

三花智控 (002050)

Q2 收入符合预期，盈利持续改善

事件：公司 22H1 实现营业总收入 101.6 亿元，同比+32.4%；归母净利润 10.0 亿元，同比+21.8%；扣非归母净利润 10.3 亿元，同比+43.1%。其中，22Q2 实现营业总收入 53.6 亿元，同比+25.6%；归母净利润 5.5 亿元，同比+18.6%；扣非归母净利润 6.3 亿元，同比+57.5%。

点评：

公司经营韧性凸显，Q2 收入增速符合预期。公司 22H1 实现营业总收入 101.6 亿元，同比+32.4%，其中 22Q2 实现营业总收入 53.6 亿元，同比+25.6%，在宏观经济环境承压背景下 Q2 收入增速略有回落，但依然表现出较强的经营韧性。分业务来看，上半年公司双板块均有不错增长：1) 制冷空调零部件业务收入 69.6 亿元，同比+25.1%，主要因为竞争格局变化带来部分订单流入；2) 汽零业务实现收入 32.0 亿元，同比+51.5%，充分受益下游电动车市场需求高涨实现收入高增，22H1 全球新能源乘用车销售 421 万台，同比+71%。

盈利拐点已至，汽零率先修复。22Q2 公司整体毛利率为 25.0%，同比微降 0.1pct，主要系 22Q2 所使用的原材料整体价格相比去年同期仍然较高所致，但降幅环比 21Q1 的 -2.1pct 大幅收窄，公司盈利拐点显现。分业务看，1) 汽零业务毛利率率先修复，22H1 毛利率 25.4%，同比+1.4pct，我们认为部分因为业务快速扩张下规模效应的显现；2) 制冷空调电器零部件业务 22H1 毛利率 23.7%，同比-2.0pct，我们预计为低毛利的截止阀、四通阀占比有所提升导致。

费用端，公司 22Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.2%/4.6%/4.6%/-2.1%，同比-0.1/+0.2/+0.3/-3.4pct，综合费用率受汇兑收益影响改善明显。此外，公司当季衍生工具业务产生较多亏损，综合影响下，公司 22Q2 归母净利率同比-0.6pct 至 10.3%。扣除政府补助、汇兑、金融工具损益等非经常性因素影响，公司 22Q2 实现扣非净利率同比+2.4pct 至 11.7%。

公司业务多元拓展，长期成长动能充足。除充足的汽零在手订单外（到 26 年 460 亿元），公司根据战略发展规划及市场需求进行水冷板产能布局，并密切关注未来机器人等业务的发展，未来有望依靠现有储能、热泵产品的部品供应实力，顺应市场需求打造出一整套智能环境解决方案，构筑起自身的又一增长曲线。

投资建议：三花作为全球热管理龙头，一直积极投入研发、构筑坚实的技术壁垒，持续强化自身领先的产品、客户和规模优势，在行业高景气和产品高质量的双重影响下，我们持续看好三花在热管理领域的主导地位和成长性。我们预计 22-24 年净利润为 22.93/29.66/36.21 亿元（维持前值），对应动态估值为 45.86x/35.46x/29.05x，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格继续上涨的风险；海外疫情加剧的风险；下游销量

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,109.83	16,020.81	20,393.33	24,829.78	28,845.26
增长率(%)	7.29	32.30	27.29	21.75	16.17
EBITDA(百万元)	2,763.03	3,422.93	3,190.63	3,950.95	4,681.11
归属母公司净利润(百万元)	1,462.16	1,684.04	2,293.38	2,966.19	3,621.12
增长率(%)	2.88	15.18	36.18	29.34	22.08
EPS(元/股)	0.41	0.47	0.64	0.83	1.01
市盈率(P/E)	71.94	62.46	45.86	35.46	29.05
市净率(P/B)	10.45	9.43	8.65	7.69	6.77
市销率(P/S)	8.69	6.57	5.16	4.24	3.65
EV/EBITDA	31.19	26.10	32.87	26.01	21.94

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/家电零部件
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	29.29 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,591.10
流通 A 股股本(百万股)	3,527.57
A 股总市值(百万元)	105,183.43
流通 A 股市值(百万元)	103,322.49
每股净资产(元)	3.14
资产负债率(%)	53.58
一年内最高/最低(元)	34.00/13.33

作者

孙谦	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050004	
sunqiana@tfzq.com	
宗艳	分析师
SAC 执业证书编号：S1110522070002	
zongyan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

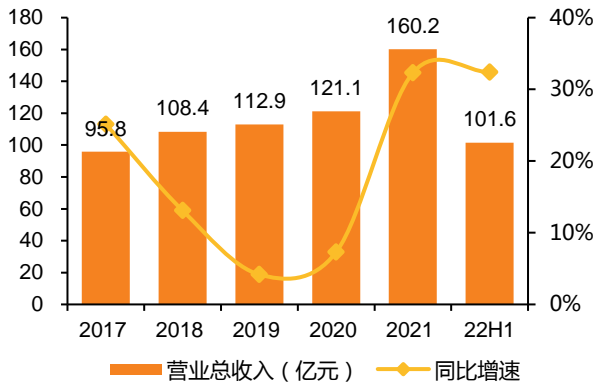
相关报告

- 《三花智控-季报点评:营收略超预期，汽零业务盈利拐点已至》 2022-04-26
- 《三花智控-年报点评报告:汽零业务高增，盈利能力修复可期》 2022-03-25
- 《三花智控-公司点评:双板块增长亮眼，盈利能力降幅收窄》 2022-03-10

事件

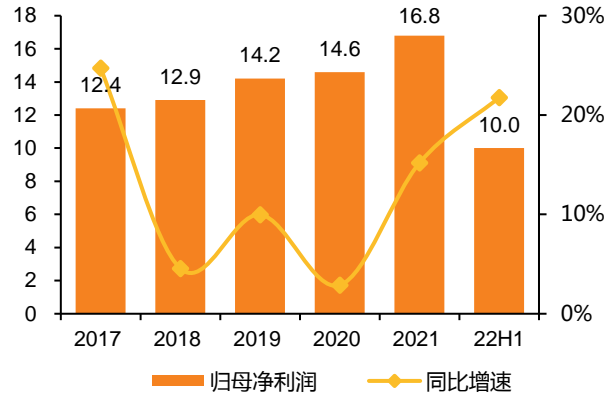
公司 22H1 实现营业总收入 101.6 亿元，同比+32.4%；归母净利润 10.0 亿元，同比+21.8%；扣非归母净利润 10.3 亿元，同比+43.1%。其中，22Q2 实现营业总收入 53.6 亿元，同比+25.6%；归母净利润 5.5 亿元，同比+18.6%；扣非归母净利润 6.3 亿元，同比+57.5%。

图 1：三花智控近年来营收及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：三花智控近年来归母净利润及增速（亿元，%）

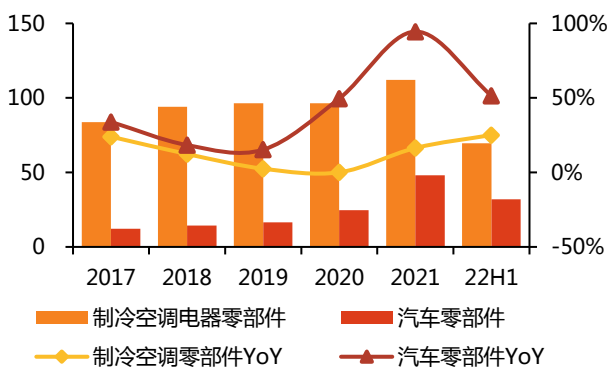


资料来源：Wind，天风证券研究所

点评

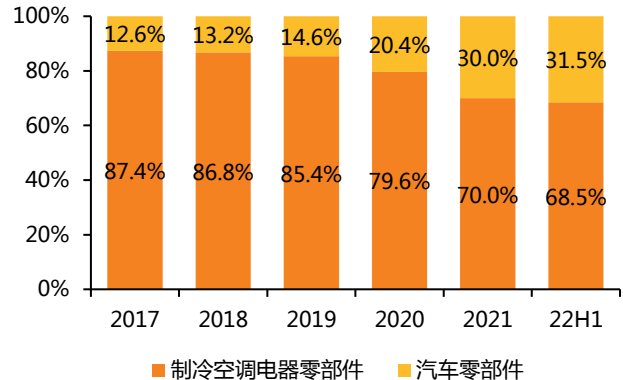
公司经营韧性凸显，Q2 收入增速符合预期。公司 22H1 实现营业总收入 101.6 亿元，同比+32.4%，其中 22Q2 实现营业总收入 53.6 亿元，同比+25.6%，在宏观经济环境承压背景下 Q2 收入增速略有回落，但依然表现出较强的经营韧性。分业务来看，上半年公司双板块均有不错增长：1) 制冷空调零部件业务收入 69.6 亿元，同比+25.1%，主要因为竞争格局变化带来部分订单流入；2) 汽零业务实现收入 32.0 亿元，同比+51.5%，充分受益下游电动车市场需求高涨实现收入高增，22H1 全球新能源乘用车销售 421 万台，同比+71%。

图 3：三花智控近年来分业务板块营收及增速（亿元，%）



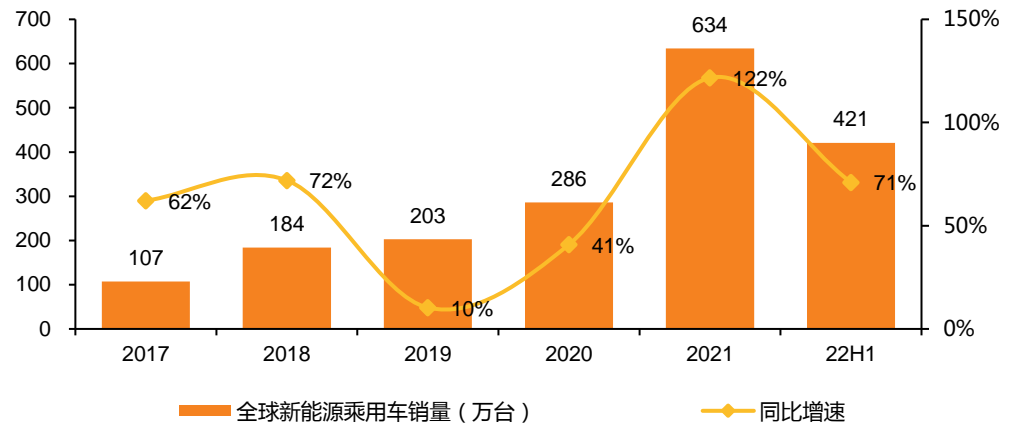
资料来源：Wind，公司年报，天风证券研究所

图 4：三花智控近年来分业务板块营收占比（%）



资料来源：Wind，公司年报，天风证券研究所

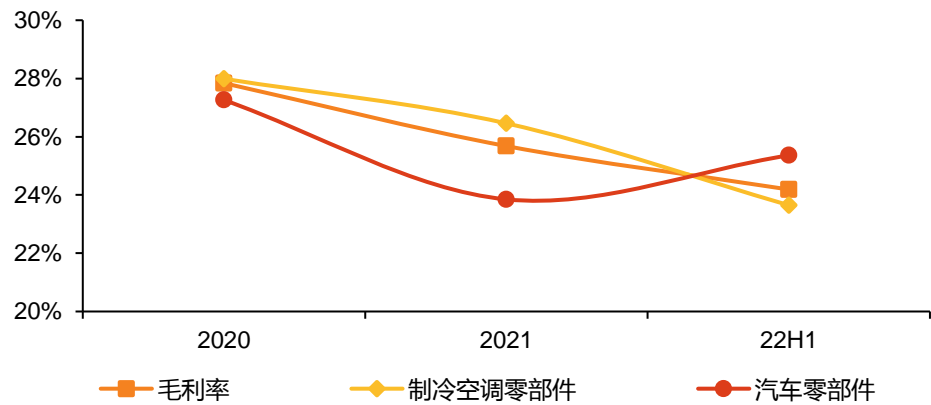
图 5：2017-22H1 全球新能源乘用车销量（万台）



资料来源：新浪科技，天风证券研究所

盈利拐点已至，汽零率先修复。22Q2 公司整体毛利率为 25.0%，同比微降 0.1pct，主要系 22Q2 所使用的原材料整体价格相比去年同期仍然较高所致，但降幅环比 21Q1 的 -2.1pct 大幅收窄，公司盈利拐点显现。分业务看，1) 汽零业务毛利率率先修复，22H1 毛利率 25.4%，同比+1.4pct，我们认为部分因为业务快速扩张下规模效应的显现；2) 制冷空调电器零部件业务 22H1 毛利率 23.7%，同比-2.0pct，我们预计为低毛利的截止阀、四通阀占比有所提升导致。

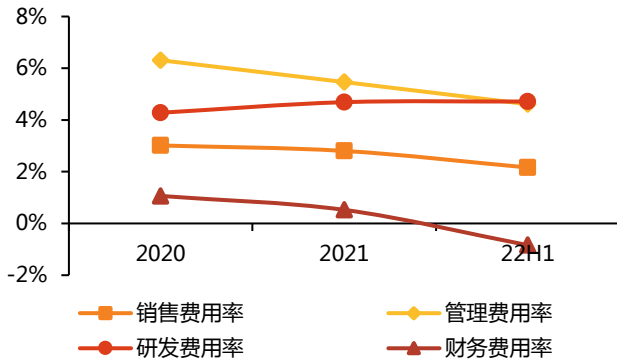
图 6：2020-22H1 三花智控分业务板块毛利率



资料来源：Wind，公司年报，天风证券研究所

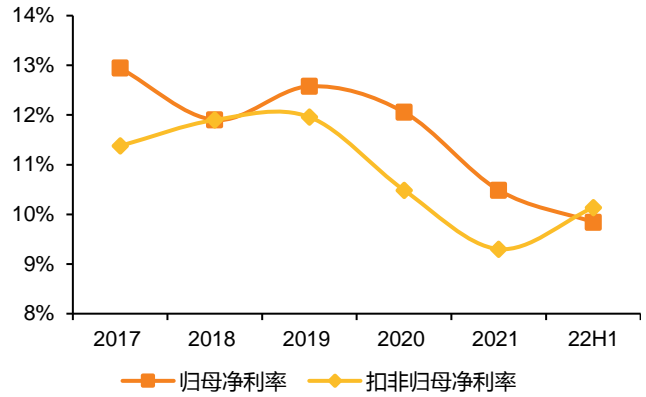
费用端，公司 22Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.2%/4.6%/4.6%/-2.1%，同比-0.1/+0.2/+0.3/-3.4pct，综合费用率受汇兑收益影响改善明显。此外，公司当季衍生工具业务产生较多亏损，综合影响下，公司 22Q2 归母净利率同比-0.6pct 至 10.5%。若扣除政府补助、汇兑、金融工具损益等非经常性因素影响，则公司 22Q2 实现扣非净利率同比+2.4pct 至 11.7%。

图 7：2020-22H1 三花智控四费率率



资料来源：Wind，公司年报，天风证券研究所

图 8：2017-22H1 三花智控销售净利率

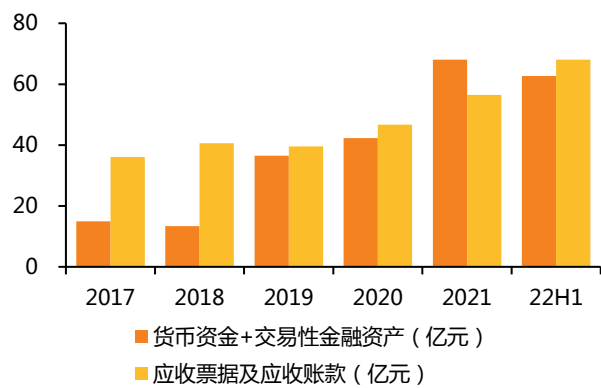


资料来源：Wind，公司年报，天风证券研究所

公司业务多元拓展，长期成长动能充足。除充足的汽零在手订单外（到 26 年 460 亿元），公司根据战略发展规划及市场需求进行水冷板产能布局，并密切关注未来机器人等业务的发展，未来有望依靠现有储能、热泵产品的部品供应实力，顺应市场需求打造出一整套智能环境解决方案，构筑起自身的又一增长曲线。

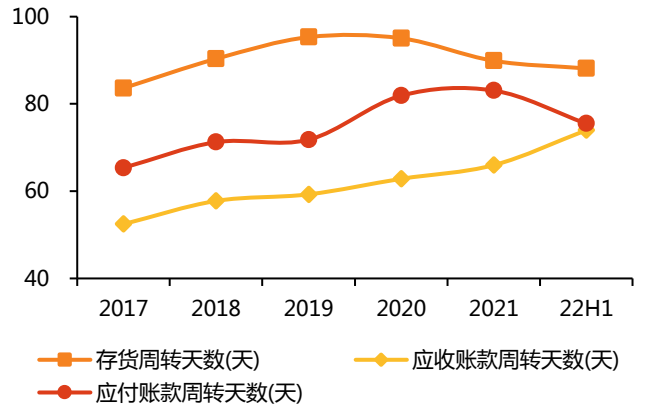
从资产负债表看，截至 22 年中报，公司货币资金+交易性金融资产为 62.8 亿元，较 21 年末-7.9%；应收票据和账款合计 68.1 亿元，较 21 年末+20.4%；存货 39.0 亿元，较 21 年末+7.3%。从周转天数看，公司 22H1 存货/应收账款/应付账款周转天数分别为 88.1/74.0/75.5 天，较 21 年-1.8/+8.0/-7.6 天，公司订单充足带动存货周转效率提升。

图 9：2017-22H1 三花智控货币资金+交易性金融资产应收情况



资料来源：Wind，公司年报，天风证券研究所

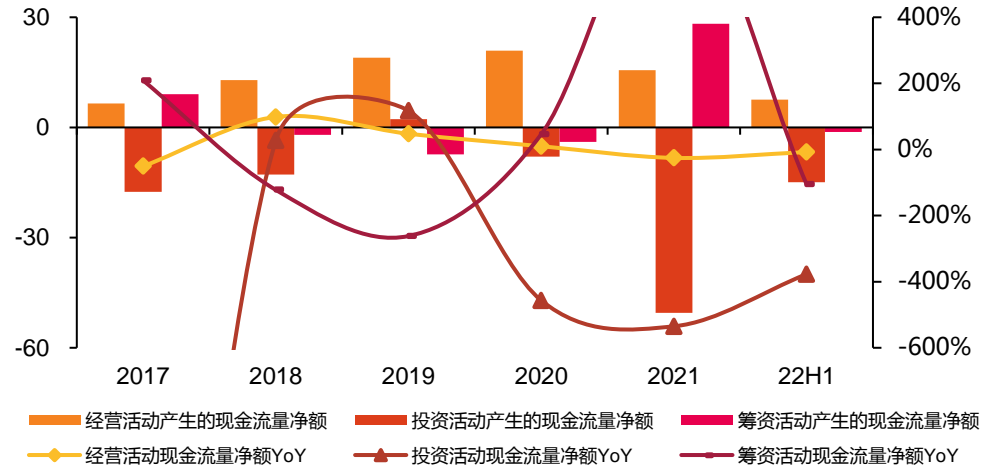
图 10：2017-22H1 三花智控存货、应收账款、应付账款周转天数(天)



资料来源：Wind，公司年报，天风证券研究所

从现金流看，公司 22H1 经营活动产生的现金流量净额为 7.6 亿元，同比-7.8%；投资活动产生现金流-14.9 亿元，同比-377.2%，主要系当期公司购买大额存单、构建固定/无形等长期资产等；筹资活动产生现金流-1.2 亿元，同比-105.4%，上年同期因发行可转债基数较高。

图 11：2017-22H1 三花智控经营活动、投资活动、筹资活动产生的现金流量净额（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

投资建议

三花作为全球热管理龙头，一直积极投入研发、构筑坚实的技术壁垒，持续强化自身领先的产品、客户和规模优势，在行业高景气和产品高质量的双重影响下，我们持续看好三花在热管理领域的主导地位和成长性。我们预计 22-24 年净利润为 22.93/29.66/36.21 亿元(维持前值)，对应动态估值为 45.86x/35.46x/29.05x，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格继续上涨的风险；海外疫情加剧的风险；下游销量不及预期的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,489.69	6,707.72	3,433.17	5,580.42	5,684.70
应收票据及应收账款	4,679.55	5,660.49	8,425.32	8,724.77	11,198.84
预付账款	69.40	93.88	122.17	138.04	162.76
存货	2,307.76	3,637.85	4,113.42	5,221.97	5,569.75
其他	1,037.95	471.14	967.93	981.13	1,025.57
流动资产合计	11,584.35	16,571.09	17,062.01	20,646.32	23,641.64
长期股权投资	15.22	22.68	22.68	22.68	22.68
固定资产	3,839.41	4,232.71	3,752.76	3,272.82	2,792.88
在建工程	628.73	1,343.53	1,343.53	1,343.53	1,343.53
无形资产	507.69	696.39	670.47	644.54	618.62
其他	457.13	753.57	497.87	488.80	479.73
非流动资产合计	5,448.18	7,048.88	6,287.31	5,772.37	5,257.44
资产总计	17,032.53	23,619.97	23,349.33	26,418.69	28,899.08
短期借款	383.09	738.19	383.09	383.09	383.09
应付票据及应付账款	3,518.24	5,106.22	5,562.28	7,286.53	7,566.71
其他	783.70	2,426.72	1,643.65	1,457.62	1,788.60
流动负债合计	4,685.02	8,271.14	7,589.02	9,127.24	9,738.39
长期借款	1,707.92	801.46	392.88	392.88	392.88
应付债券	0.00	2,652.04	2,652.04	2,652.04	2,652.04
其他	444.26	562.93	443.60	443.60	443.60
非流动负债合计	2,152.18	4,016.42	3,488.52	3,488.52	3,488.52
负债合计	6,837.20	12,287.56	11,077.54	12,615.75	13,226.91
少数股东权益	87.96	102.28	113.55	128.13	145.93
股本	3,591.60	3,591.09	3,591.12	3,591.12	3,591.12
资本公积	315.42	373.42	379.03	379.03	379.03
留存收益	6,528.88	7,317.47	8,490.05	10,006.62	11,858.05
其他	(371.11)	(131.68)	(301.97)	(301.97)	(301.97)
股东权益合计	10,195.33	11,332.41	12,271.79	13,802.94	15,672.17
负债和股东权益总计	17,032.53	23,619.97	23,349.33	26,418.69	28,899.08

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,473.32	1,704.82	2,293.38	2,966.19	3,621.12
折旧摊销	424.69	487.53	505.87	505.87	505.87
财务费用	85.66	76.99	102.99	77.78	44.20
投资损失	(93.45)	(143.11)	(70.70)	(70.51)	(70.41)
营运资金变动	(33.20)	(960.87)	(2,468.94)	110.23	(2,270.81)
其它	230.32	390.46	28.04	34.51	40.81
经营活动现金流	2,087.34	1,555.82	390.63	3,624.07	1,870.78
资本支出	888.45	1,641.28	119.33	0.00	0.00
长期投资	0.70	7.46	0.00	0.00	0.00
其他	(1,684.32)	(6,698.40)	(563.66)	64.51	64.41
投资活动现金流	(795.17)	(5,049.66)	(444.33)	64.51	64.41
债权融资	181.98	3,649.36	(1,924.64)	(77.78)	(44.20)
股权融资	(1,171.11)	(238.41)	(1,296.22)	(1,463.55)	(1,786.70)
其他	593.62	(587.47)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(395.52)	2,823.48	(3,220.86)	(1,541.33)	(1,830.90)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	896.65	(670.36)	(3,274.56)	2,147.25	104.29

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	12,109.83	16,020.81	20,393.33	24,829.78	28,845.26
营业成本	8,738.22	11,907.35	15,075.62	18,156.60	20,989.04
营业税金及附加	77.97	83.56	96.17	117.10	136.03
销售费用	365.13	449.23	566.74	645.23	706.31
管理费用	764.08	875.80	1,109.74	1,313.91	1,473.99
研发费用	518.40	751.14	996.93	1,288.30	1,500.97
财务费用	128.86	84.11	102.99	77.78	44.20
资产/信用减值损失	(87.35)	(150.05)	(89.56)	(89.56)	(89.56)
公允价值变动收益	31.85	3.22	6.00	6.00	6.00
投资净收益	89.08	141.57	70.70	70.51	70.41
其他	(218.22)	(111.89)	(264.28)	(264.28)	(264.28)
营业利润	1,701.81	1,986.76	2,696.57	3,482.11	4,245.84
营业外收入	5.06	4.79	3.00	3.00	3.00
营业外支出	14.84	14.93	15.00	15.00	15.00
利润总额	1,692.03	1,976.63	2,684.57	3,470.11	4,233.84
所得税	218.70	271.80	369.15	475.40	577.92
净利润	1,473.32	1,704.82	2,315.42	2,994.70	3,655.92
少数股东损益	11.16	20.78	22.04	28.51	34.81
归属于母公司净利润	1,462.16	1,684.04	2,293.38	2,966.19	3,621.12
每股收益(元)	0.41	0.47	0.64	0.83	1.01

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	7.29%	32.30%	27.29%	21.75%	16.17%
营业利润	2.27%	16.74%	35.73%	29.13%	21.93%
归属于母公司净利润	2.88%	15.18%	36.18%	29.34%	22.08%
获利能力					
毛利率	27.84%	25.68%	26.08%	26.88%	27.24%
净利率	12.07%	10.51%	11.25%	11.95%	12.55%
ROE	14.53%	15.10%	18.86%	21.69%	23.32%
ROIC	21.80%	23.17%	25.04%	25.90%	32.91%
偿债能力					
资产负债率	40.39%	52.36%	47.44%	47.75%	45.77%
净负债率	-12.49%	-6.69%	5.71%	-10.48%	-9.90%
流动比率	2.45	1.98	2.25	2.26	2.43
速动比率	1.96	1.55	1.71	1.69	1.86
营运能力					
应收账款周转率	2.80	3.10	2.90	2.90	2.90
存货周转率	5.40	5.39	5.26	5.32	5.35
总资产周转率	0.76	0.79	0.87	1.00	1.04
每股指标(元)					
每股收益	0.41	0.47	0.64	0.83	1.01
每股经营现金流	0.58	0.43	0.11	1.01	0.52
每股净资产	2.80	3.10	3.39	3.81	4.32
估值比率					
市盈率	71.94	62.46	45.86	35.46	29.05
市净率	10.45	9.43	8.65	7.69	6.77
EV/EBITDA	31.19	26.10	32.87	26.01	21.94
EV/EBIT	36.76	30.36	39.07	29.83	24.59

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com