

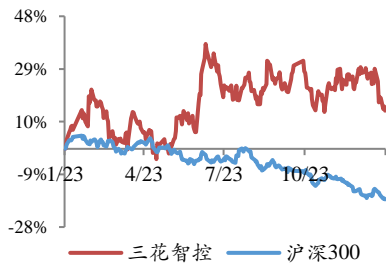
热管理龙头，机器人未来可期

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-01-11

收盘价（元） 25.92
近12个月最高/最低（元） 31.43/21.94
总股本（百万股） 3,733
流通股本（百万股） 3,528
流通股比例（%） 94.51
总市值（亿元） 967
流通市值（亿元） 914

公司价格与沪深300走势比较



分析师：万鹏程

执业证书号：S0010523040002

相关报告

主要观点：

● 热管理龙头，多元业务协同发展

公司成立至今专注于热管理零部件及组件，战略聚焦下公司抢占规模和先发优势，横向扩品类、纵向扩行业，多元业务协同发展下公司已成长为热管理赛道龙头。2023Q1-3 实现收入 189.8 亿元，同比+21.6%；扣非净利 21.6 亿元，同比+32.7%。其中 Q3 单季收入 64.5 亿元，同比+18.5%；扣非净利 7.6 亿元，同比+4.6%。

● 制冷汽零双轮驱动成长，储能机器人布局打开成长空间

当前公司以主业制冷+第二曲线汽零双轮驱动成长。主业制冷规模、技术长期行业领先，未来有望随商用空调全球市场份额提升，热泵需求高增有望助推公司制冷业务结构性增长。汽零业务受益于电动车渗透和结构升级，在手订单充沛，贡献短中期成长弹性；未来随集成组件占比及自制率提升，远期汽零利润率有望向上。

布局储能及机器人等新兴业务，远期成长仍有看点。公司依托技术同源性抢先布局储能及机器人赛道，储能业务 2023H1 已突破行业标杆客户，实现创收；机器人业务已与绿的谐波签署战略合作框架协议，未来有望在仿生机器人机电执行器等领域构建技术优势。两大新兴业务合力有望为公司打开增长曲线的第三极。

● 投资建议：成长可期，首次覆盖，给予“买入”评级

预计 2023-2025 年收入分别为 269.0、328.0、398.0 亿元，对应增速分别为 26.0%、21.9%、21.4%；归母净利润分别为 31.4、38.3、45.9 亿元，对应增速分别为 21.8%、22.1%、20.0%；对应 PE 分别为 30.9、25.3、21.1x。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

汽零业务增长不及预期，行业竞争加剧，海运运费大幅波动，原材料价格大幅波动，地缘政治风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	21348	26903	32796	39801
收入同比 (%)	33.2%	26.0%	21.9%	21.4%
归属母公司净利润	2573	3135	3828	4594
净利润同比 (%)	52.8%	21.8%	22.1%	20.0%
毛利率 (%)	26.1%	26.3%	26.3%	26.2%
ROE (%)	19.9%	20.7%	20.2%	19.5%
每股收益 (元)	0.72	0.84	1.03	1.23
P/E	29.47	30.86	25.28	21.06
P/B	5.89	6.39	5.10	4.11
EV/EBITDA	23.57	23.30	18.93	15.83

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2024 年 1 月 10 日

正文目录

1 热管理龙头，多元业务协同发展.....	4
2 制冷汽零双轮驱动成长，储能机器人布局打开成长空间.....	4
3 投资建议：成长可期，首次覆盖，给予“买入”评级.....	5
风险提示：.....	5
财务报表与盈利预测.....	6

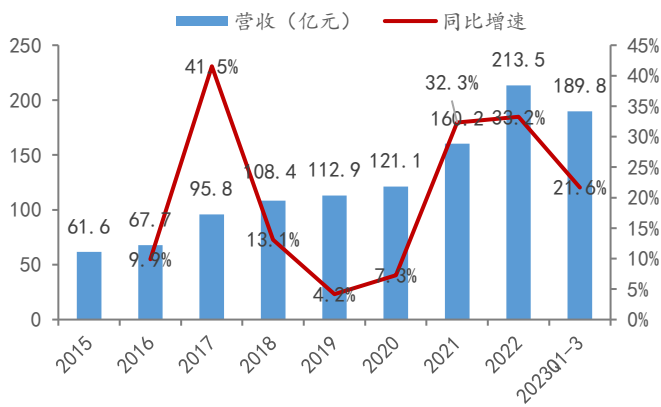
图表目录

图表 1 公司营收及增速.....	4
图表 2 公司归母净利润及增速.....	4

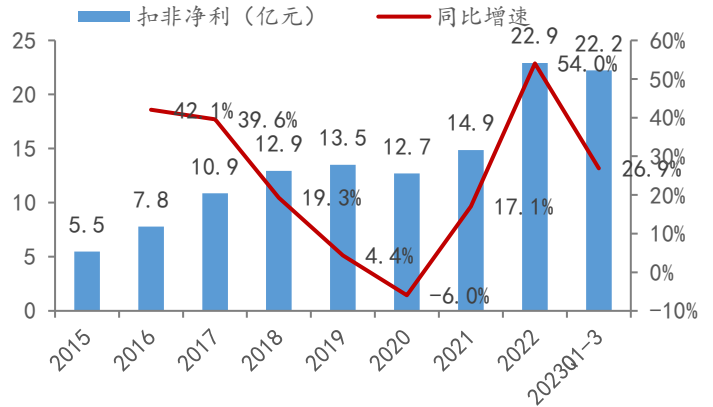
1 热管理龙头，多元业务协同发展

公司成立至今专注于热管理零部件及组件，战略聚焦下公司抢占规模和先发优势，横向扩品类，产品涵盖阀、泵、散热器、组件等；纵向扩行业，下游应用涵盖家电、商用制冷、汽车、储能等领域，多元业务协同发展下公司已成长为热管理赛道龙头。业绩层面，2023 Q1-3 实现营业收入 189.76 亿元，同比+21.65%；实现扣非归母净利润 22.23 亿元，同比+26.86%。其中，2023Q3 实现营业收入 64.47 亿元，同比+18.5%；实现扣非归母净利润 7.55 亿元，同比+4.6%。

图表 1 公司营收及增速



图表 2 公司扣非净利及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

2 制冷汽零双轮驱动成长，储能机器人布局打开成长空间

当前公司以主业制冷+第二曲线汽零双轮驱动成长。主业制冷规模、技术长期行业领先，公司空调电子膨胀阀、四通换向阀、电磁阀、微通道换热器等产品市场占有率全球第一。未来有望随商用空调全球市场份额提升稳健增长。汽零业务受益于电动车渗透和结构升级，在手订单充沛。需求红利下，公司加速汽零业务产能配套布局，2022 年以来新增三个生产基地，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。汽零业务的持续放量有望贡献短中期成长弹性；未来随集成组件占比及自制率提升，远期利润率有望向上。

布局储能及机器人等新兴业务，远期成长仍有看点。公司依托技术同源性抢先布局储能及机器人赛道，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，并于 2023H1 突破行业标杆客户，创造营收。机器人业务方面，公司于 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，双方将在墨西哥成立合资子公司，主营谐波减速器，加强机器人产业链的合作，有望在仿生机器人机电执行器等领域构建技术优势。两大新兴业务目前均处于成长中前期，未来有望合力为公司打开增长曲线的第

三极。

3 投资建议：成长可期，首次覆盖，给予“买入”评级

预计 2023-2025 年收入分别为 269.0、328.0、398.0 亿元，对应增速分别为 26.0%、21.9%、21.4%；归母净利润分别为 31.4、38.3、45.9 亿元，对应增速分别为 21.8%、22.1%、20.0%；对应 PE 分别为 30.9、25.3、21.1x。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

汽零业务增长不及预期，行业竞争加剧，海运运费大幅波动，原材料价格大幅波动，地缘政治风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	18756	22449	28112	35348	营业收入	21348	26903	32796	39801
现金	5878	5811	8471	10696	营业成本	15781	19818	24183	29363
应收账款	5228	6729	7847	9842	营业税金及附加	110	135	164	199
其他应收款	727	768	1145	1287	销售费用	513	619	722	876
预付账款	118	154	186	225	管理费用	1267	1587	1902	2308
存货	4335	5695	6482	8344	财务费用	-178	73	68	30
其他流动资产	2470	3293	3980	4954	资产减值损失	-94	0	0	0
非流动资产	9206	9298	9465	9418	公允价值变动收益	-107	0	0	0
长期投资	32	32	32	32	投资净收益	-85	50	70	80
固定资产	6375	6445	6582	6426	营业利润	3067	3661	4470	5365
无形资产	727	800	880	969	营业外收入	7	0	0	0
其他非流动资产	2071	2021	1971	1991	营业外支出	22	0	0	0
资产总计	27961	31748	37577	44766	利润总额	3051	3661	4470	5365
流动负债	9456	11272	13405	15813	所得税	443	494	603	724
短期借款	1294	1394	1469	1519	净利润	2608	3167	3866	4640
应付账款	3885	5059	5924	7341	少数股东损益	35	32	39	46
其他流动负债	4277	4818	6011	6953	归属母公司净利润	2573	3135	3828	4594
非流动负债	5386	5126	4966	5106	EBITDA	3265	4181	5001	5852
长期借款	1802	1502	1302	1402	EPS (元)	0.72	0.84	1.03	1.23
其他非流动负债	3584	3624	3664	3704					
负债合计	14842	16398	18371	20919					
少数股东权益	178	210	248	295	主要财务比率				
股本	3591	3733	3733	3733	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	283	108	98	98	成长能力				
留存收益	9068	11300	15128	19722	营业收入	33.2%	26.0%	21.9%	21.4%
归属母公司股东权益	12941	15140	18958	23552	营业利润	54.4%	19.4%	22.1%	20.0%
负债和股东权益	27961	31748	37577	44766	归属于母公司净利	52.8%	21.8%	22.1%	20.0%
					获利能力				
					毛利率 (%)	26.1%	26.3%	26.3%	26.2%
					净利率 (%)	12.1%	11.7%	11.7%	11.5%
					ROE (%)	19.9%	20.7%	20.2%	19.5%
					ROIC (%)	11.3%	14.6%	15.1%	15.1%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	53.1%	51.7%	48.9%	46.7%
					净负债比率 (%)	113.1%	106.8%	95.6%	87.7%
					流动比率	1.98	1.99	2.10	2.24
					速动比率	1.50	1.46	1.59	1.68
					营运能力				
					总资产周转率	0.83	0.90	0.95	0.97
					应收账款周转率	4.88	4.50	4.50	4.50
					应付账款周转率	4.45	4.43	4.40	4.43
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.72	0.84	1.03	1.23
					每股经营现金流薄)	0.67	1.49	0.95	0.70
					每股净资产	3.60	4.06	5.08	6.31
					估值比率				
					P/E	29.47	30.86	25.28	21.06
					P/B	5.89	6.39	5.10	4.11
					EV/EBITDA	23.57	23.30	18.93	15.83

资料来源:公司公告,华安证券研究所

注:数据截至2024年1月10日

分析师与研究助理简介

分析师: 万鹏程, 中央财经大学本科, 乌尔姆大学硕士。曾就职于公募基金、券商资管、境外券商研究所等机构。主要覆盖白酒。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。