

Q1 营收稳步增长 景气维持全年增长可期

核心观点

盾安环境发布 2025 年一季度报告。依托全球制冷配件市场持续景气和汽零订单放量，公司营收端稳健增长。盾安近年深耕产品与客户市场，行业份额持续提升。电子膨胀阀、商用与出口占比提升将带动公司盈利能力稳步上行。同时，减值影响将逐步消化，看好公司未来轻装上阵实现稳健成长，建议把握当下低估值下公司经营改善的投资机遇期。

事件

2025 年 4 月 26 日，盾安环境发布 2025 年一季度报告。2025 年一季度公司实现收入 30.21 亿元（+15.05%），归母净利润 2.18 亿元（+4.34%），扣非净利润 2.11 亿元（+5.44%）。2024 年四季度公司实现收入 33.43 亿元（+13.81%），归母净利润 3.96 亿元（+100.20%），扣非净利润 3.00 亿元（+52.18%）。

简评

一、营业收入稳增，汽零+冷配双轮驱动

依托新兴市场国家的空调增量，全球制冷配件市场持续景气；汽零市场受益于新能源渗透率提升而维持高速增长。公司乘行业东风提升市场份额，25Q1 公司实现收入 30.21 亿元（+15.05%）。按业务拆分，我们预计制冷配件业务收入同比增长约 20%，汽车热管理业务收入同比高双位数增长，制冷设备仍有所下滑。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,382.45	12,678.36	14,358.25	16,385.63	18,640.29
YoY(%)	12.21	11.39	13.25	14.12	13.76
净利润(百万元)	738.04	1,044.89	1,113.56	1,279.33	1,456.72
YoY(%)	-12.03	41.58	6.57	14.89	13.87
毛利率(%)	19.19	18.22	18.40	18.50	18.60
净利率(%)	6.48	8.24	7.76	7.81	7.81
ROE(%)	16.71	18.97	16.81	16.19	15.56
EPS(摊薄/元)	0.69	0.98	1.05	1.20	1.37
P/E(倍)	17.50	12.36	11.60	10.09	8.86
P/B(倍)	2.92	2.34	1.95	1.63	1.38

资料来源：iFinD，中信建投证券

盾安环境 (002011.SZ)

维持

买入

马王杰

mawangjie@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070002

翟延杰

zhaiyanjie@csc.com.cn

010-56135260

SAC 编号:S1440521080002

发布日期：2025 年 04 月 29 日

当前股价：12.12 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-3.58/-1.36	7.07/5.76	4.30/-3.92
12 月最高/最低价 (元)		13.50/9.61
总股本 (万股)		106,543.62
流通 A 股 (万股)		91,631.14
总市值 (亿元)		129.13
流通市值 (亿元)		111.06
近 3 月日均成交量 (万)		1547.27
主要股东		
珠海格力电器股份有限公司		38.46%

股价表现



相关研究报告

【中信建投家电零部件 II】盾安环境 (002011):制冷、汽零增量涌现,重视低估值下的投资机会
25.02.23

二、毛利率有所回落，现金流显著改善

利润方面，25Q1 公司实现归母净利润 2.18 亿元（+4.34%），扣非净利润 2.11 亿元（+5.44%），利润慢于收入主因同期高基数影响。2025Q1 公司实现毛利率 16.14%，同比下降 1.39pct；25Q1 公司实现销售费用率 2.64%（-0.32pct）；管理费用率 2.93%（-0.59pct）；研发费用率 3.78%（+0.34pct）；财务费用率 -0.08%（-0.05pct）；净利率 7.01%，同比下降 0.91pct。

三、2025 年经营看点：冷配景气延续，汽零订单兑现带动高成长

全球空调需求稳增，制冷业务预计高基数下稳增。2025 年空调需求维持增长，海外市场拉动大盘。国内市场方面，预计在国补的带动下，上半年的生产出货依旧有增长空间。据产业在线预计，2025 年家用空调内销将达 10380 万台，同比增长 1.9%。国际市场方面，东南亚、中东等高温地区对空调存在需求，据产业在线预计，2025 年家用空调外销将达 9480 万台，同比增长 4.1%。内外销合计将达 19860 万台，同比增长 2.9%。据产业在线估计，2025 年暖通阀件市场仍能稳中有进，高基数上续增 3.0%。

公司业绩有望借助下游空调增产和份额提升稳定增长。公司在格力制冷阀件份额约 60-70%，已经很大，基本会保持。在美的份额 25-30%，或还有进一步提升。

汽车热管理订单充沛，智驾+车载冰箱扩大单车价值量。2024 年公司新能源汽车热管理业务订单量显著增长，2025 年伴随新能源汽车市场的持续增长，公司有望进一步提升市场占有率。除了比亚迪、吉利等核心客户外，近年公司在车企客户结构多元化上取得突破，上汽、广汽、蔚来、小鹏等客户的上量将为公司带来显著的业绩贡献，推动新能源汽车热管理业务收入规模的进一步提升。

同时，智能驾驶对热管理提出新要求。智能驾驶功能的提升需要强大的芯片算力支持，而芯片在高负荷运行时会产生大量热量。这种需求推动了热管理阀件的发展，如电子膨胀阀和多通阀等。另一方面，随着以比亚迪为代表的头部车企在智能驾驶和车载冰箱配置上的全线升级，盾安相关零部件的需求显著提升。特别是大口径电子膨胀阀和 OBD 智能电控产品，凭借在大口径阀上的技术优势和市场先发优势，盾安有望进一步扩大市场份额。

投资建议：公司冷配业务依托产品结构优化、海外、商用客户开拓，盈利能力有望实现持续抬升，汽零业务仍处于前期扩张期，后期有望给公司带来可观盈利和收入贡献。我们预计 25-27 年公司分别实现营业收入 144、164、186 亿元，同比分别增长 13%、14%、14%；分别实现归属母公司净利润 11、13、15 亿元，同比分别增长 7%、15%、14%；对应 PE 为 11.60X、10.09X、8.86X，维持买入评级。

风险分析

1.原材料价格波动风险：公司生产所需的主要原材料为铜、铝、锌、镍等金属，在产品成本构成所占比重较大，因此大宗材料市场价格的波动会给公司带来较大的成本压力。如果后续相关品种原材料价格出现持续波动，有可能会给公司盈利带来较大负面影响。

2.海外公司经营的风险：目前公司已在泰国、美国、日本、欧洲等地设立子公司，并形成较为完整的海外公司管理制度，但由于各子公司地理位置、区域文化上存在较大差异，将存在一定的管控风险，同时可能会面临区域间贸易政策变动的风险；

3.外部风险汇率波动的风险：随着海外业务的持续拓展，公司所面临的外币汇兑风险也有所增大，如果后期人民币汇率短期大幅升值，将会给公司外销业务汇兑端带来较大负面影响。

4.汽零业务订单兑现的风险：市场竞争激烈，汽车市场品牌众多，车型迭代淘汰速度快，市场竞争格局尚不稳定，在手订单落地存在一定的不确定性。

分析师介绍

马王杰

中信建投证券家电和农业行业首席分析师，上海交通大学管理学硕士。研究扎实，观点鲜明。家电领域重点覆盖白电、黑电、小家电、清洁电器、两轮车、摩托车、电动园林工具。曾获上证报最佳分析师，Wind 金牌金牌分析师，新浪金麒麟菁英分析师等

翟延杰

家用电器行业研究员，北京大学金融硕士，专注于白色家电、厨电及小家电新消费等产业链研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇
 处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk