

## 盾安环境 (002011.SZ)

## 汽零高增，业绩超预期

事件：公司发布 2024 年年报。2024 年公司实现营业收入 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%。24Q4 实现营业收入 33.4 亿元，同比+13.8%；归母净利润 4.0 亿元，同比+100%；扣非归母净利润 3.0 亿元，同比+52%。全年业绩完成股权激励目标，超市场预期。

□ 营业收入快速增长，分品类看：1) 冷配业务：实现营收 96 亿元，同比+14%。去年 9 月以来以旧换新政策持续落地，带动上游冷配业务增长。冷配板块中热工收入亦有较快增速。2) 商用空调：全年实现营收 15 亿元，同比-9%。2024 年受房地产低迷和 B 端客户资金影响，中央空调行业全年降幅双位数，公司表现好于行业。随着公司在储能、数据中心等新领域的发力，我们预计 25 年商用空调收入有望转正。3) 汽车热管理：2024 年热管理收入 8.1 亿元，同比+72%。公司 7 月 1 日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。全年毛利率 18.2%，同比-1pct，受空调行业供应链价格竞标机制影响，此外毛利率较高的商用空调板块下滑对毛利有一定拖累。Q3 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往来款的坏帐准备，导致归母净利润减少，Q4 有冲回，全年产生非经 1 亿元。公司费用管控情况较好，期间费用有所优化。2024 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.6%/3.1%/4.0%/0.0%，同比-0.5/+0.1/+0.2/-0.3pct。

□ 投资建议：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 11.5/13.2/15.3 亿，分别同比+10%/+15%/+17%，对应估值 11/10/8 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       | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 11382 | 12678 | 14486 | 15984 | 17643 |
| 同比增长       | 12%   | 11%   | 14%   | 10%   | 10%   |
| 营业利润(百万元)  | 969   | 1182  | 1297  | 1485  | 1729  |
| 同比增长       | 73%   | 22%   | 10%   | 15%   | 16%   |
| 归母净利润(百万元) | 738   | 1045  | 1147  | 1315  | 1533  |
| 同比增长       | -12%  | 42%   | 10%   | 15%   | 17%   |
| 每股收益(元)    | 0.69  | 0.98  | 1.08  | 1.23  | 1.44  |
| PE         | 17.5  | 12.4  | 11.3  | 9.8   | 8.4   |
| PB         | 2.9   | 2.3   | 1.9   | 1.7   | 1.5   |

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

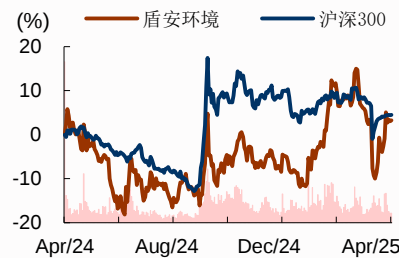
当前股价：12.12 元

## 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)         | 12.9   |
| 流通市值 (十亿元)        | 11.1   |
| 每股净资产 (MRQ)       | 5.4    |
| ROE (TTM)         | 18.4   |
| 资产负债率             | 52.0%  |
| 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 | -4 | 13 | 4   |
| 相对表现 | 0  | 17 | -3  |



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《盾安环境 (002011) —收入增速放缓，信用减值影响盈利》2024-11-01
- 《盾安环境 (002011) —汽零放量，盈利表现亮眼》2024-09-02
- 《盾安环境 (002011) —汽零放量，盈利能力显著提升》2024-05-01

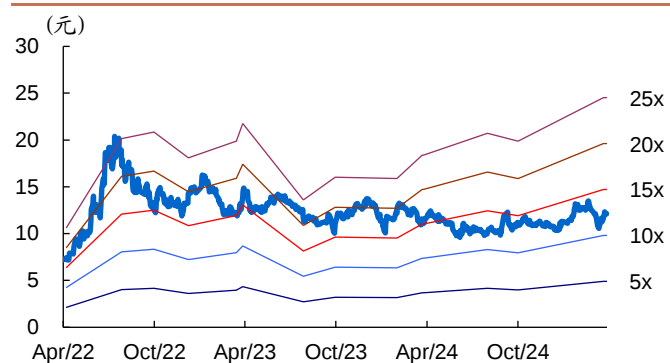
史晋星 S1090522010003

✉ shijinxing@cmschina.com.cn

闫哲坤 S1090523070001

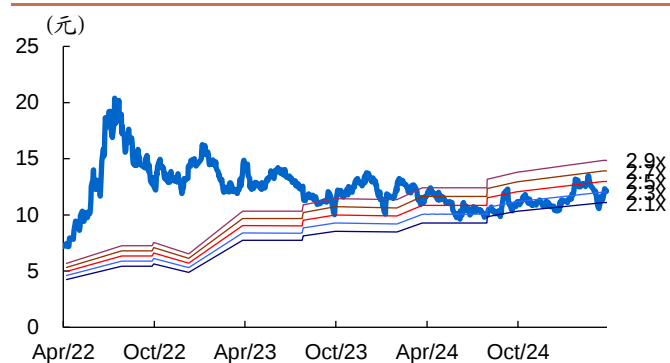
✉ yanzhekun@cmschina.com.cn

图 1: 盾安环境历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 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         | 2023         | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 8784         | 9690         | 10241        | 11642        | 13255        |
| 现金             | 3003         | 3200         | 2844         | 3493         | 4278         |
| 交易性投资          | 24           | 16           | 16           | 16           | 16           |
| 应收票据           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应收款项           | 2020         | 2333         | 2666         | 2942         | 3247         |
| 其它应收款          | 279          | 93           | 107          | 118          | 130          |
| 存货             | 1279         | 1660         | 1882         | 2066         | 2265         |
| 其他             | 2180         | 2387         | 2726         | 3008         | 3319         |
| <b>非流动资产</b>   | 1999         | 2463         | 2497         | 2521         | 2538         |
| 长期股权投资         | 309          | 408          | 408          | 408          | 408          |
| 固定资产           | 1021         | 1132         | 1224         | 1300         | 1362         |
| 无形资产商誉         | 175          | 523          | 471          | 424          | 381          |
| 其他             | 495          | 399          | 394          | 389          | 386          |
| <b>资产总计</b>    | <b>10783</b> | <b>12153</b> | <b>12738</b> | <b>14163</b> | <b>15793</b> |
| <b>流动负债</b>    | 5499         | 6199         | 5642         | 6103         | 6601         |
| 短期借款           | 649          | 444          | 0            | 0            | 0            |
| 应付账款           | 3346         | 3891         | 4410         | 4842         | 5309         |
| 预收账款           | 126          | 78           | 88           | 97           | 106          |
| 其他             | 1377         | 1786         | 1144         | 1164         | 1186         |
| <b>长期负债</b>    | 898          | 443          | 443          | 443          | 443          |
| 长期借款           | 701          | 306          | 306          | 306          | 306          |
| 其他             | 197          | 137          | 137          | 137          | 137          |
| <b>负债合计</b>    | <b>6397</b>  | <b>6642</b>  | <b>6084</b>  | <b>6545</b>  | <b>7044</b>  |
| 股本             | 1057         | 1065         | 1065         | 1065         | 1065         |
| 资本公积金          | 3042         | 3074         | 3074         | 3074         | 3074         |
| 留存收益           | 319          | 1370         | 2517         | 3488         | 4626         |
| 少数股东权益         | (31)         | 2            | (3)          | (9)          | (16)         |
| 归属于母公司所有者权益    | 4417         | 5509         | 6656         | 7627         | 8765         |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>10783</b> | <b>12153</b> | <b>12738</b> | <b>14163</b> | <b>15793</b> |

## 现金流量表

| 单位：百万元         | 2023        | 2024       | 2025E        | 2026E      | 2027E      |
|----------------|-------------|------------|--------------|------------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 812         | 1161       | 952          | 1211       | 1397       |
| 净利润            | 732         | 1040       | 1142         | 1309       | 1526       |
| 折旧摊销           | 192         | 209        | 257          | 267        | 275        |
| 财务费用           | 62          | 39         | 0            | 0          | 0          |
| 投资收益           | (28)        | (16)       | (93)         | (73)       | (73)       |
| 营运资金变动         | (149)       | (104)      | (353)        | (292)      | (330)      |
| 其它             | 2           | (8)        | 0            | 0          | 0          |
| <b>投资活动现金流</b> | (16)        | (475)      | (198)        | (218)      | (218)      |
| 资本支出           | (430)       | (442)      | (291)        | (291)      | (291)      |
| 其他投资           | 414         | (33)       | 93           | 73         | 73         |
| <b>筹资活动现金流</b> | 411         | (407)      | (1111)       | (344)      | (394)      |
| 借款变动           | 459         | (398)      | (1111)       | 0          | 0          |
| 普通股增加          | 0           | 9          | 0            | 0          | 0          |
| 资本公积增加         | 28          | 32         | 0            | 0          | 0          |
| 股利分配           | 0           | 0          | 0            | (344)      | (394)      |
| 其他             | (76)        | (49)       | 0            | 0          | 0          |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>1206</b> | <b>279</b> | <b>(357)</b> | <b>649</b> | <b>785</b> |

资料来源：公司数据、招商证券

## 利润表

| 单位：百万元           | 2023       | 2024        | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
|------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>营业总收入</b>     | 11382      | 12678       | 14486       | 15984       | 17643       |
| 营业成本             | 9198       | 10368       | 11750       | 12901       | 14145       |
| 营业税金及附加          | 59         | 53          | 61          | 67          | 74          |
| 营业费用             | 354        | 332         | 391         | 432         | 476         |
| 管理费用             | 340        | 387         | 442         | 488         | 539         |
| 研发费用             | 434        | 503         | 608         | 655         | 723         |
| 财务费用             | 33         | (5)         | 0           | 0           | 0           |
| 资产减值损失           | (132)      | (3)         | (30)        | (30)        | (30)        |
| 公允价值变动收益         | 2          | (3)         | (3)         | (3)         | (3)         |
| 其他收益             | 106        | 132         | 80          | 60          | 60          |
| 投资收益             | 28         | 16          | 16          | 16          | 16          |
| <b>营业利润</b>      | 969        | 1182        | 1297        | 1485        | 1729        |
| 营业外收入            | 4          | 12          | 12          | 12          | 12          |
| 营业外支出            | 117        | 26          | 26          | 26          | 26          |
| <b>利润总额</b>      | 856        | 1168        | 1282        | 1471        | 1715        |
| 所得税              | 124        | 128         | 141         | 162         | 189         |
| 少数股东损益           | (6)        | (5)         | (5)         | (6)         | (7)         |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>738</b> | <b>1045</b> | <b>1147</b> | <b>1315</b> | <b>1533</b> |

## 主要财务比率

|                | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业总收入          | 12%   | 11%   | 14%   | 10%   | 10%   |
| 营业利润           | 73%   | 22%   | 10%   | 15%   | 16%   |
| 归母净利润          | -12%  | 42%   | 10%   | 15%   | 17%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 19.2% | 18.2% | 18.9% | 19.3% | 19.8% |
| 净利率            | 6.5%  | 8.2%  | 7.9%  | 8.2%  | 8.7%  |
| ROE            | 18.3% | 21.1% | 18.9% | 18.4% | 18.7% |
| ROIC           | 15.8% | 16.0% | 16.6% | 17.7% | 18.1% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 59.3% | 54.6% | 47.8% | 46.2% | 44.6% |
| 净负债比率          | 16.1% | 11.7% | 2.4%  | 2.2%  | 1.9%  |
| 流动比率           | 1.6   | 1.6   | 1.8   | 1.9   | 2.0   |
| 速动比率           | 1.4   | 1.3   | 1.5   | 1.6   | 1.7   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 1.2   | 1.1   | 1.2   | 1.2   | 1.2   |
| 存货周转率          | 7.4   | 7.1   | 6.6   | 6.5   | 6.5   |
| 应收账款周转率        | 6.6   | 5.8   | 5.8   | 5.7   | 5.7   |
| 应付账款周转率        | 3.2   | 2.9   | 2.8   | 2.8   | 2.8   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| EPS            | 0.69  | 0.98  | 1.08  | 1.23  | 1.44  |
| 每股经营净现金        | 0.76  | 1.09  | 0.89  | 1.14  | 1.31  |
| 每股净资产          | 4.15  | 5.17  | 6.25  | 7.16  | 8.23  |
| 每股股利           | 0.00  | 0.00  | 0.32  | 0.37  | 0.43  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 17.5  | 12.4  | 11.3  | 9.8   | 8.4   |
| PB             | 2.9   | 2.3   | 1.9   | 1.7   | 1.5   |
| EV/EBITDA      | 13.3  | 11.5  | 10.1  | 8.9   | 7.8   |

## 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。