

继峰股份(603997)

报告日期: 2026 年 04 月 19 日

全球内饰件领军者，乘用车座椅利润释放元年 ——继峰股份深度报告

投资要点

- **核心逻辑:** 乘用车整椅大幅释放利润元年，基本盘稳固、最大亏损源 TMD 已剥离，盈利拐点已现。
- **公司简介:** 全球汽车内饰巨头，深耕领域三十载实现全球化跃升
 - (1) **产品:** 公司自乘用车座椅头枕、扶手起家，通过并购格拉默及内生增长，目前产品类型延伸至乘&商用车座椅总成、中控产品等，其中乘用车座椅业务增速最快、空间最大；
 - (2) **股权结构:** 股权结构集中，截止 26 年 4 月，实控人王义平家族合计持股超 40%。
- **乘用车座椅:** 自主座椅龙头标的，受益于中高端国产市占率与第三方化率提高
 - (1) **受益于中高端国产市占率提高:** 公司目前市占率不足 5%，上升空间大，其中中高端座椅利润空间大，公司是自主中高端龙头，将显著受益。亚洲座椅市场的规模增长较快、利润率较高，其中二十万以上的乘用车座椅占据约 70% 的利润空间，但目前中高端市场多为外资或具有合资背景。公司是中高端市场的龙头自主公司，将受益于中高端国产渗透率提高。
 - (2) **受益于第三方化率提高:** 美洲与 EMEA 地区四大第三方座椅供应商市占率均超 80%，我国仅为 38%，公司将受益于第三方化率提高。
 - (3) **公司手握定点较多、客户结构全面:** 截至 2025 年底，公司累计斩获乘用车座椅定点项目 27 个，生命周期总销售额超 1000 亿元，客户全面覆盖奥迪、宝马等豪华品牌，理想、蔚来等国内头部新能源车企。
- **格拉默:** 整合成效渐现，**2025 年归母净利润达 1.78 亿元**
 - (1) **已扭亏为盈:** 子公司格拉默 2024 年末完成 TMD 剥离，2025 年归母净利润 1.78 亿元、全面扭亏为盈。
 - (2) **降本增效持续推进:** 格拉默持续推动人力成本优化，实施了直接裁员、与工会达成削减薪资福利的协议、以及实施“Satellite”计划将岗位向低薪资国家和地区转移的措施，2021-2024 年，其员工减少 13%，企业整合全面深化。
- **传统业务:** 盈利稳中有升，**格拉默整合优化迎来业绩拐点**
 - (1) **基本盘:** 座椅头枕、扶手。公司为该细分赛道龙头，2025 年头枕、座椅扶手（含格拉默有关产品）的销量已达 4499、917 万件，近年毛利率承压、稳定于 15% 左右。
 - (2) **新拓产品:** 公司近年新开拓了智能出风口、车载冰箱等新业务，2025 年两者分别实现营收 3.95、2.14 亿元，其中车载冰箱营收同增 77%、在手定点共 22 个。

盈利预测与估值

我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 257、273、291 亿元，同比增速分别为 13%、6%、7%，CAGR 为 8.6%；归母净利润分别为 7.61、9.15、11.69 亿元，同比增速分别为 68%、20%、28%，CAGR 为 37.2%，对应 PE 分别为 22、18、14 倍，维持“买入”评级。

风险提示

乘用车座椅项目量产进度不及预期、下游整车厂销量不及预期、海外市场波动风险、原材料价格上涨风险等。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 邱世梁

执业证书号: S1230520050001

qiushiliang@stocke.com.cn

研究助理: 顾淳晖

guchunhui@stocke.com.cn

基本数据

收盘价 ¥13.17

总市值(百万元) 16,755.73

总股本(百万股) 1,272.26

股票走势图



相关报告

1 《座椅业务同比大增 81%、扭亏为盈，利润拐点已现》

2026.04.02

2 《格拉默 Q1-3 扭亏为盈，乘用车座椅业务星辰大海》

2025.11.04

3 《25H1 扣非大幅提升，乘用车座椅业务打开增长空间》

2025.09.08

财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	22782.66	25689.11	27293.47	29081.99
(+/-) (%)	2.37%	12.76%	6.25%	6.55%
归母净利润	453.59	760.50	915.10	1169.15
(+/-) (%)	180.03%	67.66%	20.33%	27.76%
每股收益(元)	0.36	0.60	0.72	0.92
P/E	36.94	22.03	18.31	14.33
ROE	8.47%	12.57%	13.68%	15.57%

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 公司介绍：乘用车座椅自主龙头，盈利拐点已至	5
1.1 股价复盘图：2025 年净利润创新高	5
1.2 发展历程：全球汽车内饰巨头，新兴业务战略纵深持续拓展	5
1.3 业务矩阵：乘商协同的全球化产品与客户布局	7
1.4 财务透视：营收稳定增长，费用控制加强，利润拐点已现	8
2 乘用车座椅：从 1 到 N，规模效应进入释放前夜	10
3 基本盘：座椅扶手、头枕盈利稳健，商用车座椅温和复苏	12
3.1 座椅扶手、头枕：市场潜力大，公司为细分行业龙头，成本控制能力强	12
3.1.1 全球头枕市场潜力可期，中国扶手市场迎变革增长	12
3.1.2 座椅扶手、头枕受下游客户影响，营收承压	12
3.1.3 细分龙头依托产业链优势构筑成本壁垒，实现高且稳定的毛利率	13
3.2 商用车座椅：市场温和复苏，公司盈利韧性强	13
3.2.1 商用车市场温和复苏，头部企业份额稳定	13
3.2.2 商用车座椅营业收入和毛利率稳步上升	14
3.2.3 商用车座椅量减价增态势，产品结构优化支撑 ASP 回升	14
3.3 隐藏式电动出风口、车载冰箱已盈利，隐藏式门把手已获得项目定点	15
4 格拉默：剥离亏损资产推动整合，降本增效驱动业绩扭亏为盈	16
4.1 收购格拉默始末：从抵御恶意收购到实现业务协同拓展	16
4.2 管理整合与降本增效并举，驱动格拉默经营面扭亏为盈	17
4.2.1 中国籍高管派驻加速整合，EMEA 收入短期承压	17
4.2.2 降本增效措施持续推进	18
4.2.3 出售 TMD 与降本增效共促格拉默业绩修复	19
5 盈利预测	20
6 风险提示	21

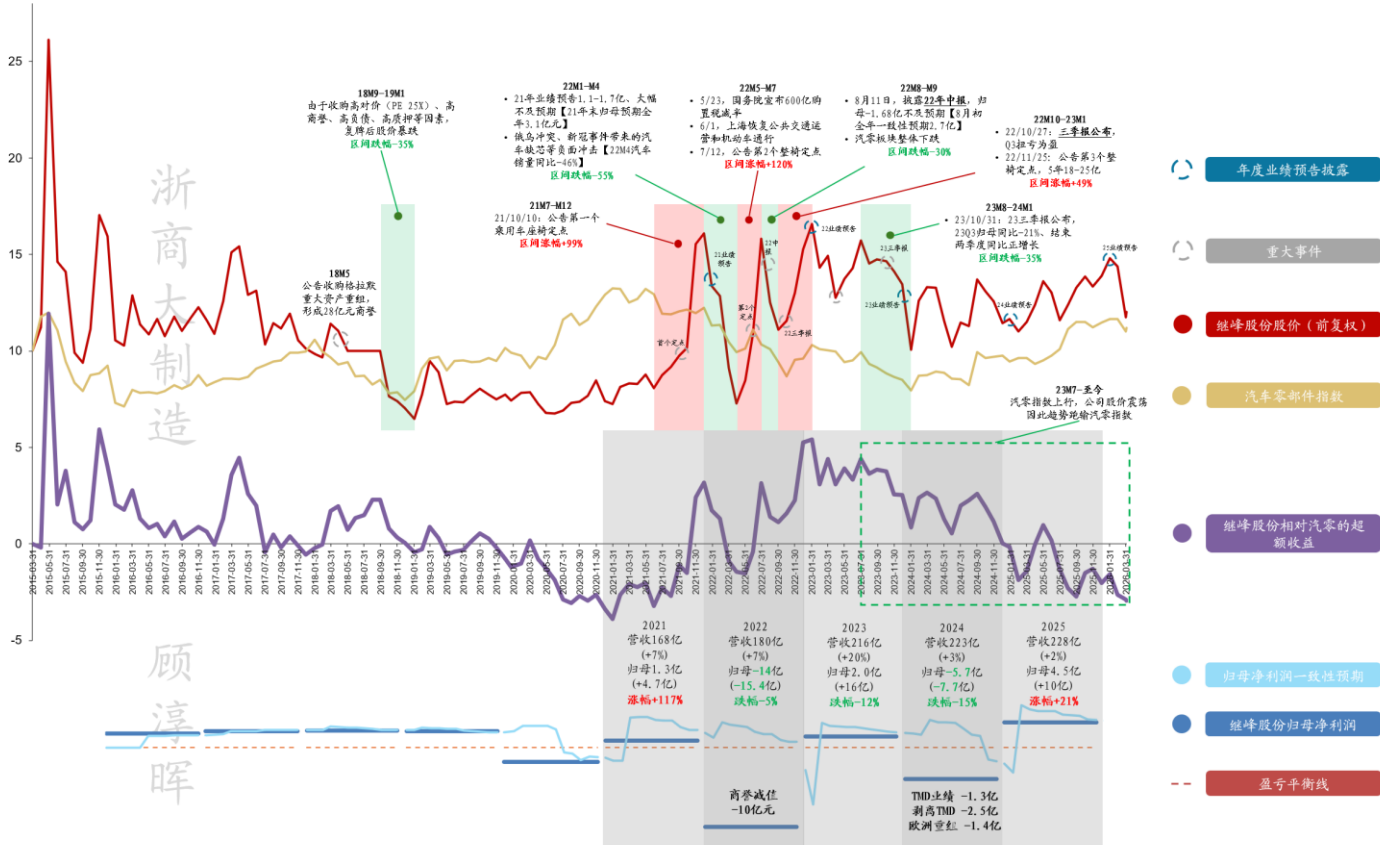
图表目录

图 1: 公司股价自 21 年末起便处于震荡行情之中, 2025 年归母净利润创新高.....	5
图 2: 2019 年收购格拉默, 实现产品、技术及市场的全球化布局, 战略新兴业务持续扩张.....	6
图 3: 家族式民营企业, 控股全球内饰巨头格拉默.....	6
图 4: 主营业务营业收入拆分: 2025 年乘用车座椅贡献营收 51.15 亿元, 占比 22.6%	7
图 5: 公司制造、研发中心遍布全球.....	8
图 6: 公司近年营业收入稳步增长, 2020-2025 年 CAGR 为 7.69%.....	8
图 7: 继峰分部 2020-2025 年营业收入 CAGR 约 30.6%.....	8
图 8: 公司 2025 年销售毛利率创下近 5 年年度新高	9
图 9: 公司管理费用率 2025 年大幅下降	9
图 10: 2025 年归母净利润为上市以来的历史最高值	9
图 11: 研发测试不断走入生产基地, 促进产能加速释放	11
图 12: 公司研发投入总额持续增多, CAGR 达 21.07%.....	11
图 13: 公司研发人员数量持续上升, CAGR 达 16.54%.....	11
图 14: 2035 年全球头枕市场规模有望扩大到 56.3 亿美元	12
图 15: 轻量化、智能化与舒适性融合是座椅扶手发展趋势	12
图 16: 公司座椅扶手销量较为稳定, 头枕 2025 年销量有所下降	12
图 17: 2025 年公司座椅扶手 ASP 有所下降, 头枕 ASP 较为稳定	12
图 18: 公司座椅扶手和头枕毛利率保持在较高水平, 2024 年均 17.22%	13
图 19: 2025 商用车销量同比增长	14
图 20: 2025 年商用车主机厂销量同比喜忧参半	14
图 21: 2020-2025 年座椅 CAGR 约为 6.3%	14
图 22: 2020-2025 年毛利维持在 14% 以上	14
图 23: 商用车座椅产品和客户丰富	15
图 24: 商用车座椅 ASP 较高, 2025 年增长到 3080 元/件	15
图 25: 大众抗拒 Hastor 公司收购格拉默, 公司化身“白衣骑士”	16
图 26: 公司整合格拉默资源, 向座椅总成等多个战略新兴业务扩张	17
图 27: EMEA 是格拉默主要收入来源, 2025 年实现收入 10.7 亿欧元	18
图 28: 降本增效举措推进时间线.....	18
图 29: 格拉默拥有 42 个生产和物流场所, 供应链管理能力强	19
图 30: 需求下滑导致商用车行业欧美市场整体产量下降	19
图 31: 2025 年上半年格拉默实现扭亏为盈	20
表 1: 公司核心管理层: 创始人家族与职业经理人协同治理	7
表 2: 公司在手项目定点 27 个, 预计 2026 年至少 8 个项目进入量产	10
表 3: 预计公司整体业务快速增长, 静待乘用车座椅业务放量	20
表 4: 可比公司估值.....	21
表附录: 三大报表预测值.....	22

1 公司介绍：乘用车座椅自主龙头，盈利拐点已至

1.1 股价复盘图：2025 年净利润创新高

图1： 公司股价自 21 年末起便处于震荡行情之中，2025 年归母净利润创新高



资料来源：Ifind，浙商证券研究所

1.2 发展历程：全球汽车内饰巨头，新兴业务战略纵深持续拓展

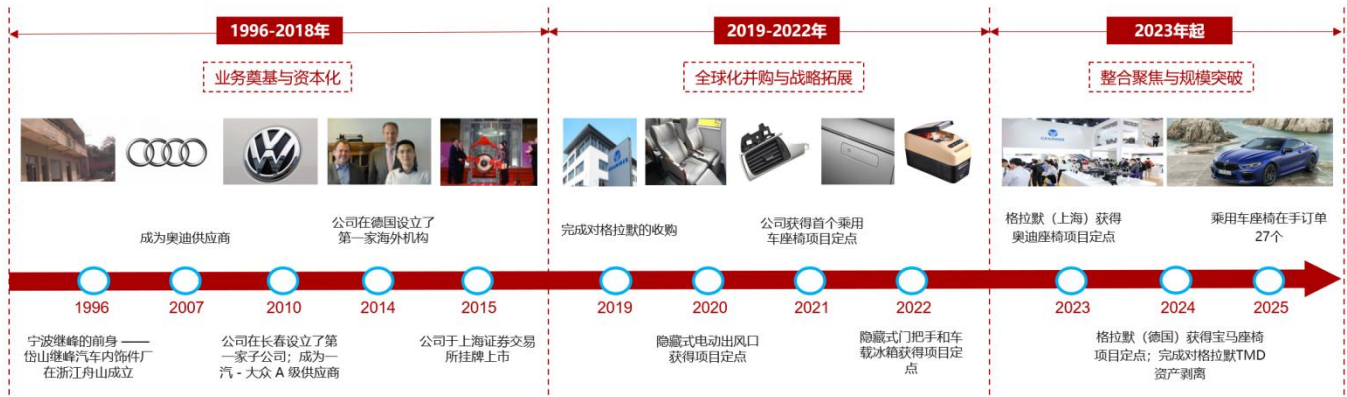
继峰股份是一家全球性汽车零部件供应商，正经历战略整合与新兴业务规模化突破的关键阶段。公司发展历程可分为三个阶段：

（1）1996年-2018年：业务奠基与资本化。公司自1996年成立起，专注于乘用车座椅头枕、扶手等零部件业务，逐步成为奥迪、一汽-大众等主流车企供应商，并于2015年在上交所上市。

（2）2019年-2022年：全球化并购与战略拓展。2019年公司完成对德国格拉默的收购，实现产品、技术及市场的全球化布局，公司主营产品由原来的乘用车座椅头枕、扶手和支柱拓展至商用车座椅和中控系统及其他内饰件等领域。2020-2022年隐藏式电动出风口、乘用车座椅、隐藏式门把手和车载冰箱四大战略新兴业务相继获得项目定点。

（3）2023年起：整合聚焦与规模突破。乘用车座椅业务于2023年起陆续获得多家客户定点；2024年公司剥离亏损了北美TMD资产，通过裁员等方式优化欧洲运营，同期格拉默接连获得奥迪、宝马等高端座椅项目定点。截至2025年12月31日，乘用车座椅在手订单27个。

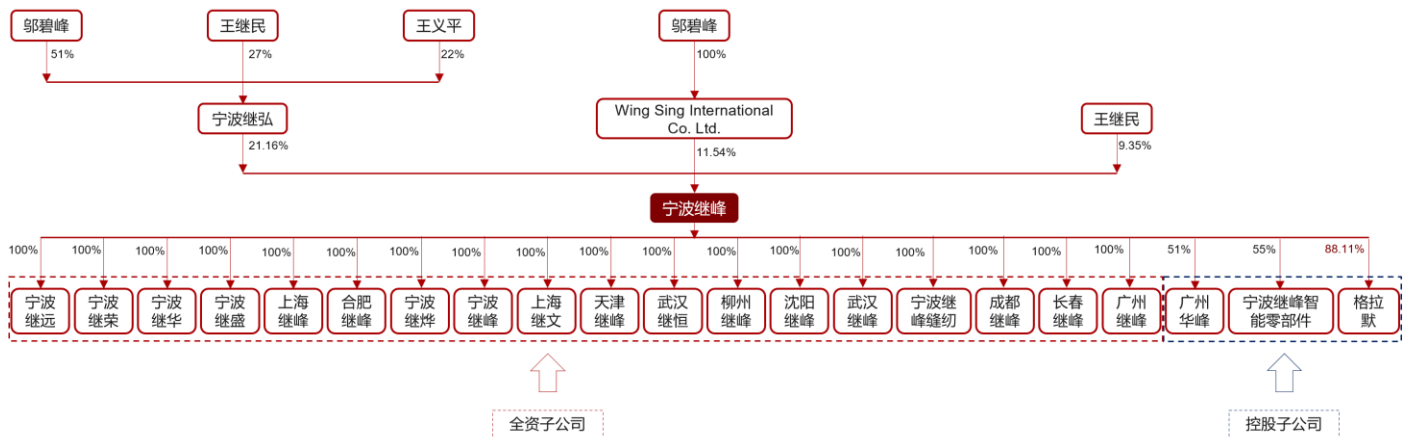
图2：2019 年收购格拉默，实现产品、技术及市场的全球化布局，战略新兴业务持续扩张



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

家族式民营企业，控股全球内饰巨头格拉默。控股股东为宁波继弘集团，实际控制人王义平家族，即王义平与邬碧峰夫妇及其子王继民。如图 3 所示，截至 2026 年 2 月 2 日，王义平家族通过继弘集团合计持有公司 21% 的股权。此外，邬碧峰通过 Wing Sing International Co. Ltd. 间接持有公司 11.6% 的股权，王继民直接持有 9.4% 的股权，进一步巩固了家族控制结构。公司完成对格拉默的并购后，持有格拉默集团 88.11% 的股权，从而实现了格拉默的控制。

图3：家族式民营企业，控股全球内饰巨头格拉默



资料来源：Ifind，浙商证券研究所

注：截至 2026 年 4 月 13 日

公司核心团队稳定，创始人持续掌舵。董事长王义平在汽车零部件领域拥有 25 年创业及运营经验，主导确立了专注汽车内饰件的发展方向，并成功带领公司完成上市、跨国收购格拉默及向座椅总成系统升级；其配偶为邬碧峰；其子为王继民、现任公司副董事长，深度参与技术研发与项目攻关。

表1：公司核心管理层：创始人家族与职业经理人协同治理

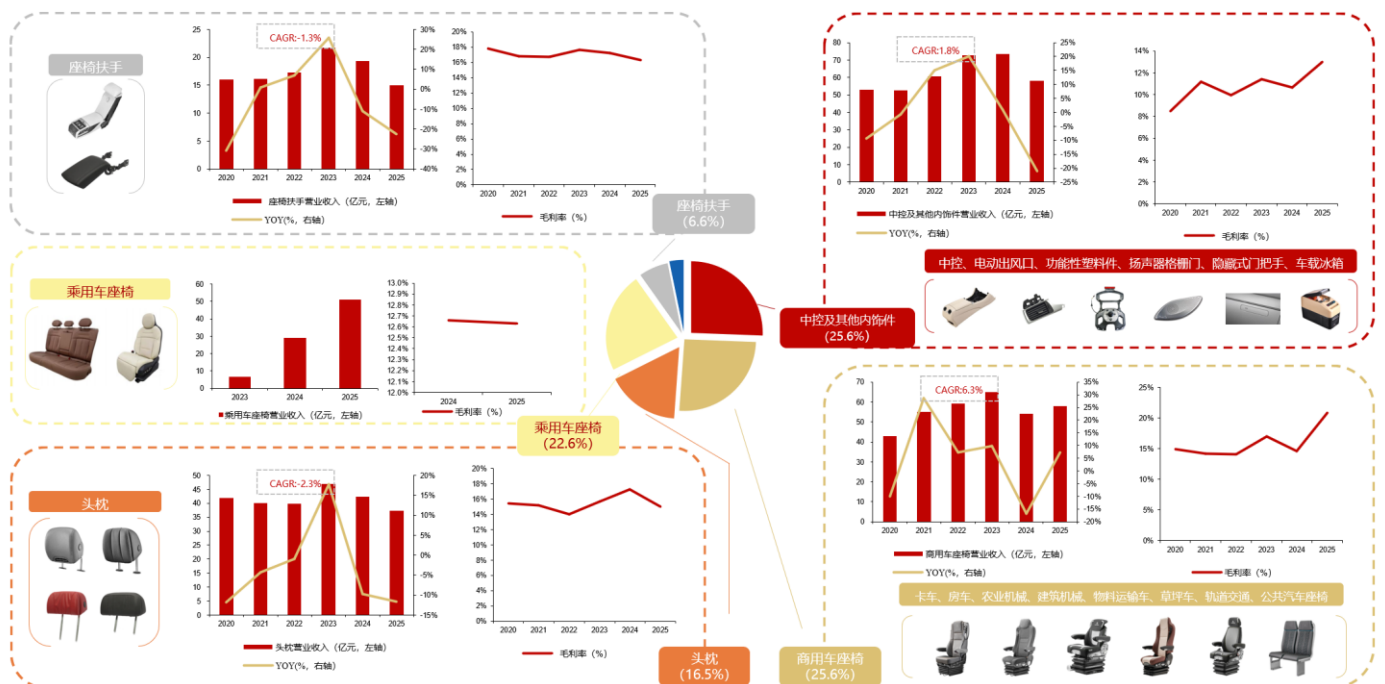
高管名称	现任职务	相关履历
王义平	董事长，董事	1961 年出生，曾在岱山水泥厂、岱山县泥峙镇企业办公室等单位工作，曾任宁波继峰汽车内饰件有限公司董事长、宁波继峰汽车零部件有限公司总经理、宁波继峰汽车零部件股份有限公司总经理等职。现任宁波继峰汽车零部件股份有限公司董事长。
王继民	副董事长，董事	1986 年出生，曾任宁波继峰汽车零部件股份有限公司总经理助理、宁波继峰缝纫有限公司董事等职。现任宁波继峰汽车零部件股份有限公司副董事长。
冯巖	总经理，董事	1984 年出生，曾任宁波继峰汽车零部件股份有限公司商务部销售员、经理、商务总监、副总经理，现任宁波继峰汽车零部件股份有限公司董事、总经理。
刘杰	副总经理，董事会秘书，董事	1975 年出生，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；宁波继峰汽车零部件股份有限公司财务总监、投融资总监。现任宁波继峰汽车零部件股份有限公司董事、董事会秘书、副总经理。

资料来源：Ifind，浙商证券研究所

1.3 业务矩阵：乘商协同的全球化产品与客户布局

公司业务覆盖乘用车与商用车两大领域，客户关系长期稳定。公司产品涵盖乘用车领域的乘用车座椅、座椅头枕、扶手、中控系统及其他内饰部件等产品与解决方案及商用车领域的商用车座椅，2025 年营业收入占比分别为 22.6%、16.5%、6.6%、25.6%、25.6%。除乘用车座椅外，2020-2025 年营业收入 CAGR 分别为-2.3%、-1.3%、1.8%及 6.3%。乘用车座椅业务首个项目于 2023 年 5 月量产，此后快速发展。2025 年乘用车座椅营业额为 51.15 亿元，同比增长 76.62%。公司客户关系稳固，与宝马、奥迪、大众、戴姆勒、特斯拉等客户均保持了长期的配套合作。

图4：主营业务营业收入拆分：2025 年乘用车座椅贡献营收 51.15 亿元，占比 22.6%



资料来源：Ifind，公司公告，浙商证券研究所

业务版图扩张，制造、研发中心布局全球。公司在全球建有中国、德国、美国、捷克、土耳其等多个制造中心和研发中心，控股子公司逾 90 家，实现了研发、生产与销售的全链路全球化布局。

图5：公司制造、研发中心遍布全球

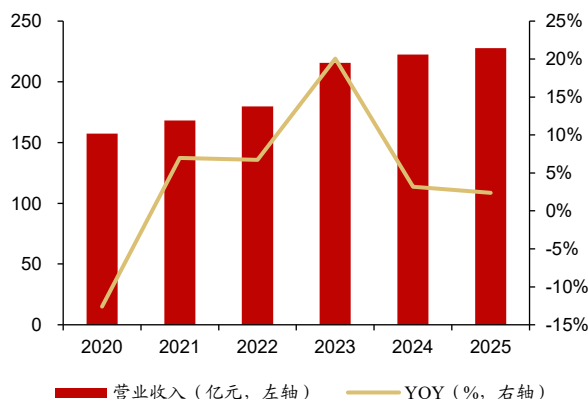


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.4 财务透视：营收稳定增长，费用控制加强，利润拐点已现

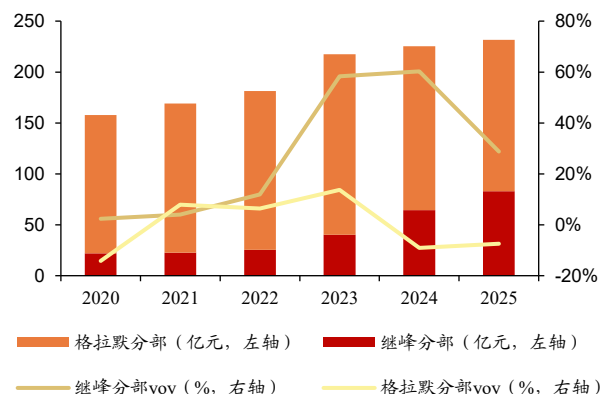
营业收入：稳步增长，继峰分部贡献主要增量。2020-2025 年公司整体营业收入 CAGR 约 7.69%。分部来看，继峰分部增长较快，2020-2025 年 CAGR 约 30.6%，2023-2024 年同比增速均超 50%，2025 年同比增长约 28.7%，2026 年伴随乘用车座椅业务放量有望继续提升；而格拉默分部规模相对平稳，2025 年贡献收入 148.98 亿元，为主要收入来源，但受德国宏观经济下行与汽车市场需求疲软的影响，同比有所下滑。

图6：公司近年营业收入稳步增长，2020-2025 年 CAGR 为 7.69%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

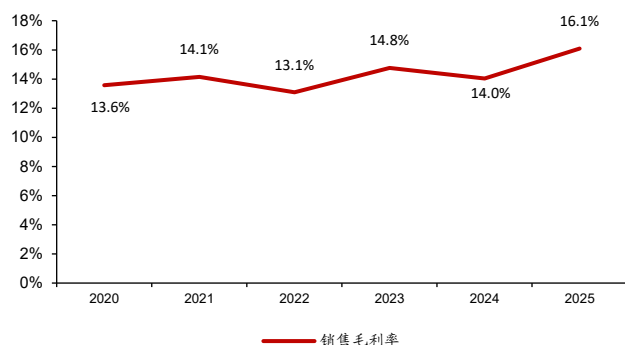
图7：继峰分部 2020-2025 年营业收入 CAGR 约 30.6%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

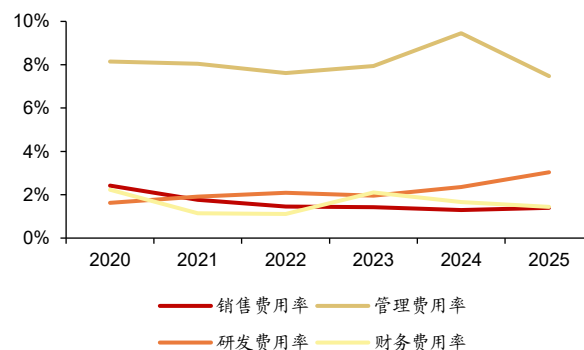
毛利率：公司稳步修复，费用管控优化且研发投入增加。公司毛利率自 2022 年低点后持续回升，2025 年达到 16.1%。费用端，公司 2025 年销售费用率、管理费用率、研发费用率及财务费用率分别约为 1.4%、7.5%、3.0%及 1.4%。管理费用率在 2024 年因剥离 TMD 资产及整合投入跃升至 9.5%，2025 年受益于整合成效已显著回落；研发费用率则因座椅前期投入较高、呈持续上升态势，从 2019 年的 1.5%提升至 2025 年的 3.0%；财务费用率通过利用境内外利差置换高息外币债务并增资降债持续优化，从 2023 年的 2.1%降至 2025 年的 1.4%。

图8：公司 2025 年销售毛利率创下近 5 年年度新高



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

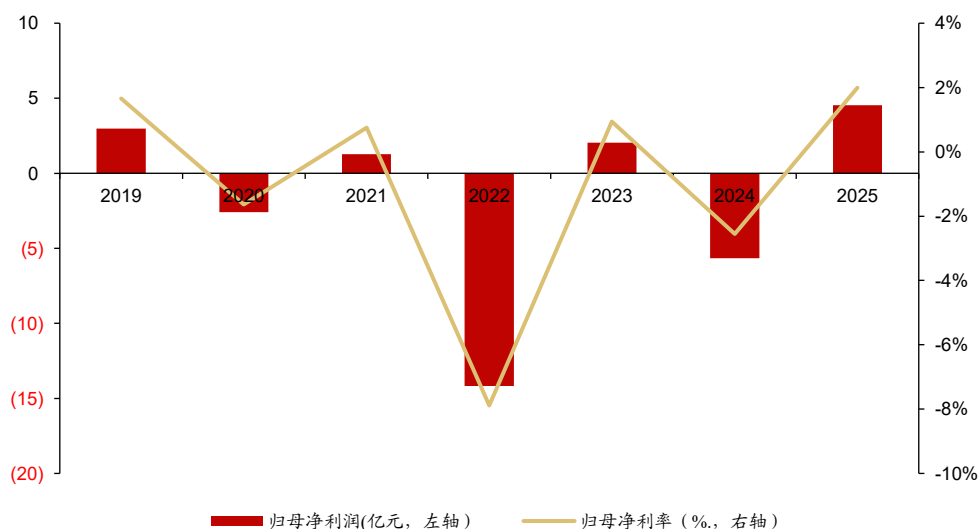
图9：公司管理费用率 2025 年大幅下降



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

盈利端：2025 年归母净利润为上市以来的最高值。2020 年、2022 年及 2024 年，公司归母净利润分别约为-2.6 亿元、-14.2 亿元和-5.67 亿元，这主要系全球卫生事件冲击与固定成本压力、长期资产及商誉大额减值计提、以及剥离亏损的 TMD 资产等因素。2025 年归母净利润已回升至 4.54 亿元，净利率恢复至 2.0%，表明随着订单放量、运营效率提升及格拉默整合持续深化，公司盈利能力已迈入修复轨道，并有望继续改善。

图10：2025 年归母净利润为上市以来的历史最高值



资料来源：Ifind，浙商证券研究所

2 乘用车座椅：从 1 到 N，规模效应进入释放前夜

乘用车整椅行业：请见我们的 54 页行业深度报告 [《乘用车整椅：设计壁垒高；高端车型利润厚；板块估值提升空间大》](#)，对乘用车整椅的市场规模、竞争格局、成本拆分等均做了详细分析。

公司具备先发优势：座椅订单持续积累，为规模经济创造条件。公司自 2019 年收购格拉默获得完整的座椅总成技术与全球化平台后，于 2021 年获得首个乘用车座椅项目定点，实现了从 0 到 1 的突破，并自此进入订单加速获取期。截至 2025 年 12 月 31 日，累计在手项目定点共 27 个，预计 2026 年至少有 8 个项目进入量产，增长动能明确。目前客户已全面覆盖奥迪、宝马等海外豪华品牌，理想、蔚来等国内新势力龙头，以及传统高端合资与头部自主品牌，市场从中国延伸至欧洲、东南亚。

表2：公司在手项目定点 27 个，预计 2026 年至少 8 个项目进入量产

量产状态	项目数量	车型总数	生命周期总 销售额区间	关键项目与备注（客户/车型数/产品/销售额/能源）
已量产项目 16 个	19 个	约 626-673 亿元		· 造车新势力品牌主机厂 A(2 车型，40 亿元，新能源)
				· 某新能源汽车主机厂 B(1 车型，130-150 亿元，新能源)
				· 某头部主机厂 C(1 车型，18-25 亿元，新能源)
				· 某新能源汽车主机厂 B(1 车型，58 亿元，新能源)
				· 奥迪汽车(3 车型，80-100 亿元，新能源)
				· 一汽大众(1 车型，57 亿元，燃油)
				· 某头部传统汽车主机厂 D(1 车型，50 亿元，新能源)
				· 某新能源汽车主机厂 B(1 车型，15 亿元，新能源)
				· 某头部新能源汽车主机厂 E(1 车型，30 亿元，新能源)
				· 某头部主机厂 F(1 车型，27 亿元，新能源)
				· 造车新势力品牌主机厂 A(1 车型，17 亿元，新能源)
				· 某头部主机厂 G(1 车型，10 亿元，燃油)
				· 某头部主机厂 G(1 车型，33 亿元，燃油/混动)
				· 某头部主机厂 H(1 车型，3 亿元，新能源)
				· 某头部主机厂 H(1 车型，33 亿元，新能源)
				预 计 2026 年量产 8 个
· 某新能源汽车主机厂 B(1 个车型，78 亿元，新能源)				
· 某头部主机厂 G(1 车型，14 亿元，新能源)				
· 造车新势力品牌主机厂 A(1 车型，10 亿元，新能源)				
· 某头部主机厂 C(1 车型，7.4 亿元，新能源)				
· 某新能源汽车主机厂 B(2 个车型，31 亿元，新能源)				
· 某头部主机厂 C(1 车型，13 亿元，新能源)				
· 某头部主机厂 I(1 车型，4 亿元，新能源)				
预 计 2027 年量产 1 个	1 个	约 120 亿元		· 某头部新能源汽车主机厂 E(1 车型，35 亿元，新能源)
				· 德国宝马(1 车型，120 亿元，新能源)
预 计 2028 年量产 1 个	1 个	约 98 亿元		· 某欧洲豪华品牌主机厂(1 车型，98 亿元，新能源)
总结	26 个	27 个	约 1060 亿元	项目覆盖奥迪、宝马、一汽大众等传统豪华/合资品牌，以及多家头部新能源主机厂与造车新势力。产品以新能源车型配套为主（22 个项目）。未来收入将随 2026-2028 年项目陆续量产而逐步释放。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

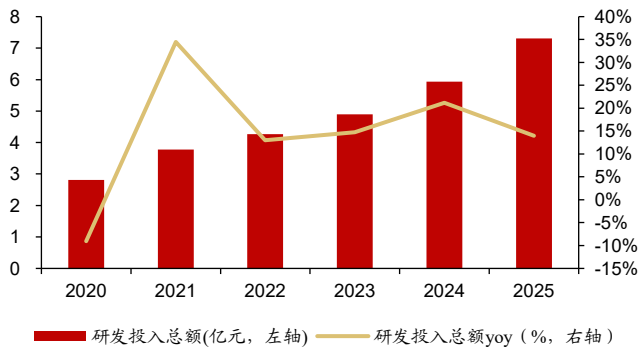
公司具备产研优势：产能配套持续完善，研发能力同步提升。公司早在 2021 年就制定了以乘用车座椅为核心的智能座舱战略，积极推进乘用车座椅领域的新产能建设，以适应业务规模的持续扩大，并确保在手订单能够在未来得以顺利交付。2025 年，公司合肥、常州、芜湖、福州、义乌、宁波、重庆、天津及长春座椅基地如期建成投产，北京座椅基地完成建设等待量产，国内产业布局进一步完善；海外方面，公司与格拉默也在携手积极推进座椅业务全球化布局，东南亚座椅基地已投产，欧洲座椅基地在建设中。同时，同步于硬件布局，公司持续加码“软实力”，在乘用车座椅技术研发领域不断创新和升级，已经取得了较好的成绩。截至 2025 年 12 月 31 日，公司乘用车座椅研发团队较 2024 年末扩充约 270 人（不含外服人员），累计申请专利 243 项，已授权 129 项，技术储备持续深化。

图11： 研发测试不断走入生产基地，促进产能加速释放



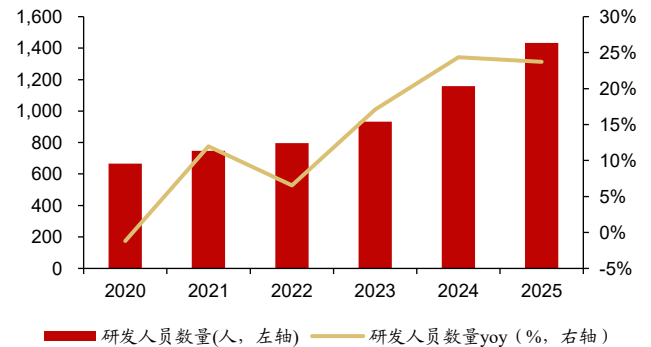
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图12： 公司研发投入总额持续增多，CAGR 达 21.07%



资料来源：Ifind，浙商证券研究所

图13： 公司研发人员数量持续上升，CAGR 达 16.54%



资料来源：Ifind，浙商证券研究所

前期投入较大影响短期盈利，随产能释放、长期规模效应将逐步凸显。2025 年 ASP 约为 7960 元。2025 年该业务实现营业收入 56.19 亿元（含座椅开发模具收入），较上一年同期增长 80.68%；实现归母净利润 1.01 亿元（去年同期盈亏平衡），同比大幅增长，主要系在手订单陆续实现量产，规模经济效应有望推动利润率步入上行通道。

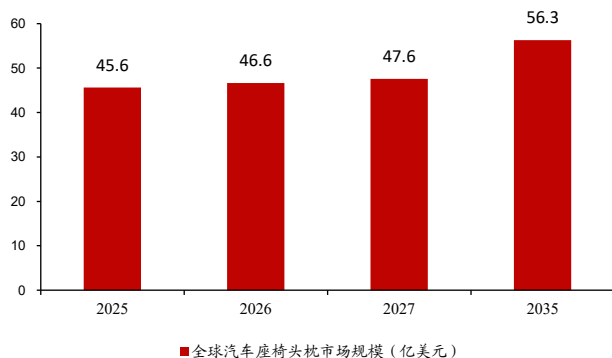
3 基本盘：座椅扶手、头枕盈利稳健，商用车座椅温和复苏

3.1 座椅扶手、头枕：市场潜力大，公司为细分行业龙头，成本控制能力强

3.1.1 全球头枕市场潜力可期，中国扶手市场迎变革增长

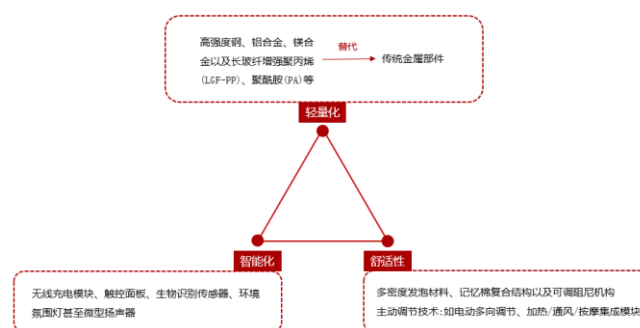
头枕市场潜力大，扶手市场增速更快：据 Global Growth Insights 预测，全球汽车座椅头枕市场预计将从 2025 年的 45.6 亿美元扩大到 2035 年的 56.3 亿美元，2026-2035 年复合年增长率为 2.14%；中国汽车座椅扶手行业正经历一场由轻量化、智能化与舒适性深度融合驱动的结构变革，据弗若斯特沙利文(Frost &Sullivan)预测，至 2030 年，中国汽车座椅扶手市场规模有望突破 320 亿元，2025-2030 年期间 CAGR 预计维持在 8.5%左右。

图14：2035 年全球头枕市场规模有望扩大到 56.3 亿美元



资料来源：Global Growth Insights，浙商证券研究所

图15：轻量化、智能化与舒适性融合是座椅扶手发展趋势

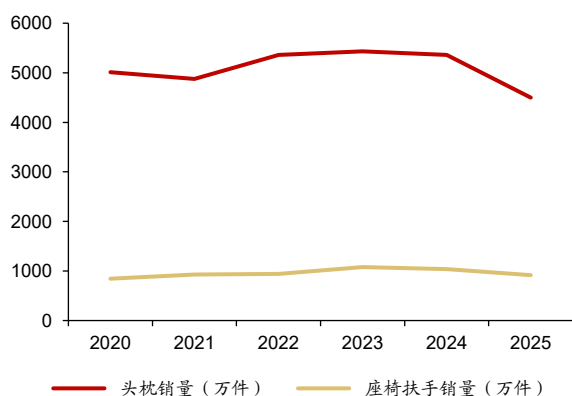


资料来源：原创力文档，浙商证券研究所

3.1.2 座椅扶手、头枕受下游客户影响，营收承压

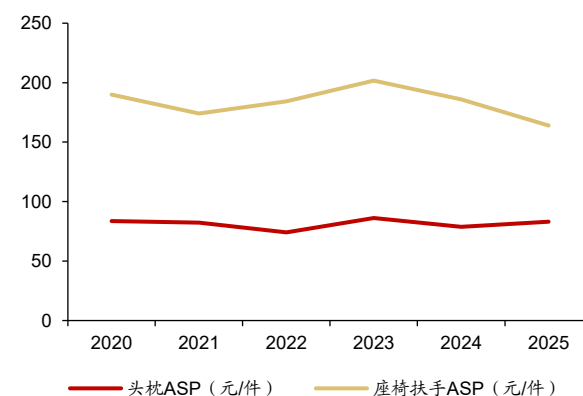
营业收入方面，公司座椅扶手、头枕 2025 年分别实现营业收入约 15 亿元、37 亿元，同比下降 22.4%、11.7%，主要受中国汽车市场主机厂的格局变化。2020-2025 年座椅头枕、扶手 CAGR 分别为-2.3%、-1.3%；**销量和 ASP 方面，**公司座椅头枕、扶手 2025 年销量分别为 4499 万件和 917 万件，ASP 分别约为 83 元/件和 164 元/件。

图16：公司座椅扶手销量较为稳定，头枕 2025 年销量有所下降



资料来源：Ifind，浙商证券研究所

图17：2025 年公司座椅扶手 ASP 有所下降，头枕 ASP 较为稳定



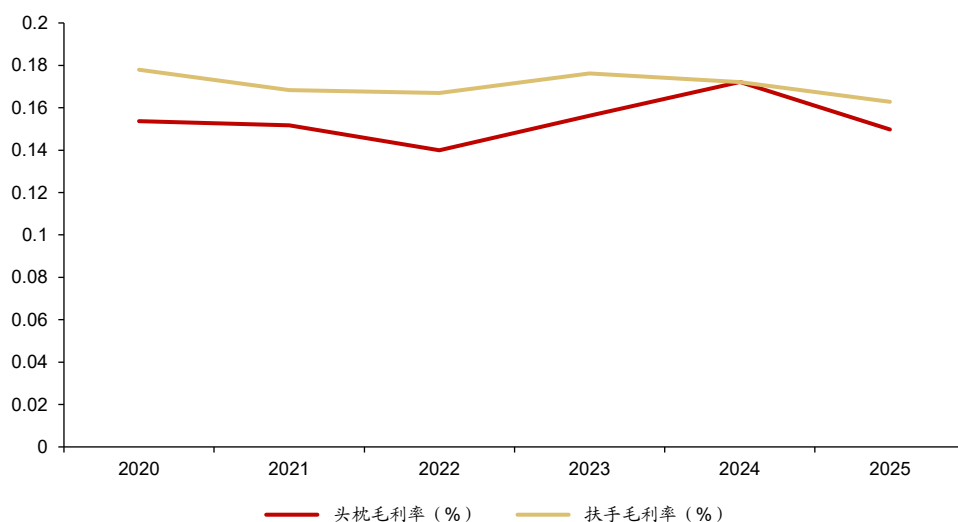
资料来源：Ifind，浙商证券研究所

3.1.3 细分龙头依托产业链优势构筑成本壁垒，实现高且稳定的毛利率

公司为细分行业龙头，产业链完整，成本控制能力强。公司 1996 年以座椅扶手、头枕起步，目前，公司头枕、扶手等产品性能、质量处于行业领先地位，具有较高的市场占有率，是细分行业的龙头企业。公司在座椅扶手及头枕拥有完整生产链，产品自制率高。具备自主设计与制造冲压、发泡模具的能力，并可自行配制头枕泡沫配方，通过标准化与灵活采购有效控制成本。公司建立了健全的成本管理制度，并与合作伙伴实施联合采购，进一步强化了成本控制优势，使生产成本持续处于行业较低水平。基于市场需求，公司先行开发了睡眠式头枕，并推荐给德国大众，成功应用于迈腾车型。

公司座椅扶手毛利率有所下降，但依旧保持在较高水平。2025 年座椅扶手毛利率为 16.28%，头枕毛利率为 14.97%。头枕扶手业务受中国汽车市场主机厂的格局变化面临一定压力。

图18： 公司座椅扶手和头枕毛利率保持在较高水平，2024 年均为 17.22%



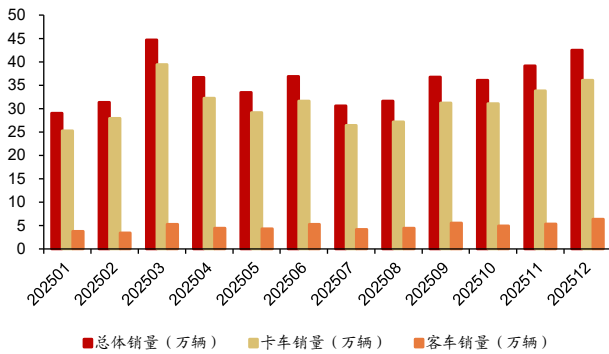
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.2 商用车座椅：市场温和复苏，公司盈利韧性强

3.2.1 商用车市场温和复苏，头部企业份额稳定

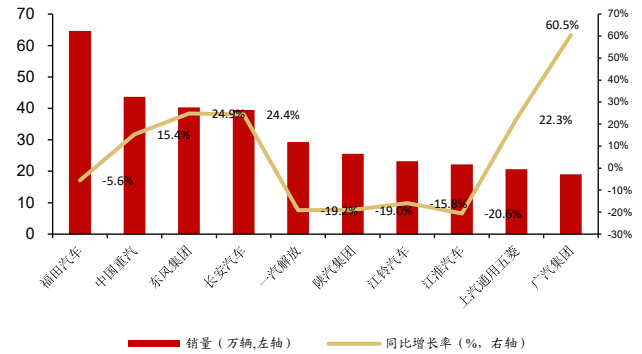
中国商用车市场稳定增长。2025 年，中国商用车产销分别约完成 426 万辆和 430 万辆，同比增长为 12%和 10.9%，中国重汽与上汽大通分别实现销量约 43 万辆和 19 万辆，同比增长约为 25%和 36%。

图19：2025 商用车销量同比增长



资料来源：商用车专业委员会公众号，浙商证券研究所

图20：2025 年商用车主机厂销量同比喜忧参半

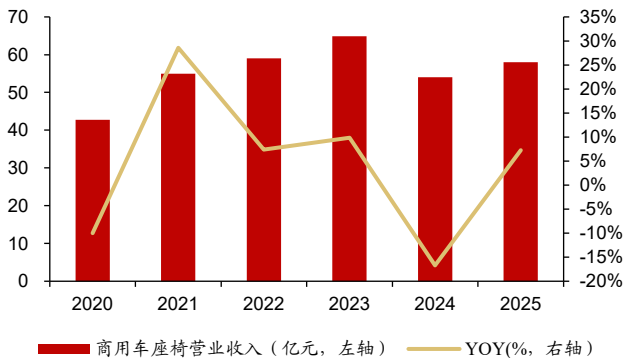


资料来源：商用车专业委员会公众号，浙商证券研究所

3.2.2 商用车座椅营业收入和毛利率稳步上升

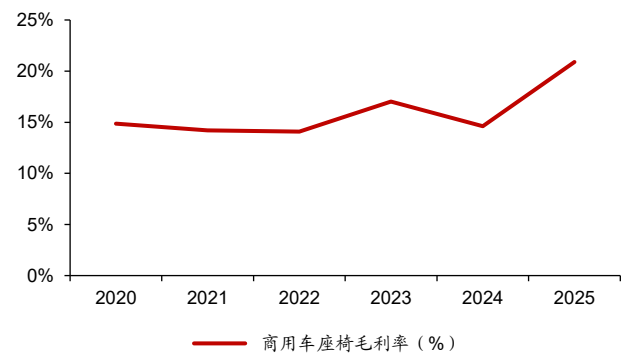
商用车座椅营业收入同比上升，毛利率维持在14%以上。公司商用车座椅业务2025年实现营业收入约为58亿元，同比上升7.3%，2020-2025年CAGR约为6.3%。2025年商用车座椅毛利率为20.89%，同比大幅提升，为近五年新高。

图21：2020-2025 年座椅 CAGR 约为 6.3%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图22：2020-2025 年毛利维持在 14%以上



资料来源：Ifind，浙商证券研究所

3.2.3 商用车座椅量减价增态势，产品结构优化支撑 ASP 回升

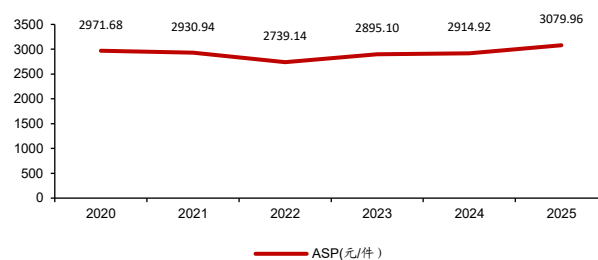
公司商用车座椅产品和客户丰富，销量有所下滑，但ASP有所上升。公司在商用车座椅领域可提供卡车座椅、农业机械、牵引机、建设机械和叉车等非道路车辆座椅部件、火车及公共汽车座椅部件、游艇座椅部件、航空座椅部件等。公司是商用车座椅系统行业标准的制定者，也是行业技术的领导者。公司高端商用车和工程机械座椅均采用了悬浮减震设计、人体工程学设计等，并且在座椅扶手上融合了智能化的人机交互功能，方便驾驶员操控座舱，产品价值量较高。2022年国内商用车行业需求断崖式下滑，整车厂大幅压价，叠加行业竞争加剧，导致公司商用车座椅ASP出现显著下降，2024年全球经济持续低迷导致产品需求下降，销量同比下滑17.3%到185万辆。2025年公司商用车座椅销量已回升1.54%到188万辆，ASP增长至约3080元/件左右。

图23：商用车座椅产品和客户丰富



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图24：商用车座椅 ASP 较高，2025 年增长到 3080 元/件



资料来源：Ifind，浙商证券研究所

3.3 隐藏式电动出风口、车载冰箱已盈利，隐藏式门把手已获得项目定点

隐藏式电动出风口：是在电动化、智能化趋势下催生的新产品，是能够实现触摸控制、语音控制、自动扫风、和仪表盘融为一体的新型出风口。公司该业务于 2021 年就获得了大众、吉利、长城汽车、蔚来等客户的定点，并于 2021 年底实现量产。2025 年度，公司该业务实现营业收入 3.95 亿元，相比于 2024 年的 4.05 亿元，同比略下滑 2.44%。

车载冰箱：是家用冰箱的延续，是一种能够在汽车上携带的冷藏柜，车载冰箱可以采用半导体制冷/制热技术，也可以通过压缩机制冷，一般噪音小污染少，目前市场主流趋势是将其与车内的中控、扶手进行集成。2024 年，公司该业务首次开始贡献收入，实现营业收入约 1.21 亿元。2025 年，公司车载冰箱收入为 2.14 亿元，同比增长 77.35%。截至 2025 年 12 月 31 日，公司车载冰箱产品在手订单 22 个。

4 格拉默：剥离亏损资产推动整合，降本增效驱动业绩扭亏为盈

收购全球商用车座椅领导者，公司全球网络趋于完善。格拉默成立于1880年，是全球最大的乘用车座椅零部件及商用车座椅总成企业，也是商用车座椅系统的行业标准的制定者。2019年，公司完成了对格拉默的收购，使公司由中国汽车零部件供应商一跃成为全球汽车零部件细分行业的龙头企业，在全球的生产、销售和研发网络布局趋于完善。

4.1 收购格拉默始末：从抵御恶意收购到实现业务协同拓展

Hastor 家族的恶意收购企图：2016年Hastor家族通过Cascade International Investment GmbH和Halog GmbH & Co. KG间接获得格拉默超20%的股份，成为当时格拉默的第一大股东，企图更换管理层及监事会、进而掌控或影响公司的行为。受此影响，格拉默核心客户（如大众）对合作前景产生担忧并施加压力，公司管理层也集体抵制该行为。因此，格拉默引入公司以维持控制权稳定、保障正常运营。德国政府、五金工会及产业链客户的支持，为公司收购格拉默及后续整合提供了有利条件。

收购过程：为抵御敌意收购，公司于2017年与格拉默签署战略合作备忘录（MOU），随后通过旗下公司持续增持并最终发起要约，累计获得格拉默84.23%的股份，于2019年完成并表。

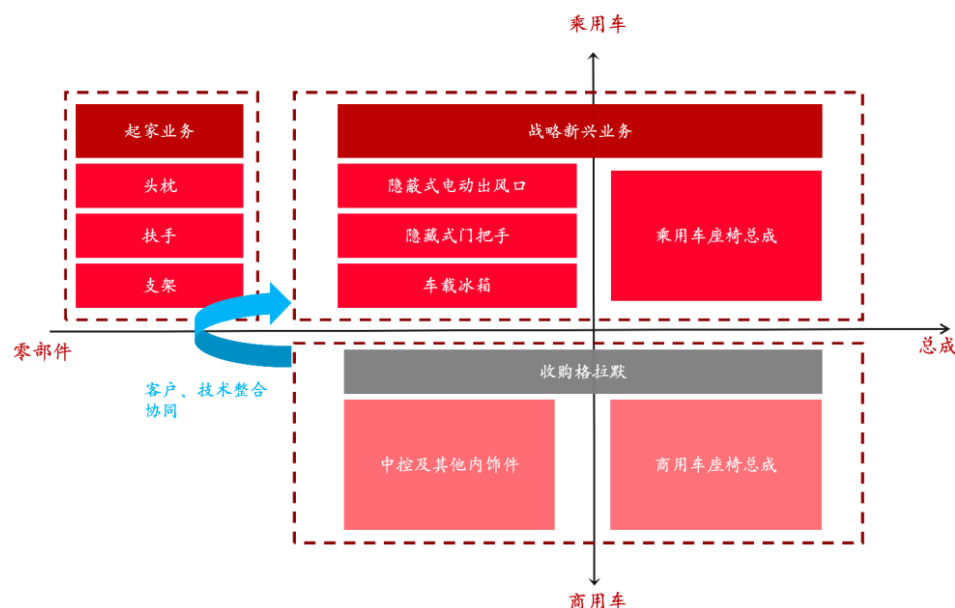
图25：大众抗拒Hastor公司收购格拉默，公司化身“白衣骑士”



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

完成收购后，产品线拓展，加宽公司发展跑道。收购格拉默之后，公司主营产品由原来的乘用车座椅头枕、扶手和支杆拓展至商用车座椅和中控系统及其他内饰件等领域。拓展的产品工艺技术、主要客户相近，使得公司能很好的理解拓展的产品线，为双方业务整合和拓展奠定了良好的基础。目前，公司产品线已经拓展至乘用车座椅总成、隐蔽式电动出风口、隐藏式门把手、车载冰箱等战略新兴业务。

图26： 公司整合格拉默资源，向座椅总成等多个战略新兴业务扩张



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

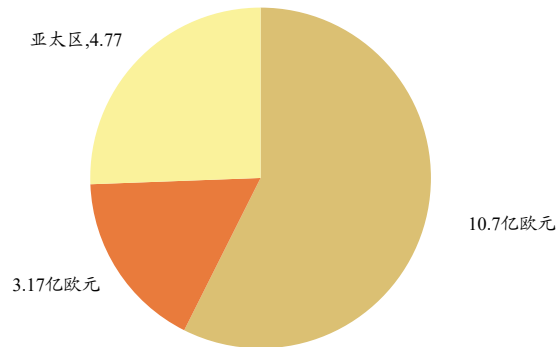
4.2 管理整合与降本增效并举，驱动格拉默经营面扭亏为盈

4.2.1 中国籍高管派驻加速整合，EMEA 收入短期承压

任命中国籍高管，整合进入快车道。公司于 2019 年更换了格拉默的监事会和董事会成员。2020 年开始，格拉默管理层按照既定战略规划，开始从组织架构调整、降本增效、客户和产品协同、再到研发和技术协同，全方位进入整合阶段。2022 年 10 月，公司首次派遣具有丰富运营管理经验的中國籍高管担任格拉默全球 COO，全面加速推进格拉默降本增效计划。2023 年 2 月底召开的战略协同大会使双方进入全面、深入、可量化的全方位融合。2024 年以来，国内外通航的正常化使得集团海内外员工交流恢复正常，公司对格拉默的管控更加深入，格拉默的整合进入了快车道。2025 年，公司进一步增派中国籍高管进入格拉默核心决策层，新任命中国籍监事会成员及首席财务官，以全面强化集团财务管控与精细化治理。

受宏观经济下行、汽车市场需求疲软以及出售了多年亏损的美国 TMD 公司影响，2025 年格拉默营业收入同比有所下滑。分区域来看，EMEA 为主要收入来源，达 10.7 亿欧元，占比 57.4%，收入同比小幅增长 2.5%；亚太地区营业收入减少 11.2%，达 4.77 亿欧元；美洲地区收入下滑 19.1%，达 3.17 亿欧元。

图27： EMEA 是格拉默主要收入来源，2025 年实现收入 10.7 亿欧元



资料来源：格拉默 2025 年年报，浙商证券研究所
注：年报披露数据单位为百万欧元，此处进行了单位换算

4.2.2 降本增效措施持续推进

组织结构与人力成本优化：2020 年，格拉默的组织架构被调整为区域独立运营的扁平化管理模式，并开始执行包含裁员在内的结构性降本措施。2024 年下半年，格拉默对欧洲地区实施了直接裁员、与工会达成削减薪资福利的协议、以及实施“Satellite”计划将岗位向低薪资国家和地区转移的措施。2025 年，公司在格拉默总部层面继续通过降薪等方式降低人力成本，并推动精简流程、加快决策速度。

图28： 降本增效举措推进时间线



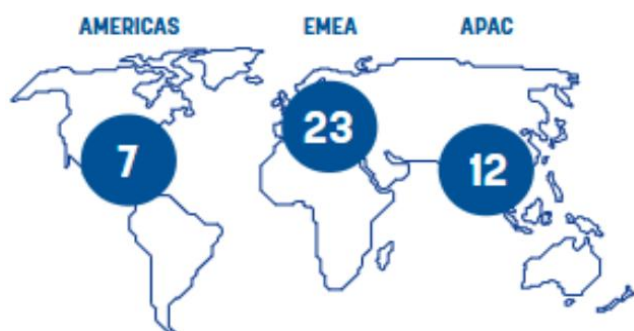
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

工厂运营与资产效率提升：2020 年，公司推进了格拉默江苏工厂与宁波工厂的合并，以及格拉默沈阳工厂与公司沈阳工厂的合并。2021 年，公司在哈尔滨、沈阳及合肥进行了新的生产基地布局。2022 年底开始，格拉默通过“P2P 计划”优化人员配置和工厂布局，并深化工厂运营效率。2023 年，格拉默启动 PLM 数字化管理计划以优化产品开发流程。2025 年，公司管理层深入格拉默海外各工厂，推动包括工艺再造、产能优化在内的全方位运营改革。

采购与供应链成本控制：2020 年 3 月，公司与格拉默签订了联合采购协议。2023 年，公司要求加强供应链管理，推进采购向低成本区域转移。2025 年，公司成立了全球采购中心以严格控制格拉默海外的采购成本，并从国内输送专业人员支持海外事业部，从细从严管控各项费用支出。

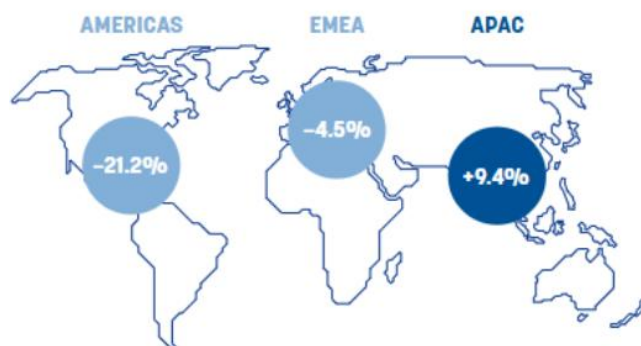
图29： 格拉默拥有 42 个生产和物流场所，供应链管理能力强

Production and logistics sites



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图30： 需求下滑导致商用车行业欧美市场整体产量下降



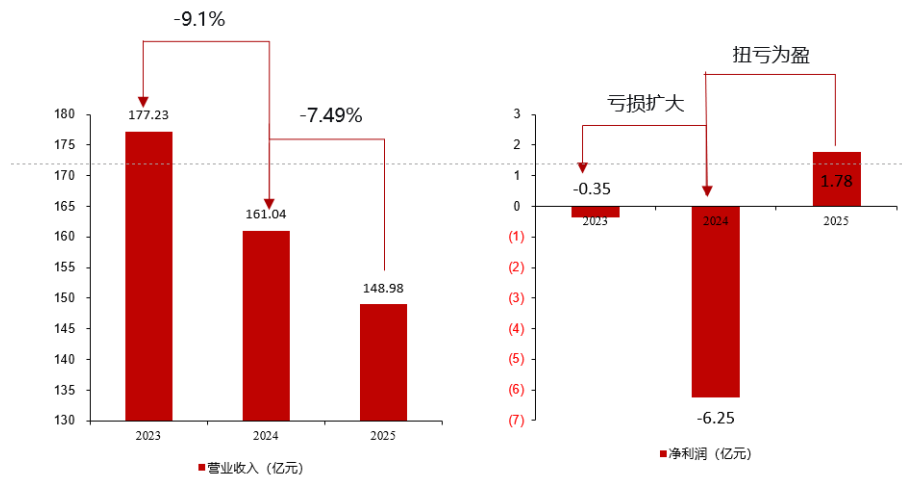
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4.2.3 出售 TMD 与降本增效共促格拉默业绩修复

非核心亏损资产剥离：美国 TMD 公司主营业务为创新性的热塑解决方案，与公司其他业务协同效应不强，并且多年亏损——2023 年亏损 4404.37 万美元、2024 年 1-8 月亏损 3152.54 万美元，为减少公司在美国 TMD 公司上的战略资源投入，改善格拉默美洲区域的盈利能力和财务状况，格拉默于 2024 年完成了对美国 TMD 公司的出售。此后，公司业绩将不再受到 TMD 资产的负面影响。

降本增效推动业绩扭亏为盈：2025 年格拉默实现营业收入 148.98 亿元，同比下降 7.49%，主要因为 2024 年同期包含已出售的美国 TMD 公司。受销售收入下降、欧洲裁员及业务调整产生了一次性费用等因素影响，公司 2024 年出现了较大亏损。2025 年，多重降本增效措施有效提升了盈利能力，在营收同比下滑的情况下，格拉默实现归母净利润 1.78 亿元，同比扭亏为盈。

图31： 2025 年上半年格拉默实现扭亏为盈



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

5 盈利预测

我们对公司 2026-2028 年业绩做出如下核心预测：

全品类销量：随着公司全球新定点持续落地、产品结构优化，营收稳健增长，预计 2026-2028 年公司总营收为 257/273/291 亿元。

传统内饰与商用车座椅：公司传统内饰件龙头地位稳固，商用车座椅依托格拉默整合复苏，业务稳定增长，预计 2026-2028 年头枕营收为 37/37/36 亿元，座椅扶手营收为 15/14/14 亿元，汽车内饰营收为 59/61/65 亿元，商用车座椅营收为 58/59/60 亿元。

乘用车座椅业务：公司乘用车座椅业务进入规模放量前夜，2026 年多个项目量产，预计 2026-2028 年整椅业务营收为 79/93/107 亿元。

表3： 预计公司整体业务快速增长，静待乘用车座椅业务放量

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (亿元)	228	257	273	291
yoy (%)	2%	13%	6%	7%
毛利率 (%)	16%	16%	16%	16%
头枕				
营业收入 (亿元)	37	37	37	36
yoy (%)	-16%	-2%	-2%	-2%
毛利率 (%)	15%	15%	15%	15%
座椅扶手				
营业收入 (亿元)	15	15	14	14
yoy (%)	-12%	-3%	-2%	-1%
毛利率 (%)	16%	16%	16%	16%
汽车内饰				
营业收入 (亿元)	58	59	61	65
yoy (%)	-24%	3%	5%	5%

毛利率（%）	13%	13%	13%	13%
商用车座椅				
营业收入（亿元）	58	58	59	60
yoy（%）	2%	2%	2%	2%
毛利率（%）	21%	21%	21%	21%
乘用车座椅				
营业收入（亿元）	52	79	93	107
yoy（%）	77%	53%	17%	15%
毛利率（%）	12.6%	12.8%	13.0%	13.8%

资料来源：Ifind，浙商证券研究所

我们选取上海沿浦、天成自控进行比较分析，公司目前格拉默整合迎来业绩拐点，叠加公司乘用车座椅规模放量，预期公司未来业绩增长较快，维持“买入”评级。

表4：可比公司估值

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE			
			2024A	2025A	2026E	2027E	2024A	2025A	2026E	2027E
605128.SH	上海沿浦	74.89	1.4	1.9	2.8	3.8	35.05	41.47	26.31	19.84
603085.SH	天成自控	47.14	-0.2	0.7	1.2	1.4	-261.42	70.35	40.99	34.66
PE 平均值							-113.19	55.91	33.65	27.25
605128.SH	继峰股份	167.56	-5.7	4.5	7.6	9.2	-25.58	36.94	22.03	18.31

资料来源：Ifind，浙商证券研究所

注：除继峰股份外，其余公司 2026E、2027E 均来自一致性预期

6 风险提示

- 乘用车座椅进度不及预期：**公司乘用车整椅业务尚处于产能爬坡与项目落地阶段。若项目量产节奏或交付能力不及预期，将影响座椅业务放量节奏与规模效应释放，公司 PE 估值预期或相应下调。
- 下游整车厂销量不及预期：**公司座椅及零部件业务高度依赖下游整车需求，若乘用车销量疲软，以销定产模式下将直接导致公司营收与业绩低于预期。
- 海外市场波动风险：**公司海外业务在积极推进中，若海外经济走弱、地缘冲突或汇率波动加剧，将对海外收入及整体业绩稳定性形成不利影响。
- 原材料价格上涨风险：**钢材、塑料等原材料占成本比重较高，价格持续上涨可能挤压公司毛利率，拖累盈利表现。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	12,177	13,026	14,537	15,977
现金	1,828	1,929	2,510	2,815
交易性金融资产	515	500	500	500
应收账款	6,293	7,036	7,779	8,692
其它应收款	73	96	102	109
预付账款	127	144	152	164
存货	2,078	2,010	2,130	2,279
其他	1,262	1,310	1,363	1,418
非流动资产	11,220	11,367	11,322	11,251
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	6	6	6	6
固定资产	4,597	4,732	4,786	4,760
无形资产	1,080	1,137	1,137	1,120
在建工程	685	785	885	885
其他	4,852	4,706	4,507	4,480
资产总计	23,398	24,393	25,859	27,228
流动负债	9,978	9,762	10,369	10,896
短期借款	662	762	862	862
应付款项	6,510	6,262	6,657	7,079
预收账款	0	0	0	0
其他	2,806	2,739	2,850	2,955
非流动负债	7,791	8,291	8,491	8,491
长期借款	5,557	6,057	6,257	6,257
其他	2,234	2,234	2,234	2,234
负债合计	17,769	18,053	18,860	19,387
少数股东权益	273	289	307	331
归属母公司股东权	5,356	6,051	6,691	7,510
负债和股东权益	23,398	24,393	25,859	27,228

现金流量表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,750	1,182	2,074	1,887
净利润	453	776	934	1,193
折旧摊销	961	1,093	1,190	921
财务费用	343	340	364	373
投资损失	(31)	11	13	13
营运资金变动	6	(1,077)	(423)	(609)
其它	18	39	(4)	(3)
投资活动现金流	(1,253)	(1,232)	(1,154)	(859)
资本支出	(1,154)	(1,235)	(1,142)	(847)
长期投资	1,887	1,814	1,800	1,800
其他	(1,986)	(1,812)	(1,813)	(1,813)
筹资活动现金流	(939)	32	(338)	(724)
短期借款	(994)	100	100	0
长期借款	986	500	200	0
其他	(931)	(568)	(638)	(724)
现金净增加额	(322)	101	581	305

利润表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	22,783	25,689	27,293	29,082
营业成本	19,118	21,675	23,045	24,504
营业税金及附加	80	77	83	88
营业费用	317	308	300	291
管理费用	1,703	1,798	1,774	1,745
研发费用	692	719	682	727
财务费用	327	204	344	348
资产减值损失	(74)	(43)	0	0
公允价值变动损益	(23)	0	0	0
投资净收益	28	(11)	(13)	(13)
其他经营收益	99	99	111	121
营业利润	542	962	1,159	1,483
营业外收支	4	8	8	8
利润总额	546	970	1,167	1,491
所得税	93	194	233	298
净利润	453	776	934	1,193
少数股东损益	(1)	16	19	24
归属母公司净利润	454	760	915	1,169
EBITDA	1,831	2,267	2,702	2,760
EPS (最新摊薄)	0.36	0.60	0.72	0.92

主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	2.37%	12.76%	6.25%	6.55%
营业利润	204.50%	77.64%	20.46%	27.98%
归属母公司净利润	180.03%	67.66%	20.33%	27.76%
获利能力				
毛利率	16.09%	15.63%	15.57%	15.74%
净利率	1.99%	2.96%	3.35%	4.02%
ROE	8.47%	12.57%	13.68%	15.57%
ROIC	5.36%	6.36%	7.69%	8.88%
偿债能力				
资产负债率	75.94%	74.01%	72.94%	71.20%
净负债比率	106.59%	102.51%	88.84%	75.42%
流动比率	1.22	1.33	1.40	1.47
速动比率	0.89	1.01	1.08	1.14
营运能力				
总资产周转率	1.04	1.08	1.09	1.10
应收账款周转率	4.25	3.96	3.78	3.62
应付账款周转率	3.64	3.55	3.71	3.71
每股指标(元)				
每股收益	0.36	0.60	0.72	0.92
每股经营现金	1.38	0.93	1.63	1.48
每股净资产	4.21	4.76	5.26	5.90
估值比率				
P/E	36.94	22.03	18.31	14.33
P/B	3.13	2.77	2.50	2.23
EV/EBITDA	12.93	10.26	8.50	8.21

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）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，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本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。本公司的资产管理公司、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或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>