

汽零业务毛利率改善，关注机器人业务进展

核心观点

- 业绩符合预期。**公司 2024 年营业收入 279.47 亿元，同比增长 13.8%；归母净利润 30.99 亿元，同比增长 6.1%；扣非归母净利润 31.18 亿元，同比增长 6.9%。4 季度营业收入 73.84 亿元，同比增长 32.3%，环比增长 7.2%；归母净利润 7.97 亿元，同比增长 4.7%，环比增长 1.2%；扣非归母净利润 8.70 亿元，同比增长 25.3%，环比增长 20.6%。2024 年公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.5 元。
- 毛利率略有下降，现金流改善。**2024 年毛利率 27.5%，公司变更会计准则，将产品质量保费重分类至营业成本，同口径下 24 年毛利率同比下降 0.2 个百分点；4 季度毛利率 26.8%，同口径下同比下降 1.5 个百分点，环比下降 1.3 个百分点，预计主要受原材料价格上涨等影响。2024 年期间费用率 13.6%，同口径下同比提升 1.0 个百分点，其中销售/管理/研发费用率同比分别提升 0.2/0.3/0.4 个百分点。2024 年经营活动现金流净额 43.67 亿元，同比增长 17.3%，主要系销售规模增加所致。
- 汽零业务毛利率改善。**2024 年汽零业务营收 113.87 亿元，同比增长 14.9%；毛利率 27.64%，同比提升 0.5 个百分点。公司标杆客户特斯拉 2024 年全球交付量同比出现下滑，公司汽零业务通过新产品研发、技术迭代、数字化生产等手段实现规模扩张及盈利能力提升。随着主要客户销量企稳回升，预计 2025 年汽零业务将实现向上发展。
- 制冷空调业务维持稳健增长。**2024 年制冷空调业务营收 165.61 亿元，同比增长 13.1%；毛利率 27.35%，同比下降 0.6 个百分点。据产业在线，2024 年家用空调销量同比增长 19.5%，公司制冷业务跟随行业实现稳健增长；公司持续推行钢制阀件等迭代产品，通过参展多场大型制冷展和全球合作伙伴大会等活动拓展和巩固客户关系，继续巩固市场领先地位。
- 机器人量产将近，公司将有望打开成长空间。**据特斯拉员工会议，特斯拉已在弗里蒙特工厂的试点生产线上生产 Optimus 人形机器人，目标是在 2025 年生产 5000 个 Optimus，2026 年生产 5 万个；公司聚焦执行器业务，继续配合客户进行全系列产品研发、试制、迭代、送样，同时加大在执行器关键零部件的开发力度。据峰昭智能公告，三花控股与峰昭智能将共同出资设立合资公司，合资公司将专注于空心杯电机的本体及相关产品的研发、设计、制造和销售，注册资本暂定 3000 万元，预计公司或将在执行器基础上继续拓宽人形机器人产品线，随着人形机器人即将进入量产阶段，公司将有望持续受益于人形机器人产业发展，打开新增长空间。

盈利预测与投资建议

- 调整收入、毛利率及费用率等，新增 2027 年预测，预测 2025-2027 年净利润 36.66、42.46、47.48 亿元（原 2025-2026 年为 39.18、45.67 亿元），可比公司 25 年 PE 平均估值 39 倍，目标价 38.22 元，维持买入评级。

风险提示

机器人业务进展不及预期、新能源车热管理配套量低于预期、家电制冷配套量低于预期、原材料上涨超预期及汇率波动的风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	24,558	27,947	34,640	39,396	43,972
同比增长(%)	15.0%	13.8%	23.9%	13.7%	11.6%
营业利润(百万元)	3,553	3,710	4,349	5,038	5,633
同比增长(%)	15.8%	4.4%	17.2%	15.8%	11.8%
归属母公司净利润(百万元)	2,921	3,099	3,666	4,246	4,748
同比增长(%)	13.5%	6.1%	18.3%	15.8%	11.8%
每股收益(元)	0.78	0.83	0.98	1.14	1.27
毛利率(%)	27.6%	27.5%	27.4%	27.6%	27.6%
净利率(%)	11.9%	11.1%	10.6%	10.8%	10.8%
净资产收益率(%)	18.9%	16.7%	17.6%	18.1%	18.5%
市盈率	37.9	35.7	30.2	26.1	23.3
市净率	6.2	5.7	4.9	4.5	4.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年03月28日）	29.67 元
目标价格	38.22 元
52 周最高价/最低价	36.96/15.59 元
总股本/流通 A 股（万股）	373,239/367,045
A 股市值（百万元）	110,740
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2025 年 03 月 30 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.64	-2.14	20.76	25.42
相对表现%	0.63	-2.79	22.41	14.22
沪深 300%	0.01	0.65	-1.65	11.2



证券分析师

姜雪晴	jiangxueqing@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860512060001
袁俊轩	yuanjunxuan@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860523070005

相关报告

预计汽零业务有望边际改善，机器人进程将加速	2024-11-10
2 季度毛利率同环比提升，拓展机器人等新业务	2024-09-01
业绩符合预期，布局储能、机器人等业务	2023-11-04

表 1：可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
		2025年3月28日	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
拓普集团	601689	59.03	1.24	1.72	2.19	2.70	47.70	34.33	26.90	21.88
旭升集团	603305	14.14	0.77	0.48	0.64	0.80	18.48	29.39	22.24	17.73
上声电子	688533	31.69	0.98	1.47	2.07	2.58	32.46	21.56	15.30	12.28
中科三环	000970	12.71	0.23	0.01	0.20	0.31	56.11	1283.84	65.05	41.55
贝斯特	300580	32.7	0.53	0.63	0.79	0.97	62.12	51.84	41.47	33.62
五洲新春	603667	38.98	0.38	0.37	0.52	0.65	103.34	105.78	74.65	60.03
调整后平均							49.60	55.34	38.91	28.69

数据来源：Wind、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,585	5,249	10,392	11,425	12,752
应收票据、账款及款项融资	8,251	9,628	13,163	14,970	16,710
预付账款	134	159	208	236	264
存货	4,601	5,280	6,792	7,697	8,590
其他	502	1,985	965	1,183	1,427
流动资产合计	20,072	22,301	31,520	35,512	39,742
长期股权投资	38	41	41	41	41
固定资产	7,730	9,794	10,292	10,218	9,864
在建工程	2,036	2,172	1,265	811	585
无形资产	844	1,075	1,030	985	940
其他	1,171	972	1,151	1,122	1,070
非流动资产合计	11,819	14,054	13,778	13,177	12,500
资产总计	31,891	36,355	45,298	48,689	52,242
短期借款	1,212	1,553	7,267	6,994	7,062
应付票据及应付账款	7,867	9,777	10,062	11,403	12,726
其他	2,740	2,303	2,234	2,422	2,312
流动负债合计	11,819	13,633	19,562	20,819	22,100
长期借款	1,031	2,046	2,046	2,046	2,046
应付债券	0	0	0	0	0
其他	977	1,156	968	1,011	1,034
非流动负债合计	2,008	3,202	3,014	3,057	3,079
负债合计	13,827	16,835	22,576	23,876	25,180
少数股东权益	169	222	251	286	324
实收资本（或股本）	3,733	3,732	3,732	3,732	3,732
资本公积	3,032	2,889	3,271	3,271	3,271
留存收益	11,015	12,814	15,547	17,594	19,794
其他	115	(138)	(80)	(70)	(60)
股东权益合计	18,064	19,520	22,722	24,813	27,062
负债和股东权益总计	31,891	36,355	45,298	48,689	52,242

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,934	3,112	3,695	4,281	4,786
折旧摊销	592	641	856	936	989
财务费用	(73)	(44)	146	208	208
投资损失	131	16	20	20	20
营运资金变动	877	(1,256)	(4,289)	(1,610)	(1,622)
其它	(737)	1,897	(230)	116	128
经营活动现金流	3,724	4,367	198	3,951	4,509
资本支出	(3,087)	(3,087)	(358)	(358)	(358)
长期投资	(5)	(2)	(1)	0	0
其他	1,883	(423)	15	20	20
投资活动现金流	(1,209)	(3,512)	(343)	(338)	(338)
债权融资	(2,669)	159	272	100	(157)
股权融资	3,221	(143)	382	0	0
其他	(1,644)	(971)	4,634	(2,680)	(2,687)
筹资活动现金流	(1,092)	(955)	5,289	(2,580)	(2,844)
汇率变动影响	152	(81)	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	1,575	(181)	5,143	1,033	1,327

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	24,558	27,947	34,640	39,396	43,972
营业成本	17,774	20,270	25,155	28,508	31,814
营业税金及附加	140	171	225	256	286
营业费用	598	726	762	867	967
管理费用及研发费用	2,573	3,119	4,053	4,609	5,145
财务费用	(73)	(44)	146	208	208
资产、信用减值损失	107	119	120	80	89
公允价值变动收益	48	(91)	40	40	40
投资净收益	(131)	(16)	(20)	(20)	(20)
其他	197	232	150	151	151
营业利润	3,553	3,710	4,349	5,038	5,633
营业外收入	15	10	8	8	8
营业外支出	15	28	10	10	10
利润总额	3,553	3,692	4,347	5,036	5,631
所得税	620	580	652	755	845
净利润	2,934	3,112	3,695	4,281	4,786
少数股东损益	13	13	30	34	38
归属于母公司净利润	2,921	3,099	3,666	4,246	4,748
每股收益（元）	0.78	0.83	0.98	1.14	1.27

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	15.0%	13.8%	23.9%	13.7%	11.6%
营业利润	15.8%	4.4%	17.2%	15.8%	11.8%
归属于母公司净利润	13.5%	6.1%	18.3%	15.8%	11.8%
获利能力					
毛利率	27.6%	27.5%	27.4%	27.6%	27.6%
净利率	11.9%	11.1%	10.6%	10.8%	10.8%
ROE	18.9%	16.7%	17.6%	18.1%	18.5%
ROIC	13.9%	13.6%	13.5%	13.2%	13.8%
偿债能力					
资产负债率	43.4%	46.3%	49.8%	49.0%	48.2%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.70	1.64	1.61	1.71	1.80
速动比率	1.30	1.24	1.25	1.32	1.39
营运能力					
应收账款周转率	4.5	4.4	5.1	5.6	5.6
存货周转率	3.9	4.0	4.0	3.8	3.7
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
每股指标（元）					
每股收益	0.78	0.83	0.98	1.14	1.27
每股经营现金流	1.00	1.17	0.05	1.06	1.21
每股净资产	4.79	5.17	6.02	6.57	7.16
估值比率					
市盈率	37.9	35.7	30.2	26.1	23.3
市净率	6.2	5.7	4.9	4.5	4.1
EV/EBITDA	26.7	25.2	20.3	17.6	15.9
EV/EBIT	31.2	29.7	24.2	20.7	18.6

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。