三花智控（002050.SZ）

2022 年 01 月 07 日

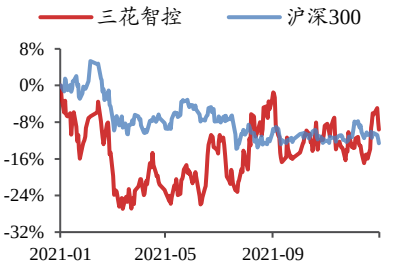
新能源新机遇，全球制冷元器件龙头二次启航

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2022/1/6
当前股价(元)	24.41
一年最高最低(元)	27.75/19.48
总市值(亿元)	876.62
流通市值(亿元)	864.33
总股本(亿股)	35.91
流通股本(亿股)	35.41
近 3 个月换手率(%)	40.48

股价走势图



数据来源：聚源

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

● 新能源带来新机遇，制冷元器件龙头二次启航，首次覆盖给予“买入”评级

三花智控是全球制冷元器件龙头企业，自成立以来以阀、泵、换热三大品类不断拓宽应用领域，先后布局家用冰箱、空调、汽车领域，并逐步拓展到新能源车领域，先发优势下公司汽车零部件业务业绩于 2020 年、2021H1 得到持续兑现。我们认为在全球政策引导以及供给端变革双重推动下全球新能源车渗透率有望快速提升，公司未来有望继续依靠大客户效应和产能扩张驱动业绩增长。我们预测公司 2021-2023 年归母净利润为 18.60/24.20/29.77 亿元，对应 EPS 为 0.52/0.67/0.83 元，当前股价对应 PE 分别为 47.1/36.2/29.4 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 新能源汽车热管理领域空间广阔，三花智控已抢占部分市场

各国支持政策促进了新能源车快速发展，中国、美国、日本等均提出了针对性的税收优惠、基础设施措施以及未来 5-10 年新能源车发展计划。我们认为在各国政策的推动下，新能源车发展为大势所趋。我们测算 2020 年公司全球市场份额约 9%，已抢占部分新能源车热管理市场。此外公告显示 2019 年公司核心品类电子膨胀阀、四通阀、换热器市占率分别 41%/47%/35%，阀类产品市场份额领先。

● 领先技术、规模优势、稳定的客户资源深筑公司竞争壁垒

（1）实现车用阀+热+泵全覆盖，为客户提供电池系统、发动机和动力系统冷却等多种解决方案，集成化优势明显。（2）行业内领先份额带来较强规模效应，公司盈利能力优于同行业企业。（3）全球化布局带来丰富客户资源，公司已成为全球制冷和汽车热管理系统部件领域的主要供应商，形成对后进入者较强的壁垒。

● 未来展望：电动化趋势下业绩具备较高成长性，较强确定性

（1）较高成长性：新能源车快速发展驱动业绩成长，测算 2025 年全球新能源车热管理市场规模 1026 亿元，2020-2025 年 CAGR 约 45%，进一步测算公司在量价推动下 2020-2025 年汽零营收 CAGR 约 40%。**（2）较强确定性：**新能源车企销量目标宏大且产能扩张计划清晰，我们认为供给端变革将托底行业增长。公司已开拓主要新能源车车企，产能扩张稳步推进，大客户效应下有望实现强者恒强。

风险提示：新能源汽车销量不及预期，行业竞争加剧，原材料价格上涨等。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,287	12,110	15,945	19,484	23,311
YOY(%)	4.2	7.3	31.7	22.2	19.6
归母净利润(百万元)	1,421	1,462	1,860	2,420	2,977
YOY(%)	10.0	2.9	27.2	30.1	23.0
毛利率(%)	29.6	29.8	28.9	29.2	29.5
净利率(%)	12.6	12.1	11.7	12.4	12.8
ROE(%)	15.3	14.5	16.8	19.0	19.9
EPS(摊薄/元)	0.40	0.41	0.52	0.67	0.83
P/E(倍)	61.7	60.0	47.1	36.2	29.4
P/B(倍)	9.4	8.7	8.0	6.9	5.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

找报告，上“数据瑝河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

目 录

1、 三花智控：顺应新能源洪流，制冷控制元器件龙头的二次成长之路 4
1.1、 从制冷到汽零，业务不断外延，逐渐由中国走向全球 4
1.2、 股权架构相对稳定，员工激励制度完善 6
1.3、 财务分析：制冷空调业务稳中向好，汽车零部件业务提速明显 7
2、 行业：政策引导背景下，行业发展迎来新机遇 9
2.1、 制冷空调零部件：绿色经济驱动制冷零部件新增长 9
2.2、 汽车零部件：电动化趋势明显，推高汽车热管理系统行业天花板 11
3、 核心竞争力：三大核心竞争力深筑品牌壁垒 15
3.1、 核心竞争力一：技术领先，零部件龙头地位稳固 15
3.1.1、 制冷空调零部件：持续研发创新赋能，阀类部件技术优势明显 16
3.1.2、 汽零：集成化优势明显，技术研发和市场应用已走在全球行业前列 18
3.2、 核心竞争力二：提供多种系统化解决方案，规模优势显著 19
3.3、 核心竞争力三：全球化布局带来稳定客户资源，强化进入壁垒 20
4、 未来展望：新能源新机遇，业绩具备较高成长性，较强确定性 21
4.1、 高成长性：制冷空调业务稳增长，汽车热管理业务为核心驱动力 21
4.2、 较强确定性：供给侧改革托底新能源增长，大客户效应保障公司地位 23
5、 盈利预测与投资建议 27
6、 风险提示 29
附：财务预测摘要 30

图表目录

图 1： 元器件制造基因悠久，公司多年来围绕核心产品不断延展业务范围，业绩逐步兑现 4
图 2： 制冷元器件领域产品应用面广泛 5
图 3： 新能源车热管理系统较燃油车更为复杂 5
图 4： 公司在新能源车零部件领域实现多品类覆盖 5
图 5： 实控人张氏父子三人直接或间接持有三花智控股份 30.18% 6
图 6： 2016-2020 年公司营收增长 CAGR 为 15.65% 7
图 7： 2016-2020 年公司净利润增长 CAGR 为 14.27% 7
图 8： 2017 年以来汽车零部件业务占比持续提升 7
图 9： 汽车零部件业务维持高增长（单位：亿元） 7
图 10： 2017-2021H1 公司毛利率水平波动向下 8
图 11： 2017-2021H1 汽零业务毛利率有所承压 8
图 12： 2016-2020 公司期间费用率保持稳定 8
图 13： 受毛利率水平下滑影响公司盈利能力有所承压 8
图 14： 2017-2020 年公司经营现金流净额稳步提升 9
图 15： 2017-2020 年存货/应收账款周转天数有所提升 9
图 16： 变频节能空调成为主流市场 10
图 17： 新一、三级能效产品占据主流市场 10
图 18： 2021M1-M8 中央空调出货额同比增速维持在 20%以上 10
图 19： 2016-2019 年变频冰箱销量 CAGR 达 40.17%，增速高于行业整体水平 10
图 20： 2018 年以来中国新能源汽车渗透率持续提升 13

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

图 21：2020 年以来全球新能源车销量提速明显 13
图 22：CO2 热泵空调采用 CO2 新冷媒作为制冷剂 14
图 23：电子膨胀阀内销量快速增长，截止阀、四通阀内销维持稳健增长 15
图 24：公司主要阀类产品内销市场份额稳固 16
图 25：2018-2020 年电子膨胀阀、四通阀外销量快速增长（单位：万套） 16
图 26：不锈钢四通阀助力整机能效提升约 1% 17
图 27：三花四通阀荣获制冷展创新产品奖 17
图 28：研发方面积极与客户合作，提高产品可靠性 17
图 29：公司覆盖新能源汽车整车热管理领域多个部件 18
图 30：公司在汽车零部件领域提供多种技术方案 18
图 31：公司提供系统化应用解决方案以及定制化产品 19
图 32：2016-2020 年公司毛利率水平位列行业前列 20
图 33：2016-2020 年公司净利率水平位列行业前列 20
图 34：公司拥有完善的全球化布局 20
图 35：公司国内外客户资源丰富 21
图 36：汽车零部件业务快速增长为公司业绩和估值提升的主要驱动力 21

表 1：2018 年以来公司针对核心人才进行了多次激励举措 6
表 2：各国政策法规为行业发展创造了较好的政策 9
表 3：相较于传统换热器，微通道换热器在热效率，环保等方式均更具优势 10
表 4：微通道换热器工艺技术、稳定性等方式还有待改进 11
表 5：各国围绕绿色经济持续加码制定规范和支持政策 11
表 6：市面多款品牌车型已采用热泵空调方案 13
表 7：新能源汽车热管理核心组件价值量较传统汽车提升近 2 倍 14
表 8：新能源车快速放量叠加更高单车价值推高汽车热管理组件行业天花板 15
表 9：公司针对不同应用场景开发形成了多种电子膨胀阀 16
表 10：三花汽零已成为汽车空调和热管理系统控制部件领域全球的主要供应商 18
表 11：商用制冷及高效节能元器件项目预期收益向好 22
表 12：新能源车 50%复合增速假设下 2020-2025E 汽零业务收入复合增速达 38% 22
表 13：新能源车 50%复合增速以及热泵空调方案渗透率达 35%假设下 2020-2025E 汽零业务收入复合增速近 40% 23
表 14：国内外传统车企及造车新势力电动化战略清晰 24
表 15：国内外车企产能扩张计划稳步推进 25
表 16：公司目前在手新能源车订单资源丰富 26
表 17：2017 年以来公司新能源汽车零部件建设项目持续推进 26
表 18：我们预计 2021-2023 公司汽车零部件业务营收增速分别为 62.88%、58.35%、39.50% 27
表 19：预计 2021-2023 年公司营收分别增长 31.67%、22.19%、19.64% 28
表 20：三花智控作为制冷和热管理领域龙头企业，享有一定估值溢价 28

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

1、 三花智控：顺应新能源洪流，制冷控制元器件龙头的二次成长之路

1.1、 从制冷到汽零，业务不断外延，逐渐由中国走向全球

公司制造基因悠久，多年来围绕制冷零部件不断延展业务范围，逐渐由中国走向全球。公司前身是浙江绍兴“新昌制冷配件厂”，三十年发展以来，公司以阀、泵、换热三大品类不断扩展应用领域，先后布局家用冰箱、空调、汽车行业。2007 年公司并购兰柯公司旗下四通阀全球业务。2012 年公司收购德国亚威科以及其分部在奥地利、上海、德国等地的 10 家企业，切入咖啡机、洗碗机和洗衣机零部件领域。2015 年公司发行收购三花微通道 100%股权，实现制冷系统换热器自产。2017 年并入汽车零部件业务，并进一步拓展到新能源车热管理系统，最终形成了目前制冷零部件、汽车零部件两大业务。

图1：元器件制造基因悠久，公司多年来围绕核心产品不断延展业务范围，业绩逐步兑现

	初创期（1979-1989）	平稳发展期（1990-2002）	快速扩张期（2003-2017）	业绩兑现期（2018年至今）
发展特点	切入冰箱领域	秉承“经营多元化、市场全球化、生产专业化”战略发展思想	• 切入咖啡机、洗衣机和洗碗机零部件领域 • 实现换热器自产 • 并入汽车零部件业务，成为全球车企核心供应商	• 加速布局新能源汽车热管理领域 • 凭借先发优势快速获取新能源车订单，实现快速发展
收购历程			• 收购兰柯公司旗下四通阀全球业务 • 收购德国亚威科集团全部资产，以及分布在奥地利等地10家企业 • 发行股份购买杭州三花微通道公司100%股权 • 发行股份购买三花汽零100%股权	
产能布局		“三花杭州工业园”大型综合性生产基地动工兴建，推动三花向全球化经营发展	• 非公开发行股票募集资金10亿元用于建设新昌梅渚工业园 • 三花墨西哥工厂TXV生产线启动	• 三花新能源汽车热管理部件项目绍兴滨海工业园投产 • 公开发行可转债用于商用制冷智能元器件及高效节能制冷空调元器件建设项目 • 新增年产1100万套新能源汽车高效热管理组件项目 • 新增年产150万套新能源热管理部件项目
核心产品	二位三通电磁阀	四通阀、电磁阀等	• **制冷领域**：四通阀、电子膨胀阀、微通道换热器等全球市占率位列行业前列 • **汽车领域**：车用电子膨胀阀、电子水泵、微通道换热器等位列行业前列	• **制冷领域**：四通阀、电子膨胀阀、微通道换热器等 • **汽车领域**：车用电子膨胀阀、电子水泵、微通道换热器
事件	• 自主开发二位三通电磁阀，打破国外垄断，加快冰箱国产化步伐 • 目标以二位三通电磁阀打入国际市场	• 中外合资成立三花不二工机，宣告外向型发展迈出实质性步伐 • 浙江三花集团成立，旨在向更高层次发	• 三花智控股票正式挂牌上市 • 三花通过定向增发实现制冷主业整体上市	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

家用制冷零配件领域阀类部件已走在全球行业前列。电子膨胀阀主要用于制冷空调和热泵系统中，能够自动调节制冷剂流量，使系统在最佳状态下运行，是变频空调重要零部件之一；**四通阀**能够实现制冷模式和制热模式的切换，主要应用于空调和热泵系统等领域。目前公司凭借产品优势，阀类全球市占率位居行业前列。

微通道业务领域主要涉及微通道蒸发器、微通道冷凝器、微通道热泵用换热器、微通道水箱散热器等产品。公司早于市场开发出蒸发器、热泵换热器等产品，并获得了充分的技术竞争优势，例如 A 型微通道蒸发器成功应用于家用空调室内机，以及成功应用于家用空调室外机的微通道热泵换热器。

亚威科业务领域主要布局 Omega 泵、加热管、水软化系统等产品，应用于咖啡机、洗碗机、洗衣机等。

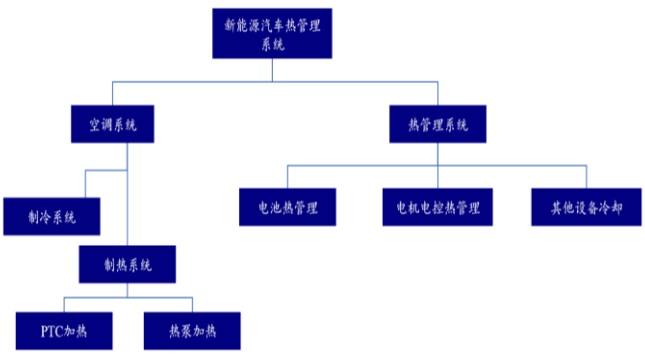
找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

图2：制冷元器件领域产品应用面广泛

资料来源：公司官网、三花智控微信公众号、开源证券研究所

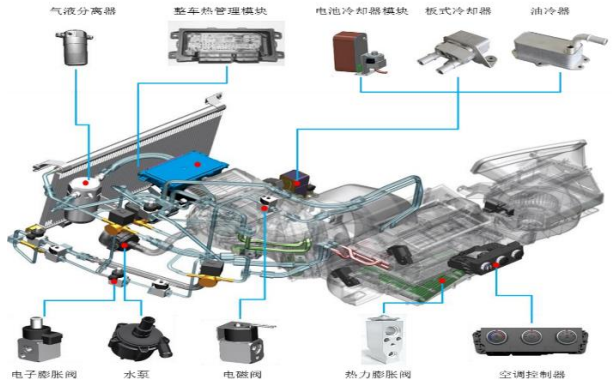
新能源车零配件领域实现阀+泵+换热全覆盖。由于驱动模式的差异，新能源车的热管理系统较传统燃油车更为复杂，涵盖了空调系统与热管理系统，其中热管理系统包括电池 热管理、电机电控热管理和其他设备冷却。公司旗下三花汽零自成立以来便专注于汽车空调和热管理系统控制部件的研发生产，目前实现了新能源车用阀+泵+热交换全覆盖，用于空调系统、电池冷却系统、发动机和动力系统冷却等。

图3：新能源车热管理系统较燃油车更为复杂



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图4：公司在新能源车零部件领域实现多品类覆盖



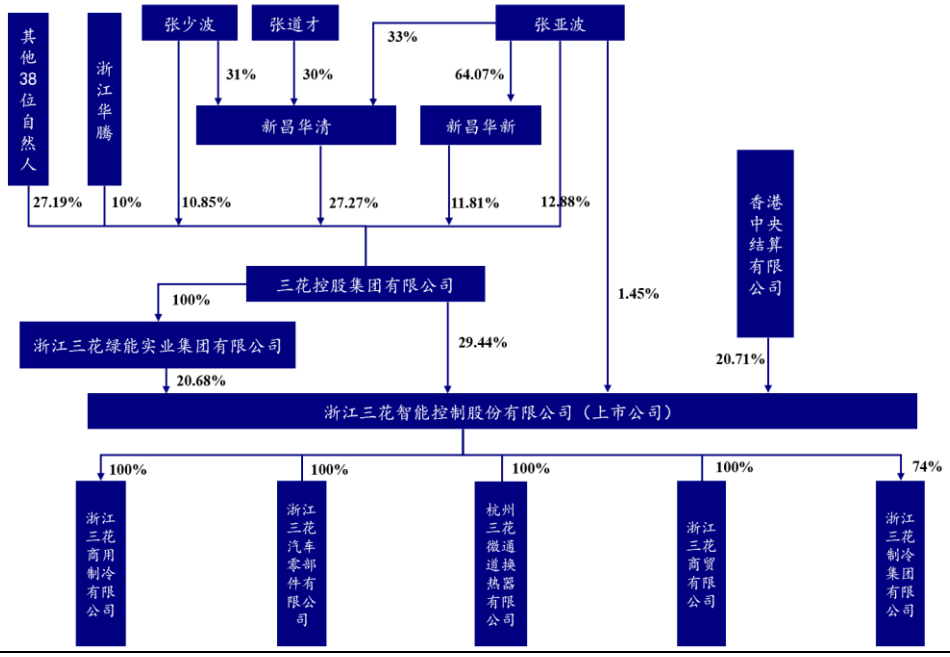
资料来源：公司公告

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

1.2、 股权架构相对稳定，员工激励制度完善

公司股权结构相对稳定，实控人为张氏父子三人。公司实际控制人张氏父子三人直接或通过三花控股、三花绿能间接持股公司股份合计 30.18%，其中张亚波为公司董事长及 CEO。此外，除张氏父子三人外，倪晓明、陈雨忠、翁伟峰、陈笑明等核心人才均已长期任职于公司，公司具备较为稳定的核心管理团队。

图5：实控人张氏父子三人直接或间接持有三花智控股份 30.18%



资料来源：公司公告、开源证券研究所

员工激励制度完善，充分保障公司经营效率。2018 年公司实施限制性股权激励计划和股票增值权计划，其中限制性股票激励计划主要针对激励董事、高管、核心人才等 753 人，股票增值权激励计划主要针对外籍核心人才，合计授予股票数量占公司股本 0.51%。随后 2020 年公司继续推出限制性股票激励计划，将激励对象扩大至 914 人。三次股权激励措施较好地调度了员工积极性，助力 ROE 水平稳定位列行业前列。

表1：2018 年以来公司针对核心人才进行了多次激励举措

激励时间	激励对象	授予股票数量	授予价格	考核指标
2018 年限制性股票激励计划	董事、高管 5 人，核心人才 748 人，共计 753 人	1033 万股（占总股本 0.49%）	8.37 元/股	2018-2020 年加权平均净资产收益率不低于 17%
2018 年股票增值权激励计划	外籍核心人才 22 人	35.5 万股（占总股本 0.0167%）	8.37 元/股	2018-2020 年加权平均净资产收益率不低于 17%，或不低于同行业对标公司同期 80 分位水平
2020 年限制性股票激励计划	公司董事、高级管理人员以及对公司未来经营和发展起到重要作用的核心人才，共计 914 名	1205 万股（占总股本 0.44%）	9.85 元/股	2020-2022 年加权平均净资产收益率不低于 17%，或不低于同行业对标公司同期 80 分位水平

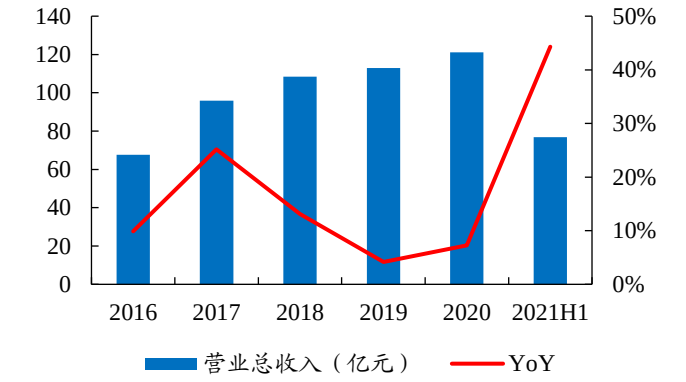
资料来源：公司公告、开源证券研究所

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

1.3、 财务分析：制冷空调业务稳中向好，汽车零部件业务提速明显

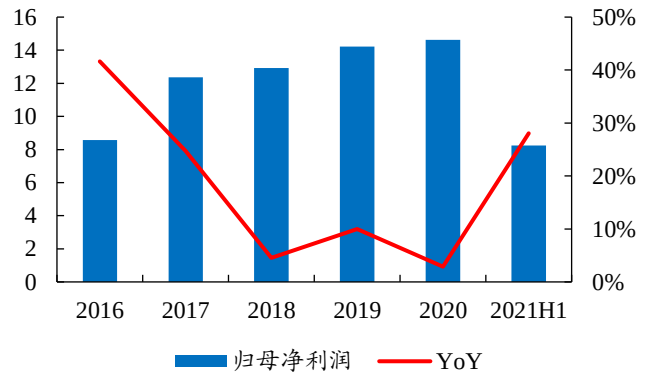
2016-2020 年业绩增长稳健，2021H1 受益新能源发展提速。公司营业收入从 2016 年的 67.60 亿元增长至 2020 年的 121.1 亿元，CAGR 为 15.65%，公司归母净利润从 2016 年的 8.57 亿元增长至 2020 年的 14.62 亿元，CAGR 为 14.27%。其中，2017 年公司营收增速提升主要系制冷领域下游空调、冰箱需求提高以及三花汽零实现并表。综合来看，2016-2020 年公司业绩增长较为稳定。2021 年以来，在新能源车高景气度以及空调需求回暖下公司业绩提速明显，2021H1 公司营业收入、净利润同比分别增长 44.30%、28.03%。

图6：2016-2020 年公司营收增长 CAGR 为 15.65%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

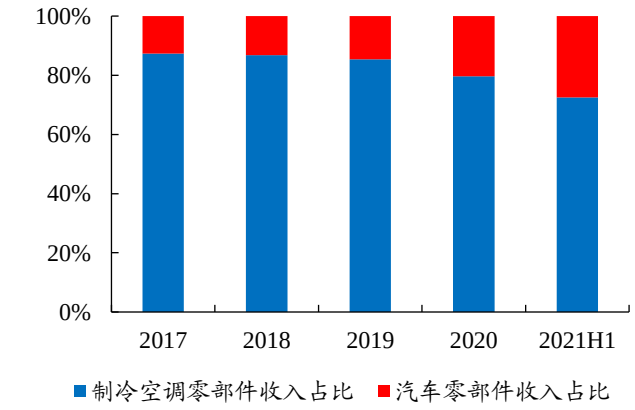
图7：2016-2020 年公司净利润增长 CAGR 为 14.27%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

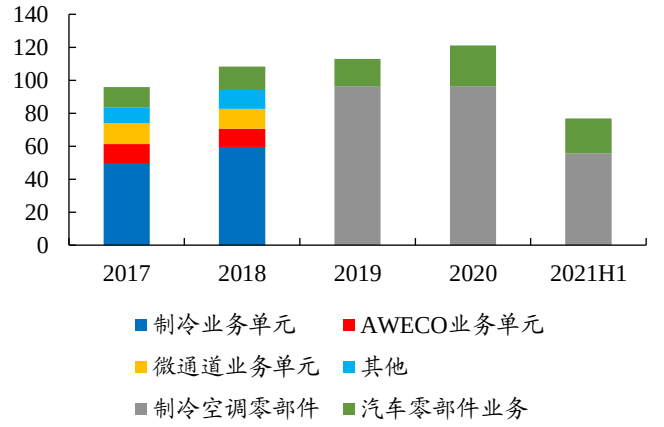
分业务来看，制冷空调零部件业务为基本盘，汽车零部件业务占比持续提升。公司主营业务主要有制冷空调零部件和汽车零部件，其中制冷空调零部件又可以分为制冷业务单元、AWECO 业务单元、微通道业务单元及其他。2021H1 制冷空调零部件、汽车零部件业务营收占比分为 72.49%、27.51%。其中，占比较高的制冷空调零部件业务保持稳健增长，2017-2020 年有业务营收 CAGR 为 4.28%。2020 年以来，受益于新能源车行业红利，具备先发优势的公司汽零业务迎来快速增长，2020、2021H1 营收增速分别达 49.57%、122.14%。

图8：2017 年以来汽车零部件业务占比持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：汽车零部件业务维持高增长（单位：亿元）



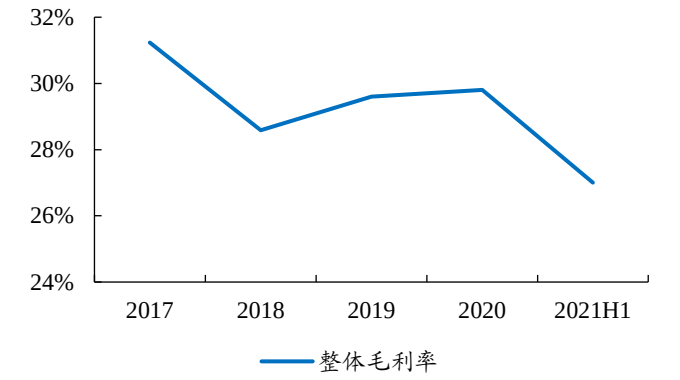
数据来源：公司公告、开源证券研究所

多因素导致公司毛利率波动较大，制冷空调业务毛利率保持相对稳定。2017-2020 年，公司整体毛利率保持相对稳定，在 2018 年达到谷底后增长至 2020 年的 29.81%，主要系占比较高的制冷空调业务毛利率提升。分业务来看，制冷空调零部件

找报告，上“数据瑝河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

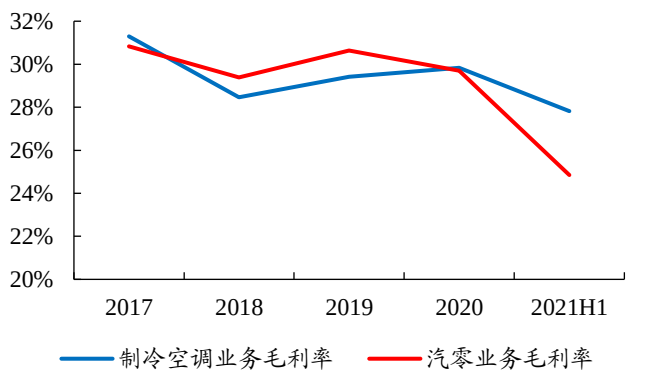
业务毛利率保持稳定，2021 年上半年在原材料价格上涨的情况下仍同比增长 0.3pct，主系成本加定价机制下抗原材料能力较强。而汽车零部件业务毛利率自 2019 年以来逐年下降，主要系原材料成本上涨及组件占比提升所致。

图 10：2017-2021H1 公司毛利率水平波动向下



数据来源：公司公告、开源证券研究所

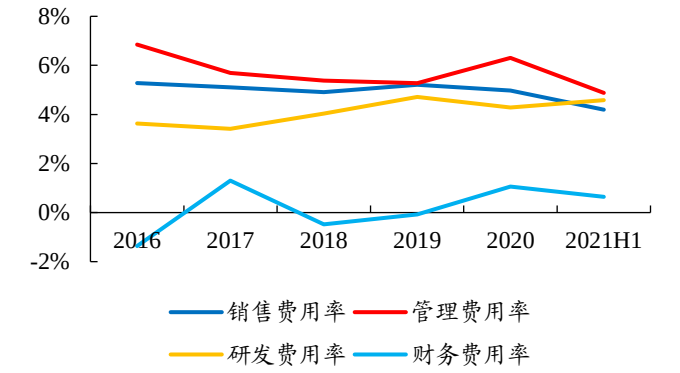
图 11：2017-2021H1 汽零业务毛利率有所承压



数据来源：公司公告、开源证券研究所

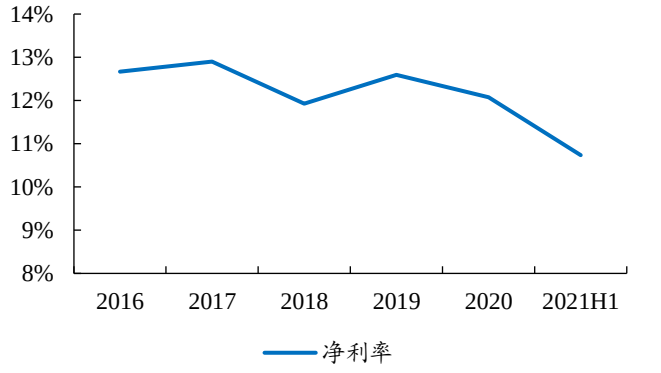
费用管控能力较强，受毛利率下滑影响盈利能力有所承压。2016-2020 年公司期间费用率维持在 14%左右，相对较为稳定。其中，销售费用率维持在 5%左右，管理费用率从 6.85%降至 4.88%，规模效应明显，研发费用率由 3.63%提升至 4.28%。2021H1 费用管控效果增强，期间费用率同比下降 0.42pcts，其中销售费用/管理费用率下降 0.65pcts/1.05pcts。但受毛利率下滑影响，2021H1 盈利能力有所承压，净利率同比下降 1.36pcts。

图 12：2016-2020 公司期间费用率保持稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图 13：受毛利率水平下滑影响公司盈利能力有所承压

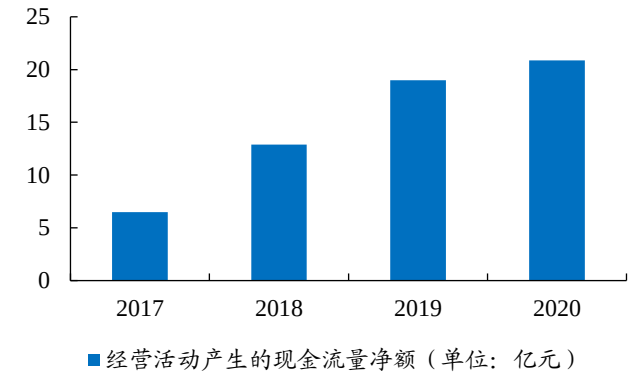


数据来源：公司公告、开源证券研究所

经营现金流充足，存货周转天数、应收账款周转天数有所上升。2017-2020 年公司经营性现金流净额始终维持在健康水平，2020 年经营性现金流净额 20.87 亿元，为公司净利润的 1.43 倍。从存货周转效率上看，2021H1 公司存货周转效率边际改善。从汇款能力上看，公司应收账款周转天数有所提升，或系公司大客户订单收入增加所致。

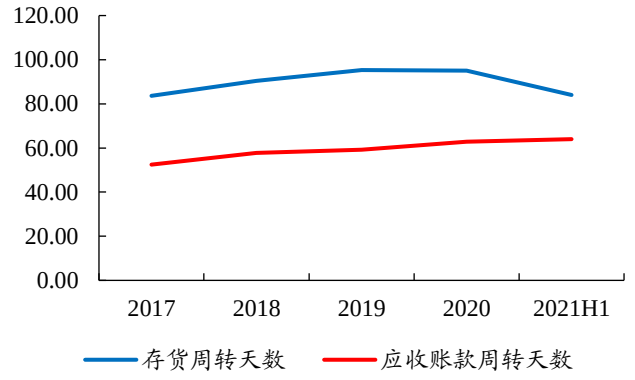
找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

图14：2017-2020 年公司经营现金流净额稳步提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图15：2017-2020 年存货/应收账款周转天数有所提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、 行业：政策引导背景下，行业发展迎来新机遇

2.1、 制冷空调零部件：绿色经济驱动制冷零部件新增长

为践行全球节能降耗，保护生态环境，全球各国对家用制冷空调能耗提出了一系列新的要求。中国方面，GB21455-2019《房间空气调节器能效限定值及能效等级》将空调的能效标准从原来的 3 级增至 5 级，涵盖品类范围进一步扩大；美国方面，2015 实行新的家用中央空调器和热泵产品的能效标准，将能效比从 13 提高到 14。**伴随全球主要市场对空调节能、环保的要求日益提高，制冷产业升级趋势明显，我们预计未来几年全球制冷空调更新需求将对空调控制元器件的需求形成有利支撑。**

表2：各国政策法规为行业发展创造了较好的政策

	政策情况
《蒙特利尔议定书》和《京都议定书》	制定了世界空调制冷剂的替代时间计划，提出发达国家和发展中国家将分别于 2020 年和 2030 年全面禁止使用 R22 等制冷剂，
美国	2011 年美国能源部（DOE）公司公布房间空调器和干衣机新能效标准，比原标准提升能效 10%；2015 年 1 月 1 日实行新的家用中央空调器和热泵产品的能标准，能效比从 13 提高到 14
欧盟	2012/27/EU 指令建立了一个在欧盟范围内促进能源效率措施的共同框架，以确保欧盟达到 2020 年能源效率提高 20%的目标
日本	提出空调能效“领跑者制度”，并于 2010 年和 2012 年提高了家用空调的能效标准
中国	史上最严的空调能效新标 GB21455-2019《房间空气调节器能效限定值及能效等级》于 2020 年 7 月 1 日正式实施，将空调的能效标准从原来的 3 级增至 5 级，涵盖品类范围进一步扩大

资料来源：公司公告、开源证券研究所

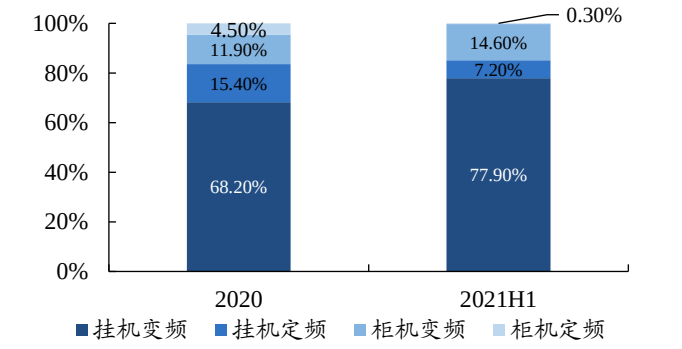
◆ 能效标准提升将带动电子膨胀阀等高能效零部件快速发展

新能效表现下定频和变频 3 级能效空调将面临淘汰，高能效变频空调销售占比提升将带动电子膨胀阀等高效、节能空调零部件的生产需求提高。产业在线数据显示，2016-2019 年变频空调产量 CAGR 为 20.72%，高于 10.96%的行业整体水平，奥维云网数据显示，2021H1 线上变频空调零售量占比 92.5%，2021M6 线上、线下老能

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

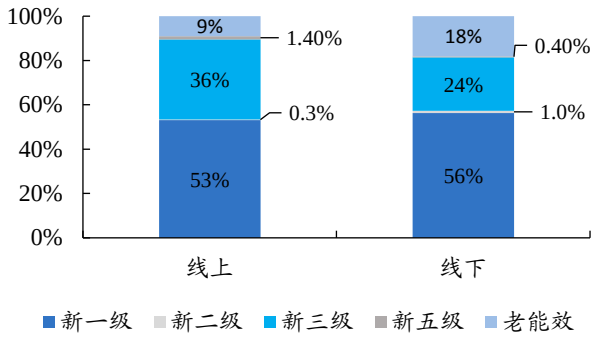
效产品零售量占比分别 9%、18%，**高能效变频空调市场仍有一定上升空间。**

图16：变频节能空调成为主流市场



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

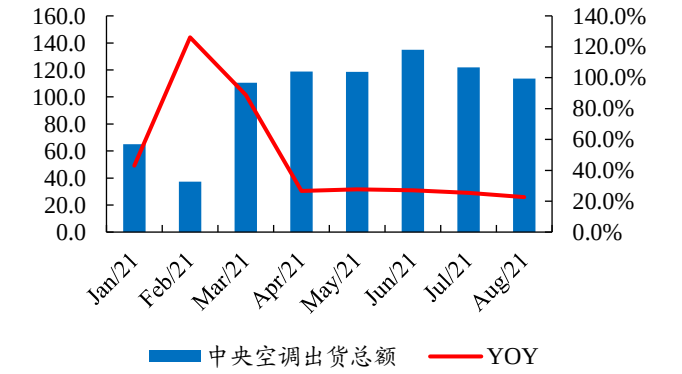
图17：新一、三级能效产品占据主流市场



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

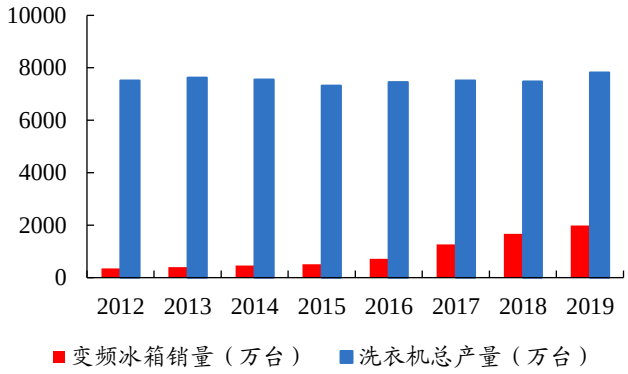
此外，商用空调、变频冰箱等符合节能政策的制冷产品也逐渐受到生产企业的重视。产业在线数据显示，2021M1-M8 中央空调出货额同比增速均维持在 20%以上，2016-2019 年变频冰箱销量 CAGR 达 40.17%，显著高于 1.58%的行业整体水平，对标定频冰箱，变频冰箱销量规模仍有较大成长空间。**变频冰箱快速增长有利于电子膨胀阀等高效节能零部件部件需求提升，而商用空调则将促进作为冷凝器和蒸发器用的微通道换热器的快速发展。**

图18：2021M1-M8 中央空调出货额同比增速维持在20%以上



数据来源：产业在线、开源证券研究所

图19：2016-2019 年变频冰箱销量 CAGR 达 40.17%，增速高于行业整体水平



数据来源：产业在线、开源证券研究所

◆ 碳中和背景下催生制冷元器件环保新冷媒替换和少铜化的需求

中国提出 2030 年“碳达峰”和 2060 年“碳中和”，使得制冷电器零部件业务在能效升级、环保新冷媒替换和少铜化等方面存在机遇。例如，相较于传统铜管铝翅片换热器，全铝制的微通道换热器可以大幅减少冷媒充注量，从而使得热效率提升 30%以上，预计未来微通道换热器渗透率有望加速提升。**根据产业在线数据显示，2019 年全球微通道换热器潜在市场容量为 536 亿元，全球市场普及率仅 6.5%，微通道换热器对传统铜管铝翅片换热器的替代空间仍较大。**

表3：相较于传统换热器，微通道换热器在热效率，环保等方式均更具优势

	管片式	层叠式	微通道
单位体积表面积	50-100	850-1500	＞1500
体积换热系数（液）	0-5000	3000-7000	＞7000

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

	管片式	层叠式	微通道
体积换热系数（气）	20-100	50-300	300-2000
热流量	<1	-	1
等效率下尺寸	10	-	1
投资	-	-	减少约 25%

资料来源：微通道换热器研究进展[J].制冷与空调、开源证券研究所

微通道换热器以较好的性能表现主要应用于汽车/家用/商用空调领域，但在工艺技术、可靠性等方面仍有提升空间。例如，汽车空调应用领域存在结霜问题，技术改进下成本仍有待优化；家用、商用空调应用领域面临制冷剂分配均匀性、气流分布不均容易积灰等问题。多方面因素影响微通道换热器渗透率提升缓慢，我们认为随着未来生产工艺的进步和成本优化，微通道渗透率有望得到快速提升。

表4：微通道换热器工艺技术、稳定性等方式还有待改进

	微通道换热器劣势
汽车空调领域	用于蒸发器或热泵空调系统中容易出现结霜问题，当前技术能够较好解决结霜问题，但带来了较高的生产成本
家用/商用空调领域	用作蒸发器时容易出现制冷剂分配不均问题，降低性能； 顶部抽风式风扇的方式使得气流分布不均，提高能耗； 高密度开窗式翅片容易积灰，使得热阻增大，同时灰尘中腐蚀性物质可能降低使用寿命

资料来源：微通道换热器的研究及应用现状[J].化工进展、开源证券研究所

2.2、 汽车零部件：电动化趋势明显，推高汽车热管理系统行业天花板

随着全球主要经济体碳排放规划逐步清晰，各国围绕绿色经济持续加码制定规范和支持政策，以新能源汽车为代表的绿色经济得到快速发展。欧洲方面，明确碳排放考核指标，加大新能源汽车基础设施以及补贴和税收优惠；美国方面，拜登政府通过《清洁能源法案》，大幅增加新能源汽车补贴力度，此外 2021 年 5 月《美国就业计划》提出了“电动汽车计划”，其中 150 亿美元用于电动车基建；中国方面，《节能与新能源汽车技术路线图》指出目标 2035 年新能源汽车销量占比 50%以上，同时提出免征新能源汽车购置税。

在提升新能源汽车基础设施的、加大新能源汽车补贴的同时，对新能源汽车能耗要求也有所提高。以中国为例，《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》中提出要提高新能源车整车能耗、纯电动乘用车续航里程门槛要求，《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》指出目标 2025 年纯电动乘用车新车平均耗电降至 12.0 千瓦时/百公里。

表5：各国围绕绿色经济持续加码制定规范和支持政策

	时间	政策名称	支持和规范政策
中国	2019 年 3 月	《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	提高新能源车整车能耗、纯电动乘用车续航里程门槛要求。加大补贴退坡力度
	2020 年 4 月	《关于新能源汽车免征车辆购置税有关政策的公告》、《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》、《关于稳定和扩大汽车消费消费若干措施的通知》	免征新能源汽车购置税；将补贴延长至 2022 年底，平缓补贴退坡力度和节奏；2021-2022 年原则上保持技术指标总体稳定；新能源乘用车补贴前售价须在 30 万元以下；纯电动车型 NEDC 续航里程须在 300km 以上

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

时间	政策名称	支持和规范政策
2020 年 10 月	《节能与新能源汽车技术路线图（2.0 版）》	目标 2035 年汽车碳排放总量下降 20%以上，**新能源汽车成为主流（占总销量 50%以上）**，汽车产业实现电动化转型
2020 年 11 月	《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》	进一步完善充换电基础设施；**到 2025 年，纯电动乘用车新车平均耗电降至 12.0 千瓦时/百公里，新能源汽车新车渗透率达 20%左右**；2035 年，纯电动汽车成为新销售车辆主流，公用领域用车全面电动化；
2021 年 2 月	《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》	推广绿色低碳运输工具，淘汰更新或改造老旧车船；加强新能源汽车充换电、加氢等配套基础设施建设
2021 年 5 月	《关于调整免征车辆购置税新能源汽车产品技术要求的公告》	插电式（含增程式）混合动力乘用车纯电动续驶里程应满足有条件的等效全电里程不低于 43 公里等
	日本	**《新一代汽车战略 2010》目标 2030 年下一代汽车在新车销量中比例达到 50-70%**
	韩国	《2030 未来汽车产业发展战略》提出：2030 年电动汽车和氢能汽车等环保汽车在新车占比中提高至 33%；2030 年新能源汽车充电站数量由 5427 个增加到 1.5 万个；2027 年实现 L4 级自动驾驶技术商用化
	欧盟	计划 2025 年前建设 200 万个公用充电桩；计划对零排放车型免征增值税；预计 2025 年欧盟电动车保有量为 1300 万辆，2030 年欧盟电动车保有量达到 4400 万辆
	英国	《绿色工业革命十点计划》提出将停止传统燃油车新车销售的时间由 2040 年提前至 2030 年； 《能源白皮书》提出到 2050 年实现净零排放，针对不同车型设置不同补贴政策，加大税收优惠力度
	美国	（1）2021 年 5 月，《美国就业计划》中投入 1740 亿元打造“电动汽车计划”，其中 1000 亿美元用于消费者电动车退税，150 亿美元用于电动车基建（2030 年前建立 50 万个充电桩；（2）2021 年 4 月，能源部宣布为充电设施相关的研发提供新的资金和合作伙伴关系，其中 2000 万美元用于加快商用插电式电动汽车(PEV)和配套基础设施的普及；（3）2021 年 5 月 26 日《美国清洁能源法案》提高了电动汽车税收抵免金额，且扩大了其适用范围。

资料来源：财政部、国家发改委、国务院办公厅、中国汽车工程学会、日本经济产业省、各国政府、欧盟委员会、开源证券研究所

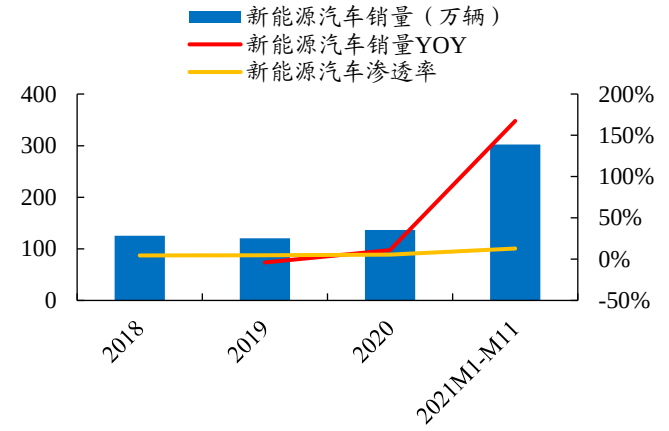
各国各项规范和支持政策促进了高效节能汽车技术的革新，**我们认为混动、纯电动、氢能源汽车都对相应零部件提出了更高更多更新的需求，有望带动公司汽车零部件业务快速发展，具体表现为：**

◆ 新能源汽车快速发展有望提供新部件的增量需求

新能源汽车渗透率快速提升有望推动汽车零部件重回高增长。根据中汽协数据显示，伴随新能源汽车快速增长，新能源汽车新车渗透率由 2018 年的 4.47%快速提升至 2021M1-M10 的 12.87%。全球市场方面，根据 EV sales 数据显示，2016-2020 年全球新能源乘用车销量 CAGR 为 34.85%，2021H1 同比增速 168.92%，维持高增态势。**高效节能汽车的快速发展有望带动调温阀、电子水泵等新产品的需求提升，新能源车也将形成新的电子膨胀阀、冷却板等部品的需求。**

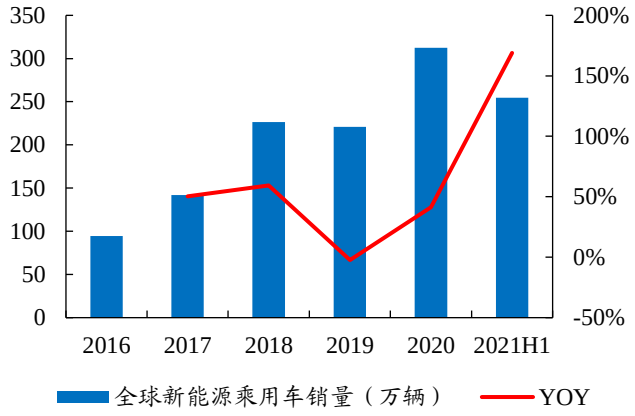
找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

图20：2018 年以来中国新能源汽车渗透率持续提升



数据来源：中汽协、开源证券研究所

图21：2020 年以来全球新能源车销量提速明显



数据来源：EV sales、开源证券研究所

◆ 热泵空调制热技术的普及有望推升单车价值

新能源汽车制热方案包括 PTC 和热泵空调，传统 PTC 制热技术功耗较大，对新能源续航里程影响较大。而热泵空调系统最高可降低 50%电耗，从而大幅提升续航里程，**鉴于国际对新能源车电耗门槛要求的逐步提升，热泵空调有望成为新能源车新车型的必然技术路径。**目前大众、奥迪、宝马等国际品牌以及荣威、长安等国内品牌部分车型均已实现热泵空调系统量产装车。但**热泵空调方案比 PTC 方案更为复杂，对配件、管路的要求也更高，因此单车阀类和泵类产品都会增加，单车价值更高。**

表6：市面多款品牌车型已采用热泵空调方案

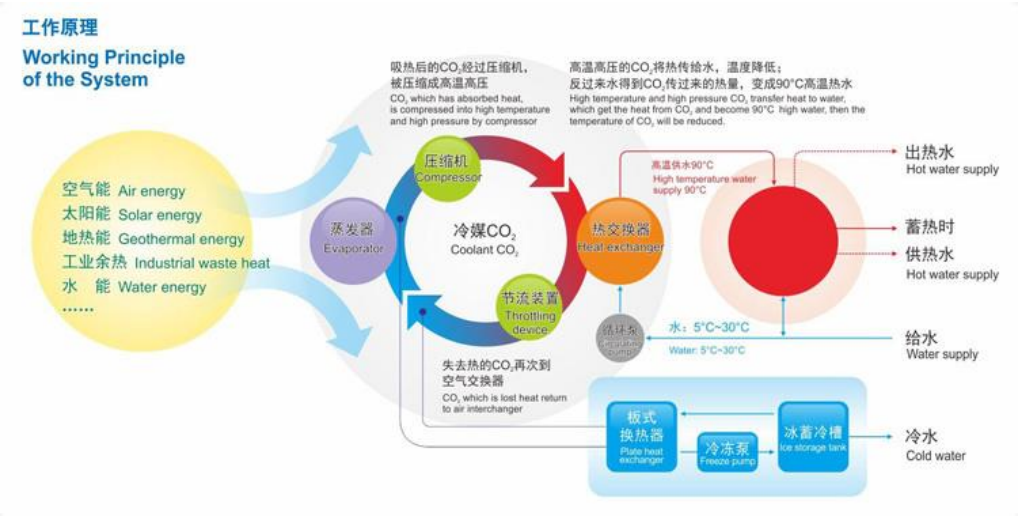
汽车品牌	应用车型
比亚迪	海豚系列
荣威	Ei5、MARVEL-X
小鹏	P5
蔚来	ES6
宝马	宝马 i3
奥迪	奥迪 R8e-tron、Q7e-tron
特斯拉	Model Y
大众	e-Golf、ID.4 系列、ID.6 系列
吉利	几何 C、极氪 001

资料来源：汽车之家、各公司官网、开源证券研究所

二氧化碳新冷媒有望助力热泵空调系统快速普及。按照新能源车热泵空调制冷剂划分可以分为 R134a 型、CO2 型、R1234yf 型等。研究发现 CO2 新冷媒作为替代汽车空调制冷剂 R134a 型制冷剂具备可行性，CO2 热泵系统较 R134a 系统拥有更大的性能优势，例如可显著减小压缩机与系统的尺寸，低温环境下能够达到较高的加热能力和 COP，并且能够提供给车室的空气温度更高。但是，利用 CO2 作为制冷剂的空调系统，具有极高的工作压力，为传统空调系统的 10 倍，对零部件的要求也更高，生产成本可能也更高。**综合比较来看，二氧化碳新冷媒在环保性能、安全性能等上均占据优势，未来随着技术进步有望得到普及。**

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

图22：CO2 热泵空调采用 CO2 新冷媒作为制冷剂



资料来源：科希曼空气能

◆ 新能源汽车热管理系统具备更高单车价值

新能源汽车较传统燃油车，新增了电池、电机等冷却需求，因此新能源汽车新增冷却板、电池冷却液、电子水泵、电子膨胀阀、PTC 加热器或热泵系统等配件，**根据电器工业数据，新能源车热管理系统核心配件总价值量从 2230 元提升至 6410 元左右，新能源车热管理价值量较传统汽车提升近 2 倍。**

表7：新能源汽车热管理核心组件价值量较传统汽车提升近 2 倍

传统热管理核心组件	结算价格（元）	新能源汽车热管理核心组件	结算价格（元）
散热器	450	电池冷却器	600
蒸发器	180	蒸发器	720
冷凝器	100	冷凝器	200
油冷器	300	热泵系统	1,500
水泵	100	电子系统	840
空调压缩机	500	电动压缩机	1,500
中冷器	200	电子膨胀阀	500
其他	400	其他	550
合计	2,230	合计	6,410

数据来源：电器工业、公司公告、开源证券研究所

综合来看，新能源车渗透率快速提升，叠加高单车价值将推高汽车热管理组件行业天花板。假设传统燃油车热管理系统单车价值为 2200 元/辆，而新能源车热管理系统平均单车价值在热泵空调方案渗透率提升的情况下每年提升 100 元/辆，至 2025 年新能源车热管理系统平均单车价值为 5700 元/辆。根据 EVTank 预测 2020-2025 年全球新能源乘用车销量 CAGR 约 42%，中性预期 2025 年新能源汽车渗透率达 30%，测算得 2020-2025 年乘用车热管理系统规模 CAGR 为 11.82%，其中新能源车热管理系统全球规模 CAGR 为 44.56%。

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

表8：新能源车快速放量叠加更高单车价值推高汽车热管理组件行业天花板

	2016	2017	2018	2019	2020	2025E	CAGR
全球乘用车销量（万辆）	6,946	7,069	6,869	6,434	5,360	6,000	2.28%
全球新能源乘用车销量（万辆）	94.5	142	226.3	221	312.5	1800	41.93%
传统燃油乘用车销量（万辆）	6,852	6,927	6,643	6,213	5,047	4,200	-3.61%
新能源汽车渗透率	1.36%	2.01%	3.29%	3.43%	5.83%	30.00%	
传统燃油车热管理系统单车价值（元/辆）	2200	2200	2200	2200	2200	2200	
新能源车热管理系统平均单车价值（元/辆）	4800	4900	5000	5100	5200	5700	
传统燃油车热管理系统规模（亿元）	1528	1555	1511	1416	1179	1320	2.28%
新能源车热管理系统规模（亿元）	45	70	113	113	163	1026	44.56%
乘用车热管理系统规模（亿元）	1574	1625	1624	1528	1342	2346	11.82%

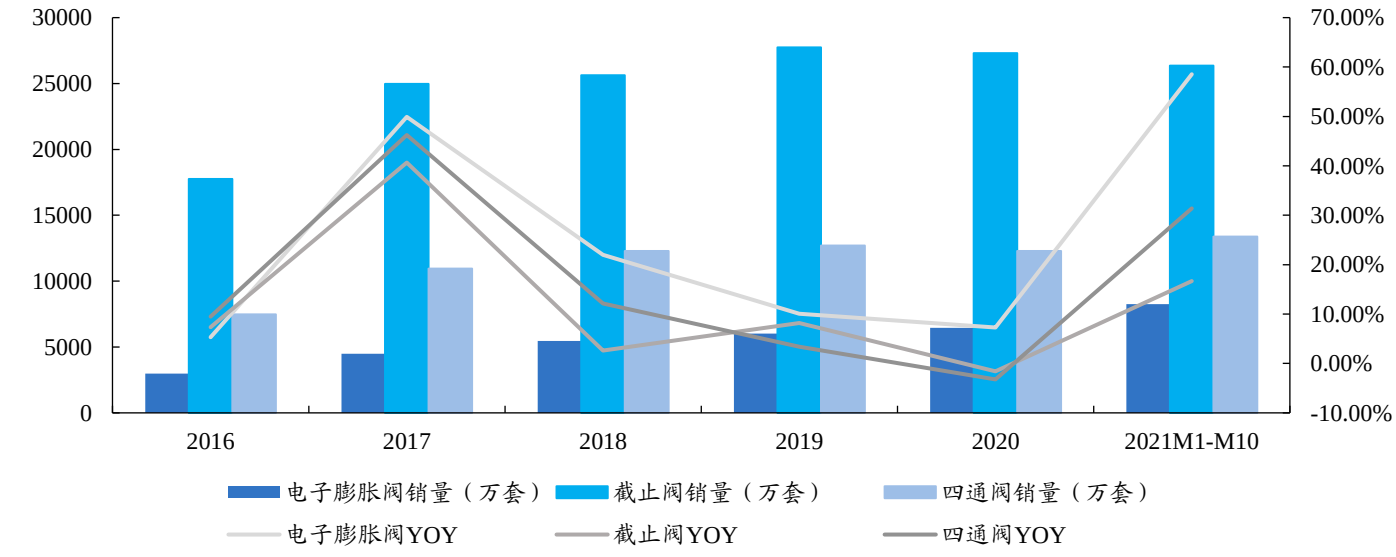
数据来源：Wind、艾睿铂咨询、EVTank、公司公告、开源证券研究所

3、 核心竞争力：三大核心竞争力深筑品牌壁垒

3.1、 核心竞争力一：技术领先，零部件龙头地位稳固

伴随制冷空调、冷链装备等快速发展，制冷阀件市场保持稳定的增长态势。电子膨胀阀方面，新能效标准背景下实现快速增长，2016-2020 年内销量 CAGR 达 21.23%，2021M1-M10 内销量同比增速 58.54%。四通阀、截止阀维持稳健增长，2016-2020 年内销量 CAGR 分别为 13.19%、11.34%，2021M1-M10 内销量同比增速分别 31.40%、16.69%。

图23：电子膨胀阀内销量快速增长，截止阀、四通阀内销维持稳健增长



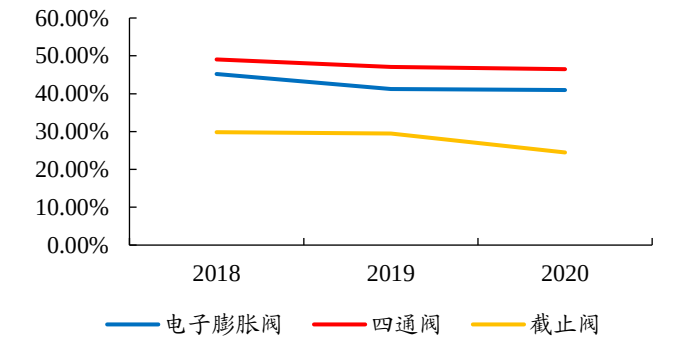
数据来源：产业在线、开源证券研究所

制冷零部件领域，内销龙头地位稳固，外销维持快速增长。内销市场方面，根据产业在线数据显示，公司**电子膨胀阀、四通阀内销市场占有率维持 40%以上，截止阀内销市场占有率维持 20%以上**。外销市场方面，根据总销量及内销市占率测算公司外销量，电子膨胀阀和四通阀均维持高增态势，2018-2020 年外销量 CAGR 分别达 34.07%、41.13%。微通道领域方面，早在 2015 年，三花微通道的市场份额已经全球领先，三花空调微通道换热器全球市场份额达 31%，具备较好的先发优势和势能积

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

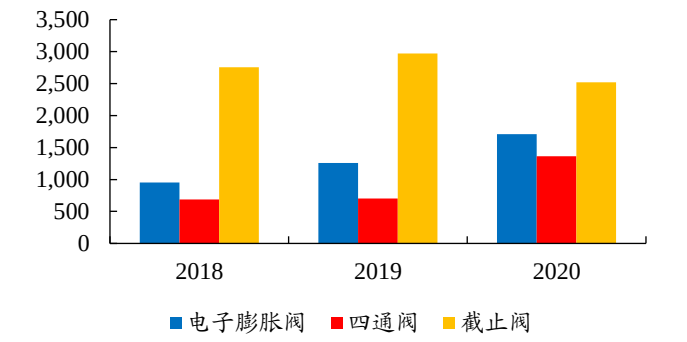
累。并且截止 2019 年，**根据产业在线数据测算，2019 年公司微通道换热器全球市场份额提升至 34.86%，公司在微通道领域的市场竞争力不断提升。**

图24：公司主要阀类产品内销市场份额稳固



数据来源：产业在线、开源证券研究所

图25：2018-2020 年电子膨胀阀、四通阀外销量快速增长（单位：万套）



数据来源：产业在线、公司公告、开源证券研究所

新能源汽车热管理先行者，已抢占部分新能源车热管理市场。根据前文所预测 2020 年全球新能源乘用车热管理市场规模为 163 亿元，2020 年公司汽车零部件业务实现营收 24.69 亿元，其中 61%为新能源车客户，进一步可**测算得 2020 年公司新能源汽车热管理全球市场份额约为 9.24%。**

3.1.1、 制冷空调零部件：持续研发创新赋能，阀类部件技术优势明显

◆ 电子膨胀阀：技术壁垒较高，三花系产品技术领先

电子膨胀阀通过自动调节制冷剂流量，能够使系统在最佳工况下运作，相比与传统阀件，其技术含量更高，并且受到知识产权和专利的保护，**公司是为数不多解决电子膨胀阀技术壁垒并实现量产的厂商。**除了标准型产品，公司亦针对不同客户需求开发形成了 Q、O、R、T、VPF 等多种产品，为家用和商用空调、热泵、冷藏等提供多种解决方案，公司电子膨胀阀曾荣获工信部“制造业单项冠军产品”称号，T 型电子膨胀阀荣获 2020 年浙江省优秀工业产品。**此外公司在碳中和背景下还开发适用 CO2 新冷媒的电子膨胀阀。**

表9：公司针对不同应用场景开发形成了多种电子膨胀阀

产品型号	适用范围
DPF(T01)	适用于空调、热泵和冷冻冷藏系统，如展家用变频空调、小型冷库和多联机空调
DPF(S03)	适用于商用制冷、中央空调和热泵系统，如中大型冷库、模块机和集中式空气源热泵采暖系统，也可以应用于吸气压力调节
VPF	适用于大型空调（涡旋和螺杆机）和大型冷库，也可应用于吸气压力调节
LPF	适用于商用制冷和冷冻冷藏，例如电动大巴空调
R 系列	主要用于新冷媒 CO2 为制冷剂的系统中，可实现制冷剂流量的自动调节，达到快速制冷或制热、精确控温、节能静音等目的

资料来源：公司官网、开源证券研究所

◆ 四通阀：聚焦双碳，首创技术引领行业发展

三花四通换向阀系列产品凭借全球领先的技术、过硬的产品质量持续获得空调和热泵市场知名企业的信赖与口碑，先后荣获 2014 年（大型单体四通换向阀）、2015 年（大型旋转四通换向阀）、2018 年（低压损大容量四通换向阀）“中国制冷展创新

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

产品奖”和 2020 年工信部“制造业冠军单品”。**针对 CO2 新冷媒，公司首创 CO2 四通阀填补了行业空白，打开了 CO2 热泵系统全面普及的大门。**另外，**三花推出了不锈钢四通阀**等系列产品，一方面在铜价持续上涨情况下保持价格优势，另一方面通过不锈钢代铜，实现少铜化，为低碳环保助力。

图26：不锈钢四通阀助力整机能效提升约 1%

资料来源：三花智控微信公众号

图27：三花四通阀荣获制冷展创新产品奖

资料来源：开源证券研究所

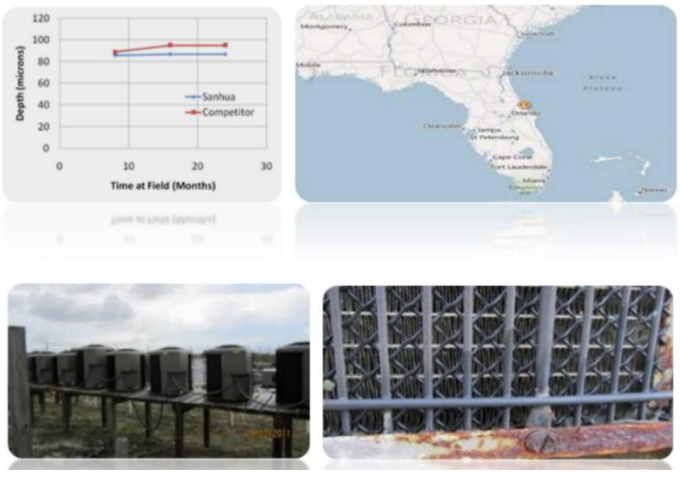
◆ 微通道换热器：产品研发具备前瞻性，技术储备优势明显

公司通过铝代铜的方式替代传统铜管翅片式换热器，主要应用于家用空调、机房空调、热泵热水器、食品冷链等领域。

产品技术上，三花微通道积极与北美关键客户合作。例如公司在美国佛罗里达 Daytona 海滩设立了微通道在腐蚀环境的长期测试点，旨在跟踪微通道在腐蚀环境下的使用寿命。经过多年反馈，三花微通道换热器较关键竞争对手，最大腐蚀深度更低，可靠性方面更具优势。

产品延展上，公司具备前瞻性，积累了一定的技术储备。例如公司早于市场开发出蒸发器、热泵换热器等产品，并获得了充分的技术竞争优势，例如 A 型微通道蒸发器成功应用于家用空调室内机，解决了制冷剂分配均匀性、制冷剂排水等问题，以及成功研发应用于家用空调室外机的微通道热泵换热器，解决了结霜快、折弯失效等问题。**凭借产品优势，2019 年三花微通道荣获江森自控集团优秀供应商金奖和持续改善标杆奖。**

图28：研发方面积极与客户合作，提高产品可靠性



资料来源：公司公告

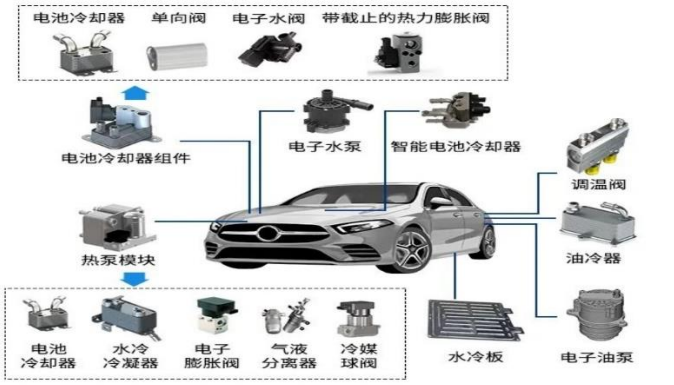
找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

3.1.2、 汽零：集成化优势明显，技术研发和市场应用已走在全球行业前列

从 1987 年开发车用热力膨胀阀（TXV），到 2015 年 TXV 全球市场占有率第二，再到 2017 年凭借电子膨胀阀荣获 PACE AWARD 创新大奖，三花汽零始终走在行业前列。相较于同行业企业，公司产品覆盖更为全面，目前已实现电池和电子设备冷却、发动机和动力系统冷却的电子水泵、电子水阀、电子油泵、电池冷却器、冷却板和油冷器等产品的全面覆盖，并且多款产品均已成为全球车企主要供应零部件。

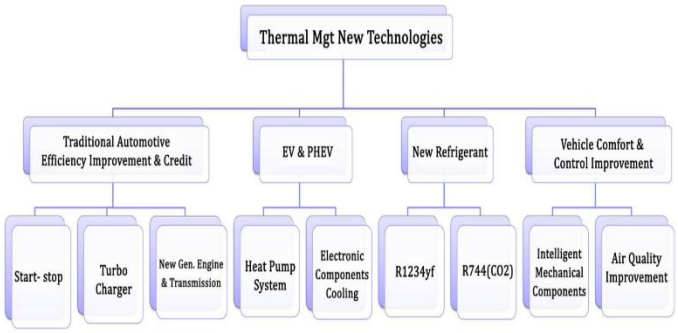
多品类布局下公司能够为客户提供多种技术解决方案，例如针对 CO2 新冷媒热泵空调技术，公司先发优势明显。2018 年已加盟电动车 CO2 热泵空调系统开发技术联盟，将为东风汽车集团提供自主研发的国际领先的电动汽车 CO2 热泵技术解决方案及节能变频控制技术，

图29：公司覆盖新能源汽车整车热管理领域多个部件



资料来源：三花智控微信公众号

图30：公司在汽车零部件领域提供多种技术方案



资料来源：三花汽零公司官网

随着传统汽车空调部件销量的不断增加和新产品的不断推向市场，三花汽零已成为汽车空调和热管理系统控制部件领域全球的主要供应商。截止 2017 年底，三花汽零已和长城、比亚迪、上汽、蔚来、奔驰、特斯拉等整车厂商以及法雷奥、马勒等汽车一级供应商订立过合同。基于前期产品、品牌势能，我们认为公司有望持续巩固自身在汽零供应商行业中的地位。

表10：三花汽零已成为汽车空调和热管理系统控制部件领域全球的主要供应商

客户名称		产品类别	合同起止期限	销售主体
一汽	一汽大众	电池冷却器	合同无具体期限约定	三花汽零
	一汽新能源汽车	冷却板	2016.1.1-2016.12.31	三花汽零
	一汽轿车	电池冷却器	合同无具体期限约定	三花汽零
	天津一汽	电池冷却器	2016.6.6-2018.6.6	三花汽零
长城	长城汽车	膨胀阀、贮液器、贮液器类散件	2017.1.1-2017.12.31	三花汽零、 苏州新智
比亚迪	深圳比亚迪供应链	膨胀阀、电磁阀、电子膨胀阀	2016.12.1-2017.5.31	三花汽零
		电磁冷却器	合同无具体期限约定	三花汽零
江铃	江铃股份	电池冷却器	2016.8.8-2017.8.7	三花汽零
	江铃控股	控制器	2017.1.1-2017.12.31	三花汽零
	江铃轻汽	控制器	2017.1.1-2017.12.31	三花汽零
吉利	吉利汽车	电池冷却器、集成模块	合同无具体期限约定	三花汽零
		水泵	合同无具体期限约定	三花汽零
		水阀	合同无具体期限约定	

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

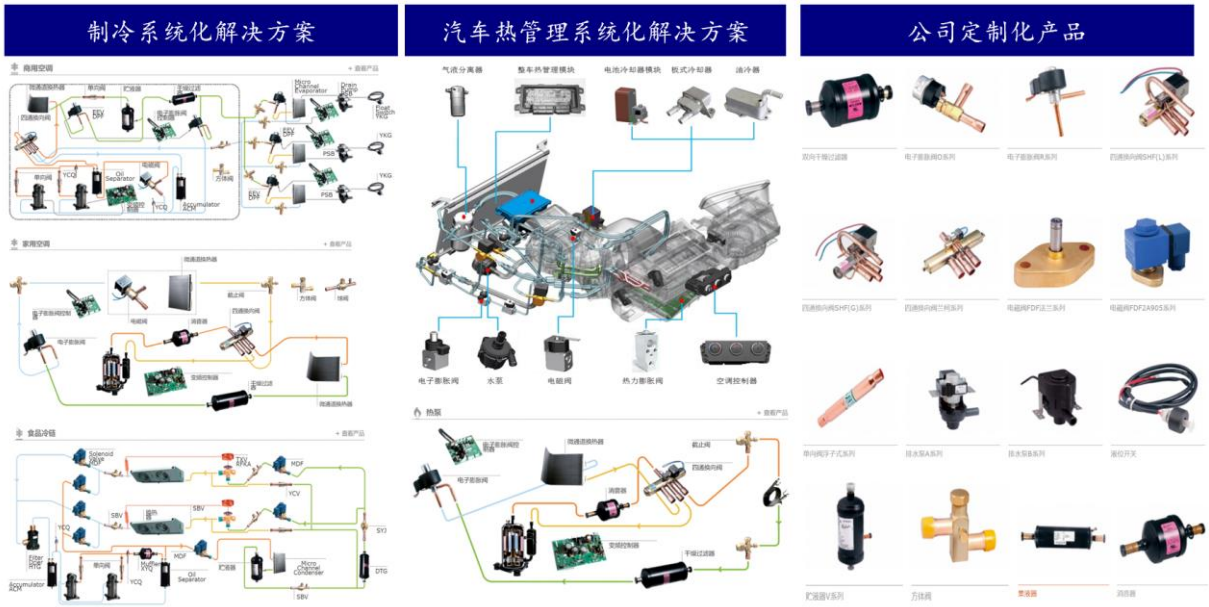
上汽	上汽集团	电池冷却器	2017.1.1-2018.6.30	三花汽零
	上汽大众	电池冷却器	合同无具体期限约定	三花汽零
广汽	广汽乘用车	电磁阀、水阀	合同无具体期限约定	三花汽零
蔚来汽车	蔚来汽车	水泵、水阀	合同无具体期限约定	三花汽零
奔驰	德国戴姆勒	电子膨胀阀	2017.1.3-2018.12.31	三花汽零
	德国戴姆勒	贮液器	2016.11.14-2017.12.31	苏州新智
	巴西戴姆勒	贮液器	2016.11.9-2017.12.31	
特斯拉	TESLA	膨胀阀	2016.11.18-2017.05.31	美国三花
		水冷版	2016.11.1-2017.12.31	
		油冷器	2017.1.9-2017.7.31	
		油泵	2017.1.9-2017.7.31	美国三花
通用	通用	水阀	2017.4.19-2023.12.31	三花汽零

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、 核心竞争力二：提供多种系统化解决方案，规模优势显著

模块组件化趋势明显，公司支持定制化解决方案，有利于提升客户粘性。随着生产企业的自动化水平提高，对供应商也提出了更高的要求，特别是在新能源车领域，模块化组件将成为未来方向和趋势。公司的产品覆盖了阀、泵、热交换等三大类部件，产品品类丰富，拥有纵向一体化生产能力，集成模块化组件自制率高，能够为客户提供商用空调、食品冷链、热泵、家用空调、汽车热管理系统化应用方案以及定制化产品。

图31：公司提供系统化应用解决方案以及定制化产品

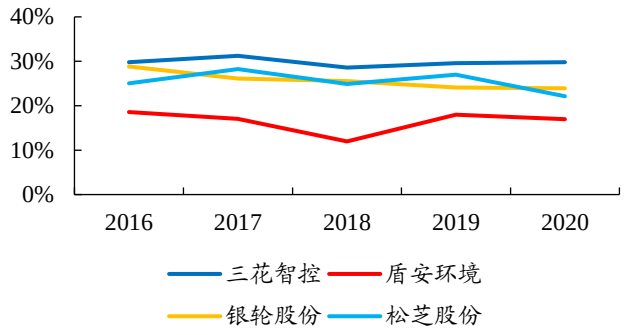


资料来源：公司官网、开源证券研究所

多样化产品线和规模化升级深筑公司成本优势。公司产品覆盖制冷空调零部件和汽车零部件两大领域，采购、生产具备一定协同效应，此外公司还通过对原有生产线进行升级改造以实现规模化升级。采购端、生产端的规模效应带来了明显的成本优势，公司毛利率水平维持在 30%左右，高于同行业企业，同时公司 12%左右的净利率水平也远高于同行业企业。

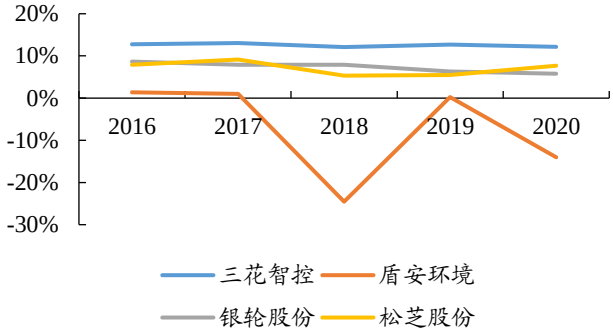
找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

图32：2016-2020 年公司毛利率水平位列行业前列



数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：2016-2020 年公司净利率水平位列行业前列



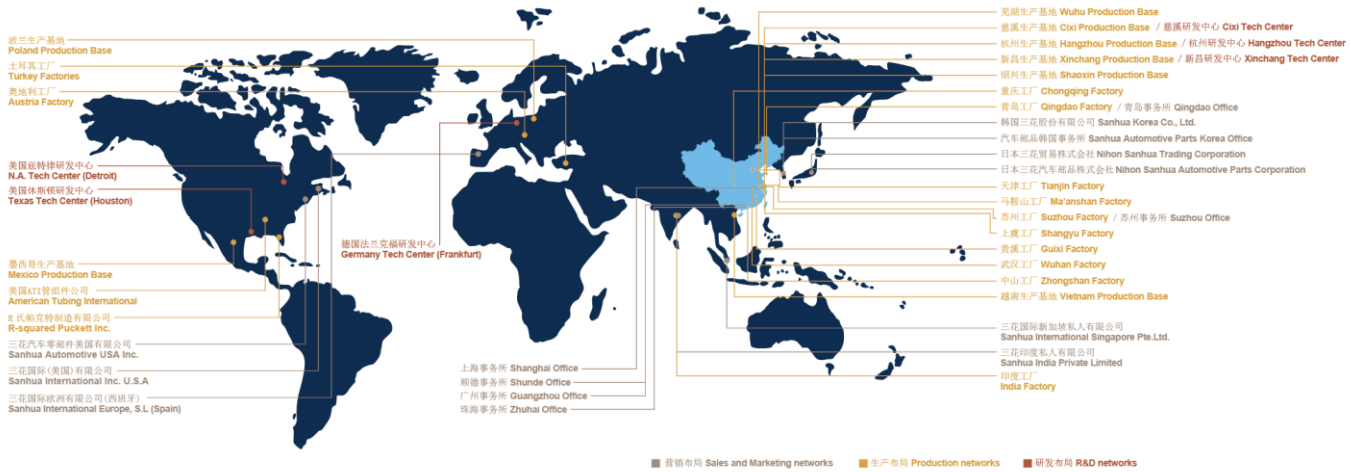
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、 核心竞争力三：全球化布局带来稳定客户资源，强化进入壁垒

生产、研发等全球化布局一方面能够缩短供应链长度、降低整体成本，另一方面通过本地化服务能够提升客户满意度，从而提高用户粘性。目前公司在全球范围内共设立了 22 个销售办公室、37 个物流中心以及超 14 个生产基地。本地化研究中心和生产基地提高了公司与当地客户的沟通效率，提升应答速度，叠加自身产品技术优势，目前公司在全球范围内已和多家空调、汽车整机厂商以及其头部一级供应商建立了长期稳定的合作关系。

客户中较好的品牌和产品美誉度，一方面深化未来合作意向，另一方面形成对后来者的进入壁垒。制冷空调领域，公司多次荣获世界著名制冷、空调主机厂商如美的、开利、大金和三菱电机的“质量奖，先后荣获法雷奥 QRQC 二等奖、江森自控优秀供应商奖；汽车零部件领域，公司先后荣获一汽杰克赛尔优秀供应商奖、上海德尔福优秀供应商奖、贝洱亚太区最佳供应商奖等。**制冷元器件及热管理部件对产品性能影响较大，各生产厂商一般较为重视企业产品的历史服务情况，新进入者获得客户认可需要一定过程，因此我们认为公司对后来者构成了一定品牌和信誉壁垒。**

图34：公司拥有完善的全球化布局



资料来源：三花智控微信公众号

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

图35：公司国内外客户资源丰富

资料来源：公司官网、开源证券研究所

4、 未来展望：新能源新机遇，业绩具备较高成长性，较强确定性

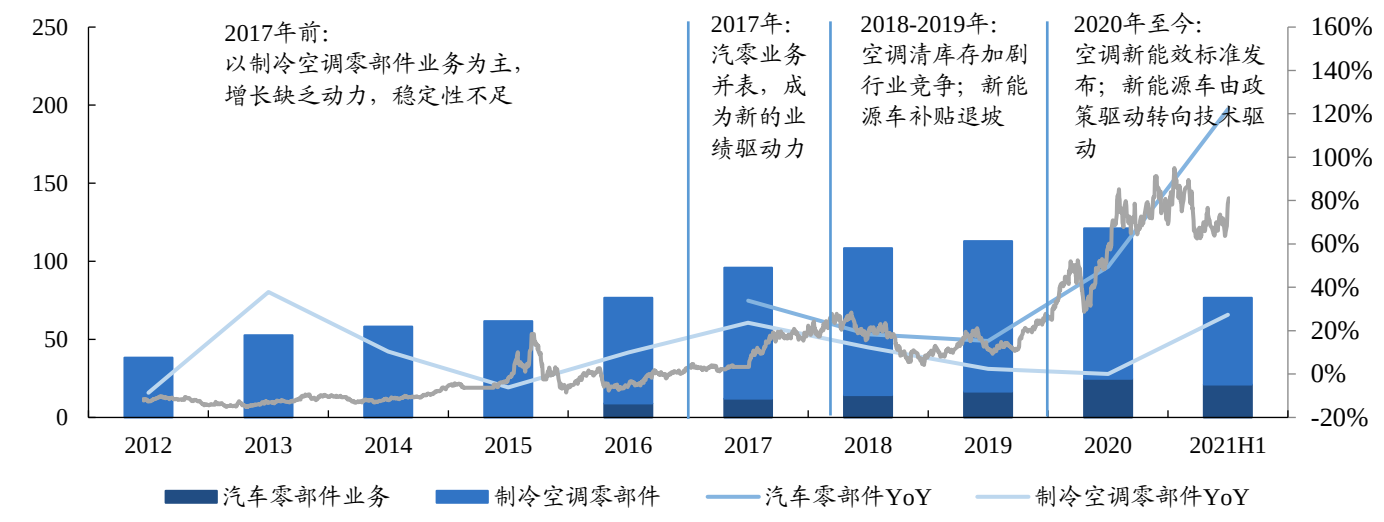
4.1、 高成长性：制冷空调业务稳增长，汽车热管理业务为核心驱动力

制冷空调业务稳健增长和汽车零部件业务快速增长是公司过往业绩和估值提升的主要驱动力之一：

（1）制冷空调零部件：受行业政策变动以及下游空调行业需求影响较大，2013 和 2020 年两次新能效等级标准实施下公司制冷空调零部件业务增速均有明显的提高。而伴随新能效等级标准实施前都面临清库存带来的增速下滑，正常状态下制冷空调零部件业务维持 10%左右的稳定增长。

（2）汽车零部件：2017 年汽车零部件业务并表后为公司业绩注入了新的增长驱动力，但在 2019 年新能源车补贴退坡的背景下汽车零部件业务增速有所放缓。2020 年以来，随着双积分政策的推行，新能源车行业正逐渐由补贴政策驱动转向技术型、需求驱动，即供给端技术创新推动需求旺盛，公司汽车零部件业务再次迎来高增长。

图36：汽车零部件业务快速增长为公司业绩和估值提升的主要驱动力



数据来源：公司公告、开源证券研究所

找报告，上“数据瑝河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

展望未来，我们仍能看好全球节能降耗下制冷零部件业务稳中向好以及转向技术型、需求驱动的汽车零部件业务快速发展：

（1）制冷空调零部件业务：

首先各细分赛道仍有一定增长空间：（a）家用制冷领域，顺应全球节能降耗导向的新能效空调和变频冰箱发展趋势已定，**高能效空调更新需求以及变频冰箱新增需求将带动电子膨胀阀等高效、节能空调零部件稳步发展。**（b）微通道领域，未来增长空间在于对传统铜管铝翅片换热器的替代，新能效标准的发布同样利好微通道换热器行业进一步发展，根据产业在线数据显示，2019 年全球微通道换热器潜在市场容量为 536 亿元，全球市场普及率仅 6.5%，**对标欧美等能效比较高的国家，换热器可普及空间仍较大。**（c）**商用制冷领域，冷链物流仍处于发展初期，**在生鲜领域的快速发展以及政府对食品药品冷冻冷藏环节的重视下预计中长期将维持稳健增长。

其次公司募投计划以及客户开拓稳步进行，预期收益稳定：2021 年公司发行 6 年期 30 亿元可转换公司债券，募集资金将用于商用制冷元器件和高效节能元器件建设项目，预期投产后可分别实现税前销售收入 36.32 亿元、19.8 亿元，预期受益稳定。**此外，公司与开利全球再次签订新一轮长期合作协议，**双方将在延续现有供应产品的基础上，开发创新型热力膨胀阀、微通道换热器、变频控制器三大新品，预计在巩固公司核心供应商地位的同时增厚未来制冷板块业绩。

表11：商用制冷及高效节能元器件项目预期收益向好

募投项目	预计建设期	预期效益
年产 5050 万套高效节能制冷空调控制元器件技术改造项目	四年	预计项目达产后正常年份可实现销售收入 19.8 亿元（含税）
年产 6500 万套商用制冷空调智能控制元器件建设项目	六年	预计项目达产后正常年份可实现销售收入 36.32 亿元（含税）

资料来源：公司公告、开源证券研究所

（2）汽车零部件业务：

伴随新能源业务的快速拓展，公司新能源客户营收占比由 2018 年的 35%提升至 2020 年的 61%，预计在新能源车快速发展的背景下新能源客户营收占比有望持续提升，来自新能源市场的增长驱动将更为明显。具体拆分量价来看：

◆ **量：从燃油到新能源，新能源车蓬勃发展将成为汽零业务主要驱动力**

新能源车发展已成确定性趋势，伴随新能源车快速放量，中性预期 2020-2025 年公司汽车零部件业务维持 35%以上复合增速。假定公司新能源车、传统燃油车单车价值分别为 6000 元/辆，2500 元/辆，根据 2020 年新能源车客户营收占比测算 2020 年新能源车订单数量达 25.10 万辆。进一步假设 2020-2025 年新能源车订单数量 CAGR 为 50%，估测得 2020-2025 公司汽车零部件业务营收 CAGR 为 38.32%。

表12：新能源车 50%复合增速假设下 2020-2025E 汽零业务收入复合增速达 38%

	2018	2020	2025E	2020-2025 CAGR
汽车零部件业务（亿元）	14.32	24.69	125.00	38.32%
新能源车单车价值（元/辆）	6000	6000	6000	-
传统燃油车单车价值（元/辆）	2500	2500	2500	-
新能源车客户营收占比	35.00%	61.00%	91.49%	-

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

	2018	2020	2025E	2020-2025 CAGR
新能源车数量（万辆）	8.35	25.10	190.61	50.00%
传统燃油车客户营收占比	65.00%	39.00%	8.51%	-
传统燃油车数量（万辆）	37.23	38.52	42.53	2.00%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

◆ **价：从燃油到新能源汽车，从 PTC 空调到热泵空调，单车价值上升进一步推高汽零业务空间**

伴随新能源车订单渗透率及热泵空调方案渗透率提升推高公司平均单价价值，中性预期将释放 6 亿元左右营收空间。进一步地，假定 PTC 方案、热泵方案新能源车单价价值分别为 5200 元/辆、6400 元/辆，以及 2025 年热泵空调方案渗透率将提升至 35%，测算得在新能源车和热泵空调方案渗透率提升下 2020-2025 年公司平均单车价值 CAGR 为 6.63%，其次在新能源车订单维持 50%复合增速下，2020-2025 公司汽零业务营收 CAGR 将提升近 40%。

表13：新能源车 50%复合增速以及热泵空调方案渗透率达 35%假设下 2020-2025E 汽零业务收入复合增速近 40%

指标		2018	2020	2025E	2020-2025E CAGR
	汽车零部件业务（亿元）	14.32	24.69	130.91	39.60%
基本假设	传统燃油车单车价值（元/辆）	2500	2500	2500	-
	PTC 方案新能源车单车价值（元/辆）	5200	5200	5200	-
	热泵空调方案新能源车单车价值（元/辆）	6400	6400	6400	-
	热泵空调方案新能源车渗透率	5.00%	12.00%	35.00%	-
	新能源车客户营收占比	35.00%	61.00%	91.88%	-
测算价	新能源车平均单车价值	5260	5344	5620	1.01%
	平均单车价值（元/辆）	3062	3702	5103	6.63%
测算量及 2025E 量的假设	新能源车订单数量渗透率	20.38%	42.25%	83.42%	
	新能源车订单数量（万辆）	9.53	28.18	214.01	50.00%
	传统燃油车订单数量（万辆）	37.23	38.52	42.53	2.00%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、 较强确定性：供给侧改革托底新能源增长，大客户效应保障公司地位

针对制冷空调业务，稳定增长确定性主要来自于全球节能降耗政策推动。针对汽车零部件业务，我们认为两大因素将带来确定性较高的业绩增长：一方面是供给端传统车企和新造车势力企业电动化战略布局确定性强，另一方面是公司产能和订单持续跟进进一步强化公司业务增长确定性。

全球政策引导下，国内外传统车企和新造车势力企业电动化战略清晰且一致，供给端变革预计将推动行业驶入高速发展期。随着补贴政策逐步退坡，新能源车行业正逐步走向技术型驱动，国内外各传统车企以及新势力企业电动车销量目标复合增速中性预期至少超 35%。同时，各车企也设定了较为清晰的新能源车型投放计划。我们认为供给端新能源车的密集投放有望带动销量快速增长，预计 2020-2030 年新能源车渗透率将得到显著提升。

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

表14：国内外传统车企及造车新势力电动化战略清晰

车企	2018	2019	2020	预计未来销量 CAGR	新能源车销量目标	新能源车型计划
比亚迪	24.78	22.95	18.97	2020-2022 销量 CAGR 超 140%	2022 年新能源汽车销量预计 110-120 万辆	宋 pro DM-i 预计 2022 年 11 月底预售，海洋系列计划未来继续推出“海鸥”、“海豹”及“海狮”等新车型
小鹏	-	1.27	2.70	-	-	G3i 预计 2021Q3 末交付，P5 预计在 2021Q4 批量交付，计划 2022 基于 Edward 平台推出新款 SUV
蔚来	1.13	2.06	4.37	-	-	12 月 18 日 ET5 开启预售（2022 年 9 月交付），ET7 预计 2022 年 3 月底开始交付
理想	-	-	3.26	-	-	2022 计划智能增程式 SUV，并于 2023 年推出另外两款 SUV；2023 年起计划基于 Whale 和 Shark 平台每年至少推出两款高压纯电动车
长城	1.16	3.78	5.86	2020-2025 年销量 CAGR 超 120%	2025 年实现全球年销 400 万辆，其中 80%为新能源汽车	2023 年欧拉实现全球销量 100 万辆；2025 年前全体系推出 50 余款新能源车型
吉利	6.71	11.31	6.81	2020-2025 年销量 CAGR 超 85%	2025 年汽车总销量 365 万辆，其中新能源车销量 90 万辆，加上极氪 155 万辆	5 年内推出 25 款以上智能新能源车，其中吉利推出 10 余款全新产品、几何 2022 年起推出 5 款以上纯电架构产品、领克 5 款+（电动 SUV 率先投放欧洲）、5 款可换电智能纯电汽车
大众汽车集团	-	14.29	42.21	2020-2029 年销量 CAGR 为 58.07%	2029 年预计电动车数量达 2600 万辆，其中混合动力汽车 600 万辆	2029 年前推出 75 款纯电动车及 60 款混合动力汽车
					2025 年 BEV 占销量比例 20%，2030 年 BEV 占销量比例 50%	-
宝马	14.24	14.62	19.27	2020-2025 纯电动车销量 CAGR 超 50%	2025 年实现纯电动汽车销量 200 万辆、占比超 25%，2020-2025 纯电动车型年复合增速超 50%；2025-2030 纯电动车型年复合增速超 20%；2030 年实现纯电动汽车销量占比超 50%	2023 年推出 25 款电动车型
戴姆勒	-	-	-	-	2025 年实现电动车份额 50%	2025 年前推出 35 余款电动车型；2030 年前推出 45 余款电动车型
沃尔沃	-	-	-	-	2016 年提出 2025 交付 100 万辆新能源车；2025 年实现全球销量 120 万辆，其中纯电动车销量占比达 50%，其余为混动车型；2030 年电动汽车销量占比超 35%	
通用	-	11.20	20.03	2020-2025 销量 CAGR 超 37%	2025 年实现全球电动汽车年销量超 100 万辆	2025 年向全球提供 30 款电动汽车型
丰田	-	5.8	6.5	/	2025 年前实现电动车全球年销量 550 万辆（包括 100 万辆 BEV+FCEV，450 万辆 HEV+PHEV）	2030 年前在全球范围内推出 30 款纯电动汽车，实现全球纯电动新车占比 1/3，约为 350 万辆的计划

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

车企	2018	2019	2020	预计未来销量 CAGR	新能源车销量目标	新能源车型计划
特斯拉	24.52	36.75	49.96	2020-2030 年销量 CAGR 超 44%	2030 年实现电动车销量 2000 万辆	-

资料来源：各公司官网、开源证券研究所

除了清晰的销量、投放车型规划，各车企产能扩张计划亦稳步推进，将为新能源车快速放量打下坚实基础。近年来国内企业加速国内生产基地建设，此外中国凭借良好的产业链资源、完善的原材料配套体系以及广阔的市场空间，逐渐成为各大海外车企的产能布局区域。我们认为各车企积极的产能扩建计划将有利于保障快速扩张的销量。

表15：国内外车企产能扩张计划稳步推进

	产能扩张计划
比亚迪	西安新能源汽车零部件产业园：主要建设新能源车核心零部件生产工厂，预计 2024 年建成，达产后年产值约 700 亿元； 深圳比亚迪工业园区：用于打造新能源汽车零部件产业项目； 合肥新能源车高端核心零部件项目：2021 年 8 月备案，预计建成后具备 40 万辆新能源汽车高端核心配套零部件的生产能力； 郑州工业用地：2021 年 10 月竞标得 济南弗迪产业园建设项目：建设公司第九大电池生产基地
小鹏	武汉智能网联汽车制造基地：建设整车及动力总成工厂，整车规划产能 10 万辆 智能新能源汽车二期项目：2021 年 8 月动工，达产后预计年产能提升至 20 万辆
蔚来	合肥新桥智能电动汽车产业园：2021 年 4 月开工，整车规划产能 100 万辆、电池规划产能 100GWh/年
理想	北京绿色智能制造基地：2021 年 10 月开工，计划 2023 年底投产，规划产能 10 万辆纯电动车
长城	扬州整车及零部件生产基地； 临沂整车及零部件生产基地：11 月签约，规划整车产能 12 万辆等
宝马	新建和升级沈阳和张家港工厂
沃尔沃	瑞典哥德堡研发中心； 欧洲电池制造基地：规划产能 50GWh
通用	武汉 Ultium 平台生产线；美国 Ultium Cells LLC 电池制造工厂
丰田	一汽丰田新能源分公司项目：规划年产能 20 万辆； 广汽丰田产能扩建项目（第四生产线）：规划年产能 20 万辆； 广汽丰田产能扩建项目（第五生产线）：规划年产能 20 万辆； 美国电池生产基地：为混合动力及纯电动汽车生产电池
特斯拉	德国柏林电池工厂：规划年产能 100GWh 以及 50 万辆汽车

资料来源：汽车之家、IT 之家、宝马集团年会、西安高新区委员会、电池工业网、各公司官网、开源证券研究所

在手订单丰富，大客户效应有望不断巩固行业地位。随着新能源车快速发展，公司亦快速接入奔驰、沃尔沃、宝马、通用、比亚迪等车企新能源平台订单。一般新车型生命周期在 5-6 年，一旦新车型零部件供应商配套开发好后，更换供应商的可能性较低，加上公司较强的产品竞争优势，**我们认为公司未来增长确定性较高。此外，长期来看，大客户效应也将起到品牌示范作用，为公司未来带来稳定的订单来源。**

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

表16：公司目前在手新能源车订单资源丰富

产品	客户	平台/车型	生命周期订单额	相关车型批量上市时间	备注
电子水泵	德国戴姆勒	新能源电动车、传统汽车平台		2019	
热管理部件	瑞典沃尔沃	新能源电动车平台	6 亿元		
水冷板	瑞典沃尔沃	新能源电动车平台	6 亿元		全球供货商
热管理部件	上海蔚来	新能源电动车平台/ES8	3 亿元	2018	
热管理部件	上海蔚来	新能源电动车平台/第二代量产车	11 亿元	2019	
热管理部件	德国宝马	新能源电动车平台	3000 万欧元		
ETXV、EXV 和 Chiller	德国宝马	两大主流平台 CLAR/FAAR-WE	6 亿元	2022	ETXV 为全球独家供货、Chiller 和 EXV 为中国独家供货
水冷板	上汽大众	新能源电动车平台	9 亿元	2020	
电子水泵	通用汽车	新能源电动车、传统汽车平台	10 亿元	2022	生命周期至 2027 年
电池冷却组件、热管理阀类产品	通用汽车	战略性电动车平台 BEV3	20 亿元		生命周期 6 年、全球独家供货商
热管理阀类产品	比亚迪	新能源电动车 E 平台	5 亿元	2021	生命周期 5 年、独家供货商
电子膨胀阀、热管理集成模块等	上汽集团	新能源电动车平台	10 亿元	2022	独家供货商

资料来源：公司公告、开源证券研究所

新能源车零部件建设项目持续推进，预期收益稳定。2017 年募投建设项目预计 2021 年底将全部达到预定可使用状态，合计年均收益预计达 21.15 亿元。此外，公司仍积极推进新能源车零部件建设项目，三期年产 1100 万套新能源热管理部件项目预计 2021 年底竣工，2020 年招标的 150 万套新能源热管理部件项目预计 2021 年底投入使用，预计将增厚公司汽车零部件业务规模。

表17：2017 年以来公司新能源汽车零部件建设项目持续推进

项目建设计划	达到预定可使用状态日期	产能扩张计划	预期效益
年产 1,150 万套新能源汽车零部件建设项目	2021	储液器 350 万套；气液分离器 500 万套；冷却板 100 万套；油冷器 100 万套；电池冷却器 100 万套	年均营收 7.44 亿元
新增年产 730 万套新能源汽车热管理系统组件技术改造项目	2021Q1	电子水泵 200 万套；电子水阀 200 万套；电子油泵 150 万套；电子膨胀阀 100 万套；冷媒阀 80 万套	年均营收 9.88 亿元
新增年产 1,270 万套汽车空调控制部件技术改造项目	2020Q1	TXV 热力膨胀阀 900 万套；TBV 调温阀 300 万套；ATC 控制器 70 万套	年均营收 3.83 亿元
年产 1100 万套新能源汽车用高效换热器组件项目	预计 2021 年底完成竣工		
年产 150 万套新能源热管理部件项目	2020 年 7 月中标，预计 2021 年底投入使用		

资料来源：公司公告、绍兴滨海新区官网、开源证券研究所

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

5、 盈利预测与投资建议

汽车零部件业务：伴随新能源车行业的快速发展，公司新能源客户营收占比由2018 年的 35%提升至 2020 年的 61%，考虑到新能源车对传统燃油车的替代，预计2021-2023 公司新能源车订单数量增速分别为 100%/75%/45%，传统燃油车订单增速分别为 2.0%/2%/1.5%，进一步假设热泵空调方案渗透率分别为 16%/20%/25%，综合测算我们预计 2021-2023 新能源车客户营收占比将分别达 75.58%/84.27%/88.55%，量价齐升下汽车零部件业务营收增速分别为 62.88%/58.35%/39.50%。

表18：我们预计 2021-2023 公司汽车零部件业务营收增速分别为 62.88%、58.35%、39.50%

	指标	2018	2020	2021E	2022E	2023E
	汽车零部件业务营收（亿元）	14.32	24.69	40.21	63.68	88.83
	YOY		49.57%	***62.88%***	***58.35%***	***39.50%***
基本假设	传统燃油车单车价值（元/辆）	2500	2500	2500	2500	2500
	PTC 方案新能源车单车价值（元/辆）	5200	5200	5200	5200	5200
	热泵空调方案新能源车单车价值（元/辆）	6400	6400	6400	6400	6400
	热泵空调方案新能源车渗透率	5.00%	12.00%	***16.00%***	***20.00%***	***25.00%***
	新能源车客户营收占比	35.00%	61.00%	75.58%	84.27%	88.55%
测算价	新能源车平均单车价值	5260	5344	5392	5440	5500
	平均单车价值（元/辆）	3062	3702	4204	4591	4836
测算量及量假设	新能源车订单数量渗透率	20.38%	42.25%	58.93%	71.11%	77.86%
	新能源车订单数量（万辆）	9.53	28.18	56.37	98.64	143.03
	YOY			***100.0%***	***75.0%***	***45.0%***
	传统燃油车订单数量（万辆）	37.23	38.52	39.29	40.07	40.67
	YOY			***2.0%***	***2.0%***	***1.5%***

资料来源：公司公告、开源证券研究所

微通道单元业务：微通道换热器较铜管铝翅片换热器更具优势，存在替代属性，但考虑到目前微通道换热器仍存在工艺、成本、技术上的改进：（a）汽车空调应用领域存在结霜问题，技术改进下成本仍有待优化；（b）家用、商用空调应用领域稳定性还有待提高。因此中性预期公司微通道单元业务保持稳健增长，2021-2023 年营收增速分别为 15%/10%/10%。

制冷业务单元及其他（包括制冷业务单元、亚威科业务单元及其他）：考虑到 2020 年 7 月新能效标准实施，变频空调销量有望在 2021 年得到较大释放，电子膨胀阀等高效节能元器件将受益增长。长期来看，变频冰箱、商用制冷等领域仍有较大发展空间，预期公司制冷业务将继续受益并且保持稳健增长。因此我们预计 2021-2023 年公司制冷业务单元及其他营收增速分别为 25%/10%/10%。

毛利率方面，预计 2021 年汽车零部件在原材料上涨、组件占比提高、固定折旧、人员成本等多因素影响下毛利率将有所下降，长期来看随着新能源客户的快速放量，规模效应将提振汽车零部件业务毛利，预计 2021-2023 年汽车零部件业务毛利率为 27%/27.5%/28%。制冷空调零部件方面，预计在产品线不断优化、规模提升下继续稳步提升，预计 2021-2023 年制冷空调零部件业务毛利率为 30%/30.75%/31.5%。

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

表19：预计 2021-2023 年公司营收分别增长 31.67%、22.19%、19.64%

收入按产品分	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入（亿元）	95.81	108.36	112.87	121.10	159.45	194.84	233.11
YoY	25.14%	13.10%	4.17%	7.29%	31.67%	22.19%	19.64%
整体毛利率	31.23%	28.59%	29.60%	29.81%	28.87%	29.18%	29.55%
制冷空调零部件	83.71	94.04	96.37	96.41	119.23	131.16	144.27
YoY	23.66%	12.34%	2.48%	0.04%	23.67%	10.00%	10.00%
收入占比	87.37%	86.78%	85.38%	79.61%	74.78%	67.32%	61.89%
毛利率	31.29%	28.46%	29.42%	29.83%	29.50%	30.00%	30.50%
制冷业务单元及其他	71.18	81.88	83.97	83.63	104.54	115.00	126.50
YoY	25.03%	15.02%	2.55%	-0.40%	25.00%	10.00%	10.00%
其中：制冷业务单元	49.25	59.61					
YoY	21.26%	21.03%					
毛利率	35.88%	32.56%					
其中：AWECO 业务单元	12.05	10.93					
YoY	15.50%	-9.29%					
毛利率	17.47%	14.85%					
其中：其他	9.88	11.34					
YoY	68.01%	14.70%					
毛利率	21.05%	18.03%					
微通道业务单元	12.52	12.16	12.40	12.78	14.69	16.16	17.78
YoY	16.40%	-2.90%	1.99%	3.00%	15.00%	10.00%	10.00%
汽车零部件业务	12.10	14.32	16.51	24.69	40.21	63.68	88.83
YoY	33.86%	18.33%	15.27%	49.57%	62.88%	58.35%	39.50%
收入占比	12.63%	13.22%	14.63%	20.39%	25.22%	32.68%	38.11%
毛利率	30.83%	29.38%	30.64%	29.70%	27.00%	27.50%	28.00%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 18.60/24.20/29.77 亿元，对应 EPS 为 0.52/0.67/0.83 元，当前股价对应 PE 分别为 47.14/36.22/29.45 倍。

选取制冷零部件和新能源车零部件行业下盾安环境、银轮股份、松芝股份、拓普集团、东方电热和旭升股份为可比公司，可以看到公司作为制冷零部件和新能源热管理龙头企业，享有一定估值溢价。从 PE 角度看，相较于拓扑集团、东方电热等以新能源配件为主的企业，公司估值处于较低水平。我们认为新能源车渗透率有望加速提升，而公司已经率先开拓比亚迪、蔚来、小鹏、大众、宝马等国内传统车企及新能源造车新势力，未来有望继续依靠大客户效应和产能扩张驱动业绩增长，因此首次覆盖给予“买入”评级。

表20：三花智控作为制冷和热管理领域龙头企业，享有一定估值溢价

公司名称	收盘价（元）	PE			净利润增长率（%）			2021-2023 预测净利润 CAGR(%)
	2022/1/6	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
盾安环境	13.10	29.34	21.63	17.14	140.96	35.65	26.19	30.84
银轮股份	12.71	28.60	18.14	15.47	9.50	57.60	17.20	35.99
松芝股份	8.13	24.81	18.12	15.25	-16.57	36.89	18.79	27.52
拓普集团	49.92	47.54	34.47	26.78	84.21	37.93	28.73	33.25

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

东方电热	5.67	62.62	35.61	26.92	115.95	75.86	32.24	52.50
旭升股份	44.50	40.10	28.95	22.30	49.05	38.53	29.81	34.10
平均		39.15	26.49	20.77	20.59	45.99	26.70	35.89
三花智控	24.41	47.14	36.22	29.45	27.19	30.12	23.02	26.52

数据来源：Wind、开源证券研究所（银轮股份为开源证券研究所预测，其他标的盈利预测来自 Wind 一致预期，收盘价日期为 2022/1/6）

6、 风险提示

新能源车销量不及预期，行业竞争加剧，原材料价格上涨，产能扩张不及预期等。

找报告，上“数据瑾河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10051	11584	15615	17707	22143
现金	2664	3490	4794	5787	6870
应收票据及应收账款	3968	4680	5950	7039	9038
其他应收款	97	77	174	127	227
预付账款	63	69	92	109	134
存货	2181	2308	3225	3506	4714
其他流动资产	1078	961	1380	1140	1160
非流动资产	4739	5448	6328	7168	7933
长期投资	15	15	2	-0	-4
固定资产	3380	3839	4822	5601	6359
无形资产	526	508	469	430	391
其他非流动资产	819	1086	1035	1137	1187
资产总计	14790	17033	21943	24876	30076
流动负债	4708	4728	6272	7444	8304
短期借款	1296	383	928	869	727
应付票据及应付账款	2718	3518	4386	5336	6347
其他流动负债	694	826	958	1239	1230
非流动负债	716	2152	1932	1785	1541
长期借款	393	1708	1604	1419	1162
其他非流动负债	324	444	328	365	379
负债合计	5425	6880	8205	9229	9845
少数股东权益	74	88	102	121	143
股本	2766	3592	3592	3592	3592
资本公积	1091	315	315	315	315
留存收益	5838	6529	7554	8691	10211
归属母公司股东权益	9292	10065	13636	15526	20088
负债和股东权益	14790	17033	21943	24876	30076

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1900	2087	163	3242	1197
净利润	1434	1473	1874	2438	3000
折旧摊销	372	425	439	565	691
财务费用	-8	129	100	42	66
投资损失	-25	-89	-54	-56	-67
营运资金变动	14	7	-2167	271	-2473
其他经营现金流	113	143	-29	-18	-21
投资活动现金流	223	-795	-1121	-1510	-1287
资本支出	869	1149	1084	772	751
长期投资	-2	-1	13	6	4
其他投资现金流	1090	353	-23	-731	-532
筹资活动现金流	-734	-396	-347	-928	-1219
短期借款	191	-913	545	-59	-142
长期借款	171	1315	-104	-185	-257
普通股增加	635	826	0	0	0
资本公积增加	-611	-775	0	0	0
其他筹资现金流	-1119	-849	-788	-684	-819
现金净增加额	1389	846	-1305	805	-1310

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	11287	12110	15945	19484	23311
营业成本	7947	8500	11342	13798	16423
营业税金及附加	92	78	117	134	165
营业费用	589	603	765	955	1142
管理费用	596	764	877	1052	1212
研发费用	532	518	733	896	1072
财务费用	-8	129	100	42	66
资产减值损失	-28	-59	-12	-52	-64
其他收益	102	152	100	100	100
公允价值变动收益	28	32	13	24	23
投资净收益	25	89	54	56	67
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
营业利润	1664	1702	2190	2839	3483
营业外收入	7	5	5	5	5
营业外支出	8	15	11	11	12
利润总额	1663	1692	2184	2833	3476
所得税	229	219	310	395	477
净利润	1434	1473	1874	2438	3000
少数股东损益	13	11	14	18	23
归母净利润	1421	1462	1860	2420	2977
EBITDA	2059	2148	2593	3343	4069
EPS(元)	0.40	0.41	0.52	0.67	0.83

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	4.2	7.3	31.7	22.2	19.6
营业利润(%)	7.6	2.3	28.7	29.7	22.7
归属于母公司净利润(%)	10.0	2.9	27.2	30.1	23.0
获利能力					
毛利率(%)	29.6	29.8	28.9	29.2	29.5
净利率(%)	12.6	12.1	11.7	12.4	12.8
ROE(%)	15.3	14.5	16.8	19.0	19.9
ROIC(%)	12.7	11.9	13.0	15.2	16.6
偿债能力					
资产负债率(%)	36.7	40.4	37.4	37.1	32.7
净负债比率(%)	-5.3	-9.4	-14.5	-21.6	-27.9
流动比率	2.1	2.5	2.5	2.4	2.7
速动比率	1.6	1.9	1.8	1.8	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	2.8	2.8	3.0	3.0	2.9
应付账款周转率	2.9	2.7	2.9	2.8	2.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.41	0.52	0.67	0.83
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.58	0.05	0.90	0.33
每股净资产(最新摊薄)	2.59	2.80	3.07	3.54	4.15
估值比率					
P/E	61.7	60.0	47.1	36.2	29.4
P/B	9.4	8.7	8.0	6.9	5.9
EV/EBITDA	41.9	40.1	33.0	25.2	20.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

找报告，上“数据瑝河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

找报告，上“数据瑝河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn

找报告，上“数据瑝河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新