

评级变动报告

冰轮环境 000811.SZ



鉴于行业需求高景气与技术壁垒持续强化，我们全面上调了冰轮环境未来三年及远期的营收与毛利率预期，导致公司远期估值中枢同步上修。核心原因如下：

AI算力液冷与双碳政策驱动高端温控长周期上行，公司深度受益量价齐升。全球数据中心液冷、核电冷却及氢能装备需求持续爆发，兆瓦级液冷系统、核级制冷设备与高压氢压机未来数年复合增速显著高于传统业务。公司作为工商业温控龙头，依托顿汉布什百年技术积淀，在离心冷水机组、磁悬浮液冷设备领域市占率稳居国内前列，充分受益AI算力基建与能源转型带来的高端装备需求高增，高附加值产品（液冷系统、核级设备）单价与毛利率显著高于传统机型，驱动长期ASP与净利率中枢上移。

公司作为温控及绿能装备绝对龙头，具备全温域技术壁垒与多赛道协同优势。经综合评估，我们对冰轮环境的DDM估值上调了67%，目前公司的估值处于偏高估状态。

公司基本信息



冰轮环境为中国工商业制冷领军企业，内生外延完善产业布局。公司前身“公私合营烟台机械修配厂”成立于1956年，自行研制生产中国第一台活塞式4AV-12.5制冷压缩机、中国第一台螺杆制冷压缩机等，历经近70年发展，已经成长为多元化、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、氢能装备等产业集群。

公司深度评级

所属行业	工业	成长空间	★★★★☆	DDM估值：价值 364.92亿 (较上期+66.85%)
当前股价	53.12元	盈利趋势	★★★★☆	状态 偏高估 (上行空间-31%)
总市值	527.20亿	产业格局	★★★★☆	
PE-TTM	89.68	护城河	★★★★☆	动态估值：价值 380.32亿 (较上期+66.32%)
PB-MRQ	8.07			状态 偏高估 (上行空间-28%)

公司盈利预测

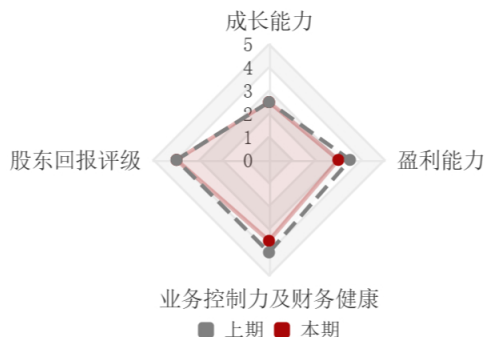
冰轮环境	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	75.0	66.3	70.5	85.5	111.0	141.6	207.4	275.8
归母净利润(亿)	6.5	6.3	5.6	8.4	11.3	14.9	21.8	29.3
归母净利润增速(%)	53.8	-4.1	-10.1	48.3	34.9	32.4	46.1	34.1
经营性净利润(亿)	5.1	5.2	4.9	7.6	10.8	14.5	21.9	29.6
经营性净利润增速(%)	71.5	2.1	-5.8	53.1	42.2	34.7	50.8	35.3
经营性归母净利润(亿)	5.1	4.9	4.4	7.2	10.2	13.8	20.8	28.1
经营性归母净利润增速(%)	67.5	-2.4	-10.3	62.4	42.2	34.7	50.8	35.3

资料来源：壹评级

量化评级变动分析

经营绩效评级

经营绩效变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-03-31

业务控制力及财务健康下降0.5星级：上期星级4.0星，本期星级3.5星。

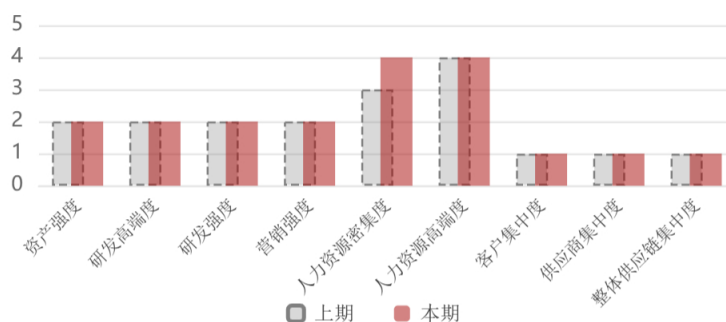
公司业务控制力下滑，核心原因在于下游冷链、化工、市政项目账期普遍拉长，导致账面利润与实际现金流出现背离。此外存货挤压对于公司的资产流动性有一定影响。展望后续，随着暖通空调业务占比大幅上升，周转率提升，现金流回暖，公司的业务控制力星级有望修复。

盈利能力下降0.5星级：上期星级3.5星，本期星级3.0星。

公司对大宗商品价格波动较为敏感。制冷、换热装备的核心原材料为钢材、铜材、铝材等，2025 年以来大宗商品价格整体震荡上行，直接压缩产品毛利率。展望后续，随着暖通空调业务占比大幅上升，高毛利率带动整个公司盈利能力回暖。

商业模式评级

商业模式变动情况图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-03-31

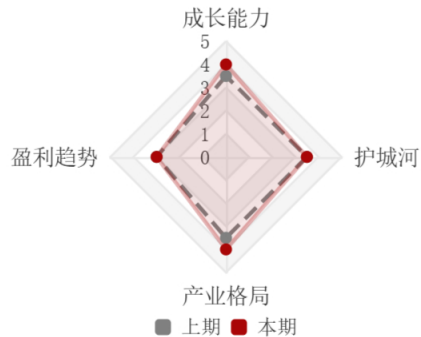
人力资源密集度提升1.00星：上期星级3.0星，本期星级4.0星。

冰轮环境人力资源密集度上升，原因在于业务结构转型+新业务投入前置+海外扩张共同作用的结果，本质上是公司从“单一设备制造”向“设备+工程+服务+全球化”综合型企业转型过程中的阶段性特征。虽然短期人均效率承压，但工程施工、液冷、海外等新业务的布局为长期增长储备了人力和技术基础。

深度评级变动分析

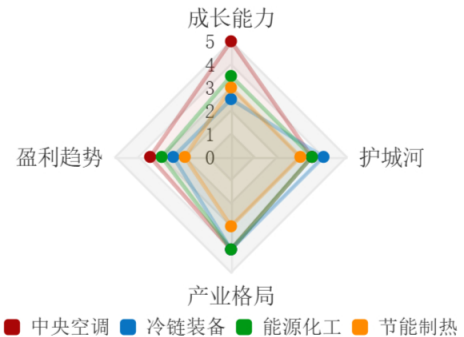
四维深度评级

四维深度评级变动趋势图



数据来源：壹评级整理 本期数据截取时间：2026-06-29

分业务四维深度评级情况



数据来源：壹评级整理 本期数据截取时间：2026-06-29

成长空间提升0.5星级：上期星级3.5星，本期星级4.0星。

成长空间星级从3星提升到3.5星。冰轮环境的四维评级有所变动，主要我们对公司长期成长能力的预期更为乐观。公司的成长空间来自“AI算力液冷升级+海外份额渗透+全温域平台化”。

具体分析：1) AI算力液冷升级。高密度算力集群迭代、液冷渗透率加速提升，带动高端温控成套设备需求高增。

2) 海外份额渗透。公司在全球工业温控及绿能装备市占率仍处低位，海外市场布局提速，具备持续替代海外老牌厂商的空间。

3) 全温域平台化。传统工商业制冷是公司基本盘，深耕核电温控、工业热泵领域。此外，公司大力拓展数据中心液冷、氢能储运、储能温控产品，从而打造综合能源温控一站式解决方案。

产业格局提升0.5星级：上期星级3.5星，本期星级4.0星。

产业格局空间星级从3.5星提升到4星。冰轮环境所处的温控装备产业格局正在持续向好，行业集中度提升、国产替代加速、新兴赛道扩容、技术壁垒提高等多重因素共同推动竞争环境优化。

具体分析：1) 政策驱动落后产能出清，行业集中度稳步提升，公司为老牌压缩机龙头，竞争优势强劲。

2) AI算力革命催生液冷新赛道。新兴赛道快速扩容，行业天花板大幅抬高。

3) 技术壁垒持续提高，竞争从价格转向价值。冰轮环境等头部企业凭借超宽温域温控能力、核心压缩机自研技术，在高端定制化市场形成了较强的竞争优势。

估值评级

DDM估值上升+66.85%：上期 218.71亿，本期 364.92亿。动态估值上升+66.32%：上期 228.67亿，本期 380.32亿。

公司DDM估值上修67%，核心变量在于：收入增速、毛利率与费用率。

1) 收入增速：AI 投资超预期，一次设备需求同步上升。冰轮环境子公司顿汉布什全球竞争与品牌力强劲，在华人管理层带领下，企业有望维持高强度生产交付水准，终局市占率从5%提升到10%。

2) 费用率：随着整体营收规模持续扩容，产能规模化摊薄固定成本，管理、研发及销售费用得到有效分摊，整体费用率小幅下行。

盈利预测

核心假设及逻辑

公司的业务包括：冷链设备、能源化工、中央空调与节能制热。我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

收入假设

- 1) 冷链设备：国家预计持续加码冷链物流基础设施建设的政策支持，在政策驱动下，冷库建设有望保持高景气，有望带动上游制冷装备市场稳步增长，为公司的业务提供稳定的增长空间。我们预计2025-2027年公司冷链设备业务收入分别同比增长4%/4%/4%，后续稳定个位数增长。
- 2) 能源化工：工业领域有望跟随国内经济回暖带动制冷设备需求复苏。冰轮环境凭借在工质应用方面的深厚积累，或将逐步实现国产替代。我们预计2025-2027年公司能源化工业务收入分别同比增长-20%/-5%/2%，预计后续维持中个位数增长。
- 3) 中央空调：传统商用、轨交等领域暖通空调需求稳定，AIDC+核电业务双轮驱动打开增量空间。我们预计2025-2027年央空业务收入分别同比增长51%/58%/45%。
- 4) 节能制热：国内对于工业设备环保要求不断提升，换热设备及系统设计需求稳定增长。我们预计2025-2027年节能制热业务收入同比增长12%/15%/15%。由于业务基数低，收入增速可以维持双位数增长。

毛利率假设

- 1) 冷链设备：公司在冷库压缩机领域市占率第一，具备高度完善的产品体系与工程交付能力，行业竞争格局稳定，我们预计冷链设备业务的毛利率长期可以维持在23%。
- 2) 能源化工：工业温控设备壁垒高，客户粘性强，公司掌握多项核心技术，已经逐步实现国产替代。我们预计2025-2027年能源化工毛利率32%/32%/32%，后续随着国产替代加速，毛利率或将小幅下滑。
- 3) 中央空调：传统工商业暖通空调领域参与者众多，毛利率相对较低；AIDC液冷渗透率的提升带动制冷设备需求快速增长，相关制冷设备享受高毛利率订单。随着数据中心订单出货占比的提升，我们预计2025-2027年能源化工毛利率29%/30%/30.5%。长期来看，尽管公司在数据中心领域具备先发优势，不排除后续有同行加入价格竞争激烈，预计后续毛利率逐步下降。
- 4) 节能制热：工业领域的能源利用效率与清洁化水平将成为未来碳中和的主流方向，不过参与者多竞争激烈，我们预计2025-2027年能源化工毛利率27%/27%/27%。

公司整体业绩预测

冰轮环境	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	75.0	66.3	70.5	85.5	111.0	141.6	207.4	275.8
归母净利润(亿)	6.5	6.3	5.6	8.4	11.3	14.9	21.8	29.3
归母净利润增速(%)	53.8	-4.1	-10.1	48.3	34.9	32.4	46.1	34.1
经营性净利润(亿)	5.1	5.2	4.9	7.6	10.8	14.5	21.9	29.6
经营性净利润增速(%)	71.5	2.1	-5.8	53.1	42.2	34.7	50.8	35.3
经营性归母净利润(亿)	5.1	4.9	4.4	7.2	10.2	13.8	20.8	28.1
经营性归母净利润增速(%)	67.5	-2.4	-10.3	62.4	42.2	34.7	50.8	35.3

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

中央空调	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	23.1	22.6	26.1	39.5	62.5	90.8	154.3	220.6
收入增速(%)	35.5	-2.3	15.5	51.5	58.5	45.2	69.9	43.0
经营性净利润(亿)	1.9	2.0	2.3	4.1	7.0	10.6	17.9	25.5
经营性净利率(%)	8.2	9.1	8.7	10.5	11.2	11.6	11.6	11.6
经营性净利润增速(%)	228.3	8.7	10.6	82.5	69.6	50.5	69.6	42.7
冷链装备	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	25.6	21.9	23.3	24.5	25.5	26.5	27.5	28.5
收入增速(%)	11.0	-14.6	6.4	5.0	4.0	4.0	4.0	3.5
经营性净利润(亿)	1.2	0.9	0.9	1.1	1.2	1.3	1.3	1.4
经营性净利率(%)	4.5	3.9	3.8	4.6	4.8	4.9	4.8	4.9
经营性净利润增速(%)	-3.8	-25.9	3.4	26.7	10.0	5.3	2.5	4.7
能源化工	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	18.7	15.3	14.1	13.4	13.7	14.1	14.5	14.9
收入增速(%)	28.0	-18.6	-7.6	-5.0	2.0	3.0	3.0	3.0
经营性净利润(亿)	2.2	1.8	1.3	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8
经营性净利率(%)	11.8	11.7	9.5	12.6	13.0	12.9	12.1	12.1
经营性净利润增速(%)	30.5	-19.6	-24.7	26.1	4.7	2.9	-4.0	3.0
节能制热	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	7.5	6.6	7.1	8.1	9.3	10.3	11.1	11.7
收入增速(%)	20.1	-11.5	6.3	15.0	15.0	10.0	8.0	6.0
经营性净利润(亿)	-0.1	0.6	0.4	0.6	0.7	0.8	0.9	0.8
经营性净利率(%)	-1.6	8.4	6.3	7.6	8.0	8.0	8.0	7.1
经营性净利润增速(%)	74.4	551.6	-19.4	37.6	20.4	10.1	8.1	-5.6

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
中央空调	3.2%	中低	较好	较强	7.5%	15	30.9
冷链装备	3.1%	中低	较好	较强	7.8%	14.35	1.4
能源化工	3.0%	中低	较好	较强	8.0%	13.75	1.8
节能制热	3.6%	中低	较好	较强	7.5%	15	0.8
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
中央空调(亿)	37.1	260.0	297.1	11.5	0.3	2.0	310.3
冷链装备(亿)	1.9	14.8	16.6	10.3	0.6	0.8	27.1
能源化工(亿)	8.2	18.2	26.4	6.2	5.3	0.8	28.1
节能制热(亿)	2.1	9.4	11.5	3.1	0.2	0.4	14.8
公司整体测算(亿)	49.3	302.4	351.6	31.1	6.4	4.0	380.3

数据来源：壹评级

DDM估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
中央空调(亿)	100.6	180.2	280.8	11.5	0.3	2.0	293.9
冷链装备(亿)	7.4	9.0	16.4	10.3	0.6	0.8	26.9
能源化工(亿)	16.6	11.8	28.4	6.2	5.3	0.8	30.1
节能制热(亿)	5.4	5.2	10.7	3.1	0.2	0.4	14.0
公司整体测算(亿)	130.0	206.2	336.3	31.1	6.4	4.0	364.9

数据来源：壹评级

估值确定性

★★★★☆

公司工商制冷下游主要为食品、能源化工等领域，需求受到国内宏观经济影响较大；海外数据中心的投资增速以及订单的落地存在不确定性。不过冰轮环境与资本市场沟通较频繁，业务经营状况以及新项目订单落地进展信息披露充分，公司整体的估值确定性星级中等。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断,不保证所包含信息不发生变更。在不同时期,本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时,本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改,客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用,均不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险,投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有,未经事先书面授权,任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“壹评级”,且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。