

三花智控 (002050)

公司研究/点评报告

盈利能力有望恢复，热管理龙头壁垒深厚

——三花智控 (002050) 动态点评

点评报告/家电

2021年12月29日

一、分析与判断

➤ 盈利能力有望恢复，热管理龙头壁垒深厚

上游铜铝今年以来价格涨幅较高，公司制冷业务通过原材料价格传导机制，向下游部分传递；汽零业务今年承压。展望未来，随着汽零方面原材料价格向下游传导叠加铜铝价格上涨边际放缓或持平，公司盈利能力有望恢复。公司深耕热管理多年，在车用电子膨胀阀、新能源车热管理集成组件、Omega 泵等细分产品市场占有率全球第一，形成系统性产能、客户和技术壁垒，有望维持行业龙头地位。

➤ 汽零业务：受益于新能源车销量和集成模块的快速提升

21Q1-3 公司汽零业务营收为 33.32 亿元，同增 109.33%，净利润 4.01 亿元，同增 56.85%。净利率为 12.03%。我们估计来自新能车的营收占比 80% 左右，公司客户覆盖大部分传统汽车和造车新势力，北美大客户和其他客户销量快速增长，公司营收逐季提升。公司集成模块出货快速增长，我们估计 21Q1-3 集成模块营收占比 20% 左右，带动单车价值量提升。展望未来，下游客户需求快速增长，我们预计 2022 年国内新能源车销量有望超过 500 万辆，北美大客户 2022 年国内有望达到 90 万以上新能源车产量，全球接近 220 万辆新能源车，受益于此，公司有望维持大双位数的营收增速。

➤ 制冷业务：电子膨胀阀渗透率继续提升

制冷业务 21Q1-3 营收为 83.87 亿元，同增 19.8%，净利润为 8.92 亿元，同增 6.65%，净利率为 10.64%。电子膨胀阀渗透率将提升，公司是电子膨胀阀龙头，将充分受益。制冷板块中商用板块营收同比快速增长，亚威科已实现扭亏为盈。

二、投资建议

考虑到下游新能源车客户需求快速增长，原材料价格上涨过快，价格传导和库存消化有滞后性，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 17.97、27.54、37.93 亿元（此前预计为 22.04、29.41、39.77 亿元），同比分别增长 23%、53%、38%，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 49、32、23 倍。考虑到公司是热管理龙头，汽零业务有望维持大双位数增长，原材料价格有望持平且价格传导有望逐渐顺畅，维持“推荐”评级。

三、风险提示：

全球新能源车需求不及预期；产能扩张速度不及预期；上游原材料价格涨幅超预期；下游白电客户需求不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	12,110	16,111	23,244	31,873
增长率 (%)	7.3	33.0	44.3	37.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,462	1,797	2,754	3,793
增长率 (%)	2.9	22.9	53.3	37.7
每股收益 (元)	0.41	0.50	0.77	1.06
PE (现价)	59.8	49.0	32.0	23.2
PB	8.7	8.0	6.4	5.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

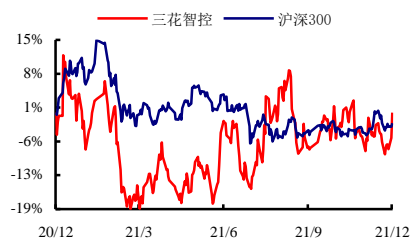
维持评级

当前价格： 24.51 元

交易数据 2021-12-28

近 12 个月最高/最低(元)	27.68/19.98
总股本 (百万股)	3,591
流通股本 (百万股)	3,541
流通股比例 (%)	98.61
总市值 (亿元)	880
流通市值 (亿元)	868

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：邓永康

执业证号： S0100521100006

电话： 021-60876734

邮箱： dengyongkang@mszq.com

研究助理：李京波

执业证号： S0100121020004

电话： 021-60876734

邮箱： lijingbo@mszq.com

相关研究

1.【民生电新】三花智控 (002050) 三季报点评：21Q3 业绩提升，双主业稳步发展

2.三花智控(002050):无惧上游涨价,热管理龙头双翼齐飞

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	12,110	16,111	23,244	31,873
营业成本	8,500	11,899	16,984	23,322
营业税金及附加	78	105	151	207
销售费用	603	677	953	1,275
管理费用	764	789	1,116	1,498
研发费用	518	741	1,046	1,402
EBIT	1,646	1,900	2,994	4,169
财务费用	129	37	24	28
资产减值损失	(59)	0	0	(0)
投资收益	89	90	90	90
营业利润	1,702	2,074	3,173	4,366
营业外收支	(10)	0	0	0
利润总额	1,692	2,064	3,163	4,356
所得税	219	267	409	563
净利润	1,473	1,797	2,754	3,793
归属于母公司净利润	1,462	1,797	2,754	3,793
EBITDA	2,071	2,338	3,455	4,679
资产负债表 (百万元)				
货币资金	3490	5827	5223	5345
应收账款及票据	4680	6122	8833	12112
预付款项	69	96	138	188
存货	2308	3972	4992	7317
其他流动资产	150	150	150	150
流动资产合计	11584	17142	20330	26217
长期股权投资	15	105	195	285
固定资产	3839	3839	4289	4739
无形资产	508	470	434	399
非流动资产合计	5448	5473	7535	8550
资产合计	17033	22615	27865	34766
短期借款	383	383	383	383
应付账款及票据	3518	4998	7133	9795
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	4728	6411	8907	12015
长期借款	1708	1708	1708	1708
其他长期负债	354	3354	3354	3354
非流动负债合计	2152	5152	5152	5152
负债合计	6880	11563	14059	17168
股本	3592	3591	3591	3591
少数股东权益	88	88	88	88
股东权益合计	10153	11052	13806	17599
负债和股东权益合计	17033	22615	27865	34766

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	7.3	33.0	44.3	37.1
EBIT 增长率	7.4	15.4	57.6	39.2
净利润增长率	2.9	22.9	53.3	37.7
盈利能力				
毛利率	29.8	26.1	26.9	26.8
净利润率	12.1	11.2	11.8	11.9
总资产收益率 ROA	8.6	7.9	9.9	10.9
净资产收益率 ROE	14.5	16.4	20.1	21.7
偿债能力				
流动比率	2.5	2.7	2.3	2.2
速动比率	2.0	2.1	1.7	1.6
现金比率	0.9	1.0	0.7	0.5
资产负债率	0.4	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	62.8	61.0	61.0	61.0
存货周转天数	95.0	95.0	95.0	95.0
总资产周转率	—	0.8	0.9	1.0
每股指标 (元)				
每股收益	0.4	0.5	0.8	1.1
每股净资产	2.8	3.1	3.8	4.9
每股经营现金流	0.6	0.2	0.5	0.5
每股股利	0.4	0.3	0.0	0.0
估值分析				
PE	59.8	49.0	32.0	23.2
PB	8.7	8.0	6.4	5.0
EV/EBITDA	33.5	28.4	19.6	14.5
股息收益率	1.4	1.0	0.0	0.0
现金流量表 (百万元)				
净利润	1,473	1,797	2,754	3,793
折旧和摊销	512	437	461	510
营运资金变动	7	(1,545)	(1,296)	(2,657)
经营活动现金流	2,015	716	1,947	1,674
资本开支	1,131	382	2,444	1,444
投资	(1)	0	0	0
投资活动现金流	(795)	(382)	(2,444)	(1,444)
股权募资	119	0	0	0
债务募资	315	3,008	0	0
筹资活动现金流	(396)	2,003	(107)	(107)
现金净流量	824	2,337	(604)	122

分析师与研究助理简介

邓永康，西安交通大学本科，南京大学硕士，在能源和新能源行业有12年产业工作经验。2015年加入证券行业，曾就职于中信证券和安信证券，2021年10月加入民生证券。

李京波，上海交通大学本硕，5年汽车行业经验，曾就职于国海证券，2021年2月加入民生证券，主要负责新能源汽车产业链研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。