

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
邮箱: luoanyang@cindasc.com

尹圣迪 家电行业分析师
执业编号: S1500524020001
邮箱: yinshengdi@cindasc.com

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

盾安环境：Q1 收入增长稳健，毛利率短期承压

2024年4月19日

事件：23年公司实现营业收入113.82亿元，同比+11.50%，实现归母净利润7.38亿元，同比-11.50%；实现扣非后归母净利润8.21亿元，同比+78.08%。

23Q4公司实现营业收入29.37亿元，同比+1.43%，实现归母净利润1.98亿元，同比+43.11%，实现扣非后归母净利润1.97亿元，同比+126.75%。

24Q1公司实现营业收入26.26亿元，同比+7.31%；实现归母净利润2.08亿元，同比+28.88%；实现扣非后归母净利润2.00亿元，同比+13.94%。

➤ **23年内销增速较快，热管理毛利率提升4.80pct。**

制冷配件：23年收入84.56亿元，同比+8.74%。业务毛利率为19.44%，同比+2.64pct。

制冷设备：23年收入16.46亿元，同比+10.53%。毛利率为24.70%，同比+0.65pct。

汽车热管理：23年实现营业收入4.73亿元，同比+136.54%。毛利率为22.37%，同比+4.80pct。

分地区来看，23年公司国内外收入分别为94.34/19.49亿元，分别同比+14.72%/-1.63%。

23年公司向格力销售制冷配件、设备、热管理配件等合计24.13亿元，同比+46.44%。

24Q1公司收入增速环比23Q4有所提升。根据产业在线数据，1-2月暖通空调阀件内销同比增长20%以上，我们认为公司作为阀件龙头企业，制冷配件内销业务端或受益于下游家用空调生产的增长，但由于价格、开票周期等原因，Q1家用制冷配件收入端增长或低于出货端。

➤ **非经常性损益影响23年利润表现，24Q1毛利率短期承压。**

23年公司实现毛利率19.19%，同比+2.34pct。其中，国内/国外毛利率分别同比+1.60pct/+6.92pct；直销/经销业务毛利率分别同比+2.43pct/+0.60pct。

24Q1公司实现毛利率17.53%，同比-1.91pct。我们认为Q1公司毛利率承压的原因可能在于：1) 市场竞争导致的制冷配件价格下降影响业务盈利能力；2) Q1家用制冷配件收入占比或高于23年同期，影响公司整体毛利表现。

从费用率角度来看，23年公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.37/+0.17/0.00/-0.66pct，销售费用率的明显提升主要原因在于公司23年加大市场开拓力度，财务费用中利息费用同比-46.98%。24Q1公司各项费用率分别同比+0.08/+0.27/-0.34/-0.73pct。

归母净利润率方面，受资产信用减值等非经常性损益影响，23 年公司归母净利润率同比下滑 1.69pct 至 6.48%，扣非后归母净利润率为 7.21%，同比+2.80pct。24Q1 尽管毛利率略有下滑，但受益于费用率的管控，最终公司归母净利润率同比+1.33pct 至 7.94%，扣非后归母净利润率同比+0.44pct 至 7.60%

➤ **经营性现金流净额大幅增加，存货水平小幅提升。**

1) 24Q1 期末公司货币资金+交易性金融资产合计 27.17 亿元，同比+82.60%；Q1 期末公司应收账款合计 21.31 亿元，同比+23.09%；Q1 期末公司存货合计 15.52 亿元，同比+9.96%；Q1 期末合同负债合计 1.09 亿元，同比+27.15%。

2) 24Q1 公司经营活动产生的现金流净额为 6732.54 万元，去年同期为-1.72 亿元，经营性净现金流的增加主要原因为现金收款、票据结算与贴现有所增加。

➤ **稳增长、调结构，期待热管理业务放量。** 23 年公司制冷配件业务市场份额逐步提升，制冷设备业务深耕多联机、冷冻冷藏、热泵等行业，公司新能源汽车热管理业务单元完成了新基地搬迁，产能得到了持续扩大，为后续业务快速增长奠定了基础。我们认为随着公司业务结构、产品结构的不断优化，海外、商用客户的逐步拓展，公司的盈利能力有望持续得到改善。

➤ **盈利预测和投资评级：** 我们预计公司 24-26 年营业收入分别为 131.14/147.07/161.14 亿元，分别同比+15.2%/+12.1%/+9.6%；归母净利润 9.32/11.59/13.28 亿元，分别同比+26.2%/+24.4%/+14.5%，对应 PE 为 13.23/10.63/9.29x，维持“买入”评级。

➤ **风险因素：** 原材料价格波动、内销需求不及预期、海外市场拓展不及预期、汽车热管理订单不及预期

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	10,209	11,382	13,114	14,707	16,114
增长率 YoY %	3.8%	11.5%	15.2%	12.1%	9.6%
归属母公司净利润 (百万元)	834	738	932	1,159	1,328
增长率 YoY%	105.7%	-11.5%	26.2%	24.4%	14.5%
毛利率%	16.9%	19.2%	19.3%	19.7%	20.1%
净资产收益率ROE%	22.9%	16.7%	17.4%	17.8%	16.9%
EPS(摊薄)(元)	0.91	0.70	0.87	1.09	1.25
市盈率 P/E(倍)	14.43	19.64	13.23	10.63	9.29
市净率 P/B(倍)	3.30	3.29	2.30	1.89	1.57

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 4 月 18 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	6,474	8,784	9,763	11,211	12,818	
货币资金	1,609	3,003	3,348	4,171	5,339	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,466	2,020	2,156	2,337	2,428	
预付账款	65	51	53	62	66	
存货	1,262	1,279	1,449	1,553	1,623	
其他	2,072	2,431	2,757	3,088	3,361	
非流动资产	1,854	1,999	2,040	2,013	1,984	
长期股权投资	283	309	315	331	342	
固定资产(合计)	918	1,021	1,109	1,119	1,128	
无形资产	182	175	215	231	259	
其他	470	495	401	332	254	
资产总计	8,328	10,783	11,803	13,224	14,802	
流动负债	4,282	5,499	5,634	5,954	6,263	
短期借款	825	649	649	649	649	
应付票据	525	1,297	1,449	1,641	1,777	
应付账款	1,917	2,049	2,174	2,361	2,470	
其他	1,015	1,503	1,361	1,302	1,367	
非流动负债	501	898	848	798	748	
长期借款	250	701	651	601	551	
其他	251	197	197	197	197	
负债合计	4,784	6,397	6,482	6,752	7,010	
少数股东权益	-104	-31	-37	-45	-53	
归属母公司股东权益	3,648	4,417	5,358	6,517	7,845	
负债和股东权益	8,328	10,783	11,803	13,224	14,802	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	10,209	11,382	13,114	14,707	16,114	
同比(%)	3.8%	11.5%	15.2%	12.1%	9.6%	
归属母公司净利润	834	738	932	1,159	1,328	
同比(%)	105.7%	-11.5%	26.2%	24.4%	14.5%	
毛利率(%)	16.9%	19.2%	19.3%	19.7%	20.1%	
ROE%	22.9%	16.7%	17.4%	17.8%	16.9%	
EPS(摊薄)(元)	0.91	0.70	0.87	1.09	1.25	
P/E	14.43	19.64	13.23	10.63	9.29	
P/B	3.30	3.29	2.30	1.89	1.57	
EV/EBITDA	12.94	10.89	7.22	5.97	4.54	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	10,209	11,382	13,114	14,707	16,114	
营业成本	8,488	9,198	10,580	11,807	12,878	
营业税金及附加	52	59	68	76	83	
销售费用	279	354	407	456	500	
管理费用	288	340	393	441	483	
研发费用	389	434	498	559	596	
财务费用	97	33	77	8	13	
减值损失合计	-12	-34	0	6	3	
投资净收益	-13	28	-52	-44	-56	
其他	-35	11	84	56	78	
营业利润	554	969	1,122	1,379	1,586	
营业外收支	371	-113	0	0	0	
利润总额	925	856	1,122	1,379	1,586	
所得税	94	124	196	227	267	
净利润	831	732	926	1,152	1,319	
少数股东损益	-3	-6	-6	-8	-9	
归属母公司净利润	834	738	932	1,159	1,328	
EBITDA	906	1,226	1,478	1,608	1,843	
EPS(当年)(元)	0.91	0.70	0.87	1.09	1.25	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	1,268	812	926	1,377	1,559	
净利润	831	732	926	1,152	1,319	
折旧摊销	244	251	310	240	269	
财务费用	128	62	49	48	46	
投资损失	13	-28	52	44	56	
营运资金变动	-81	-351	-413	-102	-130	
其它	133	145	1	-4	-1	
投资活动现金流	-337	-16	-405	-254	-295	
资本支出	-171	-109	-351	-183	-218	
长期投资	67	50	-1	-26	-21	
其他	-233	43	-52	-44	-56	
筹资活动现金流	-373	411	-176	-301	-96	
吸收投资	802	0	67	0	0	
借款	1,282	2,354	-50	-50	-50	
支付利息或股息	-105	-54	-49	-48	-46	
现金流净增加额	584	1,212	345	823	1,168	

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 2015、2017 年新财富入围。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，家电行业分析师。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。

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 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	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。