

2023年08月02日

买入（首次覆盖）

继峰股份（603997）：电动化浪潮重塑行业格局，格拉默赋能再造座椅龙头

——公司深度报告

证券分析师：

黄涵虚 S0630522060001

hhx@longone.com.cn

数据日期	2023/8/1
收盘价	15.86
总股本(万股)	113,589
流通A股/B股(万股)	111678.64/0
资产负债率(%)	74.63%
市净率(倍)	4.95
净资产收益率(加权)	1.71%
12个月内最高/最低价	17.97/10.38



投资要点：

- **座椅头枕、扶手传统龙头，乘用车座椅总成后起之秀。**公司原为国内座椅头枕、扶手细分市场龙头，2019年完成对全球商用车座椅龙头和乘用车座椅部件供应商格拉默的收购，大幅增厚收入规模。在持续推进格拉默降本增效的同时，公司布局乘用车座椅、出风口、隐藏式门把手、车载冰箱等新业务，持续完善业务的多点布局。
- **智能座舱重新定义车内空间，座椅配置提升推动行业扩容。**随着消费者对舒适性的需求提高，汽车座椅配置持续提升，座椅记忆、加热、通风、按摩等功能加速渗透。近年来在智能座舱趋势下，蔚来、理想等新势力以“第二起居室”、“舒适的家”等重新定义座舱空间，以零重力座椅为代表的高端汽车座椅实现快速发展，并从30万元级别车型进一步下探至20万元级别车型。汽车座椅配置的提升将持续推动行业扩容。
- **把握国产替代机遇，乘用车座椅新业务放量在即。**国内汽车座椅总成市场由延锋、李尔、安道拓、丰田纺织、TS Tech等占据主要份额，新势力车型迭代较快，采购体系更加开放，公司具备响应速度和成本把控能力等优势，格拉默则具备多年的品牌积累，使公司在电动化浪潮中成功把握国产替代机遇，收获来自新势力的首个定点突破，并逐步突破合资品牌和高端市场。公司在手订单中，首个定点项目已于6月正式量产，业绩弹性将逐步释放。
- **横向拓展出风口等新品类，完善智能座舱领域布局。**公司已开拓隐藏式出风口、隐藏式门把手、车载冰箱等新业务，截至2023年6月，公司已获得大众、吉利、长城等客户在汽车出风口的定点，在手项目超30个；隐藏式门把手、车载冰箱产品已获得定点。
- **商用车减振座椅全球领导者，国内市场占有率稳步提升。**格拉默多年深耕商用车减振座椅，在海外市场优势显著。近年来国内主机厂集中发力高端市场，面向高效干线物流市场推出包括解放JH6/J7/鹰途、德龙X3000/X5000/X6000、欧曼银河等高端车型，具备通风、加热、可调座深等功能的减振座椅逐步成为标准配置。格拉默与解放、陕汽等国内头部品牌成立合资公司，并为福田戴姆勒、徐工等进行配套，有望持续受益国内重卡高端化趋势。
- **盈利预测：**预计2023-2025年公司实现归母净利润3.89亿元、6.94亿元、11.22亿元，同比+127%、+79%、+62%，对应EPS为0.34元、0.61元、0.99元，按照2023年8月1日收盘价计算，对应PE为46X、26X、16X。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**汇率波动的风险、盈利改善不及预期的风险、新业务拓展不及预期的风险等。

盈利预测与估值简表

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万元)	15733	16832	17967	20038	22353	27087
同比增速(%)	-13%	7%	7%	12%	12%	21%
归母净利润(百万元)	-258	126	-1417	389	694	1122
同比增速(%)	-187%	149%	-1222%	127%	79%	62%
毛利率(%)	14%	14%	13%	14%	15%	15%
每股盈利(元)	-0.23	0.11	-1.25	0.34	0.61	0.99
ROE(%)	-6%	3%	-41%	10%	15%	20%
PE(倍)	-70	143	-13	46	26	16

资料来源：同花顺，东海证券研究所，股价截至2023年8月1日

正文目录

1. 座椅头枕、扶手传统龙头，乘用车座椅总成后起之秀	5
1.1. 座椅头枕、扶手起家，整合格拉默、切入乘用车座椅业务	5
1.2. 家族企业，股权结构清晰	6
1.3. 格拉默三大区域全面回暖，盈利持续改善	7
2. 把握国产替代机遇，乘用车座椅业务放量在即.....	10
2.1. 新业务屡获定点突破，站稳中高端乘用车座椅总成市场	10
2.2. 电动化浪潮重塑行业格局，行业迎来国产替代良机	12
2.3. 智能座舱重新定义车内空间，座椅配置提升推动行业扩容	16
2.3.1. 座椅舒适性需求提升，记忆、加热、通风、按摩等功能加速渗透	16
2.3.2. 打造“第二起居室”，零重力座椅下探至 20 万元以内车型.....	18
3. 横向拓展新品类，完善智能座舱领域布局.....	21
3.1. 乘用车内饰行业地位稳固，推动智能化升级提高附加值.....	21
3.2. 新产品相继获得定点突破，有望成为全新增长点	22
3.2.1. 特斯拉引领极简主义风格，隐藏式出风口、隐藏式门把手逐步普及	23
3.2.2. 出行场景多样化，车载冰箱实现百万级配置下探	25
4. 商用车减振座椅全球领导者，国内市场占有率稳步提升	26
4.1. 商用车座椅百年企业，欧洲市场优势显著	26
4.2. 国内重卡企业集中发力干线物流市场，高端座椅需求向好	28
4.3. 深度合作解放、陕汽等头部主机厂，市占率稳步提升	32
5. 盈利预测	34
6. 风险提示	35

图表目录

图 1 公司发展历程.....	5
图 2 公司股权结构（2022 年 12 月 31 日）.....	6
图 3 2019-2022 年公司营收（亿元）.....	7
图 4 2019-2022 年格拉默营收（亿欧元）.....	7
图 5 2020-2022 年公司单季度营收（亿元）.....	7
图 6 2020-2022 年格拉默单季度营收（亿欧元）.....	7
图 7 2019-2022 年公司归母净利润（亿元）.....	8
图 8 2020-2022 年格拉默经营性息税前利润（亿欧元）.....	8
图 9 2020-2023Q1 格拉默单季度息税前利润率（%）.....	8
图 10 2020-2023Q1 格拉默经营性息税前利润率（%）.....	8
图 11 2019-2023Q1 公司综合毛利率（%）.....	8
图 12 2019-2022 年公司各项业务毛利率（%）.....	8
图 13 2019-2022 年公司各项业务营收占比（%）.....	9
图 14 2019-2022 年公司各项业务毛利占比（%）.....	9
图 15 2019-2023Q1 公司期间费用率（%）.....	9
图 16 2019-2023Q1 公司各项期间费用率（%）.....	9
图 17 公司乘用车座椅总成产品.....	10
图 18 继峰座椅合肥工厂投产仪式.....	11
图 19 2015-2022 年各厂商汽车座椅业务营收（亿元）.....	12
图 20 2015-2023 年日本厂商汽车座椅业务营收（亿元）.....	13
图 21 汽车座椅生产工序.....	14
图 22 国内汽车座椅市场竞争格局（%）.....	15
图 23 蔚来全新 ES6 的 Ultra-Fit 舒适座椅.....	17
图 24 理想 L9 座椅按摩系统.....	17
图 25 2017-2023 年座椅功能渗透率（%）.....	17
图 26 蔚来“第二起居室”设计理念.....	18
图 27 理想“舒适的家”设计理念.....	18
图 28 日产天籁零重力座椅.....	18
图 29 日产天籁零重力座椅中的 SLAB 结构.....	18
图 30 蔚来全新 ES6 的“第二代女王副驾”.....	19
图 31 麦格纳零重力座椅.....	20
图 32 延锋零压座椅 Hover Seat.....	20
图 33 电动长滑轨.....	20
图 34 李尔百变座舱 ConfigurE+.....	20
图 35 2002-2022 年格拉默乘用车内饰业务营收（亿欧元）.....	21
图 36 2022 年格拉默乘用车内饰业务营收区域分布（%）.....	21
图 37 格拉默与哈曼合作研制的音乐头枕.....	22
图 38 格拉默滑动控制台.....	22
图 39 格拉默在上海车展展出的电动出风口产品.....	22
图 40 特斯拉 Model S 隐藏式出风口、触摸屏.....	23
图 41 蔚来 ET7 隐藏式门把手.....	24
图 42 蔚来 ES8 智能车载冰箱.....	25
图 43 极氪 X 三重控温中岛冰箱.....	25
图 44 格拉默商用车座椅业务发展历程.....	26
图 45 2002-2022 年格拉默商用车座椅业务营收（亿欧元）.....	26
图 46 2022 年格拉默商用车座椅业务营收区域分布（%）.....	26

图 47 格拉默 RoadTiger 座椅.....	27
图 48 2007-2022 年中国重卡销量（万辆）	28
图 49 2007-2022 年欧洲重型商用车注册量（万辆）	28
图 50 2010-2022 年北美 class 8 重卡销量（万辆）	28
图 51 2007-2022 年美国 class 8 重卡销量（万辆）	28
图 52 2019-2023 年国内重卡单月销量（万辆）	29
图 53 2023 年上半年主要车企重卡销量（万辆）	29
图 54 2015-2023 年货车单月出口数量（万辆）	30
图 55 2017-2022 年主要重卡企业出口销量（万辆）	30
图 56 2005-2022 年重卡销量结构（%）	30
图 57 2020-2022 年牵引车马力（%）	30
图 58 一汽解放鹰途.....	31
图 59 格拉默为一汽解放配套的主驾座椅	31
图 60 2017-2023 年重卡企业市场占有率（%）	32
图 61 格拉默商用车座椅产品	33
表 1 公司产品类型.....	6
表 2 公司公告的乘用车座椅总成项目定点	10
表 3 2023 年定增募投项目	11
表 4 汽车座椅生产商垂直整合能力	14
表 5 座椅厂商收购情况	14
表 6 蔚来部分车型座椅配置	16
表 7 理想车型座椅配置	16
表 8 配备零重力座椅的车型情况.....	19
表 9 配置隐藏式出风口的车型	23
表 10 配置隐藏式门把手的车型	24
表 11 2021 年以来配置车载冰箱的新车型	25
表 12 宁波、杭州国四重型柴油货车提前淘汰奖励标准（万元/辆）	29
表 13 一汽解放重卡座椅配置	31
表 14 格拉默、伊思灵华泰配套车型	33
表 15 分业务收入预测	34
表 16 盈利预测结果.....	35
附录：三大报表预测值	36

1.座椅头枕、扶手传统龙头，乘用车座椅总成后起之秀

1.1.座椅头枕、扶手起家，整合格拉默、切入乘用车座椅业务

座椅头枕、扶手起家 (1996-2017): 公司成立于 1996 年, 前身为岱山继峰汽车内饰件厂。2007 年、2010 年公司成为奥迪供应商和一汽大众 A 级供应商, 受益于一汽大众零部件供应体系的开放, 公司逐步成为一汽大众最大的座椅头枕配套供应商。经多年发展, 公司成为国内座椅头枕、扶手细分市场龙头, 产品最终配套于一汽大众、东风日产、一汽轿车、神龙汽车等品牌车型。海外市场, 2014 年公司在德国和捷克设立子公司, 2015 年、2016 年相继获得德国奥迪、德国大众的实验室检测资质; 2017 年德国继峰成功进入宝马的全球供应体系, 并获得大众、捷豹路虎等客户订单, 持续进行海外拓展。

收购整合全球商用车座椅龙头格拉默 (2017-2021): 2017 年公司与格拉默签署谅解备忘录, 2018 年继峰贸易收购格拉默多数股权, 2019 年公司通过收购继峰贸易完成对格拉默的收购。格拉默是全球商用车座椅总成和乘用车座椅零部件供应商, 收购后公司形成乘用车和商用车两大业务布局, 由于格拉默占公司营收达到 85% 以上, 公司的业务规模实现了大幅度的提升。同时, 公司持续推进降本增效措施, 致力于提升格拉默盈利水平, 2019 年更换了格拉默的监事会和董事会成员, 2020 年开始从组织架构调整、降本增效、客户和产品协同、研发和技术协同, 全方位进入整合阶段。



开拓乘用车座椅新业务 (2021-): 近年来, 一方面, 公司继续整合格拉默资源, 2021 年进行格拉默在中国的新产能布局, 2022 年任命首位中国籍高管担任格拉默全球 COO, 更换美洲区管理层并实行“P2P 计划”。另一方面, 公司开拓乘用车座椅总成新业务, 并取得来自国内新能源主机厂、奥迪、大众的多项定点突破, 并相继开拓隐藏式电动出风口、隐藏式门把手、车载冰箱等产品类型, 迈入新的发展阶段。

图1 公司发展历程



资料来源: 公司网站、公司公告, 东海证券研究所

表1 公司产品类型

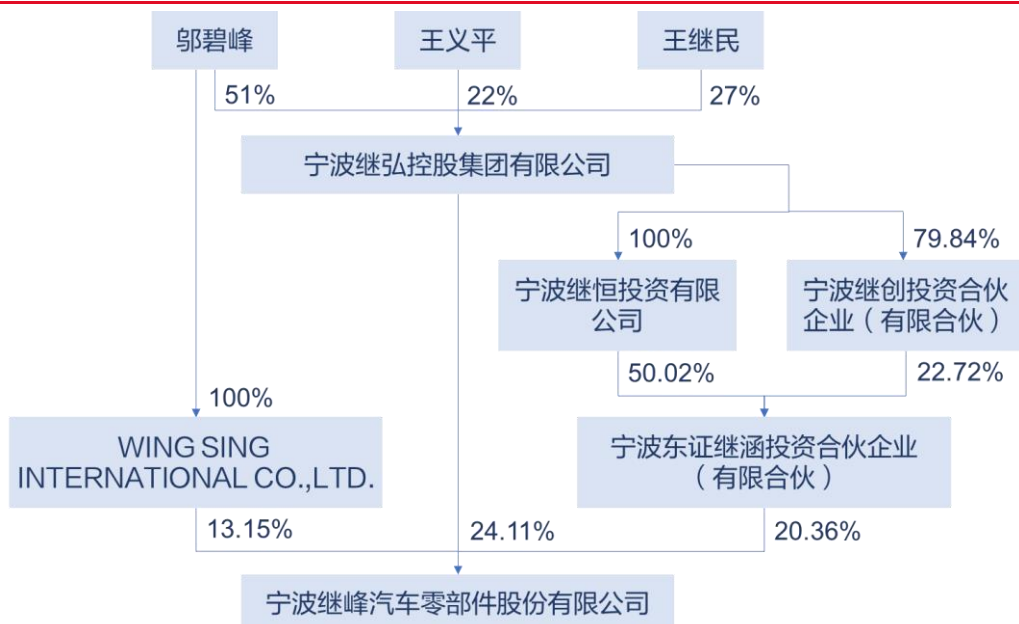
产品分类	图示	产品类型	应用领域	主要客户
乘用车座椅、内饰件产品及解决方案		座椅、头枕、扶手、中控系统、隐藏式电动出风口、内饰部件、操作系统及创新性的热塑解决方案	乘用车	国外厂商：奥迪、宝马、菲亚特克莱斯勒、戴姆勒、捷豹路虎、保时捷、大众、斯柯达、沃尔沃、通用、福特、凯迪拉克、特斯拉、本田、丰田、日产等； 国内厂商：一汽、上汽、东风、长城、红旗、比亚迪、吉利汽车、小鹏、蔚来、理想等
商用车座椅系统及解决方案		卡车座椅、非道路车辆座椅部件、火车及公共汽车座椅部件、游艇座椅部件、航空座椅部件	卡车、房车 农业机械、建筑机械 物料运输车、草坪车 轨道交通、公共汽车	戴姆勒、福特卡车、MAN、帕卡、上汽集团、陕汽、陕汽商用、一汽解放、一汽青岛、福田等 AGCO、卡特彼勒、CLAAS、CNH、迪尔公司、久保田、利勃海尔等 皇冠、现代、永恒力、凯傲、曼尼通、丰田等 阿尔斯通、庞巴迪、大宇、德国联邦铁路、西门子、斯塔德勒等

资料来源：公司公告，东海证券研究所

1.2.家族企业，股权结构清晰

公司控股股东为宁波继弘控股集团有限公司，实际控制人为王义平（董事长、董事）、邬碧峰（副董事长、董事）及王继民（董事），其中王继民为王义平、邬碧峰夫妇之子。三位实际控制人通过宁波继弘控股集团有限公司、宁波东证继涵投资合伙企业（有限合伙）、WING SING INTERNATIONAL CO., LTD 等间接持有公司股权。

图2 公司股权结构（2022年12月31日）

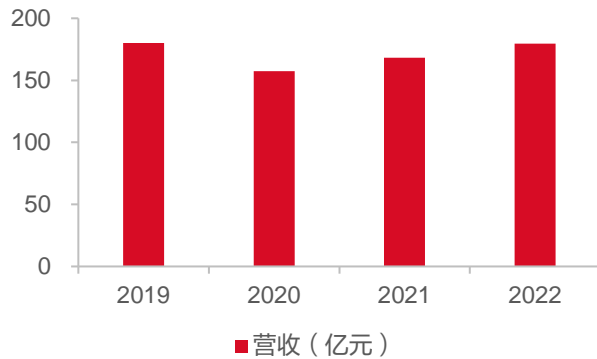


资料来源：公司公告，东海证券研究所

1.3. 格拉默三大区域全面回暖，盈利持续改善

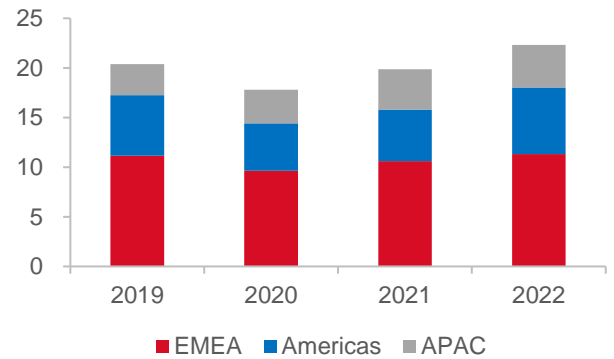
三大区域全面回暖，格拉默营收持续改善。2019-2022 年公司分别实现营收 180.01 亿元、157.33 亿元、168.32 亿元、179.67 亿元，格拉默实现营收 20.39 亿欧元、17.11 亿欧元、19.03 亿欧元、21.59 亿欧元，随着全球汽车产业逐步走出疫情、缺芯等因素影响，格拉默营收持续改善。2023Q1 公司收入端延续改善趋势，实现营收 51.11 亿元，同比+22%，格拉默实现营收 5.89 亿欧元，同比+14%。分区域来看，格拉默欧洲区、美洲区、亚太区分别实现营收 3.29 亿欧元、1.60 亿欧元、1.17 亿欧元，同比+13%、+4%、+32%，受益于国内商用车市场的回暖，亚太区营收增长显著。

图3 2019-2022 年公司营收（亿元）



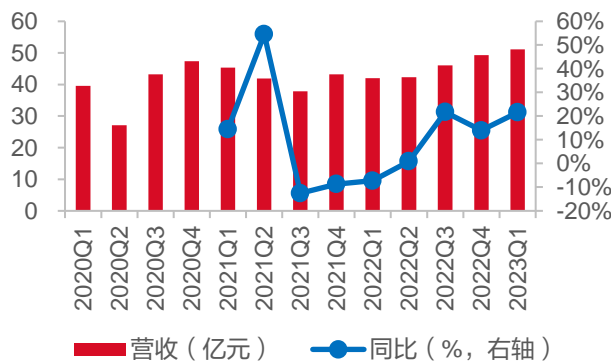
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图4 2019-2022 年格拉默营收（亿欧元）



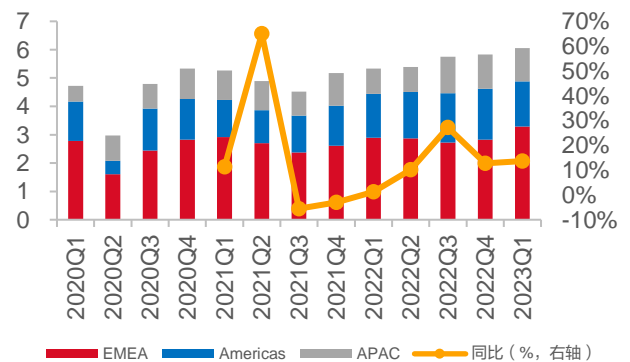
资料来源：格拉默财报，东海证券研究所

图5 2020-2022 年公司单季度营收（亿元）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

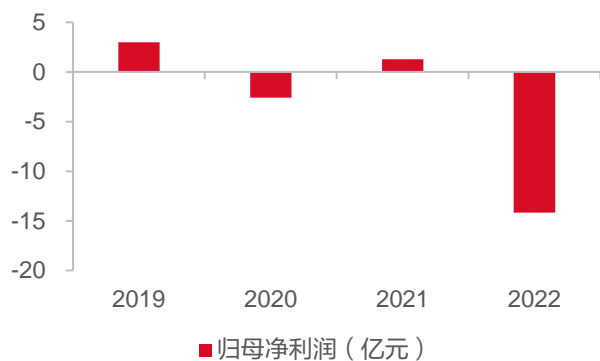
图6 2020-2022 年格拉默单季度营收（亿欧元）



资料来源：格拉默财报，东海证券研究所

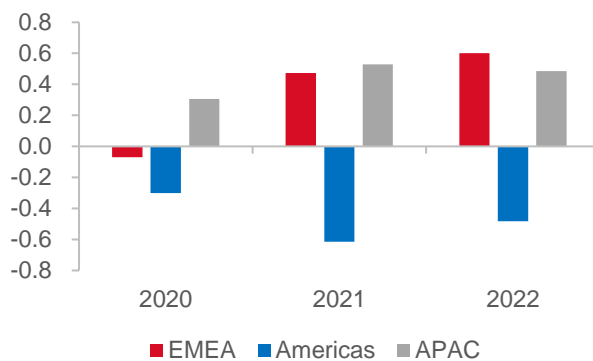
格拉默欧洲区、亚太区盈利增长，美洲区减亏。2019-2022 年公司分别实现归母净利润 2.98 亿元、-2.58 亿元、1.26 亿元、-14.17 亿元。2022 年欧美央行持续加息导致无风险利率和贷款利率上升，公司对长期资产计提减值，影响归母净利润-14.27 亿元，导致业绩亏损；扣除特殊事项影响后公司实现息税前利润 5.75 亿元。2023Q1 公司实现归母净利润 0.60 亿元，格拉默实现息税前利润 0.12 亿欧元、经营性息税前利润 0.14 亿欧元，去年同期为-0.01 亿欧元、-0.03 亿欧元。分区域来看，格拉默欧洲区、美洲区、亚太区经营性息税前利润分别为 0.17 亿欧元、-0.09 亿欧元、0.12 亿欧元，去年同期为 0.12 亿欧元、-0.17 亿欧元、0.07 亿欧元，欧洲区和亚太区盈利改善，美洲区在实行“P2P”计划后持续减亏。

图7 2019-2022 年公司归母净利润 (亿元)



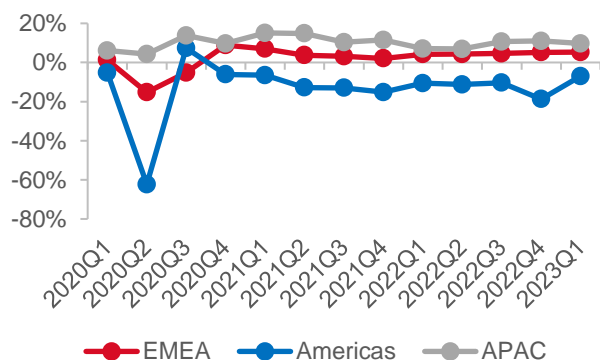
资料来源: 同花顺, 东海证券研究所

图8 2020-2022 年格拉默经营性息税前利润 (亿欧元)



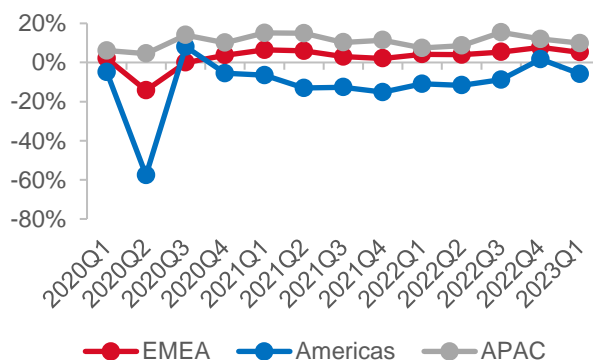
资料来源: 格拉默财报, 东海证券研究所

图9 2020-2023Q1 格拉默单季度息税前利润率 (%)



资料来源: 格拉默财报, 东海证券研究所

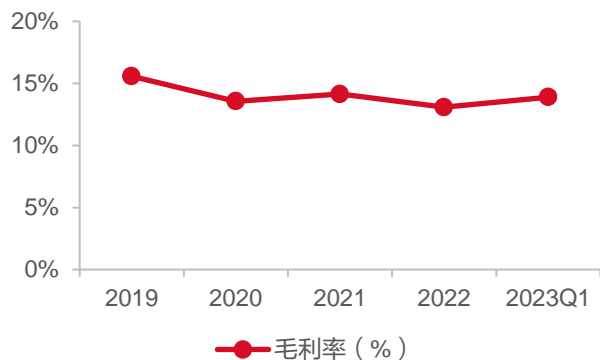
图10 2020-2023Q1 格拉默经营性息税前利润率 (%)



资料来源: 格拉默财报, 东海证券研究所

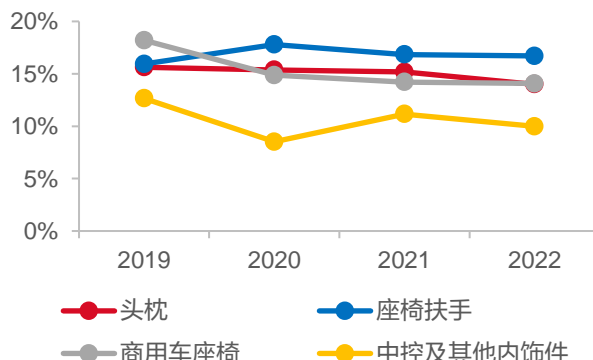
毛利率同比回升。2019-2022 年公司毛利率为 15.58%、13.57%、14.14%、13.09%，2022 年原材料价格上涨等因素导致毛利率小幅下降，各项业务中头枕、座椅扶手、中控及其他内饰件、商用车座椅毛利率分别为 13.99%、16.70%、9.98%、14.08%，同比-1.18pct、-0.13pct、-1.18pct、-0.13pct。2023Q1 公司毛利率为 13.89%，同比+1.70pct。

图11 2019-2023Q1 公司综合毛利率 (%)



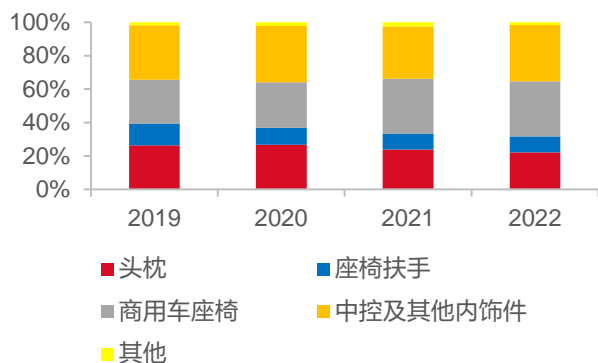
资料来源: 同花顺, 东海证券研究所

图12 2019-2022 年公司各项业务毛利率 (%)



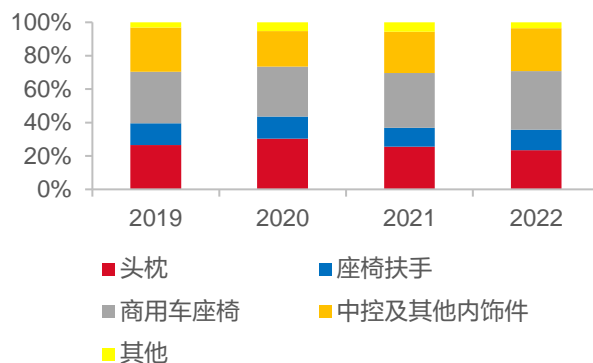
资料来源: 同花顺, 东海证券研究所

图13 2019-2022 年公司各项业务营收占比 (%)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

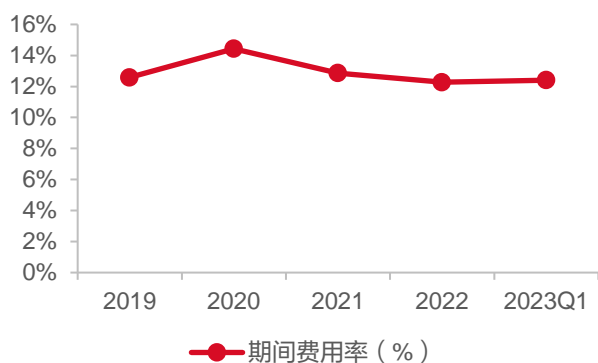
图14 2019-2022 年公司各项业务毛利占比 (%)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

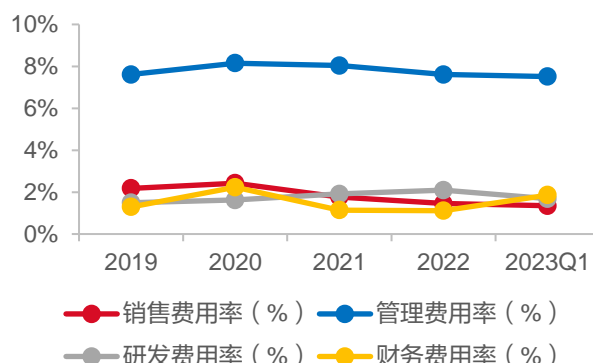
费用管控良好，期间费用率保持平稳。2019-2022 年公司期间费用率分别为 12.58%、14.43%、12.86%、12.28%，2022 年各项期间费用中，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比-0.31pct、-0.43pct、-0.03pct，研发费用率同比+0.19pct。公司对乘用车座椅等业务持续加大研发投入，研发费用率呈上升趋势。2023 年一季度公司期间费用率为 12.40%，同比-0.56pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率分别同比-0.05pct、-0.74pct、-0.15pct，财务费用率同比+0.38pct。

图15 2019-2023Q1 公司期间费用率 (%)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图16 2019-2023Q1 公司各项期间费用率 (%)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

2.把握国产替代机遇，乘用车座椅新业务放量在即

2.1.新业务屡获定点突破，站稳中高端乘用车座椅总成市场

乘用车座椅业务实现从 0 到 1 突破，先后获得新势力、奥迪、大众等客户定点。2021 年公司获得来自新势力主机厂的首个项目定点，项目已于今年 6 月正式量产；2022 年公司再获新能源汽车主机厂的两个定点。今年公司乘用车座椅总成业务拓展再获突破，2 月格拉默（上海）获得奥迪定点，项目将为奥迪 PPE 平台纯电动车型 eQ5、eQ6、E6 等配套，预计生命周期总金额 80-100 亿元，将于 2024 年 12 月投产；3 月公司获得某新能源汽车主机厂定点，预计生命周期总金额 58 亿元，将于 2024 年 6 月投产；6 月格拉默（哈尔滨）获得一汽大众定点，项目将为探岳配套，预计生命周期总金额 57 亿元，将于 2024 年 11 月投产。今年以来，公司在前期国内新能源汽车主机厂的基础上进一步突破高端合资车企新能源汽车项目和合资燃油车项目，公司在乘用车座椅总成领域的实力再获认可。

表2 公司公告的乘用车座椅总成项目定点

公告时间	公司名称	客户名称	预计量产时间	项目生命周期	预计生命周期总金额
2023 年 6 月	格拉默（哈尔滨）	一汽大众	2024 年 11 月	8 年	57 亿元
2023 年 3 月	公司	某新能源汽车主机厂	2024 年 6 月	4 年	58 亿元
2023 年 2 月	格拉默（上海）	奥迪	2024 年 12 月	7 年	80-100 亿元
2022 年 11 月	公司	某新能源汽车主机厂	2024 年 7 月	5 年	18-25 亿元
2022 年 7 月	公司	某新能源汽车主机厂			
2021 年 10 月	公司	某造车新势力品牌主机厂	已量产		

资料来源：公司公告，东海证券研究所

图17 公司乘用车座椅总成产品



资料来源：合肥继峰座椅公众号，东海证券研究所

完善全国产能布局、实现就近配套，保障对客户的快速响应。2021 年以来公司在合肥、长春、天津等地建设乘用车座椅产能，今年公司定增募投项目“合肥汽车内饰件生产基地项目”拟在合肥新增 60 万套乘用车座椅产能（已于 2021 年 9 月开始建设）、“长春汽车座椅头枕、扶手及内饰件项目”拟在长春新增 20 万套乘用车座椅产能。其中合肥附近拥有江淮、蔚来、大众安徽、比亚迪、长安、安凯等多家主机厂，有助于加深与本地主机厂的合作，长春则是奥迪新能源整车工厂所在地，投产后将用于 PPE 平台车型的生产。另据天津经开区公众号，今年 5 月格拉默车辆部件（天津）有限公司乘用车座椅项目落地天津，由格拉默与一汽哈轻共同投资建设高端乘用车座椅智能化生产线，为一汽大众相关车型配套。

拟新建研发汽车座椅实验及研发中心，提升乘用车座椅研发能力。2023 年公司募投项目之一的“宁波北仑年产 1000 万套汽车出风口研发制造项目”拟新建汽车座椅实验及研发中心，主要研发内容包括自适应座椅、零重力座椅、座椅小机构件、后排骨架平台等。

表3 2023 年定增募投项目

项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金额 (万元)	实施主体	年生产规模	建设期
合肥汽车内饰件生产基地项目	70,617.69	32,000.00	继峰座椅（合肥）有限公司	60 万套乘用车座椅	60 个月，2021 年 9 月开始建设
长春汽车座椅头枕、扶手及内饰件项目	39,515.23	30,000.00	长春继峰汽车零部件有限公司	20 万套乘用车座椅； 120 万套汽车内饰功能件	36 个月
宁波北仑年产 1,000 万套汽车出风口研发制造项目	76,181.68	65,000.00	宁波继峰汽车零部件股份有限公司	1000 万套汽车出风口	24 个月
补充流动资金	54,000.00	54,000.00			
合计	240,314.61	181,000.00			

资料来源：公司公告，东海证券研究所

图18 继峰座椅合肥工厂投产仪式



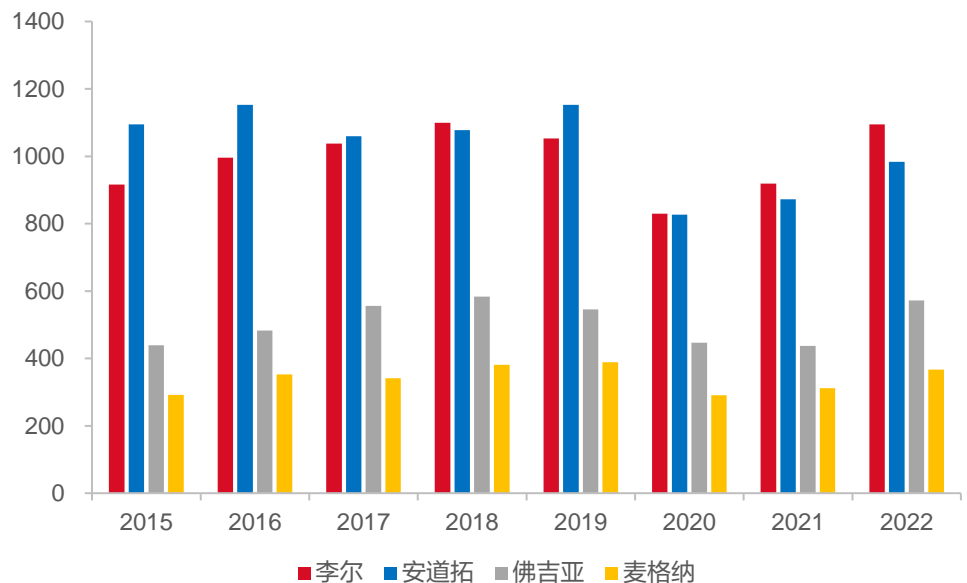
资料来源：合肥继峰座椅公众号，东海证券研究所

2.2.电动化浪潮重塑行业格局，行业迎来国产替代良机

李尔、安道拓、佛吉亚、麦格纳等欧美供应商在全球市场优势领先。其中李尔、安道拓、麦格纳总部均位于北美，佛吉亚总部位于欧洲。据各公司财报及网站公开数据，李尔的全球市占率达到 25%，豪华车细分市场的市占率达到 45%，主要配套于通用、奔驰、宝马、大众、Stellantis 等主机厂；安道拓前身为江森自控的汽车座椅部门，2016 年完成分拆，主要客户包括宝马、奔驰、福特、通用、本田等；麦格纳主要配套于福特、通用、宝马等品牌；佛吉亚的主要客户包括大众、Stellantis、福特等，并在骨架、机构件等金属件产品领域具备较强优势。从收入规模来看，2022 年李尔、麦格纳座椅业务营收分别为 157.1 亿美元、52.7 亿美元；佛吉亚座椅业务营收为 77.0 亿欧元；截至 2022 年 9 月 30 日的 2022 财年，安道拓营收为 141.2 亿美元。李尔、安道拓收入规模领先，其次为佛吉亚、麦格纳。

经多年并购整合实现规模扩张。在汽车座椅行业，并购同行业及产业链上游公司也是普遍采用的扩张战略，主要供应商通过大量并购持续扩大规模、提高市占率，并实现对上游生产环节的整合，提升盈利能力。其中欧美系供应商多通过横向整合实现扩张，如李尔曾收购福特汽车内饰部门（1993）、ITT 座椅业务（1997）、德尔福座椅业务（1998）、安通林座椅业务（2017）；安道拓及其前身江森自控曾收购座椅厂商池田物产（2000）、Futuris Group（2017）；麦格纳也曾经在全球范围内收购 Paulisch（1998）、Pabsa（2011，阿根廷）、Vogelsitze（2012，德国）、VIZA Gecan（2019，西班牙）、宏立至信（2020，中国）等。

图19 2015-2022 年各厂商汽车座椅业务营收（亿元）



资料来源：相关公司财报，东海证券研究所

注：按期末汇率折算，安道拓财年截至当年的 9 月 30 日

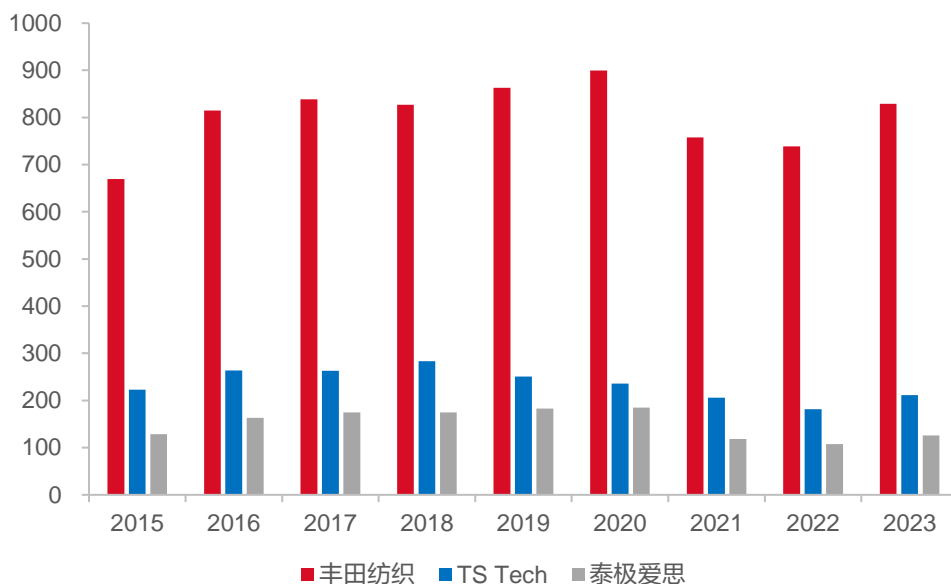
日韩系供应体系相对封闭，座椅厂商主要配套于本土品牌。

(1) 日系供应商：日本拥有丰田纺织、TS Tech、泰极爱思、NHK（日本发条）、SNIC、富士座椅、Delta 等众多座椅厂商。截至 2023 年 3 月 31 日的 2023 财年，丰田纺织、TS Tech、泰极爱思座椅业务营收分别为 16040 亿日元、4092 亿日元、2434 亿日元，丰田纺织收入规模领先，在全球范围内仅次于李尔和安道拓。从股权结构和配套情况来看，丰田纺织是丰田的子公司，2022 年对丰田销售收入占营收的 92%；TS Tech 为本田参股的供应商，2023 财年对本田销售收入占营收的 89%；泰极爱思为本田、日产、三菱、丰田配套，2023 财年分别占营收的 40%、29%、15%、8%，同时丰田也是泰极爱思的股东之一；NHK 配套

日产、斯巴鲁、丰田等品牌；SNIC 为 NHK 和铃木的合资公司，主要配套铃木车型；富士座椅、Delta 等分别配套大发、马自达等品牌。

(2) 韩系供应商：如现代坦迪斯、大世等供应商，其中现代坦迪斯为现代、起亚的零部件合资公司，由原现代岱摩斯、现代派沃泰合并，现代岱摩斯 2004 年通过与李尔合作进入汽车座椅领域，座椅产品配套于现代、起亚、捷尼赛思等品牌车型。

图20 2015-2023 年日本厂商汽车座椅业务营收（亿元）



资料来源：相关公司财报，东海证券研究所

注：按期末汇率折算，财年截至当年的 3 月 31 日

主要供应商具备较强的垂直一体化实力。汽车座椅产业链主要包括整椅和上游的头枕、发泡、面套、骨架、机构件（滑轨、调角器、调高器、锁止机构）等环节，部分高端座椅还包括扶手、腿托等，涉及整椅的装配，骨架的冲压、焊接、电泳喷涂，面套的裁切、缝纫，以及发泡、注塑等不同的技术积累。随着座椅功能趋于多样化，座椅电机、控制模块以及具有加热、按摩、通风等功能的座椅舒适系统逐步得到广泛应用。供应商持续推动零部件的垂直整合，提升零部件自制率，以改善座椅业务的盈利能力。从整合程度来看，发泡、面套、头枕等整合程度高于骨架、结构件等金属件。

欧美系供应商中，李尔自 2008 年以来先后收购 Renosol(发泡)、Guilford Mills(织物)、Eagle Ottawa(皮革)、Thagora(皮革)、Kongsberg 的 ICS 业务(热舒适系统)、I.G.Bauerhin(热舒适系统)，2008 年至 2023 年李尔的零部件自制率由 36% 上升至 82%；安道拓前身江森自控在 2011 年前后先后收购 Michel Thierry(皮革)、CRH(骨架、机构件)、Keiper(骨架、机构件)、Spumotim(发泡)、JP Foam Manufacturing(发泡)等，2022 年安道拓已有 85% 的订单包括发泡、缝纫等环节，其中部分订单还包括金属件，使其毛利率进一步提高；麦格纳 2010 年收购 Resil Minas(骨架)。目前，李尔、安道拓、佛吉亚、麦格纳等几大供应商在总成、发泡、面套、骨架、机构件等环节中都具有较强的垂直一体化实力。

日韩系供应商中，丰田纺织 2015 年收购爱信精机、银木工业持有的骨架、结构件业务，2023 年收购白木工业的名古屋工厂，进一步完善骨架、机构件领域的布局；泰极爱思 2017 年收购 TF-metal。

表4 汽车座椅生产商垂直整合能力

	总成	骨架&机构件	发泡	裁切&缝纫	织物&皮革	电子&软件	座椅加热	座椅通风	腰托&按摩
李尔	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
安道拓	✓	✓	✓	✓					
佛吉亚	✓	✓	✓	✓		✓			✓
麦格纳	✓	✓	✓	✓		✓			

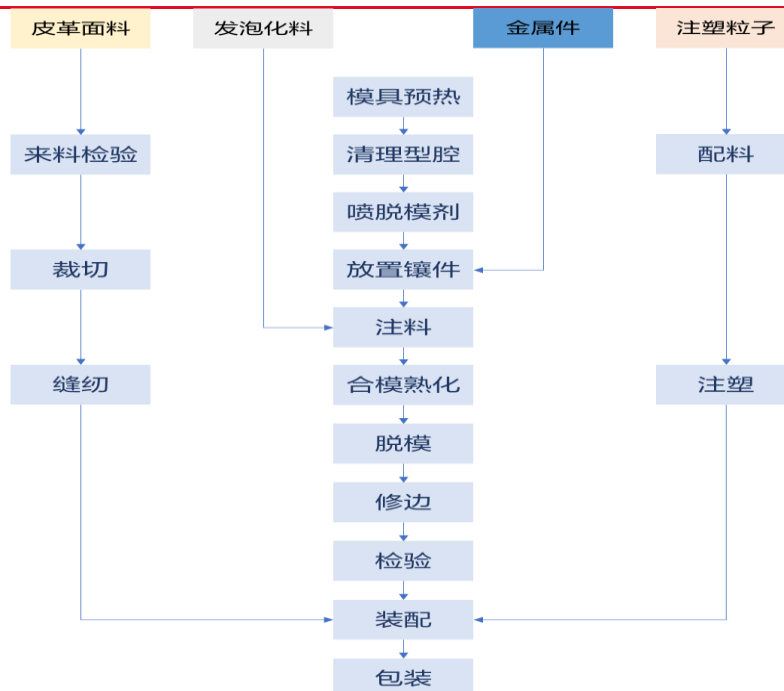
资料来源：李尔网站，东海证券研究所

表5 座椅厂商收购情况

厂商名称	收购时间	被收购公司名称	被收购公司产品类型
李尔	2008	Renosol	发泡
	2012	Guilford Mills	织物
	2015	Eagle Ottawa	皮革
	2022	Thagora Technology SRL	皮革
	2022	Kongsberg (ICS 业务)	热舒适
	2023	I.G.Bauerhin	热舒适
安道拓	2010	Michel Thierry	织物、皮革
	2011	CRH	骨架、机构件
	2011	Keiper	骨架、机构件
	2011	Spumotim	发泡
	2011	JP Foam Manufacturing	发泡
麦格纳	2010	Resil Minas	骨架
丰田纺织	2015	爱信精机、银木工业 (骨架、机构件业务)	骨架、机构件
	2023	白木工业 (名古屋工厂)	骨架、机构件
泰极爱思	2017	TF-Metal	骨架、机构件

资料来源：相关公司财报、MarkLines，东海证券研究所

图21 汽车座椅生产工序



资料来源：环评报告，东海证券研究所

国内市场，延锋、欧美系供应商、日系供应商各占据一定的市场份额。

(1) 延锋座椅：原为华域汽车与江森自控的合资公司延锋江森，安道拓从江森自控拆分后更名为延锋安道拓。2021 年延锋与安道拓签署协议，重新划分延锋安道拓及旗下子公司股权，延锋安道拓更名为延锋国际座椅系统有限公司。延锋座椅主要客户包括特斯拉、上汽、智己等，配套车型如特斯拉 Model Y、智己 LS7、小鹏 G6 等。2022 年延锋座椅合并销售额为 295 亿元。

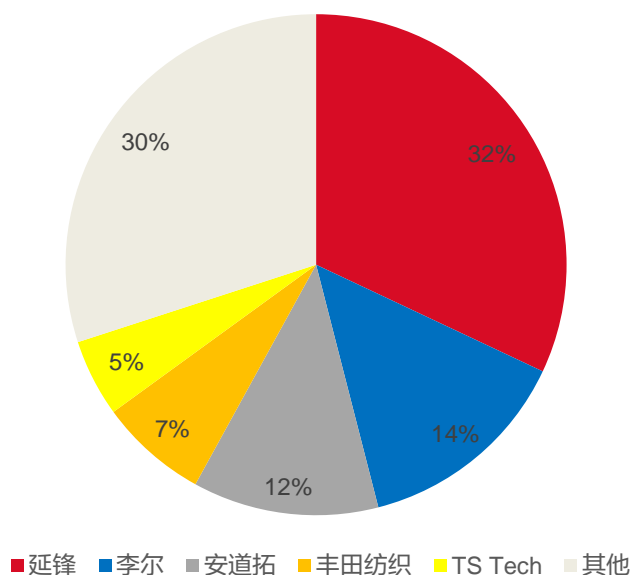
(2) 欧美系供应商：几大欧美系供应商中，李尔与一汽、东风、北汽、广汽等成立合资公司，产品配套于大众、宝马、奔驰、沃尔沃，以及比亚迪、吉利、东风、长城等自主品牌，配套车型如蔚来 ES8、比亚迪汉/唐。安道拓在中国市场的客户包括沃尔沃、福特、一汽大众、广汽本田、蔚来、小鹏等，配套车型如蔚来 ES8/ES6/ET7/ET5、小鹏 G9/G3/P7。佛吉亚与比亚迪、北汽、五菱、零跑等成立合资公司，并为长城、理想、蔚来等国内品牌，以及大众、奥迪、日产、宝马、特斯拉等合资或外资品牌配套，配套车型如特斯拉 Model Y、比亚迪汉/唐/宋/腾势 D9/仰望 U8、蔚来 ET7、理想 ONE/L9/L8/L7。麦格纳主要配套于吉利、长安、福特、比亚迪等，2021 年收购宏立至信扩大中国座椅业务版图，麦格纳为比亚迪秦 Plus/元 Pro、长安深蓝 SL03 等车型进行配套。

(3) 日系供应商：丰田纺织、TS Tech、泰极爱思等主要为丰田、本田等日系品牌进行配套，如丰田纺织配套于丰田的皇冠、凯美瑞、卡罗拉、威驰等车型；TS Tech 配套于广汽本田、一汽丰田、一汽红旗、北京奔驰等；泰极爱思配套于东风日产、郑州日产、东风本田、广汽三菱、奇瑞汽车、小鹏汽车等。

(4) 车企子公司：部分车企拥有汽车座椅子公司，如长城旗下的诺博汽车系统、广汽旗下的广汽部件、一汽旗下的富晟等。

电动化浪潮下，行业已迎来国产替代良机。国内新势力车型迭代较快，采购体系更加开放，公司具备响应速度和成本把控能力等优势，格拉默则具备多年的品牌积累，使公司在电动化浪潮中成功把握国产替代机遇，收获来自新势力的首个定点突破，并逐步突破合资品牌和高端市场，公司有望持续受益于国内汽车座椅行业的国产替代机遇。

图22 国内汽车座椅市场竞争格局（%）



资料来源：MarkLines，东海证券研究所

2.3.智能座舱重新定义车内空间，座椅配置提升推动行业扩容

2.3.1.座椅舒适性需求提升，记忆、加热、通风、按摩等功能加速渗透

新势力引领，汽车座椅配置持续提高。随着消费者对舒适性的需求提升，汽车座椅配置不断提高，包括座椅记忆、电动调节、腰托，以及包括加热、通风、按摩等在内的热舒适系统逐步得到广泛应用。以蔚来、理想等新势力为代表的国内车企重视座椅配置，如蔚来的全新 ES8 配置了 Nappa 真皮座椅，并具备主驾座椅 20 向电动调节、副驾座椅 22 向电动调节、女王副驾带一键舒享模式，以及加热、通风、热石按摩、Air Cushion 背部舒缓系统、记忆和轻松进出等功能；全新 ES6 具备主副驾座椅 16 向电动调节、前排头枕 4 向调节、加热、Air Cushion 背部舒缓系统、记忆和轻松进出等功能。理想方面，L9/L8/L7 三款车型的座椅具备加热、电动调节、舒适性海绵、按摩、通风等功能，第二排右侧配备头等舱座椅，并可实现小憩模式、大床模式等。

表6 蔚来部分车型座椅配置

座椅配置	蔚来全新 ES8	蔚来全新 ES6
高级 Nappa 打孔真皮座椅	●	
打孔 Haptex®合成皮座椅		●
主驾座椅 20 向电动调节（含 4 向腰托调节和坐垫延长）	●	
主驾座椅 16 向电动调节（含 4 向腰托调节和坐垫延长）		●
副驾座椅 22 向电动调节（含 4 向腰托调节、腿托和脚托调节）	●	
副驾座椅 16 向电动调节（含 4 向腰托调节和坐垫延长）		●
女王副驾带一键舒享模式（零重力姿态）	●	
第一排座椅舒适和便利功能	●	
加热、通风、热石按摩、Air Cushion 背部舒缓系统、记忆和轻松进出		
前排头枕 4 向调节、加热、Air Cushion 背部舒缓系统、记忆及轻松进出		●
第二排座椅 14 向电动调节（含 4 向腰托调节和坐垫延长）	●	
第二排带中央通道	●	
第二排带一键舒享模式	●	
第二排座椅舒适和便利功能	●	
加热、通风、热石按摩、Air Cushion 背部舒缓系统和记忆		
第三排座椅舒适和便利功能 电动靠背调节、加热、一键折叠/复位	●	
后排座椅靠背角度电动调节、后排座椅放倒（40/20/40 可分）		●

资料来源：蔚来汽车网站，东海证券研究所

表7 理想车型座椅配置

座椅配置	理想 L9	理想 L8	理想 L7
座椅加热	第一排、第二排、第三排	第一排、第二排、第三排	第一排、第二排
座椅电动调节	第一排、第二排、第三排	第一排、第二排、第三排	第一排、第二排
座椅舒适性海绵	第一排、第二排、第三排	第一排、第二排、第三排	第一排、第二排
座椅 SPA 级十点按摩	第一排、第二排		
座椅腰部按摩		第一排、第二排	第一排、第二排
座椅通风	第一排、第二排	第一排、第二排	第一排、第二排
座椅腰托 4 向电动调节	第一排、第二排	第一排、第二排	第一排、第二排
Nappa 真皮座椅	第一排、第二排	第一排、第二排	第一排、第二排
豪华软枕	× 4	× 4	× 4
第二排右侧头等舱座椅（带 4 向电动腿托）	●		
第二排右侧头等舱座椅（带电动脚托）			●
第二排座椅无级调节内侧扶手	●	●	
第二排中央豪华扶手（带两个独立杯架）			●
第二排折叠桌板（右侧）	●		
第三排座椅一键电动放倒和复位	●	●	

第二排座椅一键复位	●	●	
副驾老板键	●	●	●
主驾座椅记忆	●	●	●
小憩模式	第一排、第二排	第一排、第二排	第一排
大床模式	●	●	●

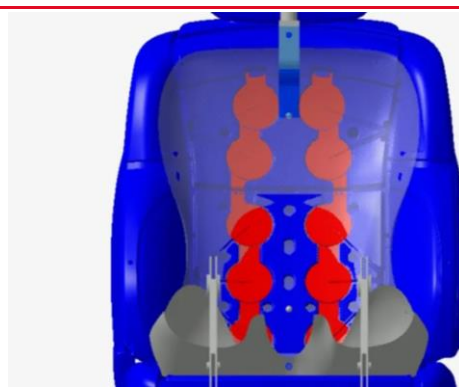
资料来源：理想汽车网站，东海证券研究所

图23 蔚来全新 ES6 的 Ultra-Fit 舒适座椅



资料来源：蔚来汽车网站，东海证券研究所

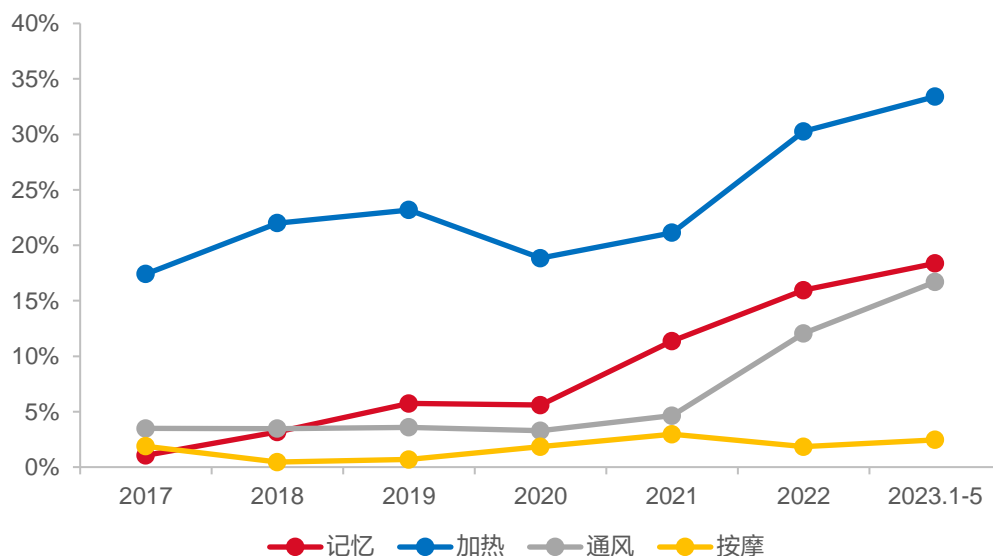
图24 理想 L9 座椅按摩系统



资料来源：理想汽车公众号，东海证券研究所

记忆、加热、通风、按摩等功能加速渗透，有望提升座椅单车价值。按照主流车型配置情况及销量估算，2023 年 1-5 月记忆、加热、通风、按摩等功能渗透率约为 18%、33%、17%、2%。目前国内主流车型中，特斯拉的 Model 3/Y 标配座椅记忆、加热；比亚迪的秦、海豚等配置座椅加热，汉、唐等配置记忆、加热、通风，腾势 D9 则有记忆、加热、通风、按摩功能；BBA 车型奥迪 A6L、奥迪 Q5L、奔驰 E 级、奔驰 C 级等多具有记忆、加热、通风功能。座椅按摩功能渗透率较低，主要用于奥迪、林肯、别克、沃尔沃等豪华车型以及部分大众、福特车型。2022 年以来新势力和自主品牌集中在新车型中配置按摩功能，如新势力车型中的理想 L9/L8/L7、蔚来 ES8/ES7/ET7/ET5/EC7、小鹏 G9、深蓝 S7、极氪 001/009/X、问界 M5/M7 等、岚图梦想家/FREE/追光等，自主品牌车型中的比亚迪唐、腾势 D9/N7、昊铂 GT、坦克 300/500、魏牌蓝山/摩卡/拿铁、领克 09 等，座椅按摩功能最低下探至 20 万元以下车型。热舒适系统和更多机构件的使用有望持续提升座椅单车价值。

图25 2017-2023 年座椅功能渗透率 (%)



资料来源：乘联会、太平洋汽车网，东海证券研究所

2.3.2.打造“第二起居室”，零重力座椅下探至 20 万元以内车型

智能座舱趋势下，座舱设计理念向“第二起居室”转变。近年来汽车智能化水平提升，车企致力于探索座舱空间在工作、家庭、社交等领域的多样化使用场景，以新势力为代表的车企已普遍采用全新的座舱设计理念，如蔚来的“第二起居室”、理想的“舒适的家”、极氪的“空中大平层”等，持续优化包括座椅、内饰、显示屏、氛围灯、车载声学、车载香氛、空气净化系统等在内的智能座舱配置，使乘客获得更好的出行体验。座椅层面，热舒适功能进一步提升的同时，以零重力座椅为代表的高端座椅逐步得到广泛应用。

图26 蔚来“第二起居室”设计理念



资料来源：蔚来网站，东海证券研究所

图27 理想“舒适的家”设计理念



资料来源：理想网站，东海证券研究所

零重力座椅早期用于日产车型。零重力概念源于美国 NASA，指在零重力环境中，脊柱和躯干之间呈 $128^{\circ} \pm 7^{\circ}$ ，大腿和小腿之间呈 $133^{\circ} \pm 8^{\circ}$ 的人体自然舒展状态。2005 年日产开始将零重力概念用于汽车座椅的研发，优化座椅曲线并增加 SLAB 结构和高衰减发泡，使座椅更加贴合人体曲线，最早应用于 2013 款天籁车型，之后推广至日产奇骏、楼兰、逍客、艾睿雅，英菲尼迪 QX50、QX60、Q5L 等多款车型中。宝马在 2020 年发布 ZeroG Lounger 座椅，通过优化椅型、腿托、头枕等实现零重力效果，并用于 7 系车型中；2020-2021 年韩系车起亚嘉华、现代库斯图/艾尼氪等车型也采用了零重力座椅。

图28 日产天籁零重力座椅



资料来源：东风日产公众号，东海证券研究所

图29 日产天籁零重力座椅中的 SLAB 结构



资料来源：东风日产公众号，东海证券研究所

去年下半年以来零重力座椅快速下探至 20 万元以内车型。继问界 M7 之后，车企相继推出了带有零重力座椅的新车型，如腾势 D9/N7、蔚来 ES8/EC7/ES6、极氪 X、深蓝 S7、智己 LS7、魏牌蓝山、奇瑞瑞虎 9、领克 08、别克世纪等，车型定价在 30 万元以上。今年零重力座椅配置进一步下探至 20 万元以内车型，包括极氪 X、深蓝 S7、奇瑞瑞虎 9 等，并在进一步实现差异化，如极氪 X 的 4D 云端零重力座椅内置 8 颗震子，拥有音乐律动等多重 SPA 模式，随时开启 4D 影院；深蓝 S7 可选装前排双零重力按摩座椅。

图30 蔚来全新 ES6 的“第二代女王副驾”



资料来源：蔚来网站，东海证券研究所

表8 配备零重力座椅的车型情况

车型名称	上市时间	指导价（万元）	座椅名称	座椅功能
问界 M7	2022 年 7 月	28.98-37.98	零重力座椅	一键开启零压悬浮感。
腾势 D9	2022 年 9 月	33.58-46.58	中排零感人体工学座椅	高级 NAPPA 真皮、十向电动座椅调节、六向睡眠头枕、电动腿托和大角度靠背调节；十点式按摩帮助乘客实现全身心放松。
日产 ARIYA	2022 年 9 月	28.48-34.28	0 重力设计理念 人体工学真皮座椅	全新 3D Multi-Layer 人体工学座椅，采用航天零重力设计理念，在最佳点位包裹支撑身体，时刻保持放松，有效缓解驾驶疲劳感。
蔚来 ES8	2022 年 12 月	52.80-63.80	女王副驾	多达 22 向的电动调节，可以实现一键舒享模式，靠背自动调节，坐垫整体随动抬升，打开腿托和脚托，实现双 120° 坐姿的零重力姿态。
智己 LS7	2023 年 2 月	30.98-45.98	零重力浮感座椅	121° 零重力角，实现零重力浮感模式、大躺舒享模式。
极氪 X	2023 年 4 月	18.98-22.98	4D 云端零重力座椅	支持一键躺平。内置 8 颗震子，拥有音乐律动等多重 SPA 模式，随时开启 4D 影院。
魏牌蓝山	2023 年 4 月	27.38-30.88	零重力模式	110° 黄金夹角，降低脊柱/腰椎压力，配合 8 点按摩与通风加热。
蔚来 ES6	2023 年 5 月	36.80-42.60	第二代女王副驾	靠背、坐垫、腿托三区全域加热，提供全身心的温暖。多达 22 向调节，一键零重力或舒躺姿态。靠背自动调节，坐垫整体随动抬升，打开腿托和脚托，实现双 120° 坐姿的零重力姿态；联动座椅高度位置、前后位置、靠背角度、坐垫后端抬升、腿托、脚托，实现 160° 大倾角。
奇瑞瑞虎 9	2023 年 5 月	15.29-20.99	0 重力超感副驾	沉浸式享受 SPA 级按摩，舒心每一程。
深蓝 S7	2023 年 6 月	14.99-20.29	前排双零重力按摩座椅	主驾 16 向电动调节、副驾 14 向电动调节，可实现 120° 浮感躺平，以及 8 点式按摩、电动腿托、通风加热等功能。
腾势 N7	2023 年 7 月	30.18-37.98	“7” 迹零感人体工程座椅	
领克 08	未上市	未上市	零压感副驾座椅	最大可放置到 145°，腿托向上最大可调节 68°，后部腿部空间 935mm。
魏牌高山	未上市	未上市	双悬浮式零重力按摩座椅	

资料来源：各车企网站、公众号、太平洋汽车网，东海证券研究所

供应商集中布局零重力座椅。主流供应商中，佛吉亚、麦格纳、延锋等均已推出零重力座椅，其中麦格纳的零重力座椅 2023 年量产，采用模块化设计，兼容骨架平台，并集成 4 向电动腿托；延锋的零压座椅 Hover Seat 已用于别克世纪等车型，采用 HoverTech 零压技术，并配备了多功能随动头枕、智能感应卷收器、独立肩部调节、柔性气囊按摩、多档位通风、石墨烯加热、智能表面、随动扶手、无缝延伸腿托、手电动长滑轨等；博泽中国团队也开发了用于零重力座椅的座椅骨架，并已搭载在理想 L7 车型上，可实现靠背前后、滑轨前后、坐盆倾角和座椅高度八向舒适性电动调节，以及自动折叠、自动迎宾等功能。

图31 麦格纳零重力座椅



资料来源：麦格纳，东海证券研究所

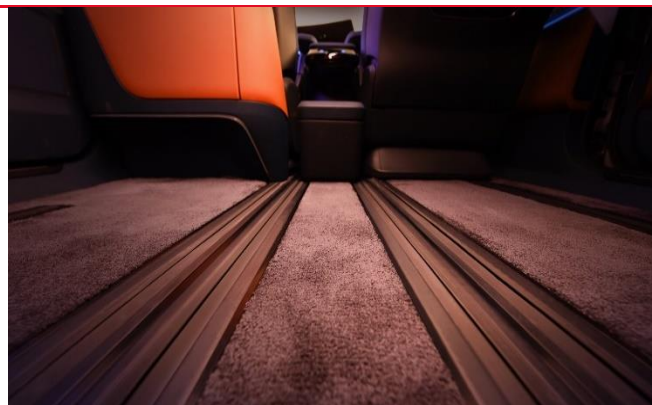
图32 延锋零压座椅 Hover Seat



资料来源：延锋座椅，东海证券研究所

零重力座椅通过电动长滑轨、旋转机构等实现更灵活的调整。零重力座椅多采用五连杆机构或增加丝杆驱动结构，并使用大角度调角器，较常规座椅的四连杆机构可以实现对坐垫和靠背的更大角度的调节，以达到零重力的人体舒适角度。而搭载高速调节电机的长滑轨和旋转机构可以使座椅可以迅速调整到需要的位置，实现更灵活的车内空间布置。据博泽、麦格纳等数据，常规滑轨调整距离一般在 200mm 至 300mm，而目前部分电动长滑轨调节行程可以达到 2000mm 甚至 3000mm，连续滚压技术的应用和对电机、锁止机构、线束布置的优化也使得电动长滑轨可以实现更高的精度要求。目前量产的车型中，智己 LS7 长滑轨达到 1955mm，腾势 D9 的二排座椅滑轨达 1080mm，麦格纳的可重构座椅解决方案和李尔的百变座舱 ConfigurE+也都采用了电动长滑轨，可通过调节座椅方向和座椅间距实现社交、商务、娱乐、载货等不同模式。

图33 电动长滑轨



资料来源：延锋，东海证券研究所

图34 李尔百变座舱 ConfigurE+



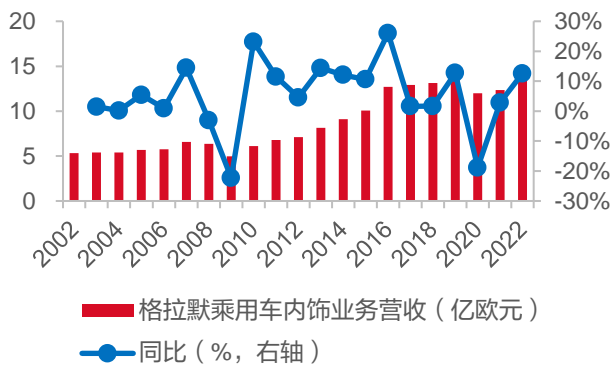
资料来源：李尔，东海证券研究所

3.横向拓展新品类，完善智能座舱领域布局

3.1.乘用车内饰行业地位稳固，推动智能化升级提高附加值

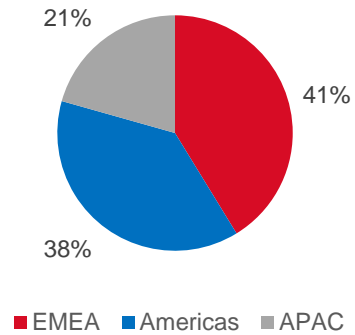
乘用车内饰业务稳定，座椅头枕行业地位稳固。公司传统主业为乘用车座椅头枕、扶手，产品直接配套于安道拓、李尔、佛吉亚等领先的座椅厂商，终端客户主要包括一汽大众、日系、宝马等，是一汽大众最大的座椅头枕供应商，并与丰田通商、广汽部件等拥有合资公司。格拉默 1985 年进入乘用车内饰件领域，产品包括座椅头枕、扶手、中控等，是全球最大的乘用车座椅头枕生产商，主要配套于大众、奥迪、奔驰、宝马、通用等品牌车型，在中国格拉默在天津、北京、沈阳等地拥有生产基地，为宝马、奔驰、路虎、奥迪、沃尔沃等配套；2018 年格拉默收购美国 Toledo Molding & Die，扩充 AIS、HVAC 管道、液体储存容器等功能塑料件产品布局。在国内座椅头枕和扶手市场，公司与格拉默主要客户群体分别为合资品牌和豪华品牌，进一步加强行业地位，其余竞争对手包括为上汽系配套的延锋、为合资品牌配套的岱美、为日韩系整车厂配套的日韩系供应商等。

图35 2002-2022 年格拉默乘用车内饰业务营收(亿欧元)



资料来源：格拉默财报，东海证券研究所

图36 2022 年格拉默乘用车内饰业务营收区域分布(%)



资料来源：格拉默财报，东海证券研究所

完善产业布局，明确智能座舱的发展方向。收购格拉默之后，2020 年公司与格拉默签订联合采购协议，将公司在模具、支杆、泡沫发泡料等生产资料和物料上的优势赋能格拉默，降低采购成本，并将格拉默江苏工厂与公司宁波工厂合并，格拉默沈阳工厂与公司沈阳工厂合并，提高管理效率。2021 年，格拉默中国区控股总部及研发生产基地落地合肥，项目包括格拉默中国总部、智能座舱系统生产基地、智能座舱系统产学研中心三大板块。合肥继峰汽车零部件有限公司是一家汽车座椅头枕、扶手的专业企业，主要覆盖的汽车品牌包括大众、奔驰、宝马、福特、长城等。

推动传统产品的智能化升级，提高产品附加值。公司先后推出音乐头枕、移动中控和扶手、3D 玻璃等产品，通过智能化升级提高产品的附加值。2020 年格拉默推出和哈曼合作开发的音响头枕、应用于智能驾驶时代的中控系统和扶手、3D 玻璃成型技术等，其中音响头枕将麦克风和扬声器集成至头枕中，为乘员提供个性化的音频体验；3D 玻璃成型技术能够集成 LED、HMI 等多种智能功能，已用于宝马 7 系的座椅扶手。2022 年格拉默发布下一代中控，滑动控制台为乘客提供更多的腿部空间，内部则是宽敞、个性化的储物空间，已用于宝马 iX、大众 ID.Buzz、大众 Multivan 等车型。

图37 格拉默与哈曼合作研制的音乐头枕



资料来源：格拉默公众号，东海证券研究所

图38 格拉默滑动控制台



资料来源：格拉默公众号，东海证券研究所

3.2.新产品相继获得定点突破，有望成为全新增长点

拓展出风口、隐藏式门把手、车载冰箱等新产品，相继获得定点突破。公司隐藏式出风口产品 2021 年底实现量产，2022 年实现营业收入接近 9000 万元。截至 2023 年 6 月，公司已获得大众、吉利、长城等客户在汽车出风口（电动、手动）的定点，在手项目超 30 个，根据客户规划，假设同一年量产，预计年产值将超过 7 亿元。隐藏式门把手、车载冰箱产品已获得定点。

定增项目扩大出风口产能。2023 年公司募投项目之一“宁波北仑年产 1000 万套汽车出风口研发制造项目”拟新增汽车出风口年产能 1000 万套，包括电动出风口 260 万套、手动出风口 190 万套、排风口 550 万套。

图39 格拉默在上海车展展出的电动出风口产品



资料来源：格拉默，东海证券研究所

3.2.1. 特斯拉引领极简主义风格，隐藏式出风口、隐藏式门把手逐步普及

隐藏式出风口：2018 年特斯拉 Model 3 采用了隐藏式出风口，后续特斯拉将 Model S、Model X 等车型的空调出风口设计也由传统出风口改为隐藏式出风口，使其更具未来感。以特斯拉的 Model S、Model X 为例，两款车型拥有宽度覆盖整个仪表台的水平面部通风口，通过触摸屏实现气流循环方式的智能调节，加热或冷却驾驶室时，可以用触摸屏将空气精确地引向所需的位置。目前除特斯拉之外配置隐藏式出风口的车型包括蔚来、小鹏的多款车型、极氪 X、深蓝 S7 等。

图40 特斯拉 Model S 隐藏式出风口、触摸屏



资料来源：特斯拉，东海证券研究所

表9 配置隐藏式出风口的车型

分类	车企	配置隐藏式出风口的车型
自主	比亚迪	海豹
	吉利	领克 05、领克 08；极氪 X
	长安	UNI-V、CS55 PLUS；深蓝 SL03、深蓝 S7
	上汽	荣威 Ei5、RX9；飞凡 MARVEL R
新势力	蔚来	ES8、ES7、ES6、ET5、ET7、EC7
	小鹏	P7、P5、G9
外资/合资	特斯拉	Model S、Model X、Model 3、Model Y
	奔驰	EQS、E 级
	宝马	i7
	大众	迈腾；奥迪 A8L
	福特	林肯航海家
	本田	CR-V

资料来源：太平洋汽车网，东海证券研究所

隐藏式门把手：1952年奔驰300 SL首次采用隐藏式门把手，之后隐藏式门把手开始用于兰博基尼Huracan/Gallardo、日产GTR、阿斯顿马丁等跑车，以及部分路虎车型中。2012年特斯拉开始将隐藏式门把手用于Model S，目前Model S和Model X采用弹出式门把手，Model 3和Model Y采用按压式门把手。以Model S和Model X门把手为例，在汽车已解锁并探测到附近有手机钥匙或遥控钥匙时，轻按门把手即可将其弹出，车门关闭十秒钟后汽车开始移动或上锁时，门把手会缩回。由于隐藏式门把手外观简洁，并有助于降低风阻、提高电动车的续航里程，近年来开始在国内外各大品牌新能源车型中应用，目前理想、蔚来、问界等已全系采用隐藏式门把手，比亚迪、吉利、长安、长城、奇瑞等自主品牌也大量采用。

图41 蔚来 ET7 隐藏式门把手



资料来源：蔚来，东海证券研究所

表10 配置隐藏式门把手的车型

分类	车企	配置隐藏式门把手的车型
自主	比亚迪	汉、海豹、护卫舰 07；腾势 N7；仰望 U8
	吉利	ICON；几何 A、C、G6、M6；极氪 001、X；领克 09；Polestar 1、3、4；路特斯 ELETRE；smart 精灵#1
	奇瑞	瑞虎 9、无界 Pro；星途瑶光；捷途大圣；凯翼昆仑
	长城	哈弗神兽；魏牌蓝山、摩卡；欧拉闪电猫
	长安	UNI-K、UNI-V、UNI-T、Lumin、逸达；深蓝 SL03；阿维塔 11
	广汽	AION Y、AION S PLUS、AION LX、AION V；传祺 GS3、GS8、影酷；合创 007、Z03、A06
	上汽	荣威 RX5、RX5 MAX、RX9、鲸；飞凡 R7、F7、MARVEL R；智己 LS7、L7；宝骏 KiWi EV
新势力	理想	L9、L8、L7
	蔚来	EC6、EC7、ET5、ET7、ES6、ES7、ES8
	小鹏	P7、P5、G9、G3、G6
	赛力斯	问界 M5、M7；赛力斯 SF5
	零跑	C01、C11
	哪吒	GT、S
外资/合资	特斯拉	Model S、Model X、Model 3、Model Y
	奔驰	EQE、EQS、S 级
	大众	保时捷 911、Taycan
	福特	蒙迪欧、锐界、EVOS；林肯航海家、林肯 Z
	通用	别克 E5；凯迪拉克 LYRIQ 锐歌
	丰田	丰田 bZ3；雷克萨斯 LC

资料来源：太平洋汽车网，东海证券研究所

3.2.2.出行场景多样化，车载冰箱实现百万级配置下探

车载冰箱：车载冰箱传统上用于豪华车型，如劳斯莱斯古斯特/幻影、迈巴赫 S 级、宾利添越、路虎揽胜/发现/卫士、雷克萨斯 LM、奥迪 A8L、奔驰 V 级、大众辉昂等，车型售价多在百万元以上，最低为 40 万元级别的大众辉昂。近年来部分新势力、自主品牌开始将车载冰箱用于部分空间较大的车型，如理想 L9、腾势 D9、蔚来 ES8、仰望 U8 等 C 级以上车型，以及极氪 X 等少数 A 级车，使车载冰箱配置车型最低可下探至 20 万元级别。车载冰箱多安装在行政中岛中，可以实现冷藏、加热等功能，在出行场景向工作、家庭、社交不断拓展的背景下有望实现更广泛的应用。

图42 蔚来 ES8 智能车载冰箱



资料来源：蔚来，东海证券研究所

图43 极氪 X 三重控温中岛冰箱



资料来源：极氪，东海证券研究所

表11 2021 年以来配置车载冰箱的新车型

车型名称	上市时间	车型级别	车型价格（万元）	车载冰箱配置情况
高合 HiPhi X	2021 年 3 月	C 级 SUV	80.00	部分车型标配
长城炮	2021 年 10 月	皮卡	26.78-28.98	部分车型标配
岚图梦想家	2022 年 5 月	MPV	63.99	部分车型标配
小鹏 P5	2022 年 5 月	A 级轿车	17.49-20.29	部分车型选配
理想 L9	2022 年 6 月	D 级 SUV	45.98	标配
传祺 M8	2022 年 8 月	MPV	34.98-36.98	部分车型标配
腾势 D9	2022 年 8 月	MPV	33.58-46.58	标配
荣威 iMAX8	2022 年 8 月	MPV	33.98-35.98	部分车型标配
别克世纪	2022 年 11 月	MPV	52.99-68.99	标配
蔚来 ES8	2022 年 12 月	C 级 SUV	51.80-59.80	部分车型标配
摩登 Modern in	2023 年 1 月	A 级 SUV	19.88-24.98	部分车型标配
极氪 X	2023 年 4 月	A 级 SUV	20.98-22.98	部分车型选配
仰望 U8	未上市	D 级 SUV	109.80（预售价）	标配

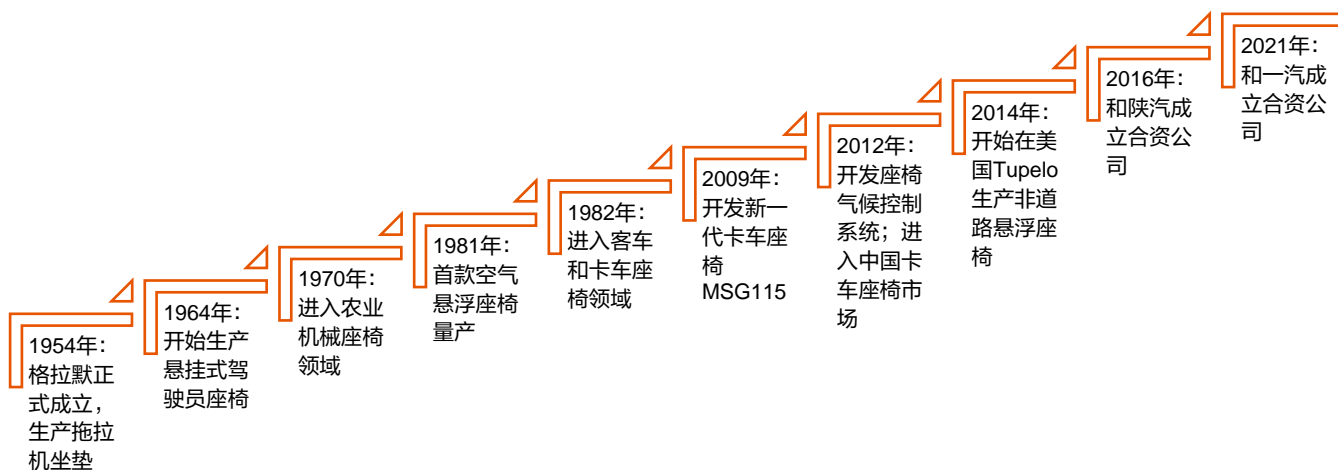
资料来源：太平洋汽车网，东海证券研究所

4.商用车减振座椅全球领导者，国内市场占有率稳步提升

4.1.商用车座椅百年企业，欧洲市场优势显著

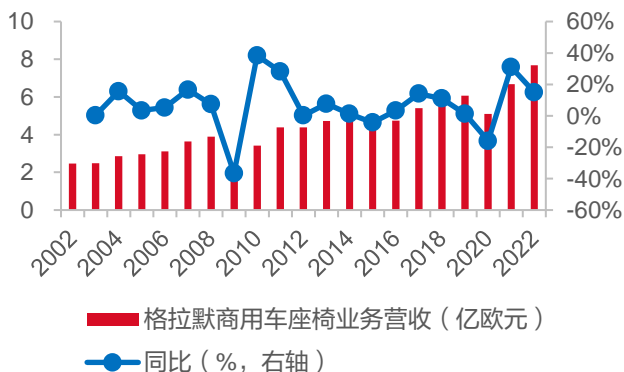
商用车座椅全球领导者，欧洲市场优势显著。格拉默是商用车座椅市场的领导者和行业标准的制定者，历史最早可追溯到 1880 年成立的马具工厂，1954 年格拉默正式成立后产品从早期的坐垫逐步拓展到商用车座椅领域，产品广泛应用于卡车、非道路、火车、公共汽车等，配套于奔驰、曼恩、解放、陕汽、福田、卡特彼勒、三一主机厂。2022 年格拉默商用车座椅业务营收达到 7.7 亿欧元，分区域来看，2022 年欧洲区、美洲区、亚太区的营收分别达到 5.5 亿欧元、1.4 亿欧元、1.4 亿欧元，欧洲区是营收的主要来源。格拉默在欧洲市场占有率较高，尤其在非道路座椅市场占有率达到 90%。

图44 格拉默商用车座椅业务发展历程



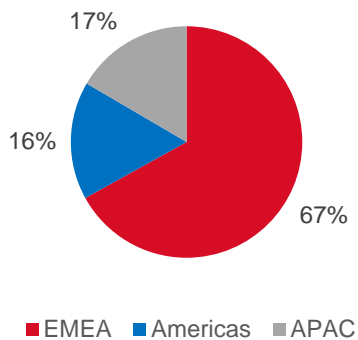
资料来源：格拉默网站，东海证券研究所

图45 2002-2022 年格拉默商用车座椅业务营收(亿欧元)



资料来源：格拉默财报，东海证券研究所

图46 2022 年格拉默商用车座椅业务营收区域分布 (%)



资料来源：格拉默财报，东海证券研究所

减震悬浮设计、人体工程学设计积累深厚。商用车座椅极端的作业环境对座椅产生更高的要求,使其从最早的硬连接逐步转变为具备良好减振性能的机械减震座椅、气囊减震座椅,并向多功能减震座椅升级,一键充放气、座椅仰角调节、座椅高低调节、座椅腿托调节、两级腰部支撑、背部支撑、座椅通风、座椅加热、阻尼调节等功能开始得到广泛应用。格拉默深耕减震座椅数十年,使其成为人体工学、舒适性、安全性等方面的标准制定者:1964年格拉默开始生产首款悬浮座椅,1981年首款空气悬浮座椅实现量产,2009年格拉默开发新一代卡车座椅 MSG115,2011年 MSG115 在欧美市场量产,配套于戴姆勒 Astros 和 DAF 重卡;2019年格拉默 RoadTiger 卡车座椅获得红点奖,座椅配备了多档可调阻尼、座椅倾角调节、气动肩部调节、腰部支撑、靠背侧撑和坐垫调节、6 挡坐垫深度调节、座椅加热通风、集成 3 点式安全带、3 档安全带高度调节等功能,并可选按摩功能。

持续强化座椅的智能化功能。2011年格拉默收购 EiA Electronics,将其显示、中控、控制器、通信模组等整合在座椅中,在扶手上融合了智能化的人机交互功能。另外,格拉默研发多种新技术提升座椅功能,如主动温控系统(座椅下方活性炭层+座椅加热功能)、触觉警告系统(座椅两侧集成振动电机)、Smart Cover 智能面套(通过 3D 打印提高坐垫的耐磨性)、DualMotion(双运动自适应靠背支撑)等,使产品竞争力进一步提高。

图47 格拉默 RoadTiger 座椅



资料来源:格拉默网站,东海证券研究所

4.2.国内重卡企业集中发力干线物流市场，高端座椅需求向好

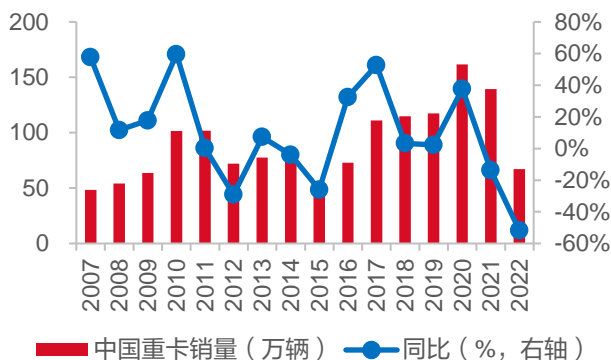
中国是全球最大的重卡市场，最高销量在百万辆以上。中国、欧洲、北美是全球范围内主要的重卡市场。（注：各国对重卡的统计口径略有差异）

（1）中国：据中汽协，2022年全国重卡（>14t）销量为67.2万辆。从历年销量来看，2017-2021年重卡销量均在百万辆以上，受益于国三重卡淘汰、超载治理等多重因素，2020年国内重卡销量达到了161.7万辆的历史最高水平，2021年下半年起，需求的提前透支导致2022年的重卡销量大幅下降，2023年以来重卡销量逐步回暖。

（2）欧洲：据ACEA，2022年欧洲重型商用车（>16t）注册量为29.9万辆，其中德国5.5万辆，法国4.0万辆，英国3.6万辆，波兰3.2万辆，意大利2.2万辆，西班牙2.0万辆。从历史水平来看，欧洲重卡销量一般在30万辆左右，最高为2019年的32.2万辆。

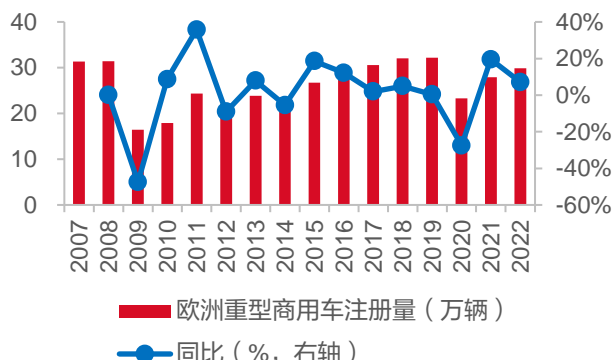
（3）北美：据BEA，2022年北美重卡（class 8，>15t）销量为31.6万辆，其中美国class 8重卡销量为25.4万辆。从历史水平来看，美国重卡年销量一般在20-30万辆，最高为2019年的27.6万辆。

图48 2007-2022年中国重卡销量（万辆）



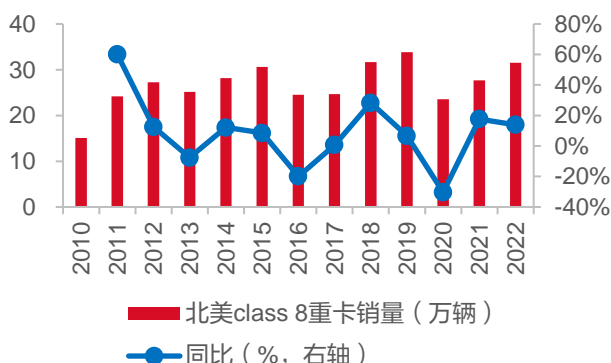
资料来源：中汽协，东海证券研究所

图49 2007-2022年欧洲重型商用车注册量（万辆）



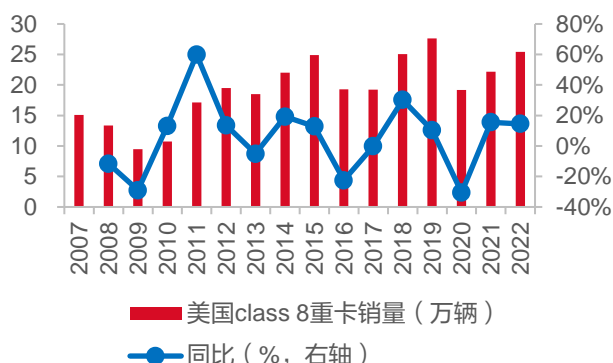
资料来源：ACEA，东海证券研究所

图50 2010-2022年北美 class 8 重卡销量（万辆）



资料来源：BEA，东海证券研究所

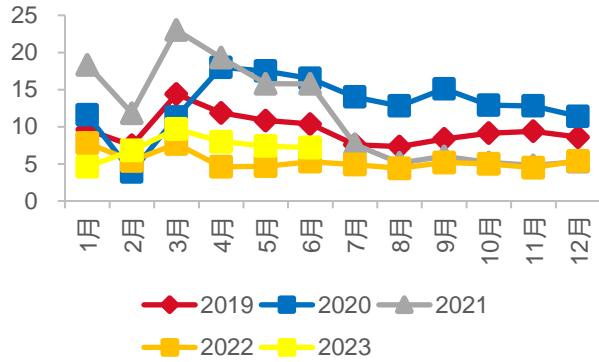
图51 2007-2022年美国 class 8 重卡销量（万辆）



资料来源：BEA，东海证券研究所

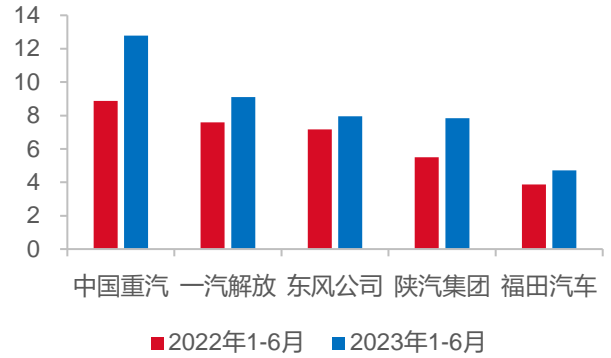
国内重卡市场触底回升，车企销量普遍改善。据第一商用车网，2023年2-6月国内重卡单月销量为6.8万辆、9.7万辆、8.0万辆、7.4万辆、7.2万辆，同比+25%、+26%、+74%、+57%、+36%；上半年重卡累计销量47.6万辆，同比+25%。主要车企中，中国重汽、一汽解放、东风公司、陕汽集团、福田汽车重卡累计销量分别为12.8万辆、9.1万辆、8.0万辆、7.8万辆、4.7万辆，同比+44%、+20%、+11%、+42%、+22%。

图52 2019-2023 年国内重卡单月销量（万辆）



资料来源：第一商用车网，东海证券研究所

图53 2023 年上半年主要车企重卡销量（万辆）



资料来源：第一商用车网，东海证券研究所

政策层面，国四柴油车淘汰逐步推进，或促进国内重卡更新。2022 年 11 月，生态环境部等发布《深入打好重污染天气消除、臭氧污染防治和柴油货车污染治理攻坚战行动方案》，提出到 2025 年新能源和国六排放标准货车保有量占比力争超过 40%；工信部等发布《建材行业碳达峰实施方案》《有色金属行业碳达峰实施方案》，提出推动大气污染防治重点区域淘汰国四及以下厂内车辆和国二以下的非道路机械。2023 年，浙江将 2025 年新能源和国六排放标准货车保有量占比目标定为 60%，四川、河南定为 40%；宁波、杭州等地相继发布《宁波市加快淘汰老旧柴油货车实施方案（征求意见稿）》《宁波市鼓励老旧柴油货车提前淘汰奖励补贴办法（征求意见稿）》《杭州市国四柴油车汽车淘汰逐步实施细则（试行）》等，对提前淘汰国四柴油车进行补助。

表12 宁波、杭州国四重型柴油货车提前淘汰奖励标准（万元/辆）

使用年限	宁波	宁波	杭州
	2024 年 1 月 1 日-2024 年 12 月 31 日	2025 年 1 月 1 日-2025 年 12 月 31 日	2023 年 5 月 13 日-2024 年 6 月 30 日
不足 7 年	5.7	4.56	4.35
满 7 年不足 8 年	5	4	4.35
满 8 年不足 9 年	4	3.2	3.65
满 9 年不足 10 年	3.3	2.64	3
10 年及以上	2.8	2.24	

资料来源：宁波市生态环境局、杭州市生态环境局，东海证券研究所

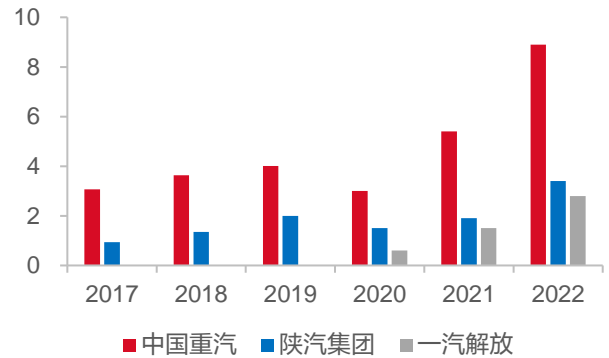
海外需求改善、国内重卡竞争力提升，出口市场持续高景气。2020 年以来国内重卡出口持续增长，主要重卡企业中，2020-2022 年中国重汽出口 3.0 万辆、5.4 万辆、8.9 万辆；陕汽集团出口 1.5 万辆、1.9 万辆、3.4 万辆；一汽解放出口 0.6 万辆、1.5 万辆、2.8 万辆。2023 年重卡市场延续高景气，据中汽协数据，1-5 月重卡出口 11.3 万辆，同比+78%。据各车企公布数据，上半年中国重汽出口 6.5 万辆；1-5 月一汽解放出口 1.4 万辆，同比+92%；一季度陕汽出口 1.3 万辆，同比+164%。从结构来看，高端重卡比例逐步提升，2022 年中国重汽高端产品占出口总量的 22.2%，同比+13.7pct，2023 年上半年汕德卡出口 2 万辆，同比提高 8 倍；一汽解放的解放 J7 首次出口海外；福田戴姆勒欧曼业务在欧洲市场获得近 2000 辆订单。

图54 2015-2023 年货车单月出口数量（万辆）



资料来源：中汽协，东海证券研究所

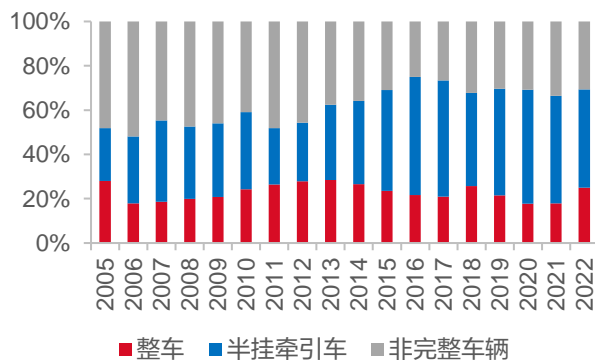
图55 2017-2022 年主要重卡企业出口销量（万辆）



资料来源：相关车企网站、公告，东海证券研究所

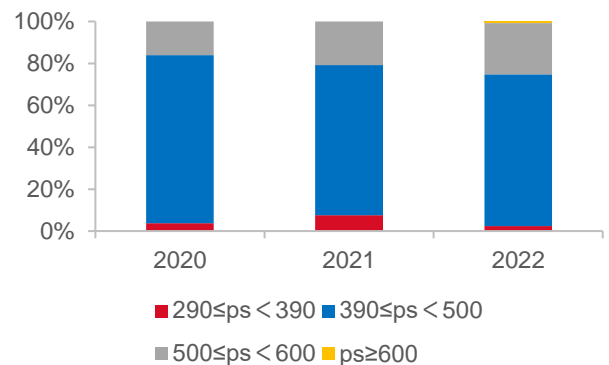
物流重卡高端化趋势明确，大马力车型占比逐年提升。国内重卡主要用于物流市场，按中汽协分类，重卡包括整车、半挂牵引车、非完整车辆三类，其中整车和半挂牵引车多用于物流市场，合计占总销量的 70%左右，非完整车辆多用于工程领域，占总销量的 30%左右。随着物流行业不断整合，专业的物流公司逐步取代个人用户，在物流市场中占据着更加重要的地位，对于运营效率的关注也使大马力的高端车型占比不断提升。据卡车之家，2020-2022 年牵引车上险数中，500-600 马力的大马力车型占比为 16%、21%、24%，2022 年 600 马力以上车型的占比上升至接近 1%。

图56 2005-2022 年重卡销量结构（%）



资料来源：中汽协，东海证券研究所

图57 2020-2022 年牵引车马力（%）



资料来源：卡车之家，东海证券研究所

主机厂集中发力高端车型，抢滩高效干线物流运输市场。国内早期的高端重卡多为国内主机厂与海外厂商成立的合资品牌，如 2011 年中国重汽和德国曼合作推出的高端品牌汕德卡、2012 年福田和戴姆勒成立的合资公司福田戴姆勒推出的欧曼品牌，推出了包括汕德卡 T7、汕德卡 C7H、汕德卡 C9H、欧曼银河等在内的高端重卡车型。近年来国内主机厂相继在面向干线物流市场的高端重卡领域取得突破，高端重卡多对标欧洲，配置大马力发动机、大油箱以及自研的节油技术，并采用先进的辅助驾驶技术，相关车型如一汽解放的 JH6、J7、鹰途；中国重汽的黄河 X7、豪沃 Max；陕汽集团的德龙 X3000、德龙 X5000、德龙 X6000；东风商用车的天龙 GX；东风柳汽的乘龙 H7；上汽红岩的杰狮 H6；江淮的跨越 K7 等。其中多款机型为 600 马力以上的大马力车型，如一汽解放的 J7、鹰途，中国重汽的汕德卡 C9H，福田戴姆勒的欧曼银河，陕汽集团的德龙 X6000 等。

图58 一汽解放鹰途



资料来源：一汽解放网站，东海证券研究所

图59 格拉默为一汽解放配套的主驾座椅



资料来源：卡车之家，东海证券研究所

重卡座椅配置提升，家居化内饰成为新趋势。干线物流市场运营里程较长，司机需长时间使用座椅，对座椅的舒适性要求较高，高端车型中座椅配置持续提高。以一汽解放为例，牵引车和载货车普遍采用带有腰托、扶手的减震座椅，多款车座椅具有通风、加热、可调节座深等功能。高端车型鹰途面向高效长途干线运输、高安全的危化运输、高可靠专用车市场等领域，采用了家居化内饰，头等舱、生活舱车型驾驶室采用平地板设计，空间分别达到6平米和7.5平米，配备了抗疲劳健康座椅、功能厨房、独立卫浴、独立空调、组合衣柜等，并安装了WiFi、电视、大屏等影音设备。

表13 一汽解放重卡座椅配置

分类	产品名称	工况	驾驶员座椅 供应商	驾驶员座椅配置	副驾驶座椅配置
	J7 6X4 牵引		格拉默	可调座深海绵座椅、有扶手、有通风和加热功能	机械减振座椅
	J7 6X4 牵引		格拉默	可调座深海绵座椅、有扶手	机械座椅
	J7 4X2 牵引		格拉默	可调座深海绵座椅、有扶手、有通风和加热功能	机械减振座椅
牵引车	J6V 6×4 领航版牵引车			真皮通风加热座椅(腰托、扶手)	
	J6V 6×4 质惠版牵引车			真皮座椅(腰托、扶手)	
	J6P 6×4 质惠版 3.0 牵引车			真皮座椅(腰托、扶手)	
	J6P 6×4 质惠版 2.0+ LNG 牵引车			真皮座椅(腰托、扶手)	
	J6P 6×4 价值版引车				
	J6P 4×2 定制版引车			高配座椅(腰托、扶手)	
自卸车	2022 款新 J6L 自卸车	8×4 公路标载		空气减振座椅	
	2022 款新 J6L 自卸车	8×4 公路复合		空气减振座椅	
	2022 款新 J6L 自卸车	8×4 复合渣土		空气减振座椅	
	2022 款新 J6L8×4 标载渣土	8×4 标载渣土		空气减振座椅	
	2022 款新 J6P 自卸车	6×4 工程矿用		空气减振座椅	
	2022 款新 J6P 自卸车	8×4 舒适版公路复合		通风加热座椅(带腰托)	
	2022 款新 J6P 自卸车	8×4 劲领版公路运输		通风加热座椅(带腰托)	
	2022 款新 J6P 自卸车	8×4 舒适版城建渣土		通风加热座椅(带腰托)	
载货车	J6G 4×2 领航版				
	J6P 8×4 斜顶冷藏车			真皮通风加热座椅(腰托、扶手)	
	J6P 6×2 内饰升级载货			真皮通风加热座椅(腰托、扶手)	
	J6L 6×2 精英版载货			真皮通风加热座椅(腰托、扶手)	
	J6L 4×2 大容积快递车			空气减振座椅	
	J6L 4×2 精英版载货			真皮通风座椅(腰托、扶手)	
	J6L 4×2 大容积快递车			空气减振座椅	
	J6L 4×2 精英版载货			真皮通风座椅(腰托、扶手)	
	J6L 4×2 尊享版载货			通风加热座椅(腰托、扶手)	
	J7 8×4 平头载货车		格拉默	空气座椅(可调座深海绵座椅、有扶手、有通风和加热功能)	
	J6L 6×2 质惠版			真皮通风加热驾驶员座椅(腰托、扶手)	

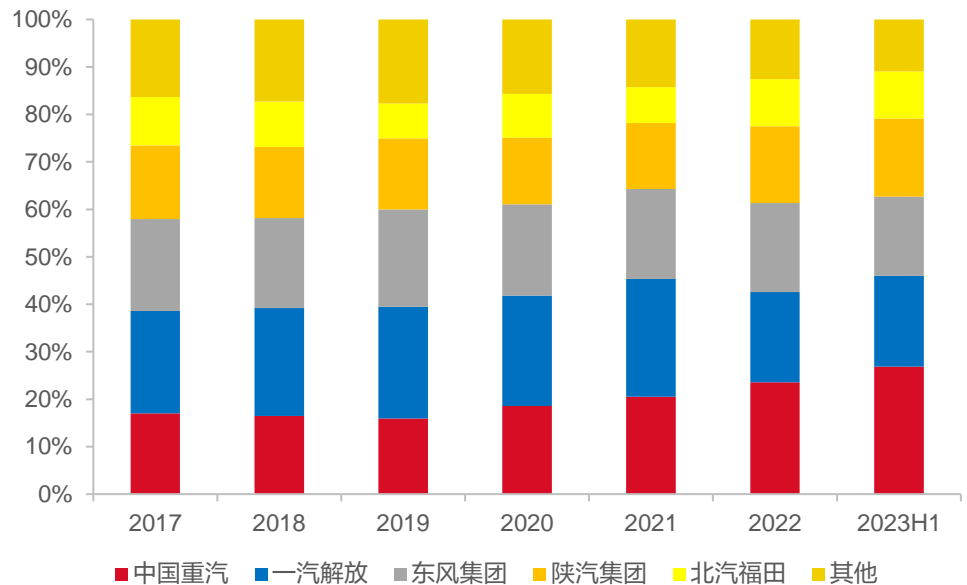
资料来源：一汽解放网站，东海证券研究所

4.3.深度合作解放、陕汽等头部主机厂，市占率稳步提升

积极开拓中国重卡座椅市场，市占率持续提升。格拉默 2012 年与江苏裕华成立合资公司，正式进入中国卡车座椅市场。目前格拉默座椅产品已配套一汽解放、陕汽集团、福田戴姆勒、徐工汽车等主流重卡生产商，主打产品包括 MSG 90.3、MSG 90.6、MSG115 等。同时，格拉默拓展重卡家居式座舱业务和改装市场，2020 年启动商用车座舱项目并研发出重卡智能家居式座舱，2021 年末发布基于 MSG115 系列的 RoadTiger 座椅，开拓改装市场。随着对国内重卡座椅市场的持续开拓，格拉默市占率不断提升，2019 年、2020 年市占率为 4.1%、6.1%，2022 年上升至 10% 左右。

深度绑定头部主机厂，全国产能布局完善。2016 年，格拉默与陕汽集团成立合资公司格拉默汽车座椅（陕西）有限公司并在陕西富平建厂，年产能 20 万套座椅总成；2021 年，格拉默与一汽哈轻成立合资公司格拉默车辆部件（哈尔滨）有限公司，年产能 10 万套座椅总成。目前，格拉默商用车座椅业务已建立包括宁波（原无锡工厂）、富平（配套陕汽）、哈尔滨（配套一汽解放）、青岛（配套一汽解放）、天津（配套福田戴姆勒，以及卡特彼勒、三一、雷沃、一拖、徐工、约翰迪尔、林德、杭叉、合力等非道路客户）等在内的完善产能体系，实现对主要客户的就近配套。国内重卡市场集中度较高，前五大厂商中国重汽、一汽解放、东风集团、陕汽集团、北汽福田合计市场占有率在 85% 以上，格拉默与一汽解放、陕汽集团等头部主机厂深度合作，有望显著受益于国内重卡销量的回暖和高端重卡市场的扩容。

图60 2017-2023 年重卡企业市场占有率（%）



资料来源：第一商用车网，东海证券研究所

座椅配套于多品牌高端车型。格拉默座椅已配套一汽解放的鹰途、J7、JH6、J6P，陕汽的德龙 X6000、X5000、X3000，福田戴姆勒的欧曼银河，徐工的智卡 W550、汉风 G9 等高端车型。其中解放鹰途的头等舱、生活舱车型以及欧曼银河都采用了格拉默的高端座椅平台 MSG115 座椅，欧曼银河座椅搭载了全新一代减震系统，减震器气囊行程达到 210mm，高度调节行程达到 145mm，并可实现 60mm 座深调节、25mm 水平减震；同时也搭载了腰部两侧支撑系统、13.3° 肩部调节、靠背气动按摩系统、“吸风式”通风系统、安全带高度支持三挡调节等，支持靠背调节、倾角调节、快降、阻尼调节等功能。解放 J7 等车型则采用了 MSG90.6 座椅，可实现手动靠背调节、高度调节、座深调节、倾角调节、水平滑道调节、阻尼调节以及快降等功能；德龙 X3000 等车型采用 MSG90.3 座椅。

合作福田奥铃，拓展中卡应用。2021 年福田奥铃发布奥铃大黄蜂皇宫版，格拉默座椅首次用于中卡领域。格拉默与奥铃联合定制开发的“龙椅”底部采用了 90.3 平台，靠背选用 115 平台的造型，并调整了座椅的背部骨架、阻尼器参数、通风加热、可调节三点式安全带等功能的集成，配备了一体式头枕、随动三点式安全带、吸风式通风功能、座椅加热、无级调节扶手、气囊减震以及针对亚洲人体设计的腰部支撑。

图61 格拉默商用车座椅产品



资料来源：盖世汽车，东海证券研究所

高端座椅行业竞争格局良好。国内高端商用车座椅市场格局高度集中，主要产品包括格拉默的 MSG 系列、伊思灵华泰的 NTS 系列、李尔的领航员等。伊思灵华泰方面，NTS875 配套于一汽解放 J6P、东风天龙 GX、东风 D760、陕汽 X6000、红岩 H6、中国重汽 C9H、中国重汽 C7H 等车型，并合作斯堪尼亚、奔驰卡车、沃尔沃卡车、曼恩等进口品牌；第二代卡车座椅 NTS2 已用于沃尔沃卡车、日本日野、依维柯、达夫、五十铃等品牌，预计 2023 年开始在国产卡车上匹配。李尔领航员方面，2020 年三一重卡全系采用李尔领航员座椅。

表14 格拉默、伊思灵华泰配套车型

车企名称	格拉默配套车型	伊思灵华泰配套车型
一汽解放	鹰途、J7、JH6、J6P	J6、J5P、J5K、J5M、J4
陕汽集团	德龙 X6000、X5000、X3000	X6000、F3000、奥龙、德龙
福田戴姆勒	欧曼银河	
徐工重卡	智卡 W550、汉风 G9	
东风公司	乘龙 H5V	天龙 GX、D760
中国重汽		C9H、C7H
北奔重卡		NG80A、V3
上汽红岩依维柯		H6、杰狮 908

资料来源：各车企网站、伊思灵华泰网站，东海证券研究所

5.盈利预测

销售收入：公司各项业务中，（1）乘用车座椅：公司在手订单丰富，已收获来自新能源车企、奥迪、大众的多个定点项目，其中首个定点项目今年已实现量产，随着定点项目陆续进入量产阶段，乘用车座椅业务有望持续放量。（2）出风口、隐藏式门把手、车载冰箱等：公司出风口产品去年已实现销售收入 9000 万元左右，未来将持续快速增长，隐藏式门把手、车载冰箱订单将逐步进入量产阶段，成为新的增长点。（3）商用车座椅业务：格拉默持续开拓国内市场，今年以来国内重卡需求回暖、重卡出口持续景气，格拉默绑定一汽解放、陕汽集团，有望受益于国内重卡销量的改善。（4）头枕、座椅扶手、中控及其他内饰件：公司在细分领域的行业龙头地位稳固，预计相关收入将保持平稳。同时，由于公司海外收入占比较高，今年以来的汇率变动趋势预计将对营收产生一定的积极影响。

毛利率：2022 年全球范围内的缺芯、原材料价格上涨等因素对公司短期毛利率产生一定影响，随着以上因素有所缓解，传统业务的毛利率具备改善空间。新业务方面，乘用车座椅、出风口等毛利率参考公司募投资项目中的达产毛利率水平，其中乘用车座椅业务在产量提升后规模效应有望逐步体现，盈利能力进一步提高。

期间费用率：公司持续推进格拉默的海外降本增效措施，提升经营效率，同时随着乘用车座椅及出风口、隐藏式门把手、车载冰箱等新业务放量，期间费用率有望持续改善。

表15 分业务收入预测

		2022A	2023E	2024E	2025E
商用车座椅	销售收入（百万元）	5,907	6,402	6,557	6,692
	成本（百万元）	5,075	5,416	5,547	5,661
	销售收入增长率（%）	7%	8%	2%	2%
	毛利率（%）	14%	15%	15%	15%
头枕、座椅扶手、中控及其他内饰件	销售收入（百万元）	11,769	12,705	12,705	12,705
	成本（百万元）	10,319	11,028	10,990	10,990
	销售收入增长率（%）	8%	8%	0%	0%
	毛利率（%）	12%	13%	14%	14%
乘用车座椅	销售收入（百万元）	/	480	2,190	5,990
	成本（百万元）	/	430	1,853	5,068
	销售收入增长率（%）	/	/	356%	174%
	毛利率（%）	/	10%	15%	15%
出风口、隐藏式门把手、车载冰箱等	销售收入（百万元）	90	250	700	1,500
	成本（百万元）	65	180	503	1,077
	销售收入增长率（%）	/	178%	180%	114%
	毛利率（%）	28%	28%	28%	28%
其他业务	销售收入（百万元）	201	200	200	200
	成本（百万元）	147	140	140	140
	销售收入增长率（%）	-53%	0%	0%	0%
	毛利率（%）	27%	30%	30%	30%
合计	销售收入（百万元）	17,967	20,038	22,353	27,087
	成本（百万元）	15,616	17,194	19,033	22,936
	销售收入增长率（%）	7%	12%	12%	21%
	毛利率（%）	13%	14%	15%	15%

资料来源：同花顺，东海证券研究所

预计 2023-2025 年公司实现营业收入 200.38 亿元、223.53 亿元、270.87 亿元，同比 +12%、+12%、+21%；实现归母净利润 3.89 亿元、6.94 亿元、11.22 亿元，同比+127%、+79%、+62%；对应 EPS 为 0.34 元、0.61 元、0.99 元，按照 2023 年 8 月 1 日收盘价计算，对应 PE 为 46X、26X、16X。首次覆盖，给予“买入”评级。

表16 盈利预测结果

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	17967	20038	22353	27087
增长率（%）	7%	12%	12%	21%
归母净利润（百万元）	-1417	389	694	1122
增长率（%）	-1222%	127%	79%	62%
EPS（元/股）	-1.25	0.34	0.61	0.99
市盈率（P/E）	-13	46	26	16
市净率（P/B）	5	5	4	3

资料来源：同花顺，东海证券研究所

6.风险提示

汇率波动的风险。公司海外业务占比较高，汇率波动可能影响公司收入及业绩情况。

盈利改善不及预期的风险。公司持续推进海外业务的降本增效，如格拉默盈利改善不及预期，或影响公司盈利水平。

新业务拓展不及预期的风险。公司拓展乘用车座椅总成、隐藏式门把手、隐藏式出风口、车载冰箱等多项新业务，如公司新业务拓展不及预期，或影响公司销售收入。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,163	1,002	1,118	1,354
应收票据及账款	3,381	3,860	4,306	5,218
预付账款	154	117	131	158
其他应收款	70	75	83	101
存货	1,825	1,990	2,202	2,654
其他流动资产	283	302	337	409
流动资产总计	6,877	7,346	8,177	9,894
长期股权投资	11	12	14	16
固定资产	4,048	3,948	3,940	4,012
在建工程	434	924	880	703
无形资产	1,118	976	850	710
长期待摊费用	33	17	-	-
其他非流动资产	2,933	2,943	2,920	2,897
非流动资产合计	8,577	8,820	8,604	8,338
资产总计	15,454	16,165	16,782	18,232
短期借款	2,135	1,834	1,164	258
应付票据及账款	2,882	3,021	3,344	4,029
其他流动负债	1,867	2,332	2,579	3,104
流动负债合计	6,884	7,187	7,086	7,391
长期借款	3,455	3,455	3,455	3,455
其他非流动负债	1,339	1,339	1,339	1,339
非流动负债合计	4,794	4,794	4,794	4,794
负债合计	11,678	11,981	11,880	12,185
股本	1,117	1,117	1,117	1,117
资本公积	3,434	3,434	3,434	3,434
留存收益	-1,095	-707	-12	1,110
归属母公司权益	3,455	3,844	4,539	5,660
少数股东权益	320	340	363	387
股东权益合计	3,775	4,184	4,902	6,047
负债和股东权益合计	15,454	16,165	16,782	18,232

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	-1,463	382	691	1,119
折旧与摊销	624	622	677	728
财务费用	200	250	229	194
其他经营资金	1,550	0	-116	-240
经营性现金净流量	910	1,254	1,480	1,802
投资性现金净流量	-824	-865	-465	-465
筹资性现金净流量	-398	-551	-900	-1,100
现金流量净额	-385	-162	116	237

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	17,967	20,038	22,353	27,087
营业成本	15,616	17,194	19,033	22,936
营业税金及附加	48	54	60	73
销售费用	262	271	279	325
管理费用	1,368	1,503	1,632	1,923
研发费用	376	341	358	406
财务费用	200	250	229	194
其他经营损益	14	-	-	-
投资收益	3	3	3	3
公允价值变动损益	-	-	-	-
营业利润	-1,444	435	770	1,236
其他非经营损益	9	9	9	9
利润总额	-1,435	445	780	1,245
所得税	28	36	62	100
净利润	-1,463	409	717	1,146
少数股东损益	-45	20	23	24
归属母公司股东净利润	-1,417	389	694	1,122
EBITDA	-611	1,316	1,686	2,168
NPOLAT	-1,263	635	924	1,320
EPS(元)	-1.25	0.34	0.61	0.99

主要财务比率

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收益率	-8%	2%	3%	5%
EBIT增长率	-420%	156%	45%	43%
EBITDA增长率	-160%	315%	28%	29%
净利润增长率	-1222%	127%	79%	62%
盈利能力				
毛利率	13%	14%	15%	15%
净利率	-8%	2%	3%	4%
ROE	-41%	10%	15%	20%
ROA	-9%	2%	4%	6%
ROIC				
估值倍数				
P/E	-13	46	26	16
P/S	1	1	1	1
P/B	5	5	4	3
股息率	0%	0%	0%	0%
EV/EBIT	-18	34	23	15
EV/EBITDA	-37	18	14	10
EV/NOPLAT	-18	37	25	17

资料来源：同花顺，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089