

三花智控 (002050)

2022 年中报点评: 汽零高增、传统制冷稳健, 盈利边际改善

买入 (维持)

2022 年 08 月 16 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 谢哲栋

执业证书: S0600121060016

xiezd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	16,021	22,601	29,761	38,505
同比	32%	41%	32%	29%
归属母公司净利润 (百万元)	1,684	2,320	3,025	3,872
同比	15%	38%	30%	28%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.47	0.65	0.84	1.08
P/E (现价&最新股本摊薄)	64.76	47.02	36.05	28.17

投资要点

- **2022 年 H1 营收同比+32%、归母净利润+22%，业绩符合市场预期。**公司发布 2022 年半年报，2022H1 实现营收 101.6 亿元，同比+32.39%；实现归母净利润 10.03 亿元，同比+21.76%。其中 Q2 实现营收 53.56 亿元，同比+25.56%，环比+11.51%；实现归母净利润 5.5 亿元，同比+18.63%，环比+21.46%。中报业绩符合市场预期，其中 2022H1 新能源车热管理高速增长，制冷板块受益订单回流，公司整体保持良好增长。
- **原材料及运费下行，但同比仍处高位，H2 毛利率有望向上修复。**2022H1 毛利率为 24.19%，同比-2.81pct，环比-0.27pct；Q2 毛利率 24.99%，同比-1.83pct，环比+1.69pct，Q2 毛利率同比下降主要系海运费以及原材料铜、铝价格下行但同比处于高位；但 Q2 毛利率环比开始修复，展望 2022H2，原材料、海运费价格进一步下跌，高毛利的新能源车热管理占比提升，有望带动整体毛利率企稳回升。2022H1 销售、管理（含研发）、研发、财务费用率分别为 2.16%、9.32%、4.71%、-0.84%。
- **制冷板块稳健增长：传统制冷行业景气度低迷，受益于客户转单+能效升级需求旺盛，2022 年制冷板块有望实现较好增长。**2022H1 传统制冷板块实现营收 69.61 亿元，同比+25.1%。上半年国内经济景气度低迷导致消费乏力，国内家电消费相对疲软，但竞争对手被格力收购导致客户转单+境外需求旺盛，空调制冷板块依旧维持较好增长。展望 2022H2，全球高温+能效提升+订单转单延续，我们预计传统制冷板块营收同比+25-30%左右，中长期仍维持 10%左右稳健增长。
- **2022H1 新能源汽车产销两旺，汽车热管理需求保持高增。**疫情后主机厂产能恢复+ASP 提升，汽零业务 2022H1 实现营收 31.99 亿元、同比+51.6%。新能源汽车热管理高歌猛进，营收占汽零业务营收占比的 87%。展望 2022H2，新能源车在手订单充沛且占比持续提升，传统燃油车保持稳定，我们预计 2022 年汽零业务有望实现 70-80 亿元营收，同比接近 60%以上增长，受益于原材料价格下降+规模化效应，我们预计汽零毛利率将有所回升。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持 2022-24 年归母净利润预测分别为 23.2 亿元、30.3 亿元、38.7 亿元，同比分别+38%、+30%、+28%，对应现价 PE 分别 47 倍、36 倍、28 倍，目标价 42.0 元，对应 2023 年 50 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**家电销售不及预期，新能源汽车销量不及预期，竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	30.37
一年最低/最高价	13.33/32.77
市净率(倍)	9.68
流通 A 股市值(百万元)	107,132.80
总市值(百万元)	109,062.36

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.14
资产负债率(% ,LF)	53.58
总股本(百万股)	3,591.12
流通 A 股(百万股)	3,527.59

相关研究

《三花智控(002050): 2022 年一季报点评: 业绩表现亮眼, 汽零继续放量, 制冷订单回流【勘误版】》

2022-05-01

《三花智控(002050): 2022 年一季报点评: 电网龙头平波稳进, Q1 业绩表现亮眼》

2022-05-01

《三花智控(002050): 汽零高歌猛进, 传统制冷增长有望提速》

2022-03-25

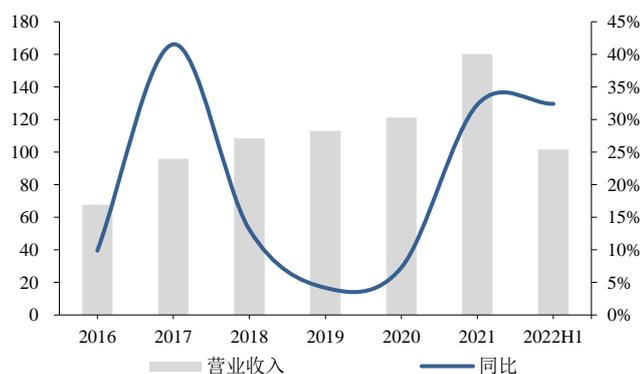
2022年H1 营收同比+32%、归母净利润+22%，业绩符合市场预期。公司发布2022年半年报，2022H1实现营业收入101.6亿元，同比增长32.39%；实现归母净利润10.03亿元，同比增长21.76%。其中2022Q2实现营业收入53.56亿元，同比增长25.56%，环比增长11.51%；实现归母净利润5.5亿元，同比增长18.63%，环比增长21.46%。2022H1毛利率为24.19%，同比下降2.81pct，2022Q2毛利率24.99%，同比下降1.83pct，环比增长1.69pct；2022H1归母净利率为9.87%，同比下降0.86pct，2022Q2归母净利率10.27%，同比下降0.60pct，环比增长0.84pct。上半年毛利率同比有所下降主要受制冷板块低毛利产品增速较快+外汇波动+运费同比增长的影响，公司费用控制较好，2022年上半年业绩整体符合预期。

图1：三花智控2022H1核心财务数据

三花智控	2022H1	2021H1	2022H1同比	2022Q2	2021Q2	2022Q2同比	2022Q1	2022Q2环比
营业收入	101.60	76.74	32.4%	53.56	42.66	25.6%	48.04	11.5%
毛利率	24.2%	27.0%	-2.8pct	25.0%	26.8%	-1.8pct	23.3%	1.7pct
营业利润	12.38	10.08	22.8%	6.86	5.57	23.2%	5.52	24.2%
利润总额	12.39	10.07	23.1%	6.86	4.49	52.9%	5.53	23.9%
归属母公司净利润	10.03	8.24	21.8%	5.50	4.64	18.6%	4.53	21.5%
扣非归母净利润	10.30	7.20	43.1%	6.28	3.99	57.5%	4.02	56.0%
归母净利率	9.9%	10.7%	-0.9pct	10.3%	10.9%	-0.6pct	9.4%	0.8pct
股本	35.91	35.92	-	35.91	35.92	-	35.91	-
EPS	0.28	0.23	21.8%	0.15	0.13	18.6%	0.13	21.5%

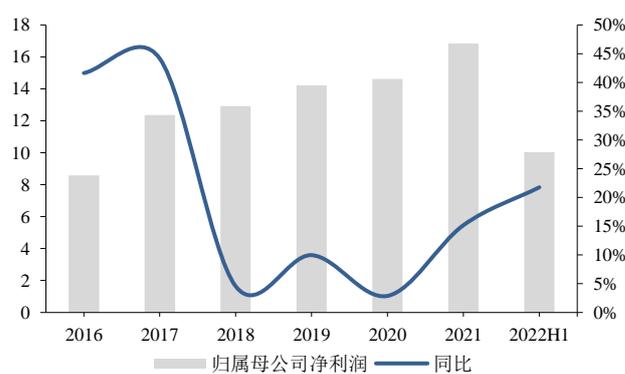
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2022H1收入101.6亿元，同比+32.39%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：2022H1归母净利润10.03亿元，同比+21.76%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

原材料及运费下行，但同比仍处高位，H2毛利率有望向上修复。2022H1毛利率为24.19%，同比下降2.81pct，环比下降0.27pct；2022Q2毛利率24.99%，同比下降1.83pct，环比增长1.69pct，Q2毛利率环比修复，未来有望持续改善。原因如下：1）原材料铜、铝等虽然价格在下行通道，但相比2021年同期还是居于高位；2）海运运费环比持续下降，但同比2021年仍然正增长。分产品看，2022H1传统制冷板块毛利率为23.65%，同

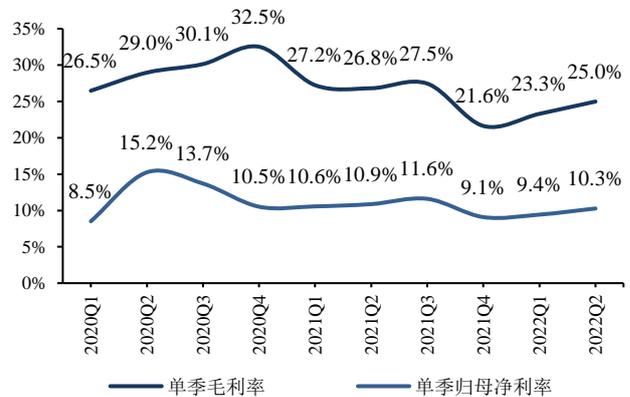
比-1.99pct；汽零板块毛利率为 25.36%，同比+1.37pct。传统制冷板块毛利率下降较多，除前述原因外：1) 产品结构变化，低毛利产品增长更快；2) 外汇变动，人民币兑欧元 & 日元升值。展望 2022 年下半年，原材料、海运费价格进一步下跌，毛利率预计止跌，汽零业务收入高增、规模效应更为显著，估计整体利润率有望企稳回升。

图4：2022H1 毛利率、净利率同比-2.81、-0.86pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2022Q2 毛利率、净利率同比-1.83、-0.6pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2022H1 传统制冷行业景气度低迷，但转单+能效升级需求旺盛，助力公司订单持续高增。

2022H1 传统制冷板块实现营收 69.61 亿元，同比+25.1%。行业景气度方面，上半年国内经济景气度低迷导致消费乏力，国内家电消费相对疲软，但竞争对手被格力收购导致客户转单+境外需求旺盛，空调制冷板块依旧维持较好增长。**1) 传统产品四通阀、电磁阀等销售额市占率仍处于行业前列，能效标准提升背景下、电子膨胀阀产品结构性表现亮眼；**下游除家电外，拓展商用制冷领域，我们预计 2023-2024 年相关产能有望放量。**2) 微通道海外业务需求旺盛，**但由于海运费、铝价上涨等因素，导致毛利率下滑较多。**3) 亚威科依靠洗碗机国内普及提速+内部供应链改造，**目前已实现扭亏为盈，并有望持续盈利。

展望 2022 年下半年，全球气候条件变化导致世界各地高温天气频发，全球对于空调制冷需求旺盛，下游产品能效要求提升以及欧洲能源危机推动高能效比技术应用，电子膨胀阀等产品应用渗透率持续提升，而三花优势突出。格局方面，格力收购盾安后，其竞争对手的零部件份额继续往三花转移；商用制冷延续高速增长。整体来看，预计 2022 年传统制冷板块营收同比+25-30%左右。

疫情后主机厂产能恢复+ASP 提升，汽零业务 2022H1 实现营收 31.99 亿元、同比+51.6%。我们预计 2022 年汽零业务有望实现 70-80 亿元的营收，同比接近 60%以上增长，受益于原材料价格下降+规模化效应，我们预计汽零毛利率将有所回升。

- 新能源汽车热管理高歌猛进，2022 年 H1 实现营收 27.83 亿元，同比+75.8%，

占汽零业务营收占比的 87%。2022H1 国内新能源乘用车销量 248 万辆，同比+117.9%明显提速；核心客户方面，Tesla 2022H1 年交付 29.4 万辆，同比+71%，其中 Model3/Y 销量分别 11.6 万辆/17.9 万辆，同比-9%/+288%。主流车型热泵集成化组件逐步成为“标配”，产品结构上自制产品占比高的集成组件占比提升，公司持续加大平台化组件产品研发力度，有望提高标准化程度，进一步提升规模效应降本。2022 年我们预计新能源汽车热管理营收占比有望达到 90%，成为汽零业务营收的主要来源。

- 传统燃油车热管理产品 2022H1 营收为 4.16 亿元、同比-21.2%。受传统燃油车销量减少影响较大。

展望 2022H2，新能源汽车业务在手订单充沛、排产旺盛，北美大客户继续上量、占新能源车板块营收我们预计仍可达 50%+水平；其他新能源汽车品牌比亚迪、蔚来、沃尔沃等持续放量；叠加传统燃油车基本稳定，我们预计全年汽零收入有望达到 60%以上同比增长，占营收比重可达 3-40%，成长属性愈加凸显。受益于原材料价格的持续下降，及收入高增带来的规模效应，我们预计汽零毛利率将有所回升。

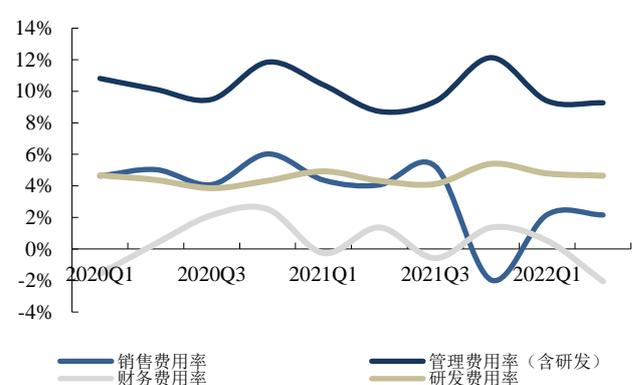
公司热管理技术辐射至储能领域，成立储能公司，逐步切入储能赛道。公司基于前期积累的客户基础(尤其是特斯拉)和在汽车热管理积累的技术和经验，成立储能公司，聚焦储能热管理业务，在 2022 年储能强劲的需求下获得了大量的订单。我们预计储能板块的业务有望成为公司“第三增长极”。

2022H1 期间费用有所下降。公司 2022H1 期间费用同比下降 1.44%至 10.82 亿元，期间费用率下降 3.66 个百分点至 10.65%。其中，销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比下降 31.71%、上升 30.38%、上升 35.99%、下降 272.86%至 2.2 亿元、9.47 亿元、4.79 亿元、-0.85 亿元；费用率分别下降 2.03、下降 0.14、上升 0.12、下降 1.48 个百分点至 2.16%、9.32%、4.71%、-0.84%。2022Q2，销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比-33.36%/+33.40%/+34.99%/-289.30%，费用率分别为 2.16%/9.27%/4.65%/-2.06%。

图6: 2022H1 期间费用 10.82 亿元，同比-1.44%



图7: 2022Q2 期间费用率 9.36%，同比-4.78pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

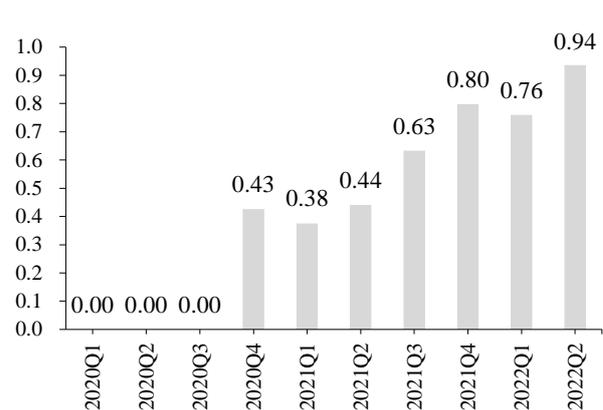
存货、应收&预收基本稳增。2022H1 经营活动现金流量净流入 7.61 亿元，同比下降 7.78%。销售商品取得现金 93.86 亿元，同比增长 20.46%。期末合同负债 0.94 亿元，比年初增长 17.29%。2022Q2 期末应收账款 48.34 亿元，较 2021Q4 增长 13.18 亿元，应收账款周转天数较 2021Q4 上升 8 天至 73.97 天。2022Q2 期末存货 39.04 亿元，较 2021Q4 上升 2.66 亿元；存货周转天数较 2021Q4 下降 1.75 天至 88.13 天。

图8：2022Q2 现金净流入 6.35 亿元，同比-0.03%



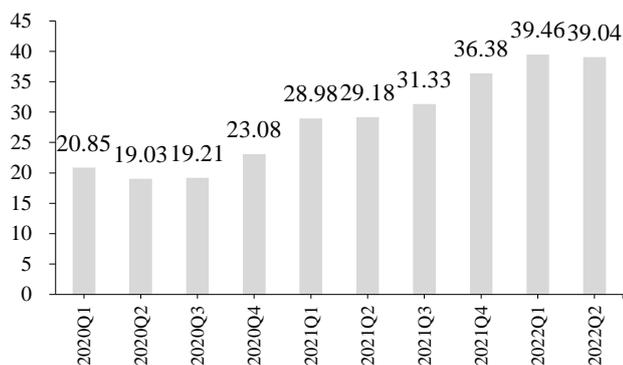
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2022Q2 期末合同负债 0.94 亿元，同比+112.31%



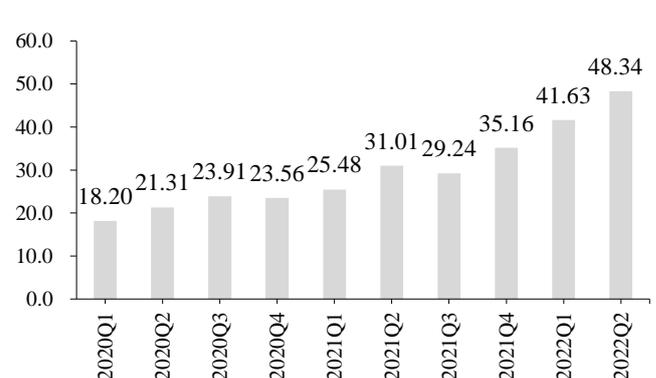
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2022Q2 期末存货 39.04 亿元，较 2021Q4+2.66 亿元（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：2022Q2 期末应收账款 48.34 亿元，较 2021Q4+13.18 亿元（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利预测与估值：我们维持 2022-24 年归母净利润分别为 23.2 亿元、30.3 亿元、38.7 亿元，同比分别+38%、+30%、+28%，对应现价 PE 分别 47 倍、36 倍、28 倍，目标价 42.0 元，对应 2023 年 50 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：家电销售不及预期，新能源汽车销量不及预期，竞争加剧。

三花智控三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	16,571	19,733	23,898	29,547	营业总收入	16,021	22,601	29,761	38,505
货币资金及交易性金融资产	6,817	6,866	7,295	8,235	营业成本(含金融类)	11,907	16,885	22,331	29,001
经营性应收款项	5,754	7,626	9,635	12,255	税金及附加	84	181	238	308
存货	3,638	4,819	6,446	8,434	销售费用	449	678	896	1,136
合同资产	0	0	0	0	管理费用	876	1,187	1,548	1,964
其他流动资产	362	422	521	623	研发费用	751	1,102	1,423	1,829
非流动资产	7,049	7,572	8,125	8,590	财务费用	84	41	25	7
长期股权投资	23	23	24	24	加:其他收益	123	127	134	146
固定资产及使用权资产	4,448	5,448	6,218	6,825	投资净收益	142	97	92	123
在建工程	1,344	876	663	525	公允价值变动	3	-21	15	5
无形资产	696	682	672	662	减值损失	-150	-19	-10	-5
商誉	8	8	8	8	资产处置收益	0	0	-1	-1
长期待摊费用	37	42	47	52	营业利润	1,987	2,711	3,532	4,529
其他非流动资产	494	494	494	494	营业外净收支	-10	-2	-2	-2
资产总计	23,620	27,305	32,023	38,137	利润总额	1,977	2,708	3,530	4,526
流动负债	8,351	10,860	13,613	17,063	减:所得税	272	365	473	613
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,502	2,502	2,502	2,502	净利润	1,705	2,343	3,057	3,913
经营性应付款项	5,106	7,231	9,619	12,650	减:少数股东损益	21	24	32	41
合同负债	80	84	112	145	归属母公司净利润	1,684	2,320	3,025	3,872
其他流动负债	663	1,044	1,381	1,766	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.47	0.65	0.84	1.08
非流动负债	4,016	3,384	2,981	2,567	EBIT	1,968	2,568	3,326	4,267
长期借款	801	489	384	289	EBITDA	2,501	3,165	3,998	5,016
应付债券	2,652	2,332	2,034	1,715	毛利率(%)	25.68	25.29	24.96	24.68
租赁负债	158	158	158	158	归母净利率(%)	10.51	10.26	10.17	10.06
其他非流动负债	405	405	405	405	收入增长率(%)	32.30	41.07	31.68	29.38
负债合计	12,367	14,245	16,594	19,630	归母净利润增长率(%)	15.18	37.73	30.43	27.99
归属母公司股东权益	11,150	12,934	15,271	18,308					
少数股东权益	102	126	158	199					
所有者权益合计	11,253	13,060	15,428	18,507					
负债和股东权益	23,620	27,305	32,023	38,137					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,556	2,364	2,764	3,377	每股净资产(元)	2.99	3.49	4.14	4.98
投资活动现金流	-5,050	-1,030	-1,141	-1,099	最新发行在外股份(百万股)	3,591	3,591	3,591	3,591
筹资活动现金流	2,823	-1,285	-1,194	-1,339	ROIC(%)	11.41	12.37	14.75	16.89
现金净增加额	-710	49	429	939	ROE-摊薄(%)	15.10	17.93	19.81	21.15
折旧和摊销	533	597	672	749	资产负债率(%)	52.36	52.17	51.82	51.47
资本开支	-1,927	-1,117	-1,223	-1,211	P/E(现价&最新股本摊薄)	64.76	47.02	36.05	28.17
营运资本变动	-856	-943	-1,231	-1,549	P/B(现价)	10.15	8.71	7.34	6.09

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

