

评级：买入（维持）

市场价格：13.74

分析师：何俊艺

执业证书编号：S0740523020004

分析师：刘欣畅

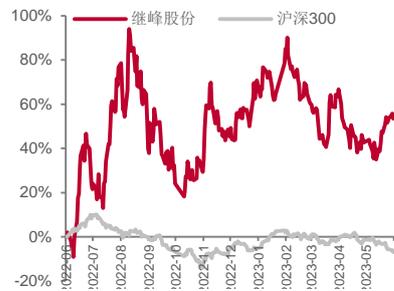
执业证书编号：S0740522120003

分析师：毛葵玄

执业证书编号：S0740523020003

基本状况

总股本(百万股)	1,126
流通股本(百万股)	1,126
市价(元)	13.74
市值(百万元)	15,474
流通市值(百万元)	15,474

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	16,832	17,967	19,722	22,205	27,453
增长率 yoy%	7%	7%	10%	13%	24%
净利润(百万元)	126	-1,417	356	698	1,267
增长率 yoy%	149%	-1222%	125%	96%	81%
每股收益(元)	0.11	-1.26	0.32	0.62	1.12
每股现金流量	0.64	0.93	1.08	1.25	1.44
净资产收益率	2%	-38%	9%	15%	23%
P/E	122.5	-10.9	43.5	22.2	12.2
P/B	3.3	4.5	4.2	3.7	3.0

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄，股价摘取时间为2023年5月31日

报告摘要
■ 中长期：大空间、好格局、消费升级乘用车座椅赛道的龙头破局者

乘用车座椅赛道优质。1) 空间大：国内 1000 亿，全球 3000 亿，预计 25 年国内 1500 亿，CAGR=17%；2) 格局好：全球 CR5>85%，国内 CR5>70%且均为外资；3) 消费升级促进提价&加速替代：①提价：座椅消费属性显著，近年来逐渐成为厂商主打差异化卖点，单车价值量有望提升；②加速替代：行业持续变化，消费属性提升对响应要求更高，加速本土替代。

前期格局固化：1) 配套壁垒：需就近建厂；2) 技术壁垒：整椅研发人才外资把控。

当前破局原因：1) 电动化带来新产能：新势力 1-N 基于成本和响应两方面需求，培养本土供应链意愿强烈；2) 通过合资或收购补齐整椅开发经验：继峰收购格拉默后实现定点突破。破局身份稀缺性：整椅配套研发人才是核心，格拉默具备品牌背书。座椅订单实现新势力、传统豪华品牌持续突破，当前在手订单年化收入超过 50 亿元。

■ 基本盘稳健，传统主业已从市占率和盈利层面证明自身

公司深耕汽车座椅行业 27 年，家族企业父子共同经营且名下仅有公司一个资产，接班顺利且经营更集中。业务层面，公司本部主业为乘用车座椅头枕及扶手，主业已证明自身能力：1) 市占率层面：头枕扶手国内市占率分别约 20%和 10%；2) 盈利层面：本部毛利率常年维持 30%+，2018 年（收购格拉默前）毛利率、净利率及 ROE 分别为 33.1%/14.0%/16.9%，盈利能力稳健。

■ 短期：格拉默整合有优势且弹性大，连续三个季度证明拐点已至

格拉默是全球知名座椅厂商，商用车座椅全球龙头。2019 年格拉默并表，两年期整合后利润逐步释放，我们判断整合优势源于：1) 逻辑通顺：同产业链高自研自产率本土厂商收购高外购率外资厂商；2) 话语权强：白衣骑士身份参与并购，获得监事会控制权；3) 历史业绩已证明，当前连续三个季度证明拐点已至。

■ 盈利预测：我们预计 2023-2025 年公司营收分别为 197.22/222.05/274.53 亿元，同比增速分别 10%/13%/24%；实现归母净利润 3.56/6.98/12.67 亿元，同比增速分别 125%/96%/81%，维持“买入”评级。
■ 风险提示：全球汽车行业景气度不及预期；格拉默业绩改善不及预期；乘用车座椅业务拓展不及预期。

内容目录

一、公司概况：乘用车头枕扶手龙头拓整椅新业务	- 5 -
主业：乘用车座椅部件&商用车座椅总成双驱动	- 5 -
股权结构：家族企业，父子共同运营	- 5 -
成长历程：2019 年收购格拉默，2021 年切入乘用车座椅新业务	- 6 -
二、主业基本盘：原主业已从市占率和盈利层面证明过自身，基本盘稳健	- 7 -
市占率高：本部及格拉默皆属细分领域龙头	- 7 -
盈利能力强：头枕扶手已证明自身，基本盘稳健	- 7 -
客户结构优化：之前绑定一汽大众，当前绑定头部新势力	- 8 -
新品贡献增量：电动出风口逐渐放量	- 9 -
三、海外整合：格拉默属同产业链整合且话语权强，拐点已至	- 9 -
收购背景：继峰化身“白衣骑士”，2018 年完成海外收购	- 10 -
整合方式：分区治理，亚太扩市场，欧美提盈利	- 10 -
逻辑 1：同产业链收购具备协同效应	- 11 -
逻辑 2：话语权强，掌握人事任命权	- 11 -
逻辑 3：历史验证过，当前已连续 3 个季度验证	- 11 -
四、核心成长逻辑：大空间&好格局&消费升级，乘用车座椅赛道龙头破局者	- 12 -
空间大：2025 年国内约 1500 亿(CAGR=17%)，全球约 5000 亿	- 12 -
格局好：外资寡头垄断稳固，本土民营化率约为 0	- 13 -
消费升级：加速国产替代&单车价值量提升至 5000+	- 15 -
公司优势：格拉默技术协同&品牌背书	- 17 -
公司优势：乘用车座椅定点全面突破，年产值约 50 亿	- 17 -
公司优势：座椅业务贡献较高利润弹性	- 18 -
五、盈利预测	- 18 -
关键假设	- 18 -
预测结果	- 18 -
六、风险提示	- 19 -

图表目录

图表 1:公司业务分类	- 5 -
图表 2:公司股权结构	- 6 -
图表 3:公司历年营收及同比增速	- 7 -
图表 4:2022 年国内汽车座椅内饰部件供应商财务指标.....	- 7 -
图表 5:继峰主营产品毛利率	- 8 -
图表 6:继峰盈利能力主要财务指标	- 8 -
图表 7:同业毛利率对比.....	- 8 -
图表 8:头枕扶手客户结构变化.....	- 9 -
图表 9:新势力普遍采用差异化头枕	- 9 -
图表 10:传统和隐藏式电动出风口对比图	- 9 -
图表 11:电动出风口项目规划.....	- 9 -
图表 12:继峰收购格拉默背景及过程	- 10 -
图表 13:格拉默分地区营收（百万欧元）	- 11 -
图表 14:格拉默分地区 EBIT ratio	- 11 -
图表 15:格拉默管理层人员变动.....	- 11 -
图表 16:格拉默分季度净利润（单位：百万欧元）	- 12 -
图表 17:格拉默分地区 EBIT（单位：百万欧元）	- 12 -
图表 18:国内乘用车座椅市场空间预测结果.....	- 13 -
图表 19:国内乘用车座椅市场空间变化情况.....	- 13 -
图表 20:全球座椅主要厂商份额（2020 年）	- 13 -
图表 21:国内座椅主要厂商份额（2020 年）	- 13 -
图表 22:座椅安全认证标准	- 14 -
图表 23:国内分地区整椅供应链配套关系	- 14 -
图表 24:整椅研发复杂度较高	- 15 -
图表 25:外资主要座椅厂前五大客户（2021）	- 15 -
图表 26:新势力 1-N 阶段车型快速推出	- 15 -
图表 27:新势力座椅供应链需求特征	- 15 -
图表 28:座椅围绕舒适性和个性化两个维度实现功能升级.....	- 16 -
图表 29:乘用车座椅结构拆分图及增量部件.....	- 16 -
图表 30:公司与格拉默的协同效应	- 17 -
图表 31:继峰乘用车座椅项目定点公告	- 17 -
图表 32:全球主要座椅厂商净利率变化情况.....	- 18 -
图表 33:继峰座椅业务弹性测算.....	- 18 -

图表 34:公司盈利预测 (单位:百万元) - 19 -

一、公司概况：乘用车头枕扶手龙头拓整椅新业务

主业：乘用车座椅部件&商用车座椅总成双驱动

- **分领域：**1) 乘用车：公司主要产品为乘用车座椅零头枕、座椅扶手、中控系统等；2) 商用车：公司的主要产品为卡车座椅、非道路车辆火车及公共汽车座椅部件、游艇座椅部件、航空座椅部件等。
- **分集团：**继峰本部（乘用车头枕、扶手及整椅新业务）及格拉默（乘用车座椅零部件以及商用车整椅）。

图表 1：公司业务分类

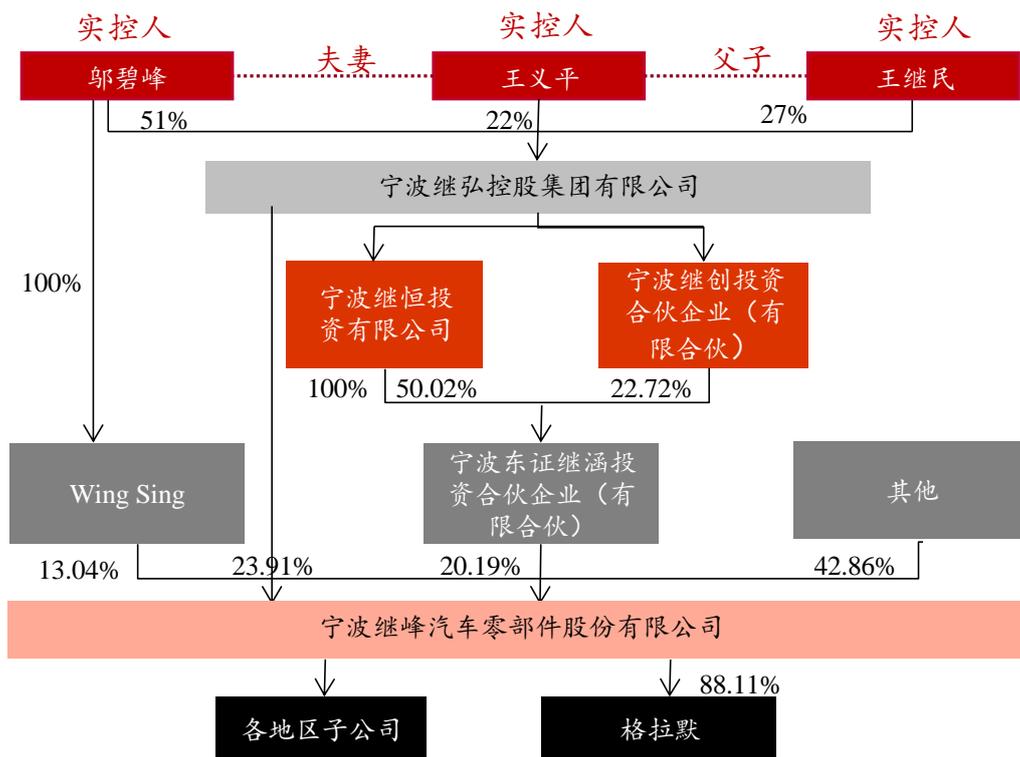


来源：公司公告，公司官网，中泰证券研究所

股权结构：家族企业，父子共同运营

- **股权结构集中：**公司实控人为王义平家族，王义平、邬碧峰及其子王继民通过其实际控制的宁波继弘、宁波东证继涵分别间接持有本公司 23.91%、20.19%的股份，邬碧峰通过其实际控制的 Wing Sing 间接持有本公司 13.04%的股份，家族合计持股 57.14%，总数过半。
- **公司控股：**2019 年继峰集团通过对继烨投资 100% 股权收购实现对格拉默控股，在考虑库存股前提下，2021 年公司持有格拉默的股权比例为 88.11%。

图表 2: 公司股权结构 (截至 2023 年 4 月 30 日)

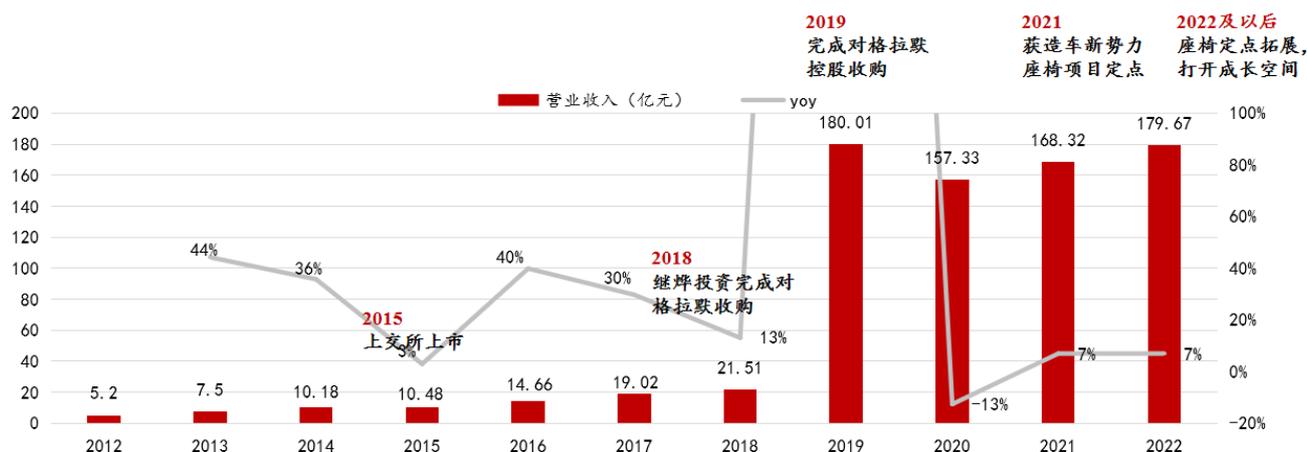


来源: iFinD, 中泰证券研究所

成长历程: 2019 年收购格拉默, 2021 年切入乘用车座椅新业务

- **2018 前:** 主营乘用车座椅零部件。继峰深耕汽车内饰行业 26 年, 主营乘用车座椅头枕及扶手, 营收增长稳健。
- **2019:** 收购格拉默。2018-2019 年实现对格拉默的控股收购, 收入体量高增。
- **2021:** 切入乘用车座椅新业务。基于格拉默全球商用车座椅龙头品牌背书和技术协同优势拓展乘用车整椅业务, 于 2021 年 10 月获得首个乘用车整椅项目定点, 后续整椅业务打开公司成长空间。

图表 3: 公司历年营收及同比增速



来源: iFinD, 中泰证券研究所

二、主业基本盘：原主业已从市占率和盈利层面证明过自身，基本盘稳健

市占率高：本部及格拉默皆属细分领域龙头

- **继峰本部**：经估算 2018 年乘用车座椅头枕、扶手部件国内市占率分别约 20%和 10%。
- **格拉默**：全球知名座椅厂商，商用车座椅全球龙头。

图表 4: 2022 年国内汽车座椅内饰部件供应商财务指标

企业名称	主营产品	营业收入 (亿元)	营业同比增速	毛利率	资产总额 (亿元)
继峰股份	座椅及扶手	179.67	7%	13.09%	154.54
一汽富维	综合	199.72	-3%	9.65%	201.72
宁波华翔	内外饰.汽车电子	181.56	13%	17.04%	229.40
模塑科技	汽车内外饰	76.64	4%	17.62%	93.24
新泉股份	汽车饰件	69.47	51%	19.73%	93.33
岱美股份	遮阳板及头枕	51.46	22%	23.05%	58.18
双林股份	内外饰系统	41.85	14%	17.05%	56.94
京威股份	外饰件	35.78	2%	28.09%	48.95
天成自控	车辆座椅	14.25	-16%	14.15%	23.85

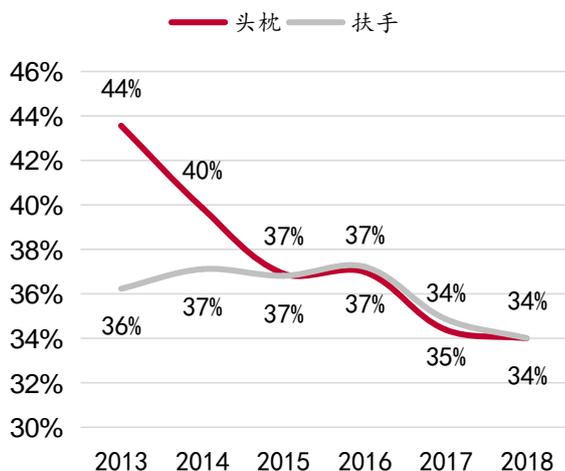
来源: iFinD, 中泰证券研究所

盈利能力强：头枕扶手已证明自身，基本盘稳健

- **主业已证明自身能力**；传统主营产品头枕扶手毛利率常年维持 30%以上，主要系产业链完整，产品自制率高，客户结构稳定，技术领先。
- **本部盈利能力稳健**；2018 年毛利率、净利率及加权 ROE 分别为

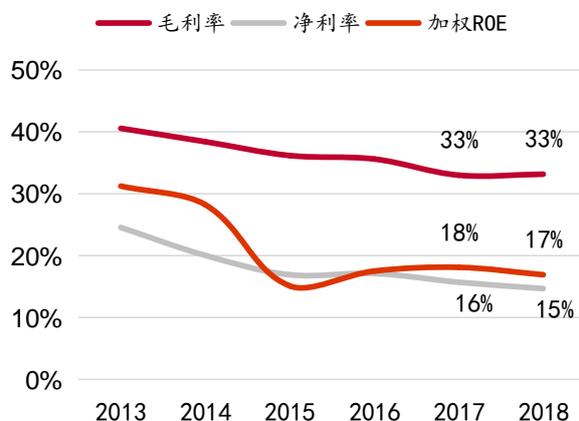
33.2%/14.7%/16.9%，毛利对于同行业公司常年处于行业领先地位。

图表 5: 继峰主营产品毛利率



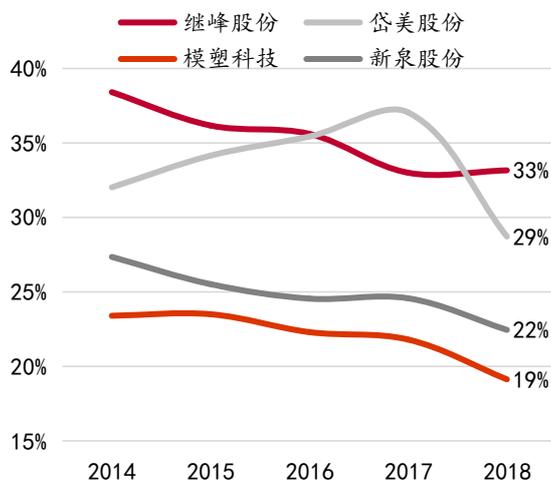
来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 截至 19 年收购格拉默之前)

图表 6: 继峰盈利能力主要财务指标



来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 截至 19 年收购格拉默之前)

图表 7: 同业毛利率对比



来源: iFinD, 中泰证券研究所 (注: 截至 19 年收购格拉默之前)

客户结构优化: 之前绑定一汽大众, 当前绑定头部新势力

- **客户结构优化, 陆续绑定豪牌及新势力车企:** 2016 年前, 头枕扶手零部件主要绑定传统车企 (一汽大众为主); 2017 年, 客户扩展至传统豪华品牌 (保时捷、路虎、捷豹等); 2018 年, 成为新势力 (理想、蔚来、小鹏) 头枕扶手零部件供应商。
- **差异化头枕助力车企形成新卖点:** 普通头枕升级为航空睡眠头枕、音乐头枕等。

图表 8: 头枕扶手客户结构变化



来源: 懂车帝, 公司年报, 中泰证券研究所

图表 9: 新势力普遍采用差异化头枕



航空睡眠头枕

音乐头枕

来源: 汽车之家, 中泰证券研究所

新品贡献增量: 电动出风口逐渐放量

- **新势力带动电动出风口应用:** 电动出风口通过中控和电机技术解决了传统出风口无法实现大面积、广角度扫风的问题。新势力普遍采用隐藏式电动出风口, 提升整车驾乘体验和科技感, 逐渐成为行业趋势。
- **公司电动出风口争取实现翻倍以上增长:** 公司前瞻性产业布局, 率先获得客户定点并于 21 年底实现量产, 22 年销售收入近 9000 万, 在手订单超 30 个, 23 年 3 月投资研发年产 1000 万套电动出风口项目, 公司争取 23 年该项目销售收入达 2-3 亿元。

图表 10: 传统和隐藏式电动出风口对比图



来源: 汽车之家, 新浪汽车, 中泰证券研究所

图表 11: 电动出风口项目规划

日期	项目进度
2023.03	宁波分公司投资年产1000万套电动出风口研发项目, 预计实现销售收入2-3亿元。
2022	22年销售收入近9000万元, 在手项目超30个
2021	年底率先量产
2020	先后获得大众、吉利领克、长城、蔚来等客户定点

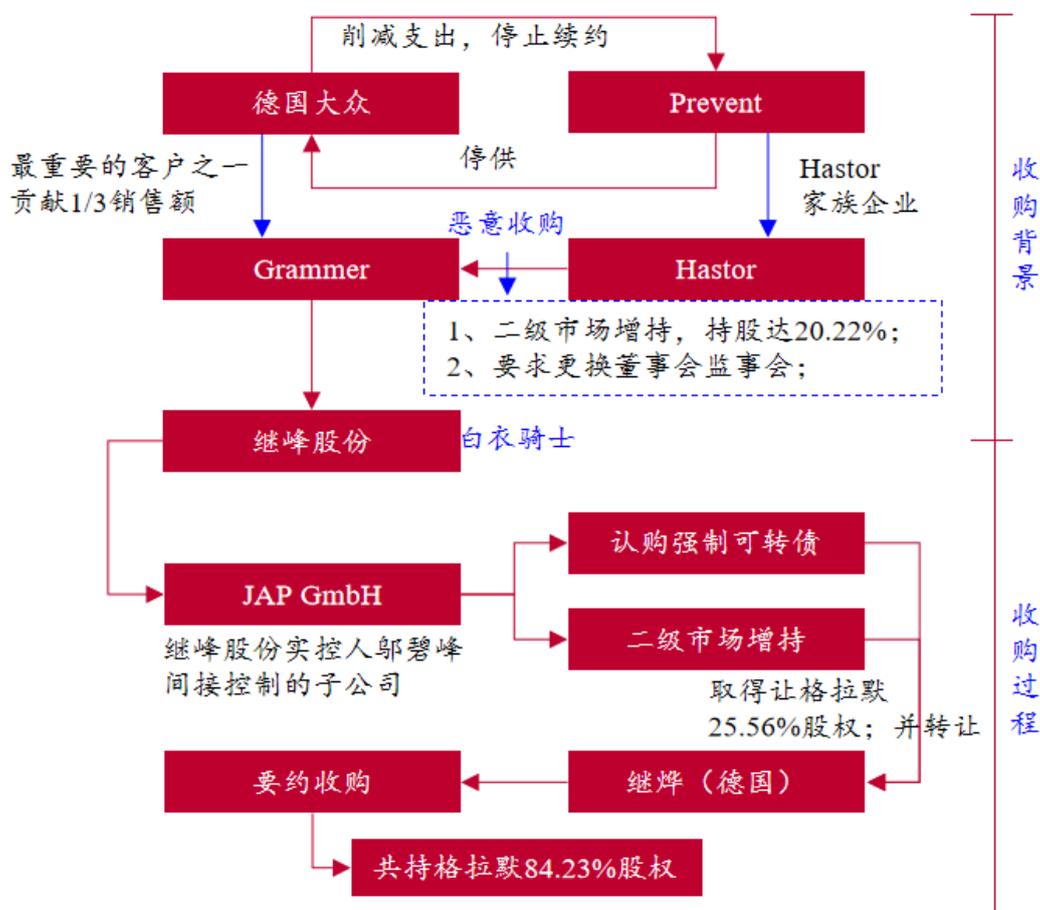
来源: 公司年报, 中泰证券研究所

三、海外整合: 格拉默属同产业链整合且话语权强, 拐点已至

收购背景：继峰化身“白衣骑士”，2018 年完成海外收购

- “白衣骑士”阻止恶意收购：2017 年 Hastor 家族增持格拉默股份，意图更换公司管理层及监事会，其恶意收购可能导致格拉默流失大量客户订单，格拉默引入“白衣骑士”继峰来收购自己。
- 完成格拉默收购并表：2018 年公司通过继烨投资阻止此次恶意收购；后续公司通过发行可转债、股份及支付现金的形式全额收购继烨投资，完成格拉默并表及监事会与管理层的控制，2018 年 8 月 28 日，共持有格拉默 84.23% 股权。

图表 12: 继峰收购格拉默背景及过程

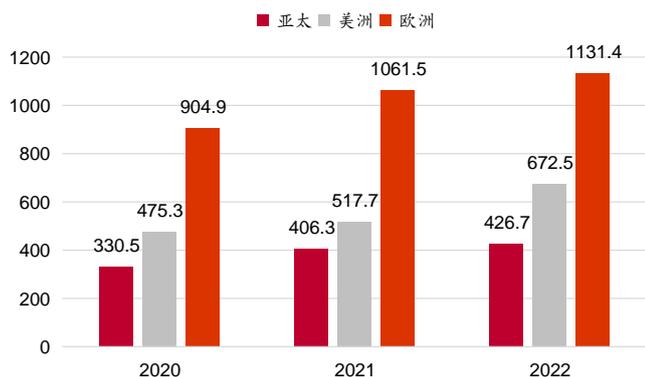


来源：公司公告，中泰证券研究所

整合方式：分区治理，亚太扩市场，欧美提盈利

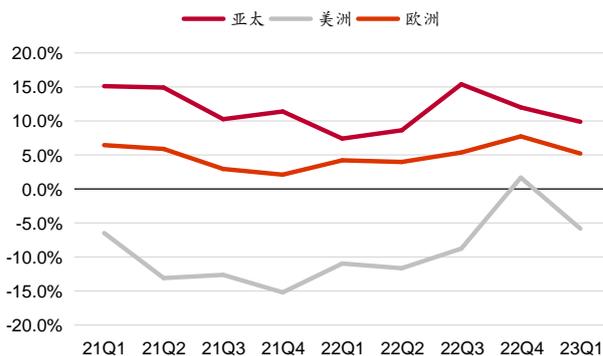
- **欧洲：**欧洲（EMEA）市场贡献主要营收，市场相对稳定，后期主要优化产品结构。
- **美洲：**前期经营不善导致亏损较严重，是目前公司业绩改善重心。
- **亚太：**格拉默中国区商用车业务仍有较大提升空间，后期需重点优化并提升国内市占率。

图表 13: 格拉默分地区营收 (百万欧元)



来源: 格拉默年报, 中泰证券研究所

图表 14: 格拉默分地区 EBIT ratio



来源: 格拉默年报, 中泰证券研究所

逻辑 1: 同产业链收购具备协同效应

- **同产业链协同效应:** 继峰收购格拉默属于同一产业链上高自研自产率的本土厂商收购高外购率的外资厂商, 供应链切换后可有效降低成本, 且管理经验可复制。

逻辑 2: 话语权强, 掌握人事任命权

- **掌握人事任命权:** 1) 2022 年格拉默集团总经理于内部提拔为 Jens; 2) 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, 为公司首次派遣到格拉默总部的中国籍高管, 我们认为格拉默降本增效计划全面加速推进。

图表 15: 格拉默管理层人员变动

时间	职务	人员	备注
2019年前	CEO	Hartmut Müller	
	CFO	G éard Cordonnier	
	COO	Manfred Pretscher	
2019-2022	CEO	Thorsten Seehars	外聘, 曾任博格华纳欧洲区副总裁
	CFO	Jurate Keblyte	外聘, 曾任库卡 CFO
	COO	Jens Öhlenschläger	内部提拔, 原公司乘用车中控事业部副总裁, 熟悉公司的业务模式和日常经营
2022年至今	CEO	Jens Öhlenschläger	由原公司 COO 担任
	CFO	Jurate Keblyte	继续由原 CFO 担任
	COO	Guoqiang Li	国人, 原格拉默亚太区总经理

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

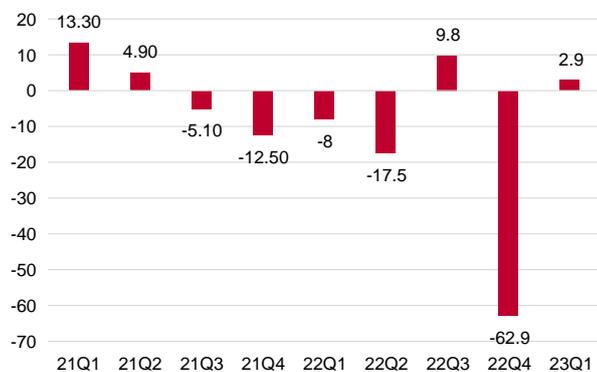
逻辑 3: 历史验证过, 当前已连续 3 个季度验证

- **历史单季度验证:** 21Q1 单季度格拉默贡献净利润 13.30 百万欧元, 整

合成效已经体现。

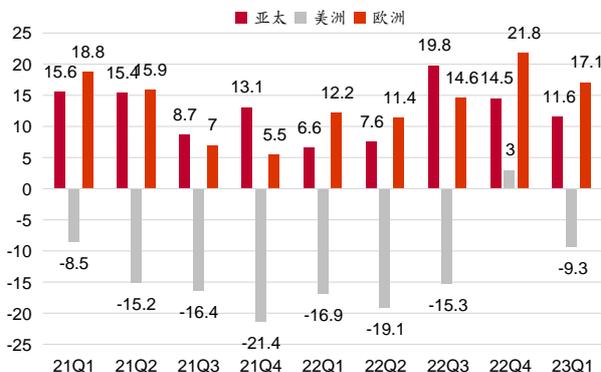
- **当前连续三个季度验证：**22Q3 起格拉默净利润大幅扭亏，已经连续三个季度实现盈利，其中美洲区减亏幅度显著。23Q1 净利润环比下滑，主要系美洲区补偿确认节奏影响。

图表 16: 格拉默分季度净利润 (单位: 百万欧元)



来源: 格拉默年报, 中泰证券研究所 (注: 22Q4 亏损主要系商誉减值 73.6 百万欧, 还原单季度盈利 10.7 百万欧)

图表 17: 格拉默分地区 EBIT (单位: 百万欧元)



来源: 格拉默年报, 中泰证券研究所

四、核心成长逻辑：大空间&好格局&消费升级，乘用车座椅赛道龙头破局者

空间大：2025 年国内约 1500 亿(CAGR=17%)，全球约 5000 亿

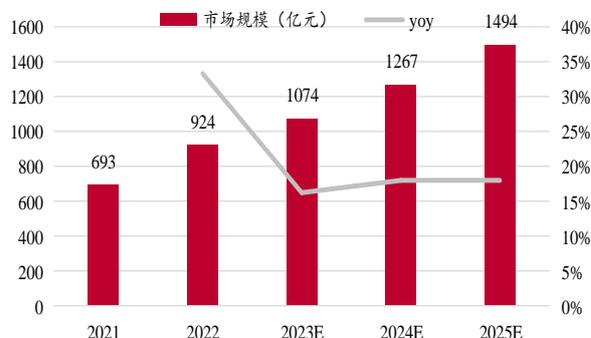
- **座椅结构复杂：**乘用车座椅主要包含头枕、扶手、面套、发泡、骨架以及核心件等部件。
- **关键假设 (2023-2025)：**
 - 1) 乘用车销量增速 0%/2%/2%;
 - 2) 价格中枢上移，各价格带占比如左表所示;
 - 3) 座椅消费属性促进单车价值量增加, 2018 年后座椅单车价值量快速提升。
- **测算结果：**
2022-2025 空间为 924/1074/1267/1494 亿元，CAGR 约 17%。

图表 18: 国内乘用车座椅市场空间预测结果

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乘用车销量 (万辆)	2079	2356	2356	2403	2452
yoy		13%	0%	2%	2%
分价格带销量占比					
5万以下	3%	3%	3%	3%	3%
[5, 10)	20%	16%	14%	13%	12%
[10, 15)	32%	31%	30%	29%	28%
[15, 20)	15%	18%	19%	20%	21%
[20, 30)	16%	17%	18%	19%	20%
[30, 40)	8%	9%	10%	10%	10%
40万以上	6%	6%	6%	6%	6%
单车价值量 (元)					
5万以下	2000	2300	2645	3042	3498
[5, 10)	2500	2875	3306	3802	4373
[10, 15)	3000	3450	3968	4563	5247
[15, 20)	3500	4025	4629	5323	6122
[20, 30)	4000	4600	5290	6084	6996
[30, 40)	4500	5175	5951	6844	7871
40万以上	5000	5750	6613	7604	8745
市场规模 (亿元)					
5万以下	14	16	19	22	26
[5, 10)	103	105	109	119	129
[10, 15)	199	255	280	318	360
[15, 20)	112	171	207	256	315
[20, 30)	136	186	224	278	343
[30, 40)	71	109	140	164	193
40万以上	58	81	93	110	129
市场规模 (亿元)	693	924	1074	1267	1494
yoy		33%	16%	18%	18%
CAGR22-25					17%

来源: 中汽协, 中泰证券研究所测算

图表 19: 国内乘用车座椅市场空间变化情况

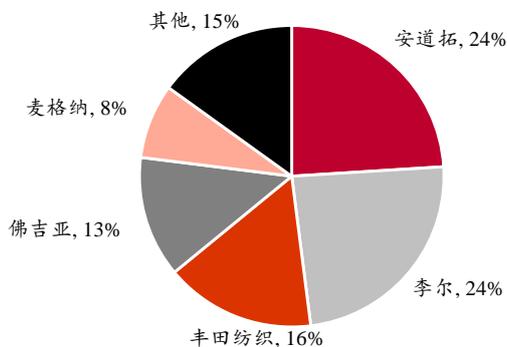


来源: 中汽协, 中泰证券研究所测算

格局好: 外资寡头垄断稳固, 本土民营化率约为 0

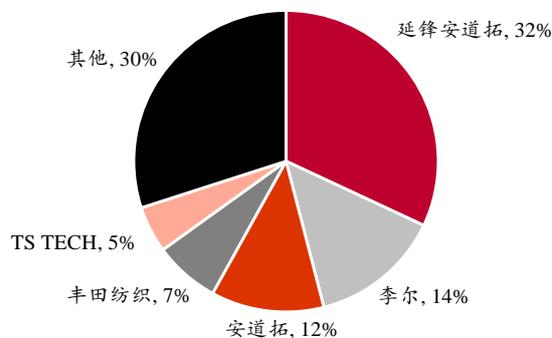
- **全球:** CR5>85%且均为外资, 按份额依次为安道拓、李尔、丰田纺织、佛吉亚、麦格纳;
- **国内:** CR5>70%且均为合/外资, 其中延锋安道拓为延锋与安道拓的合资公司, 2021年3月延锋(华域全资子公司)已回收49.99%股权实现了全资控股, 考虑到延锋与安道拓多年的合资关系, 这里我们仍将延锋安道拓定义为合资公司。

图表 20: 全球座椅主要厂商份额 (2020年)



来源: Marklines, 中泰证券研究所

图表 21: 国内座椅主要厂商份额 (2020年)



来源: Marklines, 中泰证券研究所

- **格局固化原因 1: 认证资质叠加就近建厂导致配套壁垒高**
- **安全认证资质:** 座椅是安全件, 与座椅直接有关的标准共 19 个, 此外, 不同主机厂也有专属标准, 座椅厂商需与主机厂客户同步设计、反复验证, 耗时久且投入大。
- **就近建厂合资持股:** 座椅体积大, 运输成本较高且易损耗, 因此需要与下游主机厂就近建厂配套, 经过多年发展, 目前传统主机厂已经形成与座椅厂商合资建厂的稳定关系, 配套壁垒较高。

图表 22: 座椅安全认证标准

序号	标准编号	名称	级别	要求
1	GB 7258-2017	机动车运行安全技术条件	国家	强制
2	GB 8110-2006	汽车内饰材料的燃烧特性		
3	GB 11550-2009	汽车座椅头枕性能要求和试验方法		
4	GB 11552-2009	轿车内部凸出物		
5	GB 11166-2013	机动车乘员用安全带、约束系统、儿童约束系统和ISOFIX儿童约束系统		
6	GB 11167-2013	汽车安全带安装固定点、ISOFIX固定点系统及上拉带		
7	GB 15063-2019	汽车座椅、座椅固定装置及头枕强度要求和试验方法		
8	GB/T 29120-2012	H点和R点确定程序		
9	GB/T 47H0-2000	汽车车身术语		
10	GB/T 24551-2009	汽车安全带提醒装置		
11	QC/T 47-2013	汽车座椅术语	行业	推荐
12	QC/T 55-1993	汽车座椅动态舒适性试验方法		
13	QC/T 56-1993	汽车座椅衬垫材料性能试验方法		
14	QC/T 740-2017	乘用车座椅总成		
15	QC/T 805-2008	乘用车座椅用滑轨技术条件		
16	QC/T 814-2011	乘用车用调角器技术条件		
17	QC/T 845-2011	乘用车座椅用锁止技术条件		
18	QC/T W2013	汽车安全带织带性能要求和试验方法		
19	QC/T 950-2019	汽车座椅加热垫技术要求和试验方法		

来源: 国家标准, 中泰证券研究所

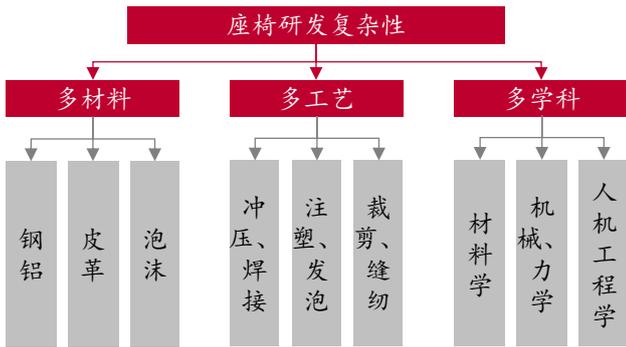
图表 23: 国内分地区整椅供应链配套关系

地区	主机厂	当地整椅配套厂商
长春	一汽系	富维安道拓、李尔长春、佛吉亚旭阳
北京	北汽系	安道拓、北汽李尔、北汽佛吉亚
重庆	长安系	重庆安道拓、重庆李尔长安、佛吉亚
武汉	东风系	延锋(武汉)、东风李尔、佛吉亚(武汉)
上海	上汽系	安道拓(上海)、上海李尔、上海佛吉亚
广州	广汽系	广州安道拓、广州李尔、佛吉亚(广州)

来源: 各公司官网, 中泰证券研究所

- **格局固化原因 2: 核心经验外资把控导致人才壁垒高**
- **整椅研发较复杂:** 体现在: 1) 多材料: 钢、铝、皮革、泡沫等; 2) 多工艺: 冲压、焊接、注塑、发泡、裁剪、缝纫等(自动化程度受限); 3) 多学科: 材料、机械、力学、人机工程等多学科交叉。
- **座椅具备定制化属性:** 座椅属于安全件和外形件, 需要与主机厂同步设计验证, 且不同车型造型有差异, 具备一定定制化属性, 通常单个项目需要 6-10 人团队跟进, 因此多项目并行时研发团队规模非常关键。
- **外资座椅厂商项目优质, 人才难流出:** 头部外资座椅厂商客户包含全球主要车企, 平台认可度较高, 项目优质, 对优秀的研发人才吸引力较强, 从而保持较高的人才壁垒。

图表 24: 座椅研发复杂度较高



来源: 中泰证券研究所

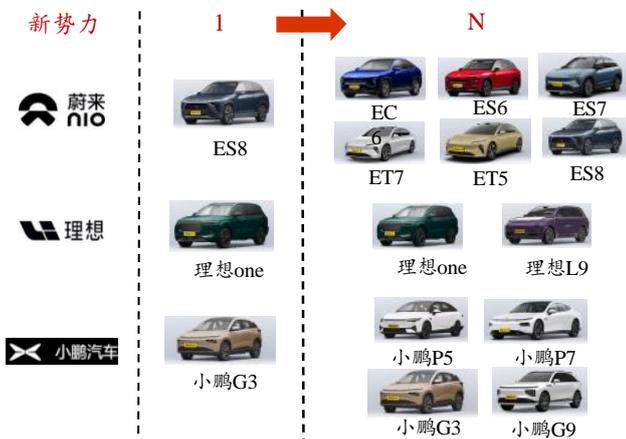
图表 25: 外资主要座椅厂前五大客户 (2021)

序号	李尔		佛吉亚		麦格纳	
	厂商	份额	厂商	份额	厂商	份额
1	通用	18.2%	大众集团	20.0%	宝马	15.7%
2	福特	13.5%	Stellantis	18.5%	戴姆勒	13.9%
3	大众	11.8%	福特集团	11.2%	通用	13.5%
4	戴姆勒	11.2%	雷诺日产三菱	10.6%	Stellantis	12.9%
5	Stellantis	10.9%	中国车企	6.6%	福特	11.6%
总计	65.6%		66.9%		67.6%	

来源: 各公司公告, 中泰证券研究所

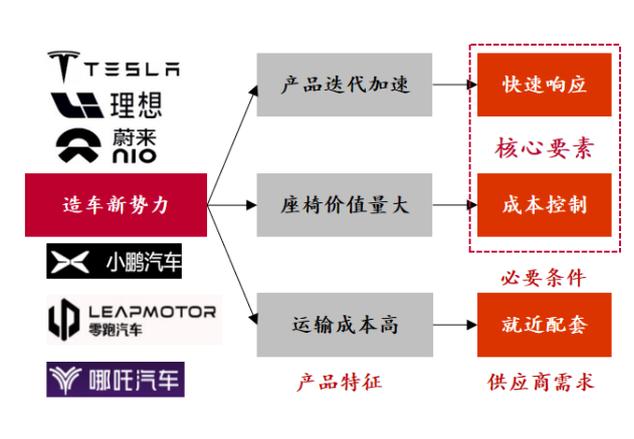
- **破局原因: 电动化带来新产能, 打破原有配套壁垒。**
- 本轮自主崛起是与合资品牌充分竞争后基于需求把控和电动化节奏核心能力优势, 呈现出的持续高成长性。
- **破局原因: 新势力 1-N 更注重响应&成本, 破局机遇**
- **新势力对短期快速响应能力需求提升:** 新势力处于从 1-N 阶段, 车型迭代快, 产品新功能要求高, 在新项目未大规模起量的背景下要求供应商就近建厂配套, 外资座椅龙头响应及内部决策效率不及继峰等本土厂商。
- **新势力长期需要培养自己的配套体系:** 造车新势力倾向于扶持本土座椅供应链, 会与自主座椅建立长期战略合作关系, 长期维度来说, 本土座椅厂商成本把控能力更强, 且配合度更高。

图表 26: 新势力 1-N 阶段车型快速推出



来源: 懂车帝, 中泰证券研究所

图表 27: 新势力座椅供应链需求特征



来源: 各公司官网, 中泰证券研究所

消费升级: 加速国产替代&单车价值量提升至 5000+

- **围绕舒适性和个性化实现功能升级, 消费属性提升:** 座椅与驾乘人员接触时间最长、面积最大, 体验最直观, 对驾乘体验影响显著, 具备较强消费属性。消费属性提升趋势带动座椅舒适性和个性化不断升级。
- **舒适性:** 通风、加热、按摩、多向调节、零重力等功能。
- **个性化:** 附属件、高级面料、女王座椅、音乐头枕、智能互联等。
- **升级逻辑:**

- 1) 高端车型功能下探;
- 2) 已有功能升级;
- 3) 新功能拓展。

图表 28: 座椅围绕舒适性和个性化两个维度实现功能升级



来源: 各公司官网, 中泰证券研究所

- 功能升级依托座椅部件增量或升级
- 增量: 腿托、加热、通风、按摩等舒适组件, 多向调节 (6 向升级为 14 向需新增 4 个电机及相关 ECU 和线束)。
- 升级: 普通头枕升级为音乐头枕, 面套材料升级 Nappa 真皮等。

图表 29: 乘用车座椅结构拆分图及增量部件



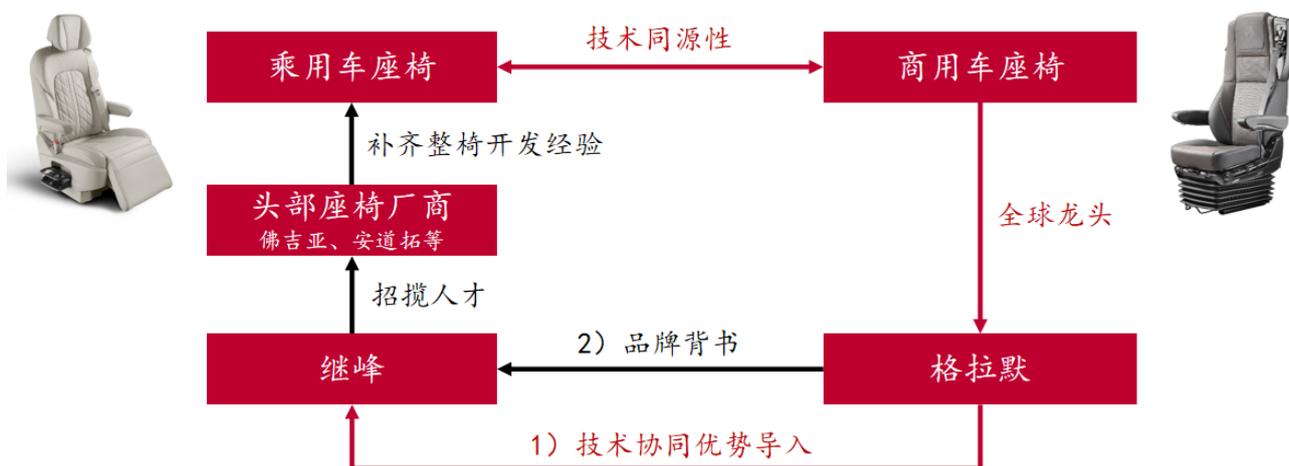
来源: 继峰、长安、问界等公司官网, 中泰证券研究所

- 加速国产替代&单车价值量提升至 5000 元以上。立鼎产业院研究表明, 随着消费者对轻量化、智能化的要求提升, 新开发车型配套座椅功能增加, 2025 年座椅单车价值量有望提升至 5470 元

公司优势：格拉默技术协同&品牌背书

- **技术协同优势：**格拉默是商用车座椅全球龙头，丰富的商用车整椅开发经验可以借鉴。
- **品牌背书优势：**依托格拉默品牌优势（稀缺性），公司能够招揽座椅优秀人才，从而补齐乘用车整椅开发经验，此外有利于全球化市场开拓。

图表 30: 公司与格拉默的协同效应



来源：延锋官网，格拉默官网，中泰证券研究所（注：乘用车座椅为示意图采用自延锋官网，公司相关产品图片尚未公布）

公司优势：乘用车座椅定点全面突破，年产值约 50 亿

- **乘用车座椅定点已全面突破。**2021 年实现 0-1 突破之后，公司乘用车座椅业务拓展加速；2022 年，公司获得 2 个不同新能源汽车主机厂定点，凸显了新能源汽车主机厂对公司在乘用车座椅领域的认可；2023 年以来，公司又获得 2 个新增乘用车座椅定点。定点持续落地，并开始从新能源车企拓展到传统高端合资车企，使得公司在乘用车座椅业务的客户结构进一步优化并趋多元化，市场基础更加广泛、稳固。
- 据公司统计，在手 5 个订单假设同一年生产，预计年产值将达 50 亿元。

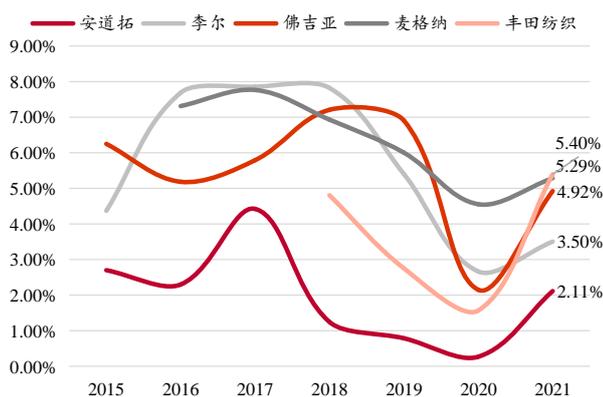
图表 31: 继峰乘用车座椅项目定点公告

序号	客户	项目	全生命周期营收	定点日期	计划量产日期	意义
1	某造车新势力1	新能源汽车座椅产品	-	2021-10	2023-01	本次乘用车座椅的项目定点是公司新势力从0-1的突破
2	某造车新势力2	前后排座椅总成产品	-	2022-07	-	两个不同的新能源汽车主机厂对公司的认可，新势力1-N
3	某造车新势力3	前后排座椅总成产品	生命周期5年，总金额为18-25亿元	2022-11	2024-07	原有客户的基础上，获得的新客户的订单，新势力1-N
4	奥迪	PPE平台eQ5、eQ6、E6前后排座椅总成产品	生命周期7年，总金额为80-100亿元	2023-02	2024-12	传统豪华品牌0-1，全球化战略打下基础
5	某造车新势力2	座椅总成产品	生命周期4年，总金额为58亿元	2023-03	2024-06	第一个来自原客户的新订单，客户认可度强
		总计	预计年产值约50亿元			

来源：公司公告，中泰证券研究所

公司优势：座椅业务贡献较高利润弹性

- **座椅稳态净利率 5%-8%：**经统计座椅稳态净利率为 5%-8%，18-20 年大幅下滑后，21 年快速恢复至 5% 中枢。
- **公司座椅业务贡献较高利润弹性：**公司乘用车座椅业务在手订单普遍在 2024 年量产，假设 2025 年净利率 8%，经测算，2024/2025 年座椅业务营收分别为 15/50 亿元，营收弹性分别为 5%/16%；归母净利润分别为 0.15/4 亿元，利润弹性分别为 57%/43%。

图表 32: 全球主要座椅厂商净利率变化情况


来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

图表 33: 继峰座椅业务弹性测算

单位: 亿元		2022	2023E	2024E	2025E
整体	营收	179.67	197.22	222.05	274.53
	归母净利润	0.10	3.44	8.85	15.49
座椅	营收		4.5	15	50
	yoy			233%	233%
	净利润		-1.8	0.15	4
	yoy			108%	2567%
	净利率		-40%	1%	8%
	营收弹性		3%	5%	16%
	利润弹性		不适用	57%	43%

来源: Wind, 中泰证券研究所测算 (注: 2022 年公司归母净利润计算口径为剔除商誉减值 14.27 亿)

五、盈利预测

关键假设

- 2023-2025 继峰本部营收增速 28.94%/42.86%/80.37%。主要考虑原主营业务头枕扶手维持稳定，电动出风口和座椅新业务贡献主要增量。
- 2023-2025 格拉默营收增速 5.97%/7.23%/7.39%。主要考虑欧美地区业务相对稳健，亚太区商用车份额提升贡献增量。

预测结果

- 我们预计 2023-2025 年公司营收分别为 197.22/222.05/274.53 亿元，同比增速分别 10%/13%/24%；实现归母净利润 3.56/6.98/12.67 亿元，同比增速分别 125%/96%/81%，维持“买入”评级。

图表 34: 公司盈利预测 (单位: 百万元)

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	17,966.8	19,722.1	22,205.2	27,453.1
增长率yoy%	7%	10%	13%	24%
营业成本	15,615.5	16,665.2	18,208.2	21,962.5
营业税金及附加	48.4	98.6	111.0	137.3
毛利	2,351.3	3,056.9	3,996.9	5,490.6
销售费用	261.8	394.4	444.1	549.1
管理费用	1,367.6	1,577.8	1,776.4	2,196.3
研发费用	376.4	433.9	444.1	549.1
财务费用	199.8	200.0	200.0	200.0
净利润	-1,476.4	367.2	720.5	1,306.9
增长率yoy%	-1222%	125%	96%	81%

来源: Wind, 中泰证券研究所预测

六、风险提示

- **全球汽车行业景气度不及预期;** 下游汽车销量受宏观经济和行业竞争格局影响较大, 全球汽车销量不及预期将显著影响公司业绩。
- **格拉默业绩改善不及预期;** 公司业绩增长主要依靠格拉默业绩改善, 然而海外经营情况较复杂, 管理难度较大, 海外整合不及预期将显著影响公司业绩提升。
- **乘用车座椅业务拓展不及预期;** 乘用车座椅业务为公司主要增长点, 新客户拓展不及预期将显著影响公司业绩提升。
- **汽车业务毛利率不及预期;** 汽车行业价格战加剧, 主机厂或通过超额年降等方式将降价压力传递到零部件, 导致汽车业务毛利率不及预期。
- **行业规模测算偏差风险,** 报告中的行业规模测算是基于一定的假设前提, 存在不及预期的风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,163	4,420	6,665	8,239	营业收入	17,967	19,722	22,205	27,453
应收票据	69	76	85	105	营业成本	15,616	16,665	18,208	21,963
应收账款	2,643	2,743	2,911	3,517	税金及附加	48	99	111	137
预付账款	154	164	179	216	销售费用	262	394	444	549
存货	1,825	1,947	2,128	2,566	管理费用	1,368	1,578	1,776	2,196
合同资产	416	457	515	636	研发费用	376	434	444	549
其他流动资产	1,023	1,123	1,264	1,563	财务费用	200	200	200	200
流动资产合计	6,877	10,473	13,232	16,206	信用减值损失	-9	-9	-9	-9
其他长期投资	34	37	42	51	资产减值损失	-1,567	0	0	0
长期股权投资	11	11	11	11	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	3,504	3,442	3,444	3,502	投资收益	3	0	0	0
在建工程	434	534	534	434	其他收益	23	23	23	23
无形资产	1,118	1,406	1,266	1,139	营业利润	-1,458	361	1,030	1,868
其他非流动资产	3,477	2,081	1,685	1,288	营业外收入	11	0	0	0
非流动资产合计	8,577	7,511	6,980	6,424	营业外支出	1	1	1	1
资产合计	15,454	17,984	20,213	22,630	利润总额	-1,448	360	1,029	1,867
短期借款	2,135	4,197	5,615	6,109	所得税	28	-7	309	560
应付票据	70	75	82	99	净利润	-1,476	367	720	1,307
应付账款	2,812	3,001	3,279	3,955	少数股东损益	-45	11	22	40
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	-1,431	356	698	1,267
合同负债	103	113	127	157	NOPLAT	-1,273	571	860	1,447
其他应付款	334	334	334	334	EPS (摊薄)	-1.26	0.32	0.62	1.12
一年内到期的非流动负债	524	524	524	524					
其他流动负债	906	991	1,079	1,270					
流动负债合计	6,884	9,235	11,040	12,448					
长期借款	2,557	2,484	2,410	2,337					
应付债券	433	433	433	433					
其他非流动负债	1,804	1,804	1,804	1,804					
非流动负债合计	4,794	4,721	4,647	4,574					
负债合计	11,678	13,955	15,687	17,021					
归属母公司所有者权益	3,455	3,698	4,173	5,216					
少数股东权益	320	331	353	393					
所有者权益合计	3,775	4,029	4,526	5,609					
负债和股东权益	15,454	17,984	20,213	22,630					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,052	-284	1,408	1,622
现金收益	-653	1,162	1,537	2,110
存货影响	-95	-123	-180	-439
经营性应收影响	1,204	-117	-192	-663
经营性应付影响	553	194	285	693
其他影响	43	-1,400	-41	-79
投资活动现金流	-824	1,000	-85	-45
资本支出	-434	-921	-477	-434
股权投资	-2	0	0	0
其他长期资产变化	-388	1,921	392	389
融资活动现金流	-398	2,540	922	-3
借款增加	209	1,988	1,345	420
股利及利息支付	-242	-102	-238	-180
股东融资	1	0	0	0
其他影响	-366	654	-185	-243

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	6.7%	9.8%	12.6%	23.6%
EBIT 增长率	-429.7%	-144.9%	119.4%	68.1%
归母公司净利润增长率	-1221.6%	-125.1%	96.2%	81.4%
获利能力				
毛利率	13.1%	15.5%	18.0%	20.0%
净利率	-8.2%	1.9%	3.2%	4.8%
ROE	-37.9%	8.8%	15.4%	22.6%
ROIC	-16.7%	5.0%	9.2%	13.5%
偿债能力				
资产负债率	75.6%	75.6%	75.6%	77.6%
债务权益比	197.4%	234.4%	238.4%	199.9%
流动比率	1.0	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.7	0.9	1.0	1.1
营运能力				
总资产周转率	1.2	1.1	1.1	1.2
应收账款周转天数	50	49	46	42
应付账款周转天数	59	63	62	59
存货周转天数	41	41	40	38
每股指标 (元)				
每股收益	-1.26	0.32	0.62	1.12
每股经营现金流	0.93	-0.25	1.25	1.44
每股净资产	3.07	3.28	3.70	4.63
估值比率				
P/E	-11	43	22	12
P/B	4	4	4	3
EV/EBITDA	-128	69	43	30

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。