

## 盾安环境 (002011.SZ)

## 强烈推荐 (维持)

## 新一期股权激励发布, AIDC 数据中心开辟新亮点

- 事件: 9月26日, 公司发布第二期股权激励计划。公司拟授予权益数量共计1515万份, 占总股本的1.4%, 其中1%为限制性股票, 0.4%为股票期权。本次计划限制性股票的授予价格为7.05元, 股票期权的行权价格为14.10元。
- 股权激励维持高目标, 彰显公司发展信心。本次股权激励考核目标以2024年扣非后净利润为基数, 2025/2026/2027年扣非后净利润增长率不低于14.10%/34.02%/51.78%, 对应扣非净利润金额分别为10.6、12.4、14.1亿元。2025、2026年目标和2023年年底发布的第一期激励计划目标一致, 未来3年公司业绩复合增速达15%, 较高的目标体现出公司强劲的信心。
- 盾安空调热管理龙头, 开辟 AIDC 液冷第二曲线。公司制冷配件受益国补保持20%增长, 阀件、换热器、组件等产品在数据中心温控、储能液冷机组取得显著进展, 同时制冷中央空调布局核电、储能、轨交、冷链、电子/医药、数据中心等多应用领域, 前期中标中国移动2024-2025年水冷型空调末端设备集采项目、订单超5亿元, 盾安为第一大供应商、中标金额约1亿元, 此外公司液冷机组成功应用于中国移动郑州数据中心项目。此外, 公司阀件、换热器及组件产品已成熟应用于数据中心温控领域。公司应用于储能行业的液冷机组业务取得良好进展, 已成功斩获多家头部客户订单, 部分客户已进入送样验证或小批量供货阶段。
- 公司基本面扎实, 汽车热管理增长强劲。根据公司半年报, 25H1实现营业总收入67亿元, 同比+6%, 归母净利润5.4亿元, 同比+13%, 在上半年空调下游价格战的背景下, 公司持续降费提效, 积极拓展客户, 提升产品结构, 制冷配件主业+9%, 新能源车热管理业务同比增长82%, 我们预计公司汽车热管理业务2025年有望突破13亿元, 利润率超过双位数。
- 投资建议: 公司为行业龙头, 冷配主业方面未来商用、海外有望占比持续提升, 推动公司营收盈利提升; 汽车热管理保持强劲增长; 数据中心和储能新领域持续突破。本次激励计划目标高、覆盖广, 也标志着公司激励走向常态化。我们预计2025-2027年公司归母净利润分别为11.5/13.2/15.3亿元, 当前股价对应2026年估值13倍, 维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示: 地产拖累中央空调业务, 家电以旧换新政策刺激效果不及预期, 上游原材料价格大幅上涨等。

## 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	11382	12678	14486	15984	17643
同比增长	12%	11%	14%	10%	10%
营业利润(百万元)	969	1182	1297	1485	1729
同比增长	73%	22%	10%	15%	16%
归母净利润(百万元)	738	1045	1147	1315	1533
同比增长	-12%	42%	10%	15%	17%
每股收益(元)	0.69	0.98	1.08	1.23	1.44
PE	20.2	14.3	13.0	11.3	9.7
PB	3.4	2.7	2.2	2.0	1.7

消费品/家电  
目标估值: NA  
当前股价: 13.98元

## 基础数据

总股本(万股)	1065
已上市流通股(万股)	919
总市值(亿元)	14.9
流通市值(亿元)	12.9
每股净资产(MRQ)	5.7
ROE(TTM)	18.2
资产负债率	50.9%
主要股东	珠海格力电器股份有限公司
主要股东持股比例	38.46%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	12	38
相对表现	1	-4	10

资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《盾安环境(002011)一汽零高增, 业绩超预期》2025-04-29
- 《盾安环境(002011)一收入增速放缓, 信用减值影响盈利》2024-11-01
- 《盾安环境(002011)一汽零放量, 盈利表现亮眼》2024-09-02

史晋星 S1090522010003

shijinxing@cmschina.com.cn

闫哲坤 S1090523070001

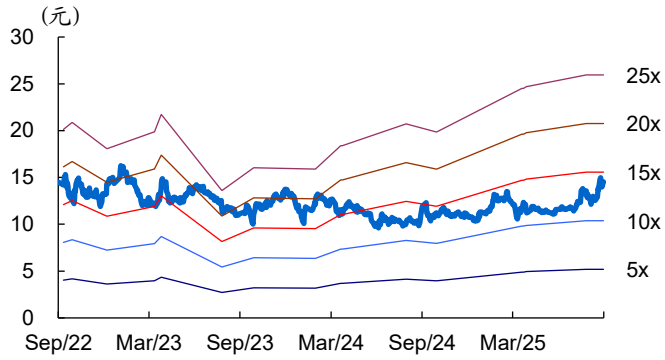
yanzhekun@cmschina.com.cn

牛侯航 S1090525060005

niuyuhang@cmschina.com.cn

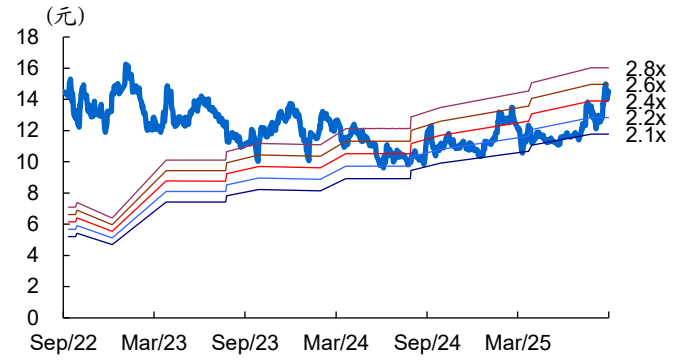
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 盾安环境历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 盾安环境历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	8784	9690	10241	11642	13255
现金	3003	3200	2844	3493	4278
交易性投资	24	16	16	16	16
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	2020	2333	2666	2942	3247
其它应收款	279	93	107	118	130
存货	1279	1660	1882	2066	2265
其他	2180	2387	2726	3008	3319
<b>非流动资产</b>	1999	2463	2497	2521	2538
长期股权投资	309	408	408	408	408
固定资产	1021	1132	1224	1300	1362
无形资产商誉	175	523	471	424	381
其他	495	399	394	389	386
<b>资产总计</b>	<b>10783</b>	<b>12153</b>	<b>12738</b>	<b>14163</b>	<b>15793</b>
<b>流动负债</b>	5499	6199	5642	6103	6601
短期借款	649	444	0	0	0
应付账款	3346	3891	4410	4842	5309
预收账款	126	78	88	97	106
其他	1377	1786	1144	1164	1186
<b>长期负债</b>	898	443	443	443	443
长期借款	701	306	306	306	306
其他	197	137	137	137	137
<b>负债合计</b>	<b>6397</b>	<b>6642</b>	<b>6084</b>	<b>6545</b>	<b>7044</b>
股本	1057	1065	1065	1065	1065
资本公积金	3042	3074	3074	3074	3074
留存收益	319	1370	2517	3488	4626
少数股东权益	(31)	2	(3)	(9)	(16)
归属于母公司所有者权益	4417	5509	6656	7627	8765
<b>负债及权益合计</b>	<b>10783</b>	<b>12153</b>	<b>12738</b>	<b>14163</b>	<b>15793</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	812	1161	952	1211	1397
净利润	732	1040	1142	1309	1526
折旧摊销	192	209	257	267	275
财务费用	62	39	0	0	0
投资收益	(28)	(16)	(93)	(73)	(73)
营运资金变动	(149)	(104)	(353)	(292)	(330)
其它	2	(8)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(16)	(475)	(198)	(218)	(218)
资本支出	(430)	(442)	(291)	(291)	(291)
其他投资	414	(33)	93	73	73
<b>筹资活动现金流</b>	411	(407)	(1111)	(344)	(394)
借款变动	459	(398)	(1111)	0	0
普通股增加	0	9	0	0	0
资本公积增加	28	32	0	0	0
股利分配	0	0	0	(344)	(394)
其他	(76)	(49)	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>1206</b>	<b>279</b>	<b>(357)</b>	<b>649</b>	<b>785</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	11382	12678	14486	15984	17643
营业成本	9198	10368	11750	12901	14145
营业税金及附加	59	53	61	67	74
营业费用	354	332	391	432	476
管理费用	340	387	442	488	539
研发费用	434	503	608	655	723
财务费用	33	(5)	0	0	0
资产减值损失	(132)	(3)	(30)	(30)	(30)
公允价值变动收益	2	(3)	(3)	(3)	(3)
其他收益	106	132	80	60	60
投资收益	28	16	16	16	16
<b>营业利润</b>	969	1182	1297	1485	1729
营业外收入	4	12	12	12	12
营业外支出	117	26	26	26	26
<b>利润总额</b>	856	1168	1282	1471	1715
所得税	124	128	141	162	189
少数股东损益	(6)	(5)	(5)	(6)	(7)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>738</b>	<b>1045</b>	<b>1147</b>	<b>1315</b>	<b>1533</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	12%	11%	14%	10%	10%
营业利润	73%	22%	10%	15%	16%
归母净利润	-12%	42%	10%	15%	17%
<b>获利能力</b>					
毛利率	19.2%	18.2%	18.9%	19.3%	19.8%
净利率	6.5%	8.2%	7.9%	8.2%	8.7%
ROE	18.3%	21.1%	18.9%	18.4%	18.7%
ROIC	15.8%	16.0%	16.6%	17.7%	18.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	59.3%	54.6%	47.8%	46.2%	44.6%
净负债比率	16.1%	11.7%	2.4%	2.2%	1.9%
流动比率	1.6	1.6	1.8	1.9	2.0
速动比率	1.4	1.3	1.5	1.6	1.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2
存货周转率	7.4	7.1	6.6	6.5	6.5
应收账款周转率	6.6	5.8	5.8	5.7	5.7
应付账款周转率	3.2	2.9	2.8	2.8	2.8
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.69	0.98	1.08	1.23	1.44
每股经营净现金	0.76	1.09	0.89	1.14	1.31
每股净资产	4.15	5.17	6.25	7.16	8.23
每股股利	0.00	0.00	0.32	0.37	0.43
<b>估值比率</b>					
PE	20.2	14.3	13.0	11.3	9.7
PB	3.4	2.7	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	13.3	11.5	10.1	8.9	7.8

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。