

三花智控 (002050) 2021 年业绩快报点评

1-2 月经营数据亮眼，利润率小幅承压 买入（维持）

2022 年 03 月 11 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

研究助理 谢哲栋

xiezd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	12,110	15,971	19,278	22,920
同比 (%)	7.29	31.88	20.71	18.89
归母净利润 (百万元)	1,462	1,682	2,393	3,024
同比 (%)	2.88	15.02	42.30	26.37
每股收益 (元/股)	0.41	0.47	0.67	0.84
P/E (倍)	42.25	36.73	25.81	20.42

投资要点

- 2021 年营收同比+32%、归母净利润+15%，业绩基本符合我们的预期。**公司发布 2021 年业绩快报，实现营收 159.71 亿元，同增 31.9%；实现归母净利润 16.82 亿元，同增 15.0%。其中 2021Q4 实现营收 42.51 亿元，同增+20.9%；实现归母净利润 3.89 亿元，同增+50.6%。利润增速低于营收，主要原因为铜&铝等大宗原材料价格上涨、海运运费上涨、兑美金汇率降低所致。受益于传统制冷板块能效升级带来的结构性增长及 Tesla 等新能源车大客户 2022 年 1-2 月亮眼的销售表现，2022 年 1-2 月公司实现营收 30.6 亿元左右，同增 40%左右；归母净利润 2.9 亿元左右，同增 30%左右，我们预计汽零出货持续环比增长，传统制冷保持较好增长，2022Q1 经营业绩有望延续 1-2 月高增态势。
- 传统制冷下游景气相对较好，整体稳增、部分产品受益能效升级增速更快。**国内空调等白电需求恢复，2021 年全年销售 15205 万台，同比 10.1%（其中，内销空调销售 8527 万台，同比+6.5%），同比增速转正。1) **传统产品**四通阀、电磁阀等销售额市占率仍处于行业前列，能效标准提升背景下、电子膨胀阀产品结构性表现亮眼；2) **微通道**海外业务需求旺盛，但由于海运费用上涨，导致净利润下滑较多。3) **亚威科**目前已实现扭亏为盈且有望持续，但渗透率仍有提升空间。我们预计 2021 年传统制冷板块营收同比+16%，2022-2023 年保持 CAGR=10%稳步增长。
- 受益于大客户销量高增+ASP 提升，汽零业务维持翻倍增长。**新能源汽车高歌猛进，2021 年国内新能源乘用车销量 329 万辆，同比+180.7%明显提速；核心客户方面，Tesla 2021 年交付 93.6 万辆，同比 87.4%，其中 Model3/Y 销量分别 50 万辆/41 万辆，同比+36.9%/+414.2%，其他新能源汽车品牌蔚来、沃尔沃等持续放量。主流车型热泵集成化组件逐步成为“标配”，带动 ASP 提升。随老客户定点车型销量提升+后续定点项目逐步放量，我们预计 2022 年汽零业务有望接近 50%增长，但由于原材料或仍将处于高位，我们预计汽零毛利率有所下降。
- 盈利预测与投资评级：**受大宗涨价及海运等影响，我们下调公司 2021-23 年归母净利润分别为 16.8 亿元（-1.7 亿元）、23.9 亿元（-0.2 亿元）、30.2 亿元（-0.4 亿元），同比分别+15%、+42%、+26%，对应现价 PE 分别 37x 倍、26x 倍、20x 倍，目标价 20.1 元，对应 22 年 30 倍 PE，维持“买入”评级。
- 风险提示：**家电销售不及预期，新能源汽车销量不及预期，竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.20
一年最低/最高价	15.72/27.37
市净率(倍)	5.98
流通 A 股市值(百万元)	60903.50

基础数据

每股净资产(元)	2.99
资产负债率(%)	50.43
总股本(百万股)	3591.25
流通 A 股(百万股)	3540.90

相关研究

- 《三花智控 (002050): 2021 年 Q3 点评: 业绩整体符合预期，利润率短期承压》2021-10-26
- 《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

2021 年营收同比+32%、归母净利润+15%，业绩基本符合我们的预期。公司发布 2021 年业绩快报，实现营收 159.71 亿元，同增 31.9%；实现归母净利润 16.82 亿元，同增 15.0%。其中 2021Q4 实现营收 42.51 亿元，同增+20.9%；实现归母净利润 3.89 亿元，同增+50.6%。利润增速低于营收，主要原因为铜&铝等大宗原材料价格上涨、海运运费上涨、兑美金汇率降低所致。受益于传统制冷板块能效升级带来的结构性增长及 Tesla 等新能源车大客户 2022 年 1-2 月亮眼的销售表现，2022 年 1-2 月公司实现营收 30.6 亿元左右，同增 40%左右；归母净利润 2.9 亿元左右，同增 30%左右，我们预计汽零出货持续环比增长，传统制冷保持较好增长，2022Q1 经营业绩有望延续 1-2 月高增态势。

传统制冷下游景气相对较好，整体稳增、部分产品受益能效升级增速更快。国内空调等白电需求恢复，2021 年全年销售 15205 万台，同比 10.1%（其中，内销空调销售 8527 万台，同比+6.5%），同比增速转正。1) **传统产品**四通阀、电磁阀等销售额市占率仍处于行业前列，能效标准提升背景下、电子膨胀阀产品结构性表现亮眼；2) **微通道**海外业务需求旺盛，但由于海运费用上涨，导致净利润下滑较多。3) **亚威科**目前已实现扭亏为盈且有望持续，但渗透率仍有提升空间。我们预计 2021 年传统制冷板块营收同比+16%，2022-2023 年保持 CAGR=10%稳步增长。

受益于大客户销量高增+ASP 提升，汽零业务维持翻倍增长。新能源汽车高歌猛进，21 年国内新能源乘用车销量 329 万辆，同比+180.7%明显提速；核心客户方面，Tesla 2021 年交付 93.6 万辆，同比 87.4%，其中 Model3/Y 销量分别 50 万辆/41 万辆，同比 +36.9%/+414.2%，其他新能源汽车品牌蔚来、沃尔沃等持续放量。主流车型热泵集成化组件逐步成为“标配”，带动 ASP 提升。随老客户定点车型销量提升+后续定点项目逐步放量，我们预计 2022 年汽零业务有望接近 50%增长，但由于原材料或仍将处于高位，我们预计汽零毛利率有所下降。

盈利预测与投资评级：受大宗涨价及海运等影响，我们下调公司 2021-23 年归母净利润分别为 16.8 亿元（-1.7 亿元）、23.9 亿元（-0.2 亿元）、30.2 亿元（-0.4 亿元），同比分别+15%、+42%、+26%，对应现价 PE 分别 37x 倍、26x 倍、20x 倍，目标价 20.1 元，对应 22 年 30 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：家电销售不及预期，新能源汽车销量不及预期，竞争加剧

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	11,584	16,281	18,718	21,995	营业收入	12,110	15,971	19,278	22,920
现金	3,490	6,543	7,036	8,168	减: 营业成本	8,500	11,617	13,735	16,152
应收账款	2,356	2,669	3,275	3,956	营业税金及附加	78	128	154	183
存货	2,308	3,166	3,741	4,388	营业费用	603	767	916	1,077
其他流动资产	3,431	3,933	4,669	5,467	管理费用	764	966	1,118	1,329
非流动资产	5,448	5,940	6,396	6,812	研发费用	518	702	829	986
长期股权投资	15	16	16	17	财务费用	129	56	51	41
固定资产	3,839	4,501	5,059	5,537	资产减值损失	59	20	11	6
在建工程	629	467	370	312	加: 投资净收益	89	56	88	107
无形资产	508	493	483	474	其他收益	152	163	208	249
其他非流动资产	457	462	467	472	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	17,033	22,220	25,114	28,808	营业利润	1,702	1,953	2,796	3,519
流动负债	4,728	6,210	7,197	8,426	加: 营业外净收支	-10	-2	-2	-2
短期借款	383	383	383	383	利润总额	1,692	1,951	2,794	3,516
应付账款	2,280	3,024	3,537	4,203	减: 所得税费用	219	254	363	457
其他流动负债	2,065	2,803	3,276	3,840	少数股东损益	11	15	21	26
非流动负债	2,152	4,461	4,356	4,261	归属母公司净利润	1,462	1,682	2,410	3,033
长期借款	1,708	1,396	1,291	1,196	EBIT	1,698	1,791	2,526	3,193
其他非流动负债	444	3,065	3,065	3,065	EBITDA	2,122	2,308	3,103	3,836
负债合计	6,880	10,671	11,553	12,688	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	88	103	124	151	每股收益 (元)	0.41	0.47	0.67	0.84
归属母公司股东权益	10,065	11,446	13,436	15,969	每股净资产 (元)	2.80	3.19	3.74	4.45
负债和股东权益	17,033	22,220	25,114	28,808	发行在外股份 (百万股)	3,592	3,591	3,591	3,591
					ROIC (%)	11.9%	9.7%	12.2%	13.6%
					ROE (%)	14.5%	14.7%	17.9%	19.0%
					毛利率 (%)	29.8%	27.3%	28.8%	29.5%
					销售净利率 (%)	12.1%	10.5%	12.5%	13.2%
					资产负债率 (%)	40.4%	48.0%	46.0%	44.0%
					收入增长率 (%)	7.3%	31.9%	20.7%	18.9%
					净利润增长率 (%)	2.9%	15.0%	43.3%	25.8%
					P/E	42.25	36.73	25.81	20.42
					P/B	8.80	5.40	4.60	3.87
					EV/EBITDA	41.12	25.47	19.06	15.10

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>