	钧达股份	6%	6%	7%	5%	3%	-1%	0%	钧达股份	5%	5%	5%	4%	1%	2%	-5%
Rank	18%	21%	31%	26%	82%	83%	75%	Rank	18%	16%	23%	19%	72%	89%	78%	Rank	13%	17%	21%	20%	74%	91%	83%

资料来源：公司公告、华创证券

## 2) 高管理费用、低销售费用、原本财务压力较小

管理费用 (不含研发) 开支略高: 公司管理费用率为 8-12%, 可比公司为 4-12%, 公司略高于可比公司, 处于行业后 30% 的水平。

销售费用率略低: 公司销售费用率为 2.2-2.6%, 可比公司为 1.0-6.6%, 2015-2019 年基本处于行业前 20% 的水平, 2020-2021 年受会计准则调整影响行业销售费率下降较快, 公司略低于行业。

财务费用率较高: 公司财务费用率为 -0.6-2.2%; 并购前公司基本没有财务压力, 与可比公司相比较低, 处于行业前 25% 的水平; 并购后公司财务压力明显上升, 处于行业后 40% 的水平。

图表 64: 继峰股份可比公司费用率

总费用率 (%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	管理费用率 (%) (不含研发)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	管理费用率 (%) (含研发)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
华懋科技	10%	11%	10%	10%	10%	9%	20%	华懋科技	5%	5%	5%	5%	5%	6%	15%	华懋科技	9%	9%	8%	9%	9%	11%	20%
明新旭腾	-	11%	7%	16%	14%	15%	16%	明新旭腾	13%	10%	11%	12%	11%	10%	9%	明新旭腾	0%	5%	5%	12%	11%	14%	17%
常熟汽饰	19%	15%	16%	20%	22%	18%	16%	常熟汽饰	12%	9%	8%	11%	8%	8%	8%	常熟汽饰	15%	11%	13%	16%	16%	13%	13%
岱美股份	16%	15%	16%	14%	16%	15%	15%	岱美股份	6%	5%	6%	8%	9%	8%	7%	岱美股份	9%	9%	9%	10%	10%	11%	12%
新泉股份	17%	15%	14%	12%	15%	14%	14%	新泉股份	6%	6%	7%	5%	6%	6%	7%	新泉股份	15%	12%	11%	14%	9%	10%	10%
MEDIAN	15%	14%	14%	16%	16%	15%	14%	MEDIAN	6%	5%	5%	6%	6%	6%	6%	MEDIAN	9%	8%	9%	11%	11%	10%	10%
继峰股份	17%	14%	14%	16%	13%	15%	13%	继峰股份	6%	6%	7%	5%	6%	6%	6%	继峰股份	8%	8%	8%	8%	9%	10%	10%
钧达股份	18%	18%	17%	20%	24%	25%	11%	钧达股份	8%	8%	8%	11%	11%	10%	5%	钧达股份	12%	9%	7%	9%	11%	10%	10%
华域汽车	9%	9%	10%	10%	11%	12%	11%	华域汽车	10%	8%	4%	4%	4%	4%	5%	华域汽车	10%	8%	8%	7%	9%	9%	10%
旷达科技	19%	18%	13%	12%	13%	11%	11%	旷达科技	8%	8%	8%	11%	11%	10%	5%	旷达科技	13%	12%	12%	15%	17%	16%	9%
宁波华翔	13%	11%	11%	12%	11%	11%	10%	宁波华翔	7%	6%	5%	5%	5%	6%	4%	宁波华翔	9%	8%	8%	9%	8%	9%	8%
Rank	68%	50%	45%	50%	23%	47%	43%	Rank	90%	83%	74%	88%	71%	78%	79%	Rank	90%	79%	72%	76%	35%	44%	51%

销售费用率 (%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	研发费用率 (%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	财务费用率 (%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
新泉股份	5.9%	6.3%	6.1%	4.4%	4.7%	4.5%	4.4%	明新旭腾	0.0%	5.8%	5.9%	7.2%	6.3%	8.7%	10.5%	常熟汽饰	1.9%	1.1%	0.7%	2.3%	4.2%	4.2%	2.3%
MEDIAN	3.8%	4.0%	4.0%	4.0%	4.1%	2.8%	2.4%	新泉股份	0.0%	0.0%	3.7%	3.7%	4.5%	4.1%	4.9%	钧达股份	1.5%	1.3%	0.6%	1.4%	3.8%	4.4%	1.6%
岱美股份	6.6%	6.5%	5.9%	5.6%	5.9%	1.9%	2.0%	华懋科技	3.6%	3.9%	3.5%	4.2%	4.5%	4.9%	4.7%	岱美股份	0.2%	-0.5%	1.3%	-0.8%	-0.1%	1.9%	1.3%
继峰股份	2.4%	2.4%	2.6%	2.5%	2.2%	2.4%	1.8%	华域汽车	1.7%	2.0%	1.8%	3.3%	3.7%	4.2%	4.5%	继峰股份	-0.1%	-0.6%	0.1%	-0.5%	1.3%	2.2%	1.1%
宁波华翔	3.1%	3.0%	3.0%	3.2%	2.8%	1.8%	1.6%	MEDIAN	3.5%	3.7%	4.0%	4.2%	4.5%	4.4%	4.5%	MEDIAN	0.3%	0.2%	0.8%	0.6%	0.7%	0.9%	0.6%
明新旭腾	0.0%	2.5%	2.0%	1.8%	1.6%	1.4%	1.3%	岱美股份	3.7%	3.7%	4.3%	3.4%	3.7%	3.8%	4.4%	新泉股份	1.7%	0.8%	0.1%	0.6%	1.1%	1.2%	0.6%
旷达科技	2.6%	2.4%	2.1%	2.5%	2.6%	1.0%	1.1%	钧达股份	4.8%	3.8%	3.6%	4.1%	5.8%	6.2%	4.3%	宁波华翔	0.2%	0.1%	0.6%	0.1%	0.2%	0.1%	0.3%
华懋科技	2.7%	2.8%	2.8%	2.4%	2.1%	1.0%	1.0%	常熟汽饰	2.3%	1.8%	2.6%	3.3%	5.0%	3.0%	3.6%	旷达科技	4.6%	6.2%	4.0%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.1%
常熟汽饰	2.6%	2.0%	2.0%	1.8%	2.0%	1.1%	0.8%	宁波华翔	2.8%	2.2%	2.6%	3.5%	3.3%	3.1%	3.6%	华域汽车	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
华域汽车	1.2%	1.2%	1.4%	1.4%	1.3%	0.7%	0.7%	继峰股份	1.8%	1.3%	1.1%	1.4%	2.2%	2.0%	2.3%	华懋科技	-1.1%	-1.0%	-1.3%	-1.5%	-1.4%	-2.4%	-0.7%
钧达股份	3.5%	4.2%	4.2%	3.7%	3.8%	4.0%	0.7%	Rank	43%	28%	18%	26%	7%	8%	9%	Rank	21%	13%	22%	15%	64%	78%	66%

资料来源: 公司公告, 华创证券

## 3) 内饰件行业相对轻资产、价格-成本是影响毛利率/盈利能力的核心要素

折旧摊销/营收、折旧摊销/总成本: 公司为 3-5% 的水平、偏低, 基本处于行业后 20-30%。

折旧速率: 并购前 2015-2018 年为 7-11% 的水平, 略低于可比公司, 基本处于行业后 30%; 并购后 2019-2021 年升至 13-24%, 基本高于可比公司及行业中位数 13%。

图表 65: 继峰股份可比公司折旧摊销

折旧摊销/营收 (%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	折旧摊销/总成本 (%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	折旧速率 (%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
常熟汽饰	7%	6%	7%	9%	13%	13%	12%	常熟汽饰	7%	6%	7%	9%	13%	13%	13%	华域汽车	17%	18%	18%	18%	18%	18%	18%
旷达科技	9%	10%	10%	8%	9%	9%	8%	旷达科技	11%	12%	13%	9%	10%	11%	10%	宁波华翔	16%	18%	16%	15%	16%	16%	17%
华懋科技	5%	4%	6%	7%	8%	10%	8%	华懋科技	7%	7%	9%	10%	11%	13%	9%	华懋科技	13%	11%	14%	13%	13%	14%	14%
宁波华翔	4%	5%	4%	5%	5%	5%	6%	明新旭腾	0%	3%	3%	4%	5%	5%	7%	岱美股份	11%	10%	11%	11%	11%	12%	13%
明新旭腾	0%	2%	2%	3%	4%	4%	6%	宁波华翔	5%	5%	5%	5%	5%	5%	6%	MEDIAN	11%	11%	12%	12%	12%	12%	13%
钧达股份	12%	13%	10%	11%	18%	14%	5%	MEDIAN	4%	5%	5%	5%	6%	6%	6%	继峰股份	7%	8%	10%	11%	24%	14%	13%
MEDIAN	4%	4%	4%	5%	5%	5%	5%	钧达股份	13%	13%	11%	12%	18%	14%	5%	常熟汽饰	11%	13%	12%	11%	11%	11%	12%
继峰股份	3%	3%	3%	3%	3%	5%	5%	继峰股份	4%	4%	3%	3%	4%	5%	5%	明新旭腾	-	16%	9%	10%	11%	11%	12%
华域汽车	2%	2%	2%	2%	3%	4%	4%	华域汽车	2%	2%	2%	3%	3%	4%	4%	新泉股份	10%	11%	10%	10%	10%	9%	10%
新泉股份	4%	3%	2%	2%	3%	4%	4%	新泉股份	5%	3%	2%	3%	4%	4%	4%	旷达科技	7%	6%	9%	7%	8%	9%	9%
岱美股份	2%	2%	2%	2%	3%	4%	4%	岱美股份	3%	3%	3%	3%	3%	4%	4%	钧达股份	12%	12%	12%	13%	15%	14%	6%
Rank	60%	66%	74%	78%	71%	51%	61%	Rank	58%	62%	72%	75%	75%	57%	67%	Rank	76%	78%	72%	59%	3%	31%	52%

资料来源: 公司公告, 华创证券

#### 4) 相对倚重人工, 因此人数相对偏低、人力成本相对偏高

人均创收: 并购前 2015-2018 年为 43-71 万元, 低于可比公司及行业中位数 52-74 万元, 处于行业 55%-70% 水平; 并购后 2019-2021 年为 89-97 万元, 略高于可比公司及行业水平。

人均净利: 并购前 2015-2018 年为 7-10 万元, 略高于可比公司及行业中位数 4-6 万元, 处于行业 20%-30% 水平; 并购后 2019-2021 年为 -2-2 万元, 低于可比公司, 位于行业后 30%。

薪酬/营收: 并购前 2015-2018 年为 15-19%, 略高于可比公司及行业中位数 8-15%, 位于行业前 45%; 并购后 2019-2021 年为 25-27%, 远高于可比公司, 位于行业前 10%。

薪酬/成本: 并购前 2015-2018 年为 18-23%, 高于可比公司及行业中位数 10-17%, 位于行业前 40%; 并购后 2019-2021 年为 26% 左右, 高于可比公司, 位于行业前 15%。

图表 66: 继峰股份可比公司人均效益

人均创收 (万元)	2015 2016 2017 2018 2019 2020 2021							人均净利 (剔除投资收益) (万元)	2015 2016 2017 2018 2019 2020 2021							员工数量 (人)	2015 2016 2017 2018 2019 2020 2021						
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
华域汽车	132	153	159	177	173	236	261	明新旭腾	-	12	17	19	32	25	17	华域汽车	68,888	81,083	88,598	89,027	83,462	56,583	53,684
新泉股份	63	86	120	127	104	113	111	旷达科技	10	11	15	9	6	9	9	继峰股份	2,466	2,991	3,274	3,040	18,493	17,709	17,368
钧达股份	39	40	43	43	49	49	105	华域汽车	6	6	6	6	6	6	8	宁波华翔	12,201	15,595	14,507	15,546	14,993	15,449	17,193
宁波华翔	80	80	102	96	114	109	102	华懋科技	15	17	16	15	12	9	8	岱美股份	6,481	6,481	7,809	9,036	8,460	8,038	7,926
继峰股份	43	49	58	71	97	89	97	宁波华翔	2	6	7	5	7	6	7	常熟汽饰	1,746	2,067	2,129	2,479	3,130	3,122	4,152
旷达科技	71	87	96	79	71	73	89	新泉股份	4	6	10	11	6	8	7	新泉股份	1,426	1,979	2,574	2,684	2,927	3,245	4,141
MEDIAN	52	60	68	74	78	79	89	MEDIAN	4	5	6	5	5	6	5	钧达股份	1,940	2,283	2,706	2,091	1,675	1,738	2,724
明新旭腾	-	105	99	101	116	91	88	岱美股份	5	7	7	6	8	4	5	MEDIAN	1,381	1,654	1,780	1,878	1,864	1,918	2,130
常熟汽饰	58	70	63	59	58	71	64	常熟汽饰	5	5	3	-2	-0	2	3	华懋科技	1,155	1,544	1,729	1,631	1,734	1,901	1,933
华懋科技	59	58	57	60	57	50	62	继峰股份	7	8	9	10	2	-2	1	旷达科技	2,624	2,655	2,413	2,249	2,230	2,044	1,929
岱美股份	36	42	42	47	57	49	53	钧达股份	2	2	2	2	1	-0	-6	明新旭腾	-	445	559	562	569	893	933
Rank	64%	67%	65%	54%	34%	40%	44%	Rank	28%	27%	30%	18%	73%	90%	80%	Rank	32%	30%	29%	32%	3%	4%	4%

资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 67: 继峰股份可比公司人力成本

薪酬/营收 (%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	薪酬/总成本 (%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
继峰股份	19%	17%	15%	16%	25%	27%	26%	岱美股份	25%	26%	27%	27%	26%	26%	27%
岱美股份	20%	21%	21%	23%	23%	23%	24%	继峰股份	23%	21%	18%	19%	26%	26%	26%
华懋科技	17%	18%	19%	19%	20%	22%	22%	华懋科技	24%	27%	27%	27%	26%	30%	25%
常熟汽饰	13%	11%	13%	15%	16%	14%	17%	常熟汽饰	14%	12%	14%	15%	16%	14%	18%
MEDIAN	8%	11%	13%	15%	16%	15%	16%	明新旭腾	0%	0%	12%	12%	14%	15%	16%
宁波华翔	14%	14%	16%	15%	14%	14%	14%	MEDIAN	9%	13%	15%	17%	17%	16%	16%
旷达科技	11%	10%	9%	12%	14%	13%	13%	旷达科技	14%	12%	12%	14%	16%	15%	15%
明新旭腾	0%	0%	9%	10%	10%	10%	13%	宁波华翔	15%	15%	17%	16%	15%	15%	15%
华域汽车	8%	0%	11%	10%	11%	11%	12%	华域汽车	9%	0%	11%	11%	12%	12%	12%
新泉股份	10%	7%	7%	7%	9%	9%	10%	新泉股份	10%	8%	8%	8%	10%	10%	10%
钧达股份	0%	14%	14%	18%	18%	11%	7%	钧达股份	0%	15%	15%	19%	19%	11%	7%
Rank	13%	25%	41%	44%	10%	6%	10%	Rank	10%	18%	36%	38%	16%	10%	13%

资料来源: 公司公告, 华创证券

#### 5) 现金流充足, 能实现自我滚动、现金流回收

自由现金流: 并购前 2016-2018 年为 0.1-3.2 亿元, 能够获得正现金流; 并购后 -6.2-2.8 亿

元，与行业、可比公司相比较低。

经营性现金流：并购前 0.4-4.6 亿元，略高于行业中位数 0.9-1.1 亿元；并购后 7.2-11.7 亿元，远高于行业中位水平

现金及等价物：并购前 2-7 亿元，略高于行业中位数 2.1-3.0 亿元；并购后增至 14-20 亿元，位于行业前 25%。

图表 68：继峰股份可比公司现金流情况

自由现金流 (亿元)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
华域汽车	29.4	101.4	30.3	6.4	42.4	111.0	33.7
钧达股份	0.1	2.2	-0.4	-1.0	0.5	1.7	17.2
宁波华翔	-0.7	9.7	-2.6	-1.7	9.1	19.3	11.6
华懋科技	1.8	0.2	-3.0	-2.6	8.4	-2.5	5.5
常熟汽饰	1.4	-0.8	-1.2	-6.1	0.7	-3.6	3.8
旷达科技	-2.7	-9.7	-5.6	0.2	2.1	5.3	3.3
岱美股份	1.3	0.2	-3.9	7.5	4.2	3.7	2.9
<b>继峰股份</b>	<b>-1.1</b>	<b>0.1</b>	<b>3.1</b>	<b>3.2</b>	<b>-6.2</b>	<b>2.8</b>	<b>0.4</b>
<b>MEDIAN</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>0.3</b>	<b>0.4</b>	<b>0.0</b>
明新旭腾	0.0	0.0	-0.1	0.8	-0.1	-1.3	-1.0
新泉股份	0.4	0.0	-1.9	1.7	-5.6	-3.6	-6.1
<b>Rank</b>	<b>86%</b>	<b>43%</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>96%</b>	<b>22%</b>	<b>43%</b>

经营性现金流 (亿元)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
华域汽车	58.6	113.8	84.9	93.8	96.6	93.8	88.5
宁波华翔	6.0	14.3	14.0	12.3	20.1	28.7	22.6
<b>继峰股份</b>	<b>1.5</b>	<b>0.4</b>	<b>2.6</b>	<b>4.6</b>	<b>11.7</b>	<b>8.1</b>	<b>7.2</b>
钧达股份	1.2	1.7	-0.5	-0.9	-0.3	0.5	5.8
常熟汽饰	1.8	1.8	0.8	1.8	5.7	3.7	3.4
新泉股份	0.8	1.1	0.3	4.9	-0.5	0.1	2.1
华懋科技	1.3	2.2	3.6	3.5	3.3	2.5	2.0
旷达科技	1.6	3.9	7.9	2.3	2.1	2.6	1.5
<b>MEDIAN</b>	<b>0.8</b>	<b>0.9</b>	<b>0.7</b>	<b>1.1</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>
岱美股份	3.5	3.2	4.1	7.2	4.4	7.6	0.7
明新旭腾	0.0	0.2	0.2	1.5	1.5	1.0	0.6
<b>Rank</b>	<b>31%</b>	<b>68%</b>	<b>22%</b>	<b>16%</b>	<b>10%</b>	<b>13%</b>	<b>12%</b>

货币资金+交易性金融资产 (亿元)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
华域汽车	155.7	298.9	325.9	304.3	328.4	362.5	322.5
宁波华翔	13.6	14.0	34.0	18.3	18.3	32.8	38.5
<b>继峰股份</b>	<b>2.5</b>	<b>2.3</b>	<b>4.7</b>	<b>7.1</b>	<b>20.5</b>	<b>15.0</b>	<b>14.1</b>
新泉股份	1.0	1.4	1.9	8.2	6.1	15.9	10.7
明新旭腾	0.0	0.7	0.2	0.2	0.3	7.7	8.3
岱美股份	2.9	2.1	4.3	6.0	7.0	9.5	8.3
华懋科技	5.4	5.4	8.6	5.0	14.5	11.0	8.2
旷达科技	8.0	8.3	9.2	4.1	10.8	8.3	5.8
<b>MEDIAN</b>	<b>1.4</b>	<b>2.1</b>	<b>2.4</b>	<b>3.0</b>	<b>3.6</b>	<b>4.7</b>	<b>5.7</b>
常熟汽饰	1.3	7.8	3.9	3.4	10.1	7.4	5.4
钧达股份	1.2	2.0	2.5	4.2	2.4	3.3	4.9
<b>Rank</b>	<b>38%</b>	<b>47%</b>	<b>35%</b>	<b>25%</b>	<b>10%</b>	<b>18%</b>	<b>24%</b>

经营性现金流/净利润	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
钧达股份	2.1	3.8	-1.0	-1.3	-0.7	2.9	42.9
宁波华翔	0.8	3.4	1.3	1.1	2.0	2.3	2.0
华域汽车	0.9	1.6	1.0	1.0	0.9	1.1	1.3
华懋科技	1.1	1.3	1.4	1.2	1.2	1.1	1.0
常熟汽饰	0.9	0.8	0.4	0.8	1.7	1.5	1.0
<b>MEDIAN</b>	<b>1.1</b>	<b>1.2</b>	<b>0.8</b>	<b>1.0</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>	<b>0.9</b>
新泉股份	1.8	2.1	0.2	2.0	-0.2	0.1	0.8
旷达科技	0.9	1.5	2.6	0.6	0.9	1.5	0.7
明新旭腾	0.0	0.0	0.3	1.6	1.3	0.6	0.3
岱美股份	1.5	1.0	0.9	1.2	0.8	1.2	0.2
<b>继峰股份</b>	<b>0.8</b>	<b>0.2</b>	<b>1.0</b>	<b>1.6</b>	<b>3.7</b>	<b>2.2</b>	<b>-2.1</b>
<b>Rank</b>	<b>62%</b>	<b>73%</b>	<b>40%</b>	<b>29%</b>	<b>9%</b>	<b>23%</b>	<b>95%</b>

资料来源：公司公告、华创证券

## 8.2. 格拉默 vs 可比公司

选取四家全球座椅龙头企业李尔、佛吉亚、丰田纺织、安道拓作为格拉默的可比公司。四家公司均为全球性汽车座椅总成系统供应商，与格拉默比具有一定的规模优势。总体来看，格拉默在市场规模、盈利能力、成本管控等方面仍有提升空间。

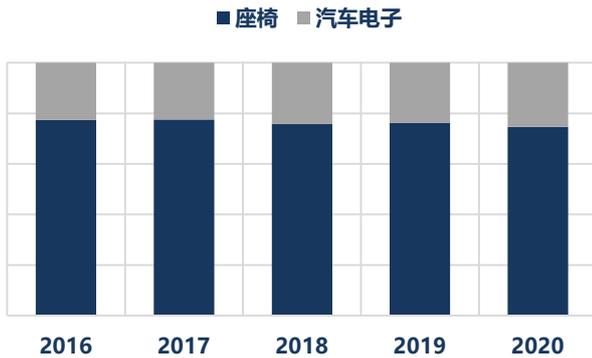
图表 69：格拉默可比公司情况

可比公司	主要产品
李尔	汽车座椅系统、电力配送系统以及电子产品等
佛吉亚	汽车座椅系统、面板和中控、驾驶舱成品、车载音频产品、车内装饰（喷漆、薄膜、铝材、木材等）以及汽车电子

丰田纺织	座椅、门饰、仪表板、天花板、照明等汽车内饰，过滤器、传动系设备和零件，润滑系统零件和空调系统零件等，以及纤维产品和外部产品。
安道拓	汽车座椅系统、框架、机制、头枕、扶手、装饰罩等

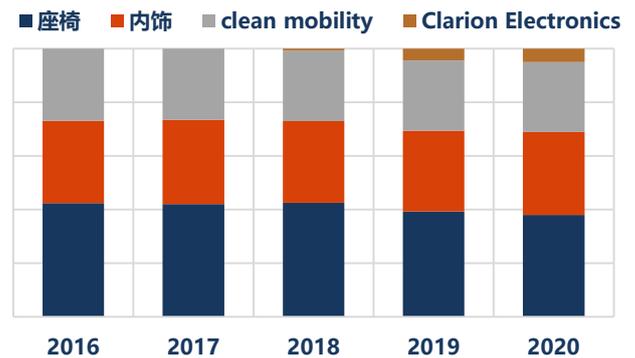
资料来源：公司公告，华创证券

图表 70: 李尔各产品营收占比情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 71: 佛吉亚各产品营收占比情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 72: 安道拓各产品营收占比情况



资料来源：公司公告，华创证券

1) 格拉默营收规模较小，费用管控仍需加强

格拉默营收规模较小：2016-2020 年公司规模在 125-158 亿元，可比公司处于 1000 亿元左右规模。

格拉默毛利率/边际毛利率处于中等偏上：2016-2020 年公司毛利率 10% 左右、边际毛利率 15% 左右，与可比公司相当。

格拉默费用率高: 2016-2020 年公司 SG&A 费用率 10% 左右, 可比公司为 3-5%, 远高于可比公司。公司研发费用率为 3.4-3.8%, 可比公司为 2.3-7.5%, 略高于可比公司。

格拉默 EBIT 利润率处于较低水平, 且波动较大: 2016-2019 年公司为 3% 左右, 可比公司基本在 5% 以上。2020 年公司与可比公司 EBIT 利润率均出现较大下滑, 公司下滑 5.7pp, 较可比公司有较大下滑。

图表 73: 格拉默 vs 可比公司-利润指标

营收, 亿元人民币											
公司	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
佛吉亚	1,239	1,457	1,409	1,472	1,382	1,309	1,375	1,293	1,369	1,374	1,154
李尔	809	915	919	998	1,092	1,145	1,233	1,382	1,400	1,369	1,176
安道拓				1,267	1,355	1,246	1,097	1,104	1,141	1,137	888
丰田纺织									841	858	880
格拉默	83	98	92	103	112	99	125	136	145	158	135
EBIT利润率, %											
公司	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
佛吉亚	3.3%	4.0%	3.0%	3.0%	3.5%	4.4%	5.2%	6.3%	6.4%	5.7%	0.3%
李尔	4.5%	4.8%	4.8%	4.5%	5.2%	6.5%	7.7%	7.9%	7.8%	5.4%	2.7%
丰田纺织									5.3%	4.3%	3.5%
格拉默	3.0%	4.4%	4.4%	4.6%	3.8%	2.7%	4.0%	4.1%	2.5%	3.5%	-2.2%
安道拓				0.6%	1.8%	3.4%	0.3%	4.1%	-5.8%	-0.3%	-1.7%
毛利率, %											
公司	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
佛吉亚	9%	9%	8%	8%	8%	9%	10%	12%	13%	14%	10%
格拉默	13%	13%	13%	12%	12%	11%	12%	12%	11%	11%	7%
丰田纺织									11%	10%	10%
李尔	9%	8%	8%	8%	8%	10%	11%	11%	11%	9%	7%
安道拓				8%	9%	9%	10%	9%	6%	5%	5%
边际毛利率, %											
公司	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
佛吉亚	12%	11%	10%	11%	11%	13%	14%	17%	18%	20%	13%
格拉默	16%	16%	15%	15%	14%	14%	15%	15%	14%	16%	12%
丰田纺织									13%	13%	13%
李尔	10%	10%	10%	10%	10%	12%	13%	13%	13%	11%	10%
安道拓				10%	11%	11%	12%	11%	8%	7%	7%
SG&A费用率, %											
公司	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
安道拓				5.9%	5.9%	2.7%	4.5%	1.3%	1.2%	1.3%	1.5%
李尔	3.8%	3.4%	3.3%	3.3%	3.0%	3.2%	3.4%	3.1%	2.9%	3.1%	3.5%
佛吉亚	3.2%	3.2%	3.3%	3.3%	3.4%	3.4%	3.6%	4.0%	4.0%	4.4%	4.4%
丰田纺织									5.1%	5.0%	5.1%
格拉默	10.3%	9.4%	9.3%	8.8%	8.7%	8.9%	8.1%	9.2%	9.9%	8.8%	10.9%
研发费用率, %											
公司	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
安道拓				3.4%	3.0%	3.0%	2.7%	3.0%	2.9%	2.7%	2.9%
丰田纺织									3.4%	3.3%	3.3%
格拉默	3.5%	3.6%	3.4%	3.9%	4.1%	3.7%	3.7%	3.8%	3.4%	3.4%	3.6%
佛吉亚	2.2%	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%	1.5%	1.5%	1.7%	1.7%	2.4%	2.3%
李尔											

资料来源: Bloomberg、华创证券

### 2) 无显著偿债风险, 财务压力较小

格拉默资产负债率处于中游: 2020 年公司 33%, 可比公司为 16-45%, 公司处于中游。

格拉默利息净支出/营收处于中游: 2016-2019 年公司 0.2% 左右, 可比公司为 0.5% 左右, 2020 年公司利息净支出/营收上升 1.0pp 至 1.2%。

图表 74: 格拉默 vs 可比公司-偿债指标

资产负债率, %											
公司	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
丰田纺织									16%	19%	16%
李尔	11%	10%	8%	13%	19%	21%	20%	16%	17%	23%	22%
佛吉亚	28%	25%	30%	27%	26%	19%	18%	17%	19%	28%	33%
格拉默	25%	23%	24%	25%	21%	29%	27%	22%	33%	35%	33%
安道拓					1%	1%	19%	26%	31%	36%	45%
利息净支出/营收, %											
公司	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
丰田纺织									-0.04%	-0.01%	-0.03%
格拉默	0.22%	1.20%	0.21%	0.44%	0.17%	0.14%	0.31%	0.09%	0.08%	0.25%	1.18%
李尔	0.46%		0.34%		0.38%	0.48%		0.42%	0.40%	0.46%	0.58%
安道拓				0.03%	0.05%	0.05%	0.11%	0.75%	0.79%	0.94%	1.62%
佛吉亚	0.66%	0.61%	0.95%	1.04%	1.06%	0.86%	0.74%	0.64%	0.62%	1.01%	1.27%

资料来源: Bloomberg、华创证券

### 3) 相对倚重人力, 人效略微偏低

格拉默人效指标偏低: 2016-2019 年公司 100 万元/年/人左右、人均 EBIT 为 3 万元/年/人, 仅高于李尔, 处于较低水平, 有提升空间。2020 年公司人均产出降至 95 万、人均 EBIT 降至-1.8 万, 人均产出下滑幅度较低, 仅次于丰田纺织。

图表 75: 格拉默 vs 可比公司-人效指标

人均产出 (万元/年/人)											
公司	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
丰田纺织									203	199	198
安道拓				142	178	164	146	130	134	137	115
佛吉亚	164		150	151	139	127	139	118	119	119	101
格拉默	105	113	107	103	105	87	102	105	99	106	95
李尔	93	94	81	82	87	84	83	84	83	83	67
人均EBIT (万元/年/人)											
公司	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
丰田纺织									10.7	8.6	6.9
佛吉亚	5.4		4.5	4.5	4.9	5.6	7.2	7.4	7.6	6.8	2.5
李尔	4.2	4.5	3.9	3.7	4.6	5.5	6.4	6.6	6.5	4.5	1.8
格拉默	3.2	5.0	4.7	4.7	4.0	2.4	4.1	4.3	2.4	3.7	-1.8
安道拓				0.8	3.2	5.5	0.5	5.4	-7.7	-0.4	-2.0

资料来源: Bloomberg、华创证券

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,406	1,715	2,494	2,378
应收票据	99	0	0	0
应收账款	2,310	2,534	2,988	3,911
预付账款	93	116	133	152
存货	1,730	2,066	1,932	2,218
合同资产	446	546	644	744
其他流动资产	877	944	1,013	1,055
流动资产合计	6,515	7,375	8,560	9,714
其他长期投资	43	35	41	47
长期股权投资	9	11	12	13
固定资产	3,540	3,395	3,252	3,112
在建工程	251	351	451	551
无形资产	1,455	1,479	1,516	1,566
其他非流动资产	4,396	4,765	4,990	5,164
非流动资产合计	9,694	10,036	10,262	10,453
<b>资产合计</b>	<b>16,209</b>	<b>17,411</b>	<b>18,822</b>	<b>20,167</b>
短期借款	1,638	1,668	1,718	1,768
应付票据	61	116	88	117
应付账款	2,279	2,465	2,927	3,341
预收款项	0	0	0	0
合同负债	63	60	70	81
其他应付款	323	336	353	370
一年内到期的非流动负债	745	333	316	316
其他流动负债	960	1,183	1,316	1,512
流动负债合计	6,069	6,161	6,788	7,505
长期借款	2,631	2,731	2,831	2,931
应付债券	426	450	400	400
其他非流动负债	2,084	2,607	2,646	2,688
非流动负债合计	5,141	5,788	5,877	6,019
<b>负债合计</b>	<b>11,210</b>	<b>11,949</b>	<b>12,665</b>	<b>13,524</b>
归属母公司所有者权益	4,645	5,064	5,670	6,028
少数股东权益	354	398	487	615
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,999</b>	<b>5,462</b>	<b>6,157</b>	<b>6,643</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>16,209</b>	<b>17,411</b>	<b>18,822</b>	<b>20,167</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>719</b>	<b>833</b>	<b>1,597</b>	<b>1,321</b>
现金收益	947	1,079	1,657	2,172
存货影响	-226	-336	134	-286
经营性应收影响	470	-142	-463	-935
经营性应付影响	-144	254	451	461
其他影响	-328	-22	-182	-90
<b>投资活动现金流</b>	<b>-588</b>	<b>-719</b>	<b>-838</b>	<b>-858</b>
资本支出	-160	-566	-611	-682
股权投资	-2	-2	-1	-1
其他长期资产变化	-426	-151	-226	-175
<b>融资活动现金流</b>	<b>-40</b>	<b>195</b>	<b>20</b>	<b>-579</b>
借款增加	-742	-259	83	150
股利及利息支付	-417	-397	-679	-918
股东融资	34	0	0	0
其他影响	1,085	851	616	189

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>16,832</b>	<b>17,056</b>	<b>20,115</b>	<b>23,235</b>
营业成本	14,451	14,498	16,595	19,052
税金及附加	46	46	55	63
销售费用	297	341	382	418
管理费用	1,353	1,320	1,446	1,541
研发费用	321	341	443	395
财务费用	193	251	261	271
信用减值损失	6	8	10	10
资产减值损失	-18	-6	-8	-8
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-20	5	3	3
其他收益	22	20	25	26
<b>营业利润</b>	<b>171</b>	<b>293</b>	<b>970</b>	<b>1,531</b>
营业外收入	24	10	5	5
营业外支出	2	1	1	1
<b>利润总额</b>	<b>193</b>	<b>302</b>	<b>974</b>	<b>1,535</b>
所得税	67	61	195	307
<b>净利润</b>	<b>126</b>	<b>241</b>	<b>779</b>	<b>1,228</b>
少数股东损益	-1	19	62	98
<b>归属母公司净利润</b>	<b>127</b>	<b>222</b>	<b>717</b>	<b>1,130</b>
NOPLAT	251	442	988	1,444
EPS(摊薄) (元)	0.11	0.20	0.64	1.01

**主要财务比率**

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	7.0%	1.3%	17.9%	15.5%
EBIT 增长率	2,746.3%	43.2%	123.4%	46.2%
归母净利润增长率	148.9%	75.8%	222.8%	57.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	14.1%	15.0%	17.5%	18.0%
净利率	0.7%	1.4%	3.9%	5.3%
ROE	2.5%	4.1%	11.6%	17.0%
ROIC	4.0%	5.5%	11.4%	15.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	69.2%	68.6%	67.3%	67.1%
债务权益比	150.6%	142.6%	128.5%	122.0%
流动比率	1.1	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.8	0.9	1.0	1.0
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.2
应收账款周转天数	50	51	49	53
应付账款周转天数	58	59	58	59
存货周转天数	40	47	43	39
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.11	0.20	0.64	1.01
每股经营现金流	0.64	0.74	1.43	1.18
每股净资产	4.15	4.52	5.07	5.39
<b>估值比率</b>				
P/E	104	59	18	12
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	29	26	16	12

## 汽车组团队介绍

### 组长、首席分析师：张程航

美国哥伦比亚大学公共管理硕士。曾任职于天风证券，2019年加入华创证券研究所。

### 研究员：夏凉

华威大学商学院商业分析硕士。曾任职于汽车产业私募股权基金，2020年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：陈佳敏

上海财经大学金融硕士。2021年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：李昊岚

伦敦大学学院金融硕士。2022年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	公募机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	高级销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	刘懿	高级销售经理	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	蔡依林	销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	销售助理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	包青青	高级销售经理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	张嘉慧	销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	王春丽	销售助理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
周玮	销售助理		zhouwei@hcyjs.com	
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	李凯	资深销售经理	021-20572554	likai@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	邵婧	高级机构销售	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	王世韬	销售助理		wangshitao1@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
	潘亚琪	销售总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
私募销售组	汪子阳	高级销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	高级销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	王卓伟	销售助理	0755—82756805	wangzhuowei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522