



中信证券研究部

核心观点



**李景涛**  
汽车及零部件行业  
联席首席分析师  
S1010520120003



**尹欣驰**  
汽车及零部件行业  
首席分析师  
S1010519040002



**李子俊**  
汽车及零部件分析  
师  
S1010521080002



**王诗宸**  
汽车及零部件分析  
师  
S1010522030006



**武平乐**  
汽车及零部件分析  
师  
S1010522080002

乘用车座椅作为强消费者体验度的内饰件，逐步成为主机厂竞争的焦点，行业迎来变革。乘用车座椅正从功能属性迈向消费属性，单车价值量逐步提高，我们预计 2025 年全球/中国座椅市场规模分别有望达到 3413/1087 亿元，市场空间广阔，自主供应商替代趋势明确。公司有望凭借快速响应、成本管控能力实现国产替代，沿着“新势力-合资-自主”路径持续突破。我们维持公司 2022/23/24 年 EPS 预测 0.01/0.52/0.79 元。考虑到乘用车座椅领域订单持续兑现，成长空间全面打开，参考行业 2023 年 20xPE 的平均水平，同时考虑到公司 2022-24 年业绩 CAGR 预计为 80%，业绩弹性较大，且乘用车、商用车配套有望于 2023 年开始放量，给予 2023 年 30xPE，维持目标价 16 元，维持“买入”评级。

再度斩获新能源车企订单，有望走出“新势力-合资-自主”的发展路径。2021 年 10 月 10 日，公司公告获得首个乘用车品牌座椅项目定点，标志着公司乘用车座椅实现从 0 到 1 的突破；2022 年 7 月 12 日，公司斩获某新能源主机厂总成项目订单，进一步加快乘用车座椅业务布局；2022 年 11 月 25 日，公司再度公告成为某新能源汽车主机厂座椅总成产品供应商，项目周期五年，项目金额共约 18-25 亿元。三家新能源汽车主机厂与公司在座椅总成系统上确立合作关系，代表着公司单车配套能力实现从 600 元到 6000 元的跨越以及主机厂对公司在座椅同步研发、性价比等能力上的充分认可。

乘用车座椅正从功能件迈向消费升级核心系统。蔚来 ES8 首创“女王副驾”：拥有最大 160° 的靠背角度，并提供腿托、脚托，实现半躺坐姿，座椅能够向后滑动，移至紧贴第二排座椅，方便与后排进行互动。理想 L9 强调“家”的关怀：全座椅标配电动调节/加热，前两排座椅配备通风/按摩功能，有效缓解长时间乘坐带来的旅途疲劳，并在部分座椅全新搭载了四向电动腿托、小憩模式、电动放倒/一键复位、折叠桌板等功能，第二排排座椅支持 4D 震动效果，配合音响和动态氛围灯，带来更加丰富的后排沉浸式影音娱乐体验，营造“家”的关怀与轻松休闲的家庭氛围。问界 M7 搭载无重力座椅：通过人体工学设计、智能悬浮抬升机构和四向腿托调节，使大腿与躯干保持 113° 夹角，让背、臀、腿均匀分担全身重量，最大程度减少心脏供血压力，提供头等舱级别座椅享受。新势力车企纷纷实现驾乘体验的突破，重新定义乘用车座椅，具有示范效应。预计未来乘用车座椅配置升级，高端车型座椅功能将逐步下探，消费属性不断增强。

乘用车整椅行业规模大、格局好，国产替代趋势明确。我们测算乘用车座椅单车价值量约为 5000 元，且预计随着乘用车座椅配置提升和高端升级，将带动单车价值量进一步提升至 6000-7000 元。我们预计 2023/2025 年全球乘用车座椅市场达到 3216/3413 亿元，市场空间广阔。乘用车座椅行业格局集中，根据 Marklines 数据，2021 年行业 CR5 高达 92%，安道拓、李尔、佛吉亚、丰田纺织、麦格纳等外资品牌占全球市场主导地位，行业壁垒较高。而自主品牌供应商有望借助新势力上量的东风，利用自身不断提升的技术能力和服务水平，顺应下游客户对产品定制化和快速响应需求的趋势进行市场扩张，分享国产替代红利。

**风险因素：**公司的下游客户销量不及预期；上游原材料价格处于高位；公司乘用车座椅新订单进展不及预期；格拉默整合不及预期；公司新产品研发推广不及预期。

**盈利预测、估值与评级：**公司是全球座椅头枕龙头供应商，我们预计公司乘用车座椅业务将在 2023 年量产，逐步贡献业绩。我们维持公司 2022/23/24 年 EPS 预测为 0.01/0.52/0.79 元。考虑到公司进军乘用车座椅领域，斩获头部造车新势力订单，客户拓展持续兑现，成长空间全面打开。同时参考行业 2023 年 20xPE



**简志鑫**  
 汽车及零部件分析师  
 S1010522090004



**董军韬**  
 汽车及零部件分析师  
 S1010522090003

的平均水平，考虑到公司 2022-24 年业绩 CAGR 预计为 80%，业绩弹性较大，且乘用车、商用车配套有望于 2023 年开始放量，给予公司 2023 年 30xPE，维持目标价 16 元，维持“买入”评级。

项目/年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15,732.75	16,831.99	17,267.63	19,128.49	21,053.23
营业收入增长率 YoY	-13%	7%	3%	11%	10%
净利润(百万元)	-258.23	126.37	15.76	582.89	881.31
净利润增长率 YoY	-187%	N/A	-88%	3599%	51%
每股收益 EPS(基本)(元)	-0.26	0.12	0.01	0.52	0.79
毛利率	14%	14%	12%	16%	18%
净资产收益率 ROE	-6.05%	2.72%	0.35%	11.59%	16.16%
每股净资产 (元)	3.82	4.16	3.99	4.50	4.88
PE	-58.8	127.3	1,528.0	29.4	19.3
PB	4.0	3.7	3.8	3.4	3.1
PS	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	30.1	19.0	29.1	13.8	10.6

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2022 年 12 月 30 日收盘价

继峰股份	603997.SH
评级	<b>买入 (维持)</b>
当前价	15.28 元
目标价	16.00 元
总股本	1,117 百万股
流通股本	1,117 百万股
总市值	171 亿元
近三月日均成交额	171 百万元
52 周最高/最低价	18.03/6.17 元
近 1 月绝对涨幅	17.45%
近 6 月绝对涨幅	40.44%
近 12 月绝对涨幅	-6.83%

## 目录

再获乘用车座椅新订单，客户持续突破 .....	5
乘用车座椅正从功能件迈向消费升级核心系统 .....	7
新势力重新定义乘用车座椅 .....	7
乘用车座椅从功能件迈向消费升级核心系统 .....	9
产品、技术创新加速，自主品牌有望快速渗透 .....	10
乘用车座椅市场空间大，ASP 有望继续提升 .....	10
乘用车座椅行业格局集中，国产替代开启 .....	12
风险因素 .....	13
盈利预测及估值评级 .....	13

## 插图目录

图 1: 继峰股份获得乘用车座椅项目定点的公告.....	5
图 2: 继峰股份获得新能源汽车主机厂订单.....	5
图 3: 继峰股份获得乘用车座椅总成项目定点.....	6
图 4: 公司商用车座椅产品.....	6
图 5: 公司头枕产品.....	6
图 6: 公司客户发展路径.....	7
图 7: 座椅零部件说明.....	11
图 8: 前排座椅结构图.....	11
图 9: 问界 M7 无重力座椅.....	11
图 10: 理想 L9 座椅.....	11
图 11: 2021 年全球乘用车座椅市场份额.....	12
图 12: 2021 年国内乘用车座椅市场份额.....	12

## 表格目录

表 1: 蔚来 ES8 历代座椅配置.....	7
表 2: 理想 one 系列与 L9 系列座椅对比.....	8
表 3: “零重力座椅”与豪华品牌座椅对比.....	8
表 4: 乘用车座椅配置升级、价格带下探.....	9
表 5: 理想 L9 座椅个性化、舒适性功能亮点.....	10
表 6: 乘用车座椅市场空间测算.....	12
表 7: 继峰股份盈利预测.....	13

## 再获乘用车座椅新订单，客户持续突破

**相继获得新势力乘用车座椅项目定点，进军乘用车座椅行业。**2021年10月10日公司发布公告，收到某造车新势力品牌主机厂的《定点通知函》，将为客户开发、配套新能源汽车座椅产品；项目计划从2023年1月10日开始。这是公司2021年中报宣布筹划进军乘用车座椅市场以后，获得的首个乘用车座椅项目定点，标志着公司乘用车座椅业务实现从0到1的突破。2022年7月12日，公司公告收到某新能源汽车主机厂的《定点意向书》，将成为客户座椅总成供应商，为客户开发、生产前后排座椅总成产品。2022年11月25日，公司再度公告成为某新能源汽车主机厂的座椅总成供应商，公司预计项目周期2024年7月到2029年7月，项目金额约18-25亿元。获得三家新能源汽车主机厂对公司的认可，将直接拉动公司订单增长，同时标志着公司在乘用车座椅领域的快速成长，有助于公司未来与其他主机厂建立合作关系。

图 1：继峰股份获得乘用车座椅项目定点的公告

### 宁波继峰汽车零部件股份有限公司 关于获得乘用车座椅项目定点的公告

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

#### 重要内容提示：

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

资料来源：继峰股份公告

图 2：继峰股份获得新能源汽车主机厂订单

### 宁波继峰汽车零部件股份有限公司 关于获得乘用车座椅总成项目定点的公告

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

#### 重要内容提示：

- 宁波继峰汽车零部件股份有限公司（以下简称“公司”）于近期收到客户的《供应商定点意向书》，公司成为某新能源汽车主机厂（限于保密协议，无法披露其名称，以下简称“客户”）的座椅总成供应商，将为客户开发、生产前后排座椅总成产品。
- 本次项目预计不会对公司本年度业绩产生重大影响。
- 《供应商定点意向书》是客户对公司指定座椅总成项目开发和供货资格的认

资料来源：继峰股份公告

图 3: 继峰股份获得乘用车座椅总成项目定点

宁波继峰汽车零部件股份有限公司

关于获得乘用车座椅总成项目定点的公告

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

重要内容提示:

- 宁波继峰汽车零部件股份有限公司 (以下简称“公司”) 于近期收到《定点通知确认函》，公司成为某新能源汽车主机厂 (限于保密协议，无法披露其名称，以下简称“客户”) 的座椅总成供应商，将为客户开发、生产前后排座椅总成产品。
- 本次项目预计 2024 年 7 月开始，不会对公司本年度业绩产生重大影响。
- 《定点通知确认函》是客户对公司指定座椅总成项目开发和供货资格的认可，不构成商务合同，存在可能出现因不可预计、不可抗力等原因，导致定点项目延期、变更、中止或终止。
- 本项目生命周期总金额为预计金额，实际销售金额与下游客户实际产量等因素直接相关，汽车市场整体情况、宏观经济形势等因素均可能对下游客户排产计划与采购需求构成一定影响，项目实际开展情况存在不确定性。

资料来源: 继峰股份公告

公司开拓乘用车座椅市场具备成本、客户和技术三重优势。一方面，公司乘用车座椅头枕、扶手配套规模全球领先，与大众、宝马和戴姆勒等全球主流整车厂商建立了良好的关系和深厚的合作，具备一定的成本优势。作为公司本部的前三大客户，2021 年一汽大众约占公司本部收入的 18%，宝马约占 8%，戴姆勒约占 5%。另一方面，收购格拉默能够实现座椅部件强协同效应的充分转化。2020 年 3 月公司与格拉默签订联合采购协议，将在模具、支杆、泡沫发泡料等生产资料和物料上的优势赋能格拉默，同时提高双方的成本控制能力。格拉默在商用车座椅领域的深厚积淀赋予公司乘用车座椅业务强劲的研发生产及销售能力，并为公司承接全球平台项目创造机遇。成本、客户及技术三重加持，为公司进军乘用车座椅行业保驾护航。

图 4: 公司商用车座椅产品



资料来源: 继峰股份官网

图 5: 公司头枕产品



资料来源: 继峰股份官网

利用客户协同，逐步切入合资品牌，不断提升市占率。公司当前乘用车座椅订单主要以新势力为主，我们认为公司未来座椅规模的进一步提升，不仅依赖新势力客户的放量，



还需通过新势力车企供应链的背书，积累设计、研发和生产经验，打响客户口碑，叠加座椅头枕等产品配套合资品牌的经验，进行客户协同，逐步向合资车企和自主品牌延伸，实现“新势力-合资-自主”的发展路径。

图 6：公司客户发展路径



资料来源：继峰股份官网，中信证券研究部；logo 来自各公司官网

## ■ 乘用车座椅正从功能件迈向消费升级核心系统

### 新势力重新定义乘用车座椅

蔚来 ES8 树立自主豪华标杆，“女王副驾”开创先河。2017 年 12 月蔚来发布 ES8，首次提出“女王副驾”概念。“女王副驾”拥有最大 160° 的靠背角度，并提供腿托、脚托，实现半躺坐姿，提供舒适的乘坐体验；同时，座椅能够向后滑动，移至紧贴第二排座椅，方便与后排进行互动。作为首款国产电动豪华 SUV，蔚来 ES8 将“女王副驾”全系标配，挖掘座椅消费属性，开启了新势力汽车座椅差异化的热潮。随后，蔚来在座椅领域持续升级，2020 款 ES8 增加副驾驶座椅记忆功能和电动脚托，2022 款车型增加第一/三排舒适进出和头枕调节，通过产品迭代不断优化座椅性能，形成产品区分度。

表 1：蔚来 ES8 历代座椅配置

产品型号	蔚来 ES8 2018 7 座基础款	蔚来 ES8 2020 7 座基础款	蔚来 ES8 2022 7 座基础款
价格	54.8W	57.6W	59.2W
真皮座椅	●	●	●
女王副驾-电动腿托脚托	女王副驾-电动腿托	女王副驾-电动腿托、脚托	女王副驾-电动腿托、脚托
亲子模式座椅布局	●	●	●
座椅记忆	驾驶位	主副驾驶	主副驾驶
座椅加热	前排座椅	前排座椅	前排座椅
座椅通风/按摩	主副驾驶	主副驾驶	主副驾驶
座位调节及腰部支撑	主副座椅电动调节/腰部支撑、后排座椅四向调节	主副座椅电动调节/腰部支撑、后排座椅四向调节	主副座椅电动调节/腰部支撑、后排座椅四向调节
电动第三排舒适进出	○	○	●

资料来源：继峰股份官网，汽车之家，中信证券研究部

理想 L9 全面提升座椅配置，强化“家”的关怀。理想 one 系列标配全真皮座椅，前两排电动调节/按摩/加热/腰部支撑，通过将座椅配置提升到新的高度形成差异化竞争优势。新上市的理想 L9 基于理想 one 座椅再做升级，全座椅标配电动调节/加热，前两排座椅配备通风/按摩功能，有效缓解长时间乘坐带来的旅途疲劳，并在部分座椅全新搭载了四向电动腿托、小憩模式、电动放倒/一键复位、折叠桌板等功能，分别适用于不同家庭活动与场

景。同时，第二排座椅支持 4D 震动效果，配合音响和动态氛围灯，带来更加丰富的后排沉浸式影音娱乐体验，营造“家”的关怀与轻松休闲的家庭氛围。

表 2: 理想 one 系列与 L9 系列座椅对比

	理想 one	理想 L9
价位	34.98W	45.98W
真皮座椅	●	●
座椅记忆	主驾座	主驾座
座椅通风	第一排	前两排
座椅加热/按摩	前两排	所有座椅/前两排
座位调节及腰部支撑	前两排	所有座椅
四向电动腿托	○	●
二排座椅 4D 震动	○	●
小憩模式	○	●
二排折叠桌板	○	●
二三排座椅电动放倒/一键复位	○	●

资料来源：各公司官网，中信证券研究部

**问界“零重力座椅”打造“百万级别豪车”舒适性。**问界 M7 搭载的无重力座椅，通过人体工学设计、智能悬浮抬升机构和四向腿托调节，使大腿与躯干保持 113° 夹角，让背、臀、腿均匀分担全身重量，最大程度减少心脏供血压力，提供头等舱级别座椅享受。问界 M7 以 30-40w 价格，实现了路虎揽胜加长版、迈巴赫 GLS 等百万级中大型 SUV 才拥有的座椅配置和乘坐体验，其创造式的“零重力座椅”将人体工学椅设计理念应用于汽车座椅上，实现驾乘体验的突破，成为国产高端电动汽车座椅升级新的里程碑。

图 3: 问界 M7 “无重力座椅”效果图



资料来源：继峰股份官网

图 4: 问界 M7 “无重力座椅”原理图



资料来源：问界 M7 发布会

表 3: “零重力座椅”与豪华品牌座椅对比

品牌	问界 M7	别克 昂科旗 4 驱尊享旗舰版	路虎揽胜加长版 (顶配座椅)	迈巴赫 GLS 480 4MATIC
价格	37.98W	33.99W	209.25W	183.3W
真皮座椅	●	●	●	●
座椅电动调节及腰部支撑	前两排	前两排	前两排	前两排
零重力座椅	人体工学设计，可			



品牌	问界 M7	别克 昂科旗 4 驱尊享旗舰版	路虎揽胜加长版 (顶配座椅)	迈巴赫 GLS 480 4MATIC
	实现 113° 座椅靠背倾斜, 具有四向腿托, 具备电动调节、加热、通风按摩等功能			
头等舱座椅		第二排具有电动调节/加热/通风/按摩功能, 并配备六向可调节航空头枕		
豪华行政座椅			具有电动调节、腿托、脚跟卡槽、中央扶手、中控台、认识按摩等功能	座椅为多仿形座椅, 内嵌主动充气软垫, 并具有多向电动调节和热石按摩、加热通风及记忆功能。
座椅加热	前两排	前两排	前两排	前两排
座椅按摩	前两排	仅第二排	仅第二排	前两排
座椅通风	前两排	前两排	前两排	前两排

资料来源: 各公司官网, 中信证券研究部

## 乘用车座椅从功能件迈向消费升级核心系统

**乘用车座椅配置升级, 高端车型功能下探。**汽车消费升级趋势下, 高端车型的座椅功能不断下探, 中高端车型座椅配置升级属性明显。以奔驰 GLE、奥迪 Q7 为代表的高端车型搭配真皮座椅、座椅调节及腰部支撑和座椅电动调节等功能, 新势力车企视座椅功能为产品亮点, 将高端座椅功能搭配到以理想 L9、蔚来 ES7 为代表的 50 万价格带车型上, 座椅配置升级趋势明显。新势力车型座椅通风、按摩等舒适性功能配置甚至优于以前传统车企的高端车型。

表 4: 乘用车座椅配置升级、价格带下探

图片				
品牌	奔驰 GLE 2018 款动感型臻藏版	奥迪 Q7 2019 款运动型	理想 L9 2022 款 Max 版	蔚来 ES7 2022 款 100kWh 首发版
价格	74.98 万元	71.88 万元	45.98 万元	54.80 万元
真皮座椅	○	●	●	●
座椅调节及腰部支撑	主副座椅	主副座椅	主副座椅	主副座椅
座椅电动调节	主副座椅	主副座椅	主副座椅	主副座椅
座椅加热	●	●	●	●
座椅通风	-	○	●	●
座椅按摩	-	○	●	●
驾驶位座椅记忆功能	○	●	●	●

资料来源: 汽车之家, 中信证券研究部

**乘用车座椅消费属性增强，助推功能拓展升级。**乘用车座椅与驾乘人员长时间密切接触，其性能优劣直接决定驾乘体验，天然具备一定消费属性。消费属性增强趋势助推座椅个性化功能拓展、舒适性功能升级，主机厂展开军备竞赛。个性化方面，蔚来 ES8 首推女王座椅，可实现最大 160° 调节，搭配电动推脱、脚托，提高副驾乘坐体验；问界 M5 选配主驾私享头枕音响，配合 15 个车载扬声器实现多方位多阶梯式的音箱布局，为驾驶员提供清晰的提示语音和顶级声学享受。舒适性方面，座椅多向调节、座椅通风、座椅加热和座椅按摩等功能不断升级优化。

表 5：理想 L9 座椅个性化、舒适性功能亮点

功能定位	功能亮点
个性化功能	驾驶位座椅记忆功能
	副驾老板键
	四座小憩模式
	前两排座椅 SPA 级按摩
	后排座椅一键放倒、复位
舒适性功能	前两排座椅通风
	全座椅加热
	座椅 12 向电动调节
	全座椅 3D 舒适性海绵

资料来源：继峰股份官网，中信证券研究部

## ■ 产品、技术创新加速，自主品牌有望快速渗透

### 乘用车座椅市场空间大，ASP 有望继续提升

**乘用车座椅单车价值量大，作为核心零部件具有不可替代性。**乘用车座椅主要由铁台、机件、合绵和表皮构成，其中机件用于支持座椅作动功能，包括调角/调高器、滑轨、头枕、扶手、通风、加热等。作为汽车不可缺少的核心内饰，座椅需同时满足安全性、舒适性、便利性、轻量化等要求，是新能源汽车时代三电系统以外少有的高 ASP 零部件。以全球乘用车座椅头部企业李尔为例，根据其 2021 年年报披露，座椅业务收入约 930 亿元，市场份额约占 25%，据此我们测算，单车价值量约为 5000 元。

图 7：座椅零部件说明

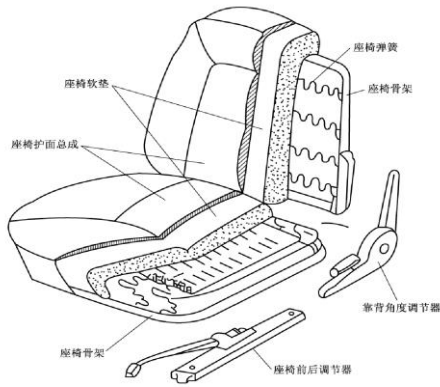
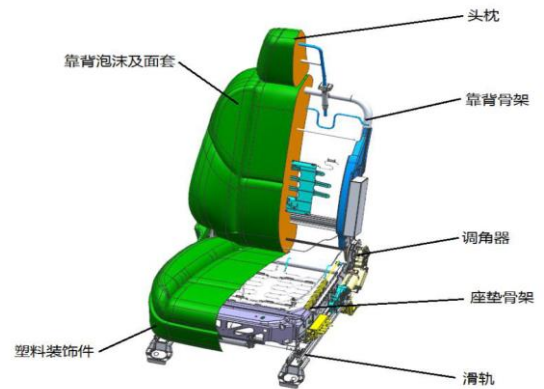


图 1.21 座椅零部件说明

资料来源：《汽车座椅设计与 CAE 分析》，蒋成约、胡远志、李牧阳，2017 年 9 月

图 8：前排座椅结构图



资料来源：《汽车座椅设计与 CAE 分析》，蒋成约、胡远志、李牧阳，2017 年 9 月

**乘用车座椅对驾驶舒适度影响巨大，新势力纷纷寻求座椅差异化。**由于乘客对旅途舒适性的需求是持续的，因此座椅将长期作为不可或缺的汽车组成部分存在。也基于其客观重要性，目前高端座椅已经成为助推车型销量的差异化卖点。例如，问界 M7 无重力座椅，通过人体工学设计、智能悬浮抬升机构和四向腿托调节，使大腿与躯干保持 113° 夹角，让背、臀、腿均匀分担全身重量，最大程度减少心脏供血压力；智己母婴级座舱通过设置散味空间，让出厂车辆即刻拥有同级车型出厂 180 天的健康空气水平；理想 L9 的座椅标配加热功能，并在部分座椅配备四向腿托、小憩模式、通风和按摩功能；蔚来女王座椅支持 160 度椅背调节、配备电动腿拖/脚拖和超长滑轨，ES6 选配价格 8500 元。随着汽车座椅配置提升和高端化升级，将带动汽车座椅单车价值量显著提升。

图 9：问界 M7 无重力座椅



资料来源：继峰股份官网

图 10：理想 L9 座椅



资料来源：继峰股份公司官网

**全球乘用车座椅市场广阔，预计 2023/2025 年达到 3216/3413 亿元。**乘用车座椅单车价值量高，我们测算其整车 BOM 成本占比约为 5%。我们以李尔汽车座椅的单车价值量看作全球平均水平，考虑国内乘用车经济型占比较高，假设国内乘用车座椅单车价值量为 3605 元，考虑当前的乘用车座椅高端化、差异化趋势，假设全球和国内座椅的 ASP 增速分别是 2%/3%。据此我们预测，2023 年，全球乘用车座椅市场规模望达 3216 亿元，

2025 年，全球座椅市场规模将望达到 3413 亿元，对应 5 年 CAGR 为 4.0%；2023 年，国内乘用车座椅市场规模望达 864 亿元，2025 年，全国座椅市场规模将望达到 1087 亿元，对应 5 年 CAGR 为 9.4%。

表 6：乘用车座椅市场空间测算

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球乘用车销量（万辆）	5830	6121	6183	6244	6307
全球座椅 ASP（元）	5000	5100	5202	5306	5412
中国乘用车销量（万辆）	2109	2209	2258	2470	2680
中国座椅 ASP（元）	3605	3713	3825	3939	4057
全球乘用车座椅市场规模（亿元）	2915	3122	3216	3313	3413
中国乘用车座椅市场规模（亿元）	760	820	864	973	1087

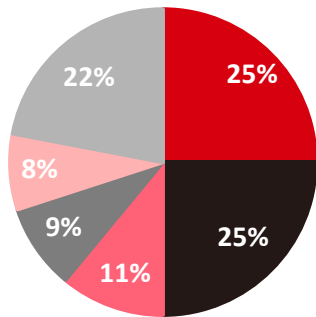
资料来源：中汽协，中信证券研究部预测

## 乘用车座椅行业格局集中，国产替代开启

**乘用车座椅行业格局集中，外资品牌占主导地位。**乘用车座椅结构复杂，对公司设计、组装和供应链管理的要求较高，因此行业壁垒也高。全球乘用车座椅市场成熟度较高，根据 Marklines 数据，2021 年头部公司安道拓、李尔市占率均为 25%，行业 CR5 为 92%；国内市场来看，华域汽车旗下全资子公司延锋国际占据 32%国内市场份额，位居第一，华域、李尔、安道拓三家占据 58%的国内市场份额，行业格局集中，且较为稳定。

图 11：2021 年全球乘用车座椅市场份额

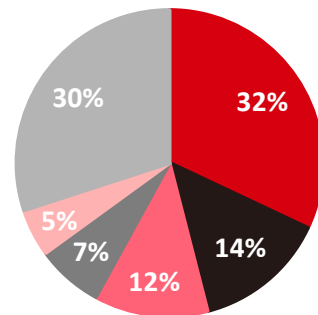
■安道拓 ■李尔 ■佛吉亚 ■丰田纺织 ■麦格纳 ■其他



资料来源：Marklines，中信证券研究部

图 12：2021 年国内乘用车座椅市场份额

■华域系 ■李尔 ■安道拓 ■丰田纺织 ■TS TECH ■其他



资料来源：Marklines，中信证券研究部

**自主供应商具有快速响应优势，开始突破新势力，国产替代趋势明确。**全球乘用车座椅头部企业发展时间早、规模大，已经形成了完善的产品研发设计和生产机制。但也因此无法满足当前新势力因为差异化竞争而产生的定制化需求。自主供应商作为行业新进入者，配合度高、需求响应迅速，抓住机会进行市场扩张。2021 年 3 月，延锋汽车（华域汽车全资子公司）收购了延锋安道拓公司中安道拓 49.99%的股权，实现对汽车业务的全面自主掌控；2021 年 9 月以来，继峰股份陆续通过打入蔚来、理想供应商链进入乘用车座椅行业；天成自控通过与上汽集团合作，以及打入蔚来萤火虫供应体系切入配套。乘用车座椅是汽车最重要的内饰件之一，消费者体验度高，拥有较多的技术更改。我们认为新势力的崛起给了自主座椅供应商机会，叠加自主供应商在技术上不断升级迭代，逐步抹平与海

外巨头的差距。我们认为，自主供应商有望凭借快速响应能力和成本优势，分享乘用车座椅国产替代红利。

## ■ 风险因素

- 1) 公司的下游客户销量不及预期：由于宏观经济等因素影响，全球汽车销量不及预期，下游客户销量下滑将直接影响公司业绩；
- 2) 上游原材料价格处于高位：上游原材料价格处于高位将直接影响公司成本和毛利；
- 3) 公司乘用车座椅新订单进展不及预期：乘用车座椅是公司的战略性业务，公司作为新进入者将和行业龙头直接竞争，若新订单开拓不及预期，将对公司战略落地造成影响；
- 4) 格拉默整合不及预期：格拉默收入体量较大，其整合进度对公司近 2-3 年业绩有较大影响，若不及预期，将影响公司业绩；
- 5) 公司新产品研发推广不及预期：公司新产品如电动出风口等若研发及量产速度不及预期，也将对公司业绩产生影响。

## ■ 盈利预测及估值评级

公司是全球座椅头枕龙头供应商，公司乘用车座椅业务公司预计将在 2023 年量产，逐步贡献业绩。我们维持公司 2022/23/24 年 EPS 预测为 0.01/0.52/0.79 元。考虑到公司进军乘用车座椅领域，斩获头部造车新势力订单，客户拓展持续兑现，成长空间全面打开。同时参考行业 2023 年 20xPE 的平均水平，考虑到公司 2022-24 年业绩 CAGR 预计为 80%，业绩弹性较大，且乘用车、商用车配套有望于 2023 年开始放量，给予 2023 年 30xPE，维持目标价 16 元，维持“买入”评级。

表 7：继峰股份盈利预测

项目/年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15,732.75	16,831.99	17,267.63	19,128.49	21,053.23
营业收入增长率 YoY	-13%	7%	3%	11%	10%
净利润(百万元)	-258.23	126.37	15.76	582.89	881.31
净利润增长率 YoY	-187%	N/A	-88%	3599%	51%
每股收益 EPS (基本)(元)	-0.26	0.12	0.01	0.52	0.79
毛利率	14%	14%	12%	16%	18%
净资产收益率 ROE	-6.05%	2.72%	0.35%	11.59%	16.16%
每股净资产 (元)	3.82	4.16	3.99	4.50	4.88
PE	-51.0	110.4	1,325.0	25.5	16.8
PB	3.5	3.2	3.3	2.9	2.7

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2022 年 12 月 30 日收盘价



## ■ 相关研究

- 继峰股份（603997.SH）重大事项点评—座椅业务进展顺利，持续突破新势力订单（2022-11-18）  
汽车行业 2023 年投资策略—以迂为直，以患为利（2022-11-18）  
汽车行业基金持仓分析报告—22Q3 汽车板块景气持续，基金持仓维持高位（2022-11-16）  
汽车行业 2022 年三季度回顾及展望—行业 Q3 业绩环比修复，机遇与挑战并存（2022-11-11）  
继峰股份（603997.SH）2022 年三季度点评—Q3 业绩超预期，单季度实现扭亏为盈（2022-10-27）  
汽车行业 2022 年中报回顾及展望—何妨吟啸且徐行（2022-09-08）  
继峰股份（603997.SH）2022 年中报点评—业绩有所承压，乘用车座椅加速（2022-08-11）  
继峰股份（603997.SH）重大事项点评—座椅总成再下一城，星星之火可以燎原（2022-08-04）  
汽车行业 2022 年下半年投资策略—总量需求回暖，科技创新迭代：电动智能汽车按下加速键（2022-06-24）  
继峰股份（603997.SH）2022 年一季报点评—Q1 业绩承压，静待行业恢复（2022-05-07）  
继峰股份（603997.SH）2021 年年报点评—Q4 业绩符合预期，新产品持续突破（2022-03-23）  
继峰股份（603997.SH）2021 年业绩预告点评—Q4 业绩承压，静待下游恢复、新单落地（2022-01-30）

**利润表 (百万元)**

指标名称	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	15,733	16,832	17,268	19,128	21,053
营业成本	13,598	14,451	15,120	16,032	17,306
毛利率	13.57%	14.14%	12.44%	16.19%	17.80%
税金及附加	43	46	35	38	42
销售费用	381	297	345	383	421
销售费用率	2.42%	1.77%	2.00%	2.00%	2.00%
管理费用	1,282	1,353	1,295	1,282	1,411
管理费用率	8.15%	8.04%	7.50%	6.70%	6.70%
财务费用	351	193	191	204	199
财务费用率	2.23%	1.14%	1.11%	1.06%	0.94%
研发费用	255.60	321.38	302.18	334.75	378.96
研发费用率	1.62%	1.91%	1.75%	1.75%	1.80%
投资收益	3	(20)	7	5	5
EBITDA	747	1,186	774	1,626	2,114
营业利润	(331)	171	23	868	1,312
营业利润率	-2.11%	1.01%	0.14%	4.54%	6.23%
营业外收入	4	24	0	0	0
营业外支出	10	2	0	0	0
利润总额	(338)	193	23	868	1,312
所得税	3	68	5	182	276
所得税率	-0.80%	34.93%	21.00%	21.00%	21.00%
少数股东损益	(82)	(1)	3	103	156
归属于母公司股东的净利润	(258)	126	16	583	881
净利率	-1.64%	0.75%	0.09%	3.05%	4.19%

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,503	1,406	1,687	1,765	1,919
存货	1,504	1,730	1,813	1,884	2,062
应收账款	2,338	2,310	2,330	2,684	2,895
其他流动资产	1,355	1,070	1,276	1,403	1,382
流动资产	6,700	6,515	7,105	7,736	8,258
固定资产	3,811	3,540	3,578	3,621	3,612
长期股权投资	7	9	9	9	9
无形资产	1,732	1,455	1,455	1,455	1,455
其他长期资产	5,077	4,690	4,790	4,990	5,090
非流动资产	10,626	9,694	9,832	10,075	10,167
资产总计	17,326	16,209	16,938	17,811	18,425
短期借款	2,476	1,638	2,274	2,336	2,184
应付账款	2,381	2,279	2,587	2,693	2,866
其他流动负债	2,040	2,151	2,119	2,151	2,164
流动负债	6,898	6,069	6,980	7,180	7,215
长期借款	2,138	2,631	2,631	2,631	2,631
其他长期负债	3,723	2,511	2,511	2,511	2,511
非流动性负债	5,861	5,141	5,141	5,141	5,141
负债合计	12,759	11,211	12,122	12,322	12,356
股本	1,021	1,119	1,117	1,117	1,117
资本公积	2,855	3,442	3,444	3,444	3,444
归属于母公司所有者权益合计	4,269	4,645	4,459	5,030	5,454
少数股东权益	298	354	356	459	615
股东权益合计	4,567	4,999	4,816	5,489	6,069
负债股东权益总计	17,326	16,209	16,938	17,811	18,425

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税后利润	-340	126	19	686	1,037
折旧和摊销	675	628	562	657	759
营运资金的变化	137	-253	-17	-427	-190
其他经营现金流	338	218	167	211	202
经营现金流合计	810	719	731	1,127	1,807
资本支出	-726	-740	-700	-900	-850
投资收益	3	-20	7	5	5
其他投资现金流	-48	173	0	0	0
投资现金流合计	-772	-588	-693	-895	-845
权益变化	18	34	0	0	0
负债变化	-59	399	636	62	-152
股利支出	-205	0	-201	-12	-457
其他融资现金流	-398	-473	-191	-204	-199
融资现金流合计	-644	-40	243	-154	-808
现金及现金等价物净增加额	-606	91	281	78	154

**主要财务指标**

指标名称	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	-12.60%	6.99%	2.59%	10.78%	10.06%
营业利润	-163.68%	N/A	-86.26%	3598.57%	51.20%
净利润	-186.74%	N/A	-87.53%	3598.57%	51.20%
<b>利润率 (%)</b>					
毛利率	13.57%	14.14%	12.44%	16.19%	17.80%
EBITDA Margin	4.75%	7.05%	4.48%	8.50%	10.04%
净利率	-1.64%	0.75%	0.09%	3.05%	4.19%
<b>回报率 (%)</b>					
净资产收益率	-6.05%	2.72%	0.35%	11.59%	16.16%
总资产收益率	-1.49%	0.78%	0.09%	3.27%	4.78%
<b>其他 (%)</b>					
资产负债率	73.64%	69.16%	71.57%	69.18%	67.06%
所得税率	-0.80%	34.93%	21.00%	21.00%	21.00%
股利支付率	0.00%	159.38%	76.05%	78.48%	104.64%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 分析师声明

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

## 一般性声明

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

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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

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

## 评级说明

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

## 特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

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

**中国香港：**本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

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

**英国：**本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

**欧洲经济区：**本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

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

**印度：**CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ00001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH00001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 [Compliance-India@cls.com](mailto:Compliance-India@cls.com)。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。