

# 汽车及汽车零部件行业研究

买入（维持评级）

## 行业深度研究

证券研究报告

新能源汽车组

分析师：陈传红（执业 S1130522030001） 联系人：江莹

chenchuanhong@gjzq.com.cn

jiangying2@gjzq.com.cn

## 座椅千亿市场空间，多环节将诞生国产龙头

### 核心观点

**汽车座椅市场空间大，国产替代趋势明确。**汽车座椅单车价值量 4000 元以上，占整车成本 3%-5%。我们预计 2026 年国内座椅市场空间达到 1500 亿元。消费升级持续推动座椅价值量提升：在功能丰富+消费升级的趋势下，座椅逐步成为车企主打卖点之一，单车价值量持续提升，高端产品价值量可达万元以上；国产替代空间大。2) 从格局来看，座椅市场集中度较高，全球 CR5 约 78%，国内 CR5 约 70%，被外资所垄断。未来国产替代的空间广阔。

**供应链开发、企业技术突破、车企降本需求和车型迭代推动座椅国产替代。**

- 1) 整车格局重塑带来供应链开放。电动化下自主和新势力车企崛起，打破原有的配套关系；
- 2) 车企降本需求逐步凸显。新能源车企的盈利能力较弱，降本需求逐渐凸显。相较海外企业，国内企业人工成本更低，优势明显；
- 3) 企业通过收购突破技术壁垒。如继峰通过收购格拉默，突破乘用车座椅，同时开拓中国商用车座椅业务；
- 4) 车型迭代加速，国内响应速度更快。车型迭代加快，一款车型的平均开发时间从 4 年左右缩短到 2 年左右，整车企业对零部件企业的响应速度要求提高。相较海外企业，国内厂商响应速度更快。

**汽车座椅产业链全面受益于国产替代。**

- 1) 总成：价值量占比最大，是供应链中议价能力较强的环节。在座椅产业链中，总成厂商可自制零部件较多（发泡、面套甚至骨架），价值量较大。且作为 tier1 角色，总成环节是供应链中议价能力较强的环节。
- 2) 面料：消费升级带来价值量提升，且环节利润率较高。作为总成厂商少数不会自制的环节之一，面料单车价值量 1000-2000 元，部分高端车型单车价值量可达 3000 元以上。同时，真皮产品利润率较高。明新旭腾毛利率一般 30% 以上。
- 3) 骨架：规模壁垒高，后排切到前排座椅带来的供应价值提升。骨架的资产偏重，且需要规模来支撑利润率。我们判断中短期内，国内总成厂商自制骨架的可能性较小。同时在座椅的国产替代浪潮下，国内骨架供应商将受益于从仅供后排座椅到供前后排座椅，带来的供应价值量提升。

### 投资建议

- 1) 总成：价值量占比最大，是供应链中议价能力较强的环节。建议关注继峰股份（产品竞争力强，市场认可度较高+海外格拉默整合减亏，增厚利润）、天成自控（上汽乘用车座椅供应商+产能利用率提升，带来利润率提升）。
- 2) 面料：消费升级带来价值量提升，且环节利润率较高。作为总成厂商少数不会自制的环节之一，面料单车价值量 1000-2000 元，部分高端车型单车价值量可达 3000 元以上。建议关注明新旭腾（真皮供应商，顺利开拓新能源车客户+开发超纤产品，布局领先有望获得更高份额）。
- 3) 骨架：规模壁垒高，从后排切到前排带来的供应价值量提升。建议关注上海沿浦（李尔骨架供应商，具备背书效应，开拓国内新能源车客户将更为顺利）。

### 风险提示

汽车销量不及预期；原材料价格上涨；行业竞争激烈程度超预期。

## 内容目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 一、千亿市场空间，产品价值量持续提升                | 4  |
| 1.1 国产替代逻辑顺畅，功能丰富持续提升 ASP         | 4  |
| 1.2 国内市场被外资垄断，国产替代空间广阔            | 6  |
| 二、突破客户+成本+技术+服务壁垒，本土企业崛起          | 7  |
| 2.1 客户壁垒：自主崛起，整车格局改变重构供应链         | 7  |
| 2.2 成本壁垒：车企降本需求逐渐凸显，利于国内座椅供应商切入市场 | 9  |
| 2.3 技术壁垒：座椅安全要求高，国内企业可通过收购突破技术壁垒  | 11 |
| 2.4 服务壁垒：车型迭代加快，响应速度要求提高          | 13 |
| 三、总成价值量大，发展空间广阔                   | 13 |
| 四、投资建议                            | 18 |
| 五、风险提示                            | 19 |

## 图表目录

|                                                |    |
|------------------------------------------------|----|
| 图表 1： 预计 2026 年国内座椅市场空间达到 1500 亿元              | 4  |
| 图表 2： 高价位段的乘用车销售比例提升                           | 4  |
| 图表 3： 内饰设计为消费者购买豪华车考虑的主要因素之一                   | 4  |
| 图表 4： 消费升级下座椅新功能不断涌现                           | 5  |
| 图表 5： 蔚来 ES8 座椅最大 160 度椅背可调，并配合腿托及脚托           | 5  |
| 图表 6： 理想 L9 座椅首创四项电动腿托                         | 5  |
| 图表 7： 问界 M5 音响头枕                               | 6  |
| 图表 8： 问界 M7 搭载业内首款商用 AITO 零重力座椅                | 6  |
| 图表 9： 单个座椅价值量测算（元）                             | 6  |
| 图表 10： 功能越丰富，单个座椅价值量越高（元）                      | 6  |
| 图表 11： 2021 年全球汽车座椅行业市场竞争格局以外资企业为主             | 7  |
| 图表 12： 2020 年中国汽车座椅行业市场竞争格局以外资企业为主             | 7  |
| 图表 13： 国内整车企业与座椅厂商配套关系                         | 7  |
| 图表 14： 座椅供应商通过与主机厂合资建厂进行绑定                     | 8  |
| 图表 15： 汽车产品开发流程时间缩短                            | 9  |
| 图表 16： 乘用车市场自主品牌市占率持续提升                        | 9  |
| 图表 17： 新能源乘用车市占率持续提升                           | 9  |
| 图表 18： 2018-2022 年蔚小理等新能源车企盈利能力较弱，对零部件成本敏感（亿元） | 10 |
| 图表 19： 海内外座椅总成商原材料采购内容及模式                      | 10 |
| 图表 20： 汽车座椅生产环节中人工生产工序较多                       | 11 |

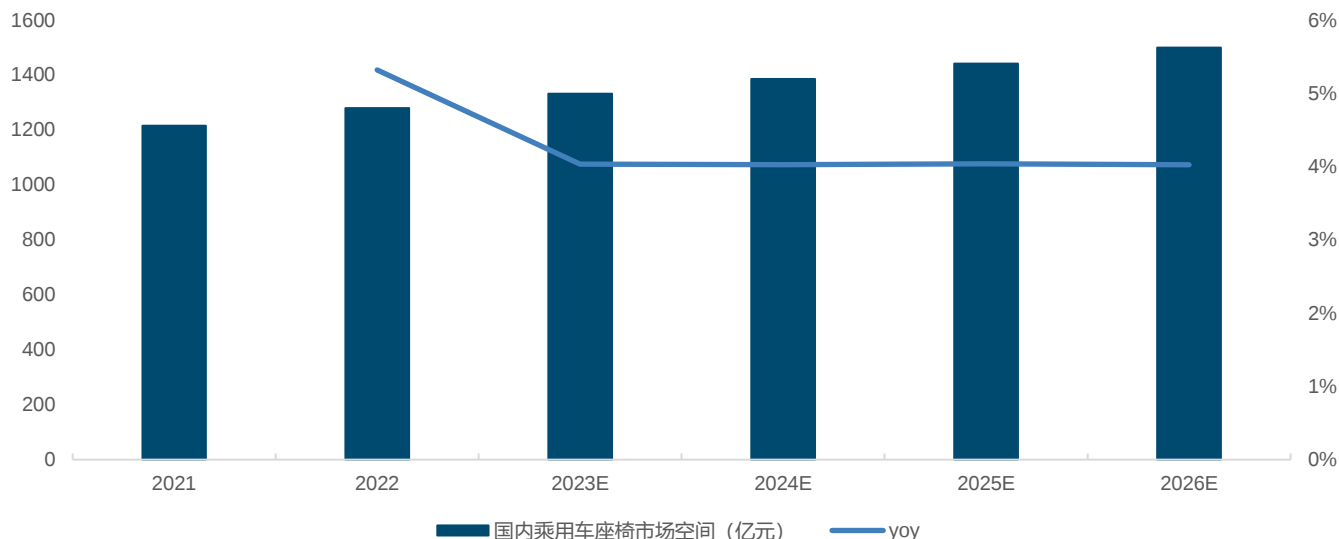
|                                                         |    |
|---------------------------------------------------------|----|
| 图表 21: 国内座椅强制性标准保证安全性 .....                             | 11 |
| 图表 22: 汽车座椅供应商资质认证要求严格 .....                            | 11 |
| 图表 23: 座椅设计开发流程较长 .....                                 | 12 |
| 图表 24: 国外企业的滑轨专利申请数量较多 .....                            | 12 |
| 图表 25: Incopat 国内排名前 10 位的最有价值专利主要为外资企业申请 .....         | 13 |
| 图表 26: 座椅开发流程和时间计划缩短 .....                              | 13 |
| 图表 27: 国外座椅企业的零部件自制率较高 .....                            | 14 |
| 图表 28: 发泡工序存在一定壁垒 .....                                 | 14 |
| 图表 29: 作为“白衣骑士”帮助格拉默对抗股东 Hastor 家族恶意收购 .....            | 15 |
| 图表 30: 继峰产品布局丰富 .....                                   | 15 |
| 图表 31: 2019-2022 年继峰股份营收及归母净利润（单位：亿元，左轴为营业总收入，右轴为归母净利润） | 15 |
| 图表 32: 天成自控产品结构多元 .....                                 | 16 |
| 图表 33: 2019-2022 年天成自控营收及归母净利润（单位：亿元，左轴为营业总收入，右轴为归母净利润） | 16 |
| 图表 34: 部分汽车真皮厂商与配套客户供应关系稳固 .....                        | 16 |
| 图表 35: 明新旭腾产品种类多 .....                                  | 17 |
| 图表 36: 2019-2022 年明新旭腾营收及归母净利润（单位：亿元，左轴为营业总收入，右轴为归母净利润） | 17 |
| 图表 37: 汽车座椅骨架生产线投资额较高 .....                             | 17 |
| 图表 38: 上海沿浦 2022 年骨架成本拆分：原材料占比高 .....                   | 17 |
| 图表 39: 汽车座椅骨架生产商与客户的配套关系稳固 .....                        | 18 |
| 图表 40: 上海沿浦产品布局以骨架为主 .....                              | 18 |
| 图表 41: 2019-2022 年上海沿浦营收及归母净利润（单位：亿元，左轴为营业总收入，右轴为归母净利润） | 18 |

## 一、千亿市场空间，产品价值量持续提升

### 1.1 国产替代逻辑顺畅，功能丰富持续提升 ASP

座椅单车价值量达 0.4-1 万元，市场空间大。乘用车座椅的单车价值量约 4000-10000 元以上，属于价值量较大的零部件，且未来随消费升级，座椅的功能将日渐丰富，单车价值量持续提升。我们预计 2026 年国内座椅市场空间达到 1500 亿元。

图表1：预计 2026 年国内座椅市场空间达到 1500 亿元



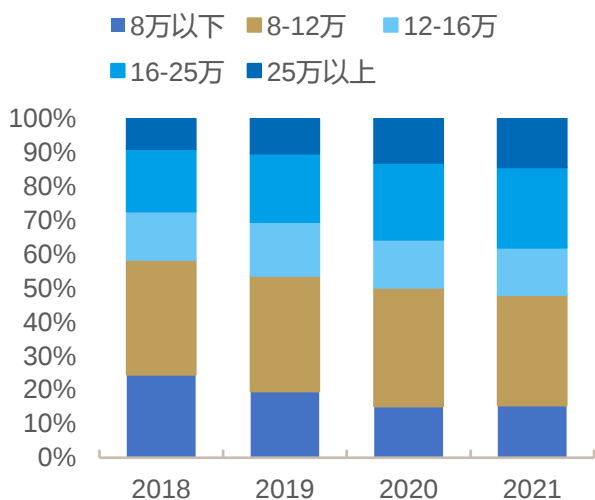
来源：中汽协，国金证券研究所测算

注：乘用车座椅单价一般为 4000-5000 元，以 2021 年座椅单车价值量 4600 元开始测算，并假设每年由于功能丰富增加，座椅的单车价值量增加 3%。

未来座椅的单车价值量将持续提升：

1) 消费升级下，座椅价值量大的高端车型销售占比提升：16 万以上车型销售占比从 2018 年的 27.4% 提升至 2021 年的 38%，汽车平均销售均价从 2018 年的 12.7 万提升至 2021 年的 14.4 万，高端车型带动高端座椅需求，座椅的单车价值量持续提升。

图表2：高价位的乘用车销售比例提升



来源：崔东树公众号，国金证券研究所

图表3：内饰设计为消费者购买豪华车考虑的主要因素之一



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

2) 座椅的功能丰富化，带动座椅价值量提升：消费升级下座椅的新功能不断涌现，高端车型座椅功能逐渐下沉，加热、通风、按摩、电动调节、记忆等功能逐渐成为汽车座椅标配，渗透率持续提升。汽车座椅日趋智能化，智能控制、智能检测等智能化功能成为企业加码布局方向。未来汽车座椅将提供心率监测、呼吸监测等功能，通过传感器与座椅

的融合，座椅的控制方式也将从传统的按键方式，发展为 APP 控制、手势控制、意图感知控制等。

图表4：消费升级下座椅新功能不断涌现



来源：腾讯新闻，国金证券研究所

座椅已经成为车企升级的主要方向，多功能座椅成为车企主要宣传方向。

- 1) 蔚来 ES8 首创女王副驾，最大 160 度椅背可调，配合腿托及脚托，可营造飞机头等舱般乘坐体验；提供亲子模式，副驾可向后滑至紧邻第二排的位置，便照顾后排儿童。
- 2) 理想 L9 家庭智能旗舰 SUV，首创四项电动腿托，实现加热、通风、SPA 十点按摩功能，提升家庭出行舒适度。
- 3) 问界 M5 标配 Nappa 纹真皮+Nappa 纹理 PVC 座椅，可实现座椅电动调节、通风、加热、按摩、记忆功能；可选主驾私享头枕，搭配 4 个音响单元，与 15 个车身音响共同组成 HUAWEI SOUND® 音响系统，在乘客享受音乐环绕的同时，主驾也能听清导航和通话。
- 4) 问界 M7 搭载业内首款商用 AITO 零重力座椅，通过零压感知人体工学专利设计，实现压力分布最均匀的座椅靠背坐垫以及 113° 最佳座椅靠背倾斜角度。儿童座椅支持车机靠近发现，一键直连。在车机上可以直接查看儿童座椅温度等状态，还可以一键开启座椅自动通风模式，通过座椅自带的安全带卡扣检测和 ISOFIX 接口感知能力，可实现安全异常主动提醒。

图表5：蔚来 ES8 座椅最大 160 度椅背可调，并配合腿托及脚托



来源：蔚来官网，国金证券研究所



来源：理想官网，国金证券研究所

图表7：问界 M5 音响头枕



来源：华为官网，国金证券研究所

图表8：问界 M7 搭载业内首款商用 AITO 零重力座椅



来源：华为官网，国金证券研究所

座椅功能升级伴随着配置的升级,单个座椅价值量提升。普通座椅单个价值量约 1130 元,单车配套价值量约 5000 元。搭载通风、按摩等功能的座椅单个价值量约 1750 元,单车配套价值量约 8700 元,提升幅度约 50%。

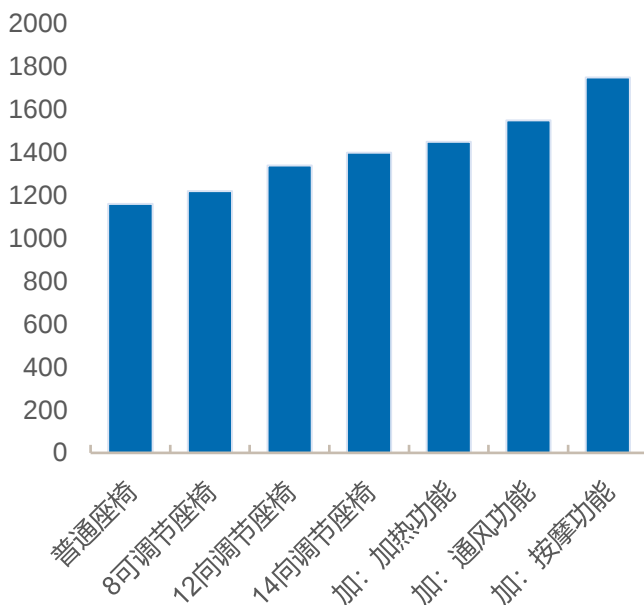
图表9：单个座椅价值量测算（元）

| 座椅零部件及功能        | 价值量    |
|-----------------|--------|
| 骨架              | 约 300  |
| 发泡              | 约 70   |
| 面套              | 约 250  |
| 滑轨(一对)          | 约 100  |
| 调角器（一对）         | 约 50   |
| 线束+ECU          | 约 180  |
| 电机 x3（6 向调节）    | 约 180  |
| 单个座椅            | 约 1130 |
| 加：电机 x1（8 向调节）  | 约 60   |
| 单个 8 向可调节座椅     | 约 1220 |
| 加：电机 x3（12 向调节） | 约 180  |
| 单个 12 向可调节座椅    | 约 1340 |
| 加：电机 x4（14 向调节） | 约 240  |
| 单个 14 向可调节座椅    | 约 1400 |
| 加：加热功能          | 约 1450 |
| 加：通风功能          | 约 1550 |
| 加：按摩功能          | 约 1750 |

来源：草根调研，国金证券研究所测算

注：未考虑骨架、发泡、面套等材质的变化

图表10：功能越丰富，单个座椅价值量越高（元）



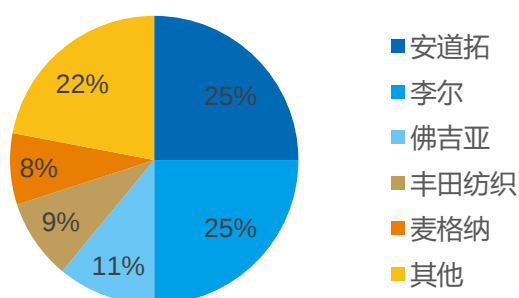
来源：草根调研，国金证券研究所测算

注：未考虑骨架、发泡、面套等材质的变化

## 1.2 国内市场被外资垄断，国产替代空间广阔

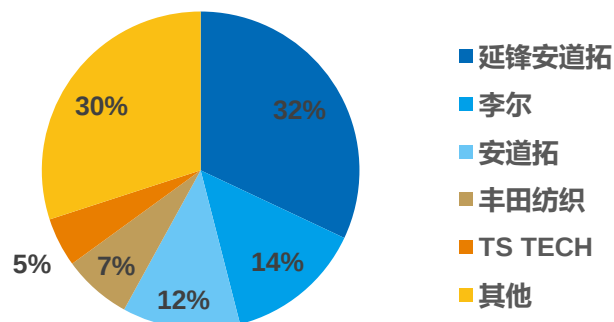
汽车座椅行业集中度高，以外资企业为主。全球汽车座椅行业 CR5 约 78%，国内 CR5 约 70%。外资长期垄断，全球前五、国内前五（除延锋安道拓以外）均为国外厂商，国产替代前景广阔。自主+新势力品牌方面，座椅供应商主要有延锋、安道拓、李尔、佛吉亚、麦格纳等；合资品牌方面，延锋绑定上汽、丰田纺织绑定丰田系合资企业（广汽丰田、一汽丰田）、TS TECH 绑定本田系合资企业（广汽本田、东风本田）。

图表11：2021 年全球汽车座椅行业市场竞争格局以外资企业为主



来源：Marklines，国金证券研究所

图表12：2020 年中国汽车座椅行业市场竞争格局以外资企业为主



来源：Marklines，国金证券研究所

图表13：国内整车企业与座椅厂商配套关系

| 座椅厂     | 整车厂                                                                                                    | 生产基地                                      |
|---------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|
| 延锋安道拓   | 上汽、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、吉利、东风日产、东风雪铁龙、东风悦达起亚、长城、宝马、北汽、北京奔驰、特斯拉、捷豹、路虎、沃尔沃、蔚来、小鹏、哪吒、奥迪、长城 | 上海、沈阳、武汉、广州、宁波、柳州、常熟、烟台、南通、郑州、如东、宁德、天津、南京 |
| 中国李尔    | 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                    | 武汉、长春、沈阳、广州、北京、郑州、重庆、南京、柳州、上海             |
| 安道拓     | 一汽、一汽大众、北京奔驰、北京吉普、东风日产、东风本田、长安福特、长安铃木、长安汽车、上汽通用五菱                                                      | 长春、重庆、广州、柳州、北京                            |
| 佛吉亚     | 一汽大众、上汽大众、东风日产、东风本田、上汽通用、上汽通用五菱、长安福特、北京奔驰、奇瑞捷豹路虎、一汽红旗、长安、东风、吉利、沃尔沃、长城、比亚迪、蔚来                           | 长春、武汉、无锡、广州、上海、深圳、柳州                      |
| 丰田纺织    | 广汽丰田、天津一汽丰田、四川一汽丰田、上汽通用、华晨宝马、长安福特马自达                                                                   | 成都、广州、天津、长春                               |
| TS TECH | 广汽本田、东风本田                                                                                              | 广州、武汉                                     |
| 天成自控    | 斯柯达、荣威、克莱威、上汽大通、威马                                                                                     | 郑州、南京、宁德、天台                               |

来源：各公司官网，Marklines，国金证券研究所

## 二、突破客户+成本+技术+服务壁垒，本土企业崛起

### 2.1 客户壁垒：自主崛起，整车格局改变重构供应链

汽车座椅客户关系稳固、开发周期长的特点形成了较高的客户壁垒。

1) 座椅配套关系稳固，供应链难以打破。海外座椅供应商与合资车企建立了长期稳定的配套关系，通过持资控股、合资建厂、就近配套等方式进行绑定，国内企业难以打破供应链，如丰田持资控股丰田纺织、本田持资控股 TS TECH。

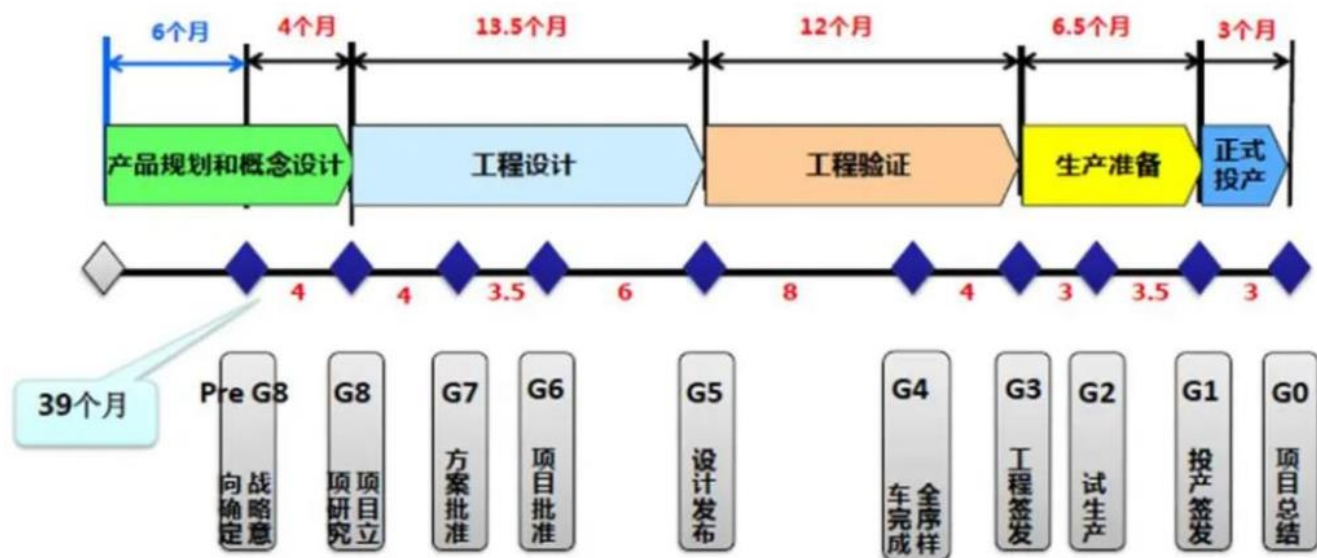
**图表14：座椅供应商通过与主机厂合资建厂进行绑定**

| 座椅厂     | 公司名称                | 地点    | 出资比例                                       | 主要客户           |
|---------|---------------------|-------|--------------------------------------------|----------------|
| 安道拓     | 北京江森自控汽车饰件有限公司      | 北京    | 安道拓 36%、北汽 64%                             | 北京奔驰、北京吉普      |
|         | 广州东风江森座椅有限公司        | 广州    | 安道拓 10%、上海延锋江森座椅 80%、东风电子科技 1%、襄樊东风汽车电气 9% | 东风日产           |
|         | 柳州五菱江森自控汽车座椅有限公司    | 柳州    | 安道拓 34.9%、五菱汽车联合发展 35.1%、上海延锋江森座椅 30%      | 上汽通用五菱         |
|         | 重庆延锋江森座椅有限公司        | 重庆    | 安道拓 35%、重庆延锋实业 35%、上海延锋江森座椅 30%            | 长安福特、长安铃木、长安汽车 |
| 李尔      | 东风李尔汽车座椅有限公司        | 武汉    | 李尔 50%、东风汽车&东风实业 50%                       | 东风             |
|         | 重庆李尔长安汽车内饰件有限公司     | 重庆    | 李尔 55%、长安 45%                              | 长安福特、长安铃木      |
|         | 广州泰李汽车座椅有限公司        | 广州    | 李尔 20%、泰极爱思 51%、东风李尔汽车座椅 40%、信昌国际投资 9%     | 东风日产           |
|         | 郑州东风李尔泰新汽车座椅有限公司    | 郑州    | 东风李尔汽车座椅 51%、郑州泰新汽车内饰件 49%                 | 东风日产           |
|         | 北京李尔岱摩世汽车座椅及内饰件有限公司 | 北京    | 李尔、现代岱摩斯(韩国) 40%                           | 现代             |
| 佛吉亚     | 长春佛吉亚旭阳汽车座椅有限公司     | 长春    | 佛吉亚 60%、长春旭阳集团 40%                         | 一汽大众           |
|         | 佛吉亚全兴(武汉)汽车座椅有限公司   | 武汉    | 佛吉亚 51%、全兴集团 49%                           | 神龙汽车、东风日产      |
| 麦格纳     | 英提尔交运汽车零部件有限公司      | 上海    | 麦格纳 50%、上海交运 50%                           | 一汽集团、上汽大众、上汽通用 |
| 丰田纺织    | 长春富维丰田纺织汽车饰件有限公司    | 长春    | 丰田纺织 60%、长春一汽富维汽车零部件 40%                   | 四川一汽丰田         |
|         | 成都丰田纺汽车部件有限公司       | 成都    | 丰田纺织 53%、通商 5%、一汽集团 42%                    | 四川一汽丰田、长安福特马自达 |
|         | 广州樱泰汽车饰件有限公司        | 广州    | 丰田纺织 75%、广汽汽车零部件 25%                       | 广汽丰田           |
|         | 天津英泰汽车饰件有限公司        | 天津、长春 | 丰田纺织 75%、长春一汽富维汽车零部件 25%                   | 天津一汽丰田         |
|         | 天津华丰汽车装饰有限公司        | 天津    | 丰田纺织 48%、丰田通商 4%、一汽 JCI 48%                | 天津一汽丰田         |
| TS TECH | 广州提爱思汽车内饰系统有限公司     | 广州    | TS TECH 52%、广州汽车集团零部件 48%                  | 广汽本田、本田汽车(中国)  |
|         | 武汉提爱思全兴汽车零部件有限公司    | 武汉    | TS TECH 60%、全兴集团 40%                       | 东风本田(武汉)       |
| 泰极爱思    | 浙江吉俱泰汽车内饰有限公司       | 浙江    | 泰极爱思 40%、浙江俱进汽摩配件 51%、浙江吉利控股集团 9%          | 吉利汽车           |
|         | 郑州泰新汽车内饰件有限公司       | 郑州    | 泰极爱思 50%、中牟新华汽车配件座椅 40%、全兴工业 5%、信昌国际投资 5%  | 郑州日产汽车、郑州轻型汽车  |

来源：Marklines，国金证券研究所

**2) 座椅开发周期长，更换供应商风险较大。**过去车型开发周期长达 3-4 年，汽车座椅是汽车开发中比较关键和重要的零件，其开发周期长，往往成为影响汽车开发过程长短的关键零件，为减少开发风险，整车企业不会轻易更换供应商。

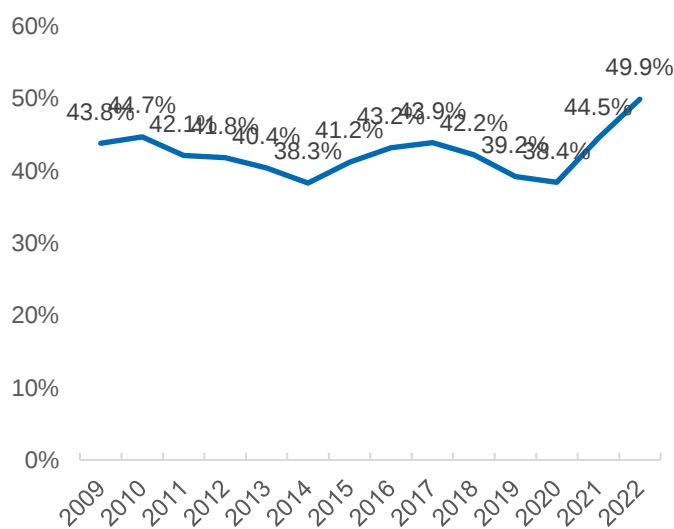
图表15：汽车产品开发流程时间缩短



来源：华夏 EV，国金证券研究所

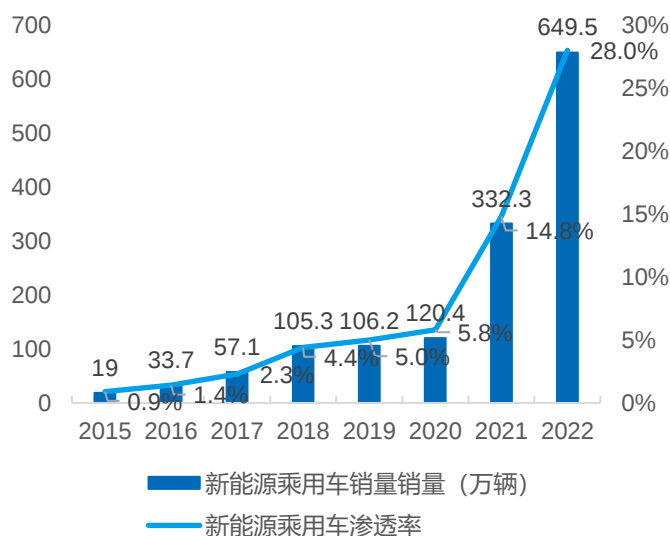
电动化下自主崛起，带来新产能，配套关系重构。2022 年乘用车市场自主份额为 50%，电动车市场份额提升到 28%。由于自主品牌及新能源造车势力并未与外资企业建立深厚的合作关系，国内座椅供应商有望以自主品牌、新能源车企为切入口，切入座椅行业。

图表16：乘用车市场自主品牌市占率持续提升



来源：中汽协，国金证券研究所

图表17：新能源乘用车市占率持续提升

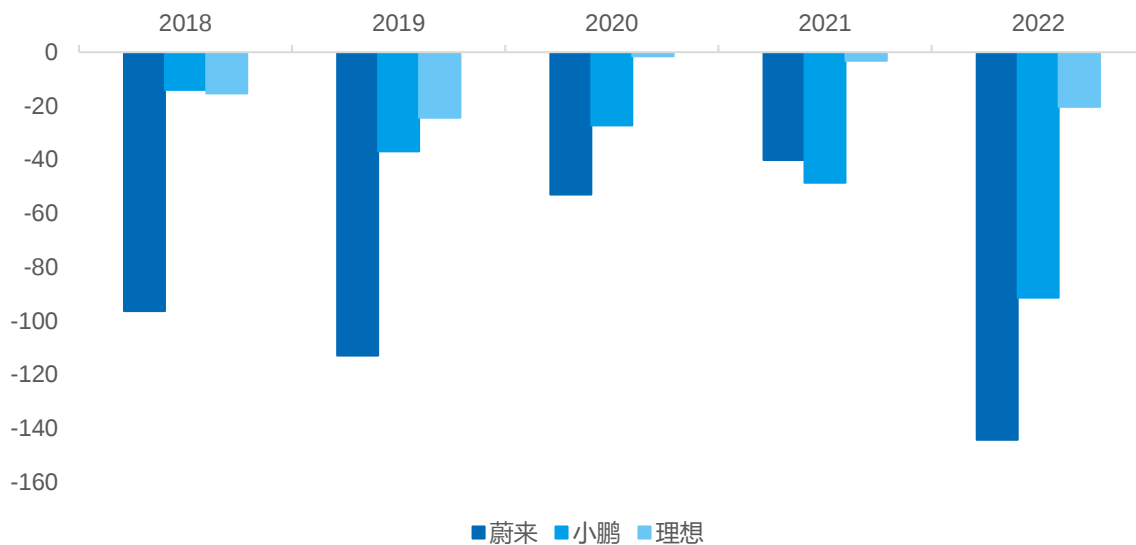


来源：崔东树公众号，国金证券研究所

## 2.2 成本壁垒：车企降本需求逐渐凸显，利于国内座椅供应商切入市场

除特斯拉以外，新能源车企业盈利能力普遍较弱，合资、自主企业主打性价比，降本需求迫切。随着座椅功能升级，单车价值量持续提升，给整车成本控制带来压力。对于盈利能力较为薄弱的新能源车企及自主品牌车企，终端降价压力较大，使得这类企业对零部件成本更加敏感。本土座椅厂商成本把控能力更强，在降本方面更具优势，有望满足下游车企的降本需求，从而加速推进国产替代。

图表18：2018-2022年蔚来等新能源车企业盈利能力较弱，对零部件成本敏感（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

座椅成本以原材料为主，国内企业在人工成本方面存在较大优势。原材料方面：国内外企业成本占比均为 60-70%，其中国外企业由于具备规模优势，原材料采购成本略低于国内企业；人工成本方面：国外企业人工成本占比约 20%，国内企业约 12%，具备明显优势；费用：国外折旧及费用占比 2-3%，国内 3-4%，国外销售及管理费用等方面占比 3-7%，国内 8-13%，国内企业占比较高，主要系还未发挥规模效应，未来有望摊薄费用。

1) 原材料：外资座椅厂商通过客户补偿等方式来降低原材料价格波动影响，可锁定 80-90%的原材料波动，原材料采购优势明显。例如，佛吉亚 2021 年把钢材和化学品价格上涨的 80%转移给了客户。国内厂商客户补偿比例相对外资较低，2021 年原材料成本涨幅较大。因此，外资座椅厂商由于规模大，采购成本具备优势。若未来国内座椅企业的规模进一步扩大，外资座椅厂商的原材料采购优势将逐步减弱。

图表19：海内外座椅总成商原材料采购内容及模式

| 厂商   | 采购内容及模式                                                                                                                                                                                                                  |
|------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 李尔   | 织物、泡沫、皮革、座椅调节器等部件由内部制造或从供应商购买，产品中使用的大部分钢材由集成到座椅系统中的装配部件组成，如座椅骨架、调节器、滑轨等，因此对钢材价格变化的敞口主要是间接的。用于制造线束组件的材料主要从供应商处购买，包括挤压式绝缘电线电缆。购买的铜大部分用于挤压式电线电缆，并集成到线束元件中。大约 92%的铜采购以及大部分皮革采购的都受到与客户和供应商签订的价格指数协议的约束，利用短期和长期供应合同相结合来购买关键部件。 |
| 安道拓  | 主要原材料包括钢、铝、聚氨酯化学品、织物、皮革、乙烯基和聚丙烯，采取与客户和供应商签订协议等方式来减少原材料价格波动影响。                                                                                                                                                            |
| 佛吉亚  | 主要原材料包括钢材、化学品，采取与鉴定客户合约等方式来减少原材料波动影响。                                                                                                                                                                                    |
| 天成自控 | 主要原材料包括各类钢材、TDI 化工原料等，采用“以产定购”的采购模式，与供应商签订年度采购合同。                                                                                                                                                                        |
| 继峰股份 | 原材料主要包括钢材、塑料粒子、化工原料、面料、注塑件、机电类等，公司采购存在客户指定供应商采购及自行选择供应商采购两种。例如：面料主要由客户指定供应商供货，化工原料主要通过市场化方式选择供应商，钢管及塑料粒子等原材料由公司建立供应商调查表初步确定供货名单，并经采购部、质量部、设计部现场审核、送样合格后，经批准纳入合格供应商。                                                      |
| 上海沿浦 | 原材料主要为钢板。                                                                                                                                                                                                                |

来源：各公司公告，国金证券研究所

2) 人工成本：人工生产工序环节多，自动化推进较为困难，国内企业的人工成本优势明显。面罩缝制环节不容易实现

自动化生产，发泡生产脱模、脱模后的模具清理、喷涂脱模剂、泡沫撕裂面的粘合等工序均由人工完成；座椅总成一般在半自动线上进行装配，主要进行零部件的连结紧固、面套包覆和塑料装饰件安装，发泡包覆、面套包覆一般采用人工包覆，不易实现自动化生产。国内人工成本相对较低，是全球建厂的座椅供应厂商利润率较高的地区，本土厂商具有一定的人工成本优势。

图表20：汽车座椅生产环节中人工生产工序较多



来源：腾讯新闻，国金证券研究所

**国内厂商人工成本优势凸显，未来规模销售下有望提升成本优势。**国内厂商人工成本占有绝对优势；未来随着规模的扩大，国内企业的原材料的采购成本能够得到一定的下降，客户补偿比例能有一定的提升，国内厂商的成本优势有望进一步提升。1) 原材料：目前国内厂商规模相对较小，原材料采购成本存在一定劣势，未来随着规模的扩大，原材料采购成本能够得到一定的下降，对客户话语权的提高也能使得客户补偿比例提高。2) 人工：国内供应商人工成本优势明显。3) 折旧及费用：随着国内企业销售规模逐渐扩大，未来有望摊薄费用。

### 2.3 技术壁垒：座椅安全要求高，国内企业可通过收购突破技术壁垒

技术壁垒：座椅作为汽车零部件中的一个重要被动安全件，在车辆发生碰撞时为乘客提供安全保护，需要满足严格的法规及行业标准，汽车座椅供应商也要通过严格的资质认证，因此对于技术等要求较高。

图表21：国内座椅强制性标准保证安全性

- (1) GB 15083—2006《汽车座椅、座椅固定装置及头枕强度要求和试验方法》；
- (2) GB 11550—2009《汽车座椅头枕性能要求和试验方法》；
- (3) GB 14167—2013《汽车安全带安装固定点》；
- (4) GB 8410—2006《汽车内饰材料的燃烧特性》；
- (5) GB 7258—2012《机动车运行安全技术条件》；
- (6) GB 11551—2003《乘用车正面碰撞的乘员保护》；
- (7) GB 20071—2006《汽车侧面碰撞的乘员保护》；
- (8) GB 13057—2003《客车座椅及其车辆固定件的强度》；
- (9) GB 11552—2009《乘用车内部凸出物》。

来源：《汽车座椅设计与制造》，国金证券研究所

图表22：汽车座椅供应商资质认证要求严格

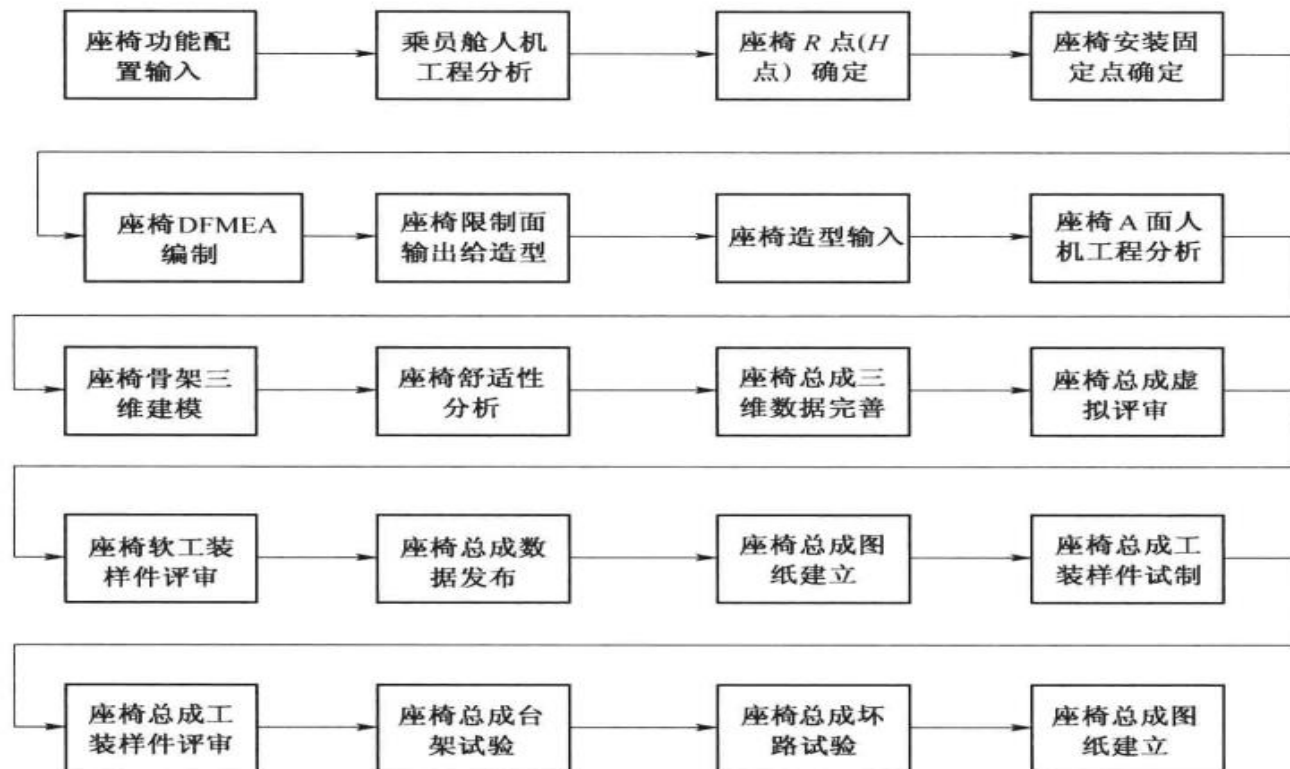
|               |                                                           |
|---------------|-----------------------------------------------------------|
| 环境管理体系认证      | 可以证实生产厂使用的原材料、生产工艺、加工方法以及产品的使用和用后处置是否符合环境保护标准和法规的要求。      |
| ISO/TS16949认证 | 国际标准，3年复审；ISO/TS16949技术规范符合全球汽车行业现用的汽车质量体系要求，被众多汽车制造公司认可。 |
| 3C认证          | 即中国强制性产品认证，是一种最基础的安全认证。                                   |

来源：立鼎产业研究院，国金证券研究所

很多座椅设计专业人才掌握在外资手中。座椅系统存在较多设计参数。在座椅系统总布置设计时，座椅工程师和总布置工程师充分交流讨论使座椅布置达到最佳效果，并且无条件满足法规要求。座椅完后设计后需要进行各种检测和试

验来验证设计完后的座椅样件是否达到预期的功能、性能、刚度、强度和疲劳寿命等。如座椅总成需要进行头枕位移量试验、靠背强度试验等静态试验，行李箱冲击试验、头枕吸能式试验、实车碰撞试验等动态试验，耐高温试验、耐低温试验、耐久性试验以及压力分布、噪声测试；滑轨总成、调角器总成、靠背锁总成、地板锁总成等重要零部件也要进行静态强度试验、冲击试验、耐久疲劳试验、噪声试验等。

图表23：座椅设计开发流程较长



来源：《汽车座椅设计与制造》，国金证券研究所

零部件的集成设计能力主要掌握在外资手中，国内企业可通过收购技术团队实现突破。像核心件滑轨、调角器等，高端产品国内基本依靠进口。本土供应厂商通过收购海外资产和外资技术团队获得技术积累，如继峰收购格拉默，格拉默为全球商用车座椅行业领导者，市占率全球第一，并在此基础上进一步将业务拓展到乘用车。上海沿浦的副总经理曾任上海延锋江森座椅公司高级专家，技术经验丰富。

图表24：国外企业的滑轨专利申请数量较多

| 序号 | 申请人            | 专利数量 |
|----|----------------|------|
| 1  | 安道拓（江森）        | 150  |
| 2  | 光启技术           | 139  |
| 3  | 爱信精机株式会社       | 100  |
| 4  | 江森自控科技公司       | 68   |
| 5  | 苏州忠明祥和精工有限公司   | 40   |
| 6  | 北汽集团           | 38   |
| 7  | 江苏力乐汽车部件股份有限公司 | 37   |
| 8  | 通用汽车           | 34   |
| 9  | 长城汽车           | 34   |
| 10 | 福特汽车           | 34   |

来源：聆英咨询，国金证券研究所

图表25: Incopat 国内排名前 10 位的最有价值专利主要为外资企业申请

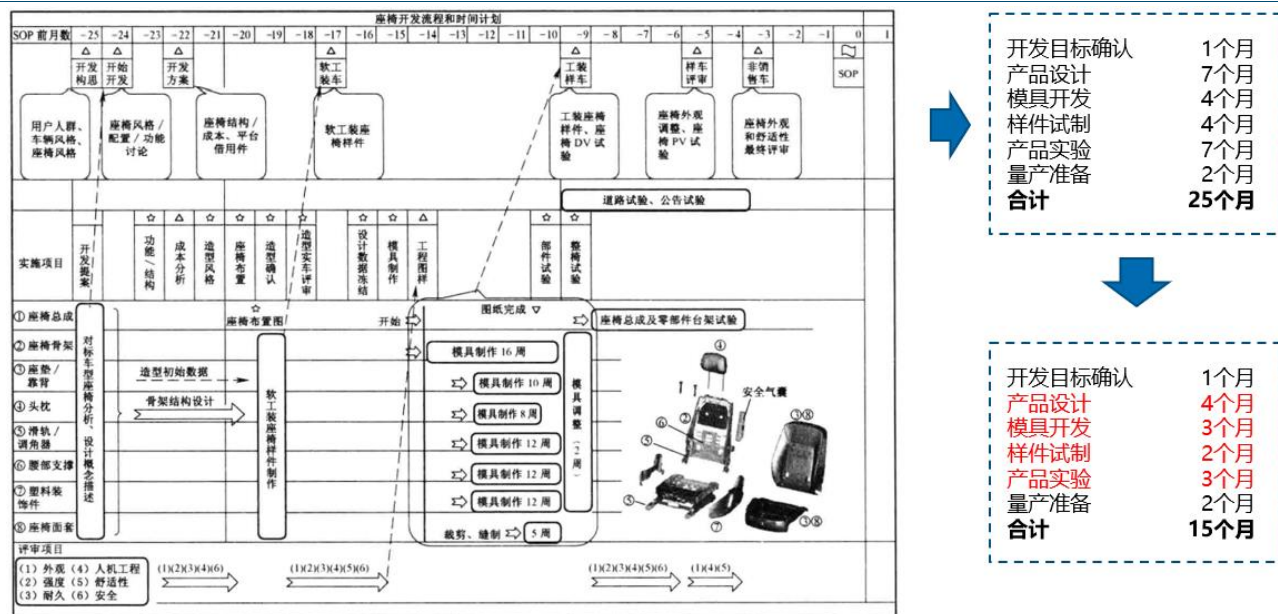
| 序号 | 专利名称                       | 权利人                  |
|----|----------------------------|----------------------|
| 1  | 一种具有易进入功能的座椅               | 延锋安道拓                |
| 2  | 用于追尾碰撞的颈部保护的平动吸能座椅         | 清华大学                 |
| 3  | 汽车座椅及汽车                    | 北汽                   |
| 4  | 用于汽车座椅的供人走进的记忆装置           | 现代                   |
| 5  | 包括机动座椅滑动器和固定于其上的主体的系统及制造方法 | 佛吉亚                  |
| 6  | 用于车辆的座椅滑动装置                | 爱信精机株式会社             |
| 7  | 用于车辆的座椅滑动装置                | 爱信精机株式会社             |
| 8  | 特别是用在机动车内的座位纵向调节装置         | IMS 传动装置公司           |
| 9  | 座椅导轨及其装置和包含该座椅导轨或其装置的车辆座椅  | 富尔夏汽车座椅公司            |
| 10 | 车辆用座椅装置                    | 马自达、德鱼塔工业公司、株式会社东洋座椅 |

来源: 聆英咨询, 国金证券研究所

## 2.4 服务壁垒: 车型迭代加快, 响应速度要求提高

汽车产品消费属性发生变化, 车型迭代加快, 对零部件供应商响应速度要求提高。汽车技术与消费电子逐渐融合, 产品开发周期向消费电子接近。据 TEM Journal, 发达国家的一辆汽车平均开发周期已从平均 48 个月下降到 25 个月左右, 国内造车新势力从前期策划到 SOP 已从过去 2-3 年缩短至 1.5 年。整车企业通过车辆平台的整合、更高效的供应链管理等方式加快车型迭代速度, 对零部件供应商的配合诉求提升。相对海外企业, 本土座椅厂商管理结构扁平化, 决策流程简化而高效, 响应速度更灵活, 更加符合整车企业缩短新车型开发周期的需求。

图表26: 座椅开发流程和时间计划缩短



来源: 《汽车座椅设计与制造》, 国金证券研究所

## 三、总成价值量大, 发展空间广阔

座椅产业链中, 总成厂商倾向于提升零部件自制比例, 从而获得更多的利润。例如, 海外座椅供应商在面套、发泡等领域基本都实现了自制, 在骨架、电机、滑轨、调角器上基本都实现了部分自制。因此在整个产业链中, 总成厂商获得的价值量最大, 其他环节的价值量较小。

图表27：国外座椅企业的零部件自制率较高

|    |       | 骨架 | 面套 | 电机 | 滑轨 | 发泡 | 调角器 | 面料 |
|----|-------|----|----|----|----|----|-----|----|
| 海外 | 延锋安道拓 | ●  | ✓  | ●  | ●  | ✓  | ●   |    |
|    | 李尔    | ●  | ✓  |    | ●  | ✓  | ●   |    |
|    | 安道拓   | ●  | ✓  | ●  | ●  | ✓  | ●   |    |
|    | 佛吉亚   | ●  | ✓  | ●  | ●  | ✓  | ●   |    |
|    | 丰田纺织  | ●  | ✓  |    | ●  |    | ●   |    |
| 自主 | 天成自控  | ✓  | ✓  |    | ✓  | ✓  | ✓   |    |
|    | 继峰股份  | ○  | ✓  |    |    | ✓  |     |    |

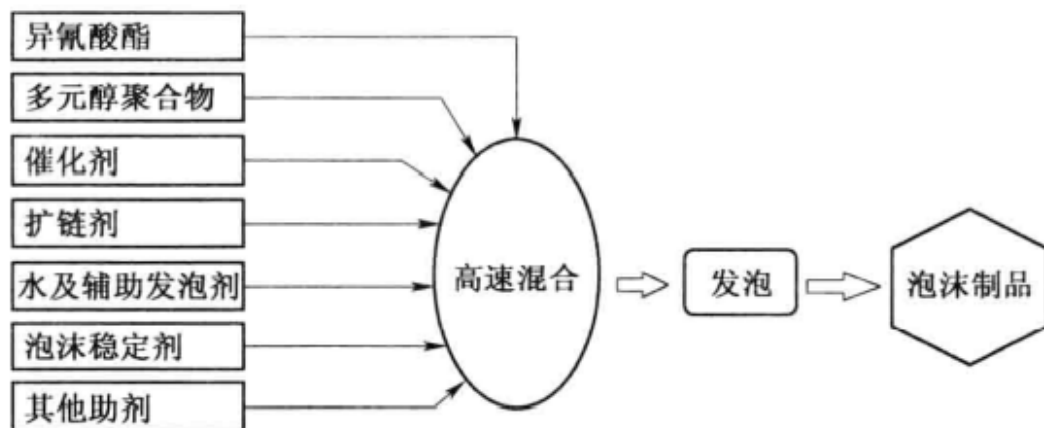
来源：各公司公告，各公司官网，国金证券研究所

注：✓表示全部自制，●表示部分自制，○表示尚未自制但具有自制意愿，外资企业外购主要是采取代工厂的形式

发泡材料存在一定壁垒，但总成厂商能够自行生产。发泡属于聚氨酯制品，由异氰酸酯（包括TDI、MDI）、多元醇聚合物以及发泡剂、发泡剂、扩链剂和泡沫稳定剂等各种辅助化学材料混合制成，成本主要由TDI、MDI等化学原料决定。座椅总成商一般掌握发泡工艺，能够自行生产。

面套行业壁垒较低，流程为面料→裁片→缝制→面套，面套缝制不容易实现自动化生产，属于劳动密集型产业。座椅总成商一般向外采购面料自行生产面套，旷达科技、重庆凌达、四川乐山振静等也提供座椅面套生产及加工服务。

图表28：发泡工序存在一定壁垒



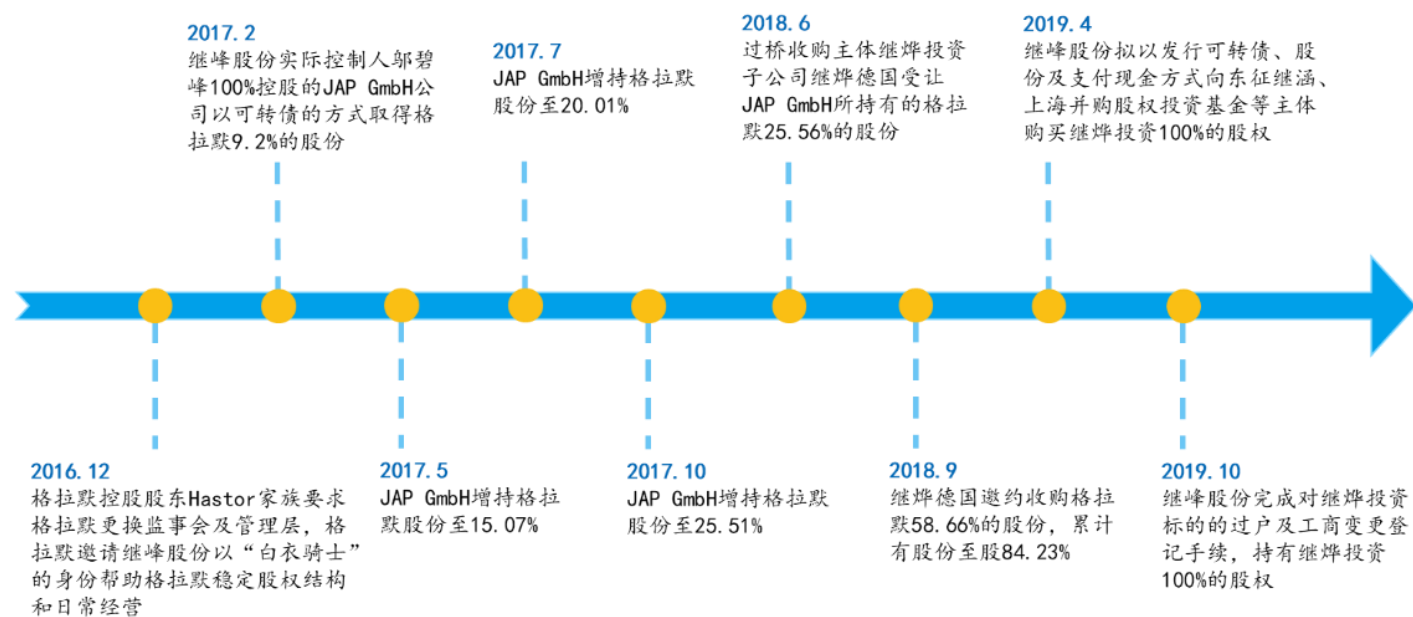
来源：《汽车座椅设计与制造》，国金证券研究所

### 3.1 总成：单车价值量大，市场空间广阔

国内座椅总成厂商主要有继峰股份、天成自控两家企业。

**继峰股份：**收购德国百年汽车内饰巨头格拉默，业务扩展至商用车座椅、中控系统等领域，并实现全球化的战略布局。本部：公司突破技术壁垒，开拓乘用车座椅业务，截至目前已获得两家新能源主机厂的定点，未来有望持续推进国产替代。海外：1) 整合减亏：通过更换管理层+调整组织架构+关闭&整合工厂+联合采购+提高自制率等，不断提高格拉默海外利润率。2) 拓展中国重卡市场：格拉默重卡座椅在国内份额快速提升（2019年4%提升至2021年8%），且2021年格拉默与一汽全资子公司一汽哈尔滨合资成立商用车座椅制造企业格拉默哈尔滨，为一汽解放公司各系列商用车卡车配套。

图表29：作为“白衣骑士”帮助格拉默对抗股东Hastor家族恶意收购



来源：继峰股份官网，国金证券研究所

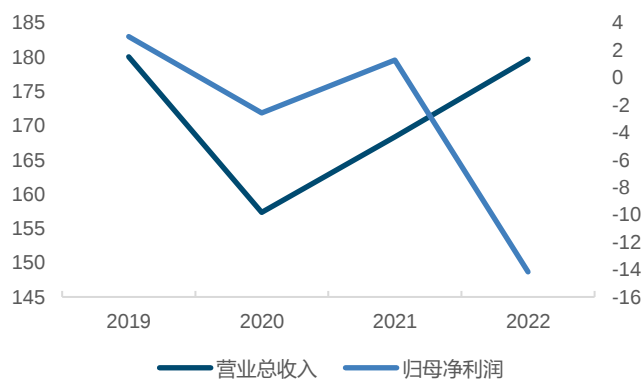
继峰股份多举措整合改善经营，海外利润率有望提升。

- 1) 控制监事会，更换管理层，推行激励机制。公司在收购格拉默后拥有了 80%以上的股权，可以在格拉默股东大会上控制绝对多数的表决权。2019 年公司更换管理层，新任 CEO、CFO、COO 均为职业经理人，管理经验丰富。公司设定清晰的绩效管理模型，以现金、奖金、期权、股权等多种激励工具调动人员积极性。
- 2) 调整组织架构，提升运营效率。将乘用车 4 个产品部门合并为乘用车部门，以乘用车、商用车两大业务部门面对客户，减少部门之间的沟通环节，同时将组织架构从由德国总部垂直化管理模式调整为美洲、EMEA、亚太三个主要经营区域独立决策、独立财务核算、独立运营的扁平化管理模式，激发区域组织的能动性。
- 3) 关闭&整合工厂，优化产业布局。2020 年公司将位于美国的四家公司 TMD WEK、TMD 田纳西、TMD 威斯康星和 TMD WEK 北整合至 TMD Inc；2021 年出售西班牙子公司，关闭位于 Worth 和 Trusetal 的两家德国工厂，关闭比利时 Geel 工厂，扩建 Haselmuhl 工厂，关闭美国 Jefferson 工厂，将其商用车座椅生产转移至美国 Delphos 的 TMD 工厂。
- 4) 联合采购，提高格拉默自制率。2020 年 3 月公司与格拉默签订联合采购协议，公司将在模具、支杆、泡沫发泡料等生产资料和物料上的优势赋能格拉默，大大降低公司和格拉默的采购成本，从而提高双方的毛利率水平。

图表30：继峰产品布局丰富



图表31：2019-2022 年继峰股份营收及归母净利润（单位：亿元，左轴为营业总收入，右轴为归母净利润）



来源：继峰股份官网，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

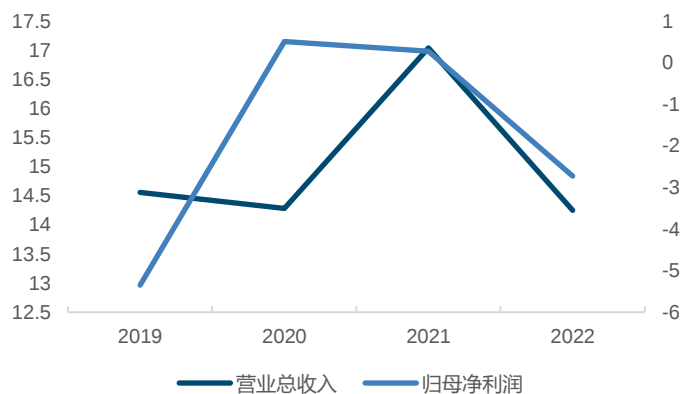
**天成自控：专注座椅业务，具备先发优势。**1) 商用车座椅：公司已与三一重工、龙工、徐工、一汽（商用车）等建立了良好的合作关系。2) 乘用车座椅：公司客户主要为上汽、威马，拿到了北汽新能源、东风乘用车的项目。公司作为国内第一家内资民营乘用车座椅上市公司，在座椅轻量化、智能化方面具备技术积累先发优势，目前已拿到上汽大通 MIFA 高端 MPV 项目，未来有望拿到更多高端车型项目，提升利润率。3) 2021 年公司航空座椅业务通过波音各项审

核与考评，英国子公司 ACRO 飞机座椅公司正式成为美国波音的线装飞机座椅供应商。2021 年 9 月，公司飞机座椅进入中国商飞的飞机选型中心。

图表32：天成自控产品结构多元



图表33：2019-2022 年天成自控营收及归母净利润（单位：亿元，左轴为营业总收入，右轴为归母净利润）



来源：继峰股份官网，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

### 3.2 面料：消费升级带动真皮面料渗透率提升

**真皮面料单车价值量大，未来随消费升级有望持续提升。**从价值量来看，按真皮价格每平米 150 元计算，以两排座为例，单车真皮耗量 5-10 平米左右，单车价值量可达 750-1500 元，三排座单车真皮耗量可达 20 平米，单车价值量可达 3000 元。由于真皮面料具备高端消费品属性+环保要求高+供应商需要具备同步研发能力和专业化人才储备，真皮产品毛利率较高。

**竞争格局：**外资占据约 80%的份额，国内仅明新旭腾（约 10%）、海宁森德（约 5%）、巨星农牧（约 2%）等少数生产商具备一定规模。未来随着新势力和自主高端崛起，国内真皮供应商有较大的增长空间。

图表34：部分汽车真皮厂商与配套客户供应关系稳固

| 真皮厂商  | 配套客户            |
|-------|-----------------|
| 美国鹰革  | 被李尔收购           |
| 美国杰仕地 | 宝马、奔驰、通用、丰田等    |
| 日本美多绿 | 丰田、本田、日产等       |
| 德国伯德  | 奥迪、奔驰、宝马、大众、通用等 |
| 明新旭腾  | 一汽大众等           |
| 海宁森德  | 一汽大众、上海大众、上海通用等 |
| 巨星农牧  | 广汽、比亚迪等         |

来源：继峰股份官网，国金证券研究所

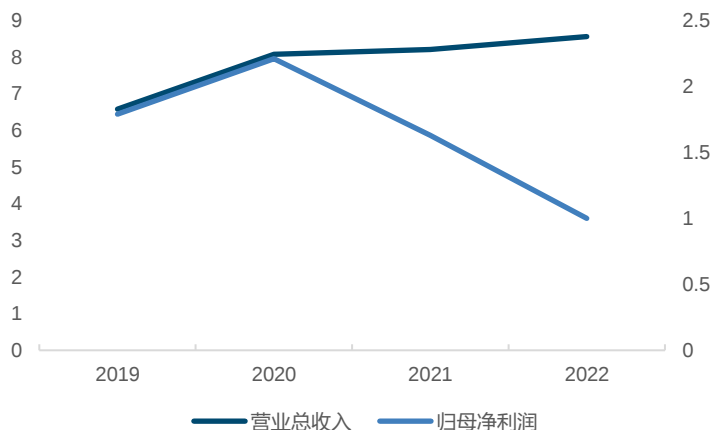
**明新旭腾是座椅真皮自主龙头，真皮超纤加速国产替代。**公司专注于汽车内饰材料业务，具备较深的技术积累和新品开发经验，并且不断地研发投入提高产品竞争力，利润水平较高。客户结构方面，公司客户集中度较高，2021 年第一大客户占比 50%，前五大客户占比 91%。根据招股说明书，公司 2020H1 前五大客户富维安道拓、浙江国利、继峰、廊坊华安、延锋安道拓销售收入占比达 88.6%，其中终端应用 80%以上配套一汽大众。未来随着自主+新势力高端车型的崛起以及超纤产品的下沉，公司客户结构将逐步丰富。此外，公司也开发了超纤革产品，超纤具有强度高、质量均一性好等特点，价格相对真皮较低，未来有望通过超纤产品提升市场份额。

图表35：明新旭腾产品种类多



来源：明新旭腾官网，国金证券研究所

图表36：2019-2022 年明新旭腾营收及归母净利润（单位：亿元，左轴为营业总收入，右轴为归母净利润）



来源：Wind，国金证券研究所

### 3.3 骨架：生产线投资额大，规模效应明显

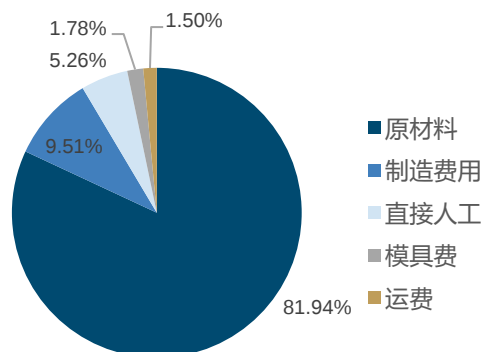
总成厂商可自行生产骨架，或者与其他供应商成立合资子公司进行生产，如重庆宏立至信科技、长春一汽富维安道拓等，另外上海沿浦、广州卫亚、无锡全盛安仁等企业提供代工生产服务。骨架生产流程为钢板冲裁下料/钢管截断下料→钣金冲压成型/钢管弯曲成型→焊接→电泳/喷涂→组装，冲压、焊接等投资额较大，但存在规模效应，随着规模的扩大利润率有望提升。

图表37：汽车座椅骨架生产线投资额较高

| 上海沿浦 60 万套汽车座椅骨架产能投资额 |       |        |
|-----------------------|-------|--------|
| 项目                    | 投资额   | 占总投资比例 |
| 建筑工程（万元）              | 6000  | 25.3%  |
| 设备购置费（万元）             | 8336  | 35.2%  |
| 其中：座椅骨架生产线 x2         | 500   |        |
| 6KW 激光焊接线 x2          | 1400  |        |
| 大型冲压设备 x2             | 2000  |        |
| 冲压设备 x15              | 975   |        |
| 机器人 CO2 焊接 x15        | 1200  |        |
| 软件购置费（万元）             | 700   | 3.0%   |
| 安装工程费（万元）             | 834   | 3.5%   |
| 基本预备费（万元）             | 162   | 0.7%   |
| 铺底流动资金（万元）            | 1569  | 6.6%   |
| 总投资（万元）               | 23675 |        |
| 新增产能（万套）              | 60    |        |
| 总投资/产能（元/套）           | 395   |        |
| 设备投资/产能（元/套）          | 139   |        |

来源：上海沿浦招股说明书，国金证券研究所

图表38：上海沿浦 2022 年骨架成本拆分：原材料占比高



来源：上海沿浦公告，国金证券研究所

骨架的国产替代顺利。前排骨架功能较复杂，之前多由外资供应商供应。随着自主和新势力的崛起，车企会更多地选择产品性能优异、成本把控力强、响应速度较快的国内代工厂进行生产，国产替代有望逐步推进，国内骨架供应商供应的单车价值量将会有所提升。且有头部外资座椅总成厂商背书的骨架供应商有望抢占更高的市场份额，如上海沿浦。

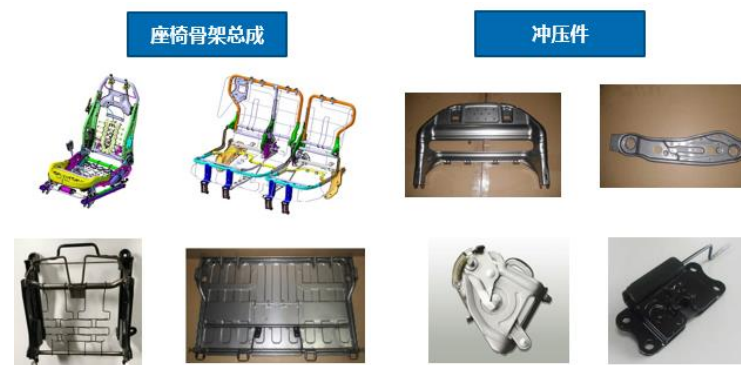
图表39：汽车座椅骨架生产商与客户的配套关系稳固

| 骨架厂商      | 主营产品                                                          | 配套客户                                               |
|-----------|---------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------|
| 上海沿浦      | 类汽车座椅骨架总成、座椅滑轨总成及汽车座椅、安全带、闭锁等系统冲压件、注塑零部件                      | 中国李尔、东风李尔集团等                                       |
| 广州卫亚      | 线成型、蛇簧、靠背/头枕弯管、扭杆、悬簧垫、座椅焊接骨架、腰托网格、汽车悬架弹簧、气门弹簧、异形弹簧等           | 日本总和、广州提爱思、广州佛吉亚、广州丸顺、今仙电机、武汉提爱思全兴、武汉佛吉亚全兴、武汉泰极江森等 |
| 重庆宏立至信科技  | 智能汽车座椅、坐垫震动预警系统、座椅骨架、头枕防撞预警系统、腰部转向支撑系统                        | 长安、吉利、长安福特、长城、比亚迪等                                 |
| 长春一汽富维安道拓 | 汽车冲压件、焊接总成、座椅骨架、座椅滑轨、调角器                                      | 一汽大众、一汽轿车、一汽丰田、富维安道拓、沈阳华晨宝马等                       |
| 无锡全盛安仁    | 车座椅骨架总成、精冲、遮阳板配件、天窗配件、防撞梁冲压件、白车身冲压焊接等                         | 李尔、安道拓、佛吉亚、博泽、麦格纳、富卓、东风小康等                         |
| 东洋喜岛      | 把手、汽车座椅调角器、座椅骨架、座椅结构机能产品等汽车高强度紧固件和汽车座椅的相关零部件、焊接件、冲压件、焊接件、座椅滑轨 | 广州提爱思、广州樱泰、天津英泰、重庆延锋安道拓、丰田纺织（广州）汽车部件、丰田纺织（天津）汽车部件  |
| 廊坊中德      | 汽车座椅骨架总成、汽车座椅空心头枕杆、汽车座椅滑轨、汽车座椅调角器、汽车座椅发泡                      | 延锋安道拓、诺博汽车系统、佛吉亚汽车部件系统、北汽李尔汽车系统、固安大世汽车系统           |
| 上海镁镁合金    | 后座椅靠背骨架、前座椅骨架、变速箱壳体及壳盖、踏板支架、仪表盘骨架、转向柱支架、车前端模块、汽缸盖等            | 通用、戴姆勒-克莱斯勒、宝马、菲亚特、美洲虎、路虎、德尔福、伟世通、福特、蔚来等           |

来源：盖世汽车，国金证券研究所

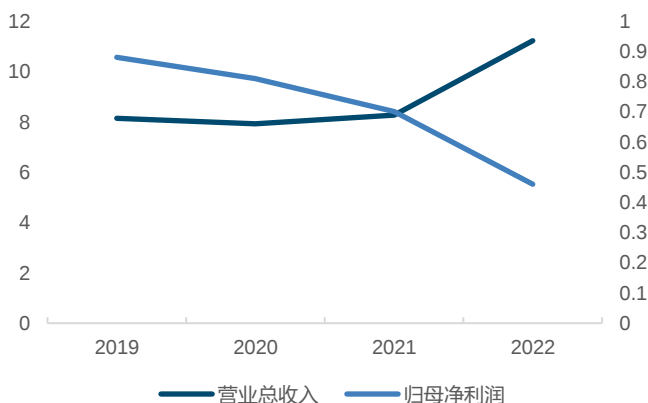
上海沿浦借助李尔背书效应，顺利开拓新能源车客户。公司主营汽车座椅骨架总成及冲压件业务，具备技术团队（规模将近150人，覆盖全生产链）+核心技术（自主研发座椅纵向调节滑轨机构等技术）+先进生产设备（生产线自动化程度高，利于降本增效）+快速响应（在黄山、武汉、柳州、大连等11个城市设制造基地）四大优势。公司与东风李尔集团、麦格纳、中国李尔、延锋智能等座椅厂商建立了良好的合作关系，未来有望借此切入更多新能源主机厂，且更多提供高价值前排或全套座椅。

图表40：上海沿浦产品布局以骨架为主



来源：上海沿浦官网，国金证券研究所

图表41：2019-2022年上海沿浦营收及归母净利润（单位：亿元，左轴为营业总收入，右轴为归母净利润）



来源：Wind，国金证券研究所

## 四、投资建议

1) 总成：价值量占比最大，是供应链中议价能力较强的环节。建议关注继峰股份（产品竞争力强，市场认可度较高+海外格拉默整合减亏，增厚利润）、天成自控（上汽乘用车座椅供应商+产能利用率提升，带来利润率提升）。

2) 面料：消费升级带来价值量提升，且环节利润率较高。作为总成厂商少数不会自制的环节之一，面料单车价值量 1000-2000 元，部分高端车型单车价值量可达 3000 元以上。建议关注明新旭腾（真皮供应商，顺利开拓新能源车企客户+开发超纤产品，布局领先有望获得更高份额）。

3) 骨架：规模壁垒高，从后排切到前排带来的供应价值量提升。建议关注上海沿浦（李尔骨架供应商，具备背书效应，开拓国内新能源车企客户将更为顺利）。

## 五、风险提示

汽车销量不及预期。汽车生产和销售具有周期性，宏观经济的波动、消费者的偏好、疫情造成的供应链中断等都会对汽车销量造成影响。

原材料价格上涨。主要原材料钢材、聚氨酯等商品价格的上涨会对企业盈利造成不利影响。

行业竞争激烈程度超预期。汽车零部件行业竞争较为激烈，竞争对手的压价行为会对企业盈利造成不利影响。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

## 特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、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。

本报告仅为参考之用，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。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、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、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。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海                        | 北京                        | 深圳                        |
|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| 电话：021-60753903           | 电话：010-85950438           | 电话：0755-83831378          |
| 传真：021-61038200           | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 传真：0755-83830558          |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮编：100005                 | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204                 | 地址：北京市东城区建国门内大街 26 号      | 邮编：518000                 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号       | 新闻大厦 8 层南侧                | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 |
| 紫竹国际大厦 7 楼                |                           | 18 楼 1806                 |