

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

盾安环境(002011)

投资评级 买入

上次评级 买入

罗岸阳 家电行业首席分析师

执业编号: S1500520070002

联系电话: 13656717902

邮箱: luoanyang@cindasc.com

尹圣迪 家电行业研究助理

联系电话: 18800112133

邮箱: yinshengdi@cindasc.com

相关研究

《制造力外溢系列报告(一) 盾安环境: 聚焦核心制冷主业, 热管理蓄势待发》

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

Q3 业绩表现亮眼, 盈利能力改善

2023 年 10 月 27 日

事件: Q3 公司实现营业收入 28.72 亿元, 同比+18.56%, 实现归母净利润 2.11 亿元, 同比+98.27%, 实现扣非后归母净利润 2.01 亿元, 同比+85.92%。

- **Q3 营业收入稳健增长。**Q3 收入增速(+18.56%)环比 Q2(+8.78%)有所提升。根据产业在线数据, 7/8 月份截止阀内销分别同比+36.4%/-0.6%, 四通阀分别同比+24%/-10.9%, 电子膨胀阀分别同比 28.9%/+2.1%, 我们认为公司作为制冷阀件龙头之一, Q3 制冷主业或实现较好增长。热管理业务方面, 我们预计 Q3 开始逐渐放量。
- **市场开拓增加销售费用, 盈利能力有所改善。**Q3 毛利率为 19.41%, 同比+0.94pct。从费用率角度来看, Q3 销售、管理、研发、财务费用率分别同比+0.36pct、+0.15pct、-0.77pct、+0.05pct, 销售费用率的提升主要原因为 Q3 收入增长及市场开拓力度加大等所致。Q3 公司归母净利润率为 7.35%, 同比+2.77pct, 22Q3 受出售子公司或有负债损失等因素影响利润基数相对较低。
- **周转效率有所提升, 经营性现金流净额下滑明显。**
 - 1) 公司 23Q3 期末货币资金+交易性金融资产合计 18.58 亿元, 较 H1 期末-3.32%; 23Q3 期末应收款项融资合计 26.80 亿元, 同比+30.13%, 体现出公司 利用应收账款, 提高资金利用效率; 23Q3 期末存货合计 12.66 亿元, 同比-6.93%。23Q3 期末合同负债合计 0.90 亿元, 同比+27.84%。
 - 2) 现金流方面, 公司 23Q3 经营性现金流净额为-1.32 亿元, 去年同期为 4.21 亿元, 主要系 Q3 对供应链金融凭据贴现减少。
 - 3) 周转方面, 公司 23Q3 期末存货/应收账款/应付账款周转天数较 H1 分别-2.20/-2.92/-4.99 天, 周转效率有所提升。
- **盈利预测及投资评级:** 我们预计 23-25 年公司实现营业收入 116.72/133.23/145.52 亿元, 同比+15.1%/+14.1%/+9.2%, 预计实现归母净利润 6.42/8.78/10.11 亿元, 同比-23.5%/+36.8%/+15.1%, 对应 PE16.51/12.07/10.48 倍。维持“买入”评级。
- **风险因素:** 热管理业务推进不及预期、家用制冷订单转移、原材料价格上涨、海外市场推广不及预期、商用制冷项目不及预期等。



重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	9,837	10,144	11,672	13,323	14,552
增长率 YoY %	33.3%	3.1%	15.1%	14.1%	9.2%
归属母公司净利润 (百万元)	405	839	642	878	1,011
增长率 YoY%	140.5%	107.0%	-23.5%	36.8%	15.1%
毛利率%	16.3%	17.0%	18.7%	18.5%	18.5%
净资产收益率ROE%	23.4%	23.0%	15.0%	17.0%	16.4%
EPS(摊薄)(元)	0.44	0.91	0.61	0.83	0.96
市盈率 P/E(倍)	31.14	14.43	16.51	12.07	10.48
市净率 P/B(倍)	7.24	3.30	2.47	2.05	1.72

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 10 月 26 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,344	6,355	7,842	8,882	10,385
货币资金	1,046	1,568	1,707	2,450	3,213
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	1,154	1,445	1,599	1,752	1,794
预付账款	49	65	47	69	67
存货	1,476	1,205	1,429	1,546	1,739
其他	2,619	2,071	3,060	3,066	3,570
非流动资产	1,918	1,799	1,844	1,771	1,720
长期股权投资	296	283	277	268	261
固定资产(合计)	927	915	1,012	1,021	1,030
无形资产	200	182	222	233	259
其他	494	419	332	249	171
资产总计	8,261	8,154	9,686	10,654	12,105
流动负债	5,839	4,154	5,101	5,247	5,747
短期借款	1,738	825	825	825	825
应付票据	582	525	1,299	1,082	1,404
应付账款	1,962	1,792	1,819	2,196	2,338
其他	1,558	1,012	1,157	1,145	1,179
非流动负债	786	458	408	358	308
长期借款	501	250	200	150	100
其他	285	208	208	208	208
负债合计	6,626	4,612	5,509	5,606	6,055
少数股东权益	-100	-104	-111	-118	-127
归属母公司股东权益	1,735	3,646	4,288	5,166	6,177
负债和股东权益	8,261	8,154	9,686	10,654	12,105

重要财务指标					
单位: 百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9,837	10,144	11,672	13,323	14,552
同比(%)	33.3%	3.1%	15.1%	14.1%	9.2%
归属母公司净利润	405	839	642	878	1,011
同比(%)	140.5%	107.0%	-23.5%	36.8%	15.1%
毛利率(%)	16.3%	17.0%	18.7%	18.5%	18.5%
ROE%	23.4%	23.0%	15.0%	17.0%	16.4%
EPS(摊薄)(元)	0.44	0.91	0.61	0.83	0.96
P/E	31.14	14.43	16.51	12.07	10.48
P/B	7.24	3.30	2.47	2.05	1.72
EV/EBITDA	17.09	12.89	8.28	7.28	5.86

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9,837	10,144	11,672	13,323	14,552
营业成本	8,233	8,419	9,486	10,854	11,867
营业税金及附加	43	51	56	65	71
销售费用	258	279	374	413	422
管理费用	306	287	374	426	451
研发费用	370	389	426	506	538
财务费用	121	98	80	24	31
减值损失合计	-10	-11	0	0	0
投资净收益	26	-13	-70	-40	-51
其他	-22	-35	75	52	71
营业利润	500	561	882	1,046	1,191
营业外收支	-53	371	-112	-20	0
利润总额	448	932	770	1,026	1,191
所得税	52	96	135	155	189
净利润	395	836	635	871	1,002
少数股东损益	-10	-3	-7	-7	-9
归属母公司净利润	405	839	642	878	1,011
EBITDA	827	913	1,251	1,286	1,458
EPS(当年)(元)	0.44	0.91	0.61	0.83	0.96

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	518	1,270	521	1,252	1,109
净利润	395	836	635	871	1,002
折旧摊销	212	243	294	228	256
财务费用	127	128	42	40	38
投资损失	-26	13	70	40	51
营运资金变动	-270	-84	-633	52	-239
其它	80	133	113	21	2
投资活动现金流	244	-337	-523	-216	-257
资本支出	-79	-171	-463	-176	-204
长期投资	197	67	10	-1	-3
其他	127	-233	-70	-40	-51
筹资活动现金流	-1,243	-373	140	-293	-88
吸收投资	0	802	0	0	0
借款	4,193	1,282	-50	-50	-50
支付利息或股息	-139	-105	-42	-40	-38
现金流净增加额	-539	586	139	743	764

研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于 TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队获得 2015、2017 年新财富入围，2017 年 Choice 第三名，2017-2019 年金牛奖，2019 年水晶球奖入围，2022 年 Choice 最佳家电分析师等荣誉。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

尹圣迪，家电行业研究助理。伦敦大学学院区域经济学硕士，布达佩斯考文纽斯大学经济学双硕士，对外经济贸易大学金融学学士，西班牙语双学位。2022 年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖白电、小家电、零部件板块。

尤子吟，团队成员。伦敦大学学院金融学硕士，经济学与商业学学士。于 2022 年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖清洁电器、厨电板块。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。