

评级：买入（首次）

市场价格：17.1

分析师：邓欣

执业证书编号：S0740518070004

电话：021-20315125

Email: dengxin@r.qlzq.com.cn

联系人：喇睿萌

Email: larm@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	36
流通股本(亿股)	35
市价(元)	17.1
市值(亿元)	612
流通市值(亿元)	604

股价与行业-市场走势对比



相关报告

年度策略兼专题：

《车，下一个家》 2022.01.04

德昌股份：

《从家电迈向汽车电机新征程》

2021.12.08

盾安环境：

《当前边际变化与未来预期差：

积极改善，走向成长》2022.04.25

盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,110	16,021	21,218	25,957	31,037
增长率 yoy%	7%	32%	32%	22%	20%
净利润(百万元)	1,462	1,684	2,303	2,943	3,597
增长率 yoy%	3%	15%	37%	28%	22%
每股收益(元)	0.41	0.47	0.64	0.82	1.00
净资产收益率	14%	15%	18%	19%	20%
P/E	41.9	36.4	26.6	20.8	17.0
P/B	6.1	5.5	4.8	4.1	3.4

备注：股价取自 20220513 收盘价

报告摘要

■ **引言：过去 10 年，三花智控迎来了戴维斯双击。**公司在 2011-2021 年收入、利润翻了 3 倍，市值最高翻了 8 倍，目前已在家电板块中市值居前。本文以时间脉络叙述，第一部分探讨公司在过去实现戴维斯双击的原因；第二、三、四部分重点探讨公司在未来的主要成长驱动力。

■ 一、过去：冷配龙头的双击之路

公司市值自 2011 年的 100 亿成长到最高市值 900 亿，在 2011-2021 的 10 年间收入、利润 CAGR 分别实现 14%、17% 的增长。探究公司业绩与股价背后的驱动因素，我们认为原因有二：① 专注核心的制冷部件，全球化布局打开增长空间，强化规模优势；② 前瞻性布局高增长的汽零业务，提升收入与盈利弹性。

■ 二、未来：成长动力之高盈利冷配

电子膨胀阀：公司电子膨胀阀份额已全球第一，在新能效驱动电子膨胀阀加速成长的背景下，公司通过募投等方式持续加大产能投入。

商用冷配：下游需求稳健增长，公司全球份额提升空间仍大，未来有望通过扩产能和配套服务实现份额的进一步提升。

可转债募投电子膨胀阀与商用冷配产能，两者盈利均高于一般冷配业务。预计商用制冷和高效节能空调项目达产后创收分别对应约 36、20 亿元，测算二者净利率分别对应 25%、20%，高于公司整体净利率 11%，预计产能释放将有助于冷配业务的盈利能力。

■ 三、未来：成长动力之新能源车热管理

2021-2025 年为行业快速成长期，享扩容红利。受益于新能源车的渗透率提升和下游的结构升级，热泵渗透有望加速，2025 年新能源车热管理行业规模有望达到 1500 亿元。

本土零部件厂商崛起，积极向系统集成及阀件等控制部件延伸。行业扩容下，各类参与者均加码产品线布局，未来是对研发能力、成本管理以及快速响应能力的综合要求。

公司有望保持龙头地位。我们认为原因有三：① 在手订单充足，优先享受行业增量红利；② 产品线丰富，具核心阀件和集成模块量产能力；③ 与大客户合作基础深厚，技术布局超前。综合看，公司具技术及先发优势，未来有望保持龙头地位与成长领先。

■ 四、未来：亚威科享洗碗机红利贡献增量

亚威科有望享受洗碗机市场快速渗透红利贡献业绩增量。当前国内洗碗机渗透率仅 2%，渗透提升空间较大，2021 年亚威科业务已通过调整实现盈利，未来进一步贡献增量。

■ 五、盈利预测

我们预计 2022-2024 公司收入 212、260、310 亿，归母净利 23.0、29.4、36.0 亿，采用分部估值法综合分析后，我们认为公司 2022 年合理 PE 为 30 倍，当期 PE 为 27 倍，在当前价值仍存低估，予以“买入”评级。

风险提示：竞争加剧、订单落地、成本波动、第三方数据失真、公开资料信息滞后

内容目录

引言	- 4 -
一、过去：冷配龙头的双击之路	- 4 -
1、市值表现	- 4 -
2、专注核心制冷配件及全球化	- 4 -
3、前瞻性布局汽零业务	- 5 -
二、未来：成长动力之高盈利冷配	- 6 -
1、电子膨胀阀	- 6 -
2、商用冷配	- 7 -
三、未来：成长动力之新能源车热管理	- 8 -
1、未来 5 年为行业扩容红利期	- 8 -
2、本土供应商崛起加码品类布局	- 10 -
3、公司望维持龙头地位与先发优势	- 10 -
四、未来：亚威科享洗碗机红利贡献增量	- 13 -
五、盈利预测	- 14 -
风险提示	- 16 -

图表目录

图表 1: 2011-2021 年公司股份和估值变化.....	- 4 -
图表 2: 2011-2021 年公司收入和盈利变化.....	- 4 -
图表 3: 2011-2017 年公司国内、海外冷配收入变化.....	- 5 -
图表 4: 2011-2021 年公司冷配业务毛利率变化.....	- 5 -
图表 5: 2011-21 年三花冷配、盾安冷配、格力收入和国内空调产量的同比增速.....	- 5 -
图表 6: 2017-2021 年公司汽零业务收入变化.....	- 6 -
图表 7: 公司汽零业务和冷配业务净利率对比.....	- 6 -
图表 8: 2020 年国内线下各类变频空调占比.....	- 6 -
图表 9: 2021、2025 年国内三大阀件销量预测.....	- 6 -
图表 10: 公司电子膨胀阀内销市占率.....	- 7 -
图表 11: 2016-2020 年公司三大阀件销量变化.....	- 7 -
图表 12: 2015-21 年商用制冷和商用空调规模.....	- 7 -
图表 13: 2016 年全球商用阀件市场格局.....	- 7 -
图表 14: 公司可转债募投计划.....	- 8 -
图表 15: 公司募投项目和现有业务净利率对比.....	- 8 -
图表 16: 部分新兴市场智能手机渗透率变化.....	- 9 -
图表 17: 各价位区间新能源车销量情况.....	- 9 -
图表 18: 不同车型热管理价值量对比.....	- 9 -
图表 19: 2021-2025 年新能源车热管理市场规模预测.....	- 9 -
图表 20: 部分海外和国内乘用车热管理行业公司梳理.....	- 10 -
图表 21: 公司部分供货合同.....	- 10 -
图表 22: 公司汽零产品布局.....	- 11 -
图表 23: 集成设计架构图.....	- 11 -
图表 24: 2013-2021 年部分海外客户销量.....	- 12 -
图表 25: 新能源车不同空调冷媒系统的热效率对比.....	- 12 -
图表 26: 公司近年年报披露的部分汽零业务在建工程(截止 2021 年末).....	- 12 -
图表 27: 2021 年相关公司热管理业务毛利率.....	- 13 -
图表 28: 公司汽零业务毛利率、净利率.....	- 13 -
图表 29: 2013-2020 年国内洗碗机销售额和均价变化.....	- 14 -
图表 30: 2013-20 年亚威科收入、净利润变化.....	- 14 -
图表 31: 收入拆分预测.....	- 15 -
图表 32: 公司分业务估值.....	- 15 -
图表 33: 制冷业务同业估值.....	- 15 -
图表 34: 汽零业务同业估值.....	- 16 -
图表 35: 公司财务数据预测.....	- 17 -

引言

过去 10 年，三花智控迎来了戴维斯双击。公司在 2011-2021 年收入、利润翻了约 3 倍，市值最高翻了 8 倍，目前已在家电板块中市值居前。本文按照时间脉络梳理，第一部分探讨公司在过去实现戴维斯双击的原因；第二、三、四部分重点探讨公司在未来的主要成长驱动力。

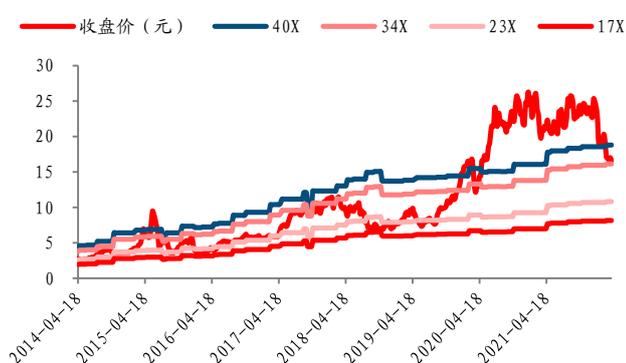
一、过去：冷配龙头的双击之路

1、市值表现

公司在 2011-2021 年收入、利润 CAGR 分别为 14%、17%，收入、利润翻了约 3 倍。同期，公司市值自 100 亿成长到最高 900 亿，其中在 2019-2021 年实现了超 300% 的涨幅。

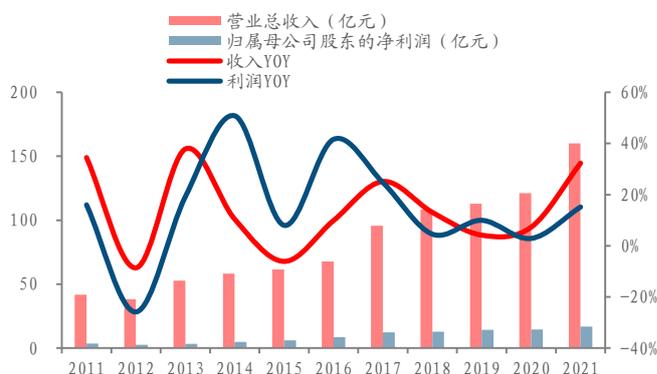
探究公司股价表现背后的驱动因素，我们认为原因有二：一是专注核心制冷部件及全球化；二是前瞻性布局高成长的汽零业务。

图表 1：2011-2021 年公司股价和估值变化



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 2：2011-2021 年公司收入和盈利变化

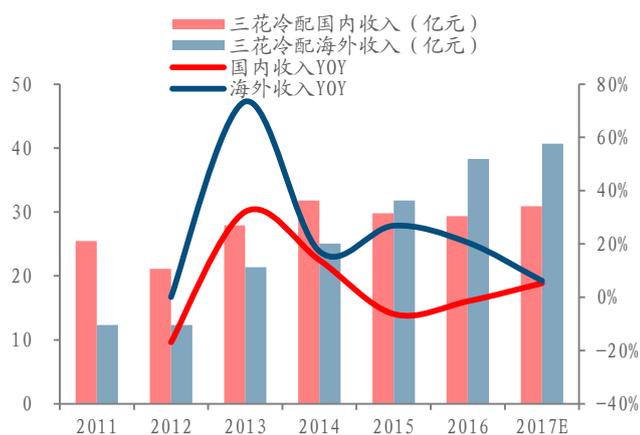


来源：Wind、中泰证券研究所；

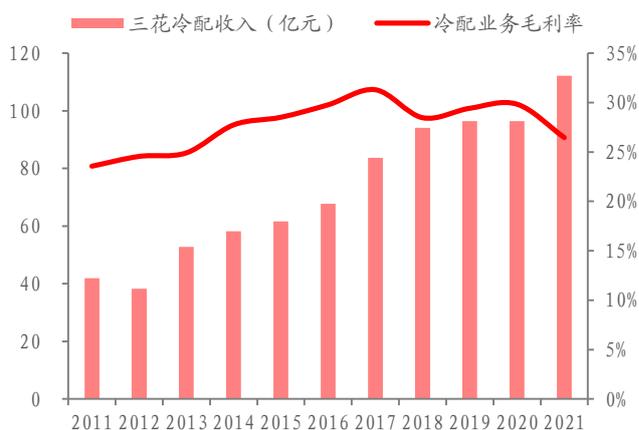
2、专注核心制冷配件及全球化

专注冷配，收购海外资产强化规模优势。公司专注核心制冷配件，先后前瞻性整合兰柯（四通换向阀创始人）、收购亚威科（洗碗机等家电零部件厂商）、并入微通道（2014 年全球空调微通道换热器市占率 31%）。其中，兰柯在大口径阀方面具有领先优势，亚威科和微通道海外客户资源丰富，收购业务具有协同强、海外资源丰富的特点，加速了公司在冷配业务的全球扩张。

此外，通过整合高效协同的业务，公司也进一步强化了自身规模优势，冷配板块的毛利率自 2011 年的 24% 提升至最高实现 31%。

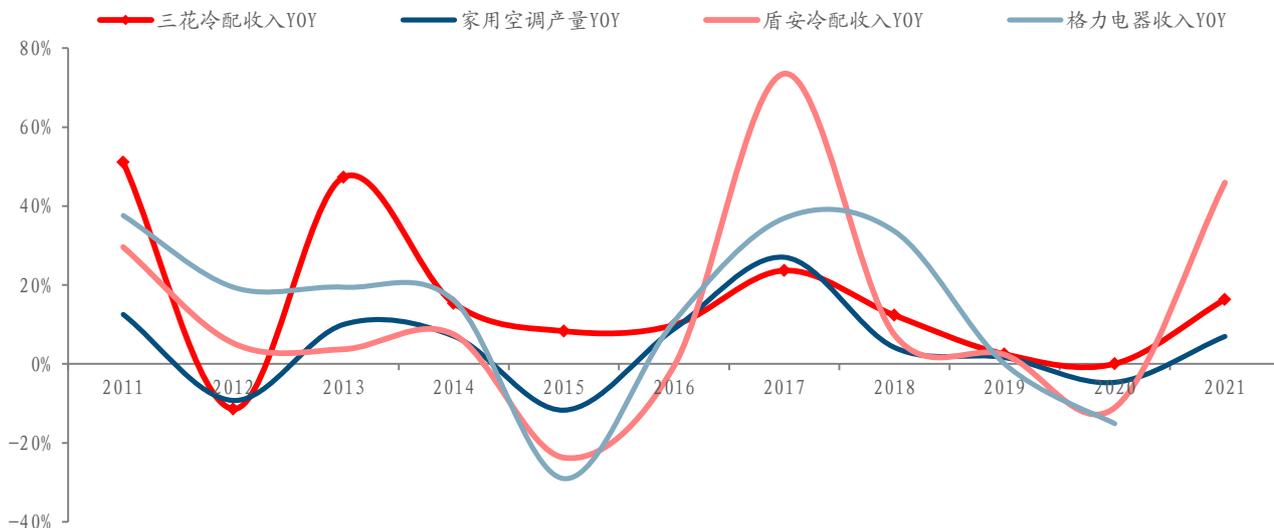
图表 3: 2011-2017 年公司国内、海外冷配收入变化


来源：公司公告、中泰证券研究所预测；注：2017 年公司并入汽零业务，假设汽零业务 2017 年国外收入占比与 2016 年接近，据此测算出冷配业务国内和国外收入规模；

图表 4: 2011-2021 年公司冷配业务毛利率变化


来源：公司公告、中泰证券研究所；注：2011-2016 年采用公司销售毛利率作为冷配业务毛利率，2017-2021 年采用汽零业务外的业务的合计毛利/合计收入；

全球化布局强化经营韧性。2015 年以来，公司海外收入占比保持在 45% 以上，客户遍布全球主要市场。回顾公司的历史收入表现可以发现，较早的全球化布局使得公司较好的平滑了国内需求周期的波动，相对于其它国内厂商，公司多年来的收入韧性明显更强。

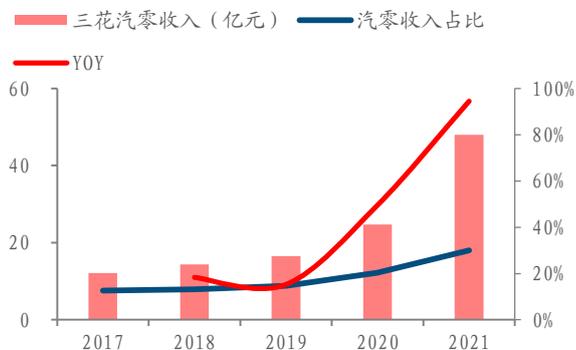
图表 5: 2011-21 年三花冷配、盾安冷配、格力收入和国内空调产量的同比增速


来源：Wind、产业在线、中泰证券研究所

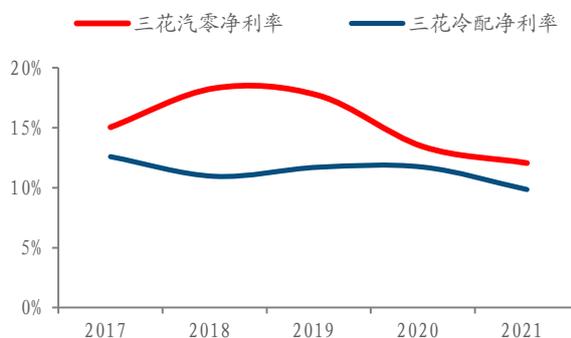
3、前瞻性布局汽零业务

汽零成第二增长曲线，放大业绩弹性。三花汽零于 2017 年由母公司注入上市公司，此前三花汽零针对新能源汽车热管理系统开发的电子膨胀阀、冷媒阀等产品技术均处世界领先地位。

我们看到，收入端，热管理业务后续充分受益下游需求的爆发，2017-2021 年收入 CAGR 达 41%，2021 年同比增速达 94%；盈利端，汽零净利率也较原有的冷配主业高出 2-7pct；这些共同拉动了公司后续的业绩高增和估值提升。

图表 6：2017-2021 年公司汽零业务收入变化


来源：公司公告、中泰证券研究所

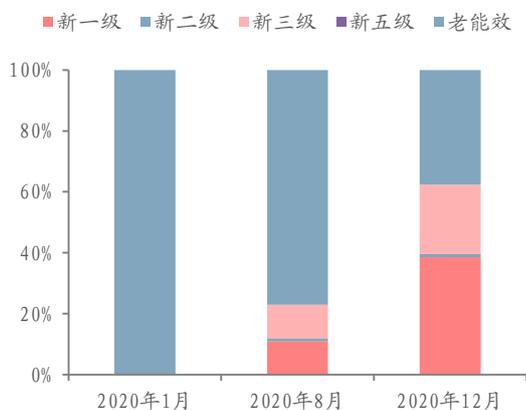
图表 7：公司汽零业务和冷配业务净利率对比


来源：公司公告、中泰证券研究所

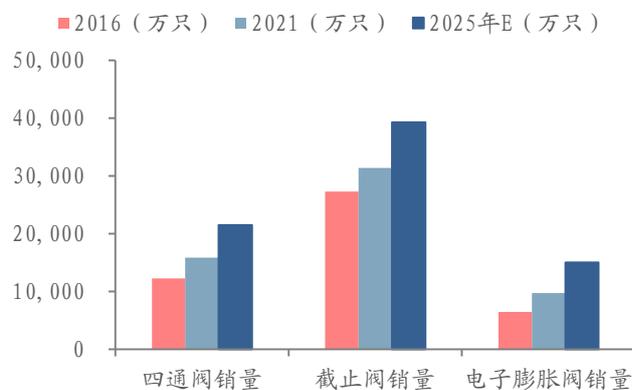
二、未来：成长动力之高盈利冷配

1、电子膨胀阀

新能效驱动电子膨胀阀行业加速成长，公司地位稳固。长期看高能效为空调行业发展之必然趋势，目前北美等海外市场变频空调渗透率尚低，对应电子膨胀阀的全球渗透空间仍大，有望成长为仅次于四通阀的第二大阀件品类。据产业在线和公司公告，假设 2021-2025 年中国家用空调产量复合增速约 2%，中央空调规模复合增速约 7%，参考下游历史对应的阀件情况，预计 2021-2025 年四通阀、截止阀和电子膨胀阀 CAGR 将分别达到约 8%、6%和 11%，预计 2025 年电子膨胀阀销额增幅将超 50%。

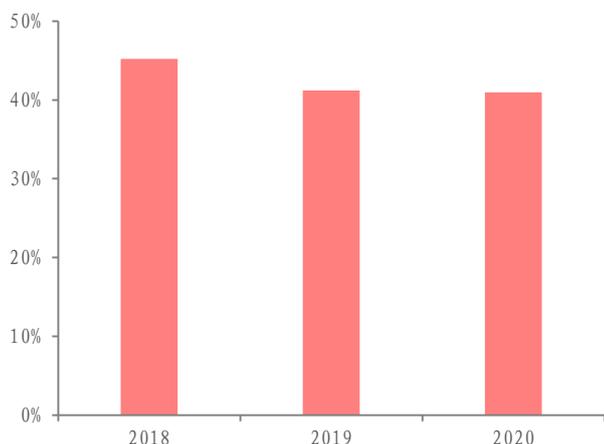
图表 8：2020 年国内线下各类变频空调占比


来源：奥维云网、中泰证券研究所

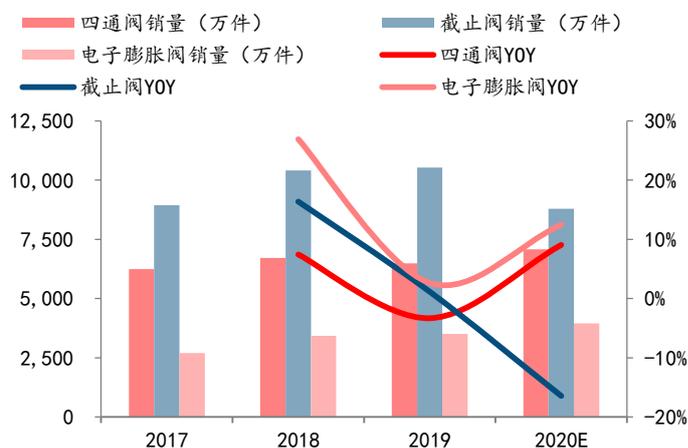
图表 9：2021、2025 年国内三大阀件销量预测


来源：产业在线、中泰证券研究所预测

阀类产品标准化程度较高、电子膨胀阀具突出技术壁垒。据 2022 年公司公告，公司电子膨胀阀龙头地位稳固，全球份额超 50%，电子膨胀阀也带来更高毛利水平，公司持续加大产能布局。2017-2020 年公司在四通阀、截止阀和电子膨胀阀销量 CAGR 分别为 4%、-1%和 14%，2021 年发行可转债进一步加大产能布局。

图表 10：公司电子膨胀阀内销市占率


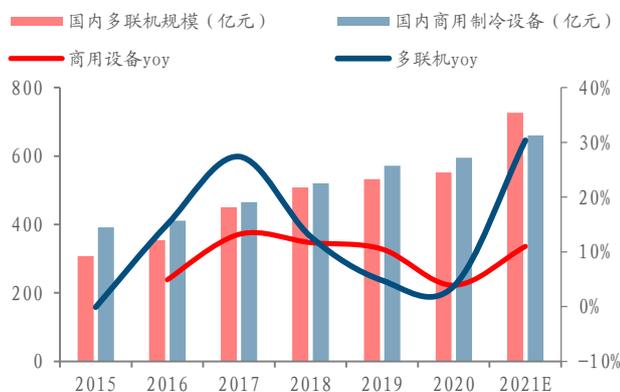
来源：产业在线、中泰证券研究所

图表 11：2016-2020 年公司三大阀件销量变化


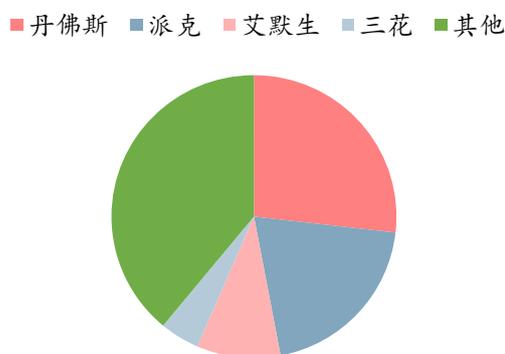
来源：公司公告（可转换债券评级报告）、中泰证券研究所预测；

2、商用冷配

需求端，商用制冷及多联机行业稳健增长。商用制冷方面，据大金 2018 年预测，全球食品制冷设备行业规模每年增速约 5%，考虑到国内冷链处发展初期，我们预计未来国内市场增速将高于全球；**多联机方面**，2015-2020 年多联机行业规模 CAGR 达 12%，预计受益新基建等需求高增拉动，未来行业有望持续稳健增长。**格局侧，公司份额仍存提升空间。**商用部品认证门槛较高，认证周期长于家用，公司经过多年积累已进入大金、开立等头部厂商供应链。格局上，丹佛斯、派克和艾默生等巨头长期占据主要份额，而公司当前正积极投入产能并打造定制化服务，未来在商用冷配的份额有望进一步提升。

图表 12：2015-21 年商用制冷和商用空调规模


来源：产业在线、冷藏技术、中泰证券研究所

图表 13：2016 年全球商用阀件市场格局


来源：公司公告、中泰证券研究所；

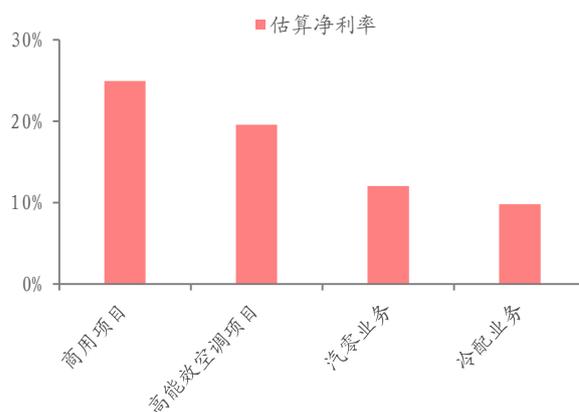
募投预期创收 56 亿，有望放大业绩弹性。因商用冷配定制化属性较家用更强，价值量和盈利性本身均高于家用，同时公司推出阀件全配置冷库机组服务等进一步提升配套能力和服务粘性。2021 年公司可转债募投方案中，公司预计商用制冷和高效节能空调项目达产后分别创收 36、20 亿元，测算净利率分别对应 25%、20%，高于当前公司整体净利率水平，我们预计产能释放后将有助于拉动公司冷配业务的盈利能力。

图表 14: 公司可转债募投计划

项目名称	项目总投资 (亿元)	预期收入 (亿元)
年产 6,500 万套商用制冷空调智能控制元器件建设项目	18	36
年产 5,050 万套高效节能制冷空调项目	7.9	19.8
其中: 采购设备构成		
电子膨胀阀设备		705 台/套
四通换向阀设备		716 台/套
截止阀设备		72 台/套

来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 15: 公司募投项目和现有业务净利率对比



来源: 公司公告、中泰证券研究所预测; 汽零、冷配业务净利率采用 2021 年值, 税率均采用 2021 年公司整体实际值。

三、未来: 成长动力之新能源车热管理

1、未来 5 年为行业扩容红利期

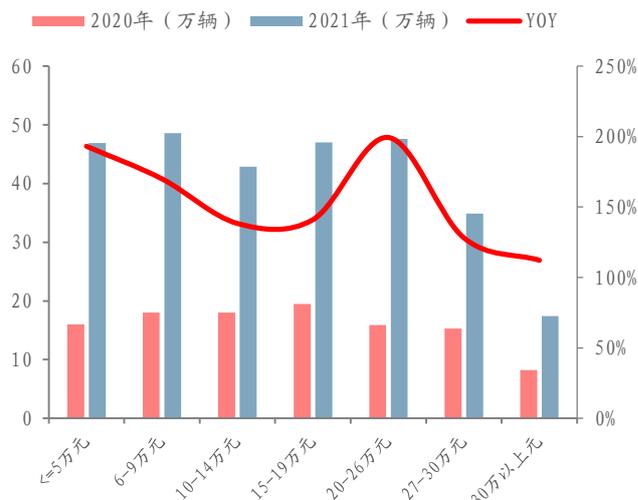
新能源车渗透率提升+结构升级推动热泵渗透加速。总量上, 据中汽协, 2021 年国内新能源乘用车渗透率约 15%。考虑到新能源车汽车智能化程度提升, 消费电子属性增强, 参考智能手机发展规律, 我们认为新能源车渗透率在未来 3-5 年将进入加速提升阶段。**结构上,**当前新能源车 8 万元以下车型的销量渗透率已超 40%, 未来中高端车型将有望成为下一个加速渗透市场, 热泵系统通常搭载于中高端车型, 因此预计热泵系统也将随下游的结构升级趋势而渗透加速。

图表 16: 部分新兴市场智能手机渗透率变化



来源: 智研咨询、汽车之家、中汽协、中泰证券研究所

图表 17: 各价位区间新能源车销量情况

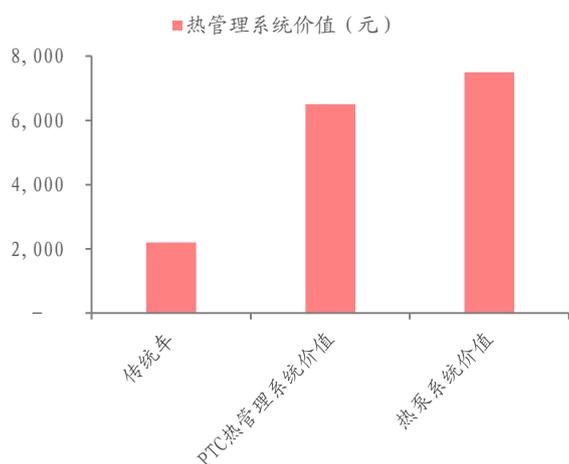


来源: 电动汽车百人会论坛、比亚迪、中泰证券研究所

热泵方案普及推动新能源车热管理价值量进一步提升。因续航限制,新能源车热管理系统更加复杂,对系统的温度控制、余热利用能力提出了更高要求。参考公司公告,我们预计 PTC 方案的热管理系统价值约 6000 元,采用热泵方案的系统价值约 7500 元。

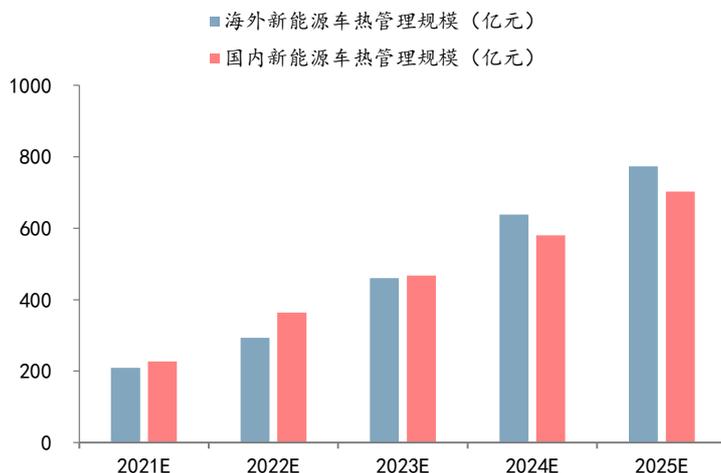
预计新能源车热管理市场规模 2025 年将达 1500 亿元。假设 2021-2025 年全球新能源车销量复合增速 35%,2021 年全球热泵空调渗透率 21%,到 2025 年渗透率有望 40%,我们预计全球新能源车热管理行业规模将从 430 亿提升至 2025 年的 1500 亿元。

图表 18: 不同车型热管理价值量对比



来源: 公司公告、中泰证券研究所预测

图表 19: 2021-2025 年新能源车热管理市场规模预测



来源: 公司公告、中泰证券研究所预测

2、本土供应商崛起加码品类布局

国内新能源车厂拉动本土供应链崛起。2021 年全球新能源车 TOP10 销量之中的中国品牌份额达 24%，远高于传统燃油车市场，本土零部件厂商有望凭借快速响应、成本控制和地缘优势打破传统外资四大热管理供应商的垄断格局。

积极向系统总成、阀类等控制件延伸。格局上，相对于换热器、空调箱，阀类和压缩机部件等控制部件技术难度较高、参与者较少。近年为深化与主机厂的合作和提升自身配套价值，其他零部件厂商如拓普集团（减震器和底盘等）、腾龙股份（空调管路等）等公司向阀件和系统总成积极延伸试水。

行业扩容下，各类供应商均在加码产品线布局，未来竞争点我们预计将聚焦在技术领先性、成本管理以及快速响应能力。

图表 20：部分海外和国内乘用车热管理行业公司梳理

公司	主营业务	主要客户	新能源车热管理布局	热管理相关收入（元）	布局/进展
翰昂	HVAC、压缩机、阀等	现代汽车、福特	压缩机、阀类、换热器、管路等	2021 财年 415 亿	2014 年（热泵系统）
三花智控	热管理零部件和组件	丰田、奔驰、大众等	组件、阀类、泵类、换热器、	2021 年 48 亿	与多个主流厂商建立合作
盾安环境	阀件、泵类	比亚迪、北汽、一汽等	阀类等	未来 3-5 年已批量 9 亿	2017 年
拓普集团	减震器、底盘等	通用、福特、蔚来等	整体方案研发、系统集成、软件控制等	2021 年 12.8 亿	2020 年
银轮股份	热交换器、空调、尾气处理	福特、沃尔沃等	空调箱总成、前端模块及热管理集成模块等	2021 年 8.3 亿；	2020 年（量产）
奥特佳	压缩机、空调系统	蔚来、通用、福特等	HVAC 总成、热交换器等	2021 年汽车空调系统及储能热管理 26 亿	2015 年收购空调国际
松芝股份	热管理相关产品	蔚来、福特、上汽通用	空调箱、冷凝器	2021 年小车热管理 25 亿	2020 年收购京滨大洋，加强布局；
腾龙股份	管路	本田、沃尔沃、福特等	空调管路、CO2 热泵系统阀组集成模块等	2020 年 8.4 亿	2020 年（CO2 热泵系统阀组集成模块）

来源：公司公告、中泰证券研究所；

3、公司望维持龙头地位与先发优势

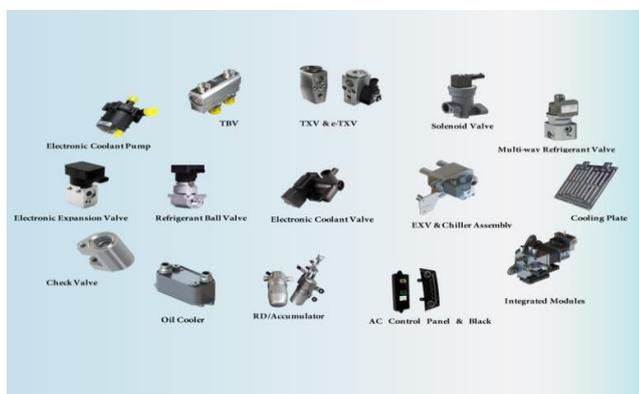
在手订单充沛，优先享受热管理行业的增量红利。通常，上下游的订单确定至少提前 1-2 年，且订单周期较长，订单一旦确定，不会轻易更改。如前所述，行业快速成长期主要是在 2021-2025 年，我们认为当前已进入整零供应链的供应商有更大机会把握住行业景气周期。根据公告，公司已成为多个车型平台的阀类产品独家供应商，同时收入规模上，公司已居国内领先地位，量产经验更加丰富。

图表 21：公司部分供货合同

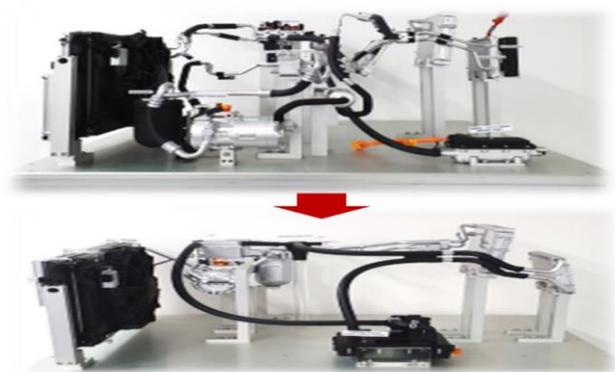
公告日	公司	项目	零部件	周期和量产	预计累计销售 额(亿元)
2018/1/9	蔚来	新能源电动汽车第 二代量产车	热管理部件	预计 2019 年批量上 市	11
2018/1/24	瑞典沃尔沃	新能源电动汽车平 台	水冷板项目		6
2019/3/28	上汽大众	新能源电动汽车平 台	水冷板项目	预计 2020 年批量上 市	9
2019/9/5	通用汽车	通用汽车	电子水泵(传统车及新能源车)	2022 年批量上市,预 计至 2027 年累计销 售额近 10 亿元	10
2019/11/13	通用汽车	战略性电动车平台 BEV3	电池冷却组件和多个热管理阀类产品的 全球独家供应商	6 年	20
2019/12/13	德国宝马	两大主流平台 CLAR/FAAR-WE	其中 ETXV 为全球独家供货, Chiller+EXV 项目为中国独家供货	预计 2022 年量产	6
2020/8/19	恒大新能 源	恒大新能源汽车恒 驰系列	多个热管理阀类、泵类产品独家供应商	8 年	25
2020/12/19	比亚迪全 资子公司 弗迪科技	新能源汽车 E 平台	多个热管理阀类的独家供货商	5 年,预计 2021 年量 产	5
2021/2/3	上汽集团	电动车核心平台	电子膨胀阀、热管理集成模块等产品的 独家供货商	预计 2022 年量产	10
2021/2/6	通用汽车	北美大型电动车平 台	热管理集成组件独家供货商	-	9

来源:公司公告、中泰证券研究所

产品线丰富,具核心阀件和集成模块的迭代量产能力。客户通常希望零部件集中采购以节约成本,其次积极采用集成化设计以提升热效率。公司目前产品基本涵盖了压缩机以外所有的核心控制部件以及集成组件,同时在同类产品中,公司在新产品的开发和迭代中起到了主导作用。

图表 22: 公司汽车零部件布局


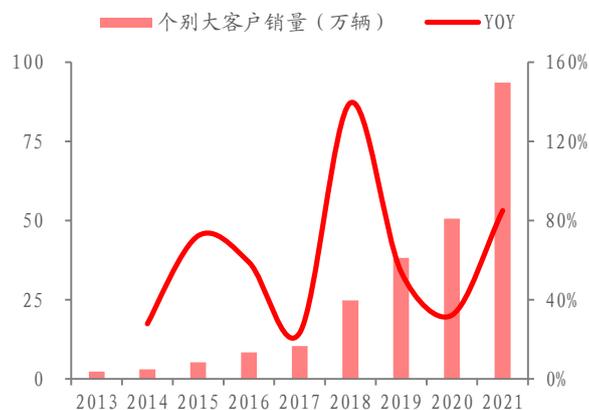
来源:公司公告、中泰证券研究所

图表 23: 集成设计架构图


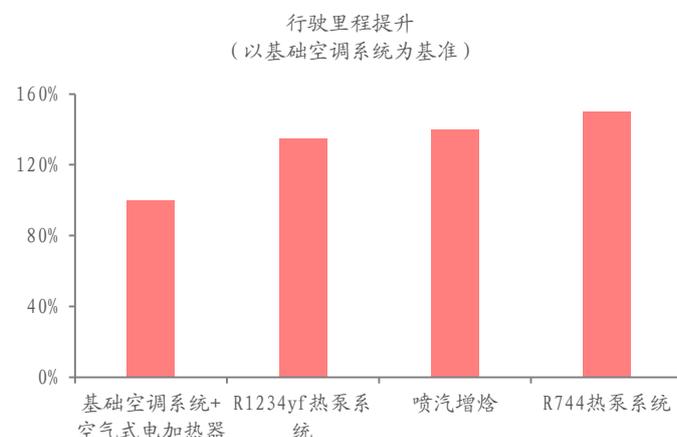
来源:公司公告、中泰证券研究所

与大客户合作基础深厚,技术布局超前。在集成化和新型冷媒领域,公司已经建

立了明显的先发优势。公司 2016 年便与海外新能源汽车厂商开展热管理业务合作，相对国内主机厂客户，部分海外客户在集成化、热泵技术等方面居于领先地位，我们认为一方面与海外新能源客户的合作经验将有助于开拓国内客户，另一方面海外新能源汽车客户产品放量望带动公司收入高增，此外冷媒方面，公司已有二氧化碳热泵系统的量产应用经验。

图表 24: 2013-2021 年个别大客户销量


来源：汽车之家、中泰证券研究所预测

图表 25: 新能源车不同空调冷媒系统的热效率对比


来源：公司公告、中泰证券研究所；注：实验条件为：加热模式，-7℃

从产能看，公司积极拓产维持规模优势领先。由于同一种产品形成了多种不同的规格和系列，只有实现一定的规模经营，才能具备成本竞争优势。产能和份额方面，在最重要的底层零部件上（如电子膨胀阀），公司已经成为全球头部供应商，2016 年公司膨胀阀全球、国内市占率超 16%、37%，而后在新能源车领域，公司又是全球领先的电子膨胀阀应用厂商。目前，公司还在积极拓产能，我们认为公司未来有望保持领先的规模优势。

图表 26: 公司近年年报披露的部分汽车零部件在建工程（截止 2021 年末）

项目名称	预算数 (亿元)	项目起始时间	计划投产时间	工程累计投入占预算比例	资金来源
年产 730 万套新能源汽车热管理系统组件	4.7	2017.1	2022.01	88%	募集资金
年产 1270 万套汽车空调控制部件项目	2.15	2017.08	2022.01		募集资金
年产 1150 万套新能源汽车零部件	5.3	2017.08	2021.12	92%	募集资金
年产 150 万套新能源热管理部件	5	2020.03	2022.09	77%	自筹资金
年产 100 万套新能源汽车空调热敏传感器	0.44	2021 年上半年		46%	自筹资金
年产 400 万套新能源汽车热泵部件技术改造	1.6	2021 年下半年		73%	自筹资金
年产 300 万套板式换热器组、200 万套 EXV 电子膨胀阀组件	2	2021 年下半年		14%	自筹资金

年技术改造				
年产 300 万套新能源汽车热管理部件技术改造	2.1	2021 年下半年	67%	自筹资金
年产 1100 万套新能源汽车用高效换热器组件	7.6	2021 年上半年	18%	自筹资金

来源：公司公告、中泰证券研究所

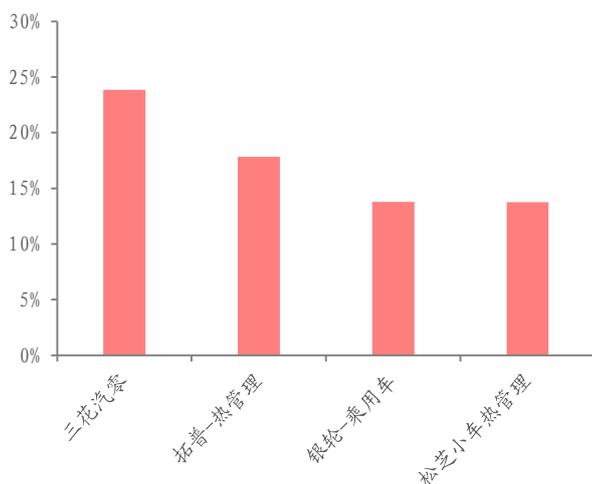
从盈利看，公司同样有望继续维持相较于同业的领先性。我们认为公司毛利率优势主要来自技术和成本：

首先，核心阀件壁垒较高。相对换热器和空调箱等品类，国内具备核心阀件量产能力的厂商较少，因此公司毛利率相对银轮（换热器为主）、松芝（空调箱为主）等厂商具有明显盈利优势。

其次，成本端具有垂直一体化和规模优势。公司从核心控制阀件延伸系统组件，且阀件已具有规模优势，因此相对新进入者如组件集成厂商拓普（零部件部分外采）亦有一定盈利优势。

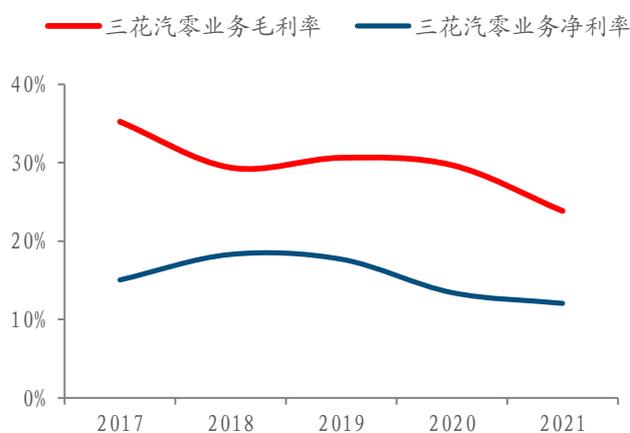
公司近期利润率有所波动，但未来有望企稳。2021 年公司汽零业务毛、净利率分别为 24%、12%，同比-3.4pct、-1.4pct，主要原因为上游原材料铝价上涨、运费上涨以及组件业务占比提升等内外部原因，但未来预计随着联动定价机制的逐渐形成、组件规模化效应显现，公司盈利能力有望后续企稳。

图表 27：2021 年相关公司热管理业务毛利率



来源：公司公告、中泰证券研究所；

图表 28：公司汽零业务毛利率、净利率



来源：公司公告、中泰证券研究所；

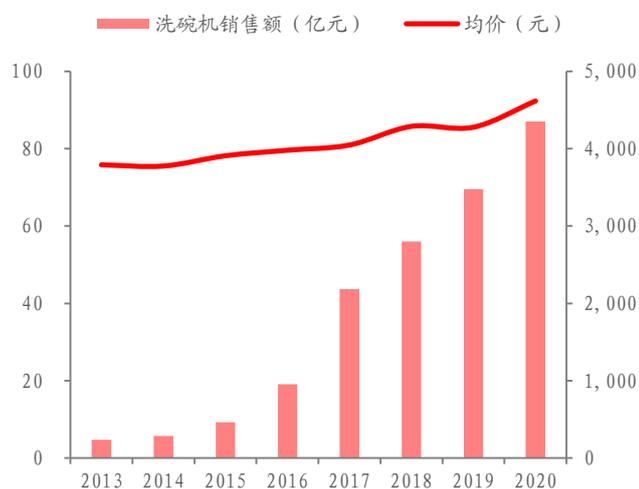
四、未来：亚威科享洗碗机红利贡献增量

亚威科为原德国家电系统零部件生产商，经营历史超过 80 年，欧洲市场份额领先，产品主要为洗碗机元器件等，海外客户资源丰富，包括博世、西门子、伊莱克斯等。

收入端，亚威科有望享洗碗机普及红利。亚威科目前在国内已设立研发中心和供应链，国内洗碗机渗透率仅 2%，2015-2020 年国内洗碗机量、价 CAGR 分别为 51%、3.4%，对标海外多国 30% 以上的渗透率，国内成长空间较大，正处快速成长期。

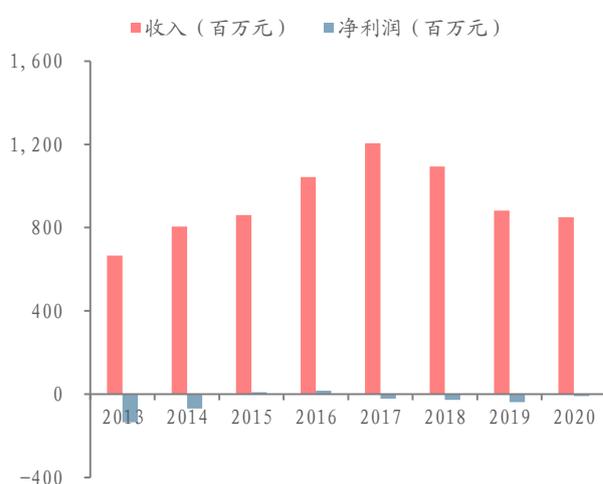
利润端，亚威科有望进入业绩收获期。亚威科此前因海外供应链及人工成本等原因略有亏损。2020 年亚威科整体纳入家用业务单元进行管理，经组织调整 2021 年已实现盈利。我们认为，经公司的精细化运作，亚威科有望不断释放自身的技术、渠道禀赋，为公司贡献新的业绩增量。

图表 29: 2013-2020 年国内洗碗机销售额和均价变化



来源：奥维云网、中泰证券研究所

图表 30: 2013-20 年亚威科收入、净利润变化



来源：公司公告、中泰证券研究所

五、盈利预测

冷配业务：公司电子膨胀阀等核心产品全球份额领先且持续拓产，不断开拓高毛利的商用市场，我们预计公司未来商用部品将保持较好增长，同时拉动冷配业务的毛利率。

我们预计制冷配件业务 2022-2024 年收入增长分别为 19%、12%、8%；考虑产品结构与成本波动，预计毛利率稳中有升，2022-2024 年分别为 27%、27%、28%。

汽零业务：公司在手订单丰富且持续加大研发，2021 年研发费用同比增长 45%，我们预计公司热管理业务将保持高速增长。考虑到行业新进入者或将增多，预

计汽零业务毛利率总体平稳。

我们预计汽车零配件业务 2022-2024 收入增长分别为 65%、39%、35%；考虑产品结构与成本波动，预计毛利率 2022-2024 年分别为 22%、22%、22%。

综上所述我们预计 2022-2024 公司收入 212、260、310 亿。

图表 31: 收入拆分预测

单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	16,021	21,217	25,956	31,037
YOY	32.3%	32.4%	22.3%	19.6%
营业成本	11,907	15,863	19,462	23,360
毛利率	25.7%	25.2%	25.0%	24.7%
制冷配件	11,218	13,293	14,942	16,167
YOY	16.4%	18.5%	12.4%	8.2%
占比	70.0%	62.7%	57.6%	52.1%
毛利率 (%)	26.5%	27.0%	27.4%	27.7%
汽零配件业务	4,803	7,924	11,015	14,870
YOY	94.5%	65.0%	39.0%	35.0%
占比	30.0%	37.3%	42.4%	47.9%
毛利率	23.9%	22.4%	21.9%	21.6%

来源: Wind、中泰证券研究所预测;

我们预计 2022-2024 年公司冷配业务净利润分别为 14、17、20 亿，汽零业务净利润分别为 9、12、16 亿；归母净利 23.0、29.4、36.0 亿。分部估值看：

1) 冷配领域，2022 年可比公司 PE 均值 14 倍，考虑到公司为全球龙头且积极布局成长型部件，我们认为冷配业务 2022 年合理 PE20 倍。

2) 汽零领域，2022 年可比公司 PE 均值 40 倍，考虑到公司掌握核心控制部件量产能力且在手订单充足，我们认为汽零业务 2022 年合理 PE 在 45 倍。

综上分析，我们认为公司 2022 年合理 PE 在 30 倍，当期 PE 为 27 倍，在当前价值仍存低估，予以“买入”评级。

图表 32: 公司分业务估值

2022E	制冷配件业务	汽零业务
净利润 (亿元)	14	9
EPS (元)	0.4	0.3
合理 PE	20	45

来源: Wind、中泰证券研究所预测;

图表 33: 制冷业务同业估值

制冷配件业务	股票代码	公司名称	市值 (亿元)	业绩 (亿元)				PE			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021	2022	2023	2024
可比公司	300403.SZ	汉宇集团	30	2.3	2.1	2.4	0.0	13.0	14.3	12.7	-
	002011.SZ	盾安环境	73	4.1	5.3	6.3	7.8	17.9	13.8	11.5	9.4
	平均值				15.5	14.1	12.1	-			

来源: 汉宇集团采用 Wind 一致预期、中泰证券研究所，市值取自 2022 年 5 月 13 日收盘价;

图表 34: 汽车零部件同业估值

汽车零部件	股票代码	公司名称	市值 (亿元)	业绩 (亿元)				PE			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021	2022	2023	2024
可比公司	601689.SH	拓普集团	618	10.2	16.1	21.8	28.4	60.7	38.4	28.4	21.8
	603596.SH	伯特利	266	5.0	6.6	9.0	11.7	52.7	40.2	29.6	22.8
	603960.SH	克来机电	43	0.5	1.0	1.4	1.8	85.6	41.4	30.7	24.4
	平均值							66.3	40.0	29.6	23.0

来源: Wind 一致预期, 中泰证券研究所, 市值取自 2022 年 5 月 13 日收盘价;

风险提示

- 1、下游需求不及预期。**下游空调、冰箱、新能源车等行业的景气度受消费需求、新能效政策、补贴政策等因素影响, 存在需求增长不及预期风险。
- 2、行业竞争加剧。**不排除新的厂商加入市场或其他厂商拓产能等因素导致行业竞争加剧, 盈利提升不及预期风险。
- 3、订单获取不及预期。**新客户开拓存在不确定性, 可能出现因采购标准不同而开拓进展不及预期的情况。
- 4、上游原材料成本波动、供给短缺等风险。**公司上游原材料包括铜、铝和钢材等, 未来不排除价格继续上涨的可能, 以及芯片限制产能风险。
- 5、海运运费上涨以及港口堵塞造成货物交付不及时风险。**
- 6、新技术迭代风险、产品创新不及预期。**
- 7、行业空间测算偏差。**本报告涉及的测算部分基于主观假设、逻辑, 存在测算失真风险, 也不排除存在其他影响因素导致测算存在偏差。
- 8、第三方数据失真风险。**报告中部分数据信息援引自第三方机构, 原始数据的来源、真实性和准确性存在一定的可信性风险, 且所引用第三方数据仅作为某一特定渠道景气度参考, 不能反映行业整体情况。
- 9、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。