

业绩表现良好，汽零业务延续高增长

——三花智控（002050）点评报告

买入（上调）

2022年04月26日

报告关键要素：

公司发布 2022 年第一季度报告，报告期公司实现营业总收入 48.04 亿元，同比增长 40.94%，归属于上市公司股东的净利润 4.53 亿元，同比增长 25.81%，扣非后归属于上市公司股东的净利润 4.02 亿元，同比增长 25.29%。

投资要点：

两大业务供需两旺，业绩表现良好：2022 年第一季度公司实现营业总收入 48.04 亿元，同比/环比分别增长 40.94%/11.69%，归属于上市公司股东的净利润 4.53 亿元，同比/环比分别增长 25.81%/15.89%，业绩表现略超预期，主要是公司制冷空调电器零部件业务及汽车零部件业务呈现供需两旺，两大业务均有所增长所致，尤其是汽车零部件业务延续了去年高增长态势，成为公司主要的业绩增长点。一季度毛利率 23.30%，同比下降 3.94pct，主要是原材料价格变动及会计准则变化所致，环比去年四季度增长 1.67pct，主要是一季度原材料价格部分实现联动及汇率贬值导致，预计后期依然改善空间。

制冷空调电器业务保持稳健，汽车零部件增长迅速：传统制冷空调电器业务受冷媒切换、能效升级、消费升级及多联机等相关业务产品发展机遇，持续保持稳定增长，且受竞争对手格局变化，公司订单有所增加；汽车零部件业务，受益于全球新能源汽车高增长及重点客户放量、热管理组件产品占比提升拉动，保持高速增长，且原材料价格联动机制的完善、运费下降、汇率贬值等因素，预计盈利能力持续提升。

与敏实设立合资公司实现强强联合，产能持续扩展保障订单交付：2022 年 4 月公司与敏实汽车技研签署合作协议共同出资设立合资公司，拟合资规划在欧洲开展水冷板产品及相关零配件的研发、生产和销售，与敏实合资有望实现热管理业务的协同从而进一步提升欧洲市场份额。另外，公司目前在手订单充裕，为保障订单交付，公司每年持续高投入从而保持产能有效扩展，2021 年末年产 1,150 万套新能源汽车零部件建设项目以完结验收有望逐步投产，且有序推进墨西哥工厂、绍兴滨海厂区产线建设，产能持续扩大有望保障新能源车热管理业务持续高增长。

盈利预测与投资建议：我们预计 2022-2024 年公司实现营收 205.85 亿元、252.07 亿元和 309.55 亿元，归属于上市公司股东的净利润 22.25

基础数据

| | |
|------------|----------|
| 总股本(百万股) | 3,591.10 |
| 流通A股(百万股) | 3,540.91 |
| 收盘价(元) | 13.33 |
| 总市值(亿元) | 478.69 |
| 流通A股市值(亿元) | 472.00 |

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

分析师：

周春林

执业证书编号：

S0270518070001

电话：

021-60883486

邮箱：

zhoucl@wlzq.com.cn

| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 16020.81 | 20585.05 | 25206.77 | 30954.72 |
| 增长比率(%) | 32 | 28 | 22 | 23 |
| 净利润(百万元) | 1684.04 | 2224.78 | 2881.79 | 3696.98 |
| 增长比率(%) | 15 | 32 | 30 | 28 |
| 每股收益(元) | 0.47 | 0.62 | 0.80 | 1.03 |
| 市盈率(倍) | 28.43 | 21.52 | 16.61 | 12.95 |
| 市净率(倍) | 4.29 | 3.57 | 2.93 | 2.38 |

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

亿元、28.82 亿元和 36.97 亿元，EPS 分别为 0.62 元、0.80 元和 1.03 元，结合 2022 年 4 月 25 日收盘价对应的 PE 分别为 21.52 倍、16.61 倍和 12.95 倍。考虑到公司新能源车热管理持续高增长，给予“买入”评级。

风险因素：汽车零部件业务发展不及预期，制冷空调电器业务发展不及预期，大宗原材料价格大幅上涨。

利润表 (百万元)

| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 16021 | 20585 | 25207 | 30955 |
| %同比增速 | 32% | 28% | 22% | 23% |
| 营业成本 | 11907 | 15249 | 18591 | 22739 |
| 毛利 | 4113 | 5336 | 6616 | 8215 |
| %营业收入 | 26% | 26% | 26% | 27% |
| 税金及附加 | 84 | 113 | 139 | 170 |
| %营业收入 | 1% | 1% | 1% | 1% |
| 销售费用 | 449 | 576 | 706 | 867 |
| %营业收入 | 3% | 3% | 3% | 3% |
| 管理费用 | 876 | 1132 | 1386 | 1703 |
| %营业收入 | 5% | 6% | 6% | 6% |
| 研发费用 | 751 | 947 | 1134 | 1393 |
| %营业收入 | 5% | 5% | 5% | 5% |
| 财务费用 | 84 | -63 | -125 | -213 |
| %营业收入 | 1% | 0% | 0% | -1% |
| 资产减值损失 | -93 | -100 | -105 | -110 |
| 信用减值损失 | -57 | -59 | -61 | -62 |
| 其他收益 | 123 | 144 | 176 | 217 |
| 投资收益 | 142 | 0 | 0 | 0 |
| 净敞口套期收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 1987 | 2616 | 3386 | 4341 |
| %营业收入 | 12% | 13% | 13% | 14% |
| 营业外收支 | -10 | -10 | -11 | -11 |
| 利润总额 | 1977 | 2606 | 3375 | 4330 |
| %营业收入 | 12% | 13% | 13% | 14% |
| 所得税费用 | 272 | 358 | 464 | 595 |
| 净利润 | 1705 | 2247 | 2911 | 3734 |
| %营业收入 | 11% | 11% | 12% | 12% |
| 归属于母公司的净利润 | 1684 | 2225 | 2882 | 3697 |
| %同比增速 | 15% | 32% | 30% | 28% |
| 少数股东损益 | 21 | 22 | 29 | 37 |
| EPS (元/股) | 0.47 | 0.62 | 0.80 | 1.03 |

基本指标

| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EPS | 0.47 | 0.62 | 0.80 | 1.03 |
| BVPS | 3.10 | 3.74 | 4.55 | 5.59 |
| PE | 28.43 | 21.52 | 16.61 | 12.95 |
| PEG | 1.87 | 0.67 | 0.56 | 0.46 |
| PB | 4.29 | 3.57 | 2.93 | 2.38 |
| EV/EBITDA | 36.10 | 15.69 | 12.03 | 9.26 |
| ROE | 15% | 17% | 18% | 18% |
| ROIC | 10% | 11% | 12% | 13% |

资产负债表 (百万元)

| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 6708 | 8160 | 10914 | 13593 |
| 交易性金融资产 | 109 | 109 | 109 | 109 |
| 应收票据及应收账款 | 5660 | 7282 | 8580 | 10548 |
| 存货 | 3638 | 4535 | 5028 | 6160 |
| 预付款项 | 94 | 120 | 147 | 180 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 362 | 390 | 424 | 467 |
| 流动资产合计 | 16571 | 20597 | 25203 | 31057 |
| 长期股权投资 | 23 | 23 | 23 | 23 |
| 固定资产 | 4233 | 4524 | 4798 | 5053 |
| 在建工程 | 1344 | 1479 | 1601 | 1711 |
| 无形资产 | 696 | 774 | 851 | 927 |
| 商誉 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 递延所得税资产 | 153 | 153 | 153 | 153 |
| 其他非流动资产 | 593 | 588 | 588 | 588 |
| 资产总计 | 23620 | 28146 | 33225 | 39520 |
| 短期借款 | 738 | 400 | 400 | 400 |
| 应付票据及应付账款 | 5106 | 6475 | 7895 | 9656 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 80 | 107 | 130 | 159 |
| 应付职工薪酬 | 372 | 473 | 576 | 705 |
| 应交税费 | 113 | 144 | 176 | 217 |
| 其他流动负债 | 2680 | 2390 | 2438 | 2498 |
| 流动负债合计 | 8351 | 9589 | 11216 | 13236 |
| 长期借款 | 801 | 1801 | 2301 | 2801 |
| 应付债券 | 2652 | 2652 | 2652 | 2652 |
| 递延所得税负债 | 173 | 173 | 173 | 173 |
| 其他非流动负债 | 390 | 390 | 390 | 390 |
| 负债合计 | 12367 | 14605 | 16732 | 19252 |
| 归属于母公司的所有者权益 | 11150 | 13416 | 16339 | 20077 |
| 少数股东权益 | 102 | 125 | 154 | 191 |
| 股东权益 | 11253 | 13541 | 16493 | 20268 |
| 负债及股东权益 | 23620 | 28146 | 33225 | 39520 |

现金流量表 (百万元)

| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| 经营活动现金流净额 | 1556 | 1866 | 3354 | 3297 |
| 投资 | -30 | 0 | -5 | -5 |
| 资本性支出 | -1927 | -910 | -911 | -911 |
| 其他 | -3092 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流净额 | -5050 | -910 | -916 | -916 |
| 债权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 银行贷款增加(减少) | 4375 | 662 | 500 | 500 |
| 筹资成本 | -983 | -165 | -185 | -202 |
| 其他 | -572 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流净额 | 2823 | 497 | 315 | 298 |
| 现金净流量 | -710 | 1453 | 2754 | 2679 |

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场