公司研究

汽零业务高速发展，利润率略有承压

——三花智控（002050.SZ）2021 年三季报点评

增持（维持）

当前价：25.11 元

作者

分析师：洪吉然

执业证书编号：S0930521070002

021- 52523793

hongjiran@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	35.91
总市值(亿元):	901.76
一年最低/最高(元):	19.34/27.81
近 3 月换手率:	39.05%

股价相对走势

收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.89	0.89	-0.91
绝对	4.06	-0.28	-0.11

资料来源：Wind

相关研报

要点

事件：

公司发布 2021 年三季报：1Q-3Q21 实现营收 117.2 亿元，同比+36.4%；归母净利润 12.9 亿元，同比+18.4%，扣非净利润 11.7 亿元，同比+21.9%。其中 3Q21 实现营收 40.5 亿元，同比+23.5%；归母净利润 4.69 亿元，同比+4.6%；扣非净利润 4.47 亿元，同比+19.1%。

点评：

制冷空调零部件：受益需求升级稳定增长，募投项目塑造长期竞争力。受益于家电行业稳定恢复以及消费观念升级，公司作为配件供应商，前三季度增长态势良好，其中亚威科业务经过内部管理挖潜、供应链的改造，已实现连续盈利；商用领域增长较快，前三季度收入同比+40%以上（业绩电话会）。此外，今年公司发行可转换债券募资 30 亿元，主要用于“年产 6500 万套商用制冷空调智能控制元器件建设项目”和“年产 5050 万套高效节能制冷空调控制元器件技术改造项目”，将有助于提升公司业务规模和竞争优势。

汽零业务：前三季度新能源车业务收入同比翻番。全球新能源汽车行业蓬勃发展，公司已基本覆盖全球知名新能源车企，新建工厂产能利用率提高持续带动放量。根据业绩电话会，前三季度汽零板块的收入实现翻倍增长（至 33 亿元，预计全年突破 40 亿元），其中新能源汽车零部件收入占比超 80%。公司技术储备丰富，截至 21H1 已获专利授权 2529 项，其中发明专利授权 1235 项，二氧化碳阀也在欧洲部分车型上实现配套。成本方面，由于汽零业务主要使用的铝未设价格联动机制，预计汽零业务前三季度利润率有所承压。

前三季度净利率同比-1.7pcts，盈利能力稍有承压。前三季度公司毛利率 27.2%（同比-1.5pcts），其中 3Q21 毛利率 27.5%（同比-2.7pcts），主因原材料成本压力增大和汇率影响。前三季度公司销售费用率同比持平，3Q21 则同比+1.2pcts，主因货运紧张运费增加；前三季度研发费用率同比+0.2pcts，主因研发人员薪酬等增加。前三季度公司净利率 11.0%，同比-1.7pcts；扣非净利率为 10%，同比-1.2pcts，主因非经常性损益金额同比-69%。资产负债方面，3Q21 末合同负债较年初+49%，主要系预收货款增加；预付款项较年初+44%，主要系材料采购预付款增加。前三季度经营性净现金 11.6 亿元，同比-26%。

新能源热管理高速成长，维持“增持”评级。三花坚持“专注领先、创新超越”的经营战略，聚焦热泵技术和热管理系统的研究与应用，预计 2022 年公司传统板块稳中向好，新能源热管理业务高速成长。预计公司 2021-23 年归母净利润为 17.8 亿元、21.9 亿元、29.2 亿元，现价对应 PE 为 51、41、31 倍，维持“增持”评级。

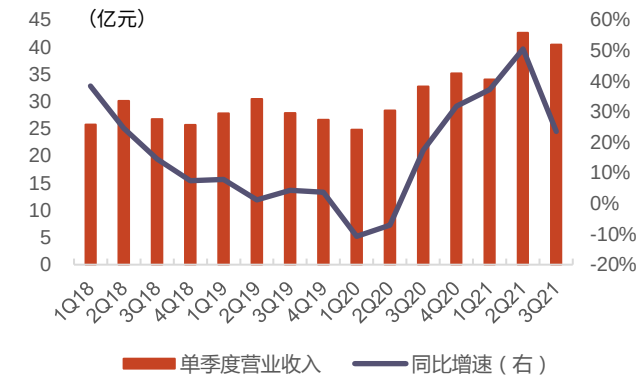
风险提示：空调供需关系恶化，汽零业务不达预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	11,287	12,110	15,929	19,580	23,218
营业收入增长率	4.17%	7.29%	31.54%	22.92%	18.58%
净利润（百万元）	1,421	1,462	1,784	2,193	2,918
净利润增长率	9.97%	2.88%	22.04%	22.87%	33.11%
EPS（元）	0.51	0.41	0.50	0.61	0.81
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.30%	14.53%	16.29%	17.78%	20.48%
P/E	49	62	51	41	31
P/B	7.5	9.0	8.2	7.3	6.3

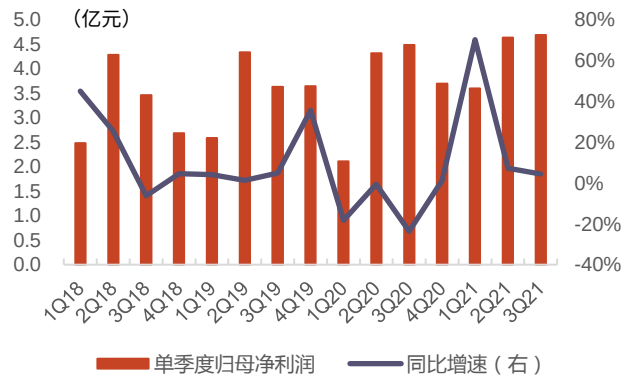
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-11-16

图 1：公司单季度营业收入及同比



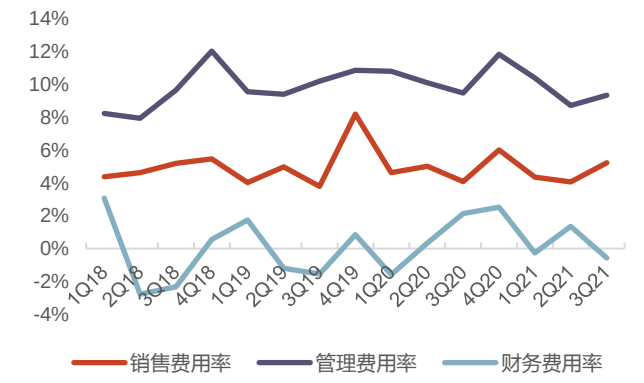
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：公司单季度归母净利润及同比



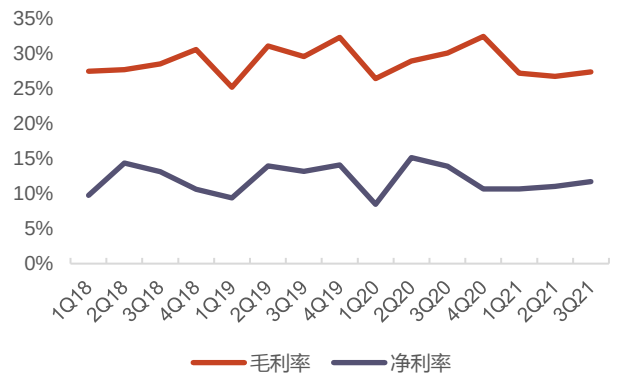
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：公司单季度三费率



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：公司单季度毛利率和净利率



资料来源：Wind，光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	**11,287**	**12,110**	**15,929**	**19,580**	**23,218**
营业成本	7,947	8,500	11,529	13,970	16,442
折旧和摊销	364	419	434	557	663
税金及附加	92	78	112	137	163
销售费用	589	603	713	838	947
管理费用	596	764	846	1,216	1,210
研发费用	532	518	714	916	1,133
财务费用	-8	129	65	102	115
投资收益	25	89	48	60	70
营业利润	**1,664**	**1,702**	**2,138**	**2,624**	**3,478**
利润总额	**1,663**	**1,692**	**2,123**	**2,609**	**3,463**
所得税	229	219	318	391	519
净利润	**1,434**	**1,473**	**1,804**	**2,218**	**2,943**
少数股东损益	13	11	20	25	25
归属母公司净利润	**1,421**	**1,462**	**1,784**	**2,193**	**2,918**
EPS(元)	**0.51**	**0.41**	**0.50**	**0.61**	**0.81**

现金流量表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,900	2,087	764	1,708	2,541
净利润	1,421	1,462	1,784	2,193	2,918
折旧摊销	364	419	434	557	663
净营运资金增加	-1,867	-2	2,116	1,631	1,631
其他	1,981	208	-3,571	-2,672	-2,671
投资活动产生现金流	223	-795	-872	-865	-600
净资本支出	-859	-1,131	-1,080	-1,050	-820
长期投资变化	15	15	0	0	0
其他资产变化	1,067	320	208	185	220
融资活动现金流	-734	-396	-993	-296	-1,395
股本变化	635	826	0	0	0
债务净变化	102	311	-49	600	-301
无息负债变化	91	1,144	704	1,029	1,031
净现金流	1,389	846	-1,100	548	546

资产负债表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	**14,790**	**17,033**	**18,594**	**21,628**	**24,304**
货币资金	2,664	3,490	2,389	2,937	3,483
交易性金融资产	994	752	552	352	152
应收账款	1,871	2,356	2,722	3,346	3,968
应收票据	2,097	2,324	3,186	3,916	4,644
其他应收款（合计）	97	77	159	196	232
存货	2,181	2,308	3,134	3,817	4,509
其他流动资产	76	150	150	150	150
流动资产合计	**10,051**	**11,584**	**12,425**	**14,866**	**17,310**
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	15	15	15	15	15
固定资产	3,380	3,839	4,647	5,304	5,580
在建工程	481	629	425	253	158
无形资产	526	508	551	563	545
商誉	32	32	32	32	32
其他非流动资产	179	252	252	252	252
非流动资产合计	**4,739**	**5,448**	**6,169**	**6,762**	**6,994**
总负债	**5,425**	**6,880**	**7,535**	**9,163**	**9,894**
短期借款	1,296	383	464	1,064	764
应付账款	1,588	2,280	2,306	2,794	3,288
应付票据	1,131	1,239	1,729	2,095	2,466
预收账款	23	10	32	39	46
其他流动负债	0	-3	-3	-3	-3
流动负债合计	**4,708**	**4,728**	**5,294**	**6,905**	**7,617**
长期借款	393	1,708	1,708	1,708	1,708
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	164	223	242	260	279
非流动负债合计	**716**	**2,152**	**2,240**	**2,259**	**2,277**
股东权益	**9,365**	**10,153**	**11,059**	**12,465**	**14,410**
股本	2,766	3,592	3,591	3,591	3,591
公积金	1,651	953	1,132	1,351	1,643
未分配利润	5,278	5,891	6,599	7,760	9,389
归属母公司权益	9,292	10,065	10,951	12,332	14,252
少数股东权益	74	88	108	133	158

主要指标

盈利能力（%）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	29.6%	29.8%	27.6%	28.7%	29.2%
EBITDA 率	18.0%	18.8%	16.4%	16.6%	18.2%
EBIT 率	14.7%	15.3%	13.7%	13.8%	15.3%
税前净利润率	14.7%	14.0%	13.3%	13.3%	14.9%
归母净利润率	12.6%	12.1%	11.2%	11.2%	12.6%
ROA	9.7%	8.7%	9.7%	10.3%	12.1%
ROE（摊薄）	15.3%	14.5%	16.3%	17.8%	20.5%
经营性 ROIC	15.5%	16.4%	14.7%	15.5%	18.2%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	37%	40%	41%	42%	41%
流动比率	2.13	2.45	2.35	2.15	2.27
速动比率	1.67	1.96	1.75	1.60	1.68
归母权益/有息债务	4.86	4.53	5.04	4.45	5.77
有形资产/有息债务	7.40	7.35	8.21	7.51	9.50

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	5.21%	4.98%	4.48%	4.28%	4.08%
管理费用率	5.28%	6.31%	5.31%	6.21%	5.21%
财务费用率	-0.07%	1.06%	0.41%	0.52%	0.49%
研发费用率	4.71%	4.28%	4.48%	4.68%	4.88%
所得税率	14%	13%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.15	0.25	0.23	0.28	0.37
每股经营现金流	0.69	0.58	0.21	0.48	0.71
每股净资产	3.36	2.80	3.05	3.43	3.97
每股销售收入	4.08	3.37	4.44	5.45	6.47

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	49	62	51	41	31
PB	7.5	9.0	8.2	7.3	6.3
EV/EBITDA	34.3	39.6	35.3	28.5	22.0
股息率	0.6%	1.0%	0.9%	1.1%	1.5%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级		说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street，London，United Kingdom EC4N 6AE