

公司研究

重启分红回报股东，液冷有望成新增长点

——盾安环境（002011.SZ）2025 年报&2026 年一季报业绩点评

要点

事件：2025 公司实现收入 130 亿元同比+3%；归母净利润 10.8 亿元同比+3%；扣非归母净利润 9.9 亿元同比+7%。26Q1 实现营收 31 亿元同比+1%；归母净利润 2.0 亿元同比-10%；扣非后归母净利润 2.0 亿元同比-6%。年度分配方案层面，公司拟每 10 股派发 1 元（含税），现金分红率 10%。

点评：

产品创新行业领先。①**制冷配件。**25H1/H2 制冷配件收入 54/44 亿元，同比+9%/-5%。公司推出超静音电子膨胀阀、MPHX 微板换热器等多款创新产品，凭借低泄漏、高效、长寿命等优势获得市场高度认可。②**制冷设备。**25H1/H2 制冷设备收入 5/7 亿元，同比-31%/-14%。公司持续完善热泵产品矩阵，将安悦 i-Star 大涡旋风冷冷水（热泵）机组、安炫 i-Shine 大涡旋低环温空气源热泵机组两款旗舰产品推向市场。③**汽车热管理。**25H1/H2 汽车热管理收入 5/8 亿元，同比+82%/+38%。公司研发的大口径阀、折线双阀针均为行业首创，其中双阀针结构实现双向可节流、可全流通、可截止的多元化功能，减少系统阀件使用数量。此外，泰国汽车热管理基地开业大幅提升全球客户的响应速度。

盈利能力平稳+经营性现金流优异。25Q4/26Q1 毛销差为同比+2.1/-0.4pct，归母净利率同比-2.5/-0.8pct。25Q4 净利率波动主要是 24Q4 有 1.3 亿的应收账款减值冲回形成的高利润率基数。此外 25Q4 公允价值变动净收益同比多增 3000 万元，主要系收到业绩对赌补偿款。2025 年公司经营性净现金 14.4 亿元同比+24%彰显经营质量优异。

液冷业务或将成为新增长曲线。①**数据中心液冷。**公司积极研发并推进数据中心液冷项目，各类制冷阀件已在液冷散热系统中实现规模化可靠应用，相关产品已获得众多数据中心厂家认可。②**储能液冷。**聚焦储能液冷机组，可解决电池充放电时的散热需求。21 年开始布局，23 年推出全行业首款卧式 3kW 液冷机组。公司已与比亚迪、中车、金风科技等多家头部企业达成合作，并且获得宁德时代（换电）、蔚来（换电）业务的液冷机组订单。

盈利预测、估值与评级：盾安正从制冷零部件行业龙头跨越至制冷+新能源车热管理零部件行业标杆。公司兼具良好的成长性以及低估值水平。考虑到 2026 年制冷行业以及新能源车行业均出现需求承压，我们下调公司 2026-2027 年归母净利润为 11.0/11.7 亿元（较前次预测下调 13%/20%），新增 2028 年预测 12.7 亿元，现价对应 PE 为 11/11/10 倍，维持“买入”评级以及目标价 20.39 元。

风险提示：原材料价格大幅上涨，汽车热管理业务开拓不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	12,678	13,035	13,413	14,039	14,819
营业收入增长率	11.39%	2.81%	2.90%	4.66%	5.56%
归母净利润（百万元）	1,045	1,078	1,100	1,170	1,266
归母净利润增长率	41.58%	3.16%	2.01%	6.41%	8.20%
EPS（元）	0.98	1.00	1.02	1.09	1.18
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.97%	16.17%	14.58%	13.78%	13.46%
P/E	12	12	11	11	10
P/B	2.3	1.9	1.7	1.5	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-30

买入（维持）

当前价/目标价：11.68/20.39 元

作者

分析师：洪吉然

执业证书编号：S0930521070002

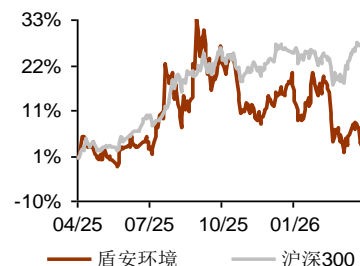
021-52523793

hongjiran@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	10.75
总市值(亿元)	125.52
一年最低/最高(元)	10.99/15.55
近 3 月换手率	75.37%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.14	-9.41	-24.84
绝对	-1.93	-5.04	1.39

资料来源：Wind

相关研报

价值低估的全球制冷阀件龙头——盾安环境（002011.SZ）投资价值分析报告（2025-10-29）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	12,678	13,035	13,413	14,039	14,819
营业成本	10,368	10,626	10,923	11,422	11,966
折旧和摊销	194	215	206	216	229
税金及附加	53	66	70	68	74
销售费用	332	342	335	421	474
管理费用	387	367	376	421	459
研发费用	503	535	537	562	608
财务费用	-5	8	2	-20	-31
投资收益	16	23	20	20	20
营业利润	1,182	1,210	1,347	1,324	1,433
利润总额	1,168	1,215	1,230	1,324	1,433
所得税	128	147	135	159	172
净利润	1,040	1,068	1,095	1,165	1,261
少数股东损益	-5	-10	-5	-5	-5
归属母公司净利润	1,045	1,078	1,100	1,170	1,266
EPS(元)	0.98	1.00	1.02	1.09	1.18

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,161	1,440	1,738	1,383	1,441
净利润	1,045	1,078	1,100	1,170	1,266
折旧摊销	194	215	206	216	229
净营运资金增加	275	334	-332	77	149
其他	-353	-187	765	-80	-204
投资活动产生现金流	-475	-332	-54	-285	-385
净资本支出	-381	-349	-210	-310	-410
长期投资变化	408	434	0	0	0
其他资产变化	-503	-418	156	25	25
融资活动现金流	-407	-651	-319	-199	-268
股本变化	9	9	0	0	0
债务净变化	-322	-689	-93	0	50
无息负债变化	567	-321	562	231	224
净现金流	297	447	1,364	899	787

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	18.2%	18.5%	18.6%	18.6%	19.2%
EBITDA 率	11.0%	11.5%	11.1%	10.7%	10.9%
EBIT 率	9.4%	9.7%	9.6%	9.2%	9.3%
税前净利润率	9.2%	9.3%	9.2%	9.4%	9.7%
归母净利润率	8.2%	8.3%	8.2%	8.3%	8.5%
ROA	8.6%	8.7%	8.0%	7.9%	7.9%
ROE (摊薄)	19.0%	16.2%	14.6%	13.8%	13.5%
经营性 ROIC	19.4%	19.2%	21.4%	20.6%	20.9%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	55%	46%	45%	43%	41%
流动比率	1.56	1.95	2.07	2.20	2.29
速动比率	1.30	1.69	1.77	1.89	1.98
归母权益/有息债务	3.89	9.16	11.89	13.38	13.75
有形资产/有息债务	8.14	16.10	20.58	22.44	22.53

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	12,153	12,290	13,629	14,806	15,991
货币资金	3,200	3,469	4,833	5,732	6,520
交易性金融资产	16	4	20	20	20
应收账款	2,333	2,424	2,269	2,375	2,507
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	93	96	0	0	0
存货	1,660	1,335	1,639	1,713	1,795
其他流动资产	1,957	2,138	2,138	2,138	2,138
流动资产合计	9,690	9,795	11,164	12,247	13,252
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	408	434	434	434	434
固定资产	1,132	1,238	1,163	1,136	1,165
在建工程	34	82	121	181	250
无形资产	354	359	382	385	387
商誉	169	126	126	126	126
其他非流动资产	133	97	97	97	97
非流动资产合计	2,463	2,495	2,464	2,559	2,739
总负债	6,642	5,631	6,100	6,331	6,605
短期借款	444	229	0	0	0
应付账款	2,504	2,323	2,622	2,741	2,872
应付票据	1,388	1,206	1,420	1,485	1,556
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	188	167	167	167	167
流动负债合计	6,199	5,017	5,385	5,566	5,790
长期借款	306	485	485	535	585
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	78	109	109	109	109
非流动负债合计	443	615	715	765	815
股东权益	5,512	6,659	7,529	8,475	9,386
股本	1,065	1,075	1,075	1,075	1,075
公积金	3,271	3,368	3,478	3,595	3,722
未分配利润	1,169	2,229	3,112	3,946	4,736
归属母公司权益	5,509	6,666	7,541	8,492	9,409
少数股东权益	2	-8	-13	-18	-23

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	2.62%	2.63%	2.50%	3.00%	3.20%
管理费用率	3.05%	2.81%	2.80%	3.00%	3.10%
财务费用率	-0.04%	0.06%	0.01%	-0.14%	-0.21%
研发费用率	3.96%	4.10%	4.00%	4.00%	4.10%
所得税率	11%	12%	11%	12%	12%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.00	0.10	0.20	0.33	0.35
每股经营现金流	1.09	1.34	1.62	1.29	1.34
每股净资产	5.17	6.20	7.02	7.90	8.76
每股销售收入	11.90	12.13	12.48	13.06	13.79

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	12	12	11	11	10
PB	2.3	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	9.2	8.1	7.1	6.5	5.7
股息率	0.0%	0.9%	1.7%	2.8%	3.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼