

业绩符合预期，汽零业务快速增长



核心观点

- **三季度业绩符合预期。**前三季度实现营收 117.20 亿元，同比增长 36.4%，归母净利润 12.93 亿元，同比增长 18.4%，扣非归母净利 11.66 亿元，同比增长 21.9%。三季度营业收入 40.46 亿元，同比增长 23.5%，环比下滑 5.2%；归母净利润 4.69 亿元，同比增长 4.6%，环比微增 1.2%；扣非归母净利 4.47 亿元，同比增长 19.1%，环比增长 12.1%。三季度公司制冷空调业务稳步增长，汽车零部件业务因新能源汽车高景气快速放量，带动公司业绩持续改善。
- **毛利率环比微增，费用率略有改善。**前三季度毛利率 27.2%，同比下降 1.5 个百分点。三季度毛利率 27.5%，同比下降 2.7 个百分点，环比提升 0.6 个百分点。三季度期间费用率 14.0%，同比下降 1.7 个百分点，其中销售费用率同比上升 1.2 个百分点，主要系运费等增加；财务费用率同比下降 2.7 个百分点，主要系利息收入等增加。前三季度经营活动现金流净额 11.61 亿元，同比下滑 26.1%。
- **专注新能源汽车热管理，预计四季度缺芯缓解后业绩有望持续改善。**公司紧抓新能源汽车发展浪潮，专注于新能源汽车空调技术及热管理系统产品研究，并凭借自身多品类覆盖优势，积极推动热管理系统部件集成化、模块化，成为全球领先的新能源汽车热管理零部件及集成组件供应商，成功进入大众、奔驰、宝马、通用、蔚来等全球知名车企新能源汽车配套体系。四季度缺芯状况有望边际缓解，预计整车产销水平将恢复，助力公司业绩持续向好。
- **积极扩张产能应对订单需求。**公司稳步推进全球营销网络建设及产能布局，汽零业务方面，墨西哥工厂部分产品已开始量产，绍兴滨海工厂扩建工作稳步推进；制冷空调业务方面，公司于 6 月公开发售 30 亿元可转债用于商用制冷空调智能控制元器件及高效节能制冷空调控制元器件建设项目，达产后新增产能每年约 11550 万套。公司产能扩张能够在满足订单需求的同时，进一步提升公司研发实力及业务规模，促进公司长期盈利能力不断提高。

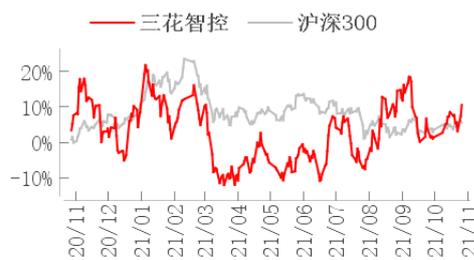
财务预测与投资建议：略调整收入预测等，预测 2021-2023 年 EPS0.50、0.64、0.77 元（原 0.50、0.63、0.74 元），可比公司为新能源及家电公司，可比公司 21 年 PE 平均估值 57 倍，目标价 28.5 元，维持买入评级。

风险提示：新能源车热管理配套、家电制冷配套量低于预期、微通道和亚威科业务低于预期，影响盈利增长；原材料上涨超预期及汇率波动的风险。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年10月26日)	24.82元
目标价格	28.5元
52周最高价/最低价	27.81/19.34元
总股本/流通A股(万股)	359,123/353,475
A股市值(百万元)	89,134
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2021年10月27日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	4.9	9.05	18.58	10.59
相对表现	5.27	1.49	14.79	5.54
沪深300	-0.37	7.56	3.79	5.05



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 姜雪晴

jiangxueqing@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860512060001

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,287	12,110	14,011	16,626	19,093
同比增长(%)	4.2%	7.3%	15.7%	18.7%	14.8%
营业利润(百万元)	1,664	1,702	2,127	2,737	3,286
同比增长(%)	7.6%	2.3%	25.0%	28.6%	20.1%
归属母公司净利润(百万元)	1,421	1,462	1,792	2,306	2,769
同比增长(%)	10.0%	2.9%	22.6%	28.7%	20.1%
每股收益(元)	0.40	0.41	0.50	0.64	0.77
毛利率(%)	29.6%	29.8%	28.1%	30.2%	30.9%
净利率(%)	12.6%	12.1%	12.8%	13.9%	14.5%
净资产收益率(%)	15.9%	15.1%	16.8%	19.4%	21.0%
市盈率	62.7	61.0	49.7	38.7	32.2
市净率	9.6	8.9	7.9	7.1	6.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

相关报告

业绩符合预期，新能源热管理业务实现高速增长	2021-08-11
业绩符合预期，新能源热管理业务是增长点	2021-04-22
业绩符合预期，新能源车业务盈利比重明显提升	2021-03-27

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 1：可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
		2021年10月26日	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
中科三环	000970	11.50	0.12	0.22	0.25	0.27	94.73	52.27	46.00	42.59
宁德时代	300750	597.99	2.40	4.71	8.42	12.02	249.44	127.09	71.03	49.75
苏泊尔	002032	48.15	2.28	2.58	2.93	3.31	21.09	18.65	16.43	14.56
赣锋锂业	002460	172.50	0.71	2.13	2.82	3.44	242.00	80.98	61.13	50.13
旭升股份	603305	39.33	0.74	1.12	1.52	1.92	52.83	35.08	25.95	20.45
克来机电	603960	30.95	0.50	0.53	0.88	1.26	62.51	57.89	35.24	24.63
	调整后平均						113.02	56.56	42.08	34.36

资料来源：朝阳永续、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,664	3,490	4,120	4,948	5,537	营业收入	11,287	12,110	14,011	16,626	19,093
应收票据、账款及款项融资	3,968	4,680	5,324	6,318	7,255	营业成本	7,947	8,500	10,069	11,604	13,192
预付账款	63	69	84	100	115	营业税金及附加	92	78	91	108	124
存货	2,181	2,308	2,719	3,133	3,562	营业费用	589	603	574	748	859
其他	1,175	1,038	1,625	1,202	1,305	管理费用及研发费用	1,128	1,282	1,331	1,596	1,833
流动资产合计	10,051	11,584	13,872	15,701	17,774	财务费用	(8)	129	126	136	122
长期股权投资	15	15	15	15	15	资产、信用减值损失	31	87	13	17	18
固定资产	3,380	3,839	3,995	4,041	4,018	公允价值变动收益	28	32	40	40	40
在建工程	481	629	493	425	391	投资净收益	25	89	100	100	100
无形资产	526	508	481	454	428	其他	102	151	181	181	201
其他	338	457	72	63	55	营业利润	1,664	1,702	2,127	2,737	3,286
非流动资产合计	4,739	5,448	5,056	4,998	4,907	营业外收入	7	5	8	8	8
资产总计	14,790	17,033	18,927	20,699	22,681	营业外支出	8	15	10	10	10
短期借款	1,296	383	928	869	765	利润总额	1,663	1,692	2,125	2,735	3,284
应付票据及应付账款	2,718	3,518	4,027	4,642	5,277	所得税	229	219	319	410	493
其他	694	826	821	779	812	净利润	1,434	1,473	1,807	2,324	2,791
流动负债合计	4,708	4,728	5,777	6,289	6,853	少数股东损益	13	11	14	19	22
长期借款	393	1,708	1,708	1,708	1,708	归属于母公司净利润	1,421	1,462	1,792	2,306	2,769
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.40	0.41	0.50	0.64	0.77
其他	324	444	90	90	90						
非流动负债合计	716	2,152	1,798	1,798	1,798	主要财务比率					
负债合计	5,425	6,880	7,575	8,087	8,652		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	74	88	102	121	143	成长能力					
实收资本(或股本)	2,766	3,592	3,592	3,592	3,592	营业收入	4.2%	7.3%	15.7%	18.7%	14.8%
资本公积	727	34	315	315	315	营业利润	7.6%	2.3%	25.0%	28.6%	20.1%
留存收益	5,838	6,529	7,423	8,654	10,039	归属于母公司净利润	10.0%	2.9%	22.6%	28.7%	20.1%
其他	(39)	(90)	(80)	(70)	(60)	获利能力					
股东权益合计	9,365	10,153	11,352	12,612	14,029	毛利率	29.6%	29.8%	28.1%	30.2%	30.9%
负债和股东权益总计	14,790	17,033	18,927	20,699	22,681	净利率	12.6%	12.1%	12.8%	13.9%	14.5%
						ROE	15.9%	15.1%	16.8%	19.4%	21.0%
						ROIC	13.1%	13.5%	14.4%	16.5%	18.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	36.7%	40.4%	40.0%	39.1%	38.1%
净利润	1,434	1,473	1,807	2,324	2,791	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	332	384	374	412	446	流动比率	2.13	2.45	2.40	2.50	2.59
财务费用	(8)	129	126	136	122	速动比率	1.65	1.94	1.91	1.98	2.05
投资损失	(25)	(89)	(100)	(100)	(100)	营运能力					
营运资金变动	1,941	75	(1,319)	(379)	(829)	应收账款周转率	6.1	5.7	5.6	5.7	5.6
其它	(1,774)	116	20	(13)	(12)	存货周转率	3.6	3.6	3.8	3.8	3.8
经营活动现金流	1,900	2,087	908	2,381	2,417	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
资本支出	(602)	(962)	(357)	(357)	(357)	每股指标(元)					
长期投资	0	16	(12)	2	2	每股收益	0.40	0.41	0.50	0.64	0.77
其他	825	151	140	140	140	每股经营现金流	0.69	0.58	0.25	0.66	0.67
投资活动现金流	223	(795)	(229)	(214)	(214)	每股净资产	2.59	2.80	3.13	3.48	3.87
债权融资	(25)	1,218	149	(68)	(4)	估值比率					
股权融资	(224)	133	281	0	0	市盈率	62.7	61.0	49.7	38.7	32.2
其他	(485)	(1,746)	(479)	(1,271)	(1,610)	市净率	9.6	8.9	7.9	7.1	6.4
筹资活动现金流	(734)	(396)	(48)	(1,339)	(1,614)	EV/EBITDA	43.8	39.3	33.2	26.5	22.6
汇率变动影响	(0)	(50)	-0	-0	-0	EV/EBIT	52.6	47.6	38.7	30.3	25.6
现金净增加额	1,389	846	631	828	589						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn