

三花智控 (002050)

2023 年三季度报点评：Q3 略有承压，汽零继续维持高增，机器人执行器量产可期

买入 (维持)

2023 年 10 月 31 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 谢哲栋

执业证书：S0600523060001
xiezd@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 21,348 | 26,269 | 32,684 | 39,397 |
| 同比 | 33% | 23% | 24% | 21% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 2,573 | 3,084 | 4,082 | 5,120 |
| 同比 | 53% | 20% | 32% | 25% |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 0.69 | 0.83 | 1.09 | 1.37 |
| P/E (现价&最新股本摊薄) | 39.53 | 32.98 | 24.92 | 19.86 |

关键词：#出口导向

投资要点

■ **Q3 营收同比+19%，归母/扣非净利润同比+22%/+5%，业绩略不及市场预期。**公司 23Q1-3 实现营收 189.8 亿元，同比+22%；实现归母净利润 21.6 亿元，同比+33%；扣非归母 22.2 亿元，同比+27%。其中 23Q3 实现营收 64.5 亿元，同比+19%，环比-6%；实现归母净利润 7.65 亿元，同比+22%；扣非归母 7.55 亿元，同比+5%。Q3 毛利率 30.8%，同比+3.9pct，主要系汽零规模效应+海运运费下降+标准化组件占比提升+汇率影响。而 Q3 收入及利润略低于预期，主要原因是：1) 研发费用提升较多，23Q3 同比+63%，后续或保持较高研发投入；2) 汇兑负贡献，23Q3 汇兑损益-0.67 亿元 (22Q3 汇兑损益+1.53 亿元)，考虑期货及远期合约影响，Q3 合计-0.82 亿元。

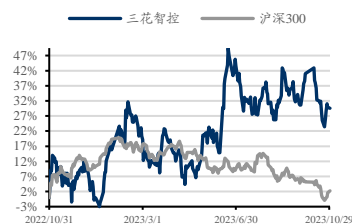
■ **汽零绑定标杆客户，Q3 延续高增。**23Q1-3 国内电动车销量合计 591 万辆，同比+36%，其中 Q3 销量 237 万辆，同比+26%；前 8 月美国/欧洲电动车销量分别 96/183 万辆，分别同比+55%/+32%。核心客户 Tesla 1-8 月全球销量 140 万辆，同比+58%；比亚迪 1-8 月全球销量 183 万辆，同比+87%，预计占公司收入比重进一步提升；其余沃尔沃、广汽埃安等继续放量。我们估计 Q3 三花汽零收入同比 40%以上增长、全年汽零业务收入 100-110 亿元。

■ **传统制冷环比下滑，储能&微通道结构性拉动，人形机器人量产可期。**1) Q3 制冷行业淡季、增速边际放缓。受美元加息影响，家用、商用海外需求整体弱于国内，同时俄乌战争影响销售；叠加微通道、亚威科同比微增，我们预计今年制冷板块收入维持同比+5-10%。2) 特斯拉人形机器人进展加速，公司有望凭借汽车热管理的工艺积累和客户配合上的优势，在核心机电执行器上占据主导份额，丝杠等核心部件最终也有望实现自制，提升盈利能力。

■ **盈利预测与投资评级：**因 Q3 业绩略不及市场预期，我们略下调公司 2023-2025 年归母净利润分别为 30.8(-1.2)亿元/40.8 (-1.1) 亿元/51.2 (-1.3) 亿元，同比分别+20%/+32%/+25%，对应 PE 分别为 33/25/20 倍。考虑到公司人形机器人应用中长期有望放量，给予 2024 年 36 倍 PE，目标价 39.2 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**国际贸易摩擦风险、原材料上涨超预期、竞争加剧等。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 27.25 |
| 一年最低/最高价 | 20.00/33.00 |
| 市净率(倍) | 5.91 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 100,555.04 |
| 总市值(百万元) | 101,713.77 |

基础数据

| | |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 4.61 |
| 资产负债率(% ,LF) | 42.58 |
| 总股本(百万股) | 3,732.62 |
| 流通 A 股(百万股) | 3,690.09 |

相关研究

《三花智控(002050): 2023 年半年报点评: 汽零成长确定性强, 储能、机器人放量可期》

2023-08-23

《三花智控(002050): 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 汽零高成长确定性强, 储能、机器人放量可期》

2023-05-03

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) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 18,756 | 22,638 | 27,630 | 33,831 | 营业总收入 | 21,348 | 26,269 | 32,684 | 39,397 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 5,978 | 7,835 | 9,617 | 12,396 | 营业成本(含金融类) | 15,781 | 19,044 | 23,532 | 28,172 |
| 经营性应收款项 | 7,550 | 8,790 | 10,493 | 12,434 | 税金及附加 | 110 | 142 | 173 | 209 |
| 存货 | 4,335 | 5,328 | 6,620 | 7,886 | 销售费用 | 513 | 604 | 735 | 867 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 1,267 | 1,445 | 1,765 | 2,088 |
| 其他流动资产 | 893 | 686 | 900 | 1,116 | 研发费用 | 989 | 1,340 | 1,700 | 2,088 |
| 非流动资产 | 9,206 | 9,391 | 9,672 | 9,895 | 财务费用 | (178) | (56) | 70 | 67 |
| 长期股权投资 | 32 | 33 | 33 | 34 | 加:其他收益 | 125 | 129 | 137 | 142 |
| 固定资产及使用权资产 | 6,659 | 7,182 | 7,603 | 7,926 | 投资净收益 | (85) | (118) | 33 | 32 |
| 在建工程 | 1,033 | 705 | 569 | 473 | 公允价值变动 | (107) | (44) | 10 | 29 |
| 无形资产 | 727 | 713 | 703 | 693 | 减值损失 | (191) | (130) | (139) | (150) |
| 商誉 | 8 | 8 | 8 | 8 | 资产处置收益 | 460 | 3 | 3 | 4 |
| 长期待摊费用 | 56 | 61 | 66 | 71 | 营业利润 | 3,067 | 3,590 | 4,754 | 5,962 |
| 其他非流动资产 | 690 | 690 | 690 | 690 | 营业外净收支 | (16) | (2) | (2) | (2) |
| 资产总计 | 27,961 | 32,029 | 37,302 | 43,726 | 利润总额 | 3,051 | 3,588 | 4,751 | 5,960 |
| 流动负债 | 9,456 | 11,205 | 13,258 | 15,577 | 减:所得税 | 443 | 466 | 618 | 775 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 1,862 | 1,733 | 1,500 | 1,314 | 净利润 | 2,608 | 3,122 | 4,134 | 5,185 |
| 经营性应付款项 | 6,465 | 8,143 | 10,124 | 12,275 | 减:少数股东损益 | 35 | 37 | 51 | 64 |
| 合同负债 | 58 | 95 | 118 | 141 | 归属母公司净利润 | 2,573 | 3,084 | 4,082 | 5,120 |
| 其他流动负债 | 1,071 | 1,234 | 1,516 | 1,847 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.69 | 0.83 | 1.09 | 1.37 |
| 非流动负债 | 5,386 | 5,119 | 4,894 | 4,649 | EBIT | 2,622 | 3,695 | 4,780 | 5,974 |
| 长期借款 | 1,802 | 1,490 | 1,385 | 1,290 | EBITDA | 3,265 | 3,775 | 4,844 | 6,058 |
| 应付债券 | 2,777 | 2,821 | 2,701 | 2,551 | 毛利率(%) | 26.08 | 27.50 | 28.00 | 28.49 |
| 租赁负债 | 202 | 202 | 202 | 202 | 归母净利率(%) | 12.05 | 11.74 | 12.49 | 13.00 |
| 其他非流动负债 | 606 | 606 | 606 | 606 | 收入增长率(%) | 33.25 | 23.05 | 24.42 | 20.54 |
| 负债合计 | 14,842 | 16,324 | 18,152 | 20,226 | 归母净利润增长率(%) | 52.81 | 19.85 | 32.36 | 25.43 |
| 归属母公司股东权益 | 12,941 | 15,490 | 18,883 | 23,169 | | | | | |
| 少数股东权益 | 178 | 215 | 267 | 331 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 13,119 | 15,705 | 19,150 | 23,500 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 27,961 | 32,029 | 37,302 | 43,726 | | | | | |

| 现金流量表(百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|------------|---------|---------|---------|---------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 2,510 | 3,432 | 3,429 | 4,473 | 每股净资产(元) | 3.49 | 4.20 | 5.14 | 6.34 |
| 投资活动现金流 | (2,671) | (457) | (356) | (310) | 最新发行在外股份(百万股) | 3,733 | 3,733 | 3,733 | 3,733 |
| 筹资活动现金流 | (597) | (1,144) | (1,315) | (1,410) | ROIC(%) | 12.07 | 15.41 | 17.74 | 19.32 |
| 现金净增加额 | (640) | 1,831 | 1,757 | 2,754 | ROE-摊薄(%) | 19.88 | 19.91 | 21.62 | 22.10 |
| 折旧和摊销 | 644 | 80 | 64 | 85 | 资产负债率(%) | 53.08 | 50.97 | 48.66 | 46.26 |
| 资本开支 | (2,857) | (259) | (338) | (300) | P/E(现价&最新股本摊薄) | 39.53 | 32.98 | 24.92 | 19.86 |
| 营运资本变动 | (925) | (648) | (1,131) | (1,184) | P/B(现价) | 7.81 | 6.49 | 5.30 | 4.30 |

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

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

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>