

盾安环境（002011）

设备业务拖累增长，盈利改善持续兑现

事件：

2025 年 8 月 22 日，公司发布 2025 年半年报。2025H1 公司实现营业收入 67.3 亿元（同比+6.1%，后同），归母净利润 5.4 亿元（+12.9%），扣非归母净利润 5.2 亿元（+11.0%）。2025Q2，公司实现营业收入 37.1 亿元（-0.3%），归母净利润 3.2 亿元（+19.7%），扣非归母净利润 3.1 亿元（+15.2%）。

点评：

汽零维持高增，设备业务承压。25H1 公司冷配收入 54.1 亿元，同比+8.8%，下游空调行业数据（产业在线），25H1 中国家用空调总产量达到 12032 万台，同比增长 6.9%；总销量为 12311 万台，同比增长 8.3%；汽零收入 4.8 亿元，同比+81.8%，延续此前高增态势。设备业务收入 4.8 亿元，同比-31.4%，设备业务所在的国内中央空调市场容量 25H1 同比下滑 15.9%，且设备业务周期普遍较长、确认节奏波动对营收有所影响。

毛利率企稳，费用率优化。公司 2025H1 毛利率 17.3%，同比-0.7pct，我们认为可能受到行业竞标环境变化以及高毛利的设备业务占比下滑等因素影响，至二季度影响基本消退。公司 25Q2 毛利率 18.3%，同比-0.1pct，环比上升 2.1pcts。费用端进一步优化，公司 25Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.4%/2.1%/3.5%/0.1%，同比分别 0/-0.8/+0.1/+0.4pct。叠加公司 25Q2 信用减值科目同比明显优化，综合影响下 25Q2 实现归母净利率为 8.6%，同比+1.4pct。

投资建议：盾安是制冷元器件领域龙头，家电主业结构升级、盈利改善持续兑现，将业务延伸高景气新能源车热管理赛道后，抓住二供机遇逐渐打出新的增长曲线。公司双板块发展持续向好，我们预计 25-27 年归母净利润分别为 11.2/13.1/15.4 亿元，对应动态 PE 为 12.6x/10.8x/9.2x，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动的风险、海外公司经营风险、参股公司业绩承诺的风险、业务开展不及预期的风险、新技术迭代的风险。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,382.45	12,678.36	13,782.38	15,600.88	17,884.58
增长率(%)	12.21	11.39	8.71	13.19	14.64
EBITDA(百万元)	1,676.97	1,764.78	1,415.61	1,619.78	1,883.82
归属母公司净利润(百万元)	738.04	1,044.89	1,122.40	1,312.60	1,540.02
增长率(%)	(12.03)	41.58	7.42	16.95	17.33
EPS(元/股)	0.70	0.98	1.05	1.23	1.45
市盈率(P/E)	19.00	13.53	12.60	10.77	9.18
市净率(P/B)	3.17	2.57	2.12	1.77	1.49
市销率(P/S)	1.23	1.12	1.03	0.91	0.79
EV/EBITDA	7.63	5.30	8.14	6.60	4.58

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2025 年 08 月 25 日

投资评级

行业 家用电器/家电零部件
II

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 13.27 元

目标价格 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,065.44
流通 A 股股本(百万股)	919.39
A 股总市值(百万元)	14,138.34
流通 A 股市值(百万元)	12,200.24
每股净资产(元)	5.71
资产负债率(%)	50.87
一年内最高/最低(元)	14.16/9.76

作者

周嘉乐 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525060005
zhoujiale@tfzq.com

朱晔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080001
zhuye@tfzq.com

宗艳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522070002
zongyan@tfzq.com

金昊田 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525050003
jinhaotian@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《盾安环境-季报点评:热管理增速亮眼，盈利能力短期波动》 2025-04-27
- 2 《盾安环境-年报点评报告:归母净利润高增，盈利改善兑现》 2025-04-20
- 3 《盾安环境-季报点评:谨慎性计提引业绩波动，Q4 或迎以旧换新利好》 2024-10-28

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,002.94	3,200.29	3,291.26	4,235.72	6,327.88	营业收入	11,382.45	12,678.36	13,782.38	15,600.88	17,884.58
应收票据及应收账款	2,019.87	2,333.25	1,820.10	2,860.17	2,505.21	营业成本	9,197.92	10,367.82	11,288.15	12,741.48	14,560.61
预付账款	51.10	65.90	74.95	79.63	94.59	营业税金及附加	59.23	53.41	58.06	65.72	75.34
存货	1,278.67	1,660.38	1,620.93	1,964.58	2,187.96	销售费用	353.83	332.08	360.99	405.50	461.29
其他	2,431.25	2,430.20	3,114.25	2,783.34	2,880.81	管理费用	340.12	387.11	351.90	398.34	456.65
流动资产合计	8,783.83	9,690.02	9,921.50	11,923.44	13,996.44	研发费用	433.71	502.59	560.14	634.05	726.86
长期股权投资	308.81	408.32	408.32	408.32	408.32	财务费用	33.20	(4.58)	22.58	20.88	18.57
固定资产	1,020.82	1,132.38	1,152.15	1,189.42	1,261.69	资产/信用减值损失	(128.80)	(1.07)	(35.00)	(23.00)	(23.00)
在建工程	78.28	34.38	19.38	29.38	39.38	公允价值变动收益	2.26	(2.88)	3.00	3.00	3.00
无形资产	174.95	353.82	334.57	315.33	296.08	投资净收益	28.14	16.36	20.00	21.00	22.00
其他	416.29	534.38	537.42	531.51	521.53	其他	103.23	130.15	118.00	117.00	116.00
非流动资产合计	1,999.15	2,463.27	2,451.84	2,473.95	2,527.00	营业利润	969.25	1,182.49	1,246.55	1,452.92	1,703.27
资产总计	10,782.98	12,153.29	12,373.33	14,397.39	16,523.44	营业外收入	4.03	12.19	12.00	12.00	12.00
短期借款	649.34	444.23	400.00	400.00	400.00	营业外支出	117.00	26.32	23.00	20.00	20.00
应付票据及应付账款	3,346.17	3,891.18	3,320.69	3,757.91	4,331.32	利润总额	856.28	1,168.35	1,235.55	1,444.92	1,695.27
其他	1,503.44	1,863.46	1,508.06	1,796.79	1,829.25	所得税	123.82	128.14	129.73	151.72	178.00
流动负债合计	5,498.95	6,198.88	5,228.75	5,954.70	6,560.57	净利润	732.46	1,040.22	1,105.81	1,293.20	1,517.26
长期借款	700.72	305.50	300.00	300.00	300.00	少数股东损益	(5.58)	(4.67)	(16.59)	(19.40)	(22.76)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	738.04	1,044.89	1,122.40	1,312.60	1,540.02
其他	197.14	137.13	180.76	171.68	163.19	每股收益（元）	0.70	0.98	1.05	1.23	1.45
非流动负债合计	897.85	442.63	480.76	471.68	463.19						
负债合计	6,396.80	6,641.50	5,709.52	6,426.37	7,023.76	主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	(31.13)	2.31	(7.58)	(12.98)	(15.74)	成长能力					
股本	1,056.63	1,065.44	1,065.44	1,065.44	1,065.44	营业收入	12.21%	11.39%	8.71%	13.19%	14.64%
资本公积	3,041.75	3,131.85	3,145.55	3,145.55	3,145.55	营业利润	72.79%	22.00%	5.42%	16.56%	17.23%
留存收益	263.38	1,308.27	2,430.67	3,743.27	5,283.29	归属于母公司净利润	-12.03%	41.58%	7.42%	16.95%	17.33%
其他	55.55	3.93	29.74	29.74	21.13	获利能力					
股东权益合计	4,386.18	5,511.79	6,663.82	7,971.02	9,499.68	毛利率	19.19%	18.22%	18.10%	18.33%	18.59%
负债和股东权益总计	10,782.98	12,153.29	12,373.33	14,397.39	16,523.44	净利率	6.48%	8.24%	8.14%	8.41%	8.61%
						ROE	16.71%	18.97%	16.82%	16.44%	16.18%
						ROIC	31.37%	39.10%	33.94%	32.49%	34.02%
						偿债能力					
						资产负债率	59.32%	54.65%	46.14%	44.64%	42.51%
						净负债率	-28.82%	-32.37%	-33.25%	-38.37%	-53.91%
						流动比率	1.60	1.56	1.90	2.00	2.13
						速动比率	1.36	1.30	1.59	1.67	1.80
						营运能力					
						应收账款周转率	6.57	5.82	6.64	6.67	6.67
						存货周转率	9.17	8.63	8.40	8.70	8.61
						总资产周转率	1.20	1.11	1.12	1.17	1.16
						每股指标（元）					
						每股收益	0.70	0.98	1.05	1.23	1.45
						每股经营现金流	0.77	1.09	0.56	1.03	2.22
						每股净资产	4.18	5.17	6.26	7.49	8.93
						估值比率					
						市盈率	19.00	13.53	12.60	10.77	9.18
						市净率	3.17	2.57	2.12	1.77	1.49
						EV/EBITDA	7.63	5.30	8.14	6.60	4.58
						EV/EBIT	8.55	5.96	9.64	7.70	5.27

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 邮编：100088 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com