

盾安环境 20260824

盾安环境：制冷龙头困境反转，双寡头格局下估值修复可期

摘要

- 盾安环境已完成困境反转，剥离非核心业务后聚焦制冷主业，2025 年扣非净利润达 9.92 亿元创历史新高。
- 制冷配件领域与三花智控形成双寡头格局，截止阀、四通阀、电子膨胀阀市占率均超 70%，商用零部件国产替代空间大。
- 汽车热管理业务为第二曲线，深度绑定比亚迪（营收占比约 50%），预计 2025 年销售额近 13 亿元，但产品品类丰富度弱于三花。
- 格力入主后订单全面倾斜，与三花互换核心客户（格力订单切入 vs 美的订单流出），目前格力持股超 30%并主导战略。
- 智能设备业务聚焦特种领域，储能温控、半导体及医药洁净厂房为新增长点，储能业务预计保持翻倍以上增速。
- 数据中心液冷业务高景气，相关零部件增速达 70%-100%，成为对抗家用空调市场波动的重要增量。
- 估值处于底部，2026 年预期利润 12 亿元，对应 PE 约 8.7 倍，股权激励目标扣非净利复合增长 15%，具备高性价比。

Q&A

请介绍一下盾安环境的主营业务构成，以及其与三花智控在业务上的异同点？

盾安环境的主营业务与三花智控高度同质化，主要集中在制冷空调上游的零部件产品，核心产品包括家用空调使用的截止阀、四通换向阀、电子膨胀阀和电磁阀。与三花智控不同的是，盾安环境还拥有一部分下游整机设备业务，主要生产应用于工商业及特种领域的空调设备，这部分业务的营收规模约为 15 至 20 亿元，曾占公司总营收的 15%左右。因此，盾安环境是一家同时涉足上游零部件和下游整机的企业。

盾安环境在 2018 年以前的多元化发展战略是怎样的，这些业务对公司经营造成了哪些影响？

在 2010 年左右，公司判断空调行业进入阶段性平台期，开始实施“产业加资本”的多元化发展路径。公司陆续进入了多个新领域，例如通过收购下游客户进入工业节能行业；涉足光伏领域，生产多晶硅；2011 年通过收购美国 Microstaq 拓展 MEMS 传感器业务，并于 2014 年与 Microlex 合作；2015 年投资了从事人机协作机器人的遨博科技；2016 年通过收购金力电器进入新能源汽车热管理领域的压缩机零部件业务。然而，这些新业务投资体量大，短期内未能实现预期的经济效益，对公司的盈利端造成了拖累。尽管制冷配件和制冷设备主业具备一定的盈利能力，但新业务的亏损侵蚀了利润，导致公司在 2018 年以前的扣非后利润长期在盈亏平衡线附近徘徊，归母净利润主要依赖政府补贴或资产处置等非经常性损益。

2018 年以来，盾安环境在经营策略上发生了哪些重大调整，并采取了哪些具体措施来改善财务状况？

2018 年，在控股股东盾安控股出现流动性风险的背景下，盾安环境开始进行战略调整。公司通过主动计提无形资产和商誉减值等方式，一次性处理历史包袱，导致 2018 年财务报表出现约 21 亿元的巨额亏损。自 2018 年起，公司着手处置非核心业务，即制冷配件和制冷设备两大传统主业之外的所有业务，包括光伏、节能、MEMS 传感器、机器人以及新能源汽车压缩机等。处置方式包括出售给第三方、管理层收购，或对判断三年内无法盈利的业务进行关停。经过长达近三年的整合，公司在 2018 年和 2020 年通过甩掉历史包袱，逐步实现了经营上的止血。

在聚焦主业后，盾安环境的核心业务市场地位如何，其盈利能力在 2021 年至 2025 年期间呈现出怎样的变化趋势？

盾安环境在制冷配件领域拥有强大的行业地位，与三花智控在阀类产品上形成了双寡头垄断格局。具体来看，在截止阀市场，两家公司的合计市占率曾超过 70%；在四通阀市场，合计市占率接近 90%；在电子膨胀阀市场，合计市占率也超过 70%并持续提升。在商用制冷零部件领域，如热力膨胀阀和球阀等细分市场，仍由丹佛斯、艾默生、卡乐等外资企业主导。在重新聚焦主业并加强内部生产管控后，公司盈利能力显著改善。其扣非后利润从 2021 年的 3.8 亿元增长至 2022 年的 4.6 亿元，2023 年达到 8 亿多元，2024 年为 9.3 亿元，2025 年更是创下 9.92 亿元的历史新高，实现了困境反转。

在传统主业实现困境反转后，盾安环境开拓第二成长曲线的逻辑是什么，以及当时面临了哪些有利的行业背景？

盾安环境开拓第二成长曲线的核心逻辑，是效仿三花智控的成功路径，将其在传统家用制冷领域积累三十年的经验和技術，复制到新能源汽车热管理行业。此前，

三花智控已成功通过将电子膨胀阀等产品拓展至汽车领域，并逐步扩展到水泵、油泵、电池冷却器等一系列产品，实现了从十几亿到 150 亿的业务增长，成功塑造了第二成长曲线。盾安环境的传统主业与三花智控高度同质化，因此具备复制这一路径的技术和产业基础。当时，一个非常有利的行业背景是，许多汽车主机厂为避免车用电子膨胀阀等关键零部件被三花智控单一垄断，迫切需要寻找第二供应商以降低采购成本，这为盾安环境进入该领域创造了市场机遇，部分主机厂甚至愿意主动扶持和培养其成为三花智控的竞争对手。

请分析公司如何抓住行业机遇，成功开拓汽车业务并进入主流车企供应链，以及其客户结构与三花智能有何不同？

公司抓住了新能源汽车行业的东风，同时解决了历史遗留问题，将汽车业务作为第二成长曲线大力发展。凭借在家用制冷领域三十年的经验积累，公司顺利进入比亚迪的供应链，并后续拓展至蔚来、小鹏、理想、北汽、广汽、上汽、奇瑞、长城等国内主要整车厂及部分合资车企。与三花智能曾高度依赖特斯拉（营收占比一度超 50%，现降至 30-35%）不同，该公司高度依赖比亚迪，比亚迪的收入贡献一度接近 70%以上，目前降至 50%左右。

在电动汽车电子膨胀阀领域，公司的竞争格局如何？相较于其他潜在竞争者，公司与三花智能具备哪些核心优势？

在电动汽车电子膨胀阀领域，市场呈现双寡头格局，主要由该公司和 实现标准化量产。尽管克莱机电、奥特佳、银轮、拓普等企业曾尝试进入，但 能对两家公司构成重大影响。核心优势在于，公司与三花智能均拥有三十年的家用制冷经验积累，这是将技术沿袭至汽车领域的重要底层逻辑。其他竞争者多为从零起步，不仅需绕过车用电子膨胀阀的专利，还需规避在家用及商用领域已积累的专利和经验，因此难度更大。除这两家外，日系的博爱工机也能实现量产，其逻辑相似，因为它在家用电子膨胀阀市场本身就占有约 20%的份额，具备相应的技术基础。

公司汽车业务过去五年的发展情况如何？与三花智能相比，该业务存在哪些短板，以及未来的增长预期是怎样的？

公司的汽车业务自 2020 年起步，当年销售额为千万级别，到 2022 年增长至约 2 亿元，2023 年和 2024 年分别飙升至 4.7 亿元和 8.1 亿元，预计 2025 年全年销售额将接近 13 亿元，其中收购的天津大创贡献约 1.1 亿元。五年间，业务规模从两三千万增长至 13 亿元。尽管发展迅速，但与三花智能相比存在短板，主要体现在产品种类不够丰富。公司的产品主要集中于氟系统内的电子膨胀阀、热力膨胀阀，以及水系统内的水阀。而三花智能在水系统（水阀、水泵、电池冷却器、油冷器）、油系统（油冷器）及电池水冷板等方面已实现全面布局。由于产品品类扩张速度相对不快，预计 2026 年和 2027 年汽车业务的增速将从过去接近翻倍的水平降至 30%到 50%的区间。未来长远发展依赖于开拓更多品类，以提供系统

解决方案，适应新能源汽车行业对供应商能力的新要求。

公司智能设备业务的主要市场定位、历史表现及未来增长点是什么？

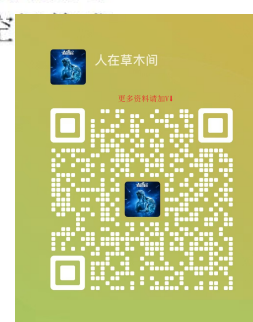
公司的智能设备业务主要聚焦于工商业空调和特种领域，以避免与作为其零部件客户的整机厂产生直接竞争。特种领域包括核电、轨道交通和数据中心机房空调等，其中核电暖通总包是其特色，但该部分收入占比仅约 10%。工商业领域则涵盖螺杆机、涡旋机、离心机等大型产品，下游多为招标制。该业务板块成长性有限，2018 年体量为 18 亿元，目前约为 12-13 亿元，几乎没有增长，但盈利能力一直有保障，历史盈利水平在 8-9 个百分点。近几年下滑与风光电厂房洁净空调、亚运会地铁增配等脉冲式需求的阶段性回调有关。未来的增量市场主要来自半导体和医药行业的洁净厂房，以及储能温控项目。储能温控业务自 2021-2022 年开始储备，目前已形成大几千万至上亿的收入规模，预计未来能保持每年翻倍以上的增长。2026 年第一季度，整个制冷设备业务已恢复近 30% 的增长。

公司智能配件业务与三花智能相比有何差异？其未来的增长空间和新的增长点在何处？

公司的智能配件业务下游以家商用空调为主，与三花智能相似，但结构差异显著。公司业务中家用占比接近 80%，而商用仅占 15-20%。相比之下，三花智能的家商用业务更为均衡，家用约占六成，商用占三至四成。由于成长性与毛利率更高的商用业务占比较低，公司在该领域的市场地位与三花智能存在差距，三花智能的商用制冷零部件规模已达三四十亿元，而公司仅为十余亿元。这构成了公司未来的主要增长空间，即通过在商用制冷零部件和出口市场发力，缩小与竞争对手的差距。此外，新的增长点还包括数据中心液冷领域的零部件，如 CDU 中的板式换热器和传感器等产品。虽然体量小于三花智能，但该领域业务增速保持在 70-80% 至翻倍的水平，是传统制冷配件业务对抗家用空调市场下滑风险的重要看点。

格力集团入主后，对公司的供应链关系、经营管理以及市场估值产生了哪些影响？

2022 年 4 月，格力集团通过协议转让和定向增发的方式正式成为公司的控股股东，持有约 30% 多的股份，并委派了董事长等管理人员。格力入主后，一方面加大了对公司的资金支持，另一方面在订单层面全面倾斜。这导致了供应链关系的转变：过去格力主要采购三花智能的产品，美的集团主要采购该公司的产品；现在格力的订单大量切换至该公司，而美的的订单则相应地转向三花智能，相当于两家公司互换了核心客户。在经营管理上，由于格力接手时公司已进入复苏通道并重新聚焦主业，格力并未进行大刀阔斧的改革，更多是在制定 KPI 和战略指导层面。市场观点认为，格力相对保守的经营思路可能对公司未来的发展空间有一定限制，这也是公司当前估值较低的因素之一。



基于公司业务板块的分析，未来的整体盈利预期和投资价值如何？

综合来看，预计未来三年公司收入的复合增长率在 10-13% 之间，利润增长会更高，因为各业务板块的利润率均有提升空间。智能配件业务的净利率目前约 7-8%，有潜力提升；智能设备业务的净利率从 6% 多有望回升至 9% 左右的水平。公司设定的股权激励目标为三年扣非净利润复合增长 15% 左右，这被视为一个能够实现的盈利增长底线。以 2026 年约 12 亿元的利润预期计算，当前 105 亿元的市值对应的估值约为 8.7 倍，不到 9 倍，具备较高的性价比。公司已恢复分红，进入稳态增长区间。投资看点主要围绕：制冷配件领域的商用零部件国产替代和数据中心液冷业务的高景气度；汽车业务的品类扩张；以及设备业务在储能温控、医药和半导体洁净厂房等领域的增量市场。在当前估值已处绝对底部的情况下，若能保持年化 15% 左右的业绩增长，估值存在修复空间，获取绝对收益的确定性较高。