



【中泰汽车·继峰股份更新】

分析师：何俊芝
S0740517030004
hejy02@zts.com.cn

分析师：刘欣畅
S0740522120003
liuxc03@zts.com.cn

中泰证券研究所
专业 | 领先 | 深度 | 诚信

2023年05月25日

继峰股份：座椅国产化拐点+格拉默经营拐点双击

■ 23年是乘用车座椅国产化的转折年，公司是龙头破局者

- 中观维度：零部件细分领域今年座椅国产化加速转折具备稀缺性，类似21年的线控，22年的一体压铸。
- 继峰座椅国产化逻辑持续边际强化：①已突破传统客户（大众、奥迪）+新势力客户（理想、蔚来等）；②单一客户已展现1-N能力，如理想；③首个项目量产在即，客户验证&审厂&定点有望提速。

■ 格拉默经营性已迎拐点，业绩弹性释放在即

- 连续3个季度证明拐点已至：22Q3格拉默利润0.6亿，近五个季度首次扭亏；22Q4格拉默利润约0.6亿，Q4海外淡季下利润仍环比持平；23Q1格拉默利润约0.2亿，北美有2KW补偿款没有拿回，加回来看Q1盈利可观。
- 我们判断整合确定性源于：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（代表案例：岱美收购Motus）；2) 控制管理层：白衣骑士身份参与并购，获得监事会控制权，更换核心高管；3) 理念认同：收购后继峰帮助格拉默拓展国内市场重卡座椅和中控业务；4) 业务发展及结构优化：北美商用车座椅业务得到较好发展，商用车座椅业务盈利好于乘用车内饰，带来业务结构优化。

■ 质地优秀、传统主业已从市场份额和盈利证明自身经营管理能力，持续看好公司在大空间、好格局、消费升级的乘用车座椅赛道的加速破局

- 1) 空间大：当前国内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3200→5100元(+59%)；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。

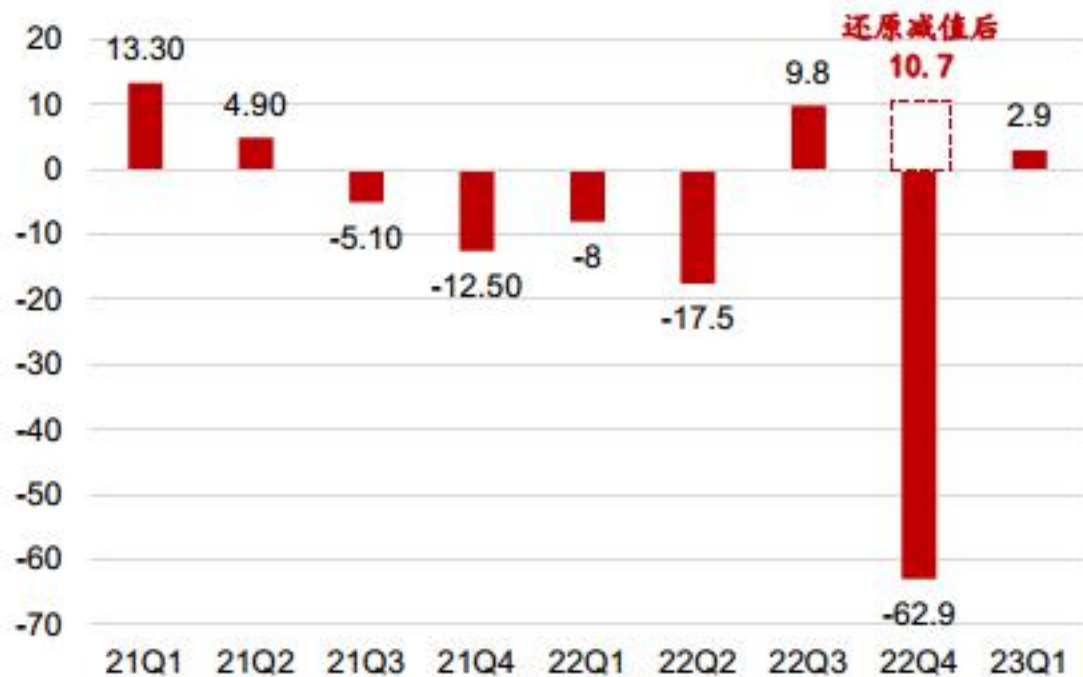
前期格局固化：1) 配套壁垒：需就近建厂；2) 技术壁垒：整椅研发人才外资把控。

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：例如延锋与安道拓合资成为国内第一，继峰收购格拉默后实现定点突破。

1 被市场低估的整合：拐点已至！

- 1) 格拉默22Q3-23Q1持续改善：22Q3起格拉默净利润大幅扭亏，已经连续三个季度实现盈利，22Q3利润0.6亿元，22Q4还原减值后利润0.6亿元，23Q10.2亿元，主要是美洲区补偿款确认节奏影响。

图表：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：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

- 1) **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。

图表：公司业务分类

项目		继峰股份	格拉默	是否存在协同
管理	股权结构	家族控股的高活力民营企业	并购前无实控人	√
	组织框架	实控人直接参与公司运营，决策效率高	组织框架复杂，决策效率低	√
经验	产品类别	乘用车内饰件	商用车座椅总成、乘用车内饰件	√
	成本控制	自制率高 ，有精细的成本把控能力	外购率高 ，成本管控能力弱	√
		并购后双方签订原材料联合采购协议		√
	产能布局	中国	全球，中国工厂投入产出效率低	√
	研发能力	国内领先	全球领先，较多技术储备	√
财务	现金流情况	将富余现金流用于另一公司的高收益项目		√
	持续经营情况	规模扩张，整合不确定性弱		
	税收情况	进行税收筹划，降低税费		
销售	客户资源	中高端客户均有涉猎	欧美高端客户为主	√
	品牌优势	国内市场具有知名度	全球性品牌	√

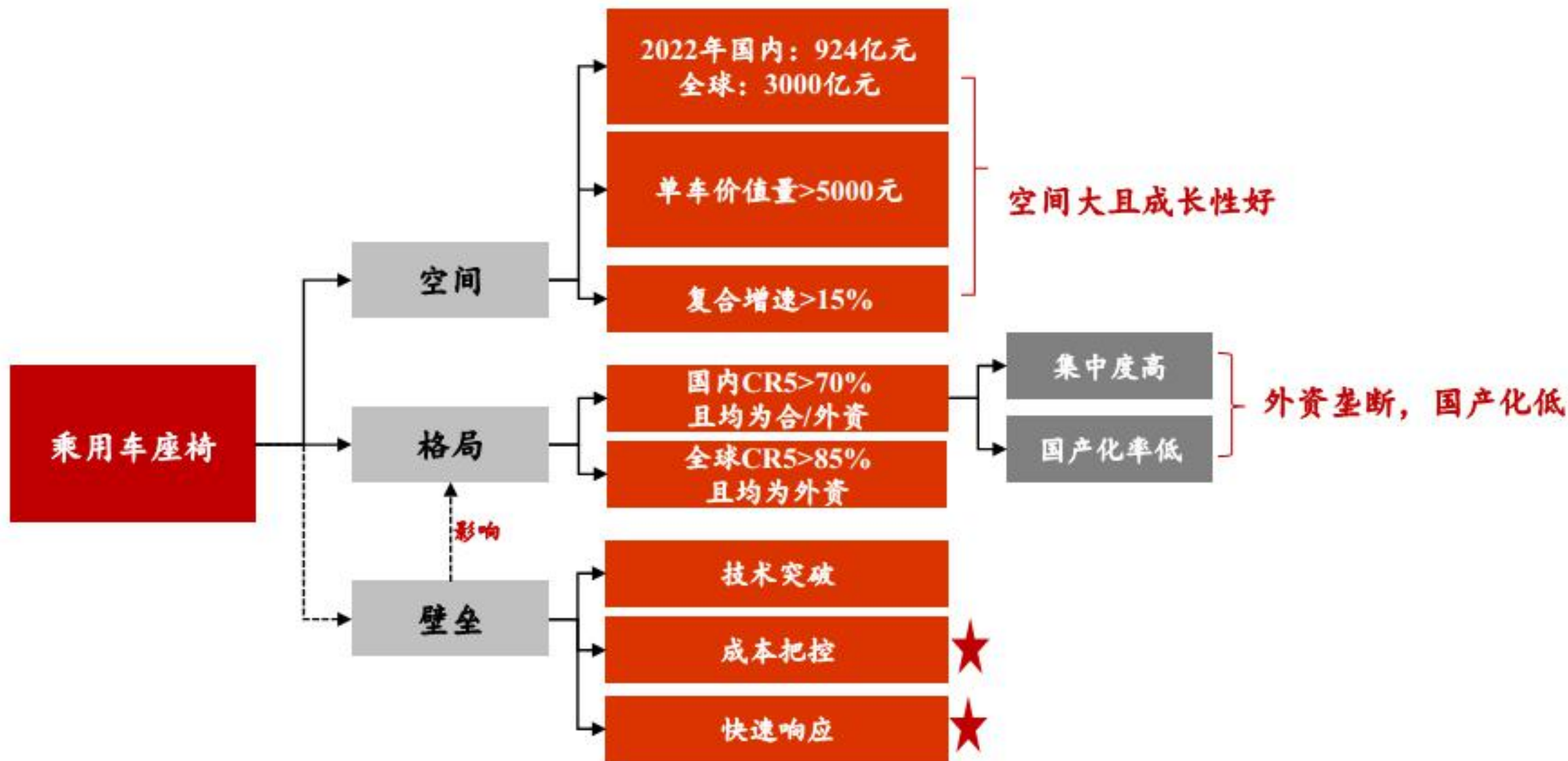
来源：公司公告，中泰证券研究所

- **2) 极强的管理控制权：**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：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	Gérard 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



■ 2023年乘用车座椅国产化将加速，主要驱动因素为以下两点：

- 1) 本土座椅新势力量产从0到1；
- 2) 量产过后有望加速新势力和自主品牌定点从1到N，主流合资/外资品牌有望实现定点从0到1。

图表：本土座椅厂商订单获取梳理

2023年国产化拐点研判：

- 1) 本土座椅新势力量产0-1；
- 2) 新势力及自主定点1-N，主流合资/外资有望实现定点0-1。

天成自控：

- 北汽新能源*1
- 东风乘用车*2
- 上汽集团*1
- 江淮*1

天成自控：

- 自主新能源*1
- 奇瑞*1

继峰股份：

- 新势力A*1
- 新势力B*2
- 新势力C*1
- 奥迪*1平台/3车型

继峰股份等有望
实现加速突破

自主品牌

头部自主品牌

新势力

合资/外资品牌

来源：各公司公告，中泰证券研究所