

激励目标达成, 业绩超预期

投资要点

- 事件:** 公司发布2024年年报, 2024年公司实现营收126.8亿元, 同比增长11.4%; 实现归母净利润10.4亿元, 同比增长41.6%; 实现扣非净利润9.3亿元, 同比增长13.2%。单季度来看, Q4公司实现营收33.4亿元, 同比增长13.8%; 实现归母净利润4亿元, 同比增长100.2%; 实现扣非后归母净利润3亿, 同比增长52.2%, 其中归母净利润同比大幅增长主要受益于前期计提的其他应收款坏账准备在本期转回约1亿元。
- 制冷配件稳健增长, 汽车热管理蓬勃发展。** 分产品来看, 公司2024年制冷设备产业/制冷配件产业/汽车热管理产业/其他业务分别实现营收15亿元/96.1亿元/8.1亿元/7.6亿元, 分别同比-9.2%/+13.7%/+71.7%/-6%, 制冷配件和汽车热管理产业增长分别得益于国补政策带动空调销量增长以及新能源汽车的蓬勃发展, 其中上海大创并表贡献营收0.5亿元; 分地区来看, 内外销分别实现营收104亿元/22.8亿元, 分别同比增长10.21%/17.1%, 海外市场拓展成果显著。
- 冷配毛利率有所下降, 费用率控制良好。** 2024年公司毛利率同比减少1pp至18.2%, 其中制冷设备产业/制冷配件产业毛利率分别为21.1%/18.6%, 分别同比减少2.7pp/0.8pp, 冷配业务毛利率下降主要系原材料成本压力影响。费用率方面, 2024年公司销售/管理/财务/研发费用率为2.6%/3.1%/0%/4%, 分别同比-0.5pp/+0.1pp/-0.3pp/+0.2pp, 管理费用率提升主要系股权激励费用所致。净利率来看, 2024年公司净利率同比增长1.8pp至8.2%, 排除非经常性损益影响, 公司扣非净利率为7.3%, 较2023年同期的7.2%基本持平。
- 盈利预测与投资建议。** 公司作为全球制冷元器件龙头企业, 冷配业务有望受益于行业景气及结构升级稳健发展, 汽车热管理业务凭借客户拓展和产品线完善进入高速增长通道, 收购上海大创进一步完善产品布局并提升单车价值量。预计公司2025-2027年EPS分别为1.08元、1.27元、1.46元, 维持“持有”评级。
- 风险提示:** 原材料价格反弹、海外需求不及预期、汇率波动等风险。

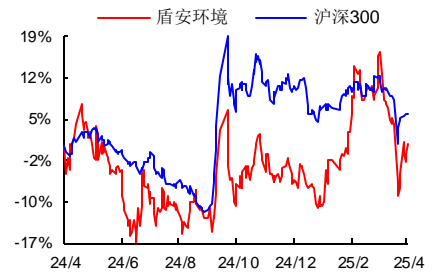
指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	12678.36	14277.25	15828.71	17347.86
增长率	11.39%	12.61%	10.87%	9.60%
归属母公司净利润(百万元)	1044.89	1147.89	1353.63	1551.98
增长率	41.58%	9.86%	17.92%	14.65%
每股收益EPS(元)	0.98	1.08	1.27	1.46
净资产收益率ROE	18.87%	17.89%	17.95%	17.68%
PE	12	11	9	8
PB	2.25	1.94	1.65	1.41

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 龚梦泓
执业证号: S1250518090001
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@swsc.com.cn
联系人: 方建钊
电话: 18428374714
邮箱: fjj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.65
流通A股(亿股)	9.16
52周内股价区间(元)	9.61-13.5
总市值(亿元)	124.02
总资产(亿元)	121.53
每股净资产(元)	5.17

相关研究

- 盾安环境(002011): 主业稳步向好, 计提拖累业绩 (2024-10-30)
- 盾安环境(002011): 制冷主业持续精进, 汽零快速放量 (2024-04-22)

盈利预测

关键假设：

假设 1：考虑到公司持续发挥股东优势，假设 2025 年-2027 年公司制冷配件业务营收分别同比增长 10%、7%、5%；

假设 2：考虑到公司汽车热管理业务凭借客户拓展和产品线完善进入高速增长通道，收购上海大创进一步完善产品布局并提升单车价值量，假设 2025 年-2027 年公司汽车热管理产业营收分别同比增长 60%、50%、40%；

假设 3：公司三费率保持稳定，销售费用率维持在 2.6%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入	12678.4	14277.2	15828.7	17347.9
	增速	11.4%	12.6%	10.9%	9.6%
	营业成本	10367.8	11546.1	12747.4	13901.1
	毛利率	18.2%	19.1%	19.5%	19.9%
制冷配件产业	营业收入	9612.12	10573.3	11313.5	11879.1
	增速	13.7%	10.0%	7.0%	5.0%
	营业成本	7824.60	8532.7	9118.7	9562.7
	毛利率	18.6%	19.3%	19.4%	19.5%
制冷设备产业	营业收入	1495.53	1570.3	1648.8	1731.3
	增速	-9.2%	5.0%	5.0%	5.0%
	营业成本	1180.39	1224.8	1286.1	1350.4
	毛利率	21.1%	22.0%	22.0%	22.0%
汽车热管理产业	营业收入	811.65	1298.6	1948.0	2727.1
	增速	71.7%	60.0%	50.0%	40.0%
	营业成本	623.90	987.0	1461.0	2018.1
	毛利率	23.1%	24.0%	25.0%	26.0%
其他	营业收入	759.06	835.0	918.5	1010.3
	增速	-6.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	营业成本	738.93	801.6	881.7	969.9
	毛利率	2.7%	4.0%	4.0%	4.0%

数据来源：Wind, 西南证券

公司作为全球制冷元器件龙头企业，冷配业务有望受益于行业景气及结构升级稳健发展，汽车热管理业务凭借客户拓展和产品线完善进入高速增长通道，收购上海大创进一步完善产品布局并提升单车价值量。预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.08 元、1.27 元、1.46 元，维持“持有”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	12678.36	14277.25	15828.71	17347.86	净利润	1040.22	1141.73	1346.27	1551.98
营业成本	10367.82	11546.05	12747.43	13901.08	折旧与摊销	209.17	221.51	222.72	223.64
营业税金及附加	53.41	66.91	73.05	79.31	财务费用	-4.58	22.03	-4.87	-22.77
销售费用	332.08	371.21	411.55	451.04	资产减值损失	-19.06	-10.00	-10.00	-10.00
管理费用	387.11	956.58	1060.52	1162.31	经营营运资本变动	-58.46	1899.39	93.80	-3.07
财务费用	-4.58	22.03	-4.87	-22.77	其他	-6.70	95.25	31.34	78.82
资产减值损失	-19.06	-10.00	-10.00	-10.00	经营活动现金流净额	1160.59	3369.91	1679.25	1818.60
投资收益	16.36	0.00	0.00	0.00	资本支出	-224.68	-20.00	-20.00	-20.00
公允价值变动损益	-2.88	-0.09	-0.63	-0.83	其他	-250.13	-0.09	-0.63	-0.83
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-474.81	-20.09	-20.63	-20.83
营业利润	1182.49	1324.37	1550.41	1786.07	短期借款	-205.11	-344.23	0.00	0.00
其他非经营损益	-14.13	-25.00	-25.00	-25.00	长期借款	-395.22	0.00	0.00	0.00
利润总额	1168.35	1299.37	1525.41	1761.07	股权融资	98.91	0.00	0.00	0.00
所得税	128.14	157.64	179.14	209.09	支付股利	0.00	-208.98	-229.58	-270.73
净利润	1040.22	1141.73	1346.27	1551.98	其他	94.78	-750.76	4.87	22.77
少数股东损益	-4.67	-6.16	-7.36	0.00	筹资活动现金流净额	-406.64	-1303.97	-224.71	-247.95
归属母公司股东净利润	1044.89	1147.89	1353.63	1551.98	现金流量净额	297.41	2045.85	1433.92	1549.82
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3200.29	5246.14	6680.05	8229.87	成长能力				
应收和预付款项	2492.58	2839.17	3144.44	3435.04	销售收入增长率	11.39%	12.61%	10.87%	9.60%
存货	1660.38	1853.06	2095.71	2263.28	营业利润增长率	22.00%	12.00%	17.07%	15.20%
其他流动资产	2336.77	84.71	92.19	99.51	净利润增长率	42.02%	9.76%	17.91%	15.28%
长期股权投资	408.32	408.32	408.32	408.32	EBITDA 增长率	16.16%	13.04%	12.78%	12.37%
投资性房地产	35.52	35.52	35.52	35.52	获利能力				
固定资产和在建工程	1166.75	1010.30	852.63	694.03	毛利率	18.22%	19.13%	19.47%	19.87%
无形资产和开发支出	523.25	480.97	438.68	396.40	三费率	5.64%	9.45%	9.27%	9.17%
其他非流动资产	329.43	326.66	323.90	321.13	净利率	8.20%	8.00%	8.51%	8.95%
资产总计	12153.29	12284.84	14071.43	15883.10	ROE	18.87%	17.89%	17.95%	17.68%
短期借款	444.23	100.00	100.00	100.00	ROA	8.56%	9.29%	9.57%	9.77%
应付和预收款项	4401.20	4681.31	5280.61	5743.23	ROIC	27.00%	36.71%	64.01%	77.91%
长期借款	305.50	305.50	305.50	305.50	EBITDA/销售收入	10.94%	10.98%	11.17%	11.45%
其他负债	1490.57	815.64	886.24	954.03	营运能力				
负债合计	6641.50	5902.45	6572.35	7102.77	总资产周转率	1.11	1.17	1.20	1.16
股本	1065.44	1065.44	1065.44	1065.44	固定资产周转率	11.78	13.47	17.35	22.86
资本公积	3131.85	3131.85	3131.85	3131.85	应收账款周转率	5.44	5.53	5.56	5.48
留存收益	1308.27	2247.19	3371.23	4652.49	存货周转率	6.84	6.40	6.38	6.34
归属母公司股东权益	5509.48	6386.25	7510.29	8791.54	销售商品提供劳务收到现金营业收入	54.57%	—	—	—
少数股东权益	2.31	-3.85	-11.21	-11.21	资本结构				
股东权益合计	5511.79	6382.39	7499.09	8780.34	资产负债率	54.65%	48.05%	46.71%	44.72%
负债和股东权益合计	12153.29	12284.84	14071.43	15883.10	带息债务/总负债	11.29%	6.87%	6.17%	5.71%
					流动比率	1.56	1.84	1.96	2.11
					速动比率	1.30	1.50	1.62	1.77
					股利支付率	0.00%	18.21%	16.96%	17.44%
					每股指标				
					每股收益	0.98	1.08	1.27	1.46
					每股净资产	5.17	5.99	7.05	8.25
					每股经营现金	1.09	3.16	1.58	1.71
					每股股利	0.00	0.20	0.22	0.25
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	1387.08	1567.91	1768.25	1986.93					
PE	11.87	10.80	9.16	7.99					
PB	2.25	1.94	1.65	1.41					
PS	0.98	0.87	0.78	0.71					
EV/EBITDA	7.35	4.55	3.23	2.09					
股息率	0.00%	1.69%	1.85%	2.18%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljl@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn	

	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn