



股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	43.26
总股本/流通股本(亿股)	9.92 / 9.78
总市值/流通市值(亿元)	429 / 423
52周内最高/最低价	56.22 / 11.60
资产负债率(%)	48.0%
市盈率	75.89
第一大股东	烟台国丰投资控股集团 有限公司

研究所

分析师: 刘卓
SAC 登记编号: S1340522110001
Email: liuzhuo@cnpsec.com
分析师: 陈基赞
SAC 登记编号: S1340524070003
Email: chenjiyun@cnpsec.com

冰轮环境(000811)

工商业制冷领先企业，有望受益数据中心建设浪潮

● 投资要点

冰轮环境技术股份有限公司始创于1956年，深耕制冷领域七十载，是多元化、国际化的综合性装备工业企业。公司主营业务涵盖低温冷冻、中央空调、环保制热、能化装备、精密铸件、智慧服务、氢能装备等多个产业集群，主要产品包括螺杆式压缩机、离心式压缩机、活塞式压缩机、涡旋式压缩机、吸收式制冷机、工业热泵、储能蓄能装置、真空冻干设备、速冻装置、换热设备、船用制冷设备、海洋工程装备、多联机、压力容器、精密铸件、包装仓储产线、氢能装备等。公司产品及综合解决方案面向国内及国际市场，以自营销售为主、渠道销售为辅。

经营业绩呈现拐点，现金流健康。公司传统下游为工商业制冷系统，面临下游需求放缓、市场承压的挑战，但近年来数据中心建设节奏加快，逐渐成为影响公司经营业绩的重要因素。2025年及2026Q1，公司收入恢复正增长，2026Q1归母净利润同比+25%。同时，公司盈利能力较为稳定，2023-2025年毛利率稳定在25%-28%之间，净利率稳定在8.5%-10.5%之间。此外，资产负债率持续降低，现金流健康。

全球制冷设备市场规模超千亿美元，中国冷链设备市场规模超2500亿元，需求端有望稳健增长。根据中金企信统计数据，全球制冷设备市场规模从2019年的924.6亿美元增长至2024年的1076.7亿美元，预计2027年将达到1373.1亿美元。根据产业在线统计，中国冷链设备2025年市场规模达2506亿元，预计“十五五”期间中国冷链设备行业复合增速约1.7%，其中商用、工业制冷设备国内市场的增长速度预计优于家用制冷设备。

全球暖通空调市场规模超1700亿美元，冷水机组是一次侧回路冷却的主要设备。市场规模方面，根据Global Information统计，2025年全球暖通空调系统市场规模为1745.8亿美元，预计2026年有望增长至1839亿美元，2034年有望增长至2900.8亿美元。随着单芯片功率的不断提高，传统依赖空气对流换热的数据中心冷却方案正逐渐暴露其局限性。液冷系统由热源至热汇主要可分为服务器内热源、液冷机柜、二次侧输配系统、冷量分配单元(CDU)、一次侧输配系统、冷源系统、室外热汇几个部分。其中，一次侧回路冷却的主要设备是冷水机组。

江森自控的积压订单快速增长，顿汉布什作为老牌暖通空调品牌，同样有望受益于数据中心建设。全球数据中心及AI热潮显著提升了对高密度算力制冷系统的需求，江森自控作为楼宇设备和工业制冷解决方案的重要供应商，其暖通空调应用板块表现极为强劲。截至2026年3月底，公司总积压订单达200亿美元，创历史新高，同比增长26%。顿汉布什公司跻身欧美系暖通空调一线梯队，已有131年历

史，有望充分受益于数据中心建设浪潮。顿汉布什控股有限公司拥有十余年服务数据中心的经验和丰富的全球案例，在国内已成功服务了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、中国联通西安数据中心等诸多项目；在海外，与多家本土专业集成商合作，覆盖了北美、澳洲、东南亚、中东众多项目。

公司拥有矩阵式管理的强大技术体系和高素质研发团队，产品研发和技术服务能力强。公司拥有 6 个国家级和 16 个省级科技创新平台，拥有 1 家国家级和 2 家省级制造业单项冠军企业，拥有 5 家国家级专精特新“小巨人”企业和 9 家省级“专精特新”企业。公司累计获得授权专利 592 项，入选国家知识产权优势企业。公司拥有“国家认定企业技术中心”和国家级绿色工厂，是国家制造业单项冠军示范企业，“吸收式换热器”获评国家制造业单项冠军产品。

公司生产效率及质量明显优于传统制造企业。公司建有全球工业制冷空调行业复杂离散型压缩机数字原生工厂——烟台哈特福德压缩机数字工厂，基于智汇云 MICC 搭建统一的数字环境，以智能域融合驱动全域协同，有效解决了压缩机多品种变批量生产过程中存在的“混流生产难、决策效能低、业务协同差、联网控制弱”等难题，实现了智能制造装置全要素全过程的数字化、柔性化、自动化、智能化，可完成全封/半封/开启螺杆式压缩机、离心式压缩机、高速无油活塞式压缩机、高压隔膜压缩机等全品类柔性定制生产。工厂员工减少 50%、产能提升 40%、交期缩短 60%，设备联网率 100%、数据打通率 100%，质量一致性得到显著提升，生产效率是传统压缩机制造企业的 3 倍以上。

● 盈利预测与估值

我们预计公司 2026-2028 年，公司营业收入分别为 84.81、100.99、118.90 亿，同比增速分别为 20.27%、19.08%、17.73%；归母净利润分别为 8.19、12.47、16.72 亿元，同比增速分别为 45.13%、52.19%、34.11%。选取申菱环境、大元泵业、联德股份作为可比公司，冰轮环境对标同行业可比公司 PE 估值来看，处于较低水平，公司 2026-2028 年业绩对应 PE 分别为 52.42、34.44、25.68 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

数据中心建设节奏不及预期风险、海外市场拓展不及预期风险、市场竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	7052	8481	10099	11890
增长率(%)	6.28	20.27	19.08	17.73
EBITDA（百万元）	821.91	1167.42	1729.67	2278.60
归属母公司净利润（百万元）	564.39	819.08	1246.59	1671.78
增长率(%)	-10.14	45.13	52.19	34.11
EPS（元/股）	0.57	0.83	1.26	1.68
市盈率（P/E）	76.07	52.42	34.44	25.68
市净率（P/B）	6.73	6.18	5.44	4.66
EV/EBITDA	20.75	35.25	23.25	17.09

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 工商业制冷领先企业，有望受益数据中心建设浪潮.....	6
1.1 深耕制冷领域七十载，打造多元化、国际化综合性装备工业企业.....	6
1.2 经营业绩逐步向上，2026Q1 归母净利润同比+25%.....	7
2 工业制冷+暖通空调双轮驱动，数据中心成为需求重要增量.....	9
2.1 制冷设备：全球千亿美元市场，需求有望稳健增长.....	9
2.2 暖通空调：受益数据中心建设需求，北美龙头企业订单积压持续增加.....	12
2.3 绿能装备：双碳战略引领节能大趋势，重点行业迎来战略转型阶段.....	16
3 产品研发、技术服务能力突出，数智工业引领高质量发展.....	17
3.1 产品研发和技术服务能力强，国家制造业单项冠军示范企业.....	17
3.2 数智工业引领高质量发展，生产效率、质量明显优于传统制造.....	18
4 盈利预测与估值.....	19
4.1 盈利预测.....	19
4.2 相对估值.....	20
5 风险提示.....	20

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	6
图表 2: 公司主要产品示意图.....	7
图表 3: 冰轮环境营收及同比增速.....	8
图表 4: 冰轮环境归母净利润及同比增速.....	8
图表 5: 公司毛利率、净利率情况.....	8
图表 6: 公司费用率情况.....	8
图表 7: 公司总资产及资产负债率情况.....	9
图表 8: 公司经营性现金流情况.....	9
图表 9: 公司股权结构情况（截至 2026/3/31）.....	9
图表 10: 全球制冷设备市场规模及同比增速情况.....	10
图表 11: 中国冷链设备市场规模及同比增速情况.....	10
图表 12: 国内市场家用、商用及工业场景制冷设备增速展望.....	11
图表 13: 制冷系统原理图.....	12
图表 14: 全球暖通空调市场规模（亿美元）.....	12
图表 15: 液冷系统主要结构.....	13
图表 16: 江森自控积压订单情况（亿美元）.....	14
图表 17: 顿汉布什海外算力中心项目布局.....	15
图表 18: 顿汉布什收入、净利润及同比增速情况.....	15
图表 19: 顿汉布什收入、净利润占比情况.....	15
图表 20: 公司核岛冷却工艺和核能供热解决方案.....	16
图表 21: 公司工业全域热控综合解决方案.....	17
图表 22: 公司国家级创新平台.....	17
图表 23: 公司云平台服务中心.....	18
图表 24: 公司智能成型工厂.....	18
图表 25: 业务分拆测算表.....	19
图表 26: 可比公司估值表.....	20

1 工商业制冷领先企业，有望受益数据中心建设浪潮

1.1 深耕制冷领域七十载，打造多元化、国际化综合性装备工业企业

冰轮环境技术股份有限公司始创于 1956 年，是多元化、国际化的综合性装备工业企业。主营业务涵盖低温冷冻、中央空调、环保制热、能化装备、精密铸件、智慧服务、氢能装备等产业集群。近年来冰轮环境先后荣膺中国机械工业核心竞争力 30 佳、中国机械工业 100 强、装备中国功勋企业、保护臭氧层示范企业等称号。冰轮环境以冷热同步发展、积极拓展节能环保产业为发展战略，从事低温环境、余热回收、气体压缩、工业换热、城市节能供热、智能铸造、超净排放等领域的技术研发及其相关成套设备的生产与销售，专业服务于食品冷冻冷藏、化工工艺冷却、舒适环境空调、科研温控、工艺气体压缩、建筑骨料冷却、热能综合应用、探凿冻土、污废处理等行业。冰轮环境遍布全球 40 多个国家的生产基地、研发中心及营销服务机构，以安全、环保、节能的管家式解决方案和智慧化的系统集成能力，为全球 120 多个国家和地区的用户提供产品全生命周期的服务保障。

图表1：公司发展历程

时间	公司发展历程中的重大事件
2025	获批山东省综合能源与冷热装备节能重点实验室，获评山东省绿色供应链管理企业，复核“国家级制造业单项冠军”企业；24年新升级上市的 IDC 专版磁悬浮产品和 FanWall 风墙通过认证并大批量供货。
2023	子公司山东深蓝机器股份有限公司、烟台冰轮换热技术有限公司、顿汉布仕(中国)工业有限公司获评国家级“专精特新”小巨人企业称号。
2018	从冷热系统集成服务商向智慧绿能系统解决方案服务商转型；氨气压缩机、水蒸气增压机相继研制成功。
2015	烟台冰轮（印度尼西亚）有限公司在雅加达成立，公司化独立经营，营销和服务一体化的新型海外市场运营模式开始建立；公司实施 DB 重返美国计划，投资设立顿汉布仕美国公司。
2014	顺利收购北京华源泰盟节能设备有限公司，实现了公司产业布局的延伸及冷热产品线的完善；顺利收购山东神舟制冷设备有限公司，拓展商业冷冻行业的产品线，提升对中小型制冷系统用户的服务能力。
2012	成功收购有百年历史的国际知名中央空调企业顿汉布仕集团，成为真正意义上的国际化公司并进入国际化运营阶段。
2006	迈出国际化战略第二步，烟台冰轮（越南）有限公司成立。
2004	与韩国现代重工业株式会社合资成立“烟台现代冰轮重工有限公司”。
2001	与马来西亚顿汉布仕控股有限公司合资成立“烟台哈特福德压缩机有限公司”。
1998	烟台冰轮股份有限公司在深圳证券交易所上市；迈出国际化战略第一步，泰国办事处成立。
1996	与日本荏原制作所合资成立“烟台荏原空调设备有限公司”；集团核心企业烟台冰轮股份有限公司成立。
1995	与顿汉布仕集团合资成立“烟台顿汉布仕工业有限公司”。
1994	合资成立“烟台佳灵冷暖设备有限公司”、“烟台埃克米制冷设备有限公司”。
1992	与美国联亚公司合资成立“烟台弘达制冷设备有限公司”。
1991	首家合资企业“烟台海达制冷设备有限公司”成立。
1978	自行试制成功螺杆制冷压缩机并通过部级鉴定。
1959	更名为“山东烟台通用机械厂”；生产出首台 2AL-15 型氨制冷压缩机正式进入制冷行业。
1956	冰轮的前身“公私合营烟台机械修配厂”创立。

资料来源：公司官网，公司公告，中邮证券研究所

公司主要产品系列有螺杆式压缩机、离心式压缩机、活塞式压缩机、涡旋式压缩机、吸收式制冷机、工业热泵、储能蓄能装置、真空冻干设备、速冻装置、换热设备、船用制冷设备、海洋工程装备、多联机、压力容器、精密铸件、包装仓储产线、氢能装备等。公司产品销售及综合解决方案提供同时面向国内市场和国际市场，以自营销售为主、渠道销售为辅。

图表2：公司主要产品示意图

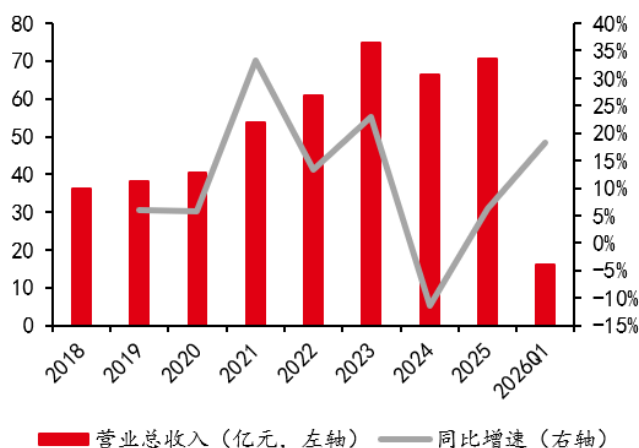


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.2 经营业绩逐步向上，2026Q1 归母净利润同比+25%

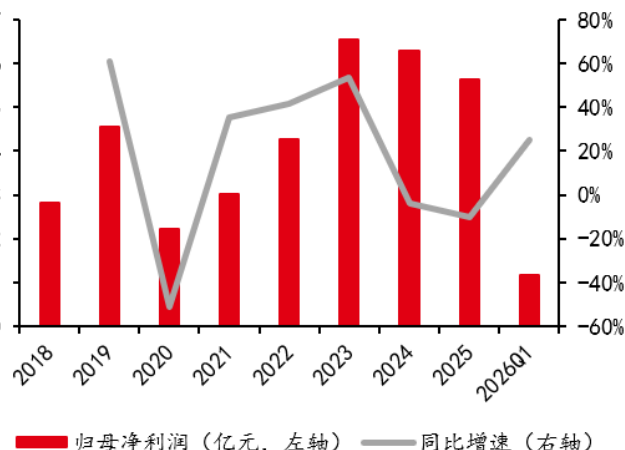
公司经营业绩逐步企稳，2025、2026Q1 收入恢复正增长，2026Q1 归母净利润同比+25%。2022-2026Q1，公司分别实现营业总收入 61.02、74.96、66.35、70.52、16.24 亿元，同比增速分别为 13.34%、22.86%、-11.49%、6.28%、18.31%；归母净利润 4.26、6.55、6.28、5.64、1.17 亿元，同比增速分别为 41.54%、53.73%、-4.05%、-10.14%、25.06%。公司的传统下游为工商业制冷系统，面临着下游需求放缓，市场承压的挑战，但近年来数据中心建设节奏加快，逐渐成为影响公司经营业绩的重要因素。

图表3：冰轮环境营收及同比增速



资料来源：iFind，中邮证券研究所

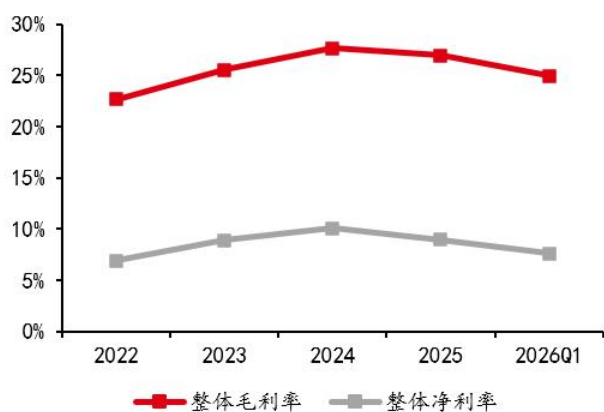
图表4：冰轮环境归母净利润及同比增速



资料来源：iFind，中邮证券研究所

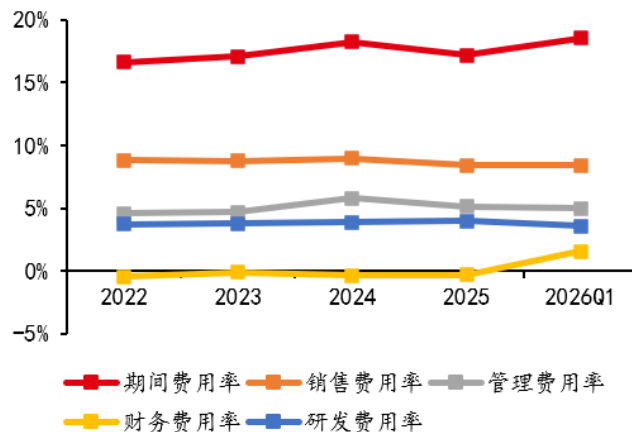
公司毛利率、净利率较为稳定，2023-2025 年毛利率稳定在 25%-28% 的区间，净利率稳定在 8.5%-10.5% 的区间。公司期间费用率亦较为稳定。2022-2025 年公司期间费用率分别为 16.62%、17.07%、18.21%、17.16%，其中销售费用率分别为 8.80%、8.76%、8.96%、8.40%；管理费用率分别为 4.56%、4.68%、5.76%、5.14%；财务费用率分别为 -0.45%、-0.14%、-0.36%、-0.33%；研发费用率分别为 3.70%、3.79%、3.85%、3.95%。

图表5：公司毛利率、净利率情况



资料来源：iFind，中邮证券研究所

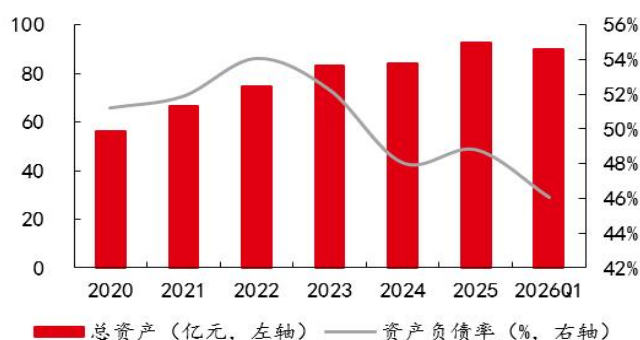
图表6：公司费用率情况



资料来源：iFind，中邮证券研究所

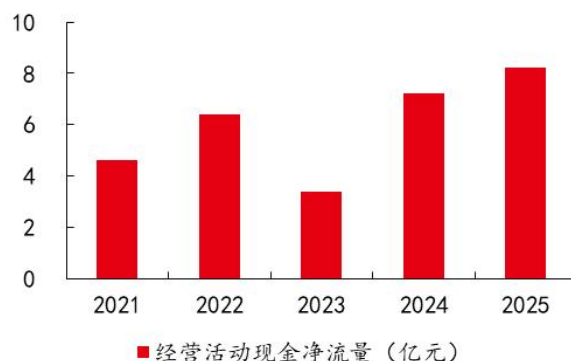
资产负债率持续降低，现金流健康。2022-2026Q1，公司总资产分别为 108.92、113.99、118.66、129.93、130.07 亿元，资产负债率分别为 51.49%、49.72%、47.67%、47.99%、46.83%，总资产持续增加，负债率持续下降，其中有息负债极低。同时，2022-2025 年，公司经营性现金流分别为 6.42、3.40、7.21、8.21 亿元，现金流健康。

图表7：公司总资产及资产负债率情况



资料来源：iFind，中邮证券研究所

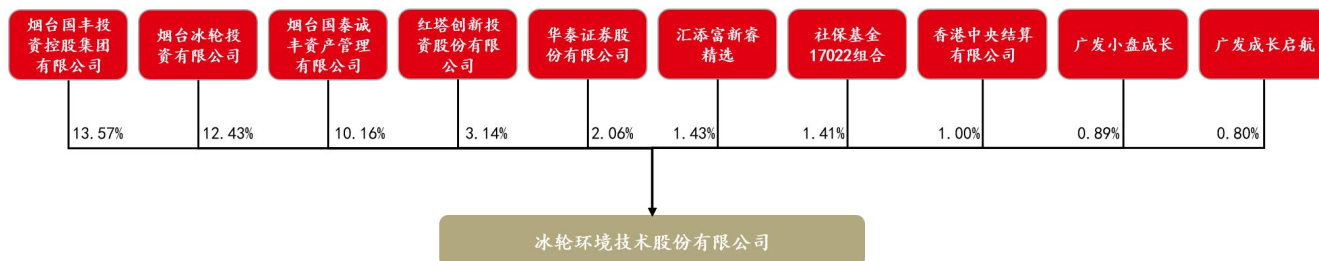
图表8：公司经营性现金流情况



资料来源：iFind，中邮证券研究所

股东结构方面，公司实控人为烟台市国资委，截至 2026Q1 一致行动人持股比例为 36.16%。截至 2026Q1，公司前十大股东分别为烟台国丰投资控股集团有限公司、烟台冰轮投资有限公司、烟台国泰诚丰资产管理有限公司、红塔创新投资股份有限公司、华泰证券股份有限公司、汇添富新睿精选、社保基金 17022 组合、香港中央结算有限公司、广发小盘成长、广发成长启航，持股比例分别为 13.57%、12.43%、10.16%、3.14%、2.06%、1.43%、1.41%、1.00%、0.89%、0.80%。

图表9：公司股权结构情况（截至 2026/3/31）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

2 工业制冷+暖通空调双轮驱动，数据中心成为需求重要增量

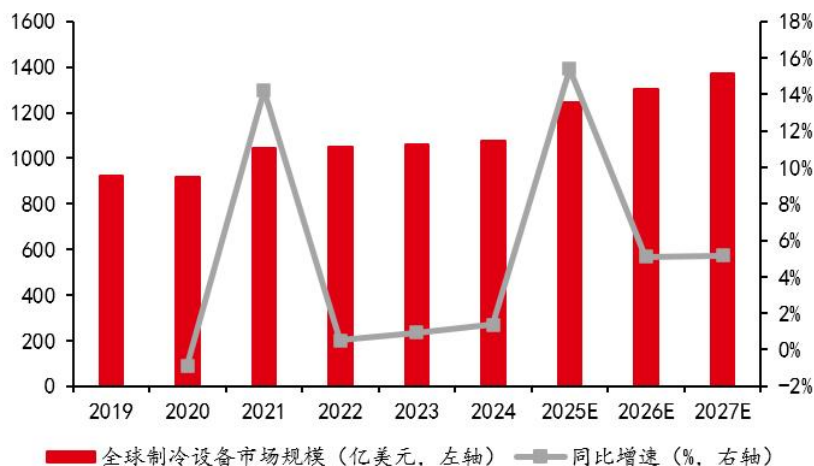
2.1 制冷设备：全球千亿美元市场，需求有望稳健增长

制冷是用人工的方法，在一定时间内从一个物体或系统中移去热量而使其低于周围环境温度并维持低温的过程。制冷设备为制冷机或制冷装置以及组成制冷机或制冷装置的设备、装置和器件的总称。制冷设备通常包括下列机器和设备的一个部分或几个部分：压缩机、风机、冷凝器、蒸发器、发生器、吸收器、贮液器、节流机构、连接管道和阀门、围护装置和构件、其他换热设备和容器设备以及电气控制设备等。

全球制冷设备市场规模超千亿美元，需求端有望稳健增长。随着全球气候变暖、城市化进程加快、居民生活水平的不断提升、工业信息化的持续推进等，全球制冷设备市场有望持续增

长。根据中金企信数据统计，全球制冷设备市场规模从2019年的924.6亿美元增长至2024年的1,076.7亿美元，预计2027年将达到1,373.1亿美元，2024年至2027年的年复合增长率为8.4%。

图表10：全球制冷设备市场规模及同比增速情况

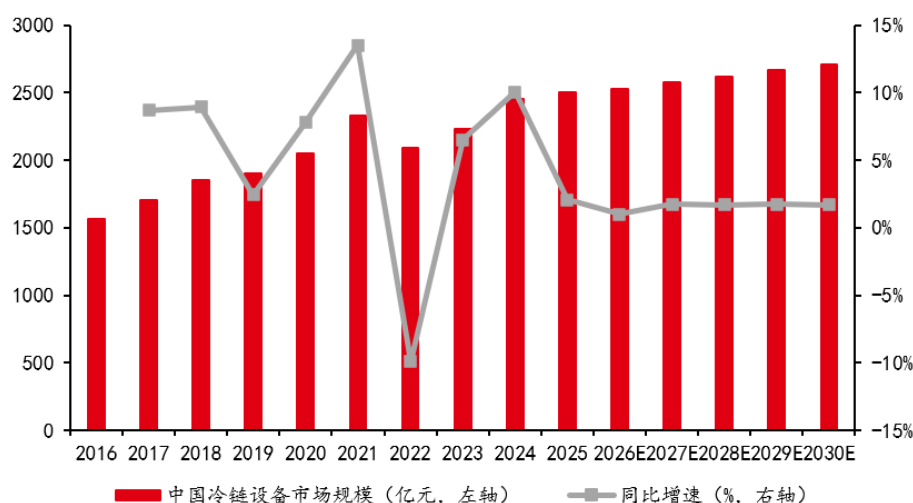


资料来源：中金企信国际咨询，中邮证券研究所

中国冷链设备市场波动上行，2025年市场规模达2506亿元。回顾近十年，中国冷链设备行业规模呈波动上行态势，“十三五”期间复合增速明显高于“十四五”，行业自“十四五”起逐步从规模扩张转向质量提升。纵观十年增长曲线，共出现三次阶段性高峰：2017—2018年，新冰箱能效标准切换与生鲜电商崛起形成双轮驱动；2020—2021年，疫情催生的居家消费需求与海外供应链受阻所带来的出口红利协同发力；2023—2024年，海外补库需求增长与国内“两新”政策刺激，内外共振再度推高行业增长。

根据产业在线展望，2026年，受宏观经济与外贸环境双重不确定性影响，中国冷链设备行业短期或面临一定压力，增速预计小幅放缓。但从长周期视角来看，冷链物流渗透率持续提升与乡镇冷链建设稳步推进，为行业提供了坚实的底层需求支撑，预计“十五五”期间中国冷链设备行业复合增速约1.7%。总体看，行业发展呈现“短期承压，中长期稳健”的发展格局。

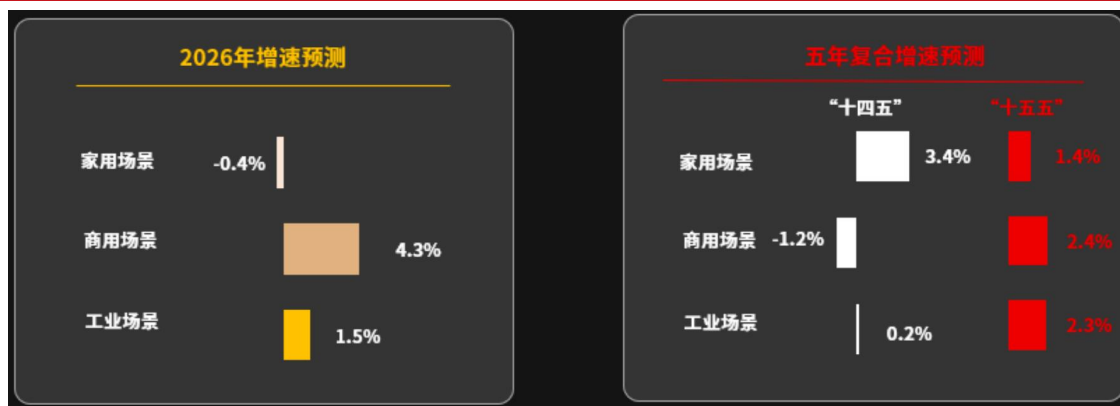
图表11：中国冷链设备市场规模及同比增速情况



资料来源：冷链产业圈，产业在线，中邮证券研究所

冰轮环境主要深耕商用、工业制冷设备，国内市场增长速度预计优于家用制冷设备。细分应用场景来看，家用制冷设备历经多年发展当前已进入渗透率饱和阶段，需求以存量换新为主，预计 2026 年规模同比将有所下滑；商用、工业制冷设备则仍存在显著的基础设施缺口，预计 2026 年规模均将呈个位数增长。短期来看，三类应用场景走势分化，但长期而言，预计“十五五”期间家用、商用及工业场景制冷设备均有不同程度的增长。

图表12：国内市场家用、商用及工业场景制冷设备增速展望



资料来源：冷链产业圈，产业在线，中邮证券研究所

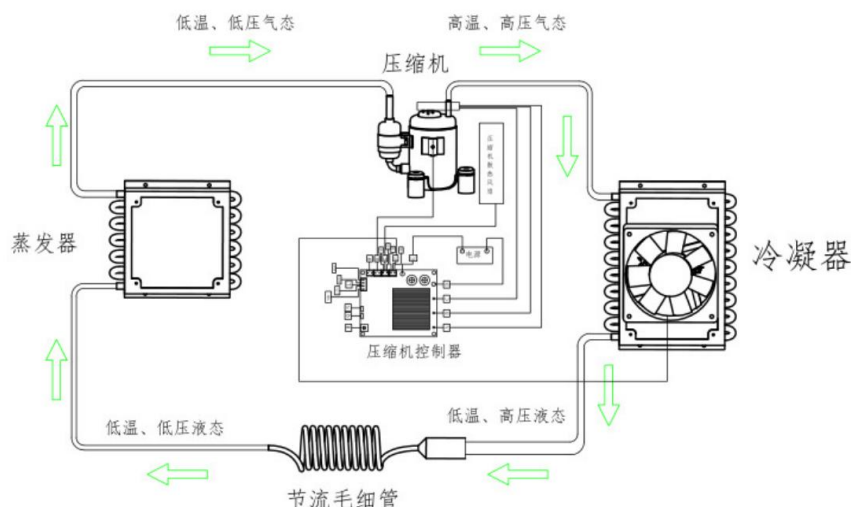
蒸汽压缩式制冷是当前应用最广泛的一种制冷方式，它利用制冷剂在蒸发器内吸热蒸发、在冷凝器内放热冷凝的相变过程进行制冷。压缩式制冷主要由压缩机、冷凝器、节流装置和蒸发器四大部件构成。制冷循环时，制冷剂历经压缩升压（驱动循环）、放热冷凝（向外部排热）、节流降压（保持循环）、吸热蒸发（对外部制冷）四个过程的状态变化。

压缩式制冷的优点是结构简单、效率高、制冷量大，调节便捷、启停迅速，缺点是耗电量较大，压缩机运行噪音大，载冷剂也对环境有一定影响。压缩式制冷广泛应用于空调、冰箱、超市冷柜、冷库冷藏等领域。近年来，随着变频技术、电子膨胀阀等新技术应用，其能效与控制精度都在不断提升。

制冷压缩机以制冷剂为压缩工质，与冷凝器、蒸发器和节流阀（也称为节流毛细管）共同组成制冷（制热）系统，是整个制冷系统的核心。制冷压缩机抽吸来自蒸发器的制冷剂蒸气，并提高其温度和压力后将其排至冷凝器，高压过热制冷剂蒸气在冷凝温度下放热冷凝，而后通过节流元件，降压后的气液混合物流向蒸发器，制冷剂液体在蒸发温度下吸热沸腾，变为蒸气后进入压缩机，从而实现了制冷系统中制冷剂的不断循环流动。

按制冷量差异，制冷压缩机主要分为家用（5HP 及以下）、轻型商用（5~40HP）、大中型商用（40HP~150HP）、特大型商用及工业制冷（150HP~300HP）四大类。目前基本形成了“家用低功率场景转子式、活塞式为主，轻商场景涡旋式为主，大中型商业领域涡旋式、螺杆式、半封式活塞差异化竞争、特大型商业和工业场景离心式为主”的市场格局。

图表13：制冷系统原理图



资料来源：英华特招股说明书，中邮证券研究所

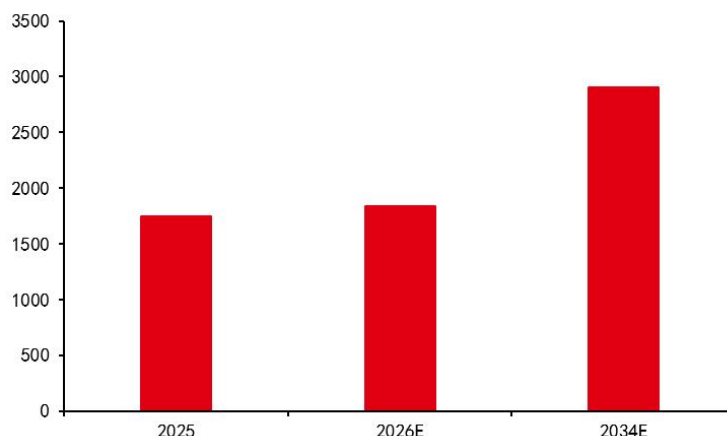
在工业制冷设备/系统领域，公司产品广泛应用于食品/农副产品冷冻冷藏及深加工、冷链物流基地建设、食品/药品真空冻干、冰雪运动场馆、加工预处理产线等商业制冷系统；能源/化工生产工艺冷却、航天风洞/超导科研等人工特殊环境、建筑骨料冷却、隧道矿井探凿冻结等工业冷冻系统；以及工业气体压缩及液化、洁净排放等。这个板块是公司的核心主业与战略支柱，是“压舱石”，也是公司全温区冷热技术体系的核心支撑。

2.2 暖通空调：受益数据中心建设需求，北美龙头企业订单积压持续增加

暖通空调系统是一种用于调节和控制室内环境的系统。它的主要功能是提供舒适的温度、湿度以及空气质量。暖通空调系统广泛应用于家庭、商业和工业建筑中，确保室内环境的舒适性和安全性。

市场规模方面，根据 Global information 统计，2025 年全球暖通空调 (HVAC) 系统市场规模为 1,745.8 亿美元，预计 2026 年有望增长至 1,839 亿美元，2034 年有望增长至 2,900.8 亿美元，复合年增长率为 5.90%。

图表14：全球暖通空调市场规模（亿美元）

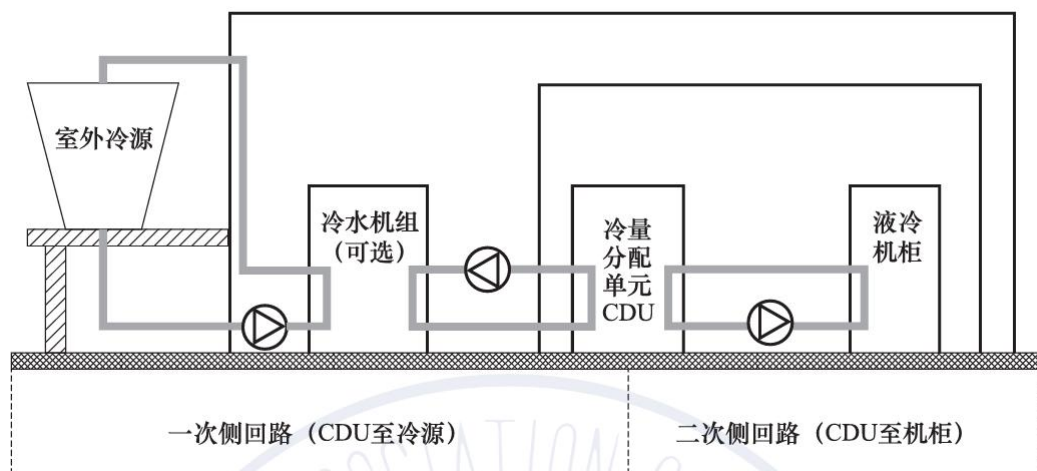


资料来源：Global information，中邮证券研究所

传统依赖空气对流换热的数据中心冷却方案正逐渐显露其局限性。风冷换热系统需要依赖庞大的散热器体积、复杂的气流布局以及高功耗的风机才能维持设备在安全温度范围内稳定运行，但随着单芯片功率的不断提高，其冷却能力已接近物理瓶颈。根据相关调查，到 2024 年已有 22% 的数据中心部署了直接接触式液体冷却（DirectLiquidCooling, DLC），61% 的数据中心正在进行可行性研究，仅有 17% 的数据中心明确表示不会采用该技术。这种趋势充分说明，DLC 技术的普及与应用正在成为行业共识。

液冷系统由热源至热汇主要可分为服务器内热源、液冷机柜、二次侧输配系统、冷量分配单元（CDU）、一次侧输配系统、冷源系统、室外热汇几个部分。液冷系统根据散热技术的差异，可分为多个种类，不同类型液冷系统之间的差异主要存在于二次侧回路（CDU 至机柜）中，各类液冷系统一次侧回路（CDU 至冷源）的形式较为相似。

图表15：液冷系统主要结构

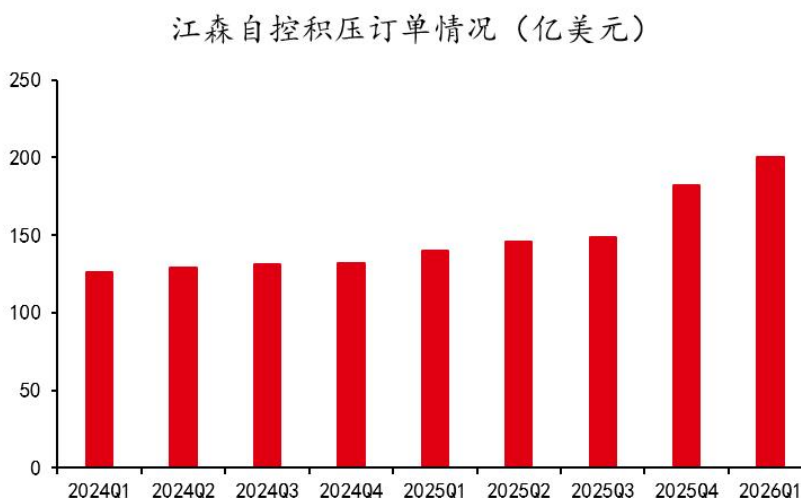


资料来源：《中国数据中心冷却技术年度发展研究报告 2024》，中邮证券研究所

冷源系统是液冷系统中的外部冷却部分，通常由冷却塔、冷水机组或热泵组成。冷源系统的作用是将一次侧冷媒中的热量释放到室外热汇，通常通过水或空气的热交换将热量排放到大气中。根据室外热汇及室内热源的品位不同，冷源系统的形式也有所差异，对于室外热汇温度较低的情况，冷源系统可能仅包括室外散热模块（如干冷器）；对于室外热汇温度较高的情况，冷源系统可能包括制冷机组与室外散热模块两个部分。

一次侧回路冷却的主要设备是冷水机组。虽然从理论上而言，对于室外热汇温度较低的情况，冷源系统可能仅包括室外散热模块（如干冷器），英伟达发布的 Rubin 全液冷技术，也提出了在气候适宜的地区，其 45℃ 的液冷系统可以完全依赖室外干冷器散热，但是对于业主方而言，冷水机组本身所占资本开支比重不高，并且室外干冷器也较难在高温背景下起到良好的散热效果，因此冷水机组仍可以认为是一次侧回路冷却的主要设备。

以江森自控为例，其 2025Q4、2026Q1 积压订单呈显著增长态势，表明其暖通空调市场前景正快速抬升。全球数据中心及 AI 热潮，显著提升了对高密度算力制冷系统的需求，江森自控作为楼宇设备和工业制冷解决方案的重要供应商，其应用型暖通空调板块表现极为强劲。截至 2026 财年第二季度（2026 年 1-3 月），公司总积压订单达 200 亿美元，创历史新高，同比增长 26%。其中，系统业务积压订单为 175 亿美元，大型项目储备持续增加。数据中心客户订单持续快速增长，带动公司整体系统订单在 2026 财年 Q2 同比增长 45%，总订单同比增长 30%。

图表16：江森自控积压订单情况（亿美元）


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

顿汉布什 1894 年成立于美国，为资深冷热环境智慧解决方案厂商。1894 年，顿汉布什公司成立于美国康涅狄格州的哈特福德市。历经 120 多年的发展，顿汉布什公司的产品及服务现已覆盖包括暖通空调、工业冷冻、流体冷却等设备制造以及相应产品系统集成控制领域，同时，顿汉布什的研发制造和销售服务网络也遍及北美、欧洲和亚太等全球 56 个国家和地区。至今，顿汉布什已经发展为全球颇具规模的暖通空调制冷设备制造商之一。

顿汉布什公司跻身欧美系暖通空调一线梯队，已有 131 年历史，有望充分受益于数据中心建设浪潮。顿汉布什控股有限公司有着十余年服务数据中心的经验和丰富的全球案例，继 2020 年入选国家工信部《国家绿色数据中心先进适用技术产品目录》的“变频离心式冷水机组”“集成自然冷却功能的风冷螺杆冷水机组”等成熟产品外，2024 年新升级上市的 IDC 专版磁悬浮系列产品和 FanWall 风墙顺利通过认证并开始大批量供货。国内已成功服务了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、中国联通西安数据中心、北京四季青数据中心、上海交通银行数据处理中心、恒丰银行总部数据中心、北京中信银行数据中心、杭钢集团云计算数据中心、淮海大数据产业园、深圳梅林数据中心、数字福州云计算中心、武汉大数据产业中心、浙江之江国家实验室等诸多项目。在海外，与多家本土专业集成商合作，服务了北美、澳洲、东南亚、中东众多项目。冰轮换热技术公司提供蒸发式冷凝器、闭式冷却塔、干冷器、等焓加湿空冷器、干湿联合式冷却器、板翅式密封通道热交换器、风液混冷换热器等，其中，“低碳节能闭式冷却技术”获评国家节能降碳示范技术推荐，“液冷系统热交换器”入选《2024 年度山东省首台(套)技术装备产品生产企业及名单》。IDC 冷水机组往往存在国别专用标准，对工况、抗震度、可靠性、能效乃至异常断电后恢复时间等有着较高的要求，以及以海外工厂为支撑的全球售后服务体系，这些都形成了门槛。IDC 冷水机组中螺杆式的比例在下降，离心式(尤其是磁悬浮)的比例提升并占多数。顿汉布什 1965 年出产第一台离心式压缩机，2010 年出产高效双级离心式压缩机，2014 年出产磁悬浮压缩机。

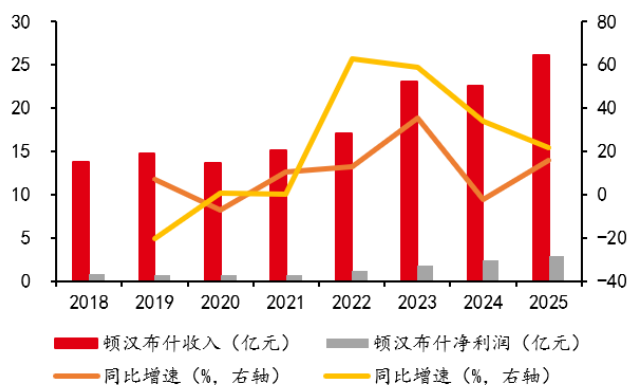
图表17：顿汉布什海外算力中心项目布局



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

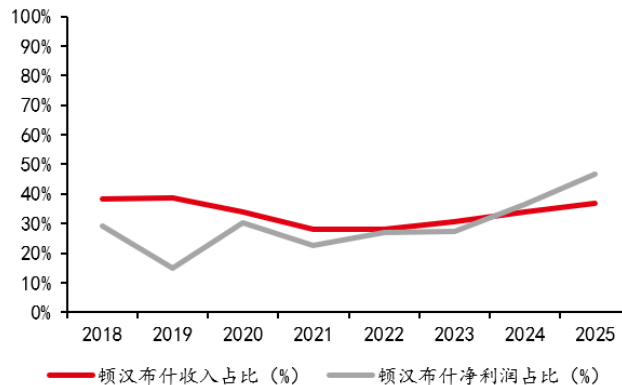
顿汉布什对公司整体经营的影响逐渐增加。从经营情况来看，2022-2025 年，顿汉布什分别实现收入 17.03、23.08、22.55、26.06 亿元，同比增速分别为 12.84%、35.48%、-2.28%、15.54%，占冰轮环境的收入比重分别为 28%、31%、34%、37%；分别实现净利润 1.14、1.82、2.43、2.95 亿元，同比增速分别为 62.48%、58.81%、33.62%、21.46%，占冰轮环境的净利润比重分别为 27%、27%、36%、47%。

图表18：顿汉布什收入、净利润及同比增速情况



资料来源：iFind，公司公告，中邮证券研究所

图表19：顿汉布什收入、净利润占比情况



资料来源：iFind，公司公告，中邮证券研究所

公司旗下冰轮换热技术公司可以为数据中心乃至液冷系统提供热交换装置。冰轮换热技术公司提供蒸发式冷凝器、闭式冷却塔、干冷器、等焓加湿空冷器、干湿联合式冷却器、板翅式密封通道热交换器、风液混冷换热器等，其中，“低碳节能闭式冷却技术”获评国家节能降碳示范技术推荐，“液冷系统热交换器”入选《2024 年度山东省首台(套)技术装备产品生产企业及名单》。

国内外核电建设释放提速信号。在这个领域，公司拥有核级资质和二十余年全球核岛制冷机服务经验，新研发有四代技术反应堆安全壳内屏蔽冷却水系统无动力空冷器、水热同产同送

和核能供暖大温差长输供热技术，跻身高温气冷堆现代产业链联盟，获评中国核学会“高温气冷堆设备优秀供应商”。

图表20：公司核岛冷却工艺和核能供热解决方案



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

2.3 绿能装备：双碳战略引领节能大趋势，重点行业迎来战略转型阶段

当前，国内持续推出节能降碳相关政策，国家多部门密集出台产业利好政策，为热泵技术规模化落地、多行业节能改造筑牢政策根基。依据《节能装备高质量发展实施方案(2026—2028年)》《重点行业节能降碳改造攻坚三年行动通知》等国家级文件，工业热泵被正式列为石化、纺织、建材、食品、供热等高耗能行业重点推广节能装备与强制更新品类，明确要求加速老旧用能设备迭代、推进工业余热梯级利用、提升系统整体能效，行业正式迈入“政策驱动、技术跃迁、场景放量”的高质量发展快车道。

公司重磅发布“工业全域热控综合解决方案”，构建起能源梯级利用体系。2025 年公司重磅发布“工业全域热控综合解决方案”，方案聚焦工业热控主战场，依托“高温度、大温差、宽温域”的热泵核心技术，深度融合多源多级系统集成技术，构建起能源梯级利用体系，实现余能高效回收与集约利用，不断拓展热泵在不同领域的方案革新，实现场景全覆盖、能源全兼容、技术全链路布局。荣膺联合国工业发展组织“第四届碳中和技术方案行动工业制造领域优胜解决方案”。

同时，公司联营公司烟台现代冰轮重工有限公司出产联合循环燃气电厂余热锅炉 (HRSRG)，与 GE、西门子、三菱等合作，在全球拥有相当竞争力和丰富的案例。

图表21：公司工业全域热控综合解决方案



资料来源：2025 中国热泵行业年会，中邮证券研究所

3 产品研发、技术服务能力突出，数智工业引领高质量发展

3.1 产品研发和技术服务能力强，国家制造业单项冠军示范企业

公司拥有矩阵式管理的强大技术体系和高素质的研发团队，产品研发和技术服务能力强。公司拥有 6 个国家级和 16 个省级科技创新平台，拥有 1 家国家级和 2 家省级制造业单项冠军企业，拥有 5 家国家级专精特新“小巨人”企业和 9 家省级“专精特新”企业。公司累计授权专利 592 项，入选国家知识产权优势企业。

公司拥有“国家认定企业技术中心”和国家级绿色工厂，是国家制造业单项冠军示范企业（商业冷冻冷藏制冷集成系统），“吸收式换热器”获评国家制造业单项冠军产品。“螺杆压缩机设计理论、关键技术及系列产品开发”荣获国家科学技术进步奖二等奖，“基于吸收式换热的集中供热技术”荣获国家技术发明奖二等奖，“NH₃/CO₂ 螺杆复叠制冷系统关键技术研究与应用”、“宽温区高效制冷供热耦合集成系统的研发与应用”、“智慧高效柔性连续冻结线关键技术研发及应用”三项技术荣获中国制冷学会科技进步奖特等奖。

图表22：公司国家级创新平台



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

2025 年，公司成立了公司级技术研发创新组织“中央研究院”。“中央研究院”承接公司战略，建立健全公司研发体系，做好研发规划，推动科技创新，开展基础性、共性、前沿、颠覆性技术研究，加强技术成果及平台管理，打造技术领先优势和成本优势，赋能公司各权属公司的技术工作。

在 SOFC 方面，2022 年起公司与西安交通大学科研团队合作进行“分布式能源用固体氧化物燃料电池发电系统关键技术研究与应用项目”产业化研究。项目独创了竹节管式 SOFC 的输出特性与规模化集成技术，研发的竹节管式 SOFC 电堆密封材料填补了国内空白。自主开发了圆管单电池并成功完成单管电池性能检测，单电池测试系统成功运行；完成了 5kW 电堆模块设计和 5kW 电堆模块集成设计；开发了应用于管式 SOFC 电堆的密封材料及密封方案；开发了高稳定性百瓦级竹节管式电池的制备方法，优化了电堆模块关键部位的研发和集成方法，发表论文 4 篇，项目领头人获认定“泰山产业领军人才”。产业化尚需时间。

3.2 数智工业引领高质量发展，生产效率、质量明显优于传统制造

公司“人工智能大模型助力制造产线故障预警诊断与智能调度优化”场景成功入选山东省首批人工智能大模型“百景智能”典型应用场景项目名单。公司依托自主研发的大模型——天源智擎，针对制造产线上的故障预警及生产调度优化需求，训练并优化专用垂直领域大模型，开展故障诊断和预测，提前预警并提供维修建议，构建智能调度系统，实现调度信息的实时采集和分析，提高调度决策的准确性和效率。该应用场景使得冰轮工业决策系统能够更好地适应复杂多变的工业环境，提高生产效率和产品质量。

公司生产效率、质量明显优于传统制造。公司建有全球工业制冷空调行业复杂离散型压缩机数字原生工厂——烟台哈特福德压缩机数字工厂，基于智汇云 MICC 搭建统一的数字环境，采用“智能域、协同域、执行域、通讯控制域”一体化，以智能域融合驱动全域协同，有效解决压缩机多品种变批量生产过程中存在的“混流生产难、决策效能低、业务协同差、联网控制弱”的难题，支撑多品种变批量的可变规模化混流制造，具有智能制造装置全要素全过程数字化、柔性化、自动化、智能化，可实现全封/半封/开启螺杆式压缩机、离心式压缩机、高速无油活塞式压缩机、高压隔膜压缩机等全品类柔性定制生产。实现订单交付全过程、产品服务全周期、工厂运营全要素的跨价值链交互、协同和融合，超过 100 个应用系统集成，覆盖 300 多个业务场景、500 余项功能，无人值守单元 32 个，采集点超过 1 万个。工厂员工减少 50%、产能增加 40%、交期缩短 60%、设备联网率 100%、数据打通率 100%、质量一致性得到显著提升，生产效率是传统压缩机制造的 3 倍以上。

图表23：公司云平台服务中心



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

图表24：公司智能成型工厂



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

我们对公司 2026-2028 年盈利预测做如下假设：

- 1) 收入方面，随着数据中心建设带动冷水机组需求抬升，预计 2026-2028 年收入增速分别为 20.27%、19.08%、17.73%；
- 2) 毛利率方面，随着数据中心高毛利业务占比提升，预计 2026-2028 年公司毛利率分别为 28.43%、31.03%、32.86%；
- 3) 费用率方面，预计 2026-2028 年销售费用率、管理费用率、研发费用率随着规模效应的增长逐步下行；
- 4) 公司 2026-2028 年的所得税率均为 15%。

综上，我们预计公司 2026-2028 年，公司营业收入分别为 84.81、100.99、118.90 亿，同比增速分别为 20.27%、19.08%、17.73%；归母净利润分别为 8.19、12.47、16.72 亿元，同比增速分别为 45.13%、52.19%、34.11%。

图表25：业务分拆测算表

	2025A	2026E	2027E	2028E
工业产品销售				
销售收入（百万元）	5,613	6,960	8,491	10,190
增长率	-0.29%	24.00%	22.00%	20.00%
毛利率	26.89%	29.00%	32.00%	34.00%
工程施工				
销售收入（百万元）	1,077	1,131	1,188	1,247
增长率	77.66%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	20.35%	20.00%	20.00%	20.00%
材料销售				
销售收入（百万元）	77	83	89	96
增长率	28.62%	8.00%	8.00%	8.00%
毛利率	54.34%	50.00%	50.00%	50.00%
其他主营业务				
销售收入（百万元）	265	286	309	334
增长率	-13.73%	8.00%	8.00%	8.00%
毛利率	45.35%	40.00%	40.00%	40.00%
其他业务收入				
销售收入（百万元）	20	21	22	23
增长率	-39.10%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	43.04%	50.00%	50.00%	50.00%
合计				
销售收入（百万元）	7,052	8,481	10,099	11,890
增长率	6.28%	20.27%	19.08%	17.73%
毛利率	26.93%	28.43%	31.03%	32.86%

资料来源：iFind，中邮证券研究所

4.2 相对估值

选取申菱环境、大元泵业、联德股份作为可比公司，冰轮环境对标同行业可比公司 PE 估值来看，处于较低水平，公司 2026-2028 年业绩对应 PE 分别为 52.42、34.44、25.68 倍，维持“买入”评级。

图表26：可比公司估值表

代码	证券简称	总市值（亿）	收盘价（元）	归母净利润（亿）				PE			
				2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
301018.SZ	申菱环境	325.48	86.96	2.17	4.49	6.72	10.15	150.14	72.45	48.43	32.07
603757.SH	大元泵业	142.43	76.35	1.45	2.21	2.94	3.75	98.42	64.54	48.50	38.01
605060.SH	联德股份	90.70	37.70	2.28	3.32	4.44	5.99	39.84	27.31	20.45	15.15
								96.13	54.77	39.13	28.41
000811.SZ	冰轮环境	429.35	43.26	5.64	8.19	12.47	16.72	76.07	52.42	34.44	25.68

资料来源：iFind，中邮证券研究所

注：申菱环境、大元泵业、联德股份预测数据取自 iFind 一致预期，截止日期 2026.7.19

5 风险提示

数据中心建设节奏不及预期风险、海外市场拓展不及预期风险、市场竞争加剧风险。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	7052	8481	10099	11890	营业收入	6.3%	20.3%	19.1%	17.7%
营业成本	5153	6070	6965	7983	营业利润	3.5%	37.6%	52.7%	34.4%
税金及附加	42	51	61	71	归属于母公司净利润	-10.1%	45.1%	52.2%	34.1%
销售费用	592	695	788	904	获利能力				
管理费用	363	424	485	559	毛利率	26.9%	28.4%	31.0%	32.9%
研发费用	278	327	353	404	净利率	8.0%	9.7%	12.3%	14.1%
财务费用	-23	-29	-37	-54	ROE	8.8%	11.8%	15.8%	18.1%
资产减值损失	-25	-25	-30	-35	ROIC	6.8%	10.2%	14.0%	16.4%
营业利润	771	1061	1620	2177	偿债能力				
营业外收入	5	14	13	12	资产负债率	48.0%	49.0%	47.3%	46.4%
营业外支出	5	4	4	4	流动比率	1.56	1.56	1.65	1.74
利润总额	772	1071	1630	2185	营运能力				
所得税	141	161	244	328	应收账款周转率	3.75	4.03	4.06	4.07
净利润	630	910	1385	1858	存货周转率	3.22	3.18	3.20	3.20
归母净利润	564	819	1247	1672	总资产周转率	0.57	0.62	0.66	0.68
每股收益(元)	0.57	0.83	1.26	1.68	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.57	0.83	1.26	1.68
货币资金	2407	2801	3662	4875	每股净资产	6.43	7.00	7.96	9.29
交易性金融资产	2113	2113	2113	2113	估值比率				
应收票据及应收账款	2113	2705	2994	3710	PE	76.07	52.42	34.44	25.68
预付款项	121	140	160	184	PB	6.73	6.18	5.44	4.66
存货	1754	2065	2291	2699	现金流量表				
流动资产合计	9035	10447	11939	14418	净利润	630	910	1385	1858
固定资产	1280	1362	1420	1453	折旧和摊销	170	159	169	177
在建工程	64	85	101	114	营运资本变动	52	-125	-128	-242
无形资产	229	232	234	236	其他	-31	-54	-63	-73
非流动资产合计	3958	4091	4195	4269	经营活动现金流净额	821	890	1363	1720
资产总计	12993	14538	16134	18687	资本开支	-124	-252	-232	-214
短期借款	565	515	465	415	其他	-628	89	111	136
应付票据及应付账款	2515	3117	3345	4061	投资活动现金流净额	-752	-163	-121	-77
其他流动负债	2720	3071	3421	3818	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	5800	6703	7232	8295	债务融资	208	-70	-70	-70
其他	435	415	395	375	其他	-279	-263	-311	-359
非流动负债合计	435	415	395	375	筹资活动现金流净额	-71	-333	-381	-429
负债合计	6235	7119	7627	8670	现金及现金等价物净增加额	3	394	861	1213
股本	992	992	992	992					
资本公积金	316	316	316	316					
未分配利润	4464	4912	5674	6748					
少数股东权益	380	471	609	795					
其他	606	729	916	1166					
所有者权益合计	6758	7419	8507	10017					
负债和所有者权益总计	12993	14538	16134	18687					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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，中邮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。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号，玺萌大厦南塔

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048