

完成收购座椅业务及受益于 ID 系列销量提升，公司盈利能力将持续提升



事件：子公司延锋汽饰完成对延锋安道拓 49.99% 股权收购及其他相关交易工作。

核心观点

- **完成对延锋安道拓 49.99% 股权收购，增强汽车座椅业务综合实力。**据公司公告，子公司延锋汽车饰件公司已完成对延锋安道拓座椅公司 49.99% 股权收购及其他相关资产交易，目前持有延锋安道拓 100% 股权，延锋安道拓公司已更名为“延锋国际座椅系统有限公司”。延锋安道拓具备自主研发体系、独立市场客户体系及完善的国内配套布局，本次收购完成将进一步增强公司在汽车座椅领域的综合竞争力，有利于完全自主掌控和发展汽车座椅业务。
- **收购完成后有望促进盈利能力提升并直接增厚盈利。**2020 年延锋安道拓实现营业收入 283.99 亿元，归母净利润 18.36 亿元，净利率 6.47%，2021 年上半年华域净利率 5.14%，略低于延锋安道拓，主要系延锋安道拓作为国内汽车座椅龙头企业，自主研发的座椅系统产品具备较高盈利能力，本次交易完成后预计将持续提升公司整体盈利能力，交易完成后并表有望增厚公司盈利。
- **与内饰业务资源协同发展，加快打造成为拥有完整产业链能力的国际化智能座舱系统供应商。**延锋安道拓在国内具备独立、完备的汽车座椅研发和制造体系，在海外通过设立塞尔维亚、墨西哥等生产基地，为宝马、马自达等整车客户的全球平台车型实现配套，本次收购有利于实现公司对汽车座椅业务的自主掌控，通过与公司现有内饰业务的运营管理资源融合协同，将加快推进座椅业务“国际化”进程，加快打造成为满足座舱智能化发展趋势、拥有完整产业链能力的汽车座椅系统供应商。
- **受益于 ID 家族月销量环比大幅提升，华域麦格纳配套产品有望迎来增长。**大众汽车旗下 ID 家族 6-8 月分别交付 3415、5810、7023 辆，交付量逐月提升，9 月交付量突破万辆，达 10126 辆，环比 8 月大幅提升 44.18%，公司实现为大众 MEB 平台配套辅助电机并批产供货，华域麦格纳为 MEB 平台配套的电驱动系统总成已批量生产，覆盖 ID.4 等纯电动车型，预计随着 ID 家族交付量增长，产品配套出货量有望持续提升。

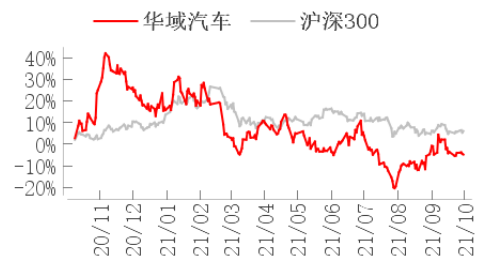
财务预测与投资建议：预计 2021-2023 年 EPS 2.10、2.60、2.92 元，参照可比公司估值，给予 2021 年 15 倍 PE 估值，目标价 31.5 元，维持买入评级。

风险提示：乘用车行业需求低于预期影响盈利；主要配套整车降价影响盈利。

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年09月30日)	22.82 元
目标价格	31.5 元
52 周最高价/最低价	34.53/18.85 元
总股本/流通 A 股 (万股)	315,272/315,272
A 股市值 (百万元)	71,945
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2021 年 10 月 07 日

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	0	-8.79	-2.12	-4.76
相对表现	-0.51	-2.52	9.54	-6.65
沪深 300	0.51	-6.27	-11.66	1.89



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 姜雪晴

jiangxueqing@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860512060001

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	144,024	133,578	152,573	167,373	183,627
同比增长(%)	-8.4%	-7.3%	14.2%	9.7%	9.7%
营业利润(百万元)	9,157	7,919	9,497	11,653	13,241
同比增长(%)	-16.5%	-13.5%	19.9%	22.7%	13.6%
归属母公司净利润(百万元)	6,463	5,403	6,617	8,183	9,216
同比增长(%)	-19.5%	-16.4%	22.5%	23.7%	12.6%
每股收益(元)	2.05	1.71	2.10	2.60	2.92
毛利率(%)	14.5%	15.2%	15.5%	15.5%	15.9%
净利率(%)	4.5%	4.0%	4.3%	4.9%	5.0%
净资产收益率(%)	13.6%	10.6%	12.4%	14.5%	15.0%
市盈率	11.1	13.3	10.9	8.8	7.8
市净率	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

相关报告

- 毛利率同比改善，智能座舱及智能车业务获得突破 2021-08-25
- 成本上涨背景下，产品结构调整促进毛利率提升 2021-04-28
- 毛利率提升超预期，新能源车产业链产品盈利贡献比重提升 2021-03-26

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	32,839	36,251	33,566	36,822	40,398	营业收入	144,024	133,578	152,573	167,373	183,627
应收票据、账款及款项融资	31,668	34,556	55,829	62,020	68,575	营业成本	123,195	113,233	128,896	141,386	154,515
预付账款	843	789	6,103	2,888	3,866	营业税金及附加	493	483	534	586	643
存货	11,116	18,822	14,638	17,439	20,763	营业费用	1,961	1,739	1,983	2,176	2,387
其他	7,050	3,509	25,129	27,314	29,715	管理费用及研发费用	13,295	13,825	16,020	16,570	18,363
流动资产合计	83,517	93,928	135,265	146,483	163,317	财务费用	(57)	38	75	110	107
长期股权投资	13,958	12,739	12,739	12,739	12,739	资产、信用减值损失	407	402	338	311	369
固定资产	22,406	23,972	23,001	20,993	18,521	公允价值变动收益	0	(0)	0	0	0
在建工程	3,414	3,017	2,339	1,936	1,734	投资净收益	3,809	3,575	4,290	4,934	5,427
无形资产	3,861	4,202	3,677	3,151	2,626	其他	618	487	480	485	570
其他	11,972	12,578	1,947	1,695	1,449	营业利润	9,157	7,919	9,497	11,653	13,241
非流动资产合计	55,611	56,508	43,703	40,514	37,069	营业外收入	416	87	100	200	100
资产总计	139,127	150,436	178,968	186,997	200,386	营业外支出	138	66	65	65	65
短期借款	6,580	6,094	38,107	30,581	28,202	利润总额	9,435	7,940	9,532	11,788	13,276
应付票据及应付账款	48,339	49,339	50,597	57,527	63,616	所得税	919	962	1,049	1,297	1,460
其他	14,950	29,280	19,913	21,484	23,645	净利润	8,516	6,978	8,484	10,492	11,815
流动负债合计	69,869	84,713	108,617	109,592	115,464	少数股东损益	2,053	1,575	1,866	2,308	2,599
长期借款	3,816	2,726	2,726	2,726	2,726	归属于母公司净利润	6,463	5,403	6,617	8,183	9,216
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.05	1.71	2.10	2.60	2.92
其他	6,742	4,809	6,036	5,842	5,554						
非流动负债合计	10,557	7,535	8,762	8,568	8,280	主要财务比率					
负债合计	80,426	92,248	117,379	118,160	123,743		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	9,279	5,649	7,516	9,824	12,423	成长能力					
实收资本(或股本)	3,153	3,153	3,153	3,153	3,153	营业收入	-8.4%	-7.3%	14.2%	9.7%	9.7%
资本公积	12,814	13,160	13,160	13,160	13,160	营业利润	-16.5%	-13.5%	19.9%	22.7%	13.6%
留存收益	31,174	33,822	37,760	42,701	47,907	归属于母公司净利润	-19.5%	-16.4%	22.5%	23.7%	12.6%
其他	2,282	2,403	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	58,702	58,188	61,589	68,838	76,643	毛利率	14.5%	15.2%	15.5%	15.5%	15.9%
负债和股东权益总计	139,127	150,436	178,968	186,997	200,386	净利率	4.5%	4.0%	4.3%	4.9%	5.0%
						ROE	13.6%	10.6%	12.4%	14.5%	15.0%
						ROIC	12.1%	10.0%	9.8%	10.0%	11.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	57.8%	61.3%	65.6%	63.2%	61.8%
净利润	8,516	6,978	8,484	10,492	11,815	净负债率	0.0%	0.0%	14.7%	0.0%	0.0%
折旧摊销	3,718	4,107	4,388	4,704	4,968	流动比率	1.20	1.11	1.25	1.34	1.41
财务费用	(57)	38	75	110	107	速动比率	1.02	0.88	1.10	1.16	1.21
投资损失	(3,809)	(3,575)	(4,290)	(4,934)	(5,427)	营运能力					
营运资金变动	99	4,482	(50,635)	(127)	(5,925)	应收账款周转率	6.1	5.6	6.1	6.2	6.1
其它	1,189	(2,655)	9,633	117	81	存货周转率	10.3	7.1	7.2	7.9	7.3
经营活动现金流	9,656	9,376	(32,346)	10,362	5,618	总资产周转率	1.1	0.9	0.9	0.9	0.9
资本支出	(4,280)	(4,552)	(1,661)	(1,532)	(1,532)	每股指标(元)					
长期投资	2,908	1,296	(64)	17	10	每股收益	2.05	1.71	2.10	2.60	2.92
其他	(266)	3,662	4,486	4,934	5,425	每股经营现金流	3.06	2.97	-10.26	3.29	1.78
投资活动现金流	(1,638)	406	2,761	3,418	3,903	每股净资产	15.68	16.66	17.15	18.72	20.37
债权融资	(706)	2,579	(2,359)	354	550	估值比率					
股权融资	(64)	346	0	0	0	市盈率	11.1	13.3	10.9	8.8	7.8
其他	(4,866)	(9,310)	29,259	(10,878)	(6,496)	市净率	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
筹资活动现金流	(5,636)	(6,385)	26,900	(10,524)	(5,945)	EV/EBITDA	3.7	3.9	3.4	2.9	2.6
汇率变动影响	(5)	(7)	-0	-0	-0	EV/EBIT	5.2	6.0	5.0	4.0	3.6
现金净增加额	2,377	3,390	(2,685)	3,256	3,576						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn