

# 盾安环境 (002011)

证券研究报告

2023年04月23日

## 营收增长提速，23Q1 业绩超预期

**事件：**22 年公司实现营业收入 101.4 亿元，同比+3.12%；归母净利润 8.4 亿元，同比+106.98%；扣非归母净利润 4.6 亿元，同比+21.48%。其中，22Q4 公司实现营业收入 28.9 亿元，同比+17.25%；归母净利润 1.4 亿元，同比+117.58%；扣非归母净利润 0.9 亿元，同比+30.13%。23Q1 公司实现营业收入 24.4 亿元，同比+21.36%；归母净利润 1.6 亿元，同比+95.20%；扣非归母净利润 1.8 亿元，同比+139.79%。

**22 年稳增长、调结构，23Q1 下游景气提振冷配需求。**公司 2022 年克服客户结构调整的不利影响，收入端实现稳健增长。从营收结构来看，公司收入增长主要来源于汽零业务增长、海外订单增加和商用部品突破：1) 22 年公司家电业务/汽零业务分别创收 99.4/2.0 亿元，同比+2%/+290%；2) 国内/国外分别实现收入 81.6/19.8 亿元，同比+0.3%/16.8%；3) 公司不断细分市场，围绕重点客户推进商用领域业务突破。从营收趋势来看，公司收入增长逐季提速，至 23Q1 实现同比增长 21.36%，一方面，受益于下游空调行业产销回暖，公司冷配业务或取得较好增长，另一方面，我们预计 23Q1 公司汽零业务有望延续 22 年高增态势。

**盈利能力持续改善，23Q1 业绩超预期。**随着公司收入结构持续优化，以及外贸价格联动机制完善、原材料和运费成本边际回落、有息负债减少财务费用改善等利好因素叠加，公司整体盈利水平稳步提升，22Q1-23Q1 的毛利率分别同比-0.54/+1.17/+1.30/+0.60/+3.79pct。费用端公司有效把控，综合费用率基本平稳，22 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 3%/3%/4%/1%，同比+0.1/-0.3/+0.1/-0.3pct，23Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 3%/3%/4%/1%，同比+0/-1/+1/-1pct。综合影响下，公司归母净利率由 2021 年的 4.1%提升至 2022 年的 8.3%，扣非归母净利率由 2021 年的 3.9%提升至 2022 年的 4.5%，扣除担保损失冲回影响，公司真实经营性的盈利能力依然明显提升。23Q1 公司持续兑现盈利改善，归母净利率实现近几年新高达 6.7%，同比+2.5pct。

**汽零业务达成阶段性目标，热管理积极扩充应用场景。**汽零业务推进顺利，在手订单充裕。公司将业务延伸高景气新能源车赛道后，充足订单有望对未来收入高增形成重要支撑。展望后续，伴随芯片供应缓解以及公司产能快速爬坡，公司汽零产品交付能力和盈利水平有望稳步提升。此外，公司积极把握行业与技术发展趋势，逐渐将热管理能力向外延伸，开始为电化学储能领域提供安全高效热管理关键零部件与解决方案。

**投资建议：**盾安是制冷元器件领域龙头，主业结构升级、盈利改善路径清晰，将业务延伸高景气新能源车热管理赛道后，有望抓住二供机遇打造又一增长曲线，公司双板块发展持续向好。预计公司 23-25 年归母净利润 8.0/10.1/12.8 亿元（23-24 年前值 7.5/9.2 亿元，因 23Q1 下游需求较好，上调 23-25 年业绩预期），对应 PE 16.6x/13.2x/10.4x，维持“买入”评级。

**风险提示：**新业务发展、新渠道开拓不达预期的风险；原材料价格继续上涨的风险；房地产市场波动的风险；市场竞争加剧的风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,836.98	10,143.66	11,860.25	13,546.99	15,601.56
增长率(%)	33.28	3.12	16.92	14.22	15.17
EBITDA(百万元)	1,198.13	1,287.49	1,221.35	1,400.69	1,706.14
归属母公司净利润(百万元)	405.36	839.01	798.64	1,008.51	1,275.10
增长率(%)	(140.55)	106.98	(4.81)	26.28	26.43
EPS(元/股)	0.38	0.79	0.76	0.95	1.21
市盈率(P/E)	32.79	15.84	16.64	13.18	10.42
市净率(P/B)	7.66	3.65	3.00	2.17	1.80
市销率(P/S)	1.35	1.31	1.12	0.98	0.85
EV/EBITDA	11.19	10.07	10.06	7.19	5.62

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业 家用电器/家电零部件

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 12.58 元

目标价格 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,056.63
流通 A 股股本(百万股)	914.97
A 股总市值(百万元)	13,292.37
流通 A 股市值(百万元)	11,510.32
每股净资产(元)	3.60
资产负债率(%)	57.66
一年内最高/最低(元)	21.56/5.96

### 作者

孙谦 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521050004  
sunqiana@tfzq.com

李鲁靖 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519050003  
lilujing@tfzq.com

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

赵嘉宁 联系人  
zhaojianing@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

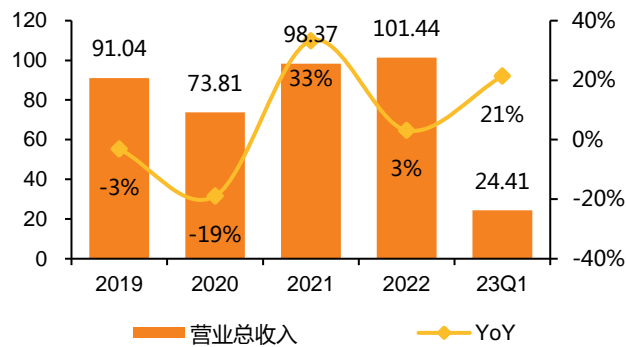
- 《盾安环境-公司点评:Q4 营收增长超预期，热管理业务快速发展》2023-04-10
- 《盾安环境-公司点评:主业盈利有望改善，汽零第二曲线逐步兑现》2023-02-01
- 《盾安环境-季报点评:业绩偏预告上限，担保与股权问题落地》2022-10-28

## 事件

22 年公司实现营业收入 101.4 亿元，同比+3.12%；归母净利润 8.4 亿元，同比+106.98%；扣非归母净利润 4.6 亿元，同比+21.48%。其中，22Q4 公司实现营业收入 28.9 亿元，同比+17.25%；归母净利润 1.4 亿元，同比+117.58%；扣非归母净利润 0.9 亿元，同比+30.13%。

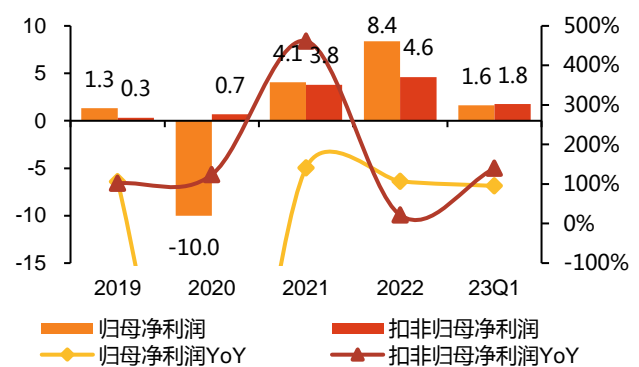
23Q1 公司实现营业收入 24.4 亿元，同比+21.36%；归母净利润 1.6 亿元，同比+95.20%；扣非归母净利润 1.8 亿元，同比+139.79%。

图 1：2019 年-23Q1 公司营业收入情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2019 年-23Q1 公司归母净利润、扣非归母净利润情况（亿元）

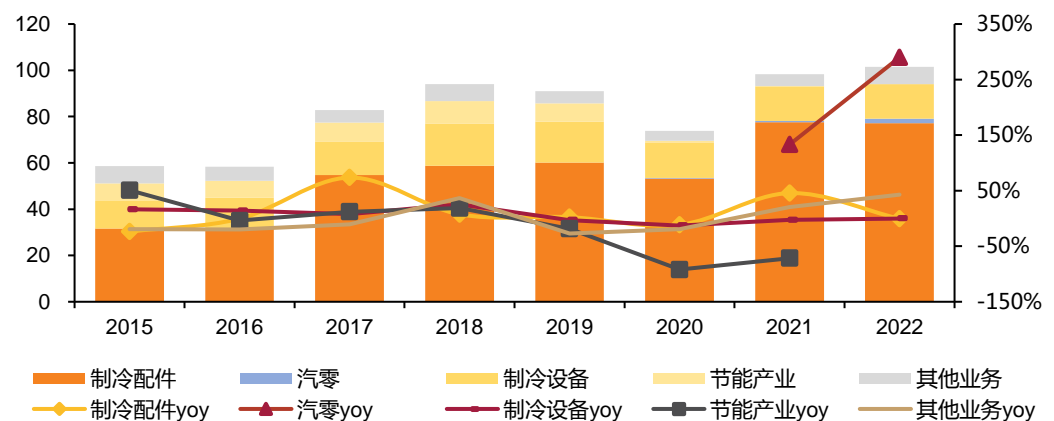


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 点评

**22 年稳增长、调结构，23Q1 下游景气提振冷配需求。**公司 2022 年克服客户结构调整的不利影响，收入端实现稳健增长。从营收结构来看，公司收入增长主要来源于汽零业务增长、海外订单增加和商用部品突破：1) 22 年公司家电业务/汽零业务分别创收 99.4/2.0 亿元，同比+2%/+290%；2) 国内/国外分别实现收入 81.6/19.8 亿元，同比+0.3%/16.8%；3) 公司不断细分市场，围绕重点客户推进商用领域业务突破。从营收趋势来看，公司收入增长逐季提速，至 23Q1 实现同比增长 21.36%，一方面，受益于下游空调行业产销回暖，公司冷配业务或取得较好增长，另一方面，我们预计 23Q1 公司汽零业务有望延续 22 年高增态势。

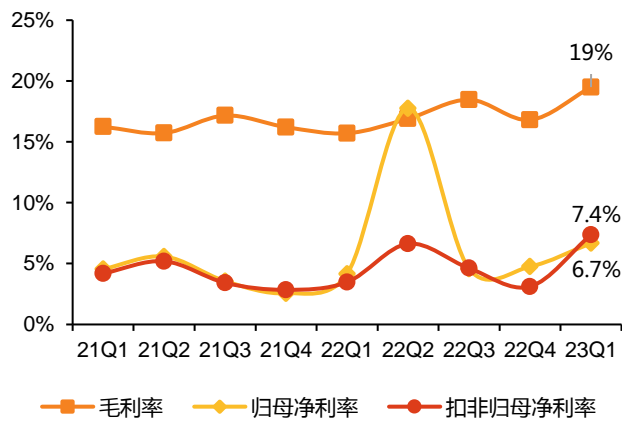
图 3：2015-2022 年公司分产品营业收入情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

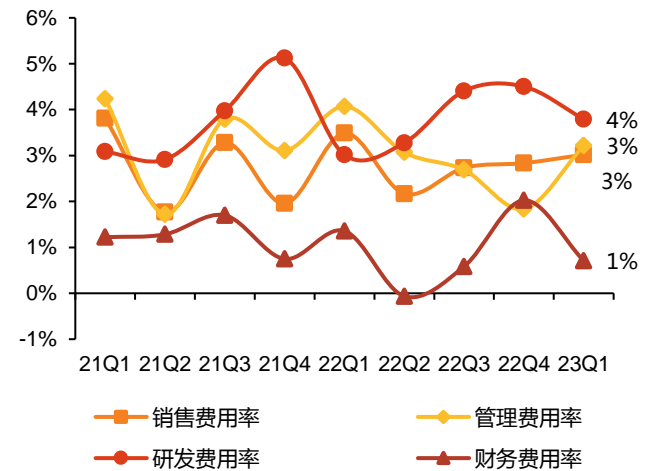
**盈利能力持续改善，23Q1 业绩超预期。**随着公司收入结构持续优化，以及外贸价格联动机制完善、原材料和运费成本边际回落、有息负债减少财务费用改善等利好因素叠加，公司整体盈利水平稳步提升，22Q1-23Q1 的毛利率分别同比-0.5/+1.2/+1.3/+0.6/+3.8pct。费用端公司有效把控，综合费用率基本平稳，22 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 3%/3%/4%/1%，同比+0.1/-0.3/+0.1/-0.3pct，23Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 3%/3%/4%/1%，同比+0/-1/+1/-1pct。综合影响下，公司归母净利率由 2021 年的 4.1%提升至 2022 年的 8.3%，扣非归母净利率由 2021 年的 3.9%提升至 2022 年的 4.5%，扣除担保损失冲回影响，公司真实经营性的盈利能力依然明显提升。23Q1 公司持续兑现盈利改善，归母净利率实现近几年新高达 6.7%，同比+2.5pct。

图 4：21Q1-23Q1 公司毛利率、归母净利率和扣非归母净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：21Q1-23Q1 公司销售、管理、研发、财务费用率

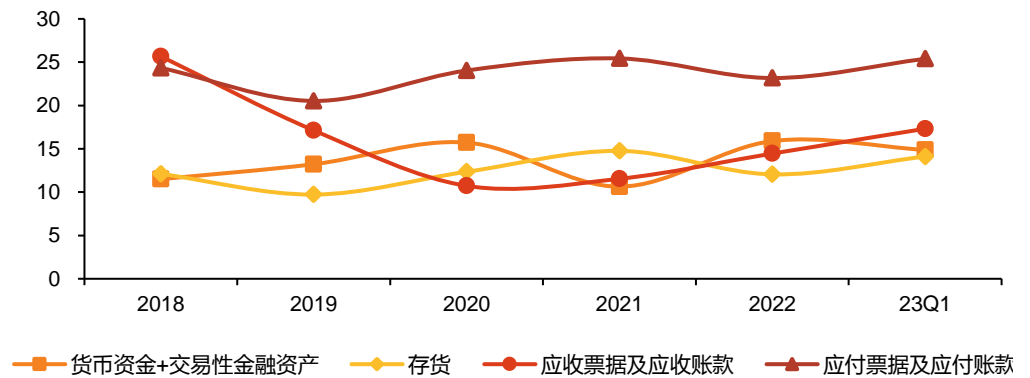


资料来源：公司年报，天风证券研究所

**汽零业务达成阶段性目标，热管理积极扩充应用场景。**汽零业务推进顺利，在手订单充裕。公司将业务延伸高景气新能源车赛道后，充足订单有望对未来收入高增形成重要支撑。展望后续，伴随芯片供应缓解以及公司产能快速爬坡，公司汽零产品交付能力和盈利水平有望稳步提升。此外，公司积极把握行业与技术发展趋势，逐渐将热管理能力向外延伸，开始为电化学储能领域提供安全高效热管理关键零部件与解决方案。

**从资产负债表看，**公司 2022 年末货币资金+交易性金融资产为 15.9 亿元，同比+49%，主要系票据贴现及现汇货款收入有所增加，以及 22 年公司收到定增募集资金到账；存货为 12.1 亿元，同比-18%；应收票据和账款合计为 14.5 亿元，同比+25%；应付票据和账款合计为 14.5 亿元，同比-9%。公司 23 年末货币资金+交易性金融资产为 14.9 亿元，同比+95%；存货为 14.1 亿元，同比-12%；应收票据和账款合计为 17.3 亿元，同比+40%；应付票据和账款合计为 25.4 亿元，同比+24%。

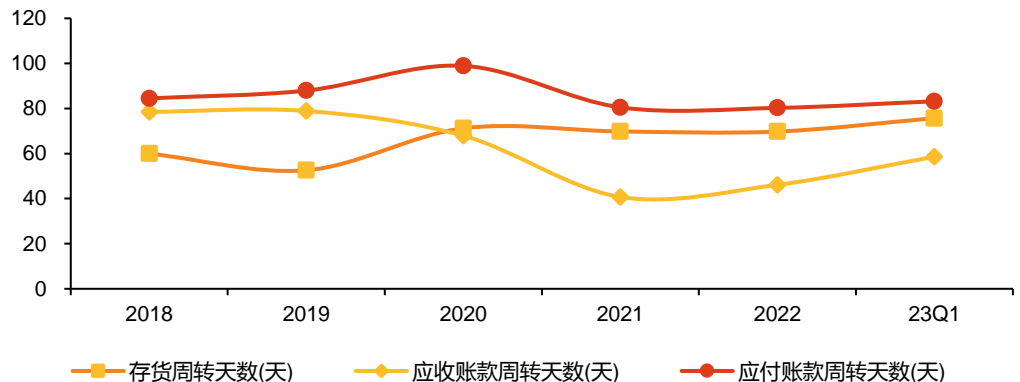
图 6：2018 年-23Q1 公司货币资金、存货、应收、应付情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

**周转方面**，公司 2022 年全年存货/应收账款/应付账款周转天数分别为 70/46/80 天，同比 +0.0/+5.4/-0.2 天；23Q1 存货/应收账款/应付账款周转天数分别为 76/59/83 天，同比 -20.6/+5.2/-5.9 天，当季公司存货周转同比大幅改善。

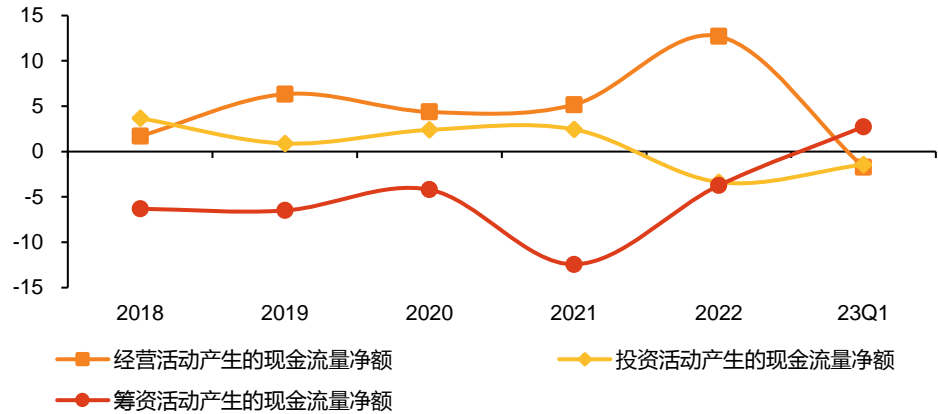
图 7：2018 年-23Q1 公司周转情况（天）



资料来源：Wind，天风证券研究所

**从现金流看**，公司 2022 年全年经营活动产生的现金流量净额为 12.7 亿元，同比+145%，主要系票据贴现及现汇货款收入有所增加；投资活动产生的现金流量净额为-3.4 亿元，同比-238%，主要系 22 年公司代偿关联方债务担保净支出，及 21 年公司收到莱阳盾安供热有限公司不动产及供热设施设备资产转让款及收到处置子公司按协议约定的股权、债权款；筹资活动产生的现金流量净额为-3.7 亿元，同比+70%，增长主要因定增募资到账。公司 23Q1 经营活动产生的现金流量净额为-1.7 亿元，同比-407%，主要系票据贴现有所减少；投资活动产生的现金流量净额为-1.4 亿元，同比-254%，主要为 23Q1 公司购入盾安汽车热管理厂房等；筹资活动产生的现金流量净额为 2.7 亿元，同比+238%，主要系债务调整过程中归还银行借款有所减少等。

图 8：2018 年-23Q1 公司经营/投资/筹资活动现金流情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 投资建议

盾安是制冷元器件领域龙头，主业结构升级、盈利改善路径清晰，将业务延伸高景气新能源车热管理赛道后，有望抓住二供机遇打造又一增长曲线，公司双板块发展持续向好。预计公司 23-25 年归母净利润 8.0/10.1/12.8 亿元（23-24 年前值 7.5/9.2 亿元，因 23Q1 下游需求较好，上调 23-25 年业绩预期），对应 PE 16.6x/13.2x/10.4x，维持“买入”评级。

## 风险提示

新业务发展、新渠道开拓不达预期的风险；原材料价格继续上涨的风险；房地产市场波动的风险；市场竞争加剧的风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,045.91	1,567.87	2,115.41	4,145.70	4,480.39
应收票据及应收账款	1,154.05	1,445.42	1,954.82	1,928.99	2,543.85
预付账款	48.68	65.11	72.68	83.27	94.47
存货	1,476.38	1,205.22	2,050.69	1,634.50	2,565.53
其他	2,354.70	1,753.98	3,413.06	2,868.89	3,913.44
<b>流动资产合计</b>	<b>6,079.71</b>	<b>6,037.60</b>	<b>9,606.66</b>	<b>10,661.36</b>	<b>13,597.68</b>
长期股权投资	296.40	282.80	269.20	255.59	241.99
固定资产	926.95	915.45	769.66	651.36	559.07
在建工程	85.05	53.12	47.91	44.91	42.91
无形资产	200.24	182.22	152.74	122.35	91.97
其他	408.91	365.80	303.91	301.15	306.54
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,917.56</b>	<b>1,799.39</b>	<b>1,543.42</b>	<b>1,375.37</b>	<b>1,242.48</b>
<b>资产总计</b>	<b>8,261.26</b>	<b>8,154.20</b>	<b>11,150.08</b>	<b>12,036.73</b>	<b>14,840.16</b>
短期借款	1,737.99	824.96	618.72	464.04	348.03
应付票据及应付账款	2,543.44	2,317.06	3,838.02	3,128.59	4,811.29
其他	1,450.89	926.45	1,971.50	2,093.79	2,095.28
<b>流动负债合计</b>	<b>5,732.31</b>	<b>4,068.47</b>	<b>6,428.25</b>	<b>5,686.42</b>	<b>7,254.61</b>
长期借款	501.03	250.36	187.77	140.83	105.62
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	285.14	208.03	202.97	202.97	202.97
<b>非流动负债合计</b>	<b>786.17</b>	<b>458.39</b>	<b>390.74</b>	<b>343.80</b>	<b>308.59</b>
<b>负债合计</b>	<b>6,625.66</b>	<b>4,612.03</b>	<b>6,818.99</b>	<b>6,030.22</b>	<b>7,563.20</b>
少数股东权益	(99.83)	(103.98)	(106.89)	(110.56)	(115.21)
股本	917.21	1,056.63	1,056.63	1,056.63	1,056.63
资本公积	2,116.55	3,013.35	3,013.35	3,683.93	3,683.93
留存收益	(1,298.50)	(453.55)	345.09	1,353.60	2,628.70
其他	0.16	29.73	22.92	22.92	22.92
<b>股东权益合计</b>	<b>1,635.60</b>	<b>3,542.17</b>	<b>4,331.09</b>	<b>6,006.51</b>	<b>7,276.96</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8,261.26</b>	<b>8,154.20</b>	<b>11,150.08</b>	<b>12,036.73</b>	<b>14,840.16</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	395.42	835.96	798.64	1,008.51	1,275.10
折旧摊销	180.00	187.53	177.26	180.66	184.66
财务费用	126.63	128.24	80.00	65.00	50.00
投资损失	(26.21)	13.25	(70.00)	(50.00)	(50.00)
营运资金变动	36.98	(291.22)	(815.07)	397.01	(917.02)
其它	(195.08)	396.59	0.09	(0.17)	(0.64)
<b>经营活动现金流</b>	<b>517.74</b>	<b>1,270.33</b>	<b>170.92</b>	<b>1,601.00</b>	<b>542.09</b>
资本支出	(38.67)	180.87	1.84	28.98	59.98
长期投资	2.97	(13.60)	(13.60)	(13.60)	(13.60)
其他	280.15	(503.78)	68.93	9.94	(52.56)
<b>投资活动现金流</b>	<b>244.45</b>	<b>(336.51)</b>	<b>57.16</b>	<b>25.32</b>	<b>(6.18)</b>
债权融资	(1,153.20)	(1,387.79)	326.27	(266.62)	(201.22)
股权融资	(38.69)	1,065.78	(6.82)	670.58	0.00
其他	(51.38)	(51.21)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,243.27)</b>	<b>(373.21)</b>	<b>319.45</b>	<b>403.96</b>	<b>(201.22)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(481.09)</b>	<b>560.60</b>	<b>547.54</b>	<b>2,030.28</b>	<b>334.70</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>9,836.98</b>	<b>10,143.66</b>	<b>11,860.25</b>	<b>13,546.99</b>	<b>15,601.56</b>
营业成本	8,233.12	8,418.62	9,690.39	10,968.03	12,500.32
营业税金及附加	42.87	51.49	59.30	67.73	78.01
销售费用	257.72	279.21	336.12	392.86	452.45
管理费用	305.89	286.89	355.81	406.41	468.05
研发费用	369.51	389.46	462.55	555.43	655.27
财务费用	121.46	97.90	80.00	65.00	50.00
资产/信用减值损失	(79.06)	(117.19)	(55.00)	(30.00)	(40.00)
公允价值变动收益	(7.78)	3.56	3.00	3.50	4.00
投资净收益	26.21	(13.25)	70.00	50.00	50.00
其他	66.61	186.04	(55.00)	(60.00)	(60.00)
<b>营业利润</b>	<b>500.43</b>	<b>560.94</b>	<b>949.08</b>	<b>1,175.03</b>	<b>1,471.48</b>
营业外收入	25.62	431.98	20.00	24.00	26.00
营业外支出	78.49	60.61	75.00	70.00	70.00
<b>利润总额</b>	<b>447.56</b>	<b>932.31</b>	<b>894.08</b>	<b>1,129.03</b>	<b>1,427.48</b>
所得税	52.13	96.36	98.35	124.19	157.02
<b>净利润</b>	<b>395.42</b>	<b>835.96</b>	<b>795.73</b>	<b>1,004.83</b>	<b>1,270.45</b>
少数股东损益	(9.94)	(3.06)	(2.91)	(3.67)	(4.64)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>405.36</b>	<b>839.01</b>	<b>798.64</b>	<b>1,008.51</b>	<b>1,275.10</b>
每股收益(元)	0.38	0.79	0.76	0.95	1.21

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	33.28%	3.12%	16.92%	14.22%	15.17%
营业利润	-274.05%	12.09%	69.19%	23.81%	25.23%
归属于母公司净利润	-140.55%	106.98%	-4.81%	26.28%	26.43%
<b>获利能力</b>					
毛利率	16.30%	17.01%	18.30%	19.04%	19.88%
净利率	4.12%	8.27%	6.73%	7.44%	8.17%
ROE	23.36%	23.01%	18.00%	16.49%	17.25%
ROIC	18.53%	22.92%	33.51%	32.12%	46.76%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	80.20%	56.56%	61.16%	50.10%	50.96%
净负债率	85.01%	-11.90%	-12.99%	-46.53%	-45.08%
流动比率	1.09	1.53	1.49	1.87	1.87
速动比率	0.83	1.24	1.18	1.59	1.52
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	8.83	7.80	6.98	6.98	6.98
存货周转率	7.26	7.57	7.29	7.35	7.43
总资产周转率	1.17	1.24	1.23	1.17	1.16
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.38	0.79	0.76	0.95	1.21
每股经营现金流	0.49	1.20	0.16	1.52	0.51
每股净资产	1.64	3.45	4.20	5.79	7.00
<b>估值比率</b>					
市盈率	32.79	15.84	16.64	13.18	10.42
市净率	7.66	3.65	3.00	2.17	1.80
EV/EBITDA	11.19	10.07	10.06	7.19	5.62
EV/EBIT	13.07	11.69	11.77	8.25	6.30



### 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
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 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