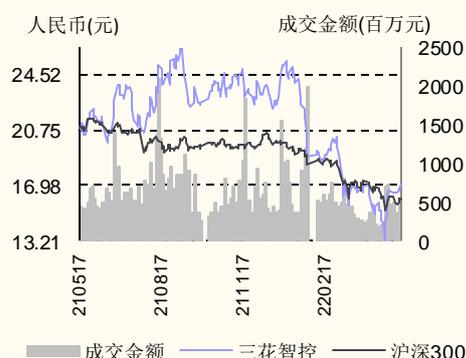


市场价格 (人民币): 17.05 元

目标价格 (人民币): 20.47 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	35.91
已上市流通 A 股(亿股)	35.41
总市值(亿元)	612.28
年内股价最高最低(元)	26.36/13.21
沪深 300 指数	3989
深证成指	11160



乘新能源东风，热管理龙头未来可期

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,110	16,021	21,119	26,743	32,805
营业收入增长率	7.29%	32.30%	31.82%	26.63%	22.67%
归母净利润(百万元)	1,462	1,684	2,123	2,879	3,614
归母净利润增长率	2.88%	15.18%	26.06%	35.60%	25.55%
摊薄每股收益(元)	0.407	0.469	0.591	0.802	1.006
每股经营性现金流净额	0.58	0.43	0.66	1.03	1.24
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.53%	15.10%	17.25%	20.41%	21.81%
P/E	60.56	53.95	25.03	18.46	14.70
P/B	8.80	8.15	4.32	3.77	3.21

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 从燃油车到电动车，从 PTC 到 CO₂，公司作为龙头有望受益于热管理量价齐升。1、量：据乘联会，1Q22 中国电动车批/零售 119/ 107 万，同增 145%/ 147%，其中 3 月零售渗透率达 28%。2、价：燃油车热管理系统单价约 0.3-0.6 万元，纯电动可达 0.4-1.3 万元，接近翻倍。1) 空调：PTC→热泵（最高可降 50%电耗）→CO₂ 热泵（高效环保）；2) 电池：自然冷却→风冷→液冷（保持温度一致性效果好）→直冷（降低换热温差）。
- 先发优势→技术优势→规模优势，公司手握核心单品推进集成化供应。作为龙头，公司全球市占率遥遥领先，主要系 1) 布局前瞻：04 年三花汽零成立，17 年公司并购三花汽零，21 年电动车产品销量达 0.2 亿只，同增 167%；2) 技术壁垒高：电子膨胀阀硬件需实现密闭、降噪等功能，软件方面，公司自研算法与外购芯片进行匹配；3) 客户优质：公司绑定优质客户，如大众、比亚迪、上汽、蔚来等，且已全球化布局，就近配套提高客户粘性；4) 规模优势：公司份额领先，规模优势造就强盈利能力，21 年毛利率约 26%，高于行业平均水平约 6pct。此外，集成化趋势下，公司手握核心单品利于整体配套。我们预计 22 年业务营收 77 亿元，毛利 18 亿元。
- 传统业务多点发力，成就家电零件龙头。1) 制冷：公司受益于空调新能效标准提振电子膨胀阀需求+商用制冷迎来发展，同时接收了竞争对手被收购后的流失订单；2) 微通道：公司份额第一，产品替代空间广；3) 亚威科：相较美日德，中国洗碗机渗透率仅 2%。且 21 年亚威科经营改善，部分产品成本低于国内。21 年，公司发行可转债募集不超 30 亿元，投向制冷空调元器件建设及技改项目。我们预计 22 年业务营收 134 亿元，毛利 32 亿元。

投资建议

- 热管理龙头，公司技术积累深厚，在手订单充足，规模优势下毛利率领先行业。绑定大客户，公司有望迎来快速发展。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 21、29、36 亿元，给予公司 22 年 PE 35 倍，目标市值 735 亿元，目标价 20.47 元/股，给予“增持”评级。

风险提示

- 国内外汽车销量不及预期；下游需求不及预期；公司海外业务业绩不及预期；人民币汇率波动风险。

陈传红 分析师 SAC 执业编号: S1130522030001
chenchuanhong@gjzq.com.cn

江莹 联系人
jiangying2@gjzq.com.cn

内容目录

一、从制冷出发拓宽能力边界，丰富产品序列获全球青睐.....	4
1.1 热管理龙头，先发优势明显.....	4
1.2 汽零收入占比持续提升，公司毛利率处行业领先水平.....	5
二、乘新能源东风，热管理龙头享量价齐升.....	7
2.1 从燃油车到电动车，从 PTC 到 CO2，热管理单车价值大幅提升.....	7
2.2 先发优势→技术优势→规模优势，手握核心单品推进集成化供应.....	9
三、制冷+微通道+亚威科多点发力，成就家电零件龙头.....	11
3.1 制冷：产品结构升级，商用制冷成增长新动能.....	11
3.2 微通道：全球市场份额领先，未来渗透空间广阔.....	14
3.3 亚威科：经营持续改善，受益于下游领域空间扩张.....	15
四、盈利预测与投资建议.....	16
盈利预测.....	16
投资建议及估值.....	17
五、风险提示.....	17

图表目录

图表 1：公司核心产品.....	4
图表 2：公司合作客户.....	5
图表 3：公司营收（亿元）及增速（%）.....	5
图表 4：公司归母净利润（亿元）及归母净利率（%）.....	6
图表 5：公司毛利率及分业务毛利率（%）.....	6
图表 6：公司费用率（%）.....	7
图表 7：公司研发费用率（%）.....	7
图表 8：中国新能源销量（万台）.....	7
图表 9：燃油车及电动车中热管理的单车价值（元）.....	8
图表 10：热管理核心组件单价（元）.....	8
图表 11：车用热管理系统发展趋势：从分布式到集中式.....	8
图表 12：电子膨胀阀主要公司的车企客户情况.....	8
图表 13：公司汽车热管理分产品销量（万只）.....	9
图表 14：Model Y 热泵系统.....	10
图表 15：公司海外营收占比（%）.....	10
图表 16：热管理企业产品线布局.....	11
图表 17：公司新能源汽车热管理相关在建工程.....	11
图表 18：中国家用冰箱与家用空调销量（万台）.....	12
图表 19：中国家用变频冰箱与变频空调销量及渗透率.....	12
图表 20：中国主要制冷电器零部件国内销量（万只）.....	12
图表 21：公司制冷零件销量（万件）及营收（亿元）.....	12

图表 22: 公司制冷零件产能 (万套) 及单价 (元)	12
图表 23: 公司制冷零件国内市占率 (%)	13
图表 24: 公司冰箱用电子膨胀阀优势	13
图表 25: 公司不锈钢四通阀优势	13
图表 26: 公司发行可转债募集资金用途	14
图表 27: 微通道换热器相较于传统产品的优势	14
图表 28: 微通道换热器全球市场规模预测 (亿美元)	14
图表 29: 三花微通道销售网络分布	15
图表 30: 中国洗碗机零售额 (亿元)	15
图表 31: 中国线上洗碗机市占率 (%)	16
图表 32: 中国线下洗碗机市占率 (%)	16
图表 33: 盈利预测 (百万元)	16
图表 34: 可比公司估值比较 (市盈率法)	17

一、从制冷出发拓宽能力边界，丰富产品序列获全球青睐

1.1 热管理龙头，先发优势明显

- 公司率先开拓商用制冷、汽车热管理领域，并切入海外市场，先发优势明显。与竞争对手相比，公司近 10 年基本聚焦于主营业务，并更早地开展海外、商用市场的开拓，提前布局新能源汽车业务，在新能源汽车客户开发认证和订单获取方面一直保持领先。
- 立足热管理产品，不断延拓应用边界。公司制冷零部件产品包括四通换向阀、电子膨胀阀、电磁阀、微通道换热器、Omega 泵等，全球市场份额第一。公司是第一家把电子膨胀阀应用到新能源汽车上的公司。基于技术共通性，目前公司已实现车用热管理核心部件全覆盖，主要产品有电子膨胀阀、电子水泵、热力膨胀阀等。

图表 1：公司核心产品



来源：公司官网，公司公众号，国金证券研究所

- 公司客户结构优质，有大客户示范效应。公司产品优质，制冷器件已切入大金、开利、美的、格力、海尔等知名家电企业供应链中，车用热管理产品已切入丰田、奔驰、大众、法雷奥、特斯拉等企业。

图表 2: 公司合作客户

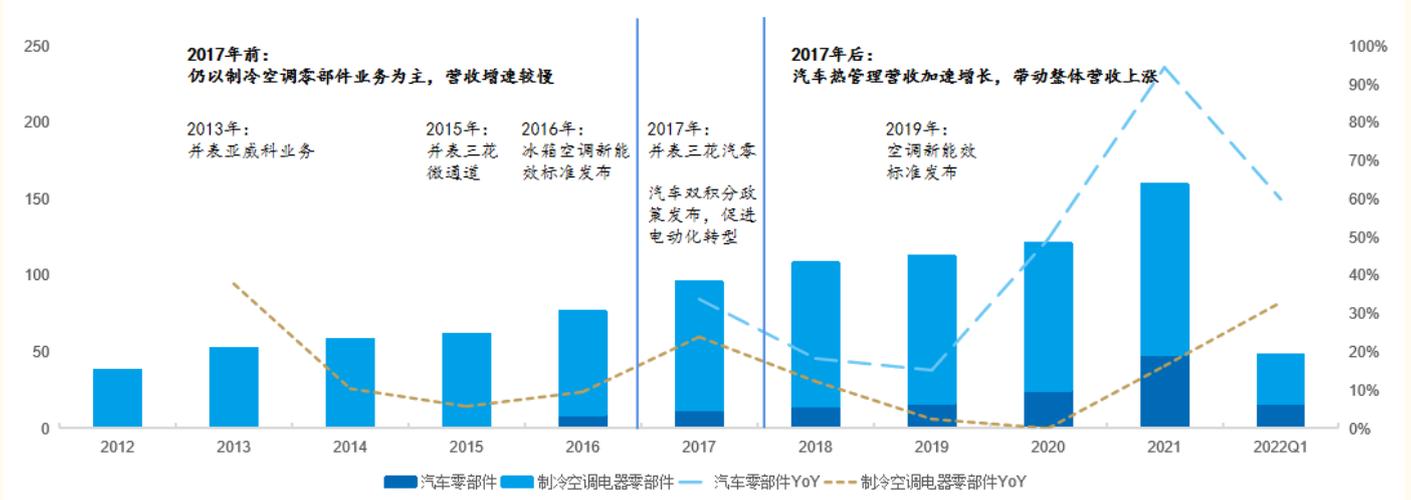


来源: 公司官网, 公司公告, 国金证券研究所

1.2 汽车收入占比持续提升, 公司毛利率处行业领先水平

- **营收:** 绑定下游大客户, 汽车业务快速增长。2012-2021 年, 公司营收从 38.26 亿元升至 160.21 亿元, 复合增长率为 17%, 归母净利润从 2.71 亿元升至 16.84 亿元, 复合增长率为 19%, 主要系汽车业务收入快速增长。22Q1 实现营收 48.08 亿元, 同比增长 41%。
- **1) 汽车业务:** 2016-2021 年营收从 9.04 亿元增加至 48.02 亿元, 复合增长率 40%, 占总营收比例由 12% 增加至 30%, 2017-2019 年汽车业务增速逐年降低主要系我国汽车产销量逐年下滑, 19 年之后下游特斯拉等客户快速放量, 带动需求持续上升。22Q1 实现营收 16 亿, 同比增长 60%;
- **2) 空调业务:** 2012-2021 年营收从 33.46 亿元增加至 112.18 亿元, 复合增长率 14%, 主要是空调行业增速整体放缓, 且下游客户与上游零部件的供应关系已基本稳定。22Q1 实现营收 32 亿, 同比增长 33%。

图表 3: 公司营收 (亿元) 及增速 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

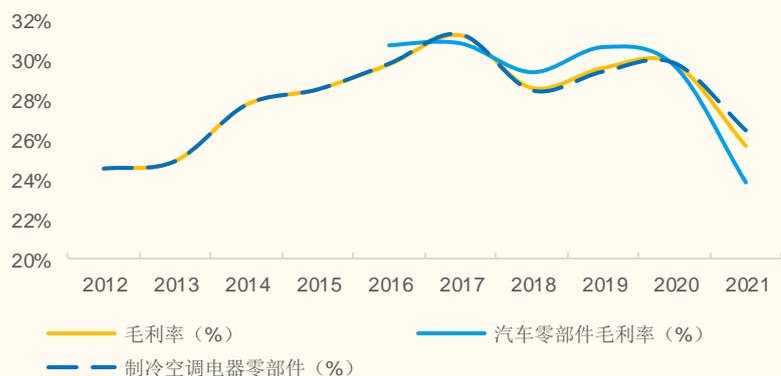
图表 4: 公司归母净利润(亿元)及归母净利率(%)



来源: Wind, 国金证券研究所

- **利润: 公司毛利率处于行业内高水平。**2012-2021 年, 公司毛利从 9.39 亿元升至 41.14 亿元, 复合增长率为 15%, 毛利率由 24.54% 升至 25.68%, 其中 21 年毛利率下降 4pct, 主要系海运费及原材料价格上涨、汇率波动。与同行相比, 公司毛利率较高, 主要系阀类技术壁垒高, 且公司具备规模效应。22Q1 公司实现毛利 11.2 亿元, 毛利率 23.31%, 归母净利 4.53 亿元, 归母净利率 9.43%。
- **1) 汽零业务:** 2016-2021 年毛利由 2.78 亿元增长至 11.45 亿元, 复合增长率 33%, 毛利率由 30.73% 降至 23.85%, 主要系会计政策变更(运费计入营业成本中)+集成模块销量占比增加+原材料等涨价。
- **2) 空调业务:** 2012-2021 年毛利由 9.39 亿元增长至 29.69 亿元, 复合增长率 14%, 毛利率由 24.54% 提升至 26.46%, 主要是因为公司空调业务具备规模优势, 且作为龙头, 议价能力强。

图表 5: 公司毛利率及分业务毛利率(%)

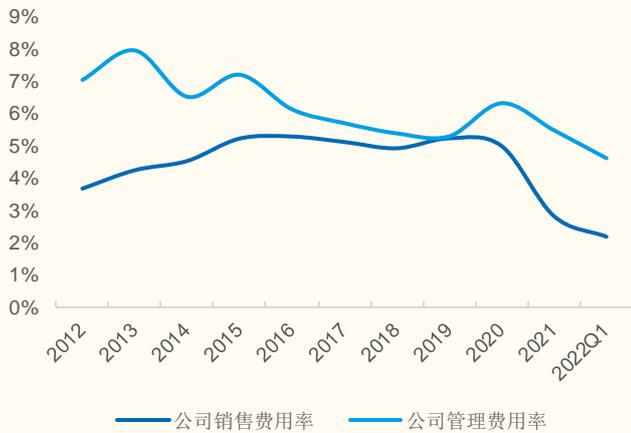


来源: Wind, 国金证券研究所

- **费用: 高研发投入保障公司技术领先优势。**2012-2022 年一季度, 公司销售/管理/研发费用率从 4%/7%/4% 变化至 2%/5%/5%。对比竞争对手, 公司的高研发投入保证了公司产品的技术领先优势。截至 2021 年底, 公司已获专利授权 2802 项, 其中发明专利授权项 1366 项。竞争对手需避开公

司专利另行研发，势必增加成本，且不同的产品设计可能无法实现同等水平性能。

图表 6: 公司费用率 (%)



图表 7: 公司研发费用率 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

二、乘新能源东风，热管理龙头享量价齐升

2.1 从燃油车到电动车，从 PTC 到 CO₂，热管理单车价值大幅提升

- 国内新能源汽车销量高增，22 年 3 月零售渗透率已达 28%。根据乘联会数据，21 年，中国新能源车销量批零售同比增长+181%/ +169%；1Q22 批/零售 119 万/ 106.9 万，同比增长 145.4%/ 146.6%。22 年 3 月新能源车零售渗透率已达 28.2%，同环比分别提升+17.6%/ +6.4 pct。

图表 8: 中国新能源销量 (万台)

图表: 国内新能源车 零售销量 (万台)



图表: 国内新能源车 批售销量 (万台)



来源: 乘联会, 国金证券研究所

- 从燃油车到电动车，从 PTC 到 CO₂，热管理单车价值量大幅提升。燃油车中热管理系统单车价值约 0.25-0.55 万元，纯电动可达 0.35-1.30 万元，接近翻倍。1) 空调热管理：技术路线为 PTC—热泵（相比 PTC，最高可降低 50% 电耗）—二氧化碳热泵（高效环保），进一步提升单车价值。2) 电池管理：技术路线为自然冷却—风冷—液冷（保持电池组温度一致性效果好）—直冷（降低换热温差，传热性能好）。

图表 9：燃油车及电动车中热管理的单车价值（元）

系统类别	燃油车	插混车	纯电动车
发动机冷却系统	1000-2500	800-2000	0
空调系统	1200-3000	2500-4500	3000-5000
电池热管理系统	0	300-7000	300-7000
电机、电控等热管理系统	0	200-1000	200-1000
合计	2200-5500	3800-12000	3500-13000

来源：公司公告，国金证券研究所测算

图表 10：热管理核心组件单价（元）

传统热管理核心组件	结算价格（元）	新能源汽车热管理核心组件	结算价格（元）
散热器	450	电池冷却器	600
蒸发器	180	蒸发器	720
冷凝器	100	冷凝器	200
油冷器	300	热泵系统	1500
水泵	100	电子系统	840
空调压缩机	500	电动压缩机	1500
中冷器	200	电子膨胀阀	500
其他	400	其他	550
合计	2230	合计	6410

来源：电器工业，公司公告，国金证券研究所

- **热管理：技术趋势从分布式迈向集成化。** 1) 燃油车：主要分为 6 大块、7 个回路，系统之间热回路不共享，分布式热管理。2) 电动车（当前）：仍然有 3-5 个回路，整体仍然分布式，但比燃油车集成度高。3) 电动车（未来）：将功率电子、电机电控、车内空调、电池等热管理回路高度集成。回路共用可以在保障精细化调控前提下更高效利用各系统的工况热能，降低电耗，提高续航。

图表 11：车用热管理系统发展趋势：从分布式到集中式

图表：燃油车的分布式热管理系统

系统	零部件	方式
发动机冷却回路	冷却液、冷却风扇、节温器、水泵、水箱、管路等	水冷
底盘隔热集成	铝硅合金镀层钢板	隔热
变速箱冷却回路	油冷器、阀体等	油冷
HVAC制热回路	鼓风机、水箱	余热
HVAC制冷回路	压缩机、R134a冷媒、膨胀阀、蒸发器、冷凝器	液冷
刹车冷却集成	隔热层	风冷

图表：当前电动车的热管理系统

系统	零部件	方式
电机电控回路	冷却板、电子水泵等	液冷/水冷
动力电池回路	冷却板、R134a冷媒、阀、电动压缩机、蒸发器/冷凝器	液冷/风冷/水冷
HVAC制热回路	PTC、热泵空调	PTC/热泵/余热
HVAC制冷回路	冷却板、R134a冷媒、阀、电动压缩机、蒸发器/冷凝器	液冷
刹车冷却集成	隔热层	风冷
充电冷却系统	冷却板等	风冷/水冷/液冷

图表：未来电动车的热管理系统

系统	零部件	方式
充电、三电、HVAC共享回路	冷却板、1234yf/CO2冷媒、电子膨胀阀、四/五通阀、电动压缩机、蒸发器/冷凝器等	液冷/余热回收
刹车系统	发电机等	能量回收

来源：华经情报网，国金证券研究所

- **电子膨胀阀是汽车热管理核心零部件之一。** 相较于空调电子膨胀阀，汽车对膨胀阀技术指标要求更高，如泄漏量、最大动作压差、液压强度等。由于其技术高壁垒，电子膨胀阀整体竞争格局十分优异。以三花、盾安、不二为三强，但在车用领域，不二等外资较为落后，三花目前遥遥领先，盾安和翰昂为二线梯队。

图表 12：电子膨胀阀主要公司的车企客户情况

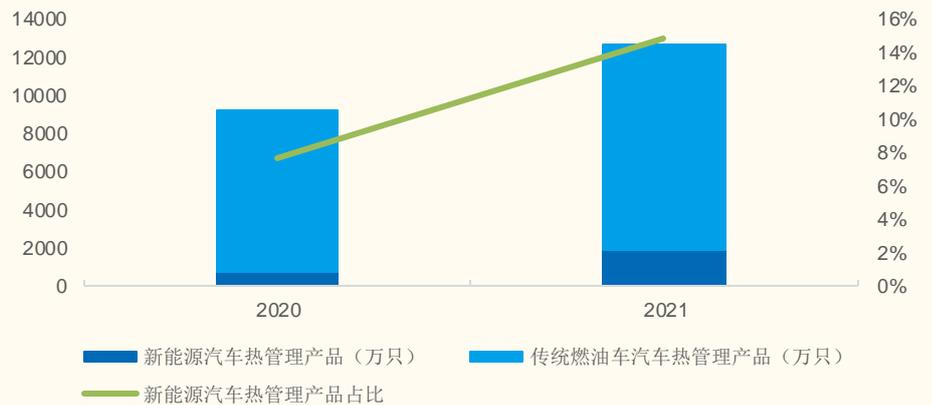
公司	主要客户
三花智控	戴姆勒、大众、特斯拉、沃尔沃、奔驰、宝马、丰田、通用、上汽、吉利、比亚迪、蔚来等
盾安环境	比亚迪、吉利、蔚来、长安、上汽、一汽等
不二工机	小批量
翰昂	大众、一汽等

来源：Wind，国金证券研究所

2.2 先发优势→技术优势→规模优势，手握核心单品推进集成化供应

- 公司先发优势明显，新能源车热管理集成组件全球市占率第一。2004 年公司成立三花汽零，率先开始布局汽车热管理，其车用电子膨胀阀、新能源车热管理集成组件市占率全球第一，车用热力膨胀阀市占率全球领先。2021 年公司新能源汽车热管理产品销量达到 0.2 亿只，同比增长 167%；占汽零产品销量 15%，同比增加 7pct。

图表 13：公司汽车热管理分产品销量（万只）



来源：Wind，国金证券研究所

- **电子膨胀阀：硬件与软件共同构建高技术壁垒。**与制冷业务的电子膨胀阀相似，硬件方面，车用电子膨胀阀需实现数据匹配、稳定性、密闭性、降噪等功能，软件方面，公司自研算法并与外购芯片进行系统匹配。公司产品能提高冷却稳定性和容量，将典型乘用车的制冷剂系统 COP 提高 10% 以上，具有 OBD 功能的 LIN 集成控制板实现流量精确控制。
- **八通阀：公司超前研发，独创技术难以复制。**公司为特斯拉 Model Y 超前研发的八通阀能够连接热管理各回路，统筹各系统间热量转移，降低车身重量并提高续航里程，顺应电动车热管理集成化发展趋势。超前的独创技术形成公司壁垒，竞争对手短期内难以复制。
- **CO₂ 热泵：提前布局，已实现量产应用。**传统制冷剂 R134a 易引发温室效应，CO₂ 由于高效环保有望替代，且价值量更高。以 Model Y 为例，与 M3 相比，MY 首次使用热泵系统，系统价值量预计从 5000 元增加至 8000 元。2015 年公司与东风汽车公司技术中心就 CO₂ 热泵应用展开交流，2018 年加盟电动车 CO₂ 热泵空调系统开发技术联盟，并与海尔成立联合实验室，目前产品已在车企客户二氧化碳热泵系统中量产应用。

图表 14: Model Y 热泵系统



来源: 汽车之家, 国金证券研究所

- **全球化布局可就近配套, 提升用户粘性。**公司已在全球建立生产基地与营销网络, 就近配套提升响应速度。目前公司海外营收占总营收 50%左右, 远高于国内竞争对手。海外严格碳排放法规倒逼新能源车增长, 带来更大市场空间, 且公司成本相较海外对手存在竞争优势。

图表 15: 公司海外营收占比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

- **集成化趋势下, 公司手握核心单品有利于整体配套。**掌握电子膨胀阀更有利于集成化供应, 如三花以电子膨胀阀为基础, 逐步向其他品类拓张, 下游厂商更加容易接受三花的集成供应。

图表 16: 热管理企业产品线布局

企业	系统集成			新能源热管理系统部件					
	电池热管理	空调系统	热泵系统	冷却板	电池冷却器	电子水泵	电子膨胀阀	管路	电动压缩机
电装	✓	✓	✓						✓
马勒	✓	✓	✓						✓
法雷奥	✓	✓	✓						✓
盾安						✓	✓		
翰昂	✓	✓	✓				✓		✓
银轮股份	在研		✓	✓	✓	✓			
三花智控			✓	✓	✓	✓	✓		
奥特佳	✓	✓	✓						✓
克来机电							✓	✓	
中鼎股份	✓							✓	
松芝股份	✓	✓	在研		✓				
飞龙股份						✓			

来源: 佐思汽研, 国金证券研究所

- 公司在手订单充足, 不断加码产能, 收入增长动力充足。公司有序推进墨西哥工厂、绍兴滨海厂区产线建设进度。截至 2021 年, 公司新能源汽车热管理产品产能达 2600 万只/年。目前公司处于新产能投产的高峰期, 随着产能逐渐释放, 产能利用率逐渐爬升, 公司收入端仍具备一定增长潜力。

图表 17: 公司新能源汽车热管理相关在建工程

项目	产品	产能 (万套)	预计投资 (万元)
年产 730 万套新能源汽车热管理系统组件项目	新能源汽车热管理系统组件	730	46860
年产 1150 万套新能源汽车零部件项目	新能源汽车零部件	1150	52880
年产 150 万套新能源热管理部件项目	新能源热管理部件	150	50000
年产 100 万套新能源汽车空调热敏传感器项目	新能源汽车空调热敏传感器	100	4479
年产 400 万套新能源汽车热泵部件技术改造项目	新能源汽车热泵部件	400	16125
年产 300 万套板式换热器组、200 万套 EXV 电子膨胀阀组件 年技术改造项目	套板式换热器组、EXV 电子膨胀 阀组件	300、200	19550
年产 300 万套新能源汽车热管理部件技术改造项目	新能源汽车热管理部件	300	20629
年产 1100 万套新能源汽车用高效换热器组件项目	新能源汽车用高效换热器	1100	76000

来源: 公司年报, 国金证券研究所

三、制冷+微通道+亚威科多点发力, 成就家电零件龙头

3.1 制冷: 产品结构升级, 商用制冷成增长新动能

- 空调与冰箱行业整体增长空间已较为有限, 行业逐渐转为存量竞争。2012-2021 年, 中国冰箱销量由 7819 万台增长至 8643 万台, 复合增长率 1%。2012-2020 年, 中国家用空调销量由 10421 万台增长至 14147 万台, 复合增长率 4%。目前行业增长逐渐趋缓, 正逐步进入存量博弈时代。

图表 18: 中国家用冰箱与家用空调销量 (万台)



来源: 智研咨询, Wind, 国金证券研究所

- **空调新能效标准提振上游电子膨胀阀需求。**对标 2016 年冰箱新能效政策, 2019 年空调新能效标准有力提升了变频空调渗透率。相较于定频空调, 大部分变频空调运用电子膨胀阀控制流量, 其渗透率提高带动电子膨胀阀销量增长。2012-2020 年中国四通阀/截止阀/电子膨胀阀销量由 6707 / 15875 / 1520 万只增长至 12289 / 27292 / 6453 万只, 复合增长率分别为 8% / 7% / 20%。

图表 19: 中国家用变频冰箱与变频空调销量及渗透率



来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

图表 20: 中国主要制冷电器零部件国内销量 (万只)

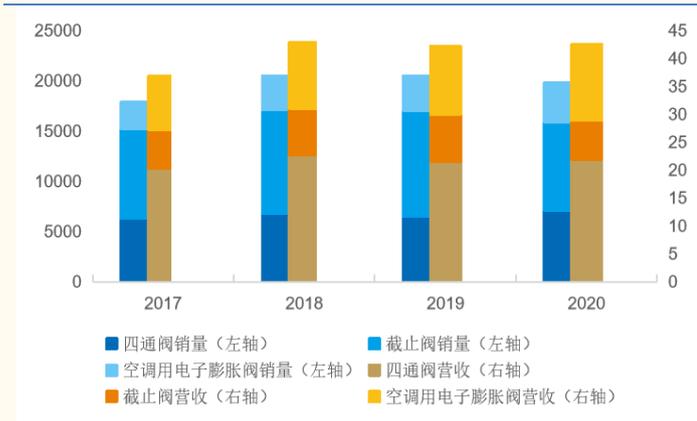


来源: Wind, 国金证券研究所

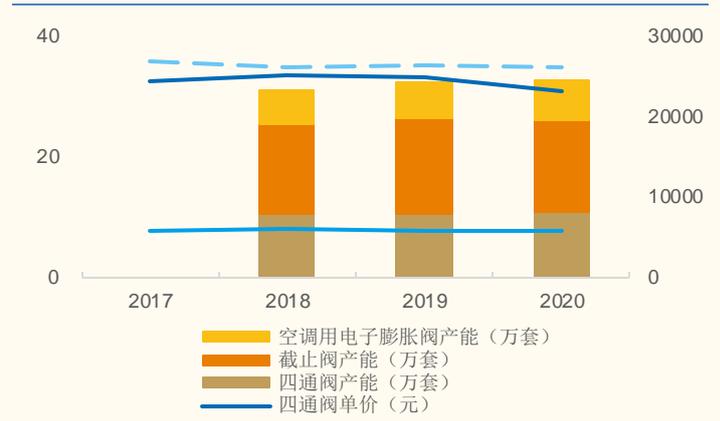
- **商用制冷迅速增长, 成为新发展机会。**消费、产业升级带来商用制冷多领域发展机遇, 其主要应用场景有中央空调、疫苗运输及生鲜物流等。在疫情环境下, 医药运输需求陡增, 同时封控要求使得生鲜电商崛起, 带来冷链物流的发展。2017-2021 年, 轻型商用制冷设备销量由 1040 万台增长至 1619 万台, 复合增长率为 12%。
- **公司电子膨胀阀、四通阀、截止阀等产品市场份额全球第一。**据 2021 年报, 公司空调电子膨胀阀、四通换向阀、电磁阀等产品市占率全球第一, 截止阀、储液器等市占率全球领先。2017-2020 年, 公司四通阀/截止阀/电子膨胀阀/微通道热交换器总销量由 1.79 亿件增长至 1.98 亿件, 增长率 3%; 总营收由 36.86 亿元增长至 42.55 亿元, 增长率 5%。

图表 21: 公司制冷零件销量 (万件) 及营收 (亿元)

图表 22: 公司制冷零件产能 (万套) 及单价 (元)

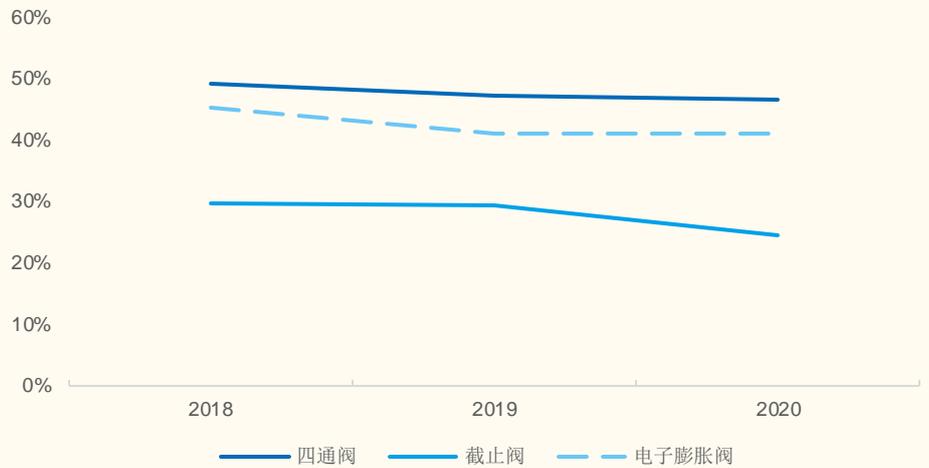


来源：公司公告，国金证券研究所



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 23: 公司制冷零件国内市占率 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

- 公司拥有较高研发壁垒，核心技术打造公司突出产品力。1) 以电子膨胀阀为例，产品技术壁垒高，公司量产经验丰富。后来者进入后短时间内实现盈利的难度大。2) 以 4KW 不锈钢四通阀为例，公司突破焊接关键技术，产品焊接后无需酸洗，且“少铜化”的原材料创新使公司产品热损失和成本更低，助力公司成为首家不锈钢四通阀稳定量产商之一。

图表 24: 公司冰箱用电子膨胀阀优势

公司冰箱用电子膨胀阀优势	具体优势
占用安装空间小，可实现全方位安装	-
节能、降噪、精确控温、湿度控制	可实现压缩机小型化、冰箱降温速度可提升 20%以上，冰箱能效提升 10%，整机噪声下降 4dB (A)，大幅提升冰箱各温区控温精度，实现对蒸发器蒸发温度的控制和对冰箱温区湿度的调控。
绿色焊接工艺	产品焊接后无需酸洗，工艺过程减少对环境的影响，提升零部件加工质量。

图表 25: 公司不锈钢四通阀优势

公司不锈钢四通阀优势	具体优势
节能	不锈钢四通阀结合双稳态设计，可有效降低散热损失，并节约电耗。空调系统能效比可提高 1%。
绿色焊接工艺	产品焊接后不再需要酸洗，实现工艺过程的无污染化，减少对环境影响，并有效保证焊接质量。
减少贵金属用量	减少高耗能的铜材和含银焊料的用量。

高效传动机构	利用高精度齿轮传动机构，传动高效、稳定，大幅度提高产品控制精度和提升重复动作控制流量的一致性。
--------	---

来源：公司公众号，国金证券研究所

降低材料总体的消耗量	相比较铜材，不锈钢的高强度，低密度和低价格，在铜价高位时，有重要意义。
------------	-------------------------------------

来源：公司公众号，国金证券研究所

- **公司竞争对手被收购后，大量订单向公司转移。**2021 年格力收购对手公司后，美的、海尔、奥克斯等与格力形成竞争关系的公司纷纷寻找替代供应商，公司凭借成熟产品线收获大量订单。
- **扩张产能+覆盖全套产品，形成公司商用制冷优势。**2021 年公司发行可转债募资 30 亿元，主要用于年产 6500 万套商用制冷空调智能控制元器件建设项目和年产 5050 万套高效节能制冷空调控制元器件技改项目，其中高效节能制冷空调控制元器件达产后正常年份预计可实现销售收入 19.8 亿元（含税）。

图表 26：公司发行可转债募集资金用途

项目名称	实施主体	项目总投资（万元）	拟使用募集资金投入（万元）
年产 6,500 万套商用制冷空调智能控制元器件建设项目	浙江三花商用制冷有限公司	178055	148700
年产 5,050 万套高效节能制冷空调控制元器件技术改造项目	公司	78557	69800
补充流动资金	公司	81500	81500
合计		338112	300000

来源：公司公告，国金证券研究所

3.2 微通道：全球市场份额领先，未来渗透空间广阔

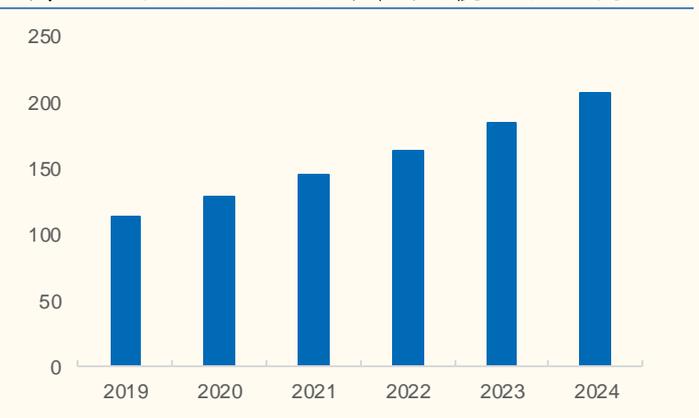
- **微通道换热器高效节能，市场空间广阔。**相比传统翅片式换热器，微通道换热器以铝代铜并采用波纹形翅片整体焊接，更适用 CO2 清洁冷媒，且具备防腐、延展、承压、空间节约、热交换效率及成本优势。目前其渗透率仍较低，据智研咨询预测 2024 年全球市场规模可达 207 亿美元。

图表 27：微通道换热器相较于传统产品的优势

微通道换热器优势	具体情况
高效紧凑	翅片与扁管间采用钎焊技术，提高导热性能
	微通道应用扁管，避免传统产品圆柱绕流现象，提高换热性能
	微通道多孔扁管提高换热系数
整体性能提升	可使冷凝器体积缩小，节省 55% 材料，空气侧压降低，制冷剂用量节省 30%
匹配性好	百叶窗翅片侧流体换热与流动性能匹配
	微孔管内流体换热与流动匹配

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 28：微通道换热器全球市场规模预测（亿美元）



来源：智研咨询，国金证券研究所

- **三花微通道全球市场份额领先。**全球微通道换热器主要生产商有三花、德尔福、丹佛斯、浙江康盛、浙江金宸三普换热器等。截至 2015 年三花微通道并表时全球市占率已达 31%，并在近年来不断提升。

- **1) 客户壁垒:** 在能效比要求较高的欧美国家, 三花微通道产品节能效果更优, 市场领先优势明显。目前公司在杭州、墨西哥、美国等地建有生产基地, 销售以北美市场为主, 核心客户已涵盖 Daikin、JCI、LG、格力、美的、海尔、TCL 等。下游空调制造商轻易不会更换微通道换热器供应商。公司覆盖的客户广, 具有客户粘性优势。
- **2) 资质壁垒:** 目前欧美市场需要 UL 认证、PED 认证、原材料的 RoHS 环保指令认证等, 三花微通道是国内首批通过 UL 产品体系认证以及拥有 PED 压力产品生产认证的企业之一, 并建立了与 RoHS 相关的内控体系。

图表 29: 三花微通道销售网络分布

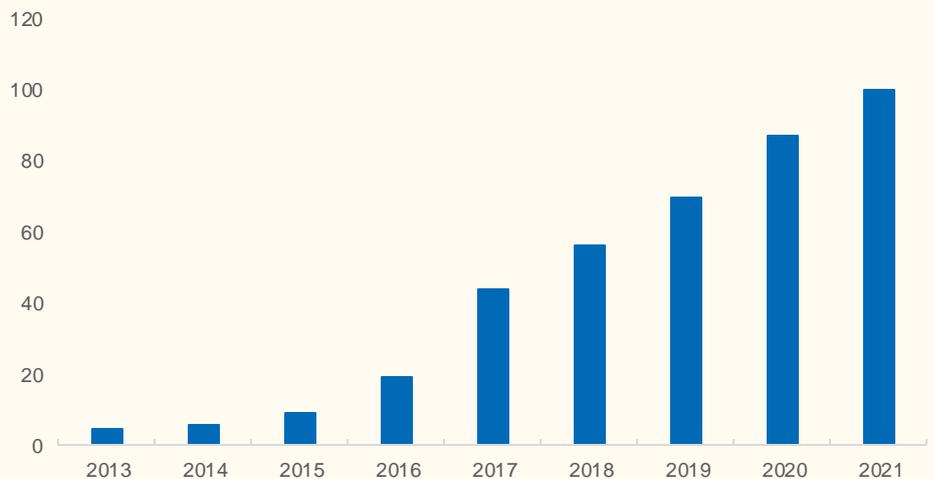
地域	各地区网络	设置地点
国际	北美事务所	美国密西西比
	欧洲事务所	法国巴黎
	印度事务所	印度孟买
国内	华南所	广东顺德

来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.3 亚威科: 经营持续改善, 受益于下游领域空间扩张

- **对标国外, 中国洗碗机渗透率低, 增长空间大。**2013-2021 年中国洗碗机零售额由 4.7 亿元增长至 100 亿元, 复合增长率 47%。2020 年欧睿数据显示, 洗碗机在欧美市场的渗透率已近 70%, 与中国饮食习惯相近的日本渗透率为 29.3%, 中国渗透率仅 2% 左右。随着“懒人经济”的流行, 中国洗碗机市场仍有极大增长空间。

图表 30: 中国洗碗机零售额 (亿元)

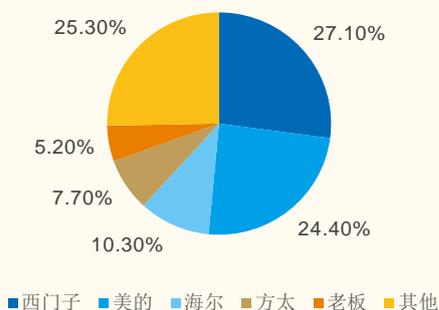


来源: AVC, 国金证券研究所

- **独家专利+优质客户奠定亚威科市场地位。**亚威科主要产品包括 Omega 泵、分配器、呼吸器等, 下游主要应用于洗碗机。公司专利壁垒高, 且专利平均有效期持续至 2033 年前后, 对手研发需绕开专利, 导致成本增加。公司 Omega 泵市占率全球第一, 覆盖下游大客户如美的、海尔、老板、惠而浦、伊莱克斯等。公司未来继续深耕亚太市场, 同时拓宽产品矩阵, 市占率有望进一步提升。
- **管理精细化, 21 年亚威科已实现持续盈利。**亚威科业务依靠国内洗碗机普及提速+内部供应链精细化管理, 21 年已实现持续盈利。目前, 越南三花已获得美国主要客户的认可, 并已实现部分产品成本低于国内。未来将继续

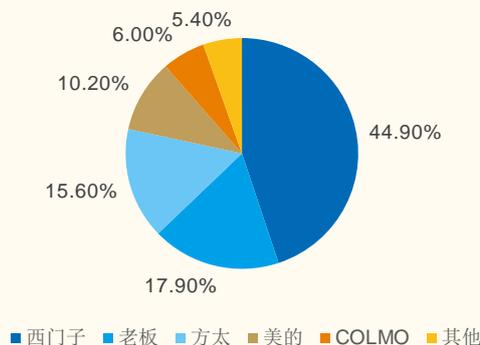
续整合提升经营管理，加大海外越南、墨西哥工厂的建设，提升运营效率。

图表 31: 中国线上洗碗机市占率 (%)



来源: AVC, 国金证券研究所

图表 32: 中国线下洗碗机市占率 (%)



来源: AVC, 国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

盈利预测

- **1) 非汽车:** 2012-2021 年, 中国冰箱销量由 7819 万台增长至 8643 万台, 复合增长率 1%。2012-2020 年, 中国家用空调销量由 10421 万台增长至 14147 万台, 复合增长率 4%。因此我们预计 2022-2024 年非汽车业务营收分别为 134、158、184 亿元。我们判断未来几年原材料、运费、汇率等因素将逐步回归正常水平, 公司业务盈利能力将持续改善。因此我们预计 2022-2024 年公司非汽车业务毛利率分别为 24%、25%、25%, 对应毛利为 32、39、46 亿元。
- **2) 汽零:** 根据乘联会数据, 21 年, 中国新能源车销量批零售同比增长 +181%/ +169%; 1Q22 批/零售 119 万/ 106.9 万, 同比增长 145.4%/ 146.6%。公司已成为法雷奥、大众、奔驰、宝马、沃尔沃、丰田、通用、吉利、比亚迪、上汽、蔚来等客户的合作伙伴。因此我们预计 2022-2024 年公司汽零业务营收分别为 77、109、144 亿元。我们预计未来汽车热管理集成化趋势逐渐加强, 公司规模优势将不断显现, 技术壁垒将持续保持。因此我们预计 2022-2024 年公司汽零业务毛利率分别为 24%、24%、25%, 对应毛利为 18、26、36 亿元。
- **费用假设:** 假设 22- 24 年规模化下, 销售费用率/管理费用率逐年小幅下降。研发费用率逐步下滑, 主要系营收提升, 绝对金额持续上升, 预计 22-24 年公司研发费用率分别为 4.50%/4.35%/4.20%。

图表 33: 盈利预测 (百万元)

单位: 百万元	业务	2020	2021	2022E	2023E	2024E
制冷空调零部件	合计	9641	11218	13385	15839	18434
	YOY	0.04%	16.37%	19.31%	18.34%	16.38%
汽车零部件	合计	2470	4811	7734	10903	14371
	YOY		95%	61%	41%	32%
营收合计		12111	16029	21119	26743	328050
毛利率	制冷	30%	26%	24%	25%	25%
	汽零	30%	24%	24%	24%	25%
综合毛利率		30%	26%	24%	24%	25%
毛利	制冷	2876	2968	3186	3881	4608

	汽零	734	1147	1818	2617	3550
综合毛利		3609	4116	5003	6497	8129

来源：国金证券研究所

投资建议及估值

- 预计公司 2022-2024 年归母净利润为 21、29、36 亿元，对应 EPS 为 0.59、0.80、1.01 元，对应 PE 为 25、18、15 倍。
- 我们采用 PE 估值法对公司进行估值。我们选取 3 家可比公司对三花智控进行估值，分别为拓普集团、文灿股份、星宇股份。2022-2024 年，3 家可比公司的平均 PE 分别 34、23、18 倍。
- 我们认为，公司是全球领先的制冷零部件供应商，布局汽零赛道具有先发优势，有望在制冷节能化及热管理集成化趋势下，凭借自身技术及规模壁垒持续增厚业绩。因此我们给予公司 2022 年 PE 35 倍，目标市值 735 亿元，目标价 20.47 元/股，给予公司“增持”评级。

图表 34：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
601689.SH	拓普集团	56.04	0.60	0.92	1.46	1.97	2.57	64.54	57.42	38.37	28.39	21.77
603348.SH	文灿股份	43.09	0.32	0.37	1.22	2.09	2.94	84.60	157.60	35.18	20.62	14.67
601799.SH	星宇股份	132.81	4.20	3.32	4.70	6.21	7.88	47.75	61.46	28.33	21.42	16.86
平均值			1.71	1.54	2.46	3.42	4.46	65.63	92.16	33.96	23.48	17.77
002050.SZ	三花智控	17.05	0.41	0.47	0.60	0.81	1.01	60.56	53.95	24.79	18.30	14.59

来源：Wind 一致预测，国金证券研究所

注：数据截止于 2022/5/15

五、风险提示

- **国内外汽车销量不及预期。**由于俄罗斯与乌克兰之间爆发战争，部分整机厂关闭了在欧洲地区的生产工厂，销量可能不及预期，从而导致公司收入、毛利率低于预期。
- **下游需求不及预期。**由于国内疫情没有被完全控制，汽车零部件厂商及整机厂正常生产节奏被打乱，从而导致公司的客户需求低于预期。
- **公司海外业务业绩不及预期。**由于俄罗斯与乌克兰之间爆发战争，公司海外地区业务可能受到影响，从而导致海外业务营业收入、营业利润下滑。
- **人民币汇率波动风险。**目前俄乌战争已经爆发，公司海外业务收入占比较高，存在人民币汇率波动风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	11,287	12,110	16,021	21,119	26,743	32,805	货币资金	2,664	3,490	6,708	5,952	5,708	5,672
增长率		7.3%	32.3%	31.8%	26.6%	22.7%	应收款项	4,066	4,756	5,782	6,801	8,199	9,518
主营业务成本	-7,947	-8,500	-11,907	-16,116	-20,245	-24,675	存货	2,181	2,308	3,638	4,150	4,936	5,814
%销售收入	70.4%	70.2%	74.3%	76.3%	75.7%	75.2%	其他流动资产	1,141	1,030	444	477	556	637
毛利	3,341	3,609	4,113	5,003	6,497	8,129	流动资产	10,051	11,584	16,571	17,380	19,399	21,640
%销售收入	29.6%	29.8%	25.7%	23.7%	24.3%	24.8%	%总资产	68.0%	68.0%	70.2%	67.4%	65.4%	63.6%
营业税金及附加	-92	-78	-84	-91	-115	-141	长期投资	44	27	35	35	35	35
%销售收入	0.8%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	3,861	4,468	5,576	7,006	8,430	10,016
销售费用	-589	-603	-449	-549	-642	-755	%总资产	26.1%	26.2%	23.6%	27.2%	28.4%	29.4%
%销售收入	5.2%	5.0%	2.8%	2.6%	2.4%	2.3%	无形资产	567	563	741	1,143	1,598	2,138
管理费用	-596	-764	-876	-1,109	-1,364	-1,640	非流动资产	4,739	5,448	7,049	8,388	10,256	12,374
%销售收入	5.3%	6.3%	5.5%	5.3%	5.1%	5.0%	%总资产	32.0%	32.0%	29.8%	32.6%	34.6%	36.4%
研发费用	-532	-518	-751	-950	-1,163	-1,411	资产总计	14,790	17,033	23,620	25,769	29,655	34,015
%销售收入	4.7%	4.3%	4.7%	4.5%	4.4%	4.3%	短期借款	1,518	514	2,502	2,492	2,225	1,978
息税前利润 (EBIT)	1,532	1,646	1,954	2,304	3,213	4,183	应付款项	2,880	3,789	5,279	6,171	7,750	9,444
%销售收入	13.6%	13.6%	12.2%	10.9%	12.0%	12.8%	其他流动负债	311	425	570	634	804	984
财务费用	8	-129	-84	-117	-140	-174	流动负债	4,708	4,728	8,351	9,296	10,779	12,407
%销售收入	-0.1%	1.1%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	长期贷款	393	1,708	801	1,272	1,272	1,272
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	324	444	3,215	2,767	3,335	3,563
公允价值变动收益	28	32	3	0	0	0	负债	5,425	6,880	12,367	13,334	15,386	17,241
投资收益	23	85	140	150	150	80	普通股股东权益	9,292	10,065	11,150	12,306	14,107	16,573
%税前利润	1.4%	5.0%	7.1%	6.0%	4.5%	1.9%	其中：股本	2,766	3,592	3,591	3,591	3,591	3,591
营业利润	1,664	1,702	1,987	2,477	3,363	4,229	未分配利润	5,278	5,891	6,616	7,769	9,570	12,036
营业利润率	14.7%	14.1%	12.4%	11.7%	12.6%	12.9%	少数股东权益	74	88	102	128	162	201
营业外收支	-1	-10	-10	4	0	-10	负债股东权益合计	14,790	17,033	23,620	25,769	29,655	34,015
税前利润	1,663	1,692	1,977	2,481	3,363	4,219	比率分析						
利润率	14.7%	14.0%	12.3%	11.8%	12.6%	12.9%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-229	-219	-272	-333	-451	-565	每股指标						
所得税率	13.8%	12.9%	13.8%	13.4%	13.4%	13.4%	每股收益	0.514	0.407	0.469	0.591	0.802	1.006
净利润	1,434	1,473	1,705	2,149	2,913	3,653	每股净资产	3.360	2.802	3.105	3.427	3.928	4.615
少数股东损益	13	11	21	26	34	39	每股经营现金净流	0.687	0.581	0.433	0.660	1.031	1.245
归属于母公司的净利润	1,421	1,462	1,684	2,123	2,879	3,614	每股股利	0.150	0.100	0.250	0.270	0.300	0.320
净利率	12.6%	12.1%	10.5%	10.1%	10.8%	11.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	15.30%	14.53%	15.10%	17.25%	20.41%	21.81%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	9.61%	8.58%	7.13%	8.24%	9.71%	10.63%
净利润	1,434	1,473	1,705	2,149	2,913	3,653	投入资本收益率	11.65%	11.46%	9.70%	10.59%	13.30%	15.50%
少数股东损益	13	11	21	26	34	39	增长率						
非现金支出	403	512	683	559	692	837	主营业务收入增长率	4.17%	7.29%	32.30%	31.82%	26.63%	22.67%
非经营收益	24	22	-27	74	611	382	EBIT增长率	4.92%	7.44%	18.69%	17.93%	39.47%	30.17%
营运资金变动	39	80	-805	-410	-513	-403	净利润增长率	9.97%	2.88%	15.18%	26.06%	35.60%	25.55%
经营活动现金净流	1,900	2,087	1,556	2,371	3,703	4,470	总资产增长率	6.16%	15.16%	38.68%	9.10%	15.08%	14.70%
资本开支	-859	-1,131	-1,927	-2,047	-2,560	-2,965	资产管理能力						
投资	-2	-1	-30	-200	0	0	应收账款周转天数	60.1	63.7	66.9	68.0	66.0	60.0
其他	1,083	336	-3,092	150	150	80	存货周转天数	96.6	96.4	91.1	94.0	89.0	86.0
投资活动现金净流	223	-795	-5,050	-2,097	-2,410	-2,885	应付账款周转天数	72.8	83.0	84.2	82.0	82.0	82.0
股权募资	0	119	3	2	0	0	固定资产周转天数	109.3	115.7	96.4	81.4	70.6	63.5
债权募资	98	315	3,994	228	-167	-197	偿债能力						
其他	-832	-829	-1,173	-1,217	-1,338	-1,401	净负债/股东权益	-18.74%	-20.47%	-8.15%	2.41%	1.94%	0.39%
筹资活动现金净流	-734	-396	2,823	-987	-1,505	-1,598	EBIT利息保障倍数	-197.1	12.8	23.2	19.8	22.9	24.0
现金净流量	1,389	846	-710	-713	-212	-13	资产负债率	36.68%	40.39%	52.36%	51.75%	51.88%	50.69%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	29	58	81	100
增持	0	2	8	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.06	1.12	1.10	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应当视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402