

汽车热管理高增，盈利能力改善

2025 年 08 月 23 日

核心观点

- **业绩表现稳健，汽车热管理收入高速增长：**公司实现营业总收入 67.29 亿，同比+6.05%；实现归母净利润 5.35 亿，同比+12.94%；扣非后归母净利润为 5.17 亿，同比+11.04%。其中，汽车热管理收入 4.81 亿元，同比增长 81.84%，公司在技术和产品性能上领先市场，已成为比亚迪、上汽、吉利、长安、奇瑞、广汽等国内知名主机厂供应商，在手定点订单超 150 亿，有望持续贡献增量。
- **以旧换新政策支持空调产销景气，公司制冷零部件基本盘稳固：**1) 2025H1 制冷空调零部件实现营收 54.12 亿元，同比增长 8.8%，毛利率 17.78%，同比小幅下滑 0.66 个百分点。2) 根据产业在线数据，2025 年上半年中国家用空调总产量同比增长 6.91%；总销量同比增长 8.30%；其中内销同比增长 8.97%，出口同比增长 7.52%。公司作为行业领先的制冷空调阀零部件供应商，收入增长与行业景气相匹配。3) 后续几个月空调内销预计将有压力，以旧换新政策力度支撑力度减弱，且未来还将面临去年同期的高基数影响，产业在线数据，8、9、10 月空调内销排产量较去年出货实绩分别-11.9%、-7.7%、-4.7%，下半年空调景气度下降。
- **制冷设备业务短期承压，储能液冷技术优势未来或将在数据中心领域复用：**受大型公建项目减少等宏观环境影响，制冷设备业务短期承压，上半年制冷设备收入 4.83 亿，同比下滑 31.43%，毛利率同比下降了 2.69 个百分点。面对市场竞争加剧，公司积极调整发展战略，聚焦冷链建设、储能、核电等政策强驱动领域，深度绑定政策红利释放的增量市场。储能热管理方面，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，随着国内外数据中心建设发展，公司在储能热管理领域技术优势有望实现复用。
- **投资建议：**我们预计 2025-2027 年公司营业收入为 141.17/156.14/170.03 亿元，同比+11.3%/+10.6%/+8.9%；归母净利润 11.49/13.40/15.12 亿元，同比+9.9%/+16.6%/+12.8%；EPS 分别为 1.08/1.26/1.52 元；当前股价对应 PE 分别为 12.31/10.55/9.35 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**制冷设备增长不及预期风险；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 22 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	1,149	1,340	1,512
利润增速	41.6%	9.9%	16.6%	12.8%
摊薄 EPS(元)	0.98	1.08	1.26	1.42
PE	13.53	12.31	10.55	9.35

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 维持评级

分析师

何伟

✉: hewei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525010001

杨策

✉: yangce_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520050005

陆思源

✉: lusiyan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525060001

刘立思

✉: liulisi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524070002

市场数据

2025 年 08 月 22 日

股票代码	002011.SZ
A 股收盘价(元)	13.27
上证指数	3,825.76
总股本(万股)	106,544
实际流通 A 股(万股)	91,939
流通 A 股市值(亿元)	122.00

相对沪深 300 表现图

2025 年 08 月 22 日



资料来源：中国银河证券研究院

一、公司经营情况

（一）公司业务拆分

2025 年上半年，公司业绩实现稳健增长。报告期内，公司实现营业总收入 67.29 亿，同比增长 6.05%；实现归母净利润 5.35 亿，同比增长 12.94%；扣非后归母净利润为 5.17 亿，同比增长 11.04%。其中：

上半年公司汽车热管理收入 4.81 亿元，同比增长 81.84%，公司在技术和产品性能上领先市场，已成为比亚迪、上汽、吉利、长安、奇瑞、广汽等国内知名主机厂的可靠供方，在手订单较为充足，已成为公司收入增长的重要驱动。

2025H1 制冷空调零部件实现营收 54.12 亿元，同比增长 8.8%，毛利率 17.78%，同比小幅下滑 0.66 个百分点。根据产业在线数据，2025 年上半年中国家用空调总产量同比增长 6.91%；总销量同比增长 8.30%；其中内销同比增长 8.97%，出口同比增长 7.52%。公司作为行业领先的制冷空调阀零部件供应商，收入增长与行业景气相匹配。

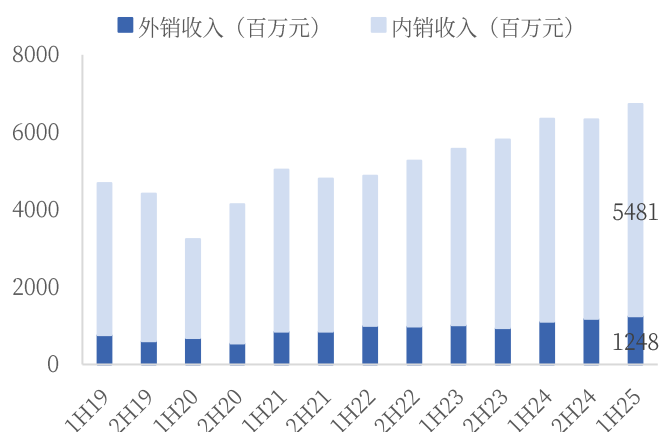
制冷设备业务短期承压，储能液冷技术优势未来或将在数据中心领域复用：受大型公建项目减少等宏观环境影响，制冷设备业务短期承压，上半年制冷设备收入 4.83 亿，同比下滑 31.43%，毛利率同比下降了 2.69 个百分点。面对市场竞争加剧，公司积极调整发展战略，聚焦冷链建设、储能、核电等政策强驱动领域，深度绑定政策红利释放的增量市场。储能热管理方面，公司液冷机组应用于储能领域已取得良好进展，已成功获取行业前十客户订单，其中比亚迪、宁德时代（换电）、国轩高科等头部储能客户已进入批量供货，随着国内外数据中心建设发展，公司在储能热管理领域技术优势有望实现复用。

表1：公司营业收入分品类拆分

	2022	2023	2024	2025H1	2022	2023	2024	2025H1
营业收入（百万元） /YOY	10,209	11,382	12,678	6,729	3.80%	11.50%	11.40%	6.05%
制冷配件产业	7,776	8,456	9,612	5,412	0.20%	8.70%	13.70%	8.8%
制冷设备产业	1,490	1,646	1,496	483	-0.20%	10.50%	-9.20%	-31.43%
汽车热管理产业	200	473	812	481	290.00%	136.50%	71.70%	81.84%
其他业务	743	807	759	353	38.90%	8.60%	-6.00%	-12.16%
分地区-国内	8,163	9,434	10,397	5,481	0.27%	15.57%	10.21%	4.54%
分地区-国外	1,981	1,949	2,281	1,248	16.77%	-1.63%	17.06%	13.23%
毛利率/YOY	16.90%	19.20%	18.20%	17.32%	+0.6pct	+2.3pct	-1.0pct	-0.68pct
制冷配件产业	16.80%	19.40%	18.60%	17.78%	+1.5pct	+2.6pct	-0.8pct	-0.66pct
制冷设备产业	24.10%	24.70%	21.10%	18.86%	+0.3pct	+0.6pct	-3.6pct	-2.69pct
汽车热管理产业	17.60%	22.40%	23.10%	-	+4.5pct	+4.8pct	+0.8pct	-
其他业务	3.30%	3.50%	2.70%	-	-6.9pct	+0.2pct	-0.8pct	-
分地区-国内	15.57%	16.99%	16.41%	14.97%	-0.81pct	+1.42pct	-0.59pct	-0.83pct
分地区-国外	22.91%	29.83%	26.51%	27.63%	+6.97pct	+6.92pct	-3.32pct	-0.04pct

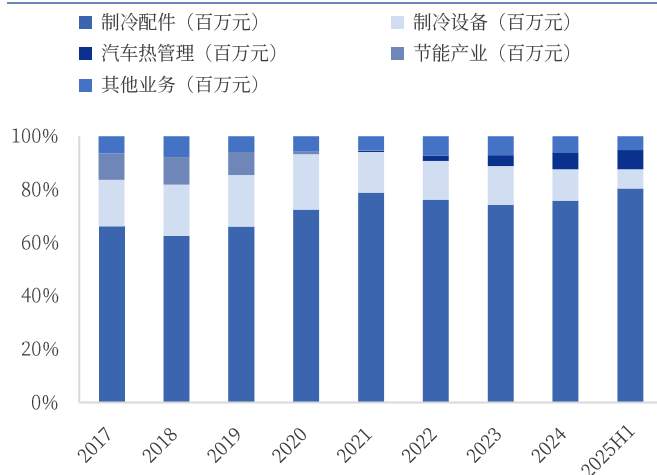
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图1: 公司营业收入 (按内外销)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图2: 公司营业收入结构

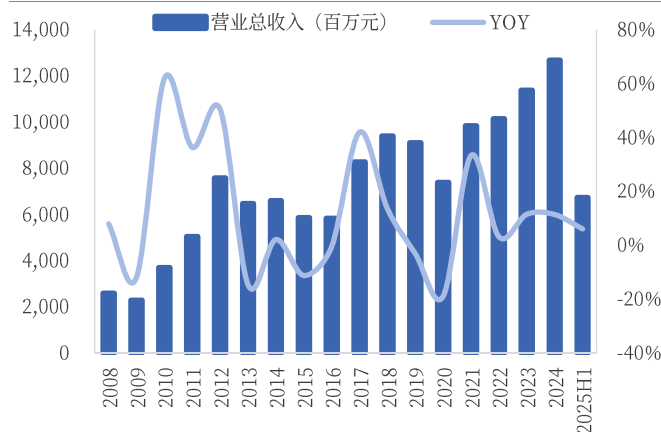


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(二) 公司主要财务

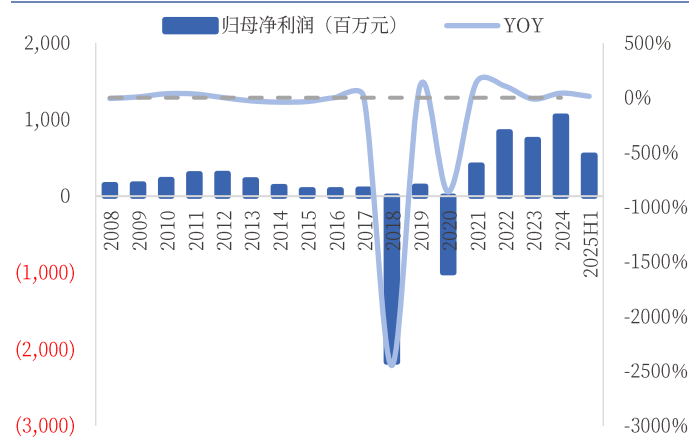
25H1 公司毛利率为 17.32%，同比下降 0.54pct；其中 25Q2 毛利率为 18.27%，同比增长 0.09pct，单季盈利能力有所改善。公司净利率方面，上半年归母净利率为 7.95%，同比增长 0.49pct；Q2 归母净利率为 8.57%，同比增长 1.43pct，主要得益于管理费用管控成效显著。费用端方面，上半年公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 2.52%/2.49%/0.01%/3.64%，同比 -0.03/-0.69/+0.19/+0.24pct，研发费用投入有所加大，有望补充公司发展后劲。

图3: 公司营业收入及增长率



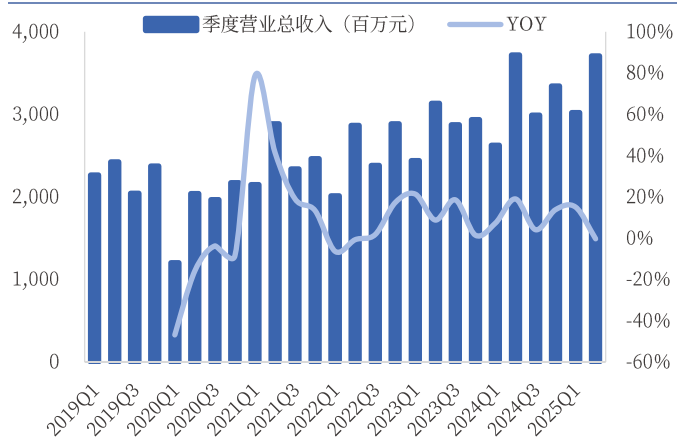
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图4: 公司归母净利润及增长率



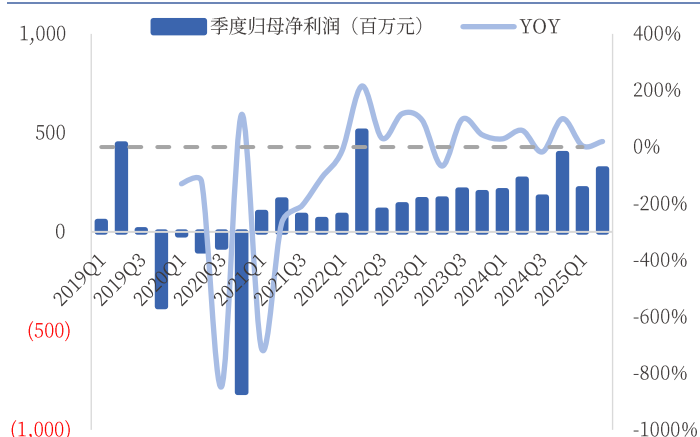
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图5：公司季度营业总收入及 YOY



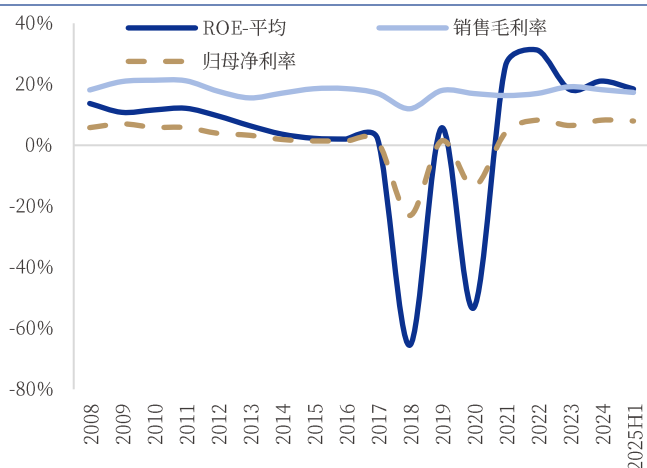
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图6：公司季度归母净利润及 YOY



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

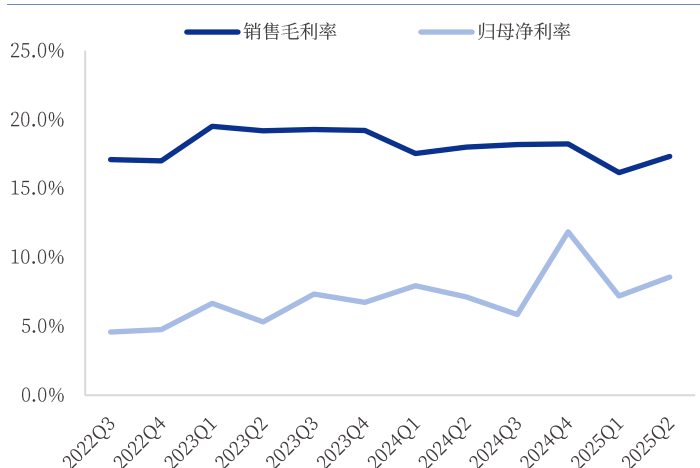
图7：公司年度 ROE-平均、销售毛利率、归母净利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

备注：2025H1ROE-平均为年化数据

图8：公司季度销售毛利率及归母净利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、暖通空调行业情况

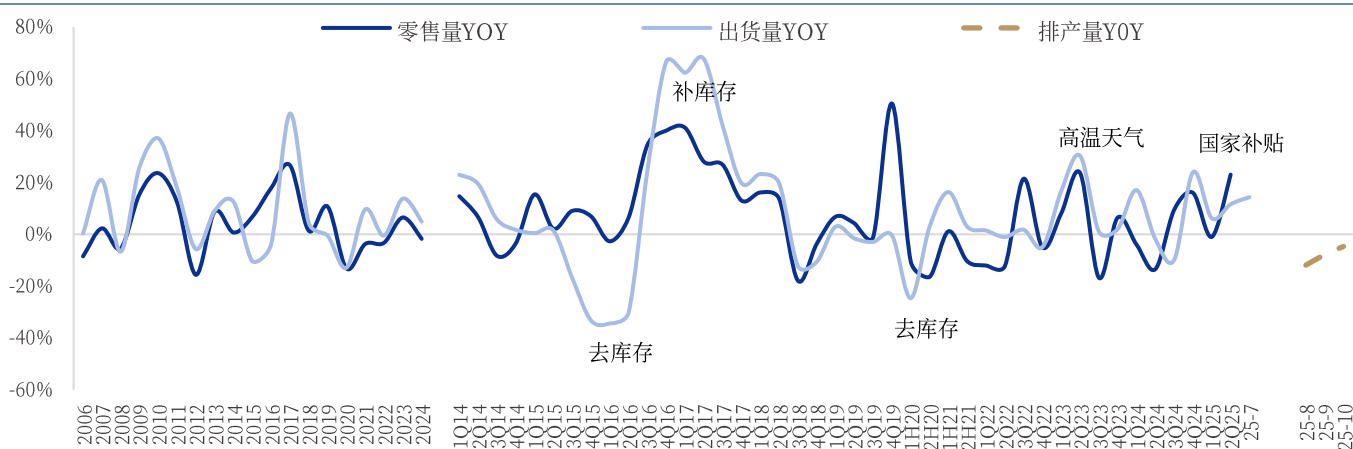
（一）7月家用空调内销出货量表现亮眼

7月空调内销出货量表现亮眼，后续预计将有压力。

1) 产业在线数据，2025年7月空调内销出货量1058万台，同比+14.3%，主要受全国多地持续性高温驱动。

2) 后续几个月空调内销预计将有压力。一方面，8月进入雨季，频繁的降雨天气将对空调的需求以及安装造成影响；另一方面，以旧换新政策力度支撑力度减弱，且未来还将面临去年同期的基数影响。产业在线数据，8、9、10月空调内销排产量较去年出货实绩分别-11.9%、-7.7%、-4.7%。

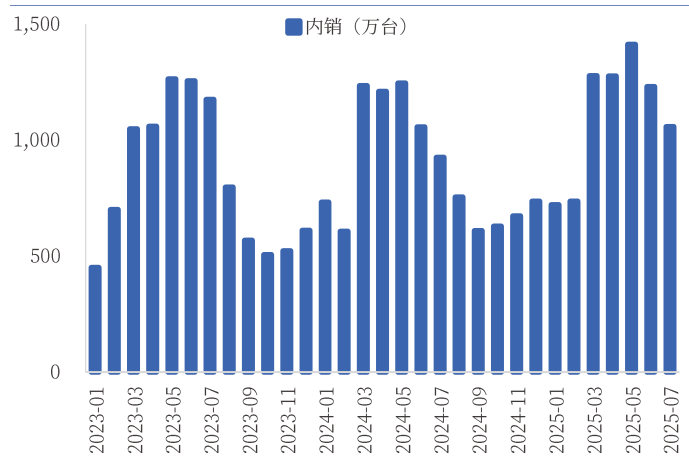
图9：中国家用空调市场零售量与出货量周期



资料来源：产业在线，奥维云网AVC，中国银河证券研究院

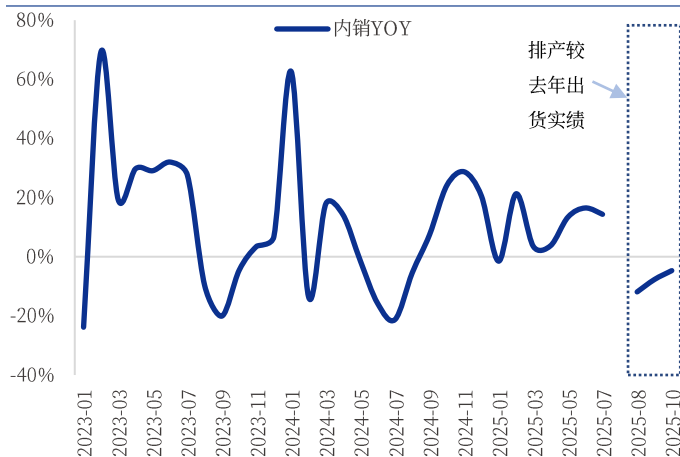
备注：排产量YOY指内销排产较去年同期内销出货实绩变化

图10：家用空调内销出货量（月度）



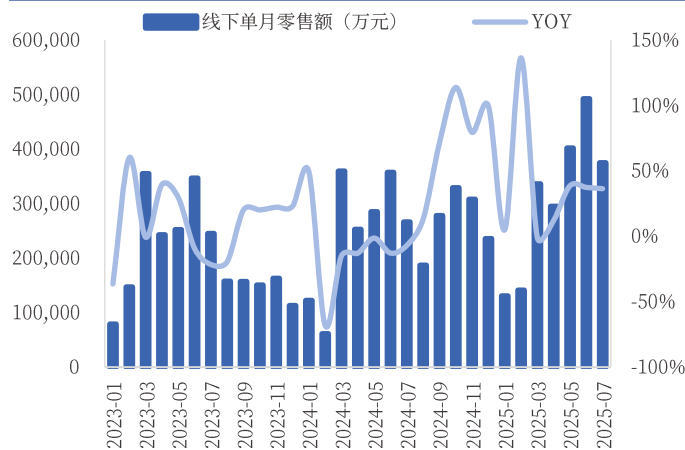
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图11：家用空调内销出货量及排产同比增速（月度）



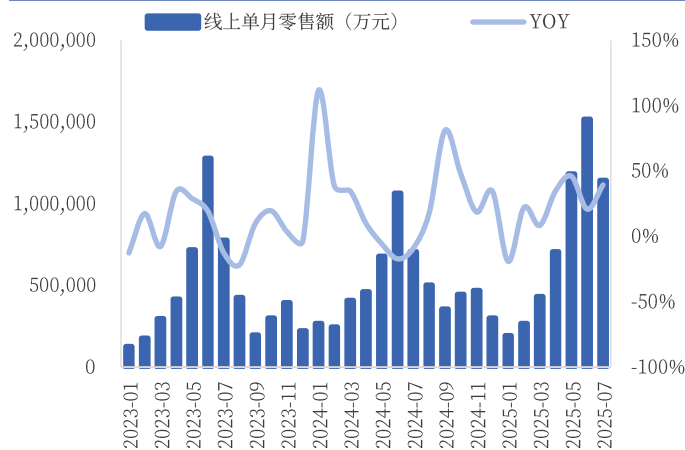
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图12: 空调线下零售市场零售额监测 (月度)



资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

图13: 空调线上零售市场零售额监测 (月度)



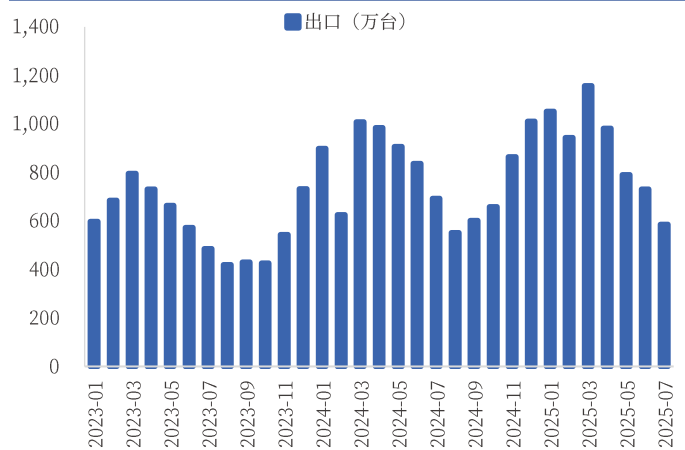
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

(二) 5月以来空调出口出货量持续下滑, 关注企业海外生产基地。

1) 产业在线数据, 2025年7月空调出口出货量585万台, 同比-15.5%; 8、9、10月家用空调出口排产较去年同期出口实绩-14.7%、-16.6%、-3.3%, 继续反映了美国订单转移到海外, 出口同比基数偏高的预期。

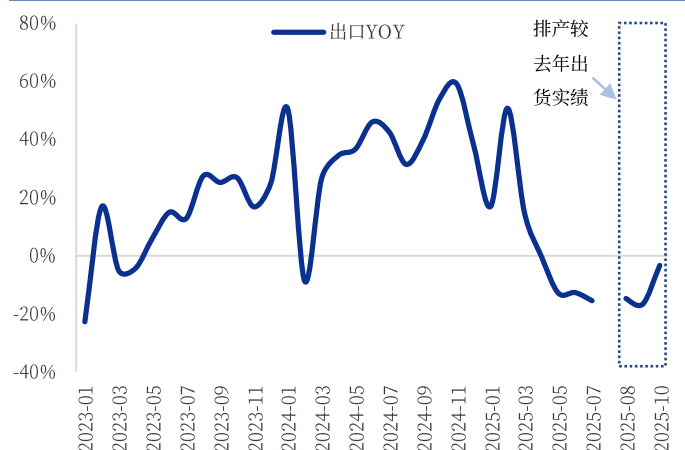
2) 空调龙头全球生产基地分布广泛, 其中泰国是除中国外主要的空调生产基地, 2024年美国空调类产品(SITC 7415)进口中从泰国进口占8.8%。美国关税风险有一定影响, 但对于优质上市公司, 海外供应链建设能够对冲风险。

图14: 家用空调出口出货量 (月度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图15: 家用空调出口出货量及排产同比增速 (月度)



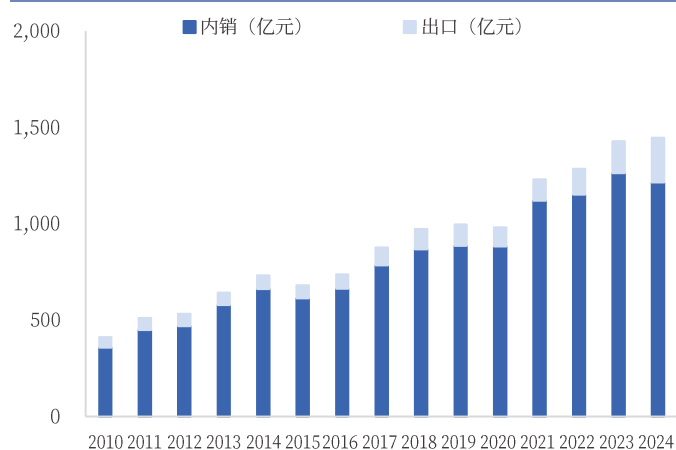
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

(三) 6 月中央空调内外销均承压

中央空调内销受房地产市场持续低迷，工业投资步伐放缓负面影响。产业在线数据，2024 年中央空调内销额 1215 亿元，同比下滑 3.8%，主要系房地产市场持续低迷，工业投资步伐放缓，中央空调终端需求疲弱；2025 年 1-6 月中央空调内销规模为 564 亿元，同比下降 10.1%，其中 6 月同比-57.8%，预计 25H2 同比-17.3%。受到家用空调政府补贴后高性价比的影响，家用中央空调市场竞争也在加剧。

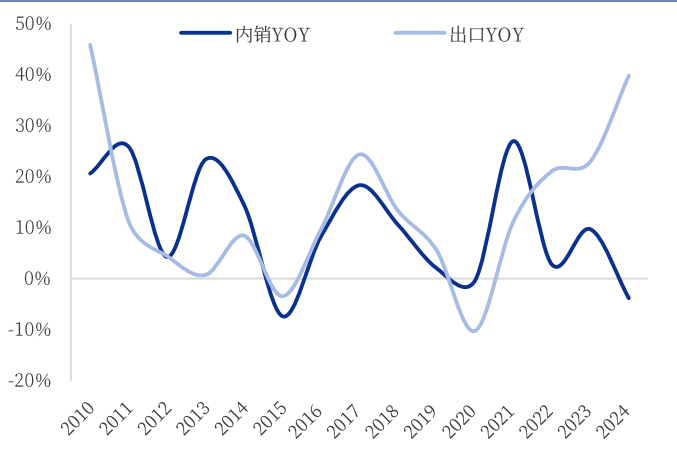
中国企业全球竞争力提升，份额提升带动出口近年较好增长。产业在线数据，2024 年中央空调出口额达 232 亿元，同比增长 39.8%；2025 年 1-6 月，出口销售额达 127 亿元，同比增长 22.2%，其中 6 月同比-9.9%。

图16：中央空调内销、出口规模（年度）



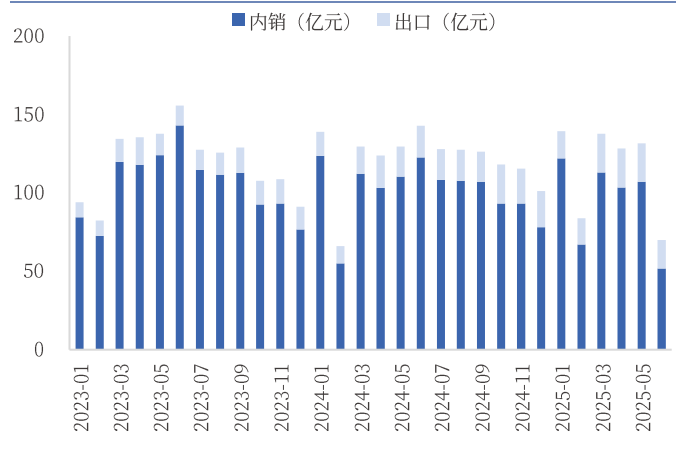
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图17：中央空调内销、出口规模同比增速（年度）



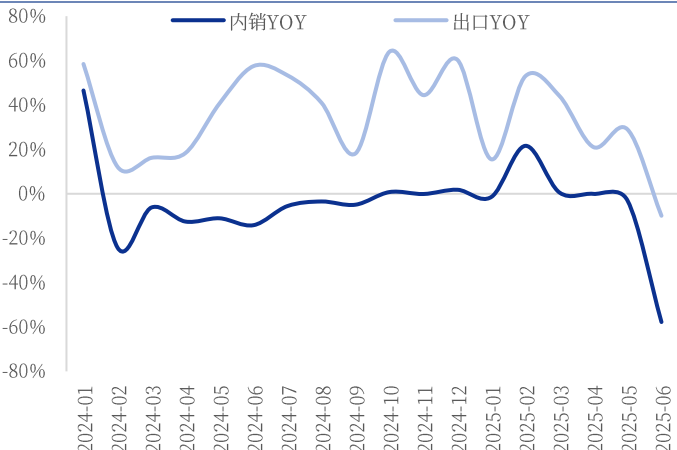
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图18：中央空调内销、出口规模（月度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图19：中央空调内销、出口规模同比增速（月度）



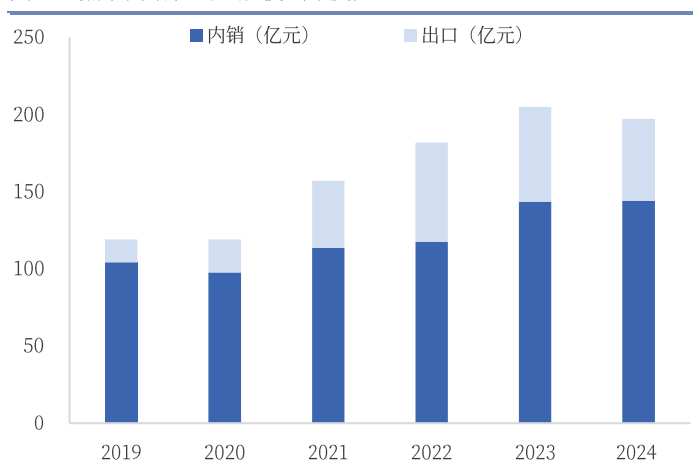
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

（四）热泵：国内推动热泵行业高质量发展，出口见底反弹

内销方面，热泵内销 2024 年表现一般，2025 年有望受益于利好政策发布。2025 年 4 月 2 日，国家发展改革委等部门联合印发了《推动热泵行业高质量发展行动方案》，政策重视热泵在国内建筑、工业、农业、交通等重点领域应用，提出到 2030 年重点热泵产品能效提升 20% 以上，大功率高温热泵、高效压缩机、新型制冷剂等技术将取得突破。根据产业在线数据，2024 年热泵内销额达 144 亿元，同比微增 0.4%；2025 年 1-6 月内销额达 68 亿元，同比-9.4%，其中 6 月同比-34.4%。随着政策发力，国内热泵销售有望得到支撑，对应 1000 亿级市场空间。

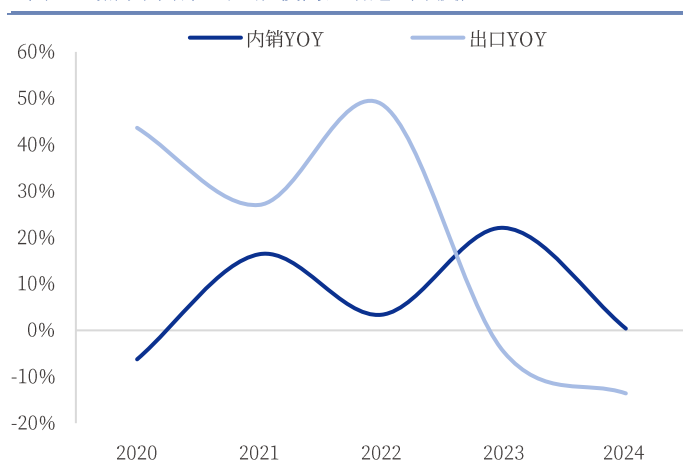
出口方面，欧洲热泵补贴政策的剧烈波动，导致热泵出口过去两年面临大力度去库存周期。2024 年下半年起，欧美热泵逐步走出去库周期，单月增速逐步改善。由于同比基数偏低，2025 年 1-6 月热泵出口同比增长 20.2%。展望未来，预计随着欧洲部分国家补贴重启，热泵出口有望延续改善。

图20：热泵内销、出口规模（年度）



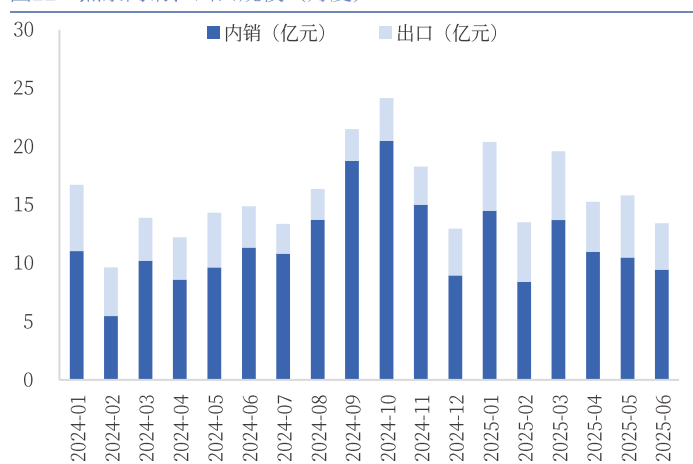
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图21：热泵内销、出口规模同比增速（年度）



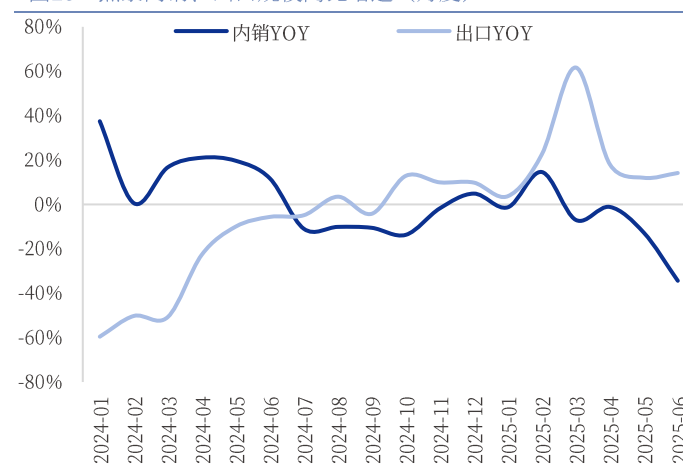
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图22：热泵内销、出口规模（月度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图23：热泵内销、出口规模同比增速（月度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

三、投资建议

我们预计 2025-2027 年公司营业收入为 141.17/156.14/170.03 亿元，同比 +11.3%/+10.6%/+8.9%；归母净利润 11.49/13.40/15.12 亿元，同比 +9.9%/+16.6%/+12.8%；EPS 分别为 1.08/1.26/1.52 元；当前股价对应 PE 分别为 12.31/10.55/9.35 倍，维持“推荐”评级。

表2：主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（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	1,149	1,340	1,512
利润增速	41.6%	9.9%	16.6%	12.8%
摊薄 EPS（元）	0.98	1.08	1.26	1.42
PE	13.53	12.31	10.55	9.35

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（注：收盘价为 2025 年 8 月 18 日）

图24：盾安环境历史估值区间（市盈率 TTM）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图25：盾安环境历史估值区间（市盈率 预测）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

四、风险提示

政策效果不及预期的风险；美国关税风险；市场竞争加剧风险。

附录：

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	10,680	12,526	14,258
现金	3,200	3,573	4,610	5,486
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	2,756	2,868
长期投资	408	408	408	408
固定资产	1,132	1,130	1,112	1,079
无形资产	354	520	679	829
其他	569	562	556	552
资产总计	12,153	13,301	15,282	17,125
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	-4	-11	-19
归属母公司股东权益	5,509	6,554	7,779	9,157
负债和股东权益	12,153	13,301	15,282	17,125

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,161	847	1,508	1,369
净利润	1,040	1,143	1,332	1,504
折旧摊销	270	177	201	224
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
其他	79	61	80	81
投资活动现金流	-475	-345	-331	-334
资本支出	-381	-357	-355	-354
长期投资	-95	0	0	0
其他	1	12	24	21
筹资活动现金流	-407	-129	-140	-159
短期借款	-205	0	0	0
长期借款	-395	0	0	0
其他	194	-129	-140	-159
现金净增加额	297	373	1,037	876

资料来源：公司数据，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	434
管理费用	387	445	492	536
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	1,530	1,724
营业外收入	12	7	7	8
营业外支出	26	33	32	33
利润总额	1,168	1,291	1,505	1,699
所得税	128	149	173	195
净利润	1,040	1,143	1,332	1,504
少数股东损益	-5	-6	-8	-8
归属母公司净利润	1,045	1,149	1,340	1,512
EBITDA	1,433	1,445	1,678	1,880
EPS (元)	0.98	1.08	1.26	1.42

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%	16.1%	12.6%
归母净利润增长率	41.6%	9.9%	16.6%	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%	17.5%	17.2%	16.5%
ROIC	14.9%	14.0%	14.2%	13.8%
资产负债率	54.6%	50.8%	49.2%	46.6%
净资产负债率	120.5%	103.1%	96.7%	87.4%
流动比率	1.56	1.69	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	1.08	1.26	1.42
每股经营现金流	1.09	0.80	1.42	1.28
每股净资产	5.17	6.15	7.30	8.59
P/E	13.53	12.31	10.55	9.35
P/B	2.57	2.16	1.82	1.54
EV/EBITDA	8.64	8.31	6.54	5.37
PS	1.12	1.00	0.91	0.83

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。2022 年、2023 年荣获 II China 机构投资者·财新资本市场分析师成就奖，可选消费行业最佳分析师（大陆&海外综合）第一。《Extel》（原《机构投资者》）2025 年度“亚洲最佳本土券商评选，中国最佳分析师非必需消费品第一；中国香港最佳分析师非必需消费品第一。

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，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。	超配：	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
	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
	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	机构请致电：	
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：	程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：	陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦	北京地区：	田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn 褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn		