

智能电动零部件核心赛道研究系列一：

千亿座椅市场的国产替代之路徐徐开启

行业投资评级：强于大市

首席分析师：白宇 SAC编号：S1340523040001

中邮证券

2023年10月28日

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

➤ 投资要点

汽车座椅推荐逻辑：**需求端：消费升级带动千亿座椅市场再升级。**座椅作为易被消费者深度感知汽车零部件具备消费属性，已成为主机厂的主要推介点之一，汽车消费升级趋势下座椅价值量持续提升，带动汽车座椅市场规模扩张。**供给端：自主崛起撬动国产替代从零开始。**自主供应商在多年积累下技术实力雄厚，叠加显著成本优势与极强快速响应能力，整体竞争优势突出，有望持续扩大市占率。长期来看，自主主机厂崛起带动上游供应链格局重塑及国产化进程加速；短期催化方面，主机厂价格竞争日趋激烈背景下国产零部件供应商有望凭借成本优势抢占市场份额。

➤ 投资建议：

【上海沿浦】催化因素：订单接连落地业绩有望爆发，单车价值量显著提升。**成本优势：**公司作为第三方座椅骨架供应商具有显著规模效应，叠加上游产业链布局，公司成本优势明显。**供应链壁垒：**深度绑定东风李尔，确保业绩高速增长。公司是东风李尔的战略供应商之一，除主机厂指定供应商外，东风李尔的座椅骨架一般由公司独供，公司显著受益于东风李尔的客户开拓。

【明新旭腾】真皮业务持续扩张：为奥迪提供配套，并进入新势力供应链，产能扩张为业绩增长提供支撑；**第二增长曲线超纤业务：**公司前瞻性布局超纤业务，向上承接中高端车型需求、向下渗透传统仿皮市场，顺应配置升级浪潮及环保理念。

➤ **风险提示：**1) 乘用车销量不及预期；2) 超纤材料渗透率上行不及预期；3) 原材料价格波动影响盈利水平。

目录

- 一 乘用车座椅行业市场规模逾千亿，国产替代正当时
- 二 上海沿浦：座椅骨架国产龙头迎量价齐升，品类扩张打造新增长点
- 三 明新旭腾：汽车真皮自主龙头，开辟超纤革业务打造第二增长曲线
- 四 继峰股份：格拉默整合持续兑现，乘用车座椅业务长坡厚雪



目录

五

**岱美股份：全球遮阳板龙头企业，品类扩张
打开新增长空间**

六

**天成自控：深耕商用车座椅多年，乘用车座椅
自主供应商**

七

投资策略：看好自主座椅相关供应商崛起

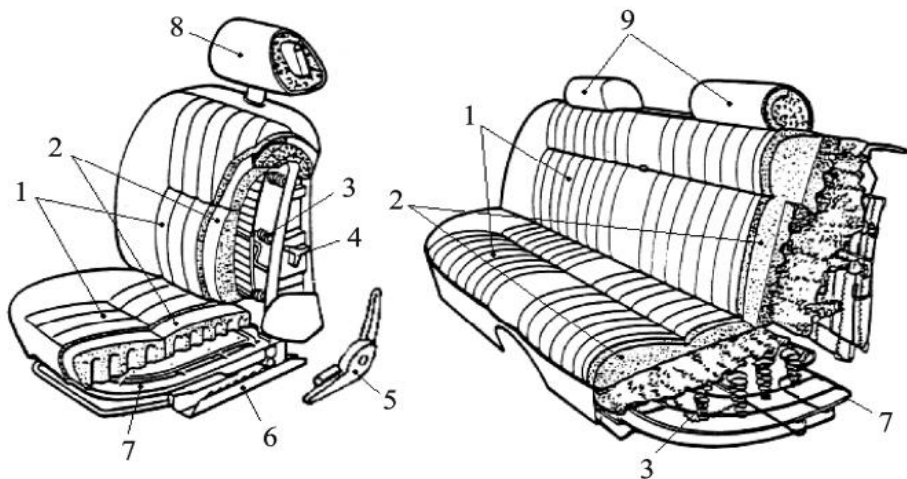


乘用车座椅行业市场规模逾千亿，国产替代正当时

座椅涉及多项组件，面套、骨架成本占比高

- 乘用车座椅包含面套、发泡、骨架、升降器、滑轨、调角器等主要部件。
- 在乘用车座椅的成本构成中，面套、座椅骨架的成本占比相对较高，分别达25%、15%，其次升降器、开发费用则分别占13%、12%，骨架总成的成本占比相对较高。

图表 1：乘用车座椅的结构组成

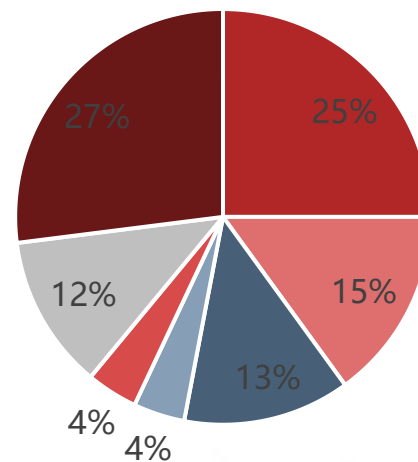


1—面套总成；2—发泡；3—弹性元件；4—腰部支撑调节机构；
5—调角机构；6—行程调节机构；7—骨架；
8—头枕（可调节式）；9—头枕（固定式）。

资料来源：《汽车座椅的功能及其发展趋势》徐浩，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 2：乘用车座椅成本构成



■ 面套 ■ 座椅骨架 ■ 升降器 ■ 滑轨 ■ 调角器 ■ 开发费用 ■ 其他

资料来源：华经产业研究院，中邮证券研究所

乘用车座椅及上游零部件国产供应商崛起

- 从座椅总成到骨架、滑轨、面套等核心零部件，内资供应商借助自主新能源主机厂崛起带动上游产业链格局重塑的机遇，逐渐扩大市场份额，加速国产替代进程。

图表 3：乘用车座椅总成及零部件供应商梳理

座椅及部件	供应商
座椅总成	江森自控、李尔、丰田纺织、佛吉亚、提艾斯、麦格纳、现代岱摩斯、西德科、延锋国际、东风李尔、光华荣昌、继峰股份、天成自控
骨架	天津丰爱、河北利达金属、烟台众信、嘉兴敏实、重庆宏立至信、常州华阳、浙江龙生、上海沿浦
滑轨	天津丰爱、藤昌科技、金桥铝型材厂、中精集团、中航精机科技、常州华阳、浙江龙生
调角器	天津丰爱、浦项奥斯特姆、无锡藤昌科技、中航精机科技、新欣金帝、常州华阳、浙江龙生
升降器	浙江龙生、晋美冲压件、温州万兆、冀州市北内、常州华阳
弹簧	美力科技、华光座椅、立洲集团、广州卫亚、溧阳泓业
发泡	华意东陆、天津合众达、自贡成华、重庆贵美汽车饰件、上海华特
面套	京尚新材料、安徽安利材料、欧诺法装饰、鹰革沃特华、巨星农牧、明新旭腾
电机	宁波立德电器、浙江方正电机、博世汽车、胜华波集团、广州三叶电机、博泽
控制系统	翱翼汽车电子、英飞凌科技、捷温汽车系统、大陆汽车电子、博泽

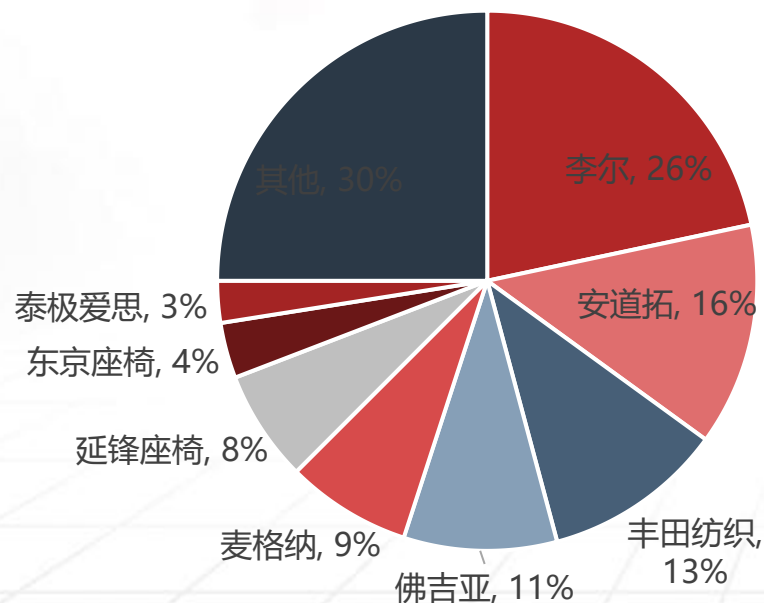
资料来源：盖世汽车，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

外资占主要份额，国产替代正当时

- **汽车座椅行业格局：外资占据主导地位，延锋市场份额较高。**李尔、安道拓等外资依托技术、主机厂客户资源及先发优势在国内及全球汽车座椅市场占据较高份额，其中李尔在全球及中国的市场份额分别为26%、15%。
- 内资供应商在技术层面经过多年的研发积累已具备为中高端车型配套的水平，在成本层面通过垂直产业链布局、智能制造等方式实现降本，已具备较强的市场竞争力，在下游主机厂格局变化背景下有望加速实现国产替代。

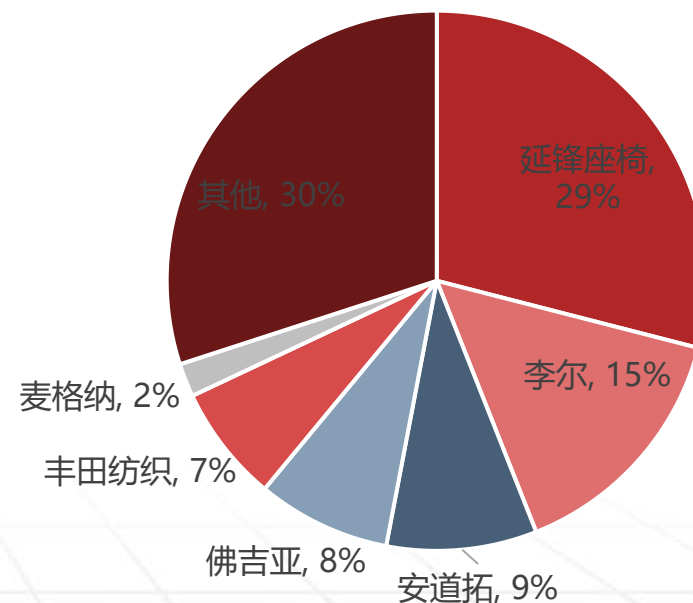
图表 4：全球汽车座椅市场竞争格局



资料来源：并购优塾，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 5：中国汽车座椅市场竞争格局

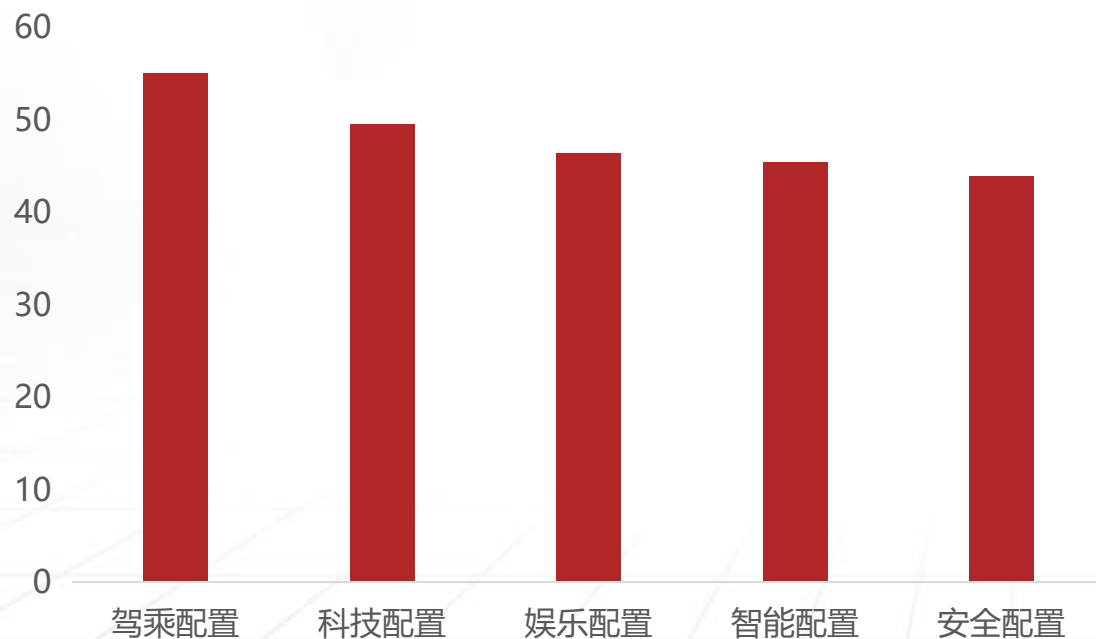


资料来源：并购优塾，中邮证券研究所

驾乘配置受消费者高度关注，座椅功能影响消费者抉择

- 从消费者角度看，消费者最为关注汽车的驾乘配置，其中真皮座椅是消费者首要关注的问题；在座椅其他功能方面，消费者对靠背前后调节、坐垫高低调节、座椅通风、加热以及记忆功能的选配意愿同样较高。

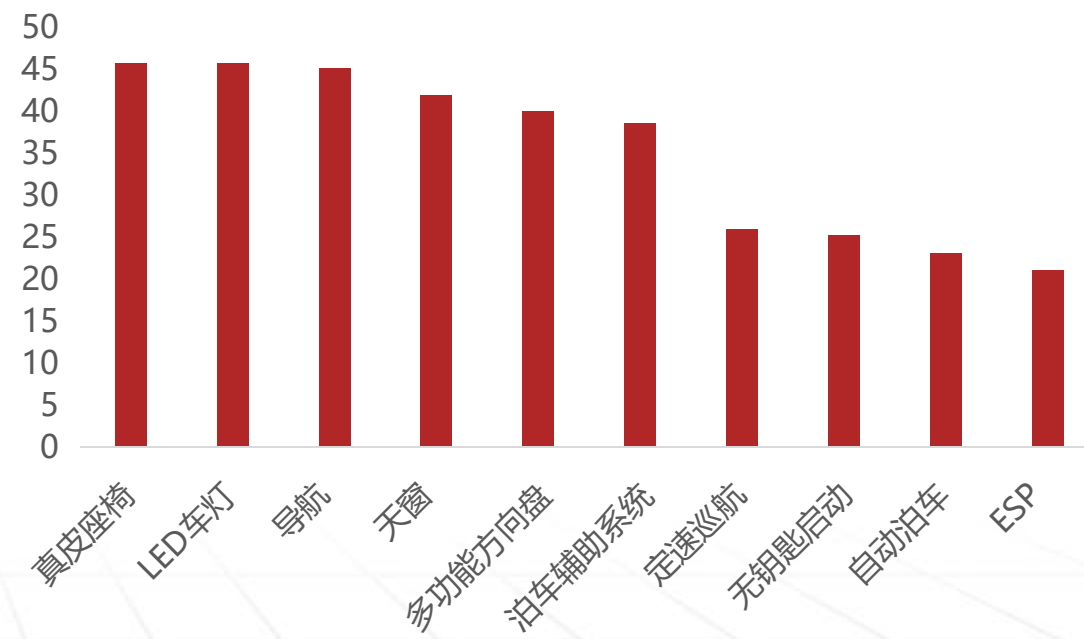
图表 6：消费者对汽车配置的关注情况



资料来源：盖世汽车，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 7：汽车常用配置关注度TOP10



资料来源：盖世汽车，中邮证券研究所

汽车座椅发展“四化”，紧跟用户实际需求

- 汽车座椅朝着轻量化、智能化、安全性、舒适性的方向发展。其中轻量化与当今电动化趋势所产生的需求相吻合，智能化与舒适性则意在满足消费者的多种个性化需求。
- 天成自控的碳纤维轻量化产品，采用一体模压、热固、注塑成型，使座椅更轻、更节省空间；延锋的零压座椅、集成式豪华座椅、SU椅等均带有智能触控扶手，可调节座椅位置、座椅通风、加热、按摩、腿拖等功能且可一键开启零压力姿态。

图表 8：天成自控的碳纤维产品



资料来源：天成自控官网，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 9：延锋的零压座椅智能表面

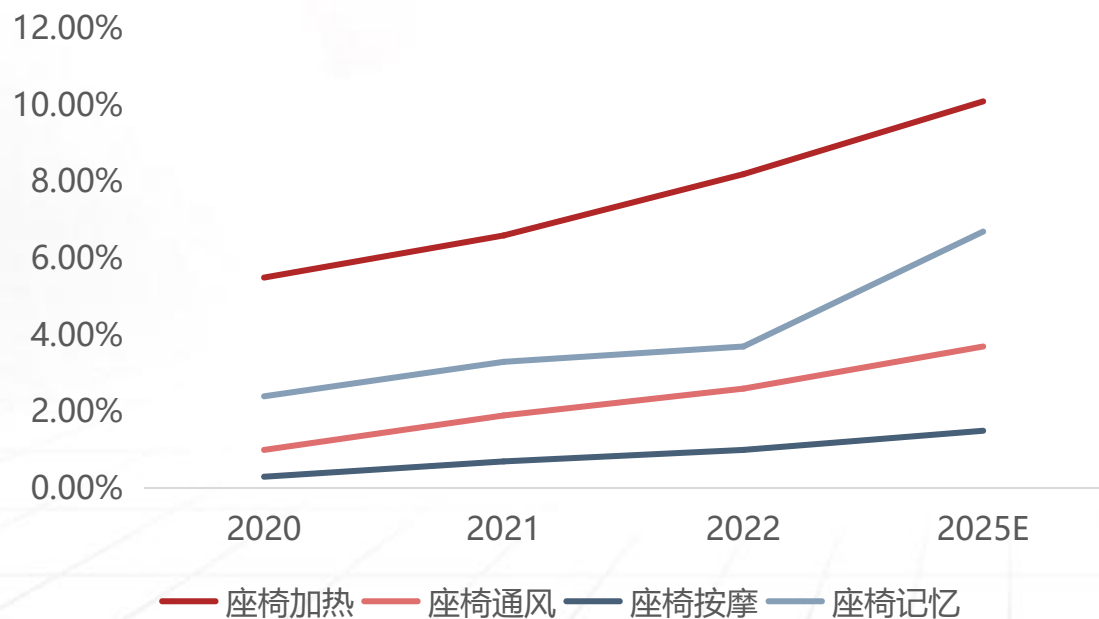


资料来源：汽车之家，中邮证券研究所

座椅功能受消费者关注，主要功能渗透率持续提升

- 在座椅的辅助功能需求方面，消费者对座椅的加热、记忆、通风、按摩等功能关注度最高，其渗透率自2020年以来持续提升，预计到2025年加热、记忆、通风、按摩功能的渗透率将分别提升至10.1%、6.7%、3.7%、1.5%，伴随消费者对座椅舒适性等方面功能的配置需求提升，座椅的价值量也有望持续提高。

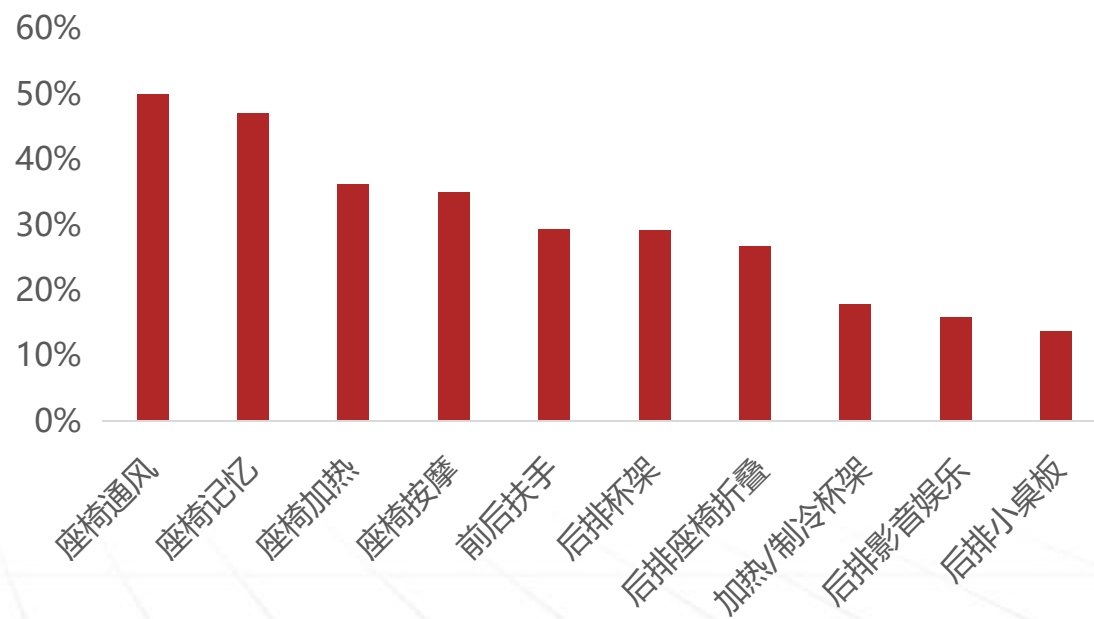
图表 10：乘用车座椅各功能渗透率持续提升



资料来源：佐思汽研，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

图表 11：座椅辅助功能的需求比例



资料来源：盖世汽车，中邮证券研究所

在座椅舒适性方面，主机厂屡有突破

- 小鹏G9的女王副驾配备腿托及独立记忆化妆习惯坐姿的“一键入镜”功能，配合可变色温的化妆镜、方便车内补妆。
- 问界M7的零重力座椅在设计上增加人体与座椅受力面积，让身体各部分所受压力平均分散于座椅上，减轻肌肉骨骼压力并减少横膈膜和脊柱压力，令人体获得放松。

图表 12：小鹏G9配置的女王副驾



资料来源：小鹏官网，中邮证券研究所

图表 13：问界M7配置的零重力座椅



资料来源：AITO汽车，中邮证券研究所

国内乘用车座椅市场规模逾千亿

- **核心假设：**1) **乘用车产量：**2022年乘用车产量同比增长5%，假定2023年继续保持5%的同比增速，之后增速逐渐放慢；2) **座椅价值量：**座椅是主机厂实现差异化竞争的着力点之一，预计2023/2024年座椅价值量增速相对较快，之后逐渐减缓。
- **市场规模：**预计2026年国内乘用车座椅市场规模近1300亿元。

图表 14：预计到2026年国内乘用车座椅市场规模近1300亿

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
中国乘用车产量（万辆）	2141	2238	2350	2444	2518	2568
座椅价值量（元）	4000	4240	4494	4719	4908	5055
市场规模（亿元）	856	949	1056	1153	1236	1298
YOY		11%	11%	9%	7%	5%

资料来源：中汽协，智研咨询，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

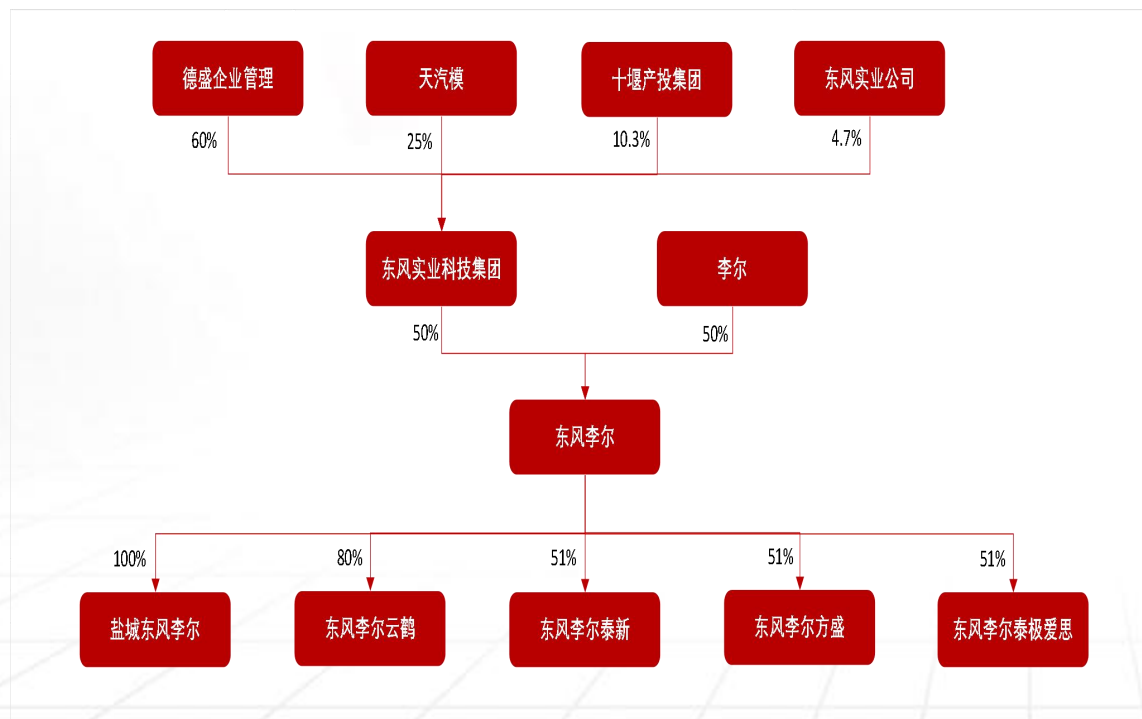
二

上海沿浦：座椅骨架国产龙头迎量价齐升，品类扩张打造新增长点

供应链优势：与东风李尔深度绑定

- **深度绑定关系：**公司是东风李尔的战略供应商之一；
- **合作展望：**预计公司将持续与东风李尔深度合作。

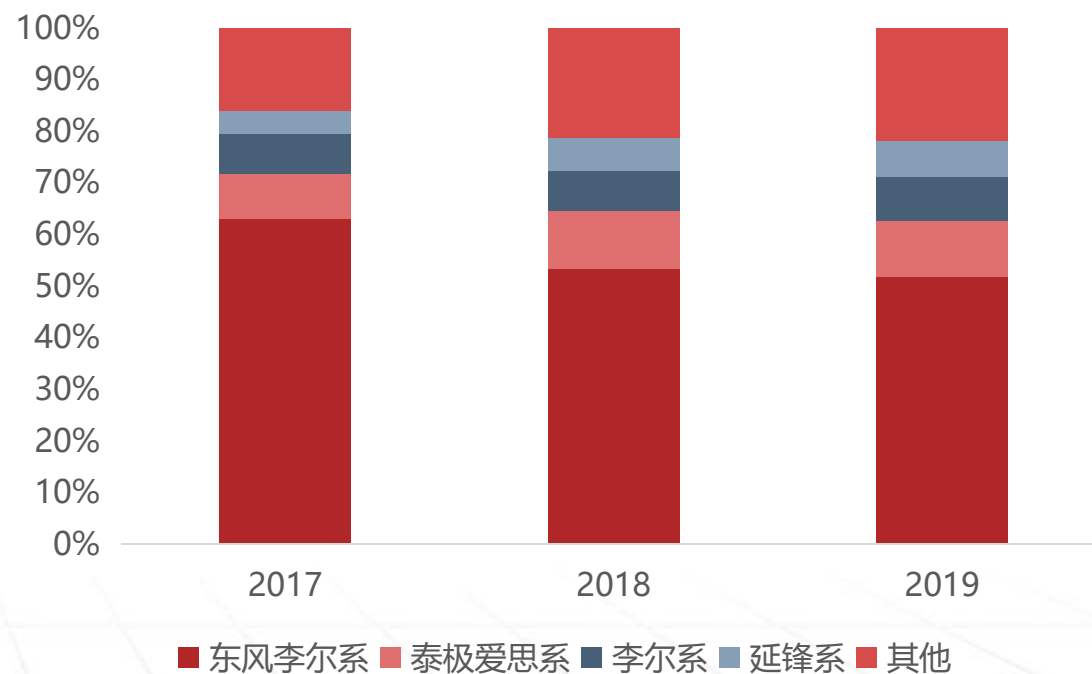
图表 15：东风李尔由李尔与东风实业科技集团共同设立



资料来源：，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 16：东风李尔是公司的第一大客户



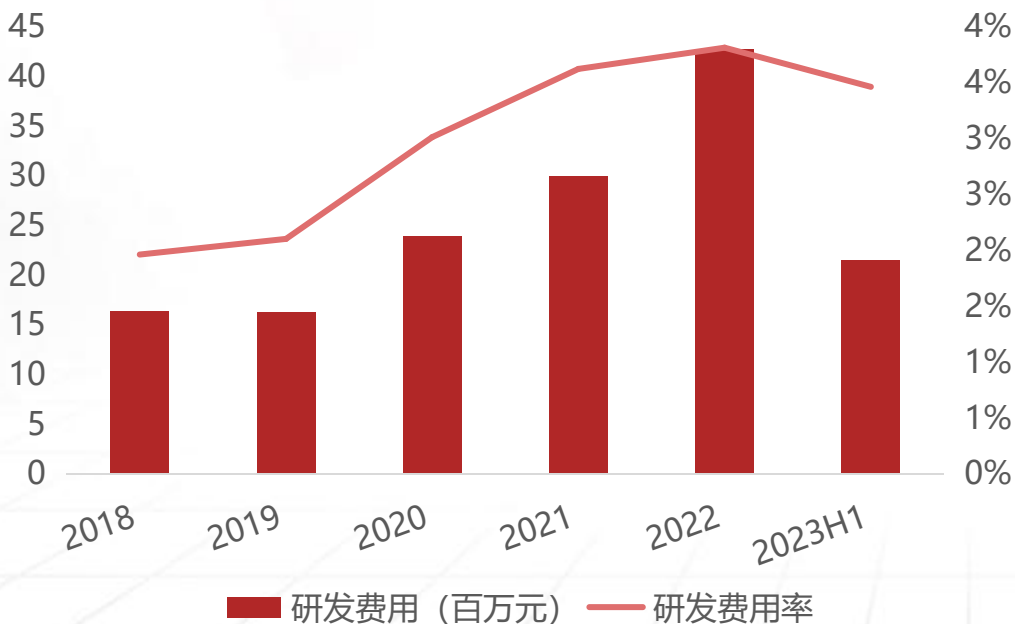
资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

竞争优势：技术、响应能力、价格全方位构筑竞争力

■ 公司竞争力分析：

- 1) **技术水平**：公司持续加大研发投入，在座椅骨架、滑轨、升降器及轻量化等方面取得多项专利；
- 2) **响应能力**：公司在黄山、武汉、襄阳、重庆等地设立生产基地，配合座椅厂商及主机厂客户的研发与生产需求，响应能力极强；
- 3) **价格优势**：公司作为第三方骨架生产厂商具有规模化效应，叠加上游产业链布局，公司产品较友商具有一定的价格优势。

图表 17：2018-2022年公司研发费用CAGR达27%



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 18：公司在多地设立生产基地实现快速响应

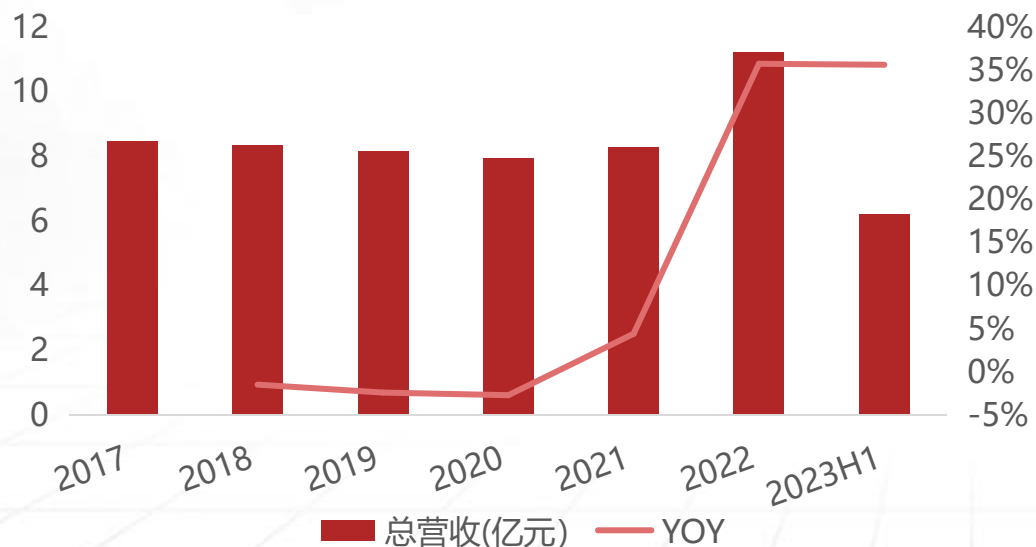
工厂	直接客户	配套主机厂	供应产品
上海	嘉兴李尔	马自达	座椅冲压件
	延锋智能、均胜电子	上汽通用、上汽大众、长安福特、长安汽车、江淮汽车、上汽通用五菱	冲压件
	泰极爱思	东风日产、东风本田、吉利汽车	座椅冲压件、分总成
	飞适动力	一汽大众、上汽通用、长安福特	调角器部件
黄山	江铃李尔	江铃股份	座椅骨架
	仕驰汽配	CommercialVehicleGroup,Inc	座椅骨架
武汉	东风李尔	东风标致雪铁龙、东风风神、东风本田	座椅骨架
	武汉李尔	广汽菲克、上汽通用、长安福特、东风本田	座椅冲压件
昆山/常熟	麦格纳、摩帝玛提、玛汀瑞亚、埃维奥、和兴精冲；恺博（常熟）	长安汽车、通用汽车、东风日产、北京奔驰、北京现代、华晨宝马、长城汽车	门锁、玻璃升降器、门模组的注塑件和冲压件/滑轨总成
襄阳	东风李尔（襄阳）	东风汽车	座椅骨架
	东风李尔泰极爱思	东风日产	座椅骨架
郑州	郑州东风李尔泰斯	东风日产、郑州日产	座椅骨架、滑轨
柳州	东风李尔方盛	东风柳汽	座椅骨架
大连	大连东风李尔泰极爱思	东风日产	座椅骨架
重庆	东风李尔	东风日产	座椅骨架
荆门	东风李尔	东风日产	新能源汽车包外壳
			座椅骨架

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司营收步入高速增长期

- **新订单持续放量，公司收入进入高速增长期：**2017-2021年，公司营收规模变化较小；2022年公司营收同比增长36%，主要得益于座椅骨架业务带来的营收增量；2023年Q1/Q2公司营收分别同比增长18.5%/53.6%，增速环比持续快速上行，伴随新订单的持续放量，公司营收增速有望进一步上行。

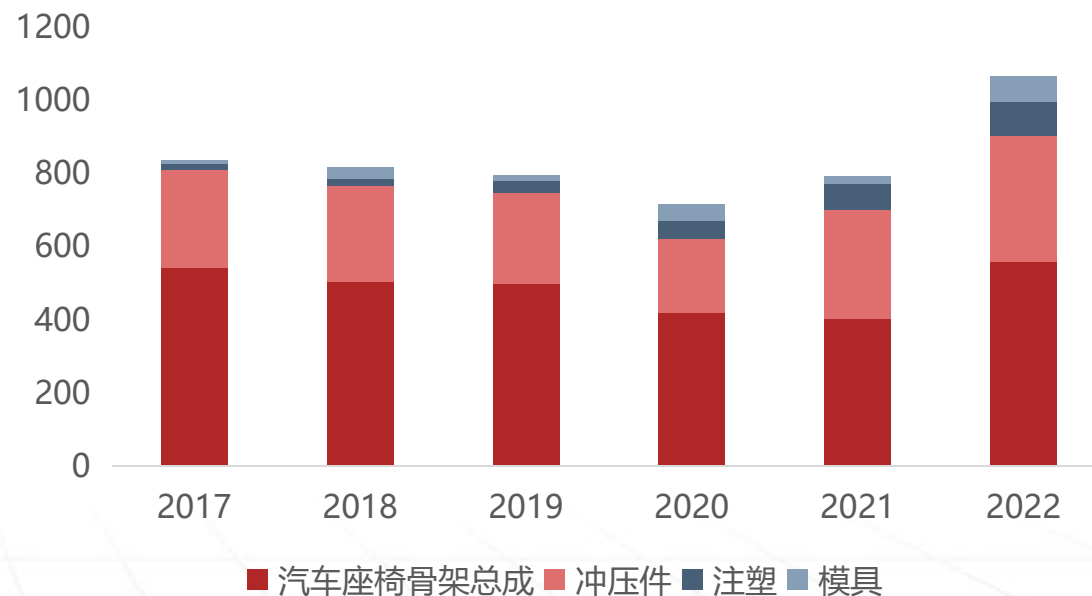
图表 19：23Q1/Q2公司营收分别同比增长18.5%/53.6%



资料来源：，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 20：座椅骨架总成是公司最重要的收入来源（百万元）

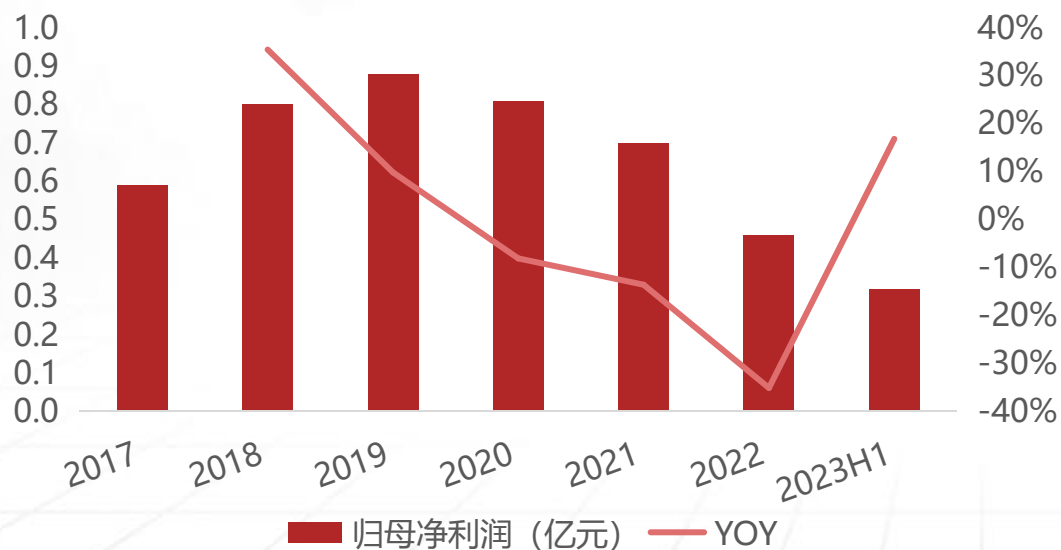


资料来源：，中邮证券研究所

公司业绩短期承压，长期向好

- **盈利水平短期承压**：受产能扩张、产能利用率较低，以及新项目扎堆、前期开发支出较高等影响，22年公司利润端短期承压；
- **盈利水平修复，H2有望进一步向好**：23Q1公司毛利率/净利率分别为13.23%/3.91%，Q2毛利率/净利率则分别为15.87%/6.00%，环比分别回升2.64/2.09pct，显示在密集投入期之后公司盈利水平持续修复。

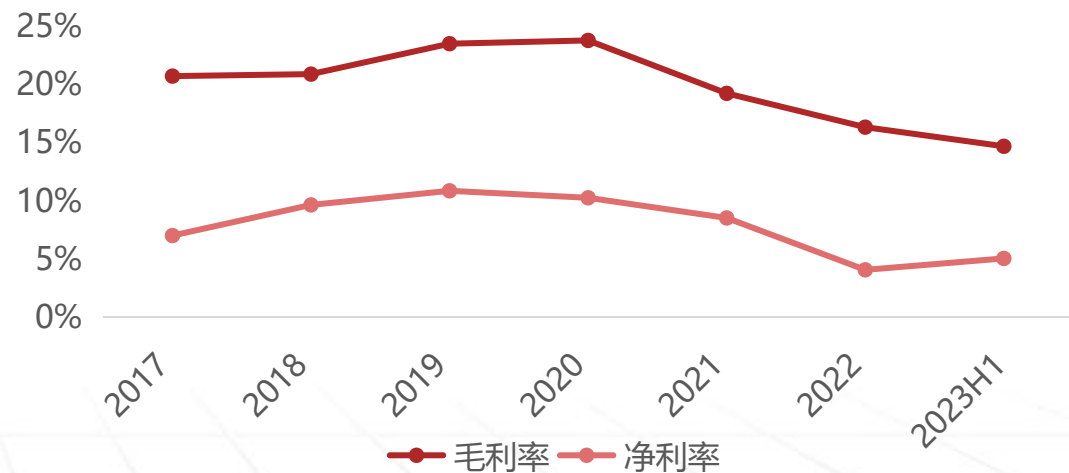
图表 21：23H1公司归母净利润同比增长16.8%



资料来源：，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 22：2023Q1公司毛利率、净利率触底，反弹在即



资料来源：，中邮证券研究所

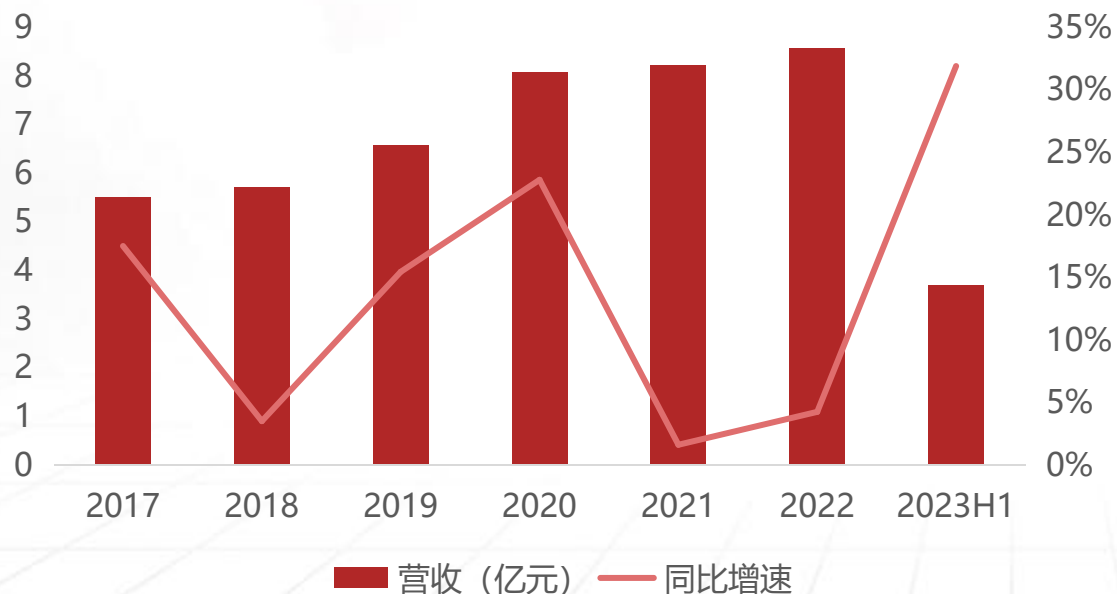
三

明新旭腾：汽车真皮自主龙头，开辟超纤革业务打造新增长点

公司营收持续增长，超纤产品贡献增量

- **分业务来看，公司真皮业务**营收自2021年以来出现下滑，主要源于公司主要客户一汽大众的销量有所下降以及单车用真皮量的减少，此外公司在自主新能源主机厂领域的客户开拓相对缓慢影响收入增长，基于此现状，公司积极开展与多家新势力主机厂的接触与合作尝试，已经获得多个定点，未来有望进一步加深合作；**公司超纤业务**自2021年以来高速增长，随着行业渗透率的上行及定点的落地，超纤业务有望持续扩大营收比重。

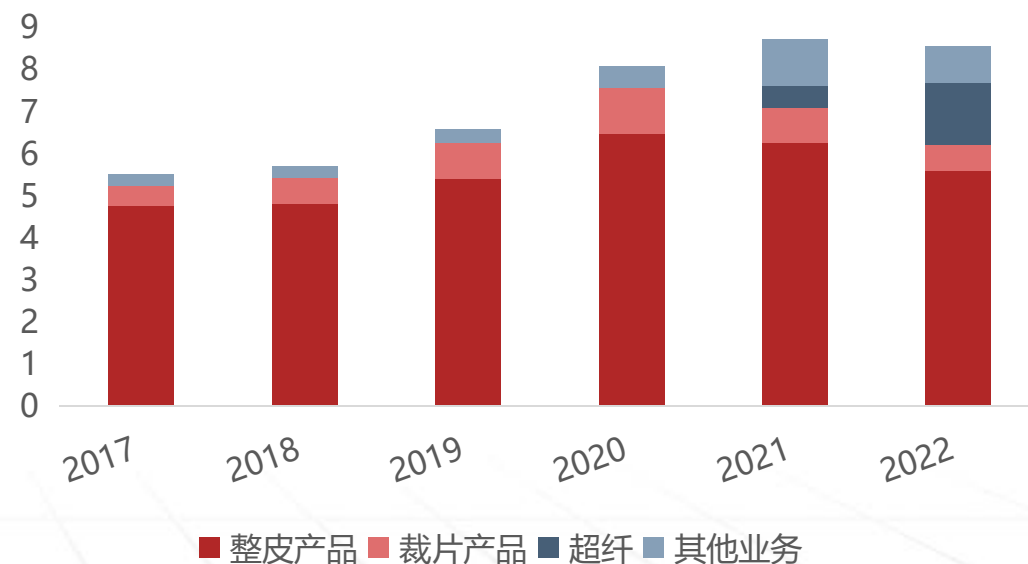
图表 23：2023H1公司营收同比增长32%



资料来源：，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 24：整皮产品贡献主要收入 (亿元)

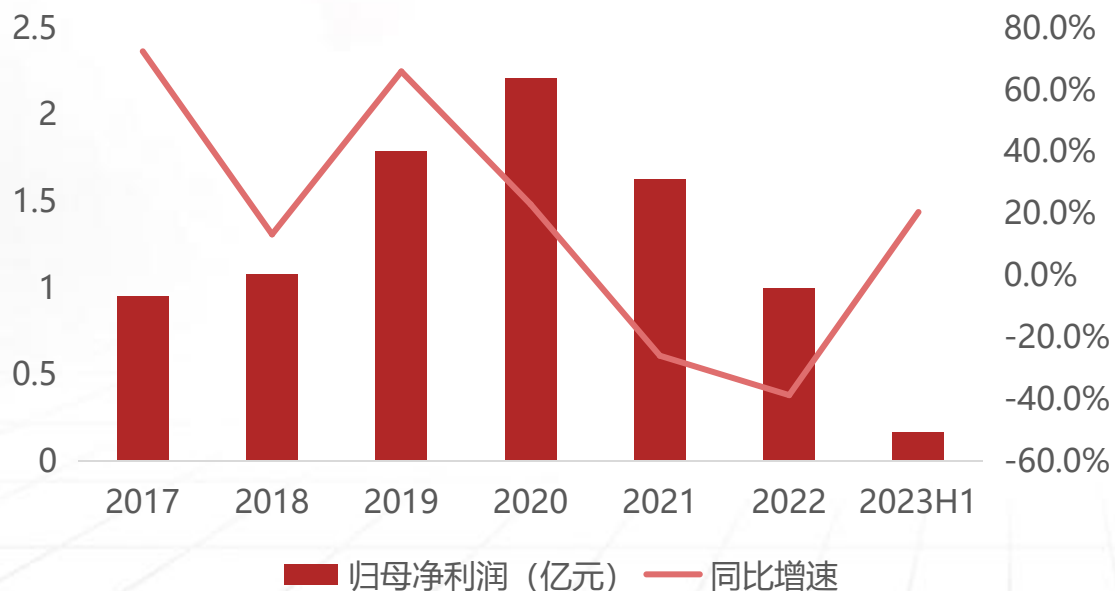


资料来源：，中邮证券研究所

■ 公司盈利水平下滑的原因主要在于：

- 1) 原材料价格波动对毛利率产生明显影响；
- 2) 产能利用率较低拖累公司的盈利水平；
- 3) 超纤新业务的盈利水平较传统真皮业务更低，影响公司整体的毛利率水平。

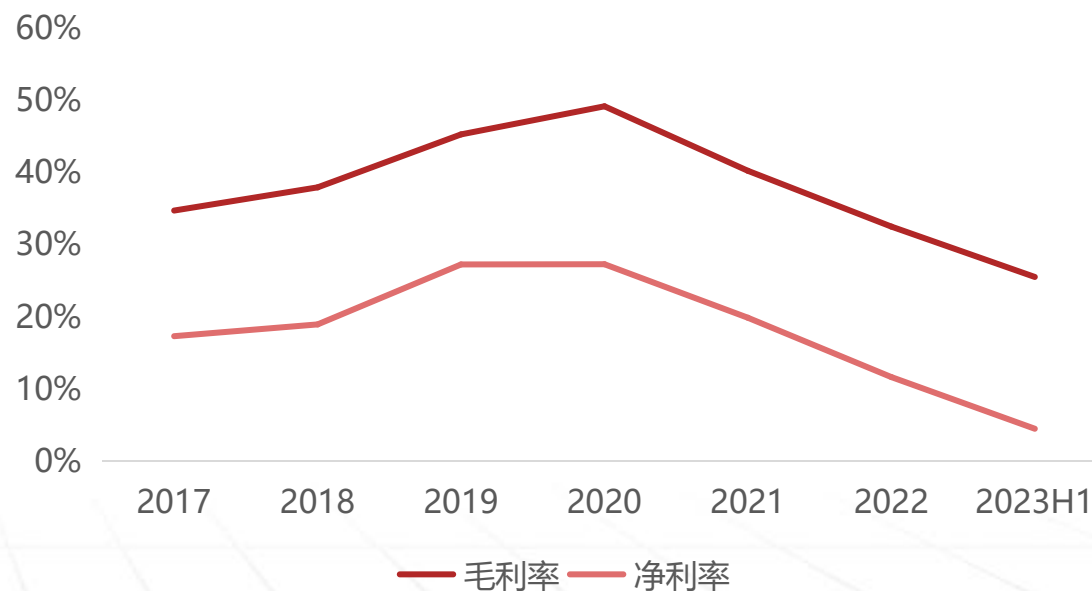
图表 25：2023H1公司归母净利润同比增长21%



资料来源：，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 26：公司盈利水平承压

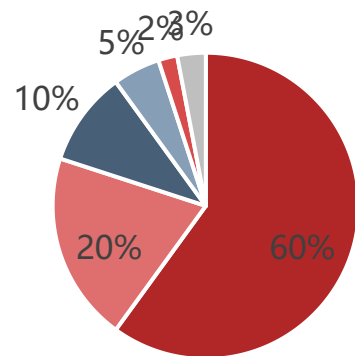


资料来源：，中邮证券研究所

外资/合资占据主导地位，国产替代空间大

- **从客户看配套特点：**柏德、鹰革、杰仕地分别配套德、美主要车企，美多绿则供应日企，内资供应商则专注于配套自主车企，内外资之间的交叉较少。汽车真皮的内资渗透比例基本对应自主车企的真皮应用比例。
- **明新具备性价比优势：**明新旭腾在汽车用真皮产品领域深耕多年，产品性能达到外资水准、且具备一定成本优势。

图表 27：2020年国内乘用车真皮市场格局



■ 合资企业 ■ 进口 ■ 明新旭腾 ■ 海宁森德 ■ 巨星农牧 ■ 其他

资料来源：华经产业研究院，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 28：乘用车真皮行业主要企业概况

公司	德国柏德	美国杰仕地	日本美多绿	美国鹰革	海宁森德	巨星农牧
进入中国时间	2004年	2000年	2000年	2003年	-	-
简介	从事汽车皮革及汽车真皮内饰部件的生产、粒面剖层牛皮革批发等业务	主要从事汽车革制品、半成品、原材料、模具及专用设备的生产、销售等	主要从事皮革制造、销售业务，占据中国日系车市场主要份额	主要从事皮革后整饰新技术加工等业务	主要从事汽车座垫革及革皮制造、加工等业务	主要从事中高檔天然皮革的研发、制造与销售
主要客户	奥迪、奔驰、宝马、大众、通用等	宝马、丰田、通用等	丰田、本田、日产等日系客户	为全球 30 多家客户提供皮革产品	上海大众、一汽大众、上海通用、长安福特、北汽、长城、吉利、奇瑞等	主要配套广汽和比亚迪等

资料来源：明新旭腾招股说明书，各公司官网，中邮证券研究所

真皮产品竞争力突出，客户开拓顺利有利产能消化

- **产品竞争力优势突出：**公司在2018年开始为奥迪Q3、Q5L等豪华车提供配套并稳定供货，体现公司产品技术水平获高端车企认可，性价比优势突出。
- **稳坐合资基本盘，抓住自主崛起良机：**公司一方面深化与一汽大众等合资车企的合作，同时进入多家自主新能源车企的供应链，分享自主车企带来的行业增量红利。

图表 29：公司真皮产品客户从合资向自主车企延伸

主机厂	车型
一汽大众	速腾、探岳、探歌、奥迪Q3、奥迪Q5L等
上汽通用	昂科威
上汽大众	途观、途昂、辉昂、朗逸等
德国大众	VW276
自主品牌	多家自主新能源主机厂

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 30：公司真皮业务规划总产能达160万张

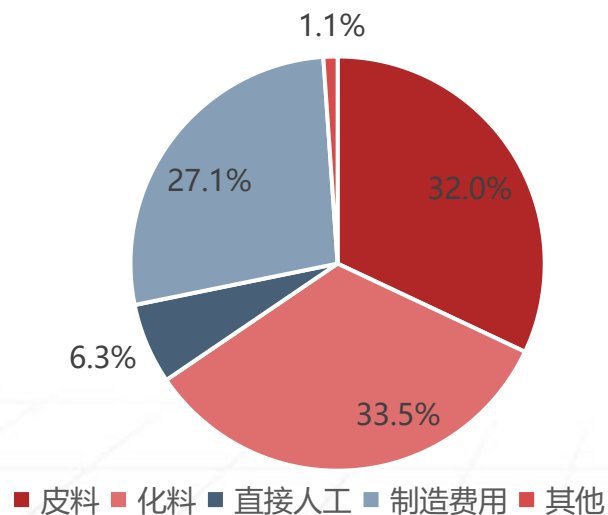
	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
浙江嘉兴	50	80	80	80	90	100	110
辽宁阜新							50
合计（万张）	50	80	80	80	90	100	160

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

成本分析：原材料价格回落，盈利水平将持续修复

- **皮料、化料成本占比高**：在真皮产品中，皮料、化料的成本占比分别达32.0%、33.5%，其次制造费用的成本占比为27.15%。
- **原料牛皮价格明显回落**：受原料牛皮产地美国等国家房地产市场火热影响，2021年起在需求拉动下盐渍/蓝湿牛皮价格出现上涨，目前原料牛皮价格明显回落，盐渍/蓝湿牛皮价格较21年高点分别下跌34%/38%。

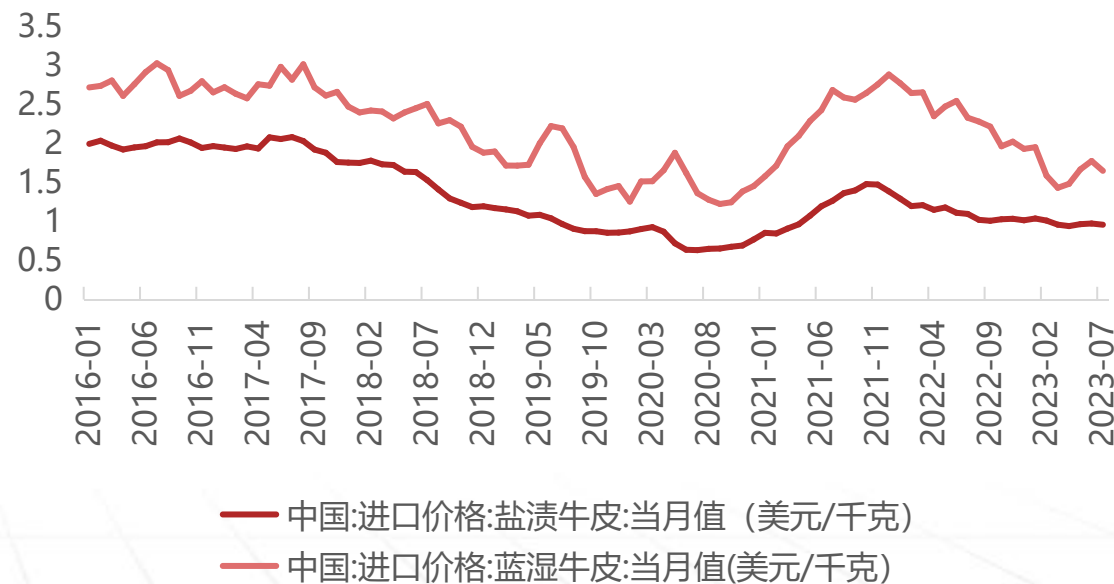
图表 31：皮料与化料的合计成本占比达66%



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 32：盐渍/蓝湿牛皮价格较21年高点分别回落34%/38%

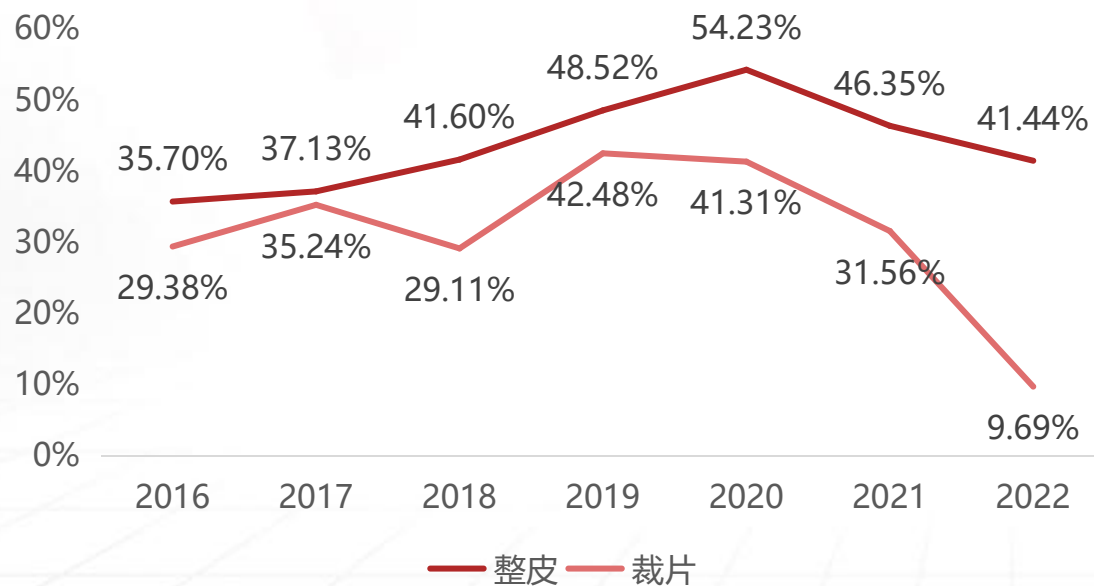


资料来源：，中邮证券研究所

真皮业务盈利水平低点已现，多重利好助逆境反转

- **低产能利用率+高价原材料拖累盈利水平**：2022年公司合资客户销量疲软+自主新能源订单尚未放量，公司真皮销量下滑及产能利用率创近年新低，致真皮业务毛利率下滑。
- **产能利用率回升有望带来盈利水平修复**：预计2023年真皮业务产能利用率将明显回升，带动盈利水平修复。

图表 33：2022年公司真皮毛利率下滑明显



资料来源：，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 34：2022年真皮产能利用率创下近年新低

单位：万平方英尺	2019	2020	2021	2022
产能	2400	3840	3840	3840
产量	3396	4373	3569	2820
销量	3326	3930	3752	2716
产销率	97.94%	89.88%	105.10%	96.31%
产能利用率	141.50%	113.89%	92.95%	73.43%

资料来源：明新旭腾可转债募集说明书及跟踪评级报告，中邮证券研究所

- **人造革行业变迁：**从PVC人造革、普通PU革、生态功能性PU革到超纤材料，原料的升级及工艺的改进带来产品性能的持续提升。超纤材料具备与真皮相似的性能，且具有更好的透气性、更为环保、具备成本优势。在主机厂经历初期体验阶段后，有望扩大超纤的配套车型数量及单车用量，加快渗透率上行。

图表 35：汽车内饰用主要材料归纳

属性	天然革	PVC革	PU革		
			普通PU革	生态功能性PU革	PU超纤革
原料	猪皮、牛皮、羊皮等	PVC树脂、针织布、机织布等	PU树脂、针织布、机织布等	PU树脂、针织布、机织布等	PU树脂、超细纤维无纺布
制备工艺	鞣制与硝制	干法	干法、湿法	干法、湿法	干法、湿法、超纤维造
透气性	较好	较好	一般	较好	较好
耐腐蚀性	较差	较好	一般	较好	一般
撕裂强度	良好	一般	一般	较好	一般
耐磨性	一般	较好	一般	良好	一般
环境污染程度	较大	一般	一般	较小	苯减量工艺有部分污染

资料来源：华经产业研究院，中邮证券研究所

超纤业务是公司着眼未来的战略布局

- 超纤材料具备显著的性价比优势，既可承接部分真皮的替换需求，也顺应汽车消费、以及汽车内饰配置升级的趋势，有望对PU、PVC等材料实现替换，市场空间广阔。
- 公司规划的超纤产能达1000万平，将成为公司的第二增长极。

图表 36：公司规划的超纤总产能达1000万平

项目	总投资金额（万元）	产能
年产 200 万平方米全水性定岛超纤新材料智能制造项目	-	200万平超纤
明新孟诺卡（江苏）新材料有限公司年产800 万平方米全水性定岛超纤新材料智能制造项目	62309.91	400万平绒面超纤、400万平超纤革

资料来源：明新旭腾公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

四

继峰股份：格拉默整合持续兑现，乘用车座椅业务长坡厚雪

- 公司的产品横跨乘用车与商用车领域，包含座椅、扶手、头枕、中控、内饰件及隐藏式出风口等，持续的品类扩张有利增加单车收入并增强客户黏性；公司已进入奥迪、宝马、大众、丰田、本土、比亚迪等国内外主机厂的供应链，为主要主机厂稳定供应多年，丰富的主机厂客户资源也为品类扩张打下良好基础。

图表 37：继峰股份主要产品介绍

领域	产品	主要客户
乘用车	座椅	奥迪、一汽大众、新能源主机厂
	头枕	奥迪、宝马、菲亚特克莱斯勒、戴姆勒、捷豹路虎、保时捷、大众、斯柯达、沃尔沃、通用、福特、凯迪拉克、特斯拉、本田、丰田、日产等国外主流厂商，以及一汽、上汽、东风、长城、红旗、比亚迪、吉利汽车、小鹏、蔚来、理想等
	扶手	
	中控	
	内饰件	
	隐藏式电动出风口	大众、吉利、长城等
商用车	座椅	戴姆勒、福特卡车、MAN、帕卡、上汽集团、陕汽、陕汽商用、一汽解放、一汽青岛、福田、AGCO、卡特彼勒、迪尔公司、久保田、利勃海尔等

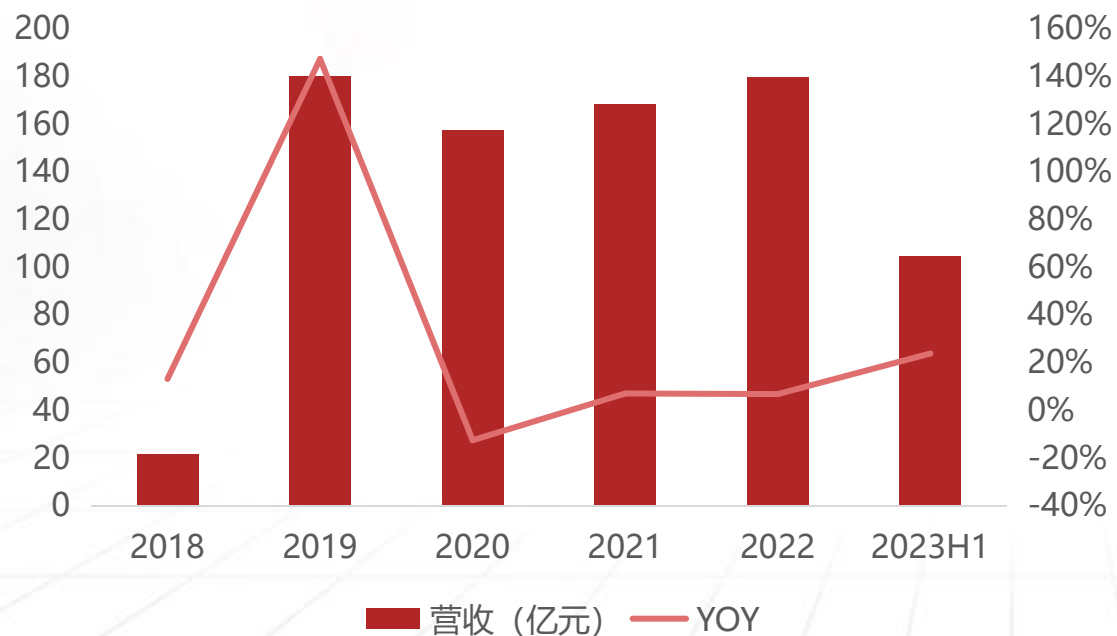
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

业务多点开花，公司营收有望加速增长

- **继峰营收持续增长。**自2021年以来，继峰股份的营收保持增长，其中2022年营收增长6.74%、2023H1营收增长23.76%，预计随着乘用车座椅业务逐渐放量，公司营收增速有望加速。
- 分业务来看，2022年商用车座椅、汽车内饰、头枕及扶手贡献公司的主要收入，乘用车座椅业务有望带来显著收入增量。

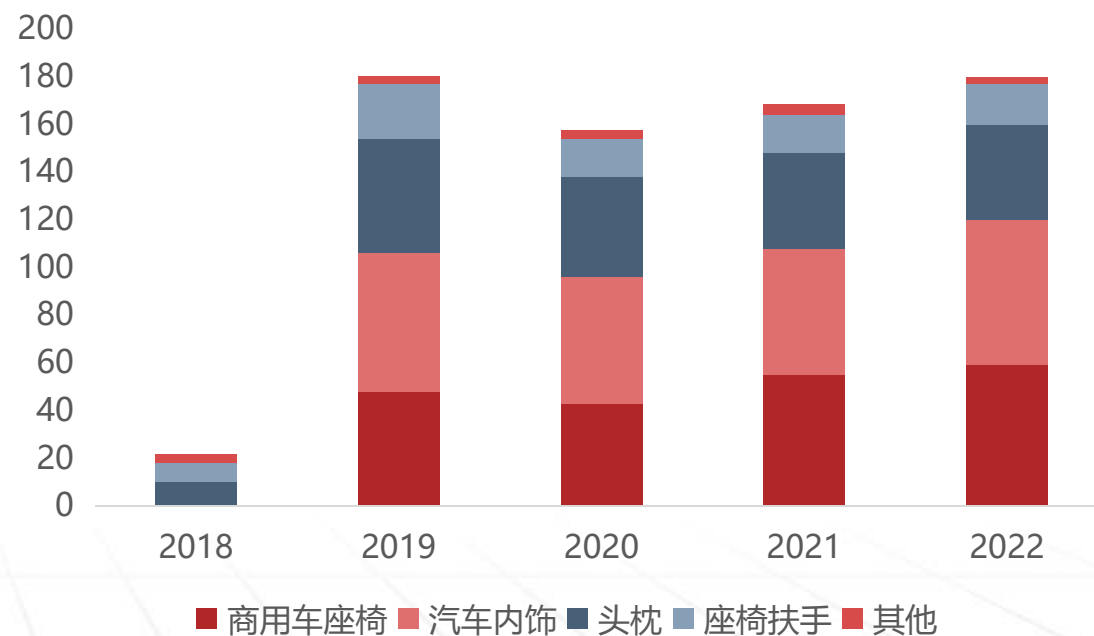
图表 38：2022年继峰营收实现6.74%的增长



资料来源：，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 39：公司收入来源较为均衡 (亿元)

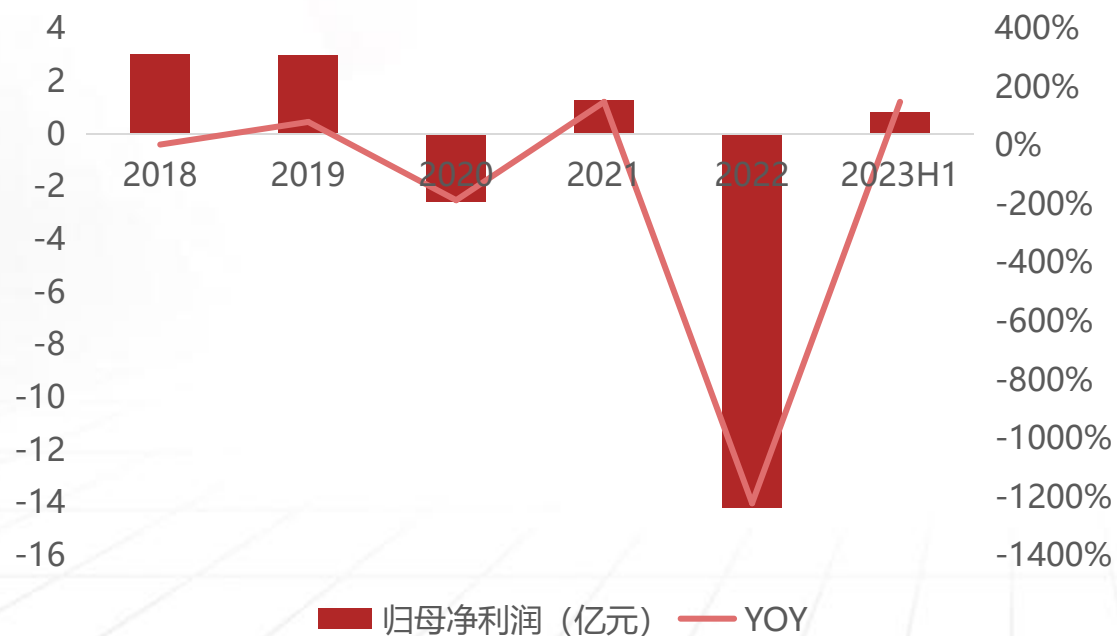


资料来源：，中邮证券研究所

毛利率回升，2023H1实现扭亏

- **2023H1继峰实现扭亏，预计盈利水平将持续向好。**受格拉默等因素影响，公司在利润端出现波动；在持续整合及公司经营情况进一步向好带动下，公司盈利水平改善，2023H1公司毛利率、净利率分别为14.20%、0.83%，实现0.82亿的归母净利润，在整合兑现及新业务产能利用率提升等带动下，预计公司盈利水平将持续修复。

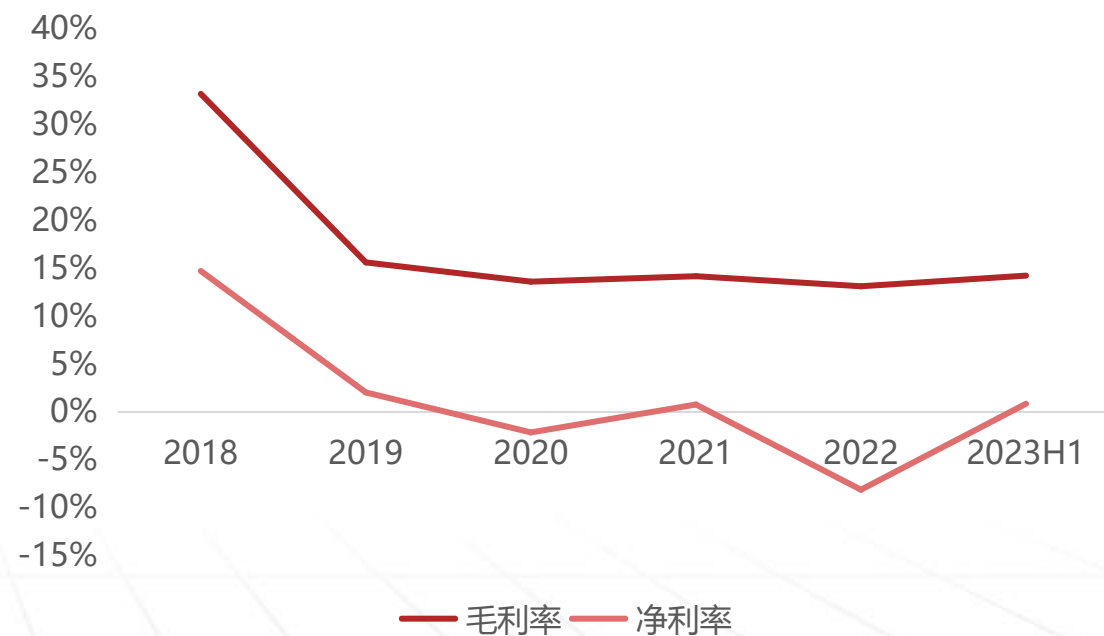
图表 40：2023H1继峰实现扭亏



资料来源：，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 41：继峰的盈利水平向好

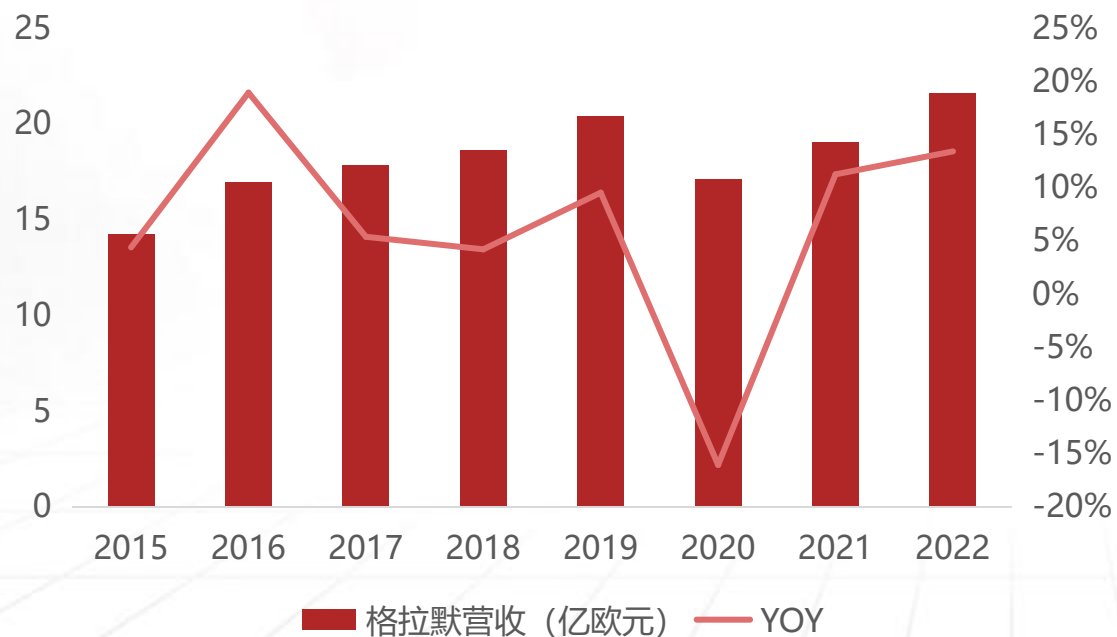


资料来源：，中邮证券研究所

格拉默营收稳定增长，利润端短期承压

- 2021/2022年格拉默分别实现19.03/21.59亿欧元营收，同比分别增长11.24%/13.40%，其中在亚太区格拉默依托与继峰的协同效应，加快市场开拓、贡献明显收入增量。2022年格拉默EBIT为-0.45亿欧元，在芯片短缺、外部需求以及原材料价格波动等因素影响，格拉默盈利水平短期承压，伴随外部环境好转及整合见效，预计格拉默盈利水平将实现修复。

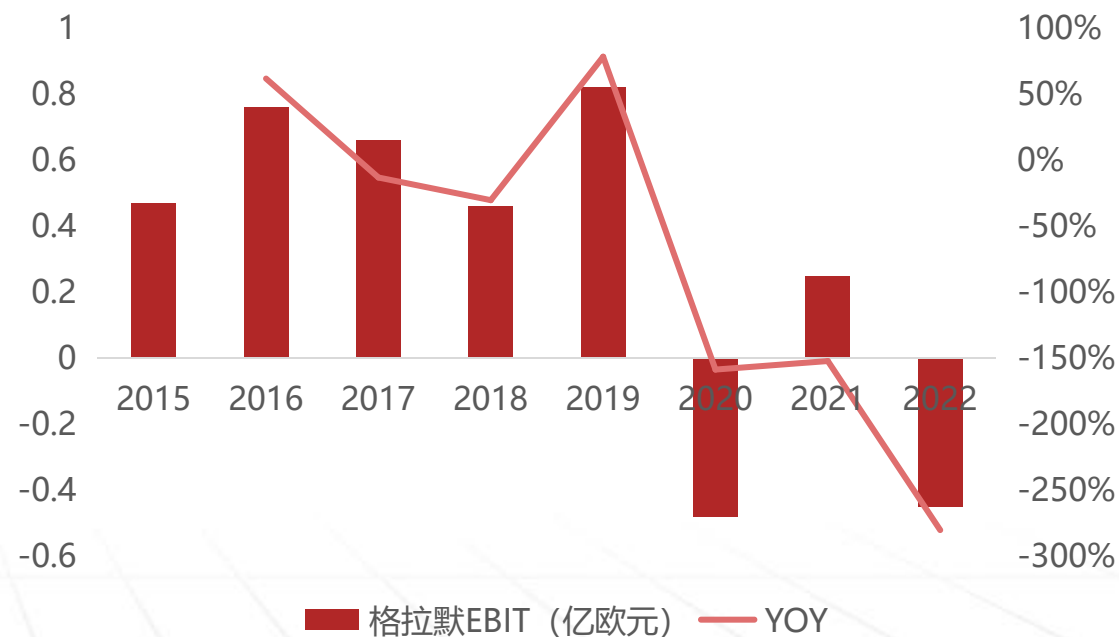
图表 42：格拉默营收实现持续增长



资料来源：，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 43：格拉默盈利端短期承压

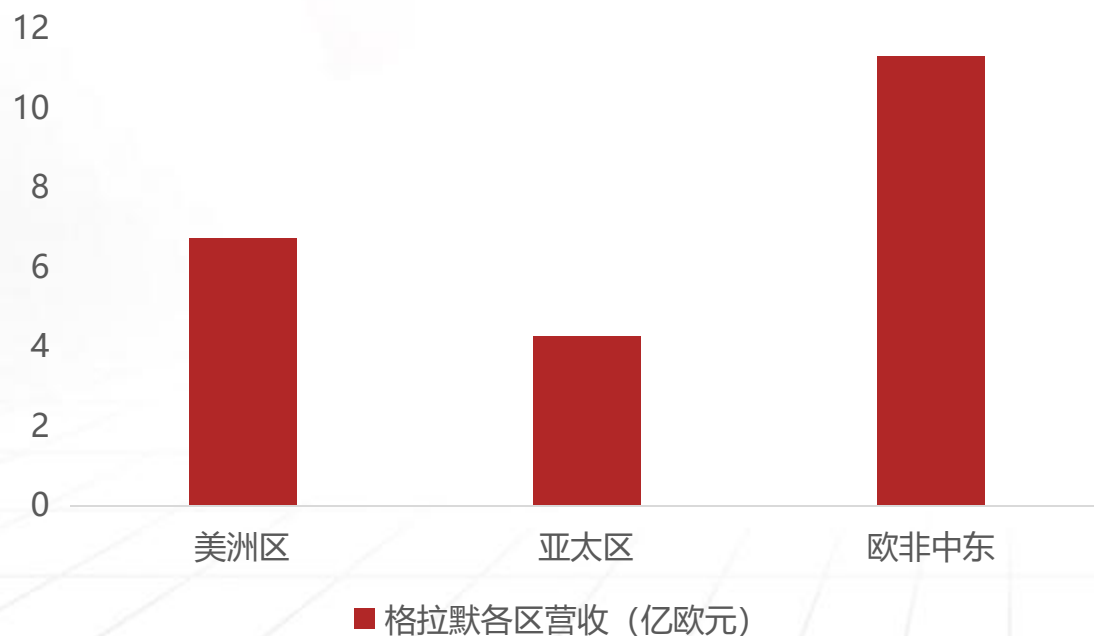


资料来源：，中邮证券研究所

格拉默各区收入稳定，盈利水平不一

- 分区来看，2022年格拉默美洲区、亚太区、欧非&中东区的营收分别为6.73、4.27、11.31亿欧元，其中欧非&中东区贡献主要收入；2022年亚太区、欧非&中东区的经营性EBIT分别为0.49、0.60亿欧元，表现出稳健的盈利水平，美洲区亏损水平预计将持续收窄。

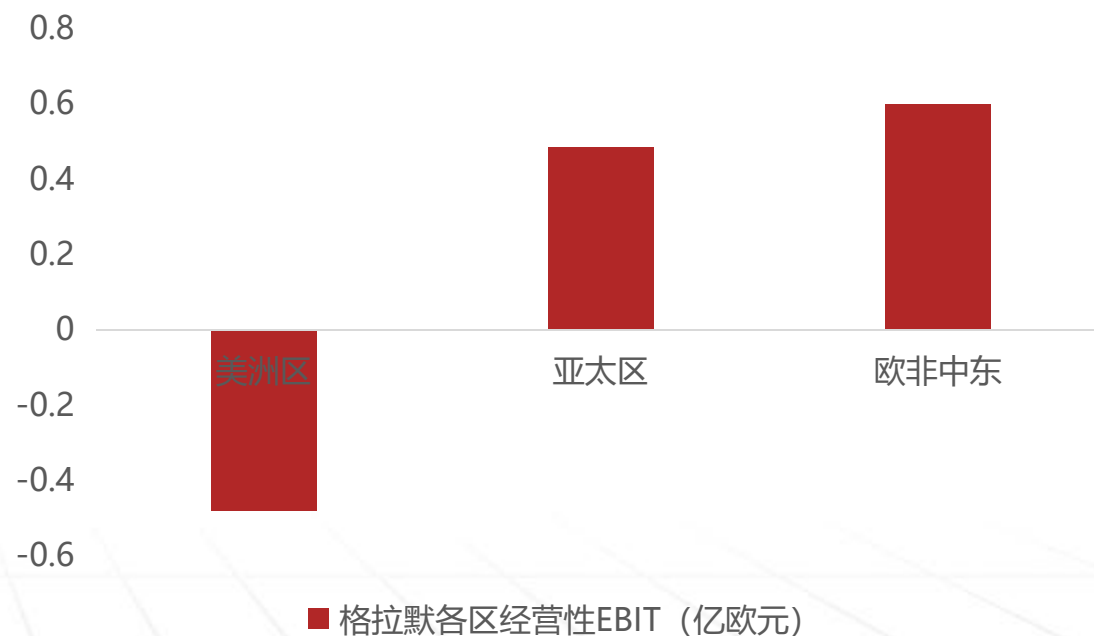
图表 44：2022年格拉默各区营收情况



资料来源：格拉默财报，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 45：2022年格拉默各区经营性EBIT



资料来源：格拉默财报，中邮证券研究所

公司在乘用车座椅领域已获多项定点

- 自2021年以来，公司接连获得国内自主新能源主机厂、奥迪、一汽大众等主机厂的座椅总成项目定点，客户包含自主、合资主机厂，且能够进入传统豪华车供应链体现公司技术水平获得认可，预计公司在乘用车座椅领域将持续扩大主机厂客户群、实现项目持续定点。

图表 46：公司持续获得乘用车座椅总成项目定点

主机厂	量产时间	预计总金额（亿元）	预计生命周期（年）	配套车型
一汽大众	2024年11月	57	8	探岳
某新能源主机厂	2024年6月	58	4	-
奥迪	2024年12月	80-100	7	eQ5、eQ6、E6
某新能源主机厂	2024年7月	18-25	5	-
某新能源主机厂	-	-	-	-
某造车新势力	-	-	-	-

资料来源：公司公告，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

五

岱美股份：全球遮阳板龙头企业，品类扩张打
开新增长空间

公司为遮阳板全球龙头，在顶棚领域快速成长

- 公司为汽车遮阳板领域全球龙头企业，遮阳板产品市占率居全球首位且持续提升；公司在汽车顶棚及顶棚系统集成领域持续与主机厂深入合作、扩大市场份额，有望贡献收入增量。

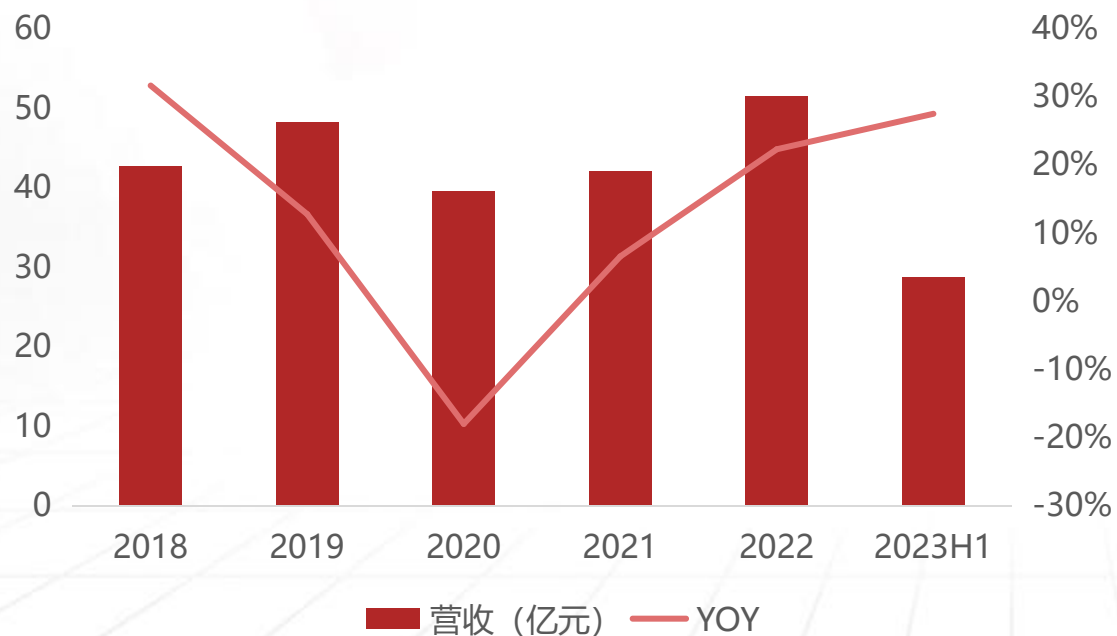
图表 47：岱美股份主要产品介绍

名称	用途简介
遮阳板	调整阳光对眼睛的照射度，避免阳光干扰驾驶判断以减少交通事故发生，避免阳光直射汽车内部，具有较好的降温作用，并对仪表盘、真皮座椅起到保护作用
头枕	主要起到辅助保持乘客舒适性和安全性作用。当车辆碰撞所产生的外部冲击力对颈部造成挤压时，头枕可减少和降低对颈部造成的伤害、保护乘客颈部安全
顶棚中央控制器	除具备阅读照明等基本功能以外，还可选择性附加天窗遥控启动、接听免提电话、车库门遥控启动、防盗报警等功能

客户开拓与品类扩张助公司营收加速上行

- 2021/2022/2023H1公司分别实现营收42.09/51.46/28.79亿元，同比分别增长6.55%/22.27%/27.47%。伴随公司客户的持续开拓与品类扩张，公司营收有望加速上行。
- 从2018-2022年的收入结构来看，遮阳板业务贡献公司的主要营收，伴随顶棚业务加速放量，有望贡献收入增量。

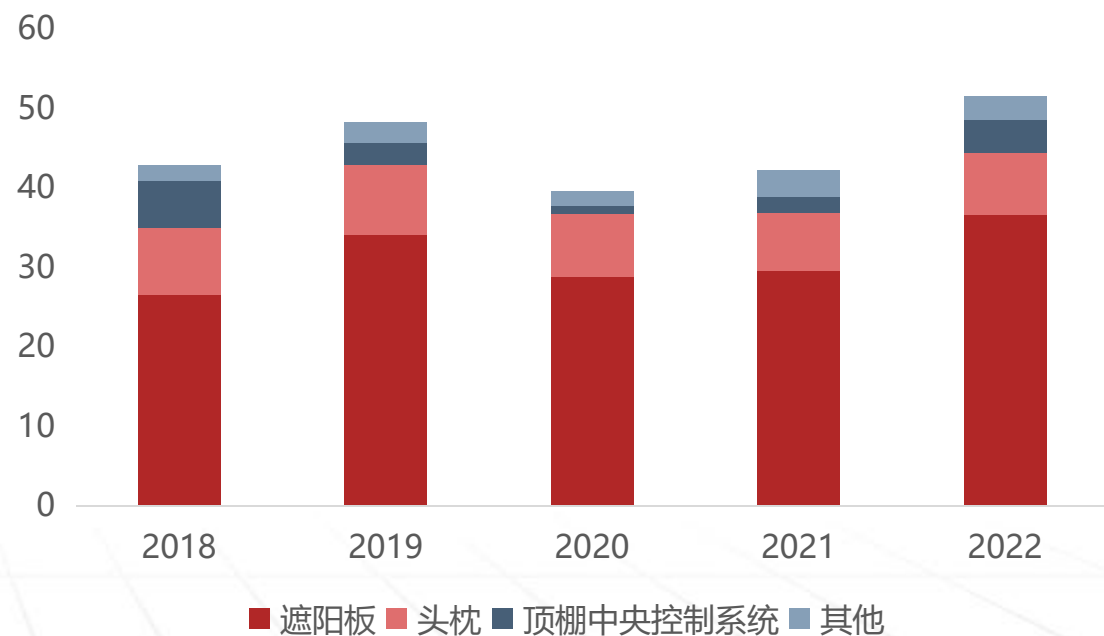
图表 48：2022年公司营收达51.46亿元



资料来源：，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 49：遮阳板业务贡献公司主要收入（亿元）

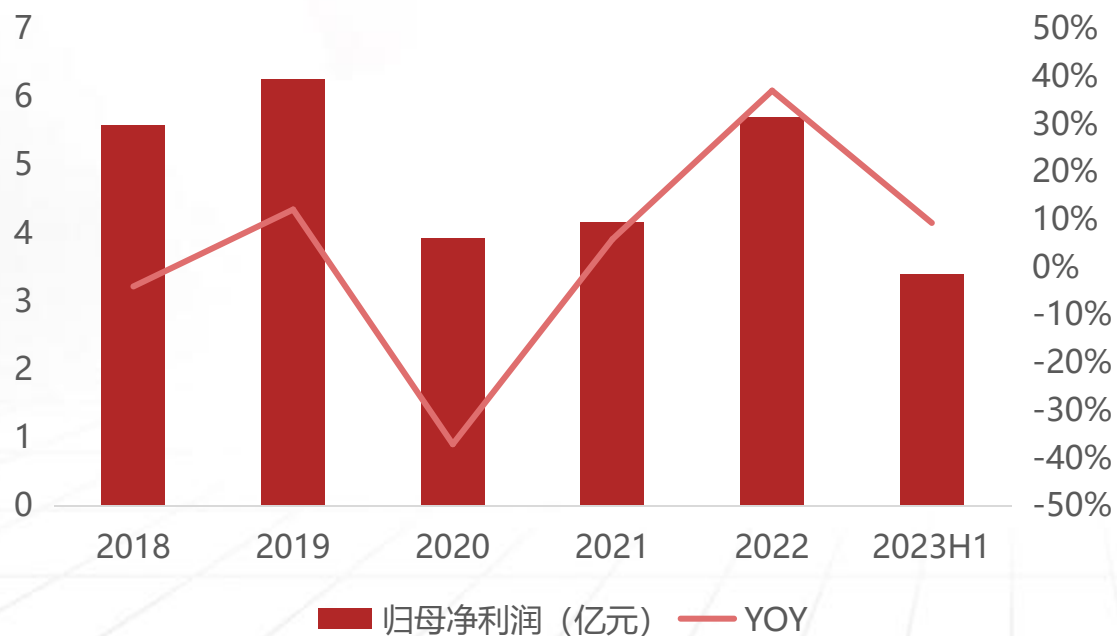


资料来源：，中邮证券研究所

公司归母净利润持续增长，盈利水平有所修复

- 2021/2022/2023H1公司归母净利润分别为4.16/5.70/3.39亿元，同比分别增长5.83%/36.95%/9.24%。2023H1公司毛利率/净利率分别为27.85%/11.77%，同比分别+0.44/-1.96pct，主要系公司管理费用、利息支出等增加所致；伴随产能利用率提升及费用管控，公司盈利水平有望持续修复。

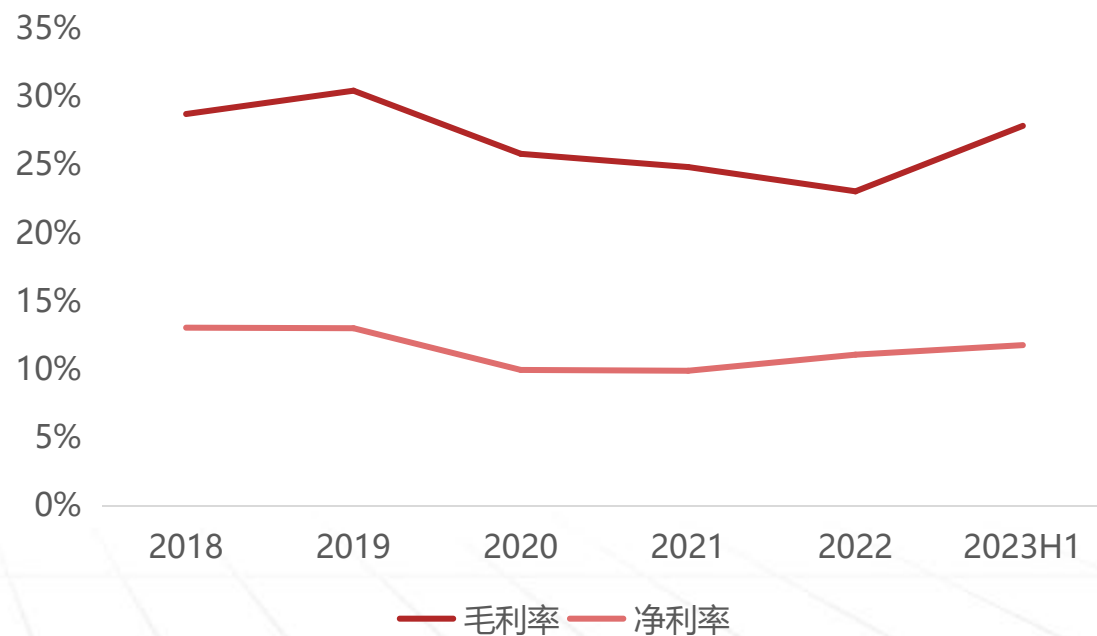
图表 50：2022年公司归母净利润达5.70亿元



资料来源：，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 51：公司盈利水平整体呈向好态势



资料来源：，中邮证券研究所

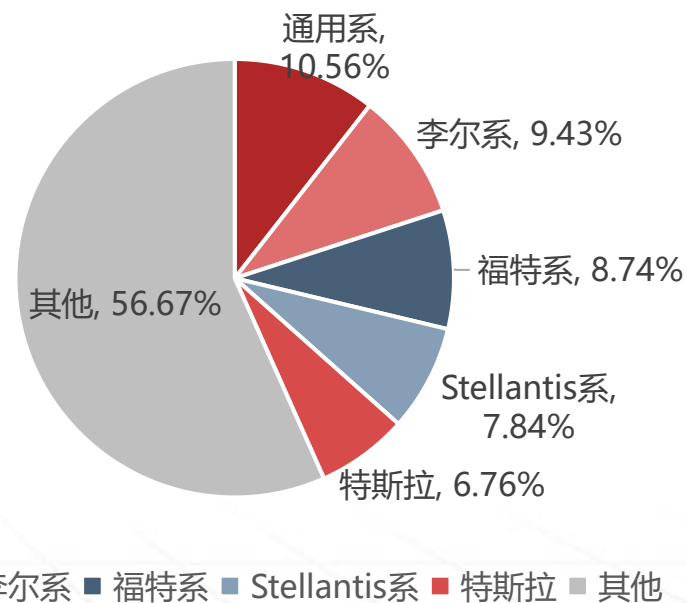
岱美客户群广泛，需求有保障

- 岱美股份客户群广泛，配套客户包括奔驰、宝马、奥迪、通用、福特、大众、克莱斯勒、特斯拉、蔚来、理想、小鹏等国内外主机厂。2022年公司的前五大客户分别为通用系、李尔系、福特系、Stellantis系以及特斯拉，占比分别为10.56%、9.43%、8.74%、7.84%、6.76%，广泛的客户群有望为公司提供持续稳定需求。

图表 52：岱美的主要配套客户



图表 53：2022年岱美的前五大客户



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

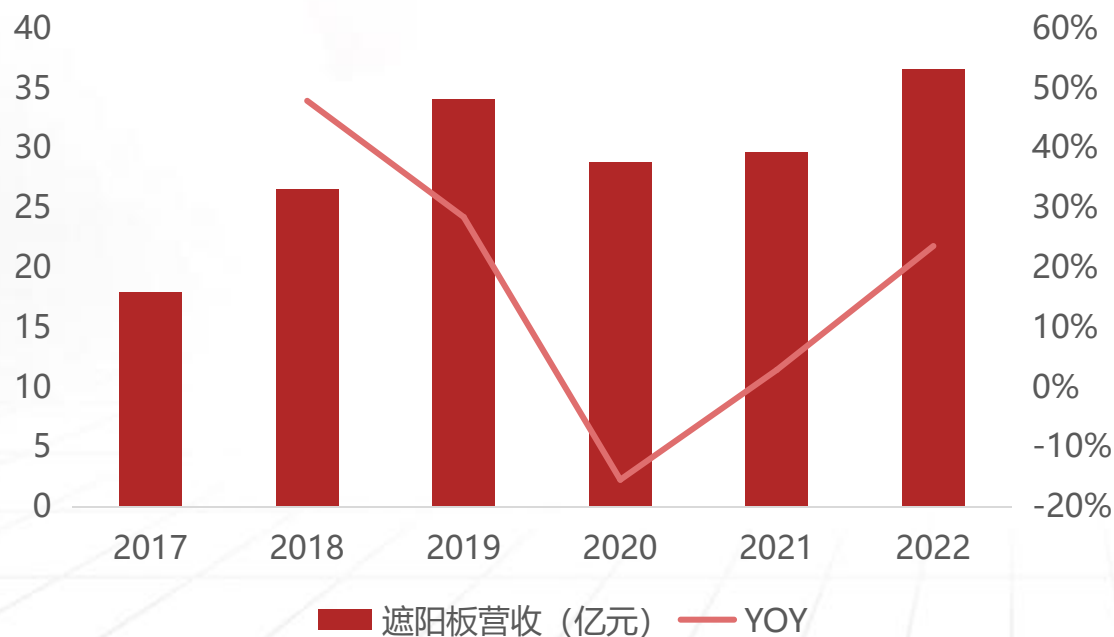
请参阅附注免责声明

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

全球遮阳板市场空间广阔，公司遮阳板业务快速增长

- 预计2026年全球遮阳板市场规模达94亿，公司遮阳板业务收入持续增长。假定：1) 全球乘用车产量以2%的速度增长；2) 遮阳板价值量因产品升级以2%的增速提升，我们预计2026年全球遮阳板市场规模可达94亿。2021/2022年公司遮阳板业务分别实现收入29.59/36.56亿元，同比分别增长2.9%、23.6%，伴随客户开拓与市场规模扩大，公司遮阳板业务有望进一步增长。

图表 54：2022年公司遮阳板业务实现36.56亿收入



资料来源：，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 55：预计2026年全球遮阳板市场规模达94亿元

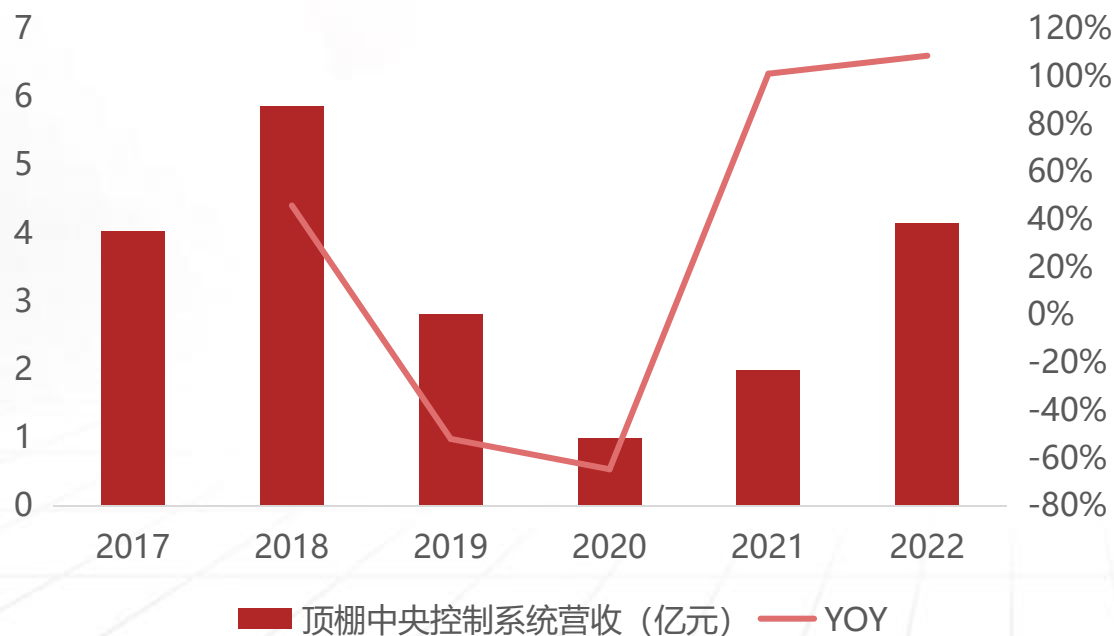
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
全球乘用车产量 (万辆)	5708.6	6159.9	6283.1	6408.8	6536.9	6667.7
遮阳板价值量 (元)	65	65	66	68	69	70
需求量 (万个)	11417	12320	12566	12818	13074	13335
市场规模 (亿元)	74	80	83	87	90	94

资料来源：OICA，公司可转债跟踪评级报告，中邮证券研究所

汽车顶棚市场空间广阔，公司顶棚业务加速增长

- **公司顶棚中央控制系统业务加速增长。**2021/2022年公司顶棚中央控制系统业务营收分别实现1.99、4.16亿元，分别同比增长101%、109%，伴随客户的持续开拓，该业务有望持续高速增长。
- **预计2026年全球顶棚市场规模可达589亿元。**假设：1) 全球乘用车产量每年以2%的速度增长；2) 2021年汽车顶棚价值量约800元，考虑到产品升级单套价格以2%的速度提升。

图表 56：2022年公司顶棚中央控制系统营收实现4.15亿收入



资料来源：，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 57：预计到2026年全球顶棚市场规模可达589亿元

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
全球乘用车产量 (万辆)	5705.4	6159.9	6283.1	6408.7	6536.9	6667.6
顶棚价值量 (元)	800	816	832	849	866	883
市场规模 (亿元)	456	503	523	544	566	589

资料来源：OICA，中邮证券研究所

持续推进产能扩张，将带动收入增长

- 公司持续推进产能建设，截至2023年3月末公司在建及拟建项目包括墨西哥汽车内饰件产业基地建设项目、年产70万套顶棚产品建设项目等，规划总投资额达11.48亿元。公司进军海外市场，进行品类扩张并持续扩大产能有利于更好承接下游需求、扩大市场份额。

图表 58：岱美股份主要在建及拟建项目

项目状态	项目	规划总投资（亿元）	拟投入募集资金（亿元）	已投资（亿元）
在建	墨西哥汽车内饰件产业基地建设项目	8.23	6.38	0.46
拟建	年产70万套顶棚产品建设项目	3.25	0.50	0
合计		11.48	6.88	0.46

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

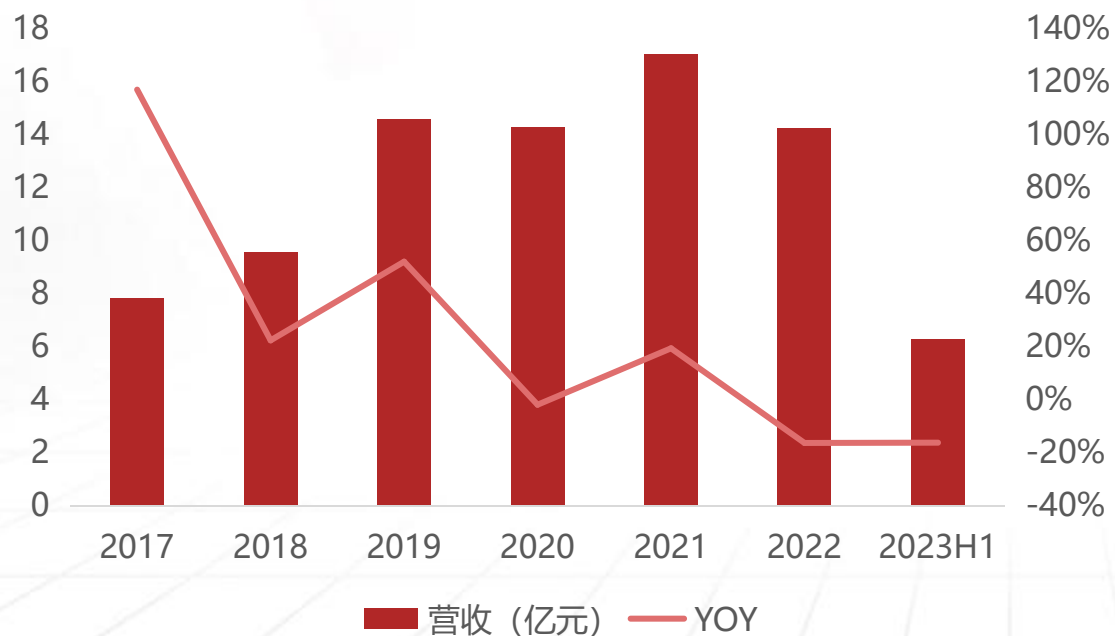


天成自控：深耕商用车座椅多年，乘用车座椅自主供应商

公司收入端短期承压，长期向好

- 2023H1公司实现营收6.28亿元，同比下滑16.26%，主要系飞机座椅及乘用车座椅业务收入下降所致；2022年公司营收为14.25亿元，同比下滑16.37%，主要系工程机械座椅、商用车座椅业务以及航空座椅营收下滑所致。伴随核心业务定点落地及放量，公司营收有望企稳回升。

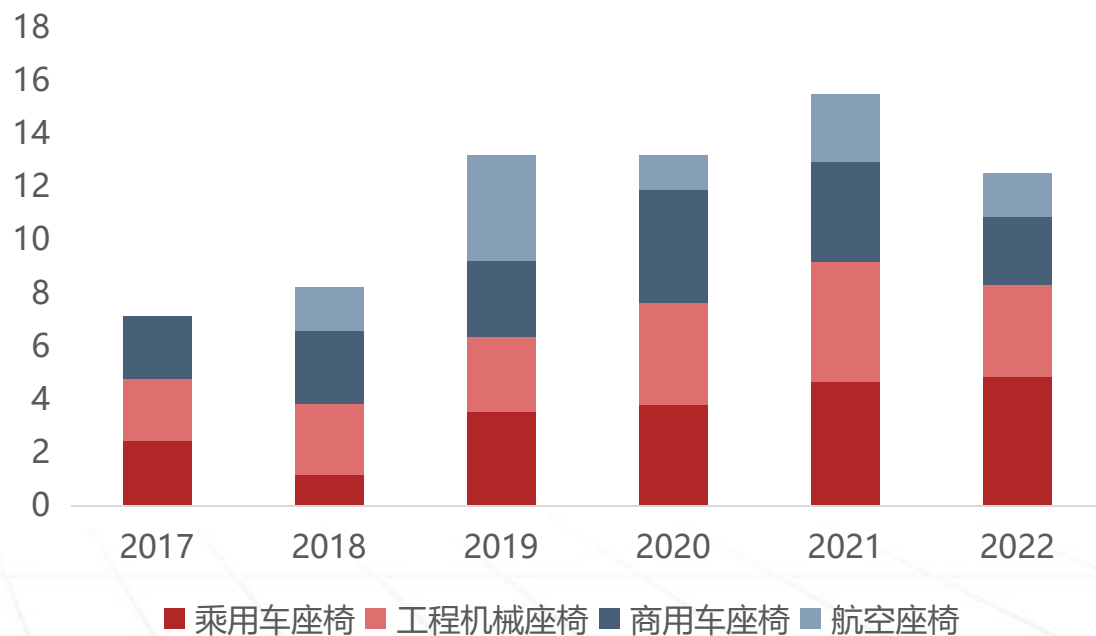
图表 59：2023H1公司营收同比下滑16.26%



资料来源：，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 60：公司主营业务的收入情况 (亿元)

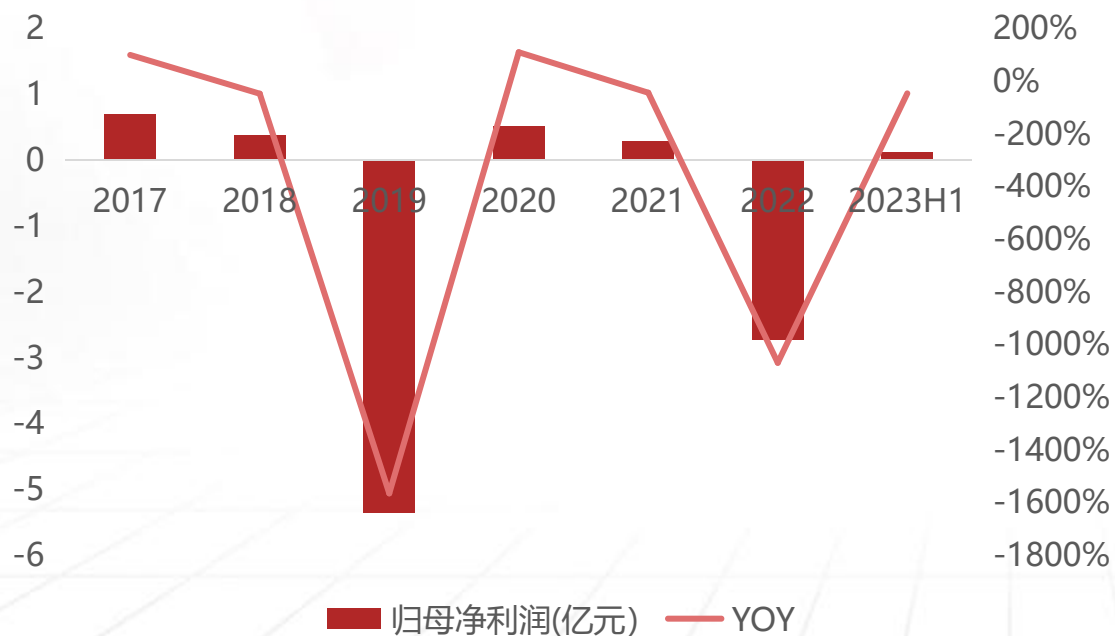


资料来源：，中邮证券研究所

公司利润端短期承压，长期有望修复

- 受产能利用率、原材料价格波动等因素影响，公司盈利水平短期承压，2022年毛利率为14.15%，同比下滑1.83pct；2023H1公司毛利率为21.40%，略高于上年同期水平，净利率为1.91%，同比降低1.09pct。2023H1公司实现归母净利润0.12亿元，同比下滑46.79%。伴随新客户开拓及新定点放量，公司盈利水平有望修复。

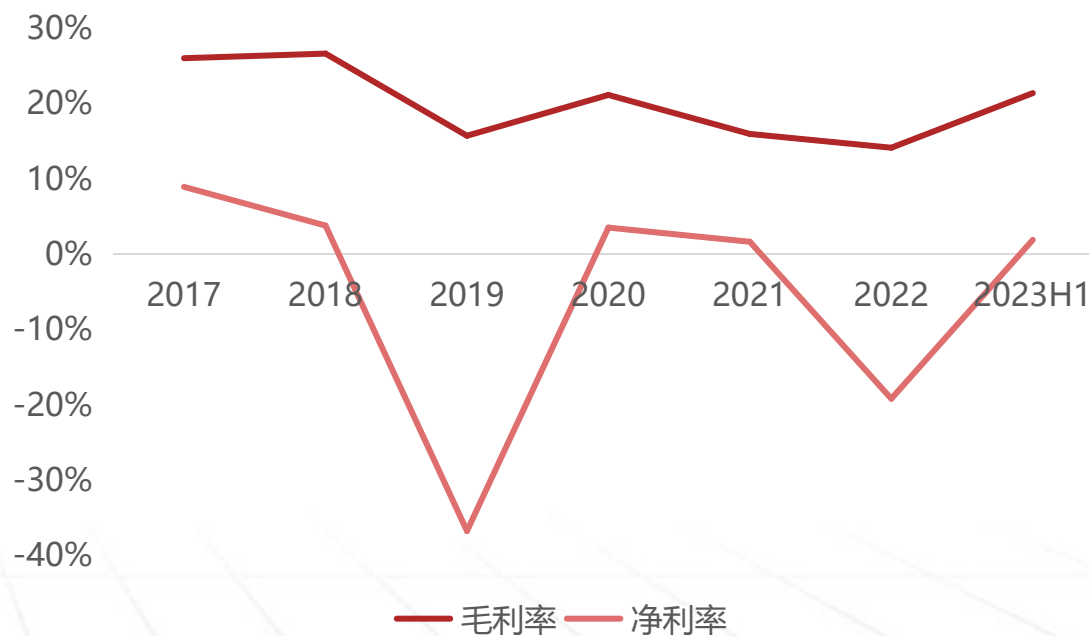
图表 61：2023H1公司实现归母净利润0.12亿元



资料来源：，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 62：2023H1公司毛利率/净利率分别为21.40%/1.91%

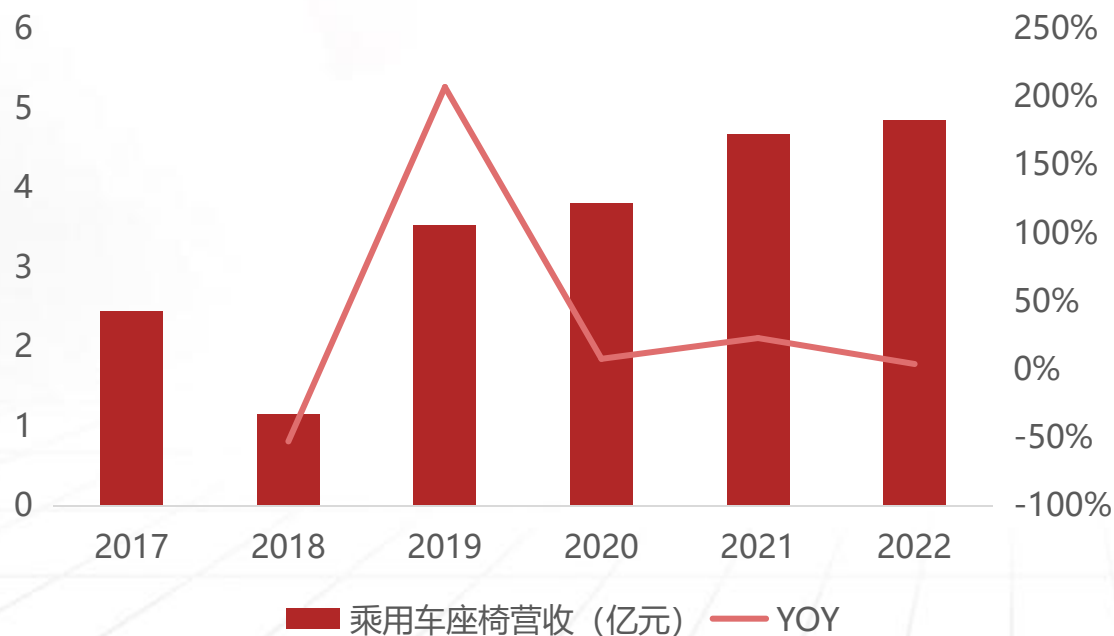


资料来源：，中邮证券研究所

新定点持续放量，乘用车座椅业务有望迎量利齐升

- 2022年公司乘用车座椅业务收入4.85亿元，同比增长3.9%，主要得益于公司新获乘用车座椅定点项目的放量，伴随公司持续开拓新主机厂客户、为更多车型提供配套，预计乘用车座椅业务营收将持续增长。
- 2020/2021/2022年公司乘用车座椅业务毛利率分别为7.54%/4.25%/4.99%，其中2022年毛利率同比增长0.74pct，伴随公司产能利用率的提升，预计公司乘用车座椅业务盈利水平将实现修复。

图表 63：近年来公司乘用车座椅业务营收持续增长



资料来源：，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 64：乘用车座椅业务盈利水平逐渐企稳



资料来源：，中邮证券研究所

- 天成自控在座椅上游产业链层面布局完善，在座椅骨架、滑轨、调角器、调高泵、发泡及面套等方面均有布局，完善的纵向产业链布局是公司打造成本优势的重要一环。
- 天成自控的座椅骨架采用模块化设计和轻量化金属材料，安全性与轻量化优势突出；调角器具备强度高、重量轻、尺寸小的特点，获得多项国家专利；发泡及面套产品结合人体工程学需求，兼具舒适性与安全性。

图表 65：天成自控的座椅骨架兼顾安全性与轻量化



资料来源：天成自控官网，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 66：天成自控的发泡产品兼具舒适性与安全性



资料来源：天成自控官网，中邮证券研究所

七

投资策略：看好自主座椅相关供应商崛起

- 我们预计2023/2024/2025年上海沿浦的营收为17.81/27.67/34.15亿元，归母净利润为1.21/2.14/3.01亿元，对应当前市值PE为37/21/15倍，给予“买入”评级。

图表67：上海沿浦业绩预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
座椅骨架总成业务 (亿元)	4.02	5.59	10.70	16.52	18.92
YOY	-3.7%	39.0%	91.4%	54.4%	14.5%
毛利率	17.9%	7.2%	13.2%	14.2%	14.8%
冲压件业务 (亿元)	2.97	3.43	4.25	6.50	8.31
YOY	45.1%	15.4%	24.0%	52.9%	27.8%
毛利率	14.4%	12.0%	15.0%	16.0%	16.5%
营业收入 (亿元)	8.27	11.21	17.81	27.67	34.15
YOY	4.4%	35.6%	58.8%	55.4%	23.4%
毛利率	19.2%	13.2%	15.8%	16.5%	17.4%
净利润 (亿元)	0.70	0.46	1.21	2.14	3.01
YOY	-13.6%	-34.3%	164.3%	76.9%	40.8%
净利率	8.5%	4.1%	6.8%	7.7%	8.8%
当前市值 (45亿) 对应PE			37	21	15

资料来源：，中邮证券研究所

- 我们预计2023/2024/2025年明新旭腾的营收为11.33/15.61/19.41亿元，归母净利润为1.56/2.46/3.44亿元，对应当前市值PE为28/17/13倍，给予“买入”评级。

图表68：明新旭腾业绩预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
真皮业务 (亿元)	7.11	6.21	7.49	10.44	11.08
YOY	-6.1%	-12.7%	14.1%	47.2%	6.1%
毛利率	44.6%	38.4%	37.4%	39.4%	40.4%
超纤革业务 (亿元)	0.52	1.54	2.68	4.48	6.98
YOY		198.7%	72.6%	67.3%	55.8%
毛利率	25.2%	25.2%	26.2%	30.2%	33.2%
营业收入 (亿元)	8.21	8.56	11.33	15.61	19.41
YOY	1.6%	4.3%	32.5%	37.8%	24.4%
毛利率	40.2%	32.5%	33.9%	35.6%	37.1%
净利润 (亿元)	1.63	1.00	1.56	2.46	3.44
YOY	-25.9%	-38.8%	55.6%	57.8%	39.8%
净利率	19.9%	11.7%	13.8%	15.8%	17.7%
当前市值 (43亿) 对应PE			28	17	13

资料来源：，中邮证券研究所

■ 风险提示：

- 1) 乘用车销量不及预期；
- 2) 原材料价格波动影响盈利水平；
- 3) 外部环境变化影响汽车市场整体需求。

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

白宇 (首席分析师)

SAC编号: S1340523040001

邮箱: baiyu@cnpsec.com

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



中邮证券

CHINA POST SECURITIES