

三花智控（002050.SZ）-2023 年中报点评

汽零业务持续放量，二季度整体盈利能力提升

买入

核心观点

汽零业务保持高增，制冷业务稳步增长，业绩增长稳健。三花智控 2023 年上半年实现营业收入 125.29 亿元，同比+23.3%，实现归母净利润 13.95 亿元，同比+39%。业绩增长得益于：1、公司新能源汽车业务订单持续放量，以标杆客户强化先发优势，保持高增长，对应汽车零部件营收 48.23 亿元，同比+50.8%；2、制冷空调电器业务公司主导产品市场份额稳步提升，以及公司积极抓住能效升级、冷媒切换、多联机、厨电、热泵、储能等相关业务的发展，业绩稳步增长，对应制冷业务营收 77.06 亿元，同比+10.7%，稳步增长；3、上半年公司的储能业务已突破行业标杆客户并实现营收。

公司聚焦高毛利产品，受益于规模效益以及汇兑收益，二季度盈利能力同比、环比均改善。公司 2023Q2 销售毛利率为 26%，同比+1.01pct，环比+0.43pct，归母净利率 11.58%，同比+1.31pct，环比+0.01pct。费用方面公司 2023Q2 财务费用率环比下降 3.83pct 主要是汇兑收益增加。公司聚焦高毛利产品，公司多款主导产品市占率全球第一，新能源订单持续放量带来规模效益。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，提升自动化以及组件产品的自制率，提升盈利能力。

开拓储能、机器人等业务，布局新的成长点。上半年公司储能业务已突破行业标杆客户并实现营收，力争成为全球储能热管理解决方案领先供应商。机器人方面，公司重点聚焦仿生机器人机电执行器业务，并已与多个客户建立合作，具备先发优势，公司将同步配合客户产品研发、试制、调整与落地，并积极筹划机电执行器海外生产布局；与绿的谐波签署战略合作框架协议，加强产业链协同；推动 GDR 发行，拟用于全球化经营布局，包括机器人机电执行器业务的生产制造等。

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、政策风险、客户拓展风险、汇率风险等。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。公司业绩增长稳健，新业务逐步落地，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 31.43/38.26/46.55 亿元（原为 31.37/37.41/44.61 亿元），同比增长 22.1%/21.8%/21.7%，当前股价对应 PE 为 31/26/21 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	16,021	21,348	27,061	32,964	39,082
(+/-%)	32.3%	33.2%	26.8%	21.8%	18.6%
净利润(百万元)	1684	2573	3143	3826	4655
(+/-%)	15.2%	52.8%	22.1%	21.8%	21.7%
每股收益(元)	0.47	0.72	0.88	1.07	1.30
EBIT Margin	12.2%	12.6%	12.7%	14.2%	14.5%
净资产收益率(ROE)	15.1%	19.9%	21.2%	21.9%	22.4%
市盈率(PE)	58.3	38.2	31	26	21
EV/EBITDA	45.5	34.8	27.6	21.0	17.9
市净率(PB)	8.81	7.59	6.63	5.61	4.73

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

联系人：王少南

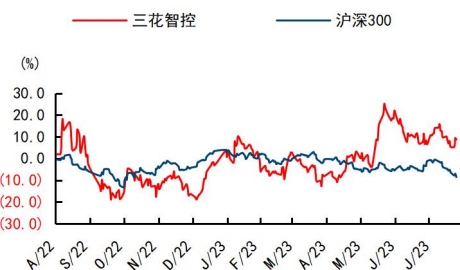
021-60375446

wangshaonan@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	27.36 元
总市值/流通市值	102129/100961 百万元
52 周最高价/最低价	33.00/19.90 元
近 3 个月日均成交额	1021.32 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）-汽零业务持续放量，开拓储能、机器人新成长点》——2023-05-04
- 《三花智控（002050.SZ）-汽零制冷双轮驱动，2022 年归母净利润预增 50%-80%》——2023-01-17
- 《三花智控（002050.SZ）-2022 年三季报点评-营收增长稳健，盈利能力持续改善》——2022-10-28
- 《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

汽零制冷双轮驱动，业绩稳步增长。三花智控 2023 年上半年实现营业收入 125.29 亿元，同比+23.3%，实现归母净利润 13.95 亿元，同比+39%，实现扣非归母净利润 14.67 亿元，同比+42.5%。公司 2023Q2 实现营业收入 68.50 亿元，同比+27.9%，环比+20.6%，实现归母净利润 7.93 亿元，同比+44.2%，环比+31.9%，实现扣非归母净利润 9.11 亿元，同比+45.1%，环比+63.6%。公司 2023Q2 销售毛利率 26%，同比增加 1.01%，归母净利率 11.58%，同比增长 1.31%。

按照产品划分，根据公司披露的主要控股参股公司分析，上半年汽车零部件业务 48.23 亿元，同比增长 50.8%，净利润 6.31 亿元，同比增长 56%；对应的，制冷业务实现营收 77.06 亿元，同比+10.7%，净利润 7.64 亿元，同比增长 28%。其中，子公司三花商用制冷收入 11.23 亿元，净利润 2.17 亿元；微通道收入 10.29 亿元，同比增长 8%，净利润 1.10 亿元，同比增长 52%。业绩增长得益于：1、公司新能源汽车业务订单持续放量，以标杆客户强化先发优势，保持高增长；2、制冷空调电器业务公司主导产品市场份额稳步提升，以及公司积极抓住能效升级、冷媒切换、多联机、厨电、热泵、储能等相关业务的发展，业绩稳步增长。3、2023 年上半年公司的储能业务已突破行业标杆客户并实现营收。

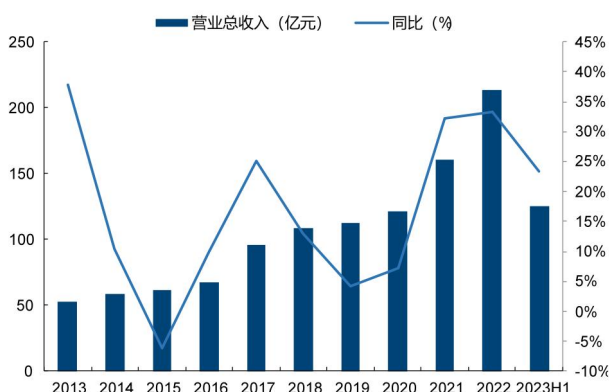
毛利率端：2023 年上半年公司销售毛利率为 25.81%，同比+1.62pct，归母净利率 11.13%，同比+1.26pct。2023Q2 销售毛利率为 26%，同比+1.01pct，环比+0.43pct，归母净利率 11.58%，同比+1.31pct，环比+0.01pct。

按照产品划分，上半年制冷空调电器零部件业务毛利率 25.85%，同比+2.20pct，汽车零部件业务毛利率 25.73%，同比+0.37pct。毛利率提升预计得益于公司聚焦高毛利产品，新能源订单持续放量带来规模效应，以及汽零组件产品自制率提升。

费用端：公司 2023 年上半年销售/管理/研发/财务费用率为 2.21%/4.95%/4.63%/-1.21%，同比+0.05/+0.34/-0.09/-0.38pct；2023Q2 销售/管理/研发/财务费用率为 2.22%/4.55%/4.22%/-2.95%，同比+0.07/-0.06/-0.43/-0.90pct，环比+0.02/-0.87/-0.91/-3.83pct。其中财务费用减少主要是汇兑收益增加。

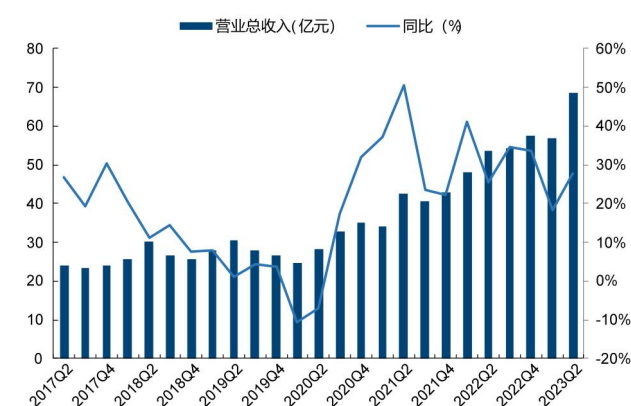
非经常性损益事项方面，为规避原材料价格风险和防范汇率风险，公司及子公司开展了衍生工具业务，包括期货合约和外汇远期合约，上半年公司期货收益 434.52 万元，远期损失 1.38 亿元。同时，上半年汇兑收益为 1.94 亿元，预计合计对利润影响为 0.6 亿元。

图1：公司营业收入及增速（亿元，%）



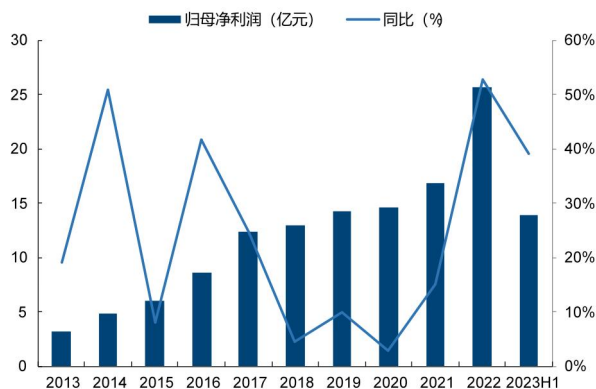
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速



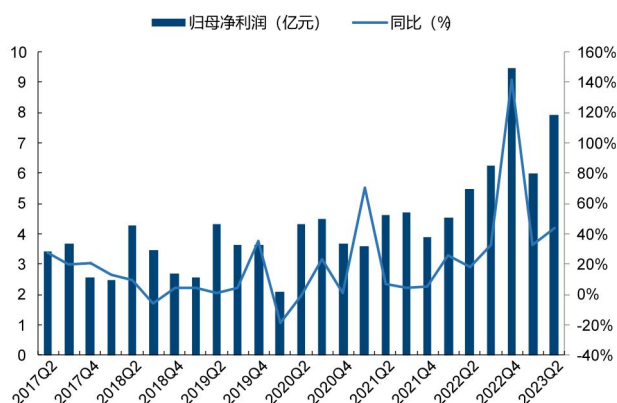
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（亿元，%）



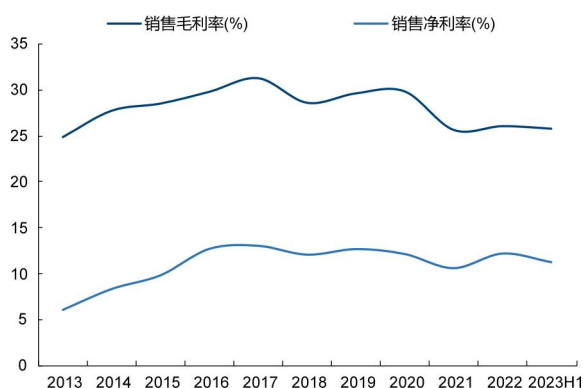
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及增速



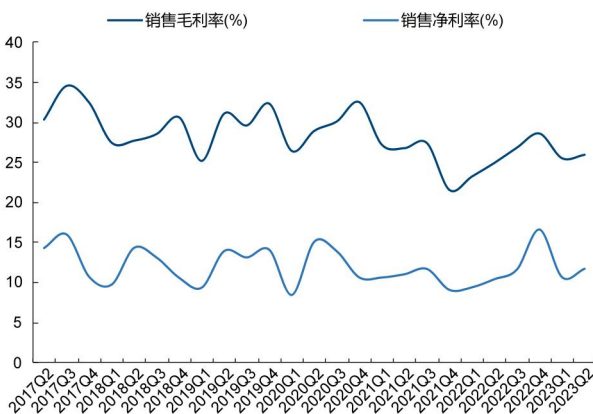
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

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

公司横向新能源品类扩张，纵向技术升级与开发集成模块，长期增长确定性高。

制冷空调电器零部件业务保持全球龙头地位。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，截止阀、车用热力膨胀阀、储液器等市占率处于全球领先。

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。2022 年公司汽零业务新增三个生产基地，新设三家子公司，进一步完善全球化布局，目前在日本、韩国、新加坡、美国、墨西哥、德国等地建立了海外子公司，同时在美国、波兰、墨西哥、越南、印度等地建立了海外生产基地。公司 2022 年新能源汽车热管理产品营收 66.7 亿元，占汽车零部件业务收入比重 88%，充分受益于新能源汽车行业的高速增长。

新能源车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。产品系列从家用空调、冰箱部件领域向商用空调、商业制冷领域拓展，并向变频控制技术与系统集成升级方向延伸发展。

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。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。

增量业务方面，开拓储能、机器人等业务，布局新的成长点。

储能：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，并且储能热管理系统解决方案已与行业标杆企业顺利达成合作。2023 年上半年储能业务成功突破行业标杆客户，已实现营收，公司力争成为全球储能热管理解决方案领先供应商。

机器人：机器人方面，公司重点聚焦仿生机器人机电执行器业务，并已与多个客户建立合作，具备先发优势，公司将同步配合客户产品研发、试制、调整与落地，并积极筹划机电执行器海外生产布局。2022 年公司拟发行全球存托凭证（GDR），并在瑞士交易所上市，募集资金拟用于拓展公司全球化经营布局，加强公司制冷控制元器件、新能源热管理领域和机器人机电执行器业务的生产制造。

2023 年 4 月公司发布公告，与苏州绿的谐波传动科技股份有限公司签署战略合作框架协议，双方将在三花墨西哥工业园共同出资设立一家合资企业，合资公司主营业务为谐波减速器，加强机器人产业链的合作。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。

公司业绩增长稳健，考虑到原有业务盈利提升，新业务逐步量产，成长性和确定性较强，上调盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 31.43/38.26/46.55 亿元（原为 31.37/37.41/44.61 亿元），同比增长 22.1%/21.8%/21.7%，当前股价对应 PE 为 31/26/21 倍，维持“买入”评级。

表 1：同类公司估值比较（20230823）

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）	总市值（亿元）	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
601689.SH	拓普集团	买入	67.15	740	1.54	2.18	3.00	44	31	22
002472.SZ	双环传动	买入	31.75	271	0.68	0.95	1.22	47	33	26
603305.SH	旭升集团	买入	22.61	211	1.05	1.08	1.41	22	21	16
	平均				1.09	1.40	1.88	37	28	21
002050.SZ	三花智控	买入	27.36	1,021	0.72	0.88	1.07	38	31	26

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

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、政策风险、客户拓展风险、汇率风险等。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	6708	5878	6760	6929	8270	营业收入	16021	21348	27061	32964	39082
应收款项	5782	8159	10379	11741	13919	营业成本	11907	15781	20029	24319	28744
存货净额	3638	4335	5322	6465	7652	营业税金及附加	84	110	141	171	203
其他流动资产	335	284	360	438	520	销售费用	449	513	649	758	899
流动资产合计	16571	18756	22921	25673	30461	管理费用	876	1267	1544	1611	1905
固定资产	5576	7407	8608	9689	10644	研发费用	751	989	1250	1417	1681
无形资产及其他	696	727	698	669	640	财务费用	84	(178)	149	125	99
投资性房地产	754	1038	1038	1038	1038	投资收益	142	(85)	0	0	0
长期股权投资	23	32	42	52	62	资产减值及公允价值变动	96	(14)	0	0	0
资产总计	23620	27961	33308	37122	42845	其他收入	(872)	(689)	(1250)	(1417)	(1681)
短期借款及交易性金融负债	2502	1862	3239	2097	2184	营业利润	1987	3067	3297	4563	5551
应付款项	5106	6465	7983	9698	11478	营业外净收支	(10)	(16)	450	0	0
其他流动负债	743	1129	1425	1712	2026	利润总额	1977	3051	3747	4563	5551
流动负债合计	8351	9456	12647	13506	15688	所得税费用	272	443	562	684	833
长期借款及应付债券	3453	4578	4578	4578	4578	少数股东损益	21	35	43	52	63
其他长期负债	563	808	1052	1297	1542	归属于母公司净利润	1684	2573	3143	3826	4655
长期负债合计	4016	5386	5631	5875	6120	现金流量表（百万元）					
负债合计	12367	14842	18278	19382	21809		2021	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	102	178	204	235	273	净利润	1684	2573	3143	3826	4655
股东权益	11150	12941	14827	17505	20764	资产减值准备	63	41	55	27	27
负债和股东权益总计	23620	27961	33308	37122	42845	折旧摊销	480	565	773	921	1047
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	(96)	14	0	0	0
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	84	(178)	149	125	99
每股收益	0.47	0.72	0.88	1.07	1.30	营运资本变动	(891)	(1278)	(1170)	(310)	(1080)
每股红利	0.27	0.28	0.35	0.32	0.39	其它	(54)	(20)	(29)	5	11
每股净资产	3.10	3.60	4.13	4.87	5.78	经营活动现金流	1185	1895	2772	4469	4660
ROIC	16%	17%	19%	22%	25%	资本开支	0	(2396)	(2000)	(2000)	(2000)
ROE	15%	20%	21%	22%	22%	其它投资现金流	643	9	0	0	0
毛利率	26%	26%	26%	26%	26%	投资活动现金流	635	(2396)	(2010)	(2010)	(2010)
EBIT Margin	12%	13%	13%	14%	14%	权益性融资	(40)	225	0	0	0
EBITDA Margin	15%	15%	16%	17%	17%	负债净变化	(906)	1000	0	0	0
收入增长	32%	33%	27%	22%	19%	支付股利、利息	(983)	(1022)	(1257)	(1148)	(1396)
净利润增长率	15%	53%	22%	22%	22%	其它融资现金流	5215	(510)	1377	(1142)	87
资产负债率	53%	54%	55%	53%	52%	融资活动现金流	1397	(329)	120	(2290)	(1309)
息率	1.0%	1.0%	1.3%	1.2%	1.4%	现金净变动	3218	(829)	882	169	1341
P/E	58.3	38.2	31	26	21	货币资金的期初余额	3490	6708	5878	6760	6929
P/B	8.8	7.6	6.6	5.6	4.7	货币资金的期末余额	6708	5878	6760	6929	8270
EV/EBITDA	45.5	34.8	27.6	21.0	17.9	企业自由现金流	1274	(811)	533	2596	2769
						权益自由现金流	5583	(321)	1783	1333	2772

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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