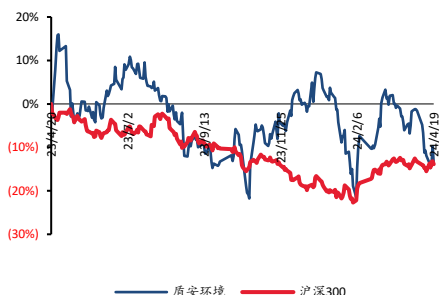


盾安环境：2024Q1 业绩端快速增长，汽车热管理业务表现亮眼

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 10.65/10.65
总市值/流通(亿元) 117.62/117.62
12 个月内最高/最低价 15.4/9.58 (元)

相关研究报告

证券分析师：孟昕

E-MAIL: mengxin@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190524020001

研究助理：赵梦菲

E-MAIL: zhaomf@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124030006

研究助理：金桐羽

电话：021-58502206

E-MAIL: jinty@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124030010

事件：2024 年 4 月 18 日，盾安环境发布 2023 年年报及 2024 年一季度。2023 年公司实现营收 113.82 亿元 (+11.50%)，归母净利润 7.38 亿元 (-11.50%)，扣非归母净利润为 8.21 亿元 (+78.08%)。2024Q1 公司实现营收 26.26 亿元 (+7.31%)，归母净利润 2.08 亿元 (+28.88%)，扣非归母净利润为 2.00 亿元 (+13.94%)。

2023Q4 和 2024Q1 收入表现稳健，汽车热管理业务增速靓丽。1) **分季度：**2023Q4 和 2024Q1 公司营收分别为 29.37 亿元 (+1.43%)、26.26 亿元 (+7.31%)，均实现稳健增长且 2024Q1 增速环比提升，主因或系行业需求增长的带动。2) **分业务：**2023 年公司制冷配件/制冷设备/汽车热管理/其他业务收入分别为 84.56/16.46/4.73/8.07 亿元，分别同比 +8.74%/+10.53%/+136.54%/+8.60%，其中汽车热管理业务增速靓丽，主因或系公司持续进行技术升级及产能扩张，同时积极拓展客户助力市场份额提升。3) **分地区：**2023 年公司国内/海外收入分别为 94.34/19.49 亿元，分别同比+14.56%/-1.63%，内销实现双位数增长，外销小幅下降短期承压。4) **分渠道：**2023 年公司直销/经销收入分别为 101.06/12.76 亿元，分别同比+9.87%/+26.31%，经销渠道收入实现快速增长。

2023Q4 和 2024Q1 净利率小幅提升，加大销售投入赋能长期发展。

1) **毛利率：**2023Q4/2024Q1 毛利率分别为 18.98%/17.53%，分别同比 +2.30%/-1.91pct，其中 2023Q4 毛利率小幅提升或系公司产品结构优化所致，2024Q1 毛利率小幅下降或系制冷配件行业价格竞争、大宗原材料铜、铝等价格高位震荡所致。2) **净利率：**2023Q4/2024Q1 净利率分别为 6.68%/7.92%，分别同比+1.88%/+1.38pct，净利率与毛利率变动差异主系期间费用率影响所致。3) **费用率：**2023Q4 和 2024Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.18%/2.76%/4.32%/0.19%和 3.09%/3.52%/3.44%/-0.03%，分别同比+0.35%/+0.99%/-0.17%/-1.83pct 和 +0.08%/+0.27%/-0.34%/-0.73pct，其中财务费用率大幅减少主系公司利率优化所致，销售费用率小幅提升主系公司加大市场开拓。

持续深耕制冷领域，汽车热管理业务赋能盈利能力提升。1) **制冷设备和元器件业务：**公司加强对高效换热技术、流体控制技术等的研发投入，积极进行制冷元器件新冷媒适用性的布局研发；同时建立三大生产基地，深耕多联机、冷冻冷藏、热泵等行业，逐步完善产能建设。2) **新能源热管理业务：**2023 年公司新能源汽车热管理业务单元完成新基地

搬迁，持续扩大产能驱动业务高速增长；升级大口径电子膨胀阀等核心产品相关技术；凭借制冷技术基础延伸至新能源热管理技术，公司成为主机厂的可靠供方，合作客户涉及空调系统商、管路商、电池企业和商用车企等；2023 年公司新能源热管理业务占比为 4.15% (+2.19pct)，与同时拥有高毛利表现的制冷设备业务共同赋能公司长期盈利能力提升。

投资建议：行业端，随着空调排产积极，新能源汽车渗透率提高，有望促进上游零部件行业的市场规模扩容。**公司端**，作为制冷元器件龙头，公司或将凭借规模和技术优势分享行业增长红利；同时新能源汽车热管理业务快速扩张也有望拉动收入业绩提升。我们预计，2024-2026 年公司归母净利润分别为 9.48/11.40/13.56 亿元，对应 EPS 分别为 0.89/1.07/1.27 元，当前股价对应 PE 分别为 12.40/10.32/8.67 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动、海外公司经营风险、汇率波动、参股公司业绩承诺的风险等。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	11,382	12,752	14,249	15,869
营业收入增长率(%)	11.50%	12.03%	11.74%	11.37%
归母净利（百万元）	738	948	1,140	1,356
净利润增长率(%)	-11.50%	28.52%	20.19%	18.95%
摊薄每股收益（元）	0.70	0.89	1.07	1.27
市盈率（PE）	19.64	12.40	10.32	8.67

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,609	3,003	3,530	4,493	5,610
应收和预付款项	1,531	2,071	2,320	2,592	2,886
存货	1,262	1,279	1,430	1,593	1,763
其他流动资产	2,072	2,431	2,715	3,026	3,362
流动资产合计	6,474	8,784	9,995	11,704	13,621
长期股权投资	283	309	314	320	332
投资性房地产	41	38	33	28	23
固定资产	918	1,021	1,009	1,006	1,011
在建工程	54	78	75	72	78
无形资产开发支出	182	175	164	151	141
长期待摊费用	19	22	22	22	22
其他非流动资产	6,831	9,140	10,554	12,255	14,171
资产总计	8,328	10,783	12,171	13,854	15,778
短期借款	825	649	649	649	649
应付和预收款项	2,442	3,346	3,743	4,168	4,613
长期借款	250	701	701	701	701
其他负债	1,266	1,701	1,709	1,831	1,961
负债合计	4,784	6,397	6,802	7,350	7,924
股本	1,057	1,057	1,065	1,065	1,065
资本公积	3,043	3,042	3,100	3,100	3,100
留存收益	-481	263	1,216	2,356	3,712
归母公司股东权益	3,648	4,417	5,405	6,545	7,901
少数股东权益	-104	-31	-36	-41	-46
股东权益合计	3,544	4,386	5,369	6,504	7,855
负债和股东权益	8,328	10,783	12,171	13,854	15,778

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	1,268	812	935	1,079	1,353
投资性现金流	-337	-16	-279	-47	-169
融资性现金流	-373	411	-133	-68	-68
现金增加额	584	1,212	527	964	1,117

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10,209	11,382	12,752	14,249	15,869
营业成本	8,488	9,198	10,288	11,457	12,679
营业税金及附加	52	59	69	77	71
销售费用	279	354	421	462	481
管理费用	288	340	406	448	476
财务费用	97	33	95	89	92
资产减值损失	-12	-34	2	5	6
投资收益	-13	28	38	38	43
公允价值变动	4	2	0	0	0
营业利润	554	969	1,082	1,265	1,608
其他非经营损益	371	-113	69	109	22
利润总额	925	856	1,151	1,374	1,629
所得税	94	124	207	239	279
净利润	831	732	944	1,135	1,351
少数股东损益	-3	-6	-5	-5	-5
归母股东净利润	834	738	948	1,140	1,356

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	16.85%	19.19%	19.32%	19.59%	20.10%
销售净利率	8.17%	6.48%	7.44%	8.00%	8.55%
销售收入增长率	3.78%	11.50%	12.03%	11.74%	11.37%
EBIT 增长率	7.61%	47.33%	27.82%	17.39%	17.69%
净利润增长率	105.74%	-11.50%	28.52%	20.19%	18.95%
ROE	22.86%	16.71%	17.55%	17.42%	17.16%
ROA	10.01%	6.84%	7.79%	8.23%	8.59%
ROIC	12.30%	13.42%	14.40%	14.68%	14.89%
EPS (X)	0.91	0.70	0.89	1.07	1.27
PE (X)	14.43	19.64	12.40	10.32	8.67
PB (X)	3.30	3.29	2.18	1.80	1.49
PS (X)	1.18	1.28	0.92	0.83	0.74
EV/EBITDA (X)	12.94	10.89	6.84	5.32	4.03

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。