

2021年08月12日

三花智控 (002050.SZ)

动态分析

汽零业务营收高增长，制冷业务毛利逆势提升

投资要点

- ◆ **事件：**公司发布 2021 年半年报，2021H1 年实现营收 76.7 亿元，同比增长 44.7%；归母净利润 8.2 亿元，同比增长 28.0%，业绩符合预期。其中 2021 年 Q2 实现营收 42.7 亿元，同比增长 50.5%，环比增长 25.2%；实现归母净利润 4.6 亿元，同比增长 7.3%，环比增长 28.8%。
- ◆ **汽零业务高增长，渐入收获期：**公司上半年汽零业务显著放量，实现营收 21.1 亿元，同比增长 122%，占比提升至 27.5%。同时公司在现有客户中积极推动集成模块项目，以热泵组件和关键零部件作为业务核心，不断提升产品竞争力，借助产品实力积极开拓新客户，2020 年实现了多家新客户的突破和众多新项目的定点，成为了全球十大车厂的一级供应商。未来随着新客户产能的释放和下游新能源车需求的增长，汽零业务营收与占比将实现双增长，成为公司另一主要盈利来源。
- ◆ **制冷业务增长稳健，毛利率水平逆势提升：**下游空调销量表现较好，制冷业务稳健增长。公司上半年制冷业务实现营收 55.6 亿元，同比增长 27.4%。根据产业在线数据，2021 年 H1 空调行业实现产量 8653 万台，同比增长 15%，销量 8637 万台，同比增长 14%。制冷业务毛利率为 27.82%，逆势提升 0.26pct，逆势提升原因在于公司采用成本加成定价机制，具有较强的抵抗原材料涨价能力。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司 2021 年至 2023 年归母净利润分别为 19.3 亿元、22.3 亿元和 26.6 亿元，净资产收益率分别为 17.4%、17.7%和 18.5%。维持“买入-B”的投资评级。
- ◆ **风险提示：**新能源热管理业务发展不及预期；空调行业回暖不及预期；原材料价格上涨风险；特斯拉销量不及预期；募投项目进展进度不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,287	12,110	13,956	15,074	18,302
YoY(%)	4.2	7.3	15.2	8.0	21.4
净利润(百万元)	1,421	1,462	1,927	2,230	2,662
YoY(%)	10.0	2.9	31.8	15.7	19.4
毛利率(%)	29.6	29.8	29.9	29.9	29.9
EPS(摊薄/元)	0.40	0.41	0.54	0.62	0.74
ROE(%)	15.3	14.5	17.4	17.7	18.5
P/E(倍)	59.3	57.6	43.7	37.8	31.6
P/B(倍)	9.1	8.4	7.6	6.7	5.9
净利率(%)	12.6	12.1	13.8	14.8	14.5

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

家电 | 其他家电 III

投资评级

买入-B(维持)

股价(2021-08-12)

23.46 元

交易数据

总市值(百万元)	81,457.52
流通市值(百万元)	80,168.35
总股本(百万股)	3,591.60
流通股本(百万股)	3,534.76
12个月价格区间	19.48/28.15 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.37	8.26	1.3
绝对收益	0.59	18.27	10.55

分析师

 林帆
 SAC 执业证书编号：S0910520120001
 linfan@huajinsec.cn
 021-20377188

报告联系人

 王欢
 wanghuan@huajinsec.cn
 021-20655765

相关报告

- 三花智控：汽零业务进入业绩兑现期，2021 年有望继续高增长 2021-03-30
- 三花智控：Q3 净利润同比增长，汽零业务放量明显 2020-10-21
- 三花智控：制冷龙头，汽零新秀 2020-09-19
- 三花智控：Q2 业绩环比改善，汽零业务占比提升 2020-08-12

内容目录

一、财务数据分析.....	3
二、盈利预测及投资建议.....	4
三、风险提示.....	4

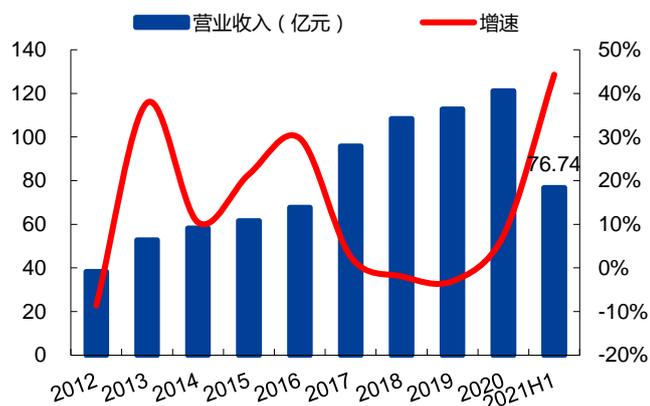
图表目录

图 1：营收（亿元）及增速.....	3
图 2：归母净利润（亿元）及增速.....	3
图 3：汽零业务营收及增速.....	3
图 4：汽零业务和制冷业务占比.....	3
图 5：年度毛利率和净利率.....	4
图 6：季度毛利率和净利率.....	4
图 7：期间费用和费用率.....	4
图 8：销售费用率、管理费用率和财务费用率.....	4

一、财务数据分析

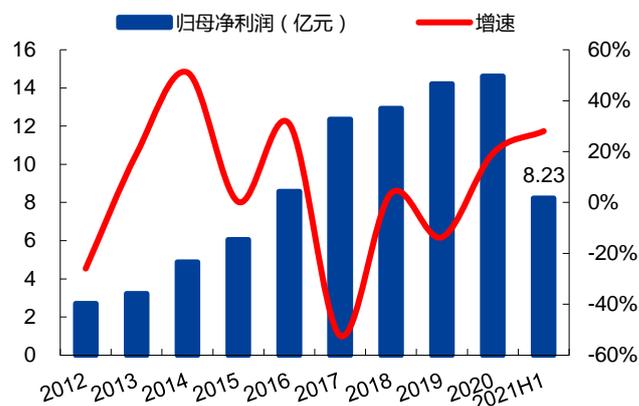
公司 2021H1 实现营收 76.7 亿元，同比增长 44.3%，其中制冷业务实现营收 55.6 亿元，同比增长 27.4%，汽零业务实现营收 21.1 亿元，同比增长 122.1%。公司实现归属于上市公司股东的净利润 8.2 亿元，同比增长 28.0%，业绩符合预期。

图 1：营收（亿元）及增速



资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 2：归母净利润（亿元）及增速



资料来源：Wind, 华金证券研究所

新能源车需求旺盛，汽零业务占比提升。2021 年上半年国内新能源乘用车全年销量达到 108.7 万辆，同比增长 231.5%。受益于下游新能源车排产需求旺盛，公司上半年汽零业务营收大幅增长，增幅达到 122.1%，汽零业务占比提升至 27.5%。

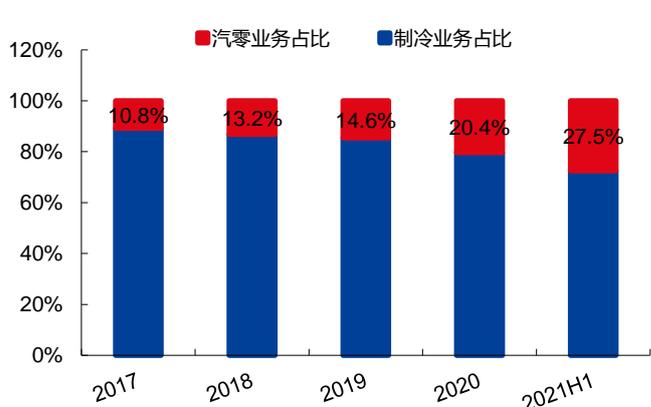
同时公司在现有客户中积极推动集成模块项目，以热泵组件和关键零部件作为业务核心，不断提升产品竞争力，借助产品实力积极开拓新客户，2020 年实现了多家新客户的突破和众多新项目的定点，成为了全球十大车厂的一级供应商。未来随着新客户产能的释放和下游新能源车需求的增长，汽零业务营收与占比将实现双增长，成为公司另一主要盈利来源。

图 3：汽零业务营收及增速



资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 4：汽零业务和制冷业务占比

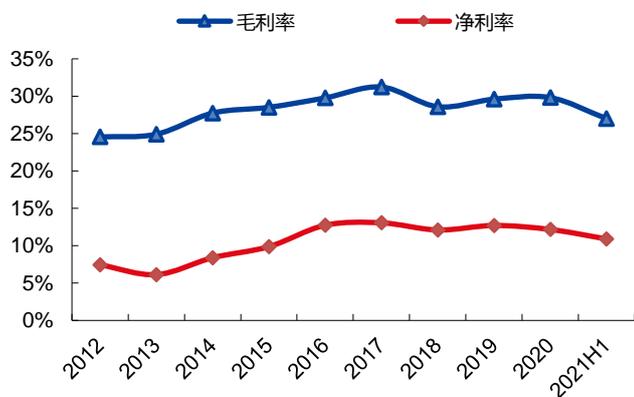


资料来源：Wind, 华金证券研究所

多因素拖累毛利率，盈利能力短期承压。2021H1 公司毛利率为 27.0%，同比下滑 0.8pct；其中制冷业务毛利率同比增长 0.3pct，汽零业务毛利率同比下降 4.1pct。制冷业务毛利率逆势提

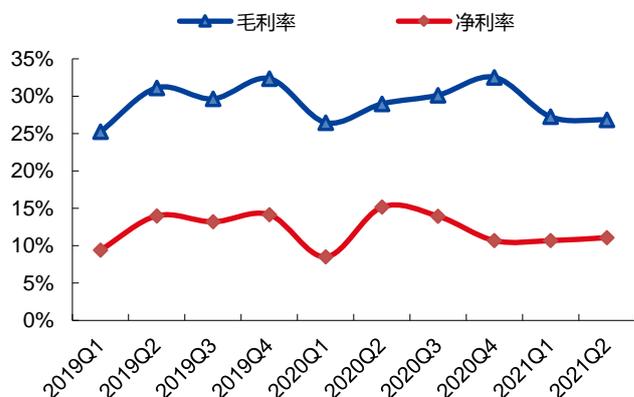
升原因在于采用成本加定价机制，具有较强的抵抗原材料涨价能力；汽零业务受原材料涨价、组件占比提升等因素影响，毛利率同比下滑。

图 5：年度毛利率和净利率



资料来源：Wind, 华金证券研究所

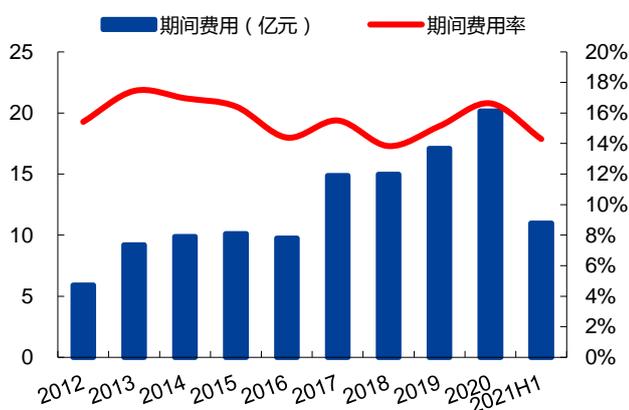
图 6：季度毛利率和净利率



资料来源：Wind, 华金证券研究所

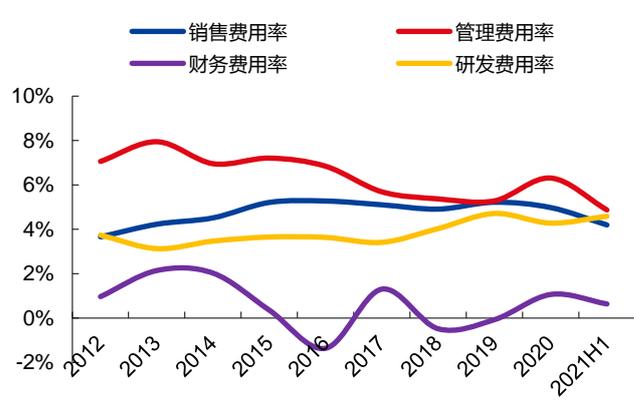
费用管控能力较强，期间费用率同比下降。公司 2021H1 期间费用率为 14.3%，同比下降 0.4pct，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 4.2%/4.9%/4.6%和 0.6%，同比-0.6pct/-1.1pct/+0.1pct/+1.2pct。

图 7：期间费用和费用率



资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 8：销售费用率、管理费用率和财务费用率



资料来源：Wind, 华金证券研究所

二、盈利预测及投资建议

我们预测公司 2021 年至 2023 年归母净利润分别为 19.3 亿元、22.3 亿元和 26.6 亿元，净资产收益率分别为 17.4%、17.7%和 18.5%。维持“买入-B”的投资评级。

三、风险提示

新能源热管理业务发展不及预期；空调行业回暖不及预期；原材料价格上涨风险；特斯拉销量不及预期；募投项目进展进度不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10051	11584	13034	14655	17374	营业收入	11287	12110	13956	15074	18302
现金	2664	3490	3998	6399	5243	营业成本	7947	8500	9779	10562	12823
应收票据及应收账款	3968	4680	5287	5478	7593	营业税金及附加	92	78	89	90	110
预付账款	63	69	83	82	118	营业费用	589	603	670	648	787
存货	2181	2308	2582	1643	3289	管理费用	596	764	698	754	915
其他流动资产	1175	1038	1085	1054	1131	研发费用	532	518	600	618	787
非流动资产	4739	5448	5807	5792	6415	财务费用	-8	129	-16	-48	-64
长期投资	15	15	17	20	22	资产减值损失	-28	-59	0	0	0
固定资产	3380	3839	4225	4259	4845	公允价值变动收益	28	32	12	13	21
无形资产	526	508	504	508	507	投资净收益	25	89	50	53	54
其他非流动资产	819	1086	1061	1005	1041	营业利润	1664	1702	2248	2595	3100
资产总计	14790	17033	18842	20447	23789	营业外收入	7	5	6	5	6
流动负债	4708	4728	5793	6283	8036	营业外支出	8	15	11	13	12
短期借款	1296	383	1116	1100	1558	利润总额	1663	1692	2242	2588	3094
应付票据及应付账款	2718	3518	3657	4093	5315	所得税	229	219	299	340	410
其他流动负债	694	826	1021	1090	1164	税后利润	1434	1473	1943	2248	2684
非流动负债	716	2152	1851	1496	1220	少数股东损益	13	11	16	18	22
长期借款	393	1708	1407	1052	775	归属母公司净利润	1421	1462	1927	2230	2662
其他非流动负债	324	444	444	444	444	EBITDA	2059	2148	2643	3015	3565
负债合计	5425	6880	7644	7780	9256						
少数股东权益	74	88	104	122	143	主要财务比率					
股本	2766	3592	3592	3592	3592	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	1091	315	315	315	315	成长能力					
留存收益	5838	6529	7487	8516	9776	营业收入(%)	4.2	7.3	15.2	8.0	21.4
归属母公司股东权益	9292	10065	11094	12546	14390	营业利润(%)	7.6	2.3	32.1	15.5	19.5
负债和股东权益	14790	17033	18842	20447	23789	归属于母公司净利润(%)	10.0	2.9	31.8	15.7	19.4
						获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	29.6	29.8	29.9	29.9	29.9
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率(%)	12.6	12.1	13.8	14.8	14.5
经营活动现金流	1900	2087	1452	3894	482	ROE(%)	15.3	14.5	17.4	17.7	18.5
净利润	1434	1473	1943	2248	2684	ROIC(%)	12.7	11.9	13.5	14.4	15.1
折旧摊销	372	425	416	475	535	偿债能力					
财务费用	-8	129	-16	-48	-64	资产负债率(%)	36.7	40.4	40.6	38.0	38.9
投资损失	-25	-89	-50	-53	-54	流动比率	2.1	2.5	2.2	2.3	2.2
营运资金变动	14	7	-830	1285	-2597	速动比率	1.6	1.9	1.8	2.0	1.7
其他经营现金流	113	143	-12	-13	-21	营运能力					
投资活动现金流	223	-795	-713	-394	-1083	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
筹资活动现金流	-734	-396	-346	-984	-912	应收账款周转率	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
						应付账款周转率	2.9	2.7	2.7	2.7	2.7
每股指标(元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.41	0.54	0.62	0.74	P/E	59.3	57.6	43.7	37.8	31.6
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.58	0.40	1.08	0.13	P/B	9.1	8.4	7.6	6.7	5.9
每股净资产(最新摊薄)	2.59	2.80	3.09	3.49	4.01	EV/EBITDA	40.2	38.5	31.3	26.5	22.8

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn