

三花智控 (002050.SZ) - 2022 年三季度报点评

买入

营收增长稳健，盈利能力持续改善

核心观点

三季度业绩增长稳健，收入同比增长 34%，归母净利润同比增长 33%。三花智控 2022Q3 实现营业收入 54.39 亿元，同比增长 34.44%，环比增长 1.54%，实现归母净利润 6.24 亿元，同比增长 33.06%，环比增长 13.50%，扣非归母净利润 7.22 亿元，同比增长 61.66%，环比增长 15.05%。2022 年前三季度实现营收 155.99 亿元，同比增长 33.10%，实现归母净利润 16.28 亿元，同比增长 25.86%，扣非归母净利润 17.52 亿元，同比增长 50.21%。公司营收的提升得益于新能源汽车热管理业务维持高速增长，以及制冷空调业务稳步增长。前三季度非经常性损益主要来源于公司应对原材料价格风险和汇率风险所做的衍生工具业务亏损约 2.15 亿元。

公司毛利率逐季改善。公司 2022Q3 销售毛利率为 26.89%，同比+2.18pct（调整后），环比+1.90pct，2022 年 Q1-Q3 公司销售毛利率分别为 23.30%、24.99%、26.89%，持续改善。费用端三季度环比有所增加，公司 2022Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.63%/5.59%/4.69%/-2.46%，环比变化+0.47%/+0.97%/+0.04%/-0.40pct，主要系公司通过持续研发投入开发新产品与提高市场竞争力以及员工薪酬增加，财务费用下降主要受益于汇兑收益。

公司横向新能源品类扩张，纵向组件集成升级，随主流新能源客户放量，长期增长确定性高。公司立足于阀类产品，新能源热管理零部件品类拓展，并积极开发组件集成与子系统解决方案，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。公司合作主流新能源企业，2021 年新能源汽车热管理业务收入占汽零业务收入比重达 83%，受益于新能源客户的高速增长，品类扩张叠加产品升级，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、技术风险、估值风险、政策风险、客户拓展风险、汇率风险等。

投资建议：维持公司盈利预测，预计 2022-2024 年公司归母净利润 22.93/29.65/35.91 亿元，对应 EPS 为 0.64/0.83/1.00 元，当前股价对应 PE 为 34/26/21 倍。公司经营稳健，汽零业务保持高增长，制冷空调电器零部件业务稳健增长，毛利率稳步提升，考虑到可比公司 2023 年平均估值 30 倍，下调一年期目标估值至 25-27 元（原为 30-33 元），对应 2023 年 PE 为 30-33 倍，当前股价距目标估值有 15%-27%的提升空间，上调至“买入”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)	52.8	45.8	33.7	26.0	21.5
EV/EBITDA	40.7	36.8	29.4	23.4	19.9
市净率 (PB)	7.67	6.92	6.25	5.46	4.69

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 联系人：王少南
0755-81981814
tangxx@guosen.com.cn wangshaonan@guosen.com.cn
S0980519080002

基础数据

投资评级	买入(上调)
合理估值	25.00 - 27.00 元
收盘价	21.68 元
总市值/流通市值	77853/76487 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	1439.42 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 年中报点评-汽零业务高增长，盈利逐季改善》——2022-08-14
- 《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 2022Q3 实现营业收入 54.39 亿元，同比增长 34.44%，环比增长 1.54%，实现归母净利润 6.24 亿元，同比增长 33.06%，环比增长 13.50%，扣非归母净利润 7.22 亿元，同比增长 61.66%，环比增长 15.05%。2022 年前三季度实现营收 155.99 亿元，同比增长 33.10%，实现归母净利润 16.28 亿元，同比增长 25.86%，扣非归母净利润 17.52 亿元，同比增长 50.21%。

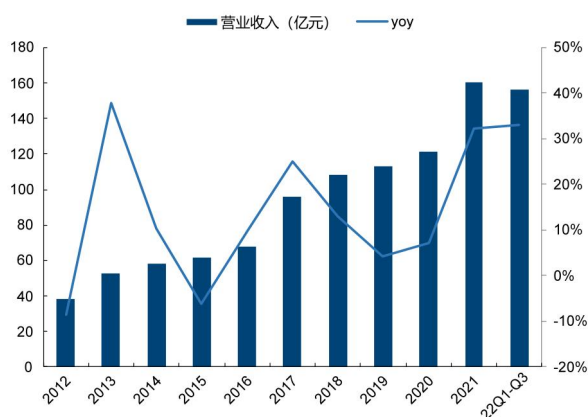
公司营业收入的提升主要得益于新能源汽车热管理业务维持高速增长，以及制冷空调元器件产品的稳步增长。公司合作主流新能源车企，受益于行业与主流客户的高增长。制冷业务预计受益于商用制冷空调和能效升级下节能制冷空调控制元器件等产品需求的提升。公司前三季度非经常性损益主要来源于公司应对原材料价格风险和汇率风险所做的衍生工具业务亏损约 2.15 亿元，其中期货亏损 2260.15 万元，远期亏损 1.92 亿元。

公司 2022Q3 销售毛利率为 26.89%，同比+2.18pct（调整后），环比+1.90pct，2022 年 Q1-Q3 公司销售毛利率分别为 23.30%、24.99%、26.89%，季度间持续改善。2022 前三季度销售毛利率为 25.13%，同比+0.11pct（调整后）。注：调整项目为运杂费等列报调整，由销售费用重新分类至营业成本项目，调整幅度以公司披露数据为依据。

三季度费用率环比有所增加。公司 2022Q3 销售费用率 2.63%、管理费用率 5.59%、研发费用率 4.69%、财务费用率-2.46%，环比变化为+0.47pct、+0.97pct、+0.04pct、-0.40pct，同比变化为-2.61pct、+0.35pct、+0.57pct、-1.88pct。费用率环比有所提升，主要系员工薪酬费用与研发投入的增加。2022 前三季度公司销售费用率 2.33%、管理费用率 4.95%、研发费用率 4.71%、财务费用率-1.40%，同比变化为-2.23pct、-0.05pct、+0.28pct、-1.62pct。其中，销售费用率主要受运杂费调整影响，前三季度研发费用 7.34 亿元，同比增长 41.46%，公司通过持续研发投入开发新产品与提高市场竞争力，财务费用同比下降 2.45 亿元，主要系 2022 年 1-9 月份公司汇兑收益有 2.54 亿元。

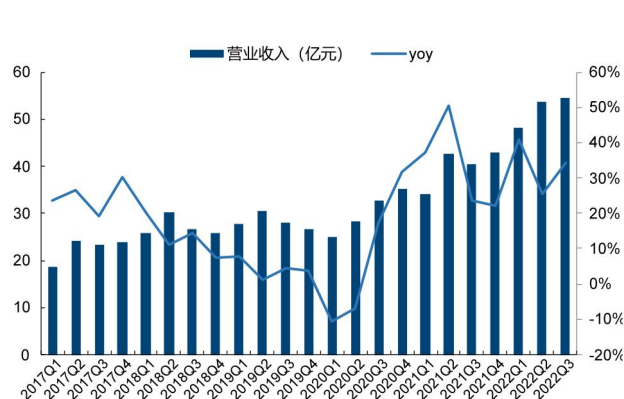
此外，公司拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司股份，用于股权激励计划或员工持股计划，回购金额人民币 2 亿元-4 亿元，回购价格不超过 36 元/股，彰显长期发展信心。

图1：公司营业收入及增速（亿元，%）



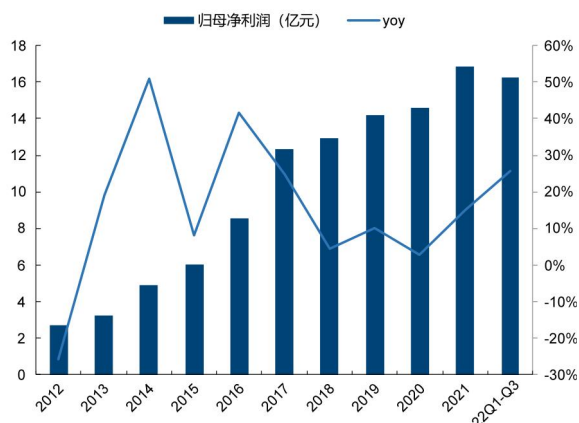
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速



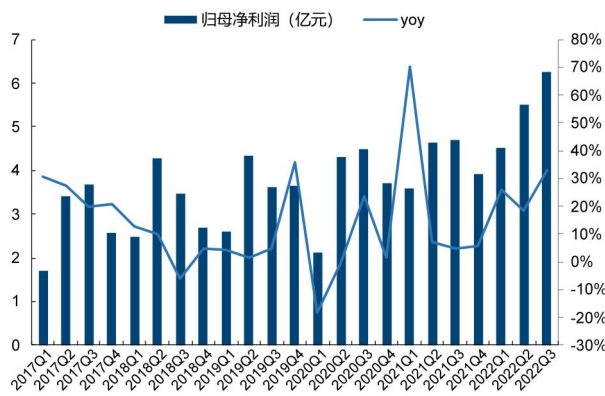
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)



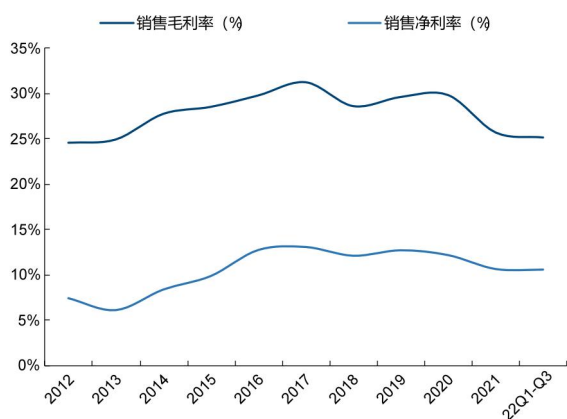
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度归母净利润及增速



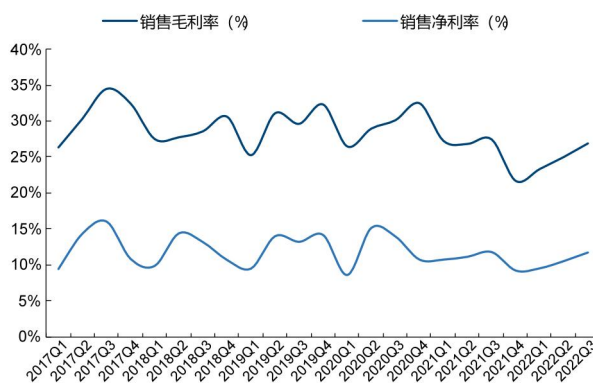
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

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



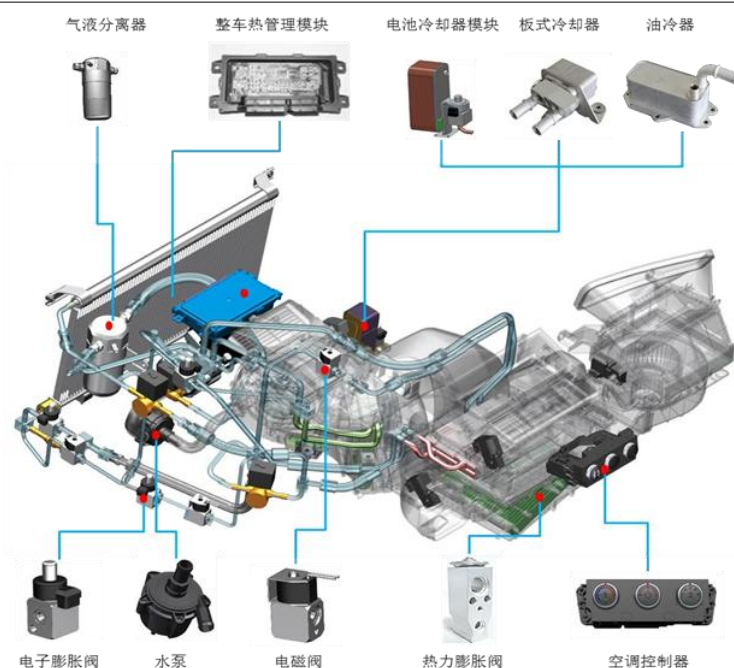
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司立足于电子膨胀阀，横向新能源品类扩张，纵向技术升级与开发供应集成模块，长期增长确定性高。公司业务主要包括空调冰箱元器件及部件和汽车业务单元，早期产品以四通阀、截止阀、电子膨胀阀为主，经过三十多年发展，公司已成行业龙头，在阀类产品竞争优势的基础上，公司积极开拓新能源车热管理产品，丰富品类结构，据公司披露，目前公司空调电子膨胀阀、四通换向阀、截止阀、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。

公司汽零业务逐步从零部件往集成组件、子系统发展，新增年产730万套新能源汽车热管理系统组件技术改造项目已于2021年完结验收，预计组件占比将有所提升。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管理系统方案，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，最大单车货值已近 5000 元。

图7：汽车零部件部分业务产品



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，公司汽零业务随主流新能源车客户放量。公司 2021 年新能源车热管理产品营收 40 亿元，占汽车零部件业务收入比重 83%，充分受益于新能源汽车行业的高速增长。根据中汽协，2022 年 1-9 月新能源汽车产销分别完成 471.7 万辆和 456.7 万辆，同比增长 1.2 倍和 1.1 倍，维持较高增速。公司是深耕热管理赛道的龙头企业，与主流新能源客户均有合作，客户包括法雷奥、大众、奔驰、宝马、沃尔沃、丰田、通用、吉利、特斯拉、比亚迪、上汽、蔚来等，预计汽零业务随着优质客户持续放量，增长确定性强。

增量业务方面，公司于 2022 年 3 月成立了三花新能源热管理科技（杭州）有限公司，主要开展储能热管理相关业务，储能热管理和新能源汽车热管理业务技术路线接近，公司具有良好的产品与技术储备。

投资建议：维持盈利预测，上调至“买入”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，汽零业务保持高增长，制冷空调电器零部件业务稳健增长，公司毛利率稳步提升，维持盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 22.93/29.65/35.91 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 10 月 26 日收盘价，当前股价对应 PE 为 34/26/21 倍。汽车是热管理龙头及特斯拉产业链核心标的，考虑到可比公司 2023 年平均估值 30 倍，下调一年期目标估值至 25-27 元（原为 30-33 元），对应 2023 年 PE 为 30-33 倍，当前股价距目标估值有 15%-27%的提升空间，上调至“买入”评级。

表1: 同类公司估值比较 (20221026)

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
601689.SH	拓普集团	增持	71.52	788	0.92	1.59	2.15	78	45	33
002126.SZ	银轮股份	无评级	13.80	109	0.28	0.44	0.67	49	31	21
603960.SH	克来机电	无评级	20.45	54	0.19	0.33	0.57	108	62	36
	平均				0.46	0.79	1.13	78	46	30
002050.SZ	三花智控	买入	21.49	772	0.47	0.64	0.83	46	34	26

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	1.1%	1.3%	1.4%	1.5%	1.6%	现金净变动	826	3218	671	738	812
P/E	52.8	45.8	33.7	26.0	21.5	货币资金的期初余额	2664	3490	6708	7378	8116
P/B	7.7	6.9	6.3	5.5	4.7	货币资金的期末余额	3490	6708	7378	8116	8928
EV/EBITDA	40.7	36.8	29.4	23.4	19.9	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