

2021年Q3点评：业绩整体符合预期，利润率短期承压 买入（维持）

2021年10月26日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 柴嘉辉

执业证号：S0600521080002

chaijh@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 11287 | 15680 | 19142 | 22896 |
| 同比（%） | 4.2% | 38.9% | 22.1% | 19.6% |
| 归母净利润（百万元） | 1421 | 1848 | 2410 | 3063 |
| 同比（%） | 10.0% | 30.0% | 30.4% | 27.1% |
| 每股收益（元/股） | 0.40 | 0.51 | 0.67 | 0.85 |
| P/E（倍） | 60.91 | 46.83 | 35.91 | 28.25 |

投资要点

■ **Q3收入同比+23.5%、利润同比+4.6%，原材料涨价影响利润率，业绩整体符合我们预期。**公司发布2021年三季报，报告期内实现营业收入117.2亿元，同比增长36.39%；实现归属母公司净利润12.93亿元，同比增长18.40%。其中2021Q3，实现营业收入40.46亿元，同比增长23.53%，环比下降5.16%；实现归属母公司净利润4.69亿元，同比增长4.57%，环比增长1.18%。类似于Q2情况，Q3收入增速符合我们预期，但利润增速慢于收入，主要原因是：1）原材料成本上升，Q1-3毛利率为27.16%，同比下降1.53pct，Q3毛利率27.46%，同比下降2.68pct，环比上升0.64pct；2）运费上涨带来的管理费用费用上涨。

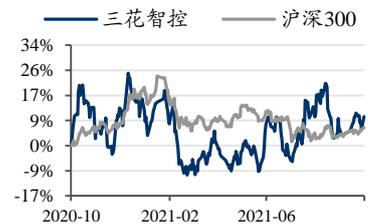
■ **三花汽零大客户放量+ASP提升，我们估计Q1-3维持翻倍以上高成长，但利润率有所下降。**2021Q1-3国内电动车销量合计215.7万辆，同比+185%，其中Q3销量94.9万辆，同比+175%；前8月美国/欧洲电动车销量分别38.0万辆/121.2万辆，同比分别+111%/+104%。其中Tesla 1-8月全球销量52.7万辆，同比+135%；其中Model3/Y销量分别32.3万辆/18.4万辆，同比+77%/+886%；其他客户蔚来、沃尔沃等继续放量，主流车型热泵化组件持续推进，整体ASP明显提升。我们估计2021Q1-3三花汽零维持翻倍以上增长，其中Q3单季度同环比继续小幅增长，我们预计全年整体汽零业务收入45亿+、其中新能源汽车35亿左右。但由于产能爬坡、原材料价格上周、集成类产品占比提升、汇率波动等因素影响，我们估计三花汽零业务毛利率有所下降。

■ **家用制冷Q3稳增，商用、亚威科表现更加突出。**我们估计公司Q1-3制冷业务维持20%左右的较快增长，其中商用制冷增速更快，亚威科也实现了连续盈利，表现相对突出；家用制冷板块收入端稳增，但毛利率受到运费、汇率波动等影响，有一定的下降。我们预计随着空调能效升级、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成长，制冷业务板块将持续稳健快速增长。

■ **盈利预测：**考虑近期原材料上涨、运费上涨带来的利润率压力，小幅下调公司2021-23年归母净利润分别18.5亿元（-2.1亿元）、24.1亿元（-1.2亿元）、30.6亿元（-0.1亿元），同比分别+30.0%、+30.4%、+27.1%，EPS分别0.51元、0.67元、0.85元，对应现价PE分别47x、36x、28x，给予目标价30.2元，对应2022年45x，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) | 24.10 |
| 一年最低/最高价 | 19.48/28.15 |
| 市净率(倍) | 8.63 |
| 流通A股市值(百万元) | 85187.44 |

基础数据

| | |
|-----------|---------|
| 每股净资产(元) | 3.36 |
| 资产负债率(%) | 36.68 |
| 总股本(百万股) | 3591.23 |
| 流通A股(百万股) | 3534.75 |

相关研究

1、《三花智控(002050)：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》2021-08-13

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

3、《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

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 | 12858.3 | 15114.8 | 17820.1 | 营业收入 | 11287.5 | 15679.7 | 19142.3 | 22895.7 |
| 现金 | 2663.7 | 2621.4 | 3034.1 | 3781.3 | 减:营业成本 | 7946.8 | 11246.9 | 13540.5 | 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 | 3024.7 | 3568.8 | 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 | 4866.2 | 5144.6 | 5403.1 | 财务费用 | -7.8 | 10.6 | 51.7 | 55.9 |
| 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 | 4003.4 | 4297.3 | 4571.4 | 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 | 2172.8 | 2833.5 | 3601.6 |
| 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 | 17724.5 | 20259.4 | 23223.2 | 利润总额 | 1663.1 | 2172.8 | 2833.5 | 3601.6 |
| 流动负债 | 4708.3 | 5950.2 | 6762.4 | 7619.5 | 减:所得税费用 | 229.3 | 304.2 | 396.7 | 504.2 |
| 短期借款 | 1517.8 | 1517.8 | 1517.8 | 1517.8 | 少数股东损益 | 12.6 | 20.6 | 26.8 | 34.1 |
| 应付账款 | 2718.4 | 3770.4 | 4448.5 | 5160.0 | 归属母公司净利润 | 1421.2 | 1848.0 | 2410.0 | 3063.3 |
| 其他流动负债 | 472.0 | 662.0 | 796.0 | 941.7 | EBIT | 1624.3 | 2127.8 | 2845.3 | 3617.5 |
| 非流动负债 | 716.5 | 1322.9 | 1629.2 | 1935.6 | EBITDA | 1988.7 | 2504.4 | 3257.3 | 4064.8 |
| 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 | 7273.0 | 8391.6 | 9555.1 | 重要财务与估值指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 少数股东权益 | 73.8 | 85.7 | 101.3 | 121.1 | 每股收益(元) | 0.40 | 0.51 | 0.67 | 0.85 |
| 归属母公司股东权益 | 9291.6 | 10365.8 | 11766.5 | 13547.0 | 每股净资产(元) | 2.59 | 2.89 | 3.28 | 3.77 |
| 负债和股东权益 | 14790.2 | 17724.5 | 20259.4 | 23223.2 | 发行在外股份(百万股) | 3592.0 | 3591.2 | 3591.2 | 3591.2 |
| | | | | | ROIC(%) | 12.7% | 16.2% | 19.9% | 23.0% |
| | | | | | ROE(%) | 15.3% | 17.8% | 20.5% | 22.6% |
| | | | | | 毛利率(%) | 29.6% | 28.3% | 29.3% | 30.0% |
| | | | | | 销售净利率(%) | 12.6% | 11.8% | 12.6% | 13.4% |
| | | | | | 资产负债率(%) | 36.7% | 41.0% | 41.4% | 41.1% |
| | | | | | 收入增长率(%) | 4.2% | 38.9% | 22.1% | 19.6% |
| | | | | | 净利润增长率(%) | 10.0% | 30.0% | 30.4% | 27.1% |
| | | | | | P/E | 60.91 | 46.83 | 35.91 | 28.25 |
| | | | | | P/B | 9.32 | 8.35 | 7.36 | 6.39 |
| | | | | | EV/EBITDA | 46.26 | 37.47 | 29.15 | 23.65 |

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>