

盾安环境 (002011.SZ)

收入增速放缓，信用减值影响盈利

事件：公司发布 2024 年三季报。2024 年前三季度公司实现营业收入 93 亿元，同比+11%。实现归母净利润 6.5 亿元，同比+20%，实现扣非归母净利润 6.3 亿元，同比+1%。Q3 实现营业收入 30 亿元，同比+4%，实现归母净利润 1.7 亿元，同比-17%，实现扣非归母净利润 1.6 亿元，同比-19%。

□ 2024 年三季度收入增速放缓，汽零预计持续放量。分品类看：1) 冷配业务：预计较 Q2 同比有所降速。Q2 高增速受 Q1 部分订单延迟确认影响，加之 Q3 下游家用空调销量增长放缓，根据产业在线，24Q2/Q3 空调销量分别同比+16%/+6.7%。9 月以来以旧换新政策持续落地，Q4 有望进一步带动上游冷配业务增长。2) 商用空调：预计 Q3 维持低增长。根据产业在线，中央空调 7-8 月总销额分别同比+3%/+1%。3) 汽车热管理：预计将持续放量，带动汽车热管理业务收入增长。7 月 1 日公司完成对上海大创的收购并纳入并表范围，进一步补齐热管理业务，助力汽零业务快速增长。

□ 信用减值损失影响盈利，剔除后业绩改善。Q3 毛利率 18.6%，同比-0.8pct，主要受空调行业供应链价格竞标机制影响；Q4 空调行业竞争有望趋缓，叠加高毛利的设备业务迎来旺季，毛利率将有所改善。Q3 归母净利率 5.8%，同比-1.5pct，主要是因单项计提浙江盾安节能科技有限公司出售节能业务项下子公司股权形成的转让价款和子公司出表前往来款的坏帐准备，导致归母净利润减少 0.6 亿元。扣除此影响后归母净利率 7.9%，同比+0.5pct，盈利能力提升。

□ 费用管控情况较好。公司 24Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.48/-0.46/+0.92/+0.01pct，期间费用率-0.02pct，费用波动较小，整体管控较好。

□ 投资建议：我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 9.2/11/13.3 亿，分别同比+24%/+20%/+20%，对应估值 13/11/9 倍，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：汇率与海运费大幅波动，原材料价格上涨，制冷需求不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	10144	11382	12758	14291	16173
同比增长	3%	12%	12%	12%	13%
营业利润(百万元)	561	969	1180	1392	1655
同比增长	12%	73%	22%	18%	19%
归母净利润(百万元)	839	738	919	1100	1326
同比增长	107%	-12%	24%	20%	20%
每股收益(元)	0.79	0.69	0.86	1.03	1.24
PE	14.1	16.1	12.9	10.8	8.9
PB	3.2	2.7	2.2	1.9	1.7

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

消费品/家电

目标估值：NA

当前股价：11.12 元

基础数据

总股本(百万股)	1065
已上市流通股(百万股)	916
总市值(十亿元)	11.8
流通市值(十亿元)	10.2
每股净资产(MRQ)	4.8
ROE(TTM)	16.5
资产负债率	55.9%
主要股东	珠海格力电器股份有限公司
主要股东持股比例	38.46%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	-5	1
相对表现	5	-13	-7



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《盾安环境 (002011) —汽零放量，盈利表现亮眼》2024-09-02
- 2、《盾安环境 (002011) —汽零放量，盈利能力显著提升》2024-05-01
- 3、《盾安环境 (002011) —股权激励计划草案发布，高目标强信心》2023-12-27

史晋星 S1090522010003

✉ shijinxing@cmschina.com.cn

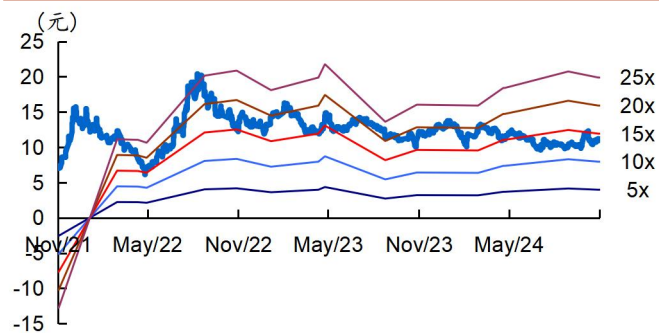
闫哲坤 S1090523070001

✉ yanzhekun@cmschina.com.cn

彭子豪 S1090522120001

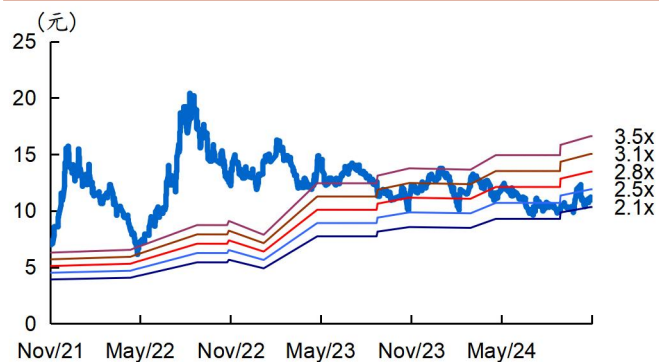
✉ pengzihao@cmschina.com.cn

图 4：盾安环境历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 5：盾安环境历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	6355	8784	9574	10746	12202
现金	1568	3003	3104	3513	4031
交易性投资	21	24	24	24	24
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1445	2020	2264	2536	2870
其它应收款	650	279	313	350	396
存货	1205	1279	1427	1588	1785
其他	1465	2180	2443	2736	3096
非流动资产	1799	1999	2062	2112	2152
长期股权投资	283	309	309	309	309
固定资产	915	1021	1106	1175	1232
无形资产商誉	182	175	157	142	128
其他	419	495	490	487	484
资产总计	8154	10783	11636	12859	14354
流动负债	4154	5499	5432	5838	6348
短期借款	825	649	550	500	450
应付账款	2317	3346	3735	4155	4671
预收账款	85	126	141	157	176
其他	926	1377	1007	1027	1051
长期负债	458	898	898	898	898
长期借款	250	701	701	701	701
其他	208	197	197	197	197
负债合计	4612	6397	6330	6736	7246
股本	1057	1057	1065	1065	1065
资本公积金	3013	3042	3042	3042	3042
留存收益	(424)	319	1238	2063	3058
少数股东权益	(104)	(31)	(38)	(46)	(56)
归属于母公司所有者权益	3646	4417	5344	6169	7164
负债及权益合计	8154	10783	11636	12859	14354

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1270	812	758	918	1086
净利润	836	732	912	1092	1316
折旧摊销	188	192	210	223	234
财务费用	128	62	40	45	50
投资收益	13	(28)	(137)	(137)	(137)
营运资金变动	105	(149)	(271)	(311)	(382)
其它	0	2	5	5	5
投资活动现金流	(337)	(16)	(138)	(138)	(138)
资本支出	(195)	(430)	(274)	(274)	(274)
其他投资	(141)	414	137	137	137
筹资活动现金流	(373)	411	(520)	(371)	(430)
借款变动	(1234)	459	(488)	(50)	(50)
普通股增加	139	0	8	0	0
资本公积增加	897	28	0	0	0
股利分配	0	0	0	(276)	(330)
其他	(176)	(76)	(40)	(45)	(50)
现金净增加额	561	1206	101	409	518

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	10144	11382	12758	14291	16173
营业成本	8419	9198	10265	11421	12840
营业税金及附加	51	59	66	74	84
营业费用	279	354	395	443	501
管理费用	287	340	381	427	483
研发费用	389	434	486	545	616
财务费用	98	33	40	45	50
资产减值损失	(119)	(132)	(80)	(80)	(80)
公允价值变动收益	4	2	2	2	2
其他收益	69	106	106	106	106
投资收益	(13)	28	28	28	28
营业利润	561	969	1180	1392	1655
营业外收入	432	4	4	4	4
营业外支出	61	117	117	117	117
利润总额	932	856	1067	1279	1542
所得税	96	124	155	187	226
少数股东损益	(3)	(6)	(7)	(8)	(10)
归属于母公司净利润	839	738	919	1100	1326

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	3%	12%	12%	12%	13%
营业利润	12%	73%	22%	18%	19%
归母净利润	107%	-12%	24%	20%	20%
获利能力					
毛利率	17.0%	19.2%	19.5%	20.1%	20.6%
净利率	8.3%	6.5%	7.2%	7.7%	8.2%
ROE	31.2%	18.3%	18.8%	19.1%	19.9%
ROIC	13.5%	15.8%	16.4%	17.6%	18.6%
偿债能力					
资产负债率	56.6%	59.3%	54.4%	52.4%	50.5%
净负债比率	14.1%	16.1%	10.7%	9.3%	8.0%
流动比率	1.5	1.6	1.8	1.8	1.9
速动比率	1.2	1.4	1.5	1.6	1.6
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.2	1.1	1.2	1.2
存货周转率	6.3	7.4	7.6	7.6	7.6
应收账款周转率	7.8	6.6	6.0	6.0	6.0
应付账款周转率	3.5	3.2	2.9	2.9	2.9
每股资料(元)					
EPS	0.79	0.69	0.86	1.03	1.24
每股经营净现金	1.19	0.76	0.71	0.86	1.02
每股净资产	3.42	4.15	5.02	5.79	6.72
每股股利	0.00	0.00	0.26	0.31	0.37
估值比率					
PE	14.1	16.1	12.9	10.8	8.9
PB	3.2	2.7	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	18.2	12.8	10.5	9.1	7.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。