

2020 年报及 2021 年一季度业绩预告点评： 新能源汽车厚积薄发，Q1 高增明显提速 买入（维持）

2021 年 03 月 28 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 柴嘉辉

chaijh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	12,110	15,680	19,142	22,896
同比 (%)	7.3%	29.5%	22.1%	19.6%
归母净利润 (百万元)	1462	2056	2533	3069
同比 (%)	2.9%	40.6%	23.2%	21.2%
每股收益 (元/股)	0.41	0.57	0.71	0.85
P/E (倍)	51.98	36.96	30.01	24.76

投资要点

- **20 年收入+7%、利润+3%双增长，Q1 预告高增 50-80%。**公司发布 2020 年年报，实现营收 121.1 亿元，同比+7.29%；实现归母净利润 14.62 亿元，同比+2.88%，业绩符合我们预期。其中 2020Q4，实现营收 35.17 亿元，同比+31.87%，环比+7.38%；实现归母净利润 3.7 亿元，同比+1.37%，环比-17.57%。同时发布 2021 年 Q1 预告，预计盈利 3.17-3.80 亿，同比+50%-80%，超市场一致预期。
- **20H2 新能源汽车行业提速、新客户开始放量，传统车走出疫情阴霾，21 年下游需求旺盛、上调全年收入目标至 40 亿以上。**20H2 新能源汽车高歌猛进，三花核心客户方面，北美大客户下半年全球销售 28.6 万辆，同比+68%；其他客户沃尔沃 (Polestar 2 Q3 开始规模交付)、蔚来快速增长，大众 MEB 平台海外开始放量。20H2 起燃油车市场走出阴霾，三花汽零板块 20 年毛利率 29.7%，同比-0.9pct，净利率下降 4.3pct 至 13.4%，毛利率下降主要原因是组件、系统产品占比提升，净利率降幅较大是由海运费、研发人员增加及汇兑损益等，实际盈利水平基本稳定。21 年新能源汽车行业排产旺盛，北美大客户继续起量，其他客户蔚来、MEB 等也继续放量，同时热泵空调应用、组件化推进，高 ASP 车型占比提升，我们预计全年收入翻番以上；同时传统车业务边际改善，我们上调 21 年汽零业务收入预期至 40 亿以上，同比+80%以上。
- **制冷业务下半年明显改善，亚威科实现扭亏，能效升级推动下有望保持稳增。**20H2 以来国内白电需求恢复，20H2 国内空调销售 6541 万，同比+8.8%，20H1 销售 7606 万，同比-16%。20 年三花制冷业务收入 96.4 亿，同比基本持平，其中 H1/H2 增速分别同比-13.8%/+15.4%，下半年明显提速。此外，7 月 1 日空调新能效标准实施后，不符合新标准的空调将不再生产，促进公司的拳头产品电子膨胀阀渗透率提升，估计 19 年电子膨胀阀渗透率 30%、20 年有望提升到 50%以上、21 年有望继续提升；同时亚威科业务在 20 年也成功实现扭亏。21 年能效升级继续推动下，制冷业务有望持续稳增；微通道、亚威科业务也有望逐步改善。
- **盈利预测与投资评级：**由于公司 2021Q1 业绩预告超市场预期，我们将 2021-2022 年归母净利润由 20.2 亿/24.3 亿上修至 20.6 亿/25.3 亿。我们预计 2021-2023 年归母净利润分别 20.6 亿、25.3 亿、30.7 亿，同比分别 +40.6%、+23.2%、+21.2%，EPS 分别 0.57 元、0.71 元、0.85 元，对应现价 PE 分别 37x、30x、25x，给予目标价 28.5 元，对应 21 年 50x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行，投资不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.16
一年最低/最高价	11.59/28.15
市净率(倍)	7.55
流通 A 股市值(百万元)	74489.12

基础数据

每股净资产(元)	2.80
资产负债率(%)	40.39
总股本(百万股)	3591.60
流通 A 股(百万股)	3520.28

相关研究

- 1、《三花智控 (002050) 三季报点评：单季恢复高增长，新能源快速放量》2020-10-21
- 2、《三花智控 (002050) 中报点评：新能源热管理高歌猛进、家电业务边际改善》2020-08-13
- 3、《三花智控 (002050) 业绩快报点评：业绩符合预期，海外电动车订单锁定高增周期》2020-02-18

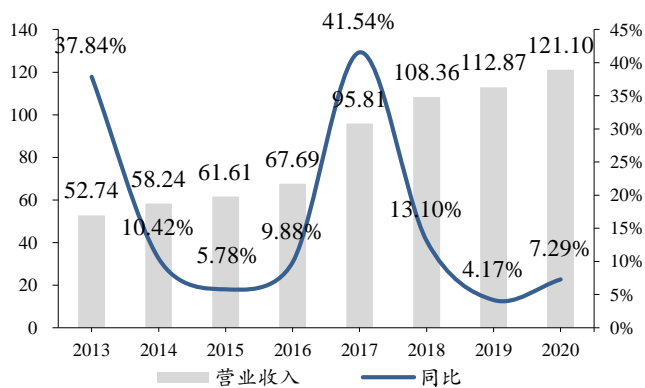
20 年收入+7%、利润+3%双增长，Q1 预告高增 50-80%。公司发布 2020 年年报，实现营收 121.1 亿元，同比+7.29%；实现归母净利润 14.62 亿元，同比+2.88%，业绩符合我们预期。其中 2020Q4，实现营收 35.17 亿元，同比+31.87%，环比+7.38%；实现归母净利润 3.7 亿元，同比+1.37%，环比-17.57%。同时发布 2021 年 Q1 预告，预计盈利 3.17-3.80 亿，同比+50%~80%，超市场一致预期。

表 1：三花智控 20 年年报核心财务数据（亿元）

三花智控	2020	2019	同比	2020Q4	2019Q4	同比	2020Q3	环比
营业收入	121.10	112.87	7.3%	35.17	26.67	31.9%	32.75	7.4%
毛利率	29.8%	29.6%	0.2pct	32.5%	32.4%	0.2pct	30.1%	2.4pct
营业利润	17.02	16.64	2.3%	4.26	3.93	8.5%	5.36	-20.5%
利润总额	16.92	16.63	1.7%	4.19	3.91	7.2%	5.33	-21.2%
归属母公司净利润	14.62	14.21	2.9%	3.70	3.65	1.4%	4.49	-17.6%
扣非归母净利润	12.71	13.51	-6.0%	3.13	3.01	4.3%	3.75	-16.4%
归母净利率	12.1%	12.6%	-0.5pct	10.5%	13.7%	-3.2pct	13.7%	-3.2pct
股本	35.92	27.66	-	35.92	27.66	-	35.92	-
EPS	0.41	0.51	-20.8%	0.10	0.13	-21.9%	0.12	-17.6%

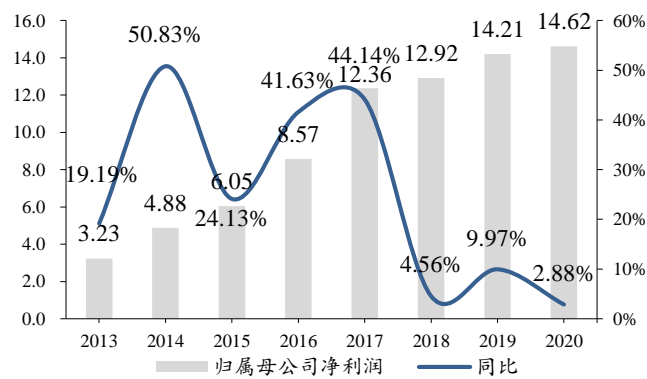
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1：2020 年收入 121.1 亿元，同比+7.29%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

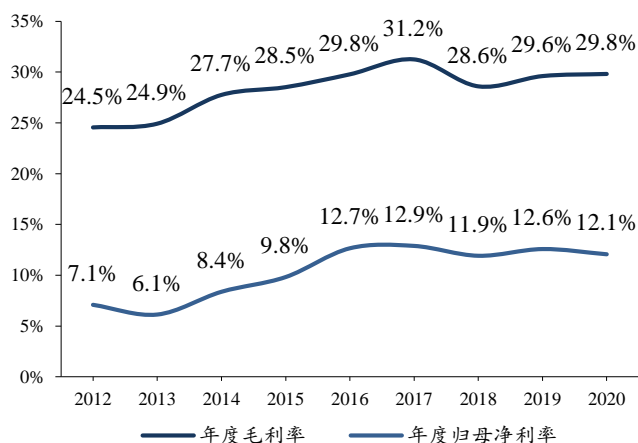
图 2：2020 年归母净利润 14.62 亿元，同比+2.88%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

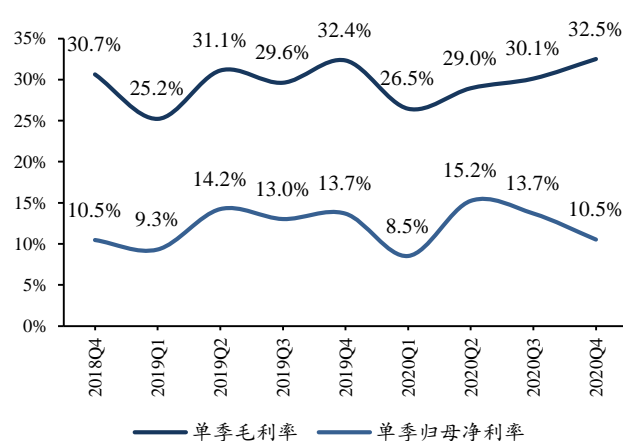
Q4 毛利率稳定，人员增长、海运费及汇兑损益等使净利率有所下降。2020 年毛利率为 29.81%，同比上升 0.21pct、基本稳定，Q4 毛利率 32.53%，同比上升 0.17pct，环比上升 2.39pct；2020 年归母净利率为 12.07%，同比下降 0.52pct，Q4 归母净利率 10.52%，同比下降 3.17pct，环比下降 3.18pct，主要受人员增长、管理费用上升，海运费有所增长，以及汇兑损益等影响。

图 3：2020 年毛利率、净利率同比+0.21、-0.52pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：20Q4 毛利率、净利率同比+0.17、-3.17pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

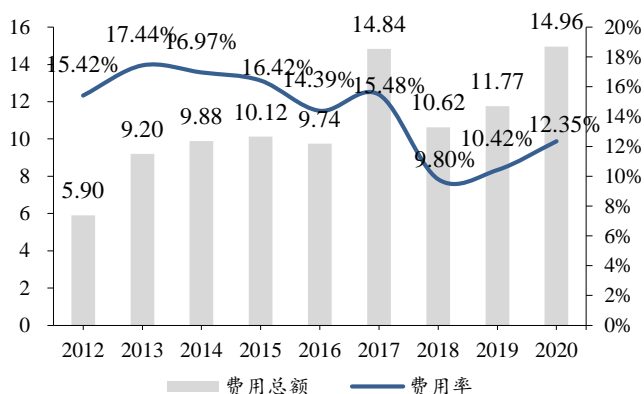
20H2 新能源汽车行业提速、新客户开始放量，传统车走出疫情阴霾，H2 板块收入大幅+71.3%，利润+20.9%，21 年下游需求旺盛，上调全年收入目标至 40 亿以上。

- 20H2 新能源汽车高歌猛进，21 年排产旺盛，增长有望提速。20 年国内/全球新能源汽车乘用车销量分别达 122 万辆/287 万辆，同比分别+16%/+42%；其中 H2 疫情后明显提速，国内/全球销量分别 87 万辆/197 万辆，同比+80%/+95%。三花核心客户方面，北美大客户下半年全球销售 28.6 万辆，同比+68%；其他客户沃尔沃（Polestar 2 Q3 开始规模交付）、蔚来快速增长，大众 MEB 平台海外开始放量。H1/H2 三花新能源汽车产品销售 5.42 亿/9.65 亿，同比+64.8%/+139%、H2 环比+78%，全年收入 15.06 亿，同比+105.9%，但我们预计组件化占比提升后毛利率略有下降。
- 20H2 起全球燃油车市场走出疫情阴霾，H2 国内乘用车销量 1229 万辆，同比+8.7%，H1/H2 三花燃油车产品分别 4.09 亿/5.54 亿、同比-6.2%/+14.5%，全年同比+4.7%，下半年恢复明显。整体而言，汽零板块 20 年毛利率 29.7%，同比-0.9pct，净利率下降 4.3pct 至 13.4%，毛利率下降主要原因是组件、系统产品占比提升，净利率降幅较大是由海运费、研发人员增加及汇兑损益等，实际盈利水平基本稳定。
- 21 年以来，新能源汽车方面行业排产旺盛，持续高增，北美大客户继续起量，其他客户蔚来、MEB、沃尔沃等也继续放量，同时热泵空调应用、组件化推进，高 ASP 车型占比提升，新能源汽车产品有望持续高歌猛进，我们预计全年收入翻番以上；同时传统车业务边际改善，我们上调 21 年汽零业务收入预期至 40 亿以上，同比+80%以上。

制冷业务下半年明显改善，亚威科实现扭亏，能效升级推动下有望保持稳增。20H2以来国内空调等白电需求恢复，20H2国内空调销售6541万，同比+8.8%，H1销售7606万，同比-16%。20年三花制冷业务收入96.4亿，同比基本持平，其中H1/H2分别43.7亿/52.7亿，同比-13.8%/+15.4%，下半年增速明显提速。此外，7月1日空调新能效标准实施后，不符合新标准的空调将不再生产，促进公司的拳头产品电子膨胀阀渗透率提升，估计19年电子膨胀阀渗透率30%、20年有望提升到50%以上、21年有望继续提升；同时亚威科业务在20年也成功实现扭亏。21年能效升级继续推动下，制冷业务有望持续稳增；微通道、亚威科业务也有望逐步改善。

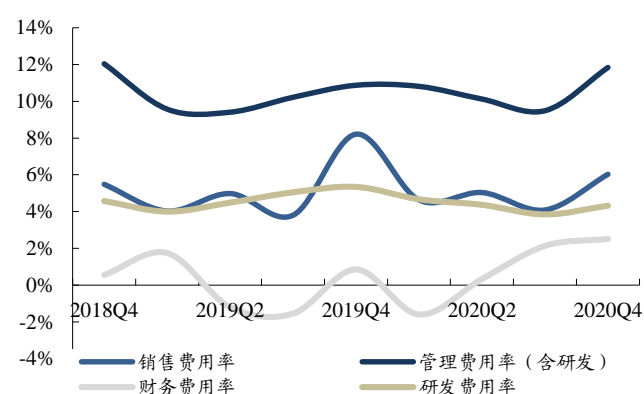
员工薪资及股权支付费用带来管理费用提升，20年费用/费用率小幅提升。公司2020年费用同比增长27.14%至14.96亿元，期间费用率上升1.5个百分点至16.63%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升2.45%、上升13.72%、下降2.56%、上升1757.83%至6.03亿元、12.82亿元、5.18亿元、1.29亿元；费用率分别下降0.24、上升0.6、下降0.43、上升1.13个百分点至4.98%、10.59%、4.28%、1.06%。Q4，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比-3.22%/+43.65%/+6.76%/+287.81%，费用率分别为6.02%/11.85%/4.33%/2.52%。

图 5：2020 年期间费用 14.96 亿元，同比+27.14%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

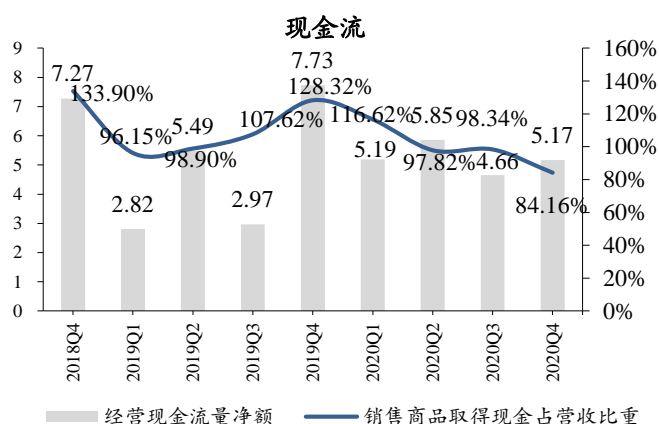
图 6：Q4 期间费用率 20.39%，同比+0.45pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

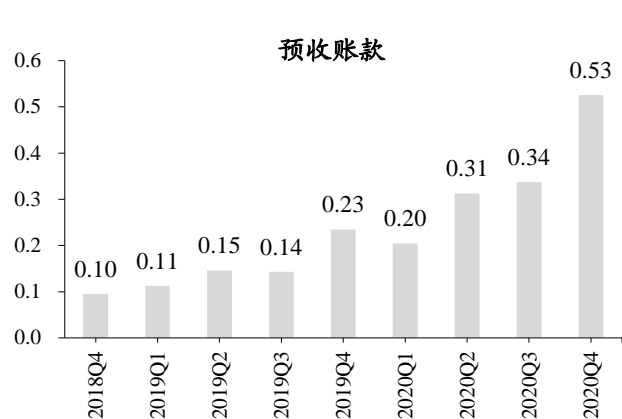
现金流稳健，预收账款+合同负债大幅增长。2020年经营活动现金流量净流入20.87亿元，同比增长9.85%，其中Q4经营活动现金流量净额5.17亿元；销售商品取得现金118.49亿元，同比下降2.19%。期末预收款项0.53亿元，比年初增长124.20%。期末应收账款23.56亿元，较期初增长4.84亿元，应收账款周转天数上升3.56天至62.83天。期末存货23.08亿元，较期初上升1.27亿元；存货周转天数下降0.26天至95.05天。

图 7: Q4 现金净流入 5.17 亿元, 同比-33.10%



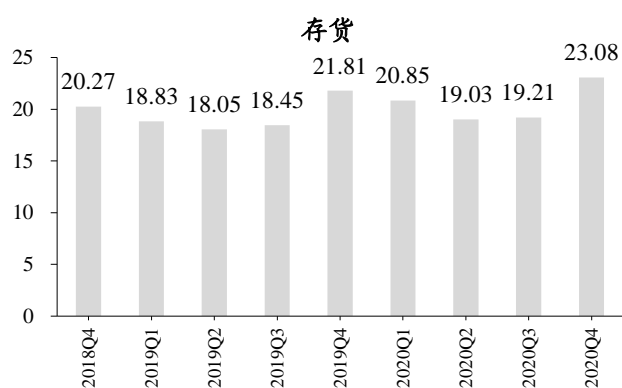
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: Q4 期末预收款项 0.53 亿元, 较年初+124.20%



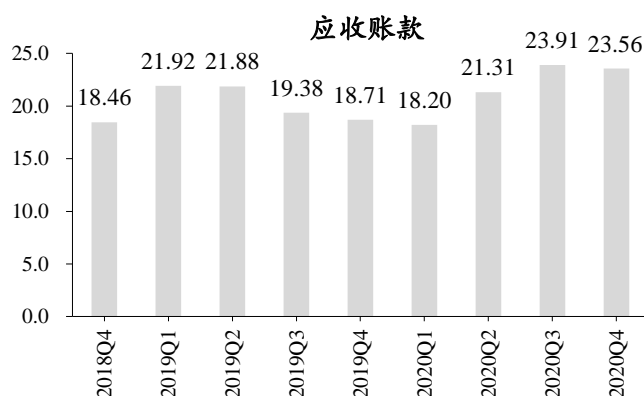
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: Q4 期末存货 23.08 亿元, 较期初+1.27 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 10: Q4 期末应收账款 23.56 亿元, 较期初+4.84 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资建议: 由于公司 2021Q1 业绩预告超市场预期, 我们将 2021-2022 年归母净利润由 20.2 亿/24.3 亿上修至 20.6 亿/25.3 亿。我们预计 2021-2023 年归母净利润分别 20.6 亿、25.3 亿、30.7 亿, 同比分别+40.6%、+23.2%、+21.2%, EPS 分别 0.57 元、0.71 元、0.85 元, 对应现价 PE 分别 37x、30x、25x, 给予目标价 28.5 元, 对应 21 年 50x, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济下行, 投资不及预期

三花智控三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	11584.4	13871.7	15879.5	18199.3	营业收入	12109.8	15679.7	19142.3	22895.7
现金	3489.7	3819.0	3924.9	4218.7	减:营业成本	8500.4	10998.0	13399.6	16027.0
应收账款	4756.5	6014.1	7268.8	8607.1	营业税金及附加	78.0	125.4	153.1	183.2
存货	2307.8	2926.1	3493.8	4095.3	营业费用	603.0	752.6	899.7	1053.2
其他流动资产	1030.4	1112.4	1192.0	1278.2	管理费用	1303.0	1537.9	1835.4	2169.1
非流动资产	5448.2	5798.1	6251.7	6692.5	财务费用	128.9	46.1	86.9	95.0
长期股权投资	15.2	15.9	16.6	17.3	资产减值损失	-58.7	0.0	0.0	0.0
固定资产	4468.1	4834.3	5304.1	5761.2	加:投资净收益	89.1	30.0	30.0	30.0
在建工程	628.7	278.6	233.6	220.1	其他收益	116.1	167.9	180.1	210.1
无形资产	507.7	490.8	473.8	456.9	营业利润	1701.8	2417.6	2977.5	3608.4
其他非流动资产	457.1	457.1	457.1	457.1	加:营业外净收支	-9.8	0.0	0.0	0.0
资产总计	17032.5	19669.8	22131.2	24891.9	利润总额	1692.0	2417.6	2977.5	3608.4
流动负债	4727.6	5863.6	6919.7	8045.3	减:所得税费用	218.7	338.5	416.9	505.2
短期借款	513.6	513.6	513.6	513.6	少数股东损益	11.2	22.9	28.2	34.1
应付账款	3518.2	4460.9	5326.3	6243.3	归属母公司净利润	1462.2	2056.2	2532.5	3069.1
其他流动负债	695.7	889.0	1079.7	1288.3	EBIT	1724.0	2408.2	3024.5	3663.3
非流动负债	2152.2	2772.8	3093.5	3414.1	EBITDA	2143.0	2642.6	3299.4	3976.7
长期借款	1707.9	2207.9	2407.9	2607.9					
其他非流动负债	444.3	564.9	685.5	806.2	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	6879.8	8636.4	10013.1	11459.4	每股收益(元)	0.41	0.57	0.71	0.85
少数股东权益	88.0	97.6	109.6	124.0	每股净资产(元)	2.80	3.04	3.34	3.71
归属母公司股东权益	10064.8	10935.8	12008.5	13308.4	发行在外股份(百万股)	3591.6	3591.6	3591.6	3591.6
负债和股东权益	17032.5	19669.8	22131.2	24891.9	ROIC(%)	13.1%	17.4%	21.4%	23.5%
					ROE(%)	14.5%	18.8%	21.1%	23.1%
					毛利率(%)	29.8%	29.9%	30.0%	30.0%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	12.1%	13.1%	13.2%	13.4%
经营活动现金流	2087.3	1511.6	2094.2	2617.1	资产负债率(%)	40.4%	43.9%	45.2%	46.0%
投资活动现金流	-795.2	-497.0	-728.5	-754.2	收入增长率(%)	7.3%	29.5%	22.1%	19.6%
筹资活动现金流	-395.5	-685.3	-1259.8	-1569.1	净利润增长率(%)	2.9%	40.6%	23.2%	21.2%
现金净增加额	846.4	329.3	105.9	293.8	P/E	51.98	36.96	30.01	24.76
折旧和摊销	419.0	234.4	274.9	313.4	P/B	7.55	6.95	6.33	5.71
资本开支	-1152.6	-496.3	-727.8	-753.5	EV/EBITDA	38.67	32.03	26.07	21.99
营运资本变动	132.6	-788.7	-725.2	-779.8					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>