



买入（首次）

所属行业：汽车/汽车零部件
当前价格(元)：15.92

证券分析师

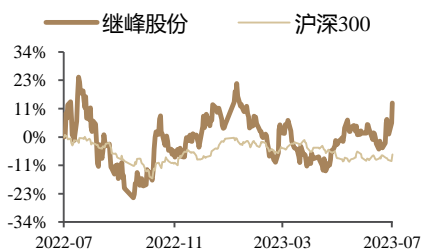
俞鹏飞

资格编号：S0120522120003

邮箱：yunf@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	11.95	17.40	24.47
相对涨幅(%)	10.63	15.95	26.17

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

继峰股份：向国产乘用车座椅龙头进击

投资要点

- 继峰股份：座舱内饰件龙头，外延并购+内生增长实现品类扩张。**公司成立于1996年，持续深耕座舱内饰件领域，已成长为全球领先供应商。继峰本部是国内乘用车座椅头枕龙头，收购格拉默后产品涵盖乘用车+商用车两大板块，以乘用车座椅为核心，内生拓展战略新兴业务，下游客户资源优质。2019年并表格拉默后，公司收入体量大幅增长。格拉默毛利率水平较低，明显拖累继峰整体盈利能力。公司近年归母净利润波动较大，剔除特殊事项影响后，2021、2022年盈利能力持续改善。扣除特殊事项影响后，2022年公司实现归母净利润1.82亿元，同比增长43.84%。
- 乘用车座椅业务：大市场，大变局，打开大空间。**座椅直接关系到用户舒适度、愉悦度与安全性，是座舱核心部件。主机厂围绕座椅打造个性化卖点，推动座椅消费升级，2025年国内乘用车座椅市场空间预计将超千亿。汽车座椅市场高度集中，多家外资寡头垄断，2021年全球CR5达78%，2020年国内CR5达70%。座椅设计与制造难度大，可靠性要求高，合资车企更倾向于选择体系内的合资供应商，供应体系粘性较强。新能源汽车渗透率持续上行，自主品牌在新能源转型方面先发优势明显，市占率持续提升。与合资厂商相比，自主品牌更注重成本控制，供应链更为开放，本土座椅厂商在成本控制、快速响应等方面更具优势，有望打破原有竞争格局。公司乘用车座椅业务有两大核心竞争优势：1) 传统业务经验与客户资源具有迁移性；2) 依托格拉默品牌效应，组建乘用车座椅团队，商用车-乘用车座椅研发经验具有复用性。已获多家主机厂乘用车座椅定点，从1到N未来可期。
- 并表格拉默：从整合到融合，当前开始进入效益输出阶段。**继峰作为“白衣骑士”阻止Hastor家族对格拉默的恶意收购，2019年完成收购格拉默，2020年从组织架构调整开始，自上而下，从降本增效、产业布局、协同发展等方面推进格拉默全面整合。从收入端来看，并购以来格拉默亚太区收入增长明显。从利润端来看，外部因素冲击明显，近三个季度盈利能力持续改善。2022年10月，公司向格拉默派出首位中国籍高管，降本增效计划全面加速推进。2025年格拉默全球目标为Operating EBIT Margin提升至5%以上，各经营区域利润水平持续改善
- 盈利预测与投资建议：**预计公司2023-2025年归母净利润3.29、8.06、12.99亿元，对应PE为55、22、14倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**乘用车销量不及预期，乘用车座椅客户拓展不及预期，格拉默整合利润释放不及预期，市场竞争加剧。

股票数据

总股本(百万股)：	1,135.89
流通A股(百万股)：	1,135.89
52周内股价区间(元)：	10.58-17.37
总市值(百万元)：	18,083.39
总资产(百万元)：	15,597.96
每股净资产(元)：	3.20

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	16,832	17,967	19,987	24,164	28,178
(+/-)YOY(%)	7.0%	6.7%	11.2%	20.9%	16.6%
净利润(百万元)	126	-1,417	329	806	1,299
(+/-)YOY(%)	148.9%	-1221.6%	123.2%	145.3%	61.2%
全面摊薄EPS(元)	0.11	-1.25	0.29	0.71	1.14
毛利率(%)	14.1%	13.1%	15.1%	18.5%	20.4%
净资产收益率(%)	2.7%	-41.0%	8.4%	16.2%	19.5%

资料来源：公司年报(2021-2022)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润



内容目录

1. 继峰股份：座舱内饰件龙头，外延并购+内生增长实现品类扩张	5
1.1. 专注座舱内饰件细分赛道，长坡厚雪持续深耕	5
1.2. 乘用车+商用车双轮驱动，外延并购+内生增长实现品类扩张	6
1.3. 并表格拉默后收入体量跃升，整体盈利能力受到拖累	7
2. 乘用车座椅业务：大市场，大变局，打开大空间	9
2.1. 大市场：座椅是乘用车座舱核心部件，消费升级开启千亿级别市场	9
2.2. 大变局：自主品牌借新能源东风异军突起，下游格局变化将带来乘用车座椅产业变革	11
2.3. 大空间：公司极具竞争优势，乘用车座椅业务有望开启第二成长曲线	13
3. 并购格拉默：从整合到融合，当前开始进入效益输出阶段	14
3.1. 化身“白衣骑士”阻止恶意收购，强强联合携手共赢	14
3.2. 多措并举优化格拉默盈利能力，全方位推进整合	15
3.3. 外部因素干扰利润端整合效果，近三个季度盈利能力持续改善	17
3.4. 全面降本增效加速推进，利润端有望迎来释放	18
4. 盈利预测与相对估值	19
4.1. 盈利预测	19
4.2. 相对估值	20
5. 风险提示	21

图表目录

图 1: 公司自成立以来在座舱内饰件领域持续深耕	5
图 2: 王义平家族是公司的实际控制人	5
图 3: 隐藏式电动出风口能够实现工程与造型设计的完美融合	6
图 4: 公司产品矩阵覆盖乘用车+商用车两大板块	6
图 5: 2019 年并表格拉默后公司收入体量大幅增长	7
图 6: 2019 年并表格拉默后公司收入结构变化明显	7
图 7: 公司整体毛利率水平受到格拉默明显拖累	7
图 8: 2018 年-2022 年公司期间费用率整体保持稳定	8
图 9: 2020 年以来, 公司归母净利润波动较大	8
图 10: 剔除特殊事项影响后, 公司盈利能力持续改善	8
图 11: 围绕消费属性, 座椅功能体验全面升级	9
图 12: 2021 年全球汽车座椅市场 CR5 达 78%	11
图 13: 2020 年国内汽车座椅市场 CR5 达 70%	11
图 14: 2020 年以来, 新能源乘用车渗透率快速提升	12
图 15: 2019 年至 2022 年乘用车市场消费者偏好发生改变	12
图 16: 自主品牌新能源转型先发优势明显	12
图 17: 2020 年以来, 自主品牌市占率稳步提升	12
图 18: 公司是乘用车座椅头枕国内龙头, 2018 年市占率预计达 25%	13
图 19: 格拉默乘用车座椅新产品亮相 2023 年上海车展	13
图 20: 继峰历时近三年, 完成对格拉默的收购	15
图 21: 2013-2018 年, 格拉默毛利率水平在 11% 左右	15
图 22: 2013-2018 年, 格拉默净利率水平在 1-3% 左右	15
图 23: 公司自上而下推动格拉默全面整合	16
图 24: 座椅头枕工艺流程	16
图 25: 2022 年格拉默国内重卡座椅市占率提升至 10%	17
图 26: 2019 年以来, 格拉默持续拓展国内重卡头部客户	17
图 27: 20 年格拉默收入下滑明显, 21 年以来缓慢提升	18
图 28: 2019 年以来, 格拉默亚太区营业收入持续稳步增长	18
图 29: 2022 年三季度起, 格拉默季度 EBIT 持续为正	18
图 30: 格拉默 EBIT Margin 尚未完全恢复到 2019 年水平	18
图 31: VAVE 工具协助成本管理	19
图 32: PLM 数字化管理提升研发效率	19

图 33: 2025 年格拉默全球目标为 Operating EBIT Margin 提升至 5%以上 19

表 1: 座椅已成为新车型的重要差异化卖点 9

表 2: 国内乘用车座椅市场空间测算 10

表 3: 2020 年以来各车系主机厂座椅供应商以外资或合资厂商为主 11

表 4: 公司乘用车座椅业务客户从造车新势力向豪华品牌、主流合资品牌不断拓展 14

表 5: 继峰本部分业务盈利预测 20

表 6: 格拉默分区域盈利预测 20

表 7: 相对估值 21

1.2. 乘用车+商用车双轮驱动，外延并购+内生增长实现品类扩张

产品涵盖乘用车+商用车两大板块。乘用车领域主要产品包括乘用车座椅、头枕、扶手、中控系统、隐藏式电动出风口、内饰部件、操作系统等，为客户提供深度定制化产品；商用车领域主要产品包括卡车座椅、非道路车辆座椅部件（农业机械、牵引机、建设机械和叉车）、火车及公共汽车座椅部件、游艇座椅部件、航空座椅部件等。

外延并购格拉默，进入商用车座椅领域。格拉默是欧美商用车座椅龙头企业、商用车系统行业标准制定者，业务覆盖全球市场。公司通过收购格拉默，进入商用车座椅领域，充分发挥格拉默技术优势与品牌影响，大力开拓国内商用车座椅市场。2022年，格拉默在国内重卡座椅市占率达到10%左右。

以乘用车座椅为核心，内生拓展战略新兴业务。公司紧跟电动化、智能化行业趋势，推进战略新兴业务发展。2020年，公司隐藏式电动出风口产品获得大众、吉利领克、长城汽车、蔚来等客户的定点，2021年底开始量产，2022年实现收入近9000万元，未来有望实现连续翻倍增长。此外，公司车载冰箱产品已于2022年获客户定点、隐藏式门把手产品已于2023年3月获客户定点，将成为公司新的增长点。

图 3：隐藏式电动出风口能够实现工程与造型设计的完美融合



- ✓ 在保证原有功能的同时做减法，工程和造型设计完美融合
- ✓ 采用长条式出风，整体出风更加均匀、有效降低出风噪音
- ✓ 降低中控台垂直高度，提供宽阔的驾驶视野

资料来源：搜狐汽车，德邦研究所

下游客户资源优质，彰显公司强大竞争力。公司客户结构优质，主要客户均为行业内的头部公司，分领域来看：1) **乘用车领域。**包括奥迪、宝马、保时捷、丰田等外资品牌，吉利、长城、比亚迪等头部自主品牌，以及蔚来、小鹏、理想等头部造车新势力；2) **商用车领域。**卡车和房车座椅的主要客户有戴姆勒、MAN、帕卡、上汽集团、福田等，农业机械和建筑机械座椅主要客户有AGCO、迪尔公司、利勃海尔等，物料运输车和草坪车领域的主要客户有皇冠、现代等，轨道交通和公共汽车领域的主要客户有阿尔斯通、庞巴迪、西门子等。

图 4：公司产品矩阵覆盖乘用车+商用车两大板块

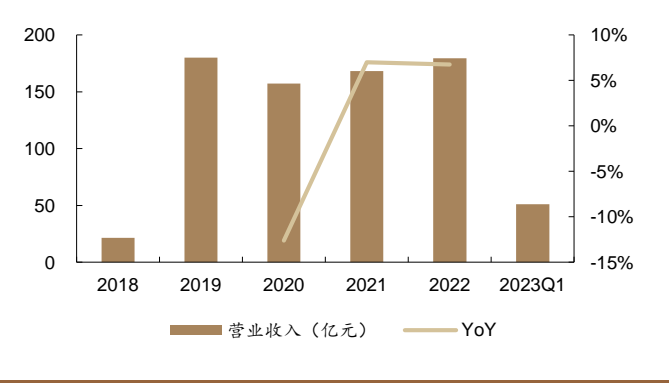


资料来源：公司公告，各公司官网，德邦研究所

1.3. 并表格拉默后收入体量跃升，整体盈利能力受到拖累

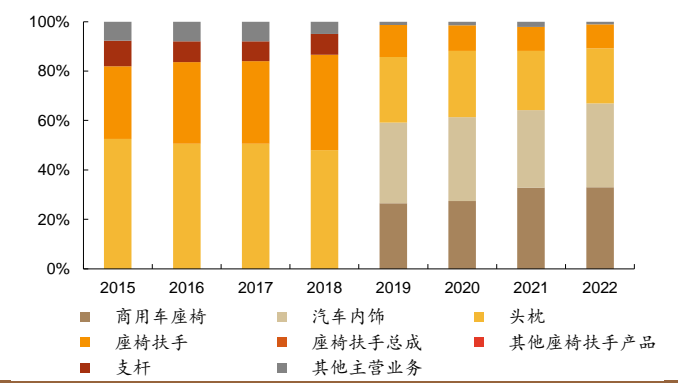
2019年并表格拉默后收入体量大幅增长，收入结构变化明显。公司2019年并表格拉默后，营业收入从2018年的21.51亿元大幅增至180.01亿元。收购格拉默前，公司收入构成以头枕、座椅扶手为主，2018年收入占比分别为46.06%、37.17%。并表格拉默后，新增商用车座椅、中控及其他内饰件两大业务领域，2019年头枕、座椅扶手、商用车座椅、中控及其他内饰件收入占比分别为26.42%、12.86%、26.40%、32.51%，收入结构变化明显。

图 5：2019 年并表格拉默后公司收入体量大幅增长



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

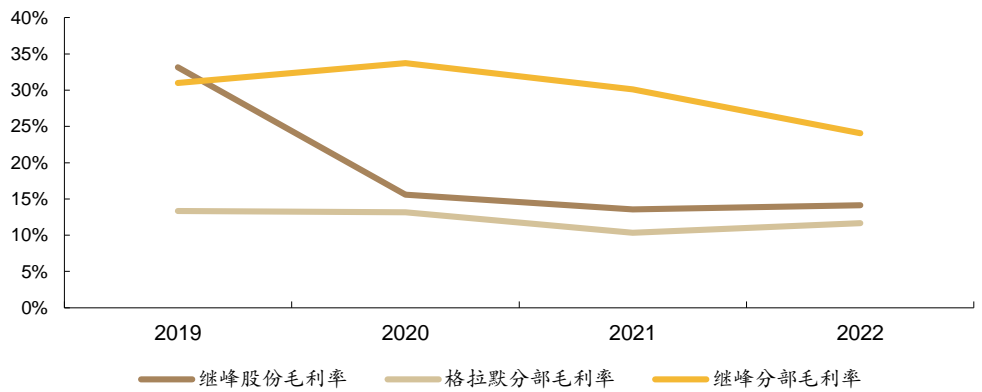
图 6：2019 年并表格拉默后公司收入结构变化明显



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

格拉默毛利率水平较低，明显拖累继峰整体盈利能力。2018年公司毛利率为33.16%，2019年并表格拉默后，毛利率降至15.58%。2019年起，公司确定了继峰、格拉默两个报告分部。2019-2021年，继峰分部毛利率保持在30%以上，2022年由于上半年产能闲置成本较高，毛利率下降至24.04%。2019-2022年，格拉默分部毛利率维持在11%左右。格拉默成本管控能力相对较差，拖累继峰整体毛利率水平。

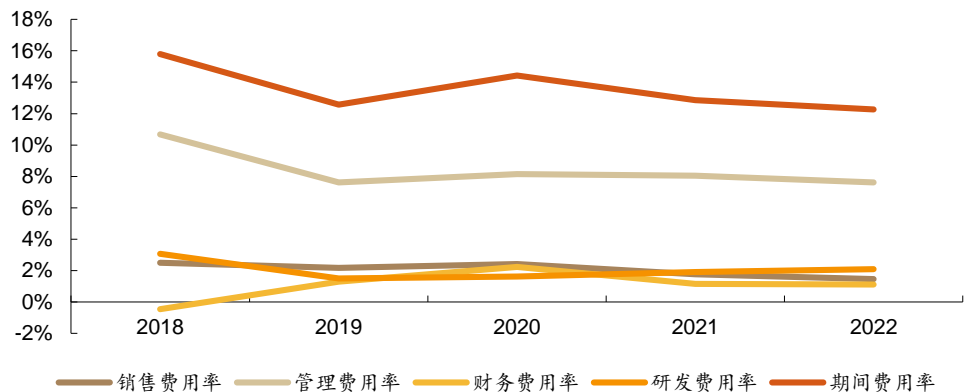
图 7：公司整体毛利率水平受到格拉默明显拖累



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

并表前后期间费用率保持稳定。2018-2022 年, 公司期间费用率整体较为稳定, 2020 年以来随着降本增效措施的落地, 整体呈下降趋势。分项来看: 1) 销售费用率。2018-2020 年在 2%左右, 2020 年以来持续下降; 2) 管理费用率。2019-2022 年稳定在 8%左右, 2018 年较高主要由于股权激励摊销、重大资产重组中介费用等所致; 3) 研发费用率。因公司围绕乘用车座椅拓展战略新兴业务, 2019 年以来呈上升趋势; 4) 财务费用率。2018 年因公司汇兑收益, 财务费用率为负, 并表格拉默后财务费用率在 1-2%左右。

图 8: 2018 年-2022 年公司期间费用率整体保持稳定

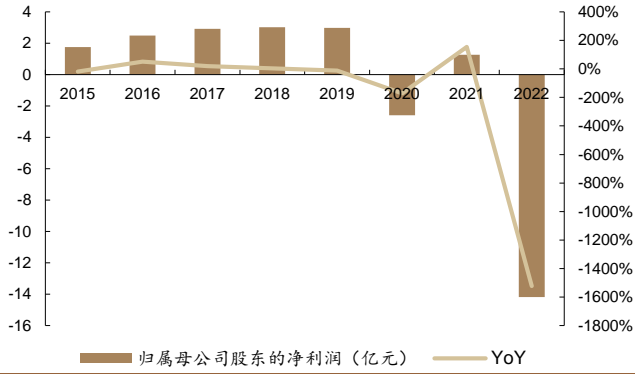


资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

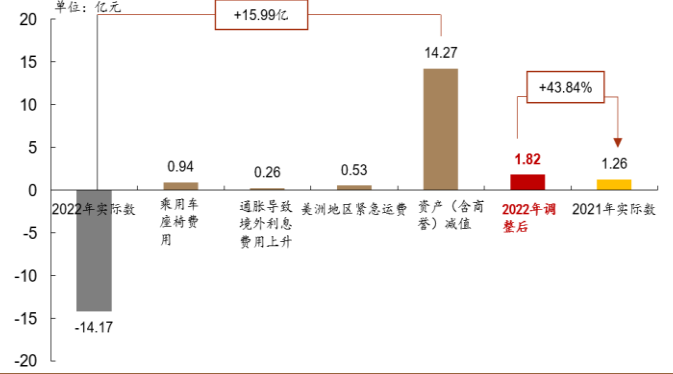
近年归母净利润波动较大, 剔除特殊事项影响后 2021、2022 年盈利能力持续改善。受新冠疫情、汽车芯片短缺等外部冲击影响, 公司 2020-2021 年归母净利润波动较大。2022 年, 受欧美地区无风险利率和贷款利率上升影响, 公司对长期资产 (含商誉) 计提减值对归母净利润的影响为-14.27 亿元。扣除特殊事项影响后, 2022 年公司实现归母净利润 1.82 亿元, 同比增长 43.84%。

图 9: 2020 年以来, 公司归母净利润波动较大

图 10: 剔除特殊事项影响后, 公司盈利能力持续改善



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

2. 乘用车座椅业务: 大市场, 大变局, 打开大空间

2.1. 大市场: 座椅是乘用车座舱核心部件, 消费升级开启千亿级别市场

座椅直接关系到用户舒适度、愉悦度与安全性, 是座舱核心部件, 单车价值量高。座椅与驾驶员、乘客的乘坐体验直接相关, 感知度高, 同时也是重要的安全部件, 在整车成本中占比为 5%。

图 11: 围绕消费属性, 座椅功能体验全面升级



资料来源: 公司公告, 延锋官网, 理想官网, 蔚来官网, 理想官方微博, 易车网, Attention To Detail, theKEEA, 魏牌官网, 德邦研究所

主机厂围绕座椅打造个性化卖点, 推动座椅消费升级。由于座椅具有极高的消费者感知度, 近年来各主机厂纷纷对座椅系统进行升级, 打造产品差异化卖点, 全方位提升驾乘体验。

表 1: 座椅已成为新车型的重要差异化卖点

主机厂	车型	上市时间	座椅图片	座椅卖点
理想	L9	2022/6/21		<ol style="list-style-type: none"> 三排全电动座椅: 六个座椅配座椅加热, 一二排座椅通风和 SPA 级按摩功能 首创四项电动腿托: 为二排右侧座椅专属配置, 提供头等舱级别体验 四座小憩模式: 第一二排四个座位均可实现躺平, 营造舒适休闲氛围

比亚迪	腾势 D9	2022/8/23		<p>1.超大七座无差别臻享空间：二排座椅采用 1080mm 超长电动滑轨，空间利用更加从容</p> <p>2.中排零感人体工学座椅：高级 NAPPA 真皮、十向电动座椅调节，支持大角度靠背调节与按摩功能</p>
小鹏	G9	2022/9/21		<p>1.超低频律动座椅：座椅可与音响实现同步律动，配合灯光可打造 5D 移动音乐厅</p> <p>2.前排：享受律动、加热、按摩，副驾配套智能美妆镜，打造女王副驾</p> <p>3.后排座椅：后排支持电动调节，匹配象鼻式大腿托，辅以加热按摩等功能</p>
吉利	极氪 001 2023 款	2023/1/1		<p>1.全车座椅进化：采用更高级的 Monaco NAPPA 头层真皮面料，配合腰部调节功能，提升乘车舒适度</p> <p>2.前排：全系标配座椅加热、通风、按摩及记忆功能，可实现电动调节</p>
长城	魏牌蓝山	2023/4/13		<p>1.女神副驾：标配零重力座椅、NAPPA 真皮、腿托、12 向电动调节、座椅迎宾、8 点按摩、通风/加热</p> <p>2.悦己主驾：标配与副驾统一标准的电调、按摩等功能</p> <p>3.第二排：配备 NAPPA 真皮座椅，拥有 10 向电动调节及最大可调 50 度靠背后倾角度，搭载了 2 档座椅按摩、3 档通风、3 档加热等诸多舒适配置</p>
蔚来	ES6 2023 款	2023/5/25		<p>1.前排座椅：标配 20 向调节，全面实现依据乘客体型、身高的个性化调节，头枕采用悬浮设计，灵活调节、支撑到位</p> <p>2.零重力暖心副驾：靠背、座垫、腿托三区全域加热，多达 22 向调节，一键零重力或舒躺姿态</p> <p>3.宽敞后排：采用宽体设计，带来 1538mm 宽敞的车内横向空间，座椅采用环绕式全软包设计，加长座垫，标配椅背电动调节</p>

资料来源：各公司官网，德邦研究所

我们基于以下核心假设，对乘用车座椅市场空间进行测算：

(1) 2023/2024/2025 年乘用车销量同比增速分别为 5%/4%/3%；

(2) 消费升级驱动乘用车座椅单车价值量提升，2023-2025 年乘用车座椅单车价值量同比增速保持在 7%。

根据测算结果，2022 年国内乘用车座椅市场空间约为 1021 亿元，2025 年预计将达 1407 亿元。

表 2：国内乘用车座椅市场空间测算

主机厂	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
乘用车销量 (万辆)	1,978	2,109	2,315	2,431	2,529	2,604
YOY		6.66%	9.77%	5%	4%	3%
乘用车座椅单车价值量 (元)	4,000	4,200	4,410	4,719	5,049	5,402

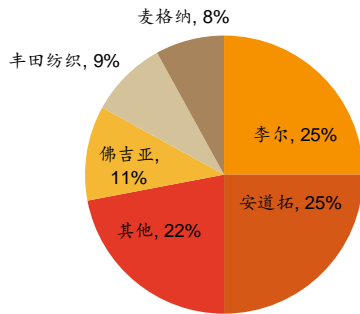
YOY		5%	5%	7%	7%	7%
乘用车座椅市场规模 (亿元)	791.20	885.78	1020.92	1147.12	1276.89	1406.80
YOY		11.99%	15.26%	12.35%	11.28%	10.21%

资料来源: Wind, 乘联会, 中研网, 德邦研究所测算

2.2. 大变局: 自主品牌借新能源东风异军突起, 下游格局变化将带来乘用车座椅产业变革

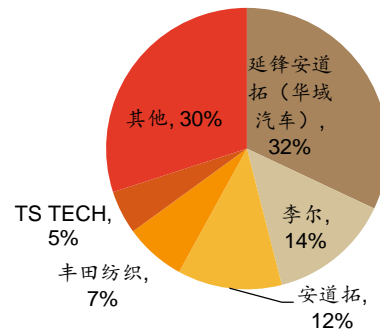
汽车座椅市场高度集中, 多家外资寡头垄断。全球汽车座椅市场主要被安道拓、李尔、佛吉亚、丰田纺织、麦格纳等外资巨头垄断, CR5 达 78%。国内汽车座椅市场的大部份份额被延锋安道拓 (华域汽车)、李尔、安道拓等外资或合资供应商占据, CR5 达 70%。

图 12: 2021 年全球汽车座椅市场 CR5 达 78%



资料来源: Marklines, 德邦研究所

图 13: 2020 年国内汽车座椅市场 CR5 达 70%



资料来源: 观研报告网, 德邦研究所

高安全性+高可靠性要求导致合资品牌更倾向选择体系内合资供应商, 供应体系粘性较强。座椅是汽车重要安全件, 产品品质直接关系到乘坐者的生命安全, 设计与制造难度大, 可靠性要求高。因此座椅供应商在通过产品质量、研发水平和安全标准认证后, 通常与主机厂保持长期配套供应关系, 合资车企更倾向于选择体系内的合资供应商。以一汽大众、上汽大众为代表的德系主机厂的汽车座椅由体系内安道拓合资厂商提供; 以一汽丰田、广汽丰田、北京现代为代表的日系、韩系主机厂偏好选择日韩独资或合资供应商, 供应体系较为封闭; 而美系主机厂座椅供应商以独家专供为主, 如上汽通用的座椅主要由延锋安道拓等厂商配套提供。

表 3: 2020 年以来各车系主机厂座椅供应商以外资或合资厂商为主

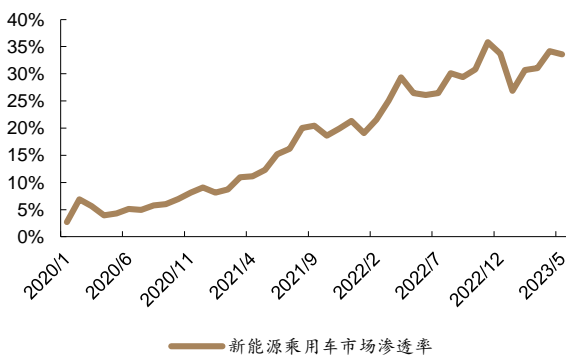
车系	主机厂	座椅供应商
德系	上汽大众	延锋安道拓
	一汽大众	长春富维安道拓
日系	一汽丰田	丰田纺织 (天津), 长春富维安道拓, 天津英泰
	广汽丰田	广州樱泰
	东风本田	东科延锋 (广州), 提爱思 (武汉), 东风李尔 (武汉)
	广汽本田	提爱思 (广州), 安道拓 (广州)
韩系	北京现代	现代坦迪斯
美系	上汽通用	延锋国际、上海李尔、延锋 (烟台)
自主	比亚迪	宁波双林, 麦格纳宏立 (江苏、合肥), 深圳佛吉亚, 东风李尔, 比亚迪
	长城	北汽李尔, 诺博汽车

长安	李尔长安 (长春、重庆), 麦格纳宏立, 安道拓 (重庆)
理想	佛吉亚 (长春、上海)
蔚来	安道拓 (重庆), 康斯伯格莫尔斯 (上海), 延锋云鹤 (合肥)
小鹏	延锋安道拓, 浙江天成, 安道拓 (重庆)

资料来源: Marklines, 德邦研究所

新能源汽车渗透率持续提升, 下游整车行业迎来大变局。国内汽车行业正在经历新旧动能转换, 新能源汽车实现爆发式增长。2020年1月至2023年5月, 新能源乘用车渗透率由2.71%提升至33.6%。从乘用车销量榜单变化来看, 2019年销量Top 10车型全是燃油车, 而2022年销量Top 3车型均为新能源汽车, 销量Top 10车型中有4款新能源汽车。消费者对新能源汽车的认知度快速提升, 新能源替代燃油已成为确定性行业趋势。

图 14: 2020 年以来, 新能源乘用车市场渗透率快速提升



资料来源: Wind, 乘联会, 德邦研究所

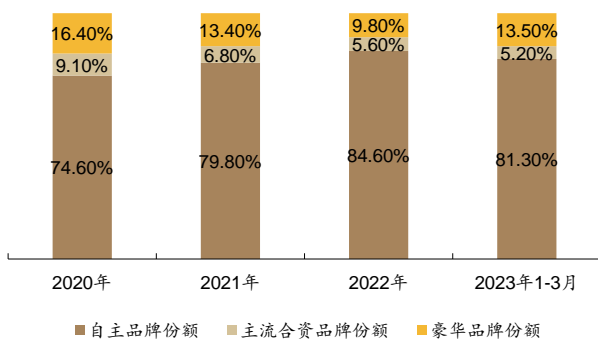
图 15: 2019 年至 2022 年乘用车市场消费者偏好发生改变

2019 年中国乘用车销量Top10 车型			2022 年中国乘用车销量Top10 车型		
品牌	车型	能源类型	品牌	车型	能源类型
大众	朗逸	汽油	五菱	五菱宏光	纯电动
哈弗	H6	汽油	特斯拉	Model Y	纯电动
五菱	五菱宏光	汽油	比亚迪	宋 DM	插电混动
日产	轩逸/新轩逸	汽油	大众	朗逸	汽油
大众	新宝来	汽油	哈弗	H6	汽油
大众	速腾	汽油	特斯拉	Model 3	纯电动
丰田	卡罗拉	汽油	长安	CS75	汽油
别克	英朗	汽油	大众	速腾	汽油
大众	全新桑塔纳	汽油	日产	轩逸/新轩逸	汽油
本田	思域	汽油	丰田	凯美瑞	汽油

资料来源: Marklines, 德邦研究所

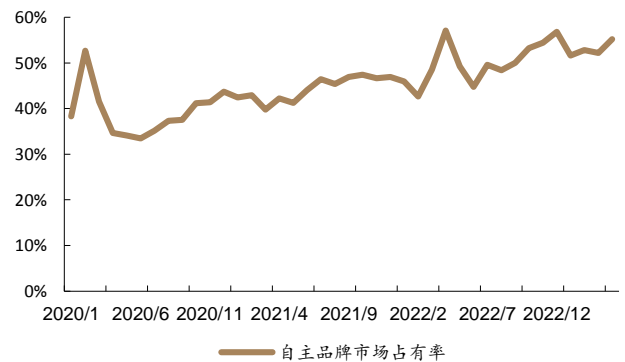
乘新能源转型东风, 自主品牌市占率持续提升。相较于主流合资品牌与豪华品牌, 自主品牌在新能源转型方面先发优势明显, 2023年一季度, 新能源汽车零售份额中, 自主品牌占81.30%, 处于绝对领先地位。受益于新能源汽车渗透率快速提升, 2020年以来自主品牌市占率也在持续提升。2022年9月以来, 自主品牌市占率稳定在50%以上。

图 16: 自主品牌新能源转型先发优势明显



资料来源: 乘联会, 德邦研究所

图 17: 2020 年以来, 自主品牌市占率稳步提升



资料来源: Wind, 中国汽车工业协会, 德邦研究所

自主新势力供应链更为开放, 注重快速响应能力, 本土座椅厂商迎来发展新机遇。与合资厂商相比, 自主品牌更注重成本控制, 供应链更为开放, 更倾向于

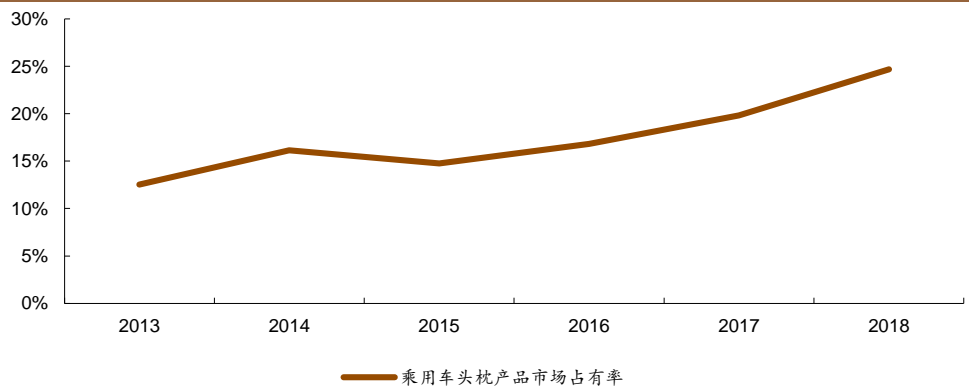
选择本土座椅零部件厂商。同时，自主新势力研发周期更短，更注重供应商的快速相应、同步设计研发能力。传统汽车厂商的汽车研发周期为 2-3 年，而为推动车型迭代、抢占市场先机，新势力的研发周期缩短为 1.5-2 年。本土座椅厂商在成本控制、快速响应等方面更具优势，有望打破原有竞争格局。

2.3. 大空间：公司极具竞争优势，乘用车座椅业务有望开启第二成长曲线

我们认为，公司乘用车座椅业务领域有以下两点差异化核心竞争优势：

1、传统业务经验与客户资源具有迁移性，产能布局覆盖全国。公司在座椅头枕、扶手领域具有长期经验和技術积累，头枕产品市场认可度高，是乘用车座椅头枕国内龙头，我们测算 2018 年市占率达 25%。公司在头枕、扶手领域传统业务经验具有一定复用性，客户资源积累也有助于乘用车座椅业务开拓。同时，继峰国内产能布局完善，可充分配合下游主机厂研发节奏。

图 18：公司是乘用车座椅头枕国内龙头，2018 年市占率预计达 25%



由于不同座椅设计不同，每辆乘用车座椅一般配置4-5个头枕，此处根据公司并购书建议单车座椅数量取均值4.5

资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所测算

2、依托格拉默技术与人才资源禀赋，进入乘用车座椅领域，商用车座椅-乘用车座椅研发经验具有复用性。格拉默是商用车座椅全球龙头，公司依托格拉默技术与人才资源禀赋，快速切入乘用车座椅领域。同时，格拉默商用车座椅系统研发实力雄厚，深刻理解客户与终端消费者产品需求，在舒适性、安全性、人体工程学、用户友好等方面具有丰富经验积累，能够赋能乘用车座椅总成研发。2023 年上海车展上，格拉默推出乘用车座椅新产品，座椅靠背可向前和向后自动翻转成平面，能够打造更宽阔的车内空间。

图 19：格拉默乘用车座椅新产品亮相 2023 年上海车展



资料来源：盖世汽车每日速递微信公众号，德邦研究所

已获多家主机厂乘用车座椅定点，从 1 到 N 未来可期。2021 年 10 月，公司获得某新势力主机厂乘用车座椅项目定点，乘用车座椅业务实现了从 0 到 1 的突破。2023 年 2 月，公司首次获得传统豪华品牌主机厂乘用车座椅项目定点，为奥迪开发、生产前后排座椅总成产品，配套 eQ5、eQ6、E6 等新能源车型。2023 年 6 月，公司获得传统燃油车乘用车座椅项目定点，成为一汽大众乘用车座椅总成供应商，配套车型为探岳。公司乘用车座椅产品竞争力强劲，客户从造车新势力向传统豪华品牌、主流合资品牌不断拓展，未来份额提升可期。

表 4：公司乘用车座椅业务客户从造车新势力向豪华品牌、主流合资品牌不断拓展

客户名称	定点项目	定点时间	量产时间	项目生命周期	预计总金额
某造车新势力品牌主机厂	新能源汽车座椅产品	2021 年 10 月	2023 年 1 月	-	-
某新能源主机厂	新能源汽车座椅总成产品	2022 年 7 月	-	-	-
某新能源主机厂	新能源汽车座椅总成项目	2022 年 11 月	2024 年 7 月	5 年	18 亿-25 亿
某新能源汽车主机厂	新能源汽车座椅总成项目	2023 年 3 月	2024 年 6 月	4 年	58 亿
奥迪汽车股份公司	新能源汽车平台型项目	2023 年 2 月	2024 年 12 月	7 年	80 亿-100 亿
一汽-大众汽车有限公司	探岳配套座椅总成项目	2023 年 6 月	2024 年 11 月	8 年	57 亿

资料来源：公司公告，德邦研究所

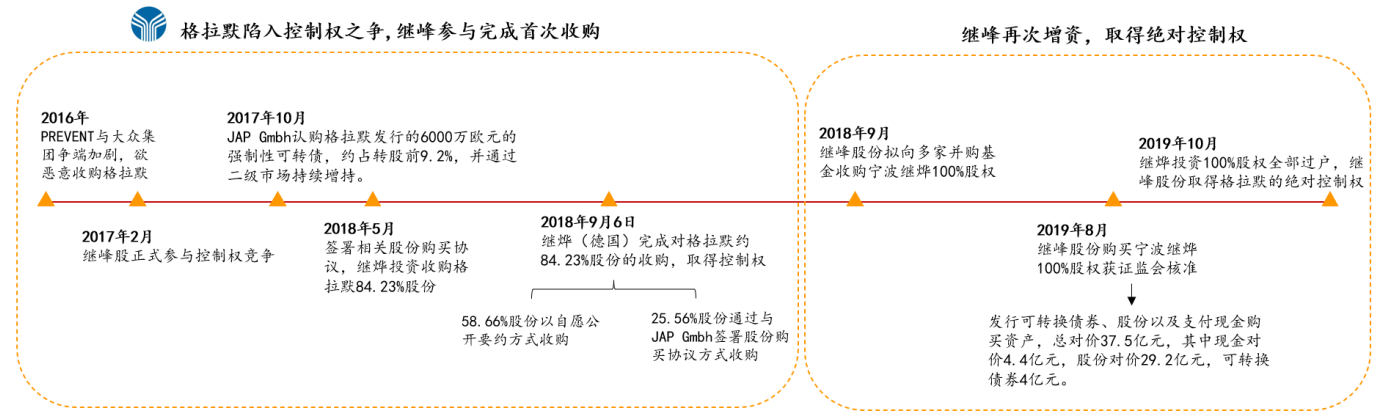
3. 并购格拉默：从整合到融合，当前开始进入效益输出阶段

3.1. 化身“白衣骑士”阻止恶意收购，强强联合携手共赢

继峰作为“白衣骑士”阻止恶意收购，与格拉默实现共赢。2016 年开始，Hastor 家族逐步持有格拉默 20% 左右股份，试图对格拉默施加重大影响。但由于 Hastor 旗下其他业务主体与大众、戴姆勒等格拉默大客户存在诉讼纠纷，若 Hastor 家族成为格拉默第一大股东，将严重影响格拉默日常经营。格拉默监事会、董事会、工会代表对继峰充分认可，邀请继峰以“白衣骑士”身份进行跨境并购，协助格拉默稳定股权结构。2017 年 2 月，JAP（由邬碧峰控制）认购格拉默发行的 6000 万欧元的强制性可转债，并在二级市场持续增持，至 2017 年 10 月累计持有格拉默 25.56% 的股份；2018 年 5 月，继峰投资（公司控股股东宁波继宏与其他投资人共同投资设立的投资主体）向格拉默发起要约收购，并与 JAP 签署股份购买协议，

收购 JAP 持有的格拉默全部股份，至 2018 年 9 月完成对格拉默 84.23% 股份的收购；2019 年 8 月，继峰股份通过发行可转换债券、股份及支付现金购买继峰投资 100% 股份事项获证监会核准，2019 年 10 月继峰投资完成过户，公司取得对格拉默的绝对控制权。

图 20：继峰历时近三年，完成对格拉默的收购

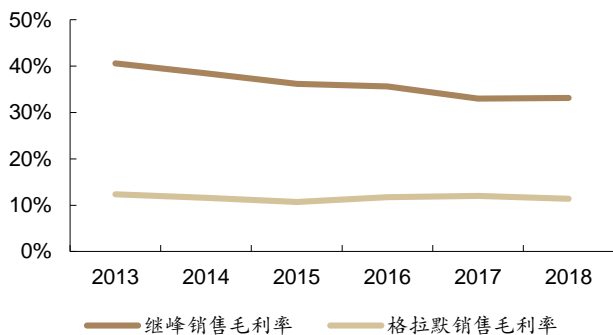


资料来源：公司公告，德邦研究所

3.2. 多措并举优化格拉默盈利能力，全方位推进整合

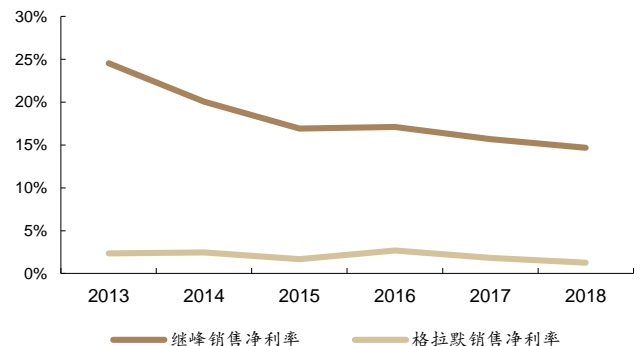
格拉默成本管控能力相对较差，与继峰本部利润率水平相差明显。继峰本部成本管控能力较强，产品生产链完整，产品自制率高，能够自行配置生产化工原料、自主设计制造部分生产模具。2013-2018年，继峰毛利率在30%以上，净利率在14%以上。格拉默的生产经营地位于海外，人力成本较高，其商用车座椅业务需满足客户的高度定制化需求，自动化生产程度较低，2013-2018年格拉默毛利率在11%左右，销售净利率在1-3%，利润水平与继峰本部存在较大差距。

图 21：2013-2018 年，格拉默毛利率水平在 11% 左右



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 22：2013-2018 年，格拉默净利率水平在 1-3% 左右



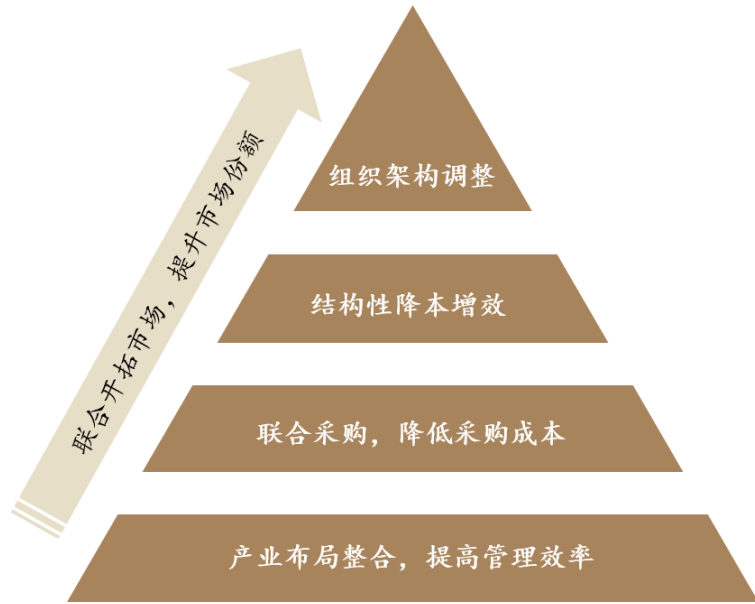
资料来源：公司公告，德邦研究所

2020 年开始，公司开始全方位推进格拉默整合：

公司 2019 年完成对格拉默的收购，更换格拉默董事会、监事会成员，2020

年开始对格拉默进行全面整合，从组织架构调整开始，自上而下，从降本增效、产业布局、协同发展等方面推进全面改革。

图 23：公司自上而下推动格拉默全面整合



资料来源：公司公告，德邦研究所

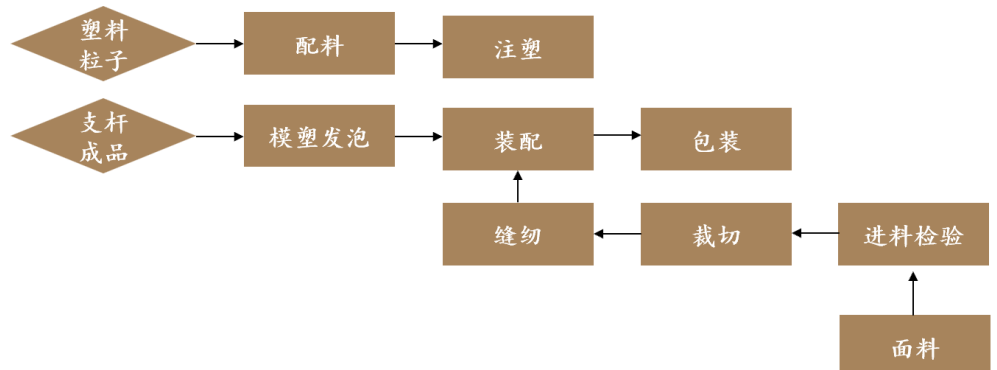
1、进行组织架构调整，成立乘用车、商用车两大业务部门。

业务部门方面，格拉默推进部门整合，原有的乘用车 4 个产品部门进行合并，形成乘用车、商用车两大业务部门，以提升沟通效率、增强业务单元协同。**经营区域方面**，格拉默从德国总部垂直管理模式，调整为格拉默成立美洲、EMEA、亚太三大独立经营区域，各区域具有高度自主权，独立进行决策、财务核算和运营，以激发各区域主观能动性。德国总部不再进行垂直管理，转而负责支持部门和区域的战略执行。

2、进行联合采购，降低采购成本。

2020 年 3 月，公司与格拉默签订联合采购协议。公司能够发挥模具、支杆、泡沫发泡料等生产资料和物料上的优势，降低双方原材料采购成本，提高双方的成本管控能力。同时，公司可将精细化管理能力对格拉默进行赋能，提高生产效率，实现从原材料采购端到产品生产端的联合降本。

图 24：座椅头枕工艺流程



资料来源：公司公告，德邦研究所

3、格拉默自身结构性降本增效。

2020 年开始，格拉默新任管理层全面推动结构性降本增效。通过降低采购成本和管理成本、优化物流和仓储、调整财务和税费结构等方式，全面提升成本管控能力。综合运用设定成本控制指标、调整工厂规模、建立配套激励机制等措施，提升下属工厂生产运营效率。

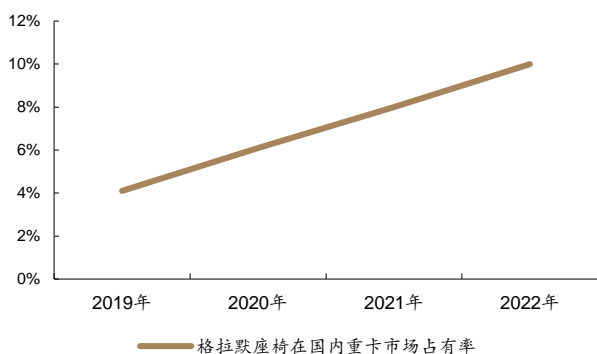
4、产业布局整合，提高管理效率。

为提高管理效率，降低生产成本，格拉默 2020 年开始进行产业布局调整，推进集团工厂整合：1) 美洲区。2020 年 1 月起，将 TMD WEK、TMD 田纳西、TMD 威斯康星和 TMD WEK 北四家工厂，整合至 TMD Inc，以提升管理效率；2) 亚太区。2020 年 7 月，将江苏工厂与宁波工厂合并，9 月将沈阳工厂与继峰沈阳工厂合并，实现产能共享。

5、联合开拓市场，提升市场份额。

乘用车领域，格拉默与继峰优势互补，相互赋能，格拉默优势在欧系、美系客户，继峰优势在自主品牌与部分德系、日系合资品牌，双方能够补足对方客户资源短板。**商用车领域**，凭借公司国内资源优势与格拉默优质产品性能，持续突破国内重卡座椅市场，2019 年以来重卡领域新增陕汽重卡、一汽解放、福田汽车、一汽青岛、沃尔沃等头部客户，格拉默国内重卡座椅市场占有率从 2019 年的 4.1% 提升至 2022 年的 10% 左右。

图 25：2022 年格拉默国内重卡座椅市占率提升至 10%



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 26：2019 年以来，格拉默持续拓展国内重卡头部客户



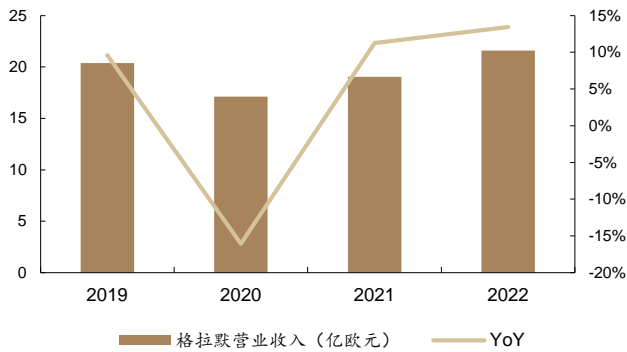
资料来源：公司公告，德邦研究所

3.3. 外部因素干扰利润端整合效果，近三个季度盈利能力持续改善

从收入端来看，并购以来格拉默亚太区收入增长明显。2019 年以来，在公司大力协助下，格拉默国内市场拓展顺利。新客户、新业务驱动下，格拉默亚太区营业收入由 2019 年的 3.13 亿欧元稳步增长至 2022 年的 4.26 亿欧元，CAGR 达 10.82%，而同期格拉默营业收入 CAGR 为 1.93%，亚太区收入增速明显高于格拉默整体水平。

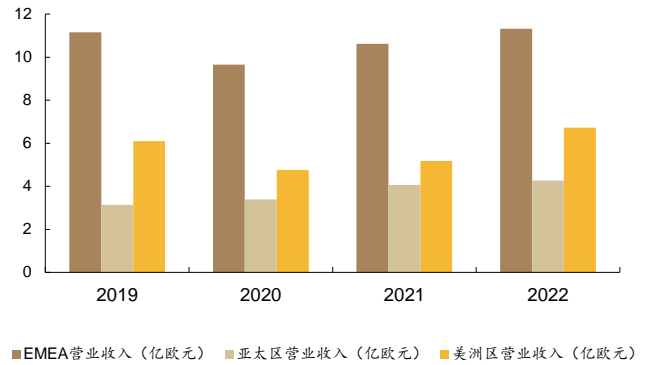
从利润端来看，外部因素冲击明显，近三个季度盈利能力持续改善。2020年

图 27：20 年格拉默收入下滑明显，21 年以来缓慢提升



资料来源：Capital IQ，德邦研究所

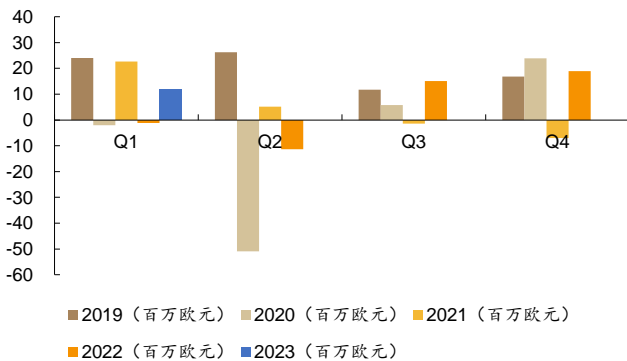
图 28：2019 年以来，格拉默亚太区营业收入持续稳步增长



资料来源：Capital IQ，德邦研究所

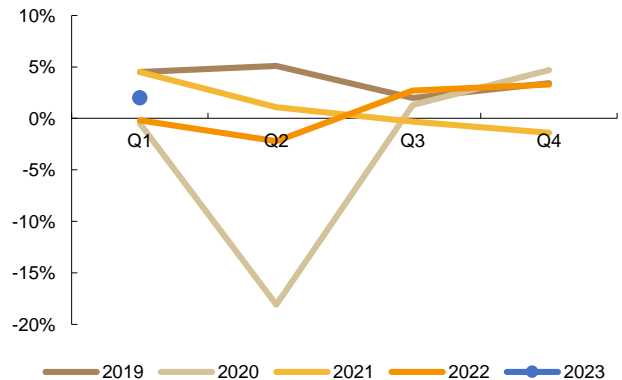
受新冠疫情冲击，全球范围停工停产，格拉默生产经营受阻，2020 年二季度 EBIT Margin 一度下滑至 -18.1%。2021-2022 上半年，在汽车芯片短缺、新冠疫情反复、原料价格上涨等多种外部因素共同作用下，格拉默 EBIT 和 EBIT Margin 表现不佳。2022 年下半年开始，随着公司产销能力得到释放，格拉默“Path to Profitability”计划效果逐步显现，格拉默盈利水平有所提升，2022 年三季度以来连续三个季度 EBIT 持续为正，但 EBIT Margin 尚未完全恢复到 2019 年同期水平。

图 29：2022 年三季度起，格拉默季度 EBIT 持续为正



资料来源：Capital IQ，德邦研究所

图 30：格拉默 EBIT Margin 尚未完全恢复到 2019 年水平



资料来源：Capital IQ，德邦研究所

3.4. 全面降本增效加速推进，利润端有望迎来释放

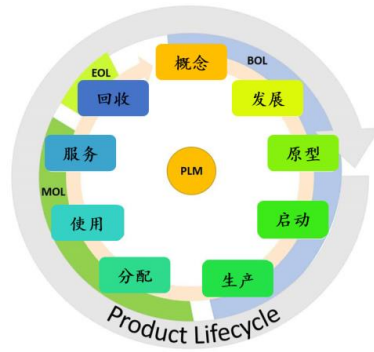
首次向格拉默总部派遣中国籍高管，降本增效计划全面加速推进。2022 年 10 月，公司任命格拉默中国区 CEO 李国强为格拉默全球 COO，是公司向格拉默派出的首位中国籍高管。2023 年，格拉默开始全面落实降本增效，进入效益输出阶段，聚焦供应链管理、VAVE、工厂效率运营三大领域，细化降本措施落地。成本管理层面，引入 VAVE 工具实现成本改善，兼顾降本与功能价值，达到消除过剩功能、优化加工方法、降低采购成本的目的，提高产品持久竞争力；效率层面，公司对全球工厂进行 PLM 数字化管理，集成概念开发、原型设计、产品生产和工艺规划等多个研发流程，针对产品全生命周期的信息管理提出解决方案，全面提升开发效率。

图 31: VAVE 工具协助成本管理

传统降本方式	VAVE
如何减少成本构成的支出	专注降低成本, 同时提高价值
如何加工、组装得更加便宜	如何用最小的成本满足功能需求
结果: 换材料、改工艺、减配置	结果: 功能与价值的提高
从单一零部件角度看问题	从系统、价值的角度看问题

资料来源: 新理财微信公众号, 德邦研究所

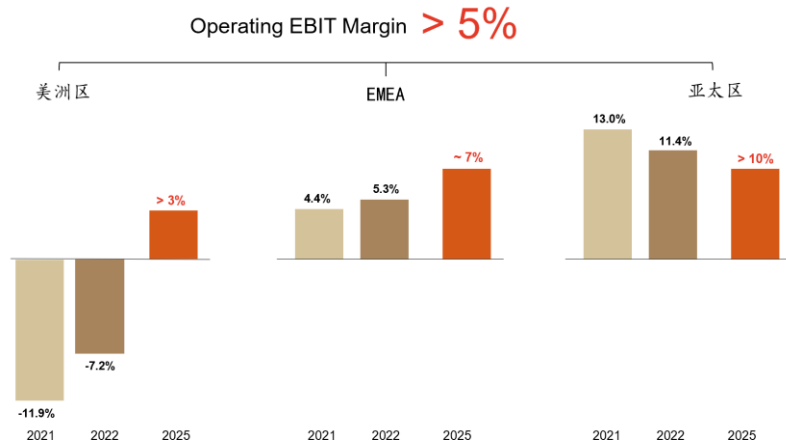
图 32: PLM 数字化管理提升研发效率



资料来源: smartsheet 网站, 德邦研究所

2025 年格拉默全球目标为 Operating EBIT Margin 提升至 5% 以上, 各经营区域利润水平持续改善: 1) 美洲区。美洲区是格拉默业绩弹性最大的经营区域, 现处于亏损状态, 2022 年 Operating EBIT Margin 为 -7.2%, 但预计未来经营持续改善, 实现大幅减亏, 美洲区 2025 年目标为 Operating EBIT Margin 提升至 3% 以上; 2) 亚太区。随着格拉默国内市场开拓加速, 亚太区业务发展稳健, 2022 年 Operating EBIT Margin 为 11.4%, 预计保持持续增长, 2025 年 Operating EBIT Margi 目标为 10%; 3) EMEA。作为格拉默营收体量最大的经营区域, 自 2021 年开始利润水平不断提升, 2022 年 Operating EBIT Margin 为 5.3%, 预计 2025 年可提升至 7%。

图 33: 2025 年格拉默全球目标为 Operating EBIT Margin 提升至 5% 以上



资料来源: 格拉默官网, 德邦研究所

4. 盈利预测与相对估值

4.1. 盈利预测

1、继峰本部

1) 头枕、扶手等业务: 公司传统主业。继峰本部是国内乘用车座椅头枕细分市场龙头, 预计公司头枕、扶手业务将继续平稳增长, 2023-2025 年营收增速保持在 9% 左右。

2) 电动出风口业务: 公司重要战略新兴业务。2021 年获大众、吉利、长城、

蔚来等客户定点，截至 2022 年报已获得在手项目超 30 个，预计未来几年将持续获得新订单，更多项目将陆续实现量产。预计收入持续快速增长，2023-2025 年营收增速为 211.11%、96.43%、36.36%。

3) 乘用车座椅业务：公司核心战略新兴业务，收入弹性最大来源。2021 年 10 月获某造车新势力主机厂座椅定点，实现从 0 到 1 的突破，2022 年以来持续获得新定点，客户从新能源主机厂向传统合资、豪华品牌不断拓展，从 1 到 N 加速推进。预计收入将高速增长，2024-2025 年营收增速为 553.13%、75.44%。

表 5：继峰本部分业务盈利预测

业务	项目	2022A	2023E	2024E	2025E
头枕、扶手等业务	收入 (亿元)	24.44	26.64	29.04	31.66
	增速	-	9.00%	9.00%	9.00%
电动出风口业务	收入 (亿元)	0.90	2.80	5.50	7.50
	增速	-	211.11%	96.43%	36.36%
乘用车座椅业务	收入 (亿元)	-	4.80	31.35	55.00
	增速	-	-	553.13%	75.44%
合计	收入 (亿元)	25.34	34.24	65.89	94.16
	增速	11.87%	35.12%	92.42%	42.89%
	毛利率 (%)	24.04%	30.05%	33.03%	33.29%

资料来源：公司公告，德邦研究所

2、格拉默

1) 欧洲区：格拉默规模最大经营区域，2022 年收入占比约 50%。格拉默是全球商用车座椅系统与乘用车内饰全球龙头，市场份额稳定。预计欧洲区收入将平稳增长，2023-2025 年营收增速为 1.5%、2%、3%。

2) 美洲区：2022 年收入占比约 30%。格拉默美洲区已建立广泛的客户覆盖，预计收入将平稳增长，2023-2025 年营收增速为 10%、8%、8%。

3) 亚太区：2022 年收入占比约 20%，格拉默重要收入增长来源。在格拉默技术竞争力与品牌影响力优势+继峰国内客户资源优势双轮驱动下，格拉默将持续拓展国内市场，预计亚太区收入将保持较快增长态势，2023-2025 年营收增速在 13%左右。

表 6：格拉默分区域盈利预测

业务	项目	2022A	2023E	2024E	2025E
欧洲区	收入 (亿元)	79.06	80.25	81.85	84.31
	增速	0.93%	1.50%	2.00%	3.00%
美洲区	收入 (亿元)	46.99	51.69	55.83	60.29
	增速	23.01%	10.00%	8.00%	8.00%
亚太区	收入 (亿元)	29.81	33.69	38.07	43.02
	增速	-0.54%	13.00%	13.00%	13.00%
合计	收入 (亿元)	155.87	165.63	175.75	187.62
	增速	6.39%	6.26%	6.11%	6.75%
	毛利率 (%)	11.38%	12.00%	13.00%	14.00%

资料来源：公司公告，德邦研究所

4.2. 相对估值

我们选取：新泉股份、岱美股份、松原股份作为可比公司。

预计公司 2023-2025 年归母净利润为 3.29、8.06、12.99 亿元，对应 PE 为 55、22、14 倍。随着乘用车座椅业务快速放量，以及格拉默利润端持续释放，公司未来两年业绩增长具有较强确定性，参考可比公司估值，首次覆盖给予“买入”评级。

表 7：相对估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
603179.SH	新泉股份	235.66	4.71	99.20	128.63	159.11	39.86	30.39	22.06	16.99
603730.SH	岱美股份	236.22	5.70	62.33	76.44	88.60	26.58	29.21	23.33	19.34
300893.SZ	松原股份	55.99	1.18	13.62	18.33	24.76	51.27	28.79	20.47	15.05
PE 平均值							39.24	29.46	21.95	17.13

资料来源：Wind 一致预期，德邦研究所（截至 7 月 25 日收盘）

5. 风险提示

乘用车销量不及预期，乘用车座椅客户拓展不及预期，格拉默整合利润释放不及预期，市场竞争加剧。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	-1.27	0.29	0.71	1.14
每股净资产	3.09	3.45	4.39	5.88
每股经营现金流	0.94	0.75	1.39	2.01
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	—	55.04	22.44	13.92
P/B	4.94	4.61	3.63	2.71
P/S	0.99	0.90	0.74	0.64
EV/EBITDA	21.04	19.22	11.61	8.00
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	13.1%	15.1%	18.5%	20.4%
净利润率	-8.1%	1.8%	3.7%	5.1%
净资产收益率	-41.0%	8.4%	16.2%	19.5%
资产回报率	-9.2%	2.0%	4.4%	6.3%
投资回报率	2.9%	5.3%	9.2%	11.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	6.7%	11.2%	20.9%	16.6%
EBIT 增长率	-24.8%	132.7%	104.7%	50.2%
净利润增长率	-1221.6%	123.2%	145.3%	61.2%
偿债能力指标				
资产负债率	75.6%	73.7%	70.1%	64.9%
流动比率	1.0	1.1	1.2	1.4
速动比率	0.6	0.7	0.8	0.9
现金比率	0.2	0.2	0.3	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	49.6	49.7	47.5	48.4
存货周转天数	41.0	40.6	39.4	39.8
总资产周转率	1.1	1.3	1.4	1.5
固定资产周转率	5.1	5.8	7.0	8.1

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	-1,417	329	806	1,299
少数股东损益	-45	37	90	144
非现金支出	2,342	535	833	984
非经营收益	191	221	254	266
营运资金变动	-18	-269	-409	-414
经营活动现金流	1,052	853	1,573	2,279
资产	-833	-499	-664	-620
投资	940	0	0	0
其他	-931	-71	-3	-5
投资活动现金流	-824	-570	-667	-624
债权募资	8	102	0	0
股权募资	1	73	0	0
其他	-407	-207	-247	-247
融资活动现金流	-398	-31	-247	-247
现金净流量	-243	269	659	1,407

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为7月25日
 资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	17,967	19,987	24,164	28,178
营业成本	15,616	16,971	19,703	22,416
毛利率%	13.1%	15.1%	18.5%	20.4%
营业税金及附加	48	54	65	76
营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	262	312	369	433
营业费用率%	1.5%	1.6%	1.5%	1.5%
管理费用	1,368	1,550	1,862	2,176
管理费用率%	7.6%	7.8%	7.7%	7.7%
研发费用	376	490	592	690
研发费用率%	2.1%	2.5%	2.5%	2.5%
EBIT	281	653	1,338	2,010
财务费用	200	224	219	205
财务费用率%	1.1%	1.1%	0.9%	0.7%
资产减值损失	-1,567	0	-260	-394
投资收益	3	-6	-3	-5
营业利润	-1,444	416	1,118	1,813
营业外收支	9	14	1	-8
利润总额	-1,435	429	1,119	1,804
EBITDA	1,047	1,189	1,911	2,599
所得税	28	64	224	361
有效所得税率%	-1.9%	15.0%	20.0%	20.0%
少数股东损益	-45	37	90	144
归属母公司所有者净利润	-1,417	329	806	1,299

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,163	1,433	2,092	3,499
应收账款及应收票据	2,712	2,964	3,605	4,195
存货	1,825	1,999	2,315	2,636
其它流动资产	1,177	1,229	1,437	1,617
流动资产合计	6,877	7,625	9,449	11,947
长期股权投资	11	11	11	11
固定资产	3,504	3,444	3,473	3,444
在建工程	434	582	742	899
无形资产	1,118	991	890	779
非流动资产合计	8,577	8,629	8,716	8,733
资产总计	15,454	16,254	18,165	20,680
短期借款	2,135	2,135	2,135	2,135
应付票据及应付账款	2,882	3,004	3,537	4,006
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,867	2,042	2,265	2,474
流动负债合计	6,884	7,181	7,937	8,614
长期借款	2,557	2,557	2,557	2,557
其它长期负债	2,237	2,240	2,240	2,240
非流动负债合计	4,794	4,797	4,797	4,797
负债总计	11,678	11,979	12,734	13,412
实收资本	1,117	1,126	1,126	1,126
普通股股东权益	3,455	3,919	4,985	6,678
少数股东权益	320	356	446	590
负债和所有者权益合计	15,454	16,254	18,165	20,680

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。