



中信证券研究部

核心观点



李景涛
汽车及零部件行业
联席首席分析师
S1010520120003



尹欣驰
汽车及零部件行业
首席分析师
S1010519040002



李子俊
汽车及零部件
分析师
S1010521080002



董军韬
汽车及零部件
分析师
S1010522090003



武平乐
汽车及零部件

公司作为全球座椅头枕龙头供应商，并购整合格拉默后，成功进军乘用车座椅总成赛道，并接连斩获新势力、传统豪华、传统燃油订单，合肥汽车内饰件生产基地乘用车座椅量产和格拉默整合进展顺利，座舱新产品助力催生业绩第二成长曲线，成长空间全面打开。我们认为“新势力-合资-自主”路径将是公司座椅业务发展的起点，未来增量有望受益于格拉默带来的全球化。我们维持公司 2023/24/25 年净利润预测为 3.01/6.99/13.00 亿元，参考汽车零部件行业 PEG=1 的平均水平，结合公司 2023-25 年业绩增速预测为 108%，给予公司 2023 年 60xPE 的估值，维持目标价 16 元，维持“买入”评级。

■ **接连斩获乘用车座椅定点，成长趋势明确。**公司乘用车座椅业务目前累计斩获 6 个订单，获得了新势力和合资品牌的认可，我们测算当前年化在手订单贡献收入约 60 亿元。当前公司合肥汽车内饰件生产基地已于 2023Q1 实现量产交付，后续将爬坡至 60 万套乘用车座椅的年产能。我们认为公司兼具百年格拉默的技术积累与自主供应商的灵活机制，座椅业务在切入新势力、合资品牌后，有望顺利拓展自主车企客户，“新势力-合资-自主”将是公司座椅业务发展的起点，未来的增量有望受益于全球化推进。

■ **座椅行业自主变革已至，继峰破局正当时。**乘用车座椅兼具功能与安全属性，是不可替代的汽车内饰件。我们测算 2025 年全球/国内乘用车座椅市场空间为 3302 亿/1193 亿元，公司座椅业务刚刚起步，后续成长空间广阔。根据 Marklines 数据，2021 年座椅全球 CR5 为 92%，市场格局相对集中。公司在成本、响应速度上相对外资座椅供应商具备明显优势，此外借助格拉默拓展优质客户和人才壁垒，将高端乘用车座椅业务顺利拓展。我们认为当前是继峰座椅业务从 1 到 N 的时点，公司有望借助新势力上量的东风分享国产替代红利。

■ **格拉默整合顺利，盈利弹性有望释放。**格拉默是德国汽车零部件龙头，农业机械、卡车等座椅产品在欧洲市场份额第一，但盈利能力较差，在被公司收购前净利润率长期保持在 1.5%~2.0% 的水平。公司持续推进降本增效措施，目前格拉默盈利能力改善效果明显，分季度来看，自 2022Q3 起格拉默业绩改善已经连续四个季度得到验证。分地区来看，亚太区有望通过继峰本部客户资源导入提升国内乘用车市场配套份额；美洲区过去因为原料价格高企等问题导致亏损，有望通过华人高管的就任强化精益管理，盈利弹性有望释放。

■ **风险因素：**下游客户销量不及预期；上游原材料、能源和海运价格上涨；乘用车座椅新订单进展不及预期；格拉默整合不及预期；公司新产品研发推广不及预期。

■ **盈利预测、估值与评级：**公司作为全球座椅头枕龙头供应商，并购整合格拉默后，成功进军乘用车座椅总成赛道，并接连斩获新势力、传统豪华、传统燃油订单，合肥汽车内饰件生产基地乘用车座椅量产顺利，成长空间全面打开。格拉默业绩稳定，经营情况逐季修复，公司结合格拉默完善自身产品序列，座舱新产品助力打开业绩第二成长曲线。我们维持公司 2023/24/25 年净利润预测为 3.01/6.99/13.00 亿元，参考汽车零部件行业 PEG=1 的平均水平，结合公司 2023-25 年业绩增速预测为 108%，给予公司 2023 年 60xPE 的估值，维持目标价 16 元，维持“买入”评级。

分析师
 S1010522080002

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	16,832	17,967	19,827	23,213	27,345
营业收入增长率 YoY	7.0%	6.7%	10.4%	17.1%	17.8%
净利润(百万元)	126	-1,417	301	699	1,300
净利润增长率 YoY	N/A	-1221.6%	N/A	132.7%	85.9%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.11	-1.25	0.26	0.62	1.14
毛利率	14.1%	13.1%	14.3%	16.0%	17.8%
净资产收益率 ROE	2.7%	-41.0%	8.0%	15.7%	22.6%
每股净资产 (元)	4.09	3.04	3.31	3.92	5.07
PE	139.1	-12.2	58.8	24.7	13.4
PB	3.7	5.0	4.6	3.9	3.0
PS	1.0	1.0	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA	22.7	-40.7	19.0	12.3	8.4

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2023 年 8 月 3 日收盘价

继峰股份	603997.SH
评级	买入 (维持)
当前价	15.30 元
目标价	16.00 元
总股本	1,136 百万股
流通股本	1,136 百万股
总市值	174 亿元
近三月日均成交额	143 百万元
52 周最高/最低价	17.37/10.58 元
近 1 月绝对涨幅	10.47%
近 6 月绝对涨幅	-6.13%
近 12 月绝对涨幅	8.51%

目录

接连斩获乘用车座椅定点，成长趋势明确.....	5
座椅行业自主变革已至，继峰破局正当时.....	6
座椅行业空间大，格局相对集中	6
继峰的破局：座椅业务具备成本、客户及技术等多重优势	9
格拉默整合顺利，盈利弹性有望释放.....	11
格拉默从全面融合进入到效益输出阶段	11
格拉默盈利状态好转，美洲区减亏有望贡献利润弹性.....	14
风险因素	16
盈利预测及估值评级	16

插图目录

图 1: 公司座椅业务拓展路径.....	6
图 2: 座椅零部件说明	7
图 3: 前排座椅结构图	7
图 4: 2021 年全球乘用车座椅市场份额	9
图 5: 2021 年国内乘用车座椅市场份额	9
图 6: 继峰股份客户结构.....	10
图 7: 2018-2022 年公司研发人员数目 (人)	10
图 8: 2018-2022 年公司研发费用 (亿元)	10
图 9: 格拉默各季度营业收入 (百万欧元)	11
图 10: 格拉默各季度净利润 (百万欧元)	11
图 11: 零跑 C11 增程隐藏式门把手.....	13
图 12: 极氪 X 车载冰箱.....	13
图 13: 格拉默亚太区营业收入 (百万欧元)	14
图 14: 格拉默亚太区息税前利润 (百万欧元)	14
图 15: 格拉默商用车、乘用车收入增速有望迎来拐点	15
图 16: 格拉默欧洲区营业收入 (百万欧元)	15
图 17: 格拉默欧洲区息税前利润 (百万欧元)	15
图 18: 格拉默北美区营业收入 (百万欧元)	16
图 19: 格拉默北美区息税前利润 (百万欧元)	16

表格目录

表 1: 继峰乘用车座椅项目定点公告梳理	5
表 2: 公司定增项目信息.....	6
表 3: 乘用车座椅价值量拆解.....	7
表 4: 乘用车座椅配置升级、价格带下探	8
表 5: 乘用车座椅市场规模测算	8
表 6: 公司座椅业务销售毛利率 (%) 相比可比公司具备明显优势	9
表 7: 格拉默降本增效措施	11
表 8: 格拉默管理层人事变动.....	12
表 9: 公司智能座产品序列市场空间测算	13
表 10: 继峰股份盈利预测.....	17

■ 接连斩获乘用车座椅定点，成长趋势明确

公司乘用车座椅业务定点持续突破，成长趋势明确。公司乘用车座椅开发量产能力获得新势力和合资品牌认可，截至 7 月 18 日，累计斩获 6 个乘用车座椅总成项目定点。根据我们测算，公司当前座椅在手订单年化收入约 60 亿元。公司合肥汽车内饰件生产基地于 2021 年年底动工，2023Q1 实现量产交付。根据公司定增募投计划，后续合肥工厂将实现 60 万套乘用车座椅的年产能，座椅业务确定性进一步加强。公司座椅定点陆续落地，客户矩阵从造车新势力拓展到合资车企，体现了市场对于公司座椅产品力的认可。

表 1：继峰乘用车座椅项目定点公告梳理

序号	客户	项目	生命周期及营收	定点日期
1	某造车新势力 1	新能源汽车座椅产品	-	2021-10
2	某造车新势力 2	前后排座椅总成产品	-	2022-07
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
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
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
6	一汽大众	前后排座椅总成产品	生命周期 8 年，总金额为 57 亿元	2023-05
合计			预计年产值约 60 亿元	

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

我们认为“新势力-合资-自主”路径将是公司座椅业务拓展的起点，未来的增量有望来自于全球化。公司最初乘用车座椅订单主要以新势力为主，通过头部新势力车企供应链的背书，积累设计、研发和生产经验，叠加座椅头枕、扶手等产品配套合资品牌的经验和自主供应商响应速度快和服务意识强的优势，逐步向合资、自主品牌延伸。目前合肥汽车内饰件生产基地已开始量产，未来将作为“灯塔工厂”样板让公司具备更多验厂资格，“新势力—合资—自主”的座椅发展路径将是公司做大国内市场的起点，格拉默的深度协同将是公司走向世界拓展国际客户的窗口。我们认为，公司目前进军乘用车座椅赛道，凭借自身的技术、成本优势不断斩获优质客户，整椅业务有望进军北美领先电动车企以及德系豪华车企。

图 1：公司座椅业务拓展路径



资料来源：继峰股份官网，中信证券研究部

定增助力产能释放，业绩增速可期。4月3日，公司发布公告，拟向特定对象发行股票募资不超过18.1亿元，用于合肥汽车内饰件生产基地项目、长春汽车座椅头枕、扶手及内饰件项目、宁波北仑年产1,000万套汽车出风口研发制造项目以及补充流动资金。其中，合肥汽车内饰件生产基地项目达产后，乘用车座椅总成年产能可达60万套。我们认为本次募投项目有助于公司把握乘用车座椅属性变革机遇，提高汽车座椅、内饰赛道核心竞争力。

表 2：公司定增项目信息

项目	产能	募投资金额 (亿元)	预计达产营收 (亿元)	预计达产净利润 (亿元)	项目净利润率
合肥汽车内饰件生产基地项目	60万乘用车座椅	3.2	48	2.56	5.30%
长春汽车座椅头枕、扶手及内饰件项目	20万套乘用车座椅产能、120万套汽车内饰功能件(座椅扶手、头枕)	3	20	1.16	5.80%
宁波北仑年产1,000万套汽车出风口研发制造项目	1000万套汽车出风口产能	6.5	17	1.34	7.80%

资料来源：公司公告（含预测），中信证券研究部

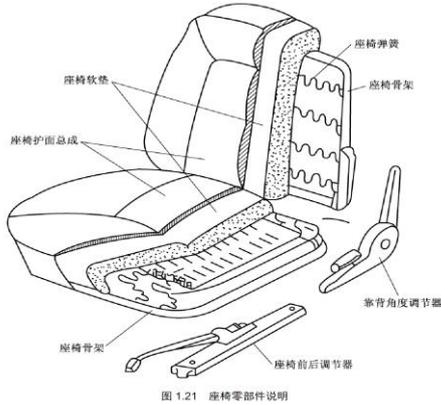
■ 座椅行业自主变革已至，继峰破局正当时

座椅行业空间大，格局相对集中

乘用车座椅单车价值量测算约5000元，是汽车不可缺少的核心内饰。乘用车座椅主要由铁台、机件、合绵和表皮构成，其中机件用于支持座椅作动功能，包括调角/调高器、滑轨、头枕、扶手、通风、加热等。作为汽车不可缺少的核心内饰，乘用车座椅是最容易被消费者感知的产品之一，得益于主机厂增配和智能化背景，乘用车座椅正从功能属性迈向消费属性，在满足安全性、舒适性、便利性、轻量化等要求的同时，电动座椅记忆、座椅通风加热、座椅按摩等功能渗透率持续提升带动乘用车座椅成为新能源汽车时代三电

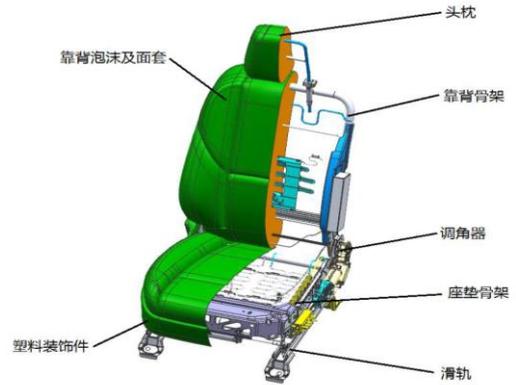
系统以外少有的高 ASP 零部件, 未来单车价值有望突破 6,000-7,000 元。以全球乘用车座椅头部企业李尔为例, 根据其 2021 年年报披露, 座椅业务收入约 930 亿元, 市场份额约占 25%, 据此我们测算, 单车价值量约为 5000 元。此外, 座椅是智能座舱的重要感知器与执行器, 座椅的功能拓展是智能座舱升级进步的必由之路。

图 2: 座椅零部件说明



资料来源:《汽车座椅设计与 CAE 分析》(蒋成约、胡远志、李牧阳, 2017 年 9 月)

图 3: 前排座椅结构图



资料来源:《汽车座椅设计与 CAE 分析》(蒋成约、胡远志、李牧阳, 2017 年 9 月)

表 3: 乘用车座椅价值量拆解

前排座椅	价值量 (元)	功能升级	增配零部件	价值量 (元)
骨架	250	温度调节	加热丝、风扇、热电器件等	150
发泡	250	通风	风扇、导风层、加热垫等	150
面套	250	按摩	振动装置、电子振荡器、气压腔等	200
调角器、滑轨等金属零部件	120	电动座椅记忆	ECU、传感器、电机等	180
塑料装饰件	90	音乐头枕	扬声器、透音网、线束等	150
ECU+线束*3	80		电机	60/个
电机*3	180		线束	10/个
			ECU	50
			选配 3 项升级功能	740
传统前排座椅	1220		未来前排座椅	1960
后排座椅	价值量 (元)	功能升级	增配零部件	价值量 (元)
骨架	200	温度调节	加热丝、风扇、热电器件等	150
发泡	200	通风	风扇、导风层、加热垫等	150
面套	200	按摩	振动装置、电子振荡器、气压腔等	200
调角器、滑轨等金属零部件	100	电动座椅记忆	ECU、传感器、电机等	180
其他零部件	120	音乐头枕	扬声器、透音网、线束等	150
			电机	60/个
			线束	10/个
			ECU	50
			选配 2 项升级功能	510
传统前排座椅	820		未来后排座椅	1330
传统座椅单车价值量	4080		功能升级座椅单车价值量	6580

资料来源: 中信证券研究部测算

乘用车座椅从功能性到消费属性逐渐演化，高端车型功能逐步下探。汽车消费升级趋势下，高端车型的座椅功能不断下探，中高端车型座椅配置升级属性明显。以奔驰 GLE、奥迪 Q7 为代表的高端车型搭配真皮座椅、座椅调节及腰部支撑和座椅电动调节等功能，新势力车企视座椅功能为产品亮点，将高端座椅功能搭配到以理想 L9、蔚来 ES7 为代表的 50 万价格带车型上，座椅配置升级趋势明显。新势力车型座椅通风、按摩等舒适性功能配置甚至优于以前传统车企的高端车型。

表 4：乘用车座椅配置升级、价格带下探

品牌	奔驰 GLE 2018 款 动感型臻藏版	奥迪 Q7 2019 款 运 动型	理想 L9 2022 款 Max 版	蔚来 ES7 2022 款 100kWh 首发版
价格	74.98 万元	71.88 万元	45.98 万元	54.80 万元
真皮座椅	○	●	●	●
座椅调节及 腰部支撑	主副座椅	主副座椅	主副座椅	主副座椅
座椅电动调 节	主副座椅	主副座椅	主副座椅	主副座椅
座椅加热	●	●	●	●
座椅通风	-	○	●	●
座椅按摩	-	○	●	●
驾驶位座椅 记忆功能	○	●	●	●

资料来源：汽车之家，中信证券研究部

乘用车座椅市场空间广阔，2025 年全球/国内有望达到 3302/1193 亿元。我们假设全球/国内的乘用车销量增速分别为 2%/4%。根据李尔 2021 年年报测算，乘用车座椅单车价值量约 5000 元，我们以李尔的座椅平均单车价值量作为全球乘用车座椅的单车价值量标准。同时考虑国内乘用车经济型占比较高，假设国内乘用车座椅单车价值量为 4000 元，考虑当前的乘用车座椅高端化、差异化趋势，假设全球和国内座椅的 ASP 增速分别是 2%/3%。据此我们测算，2023 年全球乘用车座椅市场规模有望达到 3050 亿元，2025 年全球乘用车座椅市场规模有望达到 3302 亿元，2021-2025 年 CAGR 预测为 3.2%；2023 年国内乘用车座椅市场规模有望达到 1039 亿元，2025 年全球乘用车座椅市场规模有望达到 1193 亿元，2021-2025 年 CAGR 预测为 9.0%。

表 5：乘用车座椅市场规模测算

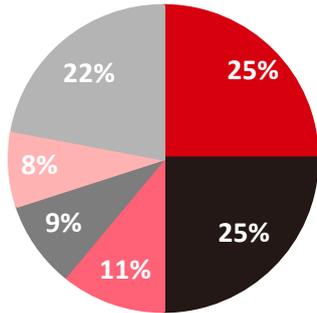
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
全球乘用车销量（万辆）	5830	5749	5864	5981	6101
全球座椅 ASP（元）	5000	5100	5202	5306	5412
中国乘用车销量（万辆）	2109	2355	2449	2547	2649
中国座椅 ASP（元）	4000	4120	4244	4371	4502
全球乘用车座椅市场规模（亿元）	2915	2932	3050	3174	3302
中国乘用车座椅市场规模（亿元）	844	970	1039	1113	1193

资料来源：Marklines，中汽协会数据，中信证券研究部预测

乘用车座椅行业格局集中，外资品牌占主导地位。乘用车座椅结构复杂，对公司设计、组装和供应链管理的要求较高，因此行业壁垒也高。全球乘用车座椅市场成熟度较高，根据 Marklines 数据，2021 年头部公司安道拓、李尔市占率均为 25%，行业 CR5 为 92%；国内市场来看，华域汽车旗下全资子公司延锋国际占据 32%国内市场份额，位居第一，华域、李尔、安道拓三家占据 58%的国内市场份额，行业格局集中，且较为稳定。

图 4：2021 年全球乘用车座椅市场份额

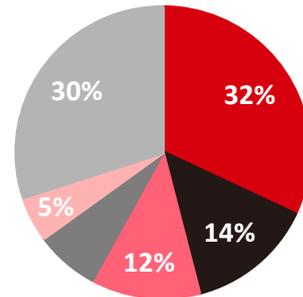
■安道拓 ■李尔 ■佛吉亚 ■丰田纺织 ■麦格纳 ■其他



资料来源：Marklines，中信证券研究部

图 5：2021 年国内乘用车座椅市场份额

■华域系 ■李尔 ■安道拓 ■丰田纺织 ■TS TECH ■其他



资料来源：Marklines，中信证券研究部

继峰的破局：座椅业务具备成本、客户及技术等多重优势

公司已经通过传统业务头枕、扶手等业务证明了自身的成本控制能力，座椅业务毛利率相比于竞争对手具备一定优势。成本管控能力为公司传统优势，2019 年并购格拉默前，公司毛利率长期保持在 30%以上，净利率长期保持在 15%以上，座椅头枕、扶手等主营产品毛利率长期保持在 30%以上，主要系因头枕支架、座椅扶手骨架、冲压、发泡模具等关键产品零件均为公司自制。公司拥有较为完整的座椅零部件产业链，相比一汽富维、华域汽车、李尔、佛吉亚等座椅生产商，产品销售毛利率具备优势。公司并表格拉默后，产品毛利率有所下滑，预计后续将持续推进格拉默整合计划，有望通过降低采购成本、优化物流和仓储、控制品质损失、降低管理费用等措施，与格拉默实现双向赋能，改善公司盈利能力，将产品毛利率修复至较高水平，为座椅国产化破局创造潜在机遇。

表 6：公司座椅业务销售毛利率 (%) 相比可比公司具备明显优势

公司名称	2022 年	2021 年	2020 年
一汽富维	7.57%	7.82%	7.94%
华域汽车	14.84%	14.02%	15.20%
李尔	6.75%	7.23%	6.51%
佛吉亚	12.66%	12.06%	10.06%
可比公司平均值	10.46%	10.28%	9.93%
继峰股份	13.09%	14.14%	14.87%

资料来源：Bloomberg，各公司公告，中信证券研究部

客户资源丰富，并购格拉默拓增客户矩阵。公司乘用车座椅头枕、扶手配套规模全球领先，与大众、宝马和戴姆勒等全球主流整车厂商建立了良好的关系和深厚的合作，具备一定的成本优势。收购格拉默前，公司海外业务体量小，主要分布于德国、捷克、美国、波黑 4 个国家；收购格拉默后，公司海外业务规模快速扩张，截至 2022 年 4 月，公司累

计在全球 20 个国家成立约 70 家控股子公司，全球拓张战略进展顺利，同时有效提高了公司的响应速度和服务能力。伴随格拉默整合计划持续推进，公司有望实现座椅部件强协同效应的充分转化，格拉默在商用车座椅领域的深厚积淀赋予公司乘用车座椅业务强劲的研发生产及销售能力，为公司承接全球平台项目创造机遇。

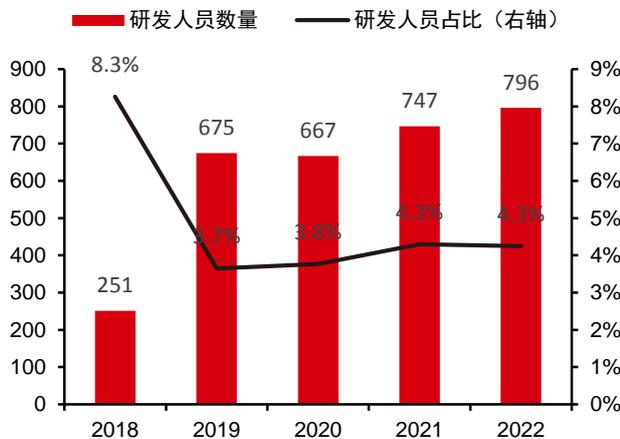
图 6：继峰股份客户结构



资料来源：各公司官网，中信证券研究部

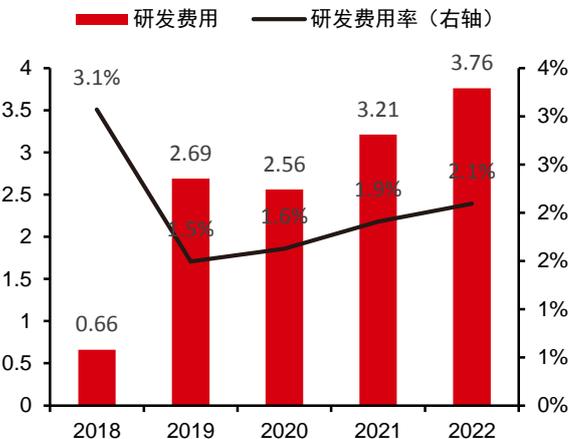
品牌背书吸引人才，研发团队迅速拓张。公司依托百年格拉默沉淀的品牌价值吸引人才，利用格拉默的人才储备和乘用车、商用车座椅的技术同源性，快速扩充研发团队，2019 至 2022 年，公司研发人员数目从 675 人拓张至 796 人，研发人员占比从 3.7% 提高至 4.3%，研发费用从 2.69 亿元增加至 3.76 亿元。研发团队的迅速拓张，有助于公司将格拉默积累的商用车座椅开发技术优势快速导入乘用车座椅，进军自主乘用车座椅龙头供应商，扩充座椅开发经验，实现研发能力提升的良性循环。

图 7：2018-2022 年公司研发人员数目（人）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 8：2018-2022 年公司研发费用（亿元）



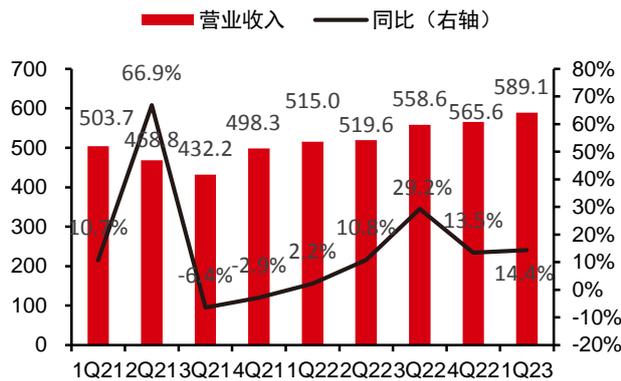
资料来源：公司公告，中信证券研究部

■ 格拉默整合顺利，盈利弹性有望释放

格拉默从全面融合进入到效益输出阶段

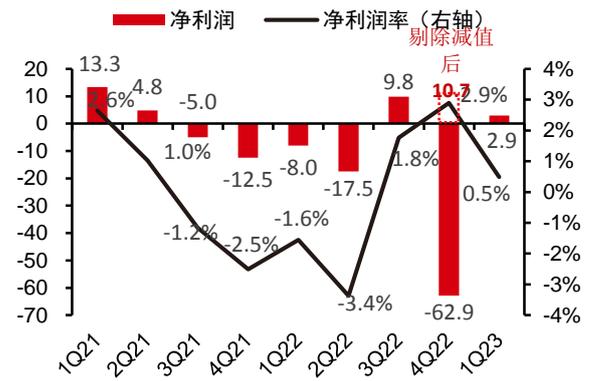
格拉默整合顺利，业绩修复趋势明显。格拉默作为德国汽车零部件汽车龙头企业，农用机械、卡车等座椅产品在欧洲市场份额位居第一，但盈利能力较差，在被公司收购前，净利润长期处于 0.2~0.3 亿欧元水平，净利润率长期保持 1.5%~2.0%。公司以“白衣骑士”身份并购格拉默后，持续进行管理、组织架构调整，采取自制物料替代格拉默外购物料、关闭低效工厂、裁员等降本增效措施，提高双方的成本控制能力。目前格拉默盈利能力改善效果明显，分季度来看，自 2022Q1 起公司营收增长趋势明显。此外，根据公司 2023Q2 业绩预告，格拉默预计实现息税前利润 690 万欧元，剔除 2022Q4 商誉减值影响后，格拉默净利润自 2022Q3 实现连续四个季度盈利，业绩修复趋势明显；分地区来看，格拉默美洲区受原材料和能源价格高位上涨、物流运输费用居高不下、全球性缺芯、疫情等因素影响，过去处于亏损状态，公司积极通过客户补偿、人事调动等方式加大美洲区整合力度，目前美洲区减亏效果明显，格拉默盈利能力有望进一步提升。

图 9：格拉默各季度营业收入（百万欧元）



资料来源：公司公告，格拉默公告，中信证券研究部

图 10：格拉默各季度净利润（百万欧元）



资料来源：公司公告，格拉默公告，中信证券研究部

供应链垂直整合与结构性降本，有望提高格拉默经营效率。继峰是格拉默座椅枝干的主要供应商，且两者产品高度重合，在原材料、设备和模具上具有极高的整合潜力。公司在收购格拉默后，格拉默管理层提出结构性降本计划：包括固费控制，采购成本控制，物流成本控制，生产效率提升，管理成本控制、裁员、关厂等多层次、全方位降本等多项措施。此外，继峰本部与格拉默于 2020 年签订了联合采购协议，通过继峰本部优质的供应链管理赋能格拉默，降低供应链成本。

表 7：格拉默降本增效措施

降本增效方向	时间	具体措施
市场协同	2021 年	公司协助格拉默与一汽集团子公司组建合资公司，格拉默持有合资公司 60% 的股权，双方将开展高端商用车座椅业务，并为解放商用车配套产品
采购协同	2020 年 3 月	公司与格拉默签订了联合采购协议，公司在模具、支杆、泡沫发泡料等生产资料和物料上的优势赋能格拉默
产业协同	2020 年 1 月起	公司将位于美国的四家公司 TMDWEK、TMD 田纳西、TMD 威斯康

降本增效方向	时间	具体措施
		星和 TMDWEK 北, 整合至 TMDLLC
	2020 年 7 月	格拉默江苏工厂搬迁至宁波北仑, 与继峰宁波工厂合并
技术协同		公司与格拉默共同研发隐藏式电动出风口、隐藏式门把手、车载冰箱、音响头枕、移动中控系统、智能家居式重卡座舱等智能座舱新产品

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

管理层核心价值观一致, 降本增效推进预期强化。收购格拉默后, 公司将价值观一致作为核心用人标准, 通过监事会积极调整格拉默管理层, 现阶段执行理事会成员皆为公司提拔, 公司于 2019 年内部提拔 Jens 为 COO, 后调整为公司 CEO, 于 2022 年 10 月任命原格拉默中国区 CEO 李国强先生为格拉默全球 COO, 为公司首次派遣到格拉默总部的中国籍高管。公司对管理层的考核目标与格拉默净利率水平挂钩, 以此保证了管理层与股东间的利益一致性, 格拉默整合计划全面加速推进。此外, 德国作为百年车企宝马、大众等车企的发源地, 核心价值观驱动和中国区高管介入也将对继峰座椅事业部全球化战略起到积极作用。我们认为, 公司持续推进格拉默生产运营和人事任命调整, 美洲区减亏进展顺利, 格拉默经营改善情况明显, 未来有望显著提高盈利能力, 带动公司业绩增长。

表 8: 格拉默管理层人事变动

时间	职务	人员	备注
2019 年前	CEO	Hartmut Müller	格拉默由 CEO、CFO 和 COO 组成董事会 (执行委员会), 负责公司的运营和管理
	CFO	Gérard Cordonnier	
	COO	Manfred Pretscher	
2019-2022 年	CEO	Thorsten Seehars	外聘, 曾任博格华纳欧洲区副总裁, 具有多年担任首席执行官的经验
	CFO	Jurate Keblyte	企业管理硕士, 曾任库卡机器人、波罗的海游艇等多家 CFO, 自 2019 年起担任格拉默首席财务官
	COO	Jens Öhlenschläger	机械工程硕士, 曾任 Takata 全球方向盘运营副总裁, 自 2015 起在格拉默工作, 原公司乘用车中控事业部副总裁, 2019 年成为格拉默执行董事会成员
2022 年至今	CEO	Jens Öhlenschläger	原公司 COO
	CFO	Jurate Keblyte	原公司 CFO
	COO	李国强	华人, 国际工商学院硕士, 汽车工程学士, 曾任职于李尔、西门子、Delphi Packard 等公司, 自 2019 年起担任格拉默亚太区总裁, 2022 年担任格拉默 COO

资料来源: 公司官网, 格拉默官网, 中信证券研究部

新产品助力业绩增长, 座舱业务全面协同发展。公司联合格拉默推进技术突破和产品研发, 结合自身先进的发泡工艺、配方技术及冲压、发泡模具自制能力, 积极横向开发座舱新产品, 目前座舱新产品研发、定点、量产顺利, 未来有望成为智能座舱平台化公司。其中, 2022 年隐藏式电动出风口产品实现销售收入近 9,000 万元, 同比实现数倍增长, 目前在手项目超 30 个, 目前已获得大众、吉利、长城汽车、蔚来等客户的定点, 假设同一年量产, 公司预计年产值将超过 7 亿元; 公司乘用车隐藏式门把手和车载冰箱等新产品也获得了首次定点, 其中车载冰箱系列产品公司预计将于 2024 年实现量产; 公司按事业部制联合格拉默有序推进智能座舱相关的新兴业务, 产品矩阵丰富, 音响头枕、移动中控系统、智能家居式重卡座舱等持续贡献业绩。我们认为, 公司凭借自主民营企业服务能力

强、响应速度快的灵活机制，结合百年格拉默品牌、技术优势，横向拓展座舱业务，催生业绩的新增长点，有望打开第二增长曲线。

图 11: 零跑 C11 增程隐藏式门把手



资料来源：零跑汽车官网

图 12: 极氪 X 车载冰箱



资料来源：极氪官网

公司新产品与座椅同属智能座舱序列，后续有望成为平台型智能座舱供应商。智能座舱产品序列丰富，除座椅作为核心件以外，公司依靠格拉默的研发、工艺优势，拓展了电动出风口、隐藏式门把手以及车载冰箱等新产品。我们假设国内乘用车销量增速为 2%，受益于电动智能化趋势，假设隐藏式门把手/电动出风口/车载冰箱的单车 ASP 提升速率为 2%，渗透率提升速率分别为 2%/2%/1%。据此测算，2025 年公司智能座舱序列产品市场空间为 1474 亿元，2021-2025 年 CAGR 预计为 12.8%。公司新产品市场空间广阔，未来有望赋能自身的座椅业务，成为平台型智能座舱供应商。

表 9: 公司智能座产品序列市场空间测算

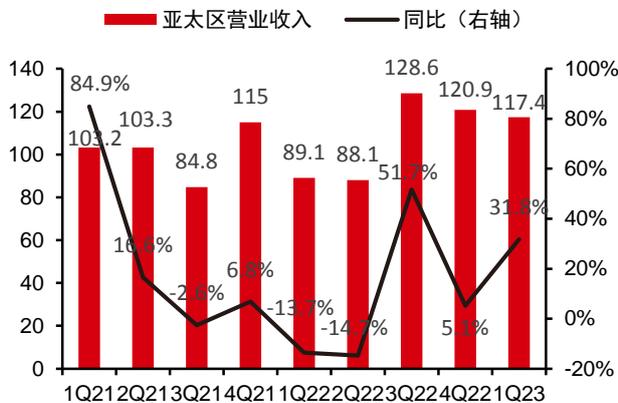
		2021	2022	2023E	2024E	2025E
销量	中国乘用车销量 (万辆)	5000	5100	5202	5306	5412
	单车价值量 (元)	550	561	572	584	595
	渗透率 (%)	5%	7%	12%	17%	22%
隐藏式门把手	市场空间 (亿元)	13.8	20.0	35.7	52.6	70.9
	单车价值量 (元)	550	561	572	584	595
	渗透率 (%)	10%	12%	17%	22%	27%
电动出风口	市场空间 (亿元)	27.5	34.3	50.6	68.1	87.0
	单车价值量 (元)	1000	1020	1040	1061	1082
	渗透率 (%)	5%	6%	11%	16%	21%
车载冰箱	市场空间 (亿元)	25	31	60	90	123
	单车价值量 (元)	4000	4120	4244	4371	4502
	渗透率 (%)	100%	100%	100%	100%	100%
乘用车座椅	市场空间 (亿元)	843.6	970.3	1039.3	1113.3	1192.6
	合计	910	1056	1185	1324	1474

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

格拉默盈利状态好转，美洲区减亏有望贡献利润弹性

格拉默亚太区盈利能力强，后续有望通过与继峰本部协同实现快速扩张。公司联合格拉默共同开拓市场，相互协助导入客户资源，公司市场份额提升迅速，自 2022Q3 起格拉默亚太区营收爬坡趋势明显，息税前净利润同比大幅度提升。2019 年，格拉默亚太区总营收为 3.1 亿欧元，占格拉默整体营收比例约为 15%；2022 年格拉默在全球缺芯、疫情停产的影响下，营收增长至 4.3 亿欧元，占整体营收比例达 20%。1Q23 格拉默亚太区实现营业收入 1.17 亿欧元，同比+31.8%，收入增速拐点已至。从盈利能力方面来看，格拉默在整合后与继峰本部双向赋能，2021 年后息税前利润率基本维持在约 10%以上，其中 2022 年上半年受疫情影响利润端承压，3Q22 格拉默亚太区实现息税前利润 2.04 亿欧元，对应息税前利润率为 15.9%，创近几年来历史峰值。

图 13: 格拉默亚太区营业收入 (百万欧元)



资料来源: 公司官网, 格拉默官网, 中信证券研究部

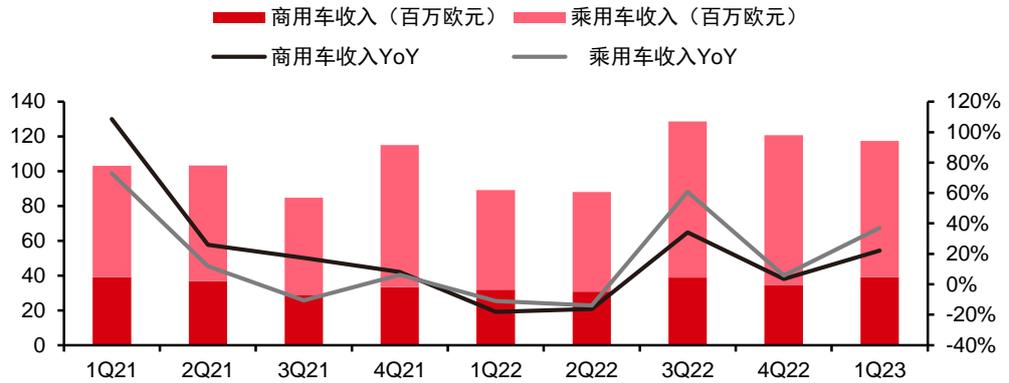
图 14: 格拉默亚太区息税前利润 (百万欧元)



资料来源: 公司官网, 格拉默官网, 中信证券研究部

格拉默亚太市场拓展顺利，与继峰本部深度协同。2016 年格拉默集团和陕汽集团合资成立了格拉默汽车座椅（陕西），格拉默控股 90%，陕汽持股 10%；2017 年，格拉默汽车座椅（陕西）在陕西富平高新区开业；2019 年格拉默集团与一汽富晟成立合资公司，通过一汽集团顺利拓展国内乘用车、商用车客户；2021 年格拉默集团在沈阳设立生产基地，为宝马生产内饰件产品。格拉默作为全球商用车座椅龙头，亚太区商用车尤其是重卡座椅领域市占率提升空间较大，未来有望借助继峰本部在亚太区的客户资源优势，持续拓展一汽青岛、一汽解放、福田、陕汽等新客户订单，后续有望随国内商用车市场回暖实现收入提升。乘用车业务方面，公司与继峰本部深度协同，继峰作为头枕、扶手龙头企业，合资车企以及自主、新势力客户资源丰富，客户优势支撑格拉默亚太的客户拓展，2023Q1 格拉默亚太区乘用车收入实现 7.84 亿欧元，同比+37.1%，大幅高于历史平均水平。

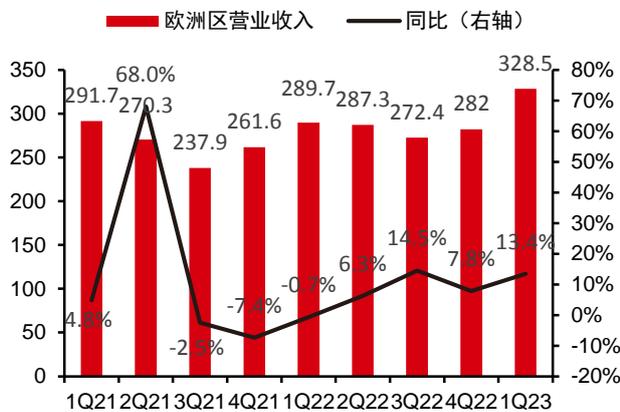
图 15: 格拉默商用车、乘用车收入增速有望迎来拐点



资料来源: 公司官网, 格拉默官网, 中信证券研究部

格拉默欧洲区营收稳定, 盈利能力持续改善。格拉默作为德国汽车零部件汽车龙头企业, 深耕欧洲区商用车市场, 欧洲区于 2022 年营收 11.3 亿欧元, 占格拉默总营收比例约为 52%, 欧洲区商用车于 2022 年营收 5.5 亿欧元, 占格拉默商用车总收入比例约为 67%。格拉默在欧洲区龙头地位稳固, 在 2022 年缺芯、俄乌冲突、原材料和能源价格上涨背景下, 息税前利润率保持稳定爬坡, 降本增效计划进展顺利, 我们看好格拉默欧洲区后续通过优化产品结构带来的盈利能力改善。

图 16: 格拉默欧洲区营业收入 (百万欧元)



资料来源: 公司官网, 格拉默官网, 中信证券研究部

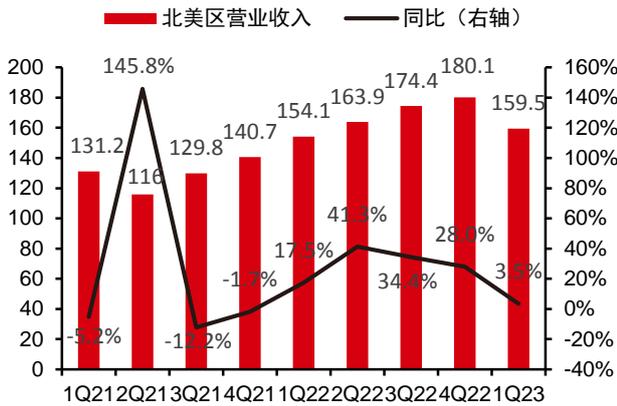
图 17: 格拉默欧洲区息税前利润 (百万欧元)



资料来源: 公司官网, 格拉默官网, 中信证券研究部

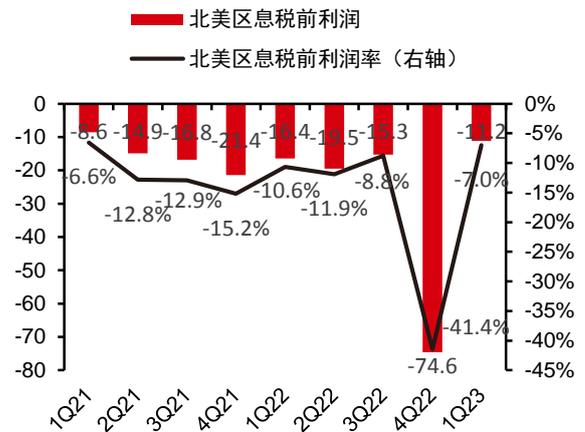
格拉默美洲区减亏进展顺利, 有望逐步释放利润弹性。格拉默美洲区盈利能力较弱, 为格拉默业绩改善重点区域, 2021Q4 北美区息税前利润率为-4.3%, 公司通过管理层人事调动、追加原材料费用等措施, 积极推进减亏计划, 2023Q1 息税前利润率提升至-7.0%, 整体上升趋势明显。2021/2022 年格拉默美洲区商用车营收分别为 9.5 亿/13.5 亿欧元, 同比+44.6%/42.9%, 商用车带动美洲区整体营收增长劲头强势, 伴随格拉默美洲区盈利能力持续提升, 未来有望持续打开利润增长空间。我们认为美洲区将是格拉默利润弹性释放的窗口, 利润空间后续有望随管理层贯彻落实原料补偿等计划逐步释放。

图 18: 格拉默北美区营业收入 (百万欧元)



资料来源: 公司官网, 格拉默官网, 中信证券研究部

图 19: 格拉默北美区息税前利润 (百万欧元)



资料来源: 公司官网, 格拉默官网, 中信证券研究部

■ 风险因素

- 1) 下游客户销量不及预期:** 下游汽车销量受宏观经济和行业竞争格局影响较大, 若汽车行业价格战加剧或全球汽车销量不及预期, 下游客户销量下滑将直接影响公司业绩;
- 2) 上游原材料、能源和海运价格上涨:** 上游原材料价格及能源、海运价格上涨将直接影响公司成本和毛利;
- 3) 乘用车座椅新订单进展不及预期:** 乘用车座椅是公司的战略性业务, 公司作为新进入者将和行业龙头直接竞争, 具有一定不确定性, 若后续客户订单拓展进度不及预期, 将对公司业绩造成影响;
- 4) 格拉默整合不及预期:** 格拉默收入体量较大, 其盈利弹性将是公司业绩的重要影响因素, 整合进度对公司近 2-3 年业绩有较大影响, 若不及预期, 将影响公司业绩;
- 5) 公司新产品研发推广不及预期:** 公司新产品如电动出风口等若研发及量产速度不及预期, 也将对公司业绩产生影响。

■ 盈利预测及估值评级

公司作为全球座椅头枕龙头供应商, 并购整合格拉默后, 成功进军乘用车座椅总成赛道, 并接连斩获新势力、传统豪华、传统燃油订单, 合肥汽车内饰件生产基地乘用车座椅量产顺利, 成长空间全面打开。格拉默业绩稳定, 经营情况逐季修复, 目前已连续四个季度实现盈利, 公司结合格拉默完善自身产品序列, 座舱新产品助力打开业绩第二成长曲线。我们维持公司 2023/24/25 年净利润预测为 3.01/6.99/13.00 亿元, 参考汽车零部件行业 PEG=1 的平均水平, 结合公司 2023-25 年业绩增速预测为 108%, 给予公司 2023 年 60xPE

的估值，维持目标价 16 元，维持“买入”评级。

表 10: 继峰股份盈利预测

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	16,832	17,967	19,827	23,213	27,345
营业收入增长率 YoY	7.0%	6.7%	10.4%	17.1%	17.8%
净利润(百万元)	126	-1,417	301	699	1,300
净利润增长率 YoY	N/A	-1221.6%	N/A	132.7%	85.9%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.11	-1.26	0.27	0.62	1.15
毛利率	14.1%	13.1%	14.3%	16.0%	17.8%
净资产收益率 ROE	2.7%	-41.0%	8.0%	15.7%	22.6%
每股净资产 (元)	4.12	3.07	3.34	3.96	5.11
PE	136.4	-11.9	55.6	24.2	13.0
PB	3.6	4.9	4.5	3.8	2.9
PS	1.0	0.9	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA	22.4	-40.1	18.7	12.1	8.3

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

■ 相关研究

- 继峰股份（603997.SH）母公司及子公司格拉默 2023 年中报业绩预增点评—利润同比扭亏，座椅业务加速推进 (2023-07-17)
- 汽车产业 2023 年下半年投资策略—中国实力，全球开花 (2023-05-28)
- 汽车行业 2022 年年报及 2023 年一季报回顾—阴云初开，砥砺前行 (2023-05-10)
- 汽车行业基金持仓分析报告—23Q1 汽车板块基金持仓比例下降，商用车和两轮车热度提升 (2023-05-08)
- 继峰股份（603997.SH）2023 年一季报点评—业绩符合市场预期，自主座椅新星扬帆起航 (2023-05-07)
- 继峰股份（603997.SH）2022 年年报点评—轻装上阵，经营向好，座椅业务加速 (2023-04-03)
- 继峰股份（603997.SH）重大事项点评—原客户再定新单，座椅业务持续推进 (2023-03-03)
- 继峰股份（603997.SH）重大事项点评—格拉默商誉减值，2023 轻装上阵 (2023-02-20)
- 继峰股份（603997.SH）深度跟踪报告—座椅订单持续突破，公司市占不断提升 (2023-01-04)
- 继峰股份（603997.SH）重大事项点评—座椅业务进展顺利，持续突破新势力订单 (2022-11-29)
- 汽车行业 2023 年投资策略—以迂为直，以患为利 (2022-11-18)
- 汽车行业基金持仓分析报告—22Q3 汽车板块景气持续，基金持仓维持高位 (2022-11-16)
- 汽车行业 2022 年三季报回顾及展望—行业 Q3 业绩环比修复，机遇与挑战并存 (2022-11-13)
- 继峰股份（603997.SH）2022 年三季报点评—Q3 业绩超预期，单季度实现扭亏为盈 (2022-11-08)
- 汽车行业 2022 年中报回顾及展望—何妨吟啸且徐行 (2022-09-08)
- 继峰股份（603997.SH）2022 年中报点评—业绩有所承压，乘用车座椅加速 (2022-08-19)

利润表 (百万元)

指标名称	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	16,832	17,967	19,827	23,213	27,345
营业成本	14,451	15,616	16,990	19,500	22,485
毛利率	14.1%	13.1%	14.3%	16.0%	17.8%
税金及附加	46	48	67	46	55
销售费用	297	262	337	418	465
销售费用率	1.8%	1.5%	1.7%	1.8%	1.7%
管理费用	1,353	1,368	1,408	1,509	1,641
管理费用率	8.0%	7.6%	7.1%	6.5%	6.0%
财务费用	193	200	222	239	222
财务费用率	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%	0.8%
研发费用	321	376	387	464	547
研发费用率	1.9%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
投资收益	(20)	3	7	4	5
EBITDA	1,015	(566)	1,215	1,870	2,750
营业利润	171	(1,444)	447	1,041	1,936
营业利润率	1.01%	-8.04%	2.25%	4.49%	7.08%
营业外收入	24	10	1	0	0
营业外支出	2	1	0	0	0
利润总额	193	(1,435)	448	1,041	1,936
所得税	68	28	94	219	407
所得税率	34.9%	-1.9%	21.0%	21.0%	21.0%
少数股东损益	(1)	(45)	53	123	229
归属于母公司股东的净利润	126	(1,417)	301	699	1,300
净利率	0.8%	-7.9%	1.5%	3.0%	4.8%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,406	1,163	1,611	1,776	2,028
存货	1,730	1,825	1,966	2,290	2,623
应收账款	2,310	2,643	2,861	3,317	3,958
其他流动资产	1,070	1,246	1,426	1,502	1,742
流动资产	6,515	6,877	7,864	8,885	10,352
固定资产	3,540	3,504	3,806	3,943	3,922
长期股权投资	9	11	11	11	11
无形资产	1,455	1,118	1,118	1,118	1,118
其他长期资产	4,690	3,944	4,044	4,144	4,344
非流动资产	9,694	8,577	8,979	9,216	9,395
资产总计	16,209	15,454	16,844	18,101	19,747
短期借款	1,638	2,135	3,137	3,152	2,583
应付账款	2,279	2,812	2,905	3,307	3,902
其他流动负债	2,151	1,937	1,879	1,897	1,987
流动负债	6,069	6,884	7,921	8,356	8,472
长期借款	2,631	2,557	2,557	2,557	2,557
其他长期负债	2,511	2,237	2,237	2,237	2,237
非流动性负债	5,141	4,794	4,794	4,794	4,794
负债合计	11,211	11,678	12,715	13,150	13,266
股本	1,119	1,117	1,126	1,126	1,126
资本公积	3,442	3,434	3,424	3,424	3,424
归属于母公司所有者权益合计	4,645	3,455	3,756	4,455	5,756
少数股东权益	354	320	373	496	726
股东权益合计	4,999	3,775	4,129	4,952	6,481
负债股东权益总计	16,209	15,454	16,844	18,101	19,747

现金流量表 (百万元)

指标名称	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后利润	126	-1,463	354	823	1,530
折旧和摊销	628	624	598	713	822
营运资金的变化	-253	-18	-526	-451	-546
其他经营现金流	218	1,910	236	250	233
经营现金流合计	719	1,052	661	1,335	2,038
资本支出	-740	-853	-1,000	-950	-1,000
投资收益	-20	3	7	4	5
其他投资现金流	173	25	0	0	0
投资现金流合计	-588	-824	-993	-946	-995
权益变化	34	1	0	0	0
负债变化	399	8	1,002	15	-569
股利支出	0	0	0	0	0
其他融资现金流	-473	-407	-222	-239	-222
融资现金流合计	-40	-398	780	-224	-791
现金及现金等价物净增加额	91	-170	448	165	252

主要财务指标

指标名称	2021	2022	2023E	2024E	2025E
增长率 (%)					
营业收入	7.0%	6.7%	10.4%	17.1%	17.8%
营业利润	N/A	-945.6%	N/A	133.2%	85.9%
净利润	N/A	-1221.6%	N/A	132.7%	85.9%
利润率 (%)					
毛利率	14.1%	13.1%	14.3%	16.0%	17.8%
EBITDA Margin	6.0%	-3.2%	6.1%	8.1%	10.1%
净利率	0.8%	-7.9%	1.5%	3.0%	4.8%
回报率 (%)					
净资产收益率	2.7%	-41.0%	8.0%	15.7%	22.6%
总资产收益率	0.8%	-9.2%	1.8%	3.9%	6.6%
其他 (%)					
资产负债率	69.2%	75.6%	75.5%	72.6%	67.2%
所得税率	34.9%	-1.9%	21.0%	21.0%	21.0%
股利支付率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@cls.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。