

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

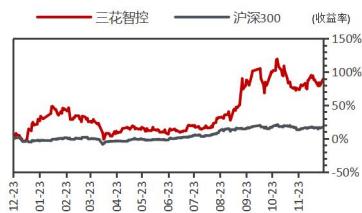
报告原因：

买入 (首次评级)

| | 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 | |

| | 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

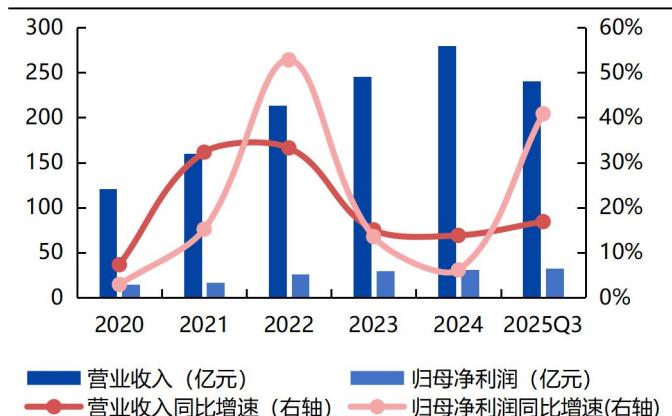
王凯
S0820524120002
021-32229888-25522
wangkai526@ajzq.com

财务数据及盈利预测

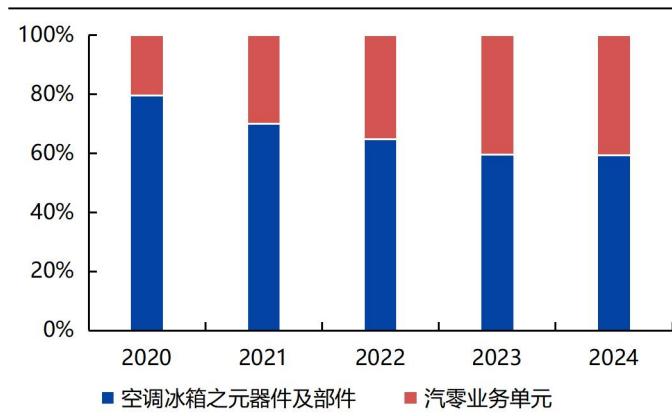
| 报告期 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 24,558 | 27,947 | 32,946 | 38,457 | 44,473 |
| 同比增长率（%） | 15.0% | 13.8% | 17.9% | 16.7% | 15.6% |
| 归母净利润（百万元） | 2,921 | 3,099 | 4,241 | 4,853 | 5,669 |
| 同比增长（%） | 13.5% | 6.1% | 36.8% | 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

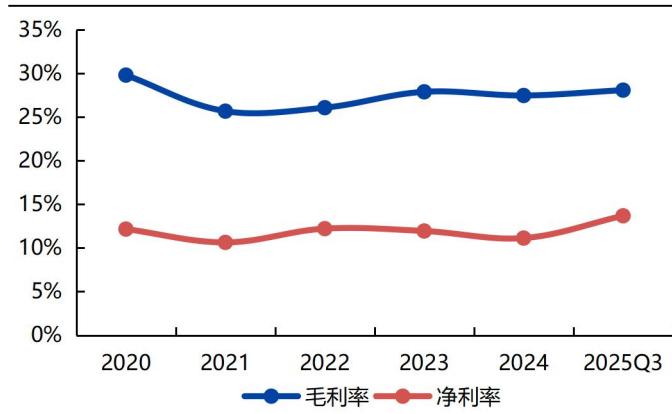
数据截至 2025 年 12 月 23 日

图表 1：公司收入及归母净利润持续增长


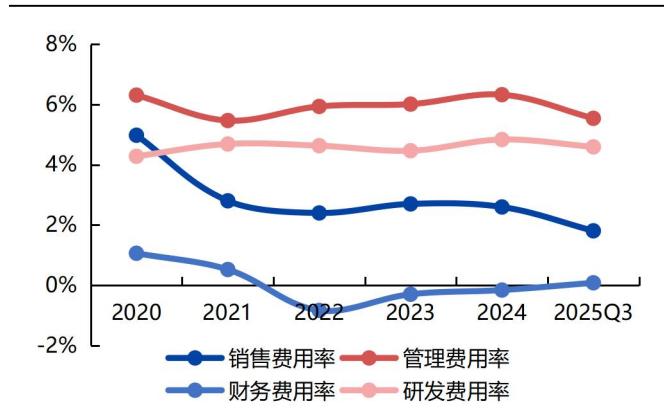
资料来源：Wind, 爱建证券研究所

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


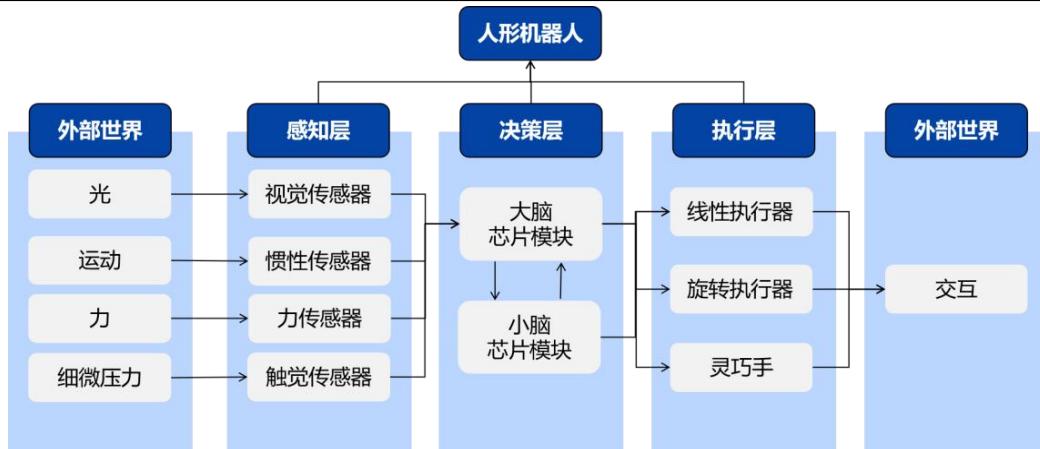
资料来源：公司公告, Wind, 爱建证券研究所

图表 5：全球空调元器件市场持续增长

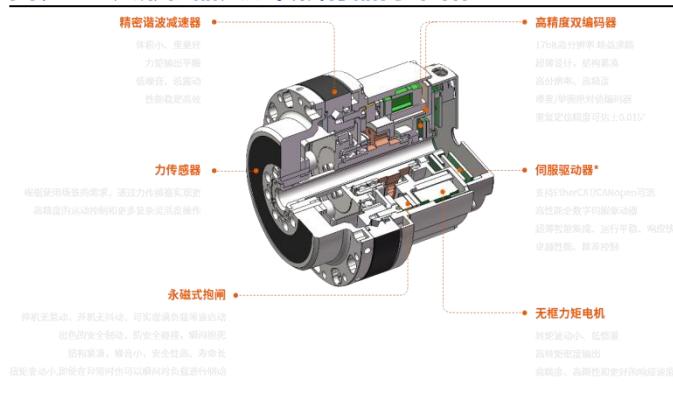

资料来源：三花智控港股招股说明书, 弗若斯特沙利文, 爱建证券研究所

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%

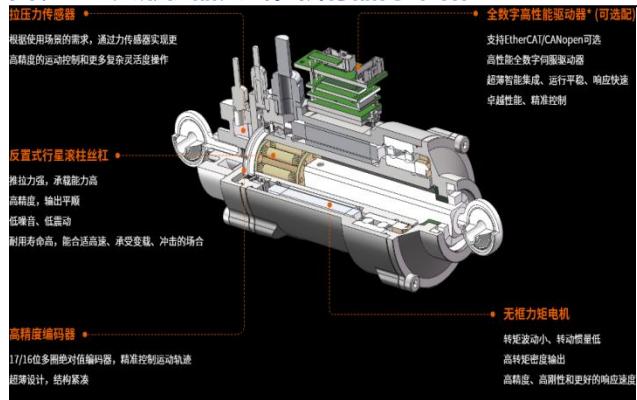

资料来源：三花智控港股招股说明书，弗若斯特沙利文，爱建证券研究所

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 |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 总收入 | 121.10 | 160.20 | 213.48 | 245.58 | 279.48 | 329.47 | 384.58 | 444.74 |
| <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> |
| 总毛利率 | 29.8% | 25.7% | 26.1% | 27.9% | 27.5% | 27.9% | 28.0% | 28.1% |
| 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 |
| 流动资产 | 20,072 | 22,301 | 23,214 | 30,999 | 35,339 | 经营活动现金流 | 3,724 | 4,367 | 2,336 | 7,355 | 2,557 |
| 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 | 投资活动现金流 | -1,209 | -3,512 | -1,765 | -1,584 | -1,354 |
| 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 |
| 非流动资产 | 11,819 | 14,054 | 14,923 | 15,474 | 15,801 | 筹资活动现金流 | -1,092 | -955 | -2,064 | -1,269 | -678 |
| 资产合计 | 31,891 | 36,355 | 38,137 | 46,474 | 51,140 | 现金净增加额 | 1,575 | -181 | -1,293 | 4,681 | 722 |
| 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 | | | | | | |
| 非流动负债 | 2,008 | 3,202 | 2,325 | 1,106 | 403 | | | | | | |
| 负债合计 | 13,827 | 16,835 | 13,870 | 17,328 | 16,294 | | | | | | |
| 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 | | | | | | |
| 负债和权益总计 | 31,891 | 36,355 | 38,137 | 46,474 | 51,140 | | | | | | |

| 利润表 | | | | | 财务比率 | | | | | | |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 单位:百万元 | | | | | 2023A 2024A 2025E 2026E 2027E | | | | | |
| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 营业收入 | 24,558 | 27,947 | 32,946 | 38,457 | 44,473 | 成长能力指标 | | | | | |
| 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 | 盈利能力指标 | | | | | |
| 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 | 偿债能力 | | | | | |
| 营业利润 | 3,553 | 3,710 | 5,090 | 5,842 | 6,798 | 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 |
| 利润总额 | 3,553 | 3,692 | 5,079 | 5,832 | 6,785 | 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 |
| 净利润 | 2,934 | 3,112 | 4,272 | 4,879 | 5,701 | 营运能力 | | | | | |
| 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 |
| 归母净利润 | 2,921 | 3,099 | 4,241 | 4,853 | 5,669 | 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 |

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 个月内公司的股价（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。