

## 公司研究 | 点评报告 | 盾安环境 (002011.SZ)

# 毛利率有所企稳，经营利润大幅增长

### 报告要点

2025H1 公司实现营业收入 67.29 亿元，同比增长 6.05%，实现归母净利润 5.35 亿元，同比增长 12.94%，实现扣非归母净利润 5.17 亿元，同比增长 11.04%；其中，2025Q2 公司实现营业收入 37.08 亿元，同比下滑 0.31%，实现归母净利润 3.18 亿元，同比增长 19.69%，实现扣非归母净利润 3.06 亿元，同比增长 15.24%。

### 分析师及联系人



陈亮

SAC: S0490517070017

SFC: BUW408

## 毛利率有所企稳，经营利润大幅增长

### 事件描述

公司发布 2025 年中报：2025H1 公司实现营业收入 67.29 亿元，同比增长 6.05%，实现归母净利润 5.35 亿元，同比增长 12.94%，实现扣非归母净利润 5.17 亿元，同比增长 11.04%；其中，2025Q2 公司实现营业收入 37.08 亿元，同比下滑 0.31%，实现归母净利润 3.18 亿元，同比增长 19.69%，实现扣非归母净利润 3.06 亿元，同比增长 15.24%。

### 事件评论

- **单 Q2 公司营收规模略有回落，新能源汽车热管理业务持续放量。**2025H1 公司营业收入同比增长 6.05%；其中，分产品，制冷设备产业收入同比下滑 31.43%，或主要是中央空调行业景气度有所回落，叠加公司为避免与控股股东格力电器同业竞争，对该业务进行战略性收缩，制冷空调零部件产业同比增长 8.80%，或受益于“以旧换新”政策对下游空调产品需求产生明显拉动，进而对上游零部件产业带来促进作用，新能源汽车热管理产业同比增长 81.84%，预计主要是前期订单开始逐步放量，其他业务同比下滑 12.16%；分地区，国内业务收入同比增长 4.54%，海外业务收入同比增长 13.23%。此外，2025Q2 公司营业收入同比下滑 0.31%。
- **单 Q2 公司毛利率有所企稳，经营利润率明显提升。**2025H1 公司毛利率同比下降 0.54 个百分点；其中，分产品，制冷设备产业毛利率同比下降 2.69 个百分点，制冷空调零部件产业同比下降 0.66 个百分点；分地区，国内业务毛利率同比下降 0.83 个百分点，海外业务毛利率同比下降 0.04 个百分点。在此基础上，2025H1 公司销售费用率同比下降 0.03 个百分点，管理费用率同比下降 0.69 个百分点，研发费用率同比增加 0.24 个百分点，综合使公司 2025H1 经营利润（收入-成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+资产&信用减值损失）为 5.30 亿元，同比增长 10.93%，对应经营利润率为 7.87%，同比提升 0.35 个百分点。此外，2025Q2 公司毛利率同比增加 0.09 个百分点，销售费用率同比增加 0.16 个百分点，管理费用率同比下降 0.81 个百分点，研发费用率同比增加 0.15 个百分点，外加信用减值损失同比大幅减少，综合使公司 2025Q2 经营利润为 3.36 亿元，同比增长 16.82%，对应经营利润率为 9.05%，同比提升 1.33pct。
- **投资建议：**公司作为全球制冷元器件龙头，在重新聚焦制冷核心主业以及格力入主纾解债务危机后经营表现已逐步企稳。制冷空调零部件产业，国内空调产品保有量仍具备较大提升潜力，阀件价值量随变频空调高速渗透或将进一步提升，公司有望凭借技术研发优势在该领域实现营收和利润的中枢稳健增长。制冷设备方面，为避免与控股股东格力电器的同业竞争，公司正战略性进行调整，短期内或存在一定阵痛。新能源汽车热管理产业，全球增量空间较为广阔，公司已在该领域积极布局，订单现已开始逐步放量，该业务或将成为公司未来增长的核心动力源。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 11.81、13.10 和 14.76 亿元，对应 PE 分别为 11.97、10.79 和 9.58 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 1、宏观经济波动风险；
- 2、原材料价格波动风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

### 公司基础数据

当前股价(元)	13.27
总股本(万股)	106,544
流通A股/B股(万股)	91,939/0
每股净资产(元)	5.71
近12月最高/最低价(元)	14.16/9.76

注：股价为 2025 年 8 月 22 日收盘价

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

### 相关研究

- 《盾安环境：立足主业，开辟增量》2025-06-22



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 风险提示

**1、宏观经济波动风险。**公司下游空调和新能源汽车均为可选消费品，受宏观经济影响较大，若宏观经济出现波动，空调和新能源汽车销量会受到影响，进而导致公司营收出现下行风险。

**2、原材料价格波动风险。**公司生产所需原材料为铜、铝、锌、钢等金属，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。

## 财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>12678</b>	<b>14052</b>	<b>15157</b>	<b>16643</b>	货币资金	3200	3772	5312	6922
营业成本	10368	11488	12358	13527	交易性金融资产	16	16	16	16
<b>毛利</b>	<b>2311</b>	<b>2564</b>	<b>2799</b>	<b>3116</b>	应收账款	2333	2523	2660	2849
%营业收入	18%	18%	18%	19%	存货	1660	1775	1820	1929
营业税金及附加	53	59	64	70	预付账款	66	75	82	91
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	2414	2758	2970	3255
销售费用	332	365	390	428	<b>流动资产合计</b>	<b>9690</b>	<b>10919</b>	<b>12859</b>	<b>15061</b>
%营业收入	3%	3%	3%	3%	长期股权投资	408	408	408	408
管理费用	387	408	437	479	投资性房地产	36	36	36	36
%营业收入	3%	3%	3%	3%	固定资产合计	1132	1001	871	740
研发费用	503	562	603	662	无形资产	354	354	354	354
%营业收入	4%	4%	4%	4%	商誉	169	169	169	169
财务费用	-5	25	20	20	递延所得税资产	78	73	73	73
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	286	252	252	252
加: 资产减值损失	-19	20	15	15	<b>资产总计</b>	<b>12153</b>	<b>13212</b>	<b>15022</b>	<b>17092</b>
信用减值损失	18	25	25	25	短期贷款	444	444	444	444
公允价值变动收益	-3	0	0	0	应付款项	2504	2712	2987	3382
投资收益	16	21	23	25	预收账款	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1182</b>	<b>1336</b>	<b>1484</b>	<b>1670</b>	应付职工薪酬	379	402	433	473
%营业收入	9%	10%	10%	10%	应交税费	131	141	152	166
营业外收支	-14	-15	-18	-18	其他流动负债	2741	2341	2530	2679
<b>利润总额</b>	<b>1168</b>	<b>1321</b>	<b>1466</b>	<b>1652</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>6199</b>	<b>6040</b>	<b>6545</b>	<b>7145</b>
%营业收入	9%	9%	10%	10%	长期借款	306	306	306	306
所得税费用	128	145	161	182	应付债券	0	0	0	0
净利润	1040	1176	1305	1470	递延所得税负债	27	21	21	21
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>1045</b>	<b>1181</b>	<b>1310</b>	<b>1476</b>	其他非流动负债	110	112	112	112
少数股东损益	-5	-5	-5	-6	<b>负债合计</b>	<b>6642</b>	<b>6478</b>	<b>6983</b>	<b>7584</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.99</b>	<b>1.11</b>	<b>1.23</b>	<b>1.39</b>	归属于母公司所有者权益	5509	6736	8046	9522
					少数股东权益	2	-2	-8	-13
					<b>股东权益</b>	<b>5512</b>	<b>6733</b>	<b>8038</b>	<b>9509</b>
					<b>负债及股东权益</b>	<b>12153</b>	<b>13212</b>	<b>15022</b>	<b>17092</b>
<b>现金流量表 (百万元)</b>									
	2024A	2025E	2026E	2027E	<b>基本指标</b>				
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1161</b>	<b>1042</b>	<b>1536</b>	<b>1605</b>	2024A	2025E	2026E	2027E	
取得投资收益收回现金	0	21	23	25	每股收益	0.99	1.11	1.23	1.39
长期股权投资	-100	0	0	0	每股经营现金流	1.09	0.98	1.44	1.51
资本性支出	-381	-16	-20	-20	市盈率	10.92	11.97	10.79	9.58
其他	5	34	0	0	市净率	2.09	2.10	1.76	1.48
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-475</b>	<b>39</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	EV/EBITDA	6.74	7.62	6.01	4.50
债券融资	0	0	0	0	总资产收益率	8.6%	8.9%	8.7%	8.6%
股权融资	58	14	0	0	净资产收益率	19.0%	17.5%	16.3%	15.5%
银行贷款增加 (减少)	-600	0	0	0	净利率	8.2%	8.4%	8.6%	8.9%
筹资成本	-49	0	0	0	资产负债率	54.6%	49.0%	46.5%	44.4%
其他	185	-528	0	0	总资产周转率	1.11	1.11	1.07	1.04
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-407</b>	<b>-515</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>279</b>	<b>567</b>	<b>1539</b>	<b>1610</b>					

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。