

顺利完成激励目标

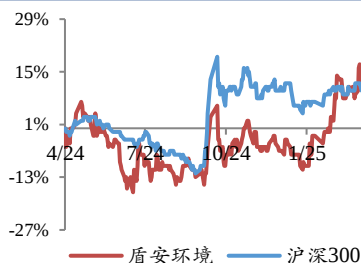
——盾安环境 2024 年点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-18

收盘价（元）	11.43
近 12 个月最高/最低（元）	13.75/9.55
总股本（百万股）	1,065
流通股本（百万股）	916
流通股比例（%）	86.00
总市值（亿元）	122
流通市值（亿元）	105

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

分析师：成浅之

执业证书号：S0010524100003

邮箱：chengqianzhi@hazq.com

相关报告

1. 盾安环境 24Q3：盈利受信用减值损失影响 2024-10-26
2. 盾安环境 24Q2：汽零增长逻辑持续验证 2024-09-02
3. 收入稳健，持续体质增效 2024-04-19

主要观点：

● 公司发布 2024 业绩：

- Q4：收入 33.4 亿（同比+13.8%），归母净利润 4.0 亿（同比+100.2%），扣非归母净利润 3.0 亿（同比+52.2%）；
- 24 年：收入 126.8 亿元（同比+11.4%），归母净利润 10.4 亿元（同比+41.6%），扣非归母净利润 9.3 亿元（同比+13.2%）。
- **Q4 盈利超预期高增，全年顺利完成激励目标。**

● 收入分析：

- 制冷配件：全年收入+14%，我们预计 Q4 收入+13%较 Q3 提速，受益国补拉动，下游空调需求释放。
- 汽车热管理：全年收入+72%，我们预计 Q4 收入+75%较 Q3 提速，并购大创+比亚迪等大客户放量贡献主要弹性。
- 制冷设备：全年收入-9%，我们预计 Q4 收入降幅较 Q3 已有收窄，25 年重点发力储能有望重回增长。

● 利润分析：

- Q4 毛利率同比-0.1pct，四费率同比+0.1pct，毛利率和费投变化不大。Q4 归母/扣非净利率同比+5.1/+2.3pct，单季利润波动主因此前计提审慎。Q4 归母扣非差异主因节能业务股权转让形成的应收款项减值准备转回约 1 亿，此外信用减值损失冲回增厚利润。
- 全年拉平来看，毛利率同比-0.8pct 预计主因原材料和产品结构变化，四费率同比-0.5pct，归母/扣非净利率各+1.8/+0.1pct，盈利总体稳健。

● 投资建议：

➤ 我们的观点：

家电冷配受益国补，电子膨胀阀等高附加值产品占比有望提升；汽零新能源车型覆盖率已近 50%，深度绑定大客户，新车型放量有望持续贡献弹性。

盈利预测：我们预计 2025-2027 年公司收入 145.1/163.2/179.6 亿元（25-26 年前值 137.8/150.6 亿元），同比+14%/+13%/+10%，归母净利润 12.2/14.1/15.8 亿元（25-26 年前值 11.8/13.6 亿元），同比+17%/+15%/+12%；对应 PE10/9/8X，维持“买入”评级。

● 风险提示：

行业景气波动，业务拓展不及预期，原材料成本波动。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	12678	14505	16324	17963
收入同比（%）	11.4%	14.4%	12.5%	10.0%
归属母公司净利润	1045	1224	1406	1580
净利润同比（%）	41.6%	17.1%	14.9%	12.4%
毛利率（%）	18.2%	18.5%	18.7%	18.8%
ROE（%）	19.0%	18.2%	17.3%	16.2%
每股收益（元）	0.99	1.15	1.32	1.48
P/E	10.92	9.95	8.66	7.71
P/B	2.09	1.81	1.49	1.25
EV/EBITDA	6.74	6.51	4.55	3.66

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2025 年 4 月 17 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9690	10906	14098	15735	营业收入	12678	14505	16324	17963
现金	3200	3665	5733	6696	营业成本	10368	11818	13271	14583
应收账款	2333	2048	3254	2914	营业税金及附加	53	63	72	79
其他应收款	93	836	70	458	销售费用	332	377	424	467
预付账款	66	77	79	93	管理费用	387	435	482	530
存货	1660	1813	1897	2237	财务费用	-5	-33	-42	-83
其他流动资产	2337	2467	3065	3339	资产减值损失	-19	0	0	0
非流动资产	2463	2387	2307	2225	公允价值变动收益	-3	0	0	0
长期投资	408	408	408	408	投资净收益	16	15	16	18
固定资产	1132	1056	974	887	营业利润	1182	1416	1628	1830
无形资产	354	369	384	399	营业外收入	12	5	5	5
其他非流动资产	569	553	541	531	营业外支出	26	5	5	5
资产总计	12153	13293	16405	17960	利润总额	1168	1416	1628	1830
流动负债	6199	6112	7824	7806	所得税	128	198	228	256
短期借款	444	444	444	444	净利润	1040	1218	1400	1574
应付账款	2504	2722	3048	3356	少数股东损益	-5	-6	-6	-6
其他流动负债	3251	2946	4332	4006	归属母公司净利润	1045	1224	1406	1580
非流动负债	443	443	443	443	EBITDA	1448	1531	1734	1896
长期借款	306	306	306	306	EPS (元)	0.99	1.15	1.32	1.48
其他非流动负债	137	137	137	137					
负债合计	6642	6555	8267	8248					
少数股东权益	2	-4	-10	-16					
股本	1065	1073	1073	1073					
资本公积	3132	3132	3132	3132					
留存收益	1312	2536	3943	5523					
归属母公司股东权益	5509	6742	8148	9728					
负债和股东权益	12153	13293	16405	17960					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1161	559	2167	1061	成长能力				
净利润	1040	1218	1400	1574	营业收入	11.4%	14.4%	12.5%	10.0%
折旧摊销	270	162	164	167	营业利润	22.0%	19.8%	15.0%	12.4%
财务费用	39	31	31	31	归属于母公司净利润	41.6%	17.1%	14.9%	12.4%
投资损失	-16	-15	-16	-18	获利能力				
营运资金变动	-176	-838	588	-693	毛利率 (%)	18.2%	18.5%	18.7%	18.8%
其他经营现金流	1219	2056	812	2267	净利率 (%)	8.2%	8.4%	8.6%	8.8%
投资活动现金流	-475	-70	-69	-67	ROE (%)	19.0%	18.2%	17.3%	16.2%
资本支出	-381	-80	-80	-80	ROIC (%)	15.1%	14.4%	14.1%	13.3%
长期投资	-95	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	1	10	11	13	资产负债率 (%)	54.6%	49.3%	50.4%	45.9%
筹资活动现金流	-407	-23	-31	-31	净负债比率 (%)	120.5%	97.3%	101.6%	84.9%
短期借款	-205	0	0	0	流动比率	1.56	1.78	1.80	2.02
长期借款	-395	0	0	0	速动比率	1.22	1.39	1.48	1.64
普通股增加	9	8	0	0	营运能力				
资本公积增加	90	0	0	0	总资产周转率	1.11	1.14	1.10	1.05
其他筹资现金流	95	-31	-31	-31	应收账款周转率	5.82	6.62	6.16	5.82
现金净增加额	297	465	2067	963	应付账款周转率	4.55	4.52	4.60	4.55

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	0.99	1.15	1.32	1.48	P/E	10.92	9.95	8.66	7.71
每股经营现金流 (摊薄)	1.09	0.52	2.03	1.00	P/B	2.09	1.81	1.49	1.25
每股净资产	5.17	6.33	7.65	9.13	EV/EBITDA	6.74	6.51	4.55	3.66

资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

分析师：成浅之，美国哥伦比亚大学公共管理硕士，上海财经大学金融学本科，曾任职于德邦证券。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。