

三花智控 (002050)

证券研究报告

2024年08月31日

经营稳健，毛利坚挺

事件：2024H1 公司实现营收 136.76 亿，同比+9.16%；归母净利润 15.15 亿，同比+8.59%；扣非净利润 15.27 亿，同比+4.05%；2024Q2 公司实现营收 72.37 亿，同比+5.64%；归母净利润 8.67 亿，同比+9.23%；扣非净利润 8.56 亿，同比-6.02%。

点评：

H1 制冷龙头地位夯实，汽零在手订单充足。24H1 公司营收 137 亿元，同比+9%。其中，24H1 制冷空调电器零部件业务收入 83 亿元，同比+7%；24H1 汽车零部件收入 54 亿元，同比+12%。1) 制冷空调零部件业务，24H1 公司保持主导产品市占率，致力于提升高技术含量、迭代产品市场份额，并继续加大越南、墨西哥、泰国工厂的全球化制造、研发布局和人才队伍建设，在持续高温天气和国内家电以旧换新政策驱动下 H2 有望延续稳增长。伴随能效升级带动产品结构优化，以及公司积极储备的新产品（如少铜化方案）逐步落地，后续盈利改善值得期待。2) 汽零业务，作为热管理领先企业，24H1 受益于以旧换新补贴、汽车金融政策放宽等驱动，业绩实现较快增长，在手订单持续释放。

产品结构+效率优化助力盈利持续改善。24H1 公司毛利率 27.5%，同比+1.7pcts，其中制冷/汽零业务毛利率分别为 27.6%/27.3%，同比分别+1.9/1.6pcts，在当期大宗价格上行背景下毛利率实现逆势提升，主要得益于运营提效、提升高技术含量&迭代产品市场份额等。费用端，24H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.2%/6.5%/4.6%/-0.4%，分别同比+0.0/+1.5/+0.0/+0.8pcts，当期公司职工薪酬、中介服务费上涨，以及汇兑收益同比减少，带动管理&财务费用率同比有所提升。最终公司 24H1 实现归母净利率 11.1%，同比-0.1pct；24Q2 归母净利率 12.0%，同比+0.4pct，盈利趋势向好。

战略新兴业务机器人+储能注入长期增长。储能方面，公司密切跟踪储能系统技术发展动向，聚焦主力机型，已获得头部客户认可，后续有望抓住储能行业需求兴起的时间窗口全面拓展，复制其在汽零业务的成功路径；仿生机器人领域聚焦机电执行器，全面配合客户进行产品研发、试制、迭代，后续有望带来收入增量。

投资建议：公司业务多元拓展，长期具备成长动能。家电领域持续实现优质增长，汽零业务客户分布不断拓展、全球订单持续释放，推进海外工厂建设助力全球化布局。同时，公司新业务放量在即，未来有望逐步构建储能、机器人等部品的供应实力，构筑多元增长曲线，预计 24-26 年归母净利润 34/41/48 亿元，对应市盈率分别为 18.8x/15.9x/13.6x，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格继续上涨的风险；海外疫情加剧的风险；下游销量不及预期的风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	21,347.55	24,557.80	28,061.31	31,962.76	36,165.54
增长率(%)	33.25	15.04	14.27	13.90	13.15
EBITDA(百万元)	11,333.85	5,256.54	4,971.70	5,771.92	6,586.28
归属母公司净利润(百万元)	2,573.34	2,920.99	3,443.47	4,083.38	4,757.62
增长率(%)	52.81	13.51	17.89	18.58	16.51
EPS(元/股)	0.69	0.78	0.92	1.09	1.27
市盈率(P/E)	25.15	22.16	18.80	15.85	13.60
市净率(P/B)	5.00	3.62	3.77	3.28	2.85
市销率(P/S)	3.03	2.64	2.31	2.02	1.79
EV/EBITDA	6.69	20.14	12.63	10.31	8.72

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业 家用电器/家电零部件

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 17.34 元

目标价格 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,732.62
流通 A 股股本(百万股)	3,670.57
A 股总市值(百万元)	64,723.55
流通 A 股市值(百万元)	63,647.63
每股净资产(元)	4.83
资产负债率(%)	44.84
一年内最高/最低(元)	30.74/15.66

作者

孙谦 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050004
sunqiana@tfzq.com

宗艳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522070002
zongyan@tfzq.com

赵嘉宁 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524070003
zhaojianing@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《三花智控-季报点评:汽零业务延续高增，毛利率改善兑现》 2024-05-03
- 《三花智控-半年报点评:Q2 收入符合预期，盈利持续改善》 2023-08-24
- 《三花智控-公司点评:业绩超预期，多元业务构筑成长动能》 2023-01-16

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,878.24	6,584.68	3,122.64	6,460.17	8,606.45
应收票据及应收账款	7,432.07	8,250.83	9,496.35	10,718.28	12,154.36
预付账款	117.89	133.79	210.67	179.46	260.71
存货	4,334.88	4,600.73	8,054.23	6,278.52	9,892.63
其他	992.63	501.50	919.42	642.63	1,046.82
流动资产合计	18,755.70	20,071.54	21,803.29	24,279.05	31,960.97
长期股权投资	32.44	37.92	37.92	37.92	37.92
固定资产	6,374.90	7,730.36	6,976.63	6,222.89	5,469.16
在建工程	1,032.51	2,036.33	2,036.33	2,036.33	2,036.33
无形资产	727.26	843.87	815.28	786.70	758.11
其他	1,038.41	1,170.56	995.62	956.60	917.58
非流动资产合计	9,205.51	11,819.04	10,861.78	10,040.44	9,219.10
资产总计	27,961.21	31,890.58	32,665.07	34,319.49	41,180.07
短期借款	1,294.08	1,212.15	383.09	383.09	383.09
应付票据及应付账款	6,464.88	7,866.65	11,005.65	10,368.74	13,747.26
其他	1,639.01	2,688.25	2,739.21	2,434.80	2,892.49
流动负债合计	9,397.97	11,767.06	14,127.95	13,186.62	17,022.85
长期借款	1,801.57	1,030.80	392.88	392.88	392.88
应付债券	2,776.76	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	807.65	977.23	782.60	782.60	782.60
非流动负债合计	5,385.99	2,008.03	1,175.49	1,175.49	1,175.49
负债合计	14,841.91	13,826.88	15,303.44	14,362.11	18,198.33
少数股东权益	177.99	169.30	196.67	229.11	266.92
股本	3,590.87	3,732.62	3,732.62	3,732.62	3,732.62
资本公积	282.60	3,455.64	379.03	379.03	379.03
留存收益	8,996.86	11,014.86	13,176.46	15,739.76	18,726.31
其他	70.98	(308.71)	(123.14)	(123.14)	(123.14)
股东权益合计	13,119.30	18,063.71	17,361.64	19,957.39	22,981.74
负债和股东权益总计	27,961.21	31,890.58	32,665.07	34,319.49	41,180.07

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,608.05	2,933.71	3,443.47	4,083.38	4,757.62
折旧摊销	575.05	743.05	782.32	782.32	782.32
财务费用	131.75	(26.29)	(112.25)	(95.89)	(108.50)
投资损失	83.65	129.87	100.00	80.00	70.00
营运资金变动	(649.07)	(81.80)	(1,821.44)	(40.54)	(1,660.40)
其它	(239.77)	25.43	43.59	51.69	60.22
经营活动现金流	2,509.67	3,723.96	2,435.68	4,860.96	3,901.27
资本支出	2,192.26	3,025.26	194.63	0.00	0.00
长期投资	9.76	5.49	0.00	0.00	0.00
其他	(4,873.33)	(4,240.02)	(365.60)	(80.00)	(70.00)
投资活动现金流	(2,671.31)	(1,209.28)	(170.97)	(80.00)	(70.00)
债权融资	663.06	(2,684.75)	(1,537.64)	95.89	108.50
股权融资	(963.98)	1,822.45	(4,189.12)	(1,539.32)	(1,793.49)
其他	(295.95)	(229.55)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(596.87)	(1,091.85)	(5,726.76)	(1,443.43)	(1,684.99)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(758.52)	1,422.83	(3,462.05)	3,337.53	2,146.28

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	21,347.55	24,557.80	28,061.31	31,962.76	36,165.54
营业成本	8,738.22	17,708.12	19,811.28	22,437.86	25,315.88
营业税金及附加	110.07	139.82	159.76	181.97	205.90
销售费用	365.13	663.30	738.01	837.42	943.92
管理费用	1,266.97	1,476.33	1,908.17	2,077.58	2,278.43
研发费用	988.95	1,096.83	1,234.70	1,438.32	1,627.45
财务费用	(177.54)	(72.75)	(112.25)	(95.89)	(108.50)
资产/信用减值损失	(191.35)	(106.85)	(131.48)	(131.48)	(131.48)
公允价值变动收益	(107.34)	48.12	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(84.75)	(131.45)	(100.00)	(80.00)	(70.00)
其他	7,372.29	183.37	(133.00)	(134.00)	(134.00)
营业利润	3,066.90	3,552.96	4,223.15	5,008.01	5,834.98
营业外收入	6.78	14.93	14.93	14.93	14.93
营业外支出	22.42	14.63	14.63	14.63	14.63
利润总额	3,051.26	3,553.26	4,223.46	5,008.32	5,835.29
所得税	443.21	619.55	736.40	873.25	1,017.44
净利润	2,608.05	2,933.71	3,487.05	4,135.06	4,817.84
少数股东损益	34.71	12.72	43.59	51.69	60.22
归属于母公司净利润	2,573.34	2,920.99	3,443.47	4,083.38	4,757.62
每股收益(元)	0.69	0.78	0.92	1.09	1.27

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	33.25%	15.04%	14.27%	13.90%	13.15%
营业利润	54.37%	15.85%	18.86%	18.58%	16.51%
归属于母公司净利润	52.81%	13.51%	17.89%	18.58%	16.51%
获利能力					
毛利率	59.07%	27.89%	29.40%	29.80%	30.00%
净利率	12.05%	11.89%	12.27%	12.78%	13.16%
ROE	19.88%	16.32%	20.06%	20.70%	20.94%
ROIC	25.61%	22.89%	24.25%	26.66%	32.58%
偿债能力					
资产负债率	53.08%	43.36%	46.85%	41.85%	44.19%
净负债率	4.29%	-16.06%	-6.28%	-22.18%	-28.60%
流动比率	1.98	1.70	1.54	1.84	1.88
速动比率	1.53	1.31	0.97	1.37	1.30
营运能力					
应收账款周转率	3.26	3.13	3.16	3.16	3.16
存货周转率	5.36	5.50	4.43	4.46	4.47
总资产周转率	0.83	0.82	0.87	0.95	0.96
每股指标(元)					
每股收益	0.69	0.78	0.92	1.09	1.27
每股经营现金流	0.67	1.00	0.65	1.30	1.05
每股净资产	3.47	4.79	4.60	5.29	6.09
估值比率					
市盈率	25.15	22.16	18.80	15.85	13.60
市净率	5.00	3.62	3.77	3.28	2.85
EV/EBITDA	6.69	20.14	12.63	10.31	8.72
EV/EBIT	7.04	23.30	14.98	11.93	9.90

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com