

# 三花智控 (002050)

公司研究/点评报告

## 无惧上游涨价，热管理龙头双翼齐飞

—三花智控 (002050) 2021 年半年报点评

点评报告/家电

2021 年 08 月 12 日

### 一、事件概述

8 月 11 日，公司发布 2021 年半年报，上半年实现营收 76.74 亿元，同比增长 44.3%，实现归母净利润 8.24 亿元，同比增长 28.0%，扣非后归母净利润 7.20 亿元，同比增长 23.6%。

### 二、分析与判断

#### ➤ 21Q2 营收和归母净利润创单季新高，原材料涨价影响毛利率

**营收和净利：**公司 21Q2 营收 42.66 亿元，同比增长了 50.5%，环比增长 25.2%，归母净利润为 4.64 亿元，同比增长 7.3%，环比增长 28.9%，主要得益于新能源车单车 ASP 提升，销量大增下公司同环比均增长。**毛利率：**21Q2 毛利率为 26.8%，同比下降 2.2pct，环比下降 0.4pct，主要原因为：1) 国际海运价格大涨；2) 铝价铜价大涨。公司通过降本增效、适当传导降低了影响，预计随着下半年传导更加顺畅，未来毛利率有望保持在合理水平。**费用率：**公司 21Q2 期间费用率为 14.14%，同比下降 1.35pct，费用管控良好，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 4.06%、4.40%、4.32%、1.36%，同比下降了 0.97pct、1.35pct、0.05pct 和 -1.02pct，财务费用率上升主要受汇兑损失同比增加影响。**现金流：**21Q2 经营活动现金流量净额为 6.35 亿元，同比增长 8.5%，环比增长 234.4%。

#### ➤ 汽零业务：受益于新能源车销量提高和集成模块渗透率提升

21H1 公司汽车零部件业务营业收入为 21.11 亿元，同比上升 122.14%，毛利率为 24.85%，同比下降 4.06pct，子公司三花汽零实现净利润 2.58 亿元，净利率为 12.23%，业务收入占比达 27.51%，同比增长 9.64pct。我们预计，来自新能车的营收占比接近 3/4，呈快速增长，公司客户几乎覆盖了传统汽车和造车新势力，充分受益于新能源车销量的快速增长。公司集成模块出货占比逐步提升，带动单车价值量上升至约 2000 元左右，带来营收快速增长。另外，公司在储能热管理领域有技术积累，已与国际大客户进行合作，其技术路线与现有汽零相类似，可快速转型应用于储能市场。

#### ➤ 制冷空调电器零部件业务：电子膨胀阀渗透率继续提升，亚威科扭亏为盈

制冷空调电器零部件业务营业收入为 55.63 亿元，同比上升 27.37%，毛利率为 27.82%，同比增长 0.26 个百分点，净利率为 5.66 亿元，净利率为 10.17%。国内新能效标准自 7 月 1 日正式实施，带动电子膨胀阀的渗透率提升，公司是电子膨胀阀龙头企业，将充分受益。亚威科业务尽管受欧洲疫情影响，但通过管理优化、供应链改造，21H1 同比实现扭亏为盈，未来将持续贡献盈利。

### 三、投资建议

考虑到新能源车销量快速提升和集成模块渗透率上升，我们上调了公司 2021-2023 年归母净利润至 22.04、29.41、39.77 亿元（此前为 20.02、24.00、29.03 亿元），同比分别增长 51%、33%、35%，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 39、29、22 倍。参考 CS 新能车的 PE-TTM 为 163 倍，考虑到公司是热管理龙头，给予“推荐”评级。

### 四、风险提示：

新能源车销量不及预期；新能源车热管理业务竞争加剧；芯片供应紧张影响汽车需求；制冷空调电器零部件业务需求不及预期。

推荐

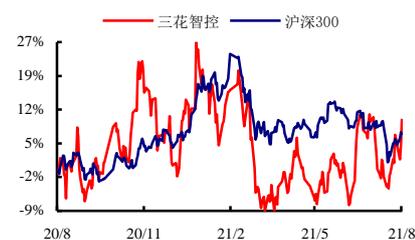
维持评级

当前价格： 23.89 元

交易数据 2021-8-11

近 12 个月最高/最低(元)	27.68/19.98
总股本(百万股)	3,592
流通股本(百万股)	3,535
流通股比例(%)	98.42
总市值(亿元)	858
流通市值(亿元)	844

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于潇

执业证号： S0100520080001

电话： 021-60876734

邮箱： yuxiao@mszq.com

研究助理：丁亚

执业证号： S0100120120042

电话： 021-60876734

邮箱： dingya@mszq.com

研究助理：李京波

执业证号： S0100121020004

电话： 021-60876734

邮箱： lijingbo@mszq.com

相关研究

- 1.三花智控(002050):汽零受益新能源车普及，制冷将重回上升通道
- 2.三花智控(002050)公司点评：收入快速增长，盈利能力同比提升

**盈利预测与财务指标**

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	12,110	16,314	20,490	26,156
增长率 (%)	7.3	34.7	25.6	27.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,462	2,204	2,941	3,977
增长率 (%)	2.9	50.8	33.4	35.2
每股收益 (元)	0.41	0.61	0.82	1.11
PE (现价)	58.3	38.9	29.2	21.6
PB	8.5	7.5	6.0	4.7

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	12,110	16,314	20,490	26,156
营业成本	8,500	11,739	14,622	18,496
营业税金及附加	78	105	132	168
销售费用	603	653	799	994
管理费用	764	734	861	1,046
研发费用	518	702	861	1,072
EBIT	1,646	2,382	3,216	4,379
财务费用	129	61	48	22
资产减值损失	(59)	0	0	(0)
投资收益	89	90	90	90
营业利润	1,702	2,542	3,388	4,578
营业外收支	(10)	0	0	0
利润总额	1,692	2,532	3,378	4,568
所得税	219	327	437	590
净利润	1,473	2,204	2,941	3,977
归属于母公司净利润	1,462	2,204	2,941	3,977
EBITDA	2,071	2,844	3,726	4,938
<b>资产负债表 (百万元)</b>				
货币资金	3490	2737	5152	6269
应收账款及票据	4680	6199	7786	9939
预付款项	69	94	118	149
存货	2308	3888	3831	5931
其他流动资产	150	150	150	150
流动资产合计	11584	14047	17989	23503
长期股权投资	15	105	195	285
固定资产	3839	4289	4739	5189
无形资产	508	470	434	399
非流动资产合计	5448	5898	6311	6677
资产合计	17033	19946	24300	30180
短期借款	383	383	383	383
应付账款及票据	3518	4930	6141	7768
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	4728	6334	7748	9650
长期借款	1708	1708	1708	1708
其他长期负债	354	354	354	354
非流动负债合计	2152	2152	2152	2152
负债合计	6880	8486	9900	11802
股本	3592	3592	3592	3592
少数股东权益	88	88	88	88
股东权益合计	10153	11459	14400	18378
负债和股东权益合计	17033	19946	24300	30180

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	7.3	34.7	25.6	27.7
EBIT 增长率	7.4	44.7	35.0	36.2
净利润增长率	2.9	50.8	33.4	35.2
<b>盈利能力</b>				
毛利率	29.8	28.0	28.6	29.3
净利润率	12.1	13.5	14.4	15.2
总资产收益率 ROA	8.6	11.1	12.1	13.2
净资产收益率 ROE	14.5	19.4	20.5	21.7
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.5	2.2	2.3	2.4
速动比率	2.0	1.6	1.8	1.8
现金比率	0.9	0.6	0.8	0.7
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.4
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	62.8	61.0	61.0	61.0
存货周转天数	95.0	95.0	95.0	95.0
总资产周转率	—	0.9	0.9	1.0
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.4	0.6	0.8	1.1
每股净资产	2.8	3.2	4.0	5.1
每股经营现金流	0.6	0.3	0.9	0.6
每股股利	0.4	0.3	0.0	0.0
<b>估值分析</b>				
PE	58.3	38.9	29.2	21.6
PB	8.5	7.5	6.0	4.7
EV/EBITDA	32.7	24.1	18.1	13.6
股息收益率	1.5	1.0	0.0	0.0
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	1,473	2,204	2,941	3,977
折旧和摊销	512	462	510	559
营运资金变动	7	(1,617)	(113)	(2,495)
经营活动现金流	2,015	1,077	3,366	2,068
资本开支	1,131	832	844	844
投资	(1)	0	0	0
投资活动现金流	(795)	(832)	(844)	(844)
股权募资	119	0	0	0
债务募资	315	8	0	0
筹资活动现金流	(396)	(997)	(107)	(107)
现金净流量	824	(753)	2,415	1,117

## 分析师与研究助理简介

**于潇**，民生证券电力设备新能源行业首席分析师，上海交通大学学士，北京大学硕士，先后就职于通用电气、中泰证券、东吴证券、华创证券，2020年8月加入民生证券。

**丁亚**，多年光伏产业研究经验，曾就职于SOLARZOOM、新时代证券，2020年12月加入民生证券。

**李京波**，上海交通大学本硕，5年汽车行业经验，曾就职于国海证券，2021年2月加入民生证券，主要负责新能源汽车产业链研究。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。