

三花智控 (002050)

证券研究报告

2021年08月14日

冰洗器件龙头，大力发展汽零业务实现双轮驱动

事件：三花智控发布 2021 半年度报告，公司 2021H1 实现营收 76.74 亿元，同比+44.3%，19H1-21H1CAGR+14.72%；归母净利润 8.24 亿元，同比+28.03%，19H1-21H1CAGR 为+9.04%；扣非归母净利润 7.2 亿元，同比+23.71%，19H1-21H1CAGR5.9%。其中，公司 2021Q2 实现营收 42.66 亿元，同比+50.53%；归母净利润 4.64 亿元，同比 7.41%；扣非归母净利润 3.99 亿元，同比+26.67%。

新能源汽车加速放量，汽零业务实现大幅增长。根据 EV sales 数据显示，2021 年上半年，全球电动车销量超过 250 万辆，2020 年全年销量为 312.5 万辆；国内电动车产量 128.4 万台，同比增长 224%，同比 19 年增长 101%，新能源汽车产销迎来大幅增长。新能源汽车加速放量也带动了汽车空调和热管理产品市场需求持续大幅增长，推动汽零业务 2021H1 实现营收 21.11 亿元，同比增长 122.14%，在营业收入中的占比由去年同期的 17.87%升至 27.51%。我们预计未来汽零业务占比将继续攀升达，按上半年增速预估，2021 全年汽零业务营收有望达到 50 亿。

下游白电行业需求承压，空冰器件业务依旧表现稳定。2021 年二季度，公司下游白电板块市场销量承压，公司作为制冷控制元器件行业的龙头企业，龙头效应使公司空冰器件业务依旧维持良好增长。2021H1 空洗器件业务营收 55.63 亿，同比 2020 增长 27.37%，归母净利润同比增长 19.55%；亚威科业务方面，虽受欧洲疫情影响，但经过内部管理挖潜，供应链的改造，实现每月盈利。三花的核心产品电子膨胀阀的定位在能效升级方面，随着高效空调的占比增加，未来该产品的渗透率会持续提高，我们预计未来空冰器件业务仍能维持稳定增长。

费用方面，公司 2021H1 销售、管理、研发、财务费用为 3.22/3.74/3.52/0.49 亿元，对应费用率为 4.2%/4.87%/4.59%/0.64%，分别同比 -0.64/-1.05/+0.07/+1.20pct。2021Q2 销售、管理、研发费用为 1.73/1.87/1.84/0.58 亿元，对应费用率为 4.06%/4.38%/4.31%/1.36%，分别同比 -0.96/-1.37/-0.06/+1.01pct。公司实际研发投入有大幅增加，同比增加 43.73%，但是在营收向好的背景下，研发费用占比基本维持；财务费用占比增加主要由于人民币升值，汇兑损失增加。

投资建议：在公司未来汽零业务实现高速增长，空冰器件业务维持稳定增长的预期下，预计公司 21-23 年归母净利润为 19.43、24.01、28.05 亿元（21-22 年前值为 20.19、25.27 亿元）当前股价对应 21-23 年 46.81x/37.88x/32.42xPE，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格上涨，海外疫情加剧，新能源汽车销量不及预期，空洗器件销量不及预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,287.49	12,109.83	15,836.00	19,094.52	22,149.25
增长率(%)	4.17	7.29	30.77	20.58	16.00
EBITDA(百万元)	2,509.53	2,763.03	2,818.78	3,167.10	3,637.12
净利润(百万元)	1,421.20	1,462.16	1,942.93	2,400.99	2,804.99
增长率(%)	9.97	2.88	32.88	23.58	16.83
EPS(元/股)	0.40	0.41	0.54	0.67	0.78
市盈率(P/E)	63.99	62.20	46.81	37.88	32.42
市净率(P/B)	9.79	9.04	8.07	7.40	6.88
市销率(P/S)	8.06	7.51	5.74	4.76	4.11
EV/EBITDA	18.31	31.19	31.50	27.84	24.22

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	25.32 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,591.60
流通 A 股股本(百万股)	3,534.76
A 股总市值(百万元)	90,939.35
流通 A 股市值(百万元)	89,500.11
每股净资产(元)	2.79
资产负债率(%)	49.81
一年内最高/最低(元)	28.15/19.48

作者

孙谦	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050004	
sunqiana@tfzq.com	
李珍妮	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120002	
lizhenni@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

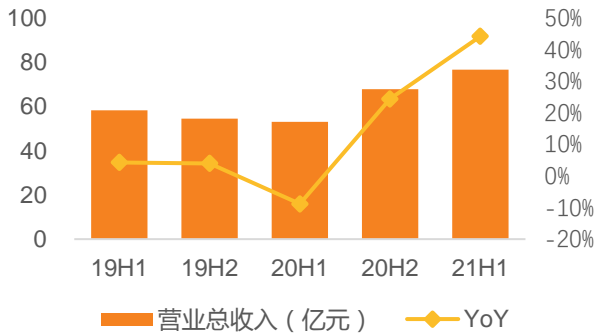
相关报告

- 《三花智控-季报点评:阀类产品热销，汽零业务表现喜人》2020-10-22
- 《三花智控-半年报点评:双“新”驱动，空间明朗》2020-08-13
- 《三花智控-年报点评报告:汽零业务稳健成长，带动 Q1 业绩表现超预期》2020-04-29

事件

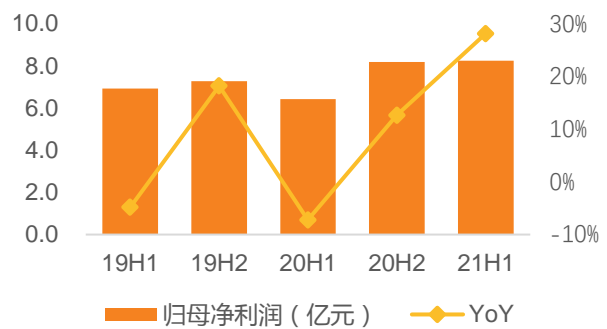
公司 2021H1 实现营收 76.74 亿元，同比+44.3%，19H1-21H1CAGR+14.72%；归母净利润 8.24 亿元，同比+28.03%，19H1-21H1CAGR 为+9.04%；扣非归母净利润 7.2 亿元，同比+23.71%，19H1-21H1CAGR5.9%。其中，公司 2021Q2 实现营收 42.66 亿元，同比+50.53%；归母净利润 4.64 亿元，同比 7.41%；扣非归母净利润 3.99 亿元，同比+26.67%。

图 1：2019-2021H1 公司营业收入情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2019-2021H1 公司归母净利润情况（亿元）

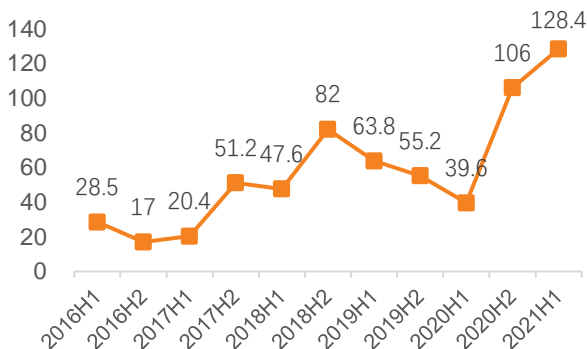


资料来源：Wind，天风证券研究所

业务表现

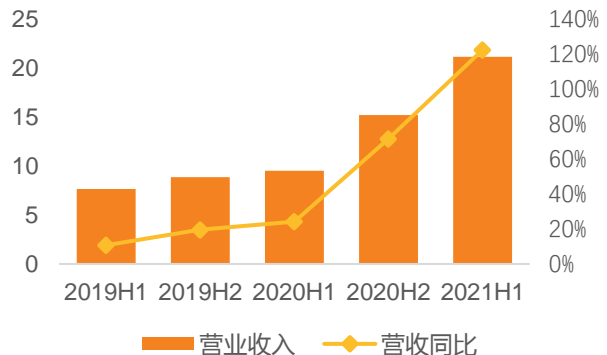
新能源汽车加速放量，汽零业务实现大幅增长。根据 EV sales 数据显示，2021 年上半年，全球电动车销量超过 250 万辆，而 2020 年全年销量为 312.5 万辆；国内电动车产量 128.4 万台，同比增长 224%，同比 19 年增长 101%，新能源汽车产销迎来了大幅增长。新能源汽车加速放量也带动了汽车空调和热管理产品市场需求持续大幅增长，公司专注于新能源汽车空调及热管理系统的深入研究，由零部件切入并逐渐向组件和子系统发展，已成为法雷奥、大众、奔驰、宝马、沃尔沃、丰田、通用、吉利、比亚迪、上汽、蔚来等客户的合作伙伴。**汽零业务 2021H1 实现营收 21.11 亿元，同比增长 122.14%，归母净利润同比增长 51.63%，在营业收入中的占比由去年同期的 17.87% 升至 27.51%。我们预计未来汽零业务占比将继续攀升，按上半年增速预估，2021 全年汽零业务营收有望达到 50 亿。**

图 3：新能源汽车国内产量（万台）



资料来源：Wind，天风证券研究所

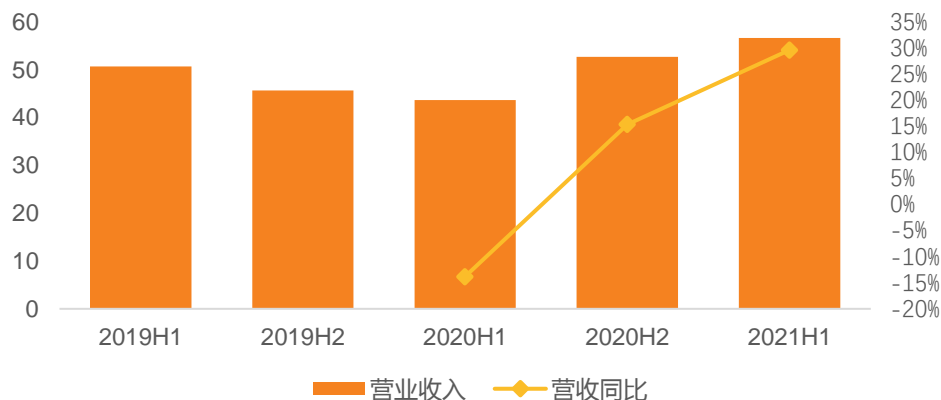
图 4：汽零业务营业收入（亿元）及同比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

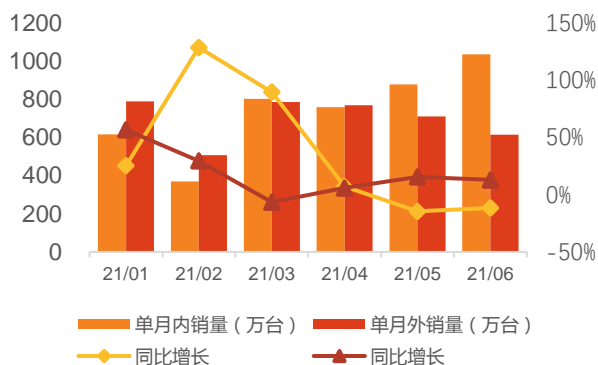
下游白电行业需求承压，空冰器件业务依旧表现稳定。2021年二季度，公司下游白电板块市场销量承压，公司作为制冷控制元器件行业的龙头企业，龙头效应使公司空冰器件业务依旧维持良好增长。2021H1空洗器件业务营收55.63亿，同比2020增长27.37%，归母净利润同比增长19.55%；亚威科业务方面，虽受欧洲疫情影响，但经过内部管理挖潜，供应链的改造，实现每月盈利。三花的核心产品电子膨胀阀的定位在能效升级方面，随着高效空调的占比增加，未来该产品的渗透率会持续提高，我们预计未来空冰器件业务仍能维持稳定增长。

图 5：空冰器件业务营收（亿元）及营收同比（%）



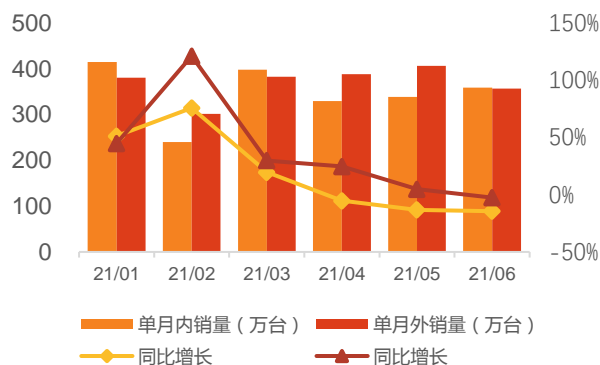
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：空调单月内外销（万台）及同比（%）



资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 7：冰箱单月内外销（万台）及同比（%）

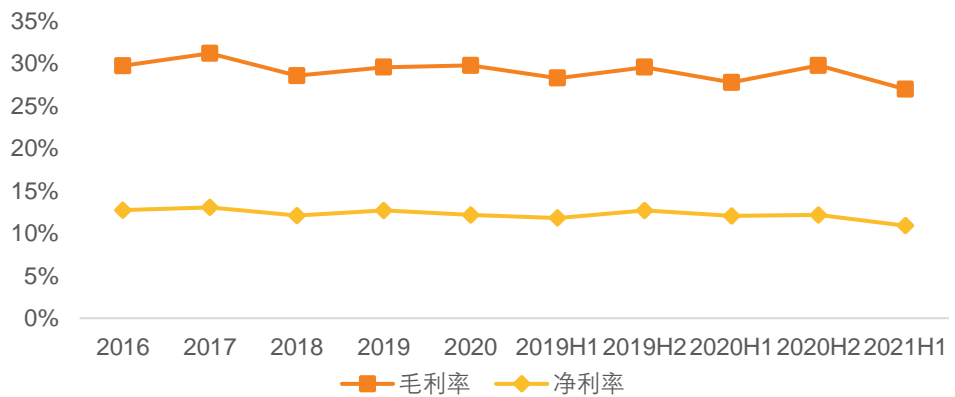


资料来源：产业在线，天风证券研究所

财务状况

盈利能力方面，2021H1公司毛利率为27%，同比-0.8pct；净利率为10.9%，同比-1.15pct。二季度公司毛利率为26.82%，同比-0.18pct。公司海外业务占比超50%，受疫情影响，上半年原材料价格大幅上升在成本端带来压力，其次汇率变化也是影响公司利润率的重要因素。在成本端多重不利因素下，最终运营成本增长幅度略微超过营业收入，是造成利润率下滑的主要原因。预计在下半年原材料价格回归正常后，公司毛利率有望回归正常水平。

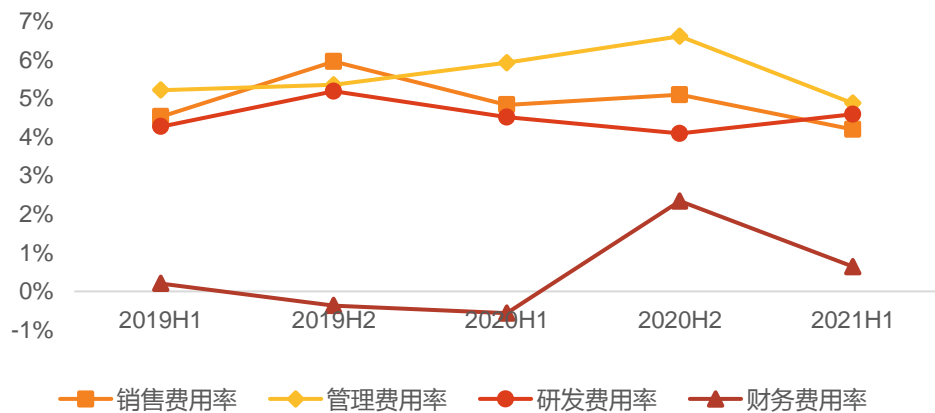
图 8：2019-2021H1 公司毛利率&净利率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

费用方面，公司 2021H1 销售、管理、研发、财务费用为 3.22/3.74/3.52/0.49 亿元，对应费用率为 4.2%/4.87%/4.59%/0.64%，分别同比-0.64/-1.05/+0.07/+1.20pct。2021Q2 销售、管理、研发费用为 1.73/1.87/1.84/0.58 亿元，对应费用率为 4.06%/4.38%/4.31%/1.36%，分别同比-0.96/-1.37/-0.06/+1.01pct。公司实际研发投入有大幅增加，同比增加 43.73%，但是在营收向好的背景下，研发费用占比基本维持；财务费用占比增加主要由于人民币升值，汇兑损失增加。

图 9：2019-2021H1 公司四费率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

从资产负债表看，公司 2021H1 存货为 29.18 亿元，同比+53.3%，存货占流动资产比例 19.6%，同比+1.62%；其中库存商品 19.31 亿元，同比+47.5%，库存商品占成本比重 34.47%，同比+0.38%。21H1 应收账款+票据合计为 51.2 亿元，同比+35.3%；(应收账款+票据)/营收为 66.72%，同比-4.44pct。21H1 应付账款+票据合计为 43.48 亿元，同比+71.2%；(应付账款+票据)/营收为 56.66%，总体各项经营周转较好。

从运营情况看，公司 2021H1 期末存货、应收账款和应付账款的周转天数分别为 83.96、63.99 和 76.66 天，较 20H1 分别-11.76、-3.74 和+2.76 天。存货周转天数大幅下降，公司营运能力较好；应收账款周转天数下降反应公司回笼资金能力增强，应付账款周转天数上升，反映公司在占用货款上有一定主动权。公司 21H1 现金周期为 71.29 天，同比-18.26 天，总体资金利用效率有大幅提高。

从现金流量表看，公司 21H1 经营活动产生的现金流量净额为 8.25 亿元，同比-25.34%，主

要由于本期购买商品、接受劳务支付现金与销售回笼现金净流量减少，职工薪酬增加。公司 21H1 投资活动产生的现金流量净额为-3.13 亿元，同比+53.9%，主要由于本期理财产品到期赎回净额增加，购建固定、无形等长期资产增加。

投资建议

在公司未来汽零业务实现高速增长，空冰器件业务维持稳定增长的预期下，预计公司 21-23 年归母净利润为 19.43、24.01、28.05 亿元（21-22 年前值为 18.10、19.77 亿元）当前股价对应 21-23 年 46.81x/37.88x/32.42xPE，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格上涨，海外疫情加剧，新能源汽车销量不及预期，空洗器件销量不及预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com