

2025 年 03 月 30 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

新能源热管理订单高增，政策+战略驱动成长

—盾安环境（002011.SZ）公司动态研究报告

买入（首次）

投资要点

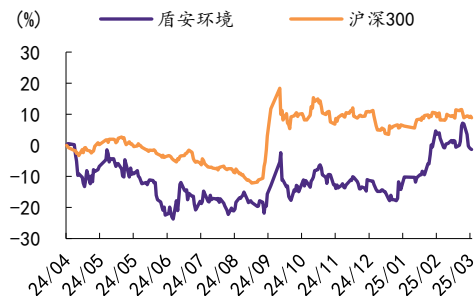
分析师：尤少炜 S1050525030002
yousw@cfsc.com.cn

基本数据

2025-03-28

当前股价（元）	12.37
总市值（亿元）	132
总股本（百万股）	1065
流通股本（百万股）	916
52 周价格范围（元）	9.61-13.5
日均成交额（百万元）	153.45

市场表现



政策红利释放新能源车高景气，营收状况有望向好

根据中国汽车工业协会数据，2024 年 1-11 月，新能源汽车产销分别完成 1134.5 万辆和 1126.2 万辆，同比增长 34.6%、35.6%。行业高景气度驱动下，盾安环境新能源汽车热管理业务于 2024 年 9 月实现单月发货金额首次突破亿元，并在第四季度达到全年营收峰值。新能源汽车热管理业务放量节奏与下游整车产销周期形成强联动，印证公司产品在主流车企供应链中的渗透率提升，当前政策端延续购置税减免及产业扶持导向，有望进一步强化公司热管理业务与新能源汽车产业增长的共振。

收缩与扩张并举，强化核心竞争力

盾安环境近年来持续收缩非核心业务，明确将资源集中于 3+1 业务（制冷配件、制冷设备、换热器、新能源汽车热管理）。节能业务虽曾贡献稳定现金流，但受地方财政压力及工业节能补贴退坡影响，应收帐款数额持续增长，占用资金，增加财务费用。毛利率从 2019 年的 19.37% 下滑至 2020 年的 -55.77%，与制冷配件、制冷设备的毛利率（17.23%、23.97%）差距拉大，拖累总体毛利率水平。盾安环境出售节能业务项下子公司股权，有助于提升公司的整体盈利水平并降低运营风险。2024 年 6 月 30 日盾安环境收购上海大创，并持有其 65.95% 股权。上海大创在汽车 OBD 智能电控产品、新能源车热管理产品等具备成熟技术。收购上海大创丰富了公司的水侧产品矩阵，利于提升单车价值量；OBD 类产品拓宽公司业务领域，带来新的增量；上海大创团队的加入也进一步增强公司研发力量，完善研发体系。

新能源热管理订单突破 130 亿，高市占率与毛利率上行共筑增长动能

截至 2024 年 10 月 26 日，盾安环境汽车热管理业务在手订单规模达 130 亿元，客户覆盖比亚迪、吉利、理想等主流新能源汽车企，其热管理产品在国内新能源车型中的覆盖率已接近 50%。伴随核心客户新车型迭代对热管理系统复杂度与性能要求的提升，公司单车配套价值量持续上行，市场份额扩张动能进一步增强。2024 年上半年，该业务毛利率提升至 21.10%，盈利结构优化趋势明确，凸显公司在规模化交付与

技术升级协同下的竞争优势。

■ 盈利预测

预测公司 2024-2026 年收入分别 12712、14214、15816 亿元，EPS 分别为 0.84、1.00、1.15 元，当前股价对应 PE 分别为 14.8、12.4、10.7 倍。盾安环境在制冷配件、制冷设备领域拥有深厚技术积累，近年来改变业务分布积极发展汽车热管理产业，公司新能源汽车热管理业务将受益于新能源汽车销量增长，实现进一步增长。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济环境变化风险；下游行业景气度不及预期风险、行业竞争加剧、订单获取不及预期、上游原材料成本波动等风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	11,382	12,712	14,214	15,816
增长率（%）	12.2%	11.7%	11.8%	11.3%
归母净利润（百万元）	738	893	1,062	1,230
增长率（%）	-12.0%	21.0%	18.9%	15.9%
摊薄每股收益（元）	0.70	0.84	1.00	1.15
ROE（%）	16.8%	17.3%	17.3%	17.1%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产：				
现金及现金等价物	3,003	3,395	3,800	4,716
应收款	2,299	2,682	2,843	3,163
存货	1,279	1,530	1,735	1,920
其他流动资产	2,204	2,439	2,752	3,076
流动资产合计	8,784	10,045	11,130	12,875
非流动资产：				
金融类资产	23	23	23	23
固定资产	1,021	975	941	890
在建工程	78	87	91	82
无形资产	175	163	151	127
长期股权投资	309	320	333	312
其他非流动资产	416	416	416	416
非流动资产合计	1,999	1,961	1,933	1,828
资产总计	10,783	12,006	13,063	14,703
流动负债：				
短期借款	649	649	649	649
应付账款、票据	3,346	3,728	3,780	4,287
其他流动负债	1,377	1,377	1,377	1,377
流动负债合计	5,499	5,894	5,962	6,487
非流动负债：				
长期借款	701	742	782	822
其他非流动负债	197	197	197	197
非流动负债合计	898	939	979	1,019
负债合计	6,397	6,833	6,941	7,506
所有者权益				
股本	1,057	1,066	1,066	1,066
股东权益	4,386	5,173	6,122	7,197
负债和所有者权益	10,783	12,006	13,063	14,703

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	732	886	1053	1221
少数股东权益	-6	-7	-8	-10
折旧摊销	181	111	106	102
公允价值变动	2	3	5	6
营运资金变动	-98	-474	-612	-305
经营活动现金净流量	812	518	544	1014
投资活动现金净流量	-16	26	16	81
筹资活动现金净流量	-404	-59	-66	-108
现金流量净额	392	485	494	987

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11,382	12,712	14,214	15,816
营业成本	9,198	10,079	11,223	12,422
营业税金及附加	59	76	85	95
销售费用	354	432	497	538
管理费用	340	407	426	506
财务费用	33	18	19	15
研发费用	434	508	569	601
费用合计	1,161	1,366	1,511	1,660
资产减值损失	-34	-123	-122	-129
公允价值变动	2	3	5	6
投资收益	28	26	27	20
营业利润	969	1,160	1,385	1,586
加：营业外收入	4	1	0	1
减：营业外支出	117	111	108	113
利润总额	856	1,050	1,277	1,474
所得税费用	124	164	223	254
净利润	732	886	1,053	1,221
少数股东损益	-6	-7	-8	-10
归母净利润	738	893	1,062	1,230

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	12.2%	11.7%	11.8%	11.3%
归母净利润增长率	-12.0%	21.0%	18.9%	15.9%
盈利能力				
毛利率	19.2%	20.7%	21.0%	21.5%
四项费用/营收	10.2%	10.7%	10.6%	10.5%
净利率	6.4%	7.0%	7.4%	7.7%
ROE	16.8%	17.3%	17.3%	17.1%
偿债能力				
资产负债率	59.3%	56.9%	53.1%	51.0%
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	5.0	4.7	5.0	5.0
存货周转率	7.2	6.6	6.5	6.5
每股数据(元/股)				
EPS	0.70	0.84	1.00	1.15
P/E	17.7	14.8	12.4	10.7
P/S	1.1	1.0	0.9	0.8
P/B	3.0	2.5	2.1	1.8

■ 机械组介绍

尤少炜：金融学硕士，大连理工大学工学学士，4 年金融行业研究经验，研究方向为工程机械、矿山机械方向。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询

价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。