

香港股市 | 汽车零部件

三花智能控制（2050 HK）

公司亮点

- (一) 公司前身为1994年成立的中日合资企业三花不二工机有限公司；并于2005年在深交所上市。三花智控主要从事研发、制造和销售制冷空调电器零部件以及汽车零部件。以热泵技术和热管理系统的研发与应用为核心，专注于开发可实现高效换热和温度智能控制的环境热管理解决方案。按2024年收入计，公司是全球最大的制冷空调控制元器件制造商，市占率为45.5%；亦在全球汽车热管理系统零部件市场排名第五位，市场份额4.1%。“三花”寓意管理之花、科技之花、人才之花。
- (二) 公司与前十大制冷空调制造商和十大汽车制造商建立业务关系。制冷空调电器零部件的客户包括开利、博西家电、大金、格力、海尔、日立、三星、西门子、东芝等，平均合作超过25年，他们的全球市场占有率合计达到75.6%。汽车零部件的客户包括奔驰、宝马、比亚迪、福特、吉利、通用汽车、广汽、Stellantis、新势力车企蔚小理、零跑等，他们的市占率合计达到55.0%。
- (三) 公司的研发系统包括1个研发中心、6个应用研发创新的研发基地（3个位于中国，2个在美国，1个在德国）、专注于提升产品性能和生产效率的技术部门。公司的专有技术包括链式结构的电机技术、集成组件技术、全行程同轴度技术、智能集成控制技术等。2024年公司的研发费用为13.5亿（人民币，下同），占收入4.8%。截止2024年，公司在全球有48个生产工厂，包括美国、波兰、墨西哥、土耳其、奥地利、越南、泰国和印度的13个海外工厂。

行业前景

根据弗若斯特沙利文的报告，全球制冷空调控制元器件市场规模将从 2024 年的 364 亿元增长值 2029 年的 516 亿元，期间 CAGR 为 7.2%。中国为全球最大的制冷空调控制元器件市场，2024 年收入占全球 47.3%，预计到 2029 年将提升至 48.3%。随着制冷空调的需求上升，预计中国空调元器件市

中泰评分

综合得分：(100 分为满)

申购 72

行业前景	15
公司经营	14
估值水平	14
稳价人往绩	14
市场氛围	15

注：各项满分为 20 分，综合得分满分为 100 分。

招股概要

公开发售价：	HK\$21.21 – HK\$22.53
每手股数：	100 股
每手费用：	约 HK\$2,275.72
公司市值：	HK\$867.5 – HK\$921.5 亿
保荐人：	中金公司、华泰国际
主要股东：	三花控股
总发行新股：	360.3 百万股
公开发售：	25.2 百万股
国际发售：	335.1 百万股
截止认购日：	6 月 18 日
分配结果日：	6 月 20 日
正式上市日：	6 月 23 日

来源：公司资料

分析师

陈怡（Vivien Chan）
+852 3949 2941
vivien.chan@ztsc.com.hk

场规模于 2029 年将达至 249 亿元，2024-2029 的 CAGR 为 7.7%。全球制冷空调元器件市场高度集中，截止 2024 年底，前三大制造商占据市场份额 81%。市场主要参与者有三花智能、盾安环境、Saginomiya Seisakusho、Fujikoki 以及 Danfoss 等。

汽车热管理系统零部件市场方面，在新能源汽车行业快速发展的推动下，预计全球市场规模将从 2024 年的 2,798 亿增长至 2029 年的 5,289 亿元，期间 CAGR 为 13.6%。2024 年，中国为全球汽车热管理系统零部件最大市场，占全球收入比 48.4%。2024 年中国汽车热管理系统零部件收入为 1,355 亿元，预计到 2029 年将增长至 3,149 亿元，期间 CAGR 为 18.4%。全球汽车热管理系统零部件市场高度集中。龙头公司利用先发优势积累核心零部件的专业知识和系统开发能力。按 2024 年收入计，全球前五大供应商约占市场份额 77.9%。市场主要参与者包括 DENSO Corporation、Hanon System、法雷奥以、MAHLE GmbH 及三花智能等。

公司经营

公司主要收入来源两大板块：制冷空调电器零部件和汽车零部件板块。制冷空调电器零部件包括膨胀阀、四通换向阀、电磁阀等多种产品；汽车零部件包括汽车电子水泵、电池冷却器及集成组件。2024 年空调零部件和汽车零部件的收入分别为 165.6 亿和 113.9 亿，占总收入比 59.3%和 40.7%。按收入地区划分，2024 年，55.3%收入来自于国内，25.4%来自于北美，欧洲、亚洲（中包括中国）分别占 9.4%和 9.5%。近三年地区收入占比没有明显变化。毛利率方面，近三年空调零部件和汽车零部件分别维持在 25.7%-27.1%，以及 25.4%-27.6%范围内；整体毛利率稳定在 25.6%-27.6%之间。研发费用从 2022 年 9.9 亿元上升至 2024 年的 13.5 亿元，占收入 4.8%。净利润从 2022 年 25.7 亿上升至 2024 年 31.0 亿，净利润率范围 11.1%-12.1%。

资产负债表方面，2024 年底总资产为 363.5 亿，应收账款 96.3 亿，应收账款周转天数为 125 天。公司有息借款 41 亿。2024 年底账上现金及现金等价物共 52.5 亿元。2024 年经营现金流 40.3 亿元，自由现金流 8.6 亿。

估值水平

我们选取港股空调制造龙头和汽车零部件龙头企业同业进行对标，包括美的（300 HK）、海尔智家（6690 HK）、福耀玻璃（3606 HK）、宁德时代（3750 HK）等。估值方面，公司招股价对应 2024 年市盈率 25.2 – 26.8 倍，2024 年市帐率为 4.1-4.2 倍。当前三花智能 A 股（002050 CH）的估值约为 2025 年市盈率 25.8 倍。市场并预计公司 2025 年净利润为 36.4 亿，同比增长 17.5%。H 股招股价对应 2025 年市盈率约 21.4 -22.1 倍。H 股招股价对比 A 股略有折让。

图表 1：同业比较 （最新已公布财全年之财务数据）（6 月 12 日）

公司	代码	市值 (百万美元)	收入（百万 美元）	净利润（百 万美元）	毛利率 %	净利率 %	市盈率 FY0 (x)	市账率 FY0 (x)	ROE FY0 (%)
三花智能	2050 HK	11,150-11,844	3,936	436.5	27.3	11.1	25.2 – 26.0	4.1 – 4.2	16.1
美的集团	300 HK	76,041	56,971	5,367	26.2	9.4	12.4	2.2	20.9
海尔智家	6690 HK	30,181	39,827	2,610	27.8	6.6	10.4	1.7	17.3
福耀玻璃	3606 HK	20,610	5,466	1,044	35.5	19.1	18.3	3.8	22.3
宁德时代	3750 HK	158,367	50,415	7,246	24.4	14.4	20.9	4.2	23.1

来源：公司资料，中泰国际研究部

保荐人往绩

此次保荐人是中金公司和华泰国际。2025 年至今中金参与保荐 9 个项目，6 个项目首日收盘上涨；华泰国际 2025 年至今共参与保荐 5 个项目，首日表现 3 涨 2 跌。

市场氛围

在 AI 热潮以及港股金融政策推动下，年初至今港股投资氛围显著改善，指数冲上近三年新高。年初至今主板 IPO 上市 29 只新股，首日破发率达 27.6%，平均首日上涨 11.7%。港股 IPO 氛围热烈。

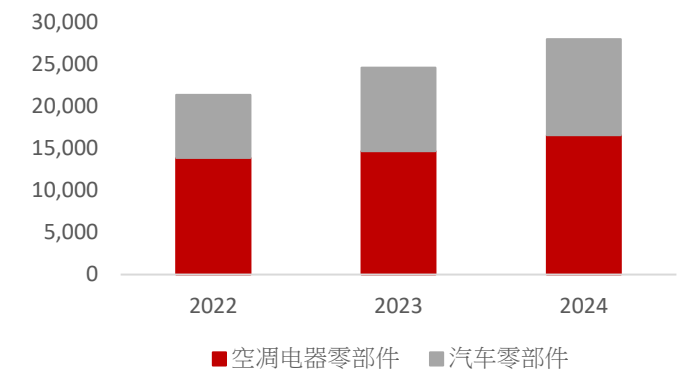
申购建议

三花智能此次发行，已经获得多家基石投资者认购，包括全球著名投资基金 Schroders、新加坡 GIC、香港景林、华泰资本等。基石投资者共认购约 5.6 亿美元，约占已发行总股本约 5.0%。年初至今港 IPO 市场投资氛围良好，有利于新股上市。我们给予三花智能 72 分，评级为“申购”。

风险提示

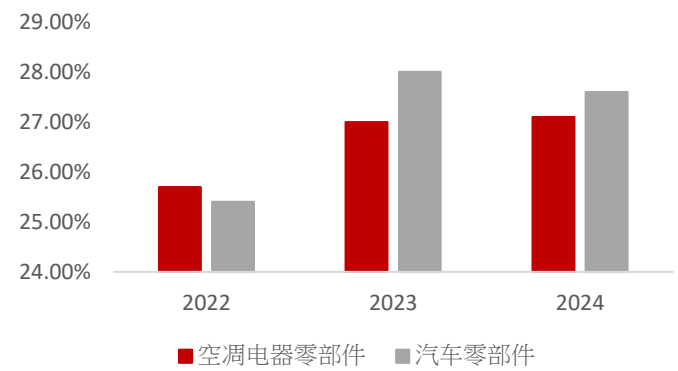
- （1） 国内消费疲弱风险；（2）海外消费以及关税波动风险；（3）原材料价格波动风险。

图表 2：公司收入划分（人民币百万）



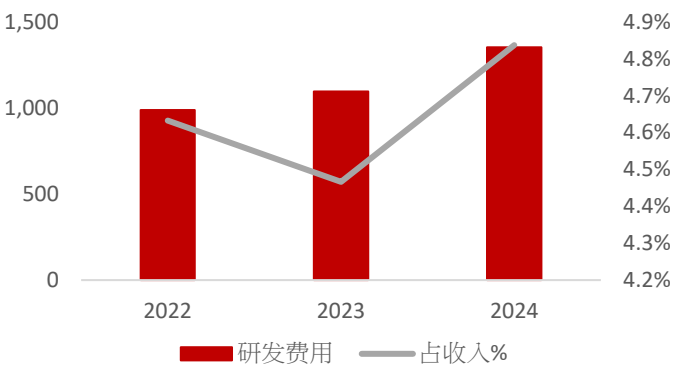
来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 3：公司毛利率水平



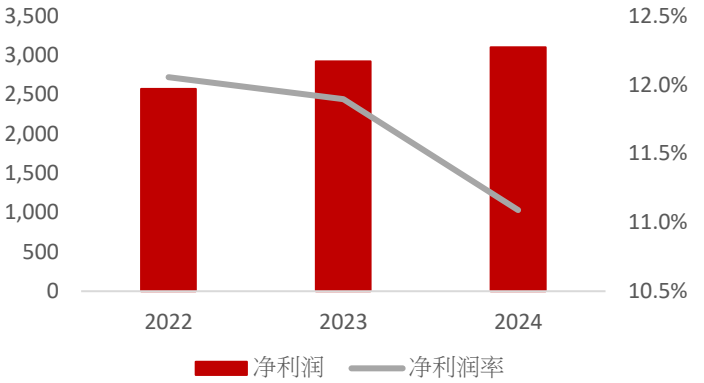
来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 4：研发费用及占比（人民币百万）



来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 5：净利润（人民币百万）及净利润率（%）



来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 6：相关保荐人部分往绩

公司	行业	上市日期	(HK\$) 上市价	超额倍数	中签率	首日表现	(HK\$) 现价	累积表现
METALIGHT (2605 HK)	媒体与娱乐	2025/06/10	9.75	273.4	45.0%	-30.3%	7.2	-26.1%
手回集团 (2621 HK)	保险	2025/05/30	8.08	989.0	5.0%	-18.2.0%	5.2	-35.6%
吉宏股份 (2603 HK)	容器包装	2025/05/27	7.68	48.4	50.0%	+39.1%	9.86	+28.4%
恒瑞医药 (1276 HK)	医药	2025/05/23	44.05	453.9	10.0%	+25.2%	57.85	+31.3%
钧达股份 (2865 HK)	工业制品	2025/05/08	22.15	2.5	23.8%	+20.0%	21.80	-1.6%
新吉奥房车 (805 HK)	汽车	2025/01/03	1.27	1.5	80.05	-22.8%	1.33	+4.7%
布鲁可 (325 HK)	消费	2025/01/10	60.35	5,999.0	10.0%	+40.9%	173.1	+186.8%

注：更新至 2025 年 6 月 12 日来源：彭博、中泰国际研究部

新股申购评级

以新股综合评分总得分为基准，从五方面来评估股份的投资价值：

- 1. 行业前景评分：1-20 分，20 分为最高分
- 2. 公司经营评分：1-20 分，20 分为最高分
- 3. 估值水平评分：1-20 分，20 分为最高分
- 4. 稳价人往绩评分：1-20 分，20 分为最高分
- 5. 市场氛围评分：1-20 分，20 分为最高分

综合评分总得分 = （行业前景评分 + 公司经营评分 + 估值水平评分 + 稳价人往绩评分 + 市场氛围评分）之总和

积极申购：综合评分总得分 >= 80 分

申购：70 分=< 综合评分总得分<80 分

中性：60 分=< 综合评分总得分<70 分

不申购：综合评分总得分< 60 分

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805