

摘要：公司是全球最大的制冷控制元器件和全球领先的汽车热管理系统控制部件制造商，“三花”牌制冷智控元器件已成为世界知名品牌，是全球众多车企和空调制冷电器厂家的战略合作伙伴。经过三十多年的发展，公司已在全球制冷电器和汽车热管理领域确立了行业领先地位。

## 1 企业综合分析

### 企业信息

#### 1.1.1 企业概况

浙江三花智能控制股份有限公司简称三花智控，成立于1994年9月10日，于2005年6月7日在深圳证券交易所上市，股票代码为002050，注册地址：浙江省新昌县七星街道下礼泉，总部位于浙江省绍兴市，公司的法定代表人：张亚波。

#### 1.1.2 主营业务

公司业务主要分为

制冷空调电器零部件业务和汽车零部件业务，

制冷空调电器零部件业务致力于建筑暖通、电器设备专业化经营，主要产品包括四通换向阀、电子膨胀阀、电磁阀、微通道换热器、Omega泵等，广泛应用于空调、冰箱、冷链物流、洗碗机等领域；汽车零部件业务专注于汽车热管理领域的深入研究，主要产品包括热力膨胀阀、电子膨胀阀、电子水泵、新能源车热管理集成组件等，广泛应用于新能源汽车和传统燃油车。

自上世纪九十年代起，公司着重开拓国际市场，在日本、韩国、新加坡、美国、墨西哥、德国等地建立了海外子公司，以此搭建全球营销网络。同时，在美国、波兰、

四十载技术积累，公司发展成为制冷空调和汽车零部件的全球供应商。

（一）制冷业务：主要产品包括四通换向阀、截止阀、电子膨胀阀、微通道换热器、Omega泵。2021年，公司空调冰箱之元器件及部件实现营业收入112.18亿元，占比70.02%

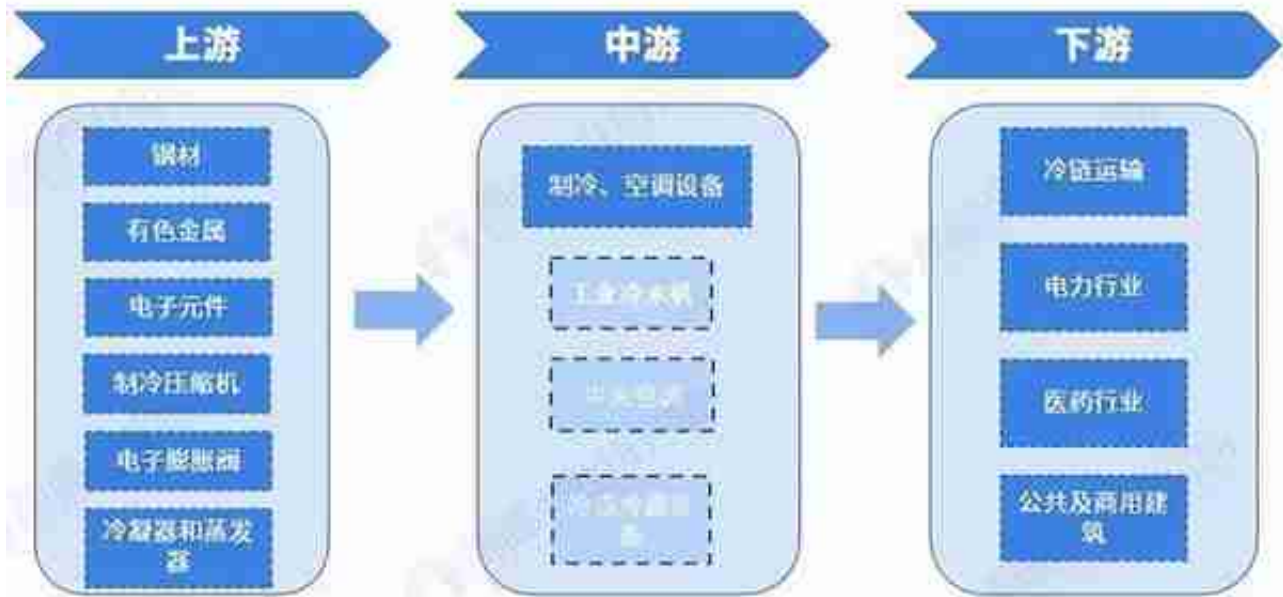
，同比上升16.36%，业务毛利率为26.46%；

(二) 汽车零部件业务：主要产品包括热力膨胀阀、储液器、电子膨胀阀、电子水泵等，2021

年实现营业收入48.02亿元，占比29.98%

，同比上升94.50%，业务毛利率为23.85%。

图表2：中国制冷、空调设备产业链结构



资料来源：前瞻产业研究院整理

前瞻经济学人APP

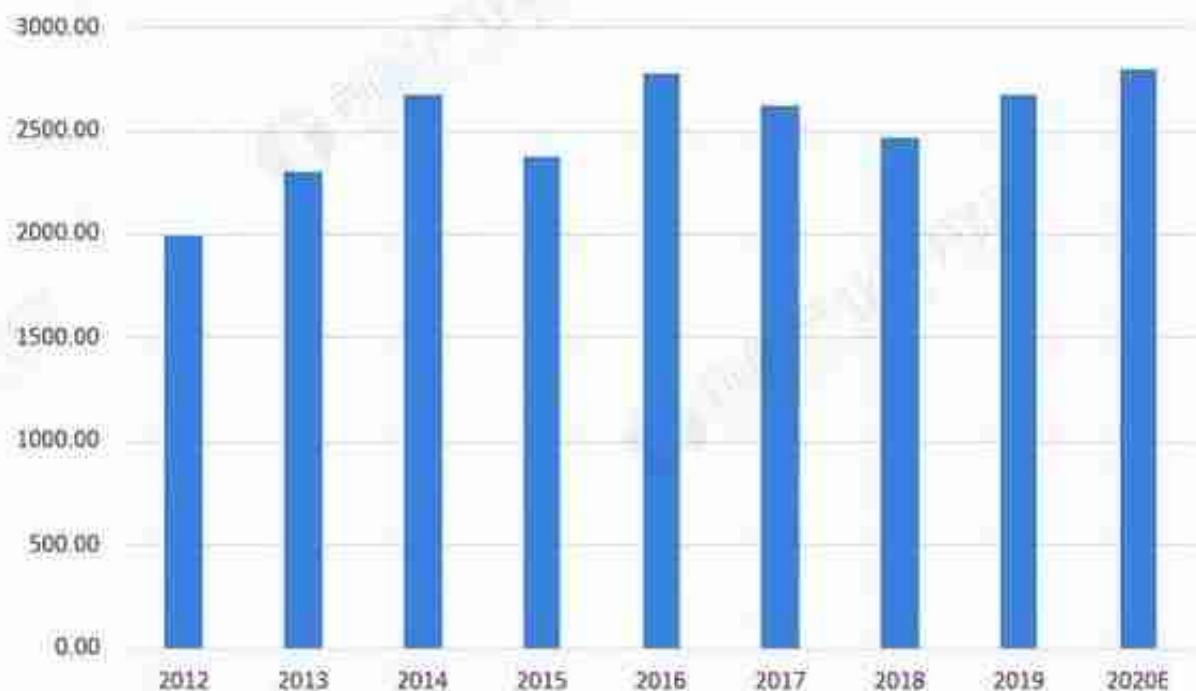
从产业链代表企业来看，产业链上游代表企业有钢铁行业的宝钢股份、太钢不锈等，有色金属行业的鼎胜新材、江西铜业等，电子元件行业的亨通集团、立讯精密等，设备零件的海立股份、三花控股、浙江富源等；中游制冷、空调设备代表性企业有双良节能、凯雪冷链、海容冷链、银都股份等。

从中国制冷、空调设备上游零部件供应情况来看，随着我国制造业实力的提升以及制冷、空调设备市场的发掘，我国制冷、空调设备上游零部件行业的整体发展向好。

应用场景：

制冷空调设备是与国民经济以及人民生活密切相关的机械装备，广泛应用于国防军工、航空航天、核工程、机械电子、化工、冶金、电力、交通、环保、轻工等各个领域，其中以冷链物流、电力行业、医药行业以及公共和商用建筑四大领域最为主要，具体包括冷藏汽车、铁路冷藏车、发电输电、写字楼、商业营业用房等细分领域。

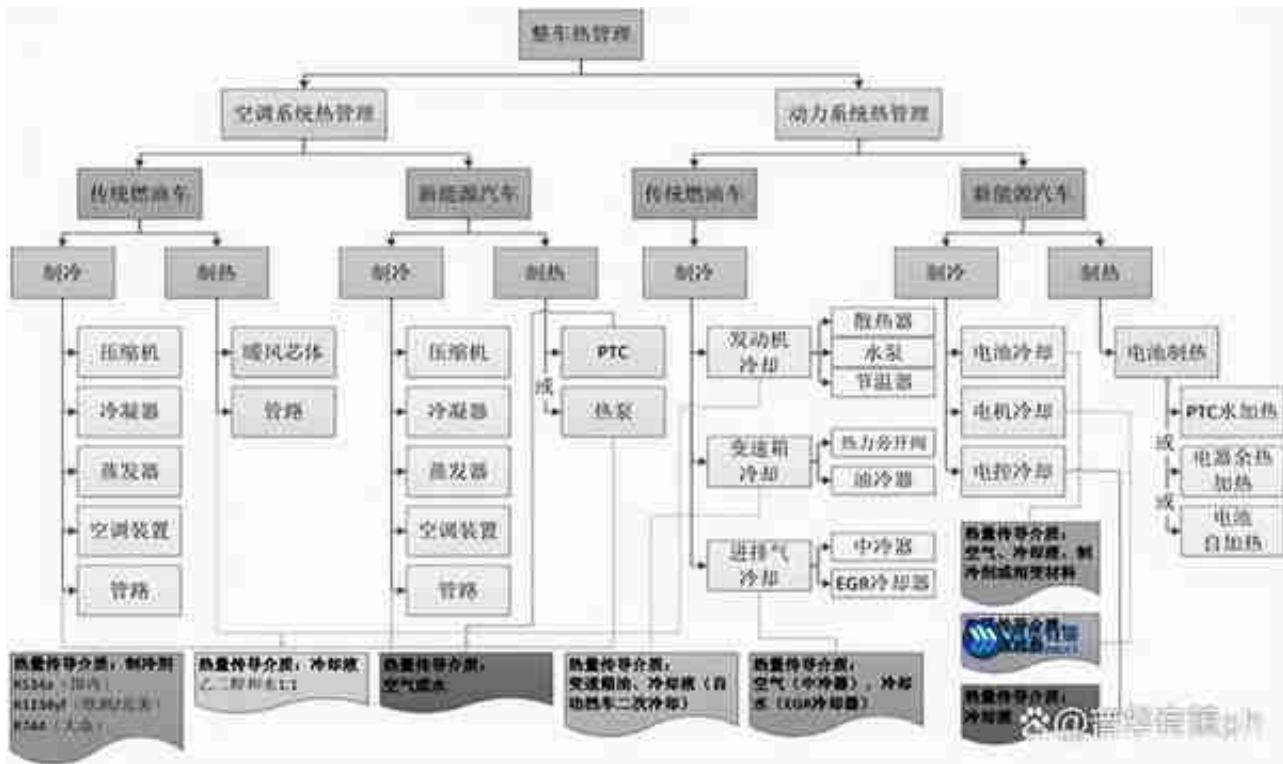
图表 10：2012-2020年中国规模以上制冷、空调设备行业销售收入(单位：亿元)



资料来源：国家统计局 前瞻产业研究院整理

@前瞻经济学人APP

根据产业在线、冷暖通等统计数据，在制冷、空调设备的重点细分产品商用制冷设备、工业制冷设备、中央空调和车用空调中，测算得出以下制冷、空调设备市场细分产品结构：在2020年市场结构中，中央空调市场的占比最大，将近达到总行业市场的30%，而后占比由大到小分别是商用制冷设备，汽车空调、工业制冷设备。



资料来源：普华有策

### 1.2.2.2汽车热管理系统行业市场格局

由于汽车热管理系统集合了热学、流体力学、空气动力学、电气及软件等多学科的知识积淀，生产过程包含锻造、冲压、精密加工、钎焊、装配、氦检等多种工艺，行业技术壁垒高；国际龙头企业由于掌握了关键核心零部件，具备强大的热管理系统设计和研发能力，系统配套能力强，基本在汽车热管理系统的各个环节都有涵盖；而国内厂商能单独提供某个环节集成系统的能力较弱，主要提供的是压缩机、阀类、泵类等热管理系统零部件，虽然在各个细分领域掌握了核心技术，但是缺少系统开发和配套能力，因此整体市场份额与国际厂商相比仍有一定差距。

现阶段，新能源汽车热管理系统市场作为一个边际技术加速迭代、短期爆发性强的细分行业，处于一个百家争鸣百花齐放的状态。国外龙头企业凭借其在传统燃油车热管理系统领域的丰富经验，可以很容易进入新能源汽车热管理系统领域；而对于国内厂商来说，相比国外厂商更具有本土配套和成本优势，有望快速抢占新能源汽车热管理系统市场份额。在热管理方案标准化、模块化的大趋势下，行业集中度将不断提升，优势厂商将逐渐脱颖而出。

目前，行业内主要从事汽车热管理系统零部件生产销售的国外企业主要包括电装、翰昂、马勒、法雷奥等，国内企业包括银轮股份、三花智控、腾龙股份、泉峰汽车等。

### 1.2.2.3中国汽车热管理系统市场规模

据中汽协和光大证券研究所的数据显示，受疫情和新能源汽车发展的影响，2020年中国传统汽车的热管理市场规模下降，但此后会稳定在815亿元左右。

#### 2015-2025年中国燃油汽车热管理系统市场规模现状及预测



数据统计：中金企信国际咨询

## 核心竞争力

### 1.3.1品牌优势

公司总资产、营业总收入、净利润均排行业第一，公司是全球最大的制冷控制元器件和全球领先的汽车热管理系统控制部件制造商，“三花”牌制冷智控元器件已成为世界知名品牌，是全球众多车企和空调制冷电器厂家的战略合作伙伴。

### 1.3.2全球营销网络和生产基地优势

自上世纪九十年代起，公司着重开拓国际市场，在日本、韩国、新加坡、美国、墨西哥、德国等地建立了海外子公司,以此搭建全球营销网络。同时，在美国、波兰、墨西哥、越南、印度等地建立了海外生产基地，逐步具备全球化的生产应对能力。并在实践中培养了一批能够适应不同国家、地区业务拓展需要的经营管理人才

### 1.3.3技术优势

作为国家高新技术企业，公司始终坚持自主开发创新的技术路线，几十年如一日的聚焦于智能控制领域，大力培育具有自主知识产权的核心技术，现已获国内外专利授权2,802项，其中发明专利授权项1,366项。

### 1.3.3文化优势

三花以“管理之花、科技之花、人才之花”为文化精髓，坚持“以人为本、科技兴企”的管理理念，落实“精益求精、追求卓越”的三花精神和“迅速反应、立即行动”的三花作风，不断追求，勇于创新，全力实现三花人自己的理想——“百年三花，基业常青”。

## 1.4企业团队

### 1.4.1 高管简历

张亚波先生

：1974年出生，中欧国际工商学院工商管理硕士。1996年7月毕业于上海交通大学。2007年5月至2009年9月任三花控股集团有限公司副总裁；2007年5月至今历任三花控股集团有限公司董事、董事局副主席；2009年9月至2012年12月任本公司总经理，2009年10月任本公司董事，**2012年12月至今任本公司董事长、首席执行官（CEO）。**

王大勇先生

：1969年出生，工商管理硕士（EMBA），正高级经济师、工程师。曾任三花集团计划科科长、总经理秘书、制造部部长、制冷阀件事业部部长、总经理助理、总裁助理、副总裁、董事。2001年12月至2006年4月任本公司监事，2006年4月至201

1年5月任本公司董事；

2012年12月至今任本公司总裁，现兼任三花控股集团有限公司董事；2012年12月至今任本公

司董事。

胡凯程先生：1975年出生，硕士学历，同济大学本科，上海交通大学SAIF EMBA，2006年8月至2009年8月历任浙江三花制冷集团有限公司供应商管理总监、采购总监及本公司采购总监；2009年9月至2010年12月任职于三花控股集团有限公司；2011年1月至2014年10月任本公司采购总监；2014年10月至今任本公司副总裁；2015年1月至今任本公司董事会秘书。

俞奎奎先生

：1974年出生，本科，会计师。上海财经大学会计学专业研究生课程结业。2001年4月至2003年12月历任浙江三花集团有限公司、浙江三花制冷集团有限公司财务部主办会计；2003年12月至2007年11月任沈阳都瑞轮毂有限公司副总经理；2007年11月至今任本公司财务部部长，2011年9月至今任本公司财务总监；2016年1月至今任本公司副总裁。

公司现任高级管理人员都是长期就职于公司，跟随公司一起成长，认同公司营运及价值体系，有较丰富的管理经验，对公司的发展起着决定性的作用。

### 1.4.2 公司股权激励

据公司2021年年报透露，公司在2018年开展了首期的股权激励计划，2020年公司再次开展了第二期限限制性激励计划，这对公司核心关键人才，起到了激励保留作用，为公司持续发展奠定人才基础。

## 1.5 股权结构

三花智控(亿元)	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
归属于母公司所有者的净利润*	12.36	12.92	14.21	14.62	16.84
归属于母公司所有者权益合计*	78.75	86.15	92.92	100.65	111.50
净资产收益率 (ROE)	15.69%	15.00%	15.30%	14.53%	15.10%
归属于母公司所有者的净利润增长率	24.72%	4.56%	9.97%	2.88%	15.18%

三花智控最近五年的ROE在15%左右，相对稳定，比较优秀。

同行业对比：

三花智控(亿元)	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
经营活动产生的现金流量净额*	6.64	12.88	19.00	20.87	15.56
净利润*	12.51	13.11	14.34	14.73	17.05
净利润现金比率	53.09%	98.19%	132.53%	141.68%	91.26%

三花智控最近5年净利润现金比率均值为103.35%，净利润质量较好。

同行业对比：

三花智控(亿元)	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
*营业收入*	95.81	108.36	112.87	121.10	160.21
*营业成本*	65.89	77.38	79.47	87.38	119.07
毛利率	31.23%	28.59%	29.60%	27.84%	25.68%
毛利率波动幅	4.41%	-8.48%	3.53%	-5.93%	-7.78%

三花智控最近五年的毛利率在25%-32%间来回波动，最近两年有下滑趋势，需持续关注。

同行业对比:

三花智控(亿元)	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
资产合计*	123.48	139.32	147.90	170.33	236.20
负债合计*	44.23	52.32	54.25	68.80	123.67
资产负债率	35.82%	37.55%	36.68%	40.39%	52.36%

三花智控最近5年的资产负债率呈上升状态，2021年达到了52.36%。原因是2021发行可转债30亿元，有息负债增加。



三花智控(亿元)	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
货币资金*	15.01	13.49	26.64	34.90	67.08
交易性金融资产*	0.06	0.00	9.94	7.52	1.09
其他流动资产里的理财产品	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产里的结构性存款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
准货币资金	15.07	13.49	36.57	42.42	68.17
短期借款*	6.07	11.05	12.96	3.83	7.38
一年内到期的非流动负债*	2.43	4.82	2.22	1.31	17.63
长期借款*	4.85	2.22	3.93	17.08	8.01
应付债券*	0.00	0.00	0.00	0.00	26.52
长期应付款*	0.26	0.30	0.94	0.90	0.00
有息负债总额	13.62	18.38	20.05	23.12	59.55
准货币资金与有息负债总额差额	1.45	-4.89	16.52	19.30	8.62

三花智控准货币资金减有息负债的差额最近三年为正值，无偿债风险。

同行业对比：

报告期	董事会日期	股东大会提案公告日期	实际公告日	分红方案说明	A股派现登记日	A股转增登记日	分红总额	方案进度	股利支付率	预期分红率
2021年报	2022-03-25	2022-04-16	2022-04-29	10派1.50元(含税)	2022-05-10	2022-05-11	5.35亿	实施方案	31.91%	--
2021中报	2021-08-12	--	--	不分配不转增	--	--	--	董事会预案	--	--
2020年报	2021-03-27	2021-04-17	2021-04-30	10派2.50元(含税)	2021-05-11	2021-05-12	8.95亿	实施方案	60.98%	1.22%
2020中报	2020-08-13	2020-08-29	2020-09-09	10派1元(含税)	2020-09-15	2020-09-16	3.58亿	实施方案	55.56%	0.47%
2019年报	2020-04-29	2020-05-20	2020-05-26	10转3股派1.50元(含税)	2020-06-02	2020-06-03	4.13亿	实施方案	28.85%	0.66%
2019中报	2019-08-30	--	--	不分配不转增	--	--	--	董事会预案	--	--
2018年报	2019-04-03	2019-04-24	2019-04-30	10转3股派2.5元(含税)	2019-05-09	2019-05-10	5.29亿	实施方案	40.98%	1.76%
2018中报	2018-08-10	2018-08-08	2018-09-11	10派1.00元(含税)	2018-09-17	2018-09-18	2.12亿	实施方案	31.25%	0.88%
2017年报	2018-04-16	2018-05-16	2018-05-25	10派1.50元(含税)	2018-05-31	2018-06-01	3.18亿	实施方案	25%	0.87%
2017中报	2017-08-31	--	--	不分配不转增	--	--	--	董事会预案	--	--

三花智控最近五年的股利支付率在25%-61%，证明公司对投资者较慷慨，分红的持续性较强。

## 2.2 其他财务指标

## 2.2.1 总资产

盾安环境(亿元)	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
资产合计*	138.70	102.80	86.96	85.03	82.61
总资产增长率	17.75%	-25.88%	-15.39%	-2.25%	-2.84%

海立股份(亿元)	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
资产合计*	136.40	143.35	139.38	149.48	210.95
总资产增长率	16.74%	5.10%	-2.77%	7.24%	41.13%

盾安环境和海立股份的总资产增长率不及三花智控，海立股份的总资产增长率比盾安环境稳定些。

## 2.2.2 “应付预收”和“应收预付”

盾安环境(亿元)	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
*应付票据*	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
*应付账款*	43.12	24.34	20.53	24.04	25.43
预收款项*	1.80	3.09	1.77	0.00	0.00
合同负债*	0.00	0.00	0.00	1.09	1.07
应付与预收合计	44.93	27.43	22.30	25.13	26.51
合同资产*	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收款项融资*	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据*	17.55	2.90	0.00	0.00	0.00
应收账款*	18.23	22.77	17.13	10.73	11.54
预付账款*	0.90	1.16	0.48	0.54	0.49
应收与预付合计	36.68	26.84	17.61	11.27	12.03
应付预收-应收预付差额	8.25	0.59	4.69	13.86	14.48

三花智控(亿元)	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
应收账款*	16.32	18.46	18.71	23.56	35.16
合同资产*	0.00	0.00	0.00	0.43	0.80
应收账款+合同资产	16.32	18.46	18.71	23.98	35.96
资产合计*	123.48	139.32	147.90	170.33	236.20
(应收账款+合同资产)/总资产	13.21%	13.25%	12.65%	14.08%	15.22%

三花智控最近五年的应收账款+合同资产与总资产的比值在13.21%-15.22%范围内浮动，占比有点高，需持续关注。

同行业对比：

三花智控 (亿元)	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
销售费用*	4.89	5.32	5.89	3.65	4.49
管理费用*	5.45	5.82	5.96	7.64	8.76
研发费用*	3.27	4.37	5.32	5.18	7.51
财务费用*	1.25	-0.52	-0.08	1.29	0.84
四费合计	14.86	15.52	17.16	17.76	21.60
*营业收入*	95.81	108.36	112.87	121.10	160.21
期间费用率	15.51%	14.32%	15.21%	14.67%	13.48%
毛利率	31.23%	28.59%	29.60%	27.84%	25.68%
费用率占毛利率的比例	49.66%	50.09%	51.38%	52.69%	52.52%

三花智控最近五年期间费用率在15%左右，而费用率占毛利率的比例在50%左右浮动，成本管控能力有待提高。

同行业对比：

海立股份 (亿元)	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
销售费用*	3.05	3.46	3.41	2.73	2.56
管理费用*	3.80	4.82	3.88	3.89	6.08
研发费用*	3.89	4.54	5.46	4.93	7.28
财务费用*	1.45	1.22	0.68	1.25	1.63
四费合计	12.19	14.04	13.43	12.80	17.56
*营业收入*	104.47	117.08	121.40	110.73	157.69
期间费用率	11.67%	11.99%	11.06%	11.56%	11.13%
毛利率	15.53%	15.82%	14.39%	13.16%	11.20%
费用率占毛利率的比例	75.13%	75.80%	76.89%	87.79%	99.41%

盾安环境和海立股份

最近五年费用率占毛利率的比例超过60%，成本管控能力相对较弱，相比之下，三花智控的成本管控能力较好。

## 2.2.5 主营利润

产品分类	项目	2021年		2020年		同比增减
		金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重	
制冷空调电器零部件	材料	6,057,972,672.72	50.88%	5,186,890,211.38	59.36%	16.79%
制冷空调电器零部件	人工	1,229,719,787.71	10.33%	1,059,871,851.73	12.13%	16.03%
制冷空调电器零部件	折旧	241,554,717.50	2.03%	201,479,294.12	2.31%	19.89%
制冷空调电器零部件	运费	381,394,362.19	3.20%	224,442,230.91	2.57%	69.93%
制冷空调电器零部件	能源	170,046,647.87	1.43%	140,848,963.04	1.61%	20.73%
制冷空调电器零部件	其他	169,521,510.68	1.42%	128,686,216.03	1.47%	31.73%
汽车零部件	材料	2,740,758,820.54	23.02%	1,259,055,994.97	14.41%	117.68%
汽车零部件	人工	415,348,237.02	3.49%	215,007,224.31	2.46%	93.18%
汽车零部件	折旧	102,573,623.68	0.86%	53,319,765.58	0.61%	92.37%
汽车零部件	运费	133,431,808.88	1.12%	60,210,040.10	0.69%	121.61%
汽车零部件	能源	94,399,827.37	0.79%	47,501,882.72	0.54%	98.73%
汽车零部件	其他	170,628,952.95	1.43%	160,907,363.47	1.84%	6.04%

同行业对比：

单位：亿元	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
*营业收入*	104.47	117.08	121.40	110.73	157.69
*营业成本*	88.25	98.56	103.93	96.15	140.03
*税金及附加*	0.46	0.44	0.54	0.45	0.54
*销售费用*	3.05	3.46	3.41	2.73	2.56
*管理费用*	3.80	4.82	3.88	3.89	6.08
*研发费用*	3.89	4.54	5.46	4.93	7.28
*财务费用*	1.45	1.22	0.68	1.25	1.63
主营业务*	3.57	4.04	3.50	1.33	-0.43
主营业务率	3.42%	3.45%	2.88%	1.20%	-0.27%
*营业利润*	3.84	4.35	3.70	2.04	2.59
主营业务/营业利润	93.04%	92.94%	94.49%	65.37%	-16.70%

根据上图数据所示，盾安环境和海立股份的主营利润率均小于10%，相比之下，三花智控的主营利润率较优秀。

## 2.3 财报总结

### 2.3.1 优势

三花智控是一家专注于主业的轻资产型公司，总资产增速较快，营业收入稳定，货币资金充足，基本无偿债风险，造血能力较强，毛利率在同行业中较高，分红持续性较强，公司处在成长之中。

### 2.3.2 劣势

公司的应收账款占比较大，成本管控能力有待提高，主营成本高导致主营利润率低，需持续关注。

### 2.3.3 第一季度报告解读

## 利润表(CNY)

2022一季报 &gt;

归母净利润

营业收入

营业利润

■ 营业收入(亿元) ● 同比

一季报 ▾



2018一季报

2019一季报

2020一季报

2021一季报

2022一季报

■ 25.78亿

27.81亿

24.84亿

34.08亿

48.04亿

● 20.36%

7.90%

-10.70%

37.22%

40.94%

估值及好价格计算				
项目	2021年为基础	2022年	2023年	2024年
净利润增速	8.04%			
归属于母公司所有者的净利润	17.05亿元	18.42亿元	19.90亿元	21.50亿元
合理市盈率	25			
估值合理市值 (净利润*合理市盈率)	426.25亿元	460.52亿元	497.55亿元	537.55亿元
总股本(亿)	35.91亿			
估值好价格		12.82	13.86	14.97
估值好价格8折	0.80	10.26	11.08	11.98
估值好价格7折	0.70	8.98	9.70	10.48
估值好价格5折	0.50	6.41	6.93	7.48

## 4 总结

### 4.1 优势

#### 4.1.1 国家产业政策鼓励行业发展

近年来，国家各部委为支持汽车产业和汽车零部件产业，相继出台了一系列鼓励发展的产业政策，有利于促进行业发展。

#### 4.1.2 节能减排和轻量化、新能源汽车的发展催生广阔市场前景

随着低碳经济的提出和节能减排的号召，新能源汽车和节能减排已经成为汽车行业发展的主旋律之一，节能技术、新能源技术、轻量化技术发展迅速，进而催生相关汽车及零部件产品市场需求的增加。新能源汽车新增的三电系统对热管理提出了更高的要求，热管理系统单车价值量较传统燃油车大幅提升，汽车热管理系统市场前

景更加广阔。

#### 4.1.3 汽车零部件全球化采购带来良好机遇

在全球经济一体化的趋势下，市场竞争日益激烈，世界各大整车厂商和汽车零部件企业在专注于自身核心业务和优势业务的同时，为了降低成本，逐渐减少汽车零部件的自制率，汽车零部件的全球化采购已成为汽车行业发展的的大势所趋。

## 4.2 风险

#### 4.2.1 宏观经济持下行及疫情控制致使行业需求不振

如果2022年宏观经济持续超预期下行，居民收入将受到影响，从而使行业需求不振，销售承压。疫情出现超预期的变化，将直接影响全球汽车行业的生产及销售。

#### 4.2.2 原材料价格和汇率波动风险

公司的应收账款占比较大，成本管控能力有待提高，如果原材料价格持续大幅上涨，将致使公司盈利能力进一步承压。

**风险提示：**本文所提到的观点仅代表个人的意见，所涉及标的不作推荐，据此买卖，风险自负。著作权归作者所有。商业转载请联系作者获得授权，非商业转载请注明出处。