

**公司点评**
**三花智控 (002050)**
**家用电器 | 白色家电**
**营收和利润大幅上涨，汽零业务发展迅猛**

2021年08月11日

**评级 谨慎推荐**

评级变动 首次

**合理区间 26.50-29.15 元**
**交易数据**

当前价格(元)	23.89
52周价格区间(元)	19.73-27.43
总市值(百万)	85803.36
流通市值(百万)	84445.40
总股本(万股)	359160.15
流通股(万股)	353475.95

**涨跌幅比较**


%	1M	3M	12M
三花智控	1.66	16.54	11.58
白色家电	-1.77	-7.53	0.79

**何晨**

 执业证书编号: S0530513080001  
 hechen@cfzq.com

**分析师**

0731-84779574

**张科理**

zhangkl@cfzq.com

**研究助理**
**相关报告**

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	11287.49	12109.83	15045.78	18662.16	22932.88
净利润(百万元)	1421.20	1462.16	1895.88	2405.73	2955.18
每股收益(元)	0.40	0.41	0.53	0.67	0.82
每股净资产(元)	2.59	2.80	3.30	3.92	4.66
P/E	60.37	58.68	45.26	35.67	29.03
P/B	9.23	8.53	7.23	6.09	5.12

资料来源: Wind, 财信证券

**投资要点:**

- 营收和利润大幅上涨，销售毛利率有所下滑。**公司发布2021年半年度报告，上半年实现营业收入76.74亿元，同比增长44.30%；实现归母净利润8.24亿元，同比增长28.03%；实现扣非归母净利润7.20亿元，同比增长23.63%。报告期内销售毛利率为27.00%，同比减少0.8pct；销售净利率为10.90%，同比减少1.27pct。公司报告期内毛利率和净利率同比下滑，主要是由于上半年大宗商品原材料涨价、人民币升值以及航运运费大幅上涨等多种因素所致。期间总的费用率为14.30%，同比减少1.6pct。公司2021年二季度实现营业收入42.66亿元，同比增长50.48%，环比增长25.18%；实现归母净利润4.64亿元，同比增长7.41%，环比增长28.89%；实现扣非归母净利润3.99亿元，同比增长26.67%，环比增长24.30%。二季度公司归母净利润同比增速与营收增速不匹配，主要系人民币升值，导致汇兑损失。若去除汇兑损益的影响，归母净利润同比增速将在25%左右。
- 制冷业务稳健增长，汽零业务发展迅猛。**公司报告期制冷业务实现营收55.63亿元，同比增长27.37%。制冷业务以空调零部件为主，随着国家空调能效新标准的实施，一、二级能效空调必须使用电子膨胀阀，有望带动公司制冷业务的稳健增长。报告期内汽零业务实现营收21.11亿元，同比增长122.14%，汽零业务占总营收比重从去年同期17.87%上升至今年27.51%。公司汽零业务同比大幅增长，主要系新能源汽车热管理产品放量增长所致。目前，公司新能源汽车业务占汽零业务比重已经将近75%，且市面上绝大多数新能源汽车品牌都是公司客户，在新能源汽车的大趋势下，预计未来公司汽零业务将依旧发展迅猛。
- 给予公司“谨慎推荐”评级。**预计2021-2023年公司营业收入分别为150.46亿元、186.62亿元、229.33亿元，EPS分别为0.53元、0.67元、0.82元，对应当前股价PE倍数为45.26倍、35.67倍、29.03倍。公司制冷业务增长稳健，以新能源汽车为主的汽零业务增速迅猛，可对标新能源汽车零部件公司银轮股份和拓普集团等。考虑到公司作为热管理行业龙头，给与公司2021年50-55倍PE估值，对应估值合理区间为26.50-29.15元，给予公司“谨慎推荐”评级。
- 风险提示：新能源汽车行业产销量不及预期，原材料价格波动风险。**

**财务预测摘要**

利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>11287.49</b>	<b>12109.83</b>	<b>15045.78</b>	<b>18662.16</b>	<b>22932.88</b>	<b>收益率</b>					
减:营业成本	7946.84	8500.39	10535.06	13018.72	15956.69	毛利率	29.60%	29.81%	29.98%	30.24%	30.42%
营业税金及附加	92.31	77.97	113.00	140.16	172.23	三费/销售收入	15.21%	15.57%	14.80%	14.54%	14.87%
营业费用	588.55	602.95	757.48	939.54	1154.55	EBIT/销售收入	14.66%	15.04%	19.18%	19.36%	19.64%
管理费用	595.78	764.08	818.49	992.83	1233.79	EBITDA/销售收入	17.96%	18.54%	22.29%	22.14%	22.13%
研发费用	532.01	518.40	651.48	781.94	1022.81	销售净利率	12.70%	12.17%	12.69%	12.96%	12.96%
财务费用	-7.77	128.86	84.26	117.57	77.97	<b>资产获利率</b>					
资产减值损失	31.27	87.35	57.80	57.80	57.80	ROE	15.30%	14.53%	15.98%	17.07%	17.65%
加:投资收益	25.34	89.08	29.44	37.71	45.98	ROA	11.19%	10.69%	14.36%	15.29%	16.20%
公允价值变动损益	27.91	31.85	34.72	38.53	36.55	ROIC	13.09%	14.24%	20.17%	21.53%	23.09%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>增长率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>1561.74</b>	<b>1550.74</b>	<b>2092.38</b>	<b>2689.83</b>	<b>3339.56</b>	销售收入增长率	4.17%	7.29%	24.24%	24.04%	22.88%
加:其他非经营损益	101.33	141.28	141.78	141.78	141.78	EBIT 增长率	11.31%	10.00%	58.47%	25.23%	24.65%
<b>利润总额</b>	<b>1663.07</b>	<b>1692.03</b>	<b>2234.16</b>	<b>2831.62</b>	<b>3481.34</b>	EBITDA 增长率	12.72%	10.79%	49.34%	23.18%	22.84%
减:所得税	229.25	218.70	325.50	413.31	509.82	净利润增长率	9.34%	2.76%	29.55%	26.70%	22.88%
<b>净利润</b>	<b>1433.82</b>	<b>1473.32</b>	<b>1908.66</b>	<b>2418.31</b>	<b>2971.52</b>	总资产增长率	6.16%	15.16%	18.01%	17.56%	17.70%
减:少数股东损益	12.61	11.16	12.79	12.58	16.34	股东权益增长率	7.86%	8.32%	17.86%	18.79%	18.83%
<b>归属母公司股东净利</b>	<b>1421.20</b>	<b>1462.16</b>	<b>1895.88</b>	<b>2405.73</b>	<b>2955.18</b>	经营营运资本增长率	-19.58%	3.48%	28.55%	25.49%	23.98%
<b>资产负债表</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>资本结构</b>					
货币资金	2663.72	3489.69	4513.73	5598.65	6879.86	资产负债率	36.68%	40.39%	39.46%	38.54%	37.89%
应收和预付款项	4031.36	4748.95	5900.09	7317.83	8992.13	投资资本/总资产	67.96%	67.17%	67.56%	67.51%	67.67%
其他应收款(合计)	97.39	76.94	95.59	118.56	145.70	带息债务/总负债	31.13%	30.39%	30.59%	28.09%	26.15%
存货	2180.84	2307.76	2860.15	3534.44	4332.07	流动比率	2.13	2.45	2.48	2.52	2.54
其他流动资产	75.93	150.46	150.46	150.46	150.46	速动比率	1.66	1.93	1.96	1.99	2.01
长期股权投资	14.52	15.22	15.22	15.22	15.22	股利支付率	37.23%	0.00%	5.21%	7.34%	10.21%
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	收益留存率	0.63	1.00	0.95	0.93	0.90
投资性房地产	27.03	10.07	7.37	4.67	1.98	<b>资产管理效率</b>					
固定资产和在建工程	3860.57	4468.14	4819.85	5179.25	5612.78	总资产周转率	0.76	0.71	0.75	0.79	0.82
无形资产和开发支出	557.83	539.65	517.54	495.43	473.31	固定资产周转率	3.34	3.15	3.73	4.31	4.94
其他非流动资产	279.06	415.10	409.17	403.25	397.32	应收账款周转率	2.84	2.59	2.59	2.59	2.59
<b>资产总计</b>	<b>14790.19</b>	<b>17032.53</b>	<b>20099.73</b>	<b>23628.32</b>	<b>27811.38</b>	存货周转率	3.64	3.68	3.68	3.68	3.68
短期借款	1295.61	383.09	718.44	850.23	1047.54	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT	1655.30	1820.89	2885.65	3613.56	4504.15
应付和预收款项	3190.31	4206.02	5060.90	6104.57	7339.11	EBITDA	2026.87	2245.58	3353.66	4130.89	5074.35
长期借款	392.88	1707.92	1707.92	1707.92	1707.92	NOPLAT	1313.17	1430.92	2307.19	2923.92	3683.84
其他负债	545.97	582.75	649.84	761.23	842.65	净利润	1421.20	1462.16	1895.88	2405.73	2955.18
<b>负债合计</b>	<b>5424.77</b>	<b>6879.78</b>	<b>8137.09</b>	<b>9423.95</b>	<b>10937.22</b>	EPS	0.40	0.41	0.53	0.67	0.82
股本	2765.66	3591.60	3591.60	3591.60	3591.60	BPS	2.59	2.80	3.30	3.92	4.66
资本公积	727.02	33.93	33.93	33.93	33.93	PE	60.37	58.68	45.26	35.67	29.03
留存收益	5798.96	6439.26	8236.36	10465.51	13118.97	PEG	3.15	2.22	1.53	1.33	1.27
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>9291.63</b>	<b>10064.79</b>	<b>11861.89</b>	<b>14091.05</b>	<b>16744.50</b>	PB	9.23	8.53	7.23	6.09	5.12
少数股东权益	73.79	87.96	100.75	113.32	129.66	PS	7.60	7.09	5.70	4.60	3.74
<b>股东权益合计</b>	<b>9365.42</b>	<b>10152.75</b>	<b>11962.64</b>	<b>14204.37</b>	<b>16874.17</b>	PCF	45.16	41.11	58.50	46.56	38.83
负债和股东权益合计	14790.19	17032.53	20099.73	23628.32	27811.38	EV/EBIT	40.37	47.88	30.33	24.26	19.51
<b>现金流量表</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	EV/EBITDA	32.97	38.82	26.10	21.22	17.32
经营性现金净流量	1900.16	2087.34	1466.76	1842.92	2209.94	EV/NOPLAT	50.89	60.93	37.93	29.98	23.85
投资性现金净流量	222.92	-795.17	-641.70	-686.95	-815.93	EV/IC	6.65	7.62	6.45	5.50	4.67
筹资性现金净流量	-733.81	-395.52	198.99	-71.05	-112.79	ROIC-WACC	13.09%	14.24%	20.17%	21.53%	23.09%
<b>现金流量净额</b>	<b>1389.24</b>	<b>846.36</b>	<b>1024.05</b>	<b>1084.91</b>	<b>1281.21</b>	股息率	0.62%	0.00%	0.12%	0.21%	0.35%

资料来源: Wind, 财信证券

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：[www.cfzq.com](http://www.cfzq.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438