

三花智控 (002050.SZ) - 2022 年中报点评

增持

汽零业务高增长，盈利逐季改善

核心观点

汽车零部件业务保持高增长：公司发布 2022 年半年度报告，上半年营业收入 101.60 亿元，同比增长 32.4%，实现归母净利润 10.03 亿元，同比增长 21.8%，扣非归母净利润 10.30 亿元，同比增长 43.1%。2022 年 Q2 实现营收 53.56 亿元，同比增长 25.6%，环比增长 11.5%，实现归母净利润 5.50 亿元，同比增长 18.6%，环比增长 21.4%，扣非归母净利润 6.28 亿元，同比增长 57.5%，环比增长 56.2%。按产品划分，2022H1 公司制冷空调电器零部件业务收入 69.61 亿元，收入同比增长 25.1%，汽车零部件业务收入 31.99 亿元，占比提升至 31.5%，收入同比增长 51.5%。

公司盈利能力季度环比改善，汽零业务毛利率同比回升。公司 2022H1 毛利率 24.19%，净利率 9.99%，相较于去年同期分别-1.0pct、-0.9pct。2022Q2 毛利率 24.99%，环比+1.7pct，同比-1.8pct，2022Q2 净利率 10.47%，环比+1.0pct，同比-0.6pct。按产品划分，汽零业务毛利率同比回升。公司 2022H1 制冷空调电器零部件毛利率 23.65%，同比-2.0pct，汽车零部件业务毛利率 25.36%，同比+1.4pct。制冷业务盈利下滑预计主要系低毛利率转单产品影响，汽零业务毛利率提高体现公司较强经营韧性。

新能源销量保持高增，随主流 EV 客户放量，汽零业务为增长主力。公司 2021 年新能源车业务占汽车零部件业务收入比重 83%。根据中汽协，上半年新能源汽车产销分别完成 266.1 万辆和 260 万辆，同比均增长 1.2 倍，保持高增长。公司通过与优质客户深度合作，增长确定性强。

公司立足电子膨胀阀，横向新能源品类扩张，纵向技术升级与组件集成，长期增长确定性高。经过三十多年发展，公司已成为全球行业龙头。新能源热管理系统产品品类拓展，相较于传统热管理业务，新能源汽车的热管理系统核心产品价值量提升 2 倍。公司积极开发组件集成与热泵系统方案，从“机械部件开发”向“电子控制集成的系统控制技术解决方案”升级。品类扩张叠加技术升级，长期增长确定性高。

风险提示：新能源汽车销量不及预期，原材料价格上涨，缺芯影响。

投资建议：小幅上调盈利预测，维持“增持”评级。公司经营稳健，商用制冷业务增长以及汽零业绩持续兑现，考虑原材料成本及汇率波动有所缓解，小幅上调 2022/2023/2024 年净利润至 22.93/29.65/35.91 亿元（原为 22.65/28.90/34.64 亿元），对应 EPS 为 0.64/0.83/1.00 元。对应 23 年 PE 为 35 倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,110	16,021	20,953	26,822	32,049
(+/-%)	7.3%	32.3%	30.8%	28.0%	19.5%
净利润(百万元)	1462	1684	2293	2965	3591
(+/-%)	2.9%	15.2%	36.2%	29.3%	21.1%
每股收益(元)	0.41	0.47	0.64	0.83	1.00
EBIT Margin	13.6%	12.2%	12.6%	12.9%	13.1%
净资产收益率 (ROE)	14.5%	15.1%	18.6%	21.0%	21.8%
市盈率 (PE)	71.9	62.5	45.9	35.5	29.3
EV/EBITDA	54.3	48.3	38.2	30.2	25.6
市净率 (PB)	10.45	9.43	8.52	7.45	6.39

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

汽车 · 汽车零部件

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	30.00 - 33.00 元
收盘价	29.29 元
总市值/流通市值	105180/103335 百万元
52 周最高价/最低价	34.00/13.33 元
近 3 个月日均成交额	1296.69 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《三花智控 (002050.SZ) - 2022 年一季度归母净利润同比增长 26%》——2022-04-26
- 《三花智控 (002050.SZ) - 2021 年归母净利润同比增长 15%，汽零板块业绩有望持续兑现》——2022-03-27
- 《三花智控-002050-2021 年 Q3 季报点评：盈利能力环比改善，汽零板块业绩持续兑现》——2021-10-27
- 《三花智控-002050-2021 年中报点评：汽零业务提速，业绩稳健增长》——2021-08-13
- 《三花智控-002050-2021 年 Q1 季报点评：业绩符合预期，汽零业务提速》——2021-04-26

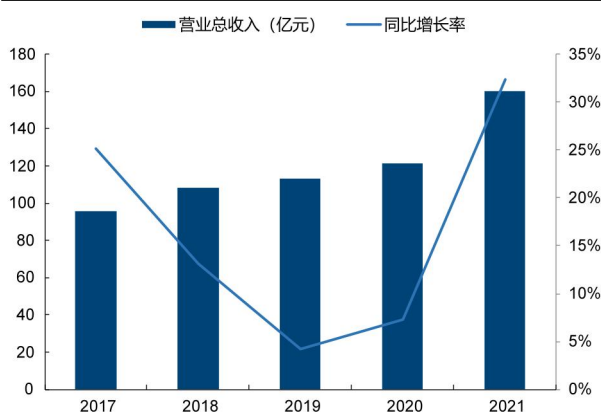
公司发布 2022 年半年度报告，上半年营业收入 101.60 亿元，同比增长 32.4%，上半年实现归母净利润 10.03 亿元，同比增长 21.8%，扣非归母净利润 10.30 亿元，同比增长 43.1%。2022 年 Q2 实现营收 53.56 亿元，同比增长 25.6%，环比增长 11.5%，Q2 实现归母净利润 5.50 亿元，同比增长 18.6%，环比增长 21.4%，扣非归母净利润 6.28 亿元，同比增长 57.5%，环比增长 56.2%。

按产品划分，汽车零部件业务保持高增长。公司制冷空调电器零部件业务收入 69.61 亿元，占营业收入 68.5%，收入同比增长 25.1%，汽车零部件业务收入 31.99 亿元，占比提升至 31.5%（2021 年占比 30%），收入同比增长 51.5%。公司汽零业务随着新能源汽车销量保持高增。公司制冷业务虽然受到消费抑制，但因竞争格局的变化，竞争对手转单使得业绩同样保持较高增速。同时，公司制冷业务受益于冷链运输市场带动下的商用制冷业务增量，以及能效升级下电子膨胀阀渗透率上行。

公司盈利能力环比改善，同比仍有所下滑，汽零业务同比回升。公司 2022H1 毛利率 24.19%，净利率 9.99%，相较于去年同期分别下降 1.0pct（调整主营业务数据口径后）、0.9pct。2022Q2 毛利率 24.99%，环比+1.7pct，同比-1.8pct，2022Q2 净利率 10.47%，环比+1.0pct，同比-0.6pct。按产品划分，汽零业务毛利率同比回升。公司 2022H1 制冷空调电器零部件毛利率 23.65%，同比-2.0pct（调整后），汽车零部件业务毛利率 25.36%，同比+1.4pct（调整后）。制冷业务毛利率下滑预计主要系低毛利率转单产品影响，汽零业务毛利率提高体现公司较强经营韧性。

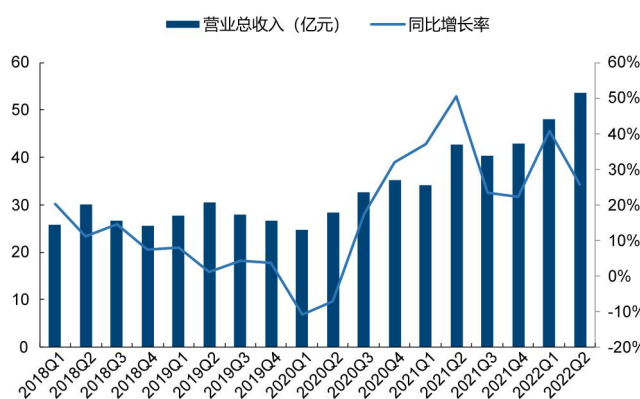
期间费用率下滑，2022H1 公司期间费用率 10.65%，同比-3.7pct，主要系 2022H1 公司销售费用率 2.2%、管理费用率 4.6%、研发费用率 4.7%、财务费用率-0.8%，分别同比-2.0pct、-0.3pct、+0.1pct、-1.5pct。其中，销售费用降低主要系运杂费等列报调整，上半年公司研发投入 4.79 亿元，同比增长 36%，通过持续研发投入以提升产品价值与市场竞争力。

图1：公司营业收入及增速



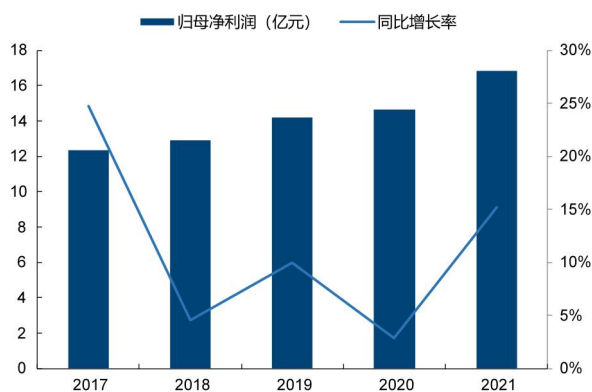
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速



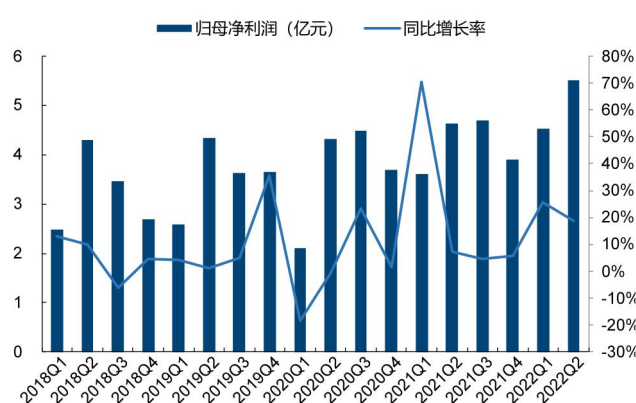
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速



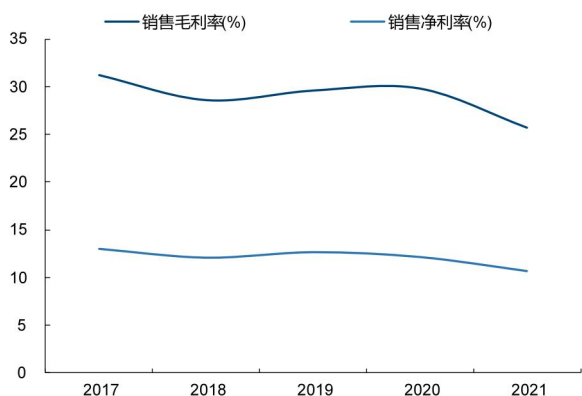
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及增速



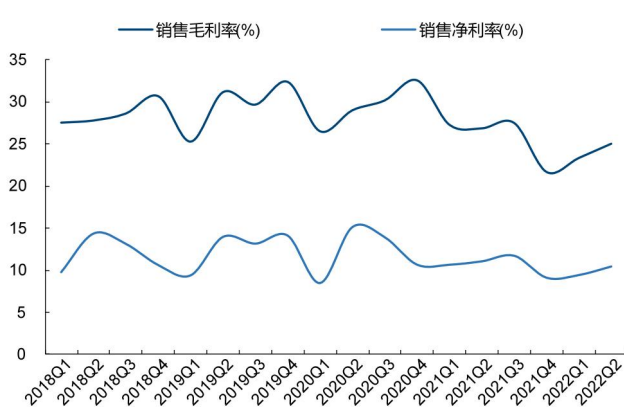
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度毛利率及净利率

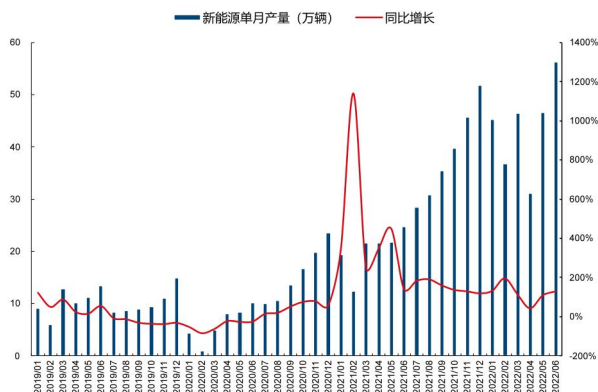


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

新能源产销保持高增，公司业务随主流 EV 客户放量，汽配业务为增长主力。公司 2021 年新能源车业务占汽车零部件业务收入比重 83%。根据中汽协，2022 年上半年新能源汽车产销分别完成 266.1 万辆和 260 万辆，同比均增长 1.2 倍，保持高增长。

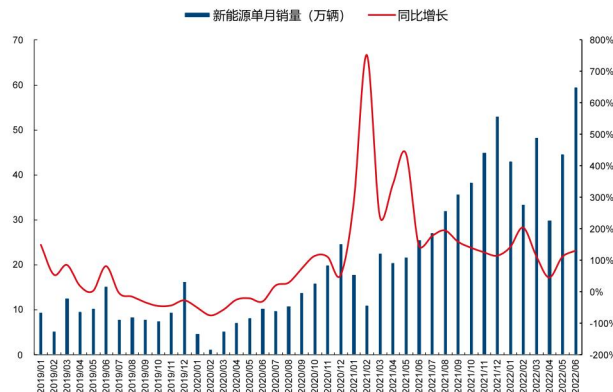
公司是深耕热管理赛道的龙头企业，客户口碑较好，客户涵盖特斯拉、比亚迪、沃尔沃、大众、奔驰、宝马、丰田、通用、吉利、上汽、蔚来等。其中北美大客户 Model 3/Y 在 22Q2 交付 23.9 万辆，环比-19.2%，同比增长 19.6%，22H1 累计交付 53.4 万辆，同比+39.7%，比亚迪在 22 年 1-7 月销量 80.9 万辆，同比增长 166%，保持高增。公司通过与优质客户深度合作，增长确定性强。

图7：新能源汽车产量及同比



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

图8：新能源汽车销量及同比



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

公司立足电子膨胀阀，横向新能源品类扩张，纵向技术升级与组件集成，长期增长确定性高。公司业务分为制冷空调电器零部件和汽车零部件业务。制冷空调电器零部件业务产品包括四通换向阀、电子膨胀阀、电磁阀、微通道换热器、Omega 泵等，汽车零部件业务产品包括热力膨胀阀、电子膨胀阀、电子水泵、新能源车热管理集成组件等。经过三十多年发展，公司已成行业龙头，电子膨胀阀 2020 年内销市场占有率 41%。公司空调电子膨胀阀、四通换向阀、电磁阀、微通道换热器、车用电子膨胀阀、新能源车热管理集成组件、Omega 泵等产品市场占有率全球第一。

新能源热管理系统产品品类拓展，产品价值量提升近 2 倍。相较于传统热管理业务，新能源汽车的热管理系统增加电池热管理回路、电机热管理回路，新增冷却板、电池冷却器、电子水泵、电子膨胀阀、PTC 加热或热泵系统等，核心产品价值量从 2230 元提升至 6410 元左右，价值量提升近 2 倍。公司积极布局组件集成与热泵系统方案，从“机械部件开发”向“电子控制集成的系统控制技术解决方案”升级。品类扩张叠加技术升级，公司热管理产品单车价值量进一步提升。

表1：传统与新能源管理核心组件价值量区别

传统热管理核心组件	结算价格（元）	新能源汽车热管理核心组件	结算价格（元）
散热器	450	电池冷却器	600
蒸发器	180	蒸发器	720
冷凝器	100	冷凝器	200
油冷器	300	热泵系统	1500
水泵	100	电子系统	840
空调压缩机	500	电动压缩机	1500
中冷器	200	电子膨胀阀	500
其他	400	其他	550
合计	2230	合计	6410

资料来源：公司公告，电器工业，国信证券经济研究所整理

公司当前在手订单充裕，公司业务随主流 EV 客户放量，2022 年汽零业务营收同比有望增长接近 60%。公司制冷业务将受益于冷链运输市场带动下的商用制冷业务增量，以及能效升级下电子膨胀阀渗透率上行，叠加客户转单，预计 2022 年空调业务营收有望同比增长 20%。此外，随公司交付规模扩大叠加原材料价格联动机制的完善，汽零业务有望持续保持高盈利水平。

投资建议：小幅上调盈利预测，维持“增持”评级。选取拓普集团、银轮股份、克来机电作为可比公司。公司经营稳健，商用制冷业务增长以及汽零业绩持续兑现，考虑原材料成本及汇率波动有所缓解，公司期间费用管理有所提升，小幅上调 2022/2023/2024 年净利润至 22.93/29.65/35.91 亿元（原为 22.65/28.90/34.64 亿元），同比增长 36.2%/29.3%/21.1%，对应 EPS 为 0.64/0.83/1.00 元。截至 2022 年 8 月 12 日收盘价，对应当前市值 22-24 年分别为 46/35/29 倍，汽车是热管理龙头及特斯拉产业链核心标的，更新一年期（2023 年）目标估值 30-33 元，对应 2023 年 PE 为 36-40 倍，维持“增持”评级。

表 2：同类公司估值比较（20220812）

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（亿元）	EPS			PE		
					2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
601689.SH	拓普集团	增持	79.80	879	0.93	1.59	2.15	86	50	37
002126.SZ	银轮股份	无评级	14.94	118	0.28	0.71	0.68	53	21	22
603960.SH	克来机电	无评级	22.64	60	0.19	0.73	0.53	119	31	43
	平均				0.47	0.97	1.08	86	34	34
002050.SZ	三花智控	增持	29.29	1,052	0.47	0.64	0.83	62	46	35

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

注：无评级标的盈利预测来自 wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	3490	6708	7378	8116	8928	营业收入	12110	16021	20953	26822	32049
应收款项	4756	5782	7577	9700	11590	营业成本	8500	11907	15658	19997	23898
存货净额	2308	3638	4599	5886	7049	营业税金及附加	78	84	109	139	167
其他流动资产	278	335	440	563	673	销售费用	603	449	513	644	769
流动资产合计	11584	16571	20795	25033	28972	管理费用	764	876	1034	1289	1502
固定资产	4468	5576	6115	6581	6969	研发费用	518	751	1006	1287	1506
无形资产及其他	508	696	669	641	613	财务费用	129	84	117	151	139
投资性房地产	457	754	754	754	754	投资收益	89	142	80	78	76
长期股权投资	15	23	26	30	35	资产减值及公允价值变动	91	96	100	90	77
资产总计	17033	23620	28358	33039	37343	其他收入	(513)	(872)	(1006)	(1287)	(1506)
短期借款及交易性金融负债	514	2502	4500	4811	4816	营业利润	1702	1987	2696	3483	4221
应付款项	3518	5106	6237	8343	9969	营业外净收支	(10)	(10)	(5)	(3)	(6)
其他流动负债	696	743	1030	1374	1567	利润总额	1692	1977	2691	3480	4215
流动负债合计	4728	8351	11767	14528	16352	所得税费用	219	272	370	478	580
长期借款及应付债券	1708	3453	3453	3453	3453	少数股东损益	11	21	28	37	44
其他长期负债	444	563	678	796	914	归属于母公司净利润	1462	1684	2293	2965	3591
长期负债合计	2152	4016	4132	4250	4367	现金流量表 (百万元)					
负债合计	6880	12367	15899	18778	20719	净利润	1462	1684	2293	2965	3591
少数股东权益	88	102	117	139	168	资产减值准备	56	63	55	17	14
股东权益	10065	11150	12343	14122	16456	折旧摊销	419	480	534	635	702
负债和股东权益总计	17033	23620	28358	33039	37343	公允价值变动损失	(91)	(96)	(100)	(90)	(77)
关键财务与估值指标						财务费用	129	84	117	151	139
每股收益	0.41	0.47	0.64	0.83	1.00	营运资本变动	133	(891)	(1274)	(948)	(1213)
每股红利	0.23	0.27	0.31	0.33	0.35	其它	(51)	(54)	(41)	5	15
每股净资产	2.80	3.10	3.44	3.93	4.58	经营活动现金流	1928	1185	1467	2584	3033
ROIC	17%	16%	17%	20%	22%	资本开支	0	(1725)	(1000)	(1000)	(1000)
ROE	15%	15%	19%	21%	22%	其它投资现金流	241	643	(691)	32	36
毛利率	30%	26%	25.3%	25.4%	25.4%	投资活动现金流	241	(1089)	(1694)	(972)	(969)
EBIT Margin	14%	12%	13%	13%	13%	权益性融资	(50)	3	0	0	0
EBITDA Margin	17%	15%	15%	15%	15%	负债净变化	1315	(906)	0	0	0
收入增长	7%	32%	31%	28%	19%	支付股利、利息	(843)	(983)	(1101)	(1186)	(1257)
净利润增长率	3%	15%	36%	29%	21%	其它融资现金流	(2237)	6897	1998	312	5
资产负债率	41%	53%	56%	57%	56%	融资活动现金流	(1343)	3122	898	(874)	(1252)
息率	0.8%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	现金净变动	826	3218	671	738	812
P/E	71.9	62.5	45.9	35.5	29.3	货币资金的期初余额	2664	3490	6708	7378	8116
P/B	10.5	9.4	8.5	7.4	6.4	货币资金的期末余额	3490	6708	7378	8116	8928
EV/EBITDA	54.3	48.3	38.2	30.2	25.6	企业自由现金流	1985	(451)	531	1677	2118
						权益自由现金流	1063	5540	2428	1858	2003

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032