

冰轮环境 (000811.SZ)

强烈推荐 (维持)

AIDC 冷水机组业务逐渐放量, Q1 利润较大幅度增长

公司 25 年营收同增 6.3%, 归母净利润同比下滑 10.1%; 26Q1 营收同增 18.3%, 归母净利润同增 25.1%。26Q1 增长表现好于 25 全年。剔除汇兑损失的影响, 公司 Q1 经营性利润增长将更亮眼。AIDC 冷水机组量利齐增, 抬高了冰轮的在手订单与海外业务占比。继续给予“强烈推荐”评级。

冰轮环境此前发布了 25 年+26Q1 业绩:

1) 2025 全年营收 70.52 亿元, 同比增长 6.3%; 归母净利润 5.64 亿元, 同比下降 10.1%; 扣非归母净利润 5.15 亿元, 同比下降 0.8%。

2) 2026Q1 营收 16.24 亿元, 同比增长 18.3%; 归母净利润 1.17 亿元, 同比增长 25.1%; 扣非归母净利润 0.99 亿元, 同比增长 19.2%。

公司 Q1 存在较多汇兑损失, 这导致公司 Q1 的财务费用达到 2530.6 万元, 而去年同期仅为-752 万元。若剔除该方面的影响, 公司 Q1 实际的利润增速更高。经营性业绩显著增长, 这主要归因于 25Q1 主业的低基数+较多的 AIDC 冷水机组的交付。

AIDC 冷水机组业务继续支撑远期的业绩想象力:

1) 烟台冰轮(香港)对应顿汉布什资产, 25 年实现利润 2.9 亿元(yoy+21.5%), 净利率 11.3% (同比提升 0.6pct)。顿汉布什主要对接海外暖通中央空调需求, 其业绩的逐年增长意味着 AIDC 冷水机组订单的持续兑现。

2) 合同负债的角度, 25 年末合同负债 12.38 亿元, 同比+17.3%; 26Q1 公司合同负债达到 12.8 亿元, 相比期初有进一步增长。在主业订单承压的背景下, 合同负债的增长更多归因于 AIDC 暖通空调订单预收款的增加。

3) 2025 年海外业务收入达到 23.3 亿元, 同比增长 17.6%。这一出色的增长表现同样归因于海外 AI 冷水机组订单的交付。

继续维持“强烈推荐”的评级。受国内经济顺周期的影响, 公司主业有望触底回升; 叠加数据中心的建设浪潮方兴未艾, 且作为美国公司的顿汉布什, 能直接受益于北美 AI 产业链的建设。我们预计 26-28 年公司归母净利润增速显著好于前两年, 预计分别实现 7.8/10.5/13.0 亿元归母净利润。对冰轮继续维持“强烈推荐”的评级。

风险提示: 全球数据中心建设不及预期; 国内化工、冷链等制冷相关 capex 持续下滑; 公司暖通空调产能扩张不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	6635	7052	8684	10028	11036
同比增长	-11%	6%	23%	15%	10%
营业利润(百万元)	745	771	1008	1372	1701
同比增长	3%	4%	31%	36%	24%
归母净利润(百万元)	628	564	775	1050	1298
同比增长	-4%	-10%	37%	35%	24%
每股收益(元)	0.63	0.57	0.78	1.06	1.31
PE	39.4	43.9	31.9	23.6	19.1
PB	4.3	3.9	3.6	3.2	2.8

资料来源: 公司数据、招商证券

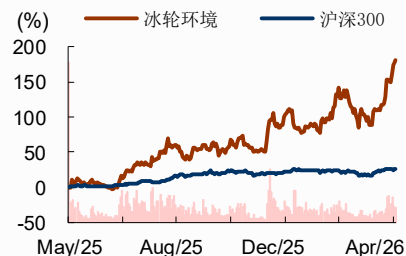
中游制造/机械
目标估值: NA
当前股价: 24.95 元

基础数据

总股本(百万股)	992
已上市流通股(百万股)	978
总市值(十亿元)	24.8
流通市值(十亿元)	24.4
每股净资产(MRQ)	6.6
ROE(TTM)	9.0
资产负债率	46.8%
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	13.57%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	41	69	180
相对表现	33	65	152



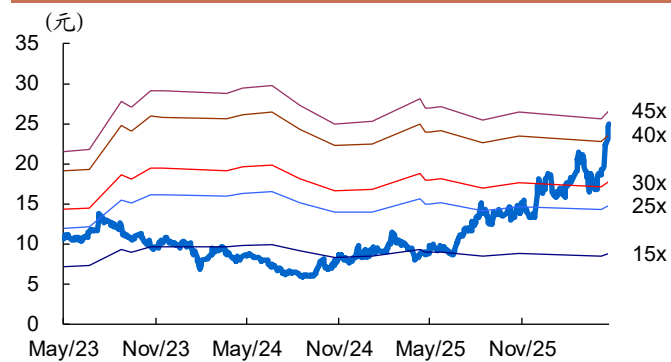
资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《冰轮环境 (000811): 单季度收入、利润同比增长, 利润率同比改善》2025-11-03
- 《冰轮环境 (000811) —传统下游资本开支下降, 业绩略承压, AI 液冷有亮点》2025-08-26

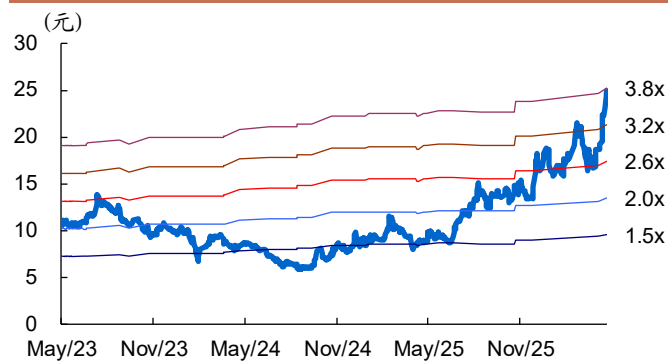
郭倩倩 S1090525060003
guoqianqian@cmschina.com.cn
吴洋 S1090523080001
wuyang2@cmschina.com.cn

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	7942	9035	9745	11349	12934
现金	2359	2407	2105	2932	3955
交易性投资	1358	2113	2113	2113	2113
应收票据	190	279	344	397	437
应收款项	1929	1833	2258	2607	2869
其它应收款	49	53	65	75	83
存货	1451	1754	2130	2386	2558
其他	606	595	730	838	918
非流动资产	3924	3958	3852	3757	3671
长期股权投资	390	435	435	435	435
固定资产	1280	1280	1280	1280	1280
无形资产商誉	1026	1040	936	843	758
其他	1228	1203	1201	1199	1198
资产总计	11866	12993	13597	15106	16605
流动负债	5052	5800	5760	6360	6763
短期借款	384	565	0	0	0
应付账款	2275	2515	3053	3421	3667
预收账款	1056	1238	1504	1685	1806
其他	1337	1482	1203	1255	1290
长期负债	604	435	435	435	435
长期借款	386	146	146	146	146
其他	217	289	289	289	289
负债合计	5656	6235	6195	6796	7198
股本	764	992	992	992	992
资本公积金	415	222	222	222	222
留存收益	4634	5164	5741	6558	7541
少数股东权益	398	380	447	538	651
归属于母公司所有者权益	5812	6378	6955	7772	8756
负债及权益合计	11866	12993	13597	15106	16605

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	721	821	796	1024	1294
净利润	667	630	843	1141	1411
折旧摊销	149	155	237	226	217
财务费用	28	35	0	(16)	(23)
投资收益	(114)	(88)	(152)	(152)	(152)
营运资金变动	1	82	(132)	(176)	(159)
其它	(10)	6	0	0	0
投资活动现金流	(299)	(752)	21	21	21
资本支出	(118)	(132)	(131)	(131)	(131)
其他投资	(181)	(620)	152	152	152
筹资活动现金流	(359)	(71)	(1119)	(217)	(292)
借款变动	(250)	(82)	(921)	0	0
普通股增加	(0)	229	0	0	0
资本公积增加	(15)	(193)	0	0	0
股利分配	(76)	(115)	(198)	(233)	(315)
其他	(18)	90	(0)	16	23
现金净增加额	62	(2)	(302)	828	1023

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	6635	7052	8684	10028	11036
营业成本	4801	5153	6257	7009	7513
营业税金及附加	40	42	52	60	66
营业费用	595	592	729	842	927
管理费用	382	363	446	516	567
研发费用	255	278	343	396	436
财务费用	(24)	(23)	0	(16)	(23)
资产减值损失	(75)	(27)	0	0	0
公允价值变动收益	30	11	11	11	11
其他收益	90	52	52	52	52
投资收益	114	88	88	88	88
营业利润	745	771	1008	1372	1701
营业外收入	30	5	5	5	5
营业外支出	2	5	5	5	5
利润总额	773	772	1008	1373	1702
所得税	106	141	166	231	291
少数股东损益	39	66	67	91	113
归属于母公司净利润	628	564	775	1050	1298

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	-11%	6%	23%	15%	10%
营业利润	3%	4%	31%	36%	24%
归母净利润	-4%	-10%	37%	35%	24%
获利能力					
毛利率	27.6%	26.9%	28.0%	30.1%	31.9%
净利率	9.5%	8.0%	8.9%	10.5%	11.8%
ROE	11.2%	9.3%	11.6%	14.3%	15.7%
ROIC	8.8%	8.0%	10.8%	13.9%	15.3%
偿债能力					
资产负债率	47.7%	48.0%	45.6%	45.0%	43.3%
净负债比率	7.2%	8.2%	1.1%	1.0%	0.9%
流动比率	1.6	1.6	1.7	1.8	1.9
速动比率	1.3	1.3	1.3	1.4	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转率	3.4	3.2	3.2	3.1	3.0
应收账款周转率	3.2	3.3	3.7	3.6	3.5
应付账款周转率	2.1	2.2	2.2	2.2	2.1
每股资料(元)					
EPS	0.63	0.57	0.78	1.06	1.31
每股经营净现金	0.73	0.83	0.80	1.03	1.30
每股净资产	5.86	6.43	7.01	7.83	8.82
每股股利	0.12	0.20	0.23	0.32	0.39
估值比率					
PE	39.4	43.9	31.9	23.6	19.1
PB	4.3	3.9	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA	34.1	33.0	23.3	18.3	15.3

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。