

## 冰轮环境 (000811.SZ)

强烈推荐 (维持)

## 传统下游资本开支下降, 业绩略承压, AI 液冷有亮点

营收利润双降, 业绩表现略低于预期。尽管如此, 公司上半年毛利率仍实现同比的小幅提升, 表明公司产品 and 订单的结构仍显优质。公司上半年收入、利润下降主要归因于传统下游的资本开支增速下滑, 反映到行业螺杆压缩机销量数据中亦有所体现。亮点在于烟台冰轮 (香港) 的收入小幅增长, 而利润增幅更大, 表明 AIDC 方向的高价值量液冷机组显著贡献业绩。长期来看, 传统业务逐步企稳+AIDC 液冷机组持续贡献增量, 公司业绩有望行稳致远。给予“强烈推荐”评级。

- 营收利润双降, 业绩表现低于预期。公司实现营业收入 31.18 亿元, 同比下降 6.92%, 实现归属于上市公司股东的净利润 2.66 亿元, 同比下降 19.71%, 归母扣除非经常性损益后的净利润 2.43 亿元, 同比下降 18.38%。单季度看, 公司实现营业收入 17.46 亿元, 同比增长 1.79%, 实现归属于上市公司股东的净利润 1.72 亿元, 同比下降 18.13%, 归母扣除非经常性损益后的净利润 1.60 亿元, 同比下降 21.29%。
- 毛利率提升, 费用率结构优化。2025 年 H1 公司实现毛利率 27.49%, 同比增长 0.51pct, 实现净利率 9.51%, 同比下降 0.93pct。2025 年 H1 公司财务费用率为 -0.35%, 管理费用率为 4.99%, 销售费用率为 8.64%, 研发费用率为 3.79%。
- 公司 25H1 业绩略有承压, 主要原因在于: 1) 传统下游 (食品饮料、制药、卷烟、电力、冶金、化纤) 的资本开支增速下滑; 2) 工商用建筑业的投资增速下降, 速冻和中大型冷链物流中心的建设速度放缓。
- 根据产业在线的数据, 螺杆压缩机 2025 年上半年销售量 3.57 万台, 同比下滑 3.9%。从产品结构来看, 上半年螺杆机内销的制冷量分布, >200HP 的比例有所上升 (同比提高 1pct); 从下游应用看, 上半年螺杆机销往冷冻应用的方向占比有所上升 (同比提高 0.6pct); 与此同时, 品牌集中度有所提升, CR5 同比提高 0.5pct 达到 83.3%。
- 继续看好冰轮环境在 AIDC 方向的拓展。上半年, 烟台冰轮集团 (香港) 有限公司 (顿汉布什的主要持股方) 实现收入 11.9 亿元, 同比增长 2.8%; 实现净利润 1.62 亿元, 同比增长 26.6%, 这表明公司 AIDC 方向的液冷压缩机业绩表现优异。
- 维持“强烈推荐”评级。我们认为, 尽管短期业绩有所承压, 但公司在 AIDC 液冷机组方向的布局行稳致远, 伴随着全球数据中心项目的建设, 公司有望充分享受该方向的业绩增量。我们预计 2025-2027 年有望实现 6.09/8.66/11.57 亿元归母净利润。继续对公司维持“强烈推荐”的评级。
- 风险提示: 食品饮料、冷库、商超等冷链建设速度放缓; AI 数据中心建设速度放缓; 公司磁悬浮压缩机出货进度不及预期等。

中游制造/机械

目标估值: NA

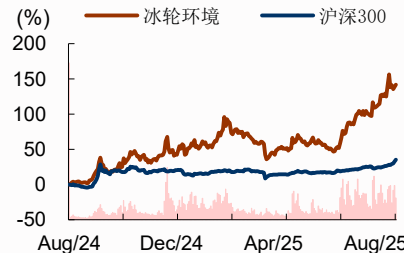
当前股价: 14.23 元

## 基础数据

总股本 (百万股)	993
已上市流通股 (百万股)	970
总市值 (十亿元)	14.1
流通市值 (十亿元)	13.8
每股净资产 (MRQ)	5.9
ROE (TTM)	9.6
资产负债率	46.1%
主要股东	烟台国丰投资控股集团有限公司
主要股东持股比例	14.5%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	18	32	140
相对表现	10	18	106



资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

郭倩倩 S1090525060003

✉ guoqianqian@cmschina.com.cn

吴洋 S1090523080001

✉ wuyang2@cmschina.com.cn

我们对冰轮环境的各项收入做了如下拆分和预测：

- 1) **工业产品销售**：冰轮环境的工业产品主要分为四类：传统主业压缩机组（用于商超、冷库、化工等传统领域）、CCUS 增压机组产品、AIDC 相关压缩机组、传统中央空调产品（用于医疗、地铁等传统领域）。我们认为，传统主业、传统中央空调产品有望逐步企稳回升，而 CCUS 和 AIDC 的压缩机组有望持续贡献业绩增量。最后，我们预计 25-27 年，工业产品销售额分别为 63.7/76.9/89.2 亿元，分别同比增长 13.2%/20.6%/16.0%。预计 25-27 年的销售毛利率分别为 26.3%/29.2%/32.0%。
- 2) **工程施工**：我们预计后续三年该收入分别实现 15% 的增长，毛利率稳定在 12%。
- 3) **其他收入**：我们预计后续三年该收入分别实现 0% 的增长，毛利率稳定在 40%。

表 1：公司业务拆分与预测

年份	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>销售收入</b>	<b>7496</b>	<b>6635</b>	<b>7471</b>	<b>8888</b>	<b>10238</b>
工业产品销售	6528	5629	6374	7687	8916
工程施工	494	606	697	802	922
其他收入	475	399	399	399	399
<b>收入增长率</b>	<b>22.9%</b>	<b>-11.5%</b>	<b>12.6%</b>	<b>19.0%</b>	<b>15.2%</b>
工业产品销售	34.3%	-13.8%	13.2%	20.6%	16.0%
工程施工	-16.6%	22.7%	15.0%	15.0%	15.0%
其他收入	-26.9%	-15.9%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>毛利率</b>	<b>25.6%</b>	<b>27.6%</b>	<b>25.7%</b>	<b>28.2%</b>	<b>30.5%</b>
工业产品销售	27.2%	28.1%	26.3%	29.2%	32.0%
工程施工	0.6%	14.8%	12.0%	12.0%	12.0%
其他收入	29.4%	40.1%	40.1%	40.1%	40.1%

资料来源：公司年报、招商证券

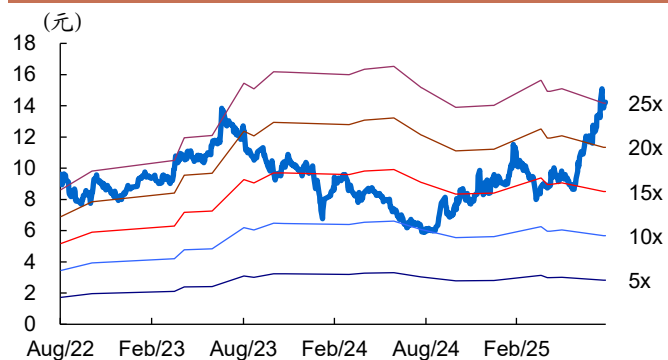
由此，我们预计公司 25-27 年的收入增长率分别为 13%/19%/15%，归母净利润增长率分别为 -3%/42%/34%。公司当前股价对应 25/26/27 年的动态 PE 分别为 23.2/16.3/12.2 倍。

### 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	7496	6635	7471	8888	10238
同比增长	23%	-11%	13%	19%	15%
营业利润(百万元)	725	745	721	1046	1414
同比增长	58%	3%	-3%	45%	35%
归母净利润(百万元)	655	628	609	866	1157
同比增长	54%	-4%	-3%	42%	34%
每股收益(元)	0.66	0.63	0.61	0.87	1.17
PE	21.6	22.5	23.2	16.3	12.2
PB	2.6	2.4	2.2	2.0	1.7

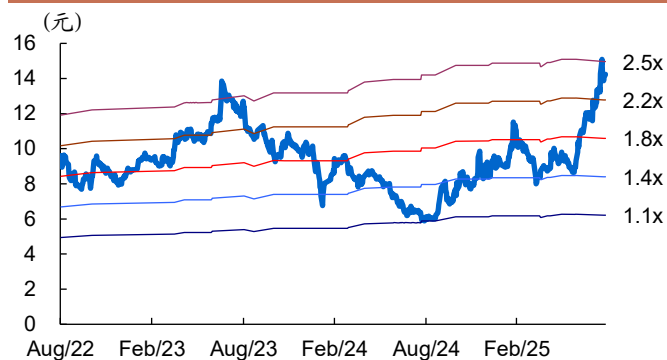
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 冰轮环境历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 冰轮环境历史 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>	7485	7942	8793	10141	11647
现金	2222	2359	2629	3139	3867
交易性投资	1070	1358	1358	1358	1358
应收票据	274	190	214	255	293
应收款项	1711	1929	2172	2585	2977
其它应收款	67	49	55	66	76
存货	1415	1451	1678	1929	2149
其他	727	606	687	811	927
<b>非流动资产</b>	3914	3924	3923	3921	3919
长期股权投资	333	390	390	390	390
固定资产	1163	1280	1384	1477	1559
无形资产商誉	1032	1026	923	831	748
其他	1386	1228	1226	1224	1222
<b>资产总计</b>	<b>11399</b>	<b>11866</b>	<b>12715</b>	<b>14062</b>	<b>15566</b>
<b>流动负债</b>	5058	5052	5140	5749	6283
短期借款	380	384	0	0	0
应付账款	2327	2275	2632	3025	3370
预收账款	1036	1056	1222	1404	1565
其他	1314	1337	1287	1320	1349
<b>长期负债</b>	609	604	604	604	604
长期借款	343	386	386	386	386
其他	267	217	217	217	217
<b>负债合计</b>	<b>5667</b>	<b>5656</b>	<b>5744</b>	<b>6353</b>	<b>6887</b>
股本	764	764	993	993	993
资本公积金	430	415	415	415	415
留存收益	4183	4634	5128	5812	6709
少数股东权益	356	398	436	490	563
归属于母公司所有者权益	5376	5812	6535	7219	8116
<b>负债及权益合计</b>	<b>11399</b>	<b>11866</b>	<b>12715</b>	<b>14062</b>	<b>15566</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>	340	721	628	692	982
净利润	665	667	647	921	1229
折旧摊销	141	149	245	246	246
财务费用	32	28	(1)	(11)	(16)
投资收益	(141)	(114)	(234)	(234)	(234)
营运资金变动	(313)	1	(29)	(229)	(243)
其它	(45)	(10)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(385)	(299)	(10)	(10)	(10)
资本支出	(180)	(118)	(244)	(244)	(244)
其他投资	(205)	(181)	234	234	234
<b>筹资活动现金流</b>	37	(359)	(348)	(171)	(243)
借款变动	192	(250)	(464)	0	0
普通股增加	18	(0)	229	0	0
资本公积增加	(5)	(15)	0	0	0
股利分配	(149)	(76)	(115)	(183)	(260)
其他	(19)	(18)	1	11	16
<b>现金净增加额</b>	<b>(8)</b>	<b>62</b>	<b>270</b>	<b>510</b>	<b>728</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	7496	6635	7471	8888	10238
营业成本	5580	4801	5554	6384	7112
营业税金及附加	49	40	45	53	61
营业费用	656	595	670	797	918
管理费用	349	382	430	512	590
研发费用	284	255	287	342	394
财务费用	(10)	(24)	(1)	(11)	(16)
资产减值损失	(68)	(75)	0	0	0
公允价值变动收益	8	30	30	30	30
其他收益	55	90	90	90	90
投资收益	141	114	114	114	114
<b>营业利润</b>	725	745	721	1046	1414
营业外收入	7	30	30	30	30
营业外支出	5	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	726	773	749	1074	1442
所得税	61	106	102	154	213
少数股东损益	11	39	38	54	72
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>655</b>	<b>628</b>	<b>609</b>	<b>866</b>	<b>1157</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	23%	-11%	13%	19%	15%
营业利润	58%	3%	-3%	45%	35%
归母净利润	54%	-4%	-3%	42%	34%
<b>获利能力</b>					
毛利率	25.6%	27.6%	25.7%	28.2%	30.5%
净利率	8.7%	9.5%	8.2%	9.7%	11.3%
ROE	12.7%	11.2%	9.9%	12.6%	15.1%
ROIC	10.0%	8.8%	8.4%	11.2%	13.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	49.7%	47.7%	45.2%	45.2%	44.2%
净负债比率	8.2%	7.2%	3.0%	2.7%	2.5%
流动比率	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9
速动比率	1.2	1.3	1.4	1.4	1.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
存货周转率	3.9	3.4	3.5	3.5	3.5
应收账款周转率	4.0	3.2	3.3	3.4	3.4
应付账款周转率	2.4	2.1	2.3	2.3	2.2
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.66	0.63	0.61	0.87	1.17
每股经营净现金	0.34	0.73	0.63	0.70	0.99
每股净资产	5.42	5.86	6.58	7.27	8.18
每股股利	0.08	0.12	0.18	0.26	0.35
<b>估值比率</b>					
PE	21.6	22.5	23.2	16.3	12.2
PB	2.6	2.4	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	21.2	20.8	18.3	13.8	10.8

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。