



【中泰汽车|行业深度】 乘用车座椅：消费升级千亿赛道迎来本土破局黄金窗口

汽车行业首席分析师：何俊艺

S0740523020004

hjjy@zts.com.cn

汽车行业分析师：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6月8日

■ 前言：基于空间格局与成长路径二维标准筛选出乘用车座椅赛道

标准1：空间格局。空间维度优选单车价值量5000+或市场空间1000亿+，格局维度优选本土化率低且集中度高；

标准2：成长路径。优选消费属性驱动单品升级从而带动单车价值量提升的零部件赛道。

■ 空间大：预计2025年国内1494亿，复合增速17%

乘用车座椅属于稀缺大空间高成长性赛道，经测算，2022年乘用车座椅国内市场空间约924亿元，预计2025年国内市场空间提升至1494亿元，2022-2025年复合增速为17%。

■ 格局好：之前外资寡头垄断，当前本土开始破局

之前安全认证资质难叠加就近建厂合资持股导致配套关系固化，此外整椅研发人才外资厂商把控，因此行业集中度高且均为外资厂商，全球CR5>85%，国内CR5>70%。破局原因：1) 当前电动化带来新产能，新势力1-N过程中更加注重响应和成本，本土供应链迎来破局机遇；2) 收购合资/外资补齐整椅开发经验，具备破局必要条件。

■ 持续升级：座椅消费属性明显，促进单价提升&加速国产替代

座椅消费属性显著，近年来逐渐成为厂商主打差异化卖点。依托零部件增量和升级实现座椅舒适性和个性化的二维功能升级，促进座椅单车价值量持续提升，同时加速国产替代。

■ 产业链概况及投资建议

主机厂出于降本需求会直接指定二级供应商采购，因此不同座椅项目中供应商之间存在交叉配套关系，全面把控Tier2的设计和制造过程是整椅厂商的盈利关键。当前技术难度较高环节（整椅、骨架、核心件）仍以外资主导，难度较低环节（头枕、扶手、面套）本土厂商依靠成本优势已占据较高份额，看好后续本土厂商在高壁垒环节的持续替代，重点关注整椅+骨架环节。重点推荐：继峰股份，建议关注：上海沿浦。

■ 风险提示：乘用车销量不及预期，上游原材料价格波动，单车价值量提升不及预期，行业规模测算偏差风险

目 录

前言：基于空间格局与成长路径二维标准筛选出乘用车座椅赛道

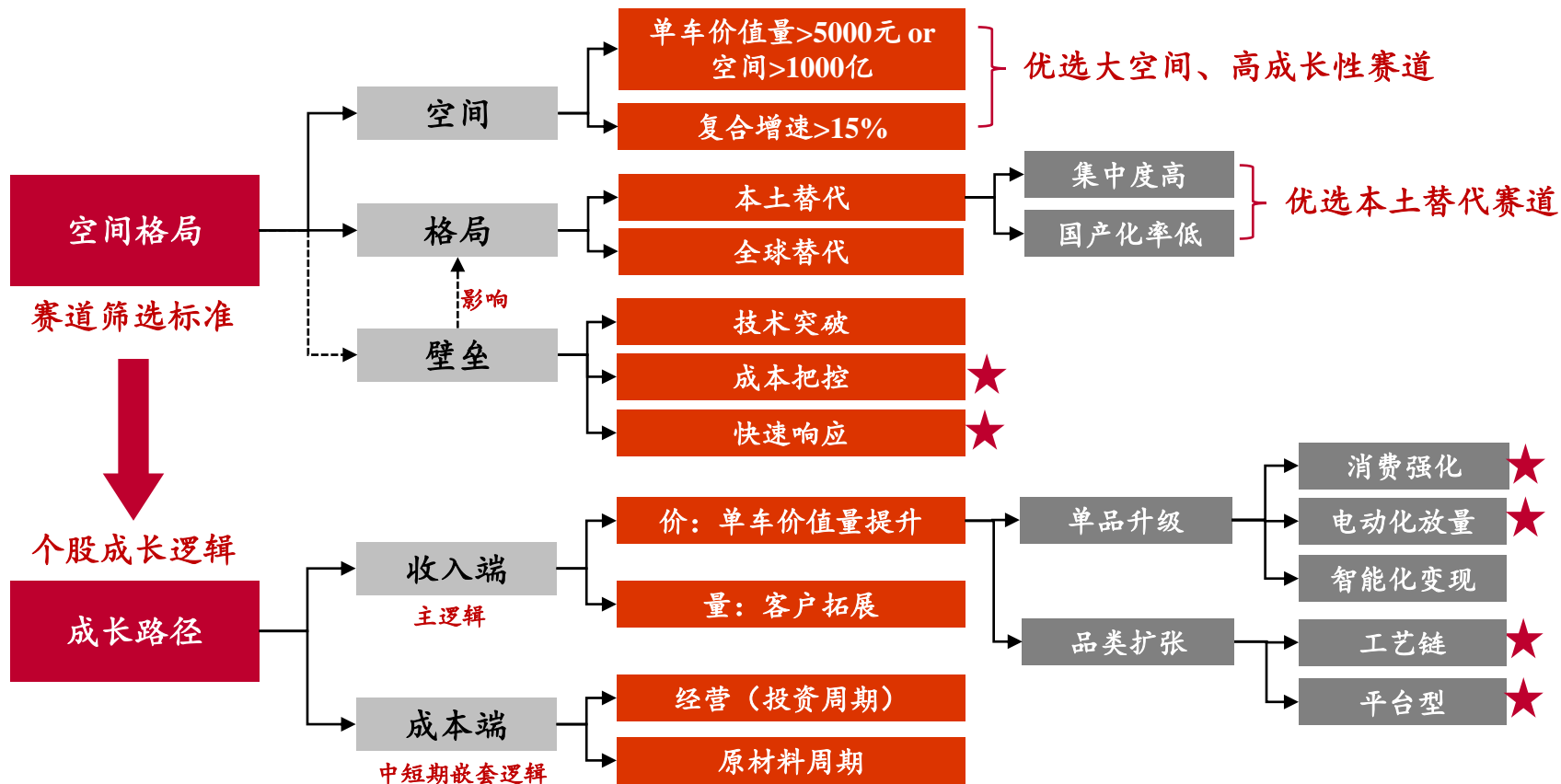
一、空间大：2025年国内1500亿，CAGR=17%

二、格局好：前期外资寡头垄断稳固，当前本土开始破局

三、消费升级：座椅消费属性被重视，功能升级带动单价持续提升

四、产业链概况及投资建议

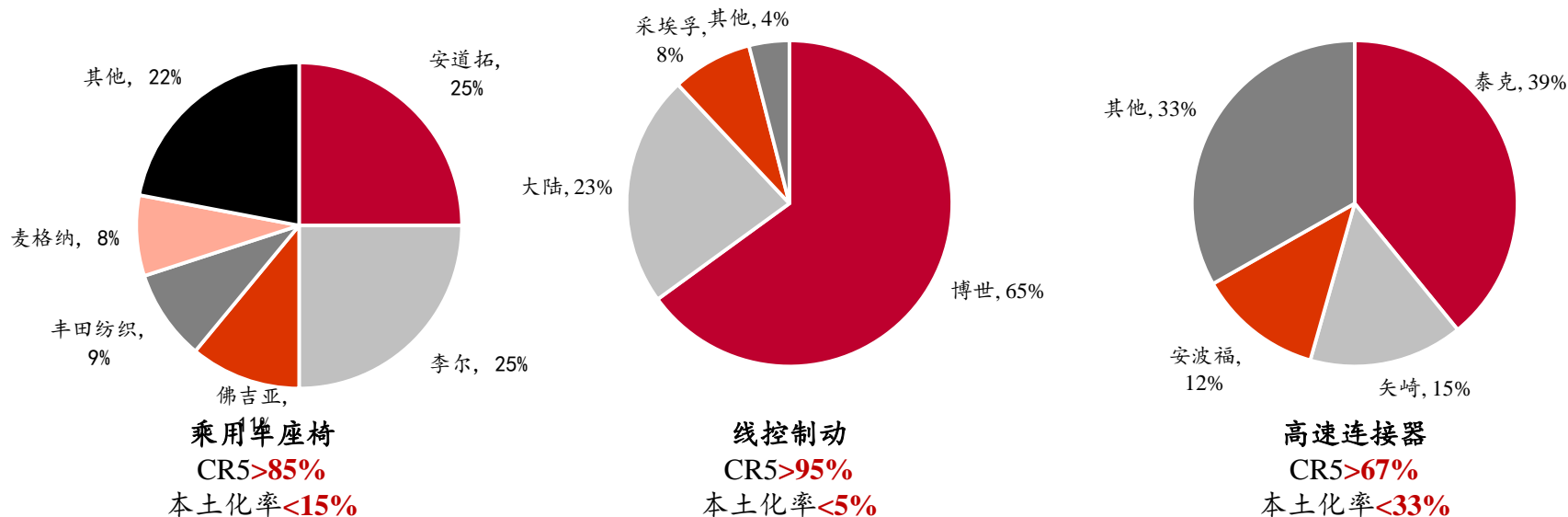
五、风险提示



标准1-格局维度：优选本土化率低且集中度高的赛道

- 赛道中无或较少本土厂商参与竞争较为重要，主线逻辑是国内市场替代外资份额。
- 相关赛道：座椅（本土化率<15%）、线控制动（本土化率<5%）、高速连接器（本土化率<33%）等。

图表1：全球本土化率低且集中度高的相关赛道（2020年）



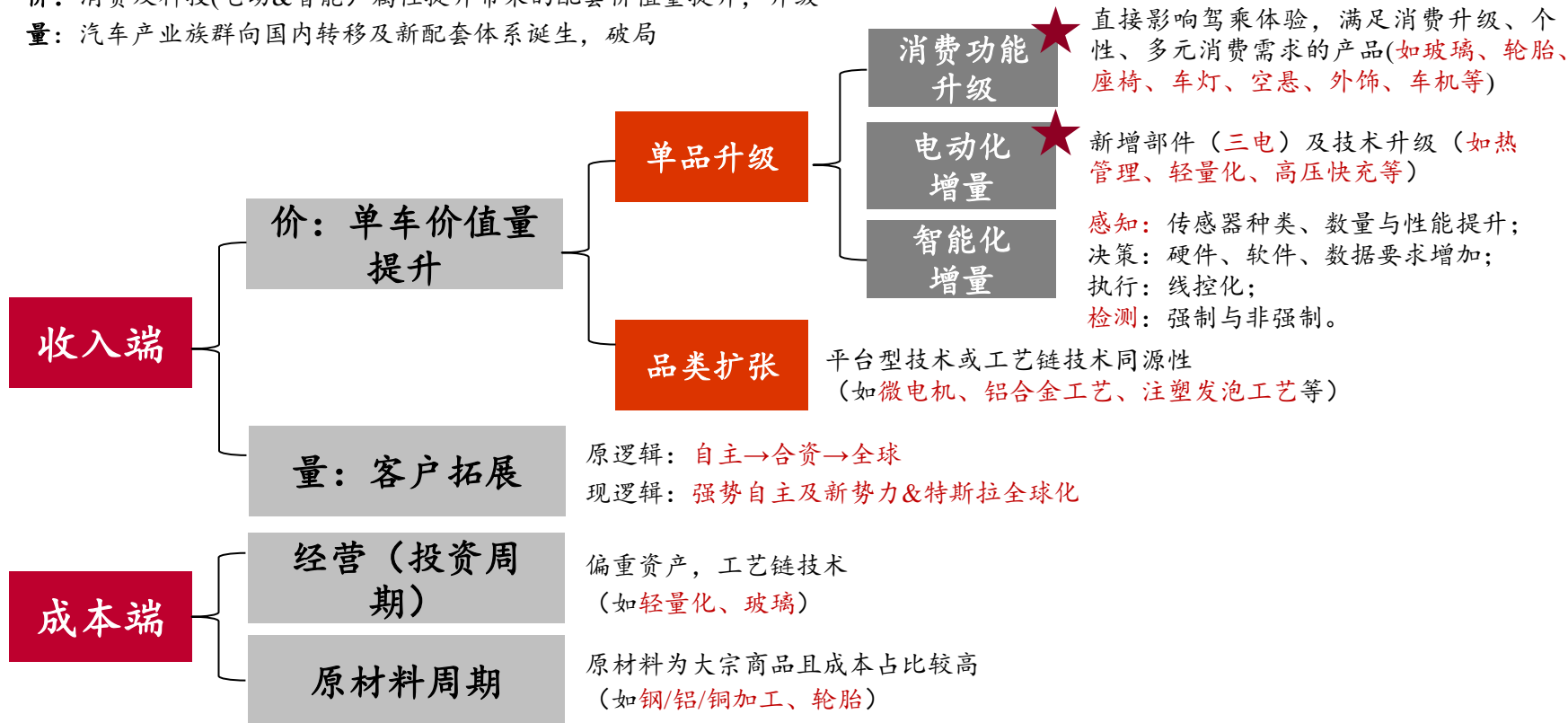
资料来源：Marklines，中商产业研究院，Bishop & Associates，中泰证券研究所

标准2-成长路径：优选消费、电动单品升级的赛道

驱动要素总结：主逻辑在收入端，成本端是中短期嵌套逻辑

价：消费及科技(电动&智能)属性提升带来的配套价值量提升，升级

量：汽车产业族群向国内转移及新配套体系诞生，破局



目 录

前言：基于空间格局与成长路径二维标准筛选出乘用车座椅赛道

一、空间大：2025年国内1500亿，CAGR=17%

二、格局好：前期外资寡头垄断稳固，当前本土开始破局

三、消费升级：座椅消费属性被重视，功能升级带动单价持续提升

四、产业链概况及投资建议

五、风险提示

市场空间：2021年国内乘用车座椅空间约693亿

- **分价格带销量及单车价值量：**中汽协数据表明，2021年5万以下、[5,10)、[10,15)、[15,20)、[20,30)、[30,40)、40万以上乘用车销量分别为70、412、663、319、341、157、117万辆，销量总计2079万辆。考虑到座椅成本与整车售价密切相关，我们假设各价格带座椅单车价值量分别为2000、2500、3000、3500、4000、4500、5000元。
- 经测算，2021年各价格带市场空间分别为14、103、199、112、136、71、58亿元，**市场空间总计693亿元。**

图表2：乘用车座椅市场空间测算（2021年）

价格带	5万以下	[5,10)	[10,15)	[15,20)	[20,30)	[30,40)	40万以上	整体
乘用车销量（万辆）	70	412	663	319	341	157	117	2079
单车价值量（元）	2000	2500	3000	3500	4000	4500	5000	3333
市场空间（亿元）	14	103	199	112	136	71	58	693

来源：中汽协，中泰证券研究所（注：分价格带座椅单车价值量为假设值）

图表3：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

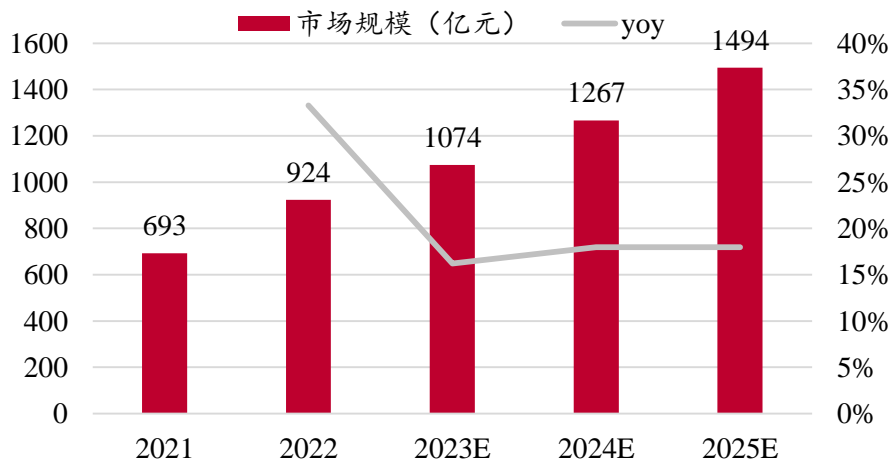
■ 关键假设（2023-2025）：

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年增速15%；

■ 测算结果：

2022-2025空间为924/1074/1267/1494亿元，CAGR约17%。

图表4：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

目 录

前言：基于空间格局与成长路径二维标准筛选出乘用车座椅赛道

一、空间大：2025年国内1500亿，CAGR=17%

二、格局好：前期外资寡头垄断稳固，当前本土开始破局

三、消费升级：座椅消费属性被重视，功能升级带动单价持续提升

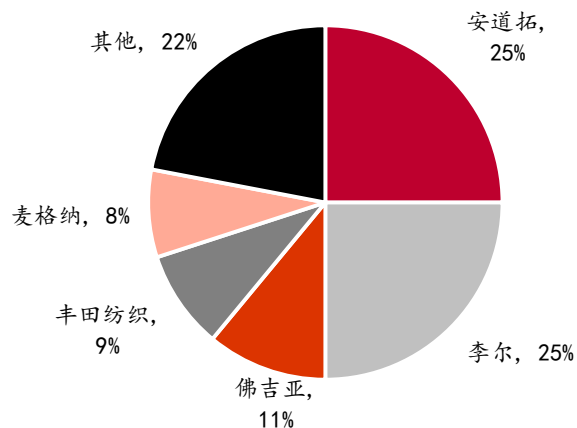
四、产业链概况及投资建议

五、风险提示

格局：前期外资寡头垄断稳固（国内CR5>70%）

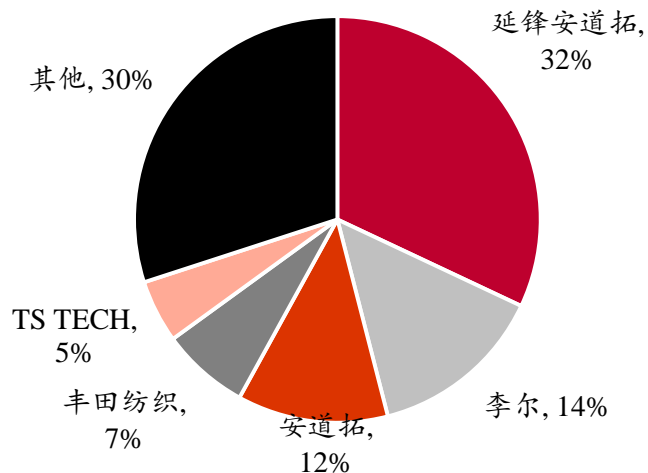
- 全球：CR5>85%且均为外资，按份额依次为安道拓、李尔、丰田纺织、佛吉亚、麦格纳；
- 国内：CR5>70%且均为合/外资，其中延锋安道拓为延锋与安道拓的合资公司，考虑到延锋与安道拓多年的合资关系，这里我们仍将延锋安道拓定义为合资公司。

图表5：全球座椅主要厂商份额（2020年）



来源：Marklines，中泰证券研究所

图表6：国内座椅主要厂商份额（2020年）



来源：Marklines，中泰证券研究所



- **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7：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	乘用车座椅用调角器技术条件		
17	QC/T 845-2011	乘用车座椅用锁技术条件		
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8：国内分地区整椅供应链配套关系

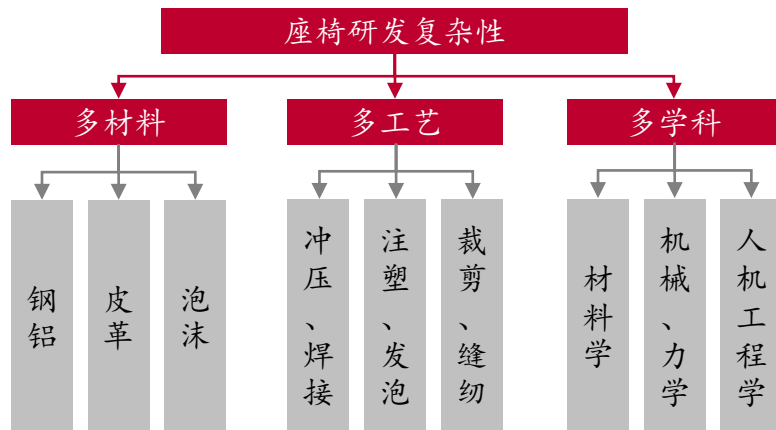
地区	主机厂	当地整椅配套厂商
长春	一汽系	富维安道拓、李尔长春、佛吉亚旭阳
北京	北汽系	安道拓、北汽李尔、北汽佛吉亚
重庆	长安系	重庆安道拓、重庆李尔长安、佛吉亚
武汉	东风系	延锋(武汉)、东风李尔、佛吉亚(武汉)
上海	上汽系	安道拓(上海)、上海李尔、上海佛吉亚
广州	广汽系	广州安道拓、广州李尔、佛吉亚(广州)

来源：爱普搜apsoto，中泰证券研究所整理

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，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9：整椅研发复杂度较高



来源：中泰证券研究所绘制

图表10：外资主要座椅厂商前五大客户结构（2021年）

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%	

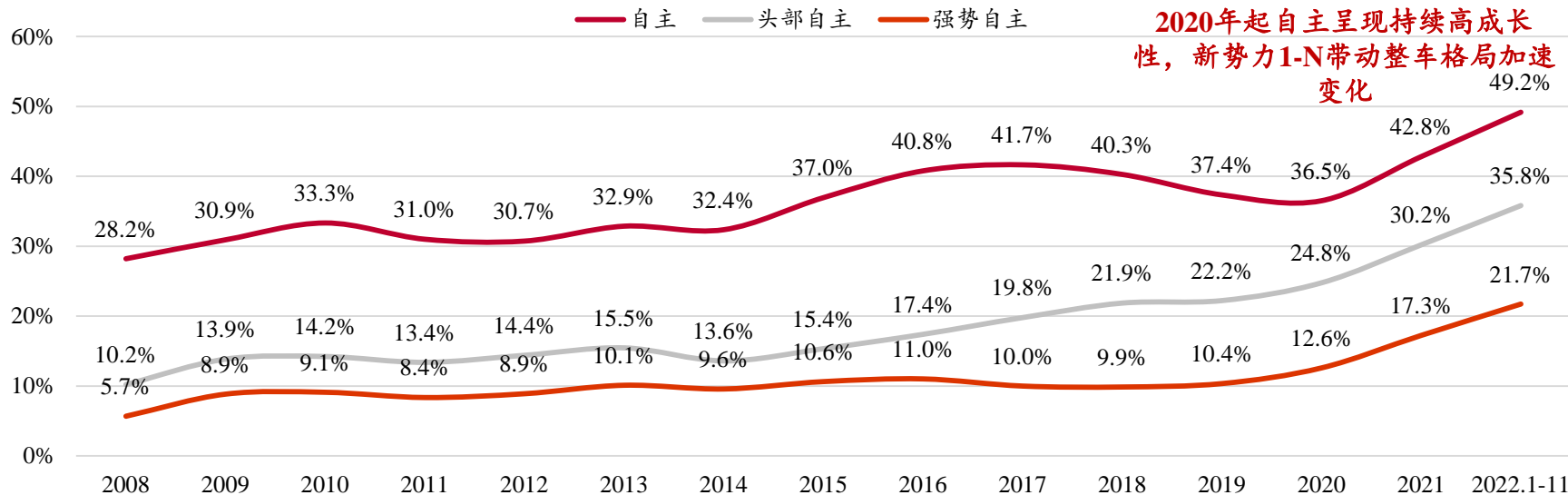
来源：各公司公告，中泰证券研究所

破局原因1：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**。

- **自主品牌份额快速提升**：2020-2022.11自主品牌市占率从36.5%提升至**49.2% (+12.7pct)**；
- **强势自主贡献主要增量**：2020-2022.11强势自主品牌市占率从12.6%提升至**21.7% (+9.1pct)**；
- **新势力0-1-N快速提升**：2020-2022.11新势力市占率从1.2%提升至**4.7% (+3.5pct)**

图表11：自主品牌市占率变化情况（2008-2022.11）



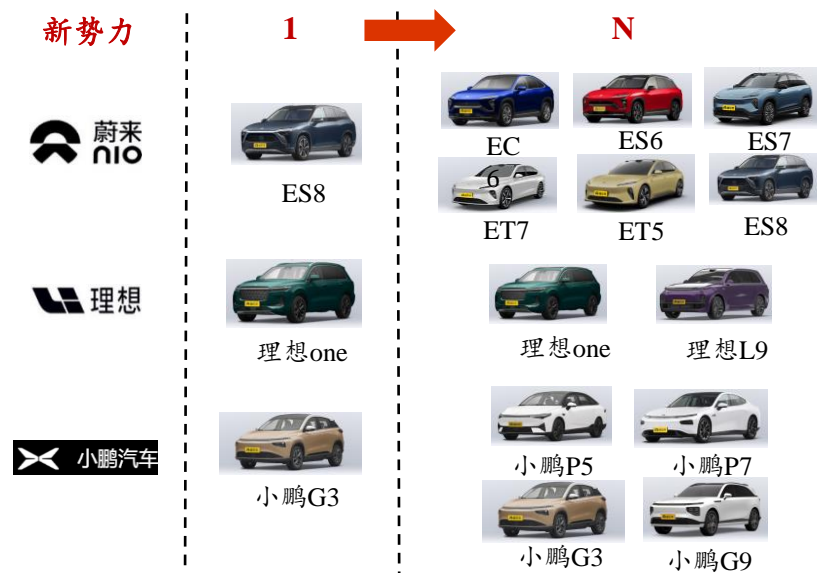
来源：MarkLines，中泰证券研究所



破局原因1：新势力1-N更注重响应&成本，破局机遇

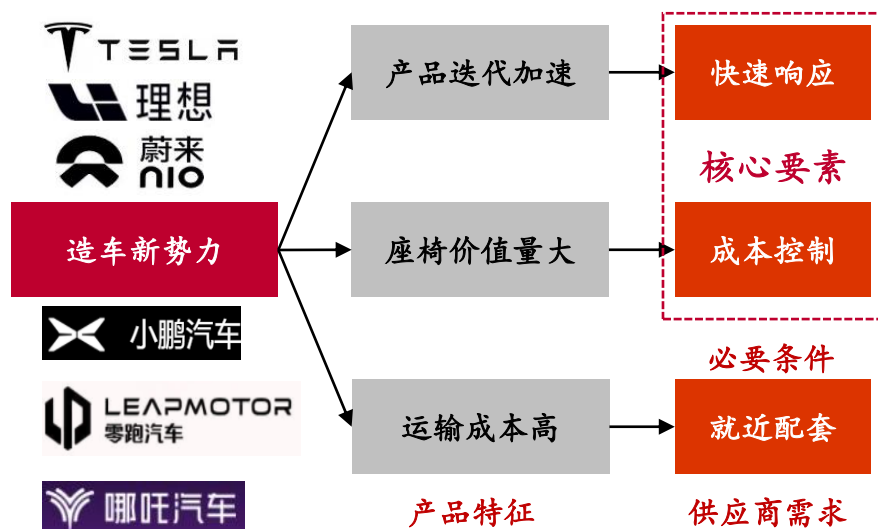
- **新势力对短期快速响应能力需求提升**：新势力处于从1-N阶段，车型迭代快，产品新功能要求高，在新项目未大规模起量的背景下要求供应商就近建厂配套，外资座椅龙头响应及内部决策效率不及继峰等本土厂商。
- **新势力长期需要培养自己的配套体系**：造车新势力倾向于扶持本土座椅供应链，会与自主座椅建立长期战略合作关系，长期维度来说，**本土座椅厂商成本把控能力更强，且配合度更高。**

图表12：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13：新势力座椅供应链需求特征

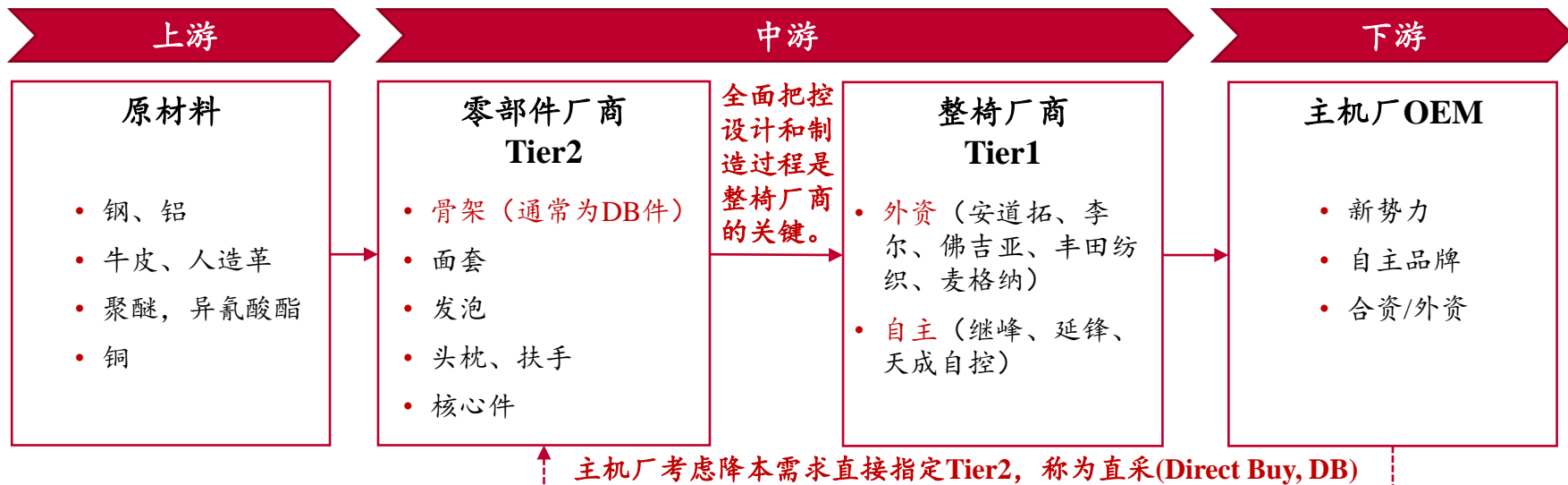


来源：各公司官网，中泰证券研究所

破局阻力：核心件是否会被卡脖子？

- 乘用车座椅供应链交叉配套特征显著：主机厂出于降本需求，直接指定座椅零部件二级供应商，再由整椅一级供应商进行装配。因此，不同的座椅项目中，**供应商之间存在交叉配套关系**。
- 核心件已有本土厂商实现突破：核心件技术难度较大，当前国内仍相对落后，**然而部分厂商已实现突破**，例如宁波双林生产驱动器，光启技术生产滑轨和调角器。
- 因此我们判断，核心件自制不会成为本土厂商破局的卡脖子因素。

图表14：乘用车座椅供应链交叉配套特征显著



来源：中泰证券研究所绘制

目 录

前言：基于空间格局与成长路径二维标准筛选出乘用车座椅赛道

一、空间大：2025年国内1500亿，CAGR=17%

二、格局好：前期外资寡头垄断，当前本土开始破局

三、消费升级：座椅消费属性被重视，功能升级带动单价持续提升

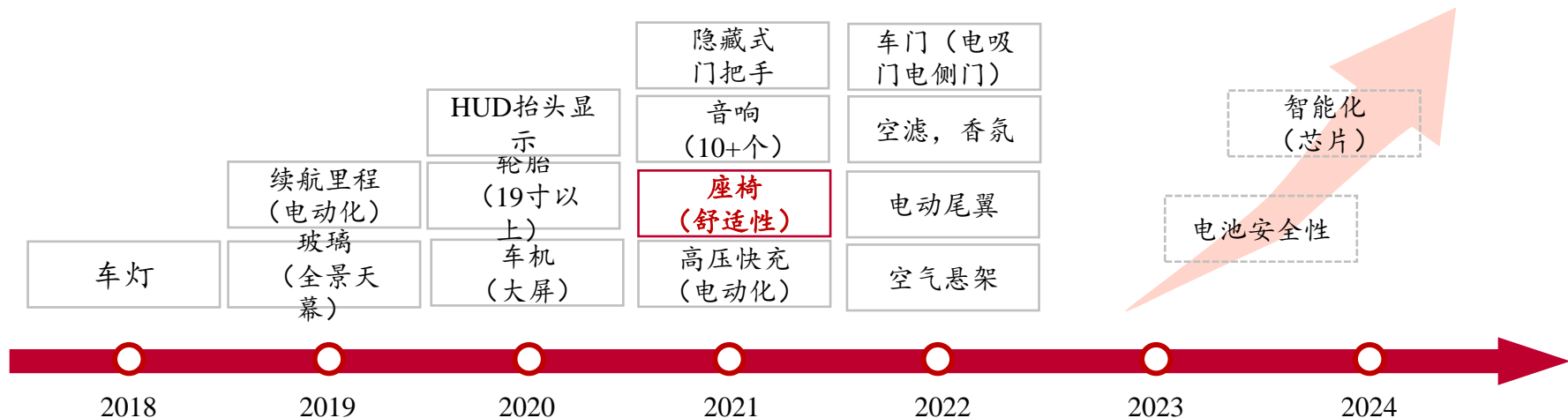
四、产业链概况及投资建议

五、风险提示

消费属性汽零配置复盘与展望

- 2018年：车灯（LED大灯、自适应远近光灯、转向随动等）；
- 2019年：电动车续航，天幕玻璃（特斯拉Model3）；
- 2020年：电池安全性（比亚迪刀片电池），中控大屏/多联屏兴起、HUD（大众ID、长城初恋）；
- 2021年：音响（蔚来ET7、凯迪拉克LYRIQ）、隐藏式门把手、**座椅（围绕舒适性）**、高压快充（电动化）；
- 2022年：电动尾翼（长安UNI-V）、空悬（极氪001）、车门（电吸门、电侧面）等。

图表15：近年主机厂主推/宣传的配置或功能



来源：中泰证券研究所绘制

案例1：理想L9-4D振动座椅创新应用

- **配置丰富**：L9所有座椅均为Nappa真皮且具备电动调节和加热，前两排具备通风和按摩，此外第一排还具备电动记忆。
- **主打卖点**：官方宣传100项旗舰配置中**座椅占据4项**，其中**第二排4D座椅**更是行业首次应用，体现出理想对座椅创新的重视。

图表16：理想L9座椅参数配置

	主驾	副驾	第二排	第三排
调向	12向	12向	8向	2向
电动调节	√	√	√	√
加热	√	√	√	√
通风	√	√	√	×
按摩	√	√	√	×
电动记忆	√	√	×	×
面套材质	Nappa真皮			

来源：汽车之家，中泰证券研究所

图表17：理想L9旗舰配置

100项旗舰配置 一个都不能少			
200万像素正后感知摄像头	负氧离子面料全车顶棚	第二排座椅4D振动单元	豪华软枕x4
电容式感应方向盘	仪表台及车内门板采用皮革包裹	杜比全景声（Dolby Atmos）	第二排座椅无级调节内侧扶手
疲劳和注意力提醒系统	第一排手机无线充电（15W）x2	矩阵式重低音	第三排座椅一键电动放倒和复位
导航辅助驾驶	第二排USB快充接口Type-C（60W）x2	前排及后排有线投影	副驾老板键
高精度地图	车内220V电源（1.1kW）	副驾娱乐屏独立蓝牙音源	方向盘4向电动调节
高精度亚米级定位	方向盘安全驾驶交互屏	后舱娱乐屏独立蓝牙音源	隐藏式门把手
全景视觉泊车	13.35英寸高清投影式抬头显示系统	一体式悬浮设计星环头灯	外后视镜电加热
360°高清全景影像	15.7英寸OLED中控屏（3K分辨率）	立体设计星环尾灯	全车静音电吸门
车道级导航	15.7英寸OLED副驾娱乐屏（3K分辨率）	智能自适应LED大灯	自动防炫目驾驶员侧外后视镜
感知环境显示	中控屏和副驾娱乐屏一体式无缝玻璃盖板	远近光自动控制	感应式电动尾门
电动充电口盖（带感应开启）	15.7英寸OLED后舱娱乐屏（3K分辨率）	LED智能驾驶辅助灯	无钥匙进入（四门）
对外放电（3.5kW）	屏幕多点触控技术	主动进气格栅	手机蓝牙钥匙

来源：理想L9发布会，第一电动网，中泰证券研究所

案例2：问界M7-行业首创零重力座椅

- **舒适性突破**：M7实现了更多向调节，加热、通风、按摩前两排标配，三排座椅可放平等。行业首创零重力座椅，采用人体工程学设计，使躯干和腿部形成 113° 角，增加受力面积，极大减缓压迫、提升舒适。
- **娱乐互联**：M7搭载了HUAWEI SOUND®音响系统，并标配主驾私享头枕音响。通过Harmony OS可实现车机与儿童座椅互联，可实现一键座椅通风，儿童状态检测和安全异常提醒，儿童哄睡模式等，座椅调节等也均可通过语音操控。

图表18：问界M7零重力座椅



来源：问界官网，中泰证券研究所

图表19：问界M7儿童座椅互联功能界面



来源：问界官网，中泰证券研究所

案例3：阿维塔11-太空科技感与奢华感二者可选

- **设计风格**：四座版科技感凸显，整体采用青灰色调，五座版奢华感浓厚，以勃艮第红和月夜蓝双色搭配，座椅表面和靠背绗缝采用非对称设计。全系座椅采用Nappa真皮及超纤麂皮绒材质包裹。
- **环拥式座舱**：后排采用**太空舱式环绕布局**，满足前28°后12°可调节、加热、按摩等功能。
- **抗菌材质**：在座椅与人常接触部位均采用抗菌率99%的材质，可有效抑制微生物滋生。

图表20：阿维塔11后排座椅（四座版本）



来源：汽车之家，中泰证券研究所

图表21：阿维塔11后排座椅（五座版本）



来源：汽车之家，中泰证券研究所

- **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。

部件升级：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22：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

目 录

前言：基于空间格局与成长路径二维标准筛选出乘用车座椅赛道

一、空间大：2025年国内1500亿，CAGR=17%

二、格局好：前期外资寡头垄断，当前本土开始破局

三、持续升级：座椅消费属性明显，功能升级带动单价持续提升

四、产业链概况及投资建议

五、风险提示

■ 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：预计25年国内1494亿，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多年，经营集中。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：格拉默整合确定性强且弹性大，连续三个季度证明拐点已至

格拉默是全球知名座椅厂商。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；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。

- 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，预计年产值将达到约50亿元。

图表23：继峰乘用车座椅项目定点公告

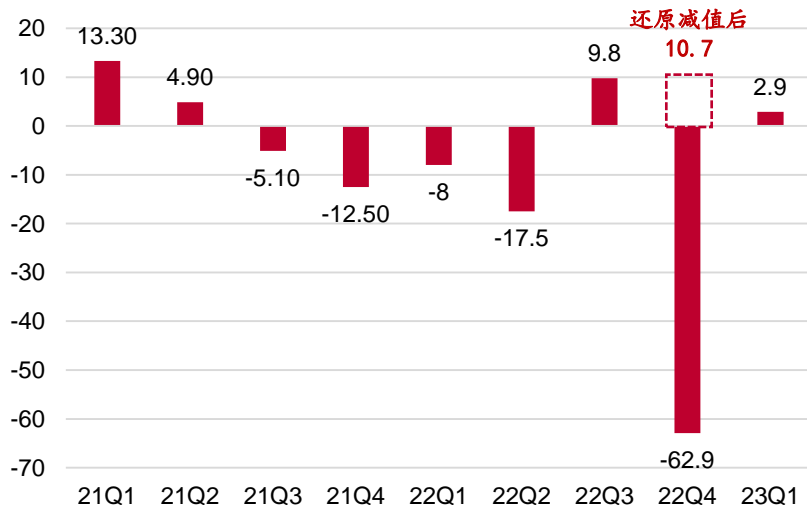
序号	客户	项目	全生命周期营收	定点日期	计划量产日期	意义
1	某造车新势力1	新能源汽车座椅产品	-	2021-10	2023-01	本次乘用车座椅的项目定点是公司新势力从0-1的突破
2	某造车新势力2	前后排座椅总成产品	-	2022-07	-	两个不同的新能源汽车主机厂对公司的认可，新势力1-N
3	某造车新势力3	前后排座椅总成产品	生命周期5年，总金额为18-25亿元	2022-11	2024-07	原有客户的基础上，获得的新客户的订单，新势力1-N
4	奥迪	PPE平台eQ5、eQ6、E6前后排座椅总成产品	生命周期7年，总金额为80-100亿元	2023-02	2024-12	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

逻辑2：格拉默整合确定性强且弹性大，拐点已至

- 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。

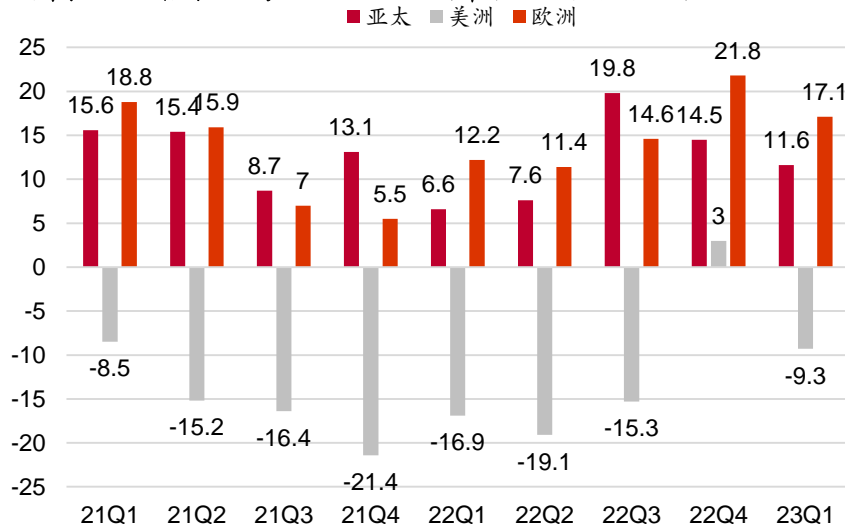
图表24：格拉默分季度净利润（单位：百万欧元）



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25：格拉默分地区EBIT（单位：百万欧元）

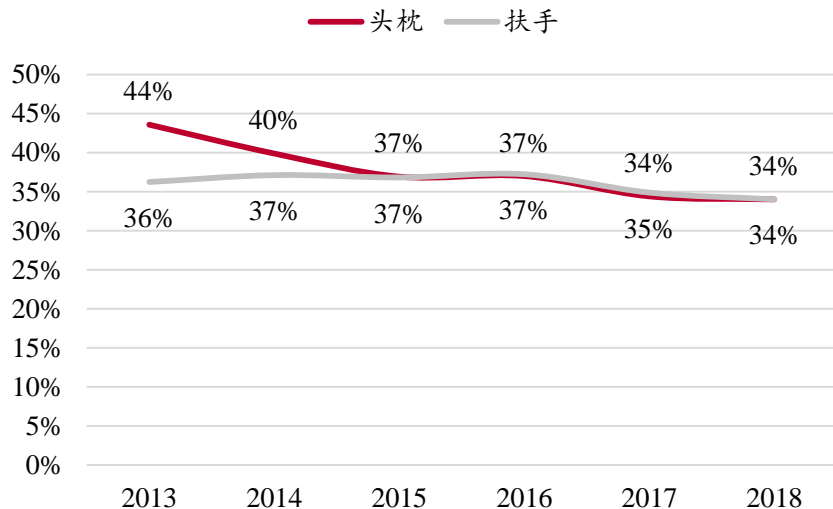


来源：格拉默年报，中泰证券研究所

逻辑3：头枕扶手主业已证明自身，基本盘稳健

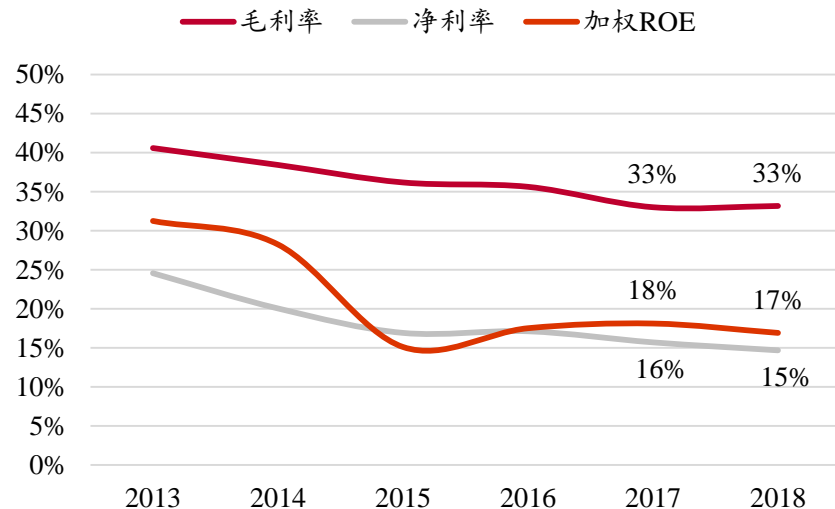
- 主业已证明自身能力：乘用车座椅头枕、扶手部件国内市占率分别约20%和10%，毛利率常年维持30%以上。
- 本部盈利能力稳健：2018年毛利率、净利率及加权ROE分别为33.2%/14.7%/16.9%。

图表26：继峰主营产品毛利率



来源：WIND，中泰证券研究所整理

图表27：继峰盈利能力主要财务指标



来源：WIND，中泰证券研究所整理



■ 深度战略合作东风李尔系的本土汽车座椅骨架龙头

公司是汽车座椅骨架龙头，深度战略合作东风李尔系，2020 年东风李尔收入占比 44.5%，2020 年汽车座椅骨架总成市占率约为6%。与国际厂商相比，公司具有响应效率高和成本优势；与国内厂商相比，公司此前深度合作东风李尔系，工艺技术成熟、量产经验丰富，是国内少数具有生产前后排座椅骨架总成能力的供应商。

■ 座椅骨架格局重塑，第三方供应商应时崛起

前排座椅骨架市场过去主要由外资头部座椅tier1供应商自制，因此座椅总成与前排骨架市场基本被同一批外资头部企业垄断。电动智能时代车型迭代速度加快车企对零部件企业响应要求大幅提升，固有的配套关系被打破，座椅tier1考虑到成本及响应效率逐步外放骨架总成，公司有望凭借强响应以及丰富的工艺、模具、量产经验优势抢占市场份额。

■ 产品升级与国产替代齐驱，业绩将迎爆发

价：公司 2018-2020 年主要配套后排座椅总成，ASP 为335-341元，2021年以来公司斩获包括赛力斯、长城、比亚迪在内的多个全套座椅总成订单，单车价值提升至1000-3000元。量：2021年至今公司公告累计获得座椅骨架订单94.2-101.2亿元，包括华为问界/比亚迪/岚图/小鹏/长城等，是公司21年收入的9倍，未来三年持续高增长确定性强。

■ 盈利预测：预计23-25年归母净利分别为1.2/2.2/3.0亿元，维持“买入”评级。

■ 乘用车销量不及预期

主要系：1) 新能源补贴退坡+燃油车购置税减免政策退出；2) 新能源竞争加速，特斯拉等新势力价格策略大幅调整；3) 经济复苏不及预期，居民消费信心处于低位。

■ 上游原材料价格波动

座椅原材料成本占比较高，如果钢、铝、皮革、泡沫等原材料价格上涨，会影响座椅产业链盈利能力。

■ 单车价值量提升不及预期

下游整车厂商新能源转型过程中具备盈利能力下行的风险，供应链降本力度或增加，而座椅单车价值量较高，将面临更大的降本压力，因此存在单车价值量提升速度不及预期的风险。

■ 行业规模测算偏差风险

报告中的行业测算规模是基于一定假设前提，存在不及预期的风险。

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。

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
<p>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）。</p>		