

三花智控（002050.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



汪丰
汽车研究员

2026年1月19日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	58.56
总市值	2464.21亿
PE-TTM	57.83
PB-MRQ	7.79

估值结果

价值	1061亿
DDM估值 上行空间	-57%
状态	严重高估
价值	925.03亿
动态估值 上行空间	-62%
状态	严重高估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

三花智控是全球龙头家电制冷泵阀企业和中国龙头汽车热管理企业，并积极布局人形机器人身体执行器业务，为特斯拉机器人核心Tier1。

公司成长空间较大，家电主业稳居龙头，汽车业务利基垄断受益新能源成长，机器人执行器业务想象空间大。家电业务制冷元件寡头地位稳固，长期稳健增长，汽车热管理业务深耕汽车阀、微通道市场，细分市场占率高，受益新能源渗透率提升。机器人业务凭借泵阀技术平移打造机器人执行器，跻身T链主供，与拓普分享最大份额。公司盈利趋势较好，主要凭借空调和汽车制冷元件行业的核心技术，在利基市场享有垄断地位享有顺价权利，保证了毛利率的稳定。公司产业格局较好，主要系公司在阀件市场份额高，而阀件是家电制冷和汽车热管理核心高附加值零部件，公司对下游议价权较强、与大客户保持长期稳定合作。公司护城河很深，主要凭借利基市场垄断与长期技术积累的Know-How以及规模经济。

基于对公司主业稳健、第二成长曲线和第三成长曲线潜力较大的合理假设，公司处于显著高估状态。

我们区别于市场的观点

市场对于公司的机器人业务带来的估值扩张过于乐观。而我们认为机器人的技术路线并未定型，且进入门槛一般，新进入者和转型的零部件企业非常多，未来可能陷入激烈竞争与价格战。另一方面，人形机器人尚处Gartner曲线第一阶段，距离实际落地应用的时点较为遥远，如果后续全球机器人产量落地不及预期估值下杀的风险不可不察。

风险提示

成长逻辑可能过度乐观，全球新能源车渗透或不及预期，机器人落地慢；下游需求波动，汽车行业受宏观经济波动影响较大；家电行业可能增速下滑：国补或透支需求，海外高息环境抑制终端消费；人形机器人落地可能不及预期。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 资产强度	5
3.2 研发强度	5
3.3 人力资源高端度	5
4. 历史经营绩效	6
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	7
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	9
5.4 护城河	9
6. 公司估值	10
6.1 核心假设及逻辑	11
6.2 动态估值	13
6.3 DDM估值	14
6.4 估值确定性	14

图表目录

图1：预测2025年收入占比	3
图2：预测2025年毛利占比	3
图3：近年公司盈利能力趋势图	4
图4：近年公司历史成长能力趋势图	4
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	5
图6：近年股东回报能力趋势图	5
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	10
表3：公司分业务业绩预测	11
表4：公司整体及分业务动态估值	11
表5：公司整体及分业务DDM估值	12

1. 基本信息

全球家电制冷和汽车热管理阀件龙头，中国和全球细分市场占率长期位列第一。公司的主业中，家电零部件和汽车零部件主要都是做阀门，是用于制冷/热管理系统中控制气液流量的开关装置；机器人做的是执行器，是公司之前精密加工技术的平移，目前已进入特斯拉Optimus身体旋转执行器+线性执行器主供。

2. 业务介绍

对于三花智控公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

家电零部件：

家电核心三个业务：空间制冷、微通道、omega泵。

空间制冷：控制气液流动的阀门，包括空调电子膨胀阀、四通换向阀、电磁阀等；产品市场占有率全球第一，在制冷空调电器零部件领域拥有深厚的技术积累和市场基础，其中电子膨胀阀单价最高。

微通道：是微通道换热器的主要厂商之一，产品包括冷凝器、蒸发器、热泵换热器等，不仅在市场份额上保持领先，更有着突出的技术优势。

omega泵：omega泵形状类似“Ω”、可对流水加热、用于冰空洗碗机等，产品市占率全球第一，客户包括飞利浦、海尔、三星等大型企业。

汽车零部件：

汽车零部件业务聚焦阀、泵、集成模块，为车企Tier1，单车价值量平均供应2000元左右。

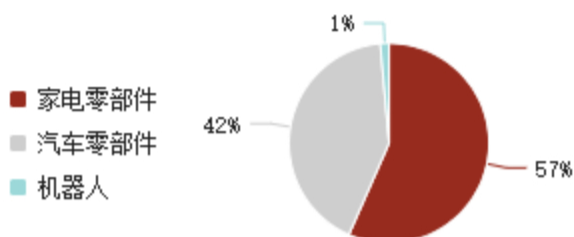
三花在阀类产品竞争力突出，市场份额超50%，基本为主流车型主供，单车价值量600-1000元不等；另外泵方面，三花也供应电子水泵、电子油泵等，单车价值量500-700元左右；此外三花也供应热泵集成，而竞争激烈的换热器等，三花较少参与。总体平均单车价值量2000元。

公司的汽车业务基本完全建立在新能源车热管理之上，新能源车的收入目前占到汽车业务接近95%，燃油车仅5%。

机器人：

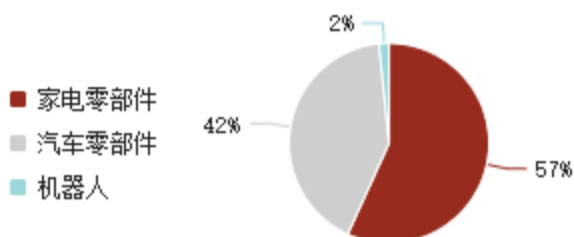
机器人业务聚焦机器人机电执行器，其作为最核心的部件之一，主要包括旋转关节和线性关节等，与公司目前主业具备技术协同，主业热管理阀、泵的动力来源是电机且精细化要求较高，机器人机电执行器的动力同样来自于电机的驱动。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

三花智控的商业模式为ToB制造业，生产方式为IDM(垂直整合制造)，具有中高毛利率、重资产、重研发、高人力资源密集度的特点。

公司主要产品泵阀具有长期技术积累高，附加值高，偏利基市场的特点，也使得三花智控在美国竞争对手破产后快速占据了全球市场相当大的份额。三花智控的毛利率一直较高，主要由于公司成本项70%以上是原材料铜铝材等，而公司由于在所处利基市场的垄断地位享有顺价权利，保证了毛利率的稳定。

3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

三花智控呈现中高资产强度特征，资产结构介于重资产的汽车玻璃行业与轻资产的汽车电子行业之间，核心聚焦“精密制造产线+全球化布局”的资金投入。截至2024年末，公司固定资产占总资产比例约35.2%，非流动资产占比46.8%，显著低于汽车玻璃行业（非流动资产占比超60%），但高于汽车电子行业（非流动资产占比约30%）。汽车玻璃投入产出比接近1:1，而三花智控汽车零部件业务投入产出比约1:4.5-1:5，显著高于汽零行业1:3的平均水平。

3.2 研发强度

低 较低 中等 **较高** 高

三花智控的汽车零部件业务呈现高研发强度特征，其研发投入规模、技术转化效率及细分领域壁垒均处于行业第一梯队。2024年公司整体研发费用率达4.84%，不仅远超家电零部件行业3%的平均水平，也高于汽车零部件行业4.3%的整体均值，若聚焦核心的汽车零部件业务，研发投入强度更显突出：2025年上半年70%以上的研发资金（约5.01亿元）投向新能源汽车热管理领域，推算该业务研发费用率超6%，接近高端制造业研发强度基准线。

3.3 人力资源高端度

低 较低 中等 **较高** 高

三花智控呈现很强的人力资源高端度。截至2024年末，公司研发人员数量超3500名，占总员工比例约15%，虽低于整车企业量级，但在汽车零部件企业中处于第一梯队，且人才结构呈现“高精尖”特征：其中博士硕士达700多名，占研发团队20%，更囊括2名中国国家级高层次人才、2名省级高层次人才。

4. 历史经营绩效

本轮新能源汽车产业趋势以来三花智控实现了利润和营收大幅增长，过去5年营收CAGR23%，归母净利润CAGR21%。

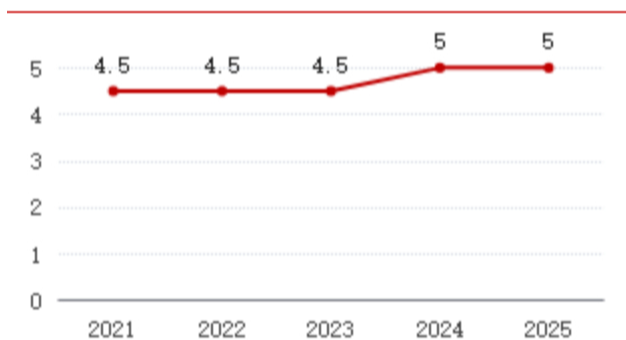
2017年三花汽零已经是法雷奥、马勒等供应商及长期合作伙伴，还成功开拓了奔驰、通用、特斯拉等客户，18年特斯拉临港工厂落成，三花智控作为特斯拉忠实供应商，被称为T链龙头，营收占比达到三分之一。

16年来汽零业务快速上量，突破特斯拉、比亚迪等主流新能源车企(20年起)和燃油车企，并于23年起拓展机器人新业务、打开第三成长曲线。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



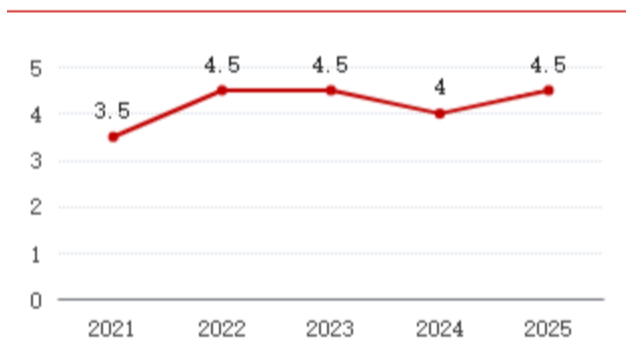
数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力维持较高水平，由于在所处利基市场的垄断地位享有顺价权利，保证了毛利率的稳定；三花智控的汽车板块毛利率27%左右，空调板块的毛利率28%左右。大部分汽车和空调厂商都赚不到这个毛利率。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司历史成长性较好，主要由于汽车零部件业务受益新能源车渗透，乘特斯拉东风。2024年主要由于23年前依赖大客户特斯拉比例较高，目前已从22年40%+下降至23年不到30%；随着公司开发的其他大客户放量，今年来业绩恢复高速增长，半年收入增长10-30%，利润增长25-50%。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

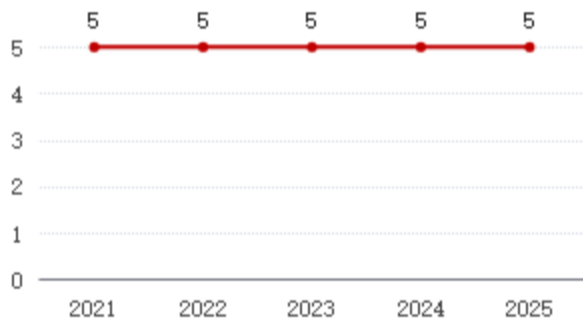
公司产品壁垒较高，利基市场垄断，业务控制力较强，财务状况健康。

近年来公司营收含金量略有下降，主要由于汽车业务收入占比提升。公司的主要下游客户家电和地产是国内拖欠供应商账款最严重的两大行业，再加上公司价值量占比相对较高，营收含金量维持在中游水平已属不易。

4.4 股东回报评级

★★★★★

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司分红比例近三年来维持在40%左右，考虑到公司业务还在高速成长阶段，说明资产配置能力和质地不错。

5. 四维评级

公司的特点在于有着较深的护城河，同时产业格局较好，成长空间较大，盈利趋势较好。这主要是由于家电业务受益国补和出海稳健增长、汽车零部件业务受益于新能源车热管理升级。同时，公司的利基市场垄断优势使公司取得超额利润率，大幅高于行业平均水平，长期技术积累带来的knowhow进一步加深了壁垒。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司具有较强成长能力。第一是家电零部件业务随行业稳健成长，第二是汽车零部件业务受益于各地区的新能源渗透率快速提升（量逻辑），以及热泵技术升级（价逻辑），量价齐升有望驱动市场规模持续增长，2025-2030年CAGR维持在12%+的水平，第三是机器人业务作为特斯拉和核心Tier1供应商想象空间大。

家电零部件(4星):

汽车零部件业务的成长性较好，预计增速在10-15%，受益于海外空调能效升级+空调需求增长，全球制冷空调零配件销量有望稳步提升，叠加变频渗透率提升，有望带动全球空调零配件市场规模稳健增长。 1) 价逻辑：随着全球空调系统从定频向变频能效升级，海外变频渗透率有望提升(国内为97+%水平)。 2) 量逻辑：海外市场需求稳增。①中国地区：以旧换新政策刺激下，冰箱/空调等家电产品销量亮眼，分别同比+141%/+157%(截至24年底)；②北美地区：最新冷媒标准颁布(更环保的制冷剂要求)，拉动商用制冷系统更换需求；③欧洲地区：极端气候有望提升空调渗透率

汽车零部件(4星):

汽车零部件业务的成长性较好，预计增速在10-15%，新能源汽车带动热管理成长确定性较强：受益于各地区的新能源渗透率快速提升（量逻辑），以及热泵技术升级（价逻辑），量价齐升有望驱动市场规模持续增长，2025-2030年CAGR维持在12%+的水平。 凭借在阀件市场的利基垄断地位向下游拓展，叠加快速反应能力、降本优势、国产整车供应链配套优势，以公司为代表的国产厂商充分受益于新能源渗透率提高带来的份额提升。

机器人(5星):

机器人业务的成长性较好，预计增速在20%以上，主要由于下游整机企业对未来出货量乐观，特斯拉指引2027年出货100万台，宇树科技王兴兴预计未来几年，全行业人形机器人出货量可以保证每年翻一番，如果出现更大技术突破，未来2-3年内，突然一年出货几十万甚至上百万台也有可能。公司作为核心卡位的Tier1，在身体执行器方面2022年开始就和大客户密切合作开发，有望充分受益产业趋势。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司未来的盈利趋势主要表现为毛利率和净利率保持较高的稳定水平。主要由于公司手握利基市场垄断优势，长期取得超越行业的利润水平。另一方面是规模经济护城河随全球产能建设进一步加强，高转换成本也帮助公司取得长期相对于行业的超额利润率。

家电零部件(3星):

家电零部件业务盈利趋势预计保持稳健。主要由于公司利基市场垄断地位稳固，制冷系统核心零部件市场规模接近400亿，三花市占率45%左右，领先第二名盾安一倍，享受龙头红利。但家电产品本身高价值量新产品较少，未来涨价空间较小，且行业进入稳定期产能扩张较慢，因此盈利能力继续提升或下降的空间都较小。

汽车零部件(3.5星):

汽车零部件业务盈利趋势预计保持稳健。主要体现为量价齐升同时成本受规模经济下降。新能源趋势下，三电热管理系统复杂度提升+节能性需求下热泵技术升级→ASP是燃油车的3倍，总价值量接近7000；凭借快速反应能力、降本优势、国产整车供应链配套优势，以公司为首国产厂商充分受益。

机器人(1.5星):

机器人业务的盈利趋势较差。毛利率受到行业竞争格局的限制，机器人零部件市场目前下游技术路线尚未定型，且生产门槛一般新进入者很多，未来公司的份额难以确定。另一方面，机器人行业类似前几年的光伏需要大规模降本才便于促进大规模推广，但上游的铜铝等原材料成本较为刚性，未来行业的毛利率会出现较为剧烈的下降。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司所处的家电和汽车制冷零部件行业属于寡头垄断的中重资产ToB制造业，行业进入壁垒较高，市场竞争格局稳定。制冷配件行业全球格局集中，CR3达80%+(三花多细分市场占率排名第一)；汽车热管系统零部件竞争格局看，公司的阀类集中度最高，包括电子膨胀阀、四通阀、电磁阀等，三花份额全球第一，2023年车用电子膨胀阀全球市占率53%，其次为不二工机电子膨胀阀市占率19%等。公司利基市场垄断+转换成本优势显著，全球份额第一且盈利能力超越竞争对手，份额继续提升空间较大。

家电零部件(4.5星):

公司家电零部件业务产业格局较好，主要由于制冷配件行业全球格局集中，CR3达80%，公司多细分市场占率排名第一；冷配行业格局集中原因在于：阀品质敏感度高，决定了制冷系统能耗+安全性；客户粘性大，前期开发+后期配套需花费大量时间磨合；中国格力、美的和海尔等整机厂商参与主导全球空调格局，供应商协同起步早，持续建立先发优势而形成了强大的成本壁垒。公司的核心优势是阀件这一利基市场的垄断地位。公司在全球四通换向阀、电子膨胀阀、微通道换热器、截止阀、电磁阀市场份额分别为55.4%、51.4%、43.4%、39.1%及47.7%，而按出货量计，Omega泵的市场占有率52.3%，均排名第一。

汽车零部件(2.5星):

公司汽车零部件业务产业格局一般，汽车热管理市场竞争相对激烈，新进入者较多，如公司的下游家电企业都在大力布局，格力旗下盾安环境汽车热管理增速80%，营收8亿，整个行业近年来毛利率呈明显下降趋势，但公司采用差异化竞争手段+绑定大客户+全品类优势模式，目前来看这一模式具有长期竞争优势。因为新能源汽车热管理就是类似家用空调的热泵系统+类似电脑散热的水冷/风冷系统，公司深耕前者，有力抵消了行业竞争的影响。

机器人(1星):

公司机器人业务产业格局一般，因上游以供给相对刚性的工业金属为主，下游为降本需求迫切的超大型客户，公司话语权较弱。且机器人零部件行业目前不确定性较大，技术路线未定型、进入门槛较低。

5.4 护城河

★★★★☆

公司业务的护城河较为深厚，主要体现在家电和汽车制冷阀件业务的高全球市占率、高超额ROI上，行业具有利基市场特性、技术曲线积累要求高，产品具有高转换成本特性。公司通过三十多年的生产经验和客户关系、销售网络和全球产能布局，在建立规模经济的同时也和客户形成强大的绑定以取得长期的超额利润率，业务控制力较强。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
家电零部件	(4.5星) 三花智控作为全球家电制冷零部件龙头企业，2024年经壹评级调整后家电零部件业务净资产收益达20.1%，具有较高的超额收益，公司业务控制力星级较高，主要系公司具有明显的转换成本、规模经济和利基市场垄断优势。	(4.5星) 家电零部件业务护城河主要包括三方面：①转换成本-类似玻璃，阀门是关键的安全、能耗零部件，工艺工序长、认证周期长，和下游有较强的绑定；②规模经济-全球48个工厂，毛利率较竞争对手领先5-10%，考虑到公司每年新增产能比例高，实际产能利用率在85~90%，一直处于供不应求状态，同时行业缺乏新进入者、竞争格局良好，传统龙头兰科和不二工机已在和公司的竞争中落败；③利基市场垄断-阀门属于数量多、单位价值低的杂碎件，单个阀件的市场往往只有几十亿，对新进入者吸引力很小，更考验加工技术、交付能力，壁垒比一般零部件高；公司主要依靠长期积累的工艺和生产经验做定制化方案，客户绑定较强。
汽车零部件	(4.5星) 三花智控作为中国新能源汽车热管理龙头企业，2024年经壹评级调整后汽车零部件业务净资产收益达20.2%，具有较高的超额收益，公司业务控制力星级较高，主要系公司具有明显的转换成本、规模经济和技术优势	(4.5星) 汽车零部件业务护城河主要包括三方面：①转换成本-类似玻璃，阀门是关键的安全、能耗零部件，工艺工序长、认证周期长，与下游强绑定；②规模经济-全球48个工厂，毛利率较竞争对手领先5-10%，考虑到公司每年新增产能比例高，实际产能利用率在85~90%，一直处于供不应求状态，同时行业缺乏新进入者、竞争格局良好，传统龙头兰科和不二工机已在和公司的竞争中落败；③技术优势-阀是制冷系统的刚需控制器件，直接影响制冷系统的能耗+安全性壁垒较高。作为汽车少有的纯外采件（类似玻璃、轮胎），单件小、种类杂、结构精密、品质影响显著，最终形成阀环节准入门槛高、集中度高、格局稳定的大趋势。
机器人	(4星) 三花智控作为全球机器人执行器龙头企业，2024年经壹评级调整后机器人业务净资产收益达27.5%，具有较高的超额收益，公司业务控制力星级较高，主要系公司具有明显的转换成本和技术优势	(4.5星) 机器人业务护城河主要包括两方面：①转换成本-公司未来做集成，相当于Tier1供应商；从2022年开始配合海外头部企业开发执行器，已经过3年时间，期间不断调整、反馈技术方案，需公司改进图纸、生产样品。新厂商从丝杠拓展至执行器，需要2年时间，且难像公司一样进行全面覆盖。②技术优势-公司自研五轴加工中心等精密设备，实现阀体公差 < 5 微米（头发丝 1/10），良率达99.5%，较行业平均水平高 3-5 个百分点。其执行器通过IATF 16949 汽车级认证，可靠性满足车规级标准，客户无需重复验证即可直接应用于高端机器人场景。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们对三花智控进行了动态估值和DDM估值方法，目前公司估值处于高估区间。

6.1 核心假设及逻辑

按照公司业务分为家电零部件、汽车零部件和机器人分别进行假设和预测，逻辑如下：

利润表：

①家电零部件业务：

收入和营业成本假设：

1) 收入：按照各细分市场市占率*细分市场规模计算并加总。共分为阀门、换热器、控制器、泵、其他五大类别。

分别测算细分市场规模，其中控制器、泵和其他增速与空调市场增速相仿，换热器由于微通道换热器渗透率快速提升，能效显著提高，增速较快，未来5年复合增速达12%以上；阀门由于电子膨胀阀等高端阀件用量提升增速高于全球空调大盘。

市占率方面阀门、换热器、泵和其他预计保持稳定，制冷空调控制器近年来由于机电水平提升向下游提供一体化解决方案因此全球份额提升较快。

2) 生产成本：主要考虑原材料价格因成本加成占比保持稳定，而近年来自动化生产比例提升、资本开支较高提升制造费用；且随着海外产能占比提高，人工成本可能上升。总体成本和毛利率保持稳定。

②汽车零部件业务：

收入和营业成本假设：

1) 收入假设：按照各细分市场市占率*细分市场规模计算并加总。共分为集成组件、汽车阀门、汽车换热器、汽车泵和其他五大类别。

在单价上主要考虑新能源车热管理行业发展带来的热管理单车价值体系改变，主要体现在高价值热泵对于低价值PTC加热的替代。不过总体来看仍受到年降的影响，预计从24到29年单车价值从6784下降至6331。

在份额上主要考虑集成、换热器、汽车泵的份额提升，公司新能源车热管理集成的先发优势是增长重要驱动力，份额持续提升；汽车换热器目前以电池散热板、相变材料等为主，竞争激烈、并非公司主要发展方向，但公司通过解决方案提供部分，这部分份额缓慢提升；泵方面三花也供应电子水泵、电子油泵等，单车价值量500-700元左右；电子水泵，三花用上了碳化硅 MOSFET 技术，让水泵的抽水能力特别强，能把水循环送到 15 米高的地方，而当时行业平均水平只能送到 10 米。有了这个厉害的水泵，蔚来 ET7 等车型的热管理系统就能稳定工作，给电池和电机降温、升温都不在话下。

2) 生产成本：主要考虑原材料价格因成本加成占比保持稳定，而近年来自动化生产比例提升、资本开支较高提升制造费用；且随着海外占比提升、中国工价提升而提高，人力成本会持续上升。总体成本和毛利率保持稳定。

③机器人业务：

收入和营业成本假设：

1) 收入假设：按照特斯拉和其他公司出货台数、单台机器人身体执行器价值量、三花份额进行乘算。公司指引方面，24年收入5kw，今年目标1.5亿，月初成立机器人事业部，Q3泰国基地量产在即。特斯拉目前自用空间4万台，27年目标100万台。考虑到当前人形机器人在成本方面和工业机器人相比没有优势，且自动化程度较高的领域如汽车等已广泛使用工业机器人。我们预计远期人形机器人的密度将低于工业机器人。2024年，每1万个工人使用162个工业机器人，未来人形机器人的替代率（或者密度）可能为1%左右。

2) 生产成本假设：鉴于大多数汽车零部件企业均在向机器人延伸，且进度差距不大，机器人的毛利率未来向汽车制造行业看齐，假设远期为20%，明年量产后为30%左右。

费用率假设。主要考虑公司为新能源车和机器人研发需投入更多以保证护城河，研发费用率从24年5%上升至29年的5.6%。而销售费用类似拓普集团在大客户稳定放量后有望下降。

资产负债表假设：1) 公司属于中重资产行业，且近两年资本开支较大，公司长期资产未来会随着折旧而减少，从而提升公司资产周转率；2) 考虑到公司整体现金流稳健、ROE较高，我们假设中长期公司负债率存在继续提升预期。

表2：公司整体业绩预测

三花智控	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	213.5	245.6	279.5	326.7	374.1	428.8	489.6	543.2
归母净利润(亿)	25.8	29.2	31.0	39.2	45.6	53.1	60.9	68.5
归母净利润增速(%)	53.0	13.4	6.1	26.5	16.5	16.3	14.7	12.5
经营性净利润(亿)	26.1	28.7	30.9	38.6	44.9	52.1	59.7	67.1
经营性净利润增速(%)	77.4	10.1	7.6	24.9	16.3	16.1	14.6	12.3
经营性归母净利润(亿)	25.8	28.6	30.8	38.5	44.7	51.9	59.5	66.9
经营性归母净利润增速(%)	77.2	11.1	7.6	24.9	16.2	16.2	14.6	12.3

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

家电零部件	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	138.3	146.4	165.6	186.5	202.1	218.3	235.9	254.4
收入增速(%)	23.3	5.9	13.1	12.6	8.3	8.0	8.1	7.9
经营性净利润(亿)	17.0	17.5	18.1	22.8	25.8	28.2	30.7	33.3
经营性净利率(%)	12.3	12.0	11.0	12.2	12.8	12.9	13.0	13.1
经营性净利润增速(%)	53.8	2.9	3.7	25.8	13.0	9.2	8.9	8.7
汽车零部件	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	75.1	99.1	113.9	138.1	165.2	192.2	216.3	241.7
收入增速(%)	56.5	31.9	14.9	21.3	19.6	16.3	12.5	11.8
经营性净利润(亿)	9.1	11.2	12.8	15.5	18.3	22.0	25.2	29.0
经营性净利率(%)	12.1	11.3	11.2	11.2	11.1	11.4	11.7	12.0
经营性净利润增速(%)	148.9	23.6	13.7	21.4	17.8	20.1	14.9	14.7
机器人	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	0.0	0.0	0.0	2.0	6.8	18.3	37.4	47.0
收入增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	235.6	171.2	104.1	25.6
经营性净利润(亿)	0.0	0.0	0.0	0.3	0.8	2.0	3.8	4.8
经营性净利率(%)	0.0	0.0	0.0	13.6	12.4	10.9	10.2	10.2
经营性净利润增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	205.5	140.1	90.1	25.2

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
机器人	7.0%	中等	差	强	8.5%	13.2	4.2
汽车零部件	4.0%	中低	一般	强	7.8%	14.2	26.8
家电零部件	2.0%	中低	非常好	强	7.5%	18.15	31.8
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
机器人(亿)	-0.1	40.1	40.1	-	-	-	40.1
汽车零部件(亿)	47.3	282.2	329.5	12.9	2.6	0.4	340.2
家电零部件(亿)	94.1	432.1	526.2	18.5	-	-	544.8
公司整体测算(亿)	141.4	754.4	895.8	31.4	2.6	0.4	925.0

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
机器人(亿)	20.2	39.0	59.1	-	-	-	59.1
汽车零部件(亿)	210.5	239.3	449.8	12.9	2.6	0.4	460.5
家电零部件(亿)	277.8	244.9	522.7	18.5	-	-	541.3
公司整体测算(亿)	508.5	523.2	1031.7	31.4	2.6	0.4	1060.9

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性较高，主要由于公司所处行业以ToB制造业，下游有明确的高频汽车销量、空调销量数据可跟踪。机器人进展公司也与市场投资者保持交流充分。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。