

盾安环境 (002011.SZ)

买入 (首次评级)

制冷零部件龙头，拓展汽零第二曲线

当前价格: 11.14元

投资要点:

➤ 公司深耕制冷领域，积极开拓汽车热管理零部件业务

公司制冷零部件制造业务包括家用与商用空调、热泵、冷冻冷藏、新能源汽车热管理等领域的制冷阀件、换热器和压力容器等；装备制造业务包括商用空调及核电、净化、通信、轨道交通等领域特种空调以及冷链设备等。公司是制冷元器件行业的全球龙头企业，亦是国内外多家知名空调厂商的战略合作伙伴，主要产品产销量均位居世界前列。同时，公司基于制冷零部件领域的技术积累向新能源车热管理领域拓展，为新能源车提供热管理阀件等产品，打造第二增长曲线。

➤ 以旧换新政策推动之下，制冷零部件需求景气度或有望上行

据产业在线数据。2024Q1 空调行业内外销均保持景气增长，其中 Q1 内销量同比增长 17%，外销量同比增长 22%。2024 年 3 月 7 日，国务院关于印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知，支持家电销售企业联合生产企业、回收企业开展以旧换新促销活动，开设线上线下家电以旧换新专区，对以旧家电换购节能家电的消费者给予优惠。鼓励有条件的地方对消费者购买绿色智能家电给予补贴。加快实施家电售后服务提升行动。我们认为，目前我国存在大量超期服役家电，尤其以空冰洗等大家电为代表，以旧换新补贴政策的出台或有助于拉动以旧换新需求的快速兑现，零售端保持活跃也将拉动出货端的景气度延续，并进而传导至对上游零部件的需求，尤其以电子膨胀阀、四通阀、截止阀等为代表的制冷零部件。此外，空调外销的回暖或可验证海外家电去库存进入尾声，补库存周期开启后同样可拉动零部件需求。

➤ 近年来新能源汽车渗透率迅速提升，热管理零部件进入成长期

近年来新能源汽车渗透率迅速提升，热管理零部件进入成长期。根据观研天下测算，2021 年中国汽车行业热管理市场的规模为 687 亿元，预计 2025 年将增长至 1494 亿元，而这也将拉动以电子膨胀阀、大口径阀为代表的零部件需求。盾安在汽车热管理零部件领域具有技术优势，并以建立广泛的车企客户资源，有望打造成为第二曲线。

➤ 盈利预测与投资建议

1) 预计公司 24-26 年归母净利润 9.54/11.51/13.29 亿元，分别同比 +29%/21%/15%。我们采用可比公司估值法，根据 iFinD 一致盈利预测，2024-2025 年可比公司 PE 均值分别为 18.3/15.2 倍，高于公司的 12.4/10.3 倍。考虑到公司制冷零部件业务有望受益以旧换新政策，汽车热管理业务即将进入放量阶段，首次覆盖，给予“买入”评级。

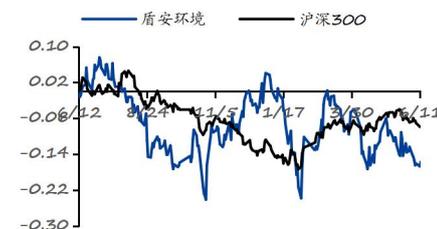
➤ 风险提示

行业需求不及预期，原材料价格大幅上涨，竞争格局恶化，外贸政策风险等。

基本数据

| | |
|---------------|-----------------|
| 总股本/流通股(百万股) | 1,065.44/916.31 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 10,207.72 |
| 每股净资产(元) | 4.32 |
| 资产负债率(%) | 57.47 |
| 一年内最高/最低价(元) | 14.46/9.58 |

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 谢丽媛(S0210524040004)

xly30495@hfzq.com.cn

分析师: 纪向阳(S0210524050002)

jxy30534@hfzq.com.cn

相关报告

| 财务数据和估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 10,209 | 11,382 | 12,818 | 14,499 | 16,092 |
| 增长率 | 4% | 11% | 13% | 13% | 11% |
| 净利润(百万元) | 834 | 738 | 954 | 1,151 | 1,329 |
| 增长率 | 106% | -12% | 29% | 21% | 15% |
| EPS(元/股) | 0.78 | 0.69 | 0.90 | 1.08 | 1.25 |
| 市盈率(P/E) | 14.2 | 16.1 | 12.4 | 10.3 | 8.9 |
| 市净率(P/B) | 3.3 | 2.7 | 2.2 | 1.8 | 1.5 |

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



正文目录

| | |
|--------------------------------|---|
| 1 盾安环境：深耕制冷领域，开拓汽零第二增长曲线..... | 3 |
| 1.1 深耕制冷领域，积极开拓汽车热管理业务..... | 3 |
| 1.2 股权结构清晰，格力电器为公司最大股东..... | 5 |
| 1.3 营收与利润进入上行通道，毛利率保持稳定..... | 5 |
| 2 制冷业务稳定增长，热管理业务空间巨大..... | 6 |
| 2.1 空调市场稳健增长，以旧换新触发新机遇..... | 6 |
| 2.2 新能源汽车放量增长，热管理业务增长空间可观..... | 7 |
| 3 盈利预测与投资建议..... | 7 |
| 3.1 盈利预测..... | 7 |
| 3.2 投资建议..... | 9 |
| 4 风险提示..... | 9 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1: 公司发展历史..... | 3 |
| 图表 2: 公司主要业务板块..... | 4 |
| 图表 3: 公司主要业务营收占比..... | 4 |
| 图表 4: 公司股权结构图（截至 2024 年一季报）..... | 5 |
| 图表 5: 2021 年以来公司营收保持稳定增长..... | 5 |
| 图表 6: 2021 年以来公司净利润开始走上正轨..... | 5 |
| 图表 7: 2018-2024Q1 年公司毛利率稳定..... | 6 |
| 图表 8: 2018-2023 年公司降费效果明显..... | 6 |
| 图表 9: 2024Q1 空调内销量保持较快增长..... | 6 |
| 图表 10: 2024Q1 空调外销量保持较快增长..... | 6 |
| 图表 11: 2020-2025 年我国汽车热管理行业市场规模情况..... | 7 |
| 图表 12: 公司收入拆分及预测..... | 8 |
| 图表 13: 公司费用率预测..... | 8 |
| 图表 14: 可比公司估值表..... | 9 |
| 图表 15: 财务预测摘要..... | 10 |



1 盾安环境：深耕制冷领域，开拓汽零第二增长曲线

1.1 深耕制冷领域，积极开拓汽车热管理业务

公司深耕制冷领域，积极开拓汽车热管理零部件业务。其中，制冷零部件制造业务包括家用与商用空调、热泵、冷冻冷藏、新能源汽车热管理等领域的制冷阀件、换热器和压力容器等；装备制造业务包括商用空调及核电、净化、通信、轨道交通等领域特种空调以及冷链设备等。公司是制冷元器件行业的全球龙头企业，亦是国内外多家知名空调厂商的战略合作伙伴，主要产品产销量均位居世界前列。同时，公司基于制冷零部件领域的技术积累，积极向新能源车热管理领域拓展，为新能源车提供热管理阀件等产品，打造第二增长曲线。

- **发展初期（1987-1998）**：1987年，盾安环境的前身诸暨店口振兴弹簧厂成立；1992年，公司进入空调零部件制造行业，同年第一批截止阀试制成功；1995年，公司进入换热器领域，专业研发换热器产品；1998年，公司进入制冷设备领域，同年盾安中央空调第一台机组下线。
- **业务扩张阶段（1998-2016）**：2001年，国内首家由民营企业投资、与国内一流科研院所合作组建的中央空调研究院成立；2008年，公司进入特种空调领域，攻占制冷行业战略制高点；2012年，公司荣获“全国质量奖”；2016年，公司正式进军新能源汽车热管理领域。
- **聚焦主业（2017至今）**：2017年，公司正式启动研发管理体系（IPD）变革项目；2018年，公司启动划小核算单元项目，迈入精细化管理新时代；2019年，公司进一步聚焦制冷主业，启动矩阵式组织变革。

图表 1：公司发展历史

| 时期 | 发展阶段 | 年份 | 事件 |
|-----------|--------|-------|-------------------------------------|
| 1987-1998 | 发展初期 | 1987年 | 盾安环境的前身：诸暨店口振兴弹簧厂成立 |
| | | 1992年 | 进入空调零部件制造行业，同年第一批截止阀试制成功 |
| | | 1995年 | 进入换热器领域，专业研发换热器产品 |
| | | 1998年 | 进入制冷设备领域，同年盾安中央空调第一台机组下线 |
| 1998-2016 | 业务扩张阶段 | 2001年 | 国内首家由民营企业投资、与国内一流科研院所合作组建的中央空调研究院成立 |
| | | 2008年 | 进入特种空调领域，攻占制冷行业战略制高点 |
| | | 2012年 | 荣获“全国质量奖” |
| | | 2016年 | 进入新能源汽车热管理领域 |
| 2017至今 | 聚焦主业 | 2017年 | 启动研发管理体系（IPD）变革项目 |
| | | 2018年 | 启动划小核算单元项目，迈入精细化管理新时代 |
| | | 2019年 | 进一步聚焦制冷主业，启动矩阵式组织变革 |

资料来源：公司公告，华福证券研究所

公司主要业务板块覆盖制冷配件、制冷空调设备、汽车热管理。

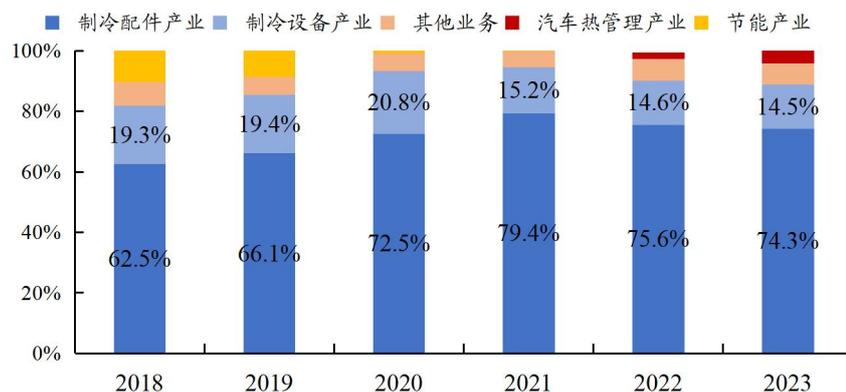
- **制冷配件：** 制冷配件业务主要产品包括电子膨胀阀、四通阀、截止阀、电磁阀、小型压力容器、换热器、集成管路组件等产品，广泛应用于家用空调、商用空调等领域，2023 年贡献公司 74.3%的营收。
- **制冷空调设备：** 制冷空调设备业务主要产品包括冷水机组、空气源热泵、空调末端等商用空调设备，以及核电、轨道交通、通讯、冷链等领域的特种制冷空调设备，主要应用于商业楼宇、工业生产、精密制造、集中供暖、医院医疗、制药、核电、轨道交通、数据中心、冷链等行业领域，2023 年贡献公司 14.5%的营收。
- **汽车热管理：** 公司近几年持续大力拓展新能源汽车相关的热管理业务，主要产品包括电子膨胀阀、热力膨胀阀、电子水泵等，凭借领先的技术和优质的服务，公司产品得到了市场的充分认可，占公司业务营收比例逐渐上升，2023 年占比达到 4.15%。

图表 2：公司主要业务板块



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 3：公司主要业务营收占比



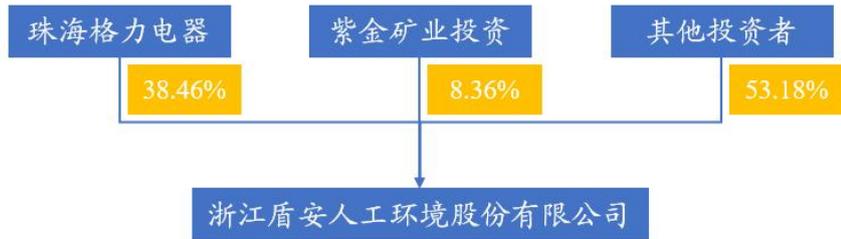
数据来源：iFinD，华福证券研究所



1.2 股权结构清晰，格力电器为公司最大股东

公司股权结构清晰稳定，格力电器为最大股东。公司的控股股东为格力电器，持股比例达到 38.46%，由于格力电器为国内空调龙头，因此格力入主盾安之后，双方将有望形成更加密切的产业链合作，助力盾安稳健成长。

图表 4: 公司股权结构图（截至 2024 年一季报）

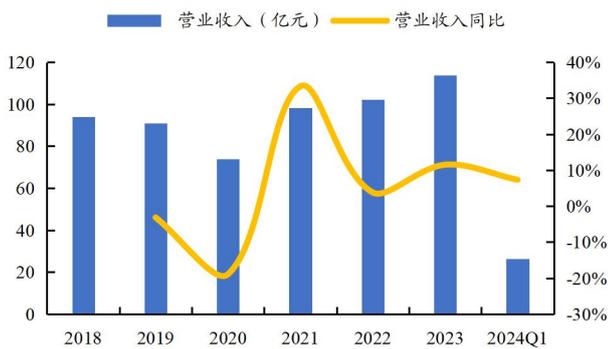


数据来源: iFinD, 华福证券研究所

1.3 营收与利润进入上行通道，毛利率保持稳定

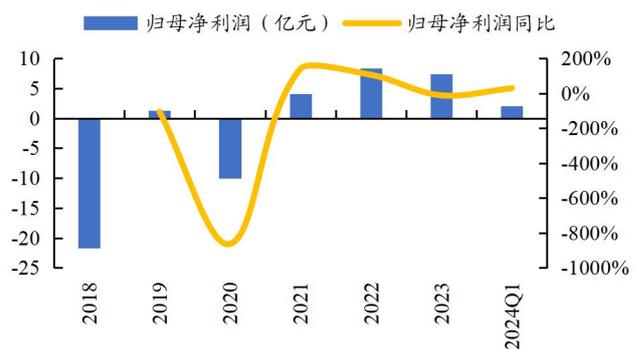
自格力入主以来，公司营收与利润逐步回到正轨。2021 年之前，由于新业务拓展不及预期，导致公司产生较大亏损，随 2021 年格力电器入主盾安，公司也对业务架构进行重新梳理，开始聚焦主业，自此收入与利润开始回归正轨。2023 年，公司实现营业收入 113.82 亿元，同比增长 11.50%；实现归母净利润 7.38 亿元，同比减少 11.51%，但扣非后归母净利润 8.21 亿元，同比增长 78.08%。

图表 5: 2021 年以来公司营收保持稳定增长



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

图表 6: 2021 年以来公司净利润开始走上正轨

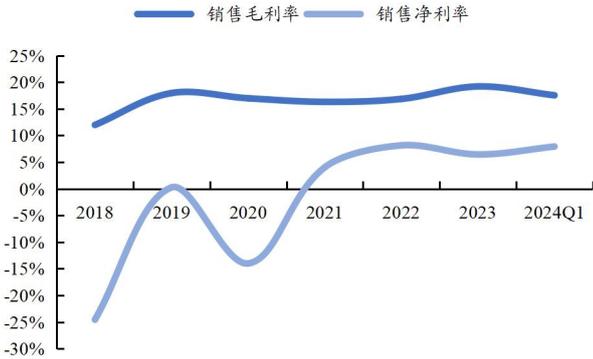


数据来源: iFinD, 华福证券研究所

毛利率水平保持稳定，控费效果明显。2018-2024Q1，公司的销售毛利率稳定在 15%-20% 左右；销售净利率自 21 年起稳健提升，2024Q1 达到 7.92%。公司的销售费用率、管理费用率、财务费用率均在 2018-2023 年间逐步收紧，控费效果显著。

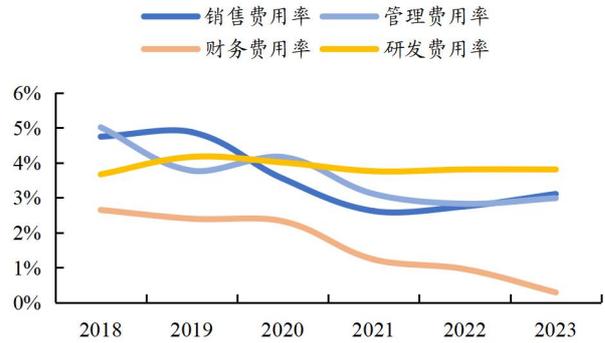


图表 7: 2018-2024Q1 年公司毛利率稳定



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

图表 8: 2018-2023 年公司降费效果明显



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

2 制冷业务稳定增长，热管理业务空间巨大

2.1 空调市场稳健增长，以旧换新触发新机遇

以旧换新政策推动之下，制冷零部件需求景气度或有望上行。据产业在线数据。2024Q1 空调行业内外销均保持景气增长，其中 Q1 内销量同比增长 17%，外销量同比增长 22%。2024 年 3 月 7 日，国务院关于印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知，支持家电销售企业联合生产企业、回收企业开展以旧换新促销活动，开设线上线下家电以旧换新专区，对以旧家电换购节能家电的消费者给予优惠。鼓励有条件的地方对消费者购买绿色智能家电给予补贴。加快实施家电售后服务提升行动。我们认为，目前我国存在大量超期服役家电，尤其以空冰洗等大家电为代表，以旧换新补贴政策的出台或有助于拉动以旧换新需求的快速兑现，零售端保持活跃也将拉动出货端的景气度延续，并进而传导至对上游零部件的需求，尤其以电子膨胀阀、四通阀、截止阀等为代表的制冷零部件。此外，空调外销的回暖或可验证海外家电去库存进入尾声，补库存周期开启后同样可拉动零部件需求。

图表 9: 2024Q1 空调内销量保持较快增长



数据来源: 产业在线, 华福证券研究所

图表 10: 2024Q1 空调外销量保持较快增长



数据来源: 产业在线, 华福证券研究所



2.2 新能源汽车放量增长，热管理业务增长空间可观

近年来新能源汽车渗透率迅速提升，热管理零部件进入成长期。根据观研天下测算，2021年中国汽车行业热管理市场的规模为687亿元，预计2025年将增长至1494亿元，而这也将拉动以电子膨胀阀、大口径阀为代表的零部件需求。

图表 11: 2020-2025 年我国汽车热管理行业市场规模情况



数据来源：观研天下，华福证券研究所

盾安在汽车热管理零部件领域具有技术优势，并已收获广泛的车企客户资源。公司在制冷与热管理方面已经具有强大的技术基础，通过对于新能源热管理技术的延伸，可以在技术与产品性能方面领跑市场。客户资源方面，公司已成为比亚迪、吉利、理想、蔚来、小鹏、广汽、上汽通用五菱、奇瑞、红旗、一汽、上汽、长安、长城、零跑、哪吒等主机厂的可靠供方，并且是银轮、拓普、法雷奥、空调国际、南方英特、腾龙、邦迪、盛世达等空调系统商和管路商的有力合作伙伴，同时与宁德时代、微宏动力、国轩高科等电池企业及一汽解放、吉利商用车、中通、中车等商用车企在商用车电池热管理方面建立了良好的合作关系。良好的客户资源给予公司充足订单，公司有望在热管理方面实现新的业绩增长。

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

1) 制冷配件产业：2024 年以来空调行业持续高景气，预计将对零部件需求有所拉动，预计 24-26 年收入分别同比+10%/7%/5%；毛利率方面，随公司产品结构优化有望实现稳中有升，预计 24-26 年分别为 19.4%/19.5%/19.6%。

2) 制冷设备产业：公司制冷设备涉及领域较多，部分细分领域增长有望拉动总体需求保持稳定增长，预计 24-26 年收入分别同比+10%/10%/10%；毛利率随产品结

构优化预计稳步提升，24-26年分别为25.5%/25.8%/26.0%。

3) 汽车热管理产业: 受益于新能源车放量以及公司持续开拓新客户, 预计24-26年分别同比+90%/90%/50%; 毛利率预计受益于规模效应和产品结构优化而稳步提升, 预计24-26年分别达到23%/23.5%/24%。

综上, 我们预计24-26年公司分别实现营业总收入128.2/145.0/160.9亿元, 分别同比+13%/13%/11%。

图表 12: 公司收入拆分及预测

| 单位: 亿元 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 制冷配件产业 | 78.1 | 77.2 | 84.6 | 93.0 | 99.5 | 104.5 |
| YoY | 46% | -1% | 10% | 10% | 7% | 5% |
| 营业成本 | 65.7 | 64.0 | 68.1 | 75.0 | 80.1 | 84.0 |
| 毛利率 | 15.9% | 17.0% | 19.4% | 19.4% | 19.5% | 19.6% |
| 制冷设备产业 | 14.9 | 14.9 | 16.5 | 18.1 | 19.9 | 21.9 |
| YoY | -3% | 0% | 11% | 10% | 10% | 10% |
| 营业成本 | 11.4 | 11.3 | 12.4 | 13.5 | 14.8 | 16.2 |
| 毛利率 | 23.8% | 24.1% | 24.7% | 25.5% | 25.8% | 26.0% |
| 汽车热管理产业 | | 2.0 | 4.7 | 9.0 | 17.1 | 25.6 |
| YoY | | | 137% | 90% | 90% | 50% |
| 营业成本 | | 1.6 | 3.7 | 6.9 | 13.1 | 19.5 |
| 毛利率 | | 17.6% | 22.4% | 23.0% | 23.5% | 24.0% |
| 节能产业 | 0.2 | 0.0 | | | | |
| YoY | -72% | -100% | | | | |
| 营业成本 | 0.1 | 0.0 | | | | |
| 毛利率 | 37.2% | 0.0% | | | | |
| 其它业务 | 5.2 | 7.4 | 8.1 | 8.1 | 8.5 | 8.9 |
| YoY | 20% | 43% | 9% | 0% | 5% | 5% |
| 营业成本 | 5.1 | 7.2 | 7.8 | 7.8 | 8.2 | 8.6 |
| 毛利率 | 0.8% | 2.7% | 3.5% | 3.5% | 3.5% | 3.5% |
| 营业总收入 | 98.4 | 101.4 | 113.8 | 128.2 | 145.0 | 160.9 |
| YoY | 33% | 3% | 12% | 13% | 13% | 11% |
| 营业成本 | 82.3 | 84.2 | 92.0 | 103.2 | 116.1 | 128.3 |
| 毛利率 | 16.3% | 17.0% | 19.2% | 19.5% | 19.9% | 20.3% |

数据来源: iFinD, 华福证券研究所

期间费用率预测:

1) 销售费用率: 公司持续发力汽零业务, 不断开拓新客户, 预计销售费用率预计有所提升, 预计24-26年保持在3.3%左右水平。2) 管理费用率: 随公司拓展第二曲线, 管理费用率预计有所提升, 预计24-26年维持在3.2%左右水平。3) 研发费用率: 预计公司研发费用率保持稳定, 24-26年或维持在3.8%左右水平。4) 财务费用率: 随公司资金效率提升, 财务费用率将有所降低, 预计24-26年分别为0.3%/0.1%/0.1%。基于上述预测, 我们预计公司24-26年归母净利润9.54/11.51/13.29亿元, 分别同比+29%/21%/15%。

图表 13: 公司费用率预测

| 期间费用率 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 销售费用率 | 2.6% | 2.7% | 3.1% | 3.3% | 3.3% | 3.3% |
| 管理费用率 | 3.1% | 2.8% | 3.0% | 3.2% | 3.2% | 3.2% |
| 研发费用率 | 0.0% | 3.8% | 3.8% | 3.8% | 3.8% | 3.8% |
| 财务费用率 | 1.2% | 1.0% | 0.3% | 0.3% | 0.1% | 0.1% |

数据来源: iFinD, 华福证券研究所



3.2 投资建议

我们采取可比公司估值法，可比公司主要包括：1）三花智控，公司主业为制冷零部件+汽车热管理零部件，与公司业务高度相似；2）莱克电气，公司主营家电代工+核心零部件，其中核心零部件涉及汽零，与盾安环境相比具有较高相似度；3）德昌股份，公司主营家电代工+汽车 EPS 电机，与公司业务结构存在一定相似性。

根据 iFinD 一致盈利预测，2024-2025 年可比公司 PE 均值分别为 18.3/15.2 倍，高于公司的 12.4/10.3 倍。考虑到公司制冷零部件业务有望受益以旧换新政策，汽车热管理业务即将进入放量阶段，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 14: 可比公司估值表

| 股票代码 | 公司简称 | 市值 (亿元) | 归母净利润 | | | PE | | |
|-----------|------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2023A | 2024E | 2025E | 2023A | 2024E | 2025E |
| 002050.SZ | 三花智控 | 888.4 | 29.2 | 35.7 | 42.6 | 30.4 | 24.9 | 20.9 |
| 603355.SH | 莱克电气 | 147.5 | 11.2 | 12.3 | 14.0 | 13.2 | 12.0 | 10.5 |
| 605555.SH | 德昌股份 | 74.0 | 3.2 | 4.1 | 5.2 | 23.0 | 18.0 | 14.2 |
| 平均 | | | | | | 22.2 | 18.3 | 15.2 |
| 002011.SZ | 盾安环境 | 118.7 | 7.4 | 9.5 | 11.5 | 16.1 | 12.4 | 10.3 |

数据来源：iFinD，华福证券研究所（收盘日为 2024.06.12）

4 风险提示

1) 需求不及预期。若空调和新能源汽车需求不及预期，也将对制冷零部件的需求造成不利影响。

2) 原材料价格大幅上涨。若大宗原材料价格大幅上涨，将对公司盈利能力造成不利影响。

3) 竞争格局恶化。目前家电和新能源汽车行业竞争均较为激烈，若下游客户对价格敏感度较高，也将对公司盈利能力造成不利影响。

4) 外贸政策风险。公司收入中部分来自海外市场，若贸易政策发生不利变化，或对公司造成不利影响。



图表 15: 财务预测摘要

资产负债表

| 单位:百万元 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 3,003 | 3,354 | 4,360 | 5,383 |
| 应收票据及账款 | 2,020 | 2,265 | 2,562 | 2,843 |
| 预付账款 | 51 | 72 | 81 | 90 |
| 存货 | 1,279 | 1,394 | 1,569 | 1,733 |
| 合同资产 | 289 | 320 | 362 | 402 |
| 其他流动资产 | 2,431 | 2,735 | 3,091 | 3,429 |
| 流动资产合计 | 8,784 | 9,820 | 11,664 | 13,479 |
| 长期股权投资 | 309 | 310 | 310 | 310 |
| 固定资产 | 1,021 | 1,013 | 1,006 | 1,001 |
| 在建工程 | 78 | 68 | 58 | 48 |
| 无形资产 | 175 | 159 | 143 | 131 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 416 | 423 | 436 | 449 |
| 非流动资产合计 | 1,999 | 1,973 | 1,954 | 1,939 |
| 资产合计 | 10,783 | 11,792 | 13,618 | 15,417 |
| 短期借款 | 649 | 235 | 321 | 242 |
| 应付票据及账款 | 3,346 | 3,745 | 4,216 | 4,657 |
| 预收款项 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 126 | 128 | 145 | 161 |
| 其他应付款 | 312 | 300 | 320 | 330 |
| 其他流动负债 | 1,065 | 1,148 | 1,233 | 1,322 |
| 流动负债合计 | 5,499 | 5,556 | 6,236 | 6,712 |
| 长期借款 | 701 | 701 | 701 | 701 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 197 | 247 | 247 | 249 |
| 非流动负债合计 | 898 | 947 | 948 | 950 |
| 负债合计 | 6,397 | 6,503 | 7,184 | 7,661 |
| 归属母公司所有者权益 | 4,417 | 5,325 | 6,476 | 7,804 |
| 少数股东权益 | -31 | -36 | -42 | -48 |
| 所有者权益合计 | 4,386 | 5,289 | 6,434 | 7,756 |
| 负债和股东权益 | 10,783 | 11,792 | 13,618 | 15,417 |

现金流量表

| 单位:百万元 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|------------|-------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流 | 812 | 879 | 1,068 | 1,245 |
| 现金收益 | 957 | 1,185 | 1,352 | 1,526 |
| 存货影响 | -17 | -115 | -175 | -164 |
| 经营性应收影响 | -506 | -246 | -286 | -270 |
| 经营性应付影响 | 915 | 387 | 491 | 451 |
| 其他影响 | -538 | -331 | -313 | -298 |
| 投资活动现金流 | -16 | -136 | -142 | -144 |
| 资本支出 | -311 | -166 | -165 | -168 |
| 股权投资 | -26 | -1 | 0 | 0 |
| 其他长期资产变化 | 321 | 31 | 23 | 24 |
| 融资活动现金流 | 411 | -392 | 79 | -77 |
| 借款增加 | 592 | -415 | 88 | -70 |
| 股利及利息支付 | -54 | -60 | -53 | -53 |
| 股东融资 | 0 | 9 | 0 | 0 |
| 其他影响 | -127 | 74 | 44 | 46 |

利润表

| 单位:百万元 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 11,382 | 12,818 | 14,499 | 16,092 |
| 营业成本 | 9,198 | 10,317 | 11,614 | 12,828 |
| 税金及附加 | 59 | 64 | 72 | 80 |
| 销售费用 | 354 | 423 | 478 | 531 |
| 管理费用 | 340 | 410 | 464 | 515 |
| 研发费用 | 434 | 487 | 551 | 611 |
| 财务费用 | 33 | 35 | 9 | 9 |
| 信用减值损失 | -95 | -90 | -90 | -90 |
| 资产减值损失 | -34 | -20 | -20 | -20 |
| 公允价值变动收益 | 2 | 5 | 5 | 5 |
| 投资收益 | 28 | 30 | 30 | 30 |
| 其他收益 | 106 | 100 | 100 | 100 |
| 营业利润 | 969 | 1,107 | 1,335 | 1,542 |
| 营业外收入 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 营业外支出 | 117 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 856 | 1,111 | 1,339 | 1,546 |
| 所得税 | 124 | 161 | 194 | 224 |
| 净利润 | 732 | 950 | 1,145 | 1,322 |
| 少数股东损益 | -6 | -5 | -6 | -7 |
| 归属母公司净利润 | 738 | 954 | 1,151 | 1,329 |
| EPS (按最新股本摊薄) | 0.69 | 0.90 | 1.08 | 1.25 |

主要财务比率

| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | 11.5% | 12.6% | 13.1% | 11.0% |
| EBIT 增长率 | -13.0% | 28.8% | 17.7% | 15.3% |
| 归母公司净利润增长率 | -11.5% | 29.3% | 20.6% | 15.4% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 19.2% | 19.5% | 19.9% | 20.3% |
| 净利率 | 6.4% | 7.4% | 7.9% | 8.2% |
| ROE | 16.8% | 18.0% | 17.9% | 17.1% |
| ROIC | 17.9% | 18.6% | 18.3% | 18.0% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 59.3% | 55.1% | 52.8% | 49.7% |
| 流动比率 | 1.6 | 1.8 | 1.9 | 2.0 |
| 速动比率 | 1.4 | 1.5 | 1.6 | 1.8 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.0 |
| 应收账款周转天数 | 55 | 60 | 60 | 60 |
| 存货周转天数 | 50 | 47 | 46 | 46 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.69 | 0.90 | 1.08 | 1.25 |
| 每股经营现金流 | 0.76 | 0.82 | 1.00 | 1.17 |
| 每股净资产 | 4.15 | 5.00 | 6.08 | 7.32 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 16 | 12 | 10 | 9 |
| P/B | 3 | 2 | 2 | 2 |
| EV/EBITDA | 159 | 128 | 111 | 98 |

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 评级 | 评级说明 |
|------|------|------------------------------------|
| 公司评级 | 买入 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| | 卖出 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下 |
| 行业评级 | 强于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上 |
| | 跟随大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下 |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn