

## 三花智控 (002050.SZ)

## 收入表现韧性十足，盈利拐点逐步显现

公司于8月12日发布2022年半年报，报告期内，公司实现营业总收入101.6亿元，同比+32.4%；实现归母净利润10.0亿元，同比+21.8%；实现扣非后归母净利润10.3亿元，同比+43.1%。其中，Q2单季度公司实现营业总收入53.6亿元，同比+25.6%；实现归母净利润5.5亿元，同比+18.6%；实现扣非后归母净利润6.3亿元，同比+57.5%。此外，公司拟进行2022年半年度分红，每10股派发现金红利1元。整体来看，公司2022年上半年在经营环境整体承压的情况下，收入与业绩表现均符合市场预期。

#### □ 制冷零部件业务受益竞争格局变化，汽零业务延续高增，收入端韧性十足。

分板块来看，上半年公司制冷空调零部件实现收入69.6亿元，同比+25.1%，尽管下游空调需求略有下滑（产业在线数据显示2022年上半年国内空调产量同比-4.1%），但由于竞争格局变化，公司或受益于部分空调阀类产品订单转移，展望下半年，7月份以来全国多地持续的高温天气加速空调渠道库存消化，有望逐步传导至生产端，从而拉动零部件需求景气度实现回升；汽零业务实现收入32.0亿元，同比+51.5%，尽管Q2国内部分地区疫情有所反复，但新能源车仍保持高景气，驱动公司汽零业务高增长。此外，公司成立三花新能源热管理科技(杭州)有限公司拟开展与储能热管理相关业务，并密切关注机器人行业发展，积极打造第三增长曲线，未来增长点有望更加多元。

- 汽零业务率先实现毛利率修复，公司盈利拐点逐渐显现。整体来看，Q2单季度公司毛利率25.0%，环比Q1改善1.7PCT，同比尽管仍然下滑1.8PCT，但较Q1降幅已有明显收窄。分业务来看，2022上半年公司制冷零部件板块毛利率23.7%，同比-2.0PCT，主要系Q2所使用原材料整体价格相比去年同期仍然较高所致，7月份以来主要大宗原材料铜、铝、钢材等价格继续下行，我们判断制冷零部件业务在Q3迎来毛利率环比上行的确定性较高；汽车零部件业务毛利率达到25.4%，同比+1.4PCT，主要受益于：1）零部件自制率较高的组件产品占比提升带动产品结构改善，以及规模效应开始兑现；2）公司原材料联动机制逐步完善，同时成本端管控有所加强。

- 费用端控制良好，扣非后归母净利率改善明显。公司Q2销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.1/+0.2/+0.3/-3.4PCT，但由于受到金融衍生工具业务拖累，Q2归母净利率同比-0.6PCT至10.3%，若剔除上述因素及政府补助、汇兑影响，Q2实现扣非净利率同比+2.4pct至11.7%。

- 投资建议：预计公司2022-2024年实现营业总收入220/284/352亿元，分别同比+37%/29%/24%；实现归母净利润22/30/38亿元，分别同比+32%/34%/27%，当前股价对应PE分别为47.5/35.5/27.9倍，考虑到公司制冷业务稳健增长，汽零板块有望随新能源车渗透率提升和产品结构升级实现量利双升，叠加储能业务打造第三增长曲线，维持“强烈推荐”评级。

- 风险提示：原材料价格大幅上涨，新能源车销量不及预期，海外疫情反复等。

## 强烈推荐（维持）

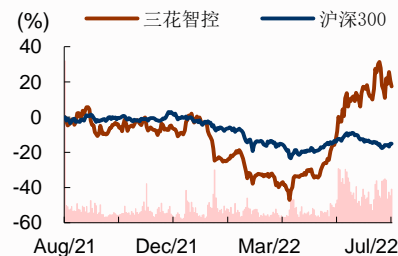
消费品/家电  
目标估值：NA  
当前股价：29.29元

## 基础数据

总股本（万股）	359110
已上市流通股（万股）	352757
总市值（亿元）	1052
流通市值（亿元）	1033
每股净资产（MRQ）	3.3
ROE（TTM）	16.0
资产负债率	53.6%
主要股东	三花控股集团有限公司
主要股东持股比例	29.31%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	54	24
相对表现	10	63	39



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《三花智控（002050）—2022年一季报点评：制冷订单流入高增，汽零毛利率环比改善》2022-04-26
- 《三花智控（002050）—制冷主业边际改善，汽零业务持续亮眼》2020-08-17

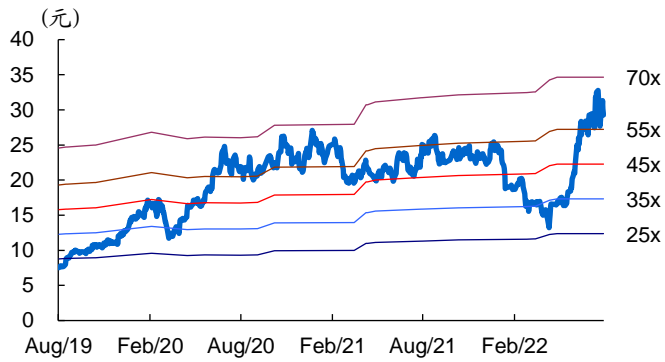
史晋星 S1090522010003  
shijinxing@cmschina.com.cn  
陈东飞 S1090519070001  
chendongfei@cmschina.com.cn  
纪向阳 研究助理  
jixiangyang@cmschina.com.cn  
彭子豪 研究助理  
pengzihao@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	12110	16021	22012	28380	35191
同比增长	7%	32%	37%	29%	24%
营业利润(百万元)	1702	1987	2612	3507	4466
同比增长	2%	17%	31%	34%	27%
归母净利润(百万元)	1462	1684	2215	2967	3772
同比增长	3%	15%	32%	34%	27%
每股收益(元)	0.41	0.47	0.62	0.83	1.05
PE	71.9	62.5	47.5	35.5	27.9
PB	10.5	9.4	8.2	7.0	5.8

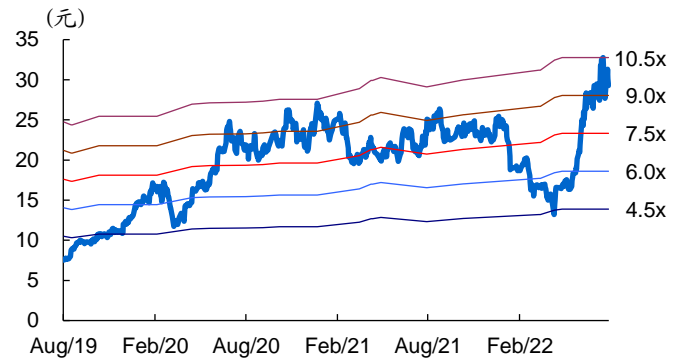
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 三花智控历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 三花智控历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	11584	16571	18457	22829	27972
现金	3490	6708	4980	5551	6635
交易性投资	811	164	164	164	164
应收票据	2324	2144	2946	3798	4710
应收款项	2356	3516	4804	6194	7681
其它应收款	77	121	166	215	266
存货	2308	3638	5011	6412	7904
其他	220	280	385	495	613
<b>非流动资产</b>	5448	7049	7341	7599	7829
长期股权投资	15	23	23	23	23
固定资产	3839	4233	4602	4930	5221
无形资产商誉	540	704	634	570	513
其他	1054	2090	2082	2076	2072
<b>资产总计</b>	<b>17033</b>	<b>23620</b>	<b>25798</b>	<b>30429</b>	<b>35801</b>
<b>流动负债</b>	4728	8351	8825	11117	13561
短期借款	383	738	1000	1289	1599
应付账款	3518	5106	7049	9020	11118
预收账款	53	80	110	141	174
其他	774	2427	665	667	670
<b>长期负债</b>	2152	4016	4016	4016	4016
长期借款	1708	801	801	801	801
其他	444	3215	3215	3215	3215
<b>负债合计</b>	<b>6880</b>	<b>12367</b>	<b>12841</b>	<b>15134</b>	<b>17577</b>
股本	3592	3591	3591	3591	3591
资本公积金	34	371	371	371	371
留存收益	6439	7188	8865	11167	14049
少数股东权益	88	102	130	166	213
归属于母公司所有者权益	10065	11150	12827	15129	18011
<b>负债及权益合计</b>	<b>17033</b>	<b>23620</b>	<b>25798</b>	<b>30429</b>	<b>35801</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	2087	1556	999	1601	2330
净利润	1473	1705	2242	3003	3819
折旧摊销	425	488	558	591	621
财务费用	86	77	138	106	118
投资收益	(93)	(143)	(303)	(303)	(303)
营运资金变动	146	(606)	(1648)	(1809)	(1937)
其它	51	35	12	12	13
<b>投资活动现金流</b>	(795)	(5050)	(548)	(548)	(548)
资本支出	(1149)	(1952)	(851)	(851)	(851)
其他投资	354	(3098)	303	303	303
<b>筹资活动现金流</b>	(396)	2823	(2178)	(482)	(698)
借款变动	320	1099	(1502)	289	309
普通股增加	826	(1)	0	0	0
资本公积增加	(693)	337	0	0	0
股利分配	(774)	(1257)	(539)	(665)	(890)
其他	(74)	2644	(138)	(106)	(118)
<b>现金净增加额</b>	897	(670)	(1727)	571	1084

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	12110	16021	22012	28380	35191
营业成本	8500	11907	16439	21033	25927
营业税金及附加	78	84	115	148	184
营业费用	603	449	550	710	880
管理费用	764	876	1211	1561	1936
研发费用	518	751	1101	1419	1760
财务费用	129	84	138	106	118
资产减值损失	(88)	(150)	(150)	(200)	(225)
公允价值变动收益	32	3	3	3	3
其他收益	152	123	150	150	150
投资收益	89	142	150	150	150
<b>营业利润</b>	1702	1987	2612	3507	4466
营业外收入	5	5	0	0	0
营业外支出	15	15	0	0	0
<b>利润总额</b>	1692	1977	2612	3507	4466
所得税	219	272	369	504	647
少数股东损益	11	21	27	37	47
<b>归属于母公司净利润</b>	1462	1684	2215	2967	3772

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	7%	32%	37%	29%	24%
营业利润	2%	17%	31%	34%	27%
归母净利润	3%	15%	32%	34%	27%
<b>获利能力</b>					
毛利率	29.8%	25.7%	25.3%	25.9%	26.3%
净利率	12.1%	10.5%	10.1%	10.5%	10.7%
ROE	15.1%	15.9%	18.5%	21.2%	22.8%
ROIC	13.4%	13.1%	15.9%	19.1%	20.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	40.4%	52.4%	49.8%	49.7%	49.1%
净负债比率	13.0%	14.0%	7.0%	6.9%	6.7%
流动比率	2.5	2.0	2.1	2.1	2.1
速动比率	2.0	1.5	1.5	1.5	1.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1
存货周转率	3.8	4.0	3.8	3.7	3.6
应收账款周转率	2.8	3.1	3.3	3.2	3.1
应付账款周转率	2.7	2.8	2.7	2.6	2.6
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.41	0.47	0.62	0.83	1.05
每股经营净现金	0.58	0.43	0.28	0.45	0.65
每股净资产	2.80	3.10	3.57	4.21	5.02
每股股利	0.35	0.15	0.19	0.25	0.32
<b>估值比率</b>					
PE	71.9	62.5	47.5	35.5	27.9
PB	10.5	9.4	8.2	7.0	5.8
EV/EBITDA	50.8	44.8	34.2	26.9	21.7

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 招商家电研究组：

**史晋星：**复旦大学世界经济硕士，2017年-2021年四年家电行业研究经验，曾工作于申万宏源证券研究所，先后获得2017年水晶球第四，2019-2020年水晶球第五，2017/2020年新财富入围等奖项。

**陈东飞：**美国莱斯大学统计学硕士，中国人民大学环境经济管理学学士。2017年入职招商证券，任环保与公用事业行业分析师，2020年任家电行业分析师。

**彭子豪：**北京大学光华管理学院工商管理硕士，英国华威大学统计学学士，2020年加入招商证券家电研究团队。

**纪向阳：**上海财经大学经济学类硕士，南京航空航天大学工学学士，曾就职于民生证券研究院，2022年加入招商证券研发中心，从事家电行业研究。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

**强烈推荐：**预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

**增持：**预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

**中性：**预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**减持：**预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 行业评级

**推荐：**行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

**中性：**行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。