

制冷配件龙头，新能源热管理挑战者

2025 年 8 月 5 日

- 首次覆盖盾安环境：**公司是全球制冷零部件龙头，深耕制冷零部件业务三十余年；也是新能源汽车热管理的新晋挑战者。格力电器入局后公司经营重回正轨，构建“制冷核心部件+商用制冷设备+新能源热管理”的多元化协同布局。制冷方面，公司制冷配件全球市占率领先，截止阀全球第一，四通阀、电子膨胀阀全球第二。商用制冷设备受行业需求影响，当前面临一定压力；盾安中央空调在中国核电站暖通空调市场份额领先。新业务方面，公司新能源汽车热管理业务高速增长，2024 年收入同比+71.7%；储能热管理、数据中心热管理等新兴领域也开始涉足。
- 全球制冷零部件龙头：**1) 公司在家用空调制冷零部件市场与三花形成双寡头垄断格局。行业格局稳定，呈现寡头竞争，技术和客户认证构成壁垒，公司凭借阀产品精准卡位。全球家用空调受益于全球尤其新兴市场空调保有量提升和国内“以旧换新”政策推动的高效产品升级，行业需求稳中有增。2) 公司在商用中央空调、热泵产业链零部件快速发展，是国际知名暖通空调企业的供应商。3) 2024 年，公司制冷配件业务实现收入 96.1 亿元，同比+13.7%，2022~2024 年 CAGR 为 11.2%。
- 汽车热管理业务挑战者：**1) 新能源汽车热管理龙头是三花智控，公司是挑战者，这一业务是公司第二成长曲线。2024 年公司热管理业务收入 8.12 亿元，同比增长 71.66%。据公司公告，2025 年 5 月在手汽车热管理零部件累计定点订单规模约 150 亿元，已绑定比亚迪、吉利、理想等核心客户。2) 公司通过收购上海大创，补齐新能源汽车热管理水路阀件产品线，单车价值量有望提升。3) 凭借在大口径阀等产品的技术优势，公司有望在高压快充趋势下获取主机厂一供机会，为长期增长打开空间。
- 特种制冷业务特色：**1) 核电领域，公司是国内首家为核电站配套生产核级冷水机组的企业，市占率高，已中标三门核电、三澳核电等多个项目。2) 公司 2010 年切入冷链物流，在商用制冷产业链领先地位稳固。3) 公司液冷机组应用于储能领域已取得良好进展，已成功获取行业前十客户订单，其中比亚迪、宁德时代（换电）、国轩高科等头部储能客户已进入批量供货。4) 2024 年，公司制冷设备产业业务实现收入 15.0 亿元，同比-9.16%，
- 投资建议：**我们预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 141.17/156.14/170.03 亿元，分别同比增长 11.3%/10.6%/8.9%；我们预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 11.41/13.26/14.96 亿元；EPS 分别为 1.07/1.24/1.40 元每股，对应 PE 分别为 10.8/9.3/8.2 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**制冷设备行业增长不及预期风险；新能源车热管理竞争加剧的风险。

主要财务指标预测（2025 年 8 月 1 日）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	12,678	14,117	15,614	17,003
收入增长率	11.4%	11.3%	10.6%	8.9%
归母净利润(百万元)	1,045	1,141	1,326	1,496
利润增速	41.6%	9.2%	16.2%	12.8%
摊薄 EPS(元)	0.98	1.07	1.24	1.40
PE	11.75	10.75	9.25	8.21

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

盾安环境（股票代码：002011）

推荐 首次评级

分析师

何伟

分析师登记编码：S0130525010001

杨策

分析师登记编码：S0130520050005

刘立思

分析师登记编码：S0130524070002

陆思源

分析师登记编码：S0130525060001

市场数据

2025-8-5

股票代码	002011.SZ
A 股收盘价(元)	11.85
上证指数	3,617.60
总股本（万股）	106,544
实际流通 A 股(万股)	91,631
流通 A 股市值(亿元)	108.58

相对沪深 300 表现图（2025-8-5）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、公司概况	3
(一) 制冷零部件龙头，格力入局公司经营重回正轨	3
(二) 制冷配件与新能源汽车热管理驱动公司稳健增长	3
(三) 引入股权激励	5
(四) 建设泰国基地，海外业务盈利能力更高	5
二、制冷零部件优势显著，商用制冷及设备多元发展	7
(一) 全球制冷零部件市场规模稳步增长，核心细分品类增长动能强劲	7
(二) 中国为全球最大市场，政策与需求双轮推动关键品类高增	8
(三) 制冷行业市场集中度高，盾安多产品市占率领先	9
三、积极布局新能源车热管理零部件业务	10
(一) 新能源汽车渗透率快速提升，市场规模庞大	10
(二) 全球新能源汽车零部件行业快速发展	11
(三) 中国为全球最大汽车热管理系统零部件市场	11
(四) 新能源热管理业务持续高增，成长空间广阔	12
四、积极布局制冷设备、储能热管理等商用领域	14
(一) 商用空调稳健增长，核电空调细分领域领先	14
(二) 储能热管理前景广阔，公司热管理技术实现复用	15
五、可比公司对比与盈利预测	17
(一) 与可比公司相比：	17
(二) 公司估值低于可比公司均值	18
(三) 盈利预测及投资建议	19
六、风险提示	20

一、公司概况

（一）制冷零部件龙头，格力入局公司经营重回正轨

盾安环境是中国制冷零部件龙头。公司深耕制冷零部件三十载，2010 年切入冷链物流领域，2024 年度公司截止阀产品市场占有率全球第一，四通阀、电子膨胀阀产品市场占有率位列全球第二，与三花形成双寡头格局。2015 年战略投资遨博科技布局智能装备，同年进军核电暖通系统集成市场，成为国内首家为核电站配套生产核级冷水机组且拥有自主知识产权的企业，公司研发的采用隔振机座的核级冷水机组获得国际先进认定。2016 年前瞻性布局新能源汽车热管理赛道。2018-2020 年，受控股股东盾安集团债务危机影响，业绩表现承压。2022 年格力电器成为公司控股股东，解决公司资金困局。之后，公司经营重回正轨，围绕制冷核心业务打造零部件+制冷设备+新能源热管理的多元化协同布局。

图1：公司上市以来股价表现（数据截止 2025-07-22）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

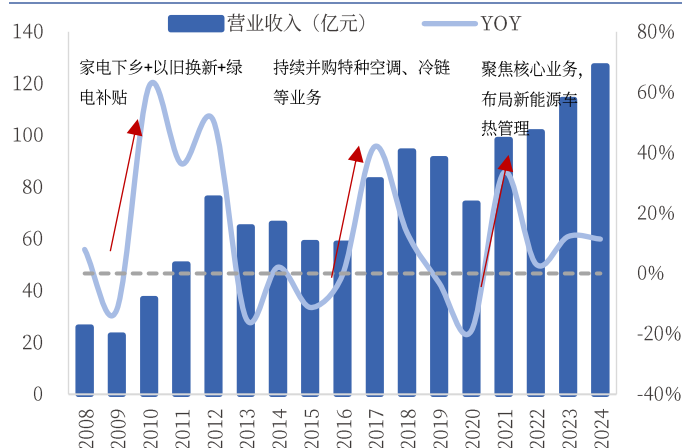
（二）制冷配件与新能源汽车热管理驱动公司稳健增长

公司收入以制冷零部件以及制冷设备为主。2008-2013 年间，受益于家电以旧换新+绿电下乡+节能补贴等多重利好政策，公司收入在制冷业务快速扩张带动下实现高增，期间营收/归母净利润 GAGR 分别为 20.07%/7.19%；2013-2017 年公司积极推动多元化发展，通过收购子公司进入热电、光伏等节能业务，收入缓步增长，营收期间 GAGR 7.8%。

2018 -2020 年，受控股股东盾安集团债务危机拖累，以及节能业务影响。公司于 2019 年启动战略改革，处置涉及电子、半导体、电能、节能等领域的 4 家子公司，计提各项减值高达 17 亿元。此外，2020 年公司需承担关联方债务担保责任带来的损失，导致 2018/2020 年公司分别亏损 22 亿元/10 亿元。

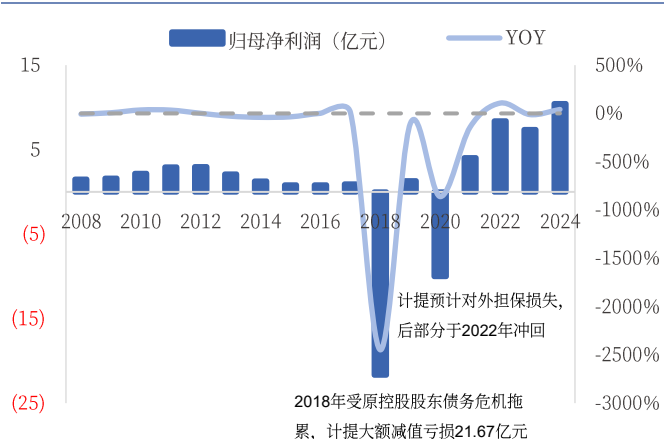
2021 年格力电器通过协议受让盾安集团所持公司股份，正式成为控股股东，同时完成对格力增发，为公司提供流动性注入与产业链协同机遇。2022-2024 年公司经营回归正轨，叠加新能源汽车热管理业务逐步发力，营收/归母净利润 GAGR 分别为 11.8%/11.6%。

图2：公司营业收入及增长率



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

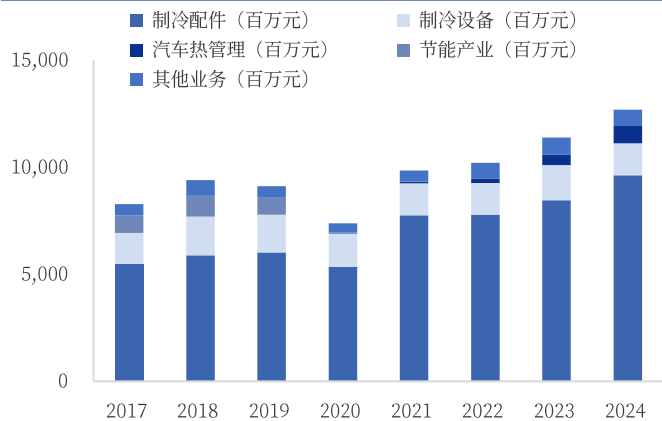
图3：公司归母净利润及增长率



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

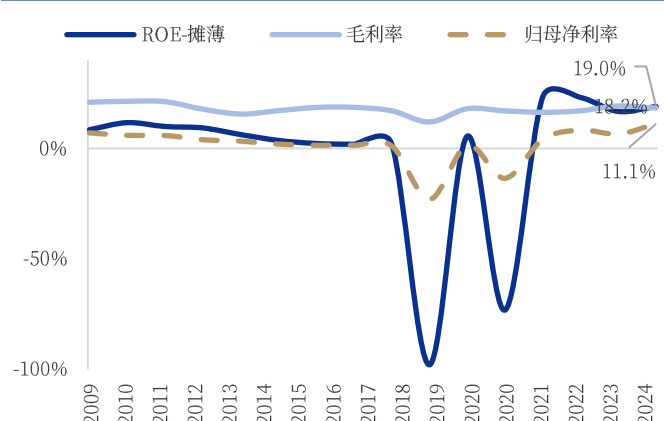
目前，公司已形成制冷核心部件、商业制冷设备、新能源热管理的多元化产业格局。制冷配件业务方面，公司在制冷配件领域拥有丰富的产品线，包括电子膨胀阀、四通阀、截止阀等，广泛应用于家用和商用空调领域，满足市场对高效、节能制冷配件的需求。制冷空调设备方面，公司提供多样化的制冷空调设备，如冷水机组、空气源热泵等，应用于商业楼宇、工业生产以及核电、轨道交通等特殊行业。新能源汽车热管理方面，公司积极拓展新能源汽车热管理业务，产品包括主要产品包括冷媒侧阀件、水侧水泵及阀件、OBD 智能电控产品等，并通过收购上海大创汽车技术有限公司，增强了研发实力，产品已获得市场广泛认可。

图4：公司营业收入按产品分类



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图5：公司 ROE、毛利率、归母净利率



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

表1：公司产品拆分表

	2022	2023	2024	2022	2023	2024
营业收入（百万元）/YOY	10,209	11,382	12,678	3.8%	11.5%	11.4%
制冷配件产业	7,776	8,456	9,612	0.2%	8.7%	13.7%
制冷设备产业	1,490	1,646	1,496	-0.2%	10.5%	-9.2%
汽车热管理产业	200	473	812	290.0%	136.5%	71.7%
其他业务	743	807	759	38.9%	8.6%	-6.0%
毛利率/YOY	16.9%	19.2%	18.2%	+0.6pct	+2.3pct	-1.0pct
制冷配件产业	16.8%	19.4%	18.6%	+1.5pct	+2.6pct	-0.8pct

制冷设备产业	24.1%	24.7%	21.1%	+0.3pct	+0.6pct	-3.6pct
汽车热管理产业	17.6%	22.4%	23.1%	+4.5pct	+4.8pct	+0.8pct
其他业务	3.3%	3.5%	2.7%	-6.9pct	+0.2pct	-0.8pct

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）引入股权激励

公司 2023 年推出长期激励计划，股权激励将分三期行权，以扣非归母净利润为主要考核目标，提出 2024/2025/2026 年扣非净利润相对 2022 年分别增长 100%/130%/170%，按此目标公司 2025 年/2026 年扣非归母净利润分别不低于 10.06/12.45 亿元，彰显公司发展信心。根据公司公告的《未来三年股东回报规划（2024 年-2026 年）》中，公司每年以现金方式分配的利润应不低于当年实现的可分配利润的 10%，且每三年现金分红不少于可分配利润的 30%，2023 年公司可分配利润转正，未来分红有望提升。

表2：公司 2024-2026 股东回报计划

未来三年股东回报规划(2024 年-2026 年)	
利润分配形式	优先采用现金分红
现金分红比例	每年现金分红不低于可分配利润的 10%。每三年累计现金分红不少于年均可分配利润的 30%。根据发展阶段和资金需求，现金分红比例有所不同。

资料来源：iFinD，公司公告，中国银河证券研究院

表3：公司股权激励目标

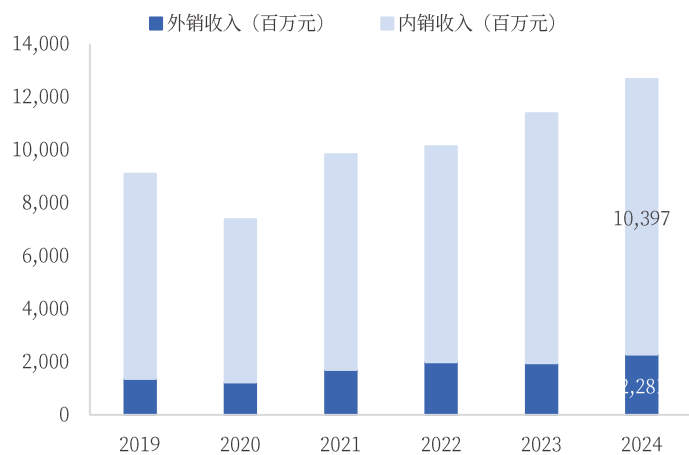
考核年度	考核目标	
	扣非净利润（亿元）	增长率（以 2022 年为基期）
第 1 个考核期 (2024 年)	9.22	100%
第 2 个考核期 (2025 年)	10.60	130%
第 3 个考核期 (2026 年)	12.45	170%

资料来源：iFinD，公司公告，中国银河证券研究院

（四）建设泰国基地，海外业务盈利能力较优

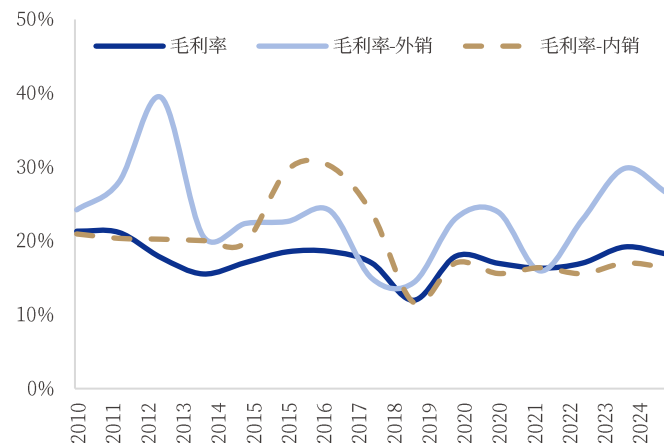
公司积极拓展国际市场，构建了多元化的全球生产与销售网络。公司在北美、欧洲、日本、韩国、泰国、印度、马来西亚等地设有分公司或销售机构，并在泰国设有制造工厂。2024 年公司国外收入达 22.81 亿元，贡献 17.99%营业收入，毛利率 26.51%，远高于内销（16.41%），主要是海外供应链产品结构更好，中央空调制冷配件等。制冷配件与新能源汽车热管理下游客户普遍有盾安就近配套的需求，我们预计未来国际化业务将更加广泛。

图6：公司年度内外销营收



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图7：公司分区域毛利率对比



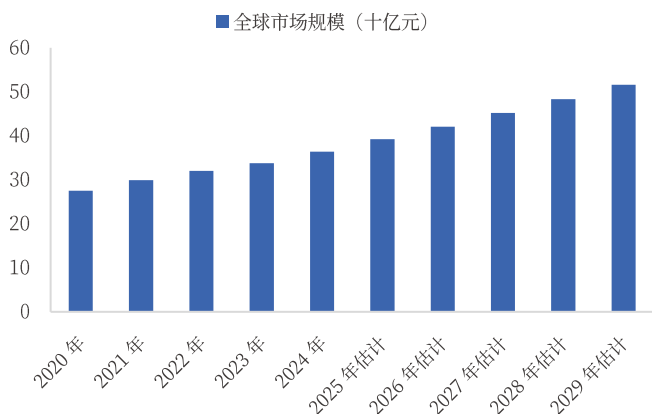
资料来源：公司公告，IPO 招股说明书，中国银河证券研究院

二、制冷零部件优势显著，商用制冷及设备多元发展

（一）全球制冷零部件市场规模稳步增长，核心细分品类增长动能强劲

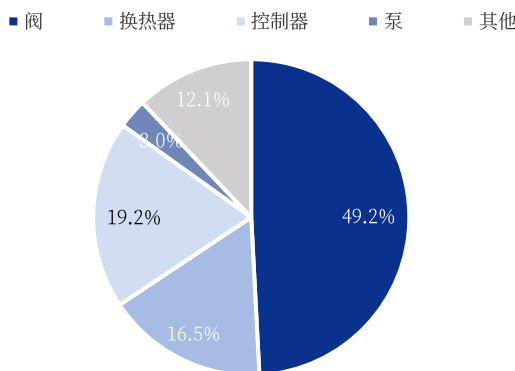
全球制冷空调控制元器件市场规模稳步增长。受全球变暖趋势加剧及消费者生活水平提高的双重驱动，全球制冷空调需求量不断提高，进而刺激制冷空调控制元器件的市场规模增长。据 Frost & Sullivan 数据，按照收入计算，全球制冷空调控制元件市场规模已从 2020 年的 275 亿元人民币增长至 2024 年的 364 亿元，CAGR 为 7.4%；预计到 2029 年将进一步增至 516 亿元。其中，阀类占全球制冷空调控制元器件市场比例最高，2024 年为 179 亿元，占比为 49.2%，控制器、换热器和泵类收入占比分别为 19.2%、16.5%和 3.0%。

图8：制冷空调控制元器件全球市场规模



资料来源：Frost & Sullivan, 三花智控招股说明书, 中国银河证券研究院

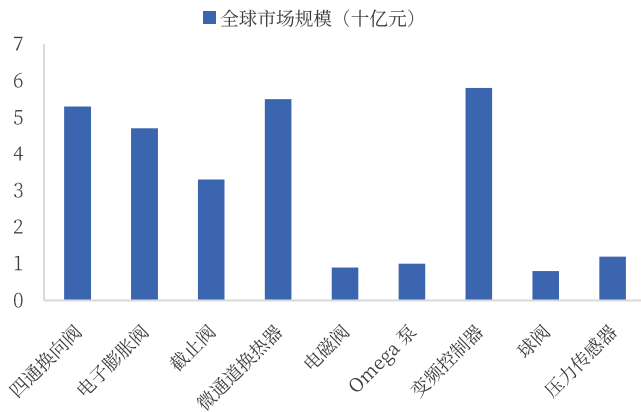
图9：全球制冷空调控制元器件市场结构（2024 年，按收入）



资料来源：Frost & Sullivan, 三花智控招股说明书, 中国银河证券研究院

关键元器件中，微通道换热器、变频控制器和四通换向阀市场规模最大，电子膨胀阀与微通道换热器增长最为迅速。据 Frost & Sullivan，2024 年变频控制器、微通道换热器和四通换向阀全球市场收入分别为 58 亿元、55 亿元和 53 亿元，合计占比超 50%，为市场规模最大的三类关键元器件。其中，微通道换热器受益于技术创新带来的性能提升，2020-2024 年 CAGR 达 16.9%，为增长最快的细分关键元器件，预计至 2029 年仍将维持领先增长态势。电子膨胀阀受益于全球空调渗透率提高，尤其是新兴市场与冷链需求增长，2020-2024 年 CAGR 为 13.6%，预计 2024-2029 年 CAGR 为 11.6%

图10：2024 年全球关键制冷空调控制元器件市场规模



资料来源：Frost & Sullivan, 三花智控招股说明书, 中国银河证券研究院

表4：全球关键制冷空调元器件市场规模 CAGR

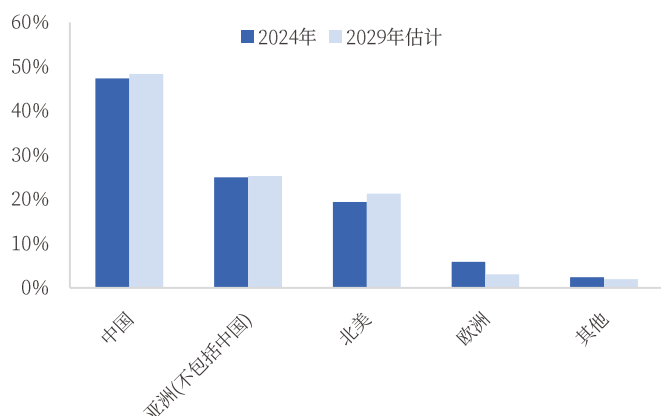
	2020-2024 年 CAGR	2024-2029CAGR 估计
四通换向阀	4.8%	2.2%
电子膨胀阀	13.6%	11.6%
截止阀	2.4%	1.8%
微通道换热器	16.9%	14.4%
电磁阀	6.5%	4.9%
Omega 泵	9.3%	6.9%
变频控制器	9.8%	5.0%
球阀	9.9%	4.8%
压力传感器	4.7%	6.1%

资料来源：Frost & Sullivan, 三花智控招股说明书, 中国银河证券研究院

（二）中国为全球最大市场，政策与需求双轮推动关键品类高增

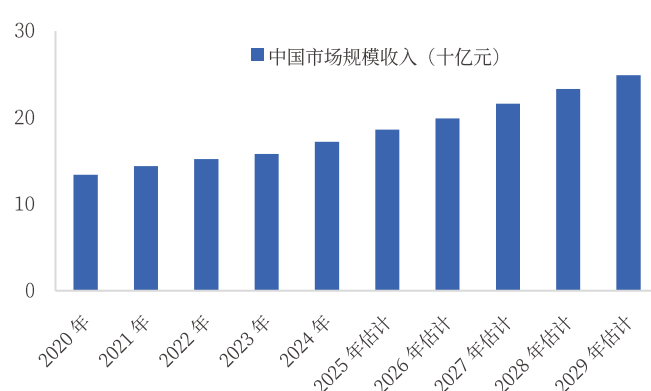
中国是全球最大的制冷空调控制元器件市场，据 Frost & Sullivan，2024 年中国制冷空调控制元器件收入 172 亿元，占全球总量的 47.3%。2024 年中国颁布的《2024-2025 年节能降碳行动方案》等一系列低碳节能政策及居民环保意识的提高，加速了原有环境污染的制冷剂淘汰，从而推动了节能降耗的制冷空调控制元器件的需求增长。此外，海外市场需求的的增长进一步带动中国企业制冷空调控制元器件出口增长。预计到 2029 年中国制冷空调控制元器件收入将持续增长至 249 亿元，占全球制冷空调控制元器件总收入的 48.3%，显示出强劲的发展潜力。

图11：中国是全球最大的制冷空调控制元器件市场（按收入）



资料来源：Frost & Sullivan，三花智控招股说明书，中国银河证券研究院

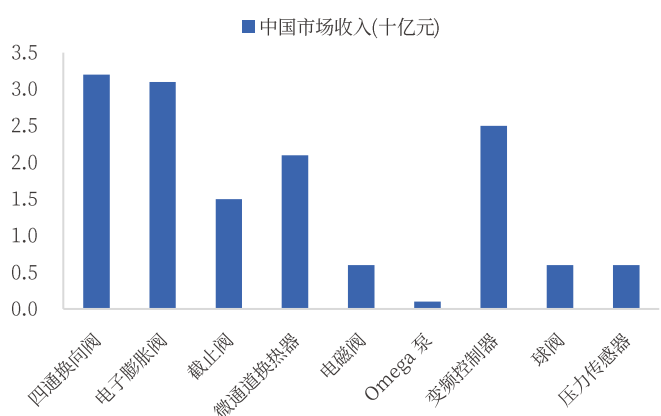
图12：中国制冷空调控制元器件的市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，三花智控招股说明书，中国银河证券研究院

中国冷链物流及数据中心的兴起，推动了电子膨胀阀、压力传感器等相关零部件的市场规模迅速增长。随着冷链物流行业及数据中心行业的快速发展，制冷空调控制元器件在新兴市场迎来广阔的市场机遇。据 Frost & Sullivan 统计，2020 年至 2024 年中国冷链物流、数据中心服务市场规模的 CAGR 分别为 8.8%、11.6%，下游应用对质量及空调效率和可行性要求更高，推动专属零部件需求增长。同时，用于冷链物流及数据中心冷却的核心零部件电子膨胀阀、压力传感器在中国市场规模实现高速增长，2020-2024 年 CAGR 分别为 13.0%和 19.2%，预计 2024 年至 2029 年仍保持两位数增速。

图13：关键制冷空调元器件中国市场收入（2024 年）



资料来源：Frost & Sullivan，三花智控招股说明书，中国银河证券研究院

表5：中国关键制冷空调元器件 CAGR

	2020-2024 年 CAGR	2024-2029CAGR 估计
四通换向阀	3.4%	2.8%
电子膨胀阀	13.0%	13.3%
截止阀	1.7%	2.0%
微通道换热器	16.5%	14.3%
电磁阀	10.6%	8.0%
Omega 泵	18.4%	13.2%
变频控制器	8.6%	3.7%
球阀	11.9%	5.4%
压力传感器	19.2%	10.3%

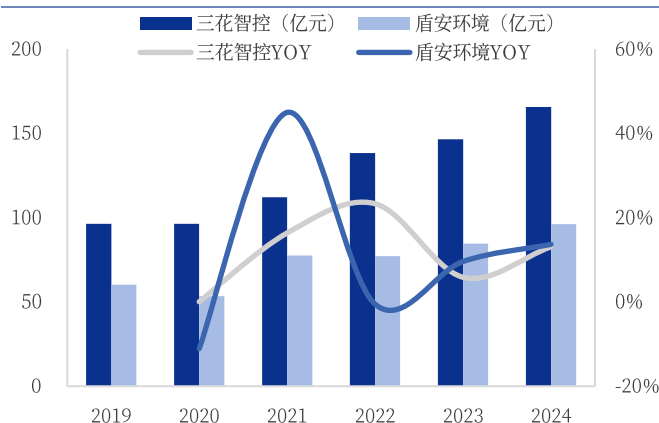
资料来源：Frost & Sullivan，三花智控招股说明书，中国银河证券研究院

（三）制冷行业市场集中度高，盾安多产品市占率领先

全球制冷空调控制元器件市场集中度高，龙头企业凭借技术、成本与规模优势占据主导地位。据 Frost & Sullivan, 2024 年全球前三大制冷空调元器件提供商市场份额高达 81%，其中阀类、换热器、控制器、泵类供应商 CR3 分别为 89.7%、92.8%、31.6%、87.5% 的市场份额。公司是制冷元器件行业的龙头企业，多种产品产销量均位居全球前列。据产业在线，2024 年度公司截止阀产品市场占有率全球第一，四通阀、电子膨胀阀产品市场占有率位列全球第二。

公司在制冷配件业务的营业收入规模与盈利能力方面展现了较强的增长势头。营业收入方面，2024 年盾安环境制冷零件业务营业收入为 96 亿元，同比+13.7%，尽管整体营业收入规模稍逊于三花智控，但仍保持在行业竞争中占据一定的优势。毛利率方面，公司制冷配件业务毛利率保持在 15%-20% 区间，虽低于三花智控，但近年来呈稳步上升趋势，反映出公司在成本控制和产品经营上的持续改善。此外，三花在中央空调制冷配件方面业务规模明显大于盾安，随着公司丰富阀产品矩阵，制冷配件仍有规模成长空间。

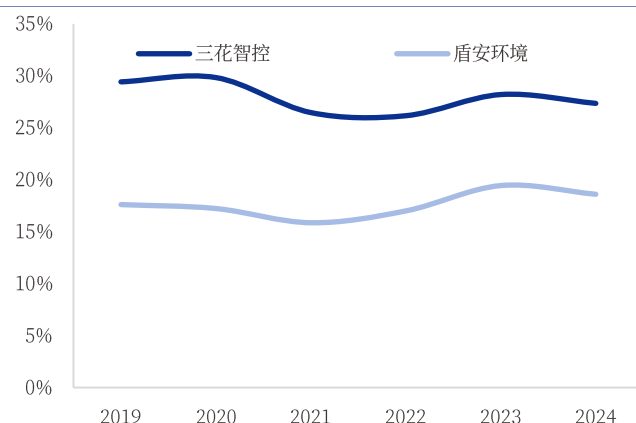
图14：盾安环境与三花智控制冷配件业务营收对比



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

备注：三花智控制冷业务披露口径为“制冷空调电器零部件”，盾安环境制冷业务披露口径为“制冷配件产业”

图15：盾安环境与三花智控制冷配件业务毛利率对比



资料来源：iFind，公司 IPO 招股说明书，中国银河证券研究院

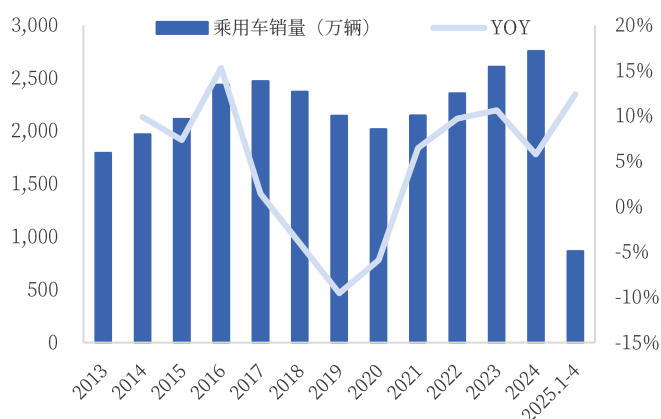
备注：三花智控制冷业务披露口径为“制冷空调电器零部件”，盾安环境制冷业务披露口径为“制冷配件产业”

三、积极布局新能源车热管理零部件业务

（一）新能源汽车渗透率快速提升，市场规模庞大

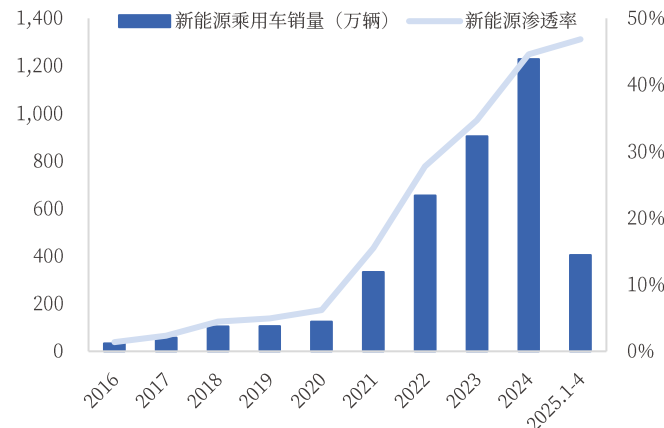
全球新能源汽车行业蓬勃发展，我国贡献全球过半产销。全球汽车行业的去碳化目标、新能源汽车技术的提升以及新能源汽车充电基础设施的发展，带动了全球新能源汽车行业快速发展。全球新能源汽车销量由 2020 年的 520 万台增加至 2024 年的 2140 万台，复合年增长率为 42.7%，2020 年至 2024 年，全球新能源汽车渗透率由 6.7% 上升至 23.6%；而全球传统内燃机汽车销量则由 2020 年的 7280 万台减少至 2024 年的 6920 万台。国内方面，我国新能源汽车产业正处于快速成长期，贡献全球过半产销。2024 年我国新能源汽车销售 1229 万台，贡献全球 57.4% 销量，新能源汽车销售渗透率同比提升 9.9 个百分点至 44.6%，渗透率快速提升。汽车以旧换新政策对新能源车补贴力度高于燃油车，叠加汽车下乡政策与购置税减免均只适用于新能源车，国内新能源车销量具备更强支撑。与此同时，智能网联和自动驾驶技术商业化正逐步展开，进一步提高新能源汽车的渗透率，推动汽车热管理系统零部件市场快速扩张。

图16：我国乘用车销量及增速



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图17：我国新能源汽车销量及增速



资料来源：iFind，公司 IPO 招股说明书，中国银河证券研究院

新能源汽车热管理单车价值明显高于传统燃油车。传统热管理核心组件包括空调压缩机、散热器、油冷器、中冷器等，价格在 100-500 元，合计单车价值量区间 2150-2450 元。新能源汽车热管理核心组件新增冷却板、电池冷却器、电子膨胀阀等 11 项核心零部件，并且使用电动压缩机（1500 元左右起）替代传统机械压缩机（500 元左右），或用热泵系统（1500 元左右）替代 PTC 加热（400 元左右），因此新能源车热管理单车价值量高达 5850-9950 元，接近传统燃油车的三倍以上。

表6：新能源车热管理单车价值量与传统燃油车对比

零部件种类	传统燃油车体系	新能源车		
		PTC 体系	热泵体系 (以 R134a 为例)	CO ₂ 热泵体系
空调箱 (HVAC)	400	400	700	700
制冷剂管	200~300	350	450	1,300~1,500
压缩机	450~550	1,400~1,600	1,400~1,600	2,500~2,700
冷凝器	100	150	150	200

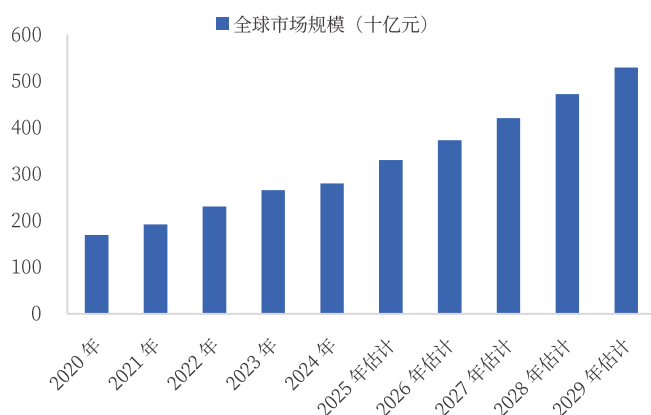
Chiller	-	100	100	200
电磁阀	-	500	1200	1500
水泵（含管路、传感器）	300	700	700	700
散热器	150	150	150	150
电池冷却板	-	600	600	600
其它	550~600	~1,500	~1,700	~1,700
单价值合计（元）	2150~2450	5,850~6,050	7,150~7,350	9,550~9,950

资料来源：盖世汽车，中国银河证券研究院

（二）全球新能源汽车零部件行业快速发展

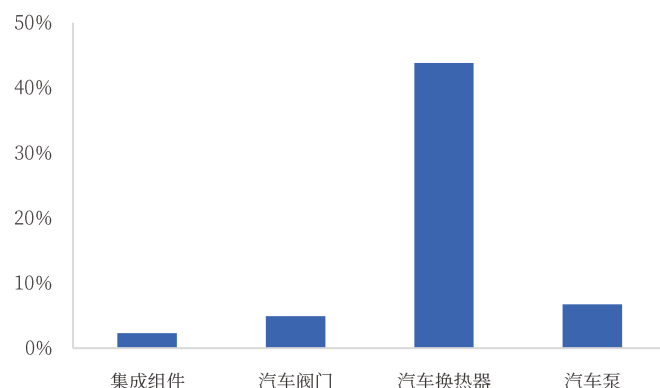
全球汽车热管理系统零部件行业迅速发展，新能源汽车热管理系统零部件收入的贡献显著提升。随着全球新能源汽车渗透率的提高以及新能源汽车热管理单车价值的提高，全球汽车热管理系统零部件市场收入从 2020 年的 1695 亿元增长至 2024 年的 2798 亿元，CAGR 为 13.3%，呈稳健上升趋势。其中，新能源汽车热管理系统零部件全球市场规模从 2020 年 164 亿元增至 2024 年 1162 亿元，CAGR 高达 63.1%。据 Frost & Sullivan 预计，2029 年全球汽车热管理系统零部件市场规模将增长至 5289 亿元，2024-2029 年 CAGR 为 13.6%，新能源汽车热管理系统零部件全球市场规模预计将增长至 3771 亿元，占全球市场收入的 71.3%，将成为未来行业增长的主要驱动力。此外，汽车热管理系统按类别可分为集成组件、汽车阀门、汽车泵及汽车换热器。其中，2024 年汽车换热器全球市场规模收入为 1226 亿元，占全球市场份额最高为 43.8%，汽车泵和汽车阀门占比分别为 6.7% 和 4.9%。

图18：全球汽车热管理系统零部件市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，三花智控招股说明书，中国银河证券研究院

图19：按收入计，2024 年全球汽车热管理零部件规模以换热器为主



资料来源：Frost & Sullivan，三花智控招股说明书，中国银河证券研究院

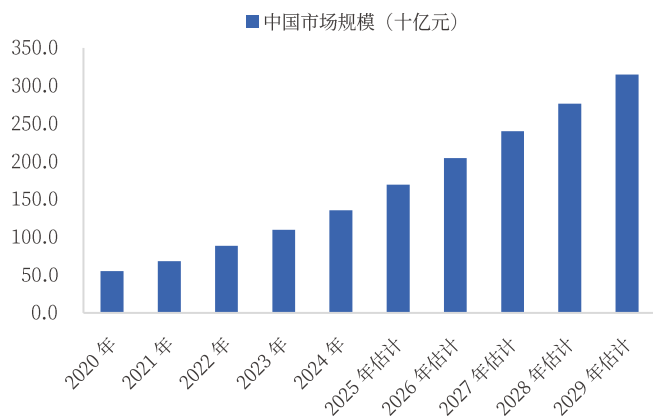
（三）中国为全球最大汽车热管理系统零部件市场

中国为全球最大汽车热管理系统零部件市场，增长动力主要来自新能源汽车渗透的持续提升。据 Frost & Sullivan，2024 年中国汽车热管理系统零部件市场规模为 1355 亿元，占全球市场规模的 48.4%；预计 2029 年将增长至 3149 亿元，全球份额进一步提升至 59.5%。随着中国新能源车渗透率的提升，中国新能源汽车热管理系统零部件市场规模由 2020 年 96 亿元增加至 2024 年的 980 亿元，CAGR 为 78.7%，预计至 2029 年将以 24.5% 的年复合增长率持续增长。

集成组件、车用电子膨胀阀、汽车电子水泵及电池冷却器等新能源汽车热管理系统的关键零部

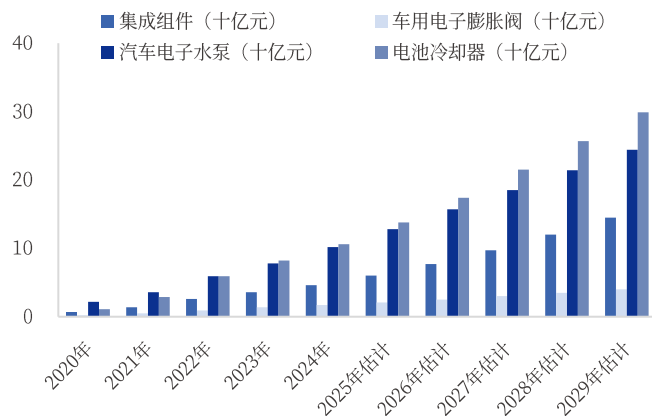
件增长迅速。据 Frost & Sullivan，2024 年集成组件、车用电子膨胀阀、汽车电子水泵及电池冷却器的中国市场规模分别是 46 亿元、17 亿元、102 亿元及 106 亿元，2020-2024 年间 CAGR 分别为 67.6%、75%、47.4%及 76.1%，增长明显快于其他类别零部件。

图20：中国汽车热管理系统零部件市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，三花智控 IPO 招股说明书，中国银河证券研究院

图21：中国汽车热管理系统关键零部件市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，三花智控 IPO 招股说明书，中国银河证券研究院

表7：中国汽车热管理系统关键零部件 CAGR

	2020-2024 年 CAGR	2024-2029 CAGR 估计
集成组件	67.6%	25.9%
车用电子膨胀阀	75.0%	18.4%
汽车电子水泵	47.4%	19.2%
电池冷却器	76.1%	23.0%

资料来源：Frost & Sullivan，三花智控 IPO 招股说明书，中国银河证券研究院

（四）新能源热管理业务持续高增，成长空间广阔

公司当前在新能源汽车热管理领域仍处于市占率爬坡阶段，主要由于业务起步相对较晚。该领域技术壁垒高、客户验证周期长，零部件需经历多轮测试，导入周期较长，短期放量受限。随着公司技术平台日益成熟、客户认证持续推进、品牌认知度不断提升，市占率有望在行业高景气与竞争格局演化中逐步提升。

公司自 2016 年布局新能源汽车热管理业务，依托在制冷领域的深厚技术积累，公司已逐步构建起涵盖冷媒侧阀件、水侧部件与智能控制产品在内的多元化产品体系。是行业内首家实现内平衡式车用电子膨胀阀量产的企业，该产品技术已获得“国际领先”认定，显示出较强的技术引领能力。近年来公司加速推进技术升级，先后完成商用车集成电子水泵、大行程 FBEV 电子膨胀阀、盘式多通电子水阀等多个关键研发项目，在流阻控制、系统集成、产品性能等方面实现突破，系统级交付能力不断增强。

表8：公司在新能源汽车热管理领域完成多个重要研发项目

研发项目	项目目标
商用车集成电子水泵开发	满足不同商用车的冷却需求，推动集成式电子水泵与其他热管理部件的深度集成。
大行程 FBEV 系列产品开发	实现更低流阻、更丰富的流量曲线，阀针行程较传统电子膨胀阀提升 2 倍以上。
盘式多通电子水阀开发	提升产品在流阻、内泄漏性能上的技术水平，增加汽车热管理产品系列。

资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

收购上海大创汽车技术有限公司后，公司新能源车热管理系统车单价提升。上海大创拥有较强的研发能力和产品成本优势，团队核心成员平均拥有 15 年以上的汽车零部件行业从业经验，截至本公告披露日，上海大创已获授权的境内发明专利共 13 项、境外发明专利 1 项。目前，上海大创已成为长城、长安、赛力斯、上汽大通、吉利、理想、宇通、重汽等整车制造企业的零部件供应商，新能源汽车热管理产品也已获得多家主机厂的定点。据公司公告，2025 年 5 月公司在手汽车热管理零部件累计定点订单规模约 150 亿元。

2024 年公司新能源汽车热管理业务收入达 8.1 亿元，同比+71.7%，2021-2024 年 CAGR 达 142.5%。尽管公司当前业务体量不及行业龙头，但毛利率提升较快，2024 年达 23.1%，高于银轮（19.5%）与拓普（17.1%），接近三花（27.6%），兼具成长确定性与盈利质量。在新能源车热管理需求高景气的背景下，公司加快资源投入与产能建设，持续推进新项目落地，业务有望持续放量，成为公司营收与利润增长的重要驱动力。

表9：盾安环境与可比公司汽车热管理业务对比

公司	盾安环境			三花智控			银轮股份			拓普集团		
业务对比	汽车热管理 (亿元)	YOY	毛利率	汽车零部件 (亿元)	YOY	毛利率	热交换器 (亿元)	YOY	毛利率	热管理系统 (亿元)	YOY	毛利率
2019				16.5		30.6%	38.9		23.6%			
2020				24.7	49.6%	29.7%	49.0	25.8%	23.5%			
2021	0.5			48	94.5%	23.8%	62.8	28.3%	19.7%	12.8		17.8%
2022	2.0	290.0%	17.6%	75.1	56.5%	25.9%	71.0	12.9%	19.6%	13.7	6.5%	18.6%
2023	4.7	136.5%	22.4%	99.1	31.9%	27.4%	91.8	29.3%	20.3%	15.5	13.1%	18.9%
2024	8.1	71.7%	23.1%	113.9	14.9%	27.6%	119.8	30.6%	19.5%	21.4	38.2%	17.1%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（注：银轮股份 2024 年热交换器营业收入统计口径调整，包含尾气处理和热交换器两部分）

四、积极布局制冷设备、储能热管理等商用领域

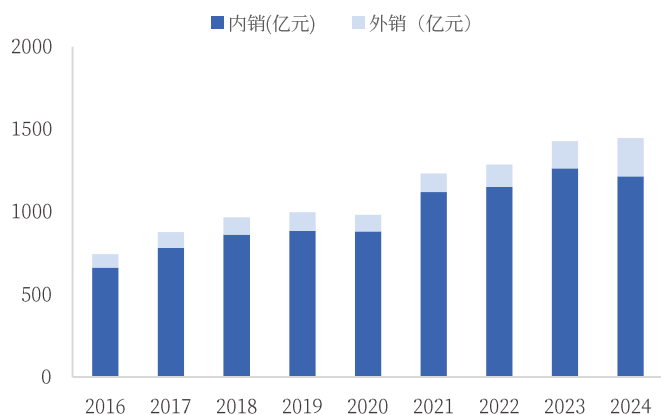
（一）商用空调稳健增长，核电空调细分领域领先

公司制冷设备产品涵盖商用设备、特种制冷设备及热泵设备三大核心业务板块。其中，商用空调市场规模稳步增长，根据产业在线数据，2024 年中国中央空调整体销售市场规模达 1447 亿元，同比增长 1.3%。其中，公司代表产品满液式螺杆冷水机组适用于多种中大型建筑冷源配置场景，据 i 传媒数据，2024 年公司在冷水螺杆机市场占有率为 4.0%，目前在整体商用空调领域公司市占率仍处于较低水平，未来仍有较大成长空间。

公司深耕于特种制冷设备细分领域，核电空调系统具备显著领先地位。核电空调为核电站关键配套设备，其市场增长与全球核电复苏进程高度绑定。据全球环保研究网预计，2025 年全球核电装机容量将达到 430GW，中国占比升至 25% 以上，带动核电空调需求年复合增长率维持在 9.3%。公司是国内首家为核电站配套生产核级冷水机组且具有自主知识产权的企业，相关技术已获得“国际先进”认定，具备完整的暖通系统总包能力。公司目前在核电空调领域市场占有率领先，并主导核电空调相关标准的制定。

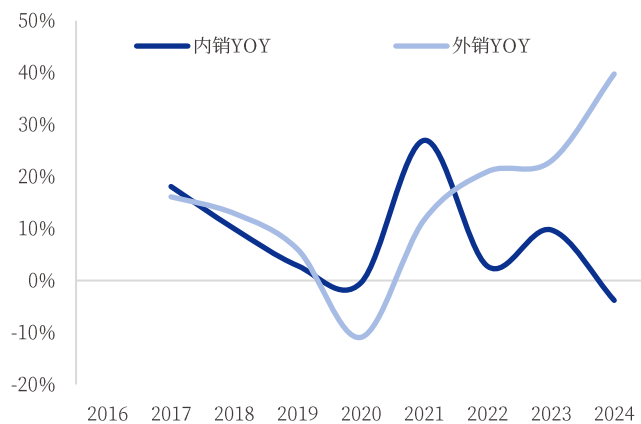
近年来，受商用制冷发展缓慢及出口方面波动，公司制冷设备业务收入增长疲弱。2024 年公司制冷设备收入达 14.96 亿元，同比下降 9%，2019-2024 年 CAGR 为 -3.24%。中国中央空调市场虽面临房地产市场低迷等挑战，但 2024 年 5 月国务院发布的《2024—2025 年节能降碳行动方案》提出，到 2025 年，在运工商用制冷设备、家用制冷设备中的高效节能产品占比分别达到 40%、60%。2024 年 10 月国家发展改革委等部门发布的《关于大力实施可再生能源替代行动的指导意见》提出因地制宜推进地热能、空气源热泵和集中式生物质能等供热制冷应用。未来制冷设备行业整体仍展现出一定的韧性和发展机遇。公司将紧跟国家政策及行业发展趋势，坚守产品品质、把握市场方向，积极拓展电子净化、新能源、高端精密制造、医院医药、农林牧渔、区域能源等新兴行业的制冷供暖设备应用，并围绕新兴行业需求推出定制解决方案，同时持续深化特种行业包括核电、储能、轨道交通、冷链等市场，稳步提升公司制冷设备行业地位。

图22：中国中央空调销售市场规模



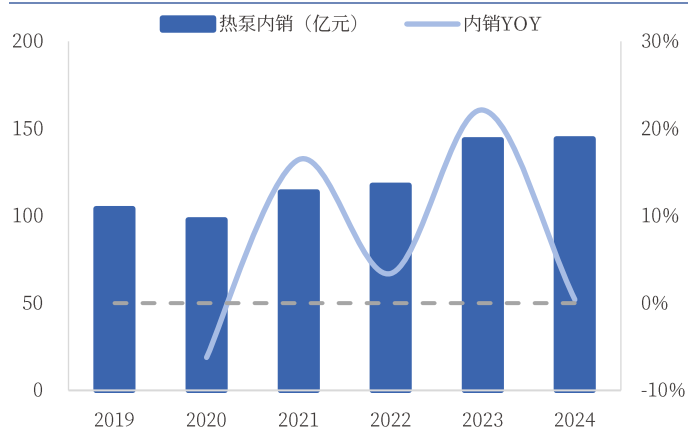
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图23：中国中央空调内外销增长率



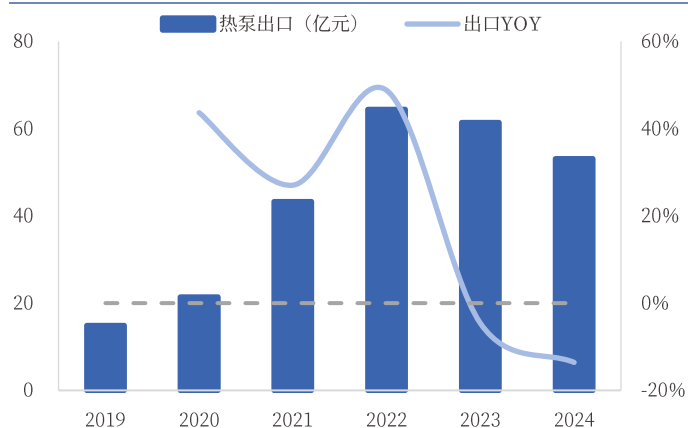
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图24：中国热泵内销出货规模及 YOY（年度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图25：中国热泵出口出货规模及 YOY（年度）

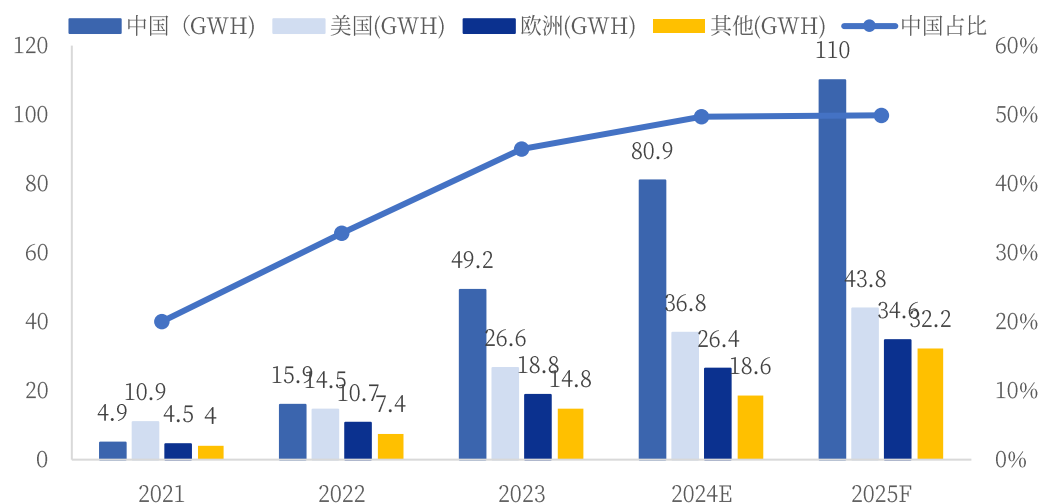


资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

（二）储能热管理前景广阔，公司热管理技术实现复用

储能市场快速增长，发展前景广阔。2024年全国人民代表大会常务委员会通过并发布《中华人民共和国能源法》，首次将新型储能纳入法律体系，明确其作为电力系统“关键调节资源”的法定地位，同年国家发展改革委、国家能源局、国家数据局制定了《加快构建新型电力系统行动方案》，明确提出推动储能参与电力市场交易。根据中国化学与物理电源行业协会储能应用分会不完全统计，2024年中国新型储能新增投运109.8GWh（YOY+136%），新型储能累计装机达184.2GWh，功率和容量分别同比增长126.5%和147.5%，首次超越抽水蓄能，成为电力系统第二大灵活调节资源。全球方面，TrendForce数据显示在2020年到2023年，全球新型储能装机从11.3GWh快速提升到了110GWh，年均复合增长速度高达113%，呈现出快速上升的趋势，预计2025年全球储能新增装机有望达86GW/221GWh，同比增长27%/36%。

图26：全球储能装机区域分布



资料来源：TrendForce，中国银河证券研究院

储能系统中热管理成本占比约2%-4%，其中液冷技术因散热效率优势（较风冷提升3倍）成为主流，2025年液冷渗透率预计达45%。我们预计2025年全球储能新增装机230GWh，按液冷渗透

率 45%、单 GWh 热管理成本 1.2 亿元（2022 年液冷系统采购单价约 1.42 元/Wh-1.61 元/Wh。）计算，全球热管理市场规模超过 120 亿元。其中，压缩机/换热器/水泵等核心部件需求增长，我们预计 2025 年全球市场规模约 40 亿元。

储能电池热管理系统相较于动力电池呈现出使用环境的差异性，对热管理技术提出更高要求。在电化学储能系统中，温控系统是保障安全运行与性能优化的核心模块。随着全球储能装机规模快速增长，以及储能电池单体功率密度逐步提升，对热管理技术提出更高要求。随着大型储能项目建设，液冷储能系统正逐步成为市场技术主流。

表10：热管理主流技术路径对比

技术路线	换热系数	温差控制	系统复杂度	适用场景	特点
风冷	20-100	非均匀	低	低功率密度场景	具有结构简单、易维护、成本低等优点，但散热效率、散热速度和均温性较差。适用于产热率较低的场合。
液冷	1000-1.5 万	均匀	高	高功率密度场景	散热效率、散热速度和均温性好，但成本较高，且有冷液泄露风险。适用于电池包能量密度高，充放电速度快，环境温度变化大的场合。
相变材料	/	均匀	低	中等密度环境场景	分别通过介质在热管中的蒸发吸热和材料的相变转换来实现电池的散热，系统安装简单，技术较为成熟

资料来源：碳索储能网，中国银河证券研究院

根据盾安环境公告，公司液冷机组产品在储能应用领域已取得良好进展，成功获取多家行业前十客户订单。其中，株洲中车、比亚迪、宁德时代(换电)、国轩高科等头部企业已进入批量供货阶段；阳光电源、海博思创、金风科技等客户也已进入送样验证或小批供货阶段。2025 年 6 月 16 日，格力电器董秘透露，公司携手格力电器合作的 6.003MWh 工业储能项目启动，此次储能项目并非传统意义上的屋顶光伏项目，而是专注于工商业储能的创新尝试。依托格力“零碳源”技术体系和盾安的液冷系统，项目旨在实现工厂厂房能源的高效利用和绿色转型。未来，格力新能源与盾安环境计划在长三角和珠三角区域内联合建设多个能源项目，通过资源互补、技术互通、市场共享，形成强大的能源产业合力。

五、可比公司对比与盈利预测

(一) 与可比公司相比

我们按照公司开展的业务板块梳理可比公司：1) 制冷零部件行业，国内可比公司为三花智控及海立股份，海外对标企业为艾默生电气和派克汉尼汾；2) 汽车热管理零部件及解决方案，对应可比公司为 A 股上市公司银轮股份、拓普集团、奥特佳和松芝股份，海外对标企业为日本电装、翰昂系统、法雷奥集团。

表11：三花智控海内外可比公司

业务领域	分类	公司名称	代码	相关业务及产品比较情况
制冷阀零部件	国内企业	三花智控	002050.SZ	制冷零部件龙头，阀产品及新能源车热管理零部件产品丰富
		海立股份	600619.SH	专注于制冷压缩机及零部件，覆盖家用空调、商用空调、新能源汽车热管理等领域
	海外公司	艾默生电气	EMR.N	提供自动化解决方案和商住解决方案。其中商住解决方案专注于商业和住宅领域的暖通空调、冷链管理、家居自动化等产品和服务
		派克汉尼汾	PH.N	旗下品牌斯波兰（SPORLAN）专注于 HVAC 和制冷行业，核心产品包括膨胀阀、制冷阀、电磁阀、干燥过滤器、隔离阀、过滤器、压力调节阀等
汽车热管理零部件及解决方案	国内企业	银轮股份	002126.SZ	国内汽车热管理行业龙头企业，专注于热交换器、汽车空调等热管理产品，客户包含宝马、吉利等国内外知名车企。
		拓普集团	601689.SH	热管理系统占公司总营收 8.4%，包括集成式热泵总成、多通阀等，其中电子水阀、电子膨胀阀等核心部件优势明显
		奥特佳	002239.SZ	汽车空调压缩机龙头，阀体集成技术领先，汽车空调压缩机与汽车空调系统合计收入占比超 9 成
		松芝股份	002454.SZ	乘用车空调与大中型客车空调收入占比超 8 成，2024 年电池热管理产品占比 2.4%
	海外公司	日本电装	6902.T	从事汽车零部件及系统、工业产品和家用电器的供应，包括热力系统、动力传动系统、安全座椅系统以及汽车维修用零部件和配件。
		翰昂系统	018880.KS	提供汽车热管理系统和汽车零部件的制造和销售。其核心产品包括车用空调（HVAC）系统，压缩机、动力系统冷却、电池热管理系统、热泵系统等其他汽车用产品
		法雷奥集团	FR.PA	生产和销售供轿车、卡车使用的汽车零部件、系统集成、及模块的综合性部件供应商

资料来源：iFinD，公司公告，三花智控 IPO 招股说明书，中国银河证券研究院

根据与可比公司的杜邦分析，2024 年公司 ROE 处于可比公司中较为领先的水平。2024 年公司 ROE 为 21.1%，在制冷产业链及汽车热管理领域中均处于领先水平，主要得益于较高的资产周转率和权益乘数。

图27：2024 年可比公司杜邦分析

			ROE	=	归母净利率	×	资产周转率（次）	×	权益乘数
盾安环境			21.1%		8.2%		1.1		2.3
制冷阀零部件	国内企业	三花智控	16.7%		11.1%		0.8		1.8
		海立股份	0.6%		0.2%		0.8		3.7
	海外公司	艾默生电气	9.3%		11.3%		0.4		2.1
		派克汉尼汾	25.4%		14.3%		0.7		2.6
汽车热管理零部件及解决方案	国内企业	银轮股份	13.4%		6.2%		0.7		3.0
		拓普集团	18.0%		11.3%		0.8		2.0
		奥特佳	1.9%		1.3%		0.7		2.2
		松芝股份	3.5%		2.7%		0.6		2.0
	海外公司	日本电装	6.3%		4.4%		0.9		1.7
		翰昂系统	-13.9%		-3.6%		1.0		3.8
		法雷奥集团	4.4%		0.8%		1.0		6.0

资料来源：iFinD，Wind，中国银河证券研究院

（二）公司估值低于可比公司均值

我们选取可比公司中 A 股上市公司对比估值。截至 2025 年 8 月 1 日，盾安环境 2025 年预测市盈率为 10.8 倍，远低于公司 2022 年以来均值（17.06），且与可比公司相比，2025 年、2026 年预测市盈率分别为远低于可比公司估值算数均值。

表12：可比公司估值表

分类	股票代码	公司名称	收盘价 08-01	总市值 (亿元)	归母净利润（百万元）			市盈率		
					2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
制冷阀零部件	002050.SZ	三花智控	26.3	1,095	3,989	4,789	5,699	27.5	22.9	19.2
	600619.SH	海立股份	15.6	132	34	-	-	389.4	-	-
汽车热管理零部件及解决方案	002126.SZ	银轮股份	28.8	240	784	1,066	1,343	30.7	22.5	17.9
	601689.SH	拓普集团	45.7	794	3,001	3,637	4,469	26.5	21.8	17.8
	002239.SZ	奥特佳	2.9	95	106	-	-	90.1	-	-
	002454.SZ	松芝股份	8.0	51	136	171	213	37.0	29.6	23.7
算数平均值								106.5	25.0	20.3
	002011.SZ	盾安环境	11.5	122.7	1,045	1,141	1,326	11.8	10.8	9.3

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

注：除盾安环境及三花智控外，其他公司归母净利润预测值均为同花顺统计市场一致预期；综合平均值指总市值/总归母净利润

图28：盾安环境历史估值（PE-TTM）区间



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

（三）盈利预测及投资建议

营业收入：我们预计 2025/2026/2027 年，公司制冷配件业务收入分别同比增长 10.0%/8.0%/7.0%，考虑到公司收购并增资上海大创，我们预计汽车热管理业务收入分别同比增长 67.0%/40.0%/25.0%。整体来看，我们预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 141.17/156.14/170.03 亿元，分别同比增长 11.3%/10.6%/8.9%。

归母净利润：我们预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 11.41/13.26/14.96 亿元，分别同比增长 9.2%/16.2%/12.8%；EPS 分别为 1.07/1.24/1.40 元每股，对应 PE 分别为 10.8/9.3/8.2 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表13：公司盈利预测主要指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	12,678	14,117	15,614	17,003
收入增速	11.4%	11.3%	10.6%	8.9%
归母净利润（百万元）	1,045	1,141	1,326	1,496
利润增速	41.6%	9.2%	16.2%	12.8%
摊薄 EPS(元)	0.98	1.07	1.24	1.40
PE	11.75	10.75	9.25	8.21

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院预测（预测日期为 2025 年 8 月 1 日）

(四) 绝对估值

我们采用 FCFF 法分增长期（2025-2027 年）、过渡期（2028-2034 年）、永续增长期（2035 年及以后）三阶段对公司进行绝对估值，主要参数设定及依据如下表所示。以 2025 年 7 月 30 日公司股本为基准，在加权平均资本成本（WACC）为 7.43%、永续增长率（g）为 0.7% 时，公司对应每股价值为 29.26 元。

在折现率正负波动 0.5%、永续增长率（g）正负波动 0.2% 的情况下，公司 A 股合理价值区间为 26.96~32.05 元/股，对应市值区间为 287~341 亿元，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

表14: FCFF 核心假设

指标	数值	说明
无风险利率 Rf	1.71%	取 2025 年 7 月 31 日十年期国债收益率
市场预期收益率 Rm	8%	参考沪深 300 历史平均收益率，假设市场预期收益率为 8%
贝塔值(B)	1.00	取公司近 3 年期间原始 Beta（频率为周度），标的指数为沪深 300
WACC	7.43%	通过公式 $WACC = K_d * W_d * (1 - T) + K_e * (1 - W_d)$ 计算得到
税率 T	15%	公司为高新技术企业，按 15% 的税率计缴企业所得税
永续增长率 g	0.7%	假设公司永续增长率为 1.2%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表15: WACC 估值敏感性分析表（单位：元/股）

		WACC						
		5.93%	6.43%	6.93%	7.43%	7.93%	8.43%	8.93%
永续增长率	0.10%	34.72	32.09	29.85	27.93	26.25	24.77	23.47
	0.30%	35.46	32.70	30.35	28.34	26.60	25.07	23.72
	0.50%	36.26	33.34	30.88	28.78	26.96	25.38	23.99
	0.70%	37.12	34.03	31.45	29.24	27.35	25.71	24.26
	0.90%	38.05	34.78	32.05	29.74	27.76	26.05	24.56
	1.10%	39.06	35.57	32.69	30.26	28.20	26.42	24.86
	1.30%	40.15	36.43	33.38	30.82	28.66	26.80	25.19

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

六、风险提示

制冷设备行业增长不及预期风险：公司制冷设备业务收入与商业制冷市场高度相关，房地产景气疲弱将对公司相关业务收入造成影响。

新能源车热管理竞争加剧的风险。新能源汽车市场竞争加剧的风险，公司为新能源车热管理龙头企业，若市场需求不足，将对公司产品销售造成影响。

图表目录

图 1: 公司上市以来股价表现（数据截止 2025-07-22）	3
图 2: 公司营业收入及增长率	4
图 3: 公司归母净利润及增长率	4
图 4: 公司营业收入按产品分类	4
图 5: 公司 ROE、毛利率、归母净利率	4
图 6: 公司年度内外销营收	6
图 7: 公司分区域毛利率对比	6
图 8: 制冷空调控制元器件全球市场规模	7
图 9: 全球制冷空调控制元器件市场结构（2024 年，按收入）	7
图 10: 2024 年全球关键制冷空调控制元器件市场规模	7
图 11: 中国是全球最大的制冷空调控制元器件市场（按收入）	8
图 12: 中国制冷空调控制元器件的市场规模	8
图 13: 关键制冷空调元器件中国市场收入（2024 年）	8
图 14: 盾安环境与三花智控制冷配件业务营收对比	9
图 15: 盾安环境与三花智控制冷配件业务毛利率对比	9
图 16: 我国乘用车销量及增速	10
图 17: 我国新能源汽车销量及增速	10
图 18: 全球汽车热管理系统零部件市场规模	11
图 19: 按收入计，2024 年全球汽车热管理零部件规模以换热器为主	11
图 20: 中国汽车热管理系统零部件市场规模	12
图 21: 中国汽车热管理系统关键零部件市场规模	12
图 22: 中国中央空调销售市场规模	14
图 23: 中国中央空调内外销增长率	14
图 24: 中国热泵内销出货规模及 YOY（年度）	15
图 25: 中国热泵出口出货规模及 YOY（年度）	15
图 26: 全球储能装机区域分布	15
图 27: 2024 年可比公司杜邦分析	18
图 28: 盾安环境历史估值（PE-TTM）区间	19

表 1: 公司产品拆分表.....4

表 2: 公司 2024-2026 股东回报计划.....5

表 3: 公司股权激励目标.....5

表 4: 全球关键制冷空调元器件市场规模 CAGR7

表 5: 中国关键制冷空调元器件 CAGR.....8

表 6: 新能源车热管理单车价值量与传统燃油车对比 10

表 7: 中国汽车热管理系统关键零部件 CAGR..... 12

表 8: 公司在新能源汽车热管理领域完成多个重要研发项目 13

表 9: 盾安环境与可比公司汽车热管理业务对比..... 13

表 10: 热管理主流技术路径对比..... 16

表 11: 三花智控海内外可比公司..... 17

表 12: 可比公司估值表..... 18

表 13: 公司盈利预测主要指标..... 19

表 14: FCFF 核心假设..... 20

表 15: WACC 估值敏感性分析表（单位：元/股） 20

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9,690	10,702	12,545	14,246
现金	3,200	3,594	4,629	5,474
应收账款	2,333	2,666	3,036	3,401
其它应收款	93	78	87	94
预付账款	66	75	78	87
存货	1,660	1,692	1,867	2,083
其他	2,337	2,595	2,848	3,107
非流动资产	2,463	2,620	2,754	2,864
长期投资	408	408	408	408
固定资产	1,132	1,140	1,124	1,088
无形资产	354	520	679	829
其他	569	552	543	539
资产总计	12,153	13,321	15,299	17,110
流动负债	6,199	6,308	7,072	7,545
短期借款	444	444	444	444
应付账款	2,504	2,642	2,926	3,215
其他	3,251	3,222	3,702	3,886
非流动负债	443	443	443	443
长期借款	306	306	306	306
其他	137	137	137	137
负债总计	6,642	6,751	7,515	7,988
少数股东权益	2	3	5	6
归属母公司股东权益	5,509	6,567	7,779	9,116
负债和股东权益	12,153	13,321	15,299	17,110
现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,161	848	1,502	1,363
净利润	1,040	1,142	1,328	1,497
折旧摊销	270	178	202	226
财务费用	39	25	25	25
投资损失	-16	-12	-24	-21
营运资金变动	-251	-547	-106	-444
其它	79	61	78	80
投资活动现金流	-475	-346	-329	-333
资本支出	-381	-357	-353	-354
长期投资	-95	0	0	0
其他	1	12	24	21
筹资活动现金流	-407	-109	-139	-184
短期借款	-205	0	0	0
长期借款	-395	0	0	0
其他	194	-109	-139	-184
现金净增加额	297	394	1,034	846

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	12,678	14,117	15,614	17,003
营业成本	10,368	11,489	12,652	13,727
税金及附加	53	56	62	68
销售费用	332	367	398	425
管理费用	387	445	500	553
研发费用	503	579	640	697
财务费用	-5	-23	-29	-44
资产减值损失	-19	-15	-13	-7
公允价值变动收益	-3	0	0	0
投资收益及其他	164	129	146	145
营业利润	1,182	1,318	1,523	1,715
营业外收入	12	8	8	8
营业外支出	26	35	30	32
利润总额	1,168	1,291	1,500	1,692
所得税	128	148	173	195
净利润	1,040	1,142	1,328	1,497
少数股东损益	-5	1	1	1
归属母公司净利润	1,045	1,141	1,326	1,496
EBITDA	1,433	1,446	1,673	1,873

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	11.4%	11.3%	10.6%	8.9%
营业利润增长率	22.0%	11.5%	15.5%	12.6%
归属母公司净利润增	41.6%	9.2%	16.2%	12.8%
毛利率	18.2%	18.6%	19.0%	19.3%
净利率	8.2%	8.1%	8.5%	8.8%
ROE	19.0%	17.4%	17.0%	16.4%
ROIC	14.9%	14.0%	14.1%	13.8%
资产负债率	54.6%	50.7%	49.1%	46.7%
净资产负债率	120.5%	102.7%	96.5%	87.6%
流动比率	1.56	1.70	1.77	1.89
速动比率	1.22	1.34	1.43	1.53
总资产周转率	1.11	1.11	1.09	1.05
应收账款周转率	5.82	5.65	5.48	5.28
应付账款周转率	4.55	4.47	4.54	4.47
每股收益	0.98	1.07	1.24	1.40
每股经营现金	1.09	0.80	1.41	1.28
每股净资产	5.17	6.16	7.30	8.56
P/E	11.75	10.75	9.25	8.21
P/B	2.23	1.87	1.58	1.35
EV/EBITDA	7.34	7.00	5.43	4.40
PS	0.97	0.87	0.79	0.72

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

何伟，研究所副所长、大消费组组长。上海交通大学理学硕士。2009-2011 入职光大证券研究所担任家电分析师；2012-2024 入职中国国际金融股份有限公司担任家电首席分析师，董事总经理；2025 年加入中国银河证券股份有限公司研究院。

杨策，家电行业分析师。伦敦国王大学理学硕士，2018 年加入中国银河证券股份有限公司研究院，从事家电行业研究工作。

刘立思，家电行业分析师。中央财经大学本硕，2022 年加入中国银河证券研究院，主要从事家电行业研究工作。

陆思源，家电行业分析师。加州大学圣地亚哥分校金融硕士，2023 年加入中国银河证券研究院，从事家电行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅 10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
公司评级	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn