

毛利率环比提升，配套新能源车的汽零业务高增长

核心观点

- **业绩好于市场预期。**上半年实现营业收入 101.60 亿元，同比增长 32.4%，归母净利润 10.03 亿元，同比增长 21.8%，扣非后净利润 10.30 亿元，同比增长 43.1%；二季度实现营业收入 53.56 亿元，同比增长 25.6%，环比增长 11.5%；归母净利润 5.50 亿元，同比增长 18.6%，环比增长 21.5%；扣非后净利润 6.28 亿元，同比增长 57.5%，环比增长 56.0%，上半年在俄乌冲突、疫情等不利因素冲击下，公司制冷空调业务因竞争格局变化导致订单大幅流入，叠加新能源汽车行业快速发展，促进整体业绩提升。
- **二季度毛利率环比提升。**经会计准则调整为可比口径后，上半年毛利率 24.2%，同比下降 1.0 个百分点；二季度毛利率 25.0%，同比下降 0.1 个百分点，环比提升 1.7 个百分点，环比提升预计受汇率、海运运费及大宗原材料价格向好影响。上半年期间费用率 10.6%，同比下降 1.8 个百分点，预计系营业收入增速较快，其中管理费用率 4.6%，同比下降 0.3 个百分点；销售费用率 2.2%，同比下降 0.2 个百分点；财务费用率-0.8%，同比下降 1.5 个百分点，预计系汇兑收益增加。上半年经营活动现金流净额 7.61 亿元，同比下降 7.8%。
- **新能源车高景气叠加产能释放将促进汽零业务收入及盈利较快提升。**上半年汽零业务收入 31.99 亿元，同比大幅增长 51.5%，占营业收入比重 31.5%，同比增加 4.0 个百分点，净利润 4.05 亿元，同比增长 57.0%；毛利率 25.4%，同比提升 1.4 个百分点；汽零业务配套新能源车收入占比达 87%，同比提升 12 个百分点，预计系新能源车市场景气度持续提升。公司专注新能源车空调及热管理系统研究，坚定系统集成方向并定位战略客户，为大众、吉利、比亚迪、上汽、蔚来等客户提供有竞争力的产品，新能源车配套收入提升促进汽零业务收入及盈利改善，此外还积极建设墨西哥、滨海厂区并启动波兰新厂房项目建设，产能释放有望夯实增长基础。
- **制冷空调业务稳健发展。**上半年制冷空调电器零部件业务收入 69.61 亿元，同比增长 25.1%，占营业收入比重 68.5%，同比下降 4 个百分点，净利润 5.98 亿元，同比增长 5.7%；毛利率 23.7%，同比下降 2.0 个百分点。公司抓住能效升级、冷媒切换、多联机、厨电及储能等领域发展机遇，产品系列逐步从家用空调、冰箱部件拓展至商用空调、商业制冷新领域，加强商机转化提升销量，商用大明市园建设搬迁按计划推进，有望优化业务结构并提升业务规模，增强中长期发展竞争力。

盈利预测与投资建议

- 调整收入、毛利率等，预测 2022-2024 年 EPS0.64、0.79、0.94 元（原 0.59、0.70、0.80 元），可比公司为新能源及家电公司，可比公司 22 年 PE 平均估值 49 倍，目标价 31.36 元，维持买入评级。

风险提示

新能源车热管理配套、家电制冷配套量低于预期、微通道和亚威科业务低于预期，影响盈利增长；原材料上涨超预期及汇率波动的风险。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,110	16,021	22,078	26,633	31,260
同比增长(%)	7.3%	32.3%	37.8%	20.6%	17.4%
营业利润(百万元)	1,702	1,987	2,729	3,383	4,014
同比增长(%)	2.3%	16.7%	37.3%	24.0%	18.6%
归属母公司净利润(百万元)	1,462	1,684	2,299	2,851	3,383
同比增长(%)	2.9%	15.2%	36.5%	24.0%	18.7%
每股收益(元)	0.41	0.47	0.64	0.79	0.94
毛利率(%)	27.8%	25.7%	25.8%	26.1%	26.4%
净利率(%)	12.1%	10.5%	10.4%	10.7%	10.8%
净资产收益率(%)	15.1%	15.9%	19.1%	20.8%	22.1%
市盈率	32.7	28.4	20.8	16.8	14.2
市净率	4.8	4.3	3.7	3.3	3.0

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2022年08月12日）	29.29元
目标价格	31.36元
52周最高价/最低价	34/13.21元
总股本/流通A股（万股）	359,112/352,759
A股市值（百万元）	105,184
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2022年08月14日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	5.86	10.82	75.18	25.98
相对表现	5.99	14.03	71.08	49.9
沪深300	-0.13	-3.21	4.1	-23.92



证券分析师

姜雪晴 jiangxueqing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860512060001

联系人

唐英韬 tangyingtao@orientsec.com.cn

相关报告

汽零及空调业务共同促进收入实现较快增长	2022-04-25
汽零业务收入比重提升，新能源车热管理业务快速增长	2022-03-27
业绩符合预期，汽零业务快速增长	2021-10-27

表 1：可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元) 2022年8月12日	每股收益 (元)				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
宁德时代	300750	502.00	6.53	10.34	16.76	23.17	76.90	48.54	29.95	21.66
拓普集团	601689	79.80	0.92	1.52	2.11	2.79	86.45	52.47	37.75	28.61
旭升股份	603305	37.64	0.66	0.98	1.33	1.70	57.00	38.50	28.29	22.17
克来机电	603960	22.64	0.19	0.40	0.53	0.66	119.66	57.13	43.12	34.11
上声电子	688533	74.10	0.38	0.85	1.42	2.09	195.41	87.18	52.37	35.45
中科三环	000970	17.95	0.33	0.68	0.94	1.23	54.71	26.24	19.01	14.59
	调整后平均						85.00	49.16	34.78	26.64

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

表 2：盈利预测对比表

	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	19,924	23,568	27,241	22,078	26,633	31,260
	变动幅度			10.8%	13.0%	14.8%
营业成本（百万元）	14,771	17,466	20,195	16,374	19,674	23,010
	变动幅度			10.9%	12.6%	13.9%
营业费用（百万元）	598	707	817	662	799	938
	变动幅度			10.7%	13.0%	14.8%
管理费用及研发费用（百万元）	1,992	2,357	2,724	2,208	2,663	3,126
	变动幅度			10.8%	13.0%	14.8%
财务费用（百万元）	110	113	106	112	124	131
	变动幅度			1.8%	9.7%	23.6%
投资净收益（百万元）	100	100	100	100	100	100
	变动幅度			0.0%	0.0%	0.0%
营业利润（百万元）	2,496	2,972	3,403	2,729	3,383	4,014
	变动幅度			9.3%	13.8%	18.0%
利润总额（百万元）	2,494	2,970	3,401	2,727	3,381	4,012
	变动幅度			9.3%	13.8%	18.0%
所得税（百万元）	374	445	510	409	507	602
	变动幅度			9.4%	13.9%	18.0%
净利润（百万元）	2,120	2,524	2,890	2,318	2,874	3,410
	变动幅度			9.3%	13.9%	18.0%
归属于母公司净利润（百万元）	2,103	2,504	2,867	2,299	2,851	3,383
	变动幅度			9.3%	13.9%	18.0%
每股收益（元）	0.59	0.70	0.80	0.64	0.79	0.94
	变动幅度			8.5%	12.9%	17.5%
毛利率	25.9%	25.9%	25.9%	25.8%	26.1%	26.4%
	变动幅度			0.0%	0.2%	0.5%
净利率	10.6%	10.6%	10.5%	10.4%	10.7%	10.8%
	变动幅度			-0.1%	0.1%	0.3%

数据来源：WIND、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,490	6,708	6,624	7,723	9,065	营业收入	12,110	16,021	22,078	26,633	31,260
应收票据、账款及款项融资	4,680	5,660	8,390	10,120	11,879	营业成本	8,738	11,907	16,374	19,674	23,010
预付账款	69	94	132	160	188	营业税金及附加	78	84	144	173	203
存货	2,308	3,638	4,421	5,312	6,213	营业费用	365	449	662	799	938
其他	1,038	471	401	454	489	管理费用及研发费用	1,282	1,627	2,208	2,663	3,126
流动资产合计	11,584	16,571	19,968	23,769	27,833	财务费用	129	84	112	124	131
长期股权投资	15	23	23	23	23	资产、信用减值损失	87	150	140	106	129
固定资产	0	4,233	4,704	4,856	4,839	公允价值变动收益	32	3	40	40	40
在建工程	629	1,344	849	601	477	投资净收益	89	142	100	100	100
无形资产	508	696	658	619	580	其他	151	122	151	151	151
其他	4,297	754	285	275	269	营业利润	1,702	1,987	2,729	3,383	4,014
非流动资产合计	5,448	7,049	6,518	6,374	6,188	营业外收入	5	5	8	8	8
资产总计	17,033	23,620	26,486	30,143	34,022	营业外支出	15	15	10	10	10
短期借款	383	738	1,562	2,137	2,717	利润总额	1,692	1,977	2,727	3,381	4,012
应付票据及应付账款	3,518	5,106	6,550	7,870	9,204	所得税	219	272	409	507	602
其他	826	2,507	1,351	1,574	1,826	净利润	1,473	1,705	2,318	2,874	3,410
流动负债合计	4,728	8,351	9,462	11,581	13,747	少数股东损益	11	21	19	23	27
长期借款	1,708	801	801	801	801	归属于母公司净利润	1,462	1,684	2,299	2,851	3,383
应付债券	0	2,652	2,652	2,652	2,652	每股收益(元)	0.41	0.47	0.64	0.79	0.94
其他	444	563	487	521	524						
非流动负债合计	2,152	4,016	3,941	3,974	3,977	主要财务比率					
负债合计	6,880	12,367	13,403	15,555	17,724		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	88	102	121	144	171	成长能力					
实收资本(或股本)	3,592	3,591	3,591	3,591	3,591	营业收入	7.3%	32.3%	37.8%	20.6%	17.4%
资本公积	34	(39)	373	373	373	营业利润	2.3%	16.7%	37.3%	24.0%	18.6%
留存收益	6,529	7,317	9,078	10,550	12,222	归属于母公司净利润	2.9%	15.2%	36.5%	24.0%	18.7%
其他	(90)	280	(80)	(70)	(60)	获利能力					
股东权益合计	10,153	11,253	13,083	14,588	16,297	毛利率	27.8%	25.7%	25.8%	26.1%	26.4%
负债和股东权益总计	17,033	23,620	26,486	30,143	34,022	净利率	12.1%	10.5%	10.4%	10.7%	10.8%
						ROE	15.1%	15.9%	19.1%	20.8%	22.1%
						ROIC	13.5%	12.1%	13.4%	15.0%	15.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	40.4%	52.4%	50.6%	51.6%	52.1%
净利润	1,473	1,705	2,318	2,874	3,410	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	384	308	434	494	539	流动比率	2.45	1.98	2.11	2.05	2.02
财务费用	129	84	112	124	131	速动比率	1.94	1.54	1.62	1.56	1.54
投资损失	(89)	(142)	(100)	(100)	(100)	营运能力					
营运资金变动	75	(762)	(2,289)	(1,425)	(1,510)	应收账款周转率	5.7	5.5	5.7	5.8	5.7
其它	116	362	560	110	102	存货周转率	3.7	3.9	3.9	3.8	3.7
经营活动现金流	2,087	1,556	1,034	2,078	2,571	总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0
资本支出	(962)	(1,597)	(354)	(354)	(354)	每股指标(元)					
长期投资	16	(6)	(7)	4	(0)	每股收益	0.41	0.47	0.64	0.79	0.94
其他	151	(3,447)	(286)	140	140	每股经营现金流	0.58	0.43	0.29	0.58	0.72
投资活动现金流	(795)	(5,050)	(646)	(210)	(214)	每股净资产	2.80	3.10	3.61	4.02	4.49
债权融资	1,218	3,288	(1,057)	161	245	估值比率					
股权融资	133	(73)	412	0	0	市盈率	32.7	28.4	20.8	16.8	14.2
其他	(1,746)	(392)	173	(929)	(1,261)	市净率	4.8	4.3	3.7	3.3	3.0
筹资活动现金流	(396)	2,823	(472)	(768)	(1,015)	EV/EBITDA	20.7	19.3	14.0	11.5	9.8
汇率变动影响	(50)	(40)	-0	-0	-0	EV/EBIT	25.0	22.1	16.1	13.1	11.1
现金净增加额	846	(710)	(84)	1,100	1,342						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn