

## 汽零+制冷双轮驱动, 盈利能力环比改善

### 投资要点

- 业绩总结:** 2022年H1公司实现营收101.6亿元, 同比增长32.4%; 归母净利润10亿元, 同比增长21.8%; 扣非净利润10.3亿元, 同比增长43.1%, 主要系去年同期通过衍生工具实现投资收益0.6亿元, 而今年亏损超0.7亿元。单季度来看, Q2公司实现营收53.6亿元, 同比增长25.6%; 归母净利润5.5亿元, 同比增长18.6%; 扣非后归母净利润6.3亿, 同比增长57.5%。此外, 公司拟向全体股东每10股派发1元现金红利。
- 汽零+制冷双轮驱动, 推动营收快速增长。** 报告期内, 在制冷业务方面, 虽受到疫情反复、消费低迷的影响, 但一方面行业竞争格局改变导致大量订单流入, 另一方面空调新能效标准下电子膨胀阀渗透率持续提升, 公司制冷业务依然实现高速增长, 报告期内实现营收69.6亿元, 同比增长25.1%。在汽零业务方面, 公司作为国内新能源热管理龙头, 客户遍及全球, 产品由零部件逐步向组件和子系统发展, 受益于下游需求的高速增长以及新订单的逐步释放, 公司汽零业务保持快速增长, 报告期内实现营收32亿元, 同比增长51.5%。
- 盈利能力环比改善。** 2022H1公司综合毛利率为24.2%, 同比下降2.8pp。其中制冷业务毛利率为23.7%, 同比减少2pp。我们推测主要是原材料价格同比上涨带来的压力。随着原材料价格的回落, 预期公司制冷业务盈利表现逐步好转。上半年公司汽零业务毛利率同比提升1.4pp至25.4%, 我们认为汽零业务盈利改善主要是得益于1) 规模效应下成本优化; 2) 产品结构优化推动盈利向好; 3) 客户对于原材料以及运费涨价的补偿落地。费用方面, 公司销售费用率与管理费用率分别同比下降2/0.1pp至2.2%/9.3%; 受到人民币贬值的影响, 财务费用率同比下降1.5pp至-0.8%。整体来看, 上半年公司净利率为10%, 同比下降0.9pp; 单Q2净利率为10.5%, 同比下降0.6pp, 环比提升1pp, 盈利能力环比改善。
- 拟推股权激励计划, 完善长效激励机制。** 公司于2022年5月推出股权激励及限制性股票计划, 拟分别向激励对象以10元/股的价格授予83.5万股股票增值权/1776.5万股限制性股票, 分别占公司总股本的0.02%/0.5%, 考核条件为2022-2024年平均净资产收益率不低于17%或不低于同行业对标公司同期80分为水平。公司本次股权激励对盈利能力提出更高要求, 进一步建立长效激励机制。长期来看, 制冷业务竞争格局优化推动公司产品市占率提升, 新能源车需求旺盛助力汽零业务放量, 我们预计公司有望保持高速增长。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2022-2024年EPS分别为0.63/0.82/1.02元, 考虑公司制冷业务稳步恢复, 汽零业务快速放量, 综合实力进一步提升, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 汽零业务放量不及预期风险; 制冷业务订单流入不及预期风险。

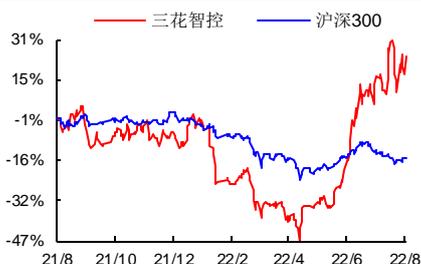
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	16020.81	21025.80	26660.05	32150.83
增长率	32.30%	31.24%	26.80%	20.60%
归属母公司净利润(百万元)	1684.04	2257.77	2934.61	3669.49
增长率	15.18%	34.07%	29.98%	25.04%
每股收益EPS(元)	0.47	0.63	0.82	1.02
净资产收益率ROE	15.15%	18.69%	11.50%	23.61%
PE	66	49	38	30
PB	9.91	9.12	8.07	7.09

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦涵  
执业证号: S1250518090001  
电话: 023-63786049  
邮箱: gmh@swsc.com.cn  
联系人: 夏勤  
电话: 023-63786049  
邮箱: xiaqin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	35.91
流通A股(亿股)	35.28
52周内股价区间(元)	13.33-32.77
总市值(亿元)	1,115.40
总资产(亿元)	236.20
每股净资产(元)	2.99

### 相关研究

- 三花智控(002050): 汽零制冷双轮驱动, 营收持续高增 (2022-04-26)
- 三花智控(002050): 汽零业务放量增长, 盈利能力有望恢复 (2022-03-26)
- 三花智控(002050): 多元业务制冷王者, 借新能源东风扶摇直上 (2022-03-17)
- 三花智控(002050): 汽零业务高增长, 制冷业务发展稳健 (2021-10-26)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	16020.81	21025.80	26660.05	32150.83	净利润	1704.82	2285.62	2970.82	3714.77
营业成本	11907.35	15504.24	19479.85	23320.12	折旧与摊销	487.53	833.54	968.33	1097.00
营业税金及附加	83.56	127.94	162.23	195.64	财务费用	84.11	192.31	293.94	352.92
销售费用	449.23	589.57	747.55	901.52	资产减值损失	-93.21	-10.00	-10.00	-10.00
管理费用	875.80	2102.58	2666.01	3215.08	经营营运资本变动	-774.80	-1365.28	-1441.98	-1365.25
财务费用	84.11	192.31	293.94	352.92	其他	147.38	-123.83	-124.87	-131.96
资产减值损失	-93.21	-10.00	-10.00	-10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1555.82</b>	<b>1812.37</b>	<b>2656.24</b>	<b>3657.47</b>
投资收益	141.57	123.70	119.05	127.77	资本支出	-982.70	-1340.00	-1340.00	-1340.00
公允价值变动损益	3.22	16.88	14.82	13.57	其他	-4066.96	46.49	39.78	47.25
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-5049.66</b>	<b>-1293.51</b>	<b>-1300.22</b>	<b>-1292.75</b>
<b>营业利润</b>	<b>1986.76</b>	<b>2659.74</b>	<b>3454.35</b>	<b>4316.89</b>	短期借款	355.10	261.81	0.00	0.00
其他非经营损益	-10.14	-9.71	-9.88	-9.87	长期借款	-906.46	1000.00	1000.00	1000.00
<b>利润总额</b>	<b>1976.63</b>	<b>2650.03</b>	<b>3444.47</b>	<b>4307.02</b>	股权融资	57.49	0.00	0.00	0.00
所得税	271.80	364.40	473.65	592.25	支付股利	-895.45	-1031.34	-1382.70	-1797.21
净利润	1704.82	2285.62	2970.82	3714.77	其他	4212.80	-2275.24	-333.25	-392.23
少数股东损益	20.78	27.86	36.21	45.28	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>2823.48</b>	<b>-2044.78</b>	<b>-715.95</b>	<b>-1189.45</b>
归属母公司股东净利润	1684.04	2257.77	2934.61	3669.49	<b>现金流量净额</b>	<b>-710.14</b>	<b>-1525.92</b>	<b>640.07</b>	<b>1175.28</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	6707.72	5181.81	5821.87	6997.15	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	5875.51	7348.48	9435.46	11397.63	销售收入增长率	32.30%	31.24%	26.80%	20.60%
存货	3637.85	4754.27	5996.71	7196.51	营业利润增长率	16.74%	33.87%	29.88%	24.97%
其他流动资产	350.01	353.47	418.88	482.62	净利润增长率	15.71%	34.07%	29.98%	25.04%
长期股权投资	22.68	22.68	22.68	22.68	EBITDA 增长率	13.44%	44.06%	27.97%	22.27%
投资性房地产	8.53	8.53	8.53	8.53	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	5576.24	5937.90	6183.78	6320.00	毛利率	25.68%	26.26%	26.93%	27.47%
无形资产和开发支出	703.98	852.44	981.89	1092.35	三费率	8.80%	13.72%	13.91%	13.90%
其他非流动资产	737.45	827.87	918.29	1008.72	净利率	10.64%	10.87%	11.14%	11.55%
<b>资产总计</b>	<b>23619.97</b>	<b>25287.45</b>	<b>29788.11</b>	<b>34526.18</b>	ROE	15.15%	18.69%	21.50%	23.61%
短期借款	738.19	1000.00	1000.00	1000.00	ROA	7.22%	9.04%	9.97%	10.76%
应付和预收款项	5591.40	6851.71	8744.06	10546.42	ROIC	17.70%	19.73%	21.73%	23.43%
长期借款	801.46	1801.46	2801.46	3801.46	EBITDA/销售收入	15.97%	17.53%	17.69%	17.94%
其他负债	5236.32	3407.68	3427.86	3446.02	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>12367.38</b>	<b>13060.85</b>	<b>15973.38</b>	<b>18793.90</b>	总资产周转率	0.79	0.86	0.97	1.00
股本	3591.09	3591.12	3591.12	3591.12	固定资产周转率	3.97	4.67	5.41	6.20
资本公积	373.42	373.39	373.39	373.39	应收账款周转率	5.46	5.41	5.46	5.28
留存收益	7317.47	8543.90	10095.81	11968.09	存货周转率	3.89	3.62	3.57	3.49
归属母公司股东权益	11150.31	12096.46	13648.37	15520.65	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.78%	—	—	—
少数股东权益	102.28	130.14	166.35	211.63	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>11252.59</b>	<b>12226.60</b>	<b>13814.73</b>	<b>15732.28</b>	资产负债率	52.36%	51.65%	53.62%	54.43%
负债和股东权益合计	23619.97	25287.45	29788.11	34526.18	带息债务/总负债	33.89%	41.75%	40.40%	39.66%
					流动比率	1.98	2.18	2.16	2.19
					速动比率	1.55	1.59	1.56	1.59
					股利支付率	53.17%	45.68%	47.12%	48.98%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	2558.40	3685.60	4716.62	5766.81	每股收益	0.47	0.63	0.82	1.02
PE	66.23	49.40	38.01	30.40	每股净资产	3.13	3.40	3.85	4.38
PB	9.91	9.12	8.07	7.09	每股经营现金	0.43	0.50	0.74	1.02
PS	6.96	5.30	4.18	3.47	每股股利	0.25	0.29	0.39	0.50
EV/EBITDA	42.98	30.09	23.57	19.23					
股息率	0.80%	0.92%	1.24%	1.61%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn