三花智控（002050）中报点评

新能源热管理高歌猛进、家电业务边际改善

买入（维持）

2020 年 08 月 13 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	11,287	11,250	14,360	17,150
同比（%）	4.2%	-0.3%	27.6%	19.4%
归母净利润（百万元）	1421	1453	1880	2268
同比（%）	10.0%	2.2%	29.4%	20.6%
每股收益（元/股）	0.51	0.40	0.52	0.63
P/E（倍）	42.34	53.80	41.58	34.47

投资要点

- **中报营收同比-8.8%、利润同比-7.1%，Q2 略超预期。**公司发布 2020 年半年报，报告期内实现营业收入 53.18 亿元，同比下降 8.80%；实现归属母公司净利润 6.43 亿元，同比下降 7.14%。其中 2020Q2 实现营业收入 28.35 亿元，同比下降 7.07%，环比增长 14.13%；实现归属母公司净利润 4.32 亿元，同比下降 0.50%。20H1 毛利率为 27.80%，同比下降 0.52pct，20Q2 毛利率 28.97%，同比下降 2.16pct；20H1 归母净利率为 12.10%，同比上升 0.22pct，20Q2 归母净利率 15.25%，同比上升 1.01pct。收入和利润情况符合预期。

- **汽零同比增长 24.3%，新能源高歌猛进、弥补传统汽零下滑。**三花汽零 H1 共完成收入 9.5 亿元，同比+24.3%，其中传统车 4.1 亿，同比仅小幅回落 6.2%，占比 43%；新能源汽车 5.4 亿，同比大幅+64.8%，占比 57%、首次超过传统车收入规模；汽零业务盈利 1.7 亿，同比+7.6%。上半年三花大客户 Tesla Model 3 销售 13.3 万辆、同比+22%，Model Y 开始起量，H1 销售 3021 辆；其他客户沃尔沃、蔚来等也快速增长，三花新能源汽车销量规模大幅提升、叠加组件化趋势下单车货值大幅上升，上半年新能源汽车产品出货数据亮眼，但组件化带来外采产品占比提升、毛利率小幅下降。展望下半年，Tesla 有望继续放量，上半年受停产影响，下半年环比有望继续大幅增长，其他车企蔚来、MEB、Volvo 等继续放量，同时热泵空调应用、组件化推进，高单车货值的车型如 Model Y、Polestar 等车型占比提升，新能源汽车产品有望继续高歌猛进。同时传统车业务下半年起有望从底部好转，全年汽零有望恢复 35-40%高增长。

- **家电业务在周期底部，能效升级推动下国内已进入高景气状态，海外预计下半年好于上半年。**三花家电业务 H1 完成销售额 43.7 亿，同比-13.8%；盈利 4.7 亿，同比-11.6%，分项来看空调业务小幅回落，受海外疫情影响微通道、亚威科业务回落幅度较大。7 月 1 日空调新能效标准实施后，不符合新标准的空调将不再生产，促进公司的拳头产品电子膨胀阀渗透率提升，估计 19 年电子膨胀阀渗透率 30%、20 年有望提升到 50%以上；同时行业普遍回暖，5-6 月疫情恢复后销售、接单情况回升，7 月以来销售旺盛，预计下半年好于上半年，海外疫情得到控制后亚威科、微通道等业务也有望逐步恢复。整体预判家电业务 H2 有望恢复增长。

- **盈利预测与投资评级：**预计 2020-22 年公司归母净利润分别 14.5 亿、18.8 亿、22.7 亿，同比分别+2.2%、+29.4%、+20.6%，对应现价 PE 分别 54 倍、42 倍、34 倍，目标价 26 元，对应 21 年 50 倍 PE，维持“买入”评级。

- **风险提示：**宏观经济下行，竞争加剧

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
研究助理 柴嘉辉
chaijh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.76
一年最低/最高价	7.59/26.05
市净率(倍)	8.20
流通 A 股市值(百万元)	68355.79

基础数据

每股净资产(元)	2.65
资产负债率(%)	38.23
总股本(百万股)	3592.04
流通 A 股(百万股)	3141.35

相关研究

1、《三花智控（002050）业绩快报点评：业绩符合预期，海外电动车订单锁定高增周期》
2020-02-18

请务必阅读正文之后的免责声明部分

中报营收同比-8.8%、利润同比-7.1%，Q2 略超预期。公司发布 2020 年半年报，报告期内实现营业收入 53.18 亿元，同比下降 8.80%；实现归属母公司净利润 6.43 亿元，同比下降 7.14%。其中 2020Q2 实现营业收入 28.35 亿元，同比下降 7.07%，环比增长 14.13%；实现归属母公司净利润 4.32 亿元，同比下降 0.50%。20H1 毛利率为 27.80%，同比下降 0.52pct，20Q2 毛利率 28.97%，同比下降 2.16pct；20H1 归母净利率为 12.10%，同比上升 0.22pct，20Q2 归母净利率 15.25%，同比上升 1.01pct。收入和利润情况符合预期。

表 1：三花智控中报核心财务数据

三花智控	2020H1	2019H1	同比	2020Q2	2019Q2	同比	2020Q1	环比
营业收入	53.18	58.31	-8.8%	28.35	30.50	-7.1%	24.84	14.1%
毛利率	27.8%	28.3%	-0.5%	29.0%	31.1%	-2.2%	26.5%	2.5%
营业利润	7.40	8.30	-10.9%	4.92	5.18	-5.0%	2.48	98.4%
利润总额	7.40	8.31	-11.0%	4.92	5.17	-4.9%	2.48	98.4%
归属母公司净利润	6.43	6.93	-7.1%	4.32	4.34	-0.5%	2.11	104.4%
扣非归母净利润	5.82	6.42	-9.3%	3.15	4.32	-27.0%	2.67	18.1%
归母净利率	12.1%	11.9%	0.2%	15.2%	14.2%	1.0%	8.5%	6.7%
股本	35.92	27.66	-	35.92	27.66	-	27.65	-
EPS	0.18	0.25	-28.5%	0.12	0.16	-23.4%	0.08	57.4%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

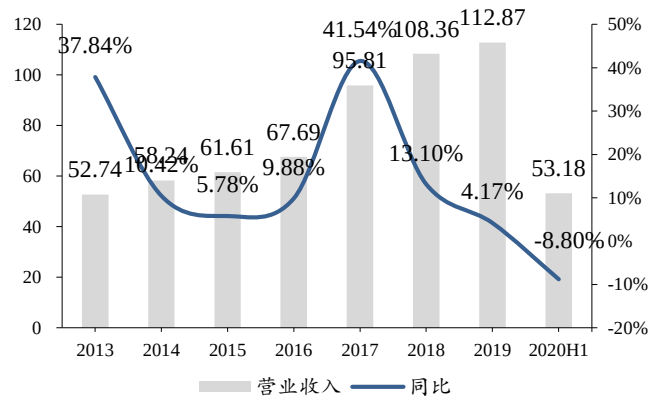
表 2：三花智控分季度核心财务数据

	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	1Q2019	2Q2019	3Q2019	4Q2019	1Q2020	2Q2020
营业收入	2,578	3,013	2,675	2,571	2,781	3,050	2,790	2,667	2,484	2,835
营业收入 YoY	38%	25%	-8%	7%	8%	1%	4%	4%	-11%	-7%
营业成本	1,869	2,177	1,910	1,783	2,079	2,101	1,963	1,804	1,826	2,013
营业税金及附加	17	24	17	28	17	24	19	31	14	36
销售费用	113	140	139	141	112	152	106	219	115	143
管理费用	212	239	258	310	155	150	144	147	152	163
研发费用					111	137	141	143	116	124
财务费用	79	(84)	(62)	14	49	(36)	(43)	23	(40)	10
营业利润	296	521	423	306	312	518	441	393	248	492
归母净利润	248	429	346	269	259	434	363	365	211	432
主营业务毛利率	27.5%	27.8%	28.6%	30.7%	25.2%	31.1%	29.6%	32.4%	26.5%	29.0%
销售费用率	4.4%	4.6%	5.2%	5.5%	4.0%	5.0%	3.8%	8.2%	4.6%	5.0%
管理费用率	8.2%	7.9%	9.7%	12.0%	5.6%	4.9%	5.2%	5.5%	6.1%	5.7%
研发费用率					4.0%	4.5%	5.1%	5.3%	4.7%	4.4%
财务费用率	3.1%	-2.8%	-2.3%	0.6%	1.8%	-1.2%	-1.5%	0.9%	-1.6%	0.3%
净利润率	9.6%	14.2%	12.9%	10.5%	9.3%	14.2%	13.0%	13.7%	8.5%	15.2%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

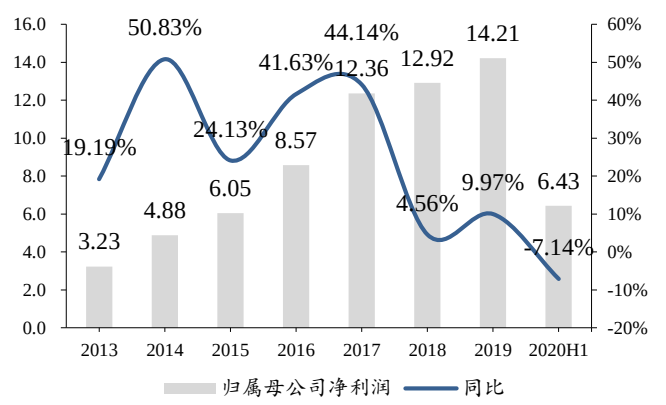
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：Q2 收入 53.18 亿元，同比-8.80%



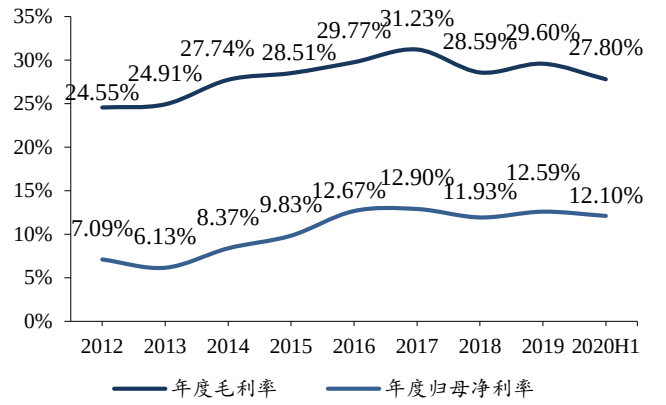
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：Q2 归母净利润 6.43 亿元，同比-7.14%



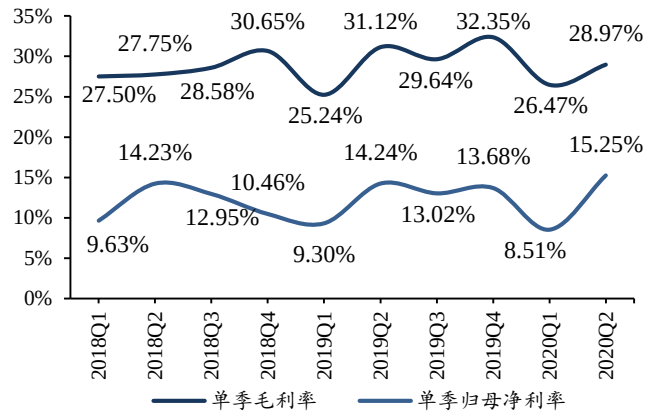
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：20H1 毛利率、净利率同比-0.52、+0.22pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：20Q2 毛利率、净利率同比-2.16、+1.01pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

汽零同比增长 24.3%，新能源高歌猛进、弥补传统汽零下滑。

- 20Q1 国内疫情影响、Q2 海外疫情加剧，下游主机厂阶段性停工，汽车行业上半年产销回落。在此背景下，三花汽零 H1 共完成收入 9.5 亿元，同比+24.3%，其中传统车 4.1 亿，同比仅小幅回落 6.2%，占比 43%；新能源汽车 5.4 亿，同比大幅+64.8%，占比 57%、首次超过传统车收入规模；汽零业务盈利 1.7 亿，同比+7.6%。上半年三花大客户 Tesla Model 3 销售 13.3 万辆、同比+22%，Model Y 开始起量，H1 销售 3021 辆；其他客户沃尔沃、蔚来等也快速增长，三花新能源汽车销量规模大幅提升、叠加组件化趋势下单车货值大幅上升，上半年新能源汽车产品出货数据亮眼，但组件化带来外采产品占比提升、毛利率小幅下降。

- 展望下半年，Tesla 有望继续放量，上半年受停产影响，下半年环比有望继续大幅增长，其他车企蔚来、MEB、Volvo 等继续放量，同时热泵空调应用、组件化推进，高单车货值的车型如 Model Y、Polestar 等车型占比提升，新能源

汽车产品有望继续高歌猛进。同时传统车业务下半年起有望从底部好转，全年汽零有望恢复 35-40%高增长。

表 3：三花智控汽零业务拆分

	18H1	18H2	19H1	19H2	20H1
收入	**6.91**	**7.41**	**7.64**	**8.87**	**9.50**
YoY			*10.6%*	*19.7%*	*24.3%*
其中：新能源			3.29	4.03	5.42
YoY					*64.8%*
传统汽零			4.35	4.84	4.09
YoY					*-6.2%*
利润	**1.41**	**1.21**	**1.58**	**1.34**	**1.70**
YoY			*12.1%*	*10.7%*	*7.6%*
三花汽零净利率	*20.4%*	*16.3%*	*20.7%*	*15.1%*	*17.9%*

数据来源：Wind，东吴证券研究所

家电业务在周期底部，能效升级推动下国内已进入高景气状态，海外预计下半年好于上半年。

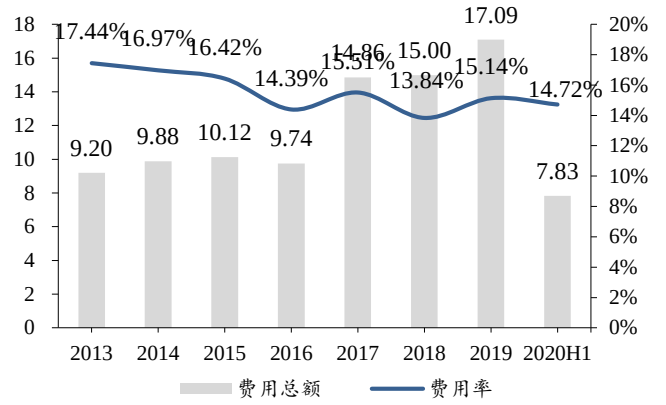
- 上半年疫情影响下国内白电需求不景气，海外出口受阻，Q2 海外需求也受一定影响，整体上三花家电业务 H1 完成销售额 43.7 亿，同比-13.8%；盈利 4.7 亿，同比-11.6%，分项来看空调业务小幅回落，受海外疫情影响微通道、亚威科业务回落幅度较大。

- 7 月 1 日空调新能效标准实施后，不符合新标准的空调将不再生产，促进公司的拳头产品电子膨胀阀渗透率提升，估计 19 年电子膨胀阀渗透率 30%、20 年有望提升到 50%以上；同时行业普遍回暖，5-6 月疫情恢复后销售、接单情况回升，7 月以来销售旺盛，预计下半年好于上半年，海外疫情得到控制后亚威科、微通道等业务也有望逐步恢复。整体预判家电业务下半年有望恢复增长。

费用下降，费用率小幅提升。公司 2020H 费用同比下降 5.55%至 7.83 亿元，期间费用率上升 0.51 个百分点至 14.72%。其中，销售、管理（含研发）、研发分别同比下降 2.38%、上升 3.63%、下降 3.42%至 2.57 亿元、5.55 亿元、2.4 亿元；费用率分别上升 0.32、上升 0.96、上升 0.25 个百分点至 4.84%、10.44%、4.51%。20Q2，销售、管理（含研发）、研发费用分别同比-6.07%/+0.04%/-9.56%，费用率分别为 5.03%/10.12%/4.37%。

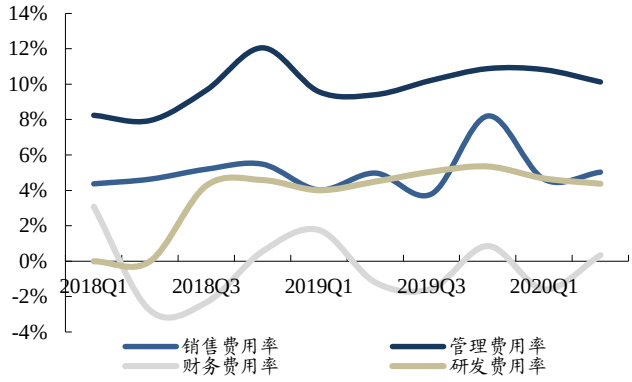
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 5：20H1 期间费用 7.83 亿元，同比-5.55%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：20Q2 期间费用率 15.49%，同比+2.31pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利预测与投资建议：预计 2020-22 年公司归母净利润分别 14.5 亿、18.8 亿、22.7 亿，同比分别+2.2%、+29.4%、+20.6%，对应现价 PE 分别 54 倍、42 倍、34 倍，目标价 26 元，对应 21 年 50 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，投资不及预期

请务必阅读正文之后的免责声明部分

三花智控三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	**10051.2**	**11148.6**	**12871.3**	**14740.7**
现金	2663.7	3561.1	3588.3	3975.7
应收账款	4065.9	4314.9	5452.9	6447.1
存货	2180.8	2132.3	2649.3	3100.7
其他流动资产	1140.8	1140.3	1180.8	1217.2
非流动资产	**4739.0**	**5036.8**	**5494.0**	**5939.7**
长期股权投资	14.5	16.5	18.5	20.4
固定资产	3860.6	4173.9	4646.7	5107.9
在建工程	20	18	17	15
无形资产	525.9	508.3	490.8	473.3
其他非流动资产	338.0	338.0	338.0	338.0
资产总计	**14790.2**	**16185.4**	**18365.3**	**20680.4**
流动负债	**4708.3**	**4643.2**	**5412.2**	**6088.2**
短期借款	1517.8	1517.8	1517.8	1517.8
应付账款	2718.4	2657.9	3302.4	3865.1
其他流动负债	472.0	467.5	592.0	705.3
非流动负债	**716.5**	**1322.9**	**1629.2**	**1935.6**
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**	**5966.1**	**7041.5**	**8023.8**
少数股东权益	73.8	83.2	95.3	110.0
归属母公司股东权益	9291.6	10136.1	11228.6	12546.6
负债和股东权益	**14790.2**	**16185.4**	**18365.3**	**20680.4**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1900.2	1478.4	1313.3	1860.3
投资活动现金流	222.9	-472.5	-698.9	-723.3
筹资活动现金流	-733.8	-108.4	-587.1	-749.6
现金净增加额	1389.2	897.4	27.2	387.4
折旧和摊销	364.4	206.0	241.7	277.6
资本开支	-682.6	-470.5	-697.0	-721.3
营运资本变动	1818.0	-189.9	-820.2	-699.6

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**11287.5**	**11249.6**	**14360.0**	**17149.7**
减:营业成本	7946.8	7928.5	10052.0	12004.8
营业税金及附加	92.3	90.0	114.9	137.2
营业费用	588.5	562.5	703.6	823.2
管理费用	1149.3	1097.5	1381.7	1629.6
财务费用	-7.8	5.9	44.3	52.2
资产减值损失	25	30	30	30
加:投资净收益	25.3	30.0	30.0	30.0
其他收益	120.4	133.0	142.4	164.7
营业利润	**1664.0**	**1728.3**	**2235.9**	**2697.5**
加:营业外净收支	-0.9	0.0	0.0	0.0
利润总额	**1663.1**	**1728.3**	**2235.9**	**2697.5**
减:所得税费用	229.3	259.2	335.4	404.6
少数股东损益	12.6	16.2	20.9	25.2
归属母公司净利润	**1421.2**	**1452.9**	**1879.6**	**2267.6**
EBIT	1624.3	1678.7	2240.2	2709.7
EBITDA	1988.7	1884.7	2481.9	2987.3

重要财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.51	0.40	0.52	0.63
每股净资产(元)	3.36	2.82	3.13	3.49
发行在外股份(百万股)	2765.7	3592.0	3592.0	3592.0
ROIC(%)	12.7%	13.4%	17.2%	18.7%
ROE(%)	15.3%	14.3%	16.7%	18.1%
毛利率(%)	29.6%	29.5%	30.0%	30.0%
销售净利率(%)	12.6%	12.9%	13.1%	13.2%
资产负债率(%)	36.7%	36.9%	38.3%	38.8%
收入增长率(%)	4.2%	-0.3%	27.6%	19.4%
净利润增长率(%)	10.0%	2.2%	29.4%	20.6%
P/E	42.34	53.80	41.58	34.47
P/B	6.48	7.71	6.96	6.23
EV/EBITDA	32.99	35.10	27.09	22.83

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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