

公司研究

扣非业绩基本持平，数据中心温控设备、工业热管理业务潜力巨大

——冰轮环境（000811.SZ）2025 年年报点评

要点

事件：公司发布 25 年年报。2025 年，公司实现营业收入 70.52 亿元，同比+6.28%；实现归母净利润、扣非归母净利润分别为 5.64、5.15 亿元，同比-10.14%、-0.75%；经营活动现金流净流入 8.21 亿元，同比+13.89%。

扣非归母净利润基本持平，海外业务取得快速增长。25 年，公司工业产品销售、工程施工分别实现营收 56.13、10.77 亿元，同比-0.29%、+77.66%，毛利率分别为 26.89%、20.35%，同比-1.23pcts、+5.52pcts；国内、国外营收分别为 47.24、23.28 亿元，同比+1.46%、+17.62%，毛利率分别为 24.95%、30.95%，同比-1.88pcts、+1.42pcts。

温控冷却装备受益于数据中心及液冷需求侧提升，制造基地扩产推进中。公司旗下顿汉布什公司和冰轮换热技术公司为数据中心乃至液冷系统提供一次侧冷源装备和热交换装置等冷却装备。其中，顿汉布什公司跻身欧美系暖通空调一线梯队，国内已成功服务国家超级计算广州中心（天河二号）、中国移动（贵州）大数据中心等诸多项目，海外服务了北美、澳洲、东南亚、中东众多项目。IDC 冷水机组通常存在国别专用标准，对工况、抗震度、可靠性、能效乃至异常断电后恢复时间以及全球售后服务体系等方面均具有较高要求。当前，公司海外制造基地在扩产中，境内制造基地已开始支援海外市场。

热网升级改造市场潜力巨大，HRSG 产品相关联营公司营收增长迅速。热能管理板块是公司重点培育的“双碳”种子业务，25 年以来受益于城市更新热网升级改造。子公司北京华源泰盟的余热回收、高温热泵、CCUS 等技术，能够将工业过程中废弃的热能回收利用，直接帮助化工、冶金、纺织等行业高耗能企业降耗和碳排放。近期签约烟台长输供热大温差改造项目，使用绿色低碳供热技术，参与化工工业园余热长输市区零碳供暖，合同约定 26 年内交付。联合循环燃气电厂余热锅炉（HRSG）方面，联营公司烟台现代冰轮重工承接韩国现代重工的技术，与 GE、西门子、三菱等合作，营收快速增长，25 年营收 9.73 亿，同比+32%。

盈利预测、估值与评级：维持 26、27 年归母净利润预测 8.46、10.07 亿元，新增 28 年归母净利润预测 12.18 亿元，26-28 年对应 EPS 分别为 0.85、1.02、1.23 元。公司温控冷却装备业务受益于全球数据中心及液冷侧需求提升，热能管理业务下游热网改造市场空间广阔，维持“买入”评级。

风险提示：数据中心下游建设进度不及预期风险，热网升级改造市场开拓不及预期风险，汇率波动风险。

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）	6,635	7,052	8,002	9,096	10,411
营业收入增长率	-11.49%	6.28%	13.47%	13.67%	14.46%
归母净利润（百万元）	628	564	846	1,007	1,218
归母净利润增长率	-4.05%	-10.14%	49.94%	19.05%	20.91%
EPS（元，按最新股本计）	0.63	0.57	0.85	1.02	1.23
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.81%	8.85%	11.88%	12.61%	13.48%
P/E	30	33	22	18	15
P/B	2.5	2.9	2.6	2.3	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-14

买入（维持）

当前价：18.74 元

作者

分析师：陈佳宁

执业证书编号：S0930512120001
021-52523851

chenjianing@ebscn.com

分析师：汲萌

执业证书编号：S0930524010002
021-52523859

jimeng@ebscn.com

分析师：夏天宇

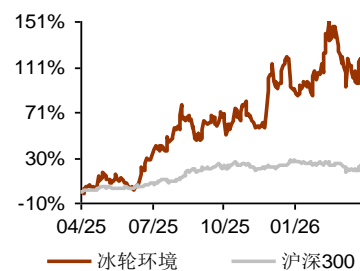
执业证书编号：S0930525070006
021-52523805

xiatianyu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	9.92
总市值(亿元):	185.99
一年最低/最高(元):	8.22/22.08
近 3 月换手率:	173.76%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.64	18.70	94.51
绝对	-1.00	17.64	119.50

资料来源：Wind

相关研报

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	6,635	7,052	8,002	9,096	10,411
营业成本	4,801	5,153	5,772	6,530	7,434
折旧和摊销	145	150	166	173	181
税金及附加	40	42	48	55	63
销售费用	595	592	620	682	729
管理费用	382	363	380	407	469
研发费用	255	278	280	300	333
财务费用	-24	-23	30	19	2
投资收益	114	88	114	105	102
营业利润	745	771	1,053	1,270	1,551
利润总额	773	772	1,053	1,270	1,551
所得税	106	141	142	192	243
净利润	667	630	911	1,077	1,308
少数股东损益	39	66	65	70	90
归属母公司净利润	628	564	846	1,007	1,218
EPS(元, 按最新股本计)	0.63	0.57	0.85	1.02	1.23

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	721	821	689	1,141	1,251
净利润	628	564	846	1,007	1,218
折旧摊销	145	150	166	173	181
净营运资金增加	-360	208	605	387	583
其他	308	-102	-928	-427	-731
投资活动产生现金流	-299	-752	-18	-35	-38
净资本支出	-116	-124	-130	-130	-130
长期投资变化	390	435	0	0	0
其他资产变化	-573	-1,064	112	95	92
融资活动现金流	-359	-71	-277	-626	6
股本变化	0	229	0	0	0
债务净变化	-80	217	-201	-549	45
无息负债变化	68	363	288	574	701
净现金流	66	3	394	481	1,219

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	27.6%	26.9%	27.9%	28.2%	28.6%
EBITDA 率	12.3%	12.1%	14.4%	15.2%	16.0%
EBIT 率	10.0%	9.9%	12.3%	13.3%	14.2%
税前净利润率	11.7%	10.9%	13.2%	14.0%	14.9%
归母净利润率	9.5%	8.0%	10.6%	11.1%	11.7%
ROA	5.6%	4.8%	6.6%	7.3%	7.8%
ROE (摊薄)	10.8%	8.8%	11.9%	12.6%	13.5%
经营性 ROIC	14.6%	14.1%	18.5%	21.0%	23.6%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	48%	48%	46%	43%	42%
流动比率	1.57	1.56	1.72	1.92	2.06
速动比率	1.28	1.26	1.38	1.55	1.68
归母权益/有息债务	6.84	5.98	8.23	25.29	25.04
有形资产/有息债务	12.57	11.07	14.66	43.18	43.01

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	11,866	12,993	13,891	14,850	16,734
货币资金	2,359	2,407	2,801	3,281	4,500
交易性金融资产	1,358	2,113	2,113	2,132	2,148
应收账款	1,929	1,833	2,016	2,152	2,403
应收票据	190	279	317	360	413
其他应收款 (合计)	49	53	60	68	78
存货	1,451	1,754	1,959	2,144	2,362
其他流动资产	93	158	221	323	461
流动资产合计	7,942	9,035	9,937	10,929	12,855
其他权益工具	959	960	960	960	960
长期股权投资	390	435	435	435	435
固定资产	1,280	1,280	1,203	1,158	1,100
在建工程	78	64	89	75	66
无形资产	214	229	234	239	245
商誉	811	811	811	811	811
其他非流动资产	8	10	19	19	19
非流动资产合计	3,924	3,958	3,954	3,920	3,879
总负债	5,656	6,235	6,322	6,346	7,092
短期借款	384	565	594	0	0
应付账款	1,545	2,115	2,369	2,680	3,051
应付票据	730	400	448	507	577
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	267	282	306	356	403
流动负债合计	5,052	5,800	5,791	5,684	6,253
长期借款	386	146	191	236	281
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	58	130	178	264	397
非流动负债合计	604	435	531	662	839
股东权益	6,210	6,758	7,569	8,503	9,642
股本	764	992	992	992	992
公积金	1,011	804	812	812	812
未分配利润	4,041	4,464	5,203	6,067	7,115
归属母公司权益	5,812	6,378	7,125	7,989	9,037
少数股东权益	398	380	445	515	605

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	8.96%	8.40%	7.75%	7.50%	7.00%
管理费用率	5.76%	5.14%	4.75%	4.48%	4.50%
财务费用率	-0.36%	-0.33%	0.38%	0.21%	0.02%
研发费用率	3.85%	3.95%	3.50%	3.30%	3.20%
所得税率	14%	18%	13%	15%	16%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.15	0.10	0.14	0.17	0.21
每股经营现金流	0.94	0.83	0.69	1.15	1.26
每股净资产	7.61	6.43	7.18	8.05	9.11
每股销售收入	8.69	7.11	8.06	9.16	10.49

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	30	33	22	18	15
PB	2.5	2.9	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA	17.5	21.1	15.4	12.5	10.1
股息率	0.8%	0.5%	0.8%	0.9%	1.1%

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的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