

继峰股份 (603997.SH)

汽车座椅自主破局者，盈利回升预期强化

内生、外延双轮驱动的全球汽车座椅潜在龙头。继峰股份专注于汽车座椅赛道，通过内生持续增长与外延并购格拉默双轮驱动，业务横向已涵盖乘用车与商用车两大板块，纵向已由 Tier 2 零部件延伸至 Tier 1 总成环节，并成为全球汽车座椅头枕细分赛道龙头，全球市占率超 25%。公司已具备全球汽车座椅行业龙头雏形，预计随着乘用车座椅总成业务持续放量，公司将进一步巩固汽车座椅龙头地位。

破解过往千亿级汽车座椅赛道外资垄断难题。汽车座椅总成成为汽车内饰件中稀缺的高价值必备部件，单车 ASP 超 4,000 元，在智能化趋势带动下仍有较大的提升空间。过往汽车座椅总成被外资厂商占据主要市场份额，自主厂商突破难度大。公司通过收购海外商用车座椅龙头格拉默，借助其品牌背书与技术基础，快速储备行业最为稀缺的研发人才，并乘新能源供应链重塑的行业东风，实现了新势力及合资客户订单的突破与持续流入。

格拉默整合加速、成本压力边际好转带动业绩触底回升。格拉默在过去 3 年，受全球宏观经济下行、汽车缺芯、大宗原材料及能源成本高企影响，收入虽保持稳健增长，但盈利能力受到明显压制。公司通过对格拉默组织结构优化，从降本、赋能、提效三方面来提升格拉默盈利能力，目前已派驻中国籍管理人员加快格拉默整合效率；大宗原材料成本压力也在逐渐缓解中。我们认为，格拉默有望逐步进入盈利上升通道，带动公司整体业绩向上修复。

盈利预测：受益于乘用车座椅总成等新业务规模上量、全球车市需求持续修复，原材料成本回落，预计公司 2023-25 年归母净利润有望实现 2.4 亿/6.4 亿/9.6 亿元，2023-25 年 CAGR 达 101%，分别对应 PE 64.4/24.0/15.9 倍，考虑强竞争壁垒与高成长性，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；新业务拓展及产能投产不及预期；行业需求不及预期；行业规模测算误差。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	16,832	17,967	21,616	23,757	28,602
增长率 yoy (%)	7.0	6.7	20.3	9.9	20.4
归母净利润 (百万元)	126	-1,417	237	637	960
增长率 yoy (%)	148.9	-1221.6	116.7	168.4	50.6
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.11	-1.23	0.21	0.55	0.83
净资产收益率 (%)	2.5	-38.7	6.2	14.2	17.6
P/E (倍)	121.0	-10.8	64.4	24.0	15.9
P/B (倍)	3.3	4.4	4.1	3.5	2.9

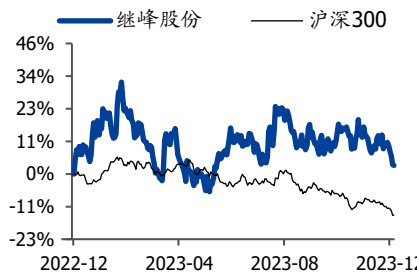
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 12 月 6 日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	汽车零部件
12月6日收盘价(元)	13.27
总市值(百万元)	15,285.66
总股本(百万股)	1,151.90
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	7.92

股价走势



作者

分析师 丁逸朦

执业证书编号: S0680521120002

邮箱: dingyimeng@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6515	6877	9737	8895	12759	营业收入	16832	17967	21616	23757	28602
现金	1406	1163	2325	2427	2878	营业成本	14451	15616	18518	20171	24215
应收票据及应收账款	2408	2712	3989	3205	5344	营业税金及附加	46	48	58	64	77
其他应收款	67	70	77	93	113	营业费用	297	262	300	318	369
预付账款	93	154	35	201	97	管理费用	1353	1368	1686	1544	1773
存货	1730	1825	2493	2108	3451	研发费用	321	376	442	474	557
其他流动资产	810	953	817	860	876	财务费用	193	200	317	352	357
非流动资产	9694	8577	9601	9052	9115	资产减值损失	-18	-1567	26	0	0
长期投资	9	11	16	18	19	其他收益	22	23	71	0	0
固定资产	3540	3504	3975	4020	4534	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	1542	1255	944	588	229	投资净收益	-20	3	3	0	0
其他非流动资产	4603	3807	4666	4427	4332	资产处置收益	3	-5	0	0	0
资产总计	16209	15454	19337	17948	21875	营业利润	171	-1444	341	834	1256
流动负债	6069	6884	10458	9396	12991	营业外收入	24	10	4	0	0
短期借款	1638	2135	4622	3987	5614	营业外支出	2	1	1	0	0
应付票据及应付账款	2340	2882	3574	3246	4994	利润总额	193	-1435	344	834	1256
其他流动负债	2091	1867	2262	2162	2384	所得税	68	28	96	167	251
非流动负债	5141	4794	4820	3827	3154	净利润	126	-1463	248	667	1004
长期借款	3057	2990	2669	1813	1164	少数股东损益	-1	-45	11	30	45
其他非流动负债	2085	1804	2151	2013	1989	归属母公司净利润	126	-1417	237	637	960
负债合计	11211	11678	15278	13222	16144	EBITDA	1124	-466	1240	1846	2350
少数股东权益	354	320	331	361	406	EPS (元/股)	0.11	-1.23	0.21	0.55	0.83
股本	1119	1117	1152	1152	1152						
资本公积	3442	3434	3434	3434	3434						
留存收益	493	-924	-675	-8	996						
归属母公司股东权益	4645	3455	3728	4365	5325						
负债和股东权益	16209	15454	19337	17948	21875						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	719	1052	445	2166	649
净利润	126	-1463	248	667	1004
折旧摊销	628	624	579	661	738
财务费用	193	200	317	352	357
投资损失	20	-3	-3	0	0
营运资金变动	-253	-18	-754	515	-1449
其他经营现金流	5	1713	58	-29	0
投资活动现金流	-588	-824	-1528	-150	-800
资本支出	740	853	793	-431	57
长期投资	2050	940	-5	-2	-2
其他投资现金流	2202	969	-739	-583	-745
筹资活动现金流	-40	-398	-242	-1280	-1025
短期借款	-838	497	0	0	0
长期借款	-239	-66	-322	-856	-649
普通股增加	98	-2	35	0	0
资本公积增加	588	-8	0	0	0
其他筹资现金流	351	-818	45	-424	-376
现金净增加额	-23	-243	-1325	737	-1176

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	7.0	6.7	20.3	9.9	20.4
营业利润 (%)	151.5	-945.6	123.6	144.3	50.6
归属母公司净利润 (%)	148.9	-1221.6	116.7	168.4	50.6
获利能力					
毛利率 (%)	14.1	13.1	14.3	15.1	15.3
净利率 (%)	0.8	-7.9	1.1	2.7	3.4
ROE (%)	2.5	-38.7	6.2	14.2	17.6
ROIC (%)	2.8	-10.6	3.6	7.7	9.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	69.2	75.6	79.0	73.7	73.8
净负债比率 (%)	112.8	155.5	179.8	118.8	106.7
流动比率	1.1	1.0	0.9	0.9	1.0
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4
应收账款周转率	6.3	7.0	6.5	6.6	6.7
应付账款周转率	6.0	6.0	5.7	5.9	5.9
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.11	-1.23	0.21	0.55	0.83
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.62	0.91	0.39	1.88	0.56
每股净资产 (最新摊薄)	4.04	3.01	3.21	3.77	4.60
估值比率					
P/E	121.0	-10.8	64.4	24.0	15.9
P/B	3.3	4.4	4.1	3.5	2.9
EV/EBITDA	18.9	-46.1	18.4	11.5	9.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 12 月 6 日收盘价

内容目录

投资概要.....	5
投资亮点.....	5
区别于市场的观点.....	6
一、内生增长与外延扩张双轮驱动的自主座椅龙头.....	8
1.1 从座椅零部件成长而来的汽车座椅总成商.....	8
1.2 业绩端短期承压，但边际改善迹象已显现.....	11
二、千亿级的汽车座椅大赛道迎来自主破局者.....	16
2.1 汽车座椅单车价值量高、市场空间大.....	16
2.2 三大成因导致过往汽车座椅格局固化.....	18
2.3 打破外资垄断，自主新秀的破局之道.....	21
三、座椅之外，海外整合与创新成长业务皆有看点.....	24
3.1 格拉默整合稳步推进，有望释放业绩弹性.....	24
3.2 横向扩展的创新类产品带来新成长空间.....	26
四、盈利预测与估值.....	28
风险提示.....	31

图表目录

图表 1: 继峰股份投资逻辑梳理.....	5
图表 2: 继峰股份上市以来股价复盘 (%).....	6
图表 3: 继峰股份分季度业绩回顾 (百万元/百万欧元, %/pct).....	7
图表 4: 继峰股份历史发展沿革.....	8
图表 5: 继峰股份股权架构 (截至 2023Q3) 及事业部梳理 (截至 2023H1).....	9
图表 6: 继峰股份核心管理层履历概览.....	9
图表 7: 继峰股份全球化布局情况 (截至 2023M12).....	10
图表 8: 继峰股份主营业务概览 (元/套, 亿元, %).....	10
图表 9: 继峰股份上市以来对下游配套关系变化情况.....	11
图表 10: 继峰股份近年来营收情况 (亿元, %).....	11
图表 11: 继峰股份与可比公司营收增速比较 (%).....	11
图表 12: 继峰股份 2019 年以来营收及增速拆分 (亿元, %).....	12
图表 13: 继峰股份营收增速与下游汽车销量增速比较 (%).....	12
图表 14: 继峰股份近年来主要大宗材料的平均采购价格变动情况 (EUR/kg, %).....	13
图表 15: 继峰股份近年来毛利率表现 (%).....	13
图表 16: 继峰股份近年来期间费用率表现 (%).....	13
图表 17: 继峰股份近年来盈利能力表现 (%).....	13
图表 18: 继峰股份与可比内饰公司近年来 ROE 表现 (%).....	14
图表 19: 继峰股份与可比内饰公司近年来销售净利率表现 (%).....	14
图表 20: 继峰股份与可比内饰公司近年来资产周转率表现.....	14
图表 21: 继峰股份与可比内饰公司近年来权益乘数表现.....	14
图表 22: 继峰股份近年来经营活动现金流净额表现 (亿元).....	14
图表 23: 继峰股份与可比公司近年来有息负债率表现 (%).....	15
图表 24: 继峰股份可比内饰及海外并购零部件公司.....	15
图表 25: 汽车内饰件单车价值量拆解 (元).....	16
图表 26: 近年来中国汽车座椅市场规模 (亿元).....	16

图表 27: 汽车座椅总成单车成本占比 (%)	17
图表 28: 近年来中国乘用车市场成交均价变化情况 (万元)	17
图表 29: 新势力主销车型座椅相关选装配置概览	17
图表 30: 问界 M7 零重力座椅示意图.....	17
图表 31: 汽车座椅升级发展趋势.....	17
图表 32: 全球汽车座椅总成 CR5 市场份额 (2021)	18
图表 33: 中国汽车座椅总成 CR5 市场份额 (2021)	18
图表 34: 汽车座椅结构拆解	18
图表 35: 汽车座椅主要零部件成本占比 (%)	19
图表 36: 中国主要乘用车座椅总成及细分零部件供应商	19
图表 37: 中国主要汽车座椅总成厂商地区分布情况.....	20
图表 38: 汽车座椅开发周期流程示意图.....	20
图表 39: 新势力品牌主销车型座椅宣传卖点概览	21
图表 40: 继峰股份研发人员数量及平均薪酬情况 (人, 万元/人)	21
图表 41: 继峰股份乘用车座椅总成相关专利储备 (项)	21
图表 42: 继峰股份已公告乘用车座椅定点项目概览.....	22
图表 43: 安徽省近年来汽车及新能源汽车产量及增速 (万辆, %)	22
图表 44: 安徽省新能源汽车产量占比及 2025 年规划 (%)	22
图表 45: 继峰股份 2023 年定增募投项目梳理.....	23
图表 46: 全球汽车座椅总成可比公司近年来毛利率表现 (%)	23
图表 47: 全球汽车座椅总成可比公司近年来净利率表现 (%)	23
图表 48: 继峰股份对格拉默整合具体措施梳理.....	24
图表 49: 格拉默中国重卡座椅市场份额变化情况 (%)	25
图表 50: 格拉默近年来营收情况 (百万欧元, %)	25
图表 51: 格拉默分地区近年来营收增速情况 (%)	25
图表 52: 格拉默近年来净利润表现 (百万欧元, %)	26
图表 53: 格拉默近年来盈利能力表现 (%)	26
图表 54: 格拉默近年来分地区 EBIT margin 表现 (%)	26
图表 55: 国际钢材价格指数分地区变化情况.....	26
图表 56: 继峰股份产品品类扩张逻辑.....	27
图表 57: 隐藏式电动出风口示意图	27
图表 58: 继峰股份出风口业务近年来营收情况 (万元)	27
图表 59: 继峰股份各业务收入及盈利能力核心假设 (亿元, %)	29
图表 60: 继峰股份核心财务假设 (亿元, %)	30
图表 61: 继峰股份可比公司估值表	30

投资概要

继峰股份(603997.SH)是一家专注于汽车座椅赛道的零部件公司,通过内生快速发展与海外优质资产并购,已成为全球汽车座椅头枕细分赛道龙头,全球市占率超25%,并纵向延伸至汽车座椅总成环节,实现了由Tier 2到Tier 1的角色转变,未来成长空间广阔。

图表 1: 继峰股份投资逻辑梳理

	具体逻辑
价值量提升	1 座椅零部件(头枕、扶手等)ASP 200-400元 →座椅总成ASP(商用车~3,000元,乘用车>5,000元) 2 原有座椅、中控零部件传统业务 →新品类汽车出风口、隐藏式门把手、车载冰箱,单车ASP持续扩张 3 高价值量座椅总成→汽车智能座舱,单车ASP近万元
出货量提升	1 Tier 2 零部件供应商→Tier 1 总成供应商,配套份额提升 2 优质合资客户→强势自主客户→头部新势力客户,配套车型持续扩充 3 已有海外产能、进入供应名录,国内头部整车客户→海外头部整车客户,全球出海逻辑
经营周期	1 大宗原材料、能源成本回落,盈利能力修复 2 乘用车总成新产能持续爬坡,贡献盈利增量

资料来源:公司公告,公司官网,国盛证券研究所梳理

投资亮点

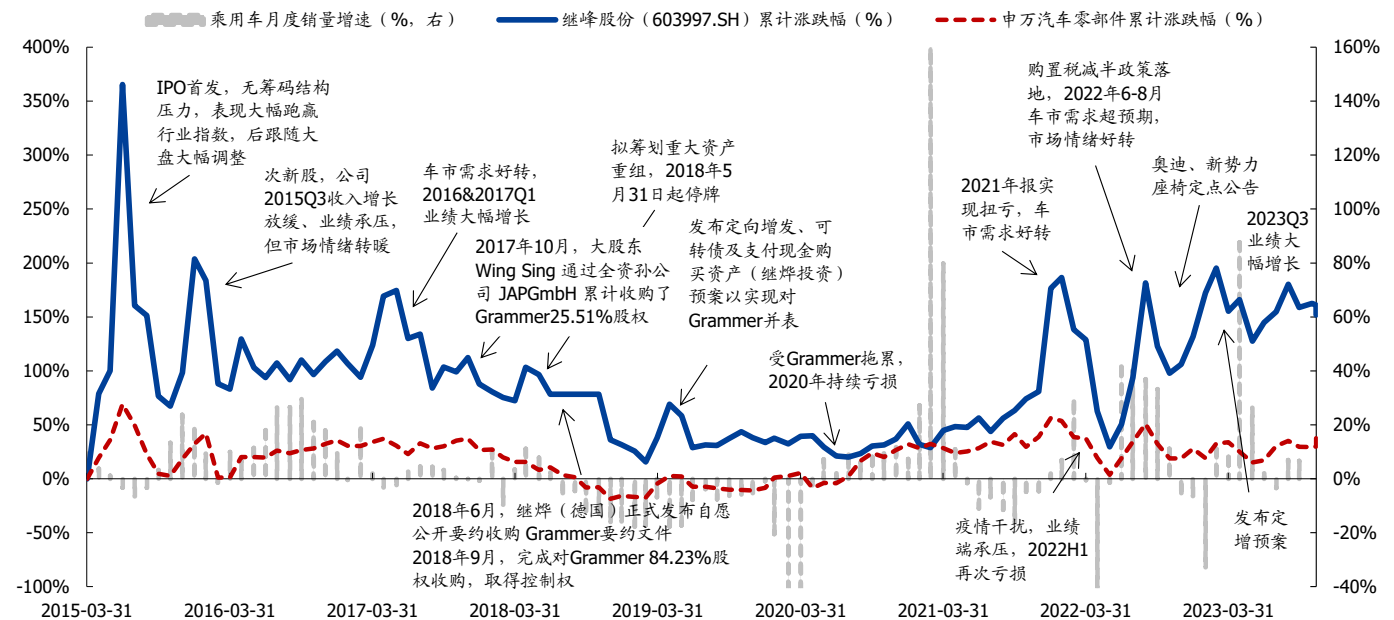
- ▶ 乘用车座椅总成已实现突破,手握千亿级市场入场券。**汽车座椅总成为汽车内饰件中稀缺的高价值量部件,单车ASP超4,000元,2022年中国汽车座椅市场规模已超1,300亿元,且在行业智能化趋势带动下未来仍有较大的提升空间。过往汽车座椅总成市场由外资厂商占据主要份额,长产业链条、短运输半径、强定制特征致使配套关系具备强粘性,特别是自主国产厂商在乘用车市场突破难度偏大。公司通过对海外商用车座椅龙头格拉默的收购,借助其品牌背书与技术基础,快速储备优质的研发团队,并乘新势力车企崛起,供应链重塑的产业变革东风,实现了高端乘用车座椅订单的持续流入,国产替代逻辑不断兑现,打开了广阔成长空间。
- ▶ 海外收购资产整合优化提速,盈利能力有望触底回升。**格拉默是全球商用车及非道路用座椅龙头,公司持有其88.1%股权,掌握经营的绝对控制权。过往3年,格拉默受宏观经济疲软、汽车缺芯、大宗原材料及能源成本高企,盈利能力受到明显压制。公司通过对格拉默组织结构优化,从降本、赋能、提效入手来提升其盈利能力。目前公司已派驻中国籍管理人员加快格拉默整合效率,原材料成本压力也明显得到缓解,格拉默将逐步进入盈利上升通道,带动公司整体业绩修复。

区别于市场的观点

市场担心公司乘用车座椅业务短期难以盈利，格拉默尚有经营亏损风险，公司长期成长逻辑尚不明朗，但我们认为：

- ▶ **乘用车座椅盈利性与新订单流入存在超预期的可能。**乘用车座椅产品属性本身为前期高研发投入，但也带来了与下游整车厂的强合作粘性。同时，公司过往在生产制造端的成本管控能力优秀，在配套车型持续上量拉动下，公司有望快速在盈利端得到增厚，座椅业务盈利表现或超市场预期。此外，公司乘用车座椅业务客户已由新势力拓展至合资，后续在规模量产经验的背书下，公司乘用车座椅订单有望加速流入。此外，公司已进入合资厂商座椅供应名录，技术水平已获大众、奥迪等全球整车厂商认可，为往后海外整车客户的持续突破奠定了良好基础。
- ▶ **大宗原材料成本压力已缓解，有望享受盈利剪刀差。**过往公司虽然在盈利端明显承压，但收入在2020年阶段下滑后已明显修复，继峰本部与格拉默均呈向好趋势，且公司费用端管控表现良好，盈利的下滑更多是受原材料、能源、人力等成本端因素拖累。从边际变化来看，全球大宗原材料价格已明显回落，且公司已加强了对下游原材料价格上涨补偿机制的建立。在收入向上、成本向下的阶段，公司有望充分享受盈利回升的剪刀差。
- ▶ **技术同源、客户协同下，汽车座舱赛道大有可为。**公司借助对格拉默的收购，实现了对乘用车和商用车全领域的业务布局，并已率先一步走出国内市场，全球汽车座舱赛道龙头雏形已然确立。同时，公司把握智能化与电动化的行业趋势，基于技术同源与客户协同进一步拓展了电动出口、隐藏式门把手、车载冰箱、商用车座舱等新兴产品，业务版图持续扩张。公司的汽车座舱类产品持续丰富，在良好的客户基础下，长期成长空间广阔。公司过往有着优秀的成本管控能力，我们看好公司新业务持续上量所带来的盈利弹性。

图表 2: 继峰股份上市以来股价复盘 (%)



资料来源: Wind, 中汽协, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 继峰股份分季度业绩回顾 (百万元/百万欧元, %/pct)

继峰股份整体 (百万元)	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	YoY	QoQ	22Q1-Q3	23Q1-Q3	YoY
营业收入	4,204	4,229	4,602	4,932	5,111	5,325	5,503	20%	3%	13,035	15,939	22%
营业成本	3,691	3,796	3,953	4,175	4,401	4,552	4,672	18%	3%	11,441	13,626	19%
毛利润	512	432	649	757	710	773	831	28%	8%	1,594	2,313	45%
期间费用	546	482	621	557	634	718	743	20%	4%	1,649	2,096	27%
销售费用	59	65	74	63	69	80	72	-3%	-11%	199	221	11%
管理费用	347	332	301	387	384	413	446	48%	8%	981	1,243	27%
研发费用	77	96	117	86	86	122	118	0%	-4%	290	326	12%
财务费用	62	-12	128	21	95	102	108	-16%	5%	179	305	70%
归母净利润	-38	-131	91	-1,340	60	22	72	-21%	220%	-77	154	300%
扣非归母净利润	-37	-139	88	-1,321	65	40	67	-23%	70%	-88	173	296%
毛利率	12%	10%	14%	15%	14%	15%	15%	1.0pct	0.6pct	12%	15%	2.3pct
归母净利率	-1%	-3%	2%	-27%	1%	0%	1%	-0.7pct	0.9pct	-1%	1%	1.6pct
销售费用率	1%	2%	2%	1%	1%	2%	1%	-0.3pct	-0.2pct	2%	1%	-0.1pct
管理费用率	8%	8%	7%	8%	8%	8%	8%	1.6pct	0.3pct	8%	8%	0.3pct
研发费用率	2%	3%	3%	2%	2%	3%	3%	-0.5pct	-0.2pct	3%	2%	-0.1pct
财务费用率	1%	0%	3%	0%	2%	2%	2%	-0.8pct	0.0pct	1%	2%	0.5pct
营收同比增速	-7%	1%	22%	14%	22%	26%	20%					
格拉默分部 (百万欧元)	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	YoY	QoQ	22Q1-Q3	23Q1-Q3	YoY
Total revenue	515	520	559	566	589	583	562	1%	-4%	1593	1734	9%
EMEA	290	287	272	282	329	311	280	3%	-10%	849	920	8%
Americas	154	164	174	180	160	158	159	-9%	0%	492	476	-3%
APAC	89	88	129	121	117	129	136	6%	6%	306	382	25%
Cost of sales	478	491	507	543	532	519	501	-1%	-3%	1476	1553	5%
Gross profit	37	29	52	23	57	64	60	17%	-6%	118	182	55%
Selling expenses	7	8	7	7	8	9	7	-2%	-16%	22	24	8%
Administrative expenses	40	42	38	83	43	51	46	21%	-11%	119	141	18%
Other operating income	8	9	8	20	6	3	5	-46%	59%	26	13	-49%
EBIT	-1	-11	15	-47	12	7	12	-20%	74%	3	31	1119%
EMEA	12	13	14	19	17	15	14	-1%	-4%	39	46	18%
Americas	-16	-20	-15	-75	-11	-16	-11	-26%	-30%	-51	-39	24%
APAC	6	6	20	14	11	17	14	-30%	-17%	33	43	32%
Net profit	-8	-18	10	-63	3	-3	2	-83%	-154%	-16	1	109%
Gross profit margin	7%	6%	9%	4%	10%	11%	11%	1.5pct	-0.2pct	7%	10%	3.1pct
EBIT margin	0%	-2%	3%	-8%	2%	1%	2%	-0.6pct	1.0pct	0%	2%	1.6pct
EMEA	4%	4%	5%	7%	5%	5%	5%	-0.2pct	0.3pct	5%	5%	0.4pct
Americas	-11%	-12%	-9%	-41%	-7%	-10%	-7%	1.6pct	3.1pct	-10%	-8%	2.3pct
APAC	7%	7%	16%	12%	10%	13%	10%	-5.4pct	-2.9pct	11%	11%	0.6pct
Net profit margin	-2%	-3%	2%	-11%	0%	-1%	0%	-1.6pct	0.9pct	-1%	0%	1.1pct

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

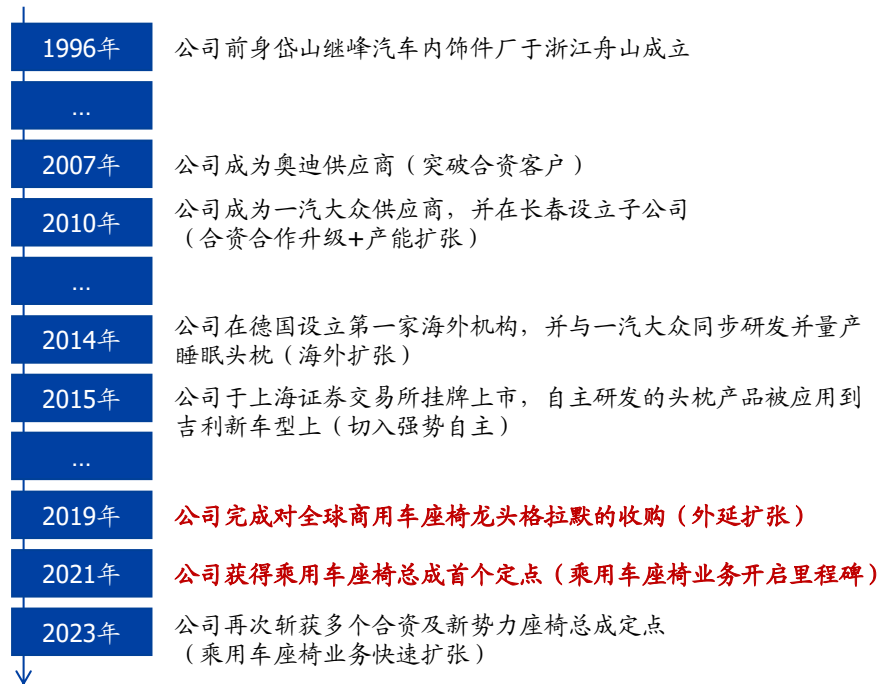
一、内生增长与外延扩张双轮驱动的自主座椅龙头

1.1 从座椅零部件成长而来的汽车座椅总成商

专注于座椅细分赛道的全球龙头，逐步切入座椅总成环节。公司建立于1996年，并于2015年3月登陆上交所。公司早期主营产品包括座椅头枕、头枕支杆和座椅扶手，并率先实现了对合资与强势自主整车客户的突破。2019年，通过收购全球商用车座椅龙头格拉默，公司产品矩阵进一步拓展至商用车座椅、中控系统等其他内饰件，实现了对乘用车和商用车全领域的业务布局，并逐步成为全球汽车座椅头枕细分赛道龙头，全球市占率超25%。

已实现乘用车座椅总成0到1的突破，商、乘业务并举发展。2021年10月，公司斩获乘用车座椅总成首个定点，实现了乘用车座椅总成业务从无到有，已于2023年5月正式量产，在2022-2023年期间又接连收获多个新势力及合资乘用车座椅产品定点。2023年4月，公司公告拟向特定对象发行股票募资新增乘用车座椅总成及其他内饰件产能，以此把握乘用车座椅业务突破机遇。

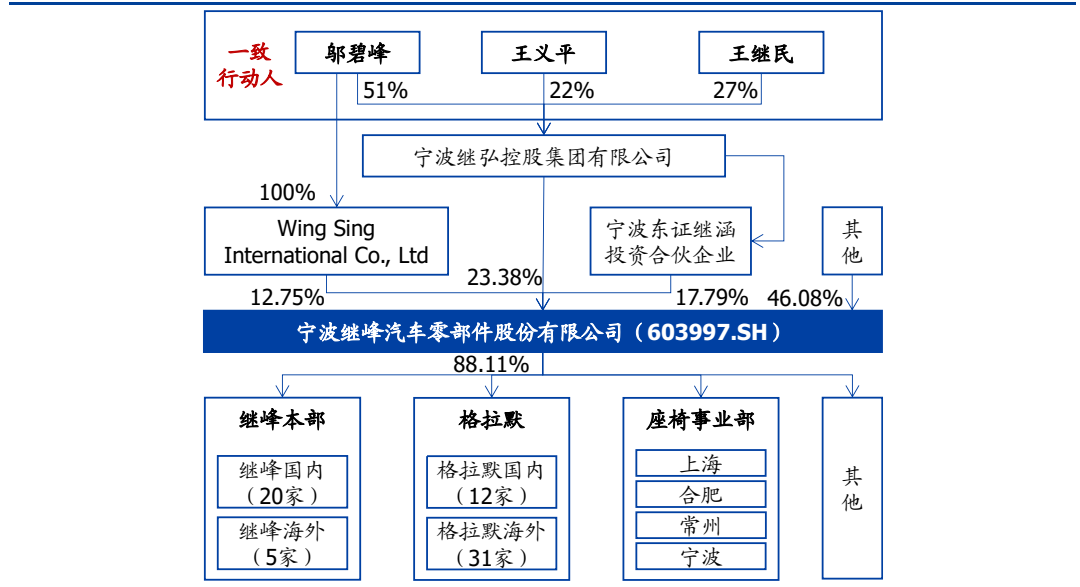
图表4：继峰股份历史发展沿革



资料来源：公司官网，公司公告，国盛证券研究所

家族式民营企业股权高度集中，对并购公司掌握绝对控制权。公司控股股东为继弘集团，实控人为王义平家族（妻子邬碧峰与其子王继民），通过控制继弘集团、Wing Sing 和东证继涵合计持有公司 53.9%的股权（截至 2023Q3）。此外，公司通过继烨德国持有格拉默集团 88.1%，实现了对格拉默的控制。

图表 5: 继峰股份股权架构 (截至 2023Q3) 及事业部梳理 (截至 2023H1)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

拥有年轻化但经验丰富的核心团队，高度重视研发团队的搭建。公司核心管理团队成员多为 80 后，且过往履历丰富，具备深厚的行业经验。公司在研发端也拥有开发经验丰富的研发设计团队，其中大部分为海外高端技术人才，并在全球建有多个研发中心，形成了全球覆盖的研发网络布局。

图表 6: 继峰股份核心管理层履历概览

姓名	职务	年龄	个人履历
王义平	董事长	62 岁	曾在岱山水泥厂、岱山县泥峙镇企业办公室等单位工作，曾任宁波继峰汽车内饰件有限公司董事长、宁波继峰汽车零部件有限公司总经理、公司总经理等职。
郭碧峰	副董事长	61 岁	曾任宁波继峰汽车零部件有限公司执行董事等职，现任公司副董事长，兼任继弘投资执行董事及经理，Wing Sing 董事，四川继峰房地产开发有限公司董事长，旭昌国际执行董事等职。
王继民	公司董事	37 年	曾任宁波继峰汽车零部件有限公司总经理助理、继峰缝绉董事等职。现任公司董事，兼任一汽四环继峰董事，继弘投资监事，旭昌国际监事等职。
冯巛	董事，总经理	39 岁	历任公司商务部销售员、经理、商务总监、副总经理，现任公司董事、总经理，兼任广州华峰董事、继峰缝绉总经理、美国继峰执行董事。
张鹏	监事会主席，商务总监	37 岁	历任公司质量工程师、质量科长、客户经理、区域销售总监，现任公司商务总监、监事会主席。
李大卫	监事、项目总监	36 岁	历任宁波继峰汽车零部件股份有限公司项目部项目工程师、研发部副经理、项目部副经理、助理项目总监，现任公司项目总监、监事。
刘杰	董事、董事会秘书	48 岁	曾任汉唐证券业务经理；信利证券(香港)上海办事处总经理助理；宁波吉品工业互联有限公司财务总监、副总经理；新禾控股团常务副总经理；华商基金投资经理。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

业务版图已扩展至全球，欧美发达市场均有产能及研发中心布局。公司通过内生与外延双轮驱动，相继在宁波、长春、江苏、天津、重庆、武汉、广州、北京、上海、德国、美国、墨西哥、比利时、捷克、巴西、土耳其等地建立制造及研发中心，不断完善全球化业务布局，实现就近供货，提升响应速度。

图表 7: 继峰股份全球化布局情况 (截至 2023M12)



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

乘、商两大业务板块下拥有近万元的单车价值量配套空间。公司主营业务分为乘用车与商用车两大业务板块，其中头枕、座椅扶手为继峰本部传统拳头产品，商用车座椅、中控及其他内饰件为收购格拉默后拓展产品，乘用车座椅、隐藏式出风口等则为公司基于传统业务技术积累所拓展的创新业务。当前公司可配套产品单车价值量合计已由最初的200-300元扩展至当前近万元的高位水平。

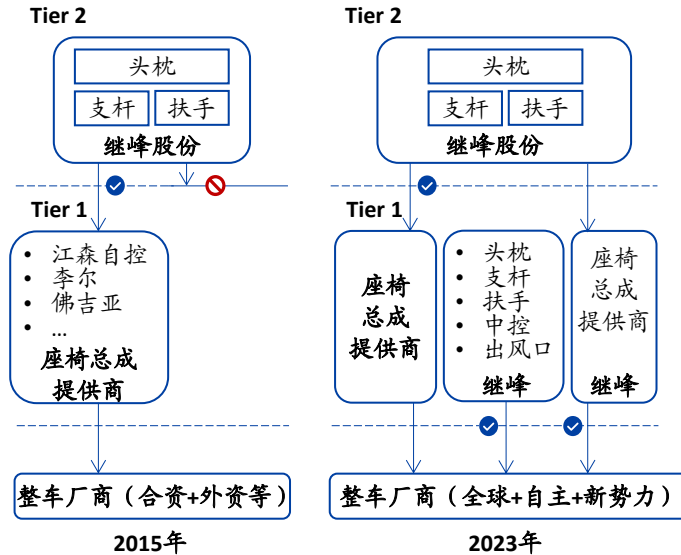
图表 8: 继峰股份主营业务概览 (元/套, 亿元, %)

应用领域	产品及单车 ASP	产品图示	营收及占比(2022)	主要客户
乘用车	头枕 280-340 元/套		39.8 亿元, 22%	海外车企: 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
	座椅扶手 340-380 元/套		17.3 亿元, 10%	国内车企: 一汽、上汽、东风、长城、红旗、比亚迪、吉利汽车、小鹏、蔚来、理想等
	中控及其他 内饰件~60 元/件		60.6 亿元, 34%	
	乘用车座椅 5,000-8,000 元/套			外资&合资车企: 奥迪、一汽大众定点 3家新势力车企定点
	汽车出风口 ~550 元/套 (电动)		约 9,000 万元	已获大众、吉利、长城、蔚来等客户定点
商用车	商用车座椅 2,700-3,000 元/套		59.1 亿元, 33%	卡车和房车: 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 农业机械和建筑机械: AGCO、卡特彼勒、CLAAS、CNH、迪尔公司、久保田、利勃海尔等 物料运输车和草坪车: 皇冠、现代、永恒力、凯傲、曼尼通、丰田等 轨道交通和公共汽车: 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, 公司官网, 国盛证券研究所测算

乘行业变革东风，已完成由 Tier 2 向 Tier 1 供应角色的切换。公司成立初期为典型的 Tier 2（二级零部件供应商）角色，产品主要向安道拓、李尔、佛吉亚等全球知名的汽车座椅总成厂商直接供应，间接配套下游整车客户。但随着公司产品技术不断升级与优秀的成本控制能力，在整车厂产品升级与降本控费诉求推动下，公司已逐渐转变为 Tier 1（一级总成供应商），与国内外主要整车客户建立了良好的产品开发与配套供应关系。

图表 9: 继峰股份上市以来对下游配套关系变化情况

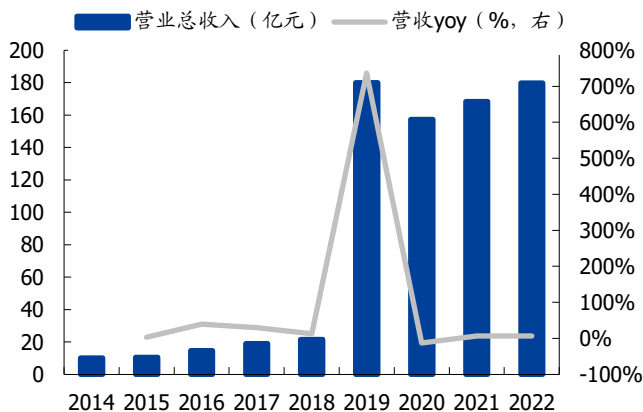


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所绘制

1.2 业绩端短期承压，但边际改善迹象已显现

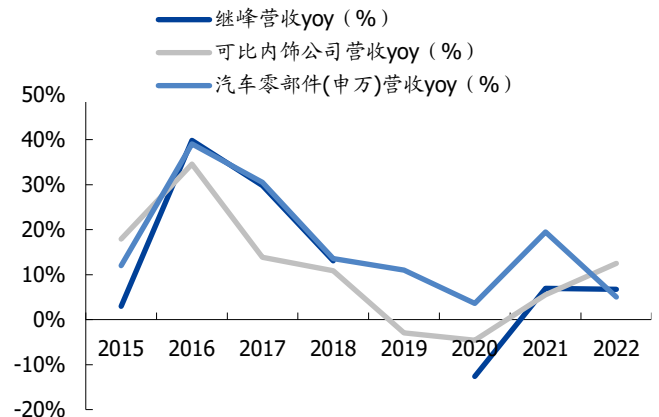
并购格拉默带来收入体量跨台阶，随后增速略有放缓。2019年，公司完成对格拉默的收购，实现了收入端的跨越式增长，达到 180 亿元的体量，但随后受到全球宏观经济下行、汽车缺芯事件、地缘政治冲突等影响，收入在增速上受到了一定影响。但分拆来看，公司收购格拉默前本部收入增长表现稳健，持续跑赢可比内饰公司，收购后受体量影响增速有所放缓（可比公司详情见第 15 页，下同）。

图表 10: 继峰股份近年来营收情况 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 继峰股份与可比公司营收增速比较 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所
注: 剔除 2019 年因格拉默并表导致的收入增速失真数据

继峰本部收入增长稳健，商用车座椅、中控件持续修复。1) 拆分经营分部来看，在国内新能源车旺销、强势自主与新势力持续放量的拉动下，继峰本部营收增长表现稳健，格拉默虽2020年受全球卫生事件较大冲击，同比下滑14%，随后增长已恢复，但尚未达到2019年的较好水平。2) 拆分产品来看，2022年，商用车座椅、中控及其他内饰件已恢复增长并超过2019年营收体量，头枕业务仍有小幅下滑，座椅扶手已恢复增长。

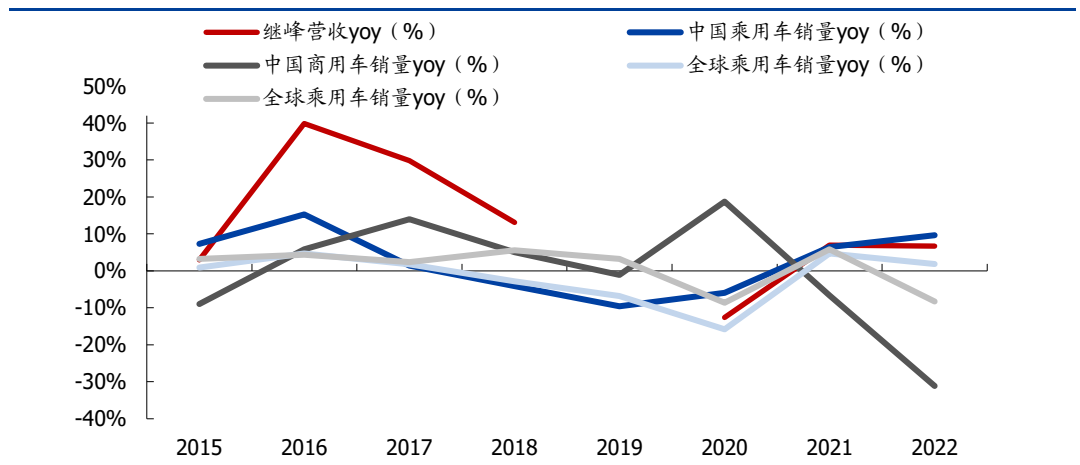
图表 12: 继峰股份 2019 年以来营收及增速拆分 (亿元, %)

	单位	2019	2020	Yoy (%)	2021	Yoy (%)	2022	Yoy (%)
营业总收入	亿元	180	157	-13%	168	7%	180	7%
按经营分部拆分								
继峰本部	亿元	22	22	0%	23	4%	25	2%
格拉默分部	亿元	159	136	-14%	147	8%	156	6%
分部间抵销	亿元	0	0	26%	-1	-163%	-2	-83%
按产品拆分								
头枕	亿元	48	42	-12%	40	-4%	40	1%
座椅扶手	亿元	23	16	-31%	16	1%	17	7%
中控及其他内饰件	亿元	59	53	-9%	53	-1%	61	5%
商用车座椅	亿元	48	43	-10%	55	29%	59	7%
其他业务	亿元	3	4	9%	4	22%	3	-3%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

收入表现好于整体市场，新业务放量助力高增速恢复。对比下游销量增速来看，过往公司营收增速跑赢整体全球车市，主要得益于公司现有产品升级、品类扩张与客户拓展。我们认为，随着全球车市需求的回暖、新客户与新业务（尤其是乘用车座椅总成业务）的持续放量，预计公司后续将步入营收高增阶段。

图表 13: 继峰股份营收增速与下游汽车销量增速比较 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注: 剔除 2019 年因格拉默并表导致的收入增速失真数据

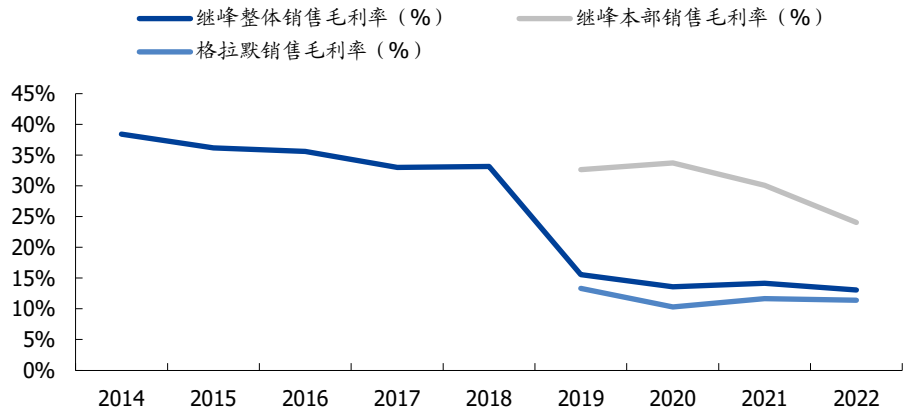
大宗原材料、能源成本高企致使盈利能力承压，后续有望改善。公司近 2 年盈利能力明显下滑主要系钢材、塑料、化工原料等主要原材料成本大幅上涨所致，但 2023H1 原材料成本已有回落。拆分经营分部来看，1) 继峰本部受行业年降与自主整车客户增加影响，毛利率有所下降，但得益于高自制率与成本控制能力，继峰本部毛利率基本维持在 30% 以上的高位水平，表现大幅好于公司平均。2) 格拉默则受海外能源、人工及物流成本冲击，2020-22 年毛利率处在 10-12% 的低位水平。随着大宗原材料与能源成本下降（详细讨论见第 26 页）、格拉默降本增效持续推进，公司毛利率有望触底回升。

图表 14: 继峰股份近年来主要大宗材料的平均采购价格变动情况 (EUR/kg, %)

	单位	2020	2021	YoY(%)	2022	YoY(%)	1H23
钢材	EUR/kg	0.62	0.88	42%	1.17	33%	0.99
化工原料	EUR/kg	2.32	2.7	16%	2.72	1%	2.67
PE	EUR/kg	1.36	1.61	18%	1.73	7%	1.45
ABS	EUR/kg	2.55	2.8	10%	3.28	17%	3.23

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

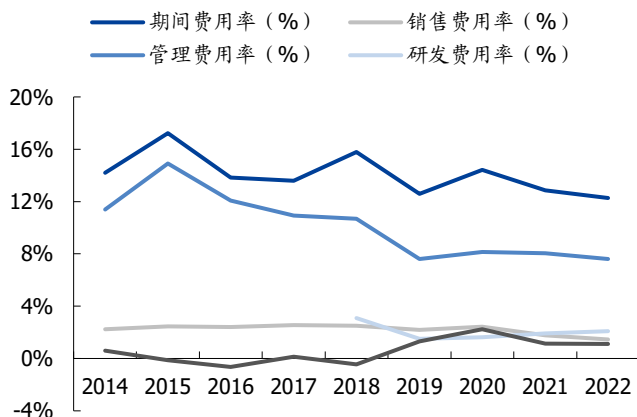
图表 15: 继峰股份近年来毛利率表现 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

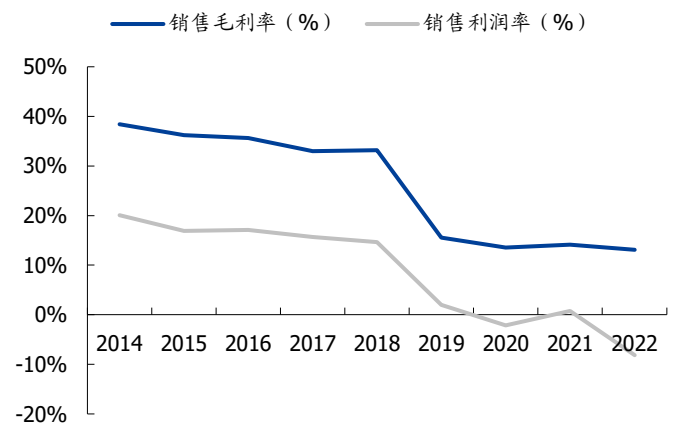
资产减值压力释放, 盈利能力有望实现触底回升。公司期间费用管控良好, 期间费用率维持在 14% 左右, 自上市以来销售费用率持续压缩, 管理费用率在格拉默 2019 年并表后显著下降至 8% 左右, 之后保持稳定。2022 年, 公司净利率端出现大幅波动, 主要系格拉默资产减值所致 (-14.3 亿元, 长期资产折现利率调整, 进行了减值计提)。随着公司资产减值风险缓解 (截至 2023Q3 商誉期末余额 17.0 亿元), 净利端有望与毛利端同步改善。

图表 16: 继峰股份近年来期间费用率表现 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 17: 继峰股份近年来盈利能力表现 (%)

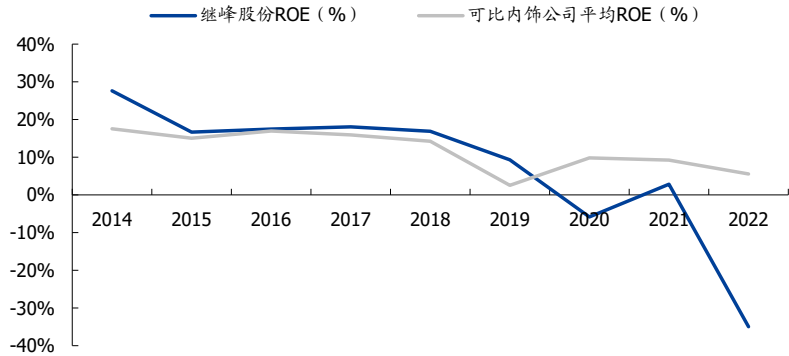


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

ROE 指标除净利率外均表现良好, 定增募资有望优化资本结构。公司近年来 ROE 表现跑输可比内饰零部件公司, 具体拆分来看, 主要系公司净利端表现跑输, 但资产周转率

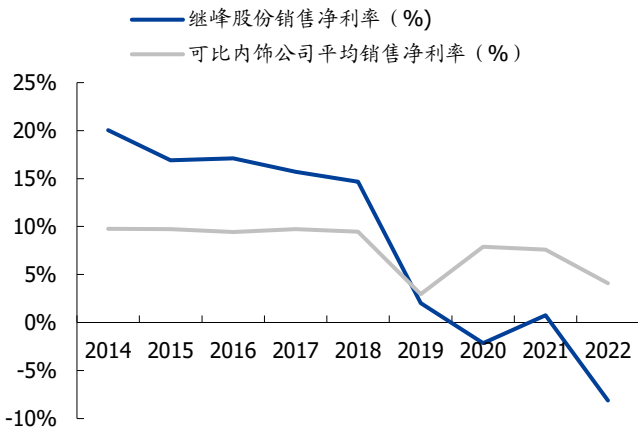
端则好于可比公司且稳步提升,反应出公司优秀的库存与账期管理能力。从负债端来看,收购格拉默导致公司经营杠杆明显加大,但公司 2019 年以来经营性现金流持续大幅流入,且有息负债率在 40%左右。公司现金流压力尚可,定增募资达成将进一步优化公司资本结构,为公司经营战略达成提供充足保障。

图表 18: 继峰股份与可比内饰公司近年来 ROE 表现 (%)



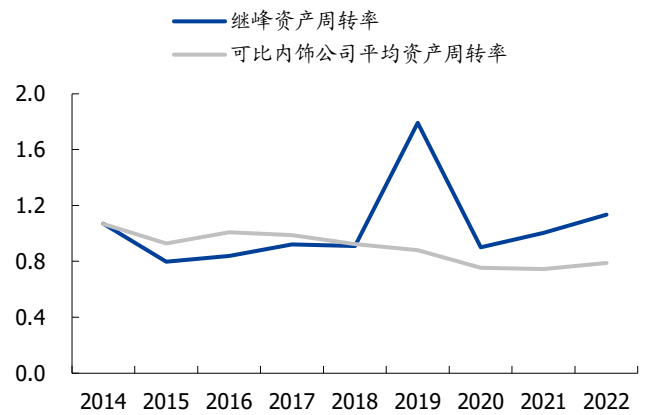
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: 继峰股份与可比内饰公司近年来销售净利率表现 (%)



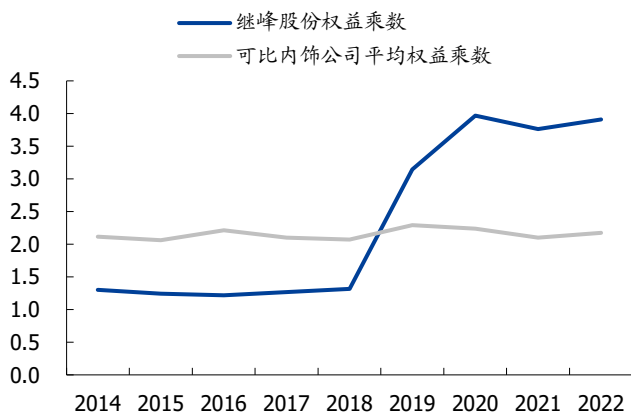
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 20: 继峰股份与可比内饰公司近年来资产周转率表现



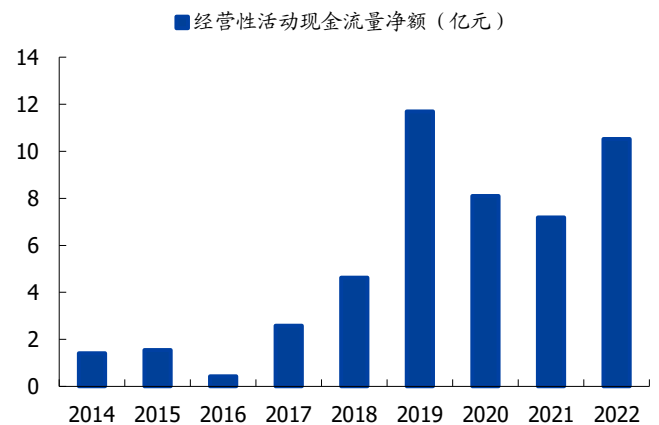
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 21: 继峰股份与可比内饰公司近年来权益乘数表现



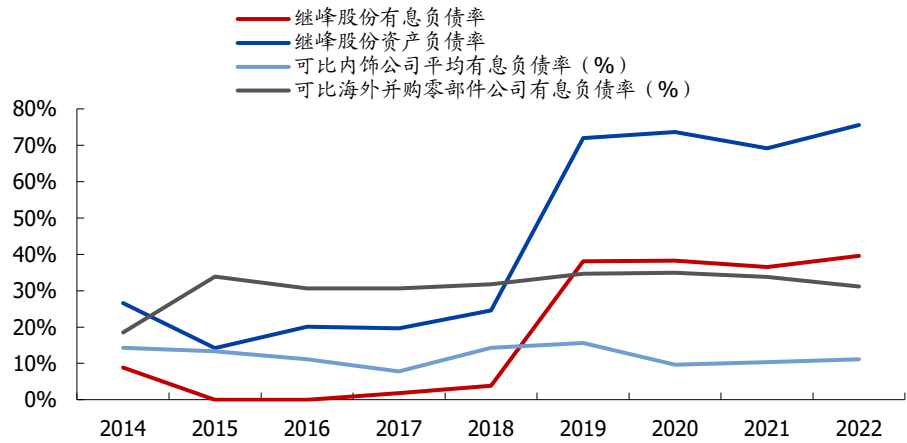
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 继峰股份近年来经营活动现金流量净额表现 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 23: 继峰股份与可比公司近年来有息负债率表现 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 继峰股份可比内饰及海外并购零部件公司

股票代码	公司简称	公司简介
可比内饰公司		
600741.SH	华域汽车	目前国内业务规模最大、产品品种最多、客户覆盖最广、应用开发能力最强的综合性汽车零部件上市公司, 主要业务涵盖汽车内外饰件、金属成型和模具、功能件、电子电器件、热加工件、新能源等。
600742.SH	一汽富维	核心业务包括座舱系统、外饰系统、智能视觉、低碳化业务和衍生业务, 拥有长春、成都、佛山、青岛、天津五大生产基地。
002048.SZ	宁波华翔	主要产品是装饰条、主副仪表板、门板、立柱、后视镜等汽车内外饰件, 车身金属件以及车身轻量化材料等。
603179.SH	新泉股份	专业从事汽车内、外饰件系统零部件及模具的设计、制造及销售; 自营和代理各类商品及技术的进出口业务。
603730.SH	岱美股份	主要产品包括遮阳板、座椅头枕和扶手、顶棚中央控制器和内饰灯等, 已与全球主要整车厂商建立了产品开发和配套供应关系。
603035.SH	常熟汽饰	聚焦于为一汽大众、上海通用、奇瑞汽车、北京奔驰、东风神龙、上汽汽车和上海大众等汽车制造厂配套门内护板总成、仪表板/副仪表板总成等汽车零部件。
603085.SH	天成自控	主营业务为乘用车座椅、航空座椅、工程机械与商用车座椅、儿童安全座椅等, 在乘用车领域, 已与上汽集团、威马汽车等建立了稳定的合作关系。
605128.SH	上海沿浦	主要从事各类汽车座椅骨架总成、座椅滑轨总成及汽车座椅、安全带、闭锁等系统冲压、注塑零部件的研发、生产和销售、模具的研发和生产。
可比海外并购零部件公司		
600699.SH	均胜电子	2011年至今, 公司先后收购了汽车电子公司德国 PREH、德国机器人公司 IMA、德国 QUIN、汽车安全系统全球供应商美国 KSS 以及智能车联领域的德国 TS。
000887.SZ	中鼎股份	2008年至今, 公司先后收购了美国 AB、MRP、BRP、COOPER、ACUSHNET、德国 KACO、WEGU、法国 FM、德国 AMK、德国 TFH 等公司。

资料来源: Wind, 公司公告, 中鼎集团官网, 国盛证券研究所

二、千亿级的汽车座椅大赛道迎来自主破局者

2.1 汽车座椅单车价值量高、市场空间大

汽车座椅总成是汽车内饰件重要构成部分，单车价值量超 4,000 元。根据中国汽车报口径及我们测算，汽车座椅总成平均单车价值量超 4,000 元，占整车 BOM 成本的 3-5%，且中高端车型的座椅价值量更高，为除发动机、变速箱及新能源三电系统之外少有的高价值量汽车零部件。

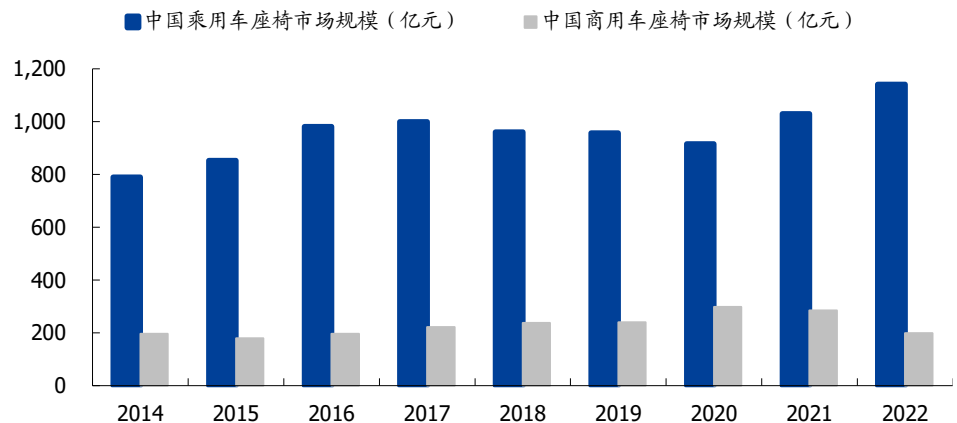
图表 25: 汽车内饰件单车价值量拆解 (元)

内饰品类	单件价值量 (元)	单车配套件数	单车价值量 (元)
座椅总成	3,000-8,000	1	>4,000
门内护板	225	4	900
方向盘	900	1	900
仪表盘总成	700	1	700
地毯+隔音垫	400	1	400
立柱护板	55	6	330
行李箱内饰	175	1	175
遮阳板	65	2	130
衣帽架	130	1	130
备胎盖	125	1	125
储物盒	55	2	110
顶棚	80	1	80
流水槽盖板总成	75	1	75
立柱	9	6	54
合计			>8,109

资料来源: 公司定增募集说明书, 前瞻产业研究院, 中国汽车报, CEIC, 国盛证券研究所测算

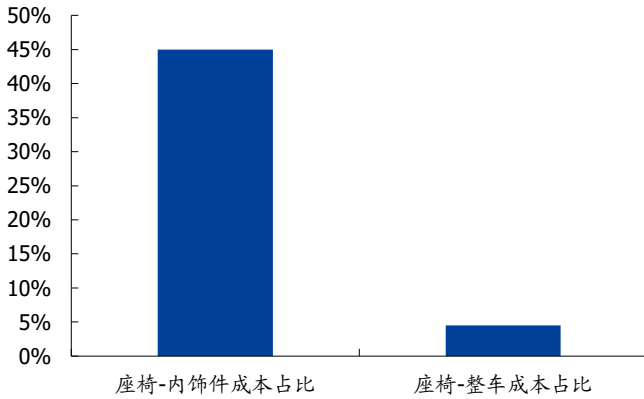
中国汽车座椅整体行业空间超 1,300 亿元, 规模跟随车市大盘、价值量持续提升。根据我们测算, 2022 年, 中国汽车座椅整体市场规模已达 1,340 亿元, 2014-22 年 CAGR 达 3.9%。其中, 中国乘用车、商用车座椅市场规模分别超 1,100 亿元/190 亿元, 整体市场规模增长跟随下游汽车需求大势, 2018-2020 年进入销量平台期, 随后显著修复。但近年来单车价值量也在整车售价上移的带动下有明显提升, 从而推动整体市场增长。

图表 26: 近年来中国汽车座椅市场规模 (亿元)



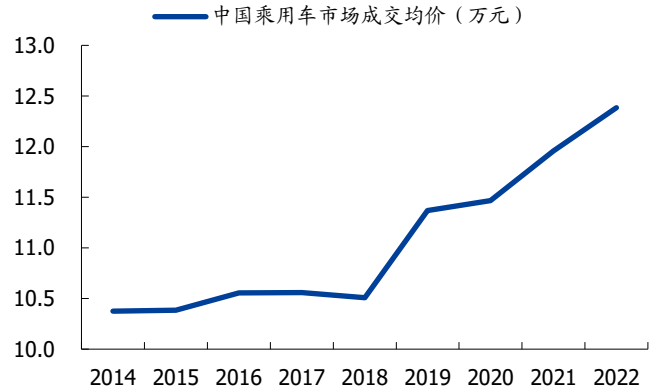
资料来源: Wind, CEIC, 中汽协, 国盛证券研究所测算

图表 27: 汽车座椅总成单车成本占比 (%)



资料来源: 中商情报网, 中国汽车报, 国盛证券研究所

图表 28: 近年来中国乘用车市场成交均价变化情况 (万元)



资料来源: CEIC, 国盛证券研究所

汽车座椅已成为车型重要卖点, 强消费属性驱动价值量持续提升。近年来, 在新势力与强势自主的产品升级带动下, 汽车座椅作为强消费感知的内饰件有着显著的功能升级趋势。国内整车品牌将过往豪华车型才配备的通风加热、座椅按摩、智能调节等功能装配于其大众主力车型以提升产品竞争力, 并将创新性座椅设计作为显著卖点; 同时, 部分新势力品牌也推出了座椅相关的选装配置, 选装价格上普遍在万元级。我们认为, 汽车座椅未来将沿着安全舒适、轻量化与智能化方向迭代, 有望带动单车价值量的持续提升。

图表 29: 新势力主销车型座椅相关选装配置概览

车型	座椅选装包	选装备注
蔚来 ES6	Nappa 高级内饰套装	16,000 元
	女王副驾	8,500 元
	舒享套装 (包含前排座椅通风、按摩; 后排座椅加热)	9,500 元
	全享套餐 (包含前排座椅通风、按摩; 后排座椅加热、通风、按摩)	15,000 元
问界 M7	仅旗舰版包含二排右侧 14 向电调零重力座椅	旗舰版较豪华版零售价高 7 万元
小鹏 G9	仅 650 性能版 Max 包含后排座椅加热、后排专业级十点按摩	Max 版较 Pro 版零售价高出 2 万元
智己 L7	前排豪华舒享座椅选装	2,888 元
	Elite(RWD)版以上车型装配后排零重力浮感座椅	Elite(RWD)版较未装配车型零售价高 2 万元

资料来源: 蔚来汽车官网, 问界汽车官网, 小鹏汽车官网, 智己汽车官网, 国盛证券研究所

图表 30: 问界 M7 零重力座椅示意图



资料来源: 问界汽车官网, 国盛证券研究所

图表 31: 汽车座椅升级发展趋势

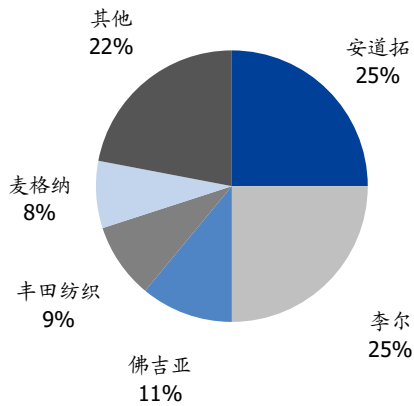
安全性	<ul style="list-style-type: none"> 提供更全面的安全保护, 如更大面积安全气囊保护、主动感知监控等
舒适性	<ul style="list-style-type: none"> 静态: 几何尺寸、轮廓形状、座椅海绵软硬、座椅面料材质等 动态: 通风、加热、按摩、角度调节等
轻量化	<ul style="list-style-type: none"> 座椅材料轻量化 座椅尺寸大小优化
智能化	<ul style="list-style-type: none"> 智能操控、智能调节、记忆功能等 AI智能功能、娱乐感知类功能等

资料来源: 《汽车座椅的功能及其发展趋势》徐浩, 《汽车座椅技术及发展》夏攀、樊敏锋、黄焕丽, 国盛证券研究所梳理

2.2 三大成因导致过往汽车座椅格局固化

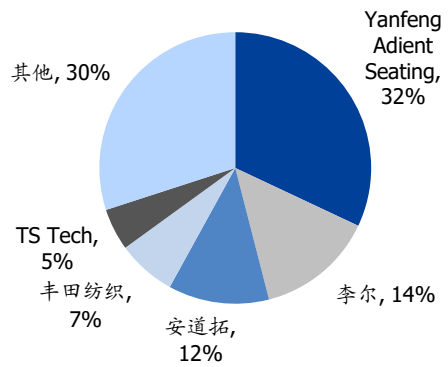
过往汽车座椅行业格局高度集中，外资厂商占据绝对份额。全球汽车座椅市场中，第三方总成巨头市场份额遥遥领先，市占率前五分别为安道拓、李尔、佛吉亚、丰田纺织和麦格纳，CR5 高达 78%。中国也呈现类似的高集中度市场格局，CR5 达 70%，但有所不同的是行业龙一延锋座椅（华域汽车全资子公司）占据前五近半份额。过往看，自主厂商中进入乘用车厂商供应名录相对有限，其中天成自控占据了少量份额，主要向上汽乘用车进行配套。

图表 32: 全球汽车座椅总成 CR5 市场份额 (2021)



资料来源: Marklines, 国盛证券研究所

图表 33: 中国汽车座椅总成 CR5 市场份额 (2021)

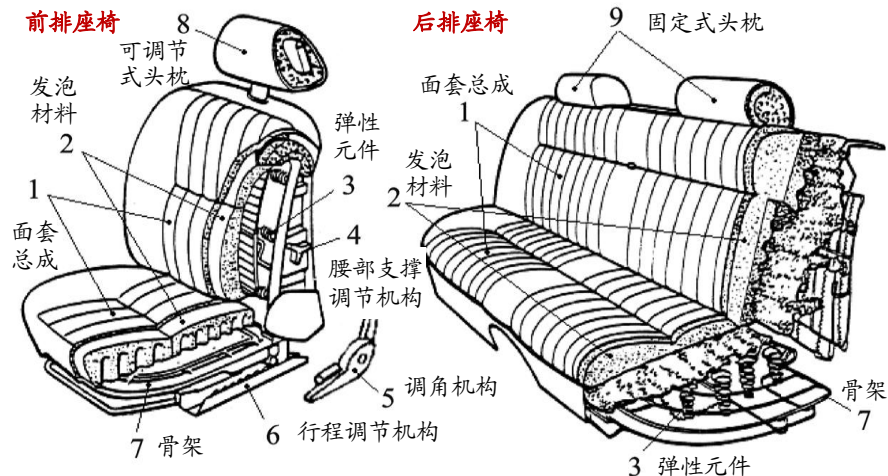


资料来源: Marklines, 国盛证券研究所

固化成因#1: 零部件构成复杂多样，头部厂商实现产业链垂直布局

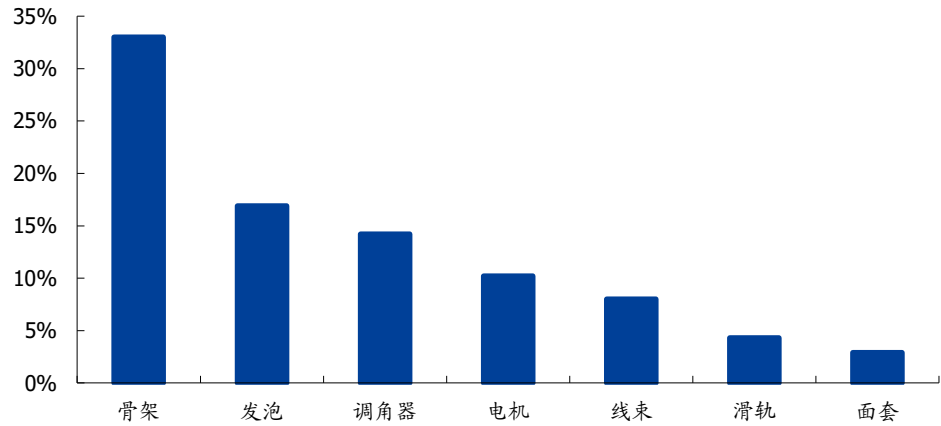
汽车座椅的零部件繁杂众多。从典型座椅原材料拆解来看，座椅骨架与发泡材料占到 BOM 成本的约 50%，面套、滑轨、调角器等也是汽车座椅的重要构成部件，且均具有一定的技术壁垒，对其供应商的研发设计与专业化连贯生产均提出了较高要求。

图表 34: 汽车座椅结构拆解



资料来源: 《汽车座椅的功能及其发展趋势》徐浩, 国盛证券研究所

图表 35: 汽车座椅主要零部件成本占比 (%)



资料来源: 盖世汽车, 国盛证券研究所

头部外、合资厂商对核心件均有延伸, 实现一体化垂直布局。由于座椅总成本本身复杂性及专业化生产要求, 形成了从零件到部件再到系统总成的金字塔式的多层次分工体系与供应关系, 国内自主厂商多数以 Tier 2、Tier 3 角色向 Tier 1 总成商进行供应。但拆分来看, 头部外、合资座椅厂商在上游核心部件均有延伸, 实现了垂直产业链布局并把握核心技术, 以此达成研发、生产效率的大幅提升, 并提升了总成环节的进入壁垒。

图表 36: 中国主要乘用车座椅总成及细分零部件供应商

上游原材料及零部件		座椅总成商
细分种类	主要生产厂家	外资厂商
座椅面套	佛吉亚、李尔、延锋江森、麦格纳、丰田纺织、浙江万方江森	李尔、麦格纳、佛吉亚、丰田纺织
座椅骨架	延锋安道拓、李尔、天津丰爱、宏立至信、西德科东昌、上海沿浦	
升降器	佛吉亚、延锋江森、麦格纳、浙江龙生、常州华阳、常州晋美	合资厂商
滑轨	佛吉亚、上海博泽、光启技术、常州华阳、中航精机、上海沿浦	东风李尔、李尔长安、广州樱泰、广州提爱思、伊思灵华泰、上海英提尔交运
调角器	延锋安道拓、光启技术、常州华阳、无锡藤昌科技、中航精机	
电机电控	博泽、江森自控、佛吉亚、博世、大陆、广州三叶电机、捷温汽车系统	自主厂商
发泡材料	江森、李尔、天津合众达、上海华特、重庆贵美、浙江俱进	光华荣昌、浙江天成、浙江俱进、山东三岭、继峰座椅
头枕	佛吉亚、延锋江森、麦格纳、上海岱美、宁波继峰	
弹簧	江苏大昌、浙江美力、无锡华光、立洲集团、广州卫亚、溧阳泓业	

资料来源: 上海沿浦招股说明书, 搜狐, 国盛证券研究所

固化成因#2: 产品体积大对运输半径提出要求, 头部厂商已完成产能就近布局。

由于汽车座椅总成体积大、重量重, 对运输半径提出要求, 头部外资座椅厂商早在上世纪 90 年代就已跟随海外整车品牌进入中国市场, 实施本地化部署战略, 通过以合资或独资形式在广东、上海、吉林、重庆、湖北、安徽等中国主要汽车生产集群地区快速扩建座椅制造产能, 以实现就近配套, 提升响应效率。

图表 37: 中国主要汽车座椅总成厂商地区分布情况

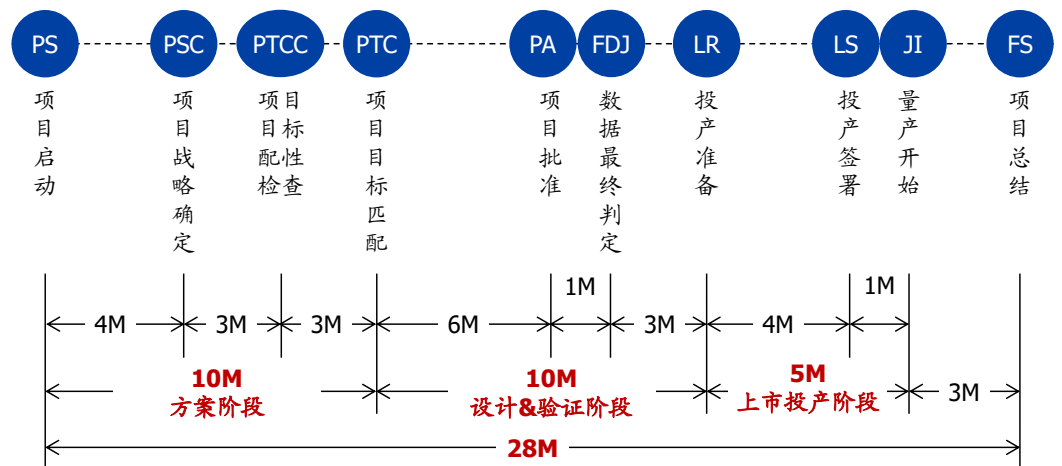
地区	2022年产量	主要车企	主要座椅总成商
广东	415.37 万辆	广汽丰田 广汽本田 比亚迪 广汽自主 小鹏汽车	延锋安道拓: 延锋广州、延锋东莞、广州东风安道拓 李尔: 一汽富晟李尔、广州李尔、广州泰李 佛吉亚: 东风佛吉亚、佛山佛吉亚、深圳佛吉亚、长春佛吉亚 丰田纺织: 广州樱泰 提爱思: 广州提爱思、广州广爱兴
上海	302.45 万辆	上汽大众 上汽通用 特斯拉 上汽自主	延锋安道拓: 延锋安道拓座椅、延锋安道拓上海嘉定 李尔: 上海李尔 佛吉亚: 上海佛吉亚 格拉默: 格拉默上海
吉林	215.88 万辆	一汽大众 一汽丰田 奥迪一汽 一汽自主	李尔: 李尔长春, 一汽富晟李尔 佛吉亚: 佛吉亚长春、佛吉亚旭阳、长春旭阳工业 岱摩斯: 岱摩斯松花江 格拉默: 格拉默长春、富晟格拉默
重庆	203.77 万辆	长安福特 北京现代 长安自主 赛力斯	延锋安道拓: 重庆延锋安道拓、延锋安道拓江津、延锋安道拓锋奥 李尔: 李尔长安 佛吉亚: 南方佛吉亚(重庆) 麦格纳: 宏立至信麦格纳 岱摩斯/瑞延理化/大世等
湖北	185.25 万辆	东风本田 东风日产 比亚迪 东风自主	延锋安道拓: 延锋安道拓武汉、东风安道拓、武汉泰极安道拓 李尔: 东风李尔(十堰/襄阳/武汉云鹤)、李尔武汉、东风李尔泰极爱思 佛吉亚: 东风佛吉亚、佛吉亚全兴、佛吉亚日发 提爱思: 武汉提爱思全兴
安徽	174.69 万辆	比亚迪 奇瑞汽车 江淮汽车 江淮蔚来	延锋安道拓: 芜湖安道拓云鹤、合肥云鹤安道拓 李尔: 海李尔汽车系统(芜湖) 佛吉亚: 南方佛吉亚(合肥) 合肥继峰

资料来源: Wind, 中汽协, Marklines, 科闻汽车公众号, 国盛证券研究所

固化成因#3: 座椅开发周期长、定制化程度高强化配套粘性

座椅前期开发投入大、时间长带来配套供应阶段的强粘性。汽车座椅总成厂商在新车型开发的介入时点较早, 通常在新车型立项之前, 整车厂就会向座椅厂商咨询目标车型主要配件的参数情况, 座椅厂商也普遍会配合整车厂进行同步开发。从项目设计启动到实际投产往往耗费较长时间与研发人力, 期间需要座椅商持续的修改、验证与打样, 以达到设计与生产成本最优。但也得益于前期的大幅成本投入, 项目投产后的供应关系也会更为稳定, 整车厂极少会选择更换已有座椅总成商, 从而保证产品一致性和稳定生产。

图表 38: 汽车座椅开发周期流程示意图



资料来源: 希迈座椅公众号, 国盛证券研究所

汽车座椅具有强个性化设计特征，强化整车厂与其供应商的合作粘性。由于市场上车型种类繁多、规格不一，不同车型所需的座椅在规格、尺寸、性能也多有不同，其零部件也会按照车型设计选择不同的模具与生产工艺，高定制化程度会带来每款车型与其座椅厂商的强粘性。此外，新势力品牌的车型往往在座椅上会有较强的差异化设计，这也很大程度上提升了与其座椅提供商的合作粘性。

图表 39: 新势力品牌主销车型座椅宣传卖点概览

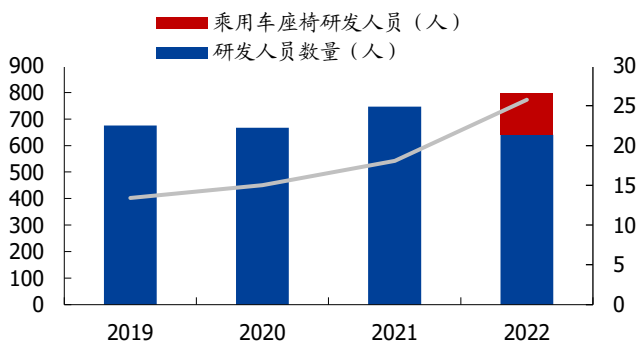
	理想 L7	蔚来 ES6 (2023 款)	小鹏 G9 (2024 款)	问界 M7 (2024 款)	智己 LS7
厂商指导价	31.98-37.98 万元	33.80-39.60 万元	26.39-35.99 万元	24.98-32.98 万元	28.98-45.98 万元
传统消费卖点	真皮座椅 主/副驾电动调节 驾驶位电动记忆 前后排加热/通风/按摩 后排电动放倒	主/副驾电动调节 主/副驾位电动记忆 前排加热 选装前排通风/按摩, 后排加热/通风/按摩 选装真皮	真皮座椅 主/副驾电动调节 主/副驾位电动记忆 前排加热/通风 选装前排按摩/后排加热部分标配	主/副驾电动调节 驾驶位电动记忆 前后排加热/通风/按摩 选装真皮 选装后排小桌板	主/副驾电动调节 驾驶位电动记忆 前排加热 后排电动放倒 选装通风/按摩/真皮座椅
差异化消费卖点	25°-40°超大二排靠背调节范围 “皇后座”电动脚托 超长二排坐垫长度 二排车门+座椅 270°环抱	AGR 脊背健康协会认证前排座椅 前排标配 20 向调节 四向可调前排头枕	副驾小腿托电动调节 后排座椅靠背大角度电动调节 主/副驾座椅靠背专业级十点按摩	零重力座椅(六座版支持) 前后排八点式按摩 主/副驾 12 向电动可调 后排最大 127°倾斜	零重力悬浮座椅, 121°零重力角 全水平折叠副驾座椅

资料来源: 各公司官网, 汽车之家, 理想汽车官方公众号, 国盛证券研究所

2.3 打破外资垄断，自主新秀的破局之道

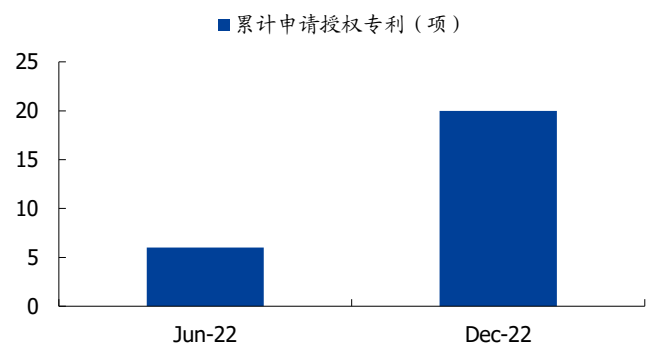
收购格拉默后，借助其品牌背书加快储备乘用车座椅研发人才。公司成立以来始终坚持自主研发；2019 年，收购格拉默后，基于其品牌背书、商用车座椅总成的领先技术与资源禀赋，公司为乘用车座椅总成新业务组建了经验丰富的研发及业务团队，夯实了公司在乘用车座椅业务的研发实力。截至 2022 年底，公司乘用车座椅总成业务人数约 310 人，其中研发和技术人员占比接近 50%；2022 年累计投入乘用车座椅研发及管理费用约 1.1 亿元。从结果来看，截至 2022 年末，公司与乘用车座椅总成相关的境内在申请专利已超过 20 项，其中已授权专利 4 项，均为自主研发，掌握了技术端领先优势。

图表 40: 继峰股份研发人员数量及平均薪酬情况 (人, 万元/人)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 41: 继峰股份乘用车座椅总成相关专利储备 (项)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

过往供应能力与快速响应效率带来订单的加速获取。新能源汽车与新势力品牌的兴起带来了汽车供应链重塑的产业机遇，新势力品牌会更加注重技术自主、研发效率与成本控制，对座椅总成厂商的开放合作态度和响应速度提出了更高的要求。而过往继峰公司优异的成本管控与前期研发积累恰恰满足了下游厂商的需求点，从而打破了外资垄断的行业格局，实现了新客户与新订单的持续流入。

除新势力外已拓展合资客户，全球化成长逻辑已确立。2023年，在已有订单和量产经验的背书下，公司更是实现了对合资品牌奥迪与大众的突破（子公司格拉默项目）。公司对合资客户的突破具有极高的里程碑意义，标志着公司座椅总成技术水平已获大众、奥迪等全球车企认证，为公司及格拉默往后的乘用车座椅总成全球化拓展奠定了良好的基础，进一步强化公司向全球汽车座椅龙头迈进的成长逻辑。

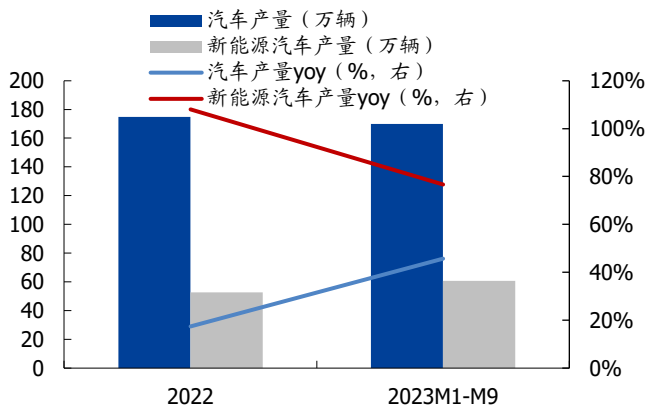
图表 42: 继峰股份已公告乘用车座椅定点项目概览

客户	项目	生命周期(年)	预计全生命周期营收(亿元)	定点公告日期	预计量产时间
某造车新势力品牌主机厂	新能源汽车座椅产品			Oct/21	已量产
某新能源汽车主机厂	前后排座椅总成产品			Jul/22	
某新能源汽车主机厂	前后排座椅总成产品	5	18-25	Nov/22	Jul/24
Audi AG (奥迪)	配套奥迪 eQ5、eQ6、E6 前后排座椅总成产品	7	80-100	Feb/23	Dec/24
某新能源汽车主机厂	座椅总成项目	4	58	Mar/23	Jun/24
一汽大众	探岳 (燃油车型) 前后排座椅总成产品	8	57	May/23	Nov/24

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

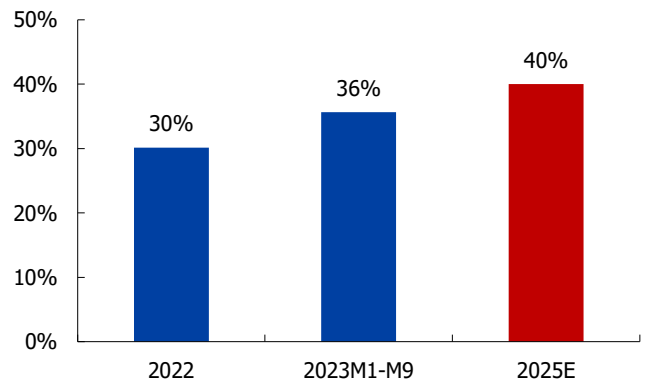
前瞻布局安徽座椅总成产能，有望充分享受产业集群红利。为满足乘用车座椅业务的快速扩张需求，公司于 2021 年在合肥设立乘用车座椅基地一期工厂，并已于 2023 年 4 月如期建成投产，开始贡献业绩增量，其产线拥有整椅装配、执行制造系统、机器人辅助、CNC 裁切机缝纫、自动浇注发泡线等主要座椅制造能力。合肥座椅工厂为公司在安徽新能源汽车产业集群的前瞻布局。2023 年 1-9 月，安徽省新能源汽车产能达 60.6 万辆，同比大幅增长 76.6%；同时，《安徽省“十四五”汽车产业高质量发展规划》指出，力争把安徽省打造成为全球智能新能源汽车创新集聚区，到 2025 年，汽车生产规模超 300 万辆，出口超 100 万辆，新能源汽车产能占比超过 40%。向后看，公司有望充分把握区域位置优势，跟随安徽省新能源汽车产业高速发展，乘用车座椅订单有望持续流入。

图表 43: 安徽省近年来汽车及新能源汽车产量及增速 (万辆, %)



资料来源: 安徽日报, 安徽新闻联播, 国盛证券研究所

图表 44: 安徽省新能源汽车产量占比及 2025 年规划 (%)



资料来源: 安徽日报, 安徽新闻联播, 安徽省经济和信息化厅, 国盛证券研究所

合肥、长春、天津乘用车座椅产能持续加码，借助定增加速补齐产能缺口。2023年4月，公司公告拟向特定对象发行股票募资不超过18.1亿元用于乘用车座椅总成及内饰件产能项目建设，进一步扩充合肥与长春基地座椅产能，以此加快公司现有乘用车座椅产能端的缺口。2023年5月，子公司格拉默与一汽哈轻共同出资1.57亿元与天津建设高端乘用车座椅智能化生产线，配套一汽大众相关车型。此外，公司的常州基地、宁波基地、长春基地等也均已投入建设，公司乘用车座椅产能全国化布局持续完善中。

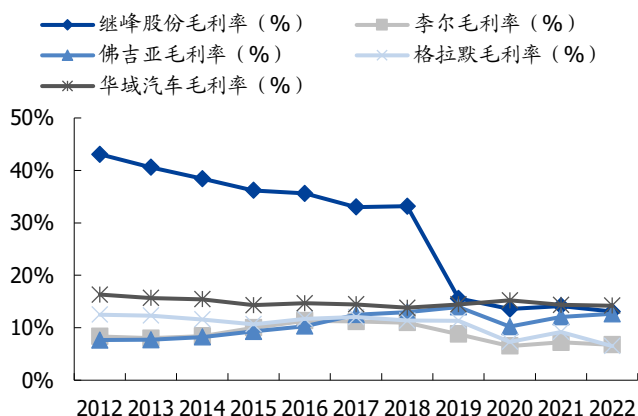
图表 45: 继峰股份 2023 年定增募投项目梳理

项目名称	合肥汽车内饰件生产基地项目	长春汽车座椅、头枕、扶手及内饰件项目			宁波北仑年产 1,000 万套汽车出风口研发制造项目	补充流动资金	合计
		乘用车座椅总成 20 万套	头枕 30 万套 约 3,260 万件 约 3,100 万件	座椅扶手 90 万套 约 335 万件 约 500 万件			
项目规划产能	乘用车座椅总成 60 万套	乘用车座椅总成 20 万套	头枕 30 万套 约 3,260 万件 约 3,100 万件	座椅扶手 90 万套 约 335 万件 约 500 万件	汽车出风口 1000 万套 (450 万套)		
2022 年末产能					140 万套		
在手定点/订单预计需求量	超 60 万套				约 330 万套		
项目总投资额 (亿元)	7.1	4.0			7.6	5.4	24.0
拟使用募集资金金额 (亿元)	3.2	3.0			6.5	5.4	18.1
预计达产年营收 (亿元)	48.0	16.0	0.9	3.0	17.3		85.2
预计达产年净利润 (亿元)	2.6	1.2			1.3		5.1
项目达产净利率预计 (%)	5.3%	5.8%			7.8%		5.9%
项目投资财务内部收益率 (%)	20.42%	20.15%			16.08%		

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

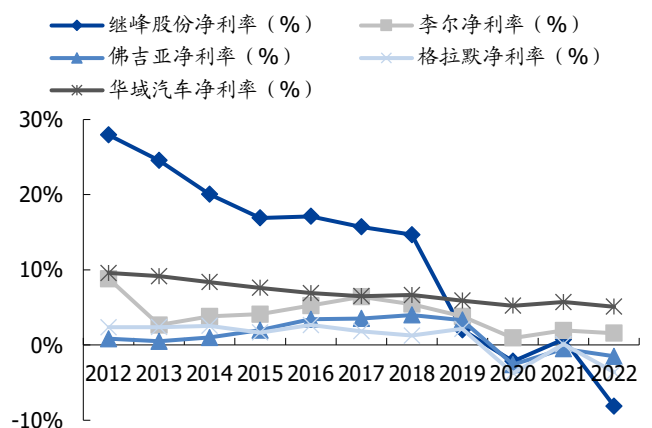
过往优异的成本控制能力有望复制于乘用车座椅业务。过往看，全球汽车座椅头部企业盈利水平相对偏低，毛利率/净利率平均在 10%/2%，主要系座椅总成涉及的产业链条偏长、过往技术创新有限及全球化产业布局所致。公司在收购格拉默前，得益于模具、支杆、发泡材料等零部件的产业延伸，公司毛利率始终保持 33% 以上的高位水平，表现好于同类内饰零部件公司。展望未来，公司在手订单充沛且客户优质，销量规模持续向上，公司定增座椅项目达产利润率目标也在 5% 以上。随着公司产能端布局进一步完善，我们看好公司优秀的成本控制能力在乘用车座椅业务上复制的可能性。

图表 46: 全球汽车座椅总成可比公司近年来毛利率表现 (%)



资料来源: Bloomberg, Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 47: 全球汽车座椅总成可比公司近年来净利率表现 (%)



资料来源: Bloomberg, Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

三、座椅之外，海外整合与创新成长业务皆有看点

3.1 格拉默整合稳步推进，有望释放业绩弹性

格拉默被收购前处于无实控人状态，业绩增长缺乏动力。公司所收购的格拉默是位于德国的全球领先汽车座椅总成及零部件制造厂商，拥有百年的发展历史与业务经验，在全球近二十个国家拥有超四十家子公司，并在商用车座椅市场占据绝对的龙头地位。但在公司收购前，格拉默处于无实控人状态，导致在业绩增长与经营效率提升上缺乏驱动。

公司加速对格拉默的整合优化，降本、增效、赋能协同并举。自2019年公司完成收购后，已通过更换格拉默的监事会和董事会成员掌握对格拉默经营管理的绝对权，并逐步推进业务部门整合、低效产能关停、制造采购成本控制及组织结构优化来提升格拉默经营绩效。2022年，在初步整合完毕后，公司首次派出中国籍管理人员担任格拉默COO，以此加快整合及降本增效的速度。

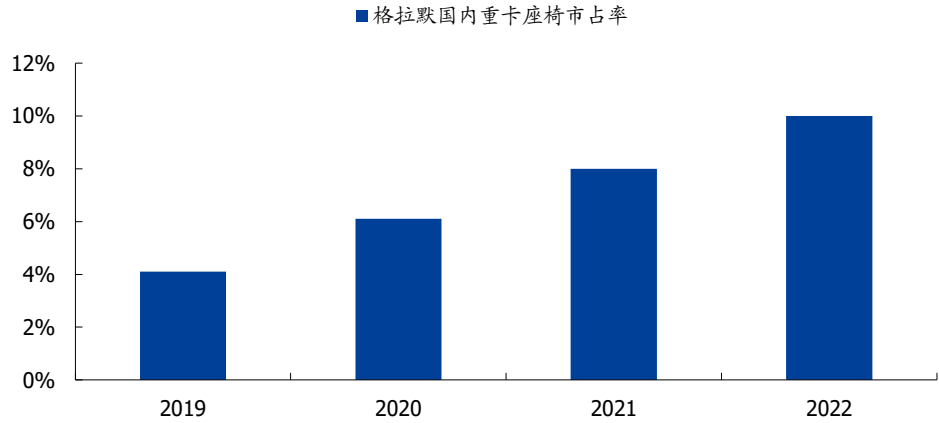
图表 48: 继峰股份对格拉默整合具体措施梳理

整体策略	时间	具体措施
组织优化	2020年4月	乘用车4个产品部门合并为乘用车部门，以乘用车、商用车两大业务部门面对客户，减少部门间的沟通环节，提升同一业务单元协同和快速反应能力。
	2020年	由德国总部垂直化管理模式，调整为美洲、EMEA、亚太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，激发区域组织的能动性，以便能够更迅速、更灵活地响应客户需求。
	2022年10月	首次派出中国籍管理人员出任子公司格拉默全球COO，对格拉默的整合及降本增效措施开始提速。
	2023年2月	细化继峰本部与格拉默内部各业务模块，在采购、人员、生产、研发、质量等方面进行标准统一、资源协同。
降本	2020年1月	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。
	2020年3月	公司与格拉默签订了联合采购协议，在程序上保证了联合采购的全面落地，公司将在模具、支杆、泡沫发泡料等生产资料和物料上的优势赋能格拉默，大大降低公司和格拉默的采购成本。
	2020年7-9月	格拉默江苏工厂搬迁至宁波北仑，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。
	2020H2	对德国子公司格拉默欧洲区和北美区所在工厂的整合，以及非生产性人员的裁减（主要在德国地区）。
	2022年	针对格拉默的区域改善目标，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。
增效	2021年	在上海设立了集团财务总部，综合管理集团的财务体系，上海财务总部通过全面预算、滚动预测及月度经营指标分析等管理机制，全面掌握集团经营情况。
	2022年	格拉默启动PLM数字化管理计划，通过数字化提高产品的开发效率，并自动将结果和信息传递给工厂的所有系统，从而缩短开发时间，显著提高数据质量。
赋能	2020年	在乘用车领域，格拉默在国内的客户主要集中在欧系和美系客户，而在国内自主品牌、部分合资品牌、日系等车企的份额相对偏弱，公司发挥自身优势，为对方导入新的客户群。
	2021年5月	格拉默与中国一汽的全资子合资成立了商用车座椅制造企业，为一汽解放公司各系列商用车卡车配套。
	2021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，新工厂巩固了格拉默在中国东北地区的布局。
	2022年	在乘用车内饰件领域，公司及子公司格拉默累计获得新增定点超70个，除了在原有老客户的基础上进一步巩固份额，还成功突破更多国内新能源车企客户。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

格拉默中国区业务优化明显，重卡座椅份额持续提升中。从业务协同角度来看，除双方基于过往领先技术与客户基础共同切入乘用车座椅总成赛道外，公司也将格拉默在商用车座椅的领先优势赋能于中国市场，逐步展开与中国国内大型重卡厂商的合作，获得了解放、福田、陕汽等优质客户订单。在中国商用车座椅份额也由2019年的4.1%稳步提升至2022年的10%左右。

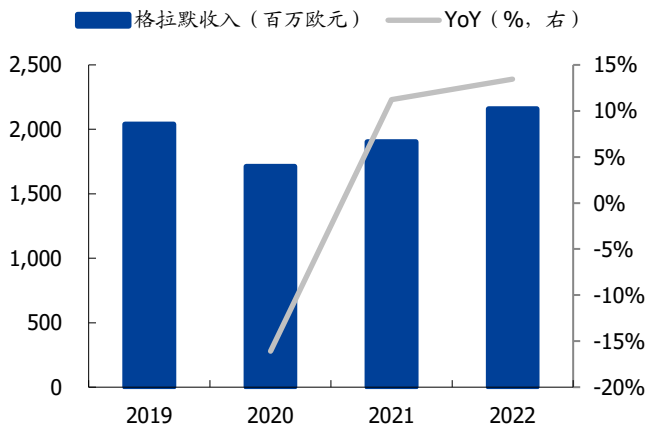
图表 49: 格拉默中国重卡座椅市场份额变化情况 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

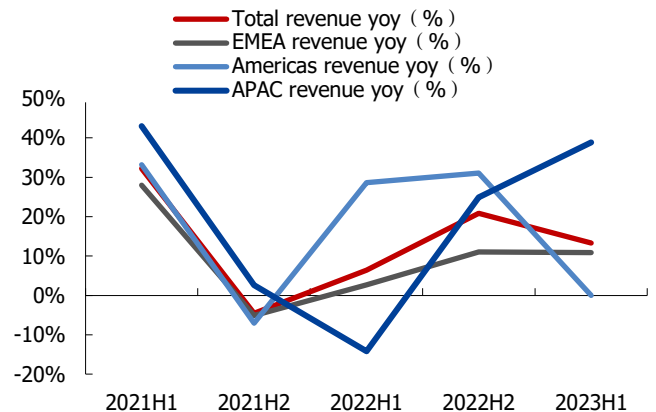
格拉默收入已恢复至增长通道, 占比最高的欧洲区表现稳健。从业务整合结果来看, 全球宏观经济下行、汽车缺芯等负面因素短期冲击了格拉默的收入表现, 但自 2021 年起已恢复增长, 至 2022 年达 21.6 亿欧元, 同比+13%。拆分来看, 收入占比最大的格拉默欧洲区增长保持稳健, 北美区和亚太区则分阶段性贡献了收入弹性。随着全球经济形势向好, 格拉默有望保持稳健的收入增速。

图表 50: 格拉默近年来营收情况 (百万欧元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

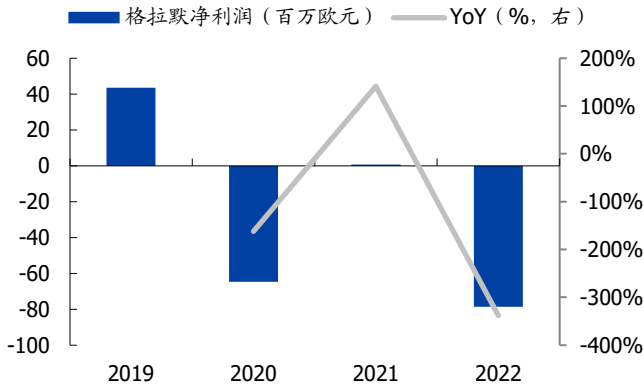
图表 51: 格拉默分地区近年来营收增速情况 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

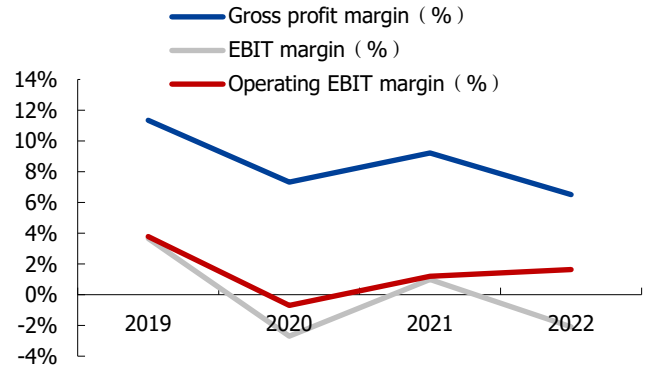
盈利能力受成本上涨拖累, 但在费用管控措施表现良好。格拉默过往盈利能力表现欠佳, 主要系全球宏观经济下行、地缘政治冲突导致格拉默原材料、人工及能源成本大幅上涨, 汽车缺芯又导致欧美地区排产的大幅下滑, 增加了折旧摊销成本压力。此外, 格拉默作为零部件厂商, 向下游整车厂价格传导有一定滞后性, 导致盈利表现阶段性承压。但 2022 年, 格拉默经营性 EBIT 表现小幅回升, 在毛利率仍有下滑的情况下, 体现出格拉默在费用管控端已得到加强。

图表 52: 格拉默近年来净利润表现 (百万欧元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

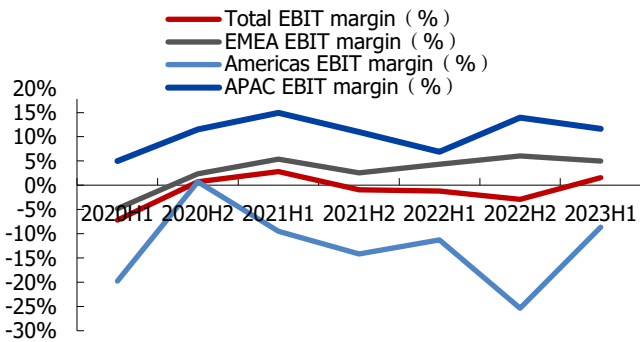
图表 53: 格拉默近年来盈利能力表现 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

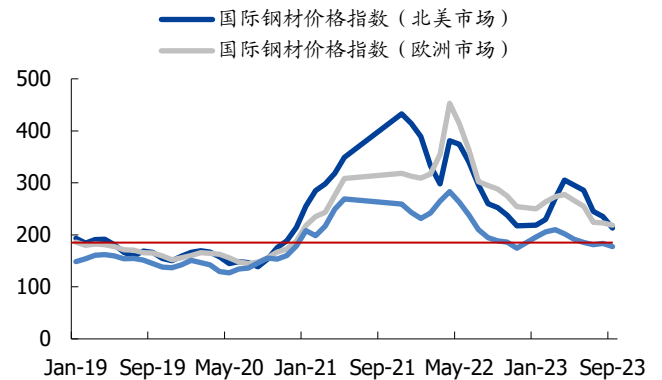
2023H1 北美区明显减亏, 原材料成本压力边际上已有缓解。格拉默主要原材料钢材价格已较 2021-22 年高点明显回落, 且欧美市场价格在 2023Q1 阶段冲高后已逐月恢复至历史中位水平。从分地区盈利表现来看, 欧洲与亚太地区保持稳定, 北美区在与下游客户调价机制建立、费用管控加强后, 2023H1 减亏幅度显著, 带动整体盈利能力回正。我们认为, 在大宗原材料价格回落预期下, 格拉默未来业绩修复能见度得到进一步加强。

图表 54: 格拉默近年来分地区 EBIT margin 表现 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 55: 国际钢材价格指数分地区变化情况

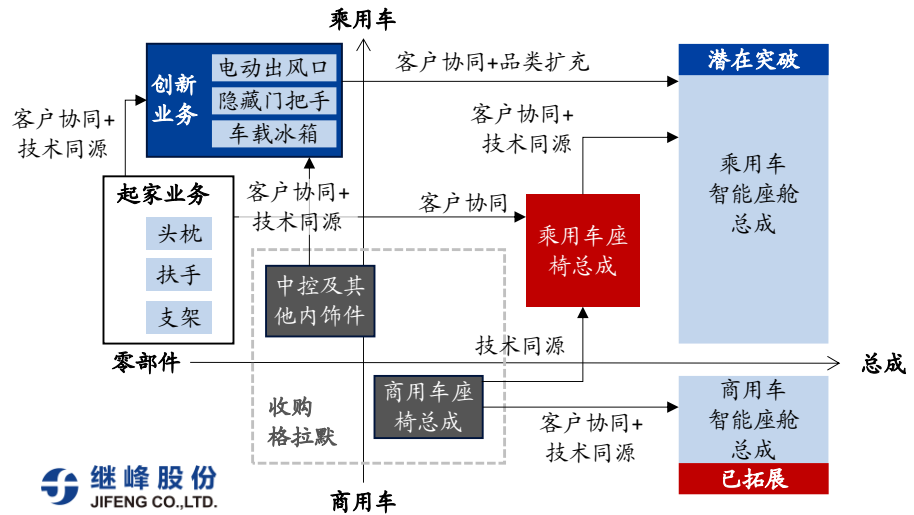


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2 横向扩展的创新类产品带来新成长空间

发挥技术、客户协同优势, 创新品类持续拓展中。除纵向向座椅总成转型外, 公司基于技术同源性与客户合作基础, 横向扩展了电动出风口、隐藏式门把手、车载冰箱、商用车座舱等新兴产品。业务版图的持续扩张反映出公司管理团队孜孜不倦的进取精神, 同时, 公司成长空间的天花板不断被突破。公司远期成长空间或将不止于座椅赛道, 未来有望基于技术同源进一步向智能汽车座舱领域拓展。

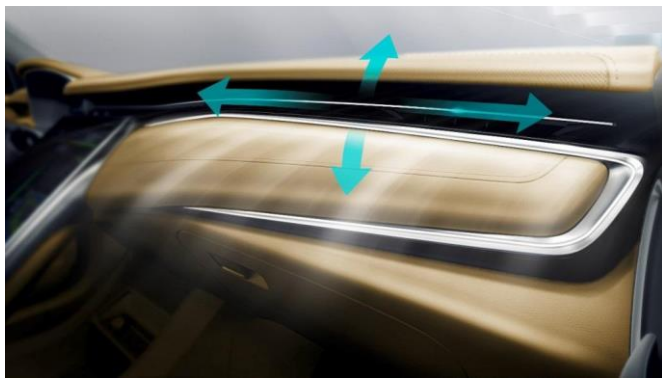
图表 56: 继峰股份产品品类扩张逻辑



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所绘制

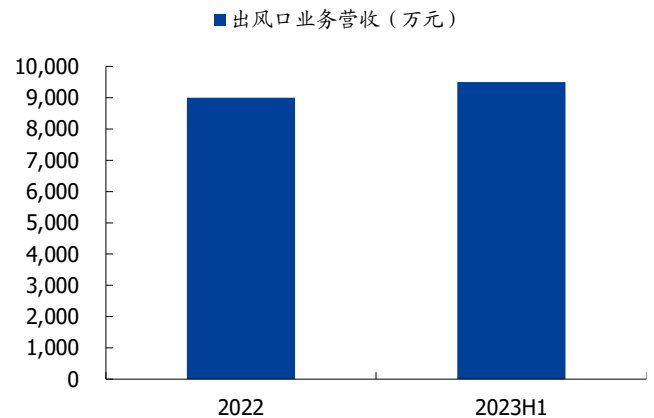
电动出风口产品订单加速流入, 已开始对业绩端有所增厚。公司把握了智能化与电动化的产业趋势, 先行研发并率先实现了隐藏式电动出风口的量产。虽然产品在形态及功能方面与公司现有的座椅业务存在一定差异, 但在客户资源及注塑工序方面仍存在较强的协同。2021年, 公司已获得大众、吉利、长城、蔚来等客户产品定点; 2023H1, 公司实现出风口业务收入近 9,500 万元, 同比翻数倍增长; 截至 2023M6, 公司出风口业务在手订单约 40 个, 预计跟随下游配套车型放量, 将成为公司业绩增长来源之一。

图表 57: 隐藏式电动出风口示意图



资料来源: 懂车帝, 国盛证券研究所

图表 58: 继峰股份出风口业务近年来营收情况 (万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

卡位智能化乘用车内外饰赛道, 拓展商用车家居式座舱业务。公司在乘用车横向品类上持续拓展, 先后研发设计了潜在主流配置的车载冰箱、隐藏式门把手、特殊金属工艺内饰件等产品, 向大量潜在客户进行推广, 并已获得车载冰箱、隐藏式门把手的产品定点。此外, 公司基于格拉默在商用车座椅的领先优势, 研发出高单车价值量的重卡智能家居式座舱, 目前已在客户端进行装车验证。

四、盈利预测与估值

收入端:

我们认为,受益于国内新能源汽车产销旺盛、全球汽车需求持续恢复及乘用车座椅总成、汽车出风口等新业务大规模上量,公司收入端有望持续增长,2023-25年分别实现营业总收入**216.2亿/237.6亿/286.0亿元**,同比增长**20.3%/9.9%/20.4%**。各业务板块假设如图表59所示,其中:

- ▶ **汽车内饰:** 2023年受益于全球车市回暖,收入端明显修复,往后跟随全球车市温和增长,2023-25年分别同比增长**9.4%/1.0%/1.0%**;
- ▶ **汽车头枕:** 2023年受益于国内新能源车需求持续旺盛,拉动收入明显增长,往后随着新产能逐步投产,保持温和增长,2023-25年分别同比增长**17.0%/1.1%/1.1%**;
- ▶ **座椅扶手:** 2023年受益于全球车市回暖,收入端明显修复,往后跟随全球车市温和增长,2023-25年分别同比增长**3.2%/1.1%/1.1%**;
- ▶ **商用车座椅:** 2023年国内商用车需求大幅修复,拉动收入端大幅修复,往后随着产线升级,产能利用率保持高位,2023-25年分别同比增长**30.0%/1.0%/1.0%**;
- ▶ **乘用车座椅:** 随着下游已配套车型持续上量、新项目开始量产,叠加公司乘用车座椅产能逐步投产,预计公司乘用车座椅业务收入将在2024-25年大幅增长,分别同比增长**424.9%/234.0%**;
- ▶ **汽车出风口:** 随着下游已配套车型持续上量、新项目开始量产,叠加公司出风口产能逐步投产,预计公司汽车出风口业务收入将在2024-25年大幅增长,分别同比增长**213.5%/57.9%**;
- ▶ **其他主营业务:** 预计保持稳定,2023-25年维持在**3.1亿元**水平。

毛利率:

我们预计公司2023-25年毛利率将达**14.3%/15.1%/15.3%**。各业务板块假设如图表59所示,其中:

- ▶ **传统业务:** 考虑到钢材、塑料、化工原料等大宗原材料成本已有明显回落,公司与下游客户调价机制建立的逐步完成,预计公司汽车内饰、头枕、座椅扶手及商用车座椅等传统业务毛利率将稳步回升。其中,2023-25年汽车内饰毛利率分别为**10.8%/11.3%/11.5%**;头枕毛利率分别为**15.0%/15.3%/15.4%**;座椅扶手毛利率分别为**17.0%/17.3%/17.5%**;商用车座椅毛利率分别为**16.0%/17.2%/17.4%**;
- ▶ **乘用车座椅、汽车出风口新兴业务:** 短期考虑新建产能爬坡因素影响,预计至2025年将达稳态水平,提升公司综合毛利表现。2023-25年乘用车座椅毛利分别为**9.0%/12.0%/14.0%**;汽车出风口毛利分别为**18.0%/24.3%/25.0%**;
- ▶ **其他主营业务:** 预计保持稳定,2023-25年毛利率稳定在**26.6%**的水平。

图表 59: 继峰股份各业务收入及盈利能力核心假设 (亿元, %)

单位 (亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	168.3	179.7	216.2	237.6	286.0
同比增速	7.0%	6.7%	20.3%	9.9%	20.4%
按产品拆分					
汽车内饰	52.7	60.6	66.3	67.0	67.7
同比增速	-0.6%	15.1%	9.4%	1.0%	1.0%
头枕	40.1	39.7	46.5	47.0	47.5
同比增速	-4.3%	-1.0%	17.0%	1.1%	1.1%
座椅扶手	16.2	17.3	17.9	18.1	18.3
同比增速	0.9%	7.0%	3.2%	1.1%	1.1%
商用车座椅	55.0	59.1	76.8	77.5	78.3
同比增速	28.6%	7.4%	30.0%	1.0%	1.0%
乘用车座椅			3.5	18.1	60.5
同比增速				424.9%	234.0%
汽车出风口			2.2	6.8	10.7
同比增速				213.5%	57.9%
其他主营业务	3.6	2.1	3.1	3.1	3.1
同比增速	49.7%	-42.4%	47.5%	0.0%	0.0%
其他业务	0.7	0.8	0.0	0.0	0.0
营业成本	144.5	156.2	185.2	201.7	242.1
毛利润	23.8	23.5	31.0	35.9	43.9
毛利率	14.1%	13.1%	14.3%	15.1%	15.3%
毛利率拆分					
汽车内饰	11.2%	10.0%	10.8%	11.3%	11.5%
头枕	15.2%	14.0%	15.0%	15.3%	15.4%
座椅扶手	16.8%	16.7%	17.0%	17.3%	17.5%
商用车座椅	14.2%	14.1%	16.0%	17.2%	17.4%
乘用车座椅			9.0%	12.0%	14.0%
汽车出风口			18.0%	24.3%	25.0%
其他主营业务	31.3%	28.8%	26.6%	26.6%	26.6%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

费用端:

考虑到公司过往费用管控能力良好与格拉默整合的进一步推进, 我们预计公司 2023-25 年期间费用率分别达 12.7%/11.3%/10.7%。各费用分项如图表 60 所示, 其中:

- ▶ **销售费用率:** 继峰本部与格拉默在客户端的协同将带来销售费用的节约, 2023-25 年分别为 1.4%/1.3%/1.3%;
- ▶ **管理费用率:** 在格拉默整合加速的推动下, 公司管理费用率将持续改善, 2023-25 年分别为 7.8%/6.5%/6.2%;
- ▶ **研发费用率:** 乘用车座椅业务大规模上量后将带来研发费用的明显摊薄, 2023-25 年分别为 2.0%/2.0%/1.9%;
- ▶ **财务费用率:** 预计保持稳定, 2023-25 年分别为 1.5%/1.5%/1.2%。

综上, 我们预计公司 2023-25 年归母净利润有望分别实现 2.4 亿/6.4 亿/9.6 亿元, 同比分别增长 116.7%/168.4%/50.6%, 2023-25 年 CAGR 达 101%。

图表 60: 继峰股份核心财务假设 (亿元, %)

单位 (亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	168.3	179.7	216.2	237.6	286.0
同比增速	7.0%	6.7%	20.3%	9.9%	20.4%
毛利率	14.1%	13.1%	14.3%	15.1%	15.3%
期间费用率	12.9%	12.3%	12.7%	11.3%	10.7%
销售费用率	1.8%	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%
管理费用率	8.0%	7.6%	7.8%	6.5%	6.2%
研发费用率	1.9%	2.1%	2.0%	2.0%	1.9%
财务费用率	1.1%	1.1%	1.5%	1.5%	1.2%
归母净利润	1.3	-14.2	2.4	6.4	9.6
同比增速	148.9%	-1221.6%	116.7%	168.4%	50.6%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司当前市值对应 2023-25 年 PE 分别为 64.4/24.0/15.9 倍。我们选取 1) 与公司同处内饰件赛道, 积极开拓核心优质新能源客户的新泉股份、岱美股份、上海沿浦及明新旭腾; 2) 客户结构相似, 已实现高壁垒车灯赛道自主突破的星宇股份、科博达作为可比公司。可比公司 2023-25 年 PE 分别为 33.3/24.9/19.6 倍, 考虑到公司乘用车座椅业务规模上量或带来业绩弹性、卡位座椅总成赛道的高成长性及新业务上量节奏, 我们给予公司 2025 年目标 PE 22 倍, 对应目标市值 211 亿, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 61: 继峰股份可比公司估值表

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				2023-25E CAGR	市盈率 P/E			
			22A	23E	24E	25E		22A	23E	24E	25E
603179.SH	新泉股份	240	4.7	8.0	11.0	14.3	34%	50.9	30.0	21.8	16.8
603730.SH	岱美股份	192	5.7	7.8	9.8	12.0	24%	33.6	24.4	19.6	16.0
601799.SH	星宇股份	389	9.4	11.6	16.0	20.2	32%	41.3	33.7	24.3	19.3
603786.SH	科博达	291	4.5	6.4	8.6	11.0	31%	64.6	45.2	34.0	26.4
可比公司平均						30%	47.6	33.3	24.9	19.6	
603997.SH	继峰股份	153	-14.2	2.4	6.4	9.6	101%	-10.8	64.4	24.0	15.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注: 各公司市值及估值统计截至 2023 年 12 月 6 日收盘, 可比公司盈利预测基于 Wind 一致预期

风险提示

原材料价格波动风险。若钢材、塑料、化工原料等主要原材料成本出现大幅上涨，将致使公司盈利能力承压，或出现业绩波动。

新业务拓展及产能投产不及预期。公司乘用车座椅总成、汽车出风口等新业务尚处早期阶段，若后续新客户、新项目拓展及产能投放节奏不及预期，或出现业绩不及预期。

行业需求不及预期。宏观经济增速波动及外部环境不确定性或影响居民整体消费能力，而汽车作为消费占比最大的细分领域，行业需求或受到一定抑制而不及预期。

行业规模测算误差。汽车座椅行业规模测算基于一定逻辑与数据假设，测算结果或存在与实际情况偏离的可能性。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com