

加速国产替代的全球座椅潜在龙头

继峰股份(603997)深度报告

华西汽车团队：

崔琰 (S1120519080006) cuiyan@hx168.com.cn/

郑青青 (S1120522120001) /王旭冉/ 胡惠民/杜丰帆/乔木/马天韵

2023年02月02日



聚焦汽车四化

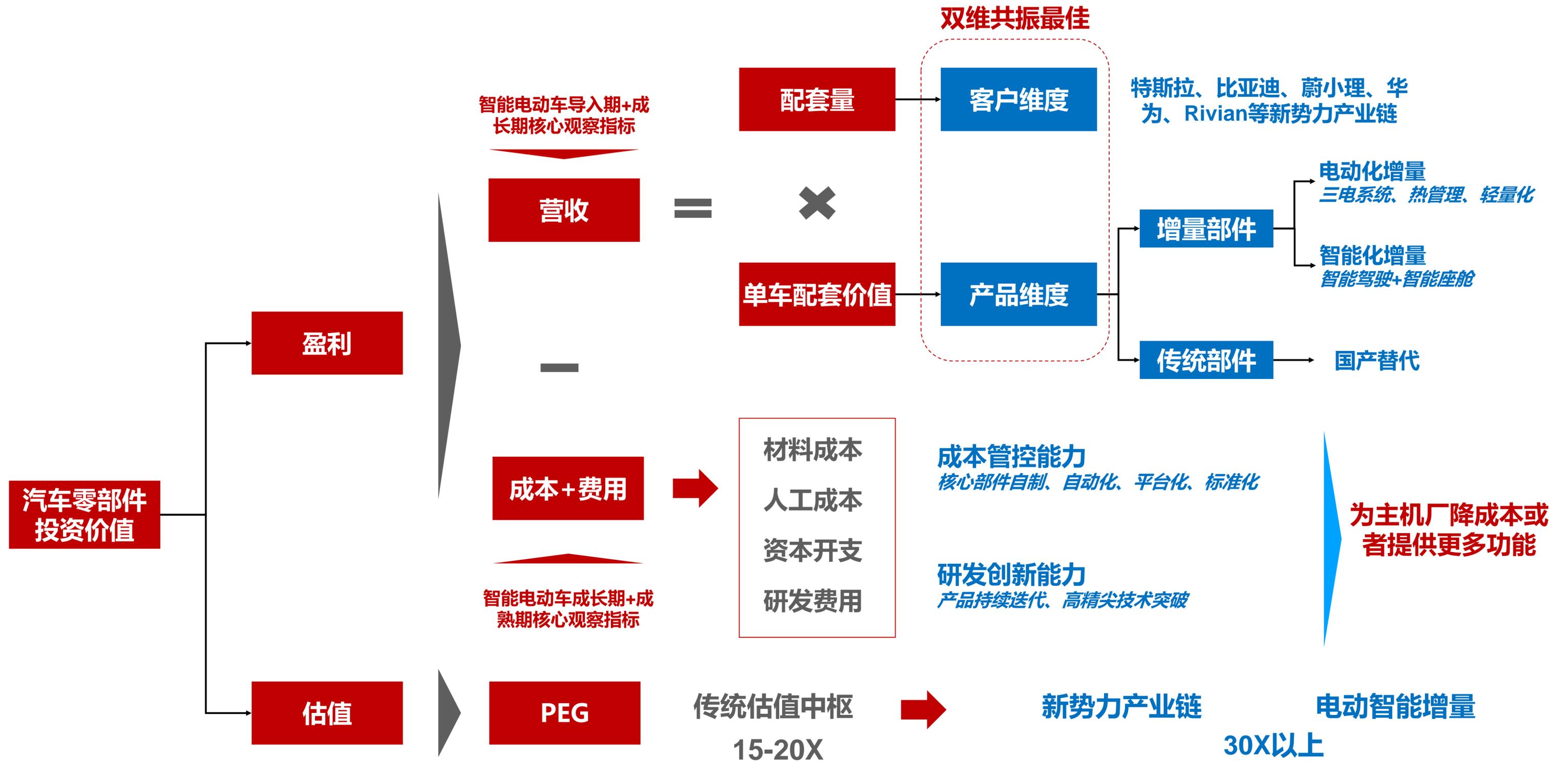
把握产业趋势



专注汽车行业投资研究，提出汽车四化（电动化、智能化、网联化、共享化），关注新能源汽车、汽车后市场、智能汽车、车联网等领域，希望通过研究可以为汽车产业与投资贡献力量。

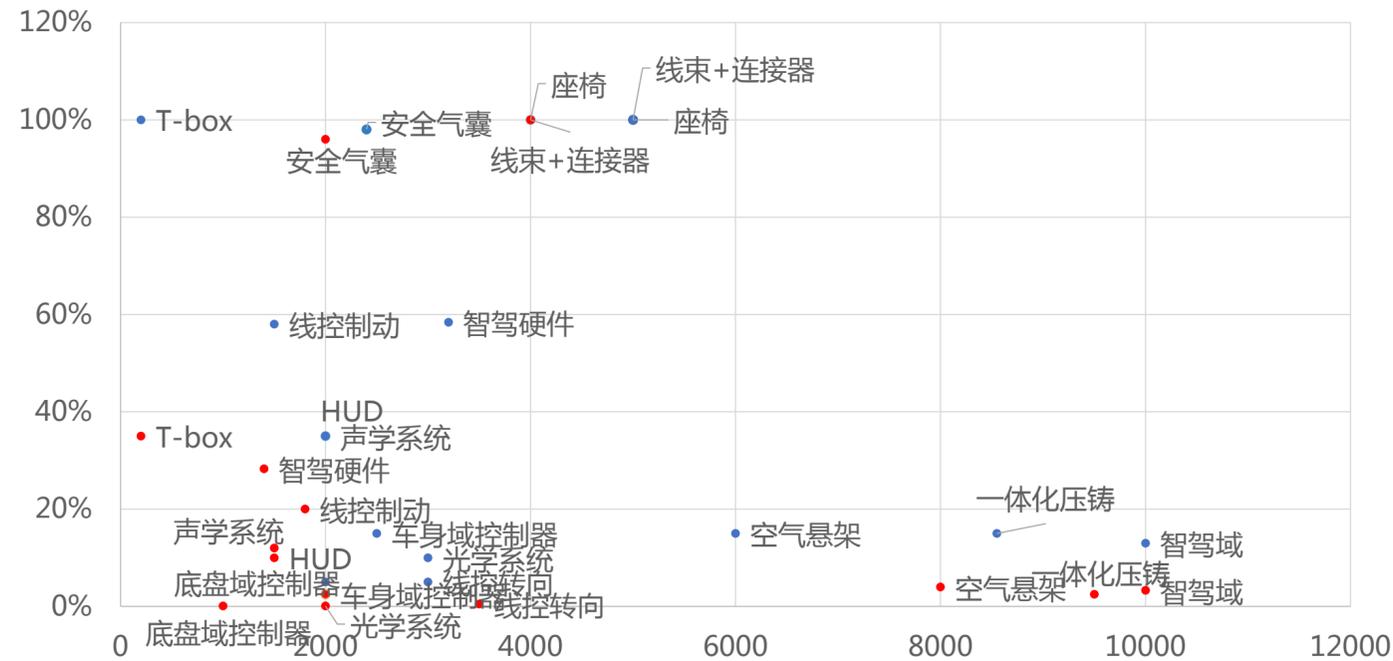
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

H 零部件秩序重塑 | 产品客户双重维度 优选智能电动增量+新势力产业链



H 零部件秩序重塑 | 三条主线 优选域控制器、线控底盘、声学、光学、一体化压铸、座椅

图：核心赛道渗透率和单车配套价值（%；元）



资料来源：佐思产研等，华西证券研究所 注：红色为2022年，蓝色为2025年

表：核心赛道梳理

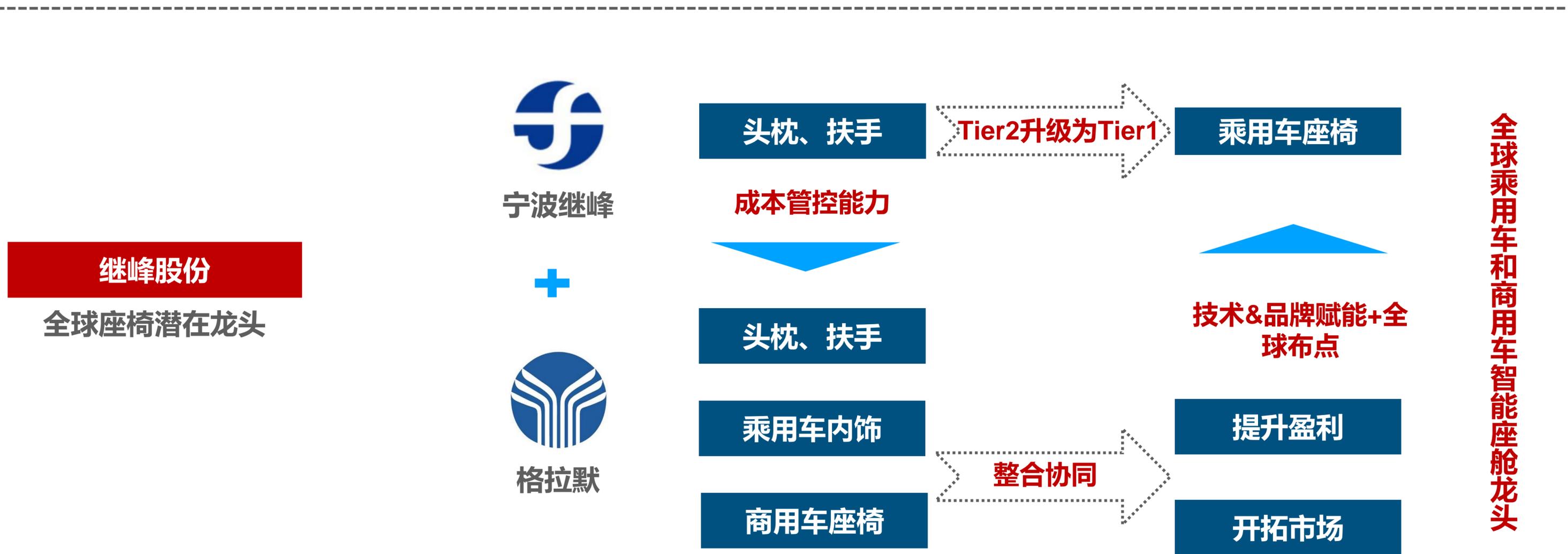
产品赛道	单车配套价值 (元)	渗透率 (%)	国产化率 (%)	全球化进程	竞争格局
域控制器	2,000-10,000	3%-6%	15%-20%	未开始	依赖芯片格局
线控底盘	10,000+	0%	10%	未开始	寡头垄断
车载声学	1,000-2500	12%	>25%	中场	寡头垄断
车载光学	1,500-7,000	<10%	15%-20%	未开始	垄断竞争
一体化压铸	2,000-10,000+	2.5%	6%	加速	垄断竞争
座椅	4,000-10,000	100%	<5% (不考虑延锋)	未开始 (不考虑延锋)	寡头垄断

资料来源：华西证券研究所

三条主线，优选域控制器、线控底盘、声学、光学、一体化压铸、座椅

- ✓ **渗透率加速**：智能化细分赛道处于导入期，渗透率有望加速提升，综合军备竞赛效果和成本考虑，优选线控底盘、域控制器、车载声学、车载光学，此外主机厂降本增效将驱动一体化压铸渗透率进一步提升。
- ✓ **国产替代加速**：燃油车时代由于复杂稳定的供应链关系网，国产替代进程相对缓慢，智能电动汽车时代由于新玩家的加入，打破原有的供应模式，部分赛道的国产替代明显加速，优选座椅。
- ✓ **全球化加速**：一方面因为疫情、缺芯等导致加速海外重资产零部件细分行业加速出清，另一方面海外零部件巨头纷纷转型智能电动业务，战略性放弃偏重资产制造的业务，国内零部件企业借机加速出海，优选轻量化、内饰件。

继峰股份核心推荐逻辑



H 继峰股份核心推荐逻辑

- ✓ **乘用车座椅从0到1，国产替代空间大。**公司2021年10月获得某造车新势力品牌主机厂的乘用车座椅项目定点，是从0到1的突破，2023年1月联合格拉默突破奥迪PPE全球供应体系实现传统豪华品牌从0到1突破，乘用车座椅业务加速突破。乘用车座椅由于天然的安全壁垒+较高的技术壁垒，长期被安道拓、李尔等外资供应商垄断，公司是全球座椅头枕细分龙头，全球市占率25%+，体现较强的成本管控能力，预计未来有望凭借性价比和快速响应能力在乘用车座椅领域加速抢份额，打开成长空间。
- ✓ **拥抱电动智能变革，剑指全球智能座舱龙头。**公司横向拓展乘用车座椅、音响头枕、移动中控系统和扶手、3D Glass玻璃技术等智能化新品，纵向布局智能家居式重卡座舱、电动出风口等，并突破特斯拉、蔚来、理想等造车新势力，剑指智能座舱万亿市场。
- ✓ **整合成效渐显，业绩逐步释放。**2019Q4开始并表格拉默，2020年开启全面整合，包括格拉默组织架构的调整、多举并措降本增效、生产基地布局整合等，经营提升凸显；同时格拉默和继峰联合开拓市场，产品相互赋能，客户相互导入，共同提升市占率。

表：盈利预测

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15,733	16,832	19,521	23,507	26,885
YoY (%)	-12.6%	7.0%	16.0%	20.4%	14.4%
归母净利润(百万元)	-258	126	-1,224	512	750
YoY (%)	-186.7%	148.9%	-1068.4%	141.9%	46.4%
毛利率 (%)	13.6%	14.1%	11.5%	13.4%	14.0%
每股收益 (元)	-0.23	0.11	-1.10	0.46	0.67
ROE	-6.0%	2.7%	-34.1%	12.1%	14.6%
市盈率	-73.61	150.41	-15.53	37.10	25.35

资料来源：Wind，华西证券研究所 注：收盘价截至2022.01.21

- ✓ **投资建议：**在电动智能重塑整零关系的大趋势下，借助新势力实现乘用车座椅从0到1突破，千亿市场国产替代空间大，中长期有望成为全球智能座舱龙头；同时整合成效渐显，新产品和新客户加速拓展，缺芯和原材料涨价缓解下业绩修复弹性高。维持盈利预测：预计22-24年营收为195.2/235.1/268.9亿元，归母净利为-12.2/5.1/7.5亿元，EPS 为-1.10/0.46/0.67元，对应2023年2月2日17.02元/股收盘价，PE分别-16/37/25倍，“买入”评级。
- ✓ **风险提示：**汽车销量不及预期、座椅骨架市占率提升不及预期、竞争加剧、原材料价格波动风险等。

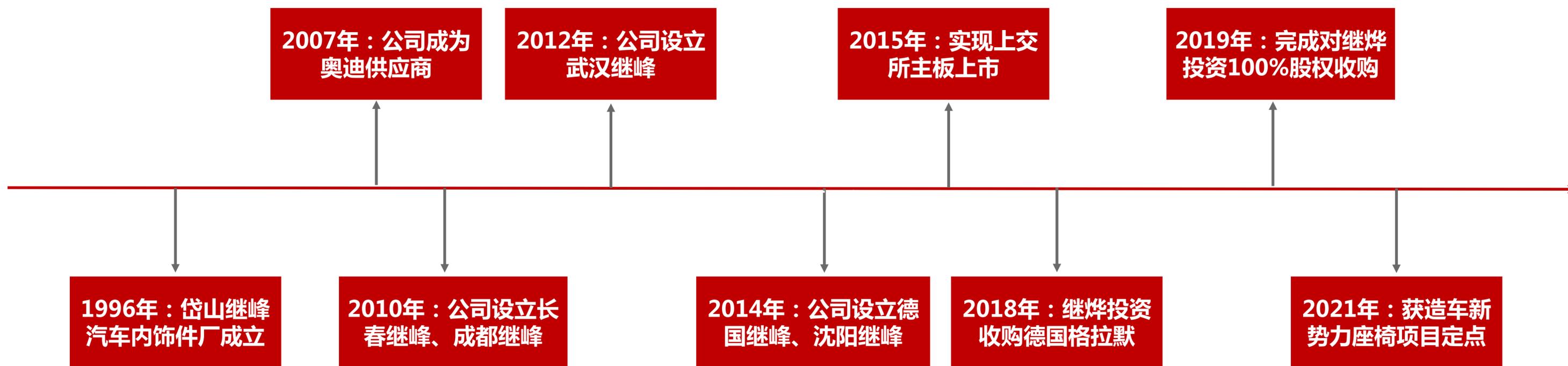


目录

- **1 公司概况：座椅细分龙头 并购格拉默布局全球**
- 2 乘用车座椅：加速国产替代的千亿市场
- 3 核心看点：整合协同 乘用车座椅从0到1
- 4 投资建议和风险提示

H 发展历程 | 深耕于汽车内饰件行业 整合格拉默产品品类扩张

图：公司发展历程



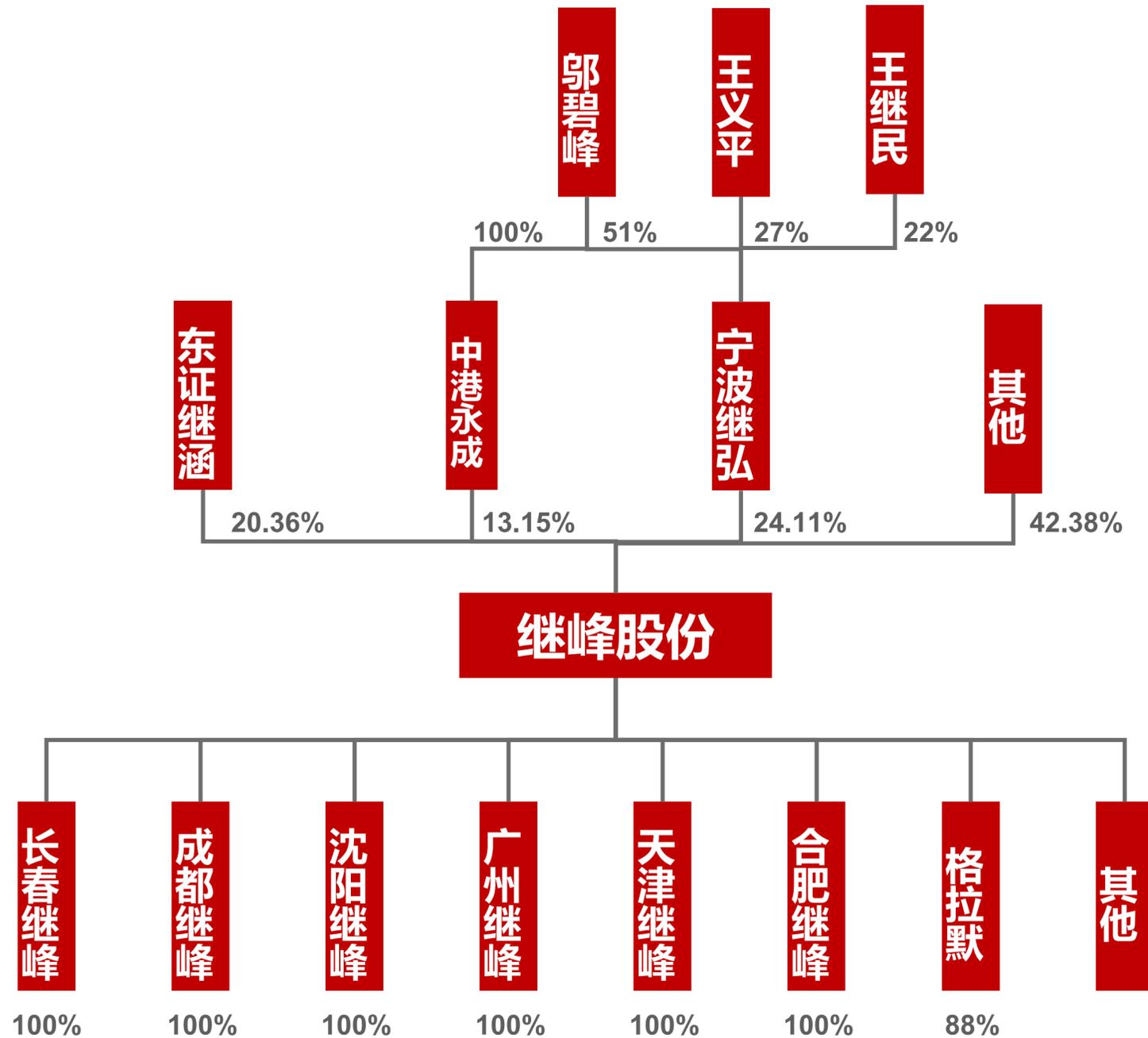
资料来源：公司公告，华西证券研究所

收购格拉默实现全球布局 2021获乘用车座椅定点突破公司

- ✓ 1996年，公司的前身——岱山继峰汽车内饰件厂在浙江舟山成立，2007年获得奥迪供货资格，2010年起公司设立第一家全资子公司：长春继峰。2015年公司在上交所上市交易。2019年公司收购德国百年汽车内饰巨头格拉默，实现全球化的战略布局。公司在全球 20 个国家拥有近 70 家控股子公司。2021年获得主机厂的座椅供应商资格，业务进入新纪元。
- ✓ 乘用车领域，公司主要产品为乘用车座椅头枕、座椅扶手、中控系统等；商用车领域，公司的主要产品为卡车座椅、非道路车辆座椅部件。公司同时为欧系、美系、日系、自主品牌等整车生产厂家提供配套的汽车零部件，与宝马、奥迪、大众、戴姆勒、特斯拉等主机厂及江森、李尔、佛吉亚等座椅厂建立了长期合作伙伴关系。

H 股权结构 | 创始人持股集中 决策高效

图：公司股权结构



资料来源：公司公告，华西证券研究所

集中的股权结构助力高效决策

- ✓ 股权结构上，王义平、郭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 24.11%、20.36% 的股份，同时郭碧峰通过其实际控制的中港永成国际间接持有本公司 13.15% 股份，合计持有公司 57.62% 股份。
- ✓ 继峰集团子公司继烨投资在 2018 年收购德国格拉默 84.2% 的股权，总共花费 49.82 亿元，2019 年继峰集团完成对继烨投资 100% 股权的收购，继峰股份通过继烨贸易、继烨（卢森堡）和继烨（德国）间接持有格拉默 88.11% 股权，实现对格拉默的控股，并于 2019Q4 开始并表。2021 年 4 月，公司对格拉默增资，持股比例提升至 86.2%（不考虑库存股），若考虑库存股，公司持有格拉默的比例为 88.11%。

H 高管团队 | 高学历核心高管提供专业支撑

表：继峰股份高级管理人员简介

高管	简介
王义平	男，1961年出生，中国国籍，持有浙江大学高级研修班证书。曾任宁波继峰总经理，现任宁波继峰董事长兼长春继峰、武汉继峰、成都继峰以及广州继峰等公司执行董事。
邬碧峰	女，1962年出生，中国国籍。曾任宁波继峰执行董事，现任宁波继峰副董事长，兼任宁波继弘投资执行董事及经理、Wing Sing International Co.,Ltd.董事、四川继峰房地产董事长等职。
冯巛	男，1984年出生，中国国籍。曾任宁波继峰商务部销售员、经理、商务总监，现任宁波继峰董事、总经理，兼任宁波继峰缝纫有限公司总经理、Jifeng Auto Parts Co.,Ltd.执行董事、Jifeng Japan株式会社董事、广州华峰汽车部件有限公司董事等职。
郑鹰	男，1963年出生，中国国籍，高级经济师，工程师。曾任福尔达实业总经理、宁波继峰汽副总经理，现任宁波继峰董事、副总经理，兼任武汉继峰监事、宁波一汽四环继峰继峰董事、宁波继峰缝纫监事、沈阳继峰监事等职。
张思俊	男，1984年出生，中国国籍，本科学历，中国注册会计师协会非执业会员。曾任沃尔沃汽车制造有限公司高级经理；上海德勤华永会计师事务所高级审计；公司财务副总监。现任宁波继峰汽车零部件股份有限公司财务总监。
刘杰	男，1975年出生，中国国籍，经济学硕士学历。曾任汉唐证券业务经理；倍利证券(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；新禾控股集团常务副总经理；华商基金投资经理。现任宁波继峰汽车零部件股份有限公司董秘。
王继民	男，1986年出生，中国国籍，硕士学历。曾任宁波继峰汽车零部件有限公司总经理助理、宁波继峰缝纫有限公司董事等职。现任宁波继峰汽车零部件股份有限公司董事，兼任宁波一汽四环继峰汽车部件有限公司董事、宁波继峰贸易有限公司董事兼经理等职。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

H 产品结构 | 乘商齐驱 全球乘用车座椅细分龙头+商用车座椅龙头

图：公司乘用车领域主要产品



图：公司商用车领域主要产品



资料来源：公司公告，华西证券研究所

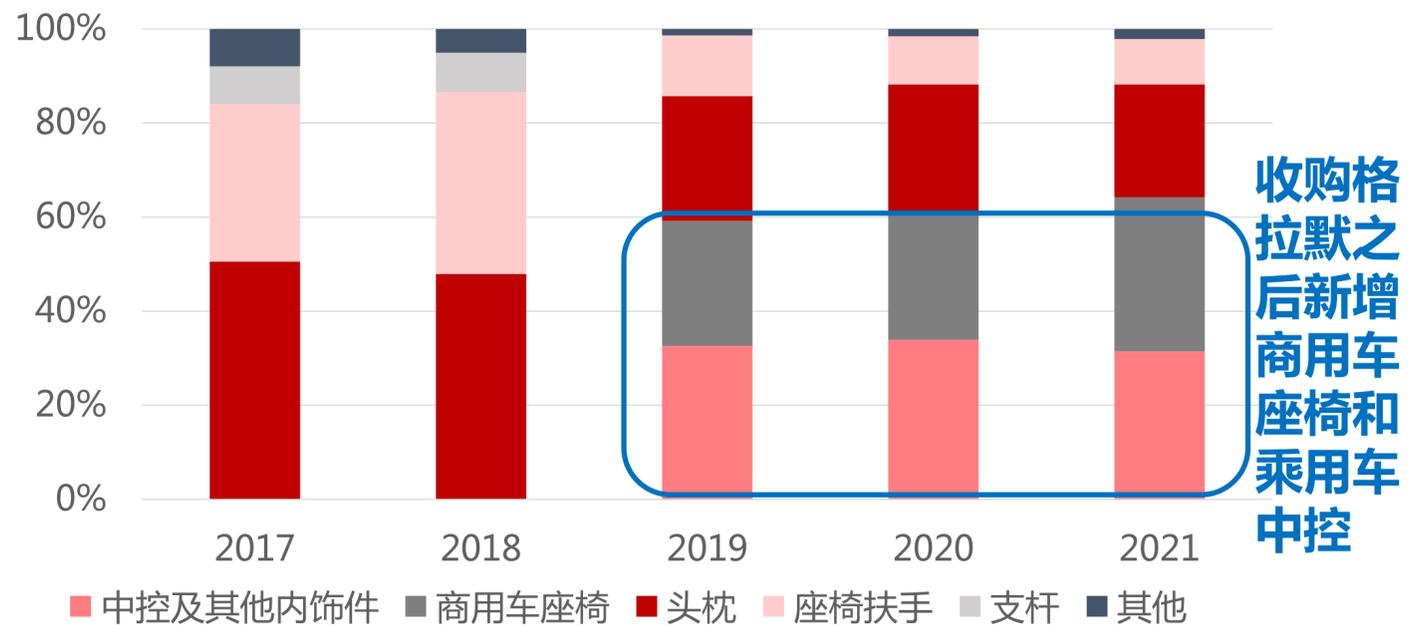
“大继峰” 未来有望成为全球商用车座椅系统龙头

公司是国内乘用车座椅头枕龙头，格拉默是欧美商用车座椅系统龙头，强强联合巩固龙头地位，维持头枕、扶手等主业稳健盈利，“大继峰”（继峰+格拉默）未来有望成为全球商用车座椅系统龙头。

- ✓ **乘用车领域：**公司主要产品为乘用车座椅头枕、座椅扶手、中控系统、内饰部件、操作系统及创新性的热塑解决方案等。
- ✓ **商用车领域：**公司在全球范围内面向农业、建筑机械、叉车、卡车、公共汽车、火车开发并生产相应的驾驶员座椅和乘客座椅。

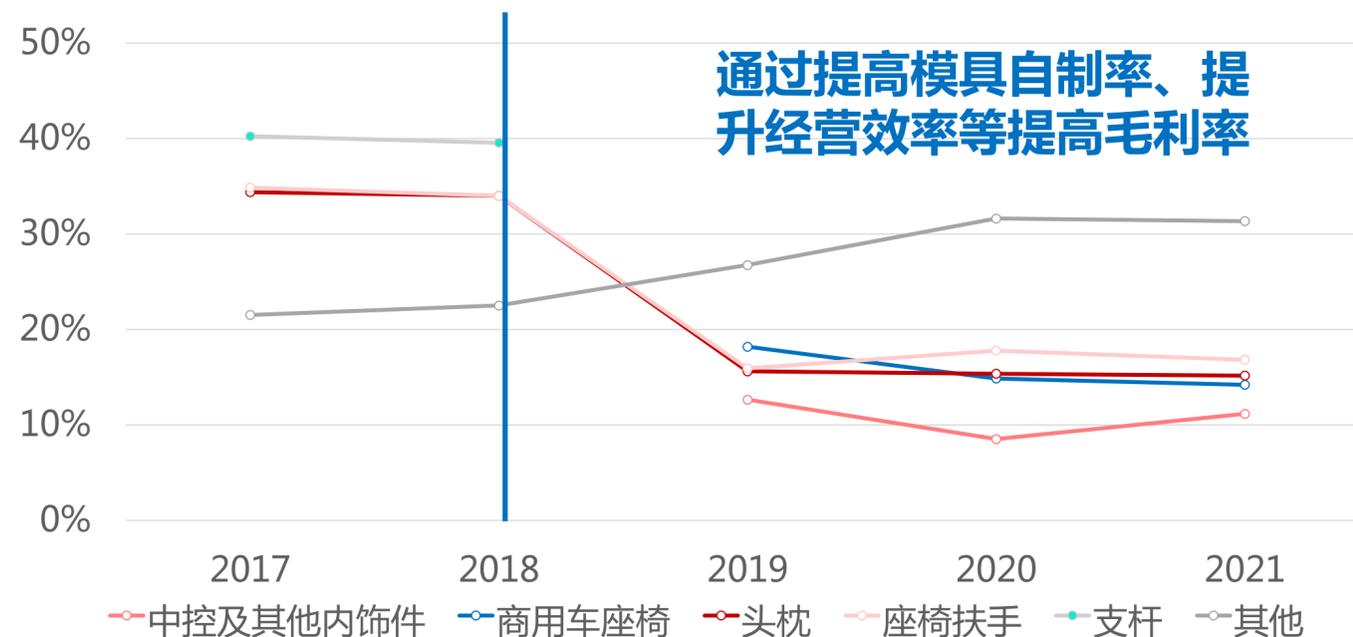
产品结构 | 中控系统和商用车座椅丰富收入构成 毛利率有望提升

图：公司2017-2021营收构成（%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图：公司2017-2021分业务结构毛利率（%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

主要产品

主要客户

乘用车业务

头枕：欧洲市占率第一，中国市占率第三

商用车座椅：欧洲市占率90%，北美市占率40%

头枕	扶手	中控
喇叭盖	出风口	内饰

专用车座椅	商用车座椅	火车座椅
-------	-------	------

格拉默

主要产品

主要客户

头枕	Audi	VW	Mercedes-Benz	Chrysler
扶手	Cadillac	BMW	Ford	Buick
	Ford	Skoda	Citroen	Peugeot
	Mazda	Honda	Nissan	Toyota

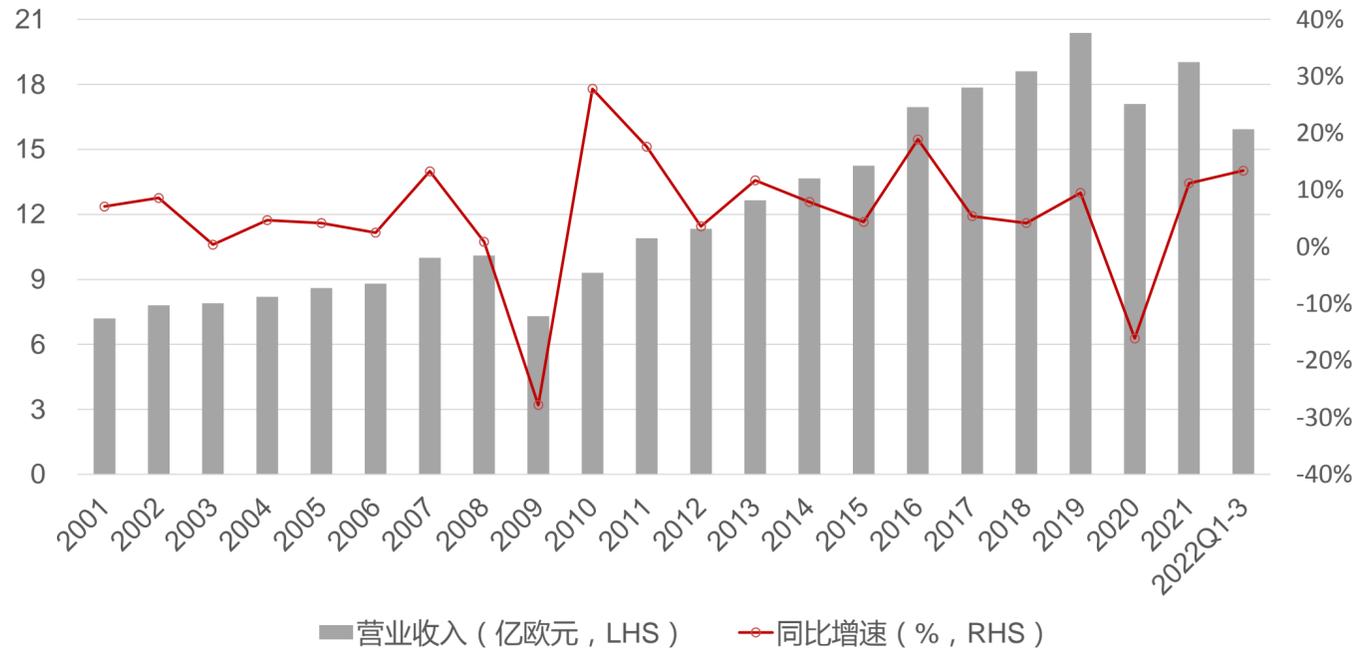
全球乘用车座椅
细分龙头

全球商用车座椅
龙头

继峰本部

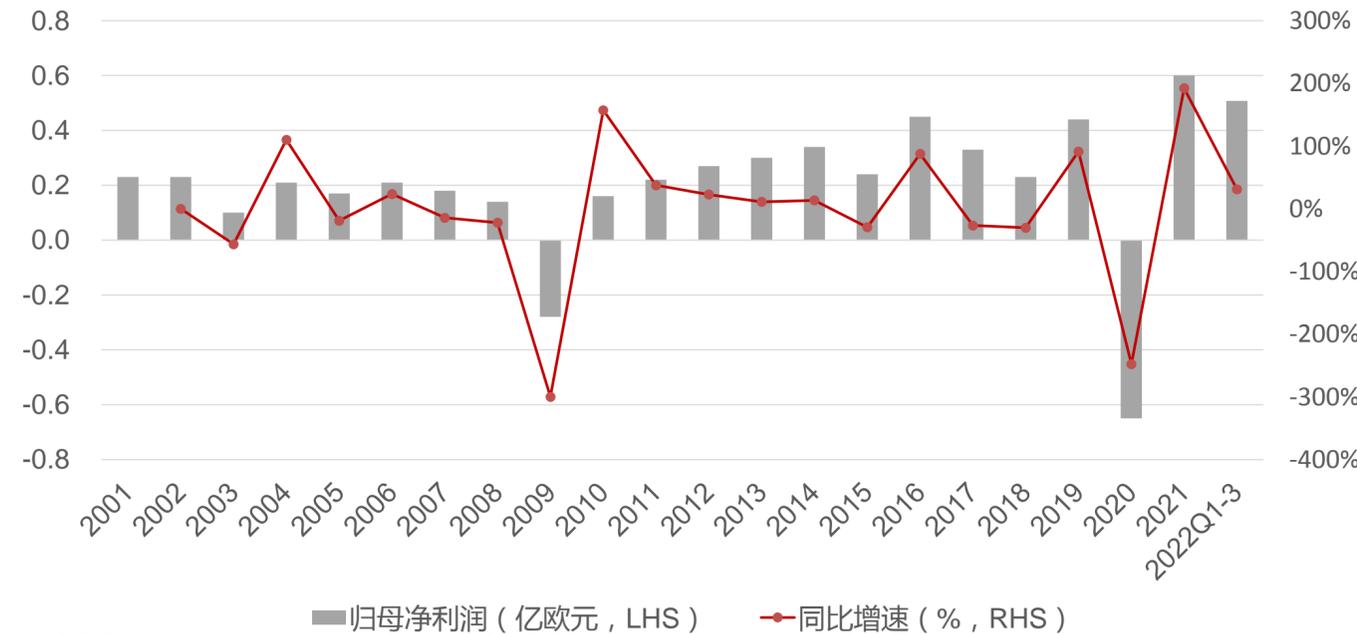
H 财务表现 | 疫情导致业绩短期承压 整合稳步推进将驱动高修复弹性

图：格拉默营业收入及增速（亿欧元；%）



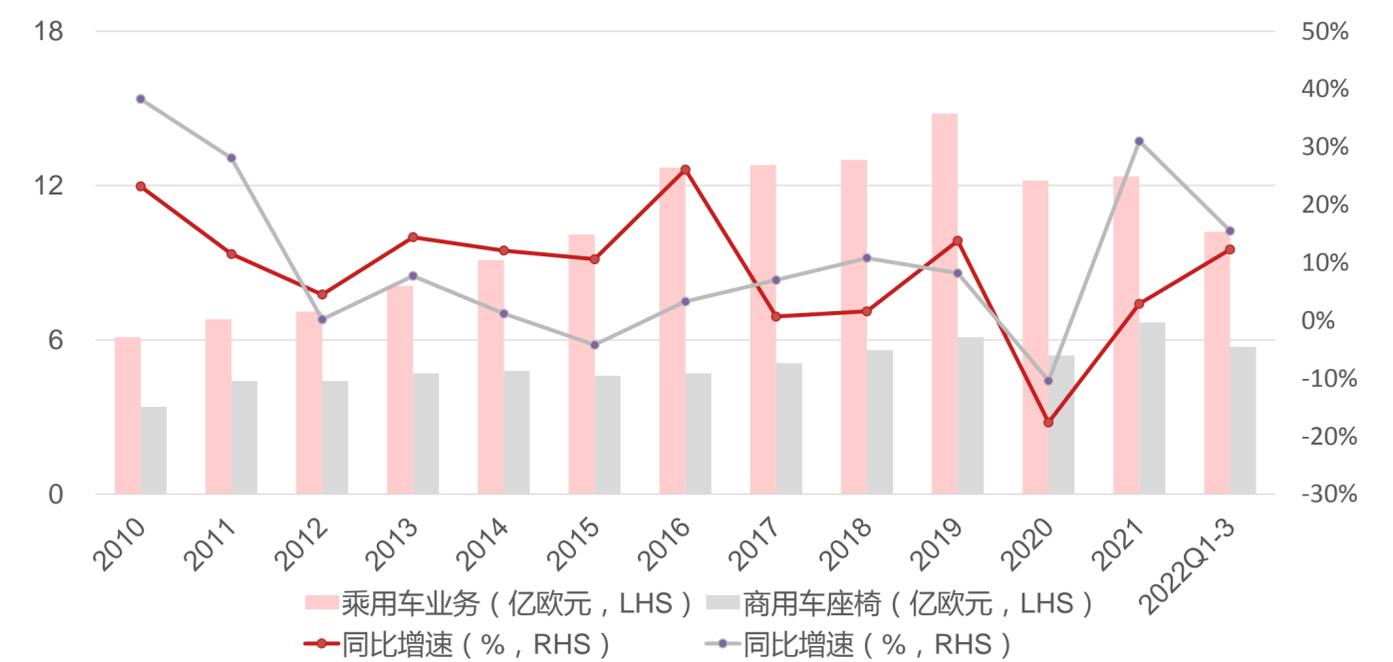
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图：格拉默归母净利润及增速（亿欧元；%）



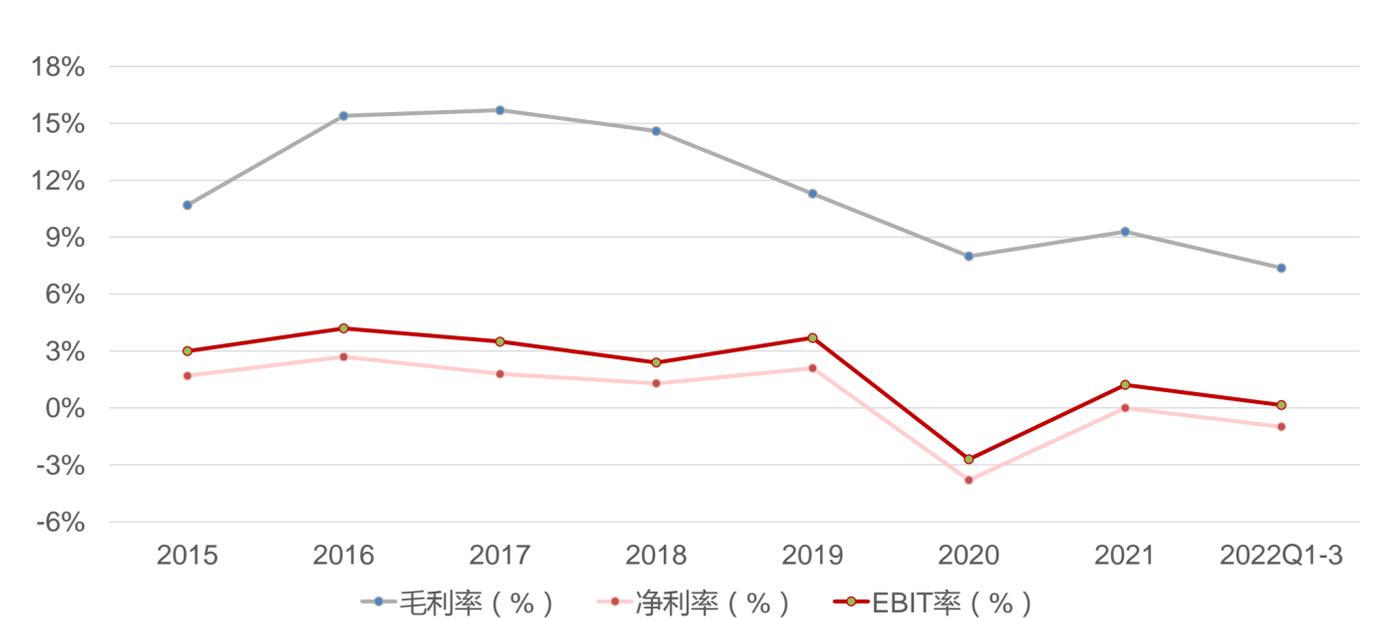
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图：格拉默分业务收入及增速（亿欧元；%）



资料来源：公司年报，华西证券研究所

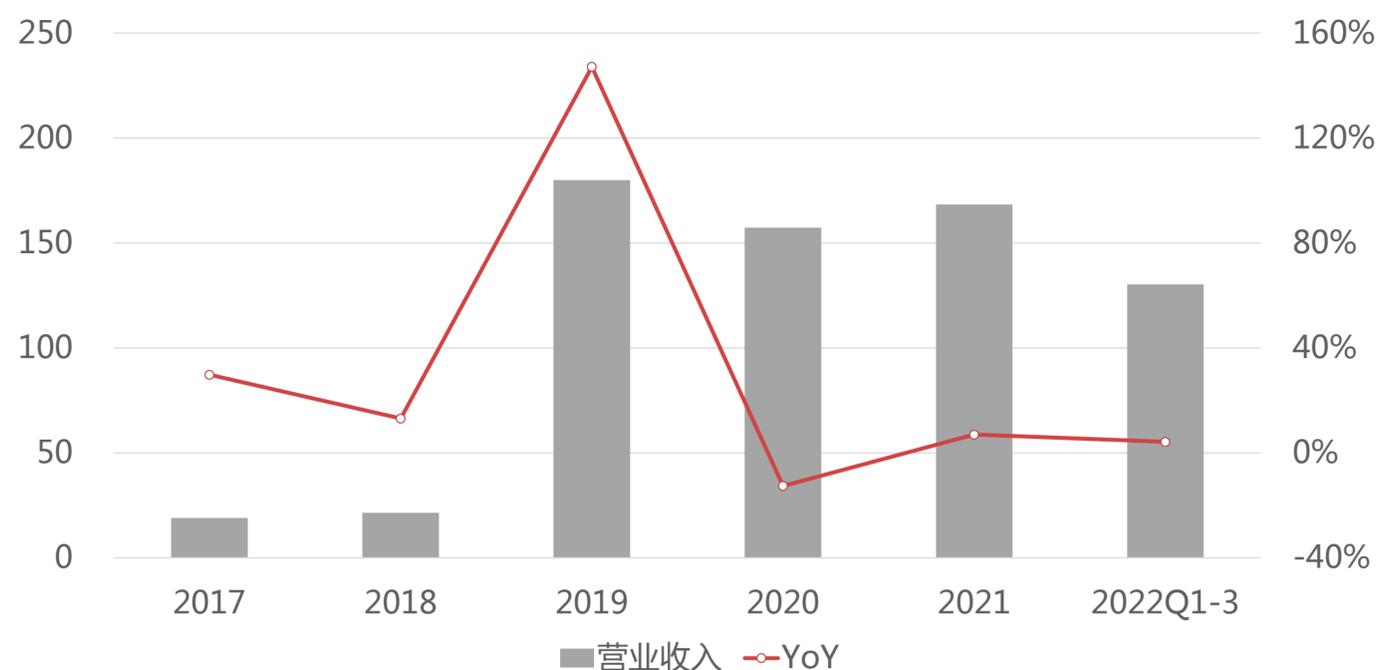
图：格拉默盈利能力（%）



资料来源：公司年报，华西证券研究所

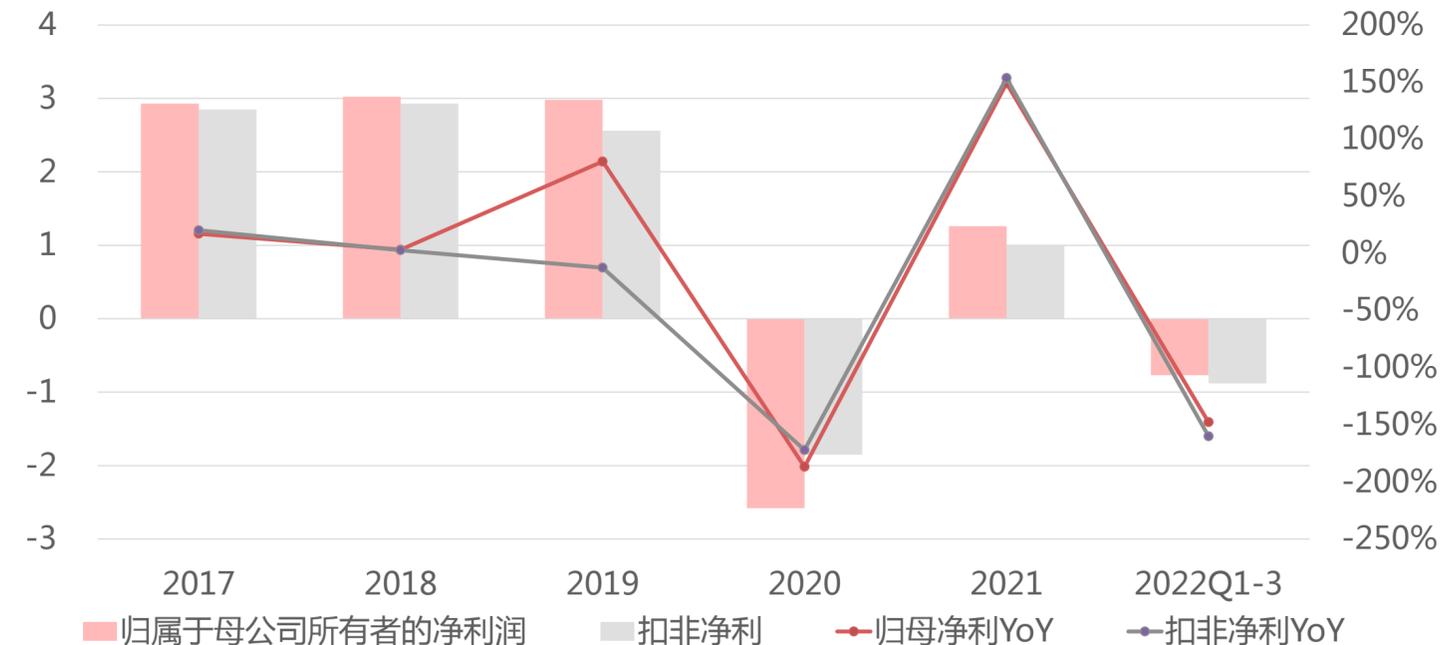
H 财务表现 | 疫情导致业绩短期承压 整合稳步推进将驱动高修复弹性

图：公司2017-2022Q3营业收入及增速（亿元；%）



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图：公司2017-2022Q3归母净利及增速（亿元；%）



资料来源：公司年报，华西证券研究所

并购后收入规模显著扩大 整合成效渐显下业绩将逐步上行

- ✓ 公司2019Q4正式将格拉默并表，格拉默2019年营业收入为20.4亿欧元，公司合并收入2019年开始骤增，高达180亿元。自此，公司收入规模明显扩大。受全球疫情影响，公司及下游客户在全球范围内均有不同程度的停工停产，公司2020年营业收入同比大幅下滑，净利润为负。
- ✓ 公司积极寻求优化业绩手段，于2020年下半年和格拉默签订联合采购协议以降低采购成本，同时整合集团工厂以共享产能、提高效率。公司正在逐步摆脱疫情的影响，整体业绩得到改善，2021年实现收入168.32亿元，同比增长6.99%，归母净利1.26亿元，同比增长148.94%。全球汽车行业虽然未恢复到2019年水平，但是公司盈利水平正积极恢复至2019年同期水平。

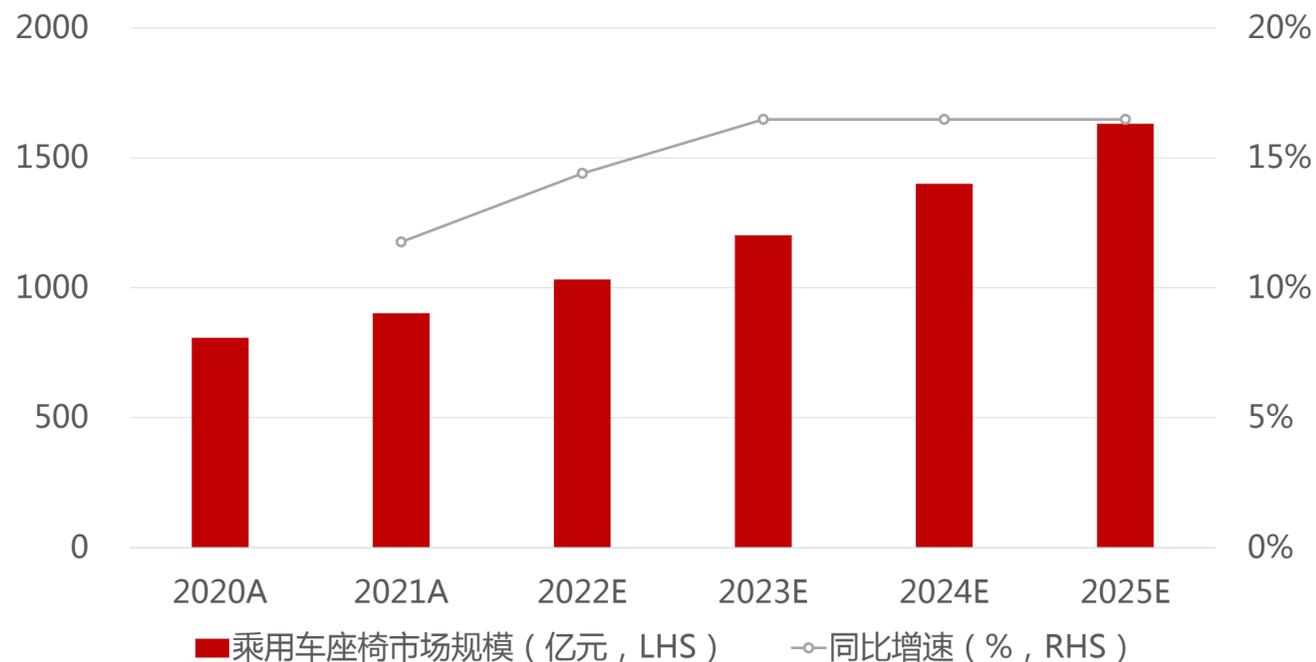


目录

- 1 公司概况：座椅细分龙头 并购格拉默布局全球
- **2 乘用车座椅：加速国产替代的千亿市场**
 - ✓ 2.1 市场空间：消费升级主导赛道扩容 市场空间超千亿
 - ✓ 2.2 供需分析：消费者最易感知赛道 新势力配置热情高
 - ✓ 2.3 座椅趋势：新势力内卷 座椅升级趋势明显
 - ✓ 2.4 市场格局：Tier1集中度高 座椅国产化起步
- 3 核心看点：整合协同 乘用车座椅从0到1
- 4 投资建议和风险提示

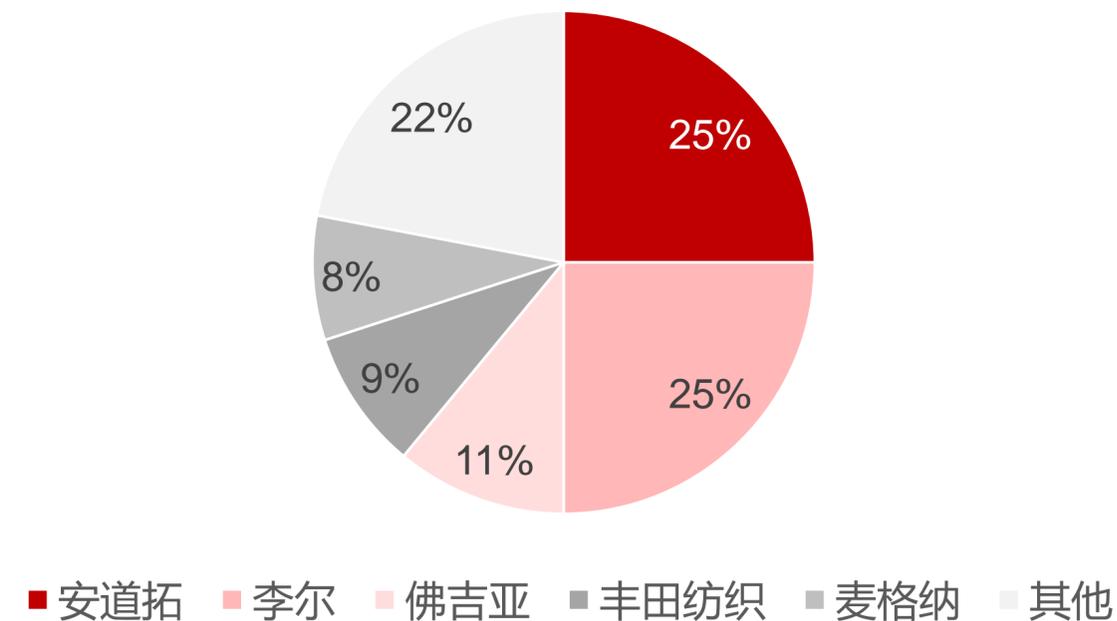
H 市场空间 | 消费升级主导赛道扩容 国内市场集中度高

图：中国乘用车座椅市场规模及增速（亿元；%）



资料来源：华西证券研究所

图：2021年国内汽车座椅行业格局



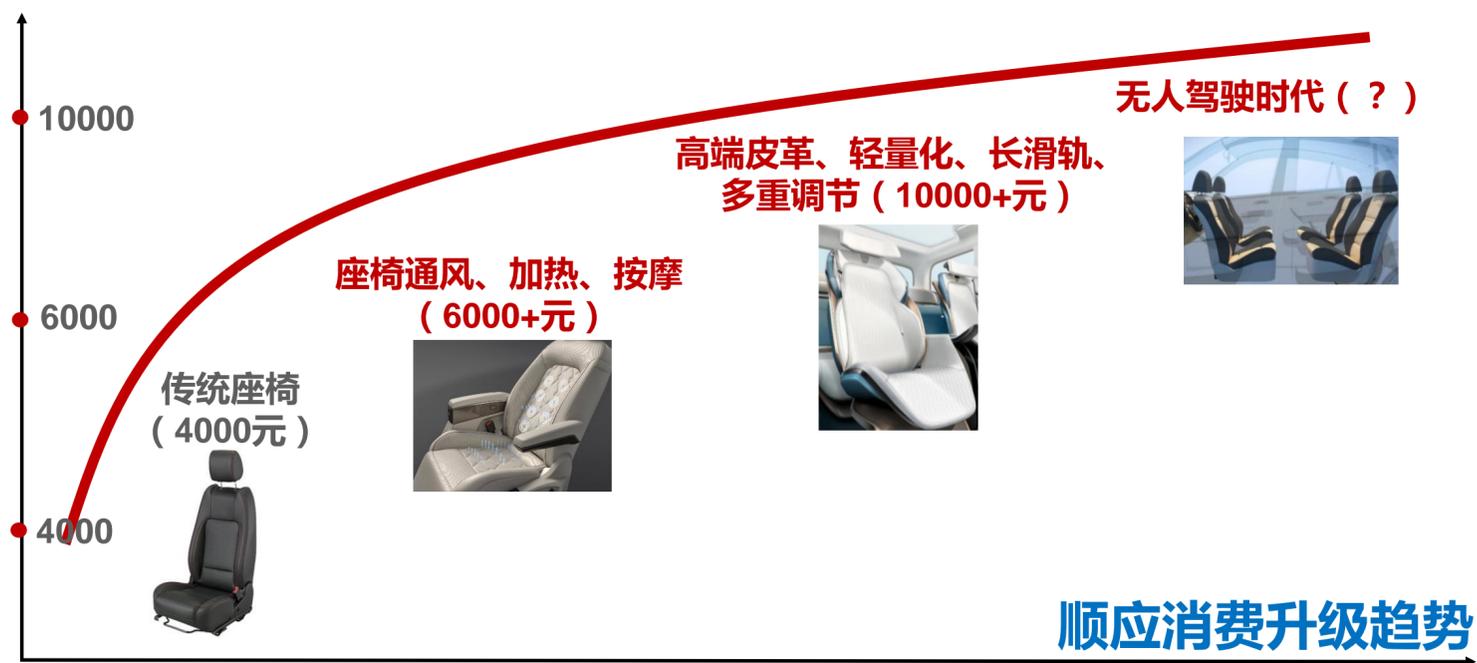
资料来源：Marklines，华西证券研究所

2025年市场空间超1600亿元 国产Tier 2向总成方向发展

- ✓ **消费升级主导赛道扩容**：座椅是最易被消费者感知的赛道之一，消费者付费/主机厂堆料意愿双轮驱动，新功能延申+舒适度提升+智能化加持，单车ASP预计从4000元提升至2025年6500元，对应2025年市场空间超1600亿元，CAGR达16.5%。
- ✓ **竞争格局**：市场集中度高，Tier 1 CR5 > 70%，国内2021年集中度达69%；合资格局稳固，份额根据对应主机厂销量变动，延锋安道拓2021年分家，带来头部格局变化；新势力供应链趋向于扁平化，车型迭代加速，对供应商快速响应及密切配合的需求空前提升，且新势力在智能驾驶等硬件耗费过多，对其他产品（座椅等）成本控制意愿更高，国产Tier 2有望借助自主及新势力向总成方向发展。

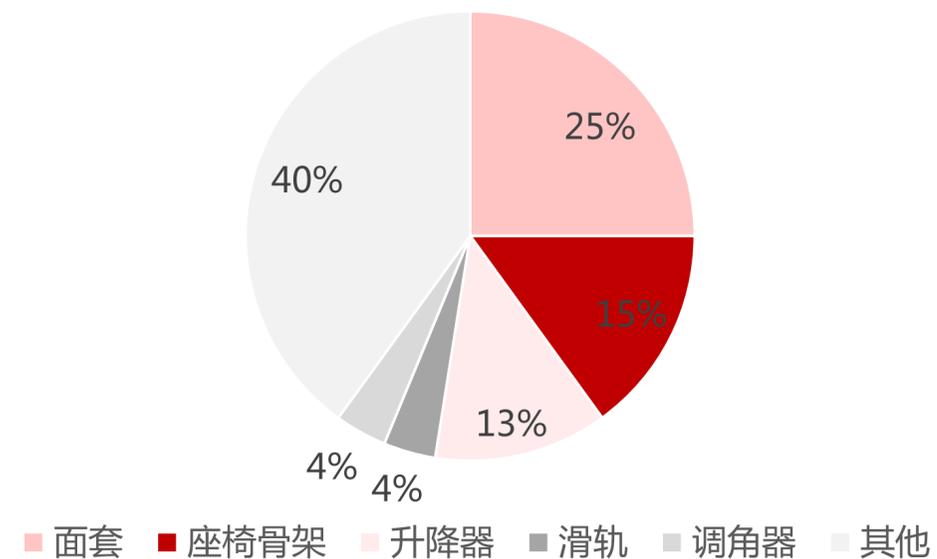
H 市场空间 | 供求双重驱动 ASP持续上行

图：座椅单车价值量逐步提升



资料来源：华西证券研究所

图：乘用车座椅零部件成本占比 (%)



资料来源：公司公告，汽车之家，华西证券研究所

新势力内卷 推动ASP提升更快

- ✓ 座椅具备消费属性，易被用户感知，ASP提升速度加快。
- ✓ 量方面，传统燃油车中座椅高级功能主要围绕主驾位和副驾位配置，而新能源汽车打造用户“第三空间”，中后排座椅重要性提升，理想L9全车座椅配备电动调节和座椅加热。
- ✓ 价方面，座椅通风、加热、按摩等功能渗透率提升，高端皮革、轻量化、长滑轨、多重调节等功能相继落地，驱动单个座椅价值量向万元突破。

面套、骨架占比高 升级趋势带动价值量提升

- ✓ 目前座椅骨架约占座椅总成本的15%，伴随电动车对轻量化需求提升，座椅骨架采用新型材料或成为必选，骨架成本占比和单车价值量有望进一步提升，预计2025年市场空间有望达245亿元。
- ✓ 座椅面套是整车面积最大的内饰件，直接影响驾乘体验，随着技术逐渐成熟，新型面料涌现，预计2025年市场空间有望达400亿元。



目录

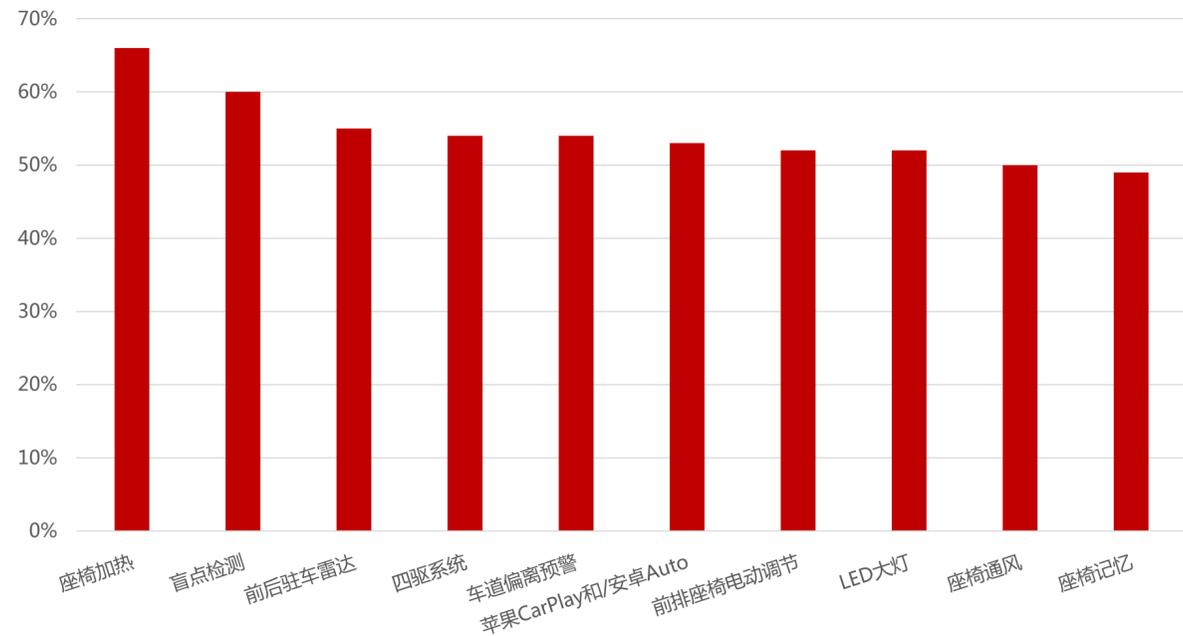
- 1 公司概况：座椅细分龙头 并购格拉默布局全球
- **2 乘用车座椅：加速国产替代的千亿市场**
 - ✓ 2.1 市场空间：消费升级主导赛道扩容 市场空间超千亿
 - ✓ **2.2 供需分析：消费者最易感知赛道 新势力配置热情高**
 - ✓ 2.3 座椅趋势：新势力内卷 座椅升级趋势明显
 - ✓ 2.4 市场格局：Tier1集中度高 座椅国产化起步
- 3 核心看点：整合协同 乘用车座椅从0到1
- 4 投资建议和风险提示

图：小鹏P5汽车座椅



资料来源：小鹏汽车，华西证券研究所

图：人们最感兴趣的十项汽车功能



资料来源：汽车之家，华西证券研究所

座椅最易被消费者感知 消费升级主导产品力提升

- ✓ 根据美国的汽车媒体AutoPacific发起的“人们最感兴趣的10项汽车功能”调查，前十项中与座椅相关的配置占到了四项，分别是座椅加热、座椅通风、座椅记忆和前排座椅电动调节。
- ✓ **新功能不断延伸**：1) 包含座椅记忆、加热、通风、按摩功能以及零重力座椅等渗透率持续提升；2) 座椅为智能座舱的重要组成部分，承载着座舱向第三空间转变，灵活移动成为新的方向。
- ✓ **轻量化推动**：双碳+新能源背景下，座椅轻量化成为新的方向，其中骨架为轻量化的核心，主要通过提升镁铝合金等轻量化材料的应用与结构设计的优化。
- ✓ **面料在技术推动下加速涌现**：皮革经历三代演变，PVC革——PU革——油性超纤革，从前两代平面纤维结构发展成立体式，回弹性更好。法规鼓励向生产更为环保绿色的合成皮革转变，包含水性超纤革等合成材质应用前景广阔。

H 需求端 | 直接影响驾驶体验 终端用户买单意愿高

图：蔚来ES6和EC6用户个性化选项与费用（元）

项目	主驾	副驾*	二排
座盆角度调整	200	200	-
靠背角度调整	-	-	200
座椅调软	500	500	1,000
头枕调整	200	200	-

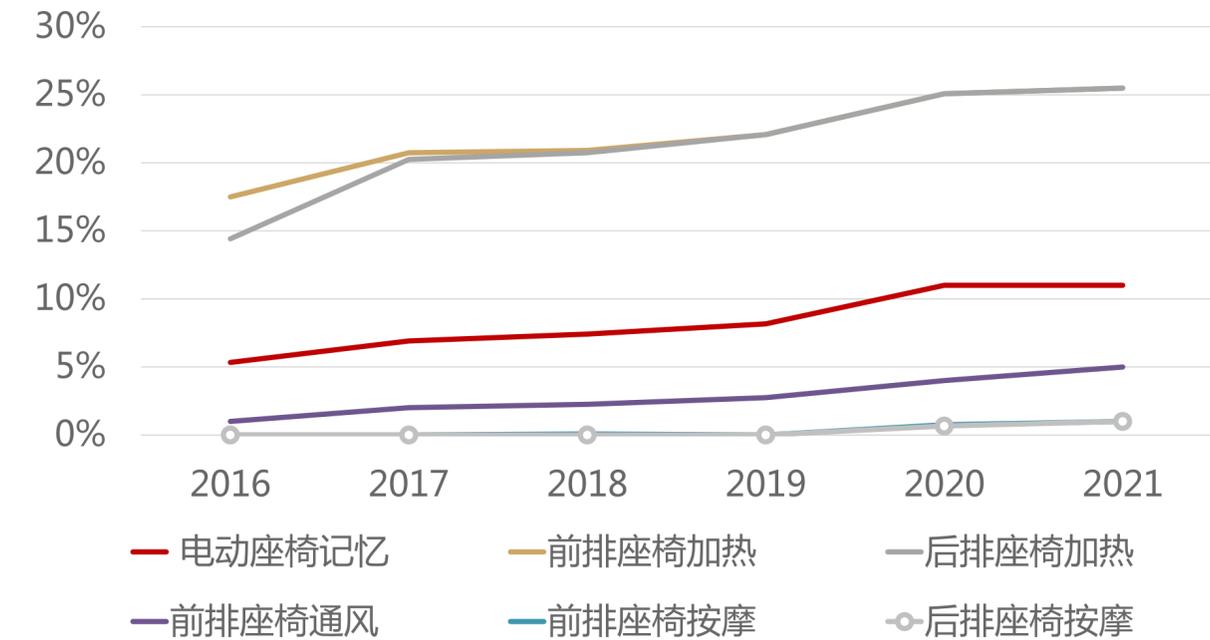
提供免费取送车服务
支持积分支付
*女王副驾不可调整座盆角度

资料来源：车家号，华西证券研究所

舒适度及功能诉求提升 买单意愿增强

✓ 蔚来针对消费者对座椅舒适度的建议，推出个性化改装选项，用户通过车商城支付预订金，沟通/实车体验后确认个性化方案，安装完成付费。

图：2016-2021中国乘用车座椅功能渗透率（%）



资料来源：佐思汽研，华西证券研究所

功能性座椅渗透率提升

✓ 功能性座椅渗透率快速提升，座椅加热渗透率从2016年不足15%提升至25%以上，座椅记忆在此期间从5.3%提升至11%。

H 供给端 | 高端化+立品牌 新势力与自主配置热情高

图:蔚来ET5运动座椅



资料来源：蔚来官网，华西证券研究所

表:零重力座椅布局车企

车企	车型	指导价 (万元)
日产	天籁	17.58-29.88
日产	逍客	13.98-18.98
日产	奇骏	17.98-26.88
长安汽车	UNI-K	14.59-18.49
红旗	红旗H9	30.98-53.98
宝马	X7	99.9-169.8
奔驰	奔驰E级	32.29-43.49
北汽集团	BEIJING-X7	10.49-14.69
金康赛力斯	问界M7	31.98-37.98

资料来源：搜狐汽车，易车网，华西证券研究所

新能源车企彰显豪华必备

- ✓ 新能源重新定义豪华：简约+用料+科技，座椅成为核心载体。
- ✓ ET5座舱延续第二起居室的理想，简约不失豪华。
- ✓ 功能上，采用运动造型，可选择加热、通风和同级罕有的按摩功能；用料上，全系标配Clean+ 环保材料，选装Microfiber超纤绒顶棚和Nappa真皮。

自主拔高品牌 配套车型价位大幅下探

- ✓ 相比于合资品牌，自主将中高端车型标配的功能下探至普通车型。
- ✓ Nissan早在2005年开始研究零重力座椅，现有产品理念延续，新能源在此基础上扩大座椅调节范围与功能配置。

H 供给端 | 对照同级别车型 新能源车座椅配置更豪华

表:20万元级别燃油车及新能源车座椅配置对比

	售价 (万元)	动力类型	座椅面料	座椅加热	座椅记忆	座椅通风	按摩	附注
迈腾	18.69-30.99	燃油	真皮	标配	选配	选配	选配	
汉	20.98-27.95	纯电/混动	仿皮/真皮	标配	选配	标配	选配	顶配款车型 标配按摩
雅阁	16.98-25.98	燃油	织物/仿皮/真皮	选配	选配	选配	-	
天籁	17.98-26.98	燃油	织物/仿皮/真皮	选配	-	-	-	
小鹏P5	16.27-22.93	纯电	仿皮/真皮, 选配Nappa真皮	标配	选配	选配		智能睡眠空间(包含Nappa真皮等多重功能) 选配12000元

资料来源: 易车网, 华西证券研究所

表:30万元级别燃油车及新能源车座椅配置对比

	售价 (万元)	动力类型	座椅面料	座椅加热	座椅记忆	座椅通风	按摩	附注
奥迪A4	30.68-39.68	燃油	标配仿皮, 选配皮 /Alcantara混搭费用5000元	2300元选装费	2500元选装费	9900元选装费	-	
ET5	32.8-38.6	纯电	标配真皮/仿皮, 选配Microfiber超纤绒顶棚和Nappa真皮	标配	标配	选配	选配	包含前排座椅14向电动调节、通风、按摩、后排座椅加热、智能香氛、负离子发生器合计9500元
宝马3系	28.11-39.89	燃油	仿皮	选配	标配	-	-	前排座椅加热加热远程发动机启动合计5000元
极氪001	29.9-36.8	纯电	真皮	标配	标配	选配	选配	顶配款车型标配通风、按摩

资料来源: 易车网, 华西证券研究所

打造“第三空间” 新能源汽车全车座椅配置升级

- ✓ 新能源车以电动化、智能化为主要卖点，主要发力在“智能驾驶”和“智能座舱”。各大车企基于“第三空间”概念打造智能座舱的过程中，更加重视汽车座椅的个性化、舒适性和科技感，服务对象也从驾驶员向副驾乃至后排的乘客进行拓展，全车座椅配置升级。
- ✓ 相比于燃油车，新能源车的座椅系统更注重娱乐、社交和场景设计，打造了更丰富的驾乘体验，所以在相同价位的新能源车与燃油车上，新能源车的座椅配置更豪华、功能更丰富。受新能源汽车带动，燃油车座椅也将进一步升级；随着新能源车渗透率逐渐提升，汽车座椅市场空间将持续扩容。



目录

- 1 公司概况：座椅细分龙头 并购格拉默布局全球
- **2 乘用车座椅：加速国产替代的千亿市场**
 - ✓ 2.1 市场空间：消费升级主导赛道扩容 市场规模超千亿
 - ✓ 2.2 供需分析：消费者最易感知赛道 新势力配置热情高
 - ✓ **2.3 座椅趋势：新势力内卷 座椅升级趋势明显**
 - ✓ 2.4 市场格局：Tier1集中度高 座椅国产化起步
- 3 核心看点：整合协同 乘用车座椅从0到1
- 4 投资建议和风险提示

H 座椅趋势 | 新势力内卷 座椅升级趋势明显

图：问界M7 AITO零重力座椅



图：蔚来ES8 女王副驾



图：阿维塔11 环拥式感应座舱



图：理想L9 全车座椅



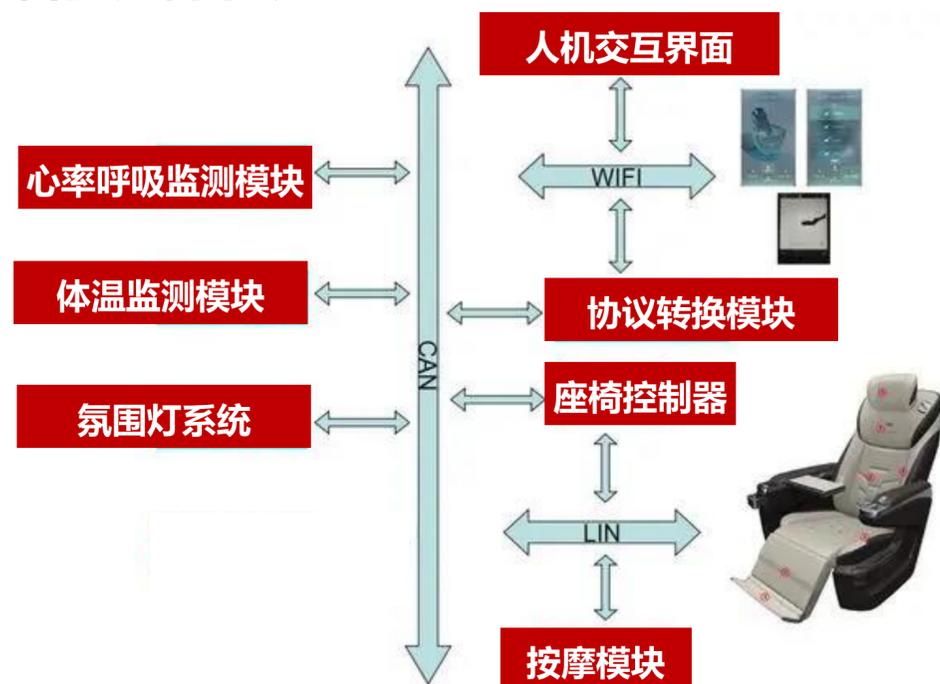
资料来源：各公司官网，华西证券研究所

新势力推动座椅内卷 座椅向智能化、功能定制化、轻量化、新型面料升级

- ✓ 座椅消费者感知能力强，因消费升级及新势力内卷影响，座椅升级趋势明显，向智能化、功能定制化、轻量化、新型面料等多方面升级，豪华座椅不断涌现。
- ✓ 问界M7搭载业内首款商用AITO零重力座椅，拥有独创3轴动态调节，并加入了智能悬浮抬升机构和四向腿托调节，支持14向多段位角度的个性化调节。
- ✓ ES8首创“女王副驾”与“亲子模式”，可实现最大160°调节，并配备有电动调节腿托以及脚托，全部展开后可以营造舒适的半躺姿势；同时配有超长滑轨，可以让副驾向后滑行至第二排位置，便于照顾后排儿童，引领副驾座椅的消费属性升级趋势。
- ✓ 阿维塔11后排座椅采用太空舱式环绕布局，具备前28°后12°调节、加热、按摩等功能，后排中央扶手具备功能触控面板及手机无线快充功能。座椅采用NAPPA真皮及超纤麂皮绒材质，具备99%抗菌率，内饰风格酷似太空座舱，拥有极致科技感体验。
- ✓ 理想L9采用“2+2+2”六座布局，全部6个座椅均配备电动调节和座椅加热，全部座椅采用3D舒适性海绵填充；前两排4个座椅配置座椅通风、侧翼加热、SPA级十点按摩，采用Nappa真皮。二排右侧为头等舱座椅，加装四向电动腿托和折叠桌板。

H 座椅智能化 | 座椅是智能座舱的重要组成部分

图：汽车智能座椅系统



资料来源：经纬恒润，华西证券研究所

图：座椅健康监测与防疲劳驾驶系统



资料来源：汽车之家，华西证券研究所

座椅是智能座舱的重要感知器与执行器

- ✓ 智能座舱越来越倾向于将乘员的控制由被动导向转变为主动导向，座椅作为与乘员接触面积最大的部件，具有监控乘员实时状态并主动干预的重要作用。座椅的功能拓展是智能座舱升级进步的必由之路，目前已主要基于座椅实现的智能座舱功能主要有：
- ✓ **健康监测与防疲劳驾驶**：安装座椅靠背后面安装的传感器可监测驾驶员的心跳和呼吸节奏等各项身体指标，反馈出驾驶员的驾驶状态。当检测出驾驶员疲劳驾驶时，通过座椅内的振动电动机来使座椅抖动，刺激驾驶员使其保持清醒；当检测出用户疲劳时，座椅会自动开启按摩、通风或加热，来缓解用户的不适感。
- ✓ **驾驶员便捷进出与座椅联动**：驾驶员进出座椅时，座椅自动调节到指定位置，留出较大空间供驾驶员上下车；准备驾驶时，根据驾驶员的调节历史，因人而异调整至理想位置。主动检测车内乘员数量，协调车内全部座椅，获得更大乘坐空间。

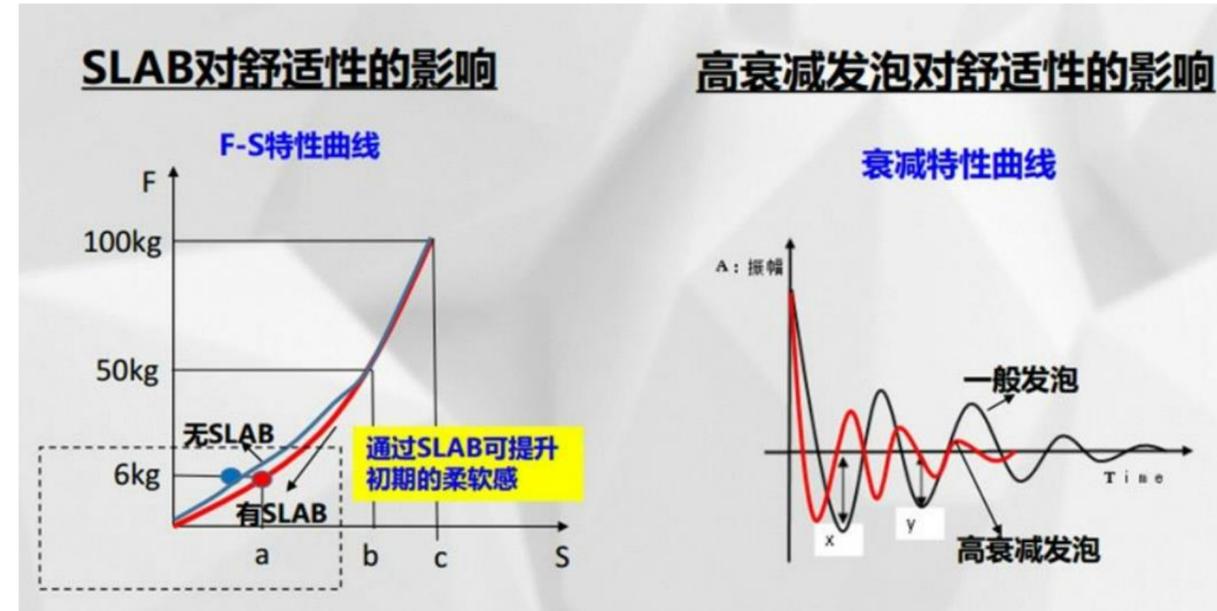
H 功能定制化 | 个性化升级引领 座椅功能不断延伸

图: 座椅功能



资料来源：搜狐汽车，华西证券研究所

图:座椅曲线和发泡结构为零重力座椅核心



资料来源：爱卡汽车，华西证券研究所

消费升级驱动座椅向差异化、定制化升级

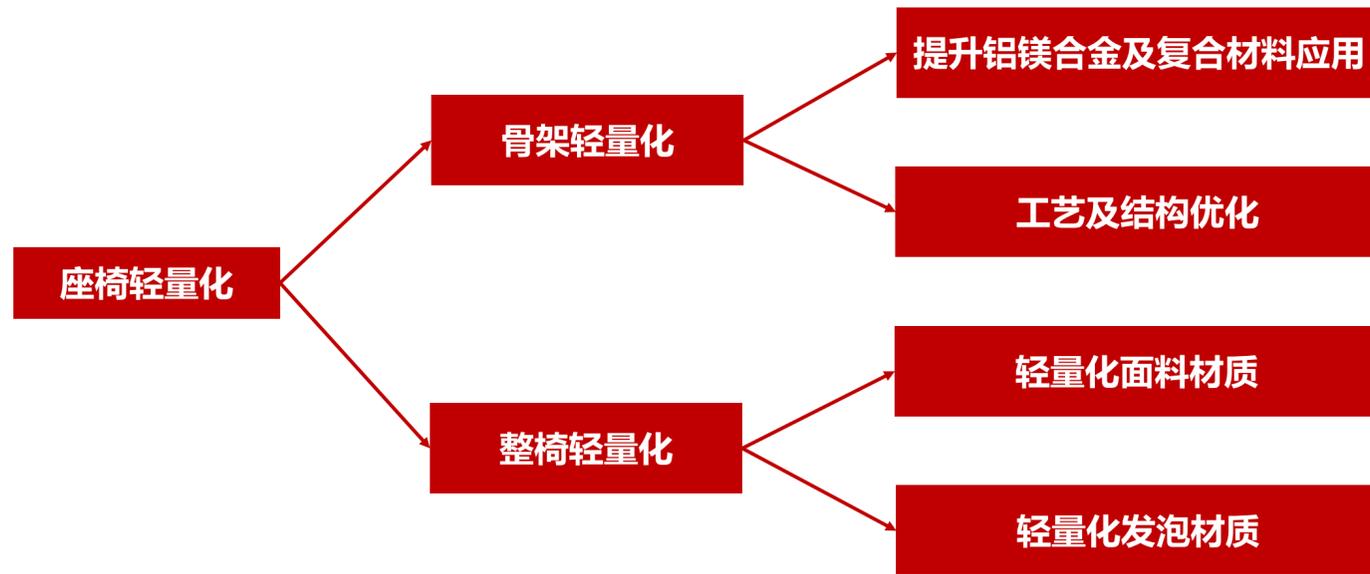
- 1) 记忆功能：在座椅中内置了记忆芯片，通过电机、传感器和ECU控制座椅位置的调整以还原用户的座椅位置、角度等。
- 2) 座椅加热：在座椅中布满电阻加热丝并缝合在座椅罩内以实现座椅加热，通过温度传感器监控温度。
- 3) 座椅按摩：在座椅内加入气动装置，通过电子振荡器改变气压腔内的压力使座椅椅面运动以达到按摩目的。
- 4) 座椅通风：在座椅坐垫和靠背发泡背面上增加风扇，通过风扇将空气吸入再向上渗透流向座椅面套表面，起到散热的所用。

零重力座椅热度大幅提升 彰显未来科技感

- ✓ 设计灵感来自于NASA的零重力环境下宇航员中性身体姿势（NBP）研究，从而减轻人体对抵抗重力的损耗。
- ✓ 通过优化座椅的断面，尽可能贴合乘员身体曲线，带来更好的乘坐体验。
- ✓ 技术核心：座椅曲线和发泡结构，天籁采用SLAB+高衰减发泡组合，提供柔软的乘坐感+有效抑制行车振动。

H 座椅轻量化 | 座椅轻量化新趋势 座椅骨架为核心

图：座椅轻量化技术路线



资料来源：华西证券研究所

图：延锋安道拓轻量化CMS-STD骨架



资料来源：搜狐汽车，华西证券研究所

双碳+新能源背景下 座椅轻量化成为新的方向

- ✓ 座椅轻量化主要通过骨架轻量化和整椅轻量化两种途径，其中骨架轻量化为核心。
- ✓ 座椅占汽车总质量的6%，为座舱空间最大的零部件，整套座椅（包含导轨、传感器以及结构件等）重量在100Kg左右。
- ✓ 轻量化对于提升电车续航、降低燃油车排放效果显著：电动汽车整车重量每降低100kg，续航里程可增加6%-11%；传统汽车重量每降低10%，油耗降低6%-8%。

H 新型面料 | 技术革新推动 新型面料涌现

图：座椅面料材质



资料来源：搜狐汽车，明新旭腾官网，华西证券研究所

成本决定上量节奏 环保推动真皮向仿皮转变

- ✓ **织物**：透气性较好，弹性及舒适度较差，清洗麻烦、质感较差，成本较低。
- ✓ **真皮**：美观、舒适、高端且易于清洁，成本较贵。除了普通的真皮材质外，还有多种新型工艺加工的真皮，如：1) *Dakota*：更有韧性、摩擦感好，应用于豪华品牌的标配版车型；2) *NAPPA (纳帕)*：选用头层牛皮，经过打孔、压花等隐藏皮质中的瑕疵，手感柔软，优于一般真皮材质但略逊于Alcantara，豪华品牌高端车型应用较多。
- ✓ **仿皮**：普通皮革经历三代演变，PVC革——PU革——油性超纤革，从前两代平面纤维结构发展成立体式，回弹性更好，新型仿皮主要有：1) *Alcantara*：由68%的涤纶和32%的聚氨酯甲酸乙酯组成，颜色更加饱满、手感更加细腻、视觉效果更加豪华，用于豪华车方向盘、座椅等；2) *水性超纤革*：采用全水性环保超细纤维皮革制作技术，更加环保。
- ✓ 欧盟等发达国家对天然皮革安全性要求较高，且天然皮革制作过程采用大量化学处理剂，造成环境污染。水性超纤绿色环保，为未来发展方向。

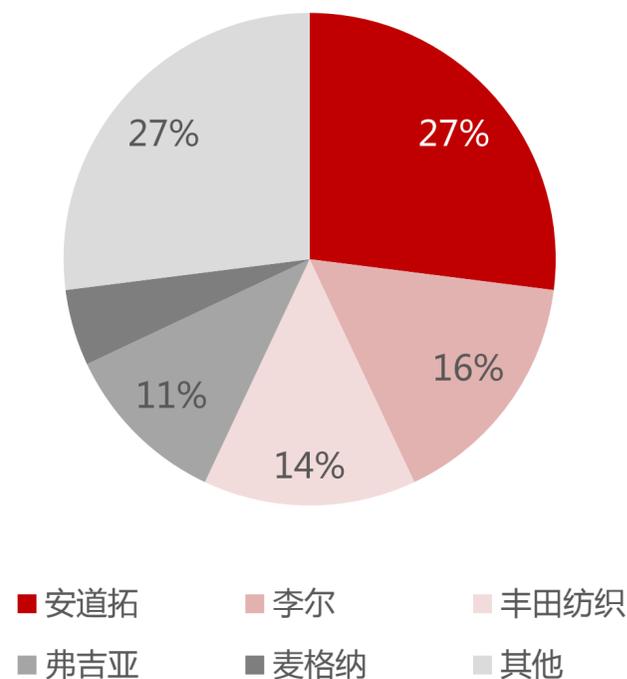


目录

- 1 公司概况：座椅细分龙头 并购格拉默布局全球
- **2 乘用车座椅：加速国产替代的千亿市场**
 - ✓ 2.1 市场空间：消费升级主导赛道扩容 市场规模超千亿
 - ✓ 2.2 供需分析：消费者最易感知赛道 新势力配置热情高
 - ✓ 2.3 座椅趋势：新势力内卷 座椅升级趋势明显
 - ✓ **2.4 市场格局：Tier1集中度高 座椅国产化起步**
- 3 核心看点：整合协同 乘用车座椅从0到1
- 4 投资建议和风险提示

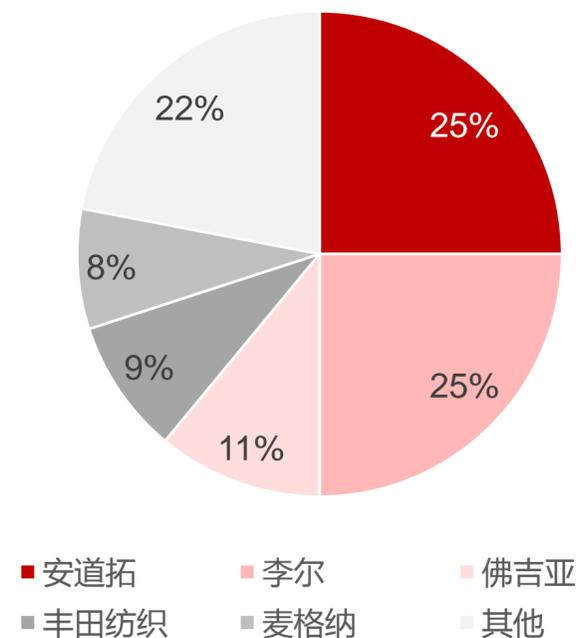
H 座椅格局 | Tier 1 CR5 > 70% 集中度高 Tier 2百家争鸣

图：2019年全球汽车座椅行业格局



资料来源：Marklines，华西证券研究所

图：2021年国内汽车座椅行业格局



资料来源：Marklines，华西证券研究所

表：乘用车座椅总成及细分零部件主要供应商

总成/零部件	主要供应商
座椅总成	安道拓、李尔、丰田纺织、佛吉亚、麦格纳
座椅骨架	天津丰爱、延锋安道拓、李尔、重庆宏立至信、西德科东昌、上海沿浦
滑轨	上海博泽、光启技术、常州华阳、中航精机、上海沿浦、中精集团、佛吉亚
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
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
头枕	佛吉亚、延锋江森、麦格纳、上海岱美、宁波继峰
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
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
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
面套	佛吉亚、李尔、延锋江森、麦格纳、丰田纺织、浙江万方江森

资料来源：公司公告，华西证券研究所

全球汽车座椅市场CR5占据超70%份额

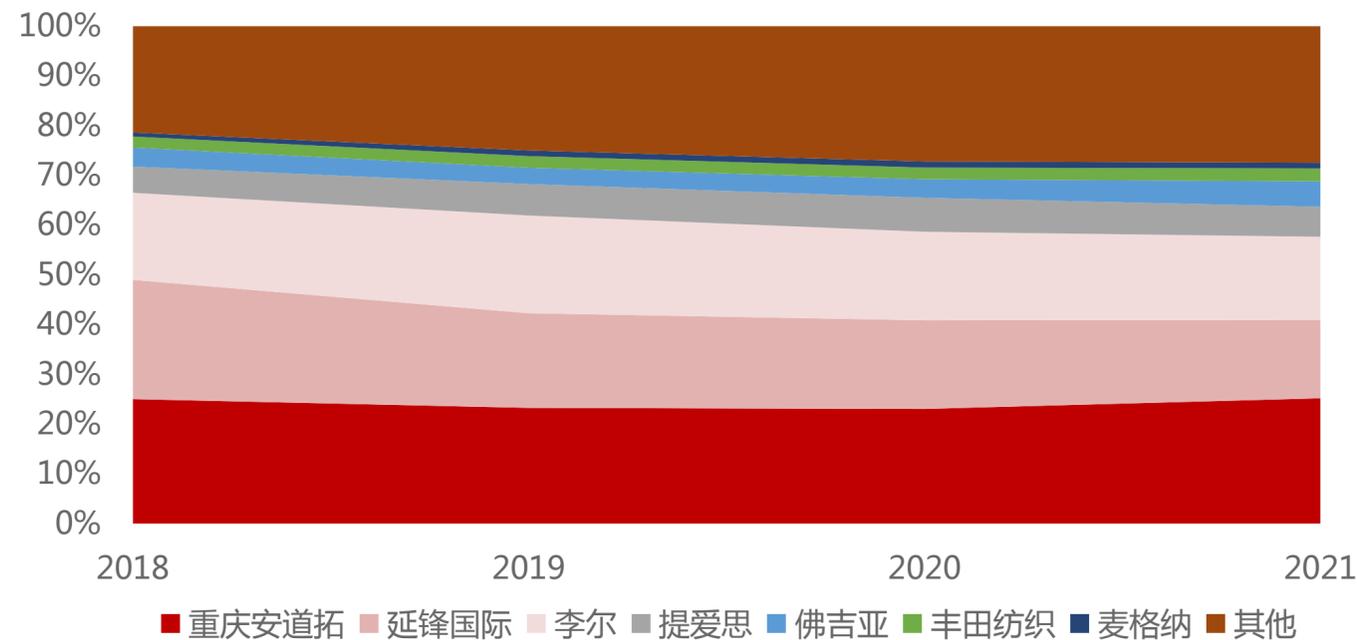
- ✓ 全球汽车座椅总成90%以上市场份额被安道拓、李尔、丰田纺织、佛吉亚、麦格纳等前10大座椅生产商所占据。
- ✓ 2019年全球汽车座椅行业CR5为73%，2021年为78%，其中李尔份额提升明显，由16%提升到25%。

巨头主导集成 零部件分包至Tier 2

- ✓ 汽车座椅供应链中，Tier 1向整车厂供应座椅总成系统，Tier 2向Tier 1提供座椅骨架、滑轨、调角器等零部件
- ✓ Tier 1多为外资/合资企业，行业集中度高。其中座椅骨架Tier 2包括外资、合资及部分内资企业，少数技术水平较高、规模较大的内资企业具备一定竞争力

H 座椅格局 | 合资配套格局稳固 座椅国产化起步

图: 2018-2021年国内汽车座椅行业格局变化



资料来源: Marklines, 华西证券研究所 (2021年数据为前11月), 含追溯调整

表: 自主车企国产座椅总成配套

车企	座椅配套	车型
吉利汽车	浙江吉俱泰	帝豪GS
比亚迪	比亚迪	唐DM (2020款)
长城汽车	诺博汽车	哈弗大狗
	保定亿新	哈弗H6
长安汽车	宏立至信 (麦格纳合资)	CS75 Plus
广汽乘用车	广州华智	传祺 GS4

资料来源: Marklines, 华西证券研究所

国际Tier 1份额稳固 延锋安道拓分家

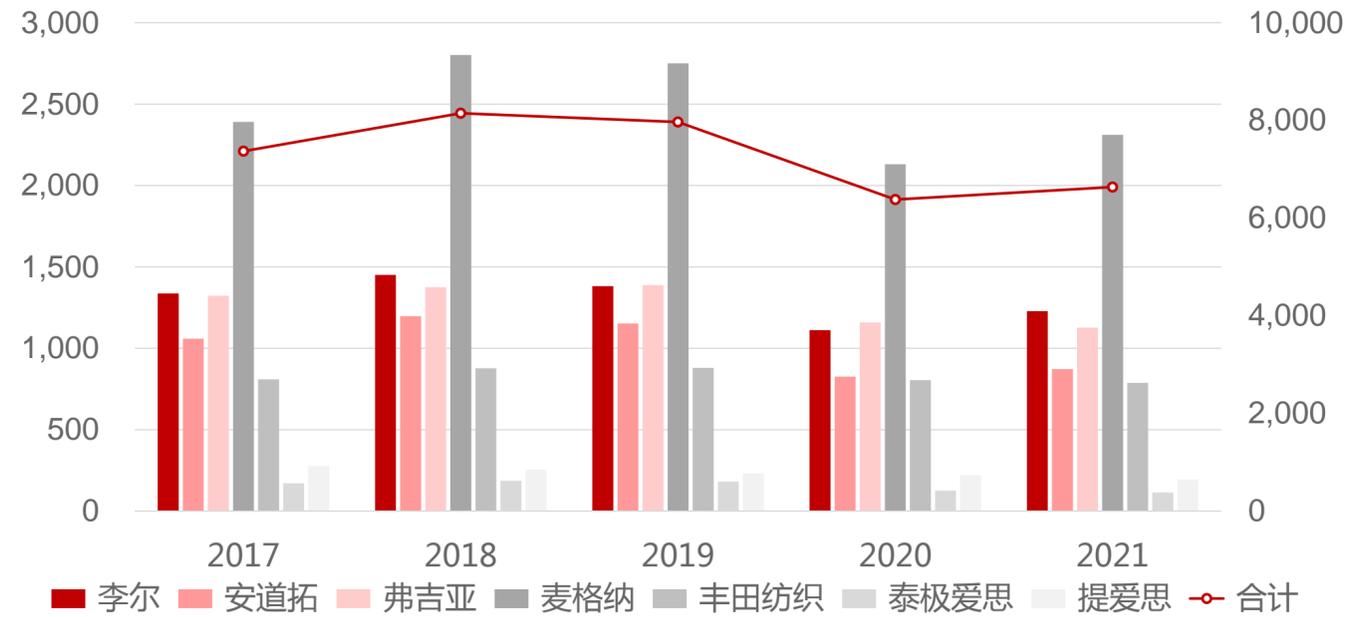
- ✓ Tier 1主导设计及总成, 份额主要根据下游客户销量变化而波动, 总体格局稳固。
- ✓ 延锋安道拓业务分拆成延锋国际及重庆安道拓两家, 定位及理念不合预计将导致头部格局有所变化。

自主培养国产配套 本土供应商已有突破

- ✓ 自主培养体系内供应商, 逐步向总成方向发展。吉利、比亚迪、长城等均有配套的国内Tier 1, 我们判断主要承接部分车型的B点 (仅负责生产), A点仍以国际Tier 1为主。
- ✓ 本土供应商从新势力车企开始突破, 2021-2022年, 继峰股份成为三家造车新势力的座椅总成供应商。

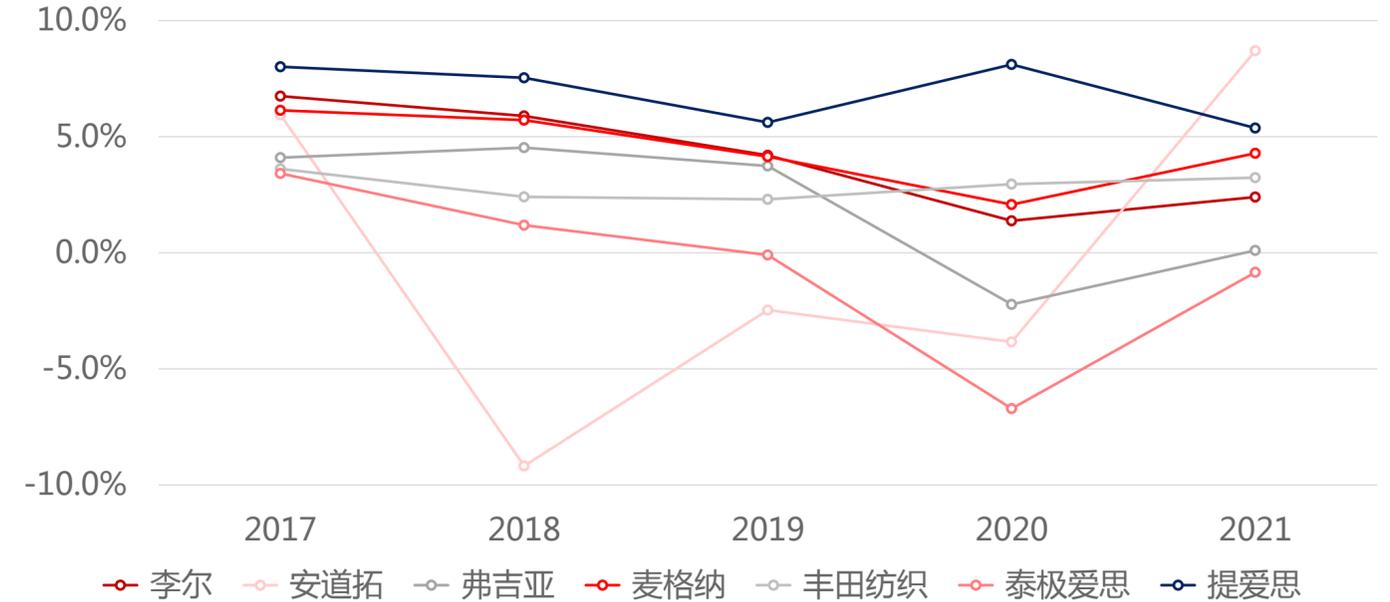
H 座椅格局 | 国际Tier1业绩承压 国产座椅有望突破

图：2017-2021年国际座椅Tier1营收变化（亿人民币）



资料来源：各公司年报，华西证券研究所

图：2017-2021年国际座椅Tier1净利率变化（%）



资料来源：Marklines，华西证券研究所

外资座椅巨头营收、净利率呈下降趋势 国产座椅加速突破

- ✓ 随着汽车市场竞争加剧，主机厂降本压力逐渐增大，并传导至座椅Tier1供应商。2017-2021年，外资座椅巨头营收规模及净利率水平总体呈下行趋势，其中李尔从2017年营收1337.4亿元、净利率6.7%下降至2021年营收1228.2亿元、净利率2.4%，安道拓从2017年营收1059.4亿元、净利率5.9%下降至2020年营收826.7亿元、净利率转负并于2021年出售延锋安道拓座椅业务。
- ✓ 竞争加剧带来的压力使得外资座椅巨头采取建立合资公司、出售部分业务及技术或让出部分市场等方式来缓解成本及业绩压力。2019年，天成自控首次切入上汽集团座椅供应商体系，批量供货上汽荣威i5、i6；2022年6月，被选定为上汽集团EC32项目座椅供应商。2021年，华域汽车收购延锋安道拓全部股权，获得安道拓全球汽车座椅产品相关知识产权的永久许可使用权。国内座椅Tier1供应商正加速渗透外资、合资主机厂，在全球汽车产业链及市场进一步向中国转移的过程中，迎来快速增长。

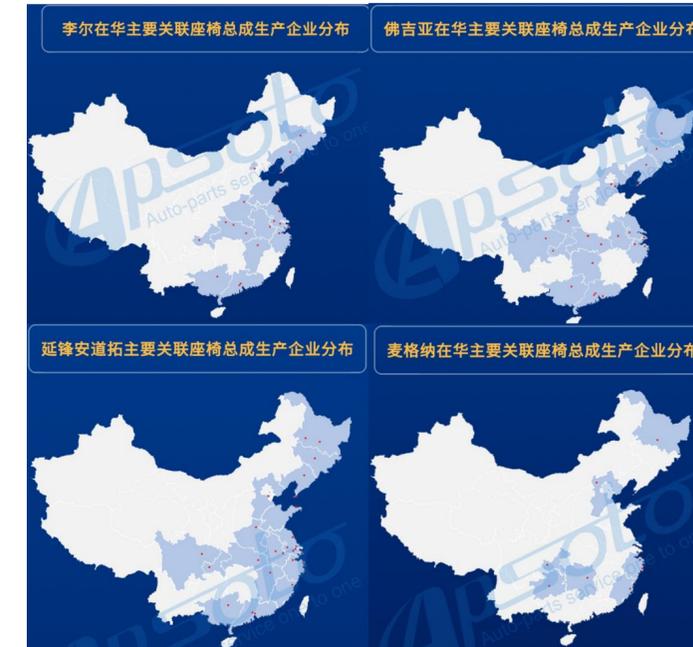
H 配套壁垒 | 品牌效应+产能布局 汽车座椅供应体系粘性大

表：国内座椅总成供应商主要配套体系

座椅厂	整车厂
延锋	上汽集团、上汽大众、上汽通用五菱、上汽大通、长安、长安福特、长安马自达、长安标致、长安标致雪铁龙、吉利、东风日产、东风雪铁龙、东风悦达·起亚、长城、宝马、北京汽车、北京奔驰、特斯拉、路虎、沃尔沃、江淮汽车、启辰、南京依维柯、福田汽车
李尔	北京现代、东风汽车、东风日产、江铃福特、长安福特、长安马自达、重庆长安、长安铃木、江铃-五十铃、江铃-福特、一汽、一汽大众、上汽通用、上汽通用五菱、华晨宝马、吉利、东风悦达·起亚、北汽股份、观致、神龙汽车
佛吉亚	东风汽车、东风日产、上汽通用、上汽通用五菱、长安福特、比亚迪、理想、特斯拉、雷诺、保时捷、一汽大众、神龙汽车
丰田纺织	广汽丰田、天津一汽丰田、四川一汽丰田、SFTM长春丰越、上汽通用、华晨宝马、长安福特马自达
麦格纳	吉利、长安福特、重庆长安、沃尔沃、一汽集团、上汽大众、上汽通用、福建奔驰
天成自控	上汽大众、上汽荣威、上汽MG、上汽大通、威马汽车、三一重工、徐工、中联重科、龙工、柳工、东风、中国重汽、一汽、福田戴姆勒、江淮汽车、陕汽、宇通

资料来源：Marklines，华西证券研究所

图：国内主要座椅总成生产企业分布



资料来源：Apsoto，华西证券研究所

优势品牌+就近产能 原有供应体系粘性大

- ✓ 汽车座椅是汽车内饰的核心配置及汽车重要被动安全件，主机厂倾向于采用成熟供应商的品牌效应好的产品，外资及合资品牌更倾向于沿袭海外经验，继承原有供应体系，除非出现重大变化，这种稳定的供应关系很难被打破。
- ✓ 乘用车座椅体积大、重量大，运输成本高，就近配套属性显著。李尔、安道拓、佛吉亚、麦格纳等外资座椅供应商在长春、沈阳、武汉、上海、广州等多个汽车制造基地建设厂房配套。

H 技术壁垒 | 核心部件技术壁垒高 认证标准严格

图：乘用车座椅结构

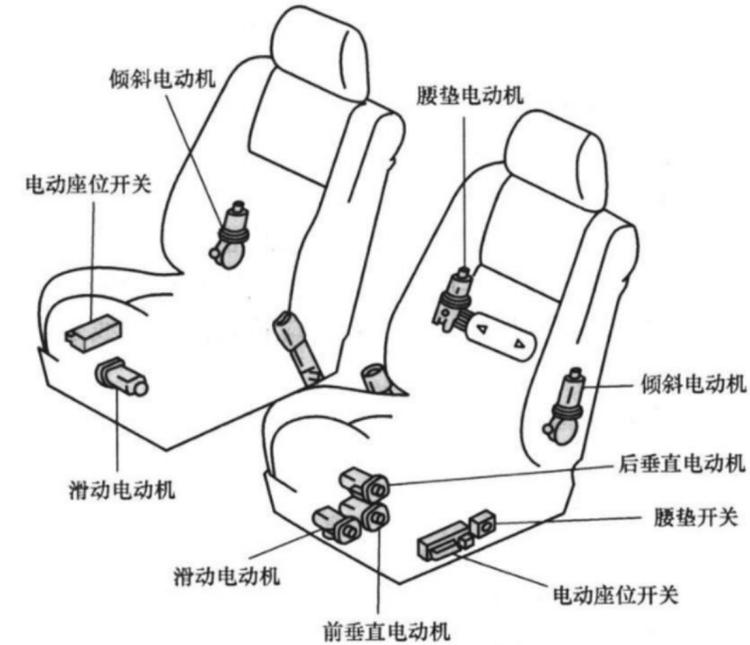


资料来源：SGS，华西证券研究所

座椅结构复杂 安全性和舒适性是关键指标

- ✓ 汽车座椅由金属件和外饰材料组成，金属件包括座椅骨架、滑轨、调角器、升降器等，坐垫和靠背等外饰材料主要由发泡、织物等构成。
- ✓ 汽车座椅以人体工程学为基础，起着支承、定位和保护等功能，其设计的优劣直接影响到乘坐的安全性、舒适性以及内饰观感，在整车安全技术中占有重要地位。

图：乘用车座椅电机布置位置



资料来源：百家号，华西证券研究所

隐形电动智能部件 技术门槛较高

- ✓ 汽车座椅是集人机工程学、机械驱动和控制工程等为一体的系统工程产品，内部含几十个，甚至上百个马达驱动及配套控制单元。
- ✓ 加热、通风、按摩、多向调节等功能的实现均需要大量机电元件配合，未来在智能座舱发展趋势下，座椅将附加更多的智能化功能，座椅技术门槛将进一步提升。

H 技术壁垒 | 核心部件技术壁垒高 认证标准严格

表：座椅核心部件技术壁垒

座椅核心部件	技术壁垒
座椅骨架	骨架强度对于整车的安全性至关重要，其技术难点在于结构的设计和材料的选用
座椅滑轨	座椅滑轨需承受24kN以上的静拉力，且要保证滑轨在受到正压及侧拉等各个方向的力时要受力均衡，不能产生功能失效，这就对滑轨截面形状的设计和滑轨原材料本身提出了非常高的要求
座椅弹簧	座椅弹簧有利于减震提升乘坐舒适性。主要为异形弹簧，因其形状复杂，有多处弯曲和大量复杂的角度设计，对制造工艺及设备有较高的要求
调角器	调角器的核心技术在于齿形的参数设计与制造，而且在齿形设计方面没有任何可直接效仿的程式
升降器	升降器是调节汽车座椅椅座高度和角度的关键机构组件，能提高乘员舒适性并给驾驶者提供最佳视线保证行车安全，需掌握精准电动调节技术

资料来源：SGS，华西证券研究所

表：座椅相关认证标准

标准编号	名称	要求
GB 7258-2017	机动车运行安全技术条件	强制
GB 8110-2006	汽车内饰材料的燃烧特性	强制
GB 11550-2009	汽车座椅头枕性能要求和试验方法	强制
GB 11552-2009	轿车内部凸出物	强制
GB 13057-2003	客车座椅及其车辆固定件的强度	强制
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	强制
GB 11167-2013	汽车安全带安装固定点、ISOFIX固定点系统及上拉带固定点	强制
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	强制
GB/T 29120-2012	H点和R点确定程序	推荐
GB/T 24551-2009	汽车安全带提醒装置	推荐
QC/T 55-1993	汽车座椅动态舒适性试验方法	推荐
QC/T 56-1993	汽车座椅衬垫材料性能试验方法	推荐
QC/T 740-2017	乘用车座椅总成	推荐
QC/T 805-2008	乘用车座椅用滑轨技术条件	推荐
QC/T 814-2011	乘用车座椅用调角器技术条件	推荐
QC/T 845-2011	乘用车座椅用锁技术条件	推荐
QC/T 946-2013	汽车安全带织带性能要求和试验方法	推荐
QC/T 950-2019	汽车座椅加热垫技术要求和试验方法	推荐
QC/T 633-2009	客车座椅测试方法	推荐

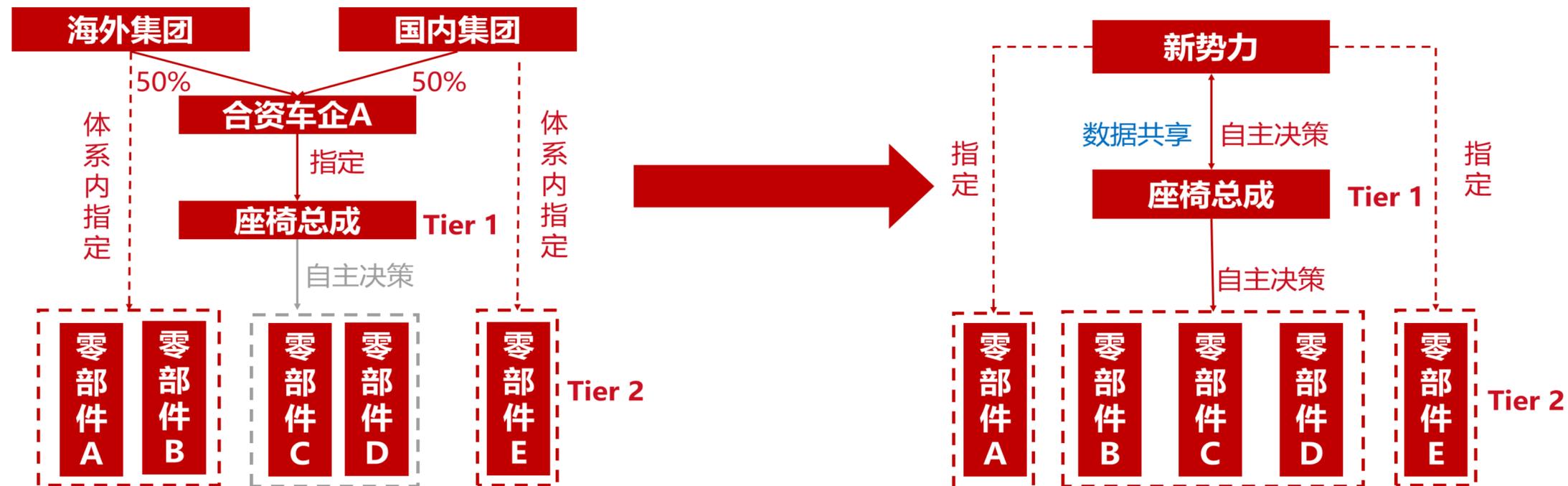
资料来源：汽车之家，华西证券研究所

核心部件制造工艺要求高 座椅供应认证标准严格

- ✓ 座椅骨架、滑轨、弹簧等金属件对精密制造和材料性能要求高；升降器、调角器包含电机，需掌握精准电动调节和噪音控制技术。座椅骨架、头枕、坐垫等部件涉及金属、塑料及面料等多种类型组装，需应用冲压、焊接、发泡及缝纫等多种工艺，需具备较好的加工及组装精度。
- ✓ 汽车座椅作为直接保护驾乘人员的安全件，认证标准严格，需通过若干国家强制标准、国家推荐标准、行业推荐标准、以及不同主机厂的专属标准。座椅厂商需要具备材料应用、模具开发、工装设计、精密制造等方面的技术储备。

H 供应链变革 | 新势力破局 国产替代加速

图：乘用车座椅供应链重塑



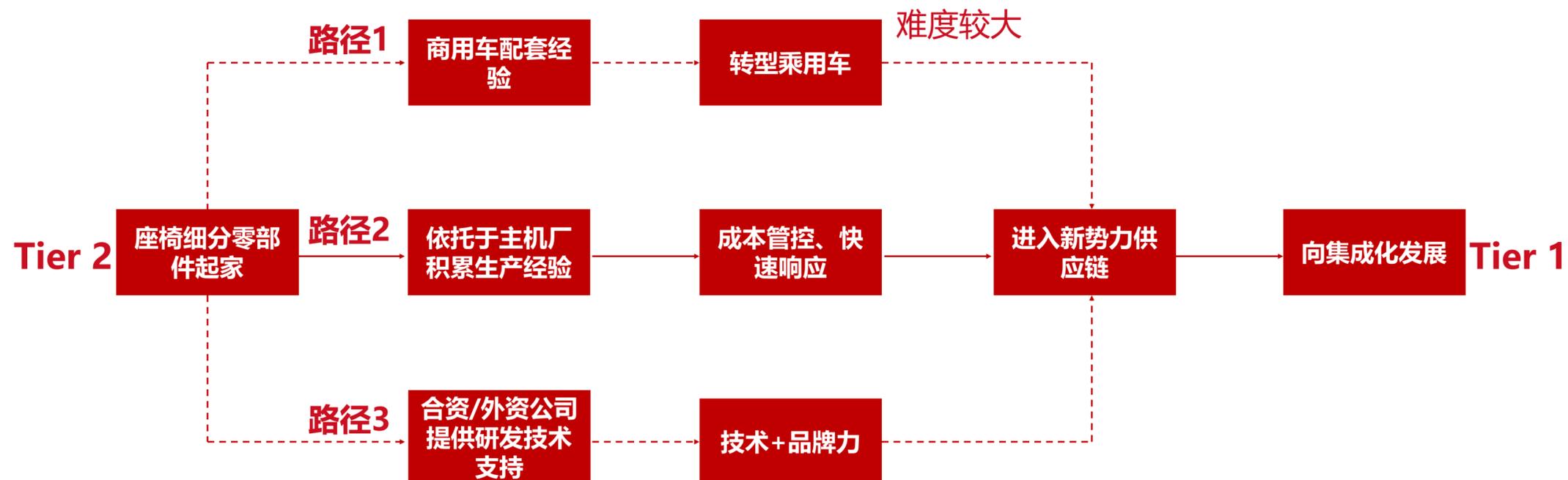
资料来源：华西证券研究所

新势力破局 自主座椅供应商有望加速国产替代

- ✓ 与海外座椅巨头相比，我国汽车座椅总成及零部件发展起步较晚，国内市场长期以外资及合资品牌为主导。但随着生产经验积累、本土收购外资获得先进技术，国内与外资之间的技术差距在逐步缩小。
- ✓ 新势力供应链趋向于扁平化，车型迭代加速，对供应商快速响应及密切配合的需求空前提升；且新势力在智能化上堆料花费巨大，对成本更为敏感，自主供应链成本优势凸显。
- ✓ 相比于外资品牌，自主品牌价格更低、服务效率更高、响应速度更快，同时质量稳定可靠、供应链安全度高，具备更高性价比，在主机厂降本增效的大背景下拥有更高竞争力。

H 自主突破 | 成本+快速响应+新势力崛起 国产细分龙头进阶

图：乘用车座椅自主龙头突破路径



资料来源：华西证券研究所

自主龙头突破 重构座椅新格局

- ✓ 国产座椅细分零部件企业依托主机厂积累生产经验、收购外资或成立合资公司获得先进研发技术，有望打破国内乘用车座椅外资巨头垄断局面，依托新势力崛起，向集成化发展，诞生自主座椅Tier 1巨头。
- ✓ **路径1：天成自控**，成立于1984年，在工程机械与商用车座椅方面积累多年。2015年起布局乘用车座椅，2016年募资建设年产30万套乘用车座椅生产线，并获上汽定点。
- ✓ **路径2：上海沿浦**，成立于1999年，2008年起向汽车零部件转型，是国内座椅骨架龙头。2021-2022年获得长城、比亚迪、上汽通用五菱、东风柳州、金康新能源、小鹏等多家主机厂定点。
- ✓ **路径3：继峰股份**，成立于1996年，从乘用车座椅头枕、扶手等产品起步，2019年收购商用车座椅巨头格拉默，2021-2022年，成为两家造车新势力的座椅总成供应商。



目录

- 1 公司概况：座椅细分龙头 并购格拉默布局全球
- 2 乘用车座椅：加速国产替代的千亿市场
- **3 核心看点：整合协同 乘用车座椅从0到1**
 - ✓ 3.1 整合协同：继峰+格拉默 全面协同剑指全球
 - ✓ 3.2 乘用车座椅加速突破：由Tier2迈进Tier1 加速从1到N
 - ✓ 3.3 智能座舱前瞻延申：横向升级传统产品 纵向研发全新产品
- 4 投资建议和风险提示

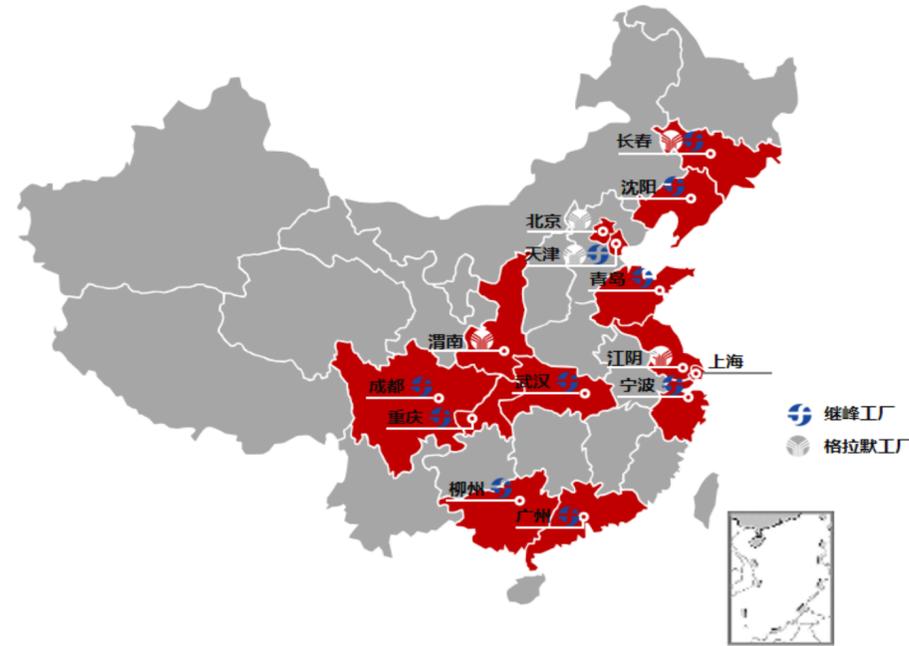
整合协同 | 客户协同+产品协同+区域协同



资料来源：公司公告，华西证券研究所

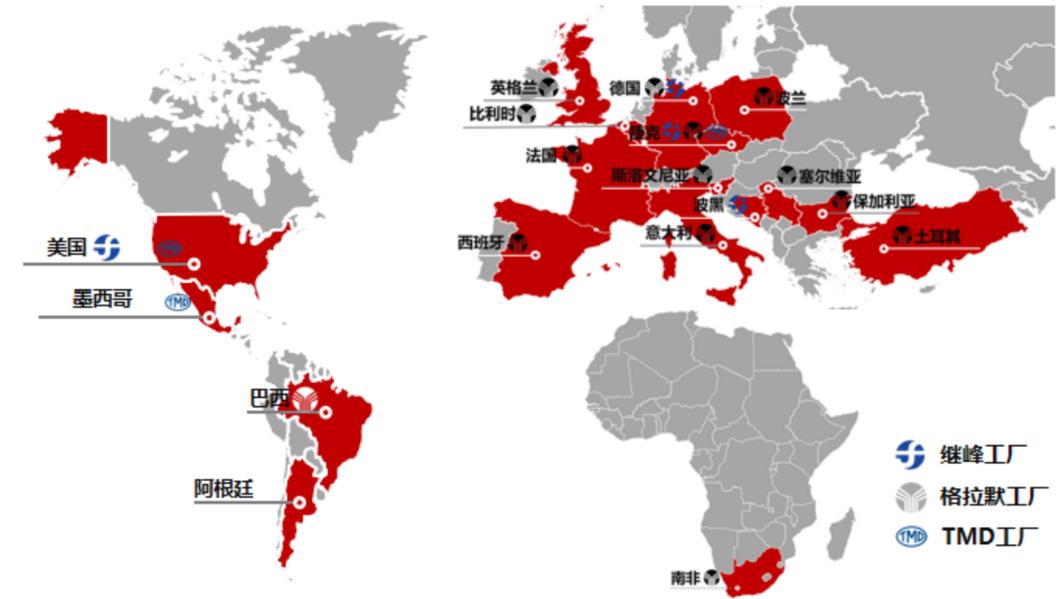
H 整合协同 | 多管齐下 加强成本管控

图：继峰和格拉默在中国的工厂布局



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图：继峰、格拉默和TMD在海外的工厂布局



资料来源：公司公告，华西证券研究所

全球采购协同：原材料成本下降

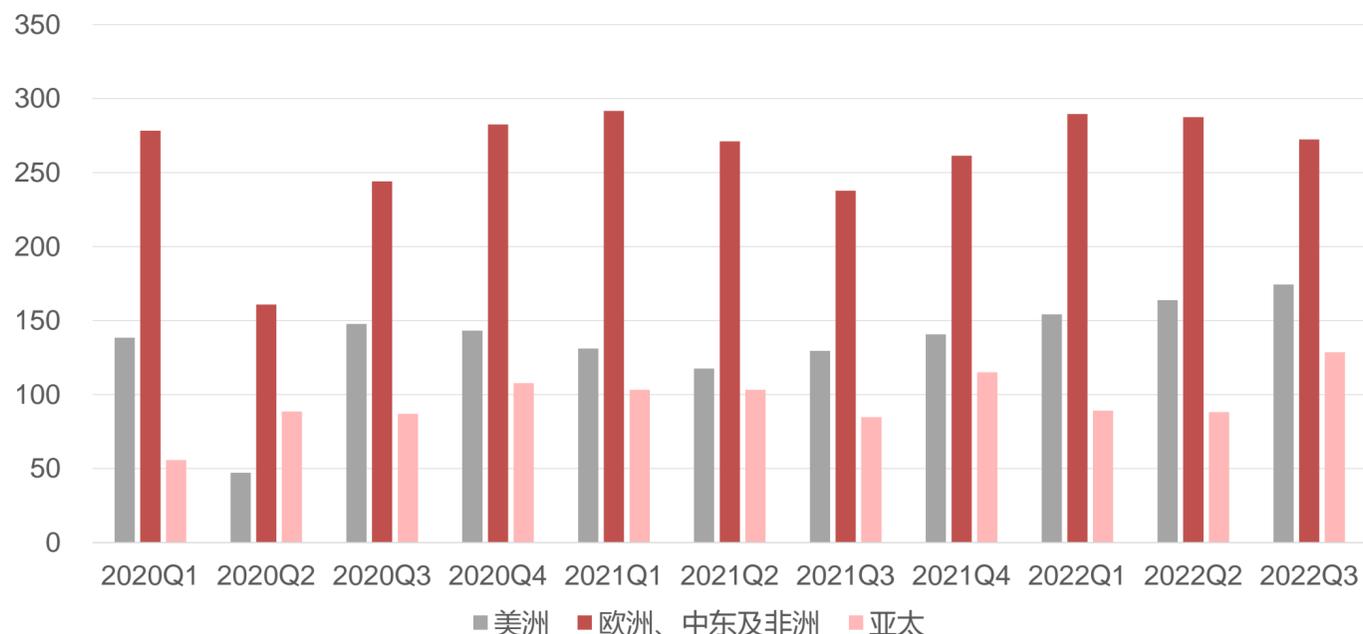
- ✓ 公司于2020年下半年和格拉默签订联合采购协议对外逐步实现统一议价，利用规模效应降低采购成本。
- ✓ 公司掌握泡沫配方，可自行配置生产，通过向格拉默、TMD共享原料配方可实现成本降低。
- ✓ 公司和TMD都具备注塑模具生产能力，而格拉默主要采取外购，境内外注塑模具存在较大的成本差异，公司将通过为格拉默供应模具节约成本。

运营协同：节约物流、人工和新建产能成本

- ✓ 国内：公司的工厂主要分布在宁波、广州、柳州、天津、沈阳、长春、成都、重庆等，格拉默的工厂主要在上海、江阴、长春、天津、渭南等，存在部分重叠，可通过合并相邻地区的工厂实现成本节约。
- ✓ 国外：公司在海外的布局主要是在欧洲，格拉默的工厂主要在欧洲、北美、巴西、阿根廷、南非等，TMD的工厂主要在北美，完善布局能够在全球范围内调动自身最为迅捷的物流渠道和最具比较成本优势的生产产能网络为主机厂提供生产服务，大幅节约成本。

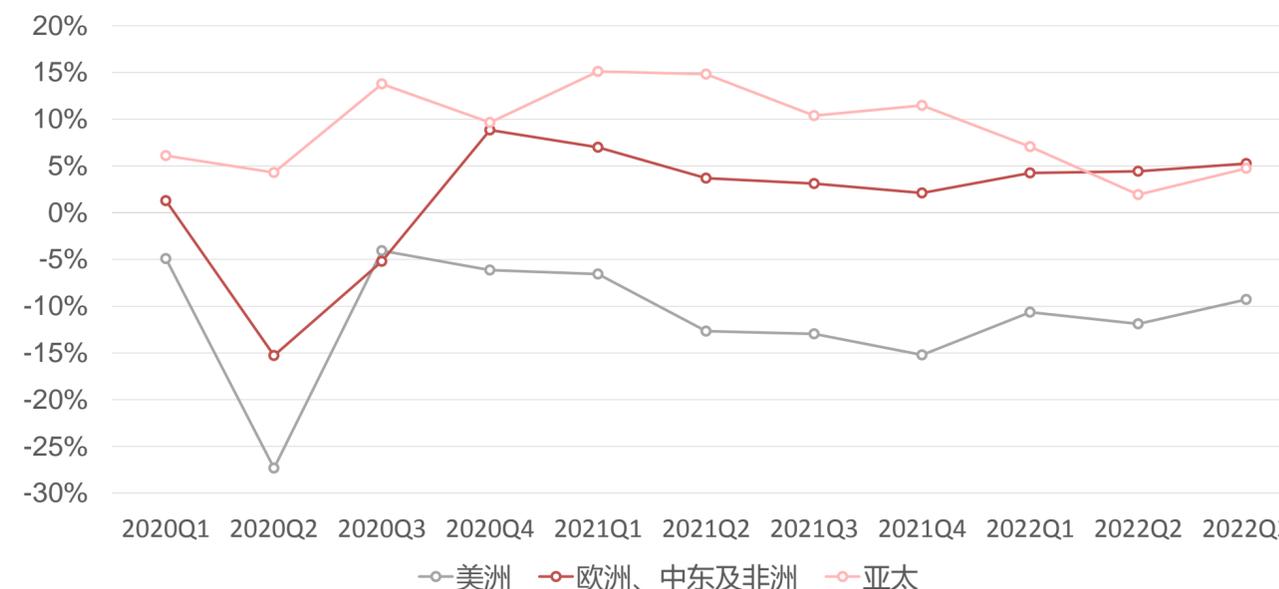
整合协同 | 欧洲盈利改善 美洲仍有压力

图：格拉默分地区营业收入（百万欧元）



资料来源：格拉默季报，华西证券研究所

图：格拉默分地区EBIT利润率（%）



资料来源：格拉默季报，华西证券研究所

中国区收入加速增长 欧洲盈利改善但美洲仍有压力

- ✓ 中国区将成为未来增长主要来源：公司正加大格拉默中国区业务的拓展，预计未来收入有望加速增长，利润率有望对比继峰本部。
- ✓ 欧洲盈利改善但美洲仍有压力：1) 欧洲盈利改善：欧洲区作为格拉默的大本营，是公司收购以来重点整合的地区，虽然近两年受疫情、缺芯、原材料涨价等外部因素干扰，但整合效果仍在逐步显现，其中2020Q4和2022Q1 EBIT率分别达到8.8%和7.0%，2022Q3 EBIT净利率提升至5.3%，预计未来有望持续提升；2) 美洲仍有压力：目前美洲区仍处于亏损状态，客观和主观因素均有，公司正在积极针对美洲区进行整合，预计未来有望改善。



宁波继峰



德国格拉默



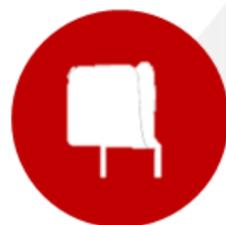
提升格拉默商用车座椅中国市占率

- ✓ 中国是全球最大且增长最快的商用车市场
- ✓ 共享继峰的本土化供应链和销售渠道
- ✓ 格拉默商用车座椅产品力强，迎合中国商用车座椅中高端化趋势



提升格拉默乘用车中控系统中国市占率

- ✓ 中国是全球最大的乘用车市场
- ✓ 共享继峰的本土化供应链和销售渠道
- ✓ 格拉默中控系统产品力具备竞争力，可通过合资方式抢夺份额



头枕和扶手全球发力

- ✓ 区域互补协同，全球发力
- ✓ 产品矩阵完善，覆盖高中低端车型

大继峰

全面协同 剑指全球

全球乘用车座椅细分龙头
全球商用车座椅系统龙头
全球乘用车座椅龙头?
全球智能座舱龙头?

....

资料来源：公司公告，华西证券研究所



目录

- 1 公司概况：座椅细分龙头 并购格拉默布局全球
- 2 乘用车座椅：加速国产替代的千亿市场
- **3 核心看点：整合协同 乘用车座椅从0到1**
 - ✓ 3.1 整合协同：继峰+格拉默 全面协同剑指全球
 - ✓ 3.2 乘用车座椅加速突破：由Tier2迈进Tier1 加速从1到N
 - ✓ 3.3 智能座舱前瞻延伸：横向升级传统产品 纵向研发全新产品
- 4 投资建议和风险提示

H 乘用车座椅加速突破 | 新造车破局助力从0到1 由Tier2迈进Tier1

图：公司的产品拓展



资料来源：公司公告，华西证券研究所

从座椅头枕、扶手到座椅总成 有望打破国际垄断

- ✓ 乘用车座椅由于技术壁垒高，长期被外资供应商垄断，2021年乘用车座椅全球市场CR5 > 78%，国内市场CR5达69%，海外汽车座椅厂商占据市场大部分份额，国产替代前景可期。
- ✓ 公司2021年10月、2022年7月先后获得两家造车新势力品牌主机厂的乘用车座椅项目定点，将为客户开发、配套新能源汽车座椅产品。我们预计单车价值将由之前的 300-400 元（头枕+扶手，Tier 2）提升至 5,000 元（座椅总成，Tier 1）。这是从 0 到 1 的突破，更是公司落实长期战略的重要一步，预计后续将在乘用车座椅领域持续拓展，争抢市场份额。

H 乘用车座椅加速突破 | 定点持续突破 产能同步扩张

表：乘用车座椅定点公告梳理

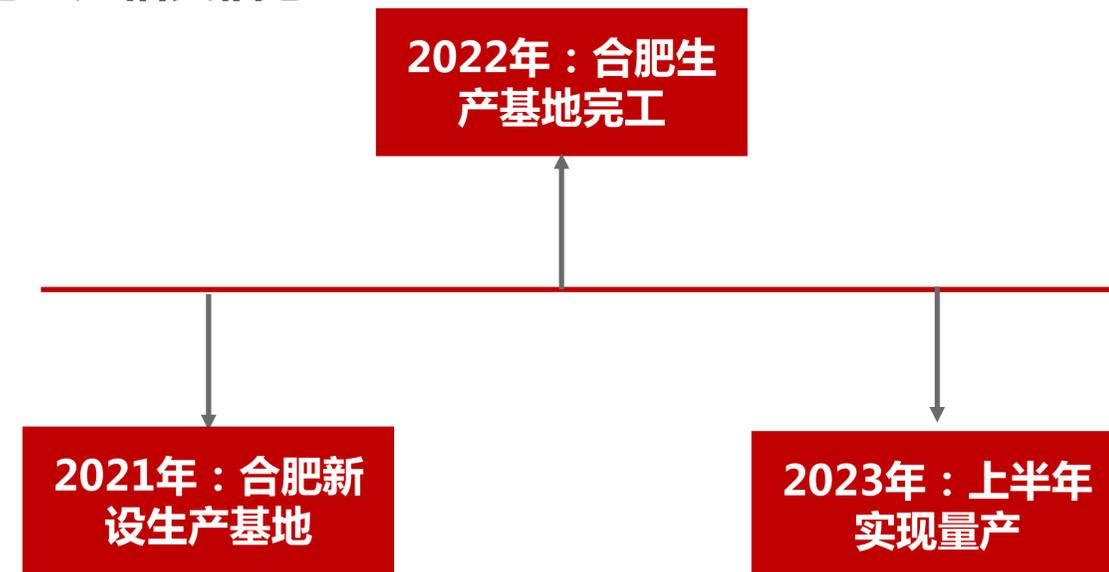
公告日期	生产产品	客户	开始时间	预计订单总金额
2022年11月	前后排座椅总成	某新能源汽车主机厂	2024年7月	18-25亿/5年
2022年7月	前后排座椅总成	某新能源汽车主机厂	-	-
2021年10月	配套新能源汽车座椅	某造车新势力品牌	2023年1月	-

资料来源：公司公告，华西证券研究所

乘用车座椅从0到1 定点持续突破

- ✓ 继峰股份2021年10月成为某造车新势力品牌主机厂座椅供应商，为客户开发、配套新能源汽车座椅产品，实现从0到1的突破。
- ✓ 随后在2022年7月、10月再获2家新能源车企定点，凸显了公司在新能源乘用车领域快速成长的能力。

图：合肥工厂相关信息



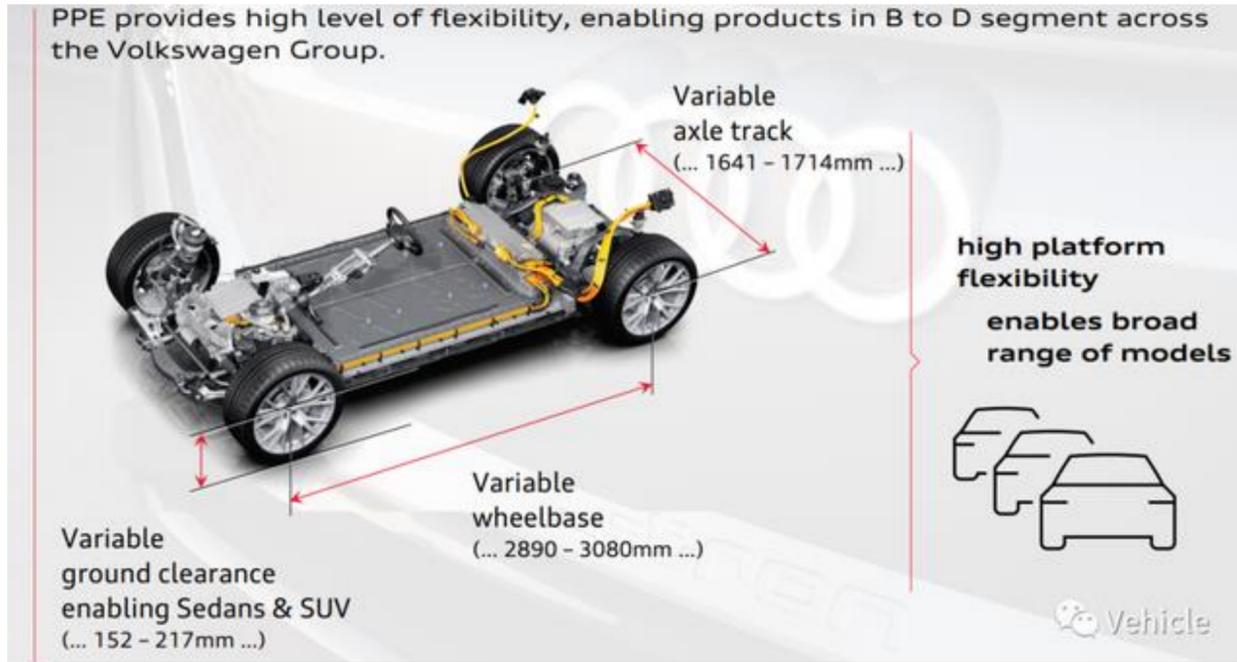
资料来源：公司年报，华西证券研究所

合肥数字化工厂稳步推进建设 产能蓄势待发

- ✓ 2021年继峰在合肥建设“数字化，低碳化”新型座椅生产工厂，主要用于乘用车座椅等产品的生产。
- ✓ 2022年合肥工厂如期完工，预计2023年上半年实现量产，具有迅速扩产能能力，主要供应合肥周边主机厂。

H 乘用车座椅加速突破 | 获得奥迪座椅定点 加速从1到N

图：奥迪PPE (Premium Platform Electric) 平台架构



资料来源：VehicleEngineering，华西证券研究所

表：奥迪座椅供应商梳理

车型	车型年份	供应商
A3、Q2L (FF)	2022	佛山一汽富晟李尔
A4L (FF)、A6L (FF)	2022	长春一汽富晟李尔
A4L (FF)、Q5L (FF)	2020	长春富维安道拓
A4L (FF)	2017	长春一汽富晟李尔
A4L (FF)、A6L (FF)、Q5	2017	佛吉亚(长春)
A4L (FF)、A6L (FF)、Q3 (FF)、Q5	2016	佛吉亚(长春)
A6L (FF)	2016	长春一汽富晟李尔
A3、A6L (FF)	2015	佛山一汽富晟李尔

资料来源：Marklines，华西证券研究所

联合格拉默 突破奥迪全球座椅供应体系

- ✓ 乘用车座椅国产替代进程加速。李尔、安道拓、弗吉亚等曾垄断大部分燃油车市场，而继峰结合自身资源，依托格拉默技术，于近期收到奥迪的《提名信》，格拉默（上海）成为奥迪的座椅总成供应商，将为奥迪开发、生产前后排座椅总成产品。
- ✓ 奥迪PPE (Premium Platform Electric) 平台是由奥迪和保时捷共同研发的一个模块化技术架构，主打高端纯电车型，轴距覆盖2890到3080mm。奥迪一汽新能源汽车工厂将基于PPE平台投产奥迪A6 e-tron和奥迪Q6 e-tron系列的三款车型，首款车型预计将于2024年投产。

H 乘用车座椅加速突破 | 获得奥迪座椅定点 加速从1到N

图：联合格拉默突破奥迪全球供应体系



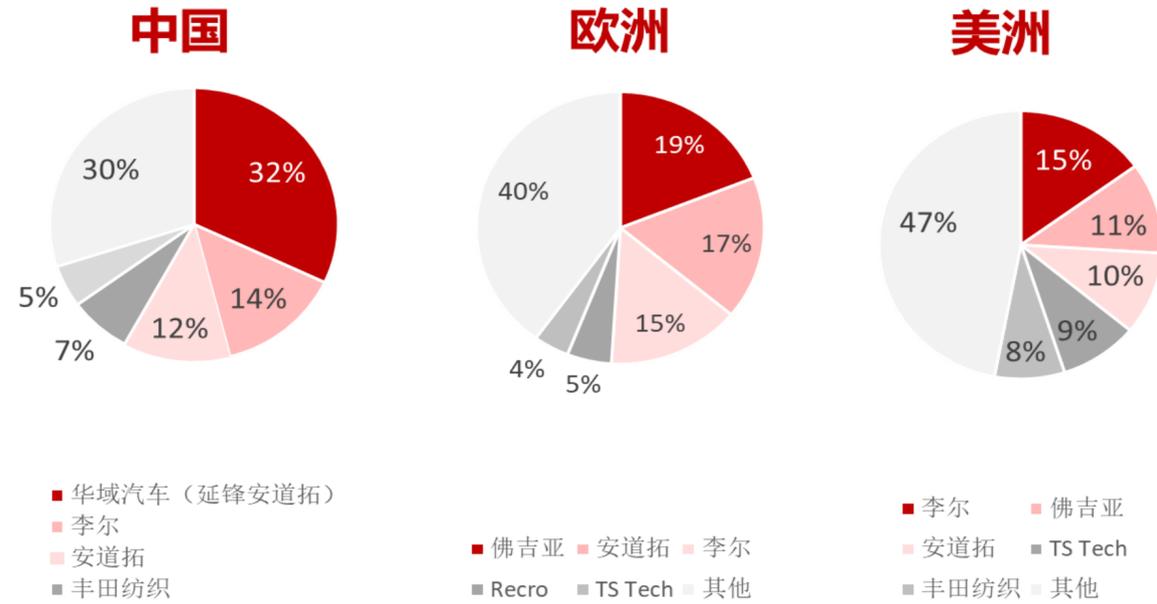
资料来源：华西证券研究所

联合格拉默 突破奥迪全球座椅供应体系

- ✓ 公司获得德国豪华汽车品牌奥迪的认可，是公司在原有新能源汽车客户的基础上，获得的传统豪华品牌客户的订单，实现了公司客户在传统造车领域从0到1的突破，彰显了传统豪华品牌主机厂对公司在乘用车座椅产品开发设计、技术质量、生产保障能力的认可，静待更多定点的突破。此外，还凸显了公司和德国子公司格拉默全面整合的成果，同时也为格拉默融入公司乘用车座椅的全球战略打下了基础。
- ✓ 本次定点的座椅总成项目为奥迪的新能源汽车平台型项目，配套的车型有奥迪 eQ5、eQ6、E6，项目预计从 2024年12月开始，项目生命周期 7 年，公司预计生命周期总金额为 80亿-100亿，驱动座椅业务收入高成长。

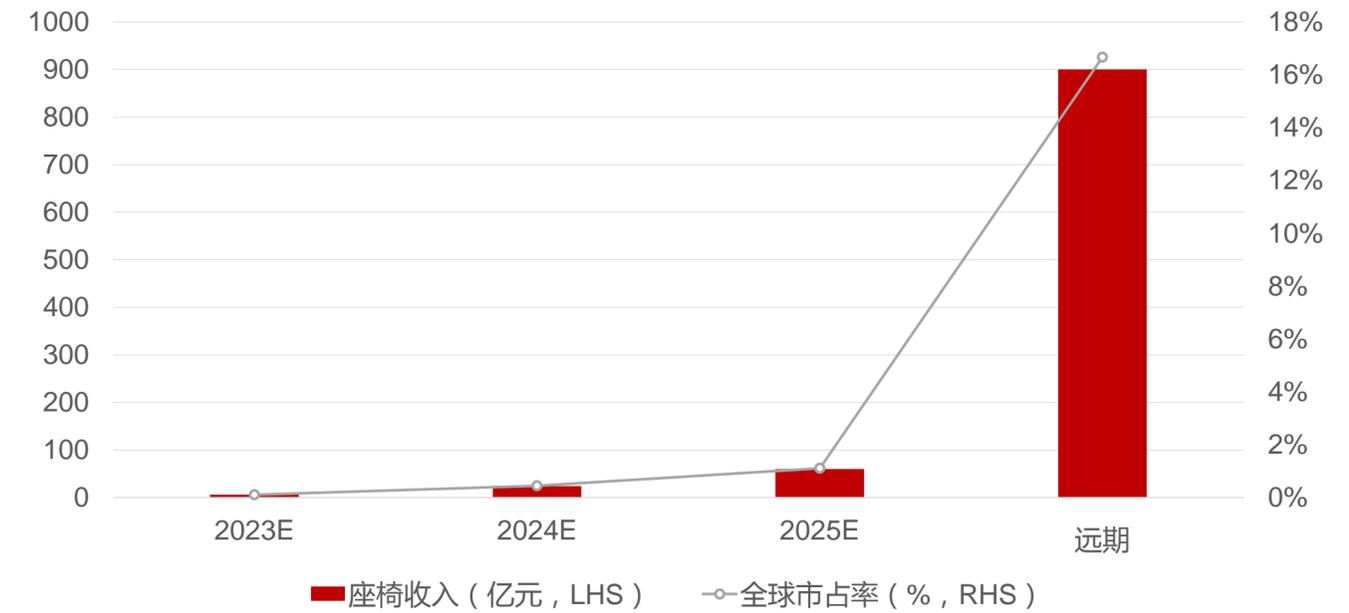
H 乘用车座椅加速突破 | 在手订单逐步量产 有望贡献显著业绩增量

图：中欧美座椅竞争格局



资料来源：Marklines，华西证券研究所

图：公司座椅收入展望（亿元）



资料来源：Marklines，华西证券研究所

从中国到全球 市占率逐步提升

- ✓ 考虑到布点情况，我们预计公司座椅业务的战略地区未来将集中在中国、欧洲和美洲，凭借性价比优势和快速响应能力有望在全球范围内抢份额。
- ✓ 从集中度看，中国>欧洲>美洲，其中中国、欧洲、美洲的主要竞争对手分别为华域（32%）、佛吉亚（19%）、李尔（15%）。

陡峭增长 预计2025座椅销量突破百万套

- ✓ 随着在手订单的逐步量产，我们判断座椅将于2023年起开始贡献收入，2024年开始贡献利润，我们预计2025年座椅销量有望突破百万套。
- ✓ 展望远期，我们预计公司全球范围内市占率有望达16%，对应座椅收入900亿元，假设6%净利率，对应利润52亿元。



目录

- 1 公司概况：座椅细分龙头 并购格拉默布局全球
- 2 乘用车座椅：加速国产替代的千亿市场
- **3 核心看点：整合协同 乘用车座椅从0到1**
 - ✓ 3.1 整合协同：继峰+格拉默 全面协同剑指全球
 - ✓ 3.2 乘用车座椅加速突破：由Tier2迈进Tier1 加速从1到N
 - ✓ 3.3 智能座舱前瞻延申：横向升级传统产品 纵向研发全新产品
- 4 投资建议和风险提示

智能座舱前瞻延申 | 智能化座舱变革 横向升级传统产品+纵向研发全新产品

图：智能座舱概念图



资料来源：公司公告，华西证券研究所

表：智能座舱项目进度

时间	具体进度
2021年4月	继峰股份控股子公司格拉默携“Pure”智能概念座舱参加了上海车展
2021年上半年	格拉默中国区控股总部及研发生产基地项目位于肥东经济开发区，目前已完成签约，计划总投资8亿元，建设用地上面积约80亩，包括格拉默中国总部、智能座舱系统生产基地、智能座舱系统产学研中心三大板块
2021年6月	继峰智能座舱部件产业基金由合肥市国资委联合继峰股份成立的。其中，合肥国资出资57.143%，继峰股份出资42.856%，基金总规模7亿元

资料来源：公司公告，华西证券研究所

智能化座舱变革 横向升级传统产品+纵向研发全新产品

- ✓ 展望未来的行业趋势，车辆内部将成为人们另一个全新的生活空间，更高品质，更具科技感，更加智能化、功能化的内饰决定了驾驶者和乘客的愉悦度和舒适度。新材料的应用以及多功能的设计会带动乘用车座椅价格提升，进一步扩大行业规模。
- ✓ 公司智能座舱业务的规划主要体现在两个方面：一是利用格拉默在全球商用车座舱领域的领先优势，发力商用车智能座舱；二是打造“硬件+”概念乘用车智能座舱。
- ✓ 布局智能座舱再下一城：继峰智能座舱部件产业基金的入驻合肥，有望成为合肥新能源汽车产业链上的重要一环。同时，继峰股份依托合肥地方优势自身在电子化、智能化产品升级方面也将展开新的篇章。

横向升级传统产品

✓ 音响头枕

2020年，公司与音频专家哈曼建立合作伙伴关系，共同开发音响头枕，在结构、工艺等技术上均实现了新的突破和跨越，将音频系统集成到头枕中，为车辆乘员提供个性化的音频编程，改善乘客对音频服务的个性化使用。该产品同时具备听音乐、通讯私密性的功能。

✓ 移动中控系统和扶手

公司新推出应用于智能驾驶时代的中控系统和扶手，集多种功能于一体，拥有直观的人机交互界面操作系统，具有移动、触控、多层次空间等特点。

✓ 3D Glass 玻璃技术

格拉默推出的 3D 玻璃成型技术，适用于形状复杂的真实 3D 玻璃，能够实现表面高光泽或亚光泽，具有良好的耐划伤性和耐化学性。同时能够将多种智能功能无缝集成，例如实现集成 LED，实现 HMI（人机接口）的功能。2020年该类产品已获得宝马某车型项目定点。

纵向研发全新产品

✓ 隐藏式电动出风口

适用于电动车和智能化需求下的传统车型之上，能够实现触摸控制、语音控制、自动扫风等功能的隐藏式新型出风口。2020年先后获得了大众、吉利领克、长城汽车、蔚来等客户的定点。

✓ 延展金属技术

格拉默新研发的延展金属技术能够使得气流定向通过膨胀金属表面，实现除霜、除雾、扩散通风、高级通风等功能。同时，该技术还具备高空气性和声音透气性。2020年该类产品已获得奔驰某车型项目定点。

✓ 微米级加工工艺

公司引进国外先进技术，提供从造型设计、造型打样、逆向扫描等纹理设计技术，并结合公司全球化布局，为全球主机厂提供更具性价比的内饰装饰件新型产品。该技术具有环保、高效、特殊质感、高性价比等特点，将在未来的汽车内饰件领域开辟新的市场。2020年公司已获得国内某主机厂的技术定点。

2021年，公司在隐藏式电动出风口（新产品）、微米级加工工艺（新饰件）等获得了更多客户订单，并向大量潜在客户进行了推广，潜在客户对新产品、新技术认可度较高。



目录

- 1 公司概况：座椅细分龙头 并购格拉默布局全球
- 2 乘用车座椅：加速国产替代的千亿市场
- 3 核心看点：整合协同 乘用车座椅从0到1
- 4 **投资建议和风险提示**

H 总结

• 乘用车座椅：加速国产替代的千亿市场

✓ 乘用车座椅是最易被消费者感知的赛道之一，消费者付费/主机厂堆料意愿双轮驱动，功能提升+舒适度提升+智能化加持，千亿市场空间再扩容。传统燃油车时代，乘用车座椅由于技术壁垒高，长期被安道拓、李尔等外资供应商垄断，新势力供应链趋向于扁平化，车型迭代加速，对供应商快速响应及密切配合的需求大幅提升，且新势力更加注重智能空间的打造，座椅为智能座舱的重要组成部分，承载着座舱向第三空间转变，国产供应商有望借机实现突破。

• 乘用车座椅持续突破 加速从1到N

✓ 公司于2021年10月获得某造车新势力品牌主机厂的乘用车座椅项目定点实现从0到1的突破，2022年7月、11月再获某新能源主机厂的座椅总成项目定点，订单量级可观，乘用车座椅业务规模快速提升。多家新能源汽车主机厂客户定点体现对公司的认可，凸显公司在乘用车座椅领域的快速成长，预计后续有望获得更多的定点。

• 全面协同 剑指全球智能座舱龙头

✓ 继峰集团2018年收购德国格拉默，2019年完成交割并于2019Q4开始并表，2020年开启全面整合，经营提升凸显。格拉默和继峰联合开拓市场，产品相互赋能，客户相互导入，共同提升市占率。面对汽车行业电动智能百年大变革，公司积极拥抱，横向拓展乘用车座椅、音响头枕、移动中控系统和扶手、3D Glass玻璃技术等智能化新品，纵向布局智能家居式重卡座舱、电动出风口等，并突破特斯拉、蔚来、理想等造车新势力，长期来看“大继峰”有望充分发挥格拉默百年积淀的座椅等技术优势和继峰的民企灵活机制冲击智能座舱万亿元市场，剑指全球龙头。

投资建议

表：继峰股份盈利预测

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15,733	16,832	19,521	23,507	26,885
YoY (%)	-12.6%	7.0%	16.0%	20.4%	14.4%
归母净利润(百万元)	-258	126	-1,224	512	750
YoY (%)	-186.7%	148.9%	-1068.4%	141.9%	46.4%
毛利率 (%)	13.6%	14.1%	11.5%	13.4%	14.0%
每股收益 (元)	-0.23	0.11	-1.10	0.46	0.67
ROE	-6.0%	2.7%	-34.1%	12.1%	14.6%
市盈率	-73.61	150.41	-15.53	37.10	25.35

资料来源：Wind，华西证券研究所

投资建议

- ✓ 在电动智能重塑整零关系的大趋势下，借助新势力实现乘用车座椅从0到1突破，联合格拉默突破奥迪PPE全球供应体系实现传统豪华品牌从0到1突破，千亿市场国产替代空间大，中长期有望成为全球智能座舱龙头；同时整合成效渐显，新产品和新客户加速拓展，缺芯和原材料涨价缓解下业绩修复弹性高；
- ✓ 维持盈利预测：预计公司22-24年营收由195.2/235.1/268.9亿元，归母净利为-12.2/5.1/7.5亿元，EPS 为-1.10/0.46/0.67元，对应2023年2月2日17.02元/股收盘价，PE分别-16/37/25倍，“买入”评级。

风险提示

- ✓汽车需求低迷导致国内外汽车销量不达预期；
- ✓自动驾驶技术突破不及预期；
- ✓智能座舱渗透率提升不及预期；
- ✓法律法规及伦理道德带来的不确定性；
- ✓行业芯片短缺及原材料价格上涨。

H 免责声明

分析师与团队简介

崔琰/首席分析师

经济学硕士，10余年证券从业研究经验，曾任天风证券、国金证券、民生证券汽车行业首席分析师等，获2022年新财富最佳分析师第五名、金牛奖第五名、水晶球入围（公募榜单第三名）、新浪金麒麟第四名、上证报第三名、WIND第二名；2021年金牛奖汽车行业最佳分析师第五名、水晶球入围、新浪金麒麟入围、WIND第一名；获2020年汽车行业最佳分析师水晶球公募组第五名，WIND第一名；2017年新财富入围，水晶球第三名，金翼奖第四名，WIND第一名；2016年水晶球第一名，2014年新财富入围。专注于汽车四化（电动化、智能化、网联化、共享化）研究，在行业变革中深挖投资机会。

郑青青/王旭冉/胡惠民/杜丰帆/乔木/马天韵

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

THANK YOU

