

全球热管理平台龙头，机器人业务拓成长边界  
——三花智控（002050.SZ）首次覆盖报告

家用电器

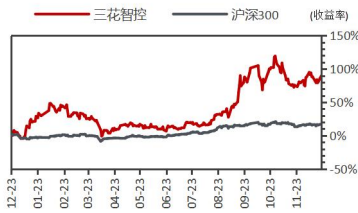
报告原因：

买入（首次评级）

市场数据：	2025 年 12 月 23 日
收盘价（元）	44.88
一年内最高/最低（元）	52.99/21.26
市净率	6.0
股息率（分红/股价）	0.55
流通 A 股市值（百万元）	165,347
上证指数/深证成指	3,920/13,369
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据：	2025 年 09 月 30 日
每股净资产（元）	7.5
资产负债率%	34.25
总股本/流通 A 股（百万）	4,208/3,684
流通 B 股/H 股（百万）	-/476.5364

一年内股价与沪深 300 指数对比走势：



资料来源：聚源数据

相关研究

《中微公司（688012.SH）：补齐 CMP 关键拼图，平台化战略再进一步》2025-12-19  
《北方华创（002371.SZ）：收购光学镀膜装备公司，加速关键环节国产替代》2025-12-12  
《德昌电机控股（0179.HK）中期业绩点评：机器人与液冷泵开启新成长曲线》2025-11-13

证券分析师

王凯  
S0820524120002  
021-32229888-25522  
wangkai526@ajzq.com

投资要点：

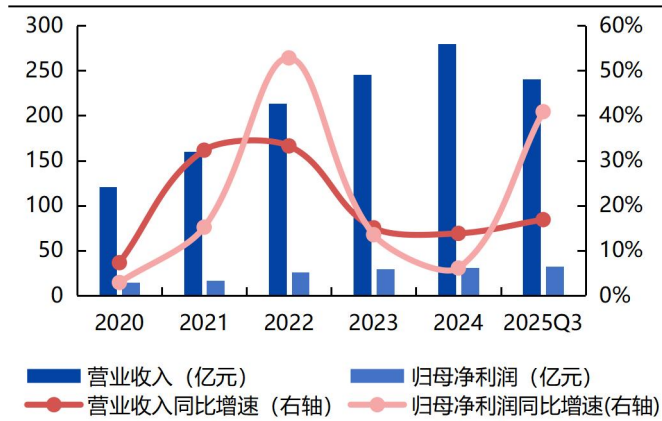
- **投资建议：**我们预计公司 2025E/2026E/2027E 营业收入分别为 329.46/384.57/444.73 亿元，同比增长 17.9%/16.7%/15.6%；归母净利润分别为 42.41/48.53/56.69 亿元，同比增长 36.8%/14.4%/16.8%，对应 2025E/2026E/2027E PE 分别为 45.1/39.4/33.7 倍。**首次覆盖，给予“买入”评级。**
- **公司和行业情况：**1) 公司为全球制冷控制元器件和汽车热管理系统的领军企业，产品涵盖电子膨胀阀、电磁阀、新能源车热管理集成组件等，业务与产能高度全球化，2024 年海外收入占比 44.7%。2) 行业：①根据公司港股招股书，2020-2024 年仿生机器人机电执行器全球市场规模由 0.01 亿元增至 13.76 亿元，CAGR 为 95.7%；预计 2029 年将达约 628 亿元，2024-2029 年 CAGR 为 114.7%。②全球制冷空调控制元器件市场规模稳步增长，整体复合增速约 7%，其中阀类与换热器贡献主要增量、增速领先；③全球汽车热管理系统零部件市场持续扩容，增长主要由新能源汽车热管理零部件驱动，2024-2029E 复合增速达 26.6%。
- **关键假设点：**1) 收入端：①汽零业务受新能源车热管理系统渗透率提升、平台化客户驱动而持续放量，我们预计 2025E-2027E 该业务收入同比增长 9.0% / 8.0% / 7.5%。②空调冰箱零部件业务在全球家电需求修复下保持稳健增长，我们预计 2025E-2027E 该业务收入同比增长 24.0% / 22.0% / 20.0%。2) 利润端：①汽零业务毛利率受新能源相关产品占比提升与产品复杂度提高驱动，保持稳中有升，预计 2025E-2027E 分别为 27.8% / 27.7% / 27.8%。②空调冰箱零部件业务毛利率受益于产品结构升级与规模效应维持相对稳定，预计 2025E-2027E 分别为 27.9% / 28.2% / 28.3%。
- **有别于市场的认识：**我们认为公司 1) 汽零业务在新能源车渗透提升与平台化客户放量驱动下，成长性与盈利弹性显著高于传统家电业务；2) 公司具备高可靠机电执行器领域的技术与规模优势，使其具备向机器人赛道延伸的潜在能力，长期成长空间尚未被充分定价。
- **股价表现的催化剂：**公司在机器人机电执行器相关产品通过验证、客户合作落地或订单披露；公司新能源车热管理业务持续放量、盈利能力稳步改善。
- **风险提示：**新能源车需求不及预期风险、人形机器人放量不及预期风险、行业竞争加剧及价格压力风险。

财务数据及盈利预测

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	24,558	27,947	32,946	38,457	44,473
同比增长率（%）	15.0%	13.8%	17.9%	16.7%	15.6%
归母净利润（百万元）	2,921	3,099	4,241	4,853	5,669
同比增长（%）	13.5%	6.1%	36.8%	14.4%	16.8%
每股收益（元/股）	0.69	0.74	1.01	1.15	1.35
毛利率（%）	27.9%	27.5%	27.9%	28.0%	28.1%
ROE（%）	16.3%	16.1%	17.7%	16.8%	16.4%
市盈率	58.0	54.7	45.1	39.4	33.7

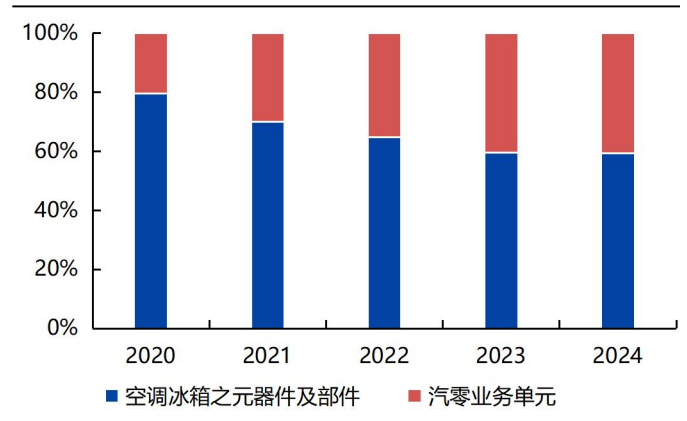
注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE  
数据截至 2025 年 12 月 23 日

图表 1：公司收入及归母净利润持续增长



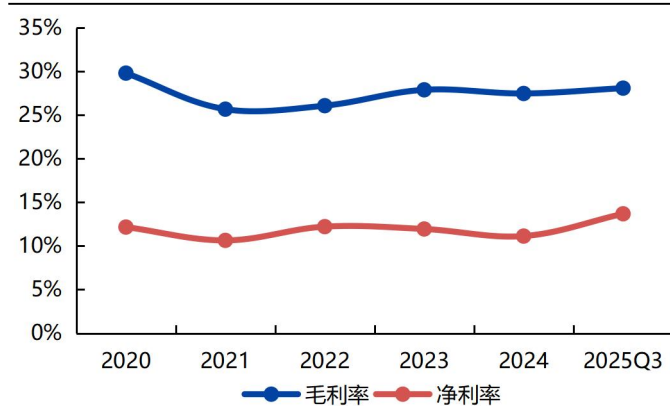
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 2：公司汽车零部件收入占比持续提升



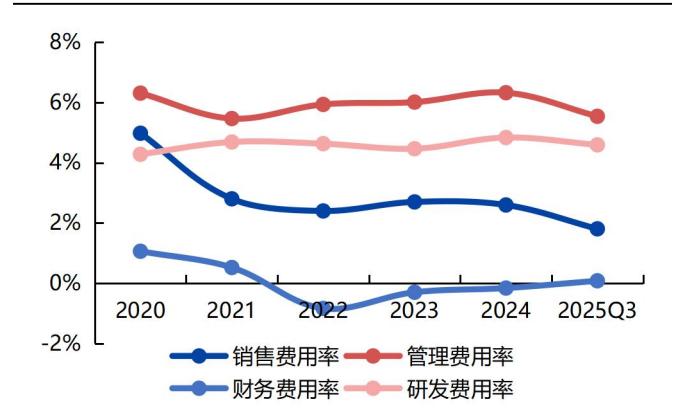
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 3：2025Q3 公司盈利能力稳健提升



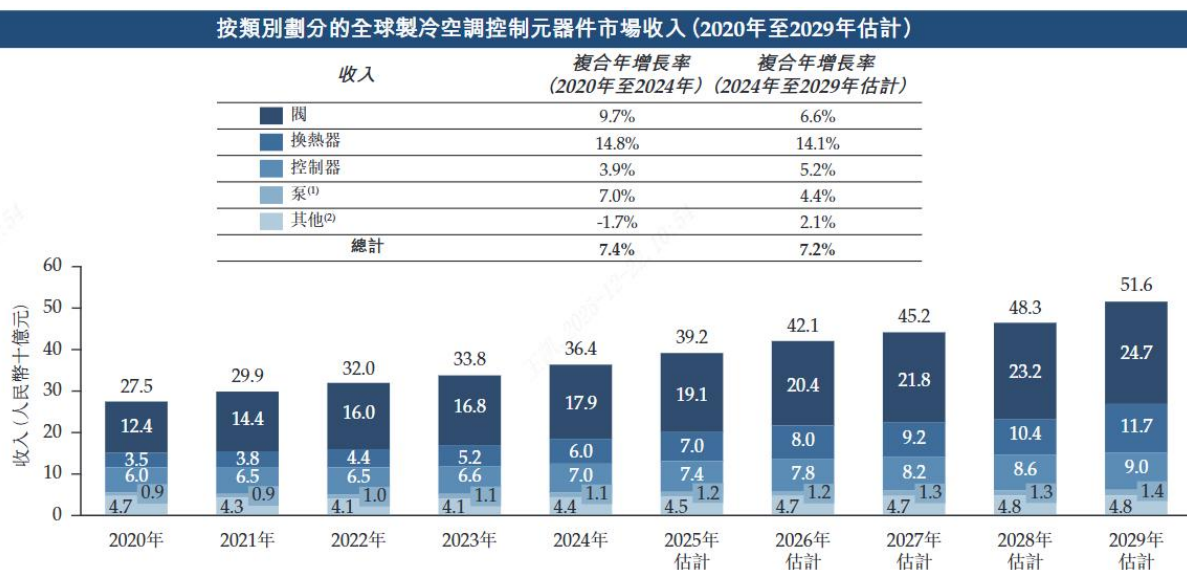
资料来源：公司公告，Wind，爱建证券研究所

图表 4：2020-2025 前三季度公司总费用率保持平稳



资料来源：公司公告，Wind，爱建证券研究所

图表 5：全球空调元器件市场持续增长



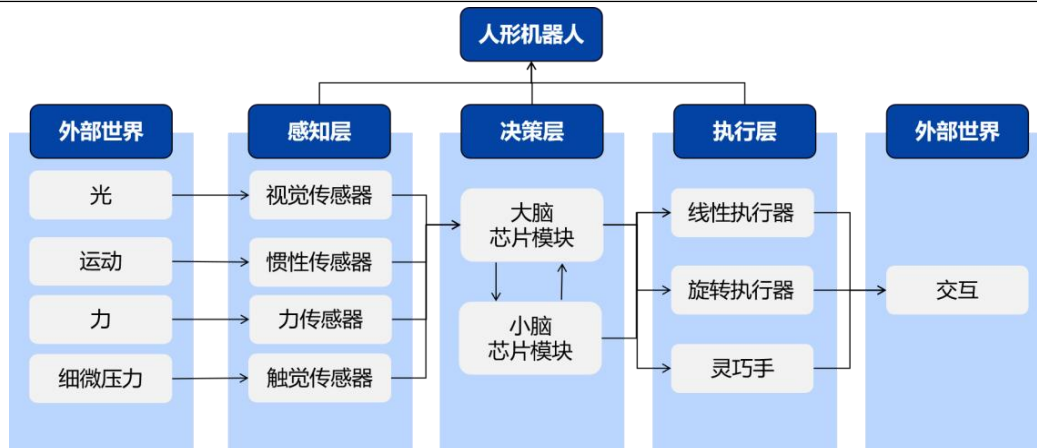
资料来源：三花智控港股招股说明书，弗若斯特沙利文，爱建证券研究所

图表 6：全球新能源车热管理系统行业 2024-2029 年收入 CAGR 估计达 26.6%



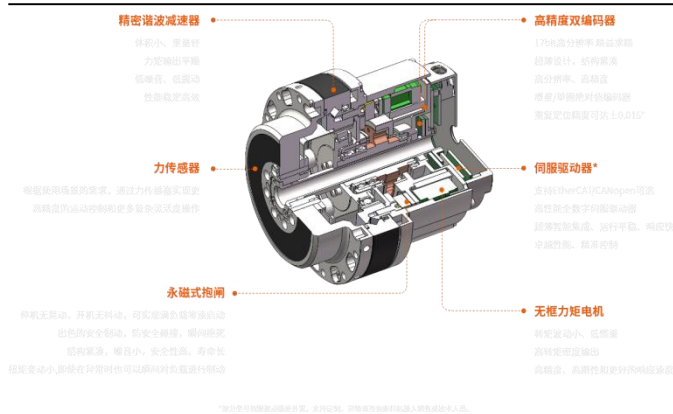
资料来源：三花智控股招股说明书，弗若斯特沙利文，爱建证券研究所

图表 7：人形机器人系统



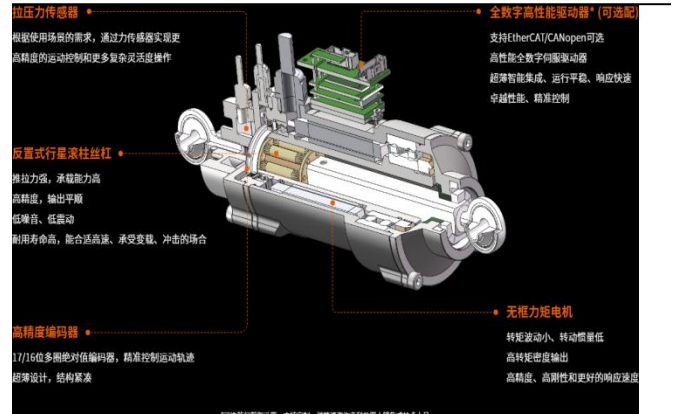
资料来源：爱建证券研究所

图表 8：人形机器人旋转执行器内部结构



资料来源：泰科机器人公众号，爱建证券研究所

图表 9：人形机器人线性执行器内部结构



资料来源：泰科机器人公众号，爱建证券研究所

**图表 10：公司收入及毛利率预测**

亿元人民币	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>总收入</b>	<b>121.10</b>	<b>160.20</b>	<b>213.48</b>	<b>245.58</b>	<b>279.48</b>	<b>329.47</b>	<b>384.58</b>	<b>444.74</b>
<i>YoY</i>	<i>0.0%</i>	<i>32.3%</i>	<i>33.3%</i>	<i>15.0%</i>	<i>13.8%</i>	<i>17.9%</i>	<i>16.7%</i>	<i>15.6%</i>
空调冰箱零部件业务	96.41	112.18	138.34	146.44	165.61	205.36	250.53	300.64
<i>YoY</i>	<i>4.00%</i>	<i>16.36%</i>	<i>23.31%</i>	<i>5.86%</i>	<i>13.09%</i>	<i>24.00%</i>	<i>22.00%</i>	<i>20.00%</i>
汽零业务	24.69	48.02	75.14	99.14	113.87	124.12	134.05	144.10
<i>YoY</i>	<i>49.57%</i>	<i>94.50%</i>	<i>56.46%</i>	<i>31.94%</i>	<i>14.86%</i>	<i>9.00%</i>	<i>8.00%</i>	<i>7.50%</i>
<b>总毛利率</b>	<b>29.8%</b>	<b>25.7%</b>	<b>26.1%</b>	<b>27.9%</b>	<b>27.5%</b>	<b>27.9%</b>	<b>28.0%</b>	<b>28.1%</b>
空调冰箱零部件业务	29.8%	26.5%	26.2%	28.2%	27.4%	27.9%	28.2%	28.3%
汽零业务	29.7%	23.9%	25.9%	27.4%	27.6%	27.8%	27.7%	27.8%

资料来源：Wind，公司公告，爱建证券研究所预测

**图表 11：可比公司估值表**

股票代码	股票简称	收盘价	EPS (元)				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
688017.SH	绿的谐波	159.35	0.33	0.66	0.88	1.19	324.68	241.77	180.81	134.33
603009.SH	北特科技	41.76	0.21	0.35	0.51	0.88	185.20	118.10	82.37	47.64
601689.SH	拓普集团	70.35	1.78	1.72	2.14	2.64	27.53	40.83	32.87	26.69
平均值							179.14	133.57	98.68	69.55
002050.SZ	三花智控	45.42	0.83	1.01	1.15	1.35	28.31	45.07	39.38	33.71

资料来源：Wind，爱建证券研究所（可比公司业绩均为 Wind 一致预期，基于 2025/12/22 数据）

## 风险提示

- 1) **新能源车需求不及预期风险**：若全球新能源汽车销量增速放缓，热管理系统等核心零部件需求释放节奏可能低于预期。
- 2) **人形机器人放量不及预期风险**：若人形机器人商业化进展放缓或下游应用落地不及预期，公司相关新业务放量节奏可能延后。
- 3) **行业竞争加剧及价格压力风险**：若行业竞争持续加剧、下游客户议价能力提升，产品价格承压，可能对公司盈利能力形成挤压。



**财务预测摘要:**

资产负债表						现金流量表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,585	5,249	3,955	8,636	9,358	净利润	2,934	3,112	4,272	4,879	5,701
应收款项	8,251	9,628	11,098	13,352	14,882	折旧摊销	714	996	1,068	1,106	1,145
存货	4,601	5,280	6,578	7,176	8,625	营运资本变动	3,054	5,039	1,672	7,781	3,286
<b>流动资产</b>	<b>20,072</b>	<b>22,301</b>	<b>23,214</b>	<b>30,999</b>	<b>35,339</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>3,724</b>	<b>4,367</b>	<b>2,336</b>	<b>7,355</b>	<b>2,557</b>
长期股权投资	38	41	47	51	56	资本开支	2,745	3,290	2,000	1,700	1,500
固定资产	7,730	9,794	10,189	10,643	11,057	投资变动	-4	-10	-97	-78	-93
在建工程	2,036	2,172	2,781	2,988	2,992	<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,209</b>	<b>-3,512</b>	<b>-1,765</b>	<b>-1,584</b>	<b>-1,354</b>
无形资产	844	1,075	1,003	936	874	银行借款	2,243	3,599	2,046	2,046	2,046
<b>非流动资产</b>	<b>11,819</b>	<b>14,054</b>	<b>14,923</b>	<b>15,474</b>	<b>15,801</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1,092</b>	<b>-955</b>	<b>-2,064</b>	<b>-1,269</b>	<b>-678</b>
<b>资产合计</b>	<b>31,891</b>	<b>36,355</b>	<b>38,137</b>	<b>46,474</b>	<b>51,140</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>1,575</b>	<b>-181</b>	<b>-1,293</b>	<b>4,681</b>	<b>722</b>
短期借款	1,212	1,553	0	0	0	期初现金	5,878	6,585	5,249	3,955	8,636
应付款项	7,867	9,777	9,245	13,606	12,956	期末现金	6,585	5,249	3,955	8,636	9,358
流动负债	7,867	9,777	9,245	13,606	12,956						
长期借款	1,031	2,046	2,046	2,046	2,046						
应付债券	0	0	-884	-2,104	-2,806						
<b>非流动负债</b>	<b>2,008</b>	<b>3,202</b>	<b>2,325</b>	<b>1,106</b>	<b>403</b>						
<b>负债合计</b>	<b>13,827</b>	<b>16,835</b>	<b>13,870</b>	<b>17,328</b>	<b>16,294</b>						
股本	3,733	3,732	4,208	4,208	4,208						
资本公积	3,456	3,271	3,271	3,271	3,271						
留存收益	11,015	12,814	17,055	21,908	27,578						
归母股东权益	17,894	19,298	24,014	28,868	34,537						
少数股东权益	169	222	253	278	309						
<b>负债和权益总计</b>	<b>31,891</b>	<b>36,355</b>	<b>38,137</b>	<b>46,474</b>	<b>51,140</b>						

利润表						财务比率					
单位:百万元											
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	24,558	27,947	32,946	38,457	44,473	<b>成长能力指标</b>					
营业成本	17,708	20,270	23,767	27,679	31,959	营业收入增速	15.0%	13.8%	17.9%	16.7%	15.6%
税金及附加	140	171	186	224	261	营业利润增速	15.8%	4.4%	37.2%	14.8%	16.4%
销售费用	663	726	846	1,009	1,155	归母净利润增速	13.5%	6.1%	36.8%	14.4%	16.8%
管理费用	1,476	1,767	2,007	2,362	2,751	<b>盈利能力指标</b>					
研发费用	1,097	1,352	1,530	1,788	2,095	毛利率	27.9%	27.5%	27.9%	28.0%	28.1%
财务费用	-73	-44	-198	-234	-308	净利率	11.9%	11.1%	13.0%	12.7%	12.8%
资产减值损失	-55	-63	0	0	0	ROE	16.2%	15.9%	17.6%	16.7%	16.4%
公允价值变动	48	-91	-50	-31	-57	ROIC	13.4%	13.0%	16.3%	16.3%	16.3%
投资净收益	-131	-16	-101	-103	-85	<b>偿债能力</b>					
<b>营业利润</b>	<b>3,553</b>	<b>3,710</b>	<b>5,090</b>	<b>5,842</b>	<b>6,798</b>	资产负债率	43.4%	46.3%	36.4%	37.3%	31.9%
营业外收支	0	-18	-11	-10	-13	净负债比率	0.77	0.86	0.57	0.59	0.47
<b>利润总额</b>	<b>3,553</b>	<b>3,692</b>	<b>5,079</b>	<b>5,832</b>	<b>6,785</b>	流动比率	1.70	1.64	2.01	1.91	2.22
所得税	620	580	807	953	1,084	速动比率	1.28	1.11	1.35	1.38	1.55
<b>净利润</b>	<b>2,934</b>	<b>3,112</b>	<b>4,272</b>	<b>4,879</b>	<b>5,701</b>	<b>营运能力</b>					
少数股东损益	13	13	31	25	31	总资产周转率	0.77	0.77	0.86	0.83	0.87
<b>归母净利润</b>	<b>2,921</b>	<b>3,099</b>	<b>4,241</b>	<b>4,853</b>	<b>5,669</b>	应收账款周转率	2.98	2.90	2.97	2.88	2.99
EBITDA	4,480	4,849	6,329	7,131	8,176	存货周转率	5.34	5.29	5.01	5.36	5.16
						<b>每股指标</b>					
						每股收益	0.78	0.83	1.01	1.15	1.35
						每股经营性现金流	1.00	1.17	0.56	1.75	0.61
						每股净资产	4.84	5.23	5.77	6.93	8.28
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	58.04	54.70	45.07	39.38	33.71
						市销率	6.90	6.07	5.80	4.97	4.30
						市净率	9.39	8.68	7.88	6.56	5.48
						EV/EBIT	46.95	47.00	38.22	33.17	28.17
						EV/EBITDA	39.46	37.35	31.77	28.02	24.22

资料来源: 公司公告, 聚源数据, 爱建证券研究所



## 爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888

传真: 021-68728700

服务热线: 956021

邮政编码: 200124

邮箱: ajzq@ajzq.com

网址: <http://www.ajzq.com>

## 评级说明

### 投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

### 股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

### 行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

## 法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时间更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

## 版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。