

## 制冷业务超预期，盈利能力强劲，新增长曲线拓展

### 核心观点

公司 2025Q2 营业收入 85.93 亿元，同比增加 18.75%，环比增加 12.05%；归母净利润 12.07 亿元，同比增加 39.20%，环比增加 33.55%，利润接近预告上限。各业务均向好：制冷业务延续旺盛需求，终端市场延伸及客户拓展贡献增量；汽零业务营收增速上行，盈利能力延续改善；机器人执行器战略新兴业务持续布局。我们认为传统主业业绩预期上修夯实投资胜率，赔率核心仍在机器人成长空间。

### 事件

公司发布 2025 年中报，25H1 营业收入 162.63 亿元，同比增加 18.91%；归母净利润 21.10 亿元，同比增加 39.31%；扣非归母净利润 20.10 亿元，同比增加 31.66%；基本每股收益 0.57 元。中期分红层面，公司拟每 10 股派 1.2 元，合计派发 5.05 亿元。

### 简评

制冷业务延续旺盛需求，终端市场延伸及客户拓展贡献增量。

1) 25 年 H1 制冷业务营收 103.9 亿元，同比+25.5%，归母净利润 12.86 亿元，同比+59.2%，毛利率 28.21%，同比+0.65pct；分子公司看，当期商用制冷营收 15.4 亿，同比+33.9%，净利润 2.99 亿，同比+37.8%；微通道营收 15.3 亿，同比+35.5%，净利润 1.84 亿，同比+93.7%；制冷业务其他（家用及亚威科等）营收 73.2 亿，同比+22.0%，净利润 8.03 亿，同比+51.5%。公司商用制冷及微通道事业部是数据中心液冷、冷链物流、储能热管理等新兴应用终端业务主体，受益于新兴市场拓展放量，叠加海外更为严格的节能减排政策实施，终端需求旺盛。

2) 25Q2 制冷业务营收 54.3 亿，同比+23.1%，毛利率 29.85%，同比+1.39pct，净利润 7.56 亿，同比+51.8%，旺盛需求下公司营收及利润同比增速延续 Q1 强劲表现，主要原因或在于国内需求受益于家电以旧换新政策刺激，海外需求受益于补库及美国关税加征下抢装；Q2 作为制冷部件全年排产最旺季度，终端需求明显好于往年，如 23-24 年海外需求均处于乏力状态（通胀等宏观压制），当前冷媒等新国标落地后迎来正常补库，且公司加大了东南亚、印度、非洲等新兴市场拓展以及小米等终端强势客户绑定提升份额（战略合作独供）。

## 三花智控 (002050.SZ)

维持

买入

程似骐

chengsiqizgs@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070001

SFC 编号:BQR089

陶亦然

taoyiran@csc.com.cn

SAC 编号:S1440518060002

陈怀山

chenhuaishan@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521110006

白舸

baige@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525080001

发布日期：2025 年 09 月 08 日

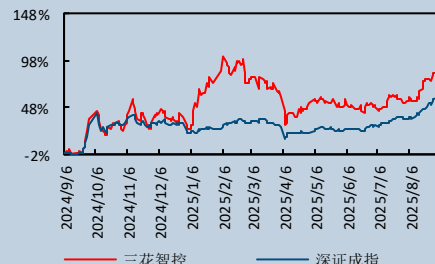
当前股价：30.70 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
14.30/7.90	17.27/4.34	75.93/39.00
12 月最高/最低价 (元)		35.32/17.48
总股本 (万股)		420,892.59
流通 A 股 (万股)		368,432.35
总市值 (亿元)		1,273.13
流通市值 (亿元)		1,131.09
近 3 月日均成交量 (万)		8620.85
主要股东		
三花控股集团有限公司		22.54%

股价表现



**汽零业务营收增速上行，盈利能力延续改善。**

25年 H1 汽零业务营收 58.74 亿元，同比+8.83%，归母净利润 8.23 亿元，同比+16.6%，毛利率 27.96%，同比+0.65pct；其中 25Q2 营收 31.65 亿，同比+11.9%，环比+16.8%，归母净利润 4.50 亿，同比+21.9%，环比+20.4%，毛利率 28.28%，同比+1.47pct。上半年公司汽零业务营收增速回落主要因为大客户特斯拉销量承压，25Q2 特斯拉全球销量同环比分别-13.5%、+14.1%，随着 Model Y 六座版及 Base 版等陆续上市，市场需求有望提振。盈利能力持续改善，主要贡献或在于内部降本增效（精兵强将计划）及规模效应，这侧面验证了公司全球制冷及汽车热管理龙头地位依旧稳固，业绩增长不依赖低价竞争。

**研发投入继续加码，全球化下经营质量向好。**25H1 公司研发投入 7.05 亿元，同比+11.4%，研发费用率约 4.34%；在手专利 4387 项，其中发明专利 2404 项；国内、海外营收同比分别+15.7%、+23.3%，占比分别约 56%、44%，毛利率分别约 26.74%、29.84%，同比分别+0.22、+1.12 个 pct。25 年 H1 汇率套保贡献收益 0.15 亿元，而去年同期亏损 0.76 亿元；当期汇兑损失约 398 万，而去年同期汇兑收益 0.42 亿元，综合来看，25H1 汇兑同比贡献收益约 0.45 亿元。

**机器人执行器战略新兴业务持续布局。**公司依靠在电机制造专业知识、规模化和成本控制能力等方面的优势，成功切入仿生机器人机电执行器制造领域，致力于通过自主创新研发提供重量更轻、体积更小、精度更高的机电执行器产品。2025 年上半年，公司聚焦多款关键型号产品开展技术改进，配合客户进行全系列产品研发、试制、迭代、送样，获得客户高度评价，并取得了一系列围绕现有产品的创新成果，实现了产品力的整体提升。

**传统主业业绩预期上修夯实投资胜率，赔率核心仍在机器人成长空间。**公司股价背后的影响因素既包含传统主业短期预期变化，也有机器人业务定点量产预期（订单节奏、规模及份额）及板块贝塔。我们认为基于主业的底部买点清晰且有望抬升，股价的中期趋势仍取决于 T 客户机器人产业化拐点打开成长空间，这主要因为：1）公司传统主业均具备全球竞争优势、客户资源优质，龙头地位稳固，盈利高兑现度（ROE 15%+），且中长期仍具备业绩增长空间（50%+）。综合 25 年业绩预期及历史底部估值（当年 PE 20 倍），800 亿是公司传统主业可支撑的底部市值区间；2）机器人业务如果按照大客户出货 100 万台，60% 份额，单机价值量 3.6 万，12% 净利率对应净利润约 26.2 亿元，30 倍 PE 可支撑 800 亿以上增量市值空间，接近再造主业，且行业天花板更高、远期空间更大。

**盈利预测：**预计公司 2025-2027 年营收分别约 323.03/372.23/433.66 亿元，同比分别+15.59%/+15.23%/+16.50%，归母净利润 39.96/46.98/54.92 亿元，同比分别+28.93%/+17.59%/+16.89%，对应 PE 分别约 32.34、27.50、23.53 倍，维持重点推荐。

**风险提示：**行业景气不达预期、行业竞争格局恶化、原材料价格大幅波动、新客户拓展及产能投放不及预期。

### 重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	245.58	279.47	323.03	372.23	433.66
YoY(%)	15.04	13.80	15.59	15.23	16.50
净利润(百万元)	29.21	30.99	39.96	46.98	54.92
YoY(%)	13.51	6.10	28.93	17.59	16.89
毛利率(%)	27.89	27.47	27.99	27.99	28.00
销售净利率(%)	11.89	11.09	12.37	12.62	12.66
ROE(%)	16.32	16.06	18.08	18.50	18.78
EPS(摊薄/元)	0.69	0.74	0.95	1.12	1.30
P/E(倍)	44.24	41.69	32.34	27.50	23.53
P/B(倍)	7.22	6.70	5.85	5.09	4.42

资料来源：iFinD，中信建投证券

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

## 风险分析

1、**行业景气不及预期**。2020 年以来，汽车消费需求增长明显，新能源车渗透率快速提升。随着未来新能源扶持政策退坡，行业景气度或存在波动。

2、**行业竞争格局恶化**。汽车电动智能化趋势下，国内整车厂商和零部件供应商竞相布局，随着技术进步、新产能投放等供给要素变化，未来行业竞争或将加剧，整车和零部件企业的市场份额及盈利能力或将有所波动。

3、**原材料价格及人民币汇率大幅波动**。公司直接材料成本占比高，铝锭、塑料粒子等主要原材料价格大幅波动或导致短期成本有所承压；此外，人民币汇率大幅升值或对公司短期出口业务盈利能力产生负面冲击。

4、**客户拓展及新项目量产进度不及预期**。汽车电动智能化趋势下，现有整车和零部件供应链格局迎来重塑，获得新客户和新项目增量的零部件公司有望受益，公司当前市场份额可能受到影响。

## 分析师介绍

### 程似骥

汽车行业首席分析师，上海交通大学车辆工程硕士，师从发动机所所长，曾任职于东吴证券、国盛证券，四年证券行业研究经验。2017年新财富第二团队核心成员，2020年新财经新锐分析师第一名，2020年金牛最佳汽车行业分析师团队第五名。深度覆盖新能源整车，智能化零部件，把握智能化电动化浪潮，对智能驾驶全产业链最前沿研究，深度跟踪从产业链最上游车载芯片到下游最前沿的 L4 的商业模式前沿演变。2021年新财富最佳分析师汽车行业第四名。

### 陶亦然

汽车行业联席首席分析师。曾任银河证券汽车分析师，2018年加入中信建投汽车团队，2018/19年万得金牌分析师团队核心成员，2019/20年新财经新锐分析师团队核心成员，2020年金牛最佳行业分析团队核心成员，2021/22年新财富、水晶球最佳分析师团队核心成员。

### 陈怀山

汽车行业分析师，上海交通大学机械工程硕士。曾任职于长江证券研究所，五年证券行业研究经验，2017-2019年电力设备与新能源行业新财富第一团队成员。2021年加入中信建投证券，2022年汽车及零部件行业新财富第四名团队成员，对新能源车、零部件及整车等均有研究。

### 白舸

中信建投汽车组研究员。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话：（852）3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk