

逆卡诺循环产业链龙头，机器人业务再续成长曲线

2025 年 7 月 21 日

- **首次覆盖三花智控：**公司是全球最大的制冷控制元器件制造商，也是全球领先的汽车空调及热管理系统控制部件供应商。在逆卡诺循环产业链中，公司在制冷智控元器件领域具备核心竞争力，尤其在电子膨胀阀、新能源车热管理集成组件等高附加值产品市场占据领先地位。人形机器人执行器总成及储能热管理系统将成为公司新的增长点，是未来业绩增长提速的重要驱动力。
- **制冷业务稳健增长，壁垒深厚：**1) 2024 年制冷业务收入 166 亿元，2020-2024 年 CAGR 为 14.5%，保持稳健增长。2) 市场潜力被低估。市场普遍低估暖通空调、冰箱冷柜等制冷产业的成长性及其产业链壁垒。除传统家用空调、冰箱外，商用中央空调、热泵、大型冷柜等市场需求同样强劲。例如，美国制造业回流带动中央空调需求增长，西欧政策推动热泵替代燃气锅炉，成为近年行业亮点。根据弗若斯特沙利文报告预测，全球制冷空调控制元器件市场 2029 年将达 516 亿元，2024-2029 年 CAGR 为 7.2%，增长潜力依然可观。3) 市占率领先，议价能力强。2024 年，公司在全球制冷空调四通换向阀、电子膨胀阀、微通道换热器、截止阀、电磁阀、Omega 泵及球阀等产品中市占率分别为 55.4%、51.4%、43.4%、39.1%、47.7%、53.6% 及 32.8%，均位居全球第一。4) 凭借卓越的供应链能力和产品质量，公司在客户中拥有较强的议价权。2024 年制冷业务毛利率为 27.4%，与汽车零部件业务毛利率相当，显示出较强的盈利能力。
- **汽车零部件业务持续增长动能强：**1) 汽车零部件业务是公司第二增长曲线，尤其在新能源汽车热管理系统具备显著竞争优势。2021-2022 年该业务爆发式增长，带动公司整体业绩提速；2023-2024 年增速虽有所放缓，但仍保持较快增长。2) 2024 年公司汽零业务收入达 114 亿元，2020-2024 年 CAGR 为 46.5%；同期全球新能源汽车销量达 2140 万辆，2020-2024 年 CAGR 为 42.7%，公司业务增长与行业趋势高度一致。3) 公司已与国内外主流新能源车企建立全面合作关系。凭借在工艺和品控方面的深厚积累，即便在汽车行业竞争加剧的背景下，公司汽零业务毛利率依然保持稳定。全球新能源汽车渗透率 2024 年达到 23.6%，未来仍有很大提升空间。弗若斯特沙利文预测，新能源汽车热管理系统零部件市场 2029 年将达 3770 亿元，2024-2029 年 CAGR 为 26.5%，公司有望继续受益。
- **机器人与储能带来新增长极：**1) 储能热管理前景广阔。储能电池热管理作为逆卡诺循环产业链的新兴垂直应用领域，正处于快速发展阶段，公司有望凭借技术优势在该领域实现突破。2) 机器人业务潜力可期。公司深度绑定特斯拉，是其人形机器人执行器总成的主力供应商。随着特斯拉机器人逐步实现量产，公司相关业务收入有望快速增长。当前，AI 与具身智能技术快速发展，通用人形机器人在非标准化应用场景中的推广正处于临界点，未来市场空间广阔。
- **投资建议：**我们预计 2025/2026/2027 年公司营业收入分别为 332.3/392.7/458.2 亿元，分别同比+18.9%/+18.2%/+16.7%；归母净利润分别为 39.9/47.9/57.0 亿元，分别同比+28.7%/+20.1%/+19.0%，对应市盈率分别为 27.8/23.1/19.4 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**新能源汽车市场竞争加剧风险；人形机器人产业发展低于预期风险。

三花智控（股票代码：002050）

推荐 首次评级

分析师

何伟

分析师登记编码：S0130525010001

石金漫

分析师登记编码：S0130522030002

杨策

分析师登记编码：S0130520050005

刘立思

分析师登记编码：S0130524070002

陆思源

分析师登记编码：S0130525060001

秦智坤

分析师登记编码：S0130525070003

市场数据

2025-7-16

股票代码	002050.SZ
A 股收盘价(元)	27.53
上证指数	3,503.78
总股本(万股)	414,677
实际流通 A 股(万股)	408,483
流通 A 股市值(亿元)	1,010.47

相对沪深 300 表现图（2025-7-16）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

主要财务指标预测（2025 年 7 月 16 日）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,947	33,229	39,268	45,824
收入增长率%	13.8%	18.9%	18.2%	16.7%
归母净利润（百万元）	3,099	3,989	4,789	5,699
利润增速%	6.1%	28.7%	20.1%	19.0%
摊薄 EPS(元)	0.75	0.96	1.15	1.37
PE	35.73	27.76	23.12	19.43

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、 公司概况，新业务多次助公司高增长	4
(一) 逆卡诺循环产业链能力强，助公司实现业务拓展	4
(二) 业务多元化带动多次高增长	5
(三) 供应链全球化布局	6
(四) 公司注重股东回报，持续得到长期资金认可	7
二、 制冷空调零部件龙头	8
(一) 全球市场规模稳步增长，核心细分品类增长动能强劲	8
(二) 中国为全球最大市场，政策与需求双轮推动关键品类高增	9
(三) 制冷行业市场集中度高，三花为龙头企业多产品市占率全球第一	10
三、 第二业务曲线，新能源汽车热管理龙头	11
(一) 新能源汽车渗透率快速提升，市场规模庞大	11
(二) 全球新能源汽车零部件行业快速发展	12
(三) 中国为全球最大汽车热管理系统零部件市场	12
(四) 汽车热管理行业竞争格局集中，三花在核心品类中全球领先	13
四、 储能热管理业务展望	15
(一) 储能热管理前景广阔	15
(二) 热管理技术复用，公司切入储能赛道	15
五、 深入布局人形机器人零部件	17
(一) 人形机器人商业化落地渐近，产业链机会丰富	17
(二) 公司深度绑定特斯拉，积极布局高价值的机电执行器	18
六、 可比公司对比与盈利预测	20
(一) 与可比公司相比:	20
(二) 公司估值低于可比公司均值	21
(三) 盈利预测	23
(四) 绝对估值	23
七、 风险提示	25

一、公司概况，新业务多次助公司高增长

（一）逆卡诺循环产业链能力强，助公司实现业务拓展

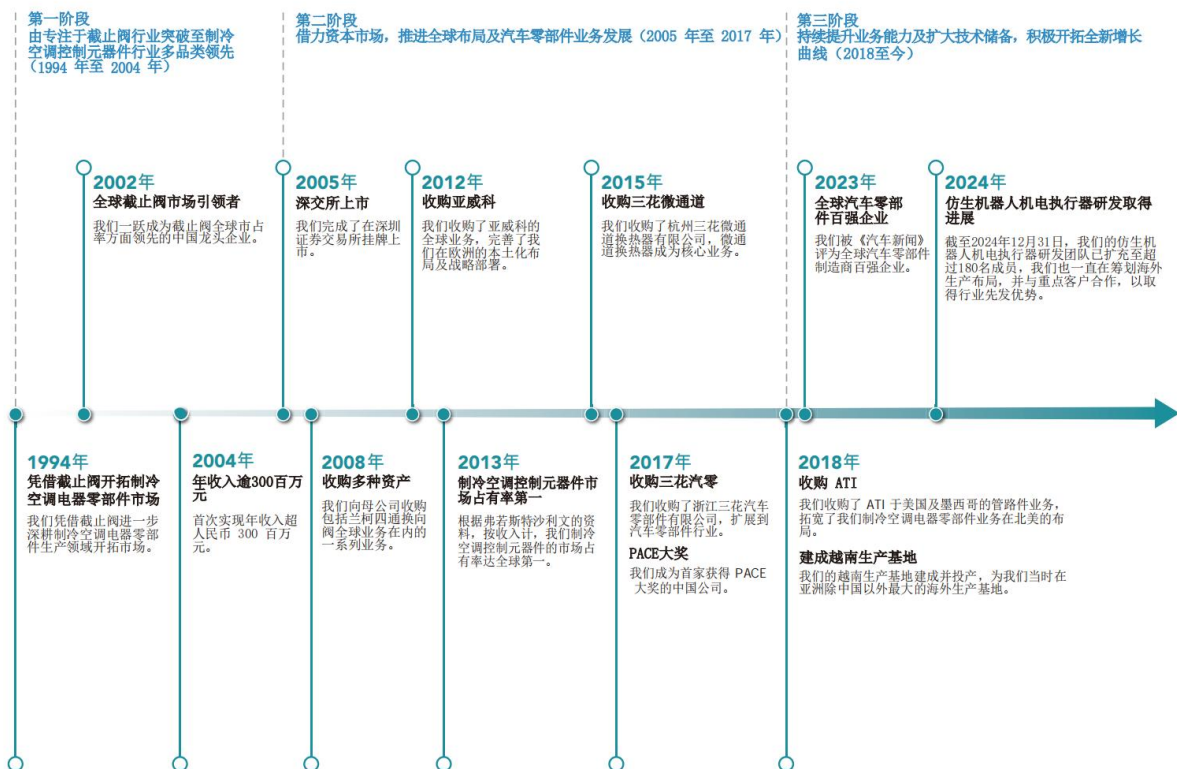
公司是全球逆卡诺循环产业链配件龙头，包括冰箱、暖通空调、新能源汽车热管理、储能热管理、机器人热管理。公司初期主要业务是家用空调、冰箱、中央空调配件，包括空调电子膨胀阀、四通换向阀、电磁阀、微通道换热器。

在优秀的工业化能力支持下，公司成为特斯拉的重要合作伙伴。公司在特斯拉汽车发展中起到重要支持作用，也因此打造汽车热管理第二业务曲线，产品主要有车用电子膨胀阀、新能源车热管理集成组件。

储能热管理是逆卡诺循环的重要应用领域之一，这一市场未来潜力巨大。储能热管理属于逆卡诺循环产业链，公司技术优势得以复用。近年来，公司聚焦核心客户的业务布局，密切跟踪储能系统技术发展动向，并不断跟进储能热管理零部件的市场机会。2022年3月30日成立子公司三花新能源热管理科技(杭州)有限公司，主要生产储能空调机组及冷板、换热器等相关配套的温控零部件，系统性拓展储能热管理相关业务。2023年上半年公司公告称储能热管理系统解决方案成功突破行业标杆客户。

特斯拉是人形机器人发展先锋，公司凭借优秀的工业供应链实现能力，深入介入人形机器人零部件。特斯拉与公司保持深度合作，在2017年便认可公司的一级供应商身份，且多年来始终是公司的第一大客户。作为科技领域领军企业，特斯拉近年来在智能驾驶基础上，持续拓展智能楼宇、储能、人形机器人、脑机接口及航天等新赛道。三花智控依托新能源汽车精密部件配套的技术壁垒与全球化供应链优势，持续深化与特斯拉的核心合作，并顺势向储能、人形机器人领域延伸布局。

图1：公司发展历史沿革



资料来源：公司公告，IPO招股说明书，中国银河证券研究院

（二）业务多元化带动多次高增长

依托技术复用能力实现多业务垂直应用领域的拓展，公司收入多次出现增长高峰。

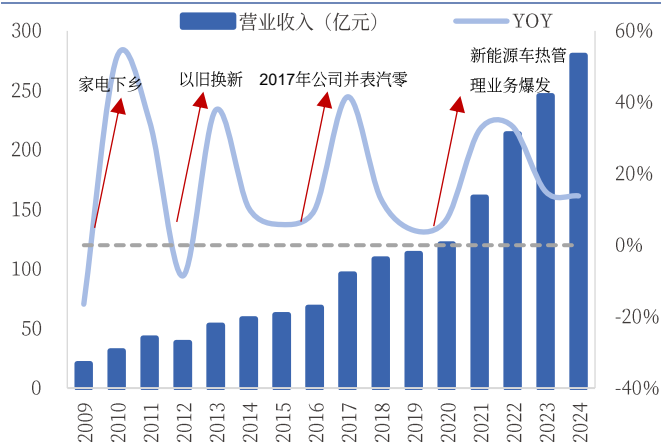
2016 年之前，公司收入增长以制冷零部件业务为驱动，受益于 2008 年至 2013 年的家电下乡、以旧换新和节能补贴等政策带动和空调市场扩容，公司制冷业务增长较好，2009-2016 年营收 GAGR 为 18.69%。

2017 年公司并表汽零业务，当年营收同比增长 41%，随后汽零业务成为公司收入增长的主要驱动力，2017-2024 年，公司营收收入从 95.81 亿元增长至 279.47 亿元，期间 CAGR 为 16.52%；归属于母公司净利润从 12.36 亿元增至 30.99 亿元，期间 CAGR 为 14.03%。

特别是 2021-2022 年间，受益于新能源汽车的渗透率快速提升和公司主要客户订单需求的增长，公司收入和利润高增，2020-2022 年营业收入 CAGR 为 32.77%，归属于母公司净利润 CAGR 为 32.66%。

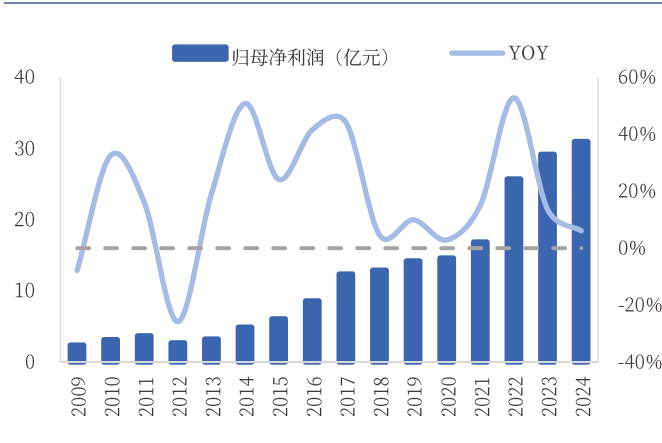
根据公司业绩预告，2025 年上半年公司营业收入约为 150.44-177.79 亿元，同比增幅 10%-30%，归属于上市公司股东净利润 18.93-22.72 亿元，同比增长 25%-50%，在制冷零部件和新能源汽车热管理健康发展背景下，公司业绩增长亮眼。

图2：公司营业收入及增长率



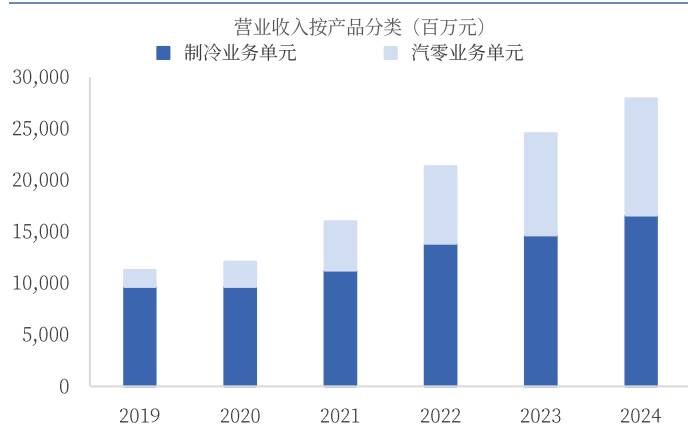
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图3：公司归母净利润及增长率



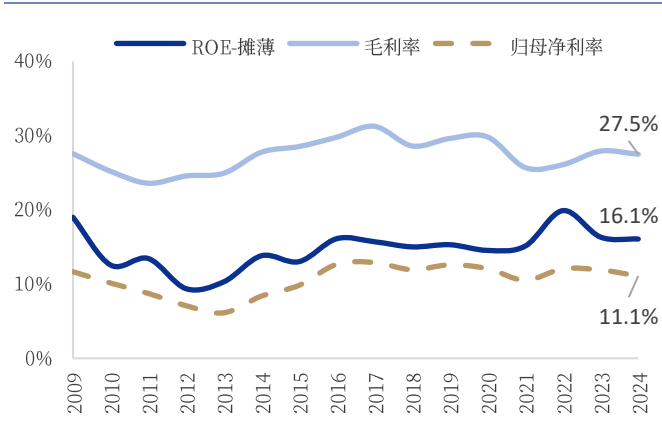
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图4：公司营业收入按产品分类



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图5：公司 ROE、毛利率、归母净利率

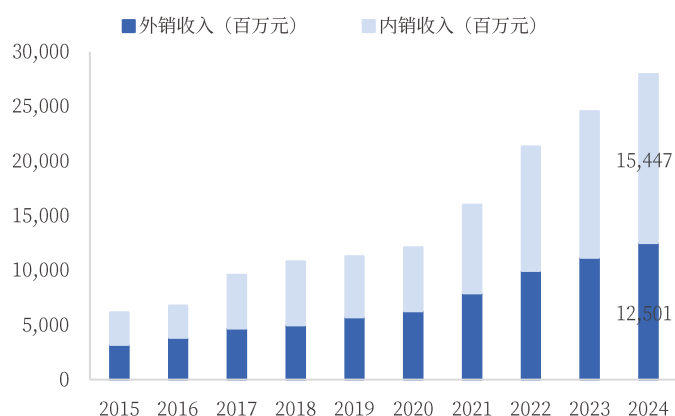


资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

（三）供应链全球化布局

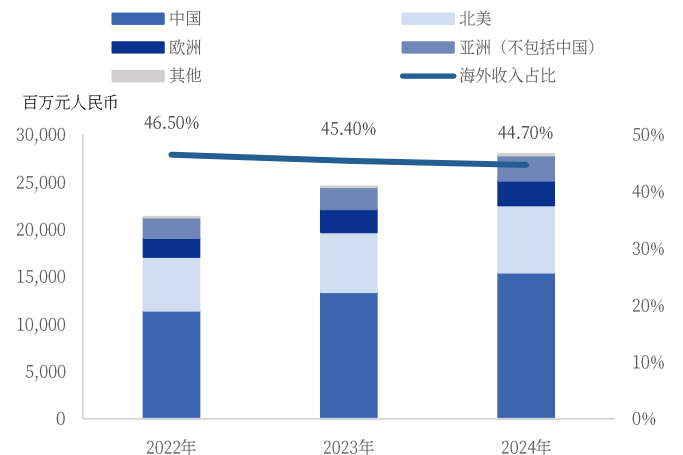
为服务全球客户，如特斯拉、欧美、日本的暖通客户等，公司已经实现供应链全球化布局。截至 2024 年 12 月 31 日，公司在全球共有 48 个生产工厂，包括美国、波兰、墨西哥、土耳其、奥地利、越南、泰国及印度的 13 个海外生产工厂；此外有 6 个在应用研发创新方面引领业界的研发基地，其中 3 个位于中国，2 个位于美国，1 个位于德国。不仅可以缩短产品的运输距离，降低运输成本，加快产品的交付速度，更有助于公司在复杂多变的国际贸易环境中建立韧性，助力公司能够更好地适应全球市场的多样性，为可持续发展创造更加有利的条件。

图6：公司年度内外销营收



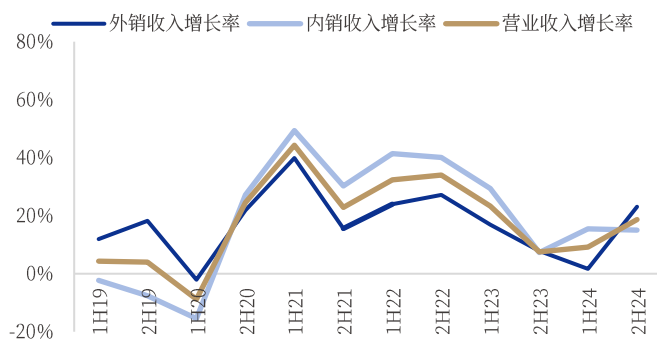
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图7：公司分区域外销收入与内销对比



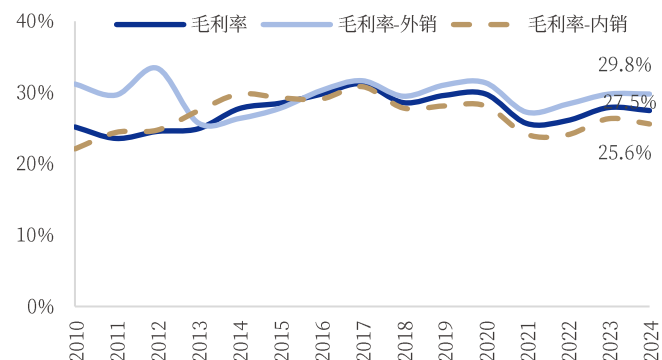
资料来源：公司公告，IPO 招股说明书，中国银河证券研究院

图8：公司半年度内外销营收增长率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图9：公司内外销毛利率



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

（四）公司注重股东回报，持续得到长期资金认可

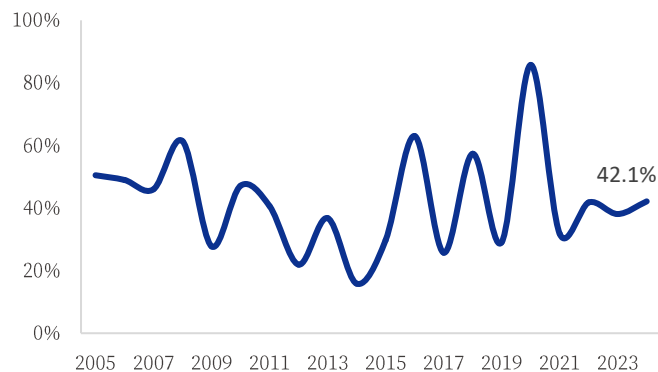
近年来，公司成长快，分红率较高，得到长期资金认可。2010 年至今，公司现金分红率持续维持在 20% 以上，2020 年分红率高达 85.7%，持续回报股东。公司基本面稳中向好，叠加受益于新能源汽车和人形机器人概念催化，股价持续上涨，受到资金关注。截止 2025 年一季度，重仓持有三花智控的开放型基金（包括股票型和混合型）有 180 只，持股占公司流通股本的 7.21%，持仓市值位列家电行业重仓股中第五位。

图10：公司上市以来股价表现（前复权，数据截止 2025-07-10）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图11：公司分红率



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

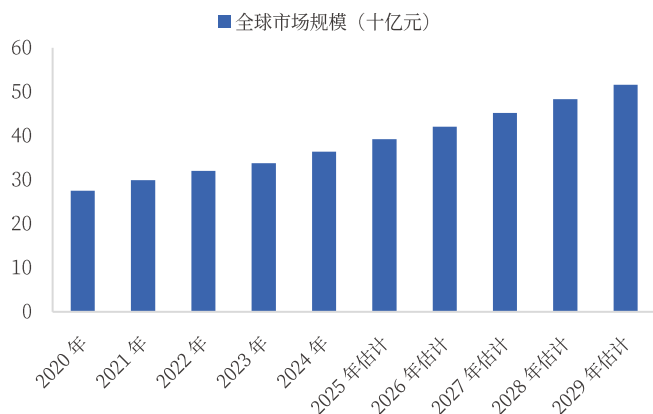
2025 年 6 月 20 日，公司 H 股上市发行，募资将用于工厂新、扩建及自动化升级。截至 7 月 18 日超额配授权行使完毕，此次 H 股预计发行 4.77 亿股，发行成功将摊薄 EPS 12.78%。根据公司此前发布的募资使用计划，预计募集资金中的 23 亿港元（占发行所得款项净额约 30%）将用于未来三年内于中国扩建及新建工厂以及提高生产自动化水平，其中 19.35 亿港元投资于汽车零部件工厂改造升级（25%），3.87 亿港元用于制冷零部件相关产线改造，以进一步提高公司产能及效率。具体来看，公司将扩建及新建 5 至 7 个生产工厂，升级自动化生产设备，招聘技术员工，并于 2028 年底将汽车零部件及制冷空调电器零部件于中国的年产能分别增加约 190 万件及 560 万件。其余募集资金将用于流动资金补充。

二、制冷空调零部件龙头

（一）全球市场规模稳步增长，核心细分品类增长动能强劲

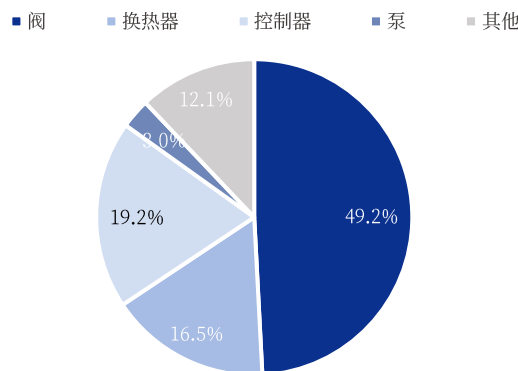
全球制冷空调控制元器件市场规模稳步增长。受全球变暖趋势加剧及消费者生活水平提高的双重驱动，全球制冷空调需求量不断提高，进而刺激制冷空调控制元器件的市场规模增长。据 Frost & Sullivan 数据，按照收入计算，全球制冷空调控制元件市场规模已从 2020 年的 275 亿元人民币增长至 2024 年的 364 亿元，CAGR 为 7.4%；预计到 2029 年将进一步增至 516 亿元。其中，阀类占全球制冷空调控制元器件市场比例最高，2024 年为 179 亿元，占比为 49.2%，控制器、换热器和泵类收入占比分别为 19.2%、16.5%和 3.0%。

图12：制冷空调控制元器件全球市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，公司 IPO 招股说明书，中国银河证券研究院

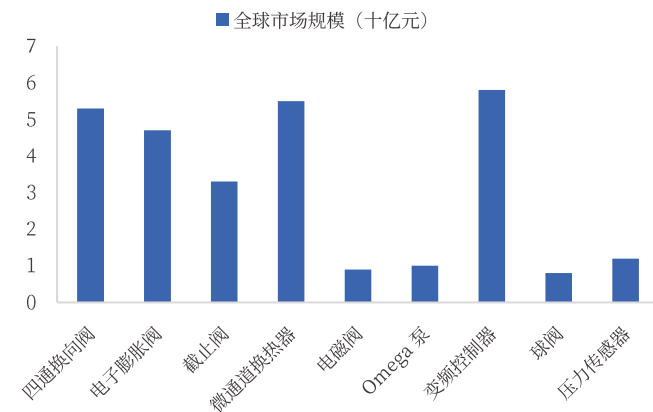
图13：全球制冷空调控制元器件市场结构（2024 年，按收入）



资料来源：Frost & Sullivan，公司 IPO 招股说明书，中国银河证券研究院

关键元器件中，微通道换热器、变频控制器和四通换向阀市场规模最大，电子膨胀阀与微通道换热器增长最为迅速。据 Frost & Sullivan，2024 年变频控制器、微通道换热器和四通换向阀全球市场收入分别为 58 亿元、55 亿元和 53 亿元，合计占比超 50%，为市场规模最大的三类关键元器件。其中，微通道换热器受益于技术创新带来的性能提升，2020-2024 年 CAGR 达 16.9%，为增长最快的细分关键元器件，预计至 2029 年仍将维持领先增长态势。电子膨胀阀受益于全球空调渗透率提高，尤其是新兴市场与冷链需求增长，2020-2024 年 CAGR 为 13.6%，预计 2024-2029 年 CAGR 为 11.6%

图14：2024 年全球关键制冷空调控制元器件市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，公司 IPO 招股说明书，中国银河证券研究院

表1：全球关键制冷空调元器件市场规模 CAGR

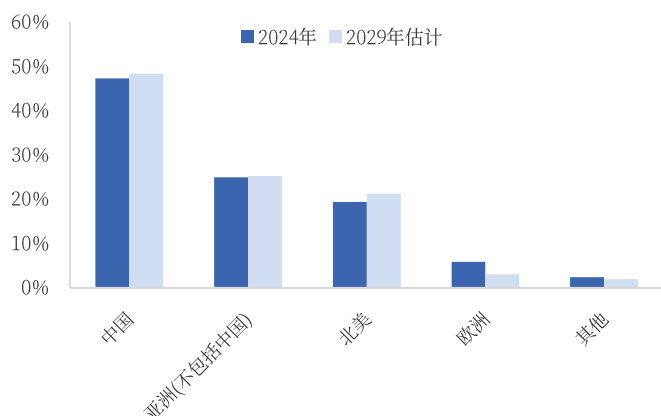
	2020-2024 年 CAGR	2024-2029CAGR 估计
四通换向阀	4.8%	2.2%
电子膨胀阀	13.6%	11.6%
截止阀	2.4%	1.8%
微通道换热器	16.9%	14.4%
电磁阀	6.5%	4.9%
Omega 泵	9.3%	6.9%
变频控制器	9.8%	5.0%
球阀	9.9%	4.8%
压力传感器	4.7%	6.1%

资料来源：Frost & Sullivan，公司 IPO 招股说明书，中国银河证券研究院

（二）中国为全球最大市场，政策与需求双轮推动关键品类高增

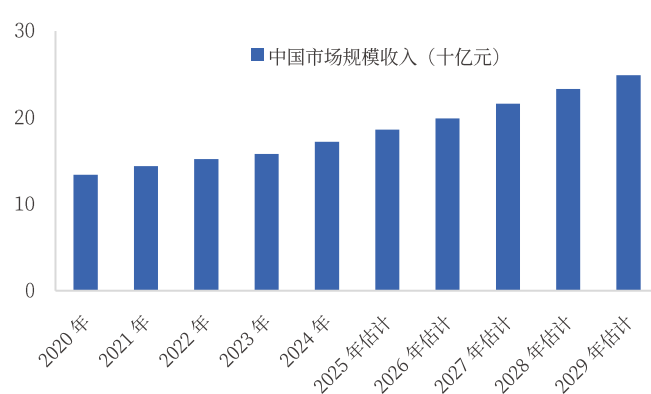
中国是全球最大的制冷空调控制元器件市场，据 Frost & Sullivan，2024 年中国制冷空调控制元器件收入 172 亿元，占全球总量的 47.3%。2024 年中国颁布的《2024-2025 年节能降碳行动方案》等一系列低碳节能政策及居民环保意识的提高，加速了原有环境污染的制冷剂淘汰，从而推动了节能降耗的制冷空调控制元器件的需求增长。此外，海外市场需求的的增长进一步带动中国企业制冷空调控制元器件出口增长。预计到 2029 年中国制冷空调控制元器件收入将持续增长至 249 亿元，占全球制冷空调控制元器件总收入的 48.3%，显示出强劲的发展潜力。

图15：中国是全球最大的制冷空调控制元器件市场（按收入）



资料来源：Frost & Sullivan，公司 IPO 招股说明书，中国银河证券研究院

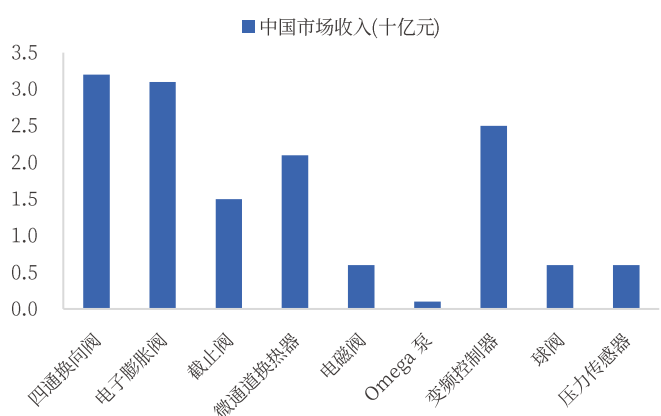
图16：中国制冷空调控制元器件的市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，公司 IPO 招股说明书，中国银河证券研究院

中国冷链物流及数据中心的兴起，推动了电子膨胀阀、压力传感器等相关零部件的市场规模迅速增长。随着冷链物流行业及数据中心行业的快速发展，制冷空调控制元器件在新兴市场迎来广阔的市场机遇。据 Frost & Sullivan 统计，2020 年至 2024 年中国冷链物流、数据中心服务市场规模的 CAGR 分别为 8.8%、11.6%，下游应用对质量及空调效率和可行性要求更高，推动专属零部件需求增长。同时，用于冷链物流及数据中心冷却的核心零部件电子膨胀阀、压力传感器在中国市场规模实现高速增长，2020-2024 年 CAGR 分别为 13.0%和 19.2%，预计 2024 年至 2029 年仍保持两位数增速。

图17：关键制冷空调元器件中国市场收入（2024 年）



资料来源：Frost & Sullivan，公司 IPO 招股说明书，中国银河证券研究院

表2：中国关键制冷空调元器件 CAGR

	2020-2024 年 CAGR	2024-2029CAGR 估计
四通换向阀	3.4%	2.8%
电子膨胀阀	13.0%	13.3%
截止阀	1.7%	2.0%
微通道换热器	16.5%	14.3%
电磁阀	10.6%	8.0%
Omega 泵	18.4%	13.2%
变频控制器	8.6%	3.7%
球阀	11.9%	5.4%
压力传感器	19.2%	10.3%

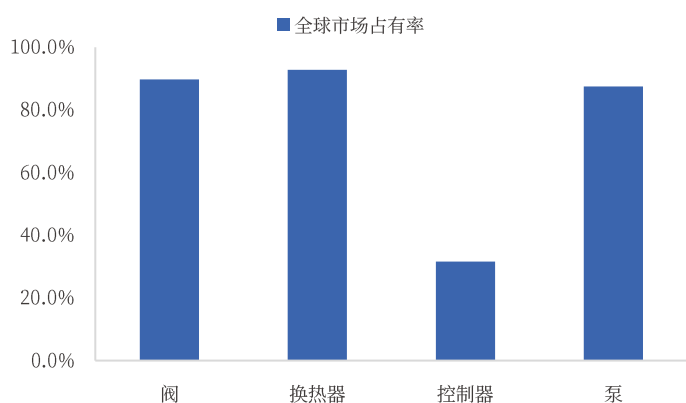
资料来源：Frost & Sullivan，公司 IPO 招股说明书，中国银河证券研究院

（三）制冷行业市场集中度高，三花为龙头企业多产品市占率全球第一

全球制冷空调控制元器件市场集中度高，龙头企业凭借技术、成本与规模优势占据主导地位。据 Frost & Sullivan, 2024 年全球前三大制冷空调元器件提供商市场份额高达 81%，其中阀类、换热器、控制器、泵类供应商 CR3 分别为 89.7%、92.8%、31.6%、87.5% 的市场份额。

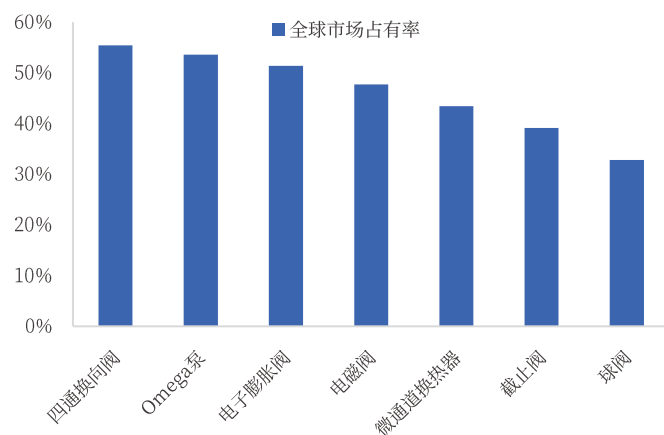
公司为行业龙头，多种核心品类中市场占有率全球第一。据 Frost & Sullivan, 按照收入计算，2024 年公司四通换向阀、Omega 泵、电子膨胀阀、电磁阀、微通道换热器、截止阀、球阀产品全球市场占有率第一，分别为 55.4%、53.6%、51.4%、47.7%、43.4%、39.1% 和 32.8%。在压力传感器与控制器全球市场份额均排名第二，市场占有率分别为 15.9% 和 12.5%。

图18：前三大制冷零部件供应商市场份额（2024 年，按收入计）



资料来源：Frost & Sullivan, 公司 IPO 招股说明书, 中国银河证券研究院

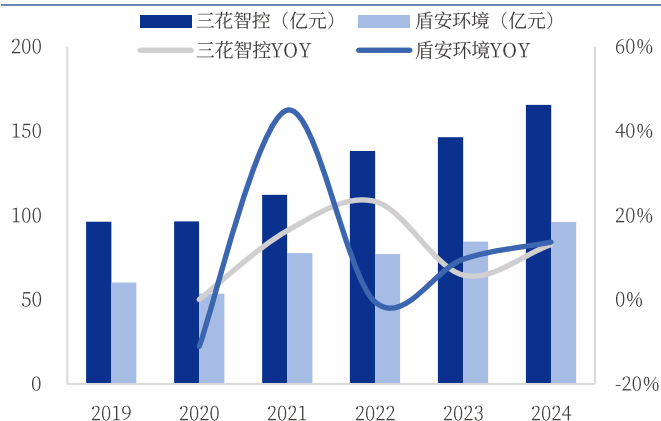
图19：公司关键制冷空调元器件全球市场份额（2024 年，按收入计）



资料来源：Frost & Sullivan, 公司 IPO 招股说明书, 中国银河证券研究院

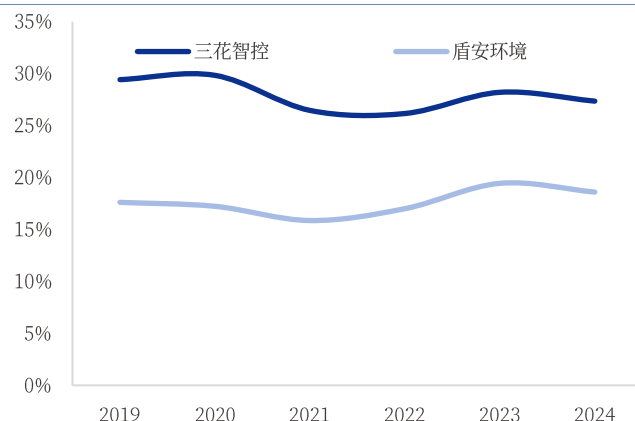
公司在制冷业务的营业收入规模与盈利能力均具有明显优势。营业收入方面，公司 2024 年制冷业务营业收入为 166 亿元，同比+13.1%，且过去四年内制冷业务收入持续正增长，整体规模始终领先于国内制冷行业最主要的竞争者盾安环境。毛利率方面，公司制冷业务毛利率始终保持在 25%-30% 的较高水平，高于竞争对手。公司凭借更强的产品定价能力与成本控制，实现了收入与利润的双优表现，市场竞争力领先。

图20：三花智控与盾安环境制冷业务营收对比



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图21：三花智控与盾安环境制冷业务毛利率对比



资料来源：iFind, 公司 IPO 招股说明书, 中国银河证券研究院

备注：三花智控制冷业务披露口径为“制冷空调电器零部件”，盾安环境制冷业务披露口径为“制冷配件产业”

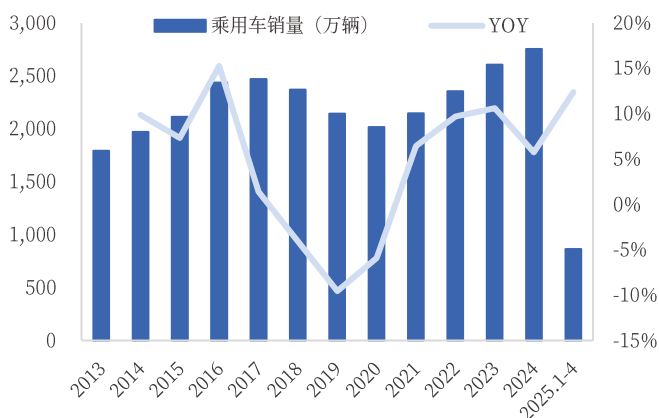
备注：三花智控制冷业务披露口径为“制冷空调电器零部件”，盾安环境制冷业务披露口径为“制冷配件产业”

三、第二业务曲线，新能源汽车热管理龙头

（一）新能源汽车渗透率快速提升，市场规模庞大

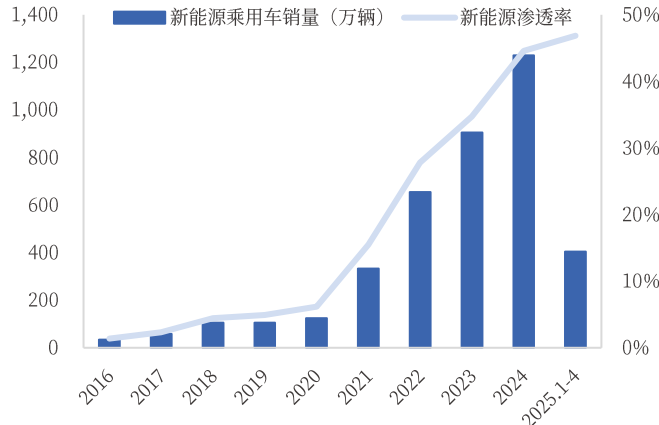
全球新能源汽车行业蓬勃发展，我国贡献全球过半产销。全球汽车行业的去碳化目标、新能源汽车技术的提升以及新能源汽车充电基础设施的发展，带动了全球新能源汽车行业快速发展。全球新能源汽车销量由 2020 年的 520 万台增加至 2024 年的 2140 万台，复合年增长率为 42.7%，2020 年至 2024 年，全球新能源汽车渗透率由 6.7% 上升至 23.6%；而全球传统内燃机汽车销量则由 2020 年的 7280 万台减少至 2024 年的 6920 万台。国内方面，我国新能源汽车产业正处于快速成长期，贡献全球过半产销。2024 年我国新能源汽车销售 1229 万台，贡献全球 57.4% 销量，新能源汽车销售渗透率同比提升 9.9 个百分点至 44.6%，渗透率快速提升。汽车以旧换新政策对新能源车补贴力度高于燃油车，叠加汽车下乡政策与购置税减免均只适用于新能源车，国内新能源车销量具备更强支撑。与此同时，智能网联和自动驾驶技术商业化正逐步展开，进一步提高新能源汽车的渗透率，推动汽车热管理系统零部件市场快速扩张。

图22：我国乘用车销量及增速



资料来源：Frost & Sullivan，公司 IPO 招股说明书，中国银河证券研究院

图23：我国新能源汽车销量及增速



资料来源：Frost & Sullivan，公司 IPO 招股说明书，中国银河证券研究院

新能源汽车热管理单车价值明显高于传统燃油车。传统热管理核心组件包括空调压缩机、散热器、油冷器、中冷器等，价格在 500-100 元，合计单车价值量为 2230 元。新能源汽车热管理核心组件新增冷却板、电池冷却器、电子膨胀阀等 11 项核心零部件，并且使用电动压缩机（1500 元左右）替代传统机械压缩机（500 元左右），用热泵系统（1500 元左右）替代 PTC 加热（400 元左右），因此新能源车热管理单车价值量高达 6410 元，接近传统燃油车的三倍。

表3：新能源车热管理单车价值量与传统燃油车对比

传统燃油车	结算价格（元）	新能源汽车	结算价格（元）
散热器	450 元	电池冷却器	600 元
蒸发器	180 元	蒸发器	720 元
冷凝器	100 元	冷凝器	200 元

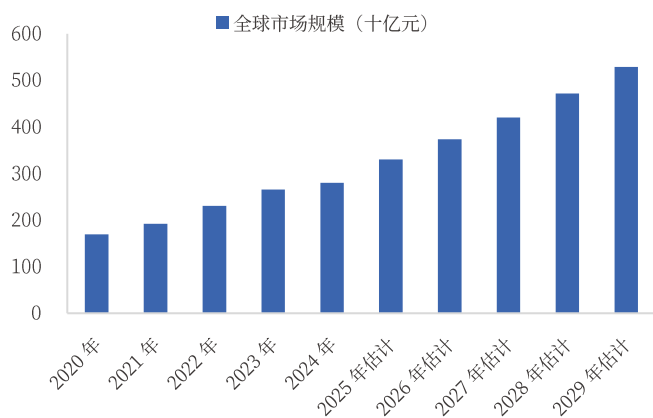
油冷器	300 元	热泵系统	1500 元
水泵	100 元	电子系统	840 元
空调压缩机	500 元	电动压缩机	1500 元
中冷器	200 元	电子膨胀阀	500 元
其他	400 元	其他	550 元
合计	2230 元	合计	6410 元

资料来源：电器工业，前瞻产业研究院，中国银河证券研究院

（二）全球新能源汽车零部件行业快速发展

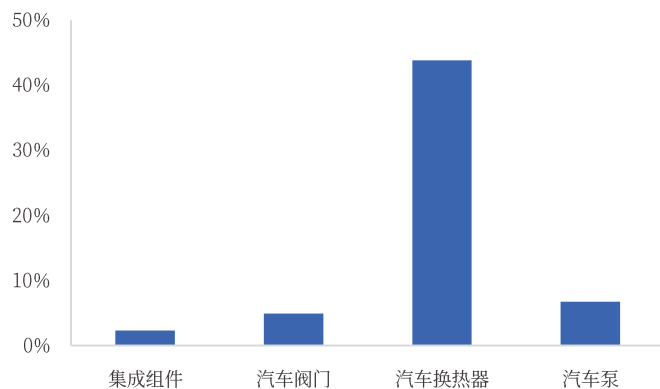
全球汽车热管理系统零部件行业迅速发展，新能源汽车热管理系统零部件收入的贡献显著提升。随着全球新能源汽车渗透率的提高以及新能源汽车热管理单车价值的提高，全球汽车热管理系统零部件市场收入从 2020 年的 1695 亿元增长至 2024 年的 2798 亿元，CAGR 为 13.3%，呈稳健上升趋势。其中，新能源汽车热管理系统零部件全球市场规模从 2020 年 164 亿元增至 2024 年 1162 亿元，CAGR 高达 63.1%。据 Frost & Sullivan 预计，2029 年全球汽车热管理系统零部件市场规模将增长至 5289 亿元，2024-2029 年 CAGR 为 13.6%，新能源汽车热管理系统零部件全球市场规模预计将增至 3771 亿元，占全球市场收入的 71.3%，将成为未来行业增长的主要驱动力。此外，汽车热管理系统按类别可分为集成组件、汽车阀门、汽车泵及汽车换热器。其中，2024 年汽车换热器全球市场规模收入为 1226 亿元，占全球市场份额最高为 43.8%，汽车泵和汽车阀门占比分别为 6.7% 和 4.9%。

图24：全球汽车热管理系统零部件市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，公司 IPO 招股说明书，中国银河证券研究院

图25：按收入计，2024 年全球汽车热管理零部件规模以换热器为主



资料来源：Frost & Sullivan，公司 IPO 招股说明书，中国银河证券研究院

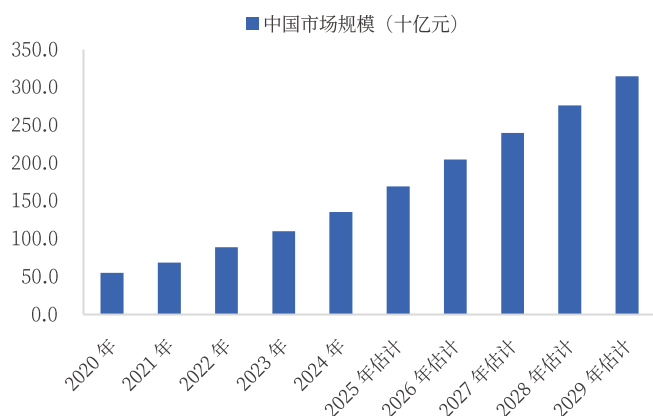
（三）中国为全球最大汽车热管理系统零部件市场

中国为全球最大汽车热管理系统零部件市场，增长动力主要来自新能源汽车渗透的持续提升。据 Frost & Sullivan，2024 年中国汽车热管理系统零部件市场规模为 1355 亿元，占全球市场规模的 48.4%；预计 2029 年将增长至 3149 亿元，全球份额进一步提升至 59.5%。随着中国新能源车渗透率的提升，中国新能源汽车热管理系统零部件市场规模由 2020 年 96 亿元增加至 2024 年的 980 亿元，CAGR 为 78.7%，预计至 2029 年将以 24.5% 的年复合增长率持续增长。

集成组件、车用电子膨胀阀、汽车电子水泵及电池冷却器等新能源汽车热管理系统的关键零部件增长迅速。据 Frost & Sullivan，2024 年集成组件、车用电子膨胀阀、汽车电子水泵及电池冷却

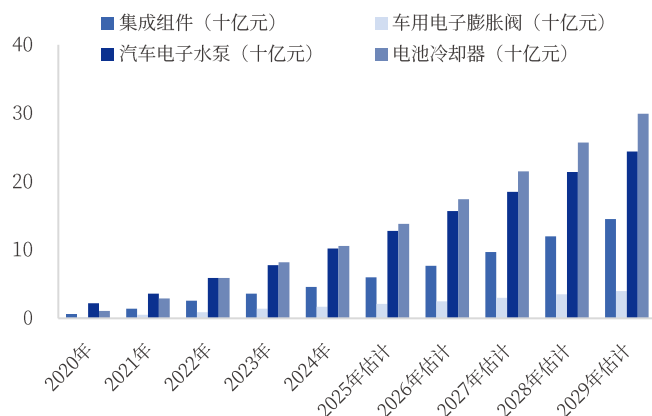
器的中国市场规模分别是 46 亿元、17 亿元、102 亿元及 106 亿元，2020-2024 年间 CAGR 分别为 67.6%、75%、47.4%及 76.1%，增长明显快于其他类别零部件。

图26：中国汽车热管理系统零部件市场规模



资料来源：Frost & Sullivan, 公司 IPO 招股说明书, 中国银河证券研究院

图27：中国汽车热管理系统关键零部件市场规模



资料来源：Frost & Sullivan, 公司 IPO 招股说明书, 中国银河证券研究院

表4：中国汽车热管理系统关键零部件 CAGR

	2020-2024 年 CAGR	2024-2029 CAGR 估计
集成组件	67.6%	25.9%
车用电子膨胀阀	75.0%	18.4%
汽车电子水泵	47.4%	19.2%
电池冷却器	76.1%	23.0%

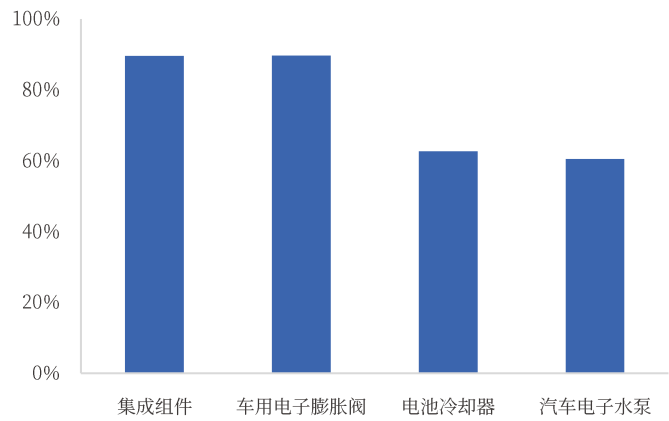
资料来源：Frost & Sullivan, 公司 IPO 招股说明书, 中国银河证券研究院

(四) 汽车热管理行业竞争格局集中，三花在核心品类中全球领先

全球汽车热管理系统零部件行业集中度高，龙头企业凭借系统集成能力与客户黏性占据主导地位。据 Frost & Sullivan，2024 年全球五大汽车热管理系统零部件提供商市场占有率达 77.9%，呈现寡头格局。在细分品类新能源汽车核心零部件的细分品类上，“头部效应”更加明显。据 Frost & Sullivan，2024 年集成组件、车用电子膨胀阀、电池冷却器、汽车电子水泵前三大厂商合计市场占有率分别为 89.6%、89.7%、62.7%、60.5%。

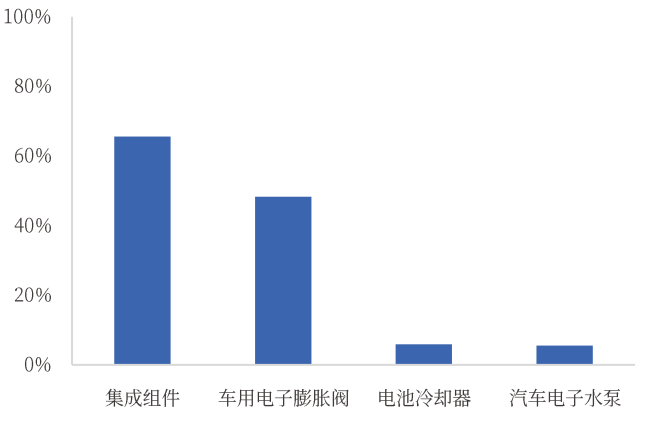
公司在多个零部件品类的全球市场中占据领先地位。据 Frost & Sullivan 统计，2024 年公司在全球集成组件及汽车阀门市场均位列第一，市场占有率分别为 65.6%和 19.3%；在全球汽车泵市场排名第四，市场占有率为 8.6%。其中，车用电子膨胀阀的全球市场占有率高达 48.3%，稳居行业第一；同时，公司在电池冷却器及汽车电子水泵的全球市场中分别排名第三和第四，市场占有率分别为 5.9%和 5.5%。

图28：前三大供应商汽车热管理系统零部件市场占有率（2024 年）



资料来源：Frost & Sullivan，公司 IPO 招股说明书，中国银河证券研究院

图29：公司汽车热管理系统关键零部件市场占有率（2024 年）



资料来源：Frost & Sullivan，公司 IPO 招股说明书，中国银河证券研究院

公司收入规模和盈利能力在汽车热管理行业内处于领先地位。2024 年，公司在汽车热管理行业的营业收入达到 114 亿元，同比+14.9%，过去 5 年整体呈上升态势。此外，公司盈利能力处于行业前列。2024 年，公司汽车零部件业务毛利率为 27.6%，同比增加 0.53 个百分点，汽零业务毛利率显著高于盾安环境的 23.1%、银轮股份的 19.5%以及拓普集团的 17.1%。

表5：三花智控与可比公司汽车零部件业务对比

公司	三花智控			盾安环境			银轮股份			拓普集团		
业务对比	汽车零部件 (亿元)	YOY	毛利率	汽车热管理 (亿元)	YOY	毛利率	热交换器 (亿元)	YOY	毛利率	热管理系统 (亿元)	YOY	毛利率
2019	16.5		30.6%				38.9		23.6%			
2020	24.7	49.6%	29.7%				49.0	25.8%	23.5%			
2021	48.0	94.5%	23.8%	0.5			62.8	28.3%	19.7%	12.8		17.8%
2022	75.1	56.5%	25.9%	2.0	290.0%	17.6%	71.0	12.9%	19.6%	13.7	6.5%	18.6%
2023	99.1	31.9%	27.4%	4.7	136.5%	22.4%	91.8	29.3%	20.3%	15.5	13.1%	18.9%
2024	113.9	14.9%	27.6%	8.1	71.7%	23.1%	119.8	30.6%	19.5%	21.4	38.2%	17.1%

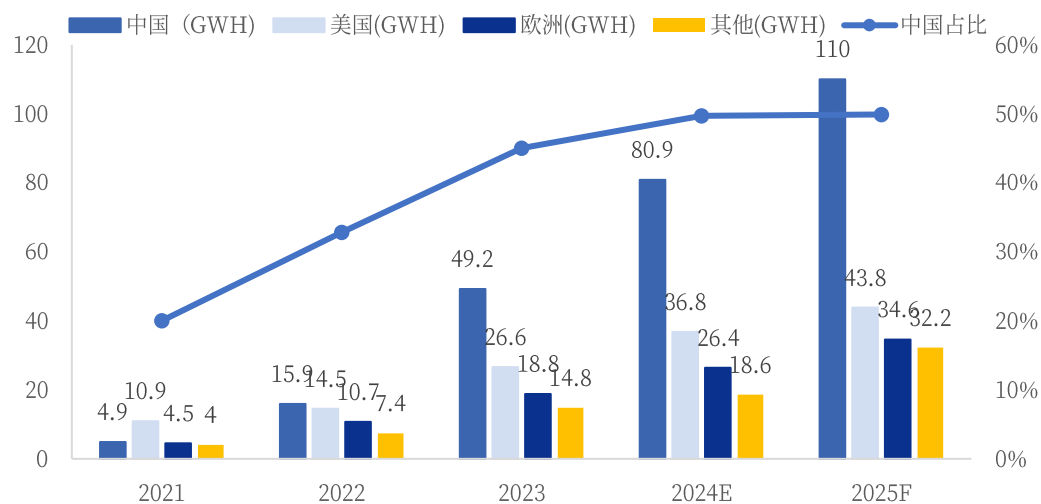
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（注：银轮股份 2024 年热交换器营业收入统计口径调整，包含尾气处理和热交换器两部分）

四、储能热管理业务展望

（一）储能热管理前景广阔

储能市场快速增长，发展前景广阔。2024 年《中华人民共和国能源法》首次将新型储能纳入法律体系，明确其作为电力系统“关键调节资源”的法定地位，同年发布《加快构建新型电力系统行动方案》明确提出推动储能参与电力市场交易。根据中国化学与物理电源行业协会储能应用分会不完全统计，2024 年中国新型储能新增装机 109.58GWh（CAGR 136%），新型储能累计装机达 176.45GWh，功率和容量分别同比增长 131.86%和 163.8%，首次超越抽水蓄能，成为电力系统第二大灵活调节资源。全球方面，TrendForce 数据显示在 2020 年到 2023 年，全球新型储能装机从 11.3GWh 快速提升到了 110GWh，年均复合增长速度高达 113%，呈现出快速上升的趋势，预计 2025 年全球储能新增装机有望达 86GW/221GWh，同比增长 27%/36%。

图30：全球储能装机区域分布



资料来源：TrendForce，中国银河证券研究院

储能系统中热管理成本占比约 2%-4%，其中液冷技术因散热效率优势（较风冷提升 3 倍）成为主流，2025 年液冷渗透率预计达 45%。我们预计 2025 年全球储能新增装机 230GWh，按液冷渗透率 45%、单 GWh 热管理成本 1.2 亿元（2022 年液冷系统采购单价约 1.42 元/Wh-1.61 元/Wh。）计算，全球热管理市场规模超过 120 亿元。其中，压缩机/换热器/水泵等核心部件需求增长，我们预计 2025 年全球市场规模约 40 亿元。

（二）热管理技术复用，公司切入储能赛道

储能电池热管理系统相较于动力电池呈现出使用环境的差异性，对热管理技术提出更高要求。在电化学储能系统中，温控系统是保障安全运行与性能优化的核心模块。随着全球储能装机规模快速增长，以及储能电池单体功率密度逐步提升，对热管理技术提出更高要求。随着大型储能项目建设，液冷储能系统正逐步成为市场技术主流。

表6：热管理主流技术路径对比

技术路线	换热系数	温差控制	系统复杂度	适用场景	特点
风冷	20-100	非均匀	低	低功率密度场景	具有结构简单、易维护、成本低等优点，但散热效率、散热速度和均温性较差。适用于产热率较低的场合。
液冷	1000-1.5 万	均匀	高	高功率密度场景	散热效率、散热速度和均温性好，但成本较高，且有冷液泄露风险。适用于电池包能量密度高，充放电速度快，环境温度变化大的场合。
相变材料	/	均匀	低	中等密度环境场景	分别通过介质在热管中的蒸发吸热和材料的相变转换来实现电池的散热，系统安装简单，技术较为成熟

资料来源：碳索储能网，中国银河证券研究院

面对储能热管理的复杂挑战，三花的技术层面实现多项突破。根据易贸汽车资料，三花针对电池均温性、能效提升、空间紧凑等需求，研发了先进的液冷与直冷技术，在机组设计上采用微通道、电子膨胀阀和变频控制等技术，相较于采用翅片管的定频机组实现能效提升。同时，选配自然冷却技术，可使全工况综合能效再提升 20%，极大提高了能源利用效率。三花的储能热管理解决方案已在国内外多个项目中成功应用，展现出卓越的性能与可靠性。

公司空调制冷零部件技术可以在储能零部件市场上实现复用，具有显著优势。储能热管理与空调制冷、新能源汽车热管理在理论具备高度相似性，公司技术优势得以复用。近年来，公司聚焦核心客户的业务布局，密切跟踪储能系统技术发展动向，并不断跟进储能热管理零部件的市场机会。公司在储能热管理尤其是电化学储能热管理领域做了深度布局，2022 年 3 月 30 日成立子公司三花新能源热管理科技(杭州)有限公司，主要生产储能空调整机及冷板、换热器等相关配套的温控零部件，系统性拓展储能热管理相关业务，2023 年上半年公司公告称储能热管理系统解决方案成功突破行业标杆客户。

五、深入布局人形机器人零部件

（一）人形机器人商业化落地渐近，产业链机会丰富

特斯拉 Optimus 量产渐行渐近，2025 年或将成为量产元年。自 2023 年以来，特斯拉 Optimus 接连展现出自主执行不同任务的能力，2024 年当地时间 11 月 28 日，特斯拉机器人官方在海外社交媒体 X 上发布 Optimus 最新动态，视频中的机器人通过具备 22 个自由度的灵巧手已能够完成单手接住抛出网球的动作，展现出较强的灵活度。我们预计特斯拉 Optimus 在经过了两年的技术验证后已处于量产前夕，预计 2025 年特斯拉 Optimus 将率先实现量产。

2025 年以来人形机器人技术进步加速，实践应用尝试不断丰富，国内产业链百花齐放。如人形机器人半马、格斗擂台赛、能力挑战赛、运动会等，人形机器人产品开始从实验室走向实践，在实际应用场景中检验核心能力，驱动技术进步。另外，产业链层面从过去龙头（特斯拉）引领转为国内产业链百花齐放的发展态势，宇树、智元、松延动力、乐聚、优必选等国内龙头订单表现亮眼，国内技术成熟度加速提升。

表7：2025 年人形机器人实践应用尝试不断丰富，国内产业链百花齐放

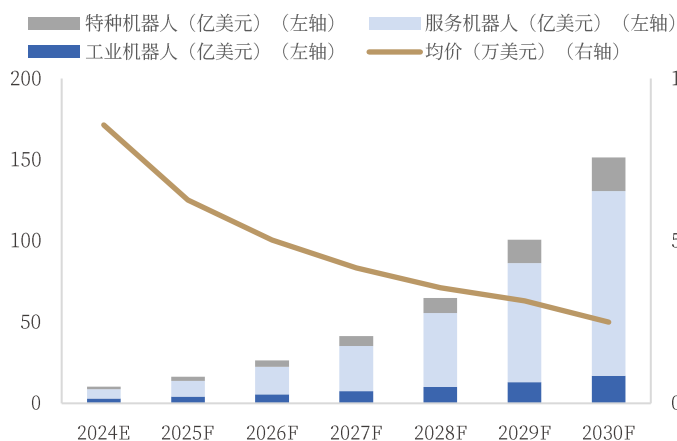
	时间	行业动态
行业层面	4 月 19 日	全球首个人形机器人半程马拉松北京亦庄开跑，共 20 支人形机器人赛队参赛，赛道全程 21.0975 公里，本次比赛是人形机器人首次在开放环境下的长距离耐力测试。每个参赛机器人须具备人形外观，实现双足行走或奔跑，禁止轮式结构；控制方式可选手动遥控（含半自主）或完全自主，通过动态路况与复杂环境，能够全方位检验机器人在运动控制、环境感知和能源管理等核心技术能力，最终“天工 Ultra”以 2 时 40 分 42 秒的成绩成为首位完赛的机器人，本次比赛共 6 支队伍完赛。
	5 月 19-23 日	首届“探索机器人能力边界双臂机器人挑战赛（WBCE）”决赛在 ICRA 2025 举办，WBCE 聚焦双臂机器人技术，以“真实场景验证”为核心，结合机器人企业的实际需求，设置三大前沿赛题物流包装挑战（Packing Logistics）、生命科学实验挑战（Scientific Experiments）、餐桌服务任务（Table Operations），重点关注双臂机器人的自主感知能力。
	5 月 25 日	《CMG 世界机器人大赛·系列赛》机甲格斗擂台赛在浙江杭州举办，比赛全部采用宇树 G1 人形机器人，由不同团队操作进行多轮对抗，并连续施展了侧踢、膝踢、勾拳、组合拳等动作，对人形机器人的平衡能力、抗干扰能力、动力系统进行了实践检验。
	8 月 15-17 日	首个以人形机器人为参赛主体的综合性运动会—2025 世界人形机器人运动会将在北京举办，主体赛事包括竞技赛、表演赛和场景赛，以检验人形机器人‘智能’和‘体能’的综合能力及融合水平。
	企业	企业动态
企业层面	特斯拉	3 月 21 日，马斯克在特斯拉全体会议上表示 2025 年 Optimus 将试生产 5000 台，并计划在 2026 年将年产能提升至 5 万台； 5 月 13 日、14 日，连续两天发布 Optimus “跳舞”视频； 5 月 21 日，发布 Optimus 在单个神经网络下学习人类视频完成多项家务的视频； 5 月 29 日，发文称 SpaceX 将于 2027 年发射携带 Optimus 的星舰前往火星。
	宇树	2025 年至今中标 25 个公开采购项目，已经接近 2025 年全年 32 次的中标订单总量。
	智元	3 月 23 日与大丰实业签订《战略合作协议》，大丰实业将在合资公司成立后的一个季度内，提供不低于 1500 万元的意向采购订单，用于相关场景的研发工作。
	松延动力	N2 机器人“小孩哥”大定数量已突破 1000 台。
	乐聚	去年全年交付量 100 台，今年一季度订单增长 200%，预计全年总交付量将进入千台级别。
	深圳普渡科技	今年订单量较去年同期增长 300%。
	优必选	4 月 24 日与购方签订了大型双足仿人机器人采购合同，采购产品为 Walker S1 和 Walker C，订单规模为 20 台，主要用于汽车工厂的生产制造和商用接待。

资料来源：光明日报，新浪，量子位，腾讯，央视新闻，财联社，中国银河证券研究院

规模化生产下的均价下行有望带动人形机器人市场释放扩容潜力，中国市场引领全球发展。伴随规模化生产与平台型技术的大范围应用，人形机器人成本有望快速下行，带动均价下降，释放市场扩容潜力。据高工咨询预测，2030 年全球人形机器人市场规模有望达到 151.42 亿美元，2024-2030 年 CAGR 为 56.85%，中国市场规模有望达到 379.70 亿元，CAGR 达 61.29%，增速快于全球市场，将成为全球人形机器人市场引领者。

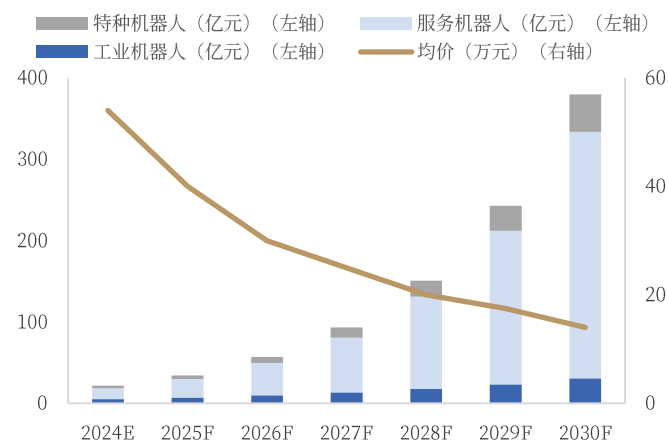
预计人形机器人将率先落地工业应用领域，后拓展至商业与家庭服务，远期市场规模超万亿。相比服务业应用场景，工业应用场景的程序化工序更多，因此我们认为，在产业发展前期，人形机器人将更多应用于制造业场景中的标准化流程，随着技术的发展与成熟逐渐扩展至商业与家庭服务领域，因此中短期来看，人形机器人市场的扩张主要在工业领域，据亿欧智库预计，到 2030 年工业领域人形机器人市场规模有望达到 2383 亿元，此后商业服务与家庭生活领域人形机器人市场开始扩容，到 2040 年整个人形机器人市场规模有望达到近 3 万亿元。

图31：2030 年全球人形机器人市场规模有望超过 150 亿美元



资料来源：高工咨询，中国银河证券研究院

图32：2030 年中国人形机器人市场规模有望达到接近 400 亿元

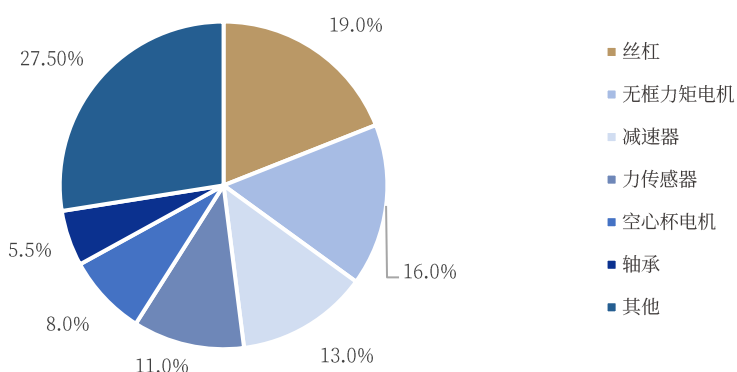


资料来源：高工咨询，中国银河证券研究院

（二）公司深度绑定特斯拉，积极布局高价值的机电执行器

人形机器人核心产业链包括执行器总成、芯片、视觉系统、电池等，执行器总成是价值量最高的零部件，以特斯拉 Optimus 为例，包括直线执行器（核心部件：行星滚柱丝杠、无框力矩电机）、旋转执行器（核心部件：谐波减速器、无框力矩电机）、手部执行器（核心部件：行星减速器、空心杯电机），合计价值量占比超过 70%，其中丝杠、减速器、无框力矩电机、空心杯电机等占据较大价值量。依托与特斯拉的深度绑定关系，三花智控进入 Optimus 产业链，布局旋转执行器（电机+谐波减速器+轴承+力矩传感器+位置传感器+编码器等构成）和线性执行器（由电机+反向行星滚柱丝杠+力矩传感器+位置传感器+编码器）供应，有望率先受益于人形机器人产业化带来的市场扩容机遇。

图33: 执行器总成中的丝杠、减速器、无框力矩电机、空心杯电机等部件价值量占比较大



资料来源: M2 觅途咨询, 特斯拉 AI DAY, 中国银河证券研究院

公司利用在电机及相关产品批量生产方面的成熟能力、可扩展性和成本效益, 正在通过开发机电执行器战略性地切入到仿生机器人市场。机电执行器是将来机器人控制系统的命令转化为其物理运动的重要组件。截至 2024 年, 公司业务仍处于研发阶段, 旨在大规模商业化之前进一步完善产品原型。公司的目标是打造比现有选项更轻、更小、动作更精确的执行器, 同时也在规划海外生产布局, 提高全球影响力和制造能力, 以获得先发优势, 并将自身定位为仿生机器人机电执行器市场的引领者。

六、可比公司对比与盈利预测

（一）与可比公司相比：

我们按照公司开展的业务板块梳理可比公司：1) 制冷零部件行业，国内可比公司为盾安环境及海立股份，海外对标企业为艾默生电气和派克汉尼汾；2) 汽车热管理零部件及解决方案，对应可比公司为 A 股上市公司银轮股份、拓普集团、奥特佳和松芝股份，海外对标企业为日本电装、翰昂系统、法雷奥集团；3) 人形机器人执行器方面，我们选取 A 股上市企业绿的谐波、北特科技和鸣志电器作为可比公司，哈默纳科为相关领域海外对标企业。

表8：三花智控海内外可比公司

业务领域	分类	公司名称	代码	相关业务及产品比较情况
制冷阀零部件	国内企业	盾安环境	002011.SZ	制冷配件为第一大业务，收入占比超 75%，布局汽车热管理业务，2024 年收入占比 6.4%
		海立股份	600619.SH	专注于制冷压缩机及零部件，覆盖家用空调、商用空调、新能源汽车热管理等领域
	海外公司	艾默生电气	EMR.N	提供自动化解决方案和商住解决方案。其中商住解决方案专注于商业和住宅领域的暖通空调、冷链管理、家居自动化等产品和服务
		派克汉尼汾	PH.N	旗下品牌斯波兰（SPORLAN）专注于 HVAC 和制冷行业，核心产品包括膨胀阀、制冷阀、电磁阀、干燥过滤器、隔离阀、过滤器、压力调节阀等
汽车热管理零部件及解决方案	国内企业	银轮股份	002126.SZ	国内汽车热管理行业龙头企业，专注于热交换器、汽车空调等热管理产品，客户包含宝马、吉利等国内外知名车企。
		拓普集团	601689.SH	热管理系统占公司总营收 8.4%，包括集成式热泵总成、多通阀等，其中电子水阀、电子膨胀阀等核心部件优势明显
		奥特佳	002239.SZ	汽车空调压缩机龙头，阀体集成技术领先，汽车空调压缩机与汽车空调系统合计收入占比超 9 成
		松芝股份	002454.SZ	乘用车空调与大中型客车空调收入占比超 8 成，2024 年电池热管理产品占比 2.4%
	海外公司	日本电装	6902.T	从事汽车零部件及系统、工业产品和家用电器的供应，包括热力系统、动力传动系统、安全座椅系统以及汽车维修用零部件和配件。
		翰昂系统	018880.KS	提供汽车热管理系统和汽车零部件的制造和销售。其核心产品包括车用空调（HVAC）系统，压缩机、动力系统冷却、电池热管理系统、热泵系统等其他汽车用产品
		法雷奥集团	FR.PA	生产和销售供轿车、卡车使用的汽车零部件、系统集成、及模块的综合性部件供应商
机器人执行器	国内企业	绿的谐波	688017.SH	国内谐波减速器行业的龙头企业，谐波减速器及行星滚柱丝杠技术领先，执行系统核心部件，市场份额稳步提升。
		北特科技	603009.SH	提供精密丝杠产品，为人形机器人标准配置件。
		鸣志电器	603728.SH	主营控制电机及其驱动系统业务
	海外企业	哈默纳科	6324.T	谐波减速器龙头，产品适配特斯拉 Optimus、波士顿动力。

资料来源：iFinD，公司公告，IPO 招股说明书，中国银河证券研究院

根据与可比公司的杜邦分析，2024 年公司盈利能力处于可比公司中较为领先的水平。2024 年公司 ROE 为 16.7%，在制冷产业链可比公司中处于中游水平，主要系总资产周转率以及公司权益系数较低，但在汽车热管理和机器人执行器领域，公司盈利能力较为领先。

图34：2024 年可比公司杜邦分析

			ROE	=	归母净利润率	×	资产周转率（次）	×	权益乘数
三花智控			16.7%		11.1%		0.8		1.8
制冷阀零部件	国内企业	盾安环境	21.1%		8.2%		1.1		2.3
		海立股份	0.6%		0.2%		0.8		3.7
	海外公司	艾默生电气	9.3%		11.3%		0.4		2.1
		派克汉尼汾	25.4%		14.3%		0.7		2.6
汽车热管理零部件及解决方案	国内企业	银轮股份	13.4%		6.2%		0.7		3.0
		拓普集团	18.0%		11.3%		0.8		2.0
		奥特佳	1.9%		1.3%		0.7		2.2
		松芝股份	3.5%		2.7%		0.6		2.0
	海外公司	日本电装	6.3%		4.4%		0.9		1.7
		翰昂系统	-13.9%		-3.6%		1.0		3.8
		法雷奥集团	4.4%		0.8%		1.0		6.0
机器人执行器	国内企业	绿的谐波	2.1%		14.5%		0.1		1.2
		北特科技	4.4%		3.5%		0.6		2.1
		鸣志电器	2.7%		3.2%		0.6		1.4
		哈默纳科	-27.1%		-44.5%		0.4		1.5
	海外企业								

资料来源：iFinD，Wind，中国银河证券研究院

（二）公司估值低于可比公司均值

我们选取可比公司中 A 股上市公司对比估值。截至 2025 年 7 月 16 日，三花智控 2025 年预测市盈率为 27.8 倍，略低于公司 2009 年以来均值（28.15）。2025 年、2026 年预测市盈率分别为远低于可比公司估值算数均值，主要系人形机器人执行器可比公司估值较高导致。

表9：可比公司估值表

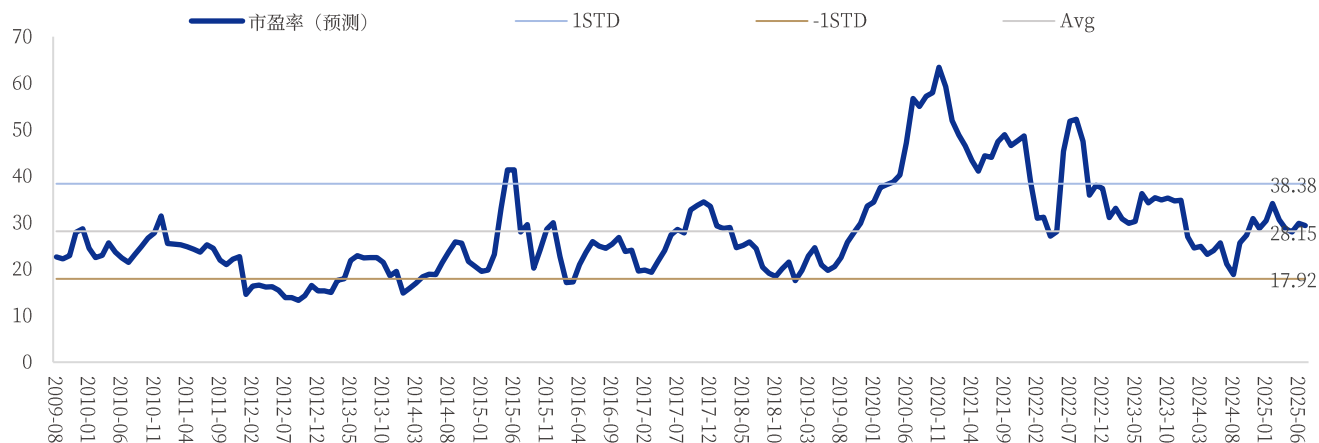
分类	股票代码	公司名称	收盘价 7-16	总市值 (亿元)	归母净利润（百万元）			市盈率		
					2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
制冷阀零部件	002011.SZ	盾安环境	11.6	124	1,045	1,167	1,322	11.9	10.6	9.4
	600619.SH	海立股份	12.3	105	34	-	-	309.1	-	-
汽车热管理零部件及解决方案	002126.SZ	银轮股份	25.4	212	784	1,066	1,343	27.1	19.9	15.8
	601689.SH	拓普集团	48.4	840	3,001	3,638	4,480	28.0	23.1	18.8
	002239.SZ	奥特佳	2.9	97	106	-	-	91.4	-	-
	002454.SZ	松芝股份	8.3	52	136	171	213	38.2	30.5	24.5
人形机器人执行器	688017.SH	绿的谐波	126.4	232	56	89	123	412.3	261.7	189.0
	603009.SH	北特科技	41.7	141	71	111	158	197.6	127.8	89.3

	603728.SH	鸣志电器	58.9	247	78	129	183	316.6	192.0	135.1
	算数平均值							159.1	95.1	68.8
	综合平均值							38.6	83.4	81.4
	002050.SZ	三花智控	27.5	1,125.3	3,989	4,789	5,699	35.73	27.76	23.12

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

注：除三花智控外，其他公司归母净利润预测值均为同花顺统计市场一致预期；综合平均值指总市值/总归母净利润

图35：三花智控历史估值区间



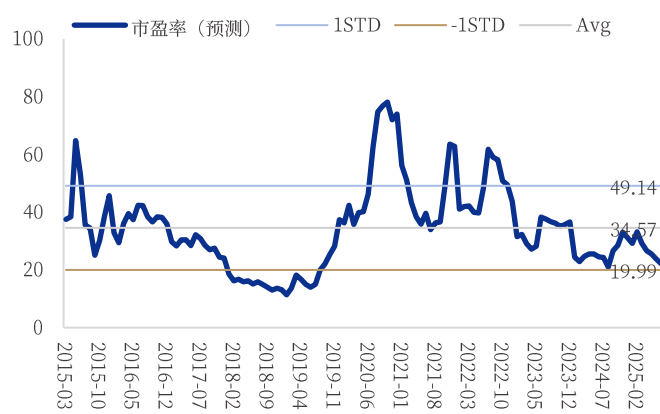
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图36：盾安环境历史估值区间



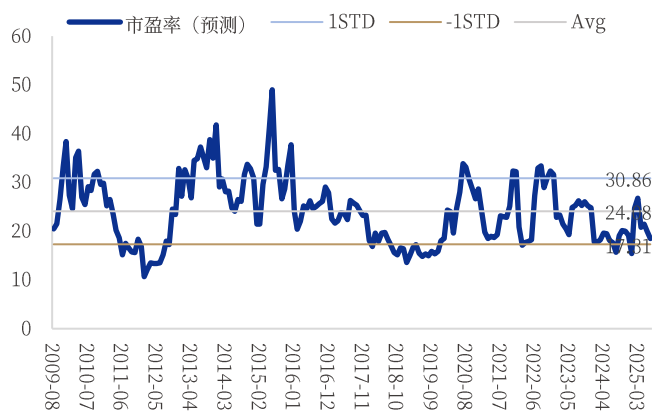
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图37：拓普集团历史估值区间



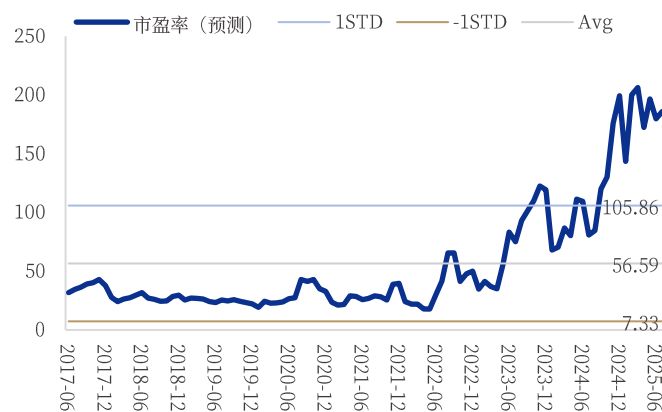
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图38：银轮股份历史估值区间



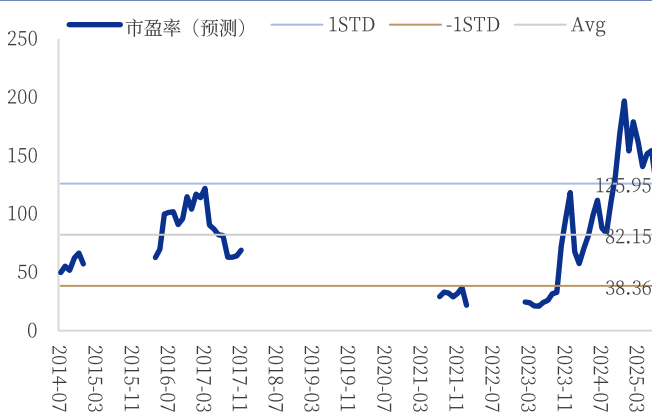
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图39：鸣志电器估值区间



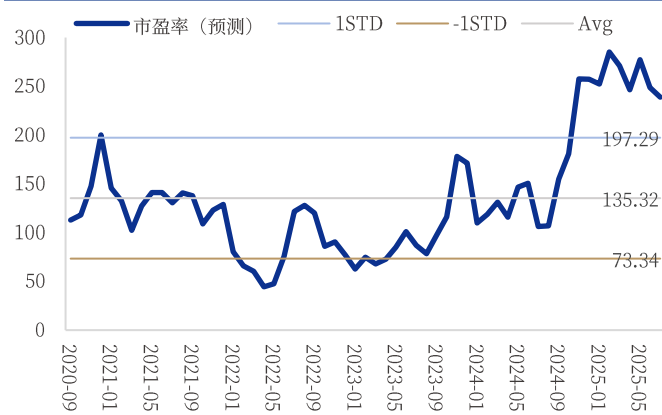
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图40：北特科技历史估值区间



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图41：绿地谐波估值区间



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

（三）盈利预测

营业收入：我们预计 2025/2026/2027 年，公司制冷业务单元收入分别同比+10.4%/+10.0%/+9.6%，汽零业务单元收入分别同比 31.3%/28.2%/24.2%。整体来看，我们预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 332.3/392.7/458.2 亿元，分别同比+18.9%/+18.2%/+16.7%。

归母净利润：我们预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 39.9/47.9/57.0 亿元，分别同比+28.7%/20.1%/19.0%。

表10：公司盈利预测主要指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	27,947	33,229	39,268	45,824
收入增速	13.8%	18.9%	18.2%	16.7%
归母净利润（百万元）	3,099	3,989	4,789	5,699
利润增速	6.1%	28.7%	20.1%	19.0%
摊薄 EPS(元)	0.75	0.96	1.15	1.37
PE	35.73	27.76	23.12	19.43

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院预测（预测日期为 2025 年 7 月 16 日）

（四）绝对估值

我们采用 FCFF 法分增长期（2025-2027 年）、过渡期（2028-2034 年）、永续增长期（2035 年及以后）三阶段对公司进行绝对估值，主要参数设定及依据如下表所示。以 2025 年 7 月 16 日公司股本为基准，在加权平均资本成本（WACC）为 10.35%、永续增长率（g）为 2.6%时，公司合理每股价值为 35.34 元，对应市值 1464 亿元。

在折现率正负波动 0.3%、永续增长率（g）正负波动 0.3%的情况下，公司 A 股合理价值区间为 33.3~37.7 元每股，对应市值区间为 1383~1562 亿元，较当前（截至 2025 年 7 月 16 日）有 23%~39%上涨空间，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

表11: FCFF 核心假设

指标	数值	说明
无风险利率 Rf	1.67%	取 2025 年 7 月 16 日十年期国债收益率
市场预期收益率 Rm	8%	参考沪深 300 历史平均收益率，假设市场预期收益率为 8%
贝塔值(B)	1.42	取公司近 3 年期间原始 Beta（频率为周度），标的指数为沪深 300
WACC	10.35%	通过公式 $WACC = K_d * W_d * (1 - T) + K_e * (1 - W_d)$ 计算得到
税率 T	15%	公司为高新技术企业，按 15% 的税率计缴企业所得税
永续增长率 g	2.6%	假设公司永续增长率为 2.6%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表12: WACC 估值敏感性分析表（单位：元/股）

		WACC						
		9.45%	9.75%	10.05%	10.35%	10.65%	10.95%	11.25%
永续 增 长 率	1.70%	37.24	35.81	34.49	33.26	32.12	31.06	30.06
	2.00%	38.10	36.59	35.19	33.90	32.71	31.59	30.55
	2.30%	39.03	37.43	35.95	34.59	33.33	32.16	31.07
	2.60%	40.04	38.34	36.78	35.34	34.01	32.78	31.63
	2.90%	41.15	39.33	37.66	36.14	34.73	33.43	32.23
	3.20%	42.36	40.41	38.63	37.01	35.52	34.14	32.87
	3.50%	43.69	41.59	39.69	37.95	36.37	34.91	33.57

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

七、风险提示

新能源汽车市场竞争加剧的风险，公司为新能源车热管理龙头企业，若市场需求不足，将对公司产品销售造成影响。

人形机器人产业发展低于预期的风险，公司积极开展人形机器人执行器相关业务，若产品商业化落地低于预期，将对公司新业务发展造成影响。

附录：

三花智控业务与产品一览

业务种类	细分业务	主要产品				
制冷业务	家用制冷					
	商用制冷	电子膨胀阀	四通换向阀	电磁阀	截止阀	
	微通道					
	储能	 电子膨胀阀	 控制器	 截止阀	 方形四通阀	 压力传感器
汽零业务	燃油车					
	新能源车	热力膨胀阀	电子水泵	电子膨胀阀	新能源车热管理集成组件	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

三花智控全球工厂布局情况



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 公司发展历史沿革.....	4
图 2: 公司营业收入及增长率	5
图 3: 公司归母净利润及增长率	5
图 4: 公司营业收入按产品分类	5
图 5: 公司 ROE、毛利率、归母净利率	5
图 6: 公司年度内外销营收	6
图 7: 公司分区域外销收入与内销对比	6
图 8: 公司半年度内外销营收增长率	6
图 9: 公司内外销毛利率.....	6
图 10: 公司上市以来股价表现（前复权，数据截止 2025-07-10）	7
图 11: 公司分红率	7
图 12: 制冷空调控制元器件全球市场规模	8
图 13: 全球制冷空调控制元器件市场结构（2024 年，按收入）	8
图 14: 2024 年全球关键制冷空调控制元器件市场规模.....	8
图 15: 中国是全球最大的制冷空调控制元器件市场（按收入）	9
图 16: 中国制冷空调控制元器件的市场规模	9
图 17: 关键制冷空调元器件中国市场收入（2024 年）	9
图 18: 前三大制冷零部件供应商市场份额（2024 年，按收入计）	10
图 19: 公司关键制冷空调元器件全球市场份额（2024 年，按收入计）	10
图 20: 三花智控与盾安环境制冷业务营收对比	10
图 21: 三花智控与盾安环境制冷业务毛利率对比	10
图 22: 我国乘用车销量及增速.....	11
图 23: 我国新能源汽车销量及增速.....	11
图 24: 全球汽车热管理系统零部件市场规模	12
图 25: 按收入计，2024 年全球汽车热管理零部件规模以换热器为主	12
图 26: 中国汽车热管理系统零部件市场规模	13
图 27: 中国汽车热管理系统关键零部件市场规模	13
图 28: 前三大供应商汽车热管理系统零部件市场占有率（2024 年）	14
图 29: 公司汽车热管理系统关键零部件市场占有率（2024 年）	14
图 30: 全球储能装机区域分布.....	15
图 31: 2030 年全球人形机器人市场规模有望超过 150 亿美元	18

图 32: 2030 年中国人形机器人市场规模有望达到接近 400 亿元.....	18
图 33: 执行器总成中的丝杠、减速器、无框力矩电机、空心杯电机等部件价值量占比较大	19
图 34: 2024 年可比公司杜邦分析	21
图 35: 三花智控历史估值区间.....	22
图 36: 盾安环境历史估值区间.....	22
图 37: 拓普集团历史估值区间.....	22
图 38: 银轮股份历史估值区间.....	23
图 39: 鸣志电器估值区间	23
图 40: 北特科技历史估值区间.....	23
图 41: 绿地谐波估值区间.....	23
表 1: 全球关键制冷空调元器件市场规模 CAGR	8
表 2: 中国关键制冷空调元器件 CAGR.....	9
表 3: 新能源车热管理单车价值量与传统燃油车对比	11
表 4: 中国汽车热管理系统关键零部件 CAGR.....	13
表 5: 三花智控与可比公司汽车零部件业务对比.....	14
表 6: 热管理主流技术路径对比	16
表 7: 2025 年人形机器人实践应用尝试不断丰富, 国内产业链百花齐放.....	17
表 8: 三花智控海内外可比公司	20
表 9: 可比公司估值表.....	21
表 10: 公司盈利预测主要指标.....	23
表 11: FCFF 核心假设.....	24
表 12: WACC 估值敏感性分析表 (单位: 元/股)	24

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	22,301	34,437	38,587	44,308
现金	5,249	13,802	13,367	14,113
应收账款	6,951	8,748	11,410	13,962
其它应收款	258	305	360	420
预付账款	159	185	219	256
存货	5,280	6,533	7,850	9,629
其他	4,404	4,865	5,381	5,927
非流动资产	14,054	14,865	15,457	15,404
长期投资	41	41	41	41
固定资产	9,794	11,416	12,321	12,340
无形资产	1,075	1,283	1,478	1,661
其他	3,144	2,126	1,617	1,362
资产总计	36,355	49,302	54,044	59,712
流动负债	13,633	14,654	16,170	18,035
短期借款	1,553	1,553	1,553	1,553
应付账款	5,985	6,352	7,109	8,280
其他	6,095	6,749	7,508	8,202
非流动负债	3,202	3,186	3,199	3,196
长期借款	2,046	2,046	2,046	2,046
其他	1,156	1,141	1,153	1,150
负债总计	16,835	17,841	19,369	21,231
少数股东权益	222	238	257	280
归属母公司股东权益	19,298	31,224	34,417	38,201
负债和股东权益	36,355	49,302	54,044	59,712
现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,367	2,677	3,198	4,220
净利润	3,112	4,005	4,808	5,722
折旧摊销	1,029	1,076	1,293	1,438
财务费用	89	130	130	130
投资损失	22	17	20	23
营运资金变动	-211	-2,689	-3,255	-3,290
其它	326	138	202	196
投资活动现金流	-3,512	-1,915	-1,920	-1,425
资本支出	-3,181	-1,899	-1,900	-1,402
长期投资	-10	0	0	0
其他	-320	-17	-20	-23
筹资活动现金流	-955	7,792	-1,713	-2,049
短期借款	341	0	0	0
长期借款	1,015	0	0	0
其他	-2,311	7,792	-1,713	-2,049
现金净增加额	-181	8,553	-434	746

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	27,947	33,229	39,268	45,824
营业成本	20,270	24,071	28,435	33,118
税金及附加	171	199	236	275
销售费用	726	847	982	1,146
管理费用	1,767	2,027	2,395	2,795
研发费用	1,352	1,562	1,846	2,154
财务费用	-44	25	-76	-117
资产减值损失	-63	-28	-60	-41
公允价值变动收益	-91	0	0	0
投资收益及其他	160	248	275	331
营业利润	3,710	4,717	5,665	6,743
营业外收入	10	8	11	10
营业外支出	28	14	19	20
利润总额	3,692	4,711	5,657	6,732
所得税	580	707	849	1,010
净利润	3,112	4,005	4,808	5,722
少数股东损益	13	16	19	23
归属母公司净利润	3,099	3,989	4,789	5,699
EBITDA	4,677	5,813	6,874	8,053

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	13.8%	18.9%	18.2%	16.7%
营业利润增长率	4.4%	27.2%	20.1%	19.0%
归属母公司净利润增	6.1%	28.7%	20.1%	19.0%
毛利率	27.5%	27.6%	27.6%	27.7%
净利率	11.1%	12.1%	12.2%	12.5%
ROE	16.1%	12.8%	13.9%	14.9%
ROIC	12.8%	11.2%	12.1%	13.1%
资产负债率	46.3%	36.2%	35.8%	35.6%
净资产负债率	86.2%	56.7%	55.9%	55.2%
流动比率	1.64	2.35	2.39	2.46
速动比率	1.11	1.77	1.78	1.81
总资产周转率	0.82	0.78	0.76	0.81
应收账款周转率	4.39	4.23	3.90	3.61
应付账款周转率	3.88	3.90	4.22	4.30
每股收益	0.75	0.96	1.15	1.37
每股经营现金	1.05	0.65	0.77	1.02
每股净资产	4.65	7.53	8.30	9.21
P/E	35.73	27.76	23.12	19.43
P/B	5.74	3.55	3.22	2.90
EV/EBITDA	23.50	17.44	14.81	12.55
PS	3.96	3.33	2.82	2.42

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

何伟，研究所副所长、大消费组组长。上海交通大学理学硕士。2009-2011 入职光大证券研究所担任家电分析师；2012-2024 入职中国国际金融股份有限公司担任家电首席分析师，董事总经理；2025 年加入中国银河证券股份有限公司研究院。

石金漫 汽车行业首席分析师。香港理工大学理学硕士、工学学士。8 年汽车、电力设备新能源行业研究经验。曾供职于国泰君安证券研究所，2016-2019 年多次新财富、水晶球、II 上榜核心组员。2022 年 1 月加入中国银河证券研究院。

杨策，家电行业分析师。伦敦国王大学理学硕士，2018 年加入中国银河证券股份有限公司研究院，从事家电行业研究工作。

刘立思，家电和轻工行业分析师。中央财经大学本硕，2022 年加入中国银河证券研究院，主要从事家电和轻工行业研究工作。

陆思源，家电行业分析师。加州大学圣地亚哥分校金融硕士，2023 年加入中国银河证券研究院，从事家电行业研究工作。

秦智坤，汽车行业分析师。北京邮电大学应用经济学硕士、经济学学士，2023 年 7 月加入银河证券研究院，主要从事汽车行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅 10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn