



公司研报

继峰股份

汽车座椅赛道长坡厚雪，公司业绩来年或迎反转



邓学 分析员
汽车及出行设备
SAC 执证编号: S0080521010008
SFC CE Ref: BJV008
xue.deng@cicc.com.cn



庠静兰 分析员
汽车及出行设备
SAC 执证编号: S0080522080010
jinglan.she@cicc.com.cn

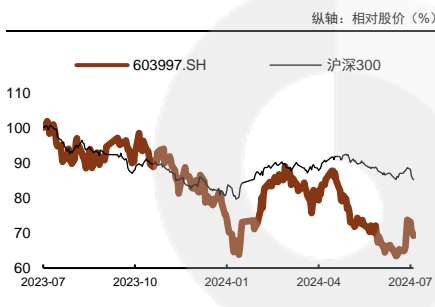


任丹霖 分析员
汽车及出行设备
SAC 执证编号: S0080518060001
SFC CE Ref: BNF068
danlin.ren@cicc.com.cn

再次覆盖跑赢行业

股票代码 603997.SH
股票评级 * 跑赢行业
目标价 人民币 14.40

| | |
|-------------|----------------|
| 股票代码 | 603997.SH |
| 最新收盘价 | 人民币 10.77 |
| 52 周最高价/最低价 | 人民币 16.37~9.41 |
| 总市值(亿) | 人民币 136.4 |



| (人民币 百万) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 17,967 | 21,571 | 24,193 | 30,005 |
| 增速 | 6.7% | 20.1% | 12.2% | 24.0% |
| 归属母公司净利润 | -1,417 | 204 | 382 | 911 |
| 增速 | N.M. | N.M. | 87.4% | 138.5% |
| 扣非后净利润 | -1,409 | 222 | 380 | 909 |
| 增速 | N.M. | N.M. | 70.8% | 139.4% |
| 每股净利润 | -1.12 | 0.16 | 0.30 | 0.72 |
| 每股净资产 | 2.73 | 3.24 | 4.48 | 5.20 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 每股经营现金流 | 0.83 | 1.30 | 0.84 | 1.38 |
| 市盈率 | N.M. | 66.9 | 35.7 | 15.0 |
| 市净率 | 3.9 | 3.3 | 2.4 | 2.1 |
| EV/EBITDA | N.M. | 11.7 | 10.1 | 7.1 |
| 股息收益率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 平均总资产收益率 | -9.0% | 1.2% | 2.1% | 4.7% |
| 平均净资产收益率 | -35.0% | 5.4% | 7.8% | 14.9% |

资料来源: Wind, 彭博资讯, 公司公告, 中金公司研究部

再次覆盖

投资亮点

再次覆盖继峰股份(603997)给予跑赢行业评级,目标价 14.40 元,对应 2025 年 P/E 估值倍数 20 倍。理由如下:

- ▶ **国产头枕扶手隐形冠军, 并购格拉默实现全球化+多品类扩张。**公司是国内座椅头枕、扶手隐形冠军, 基于其出色的成本管理 & 客户拓展能力, 公司 2011-2018 年收入快速增长, 净利润率始终保持在 15% 以上。2019 年, 公司收购全球商用车座椅龙头企业格拉默, 实现中控及内饰、商用车座椅等产品品类扩张, 基于格拉默的研发及品牌优势, 公司逐步进入乘用车座椅赛道。同时, 公司基于市场需求及产品的协同, 内部孵化出电动出风口、隐藏式门把手等产品, 于 2023 年已经逐步开始贡献收入。
- ▶ **抓住下游格局变化机遇, 迅速成为乘用车座椅赛道国产替代排头兵。**2022 年国内乘用车座椅行业规模达 924 亿元, 我们认为, 伴随产品升级行业规模有望进一步扩容。格局来看, 2022 年国内汽车座椅供应商 CR5 达 70%, 竞争格局较为集中且全为外资或前合资供应商。国内新能源渗透率提升带动自主品牌市占率持续突破, 下游格局的快速变化为座椅国产化带来机遇。公司凭借格拉默平台优势, 快速组建团队及产能, 成功突破多家新势力及主流豪华品牌, 成为乘用车座椅国产替代龙头。
- ▶ **座椅业务逐步开始兑现盈利+海外整合持续推进, 2025 年业绩有望进入释放期。**公司自 2021 年拿到首个造车新势力订单至今, 累计全生命周期在手订单已超 700 亿元。由于研发前置, 座椅业务 2023 年亏损。向前看, 2H24 座椅进入加速投产阶段, 我们预计, 2025 年乘用车座椅业务有望开始贡献利润。同时, 格拉默 1Q24 季报中提到: 北美业务整合仍在继续, 或考虑剥离 TMD 资产。我们预计若该资产实现剥离, 则格拉默有望获得较明显的盈利改善, 带动整体业绩实现进一步反转。

我们与市场的最大不同?市场对短期业绩兑现仍有犹疑, 我们认为公司在国内的成本管控能力能够支撑座椅业务盈利兑现。

潜在催化剂: 座椅业务扭亏为盈、北美地区整合顺利。

盈利预测与估值

我们预计公司 2024-2025 年 EPS 分别为 0.30 元、0.72 元, CAGR 为 112.1% (未纳入资产剥离预期)。公司当前股价对应 2024/2025 年 35.7/15.0 倍 P/E, 考虑到 2025 年座椅进入盈利释放, 我们给予 2025 年 20 倍 P/E, 对应目标价 14.4 元, 较当前股价有 34% 上行空间。

风险

- 1) 北美地区整合或资产剥离不及预期;
- 2) 海外汇率及原材料波动影响盈利;
- 3) 座椅业务下游客户放量不及预期;
- 4) 商誉减值风险。

财务报表和主要财务比率

| 财务报表 (百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 主要财务比率 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------------|---------|-------|-------|--------|
| 利润表 | | | | | 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 17,967 | 21,571 | 24,193 | 30,005 | 营业收入 | 6.7% | 20.1% | 12.2% | 24.0% |
| 营业成本 | 15,616 | 18,389 | 20,579 | 25,193 | 营业利润 | -945.6% | N.M. | 72.3% | 137.8% |
| 税金及附加 | 48 | 55 | 62 | 77 | EBITDA | -136.8% | N.M. | 10.5% | 38.3% |
| 营业费用 | 262 | 308 | 333 | 413 | 净利润 | N.M. | N.M. | 87.4% | 138.5% |
| 管理费用 | 1,368 | 1,713 | 1,909 | 2,307 | 扣非后净利润 | N.M. | N.M. | 70.8% | 139.4% |
| 财务费用 | 200 | 454 | 307 | 279 | 盈利能力 | | | | |
| 其他 | -351 | -336 | -502 | -547 | 毛利率 | 12.8% | 14.5% | 14.7% | 15.8% |
| 营业利润 | -1,444 | 286 | 493 | 1,171 | 营业利润率 | -8.0% | 1.3% | 2.0% | 3.9% |
| 营业外收支 | 9 | 3 | 3 | 3 | EBITDA 利润率 | -2.4% | 7.3% | 7.2% | 8.0% |
| 利润总额 | -1,435 | 289 | 495 | 1,173 | 净利润率 | -7.9% | 0.9% | 1.6% | 3.0% |
| 所得税 | 28 | 81 | 109 | 258 | 扣非后净利润率 | -7.8% | 1.0% | 1.6% | 3.0% |
| 少数股东损益 | -45 | 4 | 4 | 4 | 偿债能力 | | | | |
| 归属母公司净利润 | -1,417 | 204 | 382 | 911 | 流动比率 | 1.00 | 0.87 | 1.02 | 1.11 |
| 扣非后净利润 | -1,409 | 222 | 380 | 909 | 速动比率 | 0.73 | 0.68 | 0.77 | 0.83 |
| EBITDA | -424 | 1,573 | 1,739 | 2,404 | 现金比率 | 0.17 | 0.15 | 0.18 | 0.19 |
| 资产负债表 | | | | | 资产负债率 | 75.6% | 75.2% | 66.9% | 65.6% |
| 货币资金 | 1,163 | 1,418 | 1,420 | 1,689 | 净债务资本比率 | 40.7% | 26.8% | 15.1% | 5.1% |
| 应收账款及票据 | 2,712 | 3,762 | 3,414 | 4,235 | 回报率分析 | | | | |
| 预付款项 | 154 | 141 | 128 | 172 | 总资产收益率 | -9.0% | 1.2% | 2.1% | 4.7% |
| 存货 | 1,825 | 1,819 | 2,036 | 2,492 | 净资产收益率 | -35.0% | 5.4% | 7.8% | 14.9% |
| 其他流动资产 | 1,023 | 1,000 | 1,087 | 1,279 | 每股指标 | | | | |
| 流动资产合计 | 6,877 | 8,141 | 8,084 | 9,867 | 每股净利润 (元) | -1.12 | 0.16 | 0.30 | 0.72 |
| 固定资产及在建工程 | 3,938 | 4,491 | 4,959 | 5,205 | 每股净资产 (元) | 2.73 | 3.24 | 4.48 | 5.20 |
| 无形资产及其他长期资产 | 4,639 | 5,320 | 5,176 | 5,076 | 每股股利 (元) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动资产合计 | 8,577 | 9,811 | 10,134 | 10,281 | 每股经营现金流 (元) | 0.83 | 1.30 | 0.84 | 1.38 |
| 资产合计 | 15,454 | 17,952 | 18,218 | 20,148 | 估值分析 | | | | |
| 短期借款 | 2,659 | 3,658 | 2,828 | 2,728 | 市盈率 | N.M. | 66.9 | 35.7 | 15.0 |
| 应付账款及票据 | 2,882 | 4,278 | 3,507 | 4,312 | 市净率 | 3.9 | 3.3 | 2.4 | 2.1 |
| 其他流动负债 | 1,343 | 1,424 | 1,570 | 1,879 | EV/EBITDA | N.M. | 11.7 | 10.1 | 7.1 |
| 流动负债合计 | 6,884 | 9,360 | 7,905 | 8,919 | 股息收益率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 长期借款和应付债券 | 2,990 | 2,137 | 2,197 | 2,146 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 1,804 | 2,000 | 2,092 | 2,142 | | | | | |
| 非流动负债合计 | 4,794 | 4,137 | 4,289 | 4,288 | | | | | |
| 负债合计 | 11,678 | 13,496 | 12,194 | 13,208 | | | | | |
| 归母所有者权益 | 3,455 | 4,101 | 5,666 | 6,577 | | | | | |
| 少数股东权益 | 320 | 355 | 359 | 363 | | | | | |
| 负债及股东权益合计 | 15,454 | 17,952 | 18,218 | 20,148 | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | | | | |
| 净利润 | -1,417 | 204 | 382 | 911 | | | | | |
| 折旧和摊销 | 766 | 834 | 941 | 955 | | | | | |
| 营运资本变动 | 90 | 467 | -570 | -425 | | | | | |
| 其他 | 1,614 | 144 | 313 | 308 | | | | | |
| 经营活动现金流 | 1,052 | 1,648 | 1,066 | 1,749 | | | | | |
| 资本开支 | -853 | -1,278 | -1,062 | -900 | | | | | |
| 其他 | 29 | 56 | -100 | -100 | | | | | |
| 投资活动现金流 | -824 | -1,222 | -1,162 | -1,000 | | | | | |
| 股权融资 | 0 | 0 | 1,183 | 0 | | | | | |
| 银行借款 | 209 | 145 | -770 | -151 | | | | | |
| 其他 | -607 | -426 | -314 | -329 | | | | | |
| 筹资活动现金流 | -398 | -281 | 98 | -480 | | | | | |
| 汇率变动对现金的影响 | -74 | 53 | 0 | 0 | | | | | |
| 现金净增加额 | -243 | 199 | 2 | 269 | | | | | |

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

公司简介

继峰是乘用车座椅系统零部件自主龙头供应商, 主营产品包括乘用车座椅头枕、头枕支杆、座椅扶手, 主要为一汽大众、长城、日产、神龙汽车、长安福特等整车厂配套, 目前逐渐进入宝马、奥迪等高端客户供应链; 此外, 公司加快全球化布局, 通过捷克建厂开拓全球市场, 我们认为未来有望通过整合格拉默实现产品和技术的互补, 并进入非道路及商用车座椅系统业务, 打开更大的成长空间。

目录

| | |
|---|-----------|
| 发展复盘：头枕扶手隐形冠军，乘风破浪进军整椅赛道 | 5 |
| 历史复盘：从小而美的头枕扶手隐形冠军，并购全球汽车座椅龙头格拉默，抓住机遇成功进入座椅整椅赛道 | 5 |
| 财务复盘：并购后几经波折，国内平稳、欧洲逐步改善、北美整合难度高 | 6 |
| 管理复盘：实控人管理公司，吸纳优秀人才管理海外 | 10 |
| 为什么是继峰？ | 13 |
| 抓住国产替代窗口期，依托格拉默的平台优势快速突破高端市场 | 13 |
| 国内经营能力出色，乘用车座椅有望延续该管理能力 | 17 |
| 更长远看，产能及客户遍布各地，乘用车座椅有望实现从国内走向全球 | 18 |
| 为什么是现在？ | 20 |
| 格拉默考虑剥离亏损资产 TMD group，若实现剥离则海外盈利有望进一步大幅度改善 | 20 |
| 乘用车座椅迎来放量，2025 年有望进入盈利兑现期 | 20 |
| 盈利预测与估值 | 22 |
| 风险提示 | 26 |

图表

| | |
|--|----|
| 图表 1：公司历史沿革 | 5 |
| 图表 2：公司产品矩阵 | 6 |
| 图表 3：公司近年来收入结构及同比（2019 年收购格拉默） | 7 |
| 图表 4：公司近年来毛利率、净利率水平（2019 年收购格拉默） | 7 |
| 图表 5：并购前公司毛利率行业对比 | 7 |
| 图表 6：并购前公司净利率行业对比 | 7 |
| 图表 7：公司近年来公司毛利率变化 | 8 |
| 图表 8：公司近年来归母净利润结构 | 8 |
| 图表 9：格拉默近年来收入结构 | 9 |
| 图表 10：格拉默近年来分地区收入 | 9 |
| 图表 11：格拉默近年来 EBIT 和 EBIT 利润率水平 | 9 |
| 图表 12：格拉默近年分地区 EBIT 利润率水平 | 9 |
| 图表 13：格拉默近年来资产负债率 | 10 |
| 图表 14：近年来格拉默人员数量及构成变化 | 10 |
| 图表 15：海外利率持续上行带来利息费用增加 | 10 |
| 图表 16：格拉默近年利息费用及占收入比重 | 10 |
| 图表 17：公司股权结构（截至 2024 年 6 月 25 日） | 11 |
| 图表 18：上市以来募投项目梳理 | 11 |
| 图表 19：近年来公司研发人员数量及占比 | 12 |
| 图表 20：近年来公司管理层举措 | 12 |
| 图表 21：我国乘用车销量及其同比增速 | 13 |
| 图表 22：我国乘用车座椅市场规模 | 13 |
| 图表 23：全球汽车座椅行业格局（2022） | 14 |
| 图表 24：中国汽车座椅行业格局（2022） | 14 |

| | |
|---|----|
| 图表 25: 国际龙头供应商历年毛利率 | 14 |
| 图表 26: 国际龙头供应商历年净利率 | 14 |
| 图表 27: 中国乘用车自主品牌市占率 (2015-2023) | 15 |
| 图表 28: 国内新能源渗透率及自主品牌市占率 | 15 |
| 图表 29: 格拉默商用车座椅市占率 | 15 |
| 图表 30: 格拉默整椅研发积累梳理 | 15 |
| 图表 31: 乘用车座椅在手订单 (截至 2024 年 7 月 18 日) | 16 |
| 图表 32: 车载冰箱在手订单情况 | 16 |
| 图表 33: 并购前公司毛利率行业对比 | 17 |
| 图表 34: 并购前公司净利率行业对比 | 17 |
| 图表 35: 收购前 (2018 年) 成本拆分对比 | 17 |
| 图表 36: 收购前格拉默客户情况 | 18 |
| 图表 37: 公司全球化布局 | 19 |
| 图表 38: 近年来继峰本部与格拉默毛利率变化 | 20 |
| 图表 39: 近年来格拉默分地区 EBIT 变化 | 20 |
| 图表 40: 公司座椅等新产品扩产规划梳理 | 21 |
| 图表 41: 公司收入及毛利预测 | 22 |
| 图表 42: 历史及预测损益表 | 23 |
| 图表 43: 历史及预测现金流量表 | 24 |
| 图表 44: 历史及预测资产负债表 | 24 |
| 图表 45: 历史 P/E | 25 |
| 图表 46: 历史 P/B | 25 |
| 图表 47: 可比公司估值表 | 25 |
| 图表 48: 原材料波动对毛利率影响的敏感性分析 (2023 年) | 26 |

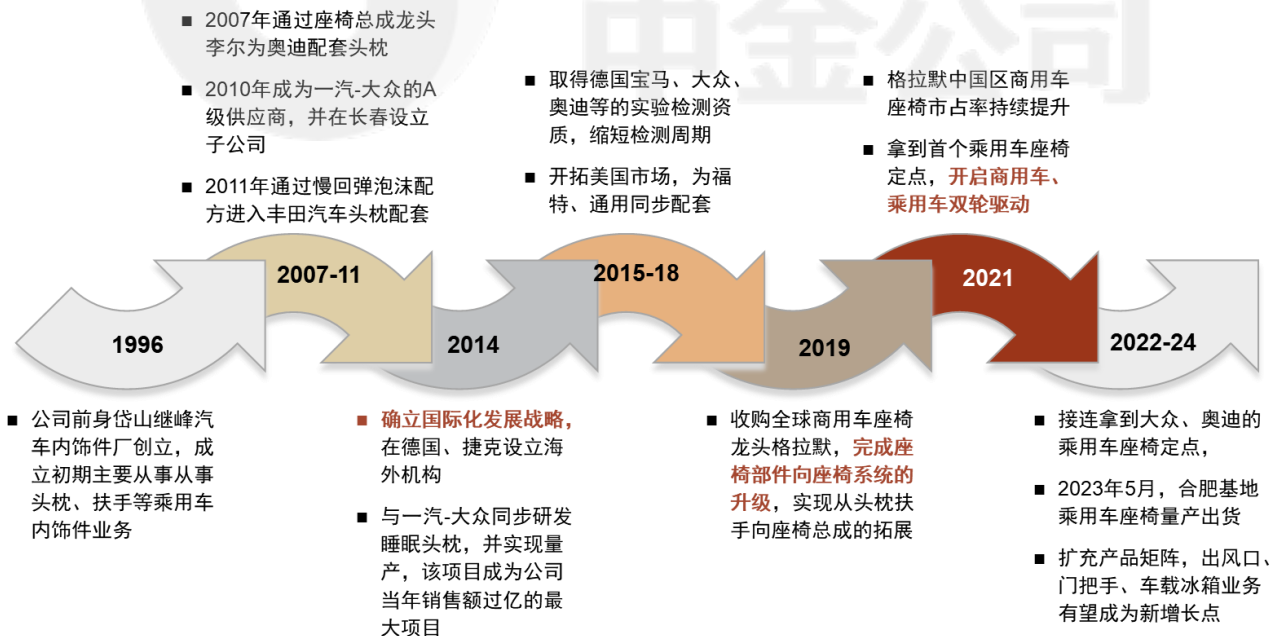
发展复盘：头枕扶手隐形冠军，乘风破浪进军整椅赛道

历史复盘：从小而美的头枕扶手隐形冠军，并购全球汽车座椅龙头格拉默，抓住机遇成功进入座椅整椅赛道

公司深耕汽车座椅部件赛道，通过头部合资品牌确立头枕扶手领先地位。公司创立于 1996 年，创立初期主要从事头枕泡沫和支架等内饰零部件。从 2007 年开始先后切入合资品牌奥迪、一汽大众的供应商，逐步从国产化供应商蜕变成为研发型供应商，并于 2011 年通过自主研发的慢回弹泡沫配方，成功进入了丰田汽车的座椅头枕配套体系。2014 年公司开启海外扩张，相继在德国、捷克、美国等地设立海外机构，与当地知名主机厂宝马、大众、福特、通用等同步设计与配套座椅部件。

抓住机遇收购商用车座椅龙头格拉默，依托格拉默平台优势，逐步进入乘用车整车座椅赛道。2019 年，公司通过继烨投资收购全球商用车座椅龙头格拉默，业务从头枕扶手拓展至商用车座椅、中控等多个领域，并成为国内少数能同时为欧系、美系、日系等整车生产厂家提供配套零部件的供应商。受益于新能源汽车销量较快增长及自主品牌崛起的趋势，公司开始拓展乘用车座椅业务，于 2021 年抓住新能源汽车发展机遇拿到新势力整椅定点项目，并接连获得多家新势力、合资车企等多个订单。同时，公司也积极开拓隐藏式电动出风口、隐藏式门把手和车载冰箱产品，前瞻布局智能座舱，持续拓宽产品品类。

图表 1：公司历史沿革



注：2019 年，公司通过继烨投资收购全球商用车座椅龙头格拉默，业务从头枕扶手拓展至座椅
资料来源：公司官网，公司公告，中金公司研究部

产品矩阵持续丰富，与格拉默互相赋能，实现产品和销售的协同。收购格拉默前，公司主营业务是头枕与扶手。2019 年收购商用车座椅巨头格拉默后，开拓了高单车价值量的商用车座椅

业务。随后，公司在乘用车领域也逐步横向拓展中控及内饰件、电动出风口、隐藏式门把手等产品，持续丰富产品矩阵。继峰本部与格拉默分部积极寻求销售协同，既帮助商用车座椅“走进来”，在中国区市占率从2019年的4.1%提升至2022年的10%左右，又帮助乘用车座椅、电动出风口、隐藏门把手等新产品“走出去”，获得海外整车客户的订单。

图表 2：公司产品矩阵

| 产品 | 产品图示 | 2023 年贡献营收 (亿元) | 2023 年 ASP (元/套) | 2023 年毛利率 | |
|-------|---|--|---------------------|----------------|--------|
| 头枕 |  <p>格拉默头枕 自主品牌第六代头枕 自主品牌后特睡好式头枕</p> | 46.82 | 86.2 | 15.62% | |
| 传统业务 | 扶手 |  <p>格拉默扶手 副驾扶手 后中扶手</p> | 21.77 | 201.7 | 17.62% |
| 其他内饰件 |  <p>格拉默中控系统 电动出风口 格拉默内部组件扬声器格栅门</p> | 72.77 | 63.2 | 11.44% | |
| 商用车座椅 |  | 64.88 | 2895.1 | 17.01% | |
| 新业务 | 乘用车座椅 |  | 6.55 | 某新势力： 10000 | |
| 出风口 |  | 2.81 | 500-700 | | |

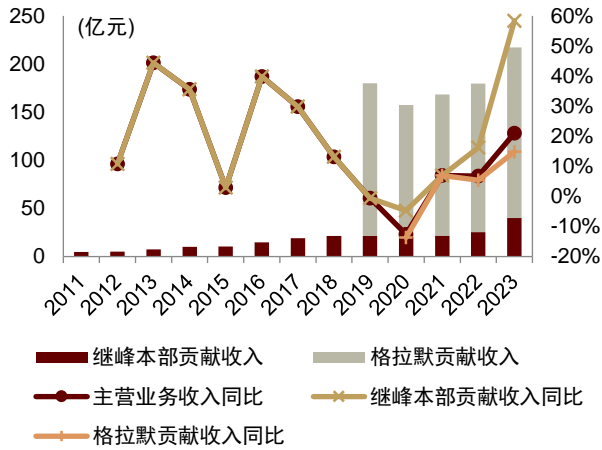
注：ASP 由公司 2023 年年报披露分产品营收和销量测算得出
资料来源：公司官网，公司公告，中金公司研究部

财务复盘：并购后几经波折，国内平稳、欧洲逐步改善、北美整合难度高

并购前公司主营座椅头枕扶手业务，经营稳健，管理出色。2011-2018 年间，主营业务收入高速增长，CAGR 为 21%。并购前，公司拥有头枕扶手产品完整的生产线，利用技术和管理优势使生产成本远低于行业，毛利率和净利率分别稳定在 30% 以上和 15% 以上，持续高于国内可比公司和海外龙头。

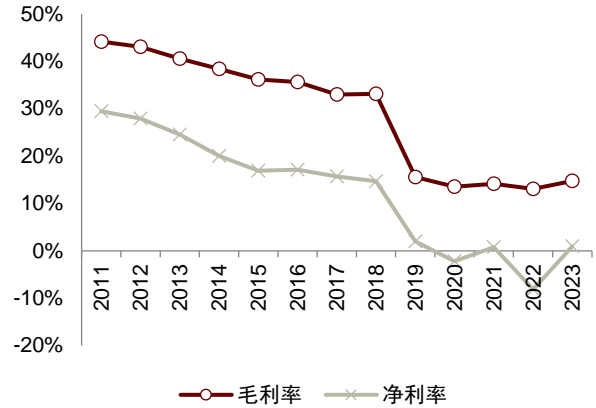
2019 年并购格拉默，财务费用及海外整合导致公司业绩承压。2019 年通过可转债与增发募集资金收购格拉默后，整体资产负债率提高，导致利息支出以及财务费用率增加；另外，2022 年受欧美通胀压力影响及整合进度较慢，公司对海外资产进行商誉及资产减值计提约 14.3 亿元，导致净利率达到历史低点 -8.1%；同时，产能整合过程中，关厂、裁员带来了部分一次性支出的增加。2023 年，公司本部新业务乘用车座椅、电动出风口等开始贡献收入，带动本部收入向上，同时，格拉默中国及欧洲经营企稳，整体利润扭亏为盈，贡献 0.2 亿元归母净利润。

图表 3：公司近年来收入结构及同比（2019 年收购格拉默）



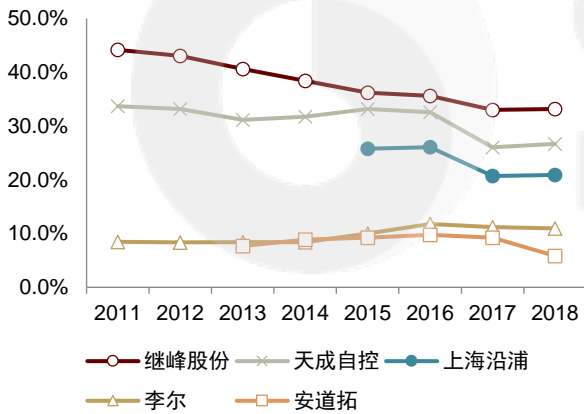
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 4：公司近年来毛利率、净利率水平（2019 年收购格拉默）



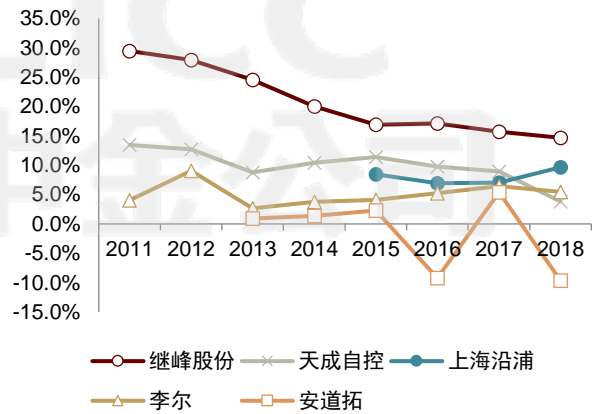
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 5：并购前公司毛利率行业对比



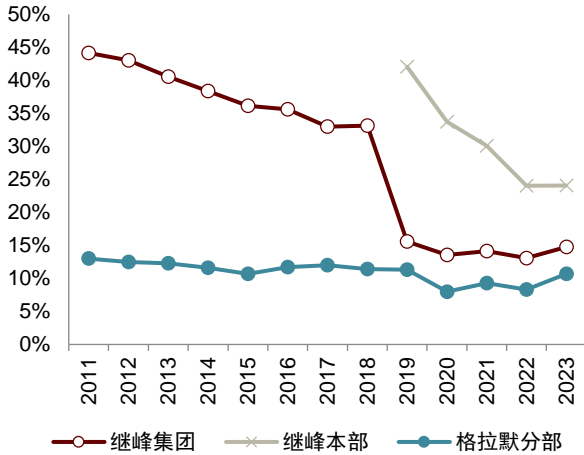
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 6：并购前公司净利率行业对比



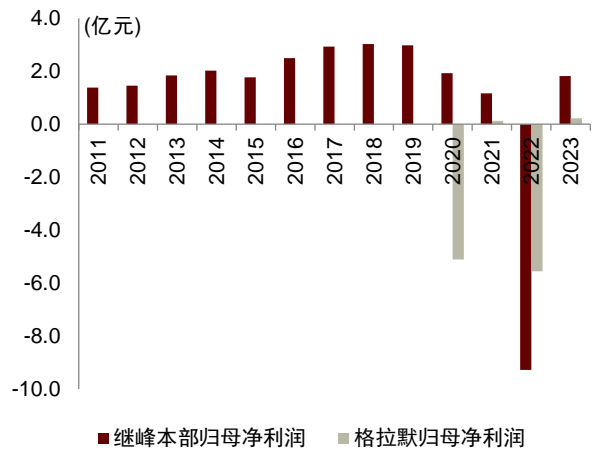
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 7：公司近年来公司毛利率变化



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 8：公司近年来归母净利润结构



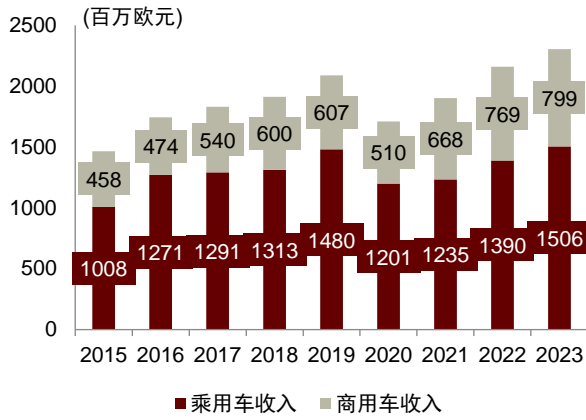
资料来源：公司公告，中金公司研究部

格拉默分地区整合近况：国内经营稳健、欧洲逐步修复，北美区仍有较大改善空间。格拉默拥有商用车座椅总成、乘用车座椅零部件以及乘用车中控三块业务，乘、商用车营收占比约为 70%、30%，欧洲地区收入占比在 60%左右。被收购后，短期受疫情扰动产销的影响，2022 年格拉默毛利率下滑至 8%。2023 年需求复苏后，毛利率恢复到收购前的 11%，净利率转正。

分地区看：

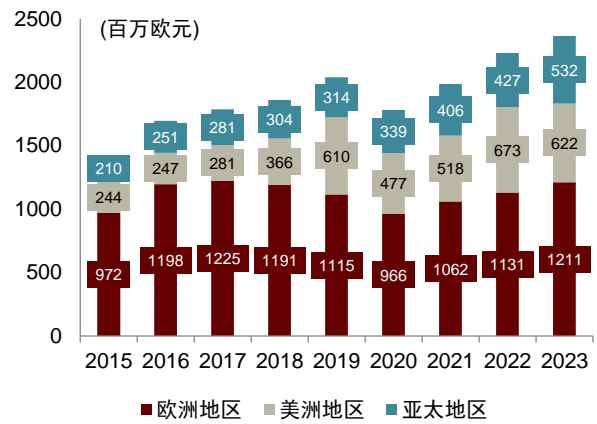
- ▶ 亚太地区：发力重卡座椅等业务，加速生产布局中国，整合以来在合肥、沈阳、哈尔滨等地陆续新建工厂，营业收入持续高增至 2023 年的 5.3 亿欧元，被收购以来 2019-2023 年营收 CAGR 高达 14.1%，增速远超行业平均。盈利能力稳中有升，EBIT 利润率从 2020 年的 8.7% 提升至 2023 年的 11.5%。
- ▶ 欧洲地区：持续巩固乘、商用车座椅相关业务在欧洲的龙头地位，营收逐年提升至 2023 年的 12.1 亿欧元。降本增效举措下，疫情期间大规模裁员并先后关闭 3 家德国工厂和 1 家西班牙工厂，2021 年 EBIT 利润率扭亏，后续呈现稳中有升，2023 年 EBIT 利润率实现 5.0%，高于疫情前水平。
- ▶ 美洲地区：受美国工厂持续整合影响，收入未见明显增长，2023 年营收为 6.2 亿欧元。通胀导致人力与原材料成本持续增加，而产品结构多以低毛利的压铸件为主，盈利水平较低，2022 年大额商誉计提影响盈利，2023 年 EBIT 利润率为 -8.1%，略有回升，但整体经营情况仍有待改善。

图表 9：格拉默近年来收入结构



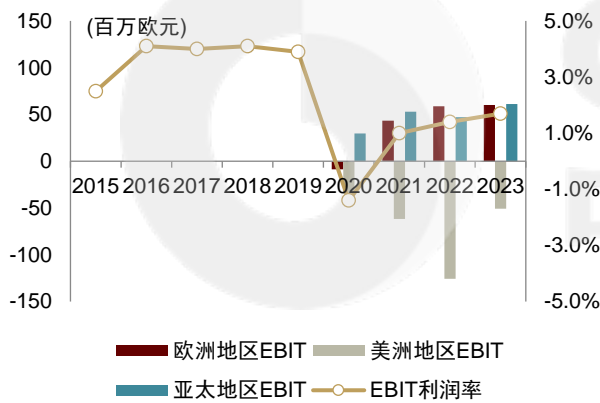
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 10：格拉默近年来分地区收入



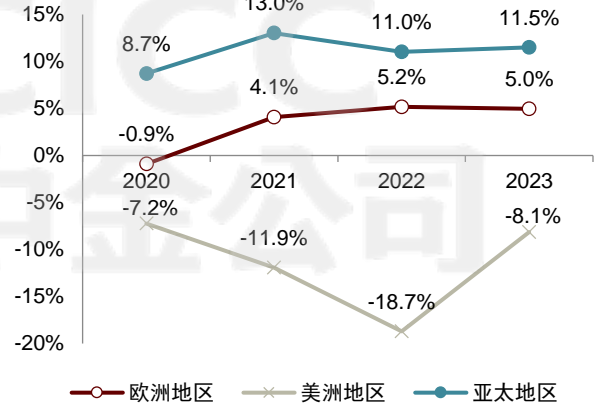
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 11：格拉默近年来 EBIT 和 EBIT 利润率水平



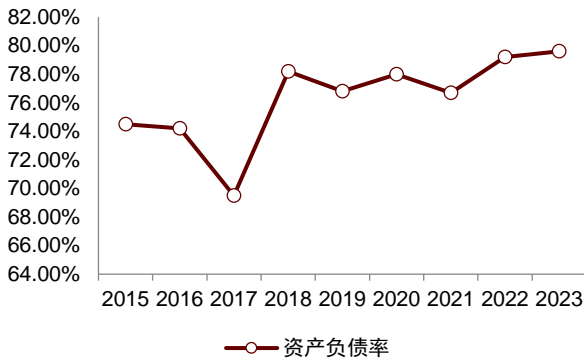
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 12：格拉默近年分地区 EBIT 利润率水平



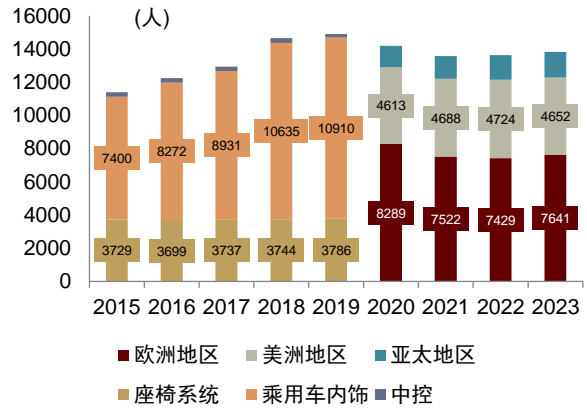
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 13: 格拉默近年来资产负债率



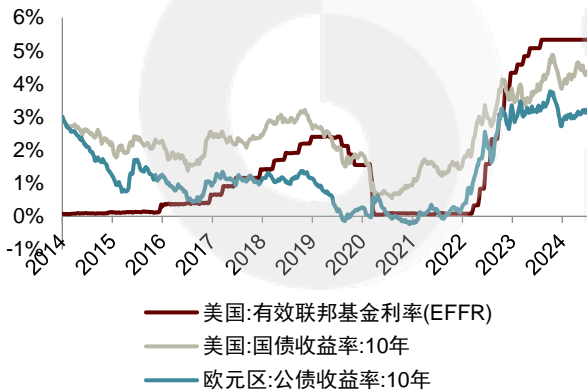
资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 14: 近年来格拉默人员数量及构成变化



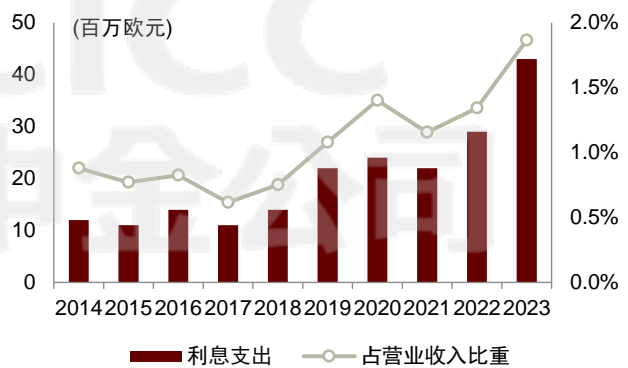
注: 公司于 2020 年及此后修改披露口径
资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 15: 海外利率持续上行带来利息费用增加



资料来源: 美联储, 美国财政部, 欧洲央行, 中金公司研究部

图表 16: 格拉默近年利息费用及占收入比重

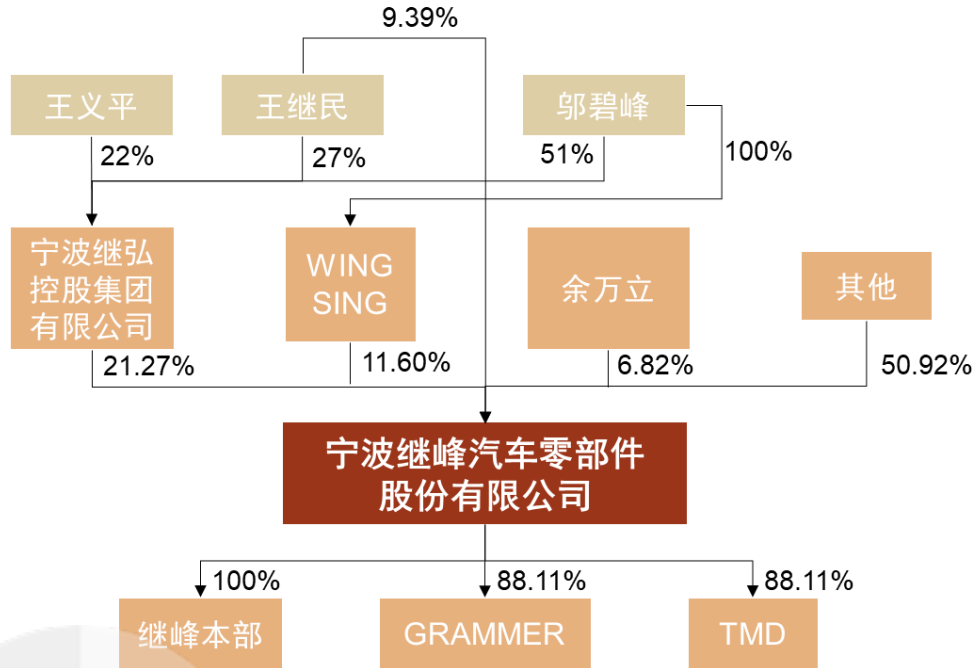


资料来源: 格拉默公告, 中金公司研究部

管理复盘: 实控人管理公司, 吸纳优秀人才管理海外

2019 年通过增发方式将格拉默纳入上市公司, 控股股东持有上市公司 42.26% 股权。公司控股股东控制的东证继涵与投资者在境内出资设立继烨投资持股平台, 并由此设立境外 SPV 公司继烨 (卢森堡) 和继烨 (德国), 后者于 2018 年 8 月 31 日分别以自愿公开要约及协议收购的方式收购格拉默 58.66% 和 25.56% (共计 84.23%) 的股权。继峰股份于 2019 年 9 月 30 日通过发行股份与可转债收购继烨投资 100% 股权, 实现对格拉默的控制, 2020 年开启全面整合。截至 1H24, 继峰股份间接持有格拉默 88.11% 股权, 是其控股股东。截至 2024 年 6 月 25 日, 公司控股股东继弘集团及一致行动人总计持有公司 42.26% 股份。

图表 17：公司股权结构（截至 2024 年 6 月 25 日）



资料来源：公司公告，中金公司研究部

上市以来，公司通过定向增发、发行可转债募集资金用于收购与扩产。2019 年，公司以增发股份、发行可转债和现金方式分别支付 29.16 亿元、4.00 亿元和 4.38 亿元，向东证继涵、上海并购基金等 6 家机构购买继峰投资 100% 股权，实现与格拉默同一控制下的合并。公司于 2024 年通过定向增发募资用于合肥基地、长春基地、宁波基地建设，提升公司乘用车座椅等新兴业务的年产能，以匹配在手订单放量节奏。

图表 18：上市以来募投项目梳理

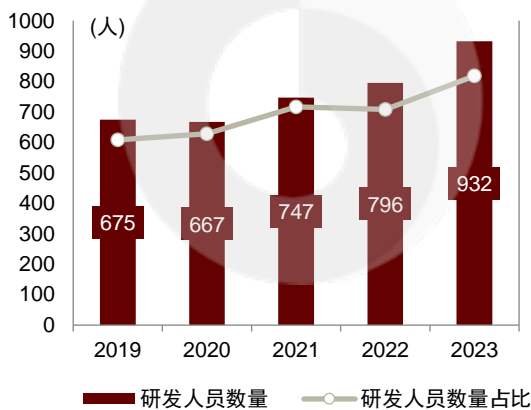
| 公告时间 | 融资方式 | 募集资金 (亿元) | 募投项目 | 投资总额 (亿元) | 项目目标 |
|------------|------|--------------|---------------------------|--------------|---|
| 2015/2/11 | IPO | 4.4 | 汽车头枕总成、支杆及扶手总成项目 | 3.5 | 新增年产 900 万件头枕总成、2000 万件头枕支杆、120 万件座椅扶手和 35 万件门板扶手 |
| | | | 研发中心项目 | 0.5 | 提高公司技术研发和试验检测水平 |
| 2019/12/12 | 定向增发 | 29.2 | 购买宁波继峰投资有限公司 100% 股权 | 37.5 | 向东证继涵等股东发行股份、可转债、支付现金购买继峰投资 100% 股权 |
| 2019/12/26 | 可转债 | 11.2 | 合肥汽车内饰件生产基地项目 | 7.1 | 年生产 60 万套乘用车座椅 |
| 2024/4/23 | 定向增发 | 11.8 | 长春汽车座椅头枕、扶手及内饰件项目 | 4.0 | 年生产 20 万套乘用车座椅和 120 万套汽车内饰功能件 |
| | | | 宁波北仑年产 1000 万套汽车出风口研发制造项目 | 7.6 | 年生产 1000 万套汽车出风口；新建汽车座椅实验及研发中心，开展自适应座椅、零重力座椅、座椅小机构件等汽车座椅总成项目的研发工作 |

资料来源：公司公告，中金公司研究部

集团吸纳优秀管理人才，海内外业务在产能调整、管理输出、技术交流、联合采购等多方面进入整合加速通道。整合初期，公司将格拉默组织架构从德国总部垂直化管理模式，调整为美洲、欧洲、亚太三大区域独立运营的扁平化管理模式，同时将产品部门合并为乘、商用车两大部门，更灵活地相应客户需求，适应快速迭代的座椅需求。另外，为进一步推动海外整合，2022年10月格拉默中国区CEO李国强先生被任命为格拉默全球COO。公司主要从产能布局、供应链、运营效率三方面全面推动降本增效：1) 重新梳理各产品线，并实行数字化改造，提高产能利用率；2) 加强联合采购，推进采购向低成本区域转移，并积极与客户协商原材料价格补偿机制；3) 重新设立考核与奖励指标，提高员工积极性，进一步提升净利率水平。从结果看，欧洲经营管理有逐步改善的趋势，北美仍需持续整合。

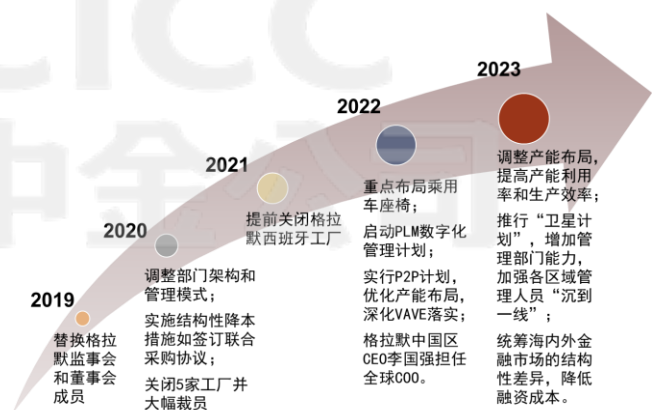
公司战略重心转向乘用车座椅领域，重视人才吸纳及管理。公司董事长（实控人之一，另两位实控人邬碧峰、王继民与王义平分别系夫妻、父子关系，三人系一致行动人）王义平仍持续参与公司经营管理，王继民（董事长之子）为乘用车座椅子公司总经理，乘用车座椅业务成为公司发展重点。公司持续引入中、高端座椅研发技术人员（平均12.5年座椅行业经验），截至1Q24，座椅研发团队较2022年末增加100人左右（不含外服人员）。同时，集团研发团队总人数快速增长至2023年的932人，占比升至4.9%，公司持续细化薪酬标准和配套福利，提供充足的晋升通道，提高人才黏性。

图表 19：近年来公司研发人员数量及占比



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 20：近年来公司管理层举措



资料来源：公司公告，中金公司研究部

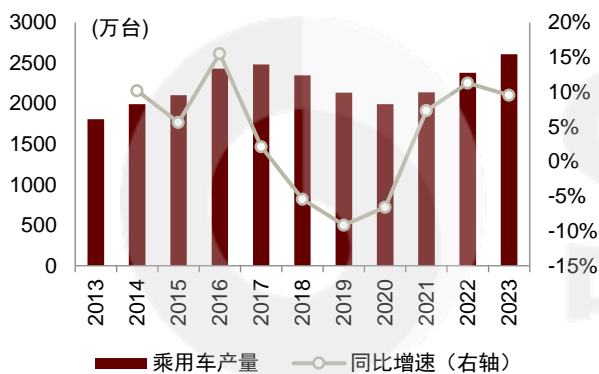
为什么是继峰？

抓住国产替代窗口期，依托格拉默的平台优势快速突破高端市场

乘用车座椅赛道：空间大、格局好，新能源化有望带动国产品牌弯道超车

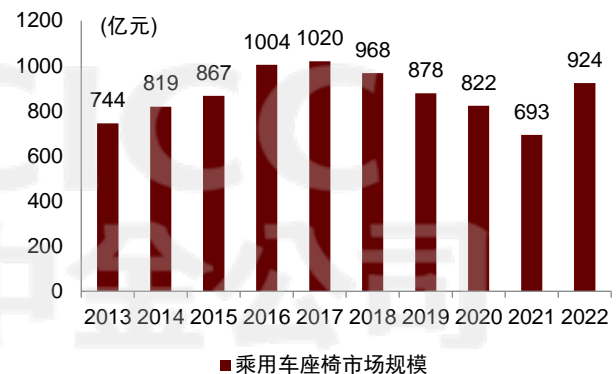
汽车座椅是座舱重要组成部分，消费升级有望带动 ASP 持续提升。座椅在车内起着支撑与保护作用，因此其设计及做工优劣将直接影响乘车人员的舒适性、内饰感官与安全性，在整车安全技术中占有重要地位。根据盖世汽车研究院的数据，2022 年中国乘用车座椅市场规模约 924 亿元，我们按照 2022 年乘用车产量 2381 万辆测算，平均单车价值量达到约 0.4 万元。向前看，我们认为行业需求主要跟随乘用车市场需求波动，增长空间较为有限，但单车价值量有望伴随产品升级带来持续提升。

图表 21：我国乘用车销量及其同比增速



资料来源：中汽协，中金公司研究部

图表 22：我国乘用车座椅市场规模

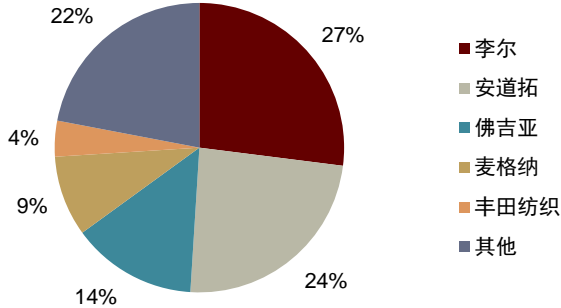


资料来源：盖世汽车研究院，中汽协，中金公司研究部

汽车座椅全球竞争格局较为集中，主要系行业技术壁垒、资金壁垒较高。据 Marklines 统计，2022 年全球汽车座椅竞争格局较为集中，CR3 为 65%，CR5 为 78%。其中市占率前三的供应商分别为李尔、安道拓、佛吉亚等国际供应商，其在世界各大洲均布局有生产基地。我们认为，汽车座椅作为安全件，需要满足较高的认证标准才具备市场准入资格，具有较高技术壁垒；同时，汽车工业发展过程中，为配套全球化车型平台，座椅供应商需要在各大洲布局产能，具备较高的资本投资壁垒，因此导致汽车座椅整体竞争格局较为集中。

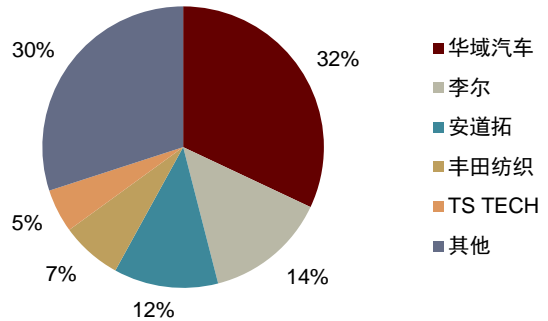
国内市场发展初期合资车企上量较快，带动外资座椅供应商共成长，外资座椅厂市占率超过 70%。据 Marklines，2022 年我国汽车座椅供应商 CR3 为 58%，CR5 为 70%，竞争格局较为集中。其中最大供应商为华域汽车下属子公司，该子公司前身延锋安道拓为合资公司，主要客户包括上汽集团、长安系、东风系等。李尔中国主要客户则包含长安系及合资品牌客户等。我们认为，由于国内市场早期发展主要依靠合资车企，对外资供应链存在一定依赖度，带来国内座椅市场外资市占率较高。

图表 23：全球汽车座椅行业格局（2022）



资料来源：Marklines，中金公司研究部

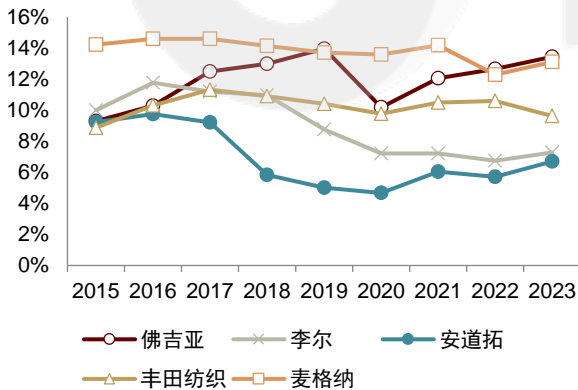
图表 24：中国汽车座椅行业格局（2022）



资料来源：Marklines，中金公司研究部

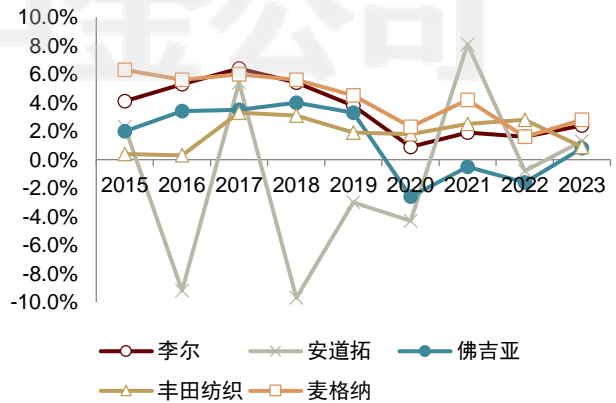
全球头部供应商盈利水平较低，为国产替代提供契机。近年来，随汽车销售增速放缓以及全球疫情的影响，传统零部件供应商利润率波动较大。2016 年，安道拓正式从江森拆分离，由于财务费用压力较大，业绩出现亏损，2021 年安道拓将延锋安道拓股权转让给华域汽车实现阶段盈利。受汽车行业景气下滑及新冠疫情影响，李尔、麦格纳、佛吉亚等业绩亦出现恶化，整体表现为 2022 年触底，2023 年经营有所修复，但利润率仍处于 2% 左右。我们认为，国内乘用车座椅供应商有望凭借低成本、快速响应等优势抓住战略发展机遇。

图表 25：国际龙头供应商历年毛利率



资料来源：各公司公告，中金公司研究部

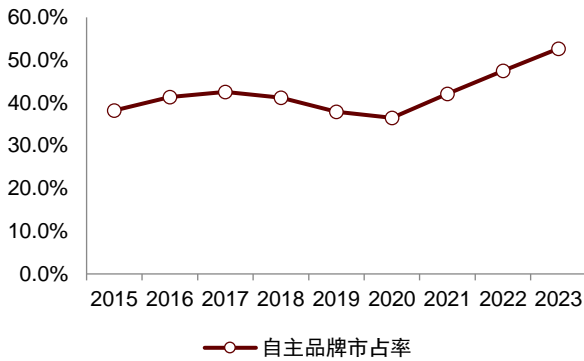
图表 26：国际龙头供应商历年净利率



资料来源：各公司公告，中金公司研究部

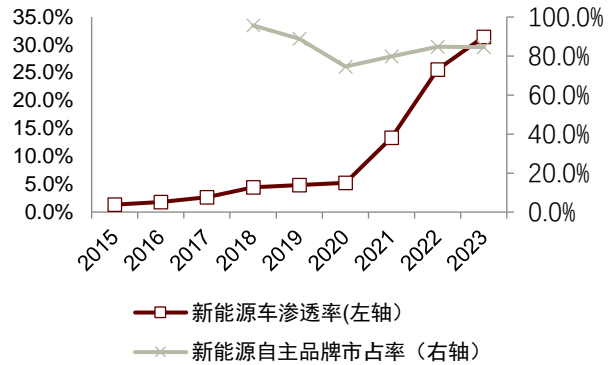
新能源化带动中国乘用车市场格局变化，国产座椅供应商有望借此实现弯道超车。伴随国内新能源汽车销售的快速增长，自主品牌在新能源赛道的率先布局带动其市占率快速提升，2023 年国内乘用车自主品牌市占率达到 53%，较 2020 年提升 16.4ppt。而在自主品牌市占率提升的同时，市场竞争也在持续加剧，导致自主品牌对座椅供应商的反应速度与成本控制的要求逐步提高，给管理效率更高、成本更低的内资公司带来国产替代机遇。

图表 27：中国乘用车自主品牌市占率（2015-2023）



资料来源：乘联会，中金公司研究部

图表 28：国内新能源渗透率及自主品牌市占率

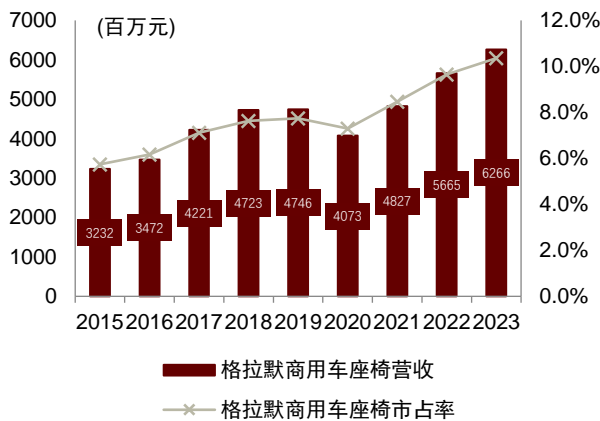


资料来源：乘联会，中金公司研究部

公司优势：格拉默提供平台优势，快速突破豪华品牌客户

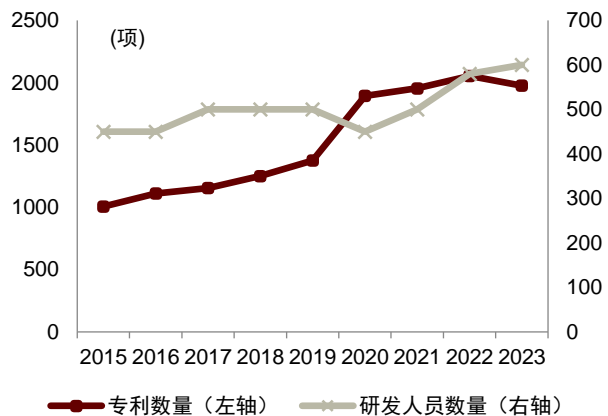
格拉默是全球商用车座椅龙头，为公司进军乘用车整椅赛道提供平台优势及技术积累。格拉默作为全球商用车座椅龙头，商用车市占率高达 10.4%，根据格拉默官网数据，被收购前在欧洲、美洲、中国市场份额分别排名第一、三、五，技术积累深厚，拥有专利数量近 2000 个。依托格拉默的品牌知名度，2023 年公司从格拉默与外资座椅龙头引入研发人员 100 余人，平均拥有 12.5 年座椅行业经验，截至 2023 年，公司围绕乘用车座椅累计申请专利 80 余项，其中已授权 37 项，在座椅研发方面具备深厚经验积累。

图表 29：格拉默商用车座椅市占率



资料来源：观研报告，格拉默公告，中金公司研究部

图表 30：格拉默整椅研发积累梳理



资料来源：格拉默公告，中金公司研究部

从高端入手，快速突破多家造车新势力、传统外资及合资品牌。公司自 2021 年 10 月起先后获得三家新能源主机厂座椅总成项目定点，抓住产业变革机遇实现乘用车座椅从 0 到 1 突破。2023 年联合格拉默进入奥迪 PPE 全球供应体系和一汽大众探岳项目，分别实现豪华品牌和燃油车型的新突破，并陆续获得原有新能源客户的追加车型定点，乘用车座椅业务加速，截至

2023 年，我们测算公司已实现在手定点项目年化产量 100 万辆目标。2024 年 4 月，获得德国宝马乘用车座椅定点，也是公司首次获得的海外座椅定点，全球化战略初见成效。截至 2024 年 7 月 18 日，根据公司公告，公司乘用车座椅累计在手订单已经超过 700 亿元。

图表 31：乘用车座椅在手订单（截至 2024 年 7 月 18 日）

| 公告时间 | 客户名称 | 车型 | 产品 | 生命周期 (年) | 生命周期总金额 (亿元) | 量产时间 |
|------------|-------------------|------------|--------|-------------|-----------------|-----------------|
| 2021/10/11 | 某造车新势力 A | 2 个 | 前后排整椅 | - | 40 | 2023 年 5 月（已量产） |
| 2022/7/13 | 某新能源汽车 B | 1 个 | 前后排整椅 | - | 130-150 | - |
| 2022/11/26 | 某新能源汽车 C | 1 个 | 前后排整椅 | 5 | 18-25 | 2024 年 7 月 |
| 2023/2/3 | 奥迪 | eQ5、eQ6、E6 | 前后排整椅 | 7 | 80-100 | 2024 年 12 月 |
| 2023/3/2 | 某新能源汽车 B (新车型) | 1 个 | 前中排整椅 | 4 | 58 | 2024 年 6 月 |
| 2023/6/1 | 一汽大众 | 探岳（燃油） | 前后排整椅 | 8 | 57 | 2024 年 11 月 |
| 2023 年年报 | 某新能源汽车 B (新车型) | 1 个 | 前排整椅 | - | 60 | - |
| 2024/2/1 | 某头部传统汽车 D | 1 个 | 前中后排整椅 | 5 | 50 | 2025 年 1 月 |
| 2024/3/8 | 某新能源汽车 B（新车型） | 1 个 | 前中排整椅 | 5 | 78 | 2024 年 10 月 |
| 2024/4/30 | 宝马 | - | 前后排整椅 | 8 | 120 | 2027H2 |
| 2024/6/28 | 某头部新能源汽车主机厂 | 1 个 | 前中后排整椅 | 6 | 30 | 2025 年 7 月 |
| 2024/7/4 | 某头部主机厂 | 1 个 | 前后排整椅 | 6 | 27 | 2025 年 11 月 |
| 2024/7/17 | 某头部主机厂 | 1 个 | 前排整椅 | 7 | 14 | 2026 年 2 月 |

资料来源：公司公告，中金公司研究部

挖掘汽车智能化新需求，智能座舱相关产品逐步迎来放量。公司与主机厂合作研发新材料、新技术、新功能，前瞻布局智能化产品，目前覆盖隐藏式出风口、隐藏式门把手、车载冰箱。其中，出风口业务率先放量，2023 年贡献营收 2.81 亿元，同比+212%，目前仍有在手订单超 60 个，在汽车零部件中处于领先。隐藏式门把手和车载冰箱在手订单持续积累，目前市场主流趋势是将车载冰箱与中控、扶手集成，扶手作为公司的拳头产品，可推动车载冰箱订单突破，我们预计，配套年产 1000 万套电动出风口的宁波基地有望于 2024 年完成建设。

图表 32：车载冰箱在手订单情况

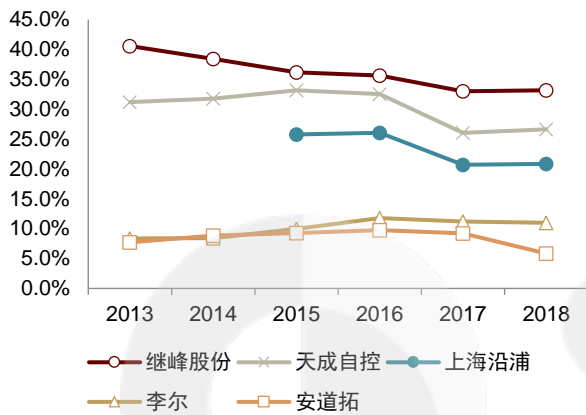
| 客户名称 | 车型数量 | 产品类型 | 能源方式 |
|-------------|------|------|------|
| 头部传统汽车主机厂 A | 1 | 半导体 | 新能源 |
| 头部传统汽车主机厂 A | 1 | 压缩机 | 新能源 |
| 新能源汽车主机厂 B | 1 | 半导体 | 新能源 |
| 新能源汽车主机厂 C | 2 | 压缩机 | 新能源 |

资料来源：公司公告，中金公司研究部

国内经营能力出色，乘用车座椅有望延续该管理能力

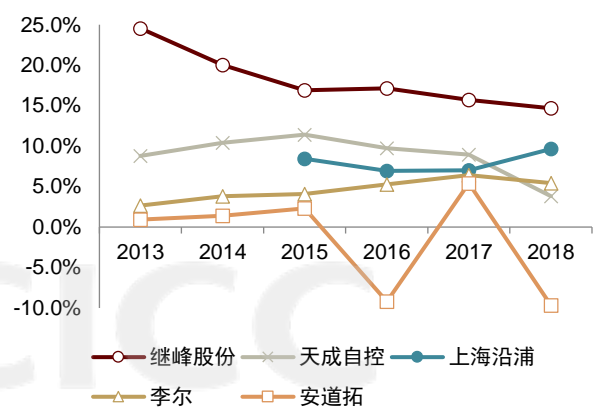
公司座椅头枕扶手业务管理能力出色。并购前，公司拥有头枕扶手产品完整的生产线，利用技术和管理优势使生产成本远低于行业，毛利率和净利率分别稳定在 30% 以上和 15% 以上。技术方面：1) 自主设计和制造用于头枕支杆及座椅扶手骨架、钣金件生产的冲压模具和用于头枕及座椅扶手泡沫制造的发泡模具，并通过模具的标准化，降低模具生产、更换、维修的难度和成本。2) 利用先进的发泡工艺和配方技术，根据客户要求自行配制头枕泡沫配方，原材料采购较为灵活，采购价格相对较低。管理方面，设立完整的成本考核制度和超额利润激励方案，提高生产效率和合格率。

图表 33：并购前公司毛利率行业对比



资料来源：公司公告，中金公司研究部

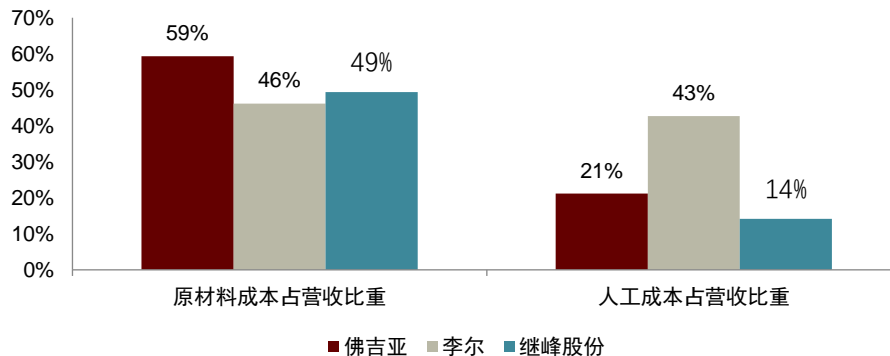
图表 34：并购前公司净利率行业对比



资料来源：公司公告，中金公司研究部

国内座椅业务有望延续国内优秀的管理能力。公司收购格拉默前，具有优秀的成本管控能力，产品自制率高且原材料采购灵活。横向对比来看，公司原材料和人工成本占比分别为 49% 和 14%，原材料占比处于同行中位数，但人工成本占比较为明显的低于同行，体现出公司本部较强的人员管理及成本管控能力。公司乘用车座椅工厂延续国内工厂的计件制度、采购制度，充分调动员工积极性，我们认为，成本优势与管理优势有望在乘用车座椅工厂实现复制，生产规模企稳后，盈利释放确定性较高。

图表 35：收购前（2018 年）成本拆分对比



资料来源：公司公告，中金公司研究部

更长远看，产能及客户遍布各地，乘用车座椅有望实现从国内走向全球

百年历史的格拉默拥有良好品牌形象与头部客户积淀。格拉默是拥有百年历史的座椅及内饰供应商，客户以德系、美系为主，主要是德国三大主机厂大众、戴姆勒和宝马，及美系三大主机厂菲亚特克莱斯勒、通用和福特。根据格拉默公司官网，2019年在乘用车和商用车领域市场份额全球领先，乘用车头枕业务在欧洲排名第一、美国排名第二、中国排名第三；商用车座椅（主要卡车及公交车座椅）在欧洲排名第一、美国排名第三、中国排名第五，其中商用车座椅中的非道路车辆座椅在欧洲市占率高达 95%。

图表 36：收购前格拉默客户情况



资料来源：公司公告，格拉默官网，中金公司研究部

格拉默产能遍布全球，我们认为，伴随继峰在国内的自主和合资品牌的突破，乘用车座椅业务有望实现从国内走向全球。产能方面，公司生产、研发和营销网络遍及全球，在全球 20 个国家拥有超过 70 家控股子公司，并设有 3 个座椅研发中心。根据公司公告，继峰在国内已获得多家新势力、一汽大众、奥迪等客户的整椅订单，首个订单已于 2023 年量产，在座椅整椅已经积累了开发和量产的经验，凭借格拉默的品牌+继峰本部的经验积累，公司已经获得宝马全球的整椅订单。向前展望，我们预计公司有望凭借格拉默全球的全面布局+继峰国内乘用车开发及量产的经验，实现乘用车座椅全球化供应。

图表 37：公司全球化布局



资料来源：公司官网，中金公司研究部

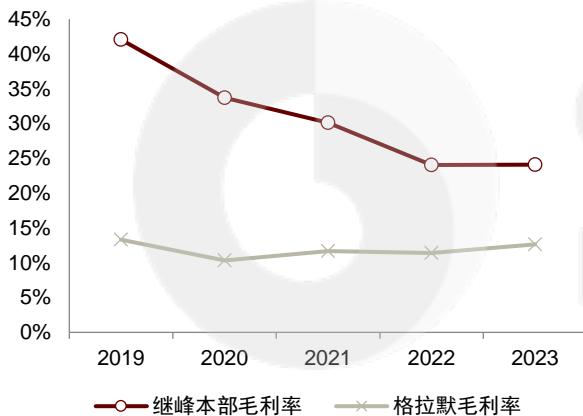


为什么是现在？

格拉默考虑剥离亏损资产 TMD group，若实现剥离则海外盈利有望进一步大幅度改善

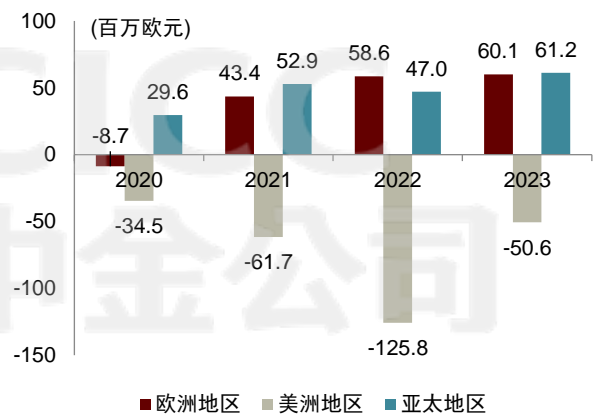
美洲地区持续亏损，若实现 TMD group 的剥离，则格拉默整体经营情况有望实现较大改善。整合初期，受到格拉默海外人工费用较高、原材料自给率低等因素影响，毛利率持续下行。2023 年，随着公司自年初起采取的各业务板块整合深化的措施逐步取得成效，与客户协商的价格补偿机制持续落实，格拉默全年毛利率同比+1.3ppt 至 13%。其中，亚太区、欧洲区经营逐步企稳，而美洲区整体经营仍承压，2022 年计提大额商誉后，2023 年美洲区 EBIT 仍亏损 0.5 亿欧元。1Q24 格拉默季度报告中披露：北美地区重组仍是重点，可能考虑出售 TMD GROUP，我们预计，若实现剥离 TMD GROUP，格拉默北美地区则有望实现盈利较大幅度好转。

图表 38：近年来继峰本部与格拉默毛利率变化



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 39：近年来格拉默分地区 EBIT 变化



资料来源：公司公告，中金公司研究部

乘用车座椅迎来放量，2025 年有望进入盈利兑现期

2024 年为公司乘用车座椅放量元年，2025 年有望开始贡献盈利。2023 年公司合肥基地（一期）建成，2023 年 5 月首个乘用车座椅项目顺利量产，全年交付产品 6.5 万套，实现销售额 6.55 亿元。2024 年，常州、宁波、长春、天津、北京基地逐步完成建设，根据定点项目公告推测，公司预计将有 5 个品牌、约 10 款车型实现量产，我们测算有望实现超过 20 亿元营收。同时，我们基于在手订单测算，公司 2025 年座椅业务有望达成 50-70 亿元营收，并实现盈利。

图表 40：公司座椅等新产品扩产规划梳理

| 基地 | 产品 | 规划产能 (万套/年) | 达产时间 | 单价 (元/套) | 达产毛 利率 | 2023 年同城整车厂 | 2023 年同城整车 厂产能 (万辆) |
|--------------|------------------|----------------|--------|--------------------|-----------|------------------------------|------------------------|
| 合肥基地 (一期) | 乘用车座椅 (新能源客户) | 10 | 2023/5 | 8000 | 10.40% | 江淮汽车、大众安 徽、蔚来、比亚 迪、长安等 | 134 |
| 合肥基地 (二期) | 乘用车座椅 (新能源客户) | 50 | 2026/9 | 8000 | 10.40% | | |
| 长春基地 | 乘用车座椅 | 20 | 2025 | 8000 | 10.40% | 一汽(大众、红 旗、奥迪新能源 等) | 156 |
| | 头枕 | 30 | | 300 | 29.24% | | |
| | 扶手 | 90 | | 335 | 29.32% | | |
| 宁波基地 | 汽车出风口 | 1000 | 2024 | 173 | 28.20% | 上汽大众、吉利、 比亚迪等 | 70 |
| | 隐藏式门把手、 车载冰箱 | - | | 车载冰箱： 1600-2000 | - | | |
| 常州基地 | 乘用车座椅 | - | 2024 | 8000 | 10.40% | 比亚迪、理想等 | 68 |

注：单价、达产毛利率等产品均来自于公司公告中的预测
资料来源：公司公告，中金公司研究部



盈利预测与估值

盈利预测

我们预计公司 2024/2025 年总收入分别为 241.93/300.05 亿元, 归母净利润分别为 3.82/9.11 亿元。上述盈利预测基于以下假设:

传统座椅及内饰相关业务: 考虑随着降本增效措施持续实施以及海外市场的逐步复苏, 我们预计公司头枕、扶手、中控、商用车座椅等传统业务毛利率有望实现稳中有升。

乘用车座椅总成业务: 我们认为随着在手订单量产、生产基地建成以及新客户的拓展, 乘用车座椅业务有望维持较高速增长。同时新产能持续爬坡上量与管理水平持续提升将带动毛利率逐步向上, 中长期有望达到 18%及以上。

基于上述假设, 收入及盈利拆分如下:

图表 41: 公司收入及毛利预测

| 单位: 百万元 | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | | | | | |
| 头枕 | 4014 | 3975 | 4682 | 4917 | 5064 |
| 扶手 | 1617 | 1731 | 2177 | 2286 | 2354 |
| 商用车座椅 | 5499 | 5907 | 6488 | 7007 | 7484 |
| 乘用车座椅 | | | | 1600 | 6078 |
| 中控 | 5270 | 6064 | 7277 | 8645 | 9337 |
| 其他业务收入 | 432 | 291 | 947 | 379 | 379 |
| 总计 | 16832 | 17967 | 21571 | 24193 | 30005 |
| 毛利率 | | | | | |
| 头枕 | 15.2% | 14.0% | 15.6% | 15.8% | 16.2% |
| 扶手 | 16.8% | 16.7% | 17.6% | 17.8% | 18.2% |
| 商用车座椅 | 14.2% | 14.1% | 17.0% | 17.0% | 17.3% |
| 乘用车座椅 | | | | 14.0% | 17.9% |
| 中控 | 11.2% | 10.0% | 11.4% | 12.0% | 13.0% |
| 其他业务收入 | 30.2% | 23.7% | 13.9% | 14.0% | 15.0% |
| 总计 | 14.1% | 13.1% | 14.8% | 14.9% | 16.0% |

注: 毛利率不包含税金及附加;
资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 42：历史及预测损益表

| 单位：百万元 | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 损益表 | | | | | |
| 营业收入 | 16,832 | 17,967 | 21,571 | 24,193 | 30,005 |
| 营业成本 | 14,451 | 15,616 | 18,389 | 20,579 | 25,193 |
| 毛利 | 2,381 | 2,351 | 3,183 | 3,613 | 4,812 |
| 税金及附加 | -46 | -48 | -55 | -62 | -77 |
| 营业费用 | -297 | -262 | -308 | -333 | -413 |
| 管理费用 | -1,353 | -1,368 | -1,713 | -1,909 | -2,307 |
| 研发费用 | -321 | -376 | -422 | -508 | -540 |
| 财务费用 | -193 | -200 | -454 | -307 | -279 |
| 资产减值损失 | -18 | -1,567 | -31 | -8 | -17 |
| 信用减值损失 | 6 | -9 | -6 | 4 | -9 |
| 投资收益 | -20 | 3 | -1 | 2 | 2 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | 3 | -5 | -4 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 22 | 23 | 50 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 171 | -1,444 | 286 | 493 | 1,171 |
| 营业外收入 | 24 | 10 | 4 | 6 | 6 |
| 营业外支出 | -2 | -1 | -1 | -3 | -3 |
| 税前利润 | 193 | -1,435 | 289 | 495 | 1,173 |
| 所得税 | -68 | -28 | -81 | -109 | -258 |
| 少数股东损益 | 1 | 45 | -4 | -4 | -4 |
| 净利润 | 126 | -1,417 | 204 | 382 | 911 |

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 43：历史及预测现金流量表

| 单位：百万元 | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E |
|--------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 现金流量表 | | | | | |
| 净利润 | 126 | -1,417 | 204 | 382 | 911 |
| 折旧和摊销 | 766 | 766 | 834 | 941 | 955 |
| 营运资本的增加 | -186 | 90 | 467 | -570 | -425 |
| 经营活动现金流净额 | 719 | 1,052 | 1,648 | 1,066 | 1,749 |
| 资本开支 | -740 | -853 | -1,278 | -1,062 | -900 |
| 投资活动现金流净额 | -588 | -824 | -1,222 | -1,162 | -1,000 |
| 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 1,183 | 0 |
| 借款变动 | -742 | 209 | 145 | -730 | -100 |
| 净利息支出 | -226 | -241 | -348 | -307 | -279 |
| 股利支出 | 0 | -197 | 0 | 0 | 0 |
| 融资活动现金流净额 | -40 | -398 | -281 | 98 | -480 |
| 现金及现金等价物增加额 | -23 | -243 | 199 | 2 | 269 |
| 现金及现金等价物期初余额 | 1,416 | 1,393 | 1,150 | 1,349 | 1,350 |
| 现金及现金等价物期末余额 | 1,393 | 1,150 | 1,349 | 1,350 | 1,620 |

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 44：历史及预测资产负债表

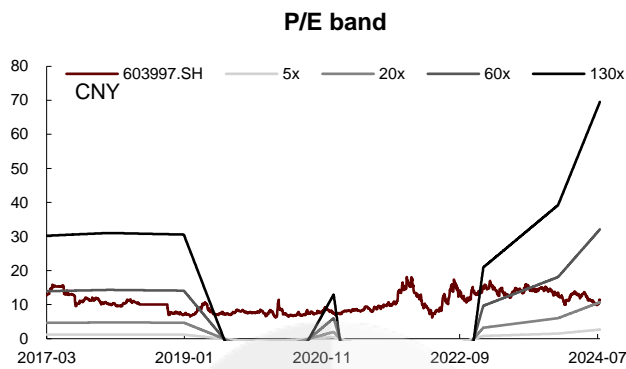
| 单位：百万元 | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 资产负债表 | | | | | |
| 货币资金 | 1,406 | 1,163 | 1,418 | 1,420 | 1,689 |
| 应收票据 | 99 | 69 | 123 | 138 | 171 |
| 应收账款 | 2,310 | 2,643 | 3,639 | 3,276 | 4,063 |
| 应收账款融资 | 115 | 253 | 214 | 240 | 297 |
| 存货 | 1,730 | 1,825 | 1,819 | 2,036 | 2,492 |
| 流动资产合计 | 6,515 | 6,877 | 8,141 | 8,084 | 9,867 |
| 长期投资 | 9 | 11 | 10 | 12 | 15 |
| 固定资产 | 3,790 | 3,938 | 4,491 | 4,959 | 5,205 |
| 无形资产及其他资产 | 5,894 | 4,629 | 5,310 | 5,163 | 5,062 |
| 非流动资产合计 | 9,694 | 8,577 | 9,811 | 10,134 | 10,281 |
| 总资产 | 16,209 | 15,454 | 17,952 | 18,218 | 20,148 |
| 短期借款 | 1,638 | 2,135 | 2,428 | 2,228 | 2,028 |
| 应付票据 | 61 | 70 | 139 | 124 | 171 |
| 应付账款 | 2,279 | 2,812 | 4,139 | 3,383 | 4,141 |
| 应交税费 | 239 | 238 | 202 | 226 | 277 |
| 流动负债合计 | 6,069 | 6,884 | 9,360 | 7,905 | 8,919 |
| 长期借款 | 2,631 | 2,557 | 2,046 | 2,146 | 2,146 |
| 非流动负债合计 | 5,141 | 4,794 | 4,137 | 4,289 | 4,288 |
| 股东权益 | 4,645 | 3,455 | 4,101 | 5,666 | 6,577 |
| 负债和权益合计 | 16,209 | 15,454 | 17,952 | 18,218 | 20,148 |

资料来源：公司公告，中金公司研究部

估值

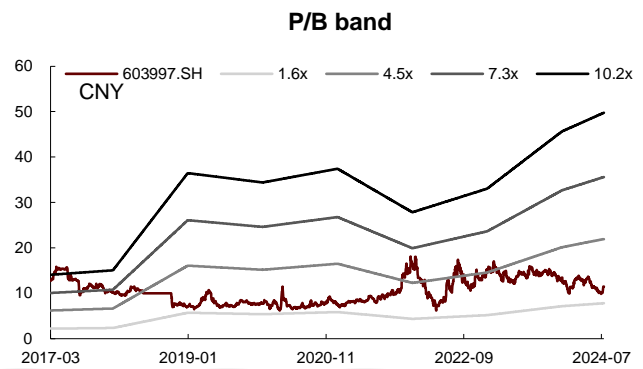
公司主要业务为内饰及座椅，我们选取新泉股份、拓普集团、松原股份为可比公司，考虑到公司 2025 年公司座椅业务进入盈利兑现阶段，我们采用 2025 年 PE 进行估值。公司处于汽车零部件中为数不多的空间大、格局好的国产替代赛道，因此我们给予一定估值溢价，我们给予 2025 年 20 倍 P/E；对应公司目标市值 182 亿元，目标价 14.4 元，较当前股价有 34% 上行空间。

图表 45: 历史 P/E



资料来源: Wind, 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 46: 历史 P/B



资料来源: Wind, 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 47: 可比公司估值表

| 股票代码 | 公司名称 | 财报货币 | 收盘价 07-25 | 市值(百万 元) | 净利润 (财报货币 百万) | | | 市盈率 | |
|------------|-------|------|--------------|---------------|------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| | | | | | 2023A | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E |
| 603179.SH | 新泉股份* | CNY | 40.25 | 19,614 | 806 | 1,138 | 1,460 | 17.2 | 13.4 |
| 601689.SH | 拓普集团* | CNY | 34.66 | 58,438 | 2,151 | 3,039 | 3,810 | 19.2 | 15.3 |
| 300893.SZ | 松原股份* | CNY | 25.77 | 5,829 | 198 | 285 | 371 | 20.4 | 15.7 |
| 平均值 | | | | 27,960 | 1,051 | 1,487 | 1,880 | 19.0 | 14.8 |
| 603997.SH | 继峰股份* | CNY | 10.77 | 13,636 | 204 | 382 | 911 | 35.7 | 15.0 |

注: 标*公司为中金覆盖, 采用中金预测数据

资料来源: Wind, 彭博资讯, 公司公告, 中金公司研究部

风险提示

北美地区整合或资产剥离不及预期。格拉默分部美洲区经营性 EBIT 连续 4 季度减亏，格拉默公告中称考虑剥离 TMD group。若业务整合不及预期或剥离未成功，则可能导致公司利润持续承压。

海外汇率及原材料波动影响盈利。2023 年公司海外营收占比达到 68.7%，人民币兑外币汇率波动将会对公司盈利能力产生较大影响。2023 年原材料占公司总成本的 72%，钢管、塑料粒子、化工原料等原材料价格波动幅度较大，可能影响公司盈利的稳定性。

图表 48：原材料波动对毛利率影响的敏感性分析（2023 年）

| 原材料价格变动幅度 | -5.00% | -3.00% | -1.0% | 0.0% | 1.00% | 3.00% | 5.00% |
|------------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 原材料成本占收入比重 | 58.4% | 59.6% | 60.8% | 61.4% | 62.1% | 63.3% | 64.5% |
| 毛利率水平 | 17.8% | 16.6% | 15.4% | 14.8% | 14.1% | 12.9% | 11.7% |

资料来源：公司公告，中金公司研究部

座椅业务下游客户放量不及预期。公司当前大力拓展乘用车座椅业务，前期研发支出与新基地建设开支较大，目前有 10 个在手项目定点和 9 个在建生产基地。若客户产品销量或公司产能爬坡速度不及预期，可能造成收入不及预期。

商誉减值风险。收购格拉默后，公司增加商誉 28.21 亿元，并于 2022 年计提商誉减值准备 10.09 亿元，当前尚未计提的商誉仍有超过 15 亿元，若后续海外经营整合仍低于预期，则可能带来更进一步的商誉减值计提。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司或其关联机构为以下公司提供过投资银行服务：继峰股份-A。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：樊荣

北京

中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505 1166
传真: (86-10) 6505 1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路5033号平安金融中心72层、
73层01A单元、74层0203单元
邮编: 518048
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

东京

中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内3丁目2番3
号 丸の内二重橋ビル21階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约

CICC US Securities, Inc
280 Park Ave, 32F,
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

伦敦

China International Capital Corporation (UK)
Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

香港

中国国际金融(国际)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

旧金山

CICC US Securities, Inc. San Francisco Branch
Office
One Embarcadero Center, Suite 2350,
San Francisco, CA 94111, USA
Tel: (+1) 415 493 4120
Fax: (+1) 628 203 8514

新加坡

China International Capital Corporation
(Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1718

法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)
GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560