



Research and
Development Center

继峰股份：格拉默整合进入收获期，

乘用车座椅总成打开长期成长空间

—继峰股份(603997)公司深度报告

陆嘉敏
汽车行业首席分析师
执业编号：S1500522060001
联系电话：13816900611
邮箱：lujiamin@cindasc.com

曹子杰
汽车行业研究助理
联系电话：13522702936
邮箱：caozijie@cindasc.com

证券研究报告

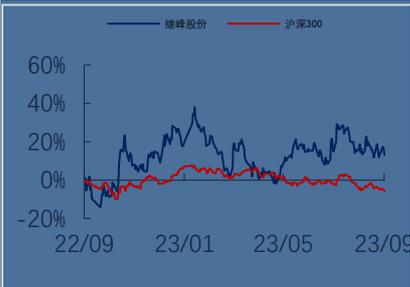
公司研究

公司深度报告

继峰股份(603997)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	13.92
52周内股价波动区间(元)	17.02-10.58
最近一月涨跌幅(%)	-1.35
总股本(亿股)	11.36
流通A股比例(%)	100.00

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

继峰股份：格拉默整合进入收获期，乘用车座椅总成打开长期成长空间

2023年09月21日

报告内容摘要：

- ◆ **汽车座椅龙头，收购格拉默实现产品品类扩张。**公司深耕汽车内饰行业数十载，传统业务为座椅扶手和头枕，客户涵盖主流 tier1 客户和主机厂；2019 年收购格拉默后拓展商用车座椅、乘用车中控系统和其他内饰部件业务，并获得海外生产研发基地，实现全球化布局；公司现已成为全球领先汽车座椅企业，并逐步开发乘用车座椅总成、隐藏式电动出风口、隐藏式门把手、车载冰箱等创新业务。
- ◆ **乘用车座椅：市场空间广阔的高壁垒赛道。**乘用车座椅单车价值高，并可通过材料升级、轻量化、智能化等方式进一步实现产品的消费升级，我们预计国内乘用车座椅市场规模有望由 2021 年的 717.5 亿元增加至 2025 年的 871.7 亿元，年复合增速为 5%。乘用车座椅具备较高的进入壁垒和生产壁垒，竞争格局固化，全球市场以及国内市场主要被外资及合资厂商占据，2020 年国内市场 CR5 达 70%，国产替代空间大。
- ◆ **格拉默整合逐见成效，以乘用车为代表的新兴业务屡获新突破。**1) 格拉默：收购格拉默早期处于整合阵痛期，并受原材料上涨、疫情封控、俄乌冲突、芯片短缺以及物流费用上涨影响，盈利能力受到一定程度影响；随着公司积极推进降本增效措施，格拉默盈利能力已经得到初步改善，分地区看，欧洲地区盈利水平提高，美洲地区继续减亏，亚太地区规模持续扩大，我们预计格拉默盈利水平有望得到持续改善。2) 创新业务：公司乘用车座椅总成业务屡获突破，目前已获六个定点，客户涵盖多个新能源厂商以及传统主机厂奥迪和大众；此外，以隐藏式电动出风口为代表的新产品销量稳步上升；我们认为创新业务有望打开长期成长空间。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**公司是全球领先的汽车座椅龙头，随着整合推进，子公司格拉默降本增效不断取得进展；此外，乘用车座椅总成客户不断取得突破，隐藏式电动出风口等新业务不断拓展，亦有望贡献较多增量收入。我们预计 2023-2025 年归母净利润为 3.10、5.62、9.54 亿元，对应 PE 分别为 52、28、17 倍，考虑到公司切入高壁垒的乘用车座椅总成赛道实现业绩快速增长且 2025 年估值低于可比公司，首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆ **风险因素：**汽车销量不及预期、产能释放不及预期、行业竞争加剧、原材料价格波动、汇率波动、股票定增发行事项推进不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	16,832	17,967	21,684	24,644	30,295
增长率 YoY	7.0%	6.7%	20.7%	13.6%	22.9%
归属母公司净利润 (百万元)	126	-1,417	310	562	954
增长率 YoY	148.9%	-1221.6%	121.8%	81.6%	69.6%
毛利率	14.1%	13.1%	14.1%	14.8%	15.2%
净资产收益率 ROE	2.7%	-41.0%	8.2%	12.9%	17.9%
EPS(摊薄)(元)	0.11	-1.23	0.27	0.49	0.83
市盈率 P/E(倍)	126.74	—	51.72	28.48	16.79
市净率 P/B(倍)	3.45	4.63	4.22	3.67	3.01

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 09 月 21 日收盘价



目录

投资逻辑	6
一、收购格拉默，铸就座椅行业龙头	7
1.1 汽车座椅龙头，收购格拉默实现产品品类扩张	7
1.2 并表格拉默实现收入跨越式增长，推进整合有望改善盈利能力	9
二、乘用车座椅：市场空间广阔的高壁垒赛道	13
2.1 材料升级、轻量化、智能化带动座椅价值量提升	16
2.1.1 面套材料：单价高，中高端材料带动产品升级	16
2.1.2 轻量化：以座椅骨架轻量化为核心，多种轻量化技术相结合	17
2.1.3 智能化：供给端需求端双向选择，座椅智能化前景明朗	20
2.1.4 造车新势力以座椅为核心卖点，加速产品升级趋势	23
2.2 乘用车座椅：行业壁垒较高，市场规模持续提升	25
2.2.1 乘用车座椅行业壁垒较高，竞争格局固化	25
2.2.2 消费升级驱动，乘用车座椅市场规模广阔	27
三、整合格拉默渐入佳境，乘用车座椅屡获突破	28
3.1 继峰本部：费用管控良好的头枕扶手龙头，并购格拉默后市场份额进一步提高	28
3.2 格拉默：历史悠久的汽车内饰件企业，全球商用车座椅龙头	29
3.3 并购格拉默，多维度措施推进整合	33
3.3.1 格拉默自身推进多项调整，提升公司效益	33
3.3.2 继峰深入整合格拉默，赋能降本增效	34
3.3.3 继峰赋能格拉默，商用车座椅业务稳步推进	35
3.3.4 推进产业布局整合，促进工厂资源的有效配置。	35
3.4 乘用车座椅业务打开增长空间，突破性新产品有望成为新增长点	36
3.4.1 格拉默和继峰本部优势互补，实现乘用车座椅业务0到1突破	36
3.4.2 开发突破性新产品，有望成为新增长点	38
四、盈利预测、估值与投资评级	40
4.1 盈利预测及假设	40
4.2 估值与投资评级	40
五、风险因素	41

表目录

表 1：公司产品矩阵	8
表 2：乘用车座椅核心组件及其功能	14
表 3：主要皮类包覆面料材料的分类和性能对比	16
表 4：面套主要原材料价格	17
表 5：主流轻量化工程材料性能和运用场景	19
表 6：智能化座椅的主要功能和实现方案	21
表 7：国内外座椅总成商的智能座椅布局	22
表 8：部分新能源车企部分车型座椅的亮点	23
表 9：部分座椅个性化选配方案及价格	24
表 10：各国座椅认证标准	25
表 11：国内整车厂与座椅厂匹配情况	27
表 12：继峰获得的乘用车座椅项目定点	38
表 13：公司定增募资项目	38
表 14：公司收入预测（亿元）	40
表 15：可比公司估值	40

图目录

图 1：继峰股份发展历程	7
图 2：公司股权结构	7
图 3：公司全球布局	9
图 4：2015-2023 年 H1 营收及增速	10
图 5：2015-2023 年 H1 扣非归母净利润及增速	10
图 6：2015-2022 年公司分业务营收（亿元）	10
图 7：2015-2022 年公司分业务营收占比	10
图 8：2015-2022 年公司分地区营收（亿元）	11
图 9：2015-2022 年公司分地区营收占比	11
图 10：2015-2023 年 H1 公司费用率情况	11
图 11：2019-2023 年 H1 公司研发费用及研发费用率	12
图 12：2019-2022 年公司研发人员及占比	12

图 13: 2015-2022 年继峰股份毛利率与净利率	12
图 14: 2015-2022 年分业务毛利率	12
图 15: 2018-2022 年继峰股份商誉和无形资产规模	13
图 16: 某款汽车座椅示意图	14
图 17: 座椅结构组成	14
图 18: 座椅零部件价值量占比	15
图 19: 智己 L7 座椅外观	17
图 20: 汽车座椅质量占比图	18
图 21: 轻量化座椅技术的具体分类	18
图 22: 座椅靠背骨架尺寸优化实例	19
图 23: 拓扑优化座椅骨架实例	19
图 24: 工程塑料轻量化方案	20
图 25: EPP 轻量化方案	20
图 26: 2021 年汽车消费者最想要的 10 种功能选择比例	20
图 27: 2020-2025 新增乘用车座椅功能装配率预测	22
图 28: 理想 L9 三排全电动座椅	24
图 29: 理想 L9 首创四向电动腿托	24
图 30: 蔚来 es8 女王副驾	24
图 31: 小鹏 G9 5D 音乐座舱	24
图 32: 乘用车座椅行业壁垒	25
图 33: 汽车座椅生产流程	26
图 34: 2020 年全球座椅市场份额相对占比	27
图 35: 2020 年国内座椅市场份额相对占比	27
图 36: 2021-2025 年国内乘用车座椅市场规模及增长	28
图 37: 2021-2025 年国内不同价格带乘用车座椅市场规模	28
图 38: 2015-2023 年 H1 继峰股份销售毛利率和销售净利率	29
图 39: 2015-2022 年公司头枕和座椅扶手出货量和全球市占率	29
图 40: 格拉默发展历程	30
图 41: 格拉默集团全球研发中心	30
图 42: 格拉默集团全球生产和物流基地	30
图 43: 格拉默主要产品	31
图 44: 2022 年格拉默分产品收入结构	31
图 45: 2015-2022 年格拉默营收及增速	31
图 46: 2015-2022 年格拉默 EBIT 及利息税前利润率	31
图 47: 2015-2022 年格拉默净利润及销售净利率	32
图 48: 2015-2022 年格拉默毛利润及销售毛利率	32
图 49: 2021-2022 年度格拉默集团分地区营收 (百万欧元)	33
图 50: 2021-2022 年度格拉默集团分地区 EBIT (百万欧元)	33
图 51: 公司并购格拉默历程	33
图 52: 格拉默组织架构调整方式	34
图 53: 继峰股份降本增效措施	35
图 54: 继峰股份推进产业布局整合和扩张时序图	36
图 55: 2020Q1-2023Q1 年格拉默营收及增速季报	36
图 56: 2020Q1-2023Q1 年格拉默 EBIT 及增速季报	36
图 57: 继峰+格拉默优势互补共同助力乘用车业务	37
图 58: 蔚来 ET7 搭载的隐藏式智能出风口	39
图 59: 某款隐藏式门把手	39
图 60: 理想 L9 配备的车载冰箱	39

投资逻辑

乘用车座椅：市场空间广阔的高壁垒赛道。乘用车座椅单车价值高，并可通过材料升级、轻量化、智能化等方式进一步实现产品的消费升级，我们预计乘用车座椅市场规模有望由 2021 年的 717.5 亿元增加至 2025 年的 871.7 亿元，年复合增速为 5%。乘用车座椅行业具备较高的进入壁垒和生产壁垒，竞争格局固化，全球市场以及国内市场主要被外资及合资厂商占据，2020 年国内市场 CR5 达 70%，国产替代空间大。

格拉默整合进入收获期，有望逐步实现业绩兑现。继峰本部从组织架构、联合采购、统一标准、整合产业布局等方面推进多项整合措施，格拉默经营管理效率得到明显改善。2021 年 Q3 至 2023 年 Q1，格拉默连续六个季度实现收入增长；在原材料上涨、芯片短缺、物流费用上涨等诸多不利条件得到缓解后，2023 年 H1 格拉默盈利能力得到了大幅改善，实现了 0.19 亿欧元的 EBIT，同比扭亏为盈，我们认为随着整合措施的持续推进，格拉默的盈利能力有望得到进一步提升。

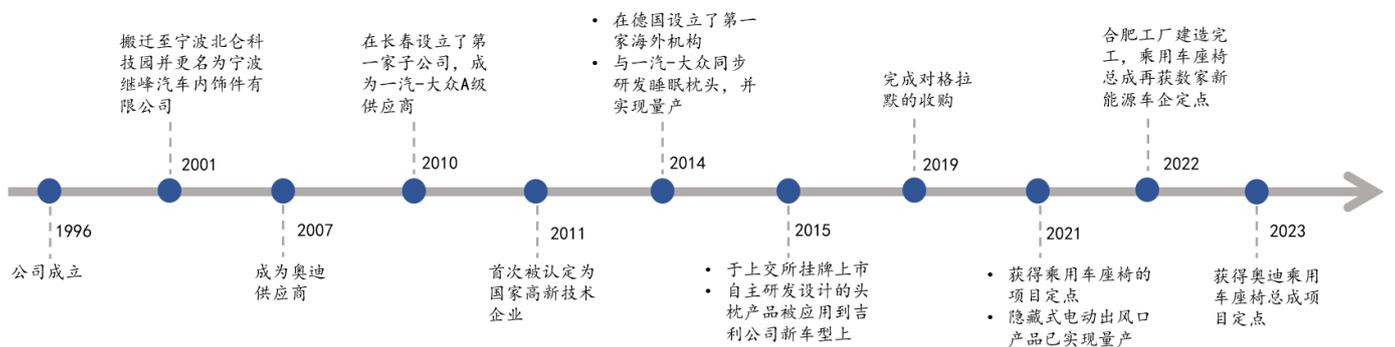
积极拓展乘用车座椅总成业务，打开长期成长空间。公司积极拓展乘用车座椅总成业务，凭借优秀的成本控制水平和快速响应能力，叠加格拉默生产经验、平台优势、品牌名声优势赋能，持续取得新进展。2021 年获得某造车新势力品牌主机厂定点，实现由 0 到 1 的突破；2023 年 2 月获得奥迪定点，实现传统主机厂定点由 0 到 1 的突破；2023 年 6 月获得一汽大众定点，实现传统燃油车领域定点 0 到 1 的突破。公司已获得奥迪、一汽以及多家新能源汽车主机厂的乘用车座椅定点，我们认为公司在手订单充足且具备持续获取订单能力，随着合肥、长春等地产线逐步建成，年出货量有望达到百万辆。

一、收购格拉默，铸就座椅行业龙头

1.1 汽车座椅龙头，收购格拉默实现产品品类扩张

深耕行业二十载的汽车座椅龙头。1996 年公司成立；2001 年搬迁至宁波北仑科技园并更名为宁波继峰汽车内饰件有限公司；2007 年成为奥迪供应商；2010 年在长春设立了第一家子公司，同年成为一汽-大众 A 级供应商；2011 年公司首次被认定为国家高新技术企业；2014 年在德国设立了第一家海外机构，与一汽-大众同步研发睡眠枕头并实现量产；2015 年于上交所挂牌上市，自主研发设计的头枕产品被应用到吉利公司新车型上；2019 年完成对格拉默的收购；2021 年获得乘用车座椅的项目定点，实现该项目从 0 到 1 的突破，同时新产品隐藏式电动出风口已实现量产；2022 年合肥工厂建造完工，乘用车座椅总成再获数家新能源汽车企定点；2023 年初获得奥迪乘用车座椅总成项目定点，实现传统主机厂定点的突破。

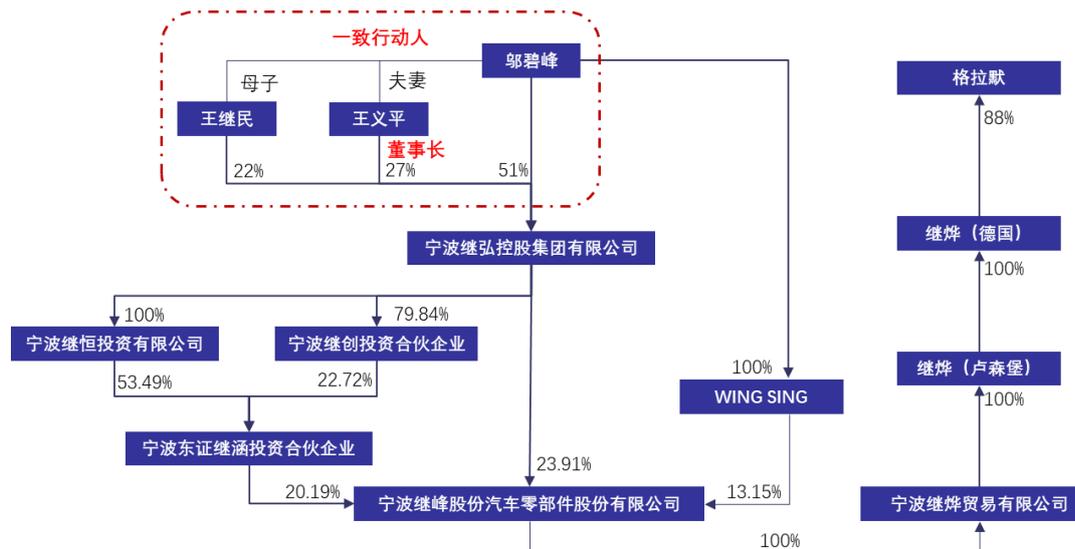
图 1：继峰股份发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，信达证券研发中心

公司股权结构清晰，间接控制格拉默 88% 股份。公司实控人为邬碧峰、王义平夫妻及其子王继民，三人为一致行动人，合计持有继峰股份 50.71% 的股权。继峰股份通过继焯贸易、继焯（卢森堡）和继焯（德国）间接持有格拉默公司 88.11% 的股权，实现对格拉默的控制。

图 2：公司股权结构

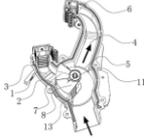


资料来源：同花顺 ifind，公司公告，信达证券研发中心（截止至 2023 年 7 月 15 日）

收购格拉默，实现产品品类扩张。继峰本部传统业务为乘用车座椅头枕、扶手；收购格拉默后拓展乘用车中控系统和其他内饰部件业务，并延伸至商用车座椅领域，可提供卡车和房车座椅、农业机械和建筑机械座椅、物料运输车和草坪车座椅、轨道交通和公共汽车座椅等；

此外，公司立足于传统业务，结合继峰与格拉默优势，业务进一步拓展至乘用车座椅总成、隐藏式电动出风口、隐藏式门把手、车载冰箱等。

表 1：公司产品矩阵

领域	产品	图例	主要客户
乘用车业务	头枕		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、日产等国外主流厂商；一汽、上汽、东风、长城、红旗、比亚迪、吉利汽车、小鹏、蔚来、理想等国内优势汽车企业
	扶手		
	中控		
	其他内饰部件		
商用车业务	卡车和房车座椅		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
	农业机械和建筑机械座椅		AGCO、卡特彼勒、CLAAS、CNH、迪尔公司、久保田、利勃海尔等
	物料运输车 and 草坪车座椅		皇冠、现代、永恒力、凯傲、曼尼通、丰田等
	轨道交通和公共汽车座椅		阿尔斯通、庞巴迪、大宇、德国联邦铁路、西门子、斯塔德勒等
创新业务	乘用车座椅总成		大众、奥迪、四个新能源主机厂车型
	隐藏式电动出风口		大众、吉利、长城汽车、蔚来等
	隐藏式门把手		

车载冰箱



资料来源：公司官网，公司年报，理想汽车，信达证券研发中心

并购格拉默后获得海外生产研发基地，实现全球化布局。原继峰公司业务主要集中于国内市场，对外出口量较小，2019 年收购格拉默后公司实现全球化布局。继峰立足于宁波总部，在全球 10 个国家拥有 14 个研发中心，20 个国家拥有近 70 家控股子公司，形成了全球设计、生产、物流和营销网络。公司具备全球化配套能力，凭借先进的创新设计、生产制造、品质管理和优秀服务等优势，发展成为少数能同时为欧系、美系、日系、自主品牌等整车生产厂家提供配套的汽车零部件供应商，与宝马、奥迪、大众、戴姆勒、特斯拉等主机厂及江森、李尔、佛吉亚等座椅厂建立了长期合作伙伴关系。

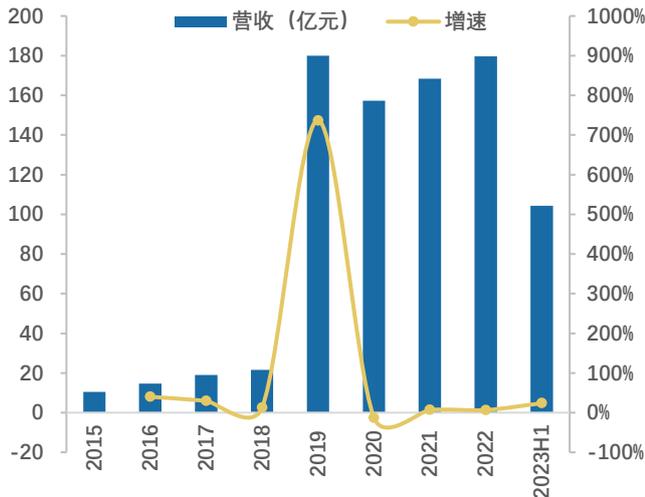
图 3：公司全球布局



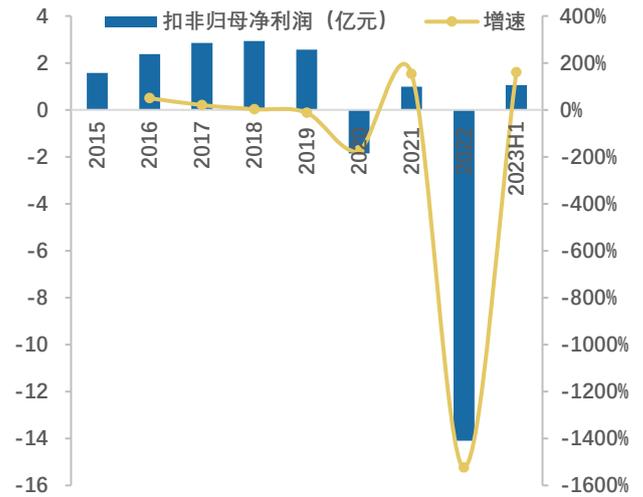
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

1.2 并表格拉默实现收入跨越式增长，推进整合有望改善盈利能力

并表格拉默收入实现跨越式增长，推进整合有望改善盈利能力。2019 年格拉默并表后收入实现跨越式增长，由 2018 年 21.5 亿元增加至 2019 年的 180.0 亿元，同比增长 737%；2020 至 2022 年进入整合阵痛期，受原材料上涨、疫情扰动、俄乌冲突、芯片短缺以及物流费用上涨影响，叠加乘用车业务费用性支出、美洲地区管理效率较低等因素，公司业绩承压。我们认为随着整合措施持续推进，不利因素逐渐消退，公司盈利能力有望迎来改善。

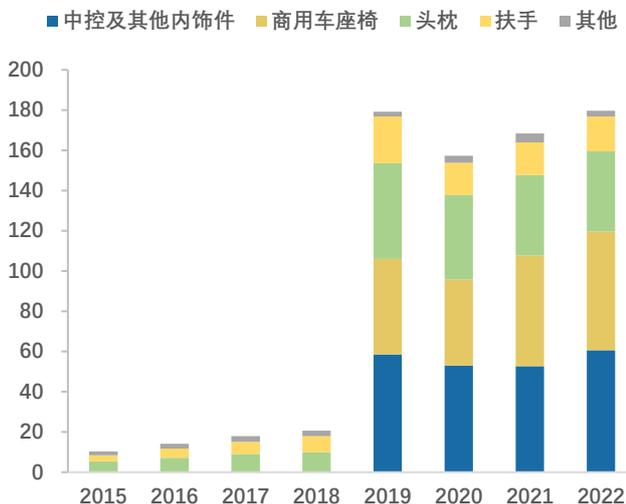
图 4：2015-2023 年 H1 营收及增速


来源：同花顺 ifind, 信达证券研发中心

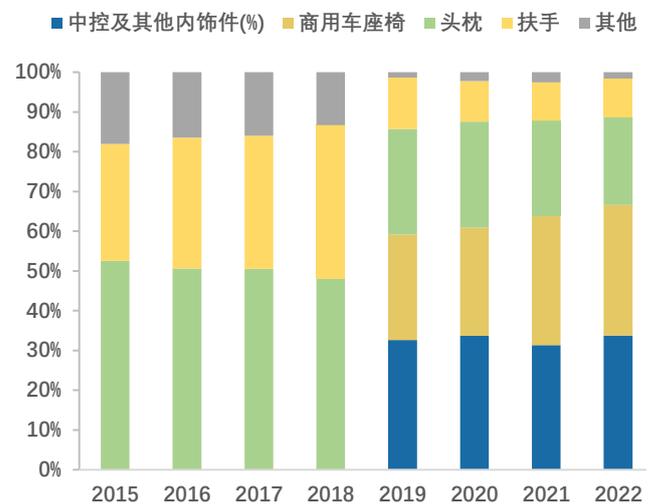
图 5：2015-2023 年 H1 扣非归母净利润及增速


来源：同花顺 ifind, 信达证券研发中心

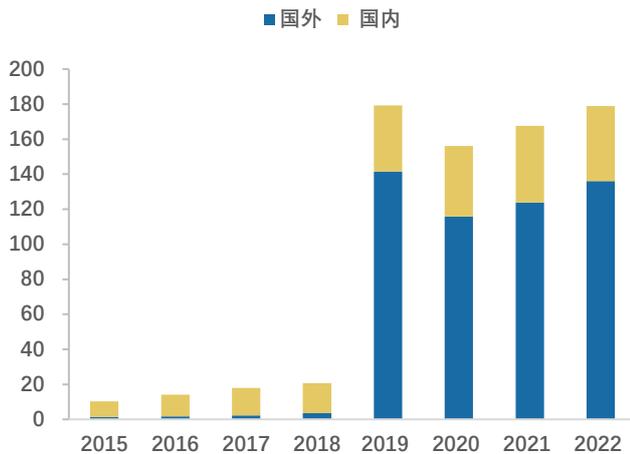
产品线逐渐丰富，业务实现多元化发展。分业务结构来看，2018 年及以前，头枕和座椅扶手收入占比在 80% 以上；2019 年收购格拉默后，新增了中控系统、内饰部件、创新性的热塑解决方案及商用车座椅等领域产品线，同时乘用车座椅总成、隐藏式电动出风口等新兴业务也开始发力。**分产品来看**，2022 年公司商用车座椅业务收入 59.1 亿元，占比 33%；中控及其他内饰收入 60.6 亿元，占比 34%；头枕收入 39.8 亿元，占比 22%；座椅扶手收入 17.3 亿元，占比 10%。**分地区来看**，收购格拉默前公司以国内客户为主，收购格拉默后公司实现了全球化布局，营收以海外业务为主；2022 年海外收入 136 亿元，占比 75.7%；国内收入 42.8 亿元，占比 23.8%。

图 6：2015-2022 年公司分业务营收（亿元）


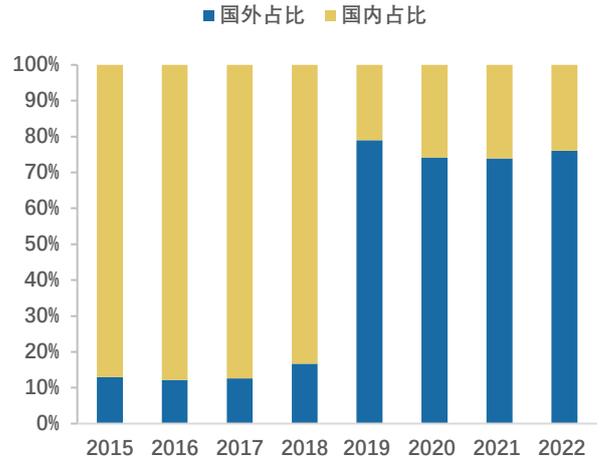
资料来源：同花顺 ifind, 信达证券研发中心

图 7：2015-2022 年公司分业务营收占比


资料来源：同花顺 ifind, 信达证券研发中心

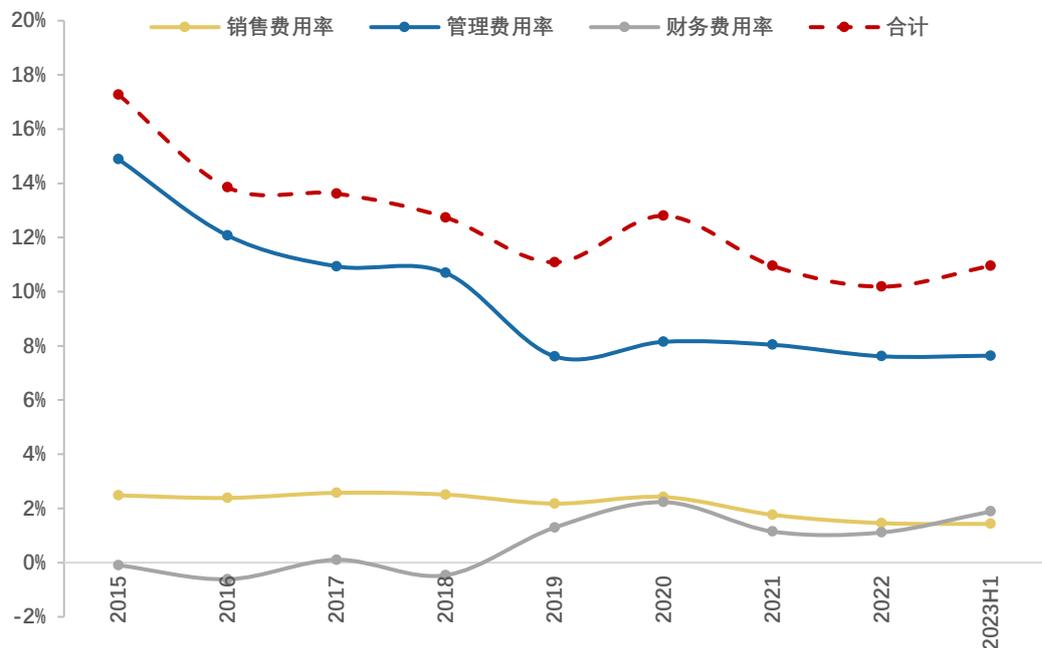
图 8：2015-2022 年公司分地区营收（亿元）


资料来源：同花顺 ifind, 信达证券研发中心

图 9：2015-2022 年公司分地区营收占比


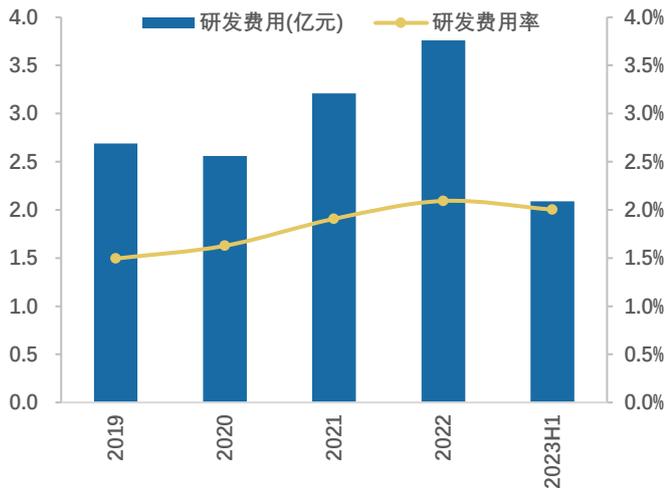
资料来源：同花顺 ifind, 信达证券研发中心

成本管控良好，费用率持续下降。公司上市以来费用管控良好，三项费用率合计由 2015 年的 17.3% 下降至 2022 年的 10.19%；其中销售费用率由 2.48% 降低至 1.46%；管理费用率由 14.89% 降低至 7.61%；财务费用率由 -0.1% 增加至 1.11%，增幅较小，主要系并表格拉默所致。我们认为随着格拉默降本增效措施的持续推进，经营和管理效率有望稳步提升，推动费用率进一步下降。

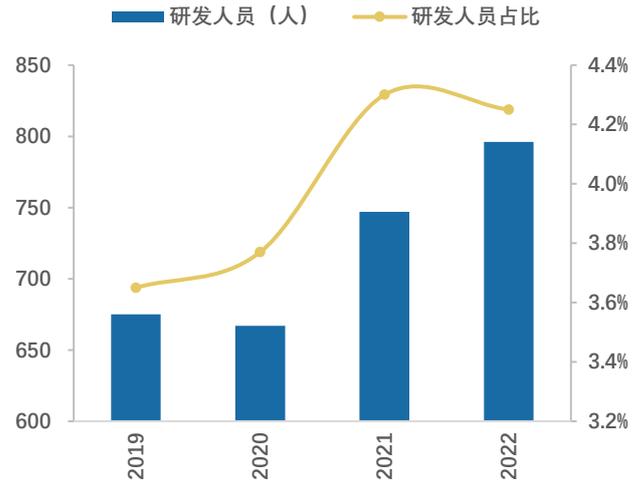
图 10：2015-2023 年 H1 公司费用率情况


资料来源：同花顺 ifind, 信达证券研发中心

积极培育新业务，持续加大研发投入。2019 年公司开始培育以乘用车座椅总成为核心的战略新兴业务，研发投入由 2019 年的 2.69 亿元增加至 2022 年的 3.76 亿元，占营收的比例由 1.49% 提升至 2.09%；研发人员由 2019 年的 675 人增加至 2022 年的 796 人，占比由 3.65% 提升至 4.25%。我们认为乘用车座椅总成研发壁垒高、前期投入大，随着公司在手订单逐步量产并形成规模，研发费用率有望保持稳定。

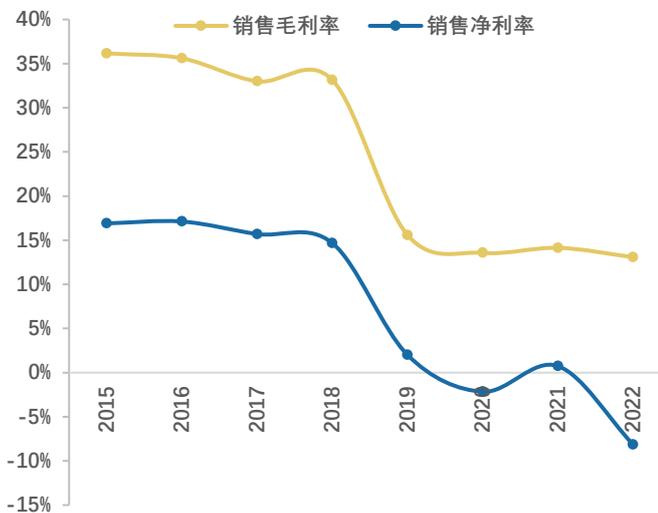
图 11：2019-2023 年 H1 公司研发费用及研发费用率


来源：同花顺 ifind, 信达证券研发中心

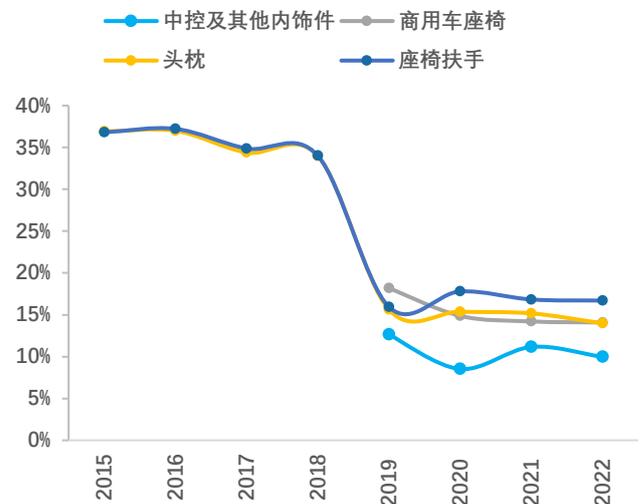
图 12：2019-2022 年公司研发人员及占比


来源：同花顺 ifind, 信达证券研发中心

继峰本部成本控制能力优秀，受格拉默拖累盈利能力有所下滑。继峰优秀的成本控制能力使得本部产品毛利率处于较高水平，收购格拉默前毛利率保持在 30% 以上，净利率在 14% 以上。格拉默并表后，受海外人工成本较高和格拉默材料自产率较低等因素影响，产品毛利率出现下降，头枕和扶手业务毛利率下降到 15% 左右，公司总体毛利率下降到 13%-16%，净利润则在盈亏线上下浮动。我们认为随着继峰加快整合措施，将管理能力复制到格拉默，公司整体盈利能力有望实现提升。

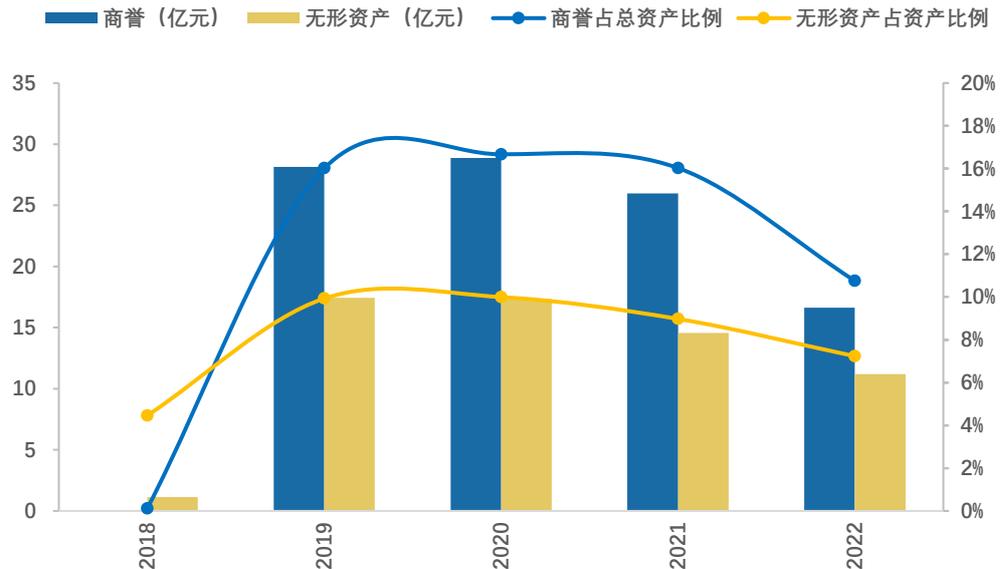
图 13：2015-2022 年继峰股份毛利率与净利率


来源：同花顺 ifind, 信达证券研发中心

图 14：2015-2022 年分业务毛利率


来源：同花顺 ifind, 信达证券研发中心

并购格拉默形成较高商誉与无形资产，计提资产减值后轻装上阵。收购格拉默后，继峰股份形成了 28.1 亿元的商誉和 16.3 元的无形资产，此后未进行商誉减值，商誉和无形资产金额波动系汇率因素影响。受俄乌冲突、欧洲央行加息等因素影响，2022 年度公司计提长期资产（含商誉）减值 15.4 亿元，其中商誉减值准备 10.1 亿元，无形资产减值准备 2.9 亿元，剩余商誉和无形资产分别为 16.6 亿元和 11.2 亿元，本次计提过后预计公司商誉和无形资产规模占总资产比例分别下降至 10.75% 和 7.23%，公司财务结构更加健康。我们认为本次减值系外部因素影响，并非公司经营管理不善所致，后续进一步计提减值的可能性较小。

图 15：2018-2022 年继峰股份商誉和无形资产规模


资料来源：同花顺 ifind，信达证券研发中心

二、乘用车座椅：市场空间广阔的高壁垒赛道

座椅是汽车的必要配置，主要用于乘坐和支撑乘客身体、保护乘客安全。汽车座椅有两方面的作用，一方面，汽车座椅为驾驶员和乘客提供舒适的乘坐体验，最大环境限度地减少驾驶员和乘客长时间乘坐时的疲劳，提高乘坐舒适性；另一方面，汽车座椅也是一个重要的被动安全部件，在发生事故时起到约束和保护驾乘人员的作用，与安全带和安全气囊一起，可以大幅降低事故对驾驶员和乘客造成的伤害。

汽车座椅种类繁多，其类型和款式因汽车类型、价格、功能和市场需求而有所不同，生产厂家针对不同车型进行定制化适配。按座椅的使用功能来分类，可分为驾驶员座椅、乘客座椅、儿童座椅、赛车座椅等。按照座椅面套的材质来分类，可以分为纺织布料座椅、人造革座椅和真皮座椅等。按照配套汽车类型分类，可以分为乘用车座椅和商用车座椅，其中乘用车行驶的路况通常较好，因此乘用车座椅一般与车身是刚性连接，主要注重舒适性和安全性；商用车座椅主要包括重卡和工程机械座椅，其工作路况一般较差，存在低频大幅度的振动，所以通常配备了气动减震。

图 16：某款汽车座椅示意图


资料来源：小鹏汽车官网，信达证券研发中心

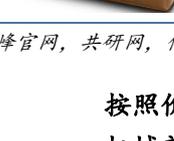
按组成材料分类，汽车座椅由外饰材料和金属零部件组成。汽车座椅外饰材料包括头枕、靠背、扶手和坐垫，金属零部件则包括座椅骨架、滑轨、调角器、升降器、电机/电控、弹簧等。金属零部件是组成座椅功能的基础核心部件，其中座椅骨架在提供舒适性的同时起到保护驾驶员的作用；座椅滑轨具有连接车身与座椅、支撑人体重量、调节座椅位置的功能；调角器是连接座椅椅座和椅背的装置，可调节、锁定椅背的倾斜角度；弹簧有利于减震，提高乘坐者的舒适性；升降器可以调节汽车座椅高度和角度，为驾乘者提供最优视线，保障行车安全。

图 17：座椅结构组成


资料来源：华经产业研究院，信达证券研发中心

表 2：乘用车座椅核心组件及其功能

组件	示意图	功能
----	-----	----

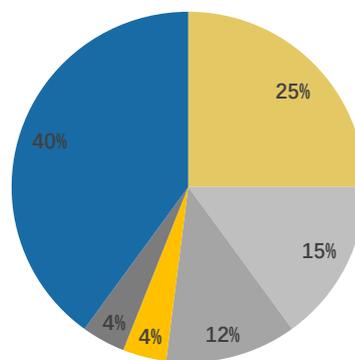
面套		面套是包裹在座椅总成表面的材料，直接与驾乘人员的身体接触，一方面对座椅泡沫有保护作用，另一方面还能体现出设计者的设计意图。座椅面料主要有真皮和人造革等。
骨架		座椅强度通常是通过对座椅骨架的设计来实现的。通过骨架结构的设计和材料的选择使座椅能够承受一定的载荷，给驾驶员和乘客提供安全、有效的支撑。
机械部件		机械部件组合包括滑轨、调角器、调节器等，每一个都对座椅功能性、舒适性乃至安全性起着至关重要的作用。如调角器除用来调节座椅靠背角度，使其达到一个舒服的角度，同时在汽车受到撞击时，还能够给坐垫和靠背的连接处提供相应的强度支撑，使驾乘人员保持一个相对好的姿态。
电机		座椅电机是实现汽车座椅电动控制，为调节座椅提供动力的电机。其分类包括调角电机，水平电机，前抬高电机，后抬高电机等。
发泡		发泡能使驾乘人员对座椅产生直接触觉反馈，直接感知座椅的乘坐舒适性。不同的汽车类型和人群对座椅发泡的软硬程度需求有所不同。
头枕		头枕是与驾乘人员头部直接接触的部分，是座椅安全性能的核心部分，一旦发生事故能够最大限度减少乘用者头颈部受到的损伤。同时通过增加集成调节、舒适性能和音频功能，头枕能够提升驾乘体验。
扶手		作为关键接触部位，除扶手基础功能外，还可搭配其他可选功能，如存储、充电表面和集成触摸屏来控制车内其他功能。

资料来源：延峰官网，共研网，信达证券研发中心

按照价值量占比拆分，面套价值量最高，占比约为 25%；座椅骨架价值占比约 15%；座椅的机械部件包括升降器、滑轨、调角器等用于辅助座椅的功能运行部件，分别占比约 12%、4%、4%，共 20%；其他内饰包括头枕、扶手、发泡等占比约 40%。

图 18：座椅零部件价值量占比

■面套 ■座椅骨架 ■升降器 ■滑轨 ■调角器 ■其他



资料来源：华经产业研究院，信达证券研发中心

2.1 材料升级、轻量化、智能化带动座椅价值量提升

2.1.1 面套材料：单价高，中高端材料带动产品升级

面套是包裹在座椅表面的材料，直接与驾乘人员的身体接触。目前市面上座椅常用的几种包覆材料有织物、PVC人造革、超纤革以及真皮。织物是用纺织材质打造的，其主要材质是布；织物透气性较好，弹性及舒适度较差，清洗麻烦，质感较差，成本较低，因此一般用于价格较低的车型。PVC人造革也叫PVC涂覆织物，是最早被发明应用的座椅包覆材料，是将PVC粉体、增塑剂及添加剂混合并涂覆在基布上后形成的，根据使用功能分为PVC革、PVC耐磨革、打孔PVC革等。超纤革是伴随纺织技术发展而兴起的一种新材料，由在表层的一层薄薄的聚氨酯层和底层采用超细纤维无纺布通过含浸聚氨酯制备的基材组成；超纤革外观感知、触感以及结构均与天然皮革较为接近，因此超纤革常用来替换真皮使用在汽车座椅上。真皮是指动物皮经过一系列化学工艺处理后形成的具备使用价值的天然材料。

表 3：主要皮类包覆面料材料的分类和性能对比

包覆材料	PVC人造革		超纤革	真皮	
	PVC革	PVC耐磨革			
生产工艺对比	PVC人造革的生产工艺较超纤革、真皮材料简单		均需要经过较多流程，工艺较为复杂		
材料结构对比	PVC革为密实结构，外观上可以尽量做到“仿真皮”效果，但透气性较差，乘坐舒适性较超纤革、真皮差		外观上可以达到真皮效果，结构上也接近真皮，乘坐舒适性较PVC革好，与真皮相当	真皮由动物原皮制备而成，内部也存在多孔结构，真皮材料透气性好	
主要性能对比	力学性能对比	PVC革与PVC耐磨革力学性能差异较小，但均逊于超纤革和真皮	PVC耐磨革打孔后拉伸强度、撕裂强度下降严重	超纤革各方面力学性能优于真皮，打孔后强度有所衰减，但仍然保持了较高值	
	耐磨性能对比	真皮、超纤革和PVC耐磨革耐磨性能基本相同，明显优于PVC革。前三种材料均可应用于座椅易磨损区域的面料，PVC革耐磨性能较差，只用于座椅辅面料			
	颜色牢度对比	几种材料均有较好的抗光老化、摩擦色牢度和抗污染能力			
	环保法规性对比	几种材料的雾化指数、阻燃性差异较小；气味等级上除真皮外其他均较低；真皮、超纤革的醛酮释放量略微比PVC革材料高			
使用经济性对比	PVC革常用于座椅辅助面料，综合成本最低	超纤革、耐磨PVC革通常用于座椅主面料，价格适中，两者利用率相当	超纤革由于原材料本身及工艺复杂程度更高，因此较耐磨	PVC革综合使用成本更高	由于单价高且利用率低导致综合使用成本最高

资料来源：李彬等《皮革材料在汽车座椅上的应用》，信达证券研发中心

汽车座椅的包覆材料用量在2平方米左右，考虑到材料的价格和利用率，我们测算织物、PVC革、PVC耐磨革、超纤革、真皮的单车价值量分别为107元、83元、131元、203元、704元左右。真皮尤其是小牛皮具有美观，舒适易于清理的特性，在全球被消费者公认是奢华高贵的标志，受到中高端车型的青睐。织物由于舒适度较差、价格最便宜因而一般用于低端车型。仿皮包括PVC人造革、超纤革等，质感较好可提升档次，且价格相对便宜，性价比较高，在中端车型中使用广泛，其中超纤革具备优异的力学性能、颜色牢度性能及环保性，还具备较强的耐磨损性，在打孔后仍然能保持较高的拉伸强度，因此可以给予造型师更多造型设计选择；超纤革目前在长安、吉利、海马和东风风神等的部分车型座椅上有一定应用，我们认为随着材料成本进一步降低，市场份额有望进一步扩大。

表 4：面套主要原材料价格

材料	单价 (元/m ²)	利用率	估测单车价值量 (元)
织物	40	75%	107
PVC 革	31	75%	83
PVC 耐磨革	46	70%	131
超纤革	71	70%	203
真皮	176	50%	704

资料来源：李彬等《皮革材料在汽车座椅上的应用》，信达证券研发中心

新能源车堆料加速中高端面套渗透率提升。面套皮革包覆的选择不仅影响座椅的使用性能，很大程度上也决定了整车的内饰外观水平，是内饰件中用户感知最直观的部分。新能源市场车企往往采用堆料的方式提高产品竞争力，例如智己 L7 可选配 Nappa 真皮座椅和半苯胺真皮座椅，价值分别高达 16000 元和 32000 元。我们认为随着真皮、超纤革为代表的高端面套在中高端车型的渗透率提升，有望带动整体座椅价值量上涨。

图 19：智己 L7 座椅外观


资料来源：智己官网，信达证券研发中心

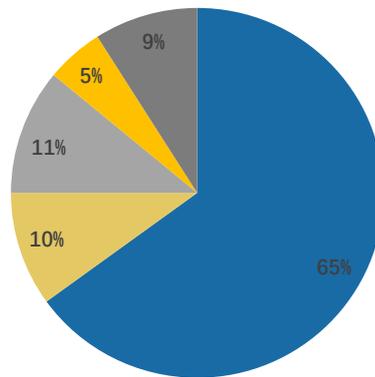
2.1.2 轻量化：以座椅骨架轻量化为核心，多种轻量化技术相结合

座椅轻量化为汽车轻量化关键环节，减重效益明显。根据丁美娟《汽车座椅轻量化研究进展》，当整车质量降低 10%，燃油汽车的燃油效率可提高 6%~8%，电动汽车的续航里程可增加 5.5%，因此轻量化成为提高燃油车经济性和电动车续航里程的重要方式。而在汽车轻量化中，汽车座椅由于其相对较好的受力条件，轻量化的难度相对较小且效果较为明显，因而在保证座椅静态及动态性能的基础上，座椅轻量化有望成为汽车轻量化中的突破点。

单个汽车座椅根据车型，其总质量在 16-25 公斤左右，其中骨架占 60%-70%，泡沫占 9%-12%、面料占 7%-12%，塑料件占 5%，而其他辅助功能件占 9%。座椅骨架在整座中占比最大，因此骨架轻量化是座椅轻量化的关键。

图 20：汽车座椅质量占比图

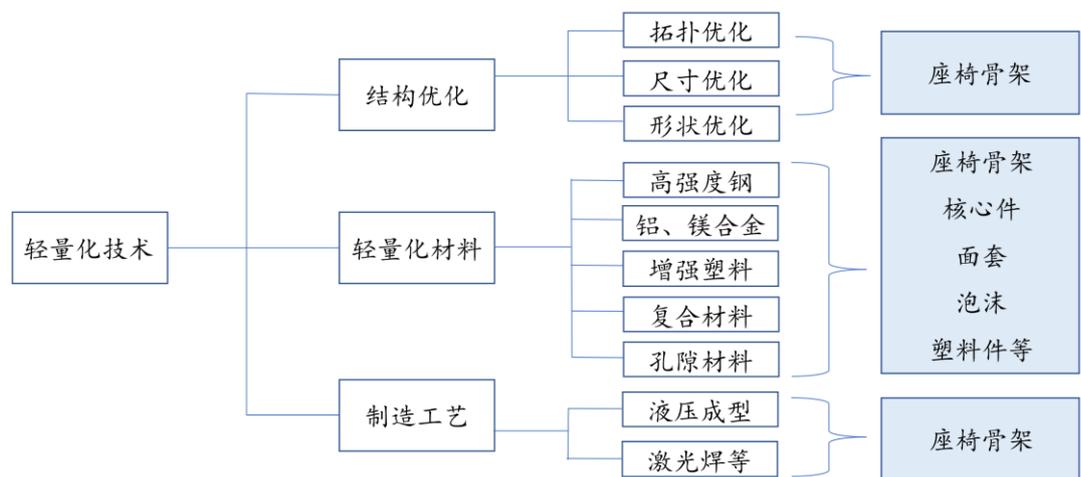
■ 骨架 ■ 泡沫 ■ 面料 ■ 塑料件 ■ 其他功能件



资料来源：战磊等《汽车座椅骨架轻量化的研究概况》，信达证券研发中心

座椅轻量化技术可分为结构优化、材料轻量化、先进制造工艺。1) 结构轻量化：根据设计变量及优化问题类型的不同,可分为拓扑优化、尺寸优化和形状优化,主要运用于座椅骨架。2) 材料轻量化：是指利用铝合金、镁合金、工程塑料等材料进行多材料混合来替代原有材料以降低座椅重量,可运用于核心件、骨架、面套、泡沫、材料件等。3) 先进制造工艺：是指运用先进的制造工艺代替原有的制造工艺起到减重效果,主要运用于座椅骨架上。如激光焊接技术从 2016 年开始逐渐在座椅上普及并代替原有的铆接结构,而这使得整个滑轨上的支架变得非常小,用激光焊接很容易焊得非常牢,滑轨支架的减重比例超过了 50%。先进制造工艺目前已经得到较为充分应用,后续改进空间有限。在座椅实际研发过程中,一般会综合运用两种或两种以上手段相互结合的方法,主要集中在结构优化和材料轻量化上。

图 21：轻量化座椅技术的具体分类



资料来源：希迈座椅，信达证券研发中心

结构轻量化可分为拓扑优化、尺寸优化和形状优化。尺寸优化即是对座椅骨架上相关零部件的外形尺寸、材料壁厚等进行优化；形状优化的目的是对已有座椅骨架的形状进行修改从而实现结构优化；拓扑优化是一种可以在均匀分布材料的设计空间中找到最佳的分布方案的优化方案，且拓扑优化相对于尺寸优化和形状优化，具有更多的设计自由度，能够获得更大的设计空间，是结构优化最具发展前景的方面。

由于需要满足国家和行业对汽车座椅安全性、舒适性等方面的要求，无论是尺寸、形状优化还是拓扑优化，最终仅能够使汽车座椅的质量减少 10%~15%，减重效果相对有限。

图 22：座椅靠背骨架尺寸优化实例

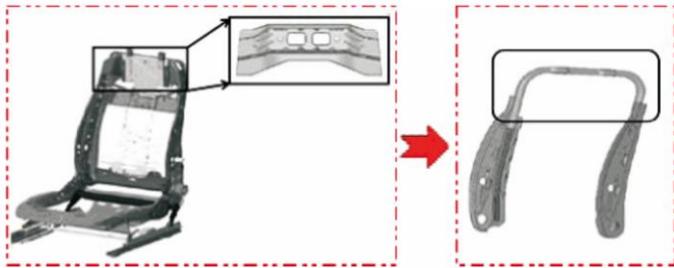
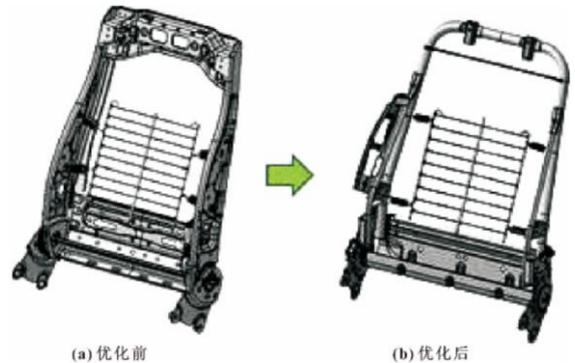


图 23：拓扑优化座椅骨架实例



资料来源：战磊等《汽车座椅骨架轻量化的研究概况》，信达证券研发中心

资料来源：战磊等《汽车座椅骨架轻量化的研究概况》，信达证券研

能够实现汽车座椅轻量化的工程材料主要包括高强度钢、铝合金、镁合金、以及包含增强塑料、复合材料、孔隙材料等的复合材料。其中高强度钢、铝合金以及镁合金技术较为成熟，使用范围广泛；工程塑料、EPP 和碳纤维等多种复合材料通过和其他材料混合设计可以运用在座椅中，但上述复合材料一般技术水平较高，成本相对高昂。

表 5：主流轻量化工程材料性能和运用场景

工程材料类型	密度	应用场景及效果	缺点
高强度钢	8000 ~ 8050 kg/m ³	较传统的低强度钢板，其前排、后排减重比例基本上达到 10%-15%。	随着强度增加，其延伸率逐渐降低，在进行冲压，拉伸和折弯时，易在急剧发生变形处产生断裂
铝合金	2650~2750Kg/m ³	铝合金在汽车发动机罩、行李箱罩、车门、翼子板、保险杠、轮毂和其他汽车结构零件上广泛使用，但其在汽车座椅上的应用相对较少	1.原材料成本高，高于钢材两到三倍 2.焊接性能差，铝合金具有较高的热膨胀系数，在焊接时容易变形，零件尺寸不易控制 3.铝合金成型工艺使得其减重效果不明显从而限制了其在汽车座椅上的使用
镁合金	约 1800 Kg/m ³	可作为轻量化材料应用于汽车座椅骨架上，制作出合格的轻型镁合金骨架	1.镁合金在压铸过程中易产生微观缺陷，且疲劳强度低，原材料价格较高，在应用推广过程中一度受到了限制 2.镁合金与钢铁材料进行连接时，两种材料间电位差的存在，会产生材料腐蚀的问题，这也限制了镁合金在汽车座椅上的应用
复合材料	\	复合材料范畴包含工程塑料、EPP 和碳纤维等多种复合材料，具有很大的应用潜力。其中碳纤维和工程塑料混合设计的骨架可减轻高达 40%的质量	技术较为先进，成本较为高昂，暂时无法做到大规模应用

资料来源：战磊等《汽车座椅骨架轻量化的研究概况》，信达证券研发中心

工程塑料包括尼龙，其强度与合金、硬铝相似，例如宝马 A3 在其超薄座椅靠背上大量应用了工程塑料复合材料。**EPP** 属于发泡类应用材料，具备优良的耐热性能、良好的尺寸稳定性、轻质量、优良的缓冲性能、良好的低温特性以及高能量吸收性等优点。**碳纤维材料**，主要是通过劳伦纤维碳化后形成高强度纤维物质，后续通过黏结剂黏结起来变成片材，再通过注塑技术将其变成一种复合应用材料。如江森自控推出的碳纤维与工程塑料混合设计的轻量化汽车座椅靠背骨架“CAMISMA”，该靠背骨架不仅可以使座椅保持与以往座椅相同的强度，同时还可减轻约 40% 的质量。

图 24：工程塑料轻量化方案


资料来源：希迈座椅，信达证券研发中心

图 25：EPP 轻量化方案

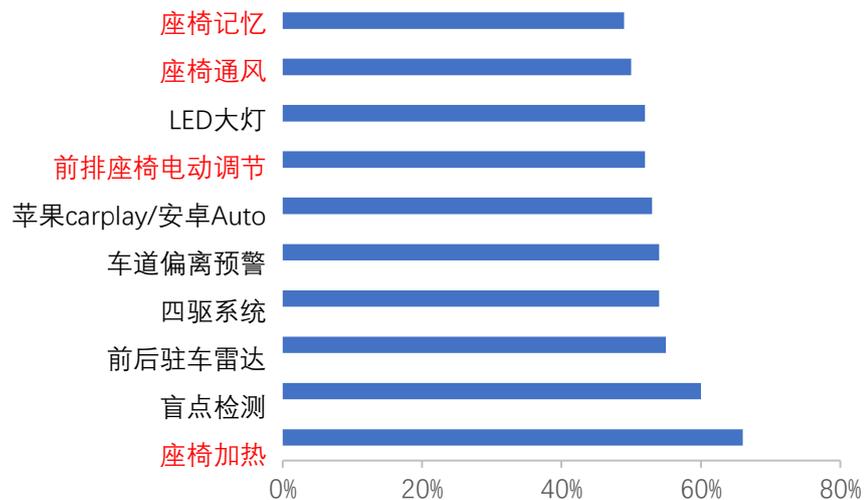

资料来源：希迈座椅，信达证券研发中心

综合各个材料特点看，目前比较现实的应用材料还是高强钢，因为 980 兆帕以上超高强钢技术已经比较成熟，包括成熟热成形技术也能使这个材料更广泛地得到应用，现有的生产线不用做更大的改动，就可以实现整个座椅骨架及座椅的生产。

高强钢、镁合金、铝合金、工程塑料、EPP 和碳纤维等多种材料在座椅上都具有很大的应用潜力，高强钢可以应用于骨架或核心件，镁合金主要应用场景是骨架，铝合金应用场景是一些滑轨核心件。在应用过程中，很难标定某一种材料单独承担整个减重的使命，因此需要多种材料混合设计，除此还需要结合拓扑优化技术进行整个座椅以及座椅骨架的形状、结构的优化，才能进一步让整个座椅减重。总而言之，我们认为轻量化未来的发展趋势是材料混合设计和结构优化并进。

2.1.3 智能化：供给端需求端双向选择，座椅智能化前景明朗

汽车座椅易被感知，具有较强的消费属性。在需求端，消费升级逐渐成为趋势，消费者除了需要座椅传统的位置调节功能和腰部支撑功能、腿部支撑功能外，还越来越青睐能够提高驾乘舒适度以及娱乐性的多样性功能。根据美国加州的汽车媒体 AutoPacific 于 2021 年发起的一项“人们最感兴趣的 10 项汽车功能”的调查，有近 9 万名购车者参与其中，人们最想要的十种功能中有四项和汽车座椅相关，其中 66% 的人选择了座椅加热，52% 的人选择了前排座椅电动调节，50% 的人选择了座椅通风，49% 的人选择了座椅记忆。

图 26：2021 年汽车消费者最想要的 10 种功能选择比例


资料来源：Autopacific，信达证券研发中心

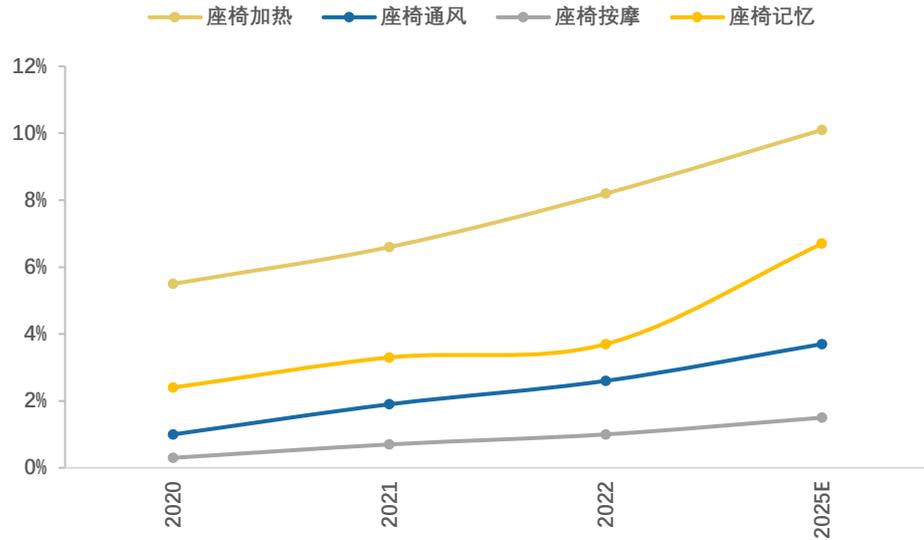
座椅智能化配置主要包含：座椅电动调节、座椅加热、座椅通风、座椅按摩、座椅记忆等。座椅电动调节是指通过电机控制调节座椅前后位置、上下高度、靠背角度的功能；座椅按摩是通过座椅内置的气动装置产生震动，利用震动感对驾驶员酸痛的地方，利用捶打挤压的方式来按摩，来缓解驾驶员的疲劳感。座椅加热是指通过加热垫给座椅加热的功能；座椅通风是指通过座椅内置的风扇增加驾乘人员和座椅接触部分的空气流通量从而达到通风散热的功能；座椅记忆是指按照用户个性化设置，自动完成座椅的位置和姿态调整。

表 6：智能化座椅的主要功能和实现方案

座椅功能名称	具体功能	实现方案
座椅电动调节	通过电机的控制来调节座椅的前后位置、上下高度、靠背角度，更豪华的还可以调节大腿支撑、腰部支撑	电动座椅的整个系统一般由双向电动机、传动装置和座椅调节器等组成。电动机大都采用体积小、功率大的永磁型电动机，一般由装在左座侧板上或左门扶手上的开关控制，开关可使某一电动机按不同方向运动。开关接通后，电动机的动力通过齿轮、驱动轴使软轴转动，再驱动座椅调节器运动
座椅按摩	通过内置的气动装置在一定程度上缓解驾乘者的疲劳感	座椅按摩功能是在座椅内加入气动装置，气压由发动机舱的气泵供给。以靠背按摩为例，座椅靠背内分别有 4 个或多个气压腔，实现对腰椎部的保障可以在行驶的流程中降低疲劳感，同时，这些气压腔由一个装在靠背内的电脑控制的电子振荡器控制，电子振荡器根据事先编写的程序改变气压腔内的压力，使座椅椅面随之运动，达到为驾乘人员按摩的目的
座椅加热	通过加热垫来解决座椅冰冷的问题，从而提高座椅的舒适性和驾驶的行车安全	座椅加热垫的基本结构是：下层是一层无纺布，加热丝布置在无纺布上，用固定胶带将加热丝固定在无纺布上，针织布盖在固定胶带上，并用针织线缝制成类似座椅加热处的形状，并缝合在座椅罩内
座椅通风	通过在座椅内部加入风扇使空气从坐垫下方流向上方增加臀部与坐垫之间的空气流通量，从而解决高温时久坐湿热的问题	为了节省空间，通风功能和加热垫是集集成在座椅内的。构成座椅上面是加热垫下面是通风功能的装置，通风功能主要是利用坐垫内增加的风扇把空气吹入通风层。气流通过通风层表面向上渗透，经过加热垫流向座椅表面增加臀部与背部的空气流通。使乘员在炎热的夏季可以使用通风功能散去臀部与背部的汗液
座椅记忆	指具备记忆功能的座椅能按照用户个性化设置，自动完成座椅的位置和姿态调整	座椅记忆功能即记忆特定用户的驾驶设置，如座椅的位置、调节的角度、后视镜设置等。当其他用户调节了座椅位置后，该用户不用再反复调节座椅各种设置，只需要按下设置好的按钮，就能自动调节到该用户预先设定的座椅位置和姿态

资料来源：徐浩《汽车座椅的功能及其发展趋势》，信达证券研发中心

需求端：消费者需求强烈，渗透率有望逐渐提高。座椅电动调节是座椅最早匹配的电动智能化功能之一，市场渗透率较高；座椅加热、通风、按摩、记忆功能的功能装配率均呈稳定上升的趋势，根据佐思汽研预测显示，2025 年座椅加热的装配率有望达到 10.1%，座椅通风的装配率有望达到 3.7%，座椅记忆的装配率有望达到 6.7%，座椅按摩的装配率有望达到 1.5%。

图 27：2020-2025 新增乘用车座椅功能装配率预测


资料来源：佐思汽研，信达证券研发中心

供给端：座椅总成商积极跟进，加码智能化座椅研发与布局。全球领先的座椅龙头企业如李尔、佛吉亚、安道拓、泰极爱思等及国内的座椅总成商如延锋、天成自控、继峰股份均推出装配了更先进功能、更具智能化的座椅。

表 7：国内外座椅总成商智能座椅布局

公司名称	智能座椅布局
佛吉亚	开发 Natural Motion 创新座椅调节技术 研发座椅新型控制调节方式； 通过检测乘客姿势变化来识别调节意图，从而实现座椅自动调节
李尔	在与捷温合作发布载有 ClimateSense 技术的 INTU 热舒适座椅 开发百变座椅 ConfigureE+ 技术
安道拓	与奥托立夫合作，增强现有的座椅安全气囊系统
泰极爱思	与 Clarion 合作 InfoSeat 系统；内置麦克风和扬声器，并安装振动装置；音乐以及提醒作用 与日本世联株式会社合作可更换面套座椅，用户可轻松便捷为座椅“更衣”；为“汽车共享”业务提供诸如信息传播、价格计划、预购订单、在线结算等商业服务 研发以自动驾驶场景为设计背景的未来座椅 Concept X-4
博泽	与 Vayyar 合作，将传感器系统融入座椅电动调节系统以及内外饰驱动系统中
现代坦迪斯	研发能与人交流的智能型座椅 与 Algorigo 合作开发自动驾驶汽车座椅 与博泽合作开发用于自动驾驶汽车和电动汽车的座椅零部件
丰田纺织	设计的 IoT 座椅面套搭载了疲劳预警系统和睡意抑制系统感知件，可根据座椅面套内置的心率传感器测量心率，判定疲劳状态，并主动通过播放音乐和震动等抑制睡意
延锋	研发的 SU 椅，其气动靠背可以根据乘客体型、坐姿的变化，感知压力分布，进行自适应调节；四向压感头枕可以自动识别乘员头部位置，智能调节头枕高度
天成自控	天成自控研发的“舒适性多功能电动座椅”产品是一款拥有多项专利，具有记忆功能的电动 8 向可调节座椅，并在驾乘舒适性方面配备了加热、通风、电动 4 向腰托、按摩及手动 4 向可调头枕等功能。此款高性能的乘用车座椅充分满足不同身高体重的乘员便利性的驾乘空间调节以及乘坐舒适性的功能体验

继峰股份 2020年，旗下格拉默与音频专家哈曼建立合作伙伴关系，共同提供“一流”音响头枕，合作的目的是共同开发一流的音频系统，其中一个关键要素即将音频组件集成到头枕中，将为旅途中的每位乘客提供个性化的音频编程。这将改善每位乘客之间清晰和直接的通信，并且还提供将车辆的特定信号仅以声学方式传递给驾驶员的可能性

资料来源：佐思汽研、继峰股份投资者关系公众号、信达证券研发中心

2.1.4 造车新势力以座椅为核心卖点，加速产品升级趋势

造车新势力推陈出新，将座椅打造成核心卖点。相对于传统车企，造车新势力更注重消费者体验，也更积极搭载智能化配置，由于座椅对驾驶体验影响明显，以蔚来、小鹏、理想等造车新势力为代表的新能源车企率先推出智能化座椅产品，带动消费升级。

表 8：部分新能源车企部分车型座椅的亮点

车企名称	汽车型号	座椅亮点	整车售价	上市时间
理想	One	四个独立电动按摩座椅	33.8 万	2019.4.10
	L9	SPA 级十点按摩 第二排折叠桌板 大床模式	45.98 万	2022.6.21
小鹏	G9	5D 音乐座舱	30.99-46.99 万	2022.9.21
蔚来	ES7	3 气囊 Air Cushion 背部舒缓系统	43.67-51.34 万	2022.6.15
	ES8	女王副驾	49.6-65.6 万	2017 款 2017.12.16 新款 2023.4.18
极氪	001	Monaco Nappa 全粒面头层真皮座椅 Alcantara 翻毛皮工艺	30-40.3 万	2021.4.15
问界	M7	零重力座椅	28.98-37.98 万	2022.7.4
长安	长安深蓝 S7	前排双零重力按摩座椅	14.99-23.99 万	2023.6.25
	阿维塔 011	按摩加热抗菌	31.99-40.99 万	2022.8.8
飞凡	F7	巴赫人体工程学座椅 主驾腰部热石按摩功能	20.99-30.19 万	2023.3.27

资料来源：各公司官网、信达证券研发中心

以蔚来、小鹏、理想为代表的造车新势力将座椅打造为其核心卖点。

(1) **蔚来**：推出的 ES8 车内座椅部分最大的亮点就在于首创的女王副驾这一设定，女王副驾拥有 22 向的电动调节，拥有一键舒享模式，靠背自动调节、坐垫整体随动抬升功能，打开腿托和脚托，便可实现双 120° 坐姿的零重力姿态。座椅舒适性系统则包含了四向气动的腰托，依靠气阀控制住气囊充气实现四向调节的效果。ES8 上也配备了座椅按摩功能，通过座椅中的六个点分别通过气泵充气放气从而实现波浪式、点阵式以及猫步式的按摩方式。

(2) **理想**：推出的 L9 采用三排全电动座椅，六个座椅均拥有标配座椅加热，一二排座椅具备通风和 SPA 级十点按摩功能以缓解驾乘疲劳；二排右侧座椅则匹配了四向电动腿托以给驾乘人员提供头等舱级别的体验。

(3) **小鹏**：除了主流的智能座椅功能如座椅加热、按摩、通风、记忆功能外，现在市面上还有较受音乐爱好者青睐的音乐座舱所配备的音乐座椅，比较先进的音乐座椅头枕中设置全频头枕音响、在靠背上设置全频振动音响，和在底座上设置体感振子等。以将 5D 音乐座舱作为主要卖点的小鹏 G9 为例，全套音响系统由 28 个声学单元组成，其中来自丹拿 confidence 系列的扬声器有 18 个。音乐播放可以和超低频律动座椅、氛围灯、空调与香氛实现互动；譬如车内智能氛围灯可根据音乐鼓点强弱、音量高低走向等因素，随时切换颜色、

明暗等，座椅也可随着音乐振动。

图 28：理想 L9 三排全电动座椅



资料来源：理想官网，信达证券研发中心

图 29：理想 L9 首创四向电动腿托



资料来源：理想官网，信达证券研发中心

图 30：蔚来 es8 女王副驾



资料来源：蔚来汽车官网，信达证券研发中心

图 31：小鹏 G9 5D 音乐座舱



资料来源：小鹏汽车官网，信达证券研发中心

个性化选配进一步推动座椅消费升级。除了整车出厂时汽车座椅自带的基础功能提升带来的价值升级外，汽车厂商还提供消费者个性化选配的座椅方案，以进一步提升消费者的驾乘体验。如小鹏 P5 提供座椅配置升级方案，增配了加热通风、一键放平功能并更换高端的座椅面套；智己 L7 的个性化选配方案增配了主副驾的按摩功能并更换高端的座椅面套；问界 M7 的选配方案则可以将座椅升级为零重力座椅。

表 9：部分座椅个性化选配方案及价格

汽车型号	升级前座椅配置	升级后座椅增加（修改）配置	个性化选配价格
小鹏 P5	高级皮革座椅	Nappa 真皮座椅（独立航空睡眠头枕）	12000 元
	主副驾一体式头枕 主副驾驶电动调节&主驾记忆功能	主驾通风&前排座椅加热功能 主副驾驶座席座椅电动调节&一键放平	
智己 L7	皮质座椅，织物顶棚	Nappa 真皮座椅	原价 21.8K 限时 1888 元
	皮质座椅，织物顶棚	主副驾高级舒享按摩座椅 半苯胺真皮座椅	原价 37.8K 限时 11688 元
问界 M7	普通座椅	零重力座椅	10000 元

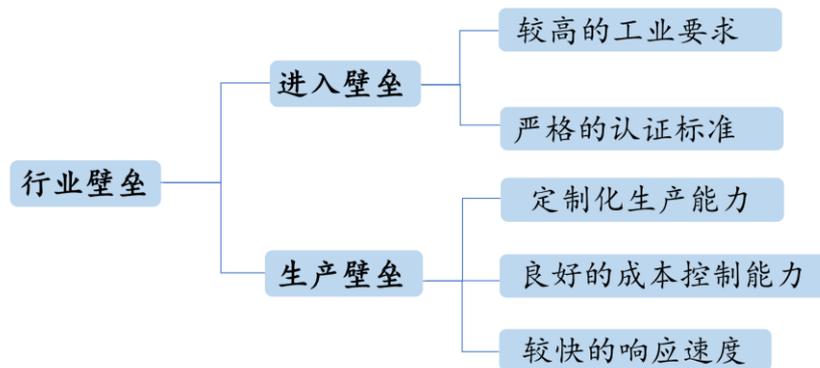
资料来源：各公司官网、信达证券研发中心

2.2 乘用车座椅：行业壁垒较高，市场规模持续提升

2.2.1 乘用车座椅行业壁垒较高，竞争格局固化

汽车座椅壁垒较高，可分为进入壁垒和生产壁垒，具体体现在工业技术、响应速度、成本控制能力等核心竞争能力上。较高行业壁垒导致目前市场竞争格局固化，市场份额集中在较少的厂商。

图 32：乘用车座椅行业壁垒



资料来源：信达证券研发中心

汽车座椅工业要求高，存在较高技术壁垒。汽车座椅是十分重要的安全件，座椅中包含的大量零部件需要在汽车加速减速刹车等不同运行状态下保持稳定，这对座椅的精度和生产商的工业工艺有着极高的要求。具体到各个部件上，座椅骨架、滑轨、弹簧等金属件对精密制造和材料性能要求高；座椅骨架、头枕、坐垫等部件涉及金属、塑料及面料等多种类型组装，需应用冲压、焊接、发泡及缝纫等多种工艺，需具备较好的加工及组装精度。

汽车座椅认证体系复杂、周期长、标准严格。汽车座椅一般需要跟随整车进行座椅强度、吸能测试、座椅固定点强度、行李箱冲击等性能与安全测试。具体的测试项目包含一般要求、座椅靠背及其调节装置的强度试验、座椅固定装置、调节装置、锁止装置和移位折叠装置的强度试验、头枕性能试验、头枕高度、头枕间隙尺寸、座椅靠背及头枕吸能性试验、内饰材料燃烧试验，不同国家的认证标准不一致，只有完成全部测试才能获得有关部门的认证资格。

表 10：各国座椅认证标准

国家	认证标准
中国	汽车座椅及座椅头枕需依据认监委实施规则：CNCA-C11-12《汽车座椅及座椅头枕》进行强制性认证。另外，根据国家认证认可监督管理委员会 2019 年第 44 号公告，汽车座椅及座椅头枕被列入适用强制性产品认证自我声明评价方式清单
欧盟	联合国欧洲经济委员会与座椅系统相关的法规包括 ECE R17、ECE R25、ECE R80，分别对汽车座椅、头枕及大巴座椅作出规定，针对整车的座椅系统、头枕或大巴座椅进行测试并颁发证书
北美	根据美国交通部 DOT 规定，凡车辆及关键零部件产品出口至美国市场，必须通过 DOT 认证，并在产品上刻印相应的 DOT 标志。产品通过 DOT 认证并加贴相应标志，表示该产品符合了美国 FMVSS 标准的要求并通过了相应测试或制造商声明。FMVSS 有分别针对座椅、头枕及校车座椅的专项法规，另外 SAE 也有多项相关标准
澳洲	澳洲针对汽车灯具、后视镜、安全带、制动软管、玻璃、轮胎、回复反射器、灯丝灯泡、耦合装置，汽车座椅等有具体的 ADR 法规和认证要求，针对座椅及固定点、大巴座椅、头枕分别有相关 ADR 法规
韩国	韩国汽车管理法及韩国机动车安全标准 KMVSS 中针对驾驶员座椅、乘员座椅、可折叠座椅、头枕及靠背都有具体的认证测试要求，在韩国机动车安全认证中需要通过相应的测试和认证

印度

印度汽车法规非常完善，针对 M1 类汽车座椅、M2/M3/N 类汽车座椅、农用车辆副驾座椅均有专项法规要求针对整车及零部件进行测试与认证

阿根廷

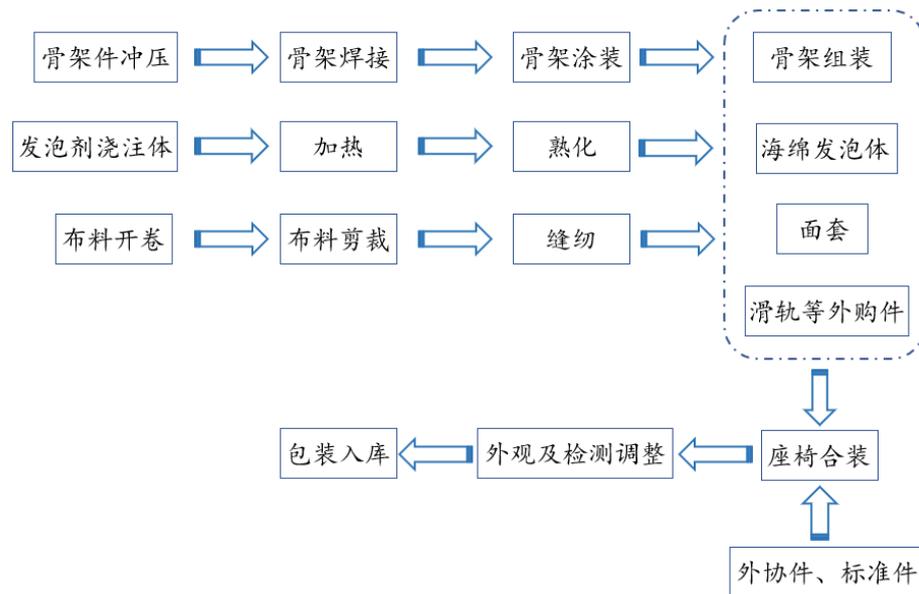
阿根廷 CHAS 认证对于座椅直接采用了 ECE R17，制造商产品需要按照 ECE R17 进行测试，最终获得 CHAS 证书

资料来源：ATIC 泰测技术、信达证券研发中心

定制化生产考验厂商研发设计能力。不同座椅所需的零部件在规格、性能尺寸等方面都可能有所不同，每个部件的模具和生产工艺也有所不同，这就造成一种座椅零部件一般对应一种车型或一个品牌，不会适用于其他品牌，座椅供应商要根据不同的车型进行定制化设计和生产。

电车时代要求座椅厂商具备较快的响应速度。座椅厂商需要具备快速响应和充足的生产能力保证准时供货，对座椅厂商的要求主要体现研发速度和生产效率两方面。1) **就近建厂配套**，就近建厂能够提升座椅厂商供货的响应速度、降低产品损耗、提高经济性。2) **快速响应客户需求的研发和设计能力**，油车时代一款新车的规划往往需要提前数年，而电车时代新车从规划到落地最快一两年就能完成，项目要求的落地周期大大缩短，对座椅供应商快速响应及密切配合的需求空前提升。

座椅生产流程长，成本控制能力尤为重要。座椅生产成本主要由滑轨、骨架、面套等原材料成本以及设备折旧、人工费用、管理仓储费用等经营成本组成，座椅生产流程较长，对经营成本的管控尤为重要。成本控制能力的厂商往往体现在规模效应、高产品自给率、高人效、高周转率等方面，低成本产品具备较强的市场竞争力和较高的盈利能力。

图 33：汽车座椅生产流程


资料来源：盖世汽车研究院，搜狐，信达证券研发中心

较高的行业壁垒在一定程度上导致全球汽车座椅行业市场份额集中于安道拓、李尔、丰田纺织、佛吉亚、麦格纳等国外厂商，市场格局较稳定。2020 年全球汽车座椅行业 CR5 为 85%，国内座椅市场份额也主要由外资或合资厂商如延锋安道拓、李尔、安道拓等占据，2020 年 CR5 达 70%。

国内厂商中市场份额较高的企业有延锋、一汽富维、继峰股份和天成自控。2021 年延锋收购了合资企业延锋安道拓的全部股份并成立延锋座椅，自此延锋座椅成为国内座椅市场份额占比最高的全品类本土企业品牌；一汽富维于 2019 年取得和安道拓合资的富维安道拓控制权，而富维安道拓在经历多年合资合作后，已经拥有内建座椅的研发能力和生产体系；2019

年**继峰股份**收购全球商用车座椅龙头格拉默，并积极自研新兴业务乘用车座椅，已获得多家主机厂定点；**天成自控**是工程机械与商用车座椅细分领域龙头，2016年进入乘用车领域。

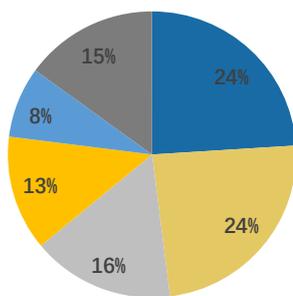
表 11：国内整车厂与座椅厂匹配情况

座椅厂商	整车厂商
安道拓	中国一汽、一汽大众、北京奔驰、北京 Jeep、东风日产、长安汽车、广汽本田、广汽自主、北京现代、比亚迪、问界、蔚来汽车、小鹏汽车、威马汽车、沃尔沃亚太
李尔	一汽大众、一汽自主、东风本田、长安汽车、北京现代、比亚迪、吉利汽车、奇瑞汽车、问界、华晨宝马、江铃汽车
佛吉亚	一汽大众、东风日产、北京现代、上汽通用五菱、比亚迪、理想汽车、零跑汽车、神龙汽车、特斯拉中国
麦格纳	一汽集团、上汽大众、上汽通用、长安福特、长安自主、吉利汽车、沃尔沃中国、福建奔驰
丰田纺织	一汽丰田、广汽丰田、长安福特马自达、
泰极爱思	广汽三菱、东风本田、东风日产
延锋	东风日产、长安马自达、长安自主、上汽集团、比亚迪、奇瑞汽车、蔚来汽车、小鹏汽车、哪吒汽车、威马汽车、特斯拉
继峰股份	一汽大众、奥迪汽车、数家国内新能源车企
天成自控	上汽集团、北汽新能源、东风乘用车、奇瑞汽车、江淮汽车、吉祥汽车、某新势力车企
一汽富维	一汽大众、一汽红旗

资料来源：Marklines、各公司公告、信达证券研发中心

图 34：2020 年全球座椅市场份额相对占比

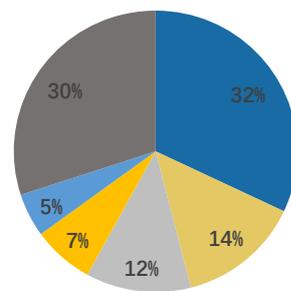
■ 安道拓系 ■ 李尔系 ■ 丰田纺织 ■ 佛吉亚 ■ 麦格纳 ■ 其他



资料来源：Marklines，信达证券研发中心

图 35：2020 年国内座椅市场份额相对占比

■ 延锋安道拓 ■ 李尔 ■ 安道拓 ■ 丰田纺织 ■ TS TECH ■ 其他



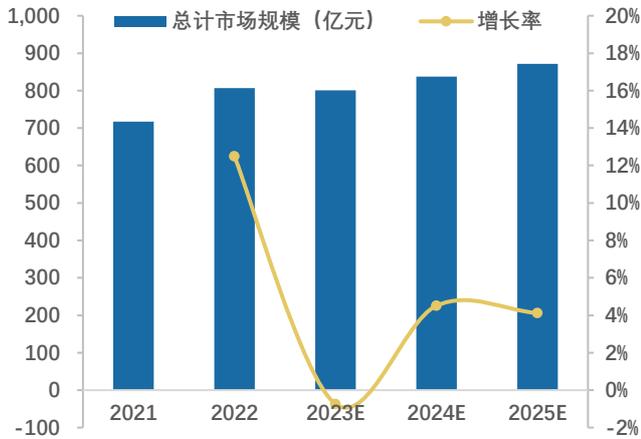
资料来源：Marklines，信达证券研发中心

2.2.2 消费升级驱动，乘用车座椅市场规模广阔

我们预计 2021 年乘用车座椅市场规模为 717.5 亿元，2025 年增加至 871.7 亿元，年复合增速为 5.0%。市场规模的计算基于以下假设：（1）随着消费升级，中高端车型市占率逐渐提升，低端车型市占率逐渐降低，我们预计 0-15 万的低端车型市占率将由 2021 年的 59% 逐年下降至 2025 年的 45%；15-30 万的中端车型将由 2021 年的 32% 上升至 2025 年的 44%；30 万以上的高端车型由 2021 年的 9% 上升至 2025 年的 11%；（2）2022 年汽车座椅在 0-15 万元、15-30 万元、30 万元以上三个价格带的平均单价分别为 2500 元、4000 元、6500 元，2023 年

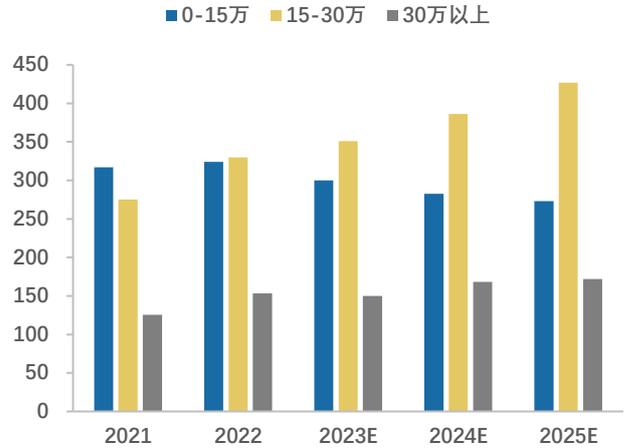
受行业降本等因素影响均价下降 3%，此后每年提高 1%；（3）2022 年全国乘用车销量为 2356 万辆，2025 年增加至 2428 万辆。

图 36：2021-2025 年国内乘用车座椅市场规模及增长



资料来源：崔东树公众号，信达证券研发中心

图 37：2021-2025 年国内不同价格带乘用车座椅市场规模

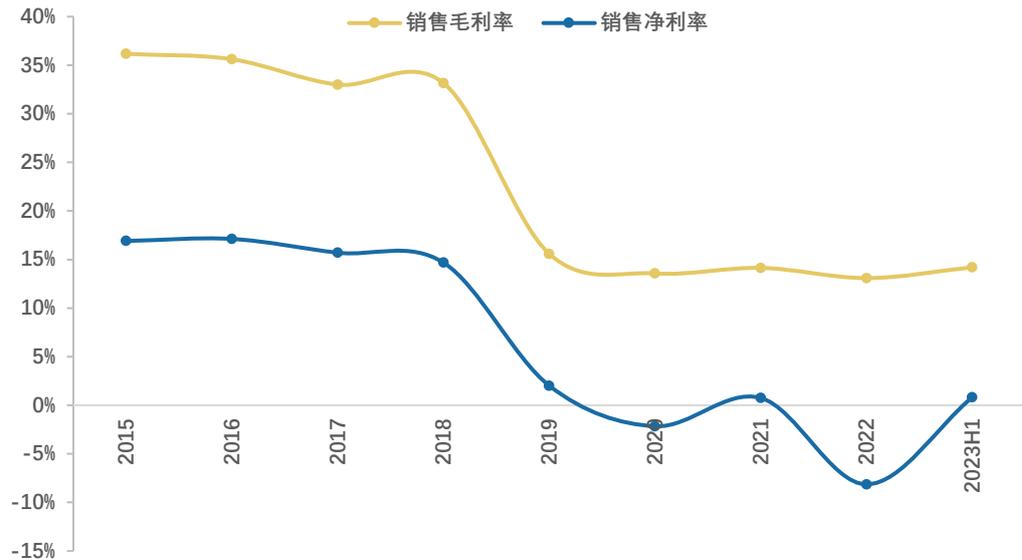


资料来源：崔东树公众号，信达证券研发中心

三、整合格拉默渐入佳境，乘用车座椅屡获突破

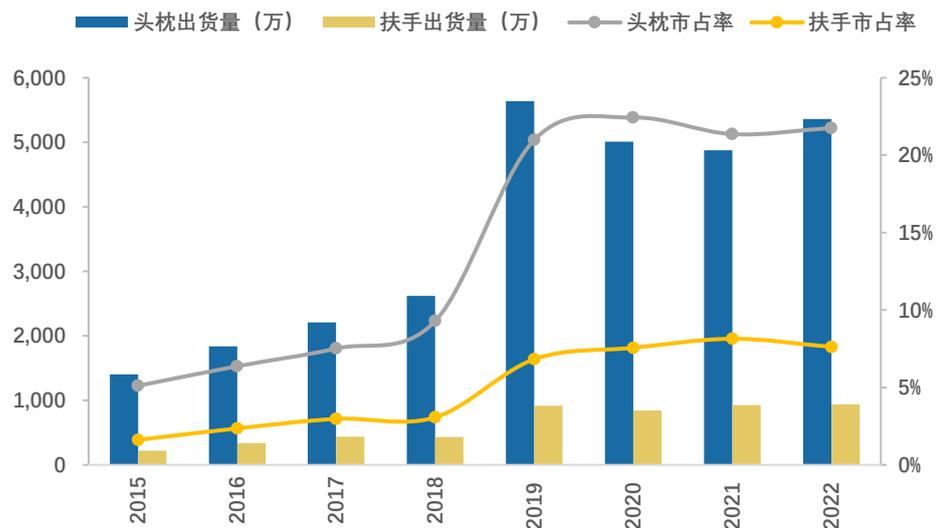
3.1 继峰本部：费用管控良好的头枕扶手龙头，并购格拉默后市场份额进一步提高

继峰本部具备良好的成本控制能力，产品利润率较高。格拉默并表前，继峰本部毛利率在 30% 以上，净利率在 15% 左右；格拉默并表后受海外业务成本较高等因素影响，整体毛利率和净利率下滑。我们认为继峰优秀的成本控制来源于：1) 拥有较强的生产能力，产品自制率高。公司用于头枕支杆及座椅扶手骨架、钣金件生产的冲压模具和用于头枕及座椅扶手泡沫制造的发泡模具全部自主设计和制造，并通过模具的标准化，降低模具生产、更换、维修的难度和成本；公司拥有先进的发泡工艺和配方技术，可根据客户要求自行配制生产所需的头枕泡沫配方。2) 继峰相较其他国企、合资、外企作为民企拥有较为灵活的管理制度，例如原材料采购相对较为灵活，采购价格相对较低。3) 公司建立了较为健全的成本管理制度，设有成本考核专员，在进行成本考核工作的同时，持续完善各岗位、各工种的成本考核制度，有利于公司生产成本的下降。此外，继峰具有优秀的响应能力，公司作为民营企业管理层级较少，管理偏向扁平化管理，快速决策，对新需求响应速度快。

图 38：2015-2023 年 H1 继峰股份销售毛利率和销售净利率


资料来源：同花顺 ifind, 信达证券研发中心 (注：虚线为合并格拉默前继峰数据)

座椅头枕、扶手为公司传统业务，并购格拉默后市占率进一步提高。从市占率来看，继峰本部传统业务以头枕和座椅扶手为主，2018 年国内乘用车市占率分别为 28%和 9%，处于行业领先地位；收购格拉默后市场份额进一步扩大，2022 年头枕和座椅扶手全球市占率分别为 22%和 8%。从业务发展来看，收购格拉默前公司订单主要集中在国内，海外订单较少，2019 年收购格拉默后具备参与全球发包整机厂的业务竞标资格，业务扩大到海外，进一步提高了对德美系高端车型的渗透；格拉默则依托继峰原有国内客户资源，切入国内自主和合资品牌市场。继峰和格拉默的客户实现资源互补，市场份额持续扩大，头枕和座椅扶手业务已成为全球龙头。

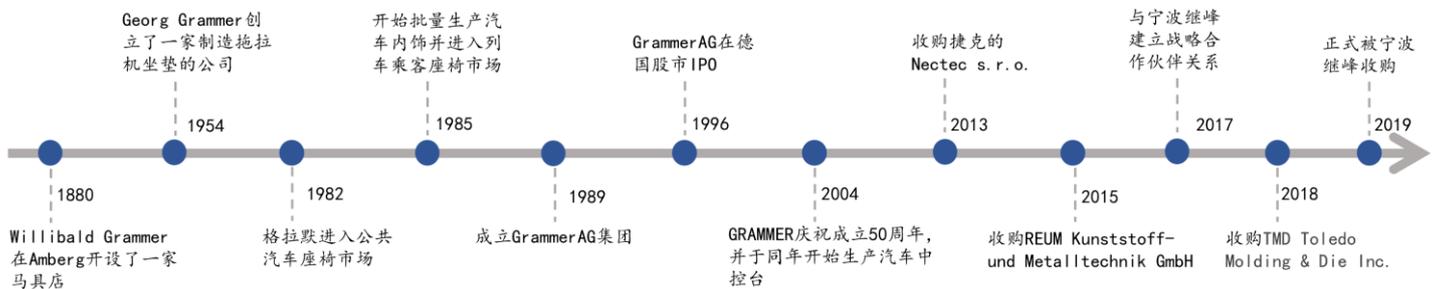
图 39：2015-2022 年公司头枕和座椅扶手出货量和全球市占率


资料来源：公司公告, 信达证券研发中心

3.2 格拉默：历史悠久的汽车内饰件企业，全球商用车座椅龙头

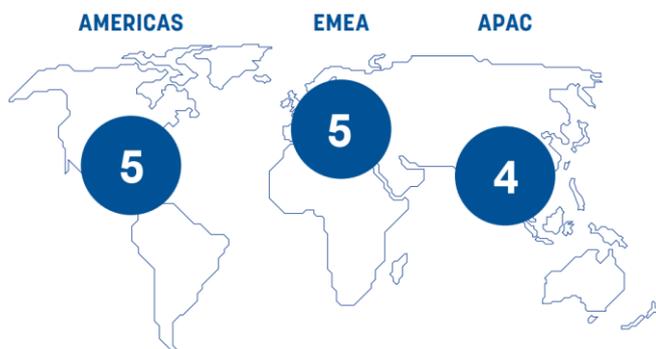
格拉默历史悠久，在欧美享有较高声誉。格拉默起源于1880年创立的一家马具店，1954年公司正式成立，经过数十年发展，已成为一家全球性公司，主营业务集中于汽车内饰件及其零部件，在欧美汽车零部件市场拥有较高声誉。格拉默在19个国家拥有40多个子公司，在美洲地区、APAC（亚太）地区、EMEA（欧洲、中东、非洲）地区均开拓业务，并设立匹配的生产物流以及研发基地。

图 40：格拉默发展历程



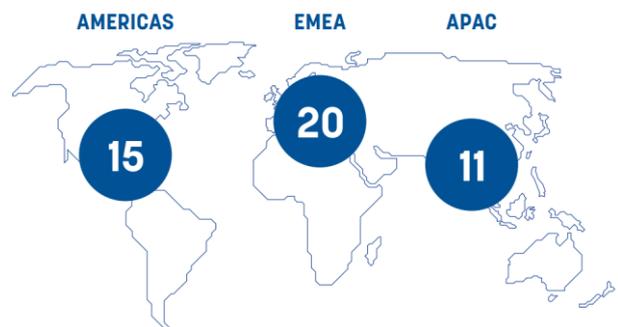
资料来源：格拉默官网、信达证券研发中心

图 41：格拉默集团全球研发中心



资料来源：格拉默年报，信达证券研发中心

图 42：格拉默集团全球生产和物流基地

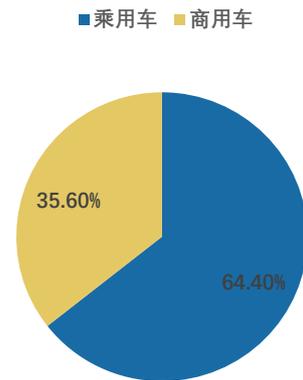


资料来源：格拉默年报，信达证券研发中心

格拉默是商用车座椅和乘用车内饰龙头，在欧美市场占据重要地位。在商用车领域，格拉默是行业标准的制定者和行业技术的领导者，在产品的舒适性、安全性、人体工程学、用户友好等层面处于技术领先地位，农业机械、卡车、牵引机等商用车座椅产品在欧洲市场份额稳居第一。在乘用车领域，格拉默主要客户为整车厂及 Tier1 供应商，提供中控、头枕、扶手等内饰件产品，其中头枕和扶手在欧洲市场处于领先地位。

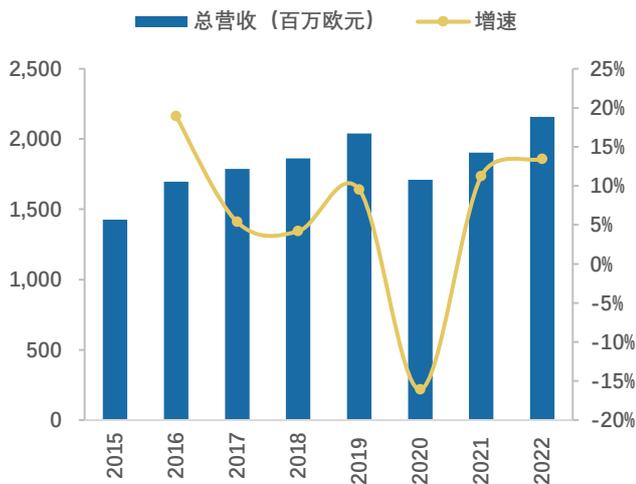
图 43: 格拉默主要产品


资料来源：格拉默官网，信达证券研发中心

图 44: 2022 年格拉默分产品收入结构


资料来源：格拉默年报，信达证券研发中心

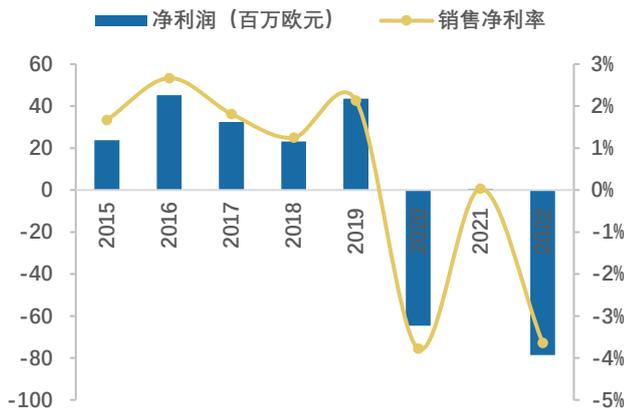
格拉默收入体量大，但盈利能力较弱。2015~2019 年间，格拉默集团收入保持稳定增长，年复合增速达 9.35%，盈利能力较为平稳，销售毛利率稳定在 10%~12%，销售净利率在 1%~3%，息税前利润率稳定在 2%~5%。2020~2022 受汽车芯片紧缺、俄乌冲突导致的能源危机、原材料价格上涨等因素影响，盈利能力受到较大影响，2022 年净亏损 0.79 亿欧元。

图 45: 2015-2022 年格拉默营收及增速


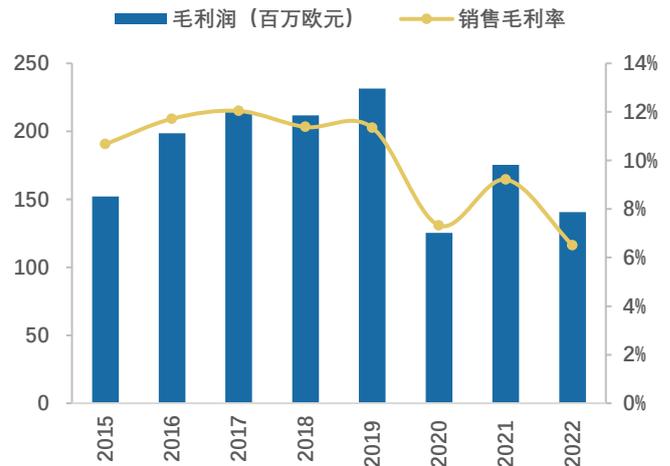
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 46: 2015-2022 年格拉默 EBIT 及息税前利润率


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 47：2015-2022 年格拉默净利润及销售净利率


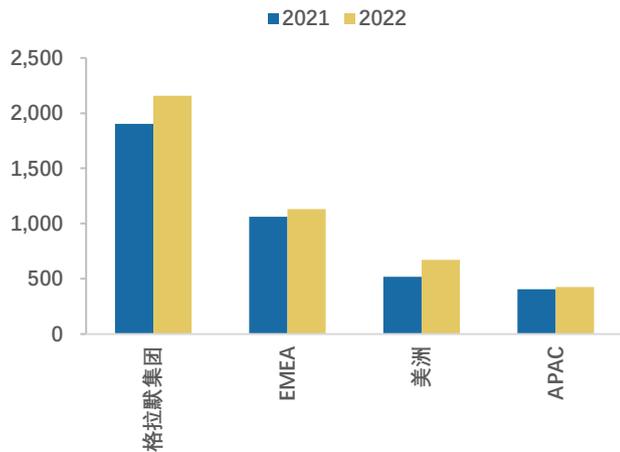
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 48：2015-2022 年格拉默毛利润及销售毛利率


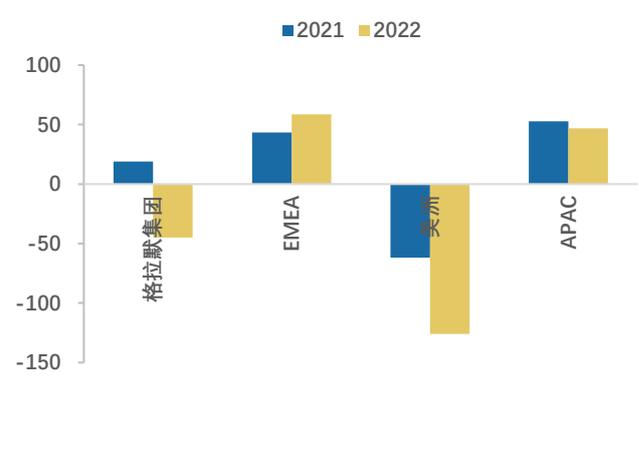
资料来源：Wind，信达证券研发中心

EMEA、APAC 经营情况良好，美洲区拖累整体业绩。从收入结构来看，2022 年 EMEA（欧洲、中东和非洲）占比达 52%，美洲占比 31%，APAC（亚太地区）占比 20%。分地区来看：**1) EMEA：是集团收入和利润的主要来源。**受疫情、缺芯、原材料涨价、俄乌冲突等不利因素影响业绩承压，但随着公司整合措施不断推进，该地区盈利能力得到明显改善，收入由 2021 年的 10.62 亿欧元增加至 2022 年的 11.31 亿欧元，息税前利润率由 2021 年的 4.08% 提升至 2022 年的 5.18%。**2) 美洲地区：管理不善导致业绩承压。**2021 年、2022 年 EBIT 分别亏损 0.62 亿欧元和 1.26 亿欧元；2021 年的亏损主要原因是钢材等原材料价格持续上涨，而管理层并未及时建立合理的调价机制；2022 年 EBIT 的持续大幅亏损的原因主要包括利率水平提高导致的 0.74 亿欧元的减值，材料、人员、运费（海运成本）上涨及美墨工厂机器关闭导致的特殊运费等因素造成的 0.1 亿欧元的非经常性费用。**3) APAC：中国区业务有望成为格拉默业绩的新增长点，**亚太区营收由 2021 年 5290 万欧元下滑至 2022 年 4700 万欧元，息税前利润率由 2021 年的 13% 降低至 2022 年的 11%，这主要是由于日本的高额海运费和在中国新工厂和新产品的费用性支出。随着未来新产品放量爬坡，息税前利润率和营收均有望得到改善，中国区业务利润率高，超 10%，有望成为公司业绩的新增长点。

展望未来，我们认为随着整合效果逐渐显现，欧洲区盈利能力有望进一步提高；公司目前正在对美洲区进行整合，盈利能力有望得到改善并实现减亏；公司正在加大拓展格拉默中国区业务，亚太区有望成为未来业绩增长主要来源。

图 49：2021-2022 年度格拉默集团分地区营收（百万欧元）


资料来源：格拉默年报，信达证券研发中心

图 50：2021-2022 年度格拉默集团分地区 EBIT（百万欧元）


资料来源：格拉默年报，信达证券研发中心

3.3 并购格拉默，多维度措施推进整合

2017 年格拉默向继峰股份的关联方 JAPGmbH 发行强制可转换债券，同时 JAPGmbH 通过二级市场增持累计持股 25.51%。2018 年 5 月，继峰股份实控人旗下公司继焯投资收购了累计控股达 25.56% 的 JAPGmbH，并于 6 月份正式向格拉默发起要约收购，最终在 9 月份完成格拉默 84.23% 的股权交割，取得实控权。2019 年 8 月，继峰股份获批准定向增发及发行可转债，用于收购继焯投资 100% 股权，由此继峰股份持有格拉默 84.23% 的股权，将格拉默纳入合并报表，并拥有控制监事会和管理层的权力。而后继峰于 2020 年 10 月又通过宁波继焯注资认购格拉默发行的股份，至此继峰持有格拉默 86.2% 的股份。

图 51：公司并购格拉默历程

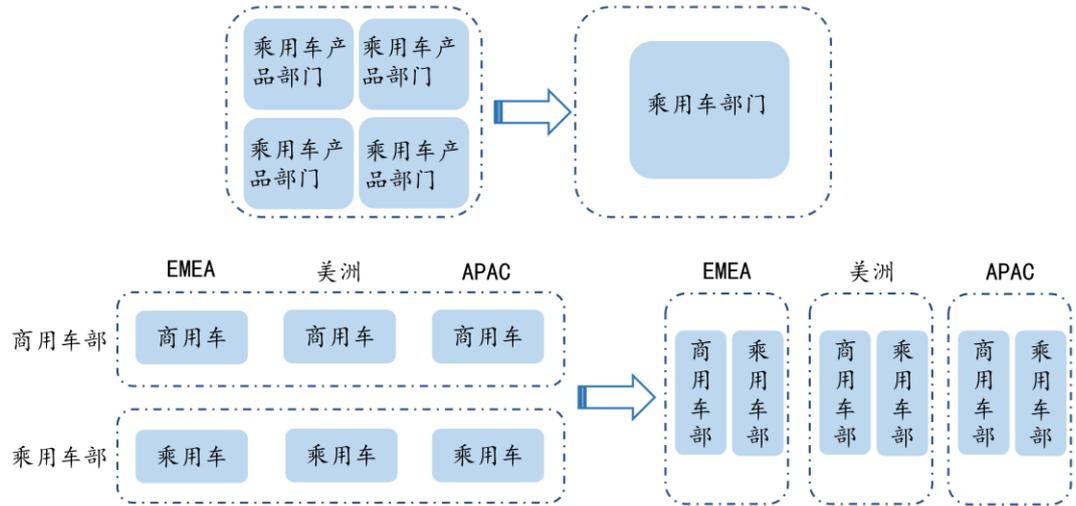

资料来源：公司公告、公司年报、信达证券研发中心

3.3.1 格拉默自身推进多项调整，提升公司效益

格拉默调整组织架构，提升经营效率和响应能力。2020 年 4 月，格拉默调整了内部架构，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，减少了部门之间的沟通环节，提升了同一业务单元协同和快速反应能力，以更好满足全球客户的需求。同时，格拉默的组织架构从由德国总部垂直化管理模式，调整为美洲、EMEA、APAC 三个

主要经营区域独立决策、独立财务核算、独立运营的扁平化管理模式，并重新任命亚太区、美洲区总经理，给予三个业务板块更高的自主决策权，以便能够更迅速灵活地响应客户需求。

图 52：格拉默组织架构调整方式

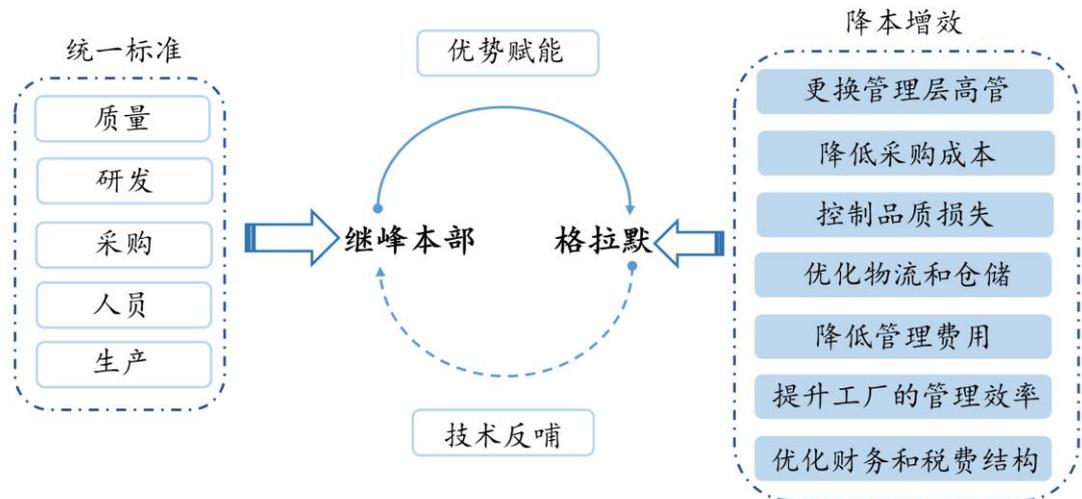


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

格拉默积极推进降本增效措施。从 2022 年年底开始，格拉默深化在供应链管理、VAVE、工厂运营效率三个方面降本增效措施的细化落实。针对格拉默的区域改善目标，公司实行 P2P 计划，通过优化人员配置和工厂布局、进一步加强供应链管理、深化 VAVE 措施的落实、深挖工厂运营效率，从而达到经营效益的持续提升。启动 PLM 数字化管理计划，通过数字化提高产品的开发效率，自动将结果和信息传递给工厂的所有系统，以缩短开发时间、提高数据质量。随着数据透明度的提高，整个产品开发的流程，如概念开发和采购、工程变更、产品和工艺规划，都能够在一个系统中实现控制、优化和缩短。

3.3.2 继峰深入整合格拉默，赋能降本增效

继峰实施降本增效措施促进格拉默整合。1) **联合采购：**2020 年初，继峰本部与格拉默签订了联合采购协议，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，从而降低继峰和格拉默的采购成本，提高双方的毛利率水平。2) **统一标准，资源协同：**在 2023 年 2 月底召开的战略协同大会上，公司进一步细化内部各业务模块在采购、人员、生产、研发、质量等方面进行标准统一、资源协同。3) **派出管理层，加快降本增效和整合措施：**2022 年 10 月，格拉默中国区 CEO 李国强被任命为格拉默全球 COO，为公司首次派遣到格拉默总部的中国籍高管，以推进格拉默降本增效计划全面加速。具体降本增效措施包括例如降低采购成本、优化物流和仓储、控制品质损失、降低管理费用（包括裁员等措施）、优化财务和税费结构、提升下属工厂的管理效率（通过设定成本控制指标、配套激励机制、调整工厂规模等措施）等。

图 53：继峰股份降本增效措施


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

3.3.3 继峰赋能格拉默，商用车座椅业务稳步推进

继峰赋能格拉默，商用车座椅业务稳步推进。商用车座椅方面，格拉默在欧洲市场份额第一，但在国内市场份额相对较低，2019年国内重卡座椅份额仅占4.1%。并入继峰后，继峰协助格拉默开展国内业务，2020年获得了一汽青岛、一汽解放、福田、陕汽等客户的订单，国内重卡座椅市场份额提升至6.1%。2021年格拉默与一汽集团子公司组建合资公司并控股60%，开展高端商用车座椅业务，并配套解放商用车，重卡市场份额提升至8%。2022年格拉默新获得了沃尔沃、一汽解放、福田等客户的订单，2022年格拉默在国内重卡座椅市占率提升至10%左右。

3.3.4 推进产业布局整合，促进工厂资源的有效配置。

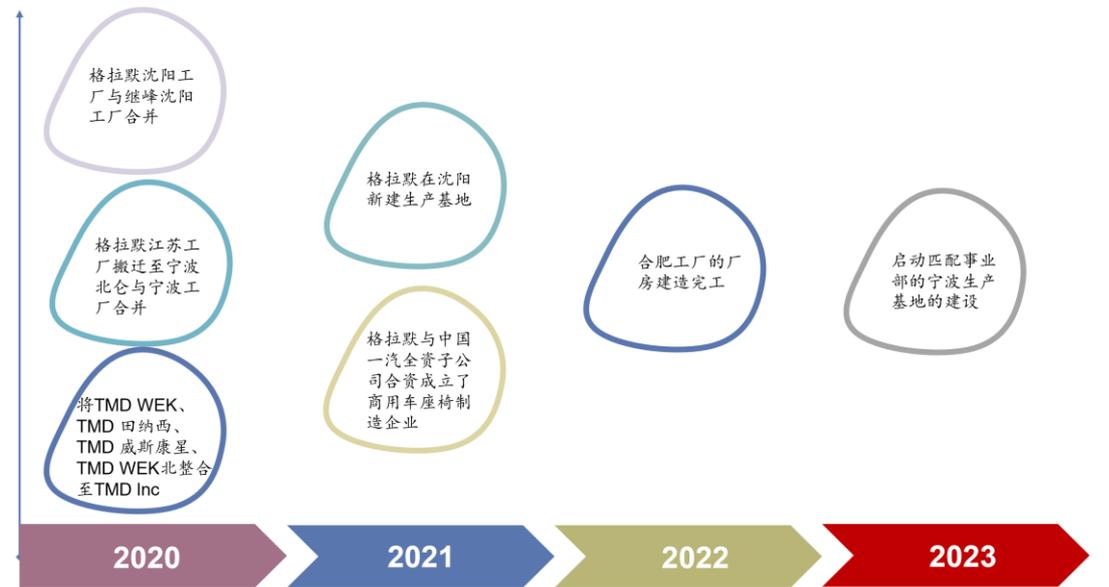
2020年，格拉默集团将位于美国的四家公司TMD WEK、TMD 田纳西、TMD 威斯康星和TMD WEK北，整合至TMD Inc。同年7月，格拉默江苏工厂搬迁至宁波北仑，与公司宁波工厂合并。同年9月，格拉默沈阳工厂与公司沈阳工厂合并，实现产能共享，提高管理效率，实现生产的规模效应。另外格拉默关闭了五家工厂以提升下属工厂的效率，并对非生产性人员实施裁员措施以实现管理费用的降低，员工数量从2019年的14910人降低到2020年的14192人。

2021年5月，格拉默与中国一汽的全资子公司一汽哈尔滨轻型汽车有限公司合资成立了商用车座椅制造企业-格拉默车辆部件（哈尔滨）有限责任公司，该工厂生产线设备工艺高端智能，为一汽解放公司各系列商用车卡车配套，并于同年10月正式投产；同年，格拉默在沈阳新建一个生产基地，为宝马汽车生产高品质的中控台、扶手和其他内饰零部件，新工厂拥有最先进的工作区域和设施，涵盖从注塑成型、喷胶、焊接到最终装配的所有生产工序，巩固了格拉默在中国东北地区的布局，已于2021年8月正式投产。

2022年，继峰合肥工厂的厂房建造如期完工，有望于2023年4月正式投产。该生产基地用于生产首款乘用车座椅总成产品，有利于进一步推动公司获取更多的订单，同时也增加了公司与其他主机厂建立良好业务关系的机会，对公司乘用车座椅总成业务持续、快速发展具有重大的积极意义。

2023 年，继峰为事业部的智能电动出风口、隐藏式门把手及车载冰箱等其他新兴业务匹配的宁波生产基地建设将正式启动并预计于 2024 年底完成。

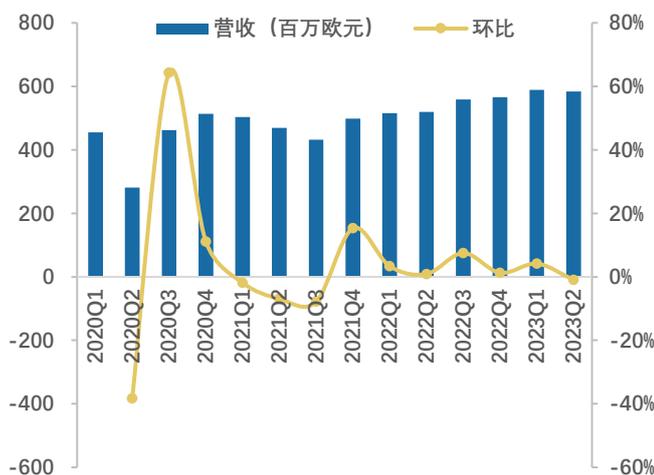
图 54：继峰股份推进产业布局整合和扩张时序图



资料来源：公司年报、公司公告，信达证券研发中心

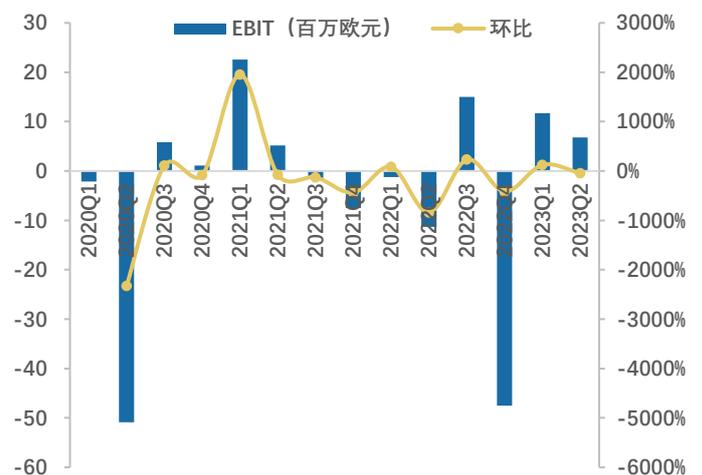
外部因素扰动减弱，降本增效措施有望在业绩上体现。自 2020 年实施一系列降本增效措施以来，公司业绩得到一定程度的改善。从 2021 年 Q3 起至 2023 年 Q1，格拉默营收实现了六个季度的持续增长，但受到俄乌冲突、缺芯、疫情、原材料价格上涨等因素影响，盈利能力未能够持续显现。在诸多不利条件得到消除后，2023 年 H1 公司盈利能力明显回升，EBIT 实现了 0.19 亿欧元，我们预计后续公司盈利能力有望持续改善。

图 55：2020Q1-2023Q1 年格拉默营收及增速季报



来源：格拉默公告，信达证券研发中心

图 56：2020Q1-2023Q1 年格拉默 EBIT 及增速季报



来源：格拉默公告，信达证券研发中心

3.4 乘用车座椅业务打开增长空间，突破性新产品有望成为新增长点

3.4.1 格拉默和继峰本部优势互补，实现乘用车座椅业务 0 到 1 突破

格拉默和继峰本部优势互补，实现乘用车座椅业务 0 到 1 突破。

格拉默：生产经验、平台优势、品牌名声优势“三位一体”赋能继峰乘用车座椅项目

1) **生产经验赋能生产，技术基础助力研发。**格拉默是全球商用车座椅龙头、行业标准制定者，拥有深厚的生产经验和技術积累。乘用车和商用车座椅除部分性能差异外（如乘用车座椅减震效果的高要求、舒适豪华感体验等导致的设计差异），两者在生产流程上较为接近，因此格拉默的生产经验可以用于支持继峰的乘用车项目的推进。此外，格拉默也曾经为大众开发过一款乘用车座椅，相关技术基础能够助力继峰研发。

2) **平台优势吸引人才，产品研发蓬勃发展。**格拉默作为一家拥有 140 多年历史，在商用车座椅、乘用车内饰等方面领先的全球化龙头，具有的良好口碑和规模上的平台优势，在继峰启动乘用车座椅项目后迅速吸引人才加入。

3) **品牌名声赢得客户信任，获得奥迪定点订单。**格拉默具有全球影响力，在客户端积累了较为良好的口碑，在格拉默的助力下，继峰得以进入海外主机厂客户的供应商名单；格拉默与德系车企客户为代表的海外客户建立了深厚的联系，在继峰获得奥迪乘用车座椅总成定点的过程中，格拉默起到了重要作用。

继峰本部：立足原有头枕扶手业务，快速响应和成本控制能力助力乘用车座椅获新定点

1) **原有业务可复用，降低研发和生产成本。**继峰传统业务如座椅头枕、座椅扶手可以复用再乘用车座椅项目中，且座椅生产所需的骨架、面套、填充材料等与头枕扶手所需的面料、发泡、支杆金属材料等类似，已与对应供应商建立长期合作关系，有利于成本管控。

2) **拥有快速响应能力，助力获得定点突破。**以蔚来、小鹏、理想为代表的造车新势力品牌车企与传统合资品牌车企产品开发周期不同，传统合资品牌新车型研发周期通常需要 2~3 年，而造车新势力产品迭代速度快，通常 1~2 年便会推出新车型，要求供应商快速响应。继峰作为民营企业，管理结构扁平，响应速度高于外资、合资整椅厂。

3) **成本控制能力强，增大市场竞争力。**继峰拥有较强的生产能力、较高的产品自给率、较高的管理效率，成本控制能力强于行业平均。

图 57：继峰+格拉默优势共同助力乘用车业务



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

持续获得项目定点，有望跻身乘用车座椅龙头。公司已经获得六个项目定点，不仅屡次获得新能源车企认可，也完成传统主机厂的定点由 0 到 1 的突破。2021 年 10 月 10 日获得某造车新势力品牌主机厂的项目定点，实现乘用车座椅业务 0 到 1 的突破，此后陆陆续续获得三个新能源汽车主机厂的定点项目。2023 年 2 月 2 日获得奥迪乘用车座椅的项目定点，实现传统主机厂乘用车座椅业务 0 到 1 的突破。获得奥迪定点项目于公司而言意义重大，我们认为这彰显了传统豪华品牌主机厂对继峰乘用车座椅产品开发设计、技术质量、生产保障能力的认可，有利于获得更多的订单，且本次新获定点项目凸显了继峰和格拉默全面整合的成果，为格拉默融入公司乘用车座椅的全球战略打下了基础。2023 年 6 月 1 日获得一汽大众探岳

车型的乘用车座椅订单，实现了燃油车领域 0 到 1 的突破，使得公司在乘用车座椅业务的客户基础更加广泛，客户结构更趋平衡。

表 12：继峰获得的乘用车座椅项目定点

公告时间点	定点客户	项目预期量产时间	预计项目周期（年）	预计金额（亿元）
2023/06	一汽大众	2024/11	8	57
2023/03	某新能源汽车主机厂	2024/06	4	58
2023/02	奥迪	2024/12	7	80-100
2022/11	某新能源汽车主机厂	2024/07	5	18-25
2022/07	某新能源汽车主机厂	-	-	-
2021/10	某造车新势力品牌主机厂	-	-	-

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

产能不断扩大，乘用车座椅量产在即。2021 年底合肥工厂 10 万套乘用车座椅产线动工，2023 年 4 月开始如期投入量产。根据 2023 年 4 月 4 日公司发布的继峰股份 2023 年度向特定对象发行 A 股股票预案，合肥生产基地的乘用车座椅产能将增加至 60 万套；新建的长春生产基地乘用车座椅产线年产能为 20 万套乘用车座椅。

表 13：公司定增募项目

项目名称	项目周期	项目投资总额（万元）	拟使用募集资金额（万元）
合肥汽车内饰件生产基地项目	60 个月	70,617.69	32,000.00
长春汽车座椅头枕、扶手及内饰件项目	36 个月	39,515.23	30,000.00
宁波北仑年产 1,000 万套汽车出风口研发制造项目	24 个月	76,181.68	65,000.00

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

全面布局乘用车座椅，打造业绩新增长点。1) **在商务方面**，公司计划于 2023 年底实现合资品牌、新造车势力龙头企业、国内传统造车龙头企业等多样化客户准入布局，争取实现在手定点项目年化产量 100 万辆目标；2) **在产能方面**，各生产基地按计划完成布局；3) **在后勤保障方面**，采取一系列措施包括扩大研发技术人员以及生产管理人员的储备和培训，流程制度建设以及资金保障等工作；4) **在成本控制方面**，资源允许的情况下择机启动生产成本优化措施，争取在 2024 年实现乘用车座椅业务单体盈亏平衡；5) **在海外业务方面**，开启探索座椅业务全球化布局。

3.4.2 开发突破性新产品，有望成为新增长点

隐藏式电动出风口稳步上量，收入实现数倍增长。隐藏式电动出风口是在电动化、智能化趋势下催生的新产品，是能够实现触摸控制、语音控制、自动扫风、和仪表盘融为一体的新型出风口。2022 年公司隐藏式电动出风口产品实现销售收入近 9000 万元，同比实现数倍增长，2023 年目标销售收入 2~3 个亿；目前已获得在手项目超 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。我们预计随着新订单的不断获取及更多项目陆续量产，未来几年隐藏式电动出风口的销售收入有望实现快速增长。

图 58：蔚来 ET7 搭载的隐藏式智能出风口



资料来源：蔚来汽车官网，信达证券研发中心

乘用车隐藏式门把手和车载冰箱首获新突破，有望成为公司新的增长点。

隐藏式门把手是利用隐藏式设计，同时可以实现电动弹出和收回的车门开启的把手。随着汽车制造工艺的日益提升，汽车外形有了较大的变化升级，隐藏式门把手成为了当下的主流。截至 2023 年 3 月，公司隐藏式门把手产品已获得相关客户定点。

车载冰箱是家用冰箱的延续，是一种能够在汽车上携带的冷藏柜，车载冰箱可以采用半导体制冷/制热技术，也可以通过压缩机制冷，噪音小污染少。目前市场主流趋势是将其与车内的中控、扶手进行集成，而格拉默在中控方面具备深厚的技术储备，继峰在扶手生产上有工业基础，两者在工业技术上互补，因此公司在车载冰箱的研发上处于业内领先地位。2022 年，公司车载冰箱产品已获得相关客户定点，该系列产品预计有望于 2024 年实现量产。

图 59：某款隐藏式门把手



资料来源：德康电子，信达证券研发中心

图 60：理想 L9 配备的车载冰箱



资料来源：理想汽车，有个理想，信达证券研发中心

四、盈利预测、估值与投资评级

4.1 盈利预测及假设

1) 继峰本部和格拉默：随着行业发展保持稳定增长，2) 乘用车座椅和电动出风口等创新业务：随着生产基地建设和新客户开拓，有望迎来高速增长。我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 216.8、246.4、302.9 亿元，同比增速为 20.7%、13.6%、22.9%。

表 14：公司收入预测（亿元）

		2022	2023E	2024E	2025E
继峰本部	营业收入	24.4	28.1	30.9	33.4
传统业务	YOY		15.0%	10.0%	8.0%
	营业收入（欧元）	21.6	23.8	25.7	27.6
格拉默	YOY		10.3%	8.1%	7.1%
	营业收入（人民币）		180.9	195.6	209.5
乘用车座椅	营业收入		5.6	14.9	53.1
	YOY			165.6%	255.4%
电动出风口等创新业务	营业收入	0.9	2.2	5.0	7.0
	YOY		144.4%	127.3%	40.0%
合计	营业收入	179.7	216.8	246.4	302.9
	YOY		20.7%	13.6%	22.9%

资料来源：Wind，信达证券研发中心（注：除特殊标注外，表中单位均为人民币，本测算假设 1 欧元=7.6 人民币）

4.2 估值与投资评级

我们预计 2023-2025 年归母净利润为 3.10、5.62、9.54 亿元，对应 PE 分别为 52、28、17 倍，考虑到公司切入高壁垒的乘用车座椅总成赛道实现业绩快速增长且 2025 年估值低于可比公司，首次覆盖给予“买入”评级。

表 15：可比公司估值

股票代码	公司名称	收盘价	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE		
		2023/09/21		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603730.SH	岱美股份	17.06	217	8.01	10.02	12.38	27.07	21.65	17.53
603179.SH	新泉股份	48.85	238	7.89	10.90	14.20	30.16	21.83	16.77
300893.SZ	松原股份	25.21	57	1.87	2.54	3.35	30.38	22.42	17.00
	平均值						29.20	21.97	17.10
603997.SH	继峰股份	13.92	160	3.10	5.62	9.54	51.72	28.48	16.79

资料来源：Wind，信达证券研发中心（继峰股份为信达研发中心预测，其他公司为 Wind 一致预期）

五、风险因素

- 1) 汽车销量不及预期：公司产品下游应用领域为汽车行业，若汽车销量不及预期可能会对公司业绩产生不利影响。
- 2) 产能释放不及预期：公司正在乘用车座椅等产能，若产能释放不及预期可能会对公司业绩产生不利影响。
- 3) 行业竞争加剧：若汽车零部件产品竞争加剧，可能会对公司收入、利润率产生不利影响。
- 4) 原材料价格波动：若公司主要采购的原材料发生大幅波动，将增加公司控制成本的难度，影响公司的盈利能力。
- 5) 汇率波动：公司有相当部分收入来自于海外，若汇率波动会影响公司业绩。
- 6) 股票定增发事项推进不及预期：若定增事项不及预期，可能会对公司业绩产生不利影响。

财务模型

资产负债表		单位：百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	6,515	6,877	6,870	8,130	8,872	
货币资金	1,406	1,163	1,008	936	1,059	
应收票据	99	69	172	102	235	
应收账款	2,310	2,643	2,417	3,060	3,168	
预付账款	93	154	184	207	253	
存货	1,730	1,825	1,903	2,531	2,606	
其他	878	1,023	1,187	1,295	1,551	
非流动资产	9,694	8,577	8,665	8,686	8,781	
长期股权投资	9	11	13	14	16	
固定资产(合计)	3,540	3,504	3,540	3,579	3,694	
无形资产	1,455	1,118	998	875	764	
其他	4,690	3,944	4,115	4,218	4,306	
资产总计	16,209	15,454	15,536	16,816	17,653	
流动负债	6,069	6,884	6,591	7,246	7,035	
短期借款	1,638	2,135	1,635	1,135	635	
应付票据	61	70	86	90	125	
应付账款	2,279	2,812	2,779	3,755	3,665	
其他	2,091	1,867	2,090	2,266	2,609	
非流动负债	5,141	4,794	4,794	4,794	4,794	
长期借款	2,631	2,557	2,557	2,557	2,557	
其他	2,511	2,237	2,237	2,237	2,237	
负债合计	11,211	11,678	11,385	12,040	11,829	
少数股东权益	354	320	354	417	511	
归属母公司股东权益	4,645	3,455	3,797	4,360	5,313	
负债和股东权益	16,209	15,454	15,536	16,816	17,653	

重要财务指标		单位：百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	16,832	17,967	21,684	24,644	30,295	
同比(%)	7.0%	6.7%	20.7%	13.6%	22.9%	
归属母公司净利润	126	-1,417	310	562	954	
同比(%)	148.9%	-1221.6%	121.8%	81.6%	69.6%	
毛利率(%)	14.1%	13.1%	14.1%	14.8%	15.2%	
ROE(%)	2.7%	-41.0%	8.2%	12.9%	17.9%	
EPS(摊薄)(元)	0.11	-1.23	0.27	0.49	0.83	
P/E	126.74	—	51.72	28.48	16.79	
P/B	3.45	4.63	4.22	3.67	3.01	
EV/EBITDA	19.75	21.04	15.42	12.02	9.00	

利润表		单位：百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	16,832	17,967	21,684	24,644	30,295	
营业成本	14,451	15,616	18,638	21,004	25,687	
营业税金及附加	46	48	58	66	82	
销售费用	297	262	304	333	394	
管理费用	1,353	1,368	1,605	1,774	2,121	
研发费用	321	376	434	456	515	
财务费用	193	200	177	165	151	
减值损失合计	-18	-1,567	-125	-146	-157	
投资净收益	-20	3	3	4	5	
其他	39	22	27	32	39	
营业利润	171	-1,444	374	735	1,233	
营业外收支	23	9	0	0	0	
利润总额	193	-1,435	374	735	1,233	
所得税	68	28	30	110	185	
净利润	126	-1,463	344	625	1,048	
少数股东损益	-1	-45	34	62	94	
归属母公司净利润	126	-1,417	310	562	954	
EBITDA	1,140	1,047	1,338	1,680	2,174	
EPS(当年)(元)	0.12	-1.27	0.27	0.49	0.83	

现金流量表		单位：百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	719	1,052	1,382	1,408	1,674	
净利润	126	-1,463	344	625	1,048	
折旧摊销	766	766	664	638	639	
财务费用	175	219	195	180	165	
投资损失	20	-3	-3	-4	-5	
营运资金变动	-253	-18	57	-177	-330	
其它	-115	1,552	126	146	156	
投资活动现金流	-588	-824	-875	-800	-886	
资本支出	-685	-833	-876	-802	-889	
长期投资	2,050	940	-2	-2	-2	
其他	-1,952	-931	3	4	5	
筹资活动现金流	-40	-398	-663	-680	-665	
吸收投资	34	1	32	0	0	
借款	1,984	1,208	-500	-500	-500	
支付利息或股息	-417	-242	-195	-180	-165	
现金净增加额	-23	-243	-155	-72	123	

研究团队简介

陆嘉敏，信达证券汽车行业首席分析师，上海交通大学机械工程学士&车辆工程硕士，曾就职于天风证券，2018年金牛奖第1名、2020年新财富第2名、2020新浪金麒麟第4名团队核心成员。4年汽车行业研究经验，擅长自上而下挖掘投资机会。汽车产业链全覆盖，重点挖掘特斯拉产业链、智能汽车、自主品牌等领域机会。

王欢，信达证券汽车行业研究员，吉林大学汽车服务工程学士、上海外国语大学金融硕士。曾就职于丰田汽车技术中心和华金证券，一年车企工作经验+两年汽车行业研究经验。主要覆盖整车、特斯拉产业链、电动智能化等相关领域。

曹子杰，信达证券汽车行业研究助理，北京理工大学经济学硕士、工学学士，主要覆盖长安汽车、线控底盘、一体压铸、两轮车、座椅等。

丁泓婧，墨尔本大学金融硕士，主要覆盖智能座舱、电动化、整车等领域。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。