

## 盾安环境 (002011.SZ) 2024Q1 营收稳健, 盈利能力持续提升

2024 年 04 月 22 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

吕明 (分析师)

周嘉乐 (分析师)

林文隆 (联系人)

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

linwenlong@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

证书编号: S0790122070043

日期	2024/4/19
当前股价(元)	11.04
一年最高最低(元)	15.40/9.58
总市值(亿元)	117.62
流通市值(亿元)	101.16
总股本(亿股)	10.65
流通股本(亿股)	9.16
近 3 个月换手率(%)	74.78

### ● 2024Q1 盈利提升, 看好结构调优改善盈利+汽零高增, 维持“买入”评级

2023 年公司实现营收 113.82 亿元 (+11.5%), 归母净利润 7.38 亿元 (-11.5%), 扣非归母净利润 8.21 亿元 (+78.08%), 收入和利润均创新高。单季度来看, 2023Q4 公司实现营收 29.37 亿元 (+1.43%), 归母净利润 1.98 亿元 (+43.11%), 扣非归母净利润 1.97 亿元 (+126.75%), 2024Q1 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 2 亿元 (+13.94%)。长期持续看好制冷主业在产品结构优化以及内部降本增效下盈利稳步提升, 以及汽零业务订单释放, 我们上调 2024~2025 年盈利预测, 并新增 2026 年盈利预测, 预计 2024~2026 年归母净利润为 9.39/11.40/13.61 亿元(2024~2025 年原值为 8.89/10.31 亿元), 对应 EPS 为 0.88/1.07/1.28 元, 当前股价对应 PE 为 12.5/10.3/8.6 倍。

### ● 2023 年汽零业务维持快速增长, 与格力关联交易订单逐步兑现

分业务, 2023 年制冷配件/制冷设备/汽车热管理业务分别实现营收 84.56/16.46/4.73 亿元, 同比分别+8.74%/+10.53%/+136.54%, 2023H2 同比分别+7.76%/+20.47%/+128.64%。此外 2023 年公司子公司盾安热工科技实现营收 10.72 亿元 (+14.8%), 利润率 14.2% (+2.7pct), 预计 2023 年换热器业务营收保持较好增长且在微通道等业务拉动下利润率提升。分区域, 2023 年国内/国外分别实现营收 94.34/19.49 亿元, 同比分别+14.65%/-1.63%, 2023H2 同比分别+12.32%/-4.43%。分客户看, 2023 年公司向格力及其下属公司销售产生金额 24.13 亿元 (+46%), 预计 2024 年销售金额 29 亿元 (+20%)。展望后续, 下游客户高排产+格力订单逐步兑现有望支撑全年冷配业务稳健增长, 汽零业务在手订单充沛营收规模有望逐步提升, 长期高利润业务占比提升将带动整体盈利持续提升

### ● 2024Q1 毛利率受下游客户年降及销售结构变化扰动, 费用率持续改善

2023 年毛利率 19.19% (+2.19pct), 2023Q4 毛利率 18.98% (+2.18pct), 2024Q1 毛利率 17.53% (-1.97pct), 2024Q1 毛利率同比下滑或主要系制冷配件下游客户年降致毛利率下滑以及高毛利制冷设备营收占比降低所致。费用端, 2023 年公司销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.36/+0.16/-0.03/-0.67pct, 2023Q4 同比分别+0.34/+0.92/-0.18/-1.83pct, 2024Q1 同比分别+0.07/+0.3/-0.35/-0.74pct, 财务费用率持续改善。综合影响下 2023 年净利率 6.48% (-1.79pct)、扣非净利率 7.21% (+2.67pct); 单季度看 2023Q4 净利率 6.74% (+1.98pct)、扣非净利率 6.72% (+3.71pct), 2024Q1 净利率 7.94% (+1.27pct), 扣非净利率 7.6% (+0.42pct)。

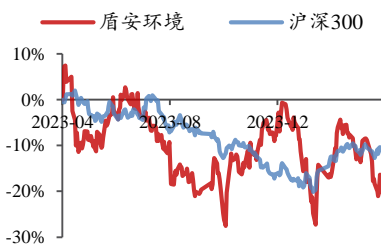
### ● 风险提示: 汽零业务拓展不及预期; 行业竞争加剧; 原材料价格持续上涨等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,209	11,382	12,755	14,476	16,406
YOY(%)	3.8	11.5	12.1	13.5	13.3
归母净利润(百万元)	834	738	939	1,140	1,361
YOY(%)	105.7	-11.5	27.2	21.5	19.3
毛利率(%)	16.9	19.2	19.1	19.6	19.9
净利率(%)	8.2	6.5	7.4	7.9	8.3
ROE(%)	23.4	16.7	17.5	17.6	17.3
EPS(摊薄/元)	0.78	0.69	0.88	1.07	1.28
P/E(倍)	14.1	15.9	12.5	10.3	8.6
P/B(倍)	3.2	2.7	2.2	1.8	1.5

数据来源: 聚源、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

- 《2023Q3 业绩超预期, 盈利能力稳步提升—公司信息更新报告》-2023.11.3
- 《2023Q2 扣非净利率持续提升, 静待热管理放量—公司信息更新报告》-2023.8.25
- 《盈利能力稳步提升, 汽车热管理业务快速增长—公司信息更新报告》-2023.4.24

## 目 录

1、 2023Q4 营收稳定提升，内销稳中有升.....	3
2、 2023Q4-2024Q1 净利率维持提升趋势， .....	4
3、 盈利预测与投资建议 .....	5
4、 风险提示 .....	5
附：财务预测摘要 .....	6

## 图表目录

图 1： 2023 年公司实现营收 113.82 亿元 (+11.5%) .....	3
图 2： 2023 年扣非归母净利润 8.21 亿元 (+78.08%) .....	3
图 3： 2023Q4 实现营收 29.37 亿元 (+1.43%) .....	3
图 4： 2023Q4 实现扣非归母净利润 1.97 亿元 (+126.75%) .....	3
图 5： 2023 年公司扣非后净利率 7.21% (+2.67pct) .....	4
图 6： 2023Q4 公司扣非后净利率 6.72% (+3.71pct) .....	4
图 7： 2023 年公司期间费用率 10.2% (-0.19pct) .....	4
图 8： 2023Q4 公司期间费用率 10.45% (-0.75pct) .....	4

## 1、2024Q1 营收稳健增长，格力关联交易订单逐步兑现

2023 年公司实现营收 113.82 亿元 (+11.5%)，归母净利润 7.38 亿元 (-11.5%)，扣非归母净利润 8.21 亿元 (+78.08%)。单季度来看，2023Q4 公司实现营收 29.37 亿元(+1.43%)，归母净利润 1.98 亿元(+43.11%)，扣非归母净利润 1.97 亿元(+126.75%)。2024Q1 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 2 亿元 (+13.94%)，2024Q1 扣非规模净利润增长幅度低于归母净利润主要系 2024Q1 应收账款坏账损失减少、合同资产减值准备减少和投资收益增加所致。

图1：2023 年公司实现营收 113.82 亿元 (+11.5%)

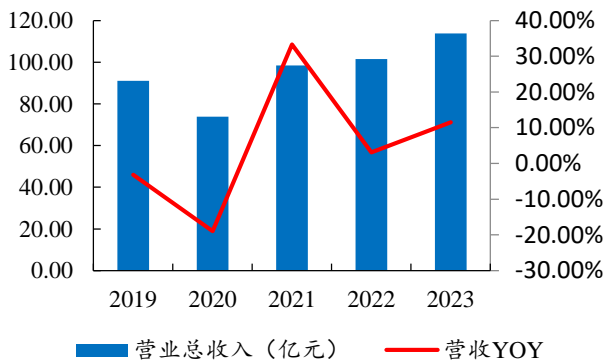
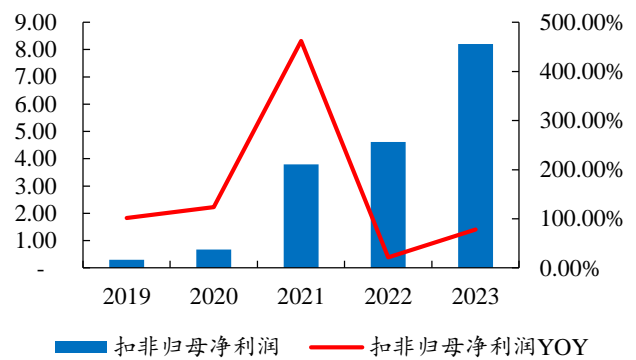


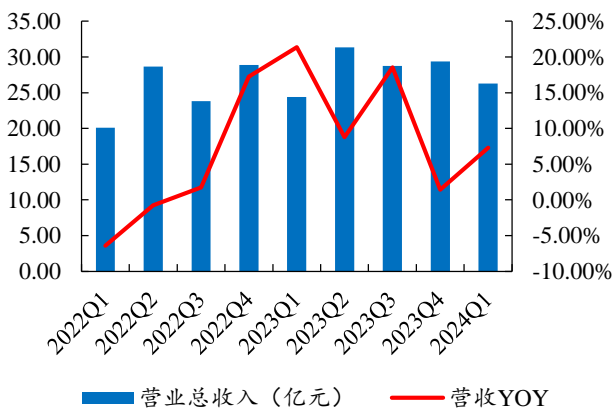
图2：2023 年扣非归母净利润 8.21 亿元 (+78.08%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

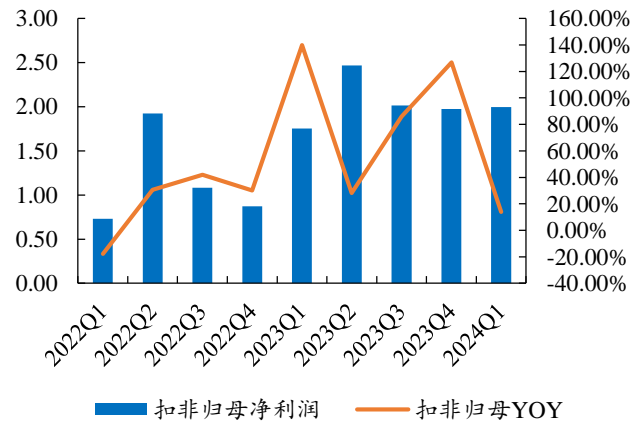
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023Q4/2024Q1 营收同比分别+1.43%/+7.31%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023Q4/2024Q1 扣非归母净利润同比分别+126.75%/+13.94%



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 营收拆分：汽零业务维持快速增长，与格力关联交易订单逐步兑现

(1) 2023 年制冷设备/制冷配件/汽车热管理业务分别实现营收 16.46/84.56/4.73 亿元，同比分别 +10.53%/+8.74%/+136.54%，2023H2 同比分别 +20.47%/+7.76%/+128.64%。

(2)2023 年国内/国外分别实现营收 94.34/19.49 亿元，同比分别+14.65%/-1.63%，2023H2 同比分别+12.32%/-4.43%。

2023 年公司向格力及其下属公司销售产生金额 24.13 亿元 (+46%)，2024Q1 销

售金额 4.3 亿元，预计 2024 年销售金额 29 亿元 (+20%)。

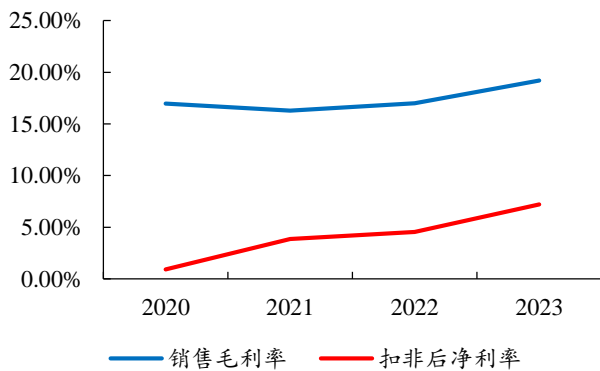
## 2、2023Q4-2024Q1 盈利能力持续提升

(1) **毛利率**：内外销毛利率均显著改善。2023 年毛利率 19.19% (+2.19pct)，2023Q4 毛利率 18.98% (+2.18pct)，2024Q1 毛利率 17.53% (-1.97pct)。拆分上看，直销/经销毛利率同比分别为 18.44% (+2.43pct) / 25.14% (+0.60pct)，国内/国外毛利率分别为 16.99% (+1.6pct) / 29.83% (+6.92pct)，均显著改善。

(2) **费用率**：2023 年公司销售/管理/研发/财务合计费用率 10.2% (-0.19pct)，同比分别+0.36/+0.16/-0.03/-0.67pct。2023Q4 销售/管理/研发/财务合计费用率为 10.45% (-0.75pct)，同比分别+0.34/+0.92/-0.18/-1.83pct。2024Q1 销售/管理/研发/财务合计费用率为 10.03% (-0.71pct)，同比分别+0.07/+0.30/-0.35/-0.74pct，财务费用率持续改善。

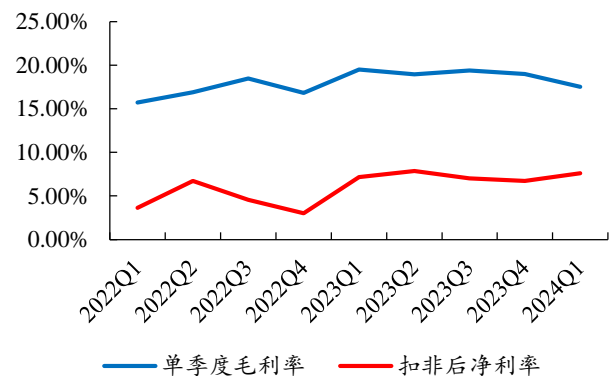
(3) **净利率**：2023 年净利率 6.48% (-1.79pct)、扣非净利率 7.21% (+2.67pct)；单季度看 2023Q4 净利率 6.74% (+1.98pct)、扣非净利率 6.72% (+3.71pct)，2024Q1 净利率 7.94% (+1.27pct)，扣非净利率 7.6% (+0.42pct)。

图5：2023 年公司扣非后净利率 7.21% (+2.67pct)



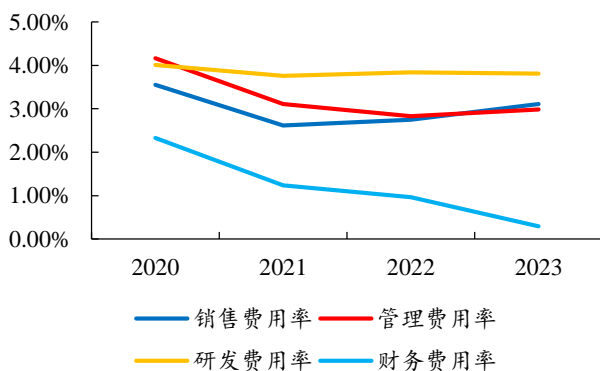
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2023Q4/2024Q1 扣非后净利率同比分别 +3.71pct/+0.42pct



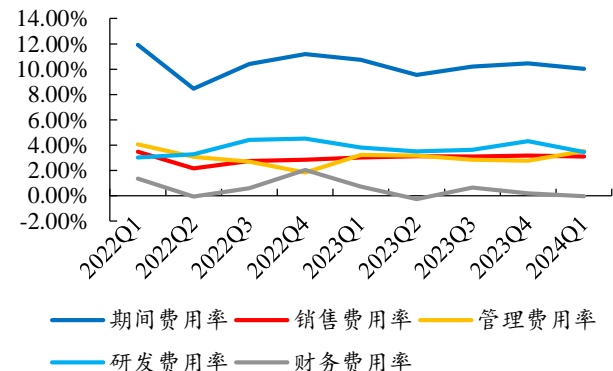
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2023 年公司期间费用率 10.2% (-0.19pct)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2023Q4/2024Q1 期间费用率同比分别 -0.75pct/-0.71pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) **现金流及营运能力**: 2023 公司经营活动产生现金流净额 8.12 亿元(-36%), 主要系票据支付增加及上年同期票据贴现金额较大所致。 **营运能力方面**, 2023 年公司存货周转天数 60 天 (-9 天), 应收账款周转天数 55 天 (+9 天), 存货周转效率有所提升, 回款能力处健康水平。

### 3、盈利预测与投资建议

2023 年公司实现营收 113.82 亿元 (+11.5%), 归母净利润 7.38 亿元 (-11.5%), 扣非归母净利润 8.21 亿元 (+78.08%), 收入和利润均创新高。单季度来看, 2023Q4 公司实现营收 29.37 亿元 (+1.43%), 归母净利润 1.98 亿元 (+43.11%), 扣非归母净利润 1.97 亿元 (+126.75%), 2024Q1 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 2 亿元 (+13.94%)。长期持续看好制冷主业在产品结构优化以及内部降本增效下盈利稳步提升, 以及汽零业务订单释放, 我们上调 2024~2025 年盈利预测, 并新增 2026 年盈利预测, 预计 2024~2026 年归母净利润为 9.39/11.40/13.61 亿元 (2024~2025 年原值为 8.89/10.31 亿元), 对应 EPS 为 0.88/1.07/1.28 元, 当前股价对应 PE 为 12.5/10.3 /8.6 倍。

### 4、风险提示

汽零业务拓展不及预期; 行业竞争加剧; 原材料价格持续上涨等。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	6474	8784	9917	11184	12350
现金	1609	3003	3365	4261	4514
应收票据及应收账款	1466	2020	1886	2547	2477
其他应收款	650	279	762	419	919
预付账款	65	51	79	69	99
存货	1262	1279	1571	1644	1985
其他流动资产	1422	2152	2253	2244	2356
<b>非流动资产</b>	1854	1999	2006	2029	2047
长期投资	283	309	348	400	446
固定资产	918	1021	1013	1014	1007
无形资产	182	175	151	127	105
其他非流动资产	470	495	494	488	489
<b>资产总计</b>	8328	10783	11923	13213	14397
<b>流动负债</b>	4282	5499	5863	6172	6158
短期借款	825	649	1397	649	649
应付票据及应付账款	2442	3346	3147	4179	4089
其他流动负债	1015	1503	1319	1344	1420
<b>非流动负债</b>	501	898	746	596	444
长期借款	250	701	549	399	247
其他非流动负债	251	197	197	197	197
<b>负债合计</b>	4784	6397	6609	6768	6603
少数股东权益	-104	-31	-42	-51	-64
股本	1057	1057	1057	1057	1057
资本公积	3043	3042	3042	3042	3042
留存收益	-481	263	1191	2322	3671
<b>归属母公司股东权益</b>	3648	4417	5356	6497	7857
<b>负债和股东权益</b>	8328	10783	11923	13213	14397

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	1268	812	209	2038	670
净利润	831	732	928	1132	1348
折旧摊销	189	192	178	201	218
财务费用	97	33	30	40	50
投资损失	13	-28	-20	-20	-20
营运资金变动	-145	-163	-936	655	-957
其他经营现金流	283	46	30	30	30
<b>投资活动现金流</b>	-337	-16	-164	-205	-216
资本支出	196	430	145	172	190
长期投资	0	21	-39	-53	-46
其他投资现金流	-141	393	20	20	20
<b>筹资活动现金流</b>	-373	411	-430	-190	-201
短期借款	-913	-176	747	-747	0
长期借款	-251	450	-152	-150	-151
普通股增加	139	0	0	0	0
资本公积增加	927	-2	0	0	0
其他筹资现金流	-276	138	-1026	707	-50
<b>现金净增加额</b>	584	1212	-385	1643	253

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	10209	11382	12755	14476	16406
营业成本	8488	9198	10317	11640	13138
营业税金及附加	52	59	63	71	83
营业费用	279	354	395	449	509
管理费用	288	340	391	430	473
研发费用	389	434	477	525	577
财务费用	97	33	30	40	50
资产减值损失	-12	-34	20	20	20
其他收益	69	106	120	120	120
公允价值变动收益	4	2	0	0	0
投资净收益	-13	28	20	20	20
资产处置收益	-1	-3	0	0	0
<b>营业利润</b>	554	969	1171	1411	1666
营业外收入	432	4	5	5	5
营业外支出	61	117	85	85	85
<b>利润总额</b>	925	856	1091	1331	1586
所得税	94	124	164	200	238
<b>净利润</b>	831	732	928	1132	1348
少数股东损益	-3	-6	-11	-9	-12
<b>归属母公司净利润</b>	834	738	939	1140	1361
EBITDA	1132	1043	1243	1484	1723
EPS(元)	0.78	0.69	0.88	1.07	1.28

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	3.8	11.5	12.1	13.5	13.3
营业利润(%)	10.7	75.0	20.8	20.5	18.1
归属于母公司净利润(%)	105.7	-11.5	27.2	21.5	19.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	16.9	19.2	19.1	19.6	19.9
净利率(%)	8.2	6.5	7.4	7.9	8.3
ROE(%)	23.4	16.7	17.5	17.6	17.3
ROIC(%)	17.4	11.7	12.1	14.1	14.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	57.4	59.3	55.4	51.2	45.9
净负债比率(%)	-11.2	-27.1	-22.7	-46.5	-43.7
流动比率	1.5	1.6	1.7	1.8	2.0
速动比率	1.2	1.3	1.4	1.5	1.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	1.2	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	7.8	6.5	6.5	6.5	6.5
应付账款周转率	4.4	4.6	4.6	4.6	4.6
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.78	0.69	0.88	1.07	1.28
每股经营现金流(最新摊薄)	1.19	0.76	0.20	1.91	0.63
每股净资产(最新摊薄)	3.42	4.15	5.03	6.10	7.37
<b>估值比率</b>					
P/E	14.1	15.9	12.5	10.3	8.6
P/B	3.2	2.7	2.2	1.8	1.5
EV/EBITDA	9.8	10.0	8.4	5.8	4.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn