

2021 年中报点评：电动车热管理量价齐升、制冷业务稳增，业绩符合预期

买入（维持）

2021 年 08 月 13 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

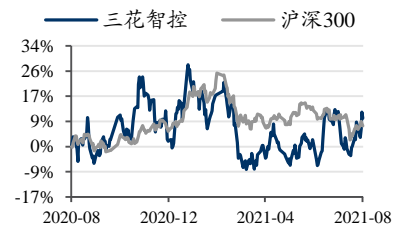
chaijh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	11,287	15,680	19,142	22,896
同比（%）	4.2%	38.9%	22.1%	19.6%
归母净利润（百万元）	1421	2059	2529	3061
同比（%）	10.0%	44.9%	22.8%	21.0%
每股收益（元/股）	0.40	0.57	0.70	0.85
P/E（倍）	59.29	40.91	33.32	27.53

投资要点

- **H1 收入同比+44%、利润+28%，收入高增符合我们的预期、利润端短期受原材料涨价、汇率影响。**公司发布 2021 年半年报，H1 实现营收 76.74 亿元，同比+44.30%；实现归母净利润 8.24 亿元，同比+28.03%。其中 2021Q2，实现营收 42.66 亿元，同比+50.50%，环比增长 25.16%；实现归母净利润 4.64 亿元，同比+7.33%。上半年汽零高增 122%符合我们的预期、家电业务增长 27%略超我们的预期，但利润增速慢于收入。
- **H1 行业需求高增、同时三花产品 ASP 提升，收入大幅增长。**2021H1 国内电动车销量合计 120.6 万辆，同比+201.5%，海外乘用车销量 74.1 万辆，同比+111%；其中 Tesla H1 全球销量 38.1 万辆，同比+144%；Model 3/Y 销量分别 24.4 万辆/12.3 万辆，同比分别+83%/+3972%；其他客户蔚来、沃尔沃等车型平台继续放量，主流车型热泵组件化持续推进，高 ASP 车型占比提升，整体平均 ASP 有明显提升。全年预计整体汽零业务收入 45 亿+、其中新能源汽车 35 亿左右。同时，上半年新签长期订单继续维持较快增长，未来几年持续增长有保障。
- **能效升级推动下，制冷业务增速显著高于行业；亚威科业务已实现连续盈利。**尽管制冷业务最大下游空调增速平稳，但受益下游能效升级、公司电子膨胀阀等拳头产品渗透率提升，以及商用制冷业务的稳健增长，制冷业务板块增速显著高于行业，上半年收入 55.6 亿，同比+27.4%。同时，三花制冷板块多与下游签订价格联动协议，较好对冲原材料波动，H1 毛利率 27.8%，同比提升+0.2pct。此外，上半年亚威科业务通过内部挖潜、供应链改造等，收入端实现较快增长、利润端已经实现每月盈利。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持 2021-23 年归母净利润分别 21 亿、25 亿、31 亿，同比分别+45%、+23%、+21%，EPS 分别 0.57 元、0.70 元、0.85 元，对应现价 PE 分别 41x、33x、28x，给予目标价 28.5 元，对应 21 年 50 倍 PE，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)	23.46
一年最低/最高价	19.48/28.15
市净率(倍)	8.40
流通 A 股市值(百万元)	82925.46

基础数据

每股净资产(元)	2.79
资产负债率(%)	49.81
总股本(百万股)	3591.60
流通 A 股(百万股)	3534.76

相关研究

- 1、《三花智控 (002050) 一季报点评：21 年新能车热管理高歌猛进，传统制冷复苏》2021-04-25
- 2、《三花智控 (002050)：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》2021-03-28
- 3、《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

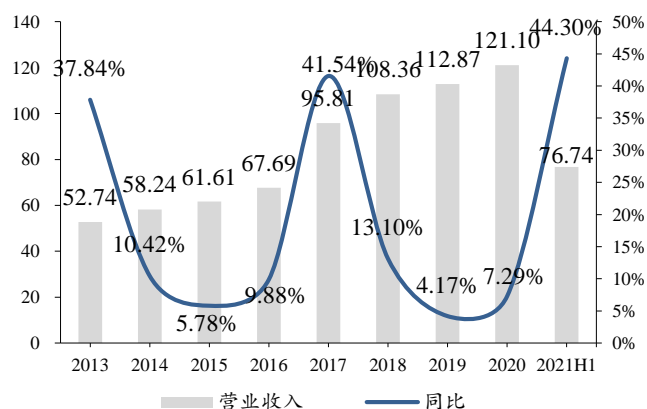
H1 收入同比+44%、利润+28%，收入高增符合我们的预期、利润端短期受原材料涨价、汇率影响。公司发布 2021 年半年报，H1 实现营收 76.74 亿元，同比+44.30%；实现归母净利润 8.24 亿元，同比+28.03%。其中 2021Q2，实现营收 42.66 亿元，同比+50.50%，环比增长 25.16%；实现归母净利润 4.64 亿元，同比+7.33%。上半年汽零高增 122%符合我们的预期、家电业务增长 27%略超我们的预期，但利润增速慢于收入，主要原因是：
1) 原材料成本上升，2021H1 毛利率 27%，同比-0.8pct，2021Q2 毛利率 26.8%，同比-2.2pct；
2) 汇兑损失，综合考虑报表汇兑收益、远期收益、期货收益，2021Q2 汇率对利润端影响-0.19 亿，2020Q2 为+0.57 亿，剔除这部分影响测算，2021Q2 净利润增速可恢复至 28.8%。

表 1: 三花智控 2021Q1 核心财务数据 (亿元)

三花智控	2021H1	2020H1	同比	2021Q2	2020Q2	同比	2021Q1	环比
营业收入	76.74	53.18	44.3%	42.66	2834.5%	50.5%	34.08	25.2%
毛利率	27.0%	27.8%	-0.8pct	26.8%	29.0%	-2.2pct	27.2%	-0.4pct
营业利润	10.08	7.40	36.3%	5.57	491.8%	13.2%	4.51	23.4%
利润总额	10.07	7.40	36.1%	5.59	491.9%	13.5%	4.49	24.5%
归属母公司净利润	8.24	6.43	28.0%	4.64	432.1%	7.3%	3.60	28.8%
扣非归母净利润	7.20	5.82	23.6%	3.99	315.2%	26.4%	3.21	24.1%
归母净利率	10.7%	12.1%	-1.4pct	10.9%	15.2%	-4.4pct	10.6%	0.3pct
股本	35.92	35.92	-	35.92	3592.0%	-	35.92	-
EPS	0.23	0.18	28.1%	0.13	12.0%	7.3%	0.10	28.8%

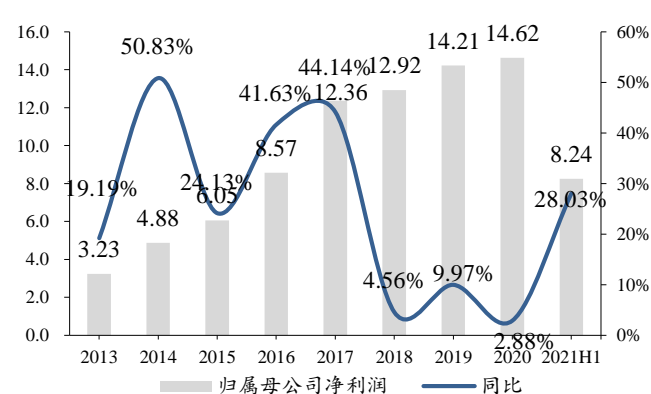
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 1: 2021H1 收入 76.74 亿元, 同比+44.30%



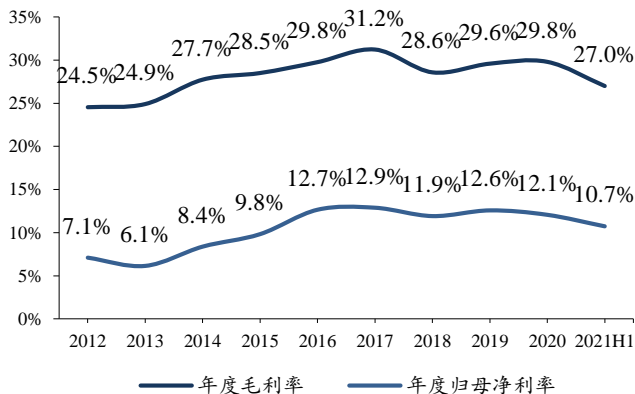
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 2021H1 归母净利润 8.24 亿元, 同比+28.03%



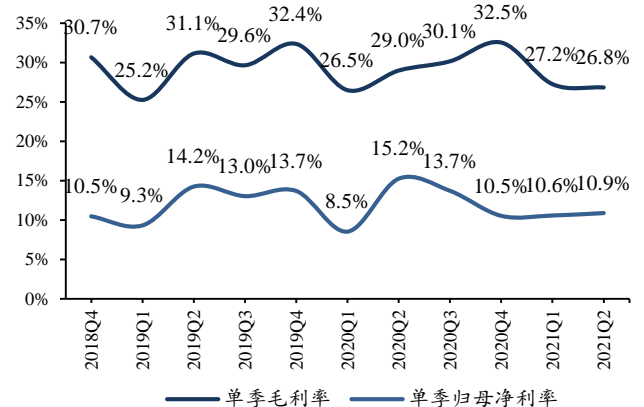
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3：2021H1 毛利率、净利率同比-0.8、-1.36pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：2021Q2 毛利率、净利率同比-2.15、-4.37pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

21H1 新能源汽车产销超我们的预期，三花大客户集中放量+ASP 提升，上半年收入 21.1 亿、yoy+122%（其中新能源 15.8 亿、yoy+192%），全年汽零业务预计收入 45 亿+。

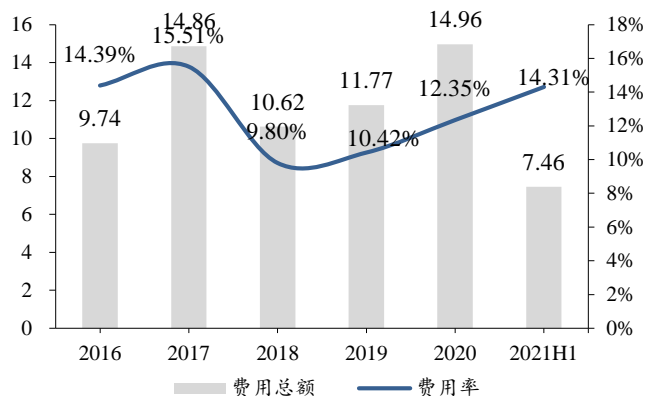
- **H1 行业需求高增、同时三花产品 ASP 提升，收入大幅增长。** 21H1 国内电动车销量合计 120.6 万辆，同比+201.5%，海外乘用车销量 74.1 万辆，同比+111%；其中 Tesla H1 全球销量 38.1 万辆，同比+144%；Model 3/Y 销量分别 24.4 万辆/12.3 万辆，同比分别+83%/+3972%；其他客户蔚来、沃尔沃等车型平台继续放量，主流车型热泵组件化持续推进，高 ASP 车型占比提升，整体平均 ASP 有明显提升。21H1 三花汽零收入 21.1 亿，同比+122%；其中新能源销量 15.83 亿，同比+192%，全年预计整体汽零业务收入 45 亿+、其中新能源汽车 35 亿左右。同时，上半年新签长期订单继续维持较快增长，未来几年持续增长有保障。
- **汽零业务毛利率受多方面因素影响有所下降，预计后续逐步恢复。** 21H1 三花汽零毛利 24.9%，同比-4pct，下滑因素主要包括：1) 汽零板块报告期内新增大量产能，目前尚未达到满产状态，毛固定成本占比高；2) 上游铝、钢材、塑料等大宗商品上涨，未能全部向客户传导；3) 汇率影响；4) 集成类产品占比提升、外购比例增加等。后续随着产能利用率的提升、原材料价格逐步平稳等，汽零业务稳态毛利率有望恢复 30%左右的正常水平。

能效升级推动下，制冷业务增速显著高于行业；亚威科业务已实现连续盈利。 尽管制冷业务最大下游空调增速平稳（据产业在线数据，21H1 国内空调产量 8515 万台，同比+12%），但受益下游能效升级、公司电子膨胀阀等拳头产品渗透率提升，以及商用制冷业务的稳健增长，制冷业务板块增速显著高于行业，上半年收入 55.6 亿，同比+27.4%。同时，三花制冷板块多与下游签订的是价格联动的协议，较好的对冲了原材料波动的影

响，H1 毛利率 27.8%，同比小幅提升+0.2pct。此外，上半年亚威科业务通过内部挖潜、供应链改造等，收入端实现较快增长、利润端目前已经实现每月盈利。

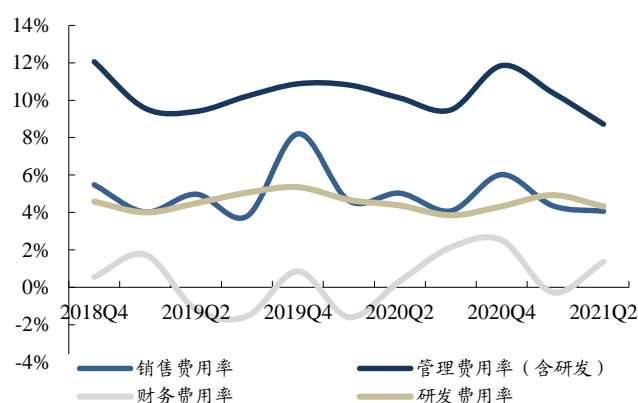
费用率略有下降。公司 2021H1 费用同比增长 37.34%至 7.46 亿元，期间费用率下降 0.42 个百分点至 14.31%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 25.04%、上升 30.83%、上升 46.73%、上升 264.93%至 3.22 亿元、7.27 亿元、3.52 亿元、0.49 亿元；费用率分别下降 0.65、下降 0.97、上升 0.08、上升 1.2 个百分点至 4.19%、9.47%、4.59%、0.64%。2021Q2，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比 +21.53%/+29.73%/+48.78%/+504.66%，费用率分别为 4.06%/8.72%/4.32%/1.36%。

图 5：2021H1 期间费用 7.46 亿元，同比+37.34%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

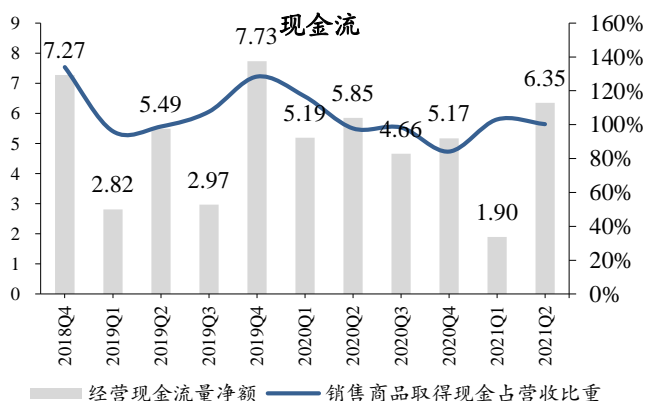
图 6：2021H1 期间费用率 14.31%，同比-0.42pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

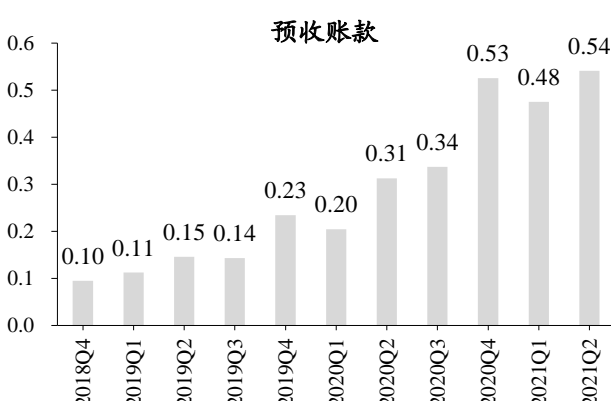
现金流稳健，预收款项大幅增加。2021H1 经营活动现金流量净流入 8.25 亿元，同比下降 25.30%，其中 Q2 经营活动现金流量净额 6.35 亿元；销售商品取得现金 77.92 亿元，同比增长 37.44%。期末预收款项 0.54 亿元，比期初增长 2.88%。期末应收账款 31.01 亿元，较期初增长 7.45 亿元，应收账款周转天数上升 1.16 天至 63.99 天。期末存货 29.18 亿元，较期初上升 6.1 亿元；存货周转天数下降 11.09 天至 83.96 天。

图 7：2021Q2 现金净流入 6.35 亿元，同比+8.53%



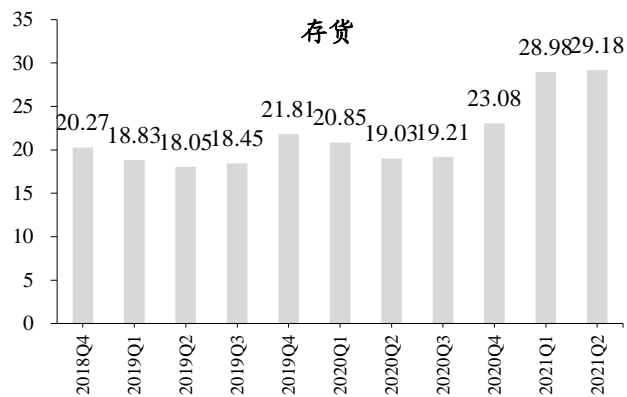
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：2021Q2 期末预收款项 0.54 亿元，同比+72.85%



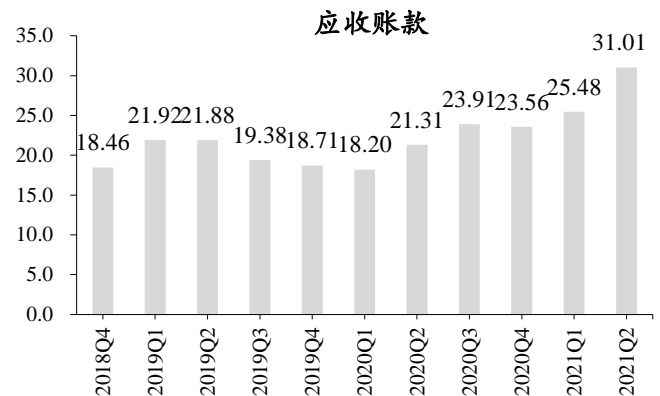
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9: 2021Q2 期末存货 29.18 亿元, 较期初+0.2 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 10: 2021Q2 期末应收账款 31.01 亿元, 较期初+5.53 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资建议: 我们维持 2021-23 年归母净利润分别 21 亿、25 亿、31 亿, 同比分别+45%、+23%、+21%, EPS 分别 0.57 元、0.70 元、0.85 元, 对应现价 PE 分别 41x、33x、28x, 给予目标价 28.5 元, 对应 21 年 50 倍 PE, 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	10051.2	12716.4	14906.3	17476.4	营业收入	11287.5	15679.7	19142.3	22895.7
现金	2663.7	2546.4	2862.7	3437.5	减:营业成本	7946.8	10998.0	13399.6	16027.0
应收款项	4065.9	6014.1	7268.8	8607.1	营业税金及附加	92.3	125.4	153.1	183.2
存货	2180.8	2957.8	3531.6	4139.6	营业费用	588.5	784.0	938.0	1099.0
其他流动资产	1140.8	1198.0	1243.1	1292.1	管理费用	1149.3	1538.5	1836.0	2169.7
非流动资产	4739.0	5036.8	5494.0	5939.7	财务费用	-7.8	11.0	53.0	58.5
长期股权投资	14.5	16.5	18.5	20.4	加:投资净收益	25.3	30.0	30.0	30.0
固定资产	3860.6	4173.9	4646.7	5107.9	其他收益	120.4	168.5	180.7	210.7
无形资产	525.9	508.3	490.8	473.3	营业利润	1664.0	2421.4	2973.2	3599.0
其他非流动资产	338.0	338.0	338.0	338.0	加:营业外净收支	-0.9	0.0	0.0	0.0
资产总计	14790.2	17753.1	20400.3	23416.0	利润总额	1663.1	2421.4	2973.2	3599.0
流动负债	4708.3	5854.5	6709.2	7619.5	减:所得税费用	229.3	339.0	416.3	503.9
短期借款	1517.8	1517.8	1517.8	1517.8	少数股东损益	12.6	22.9	28.1	34.0
应付账款	2718.4	3686.9	4402.2	5160.0	归属母公司净利润	1421.2	2059.5	2528.9	3061.1
其他流动负债	472.0	649.8	789.2	941.7	EBIT	1624.3	2376.8	2986.2	3617.5
非流动负债	716.5	1322.9	1629.2	1935.6	EBITDA	1988.7	2582.8	3227.9	3895.1
长期借款	392.9	892.9	1092.9	1292.9					
其他非流动负债	323.6	430.0	536.3	642.7					
负债合计	5424.8	7177.4	8338.4	9555.1	重要财务与估值指				
少数股东权益	73.8	87.1	103.4	123.2	标	2020A	2021E	2022E	2023E
归属母公司股东权益	9291.6	10488.6	11958.5	13737.7	每股收益(元)	0.40	0.57	0.70	0.85
负债和股东权益	14790.2	17753.1	20400.3	23416.0	每股净资产(元)	2.59	2.92	3.33	3.82
					发行在外股份(百万				
					股)	3592.0	3591.6	3591.6	3591.6
					ROIC(%)	12.7%	18.0%	20.4%	22.2%
					ROE(%)	15.3%	19.6%	21.1%	22.3%
					毛利率(%)	29.6%	29.9%	30.0%	30.0%
					销售净利率(%)	12.6%	13.1%	13.2%	13.4%
					资产负债率(%)	36.7%	40.4%	40.9%	40.8%
					收入增长率(%)	4.2%	38.9%	22.1%	19.6%
					净利润增长率(%)	10.0%	44.9%	22.8%	21.0%
					P/E	59.29	40.91	33.32	27.53
					P/B	9.07	8.03	7.05	6.13
					EV/EBITDA	45.10	35.41	28.69	24.09

数据来源: Wind, 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>