

## 全球商用冷柜龙头，消费升级促成长

### ——首次覆盖深度报告

#### 报告要点:

#### ● 受益于消费升级及便利店渗透，商用冷柜行业具备长期价值

随着生活水平提高，人们对食品安全、生鲜果蔬质量等要求在逐步提升，新零售模式也在逐步推进。纵观全球，商用冷柜市场需求较大地区为欧美发达国家，其次是新西兰、日本、韩国等亚太发达国家地区。同时，回顾日本便利店发展，其大发展主要在经济放缓的1970-1990年代。结合目前来看，国内GDP仍处于探底阶段，因此行业具备一定逆周期属性。随着国内消费升级、便利店继续向二三线城市渗透以及新零售模式的推进，商用冷柜的需求预计将持续景气。

#### ● 公司是全球商用冷柜龙头，业务多元具备成长性

公司是全球商用冷柜龙头企业，业务包括商用冷冻柜、商用冷藏柜、商超展示柜以及商用智能售货柜，客户包括雀巢、联合利华、伊利、蒙牛等全球知名一线厂商。行业方面，由于定制化要求高、服务响应需求快，因此整个行业目前集中度低、市场空间大。而公司各业务目前均具备较好的成长性，其中商用冷冻展示柜国内存量替换需求稳定，海外紧随大客户进军东南亚市场；商用冷藏展示柜由海外市场向国内转移；商超展示柜受益于超市、便利店的持续渗透；商用智能售货柜国内密度低，未来蓝海市场。公司目前全球整体市占率约9.1%，预计未来市占率有望进一步提升。

#### ● 公司加快产能建设，跟随大客户开拓东南亚市场

目前行业发展较好，考虑到行业具备淡旺季属性，公司现产能仍处于偏紧状态，而富余的产能是获得客户订单的基础。因此，公司正加快产能建设，设立包括“年产50万台冷链终端设备项目”、“商用立式冷藏展示柜扩大生产项目”以及“智能冷链设备及商用自动售货设备产业项目”。同时，2018年下半年伊利、蒙牛相继推进“走出去”战略，开拓东南亚冷饮及乳制品市场。东南亚人口6亿，被看作“1990年的中国”，冷饮、乳制品市场前景广阔。目前公司在印尼、越南设立子公司，配合大客户及拓展海外业务。

#### ● 投资建议与盈利预测

随着国内消费升级以及便利店的持续渗透，我们看好公司未来发展前景。预计2019-2021年将实现营业收入15.23/19.96/24.79亿元，实现归母净利润2.06/2.68/3.25亿元，对应目前的P/E 17/13/11，给予公司“买入”的投资评级。

#### ● 风险提示

全球贸易战升级、大客户选择其他供应商、原材料价格大幅上涨。

#### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	965	1212	1523	1996	2479
收入同比(%)	14	26	26	31	24
归母净利润(百万元)	119	139	206	268	325
归母净利润同比(%)	-6	17	48	30	21
ROE(%)	21.0	10.8	14.2	15.7	16.1
每股收益(元)	1.06	1.24	1.84	2.39	2.90
市盈率(P/E)	30.04	25.65	17.30	13.33	10.99

资料来源: Wind, 国元证券研究中心

## 买入|首次推荐

当前价/目标价: 32.76元/42.00元

目标期限: 6个月

#### 基本数据

52周最高/最低价(元): 52.77 / 27.56

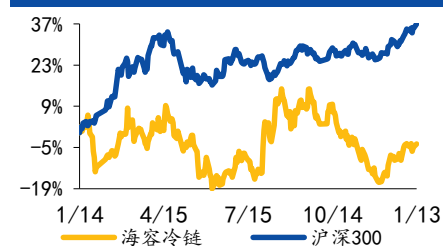
A股流通股(百万股): 84.01

A股总股本(百万股): 113.20

流通市值(百万元): 2752.09

总市值(百万元): 3708.43

#### 过去一年股价走势



资料来源: Wind

#### 相关研究报告

#### 报告作者

分析师 满在朋

执业证书编号 S0020519070001

电话 021-51097188-1851

邮箱 manzaipeng@gyzq.com.cn

联系人 王希

电话 021-51097188-1930

邮箱 wangxi@gyzq.com.cn

## 目 录

1. 全球商用冷柜龙头，平凡中孕育长期价值.....	4
1.1 公司概况：产品齐全，质量领先.....	4
1.2 公司发展史及股权结构.....	5
1.3 公司财务数据.....	6
2. 受益于消费升级、便利店渗透，行业具备逆周期属性.....	8
2.1 国内经济筑底，消费贡献提升.....	8
2.2 受益于消费升级，商用冷柜销量稳定增长.....	9
2.3 对标日本便利店发展，国内便利店有望迎来黄金期.....	10
3. 行业市场空间广阔，公司业务多元具备成长性.....	12
3.1 行业集中度低、市场空间大、成长性好.....	12
3.2 公司竞争优势明显，业务均具成长性.....	13
3.2.1 商用冷冻柜龙头，国内存量替换需求稳定、国外正开拓东南亚市场.....	15
3.2.2 商用冷藏柜空间大，业务由海外向国内市场渗透.....	16
3.2.3 受益于消费升级，商超展示柜预计持续较快发展.....	17
3.2.4 商用智能售货柜潜力大，国内发展处于起步阶段.....	17
3.3 加快产能建设，迎接下游需求.....	19
4. 紧随大客户伊利、蒙牛，进军东南亚市场.....	19
盈利预测与估值.....	23

## 图表目录

图 1：公司主营产品.....	4
图 2：公司主营产品在食品冷链物流中的应用.....	5
图 3：公司发展历史.....	5
图 4：公司股权结构及控股子公司.....	6
图 5：2014-2019Q3 公司营业收入（单位：百万）.....	6
图 6：2014-2019Q3 公司归母净利润（单位：百万）.....	6
图 7：2014-2019Q3 公司毛利率、净利率、期间费用率.....	7
图 8：2018 年公司各细分业务占比.....	7
图 9：近年来中国 GDP 增速探底.....	8
图 10：历年经济“三驾马车”对 GDP 贡献占比.....	8
图 11：国内社会消费品零售总额持续增长.....	8
图 12：中国消费支出对 GDP 增长的贡献持续提升.....	8
图 13：2014-2018 年中国冷链物流市场规模（亿元）.....	9
图 14：2014-2018 年中国冷链物流百强企业营收（亿元）.....	9
图 15：冷链物流产业流程图.....	9
图 16：中国冷柜季度销售量（单位：万台）.....	10
图 17：2019 年 6-11 月销量同比加速提升（单位：万台）.....	10

图 18: 未来商用冷柜趋势明显 .....	10
图 19: 2015-2017 年国内便利店门店存量数据 .....	10
图 20: 1970 年之后, 日本经济进入下行期 .....	11
图 21: 1970 年之后日本便利店迎来大发展 .....	11
图 22: 部分城市便利店数量及增速, 二三线城市有较好潜力 .....	11
图 23: 公司历年商用冷柜销量 (单位: 万台) .....	12
图 24: 全球商用展示柜市场规模 (单位: 万台) .....	12
图 25: 2018 年中国轻商柜市场规模 274 亿元, 增速 15.4% .....	13
图 26: 2018-2022 年中国商用制冷设备市场规模预测 .....	13
图 27: 2018-2022 年中国轻商制冷设备预测 (按销量, %) .....	13
图 28: 国内、海外营业收入 (单位: 百万元) .....	14
图 29: 公司 2018 年 ROE 仍保持在 20% 以上 .....	14
图 30: 公司客户覆盖国内外知名企业 .....	14
图 31: 2018 年 1-6 月前五客户销售占比 (单位: 台) .....	14
图 32: 国内冷饮行业产量及增速 (单位: 万吨) .....	15
图 33: 国内冰淇淋市场规模 (单位: 亿美元) .....	15
图 34: 2015-2018H1 公司冷藏柜国内外销量 (单位: 台) .....	16
图 35: 2015-2018H1 公司冷藏柜国内外毛利率 .....	16
图 36: 公司冷藏柜国内销售占比提升 .....	16
图 37: 公司冷藏柜自有品牌占比提升 .....	16
图 38: 国内陈列柜销售量月度推移 (单位: 万台) .....	17
图 39: 2016-2018 年商超便利店零售额增速 .....	17
图 40: 2017 年全球重点区域自动售货机保有量 (单位: 万台) .....	18
图 41: 细分领域中, 自动售货机销售增速达 48% .....	18
图 42: 一线城市发展迅速, 三四线城市有待开发 .....	18
图 43: 2018 年上市冷饮、乳业公司业绩排名 (亿元) .....	20
图 44: 2015-2018H1 公司在伊利、蒙牛销售 (亿元) .....	20
图 45: 伊利公司海外布局 .....	20
图 46: 蒙牛公司海外布局 .....	20
图 47: 冰淇淋人均消费亚太地区潜力大 .....	22
图 48: 2010-2020 年全球液态乳制品占比预测 .....	22
图 49: 公司 PE band .....	24
表 1: 2014-2019H1 公司财务数据 .....	7
表 2: 国内便利店数量估算 .....	12
表 3: 国内冰淇淋市场呈现“三足鼎立”格局 .....	15
表 4: 公司产能扩建情况 .....	19
表 5: 伊利海外布局 .....	20
表 6: 蒙牛海外布局和今年国内布局 .....	21
表 7: 公司业绩测算 .....	23
表 8: 同行公司比较 .....	24

## 1. 全球商用冷柜龙头，平凡中孕育长期价值

### 1.1 公司概况：产品齐全，质量领先

青岛海容商用冷链股份有限公司（以下简称“海容冷链”）主要从事商用冷链设备的研发、生产、销售和服务。公司成立于2006年，2012年正式变更为股份有限公司，并于2018年11月A股上市。公司是国内冷冻展示柜龙头厂商，核心产品为商用冷冻展示柜与商用冷藏展示柜。公司产品类型丰富，包括卧式弧形门冷冻展示柜、立式冷藏展示柜、岛柜、风幕柜等100余款产品，可为客户提供一站式解决方案。截至2019年9月30日，公司取得了109项专利，先后被认定为“国家级高新技术企业”、“青岛市工业设计中心”、“青岛隐形冠军企业”、“参与国家标准起草制定荣誉企业”、“青岛市智能冷链工程研究中心”以及“山东省企业技术中心”。

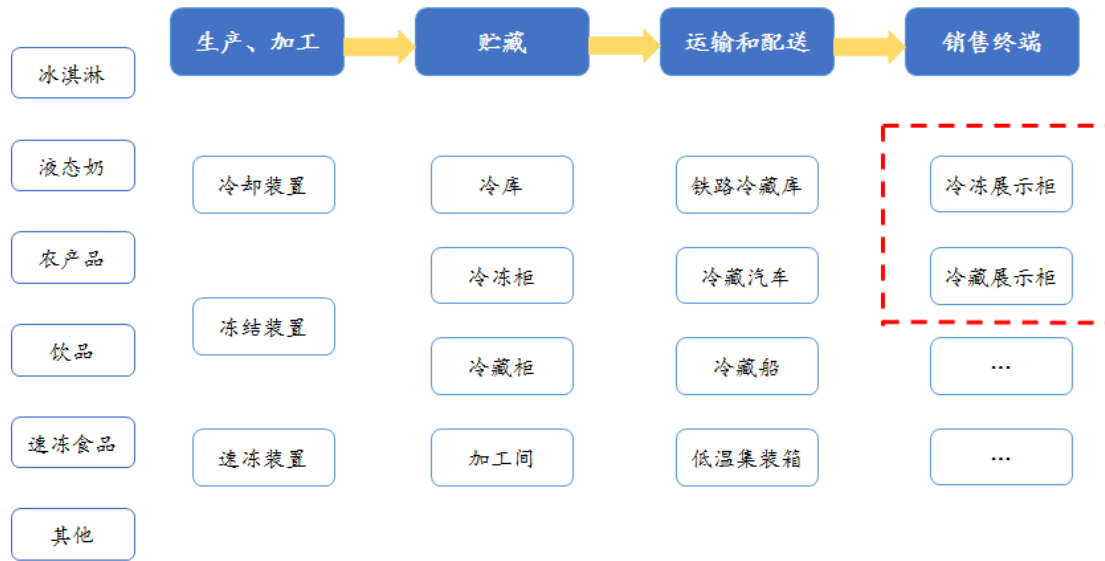
图1：公司主营产品



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

公司主营产品商用冷冻、冷藏展示柜，属于冷链物流设备产业中的终端设备，公司目前主要终端客户集中在食品行业，主要经营冰淇淋、乳制品、饮品等。公司提供的商用展示柜不仅承担着食品在销售终端的保质、保鲜的冷藏功能；同时，其作为客户企业形象宣传和产品展示的平台，也是客户销售产品的渠道终端，需要具备较强的视觉形象辨识度，这对商用展示柜的个性化和差异化有较高的要求。

图 2：公司主营产品在食品冷链物流中的应用

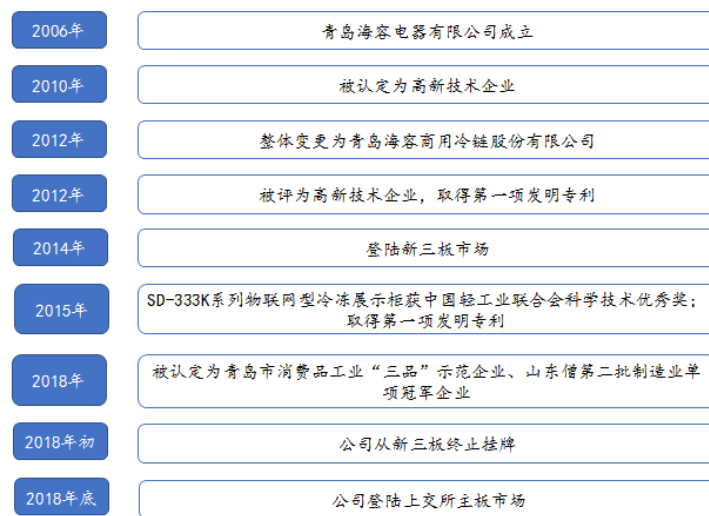


资料来源：招股说明书，国元证券研究中心，红色虚线框内为公司主要产品

## 1.2 公司发展史及股权结构

青岛海容电器有限公司成立于 2006 年 8 月 8 日，2007 年-2012 年间历经多次股权转让，于 2012 年正式完成股份改制，更名为青岛海容商用冷链股份有限公司，发起人股东由邵伟等 16 名自然人以及博信优选、上海柏智方德共同组成。2014-2018 年，公司产品多次获奖，2018 年 11 月 29 日，公司在上交所上市。公司自成立以来，坚持在商用冷冻、冷藏展示柜领域精耕细作，市场占有率和知名度逐年提高，特别在冷饮行业的市场占有率较高，处于行业领先地位。

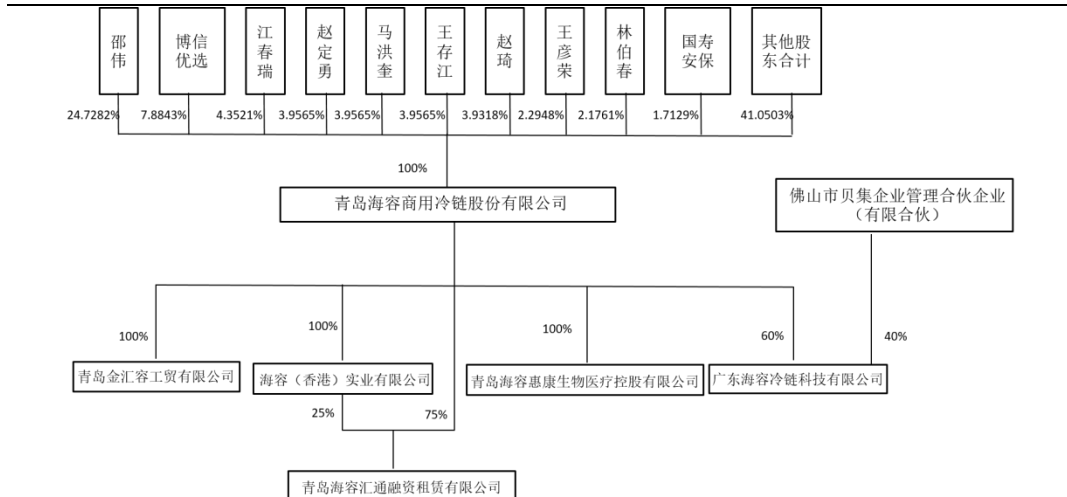
图 3：公司发展历史



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

股权结构方面，公司董事长、实际控制人邵伟持股 24.73%，为公司最大股东。公司核心技术与销售团队保持长期稳定，且在冷链行业有十多年的从业经验。此外，公司控股 5 家子公司，分别持有青岛金汇容工贸有限公司、海容（香港）实业有限公司、青岛海容惠康生物医疗控股有限公司、青岛海容汇通融资租赁有限公司、广东海容冷链科技有限公司 100%、100%、100%、100%、60% 股份。

图 4：公司股权结构及控股子公司

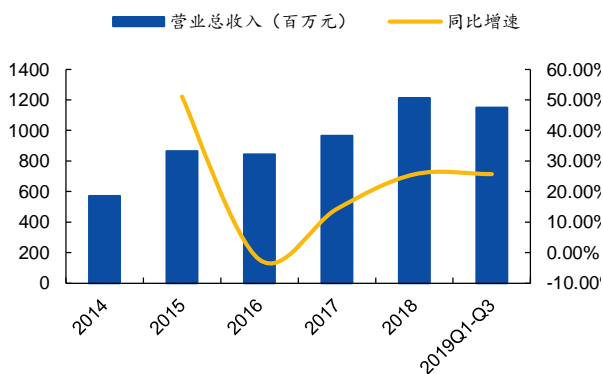


资料来源：Wind，国元证券研究中心，2019 年三季报

### 1.3 公司财务数据

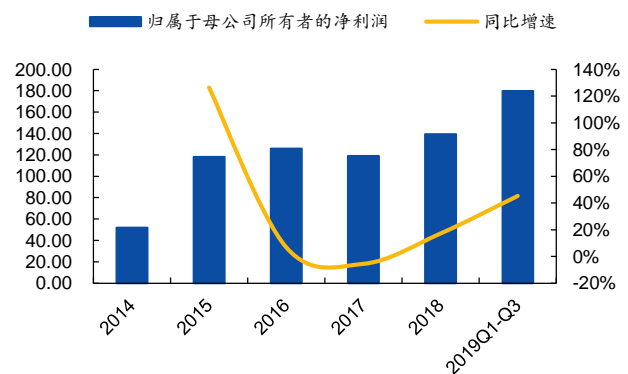
2014-2019Q3，公司业务规模呈持续增长态势。2018 年公司营业收入 12.12 亿元，同比增长 25.58%；而 2019 年前三季度公司营收 11.50 亿元，同比增长 25.65%。盈利方面，2018 年、2019 年前三季度归母净利润 1.39、1.80 亿元，同比增速分别为 17.12%、45.18%，盈利能力持续提升。

图 5：2014-2019Q3 公司营业收入（单位：百万）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 6：2014-2019Q3 公司归母净利润（单位：百万）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

2019 年前三季度公司综合毛利率 33.44%，相比 2018 年同期上升 4.8 个百分点，主要系为公司推出新产品、异氰酸酯等原材料价格下降以及产品结构变化等原因。2019 年前三季度公司净利率 15.65%，同比上升 2.13 个百分点；而期间费用率

13.83%，同比上升 2.95 个百分点。

图 7：2014-2019Q3 公司毛利率、净利率、期间费用率

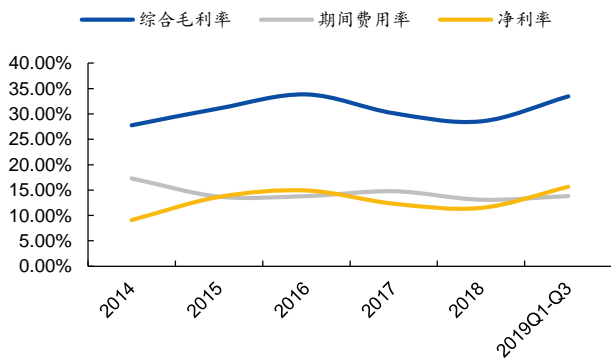
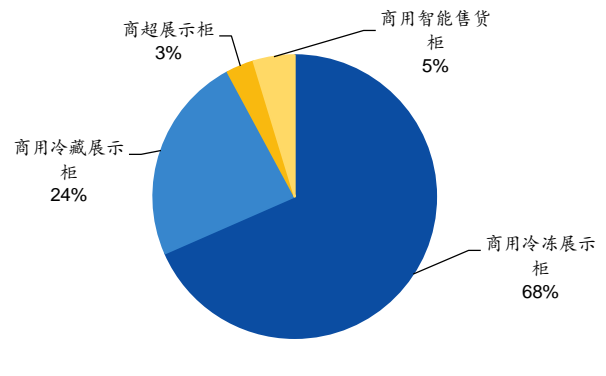


图 8：2018 年公司各细分业务占比



资料来源：Wind，国元证券研究中心

资料来源：Wind，国元证券研究中心

近年来公司应收账款天数维持稳定，存货周转天数呈下行趋势。研发费用率方面，公司维持稳定在 3.1% 左右。公司 ROE 保持在 20% 以上，近年来有所降低主要由于资产周转率和权益系数的下降。公司销售商品收到现金/营业收入一直维持在 100% 以上，显示优异的经营性现金流表现。

表 1：2014-2019H1 公司财务数据

	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q3
期间费用率	17.27%	13.73%	13.83%	14.78%	13.13%	13.83%
应收账款天数	55.11	53.20	82.54	79.61	80.57	83.13
存货周转天数	134.20	99.89	114.51	110.46	101.94	84.40
ROE	40.04%	39.93%	29.44%	23.08%	20.31%	13.20%
研发费用/营业收入	0.00%	3.20%	3.10%	3.17%	3.13%	
销售商品收到现金/营业收入	112.78%	101.59%	107.28%	110.50%	100.58%	104.37%

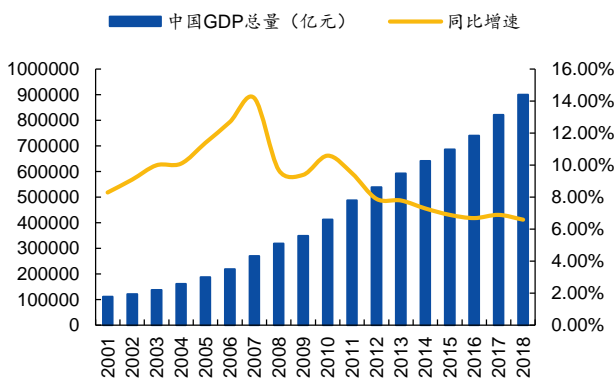
资料来源：Wind，国元证券研究中心

## 2. 受益于消费升级、便利店渗透，行业具备逆周期属性

### 2.1 国内经济筑底，消费贡献提升

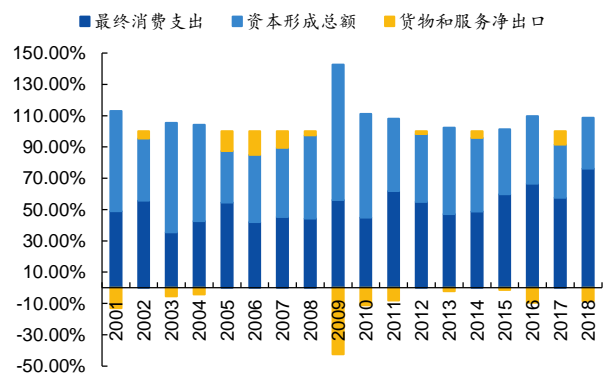
目前国内经济增速有所放缓。2010-2018年，国内GDP增速从10.60%下滑至6.60%，目前经济仍处于筑底阶段。2019年11月中国银行研究院发布的《2020年度经济金融展望报告》认为，展望2020年若没有较大的政策调整，2020年中国经济自然增长率很可能会低于6%。而2019年12月的中央经济工作会议，强调当前我国“经济下行压力加大”，明年工作“要坚持稳字当头”，预示着当前经济放缓步伐或仍将维持一段时间。

图 9：近年来中国 GDP 增速探底



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

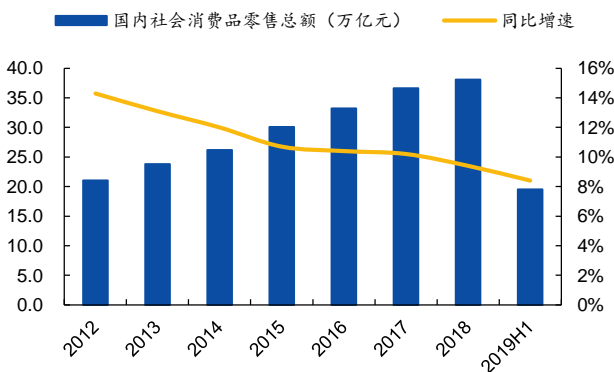
图 10：历年经济“三驾马车”对 GDP 贡献占比



资料来源：国家统计局, 国元证券研究中心

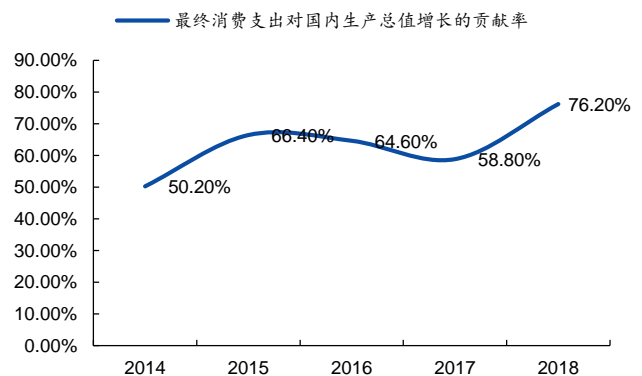
**国内消费对 GDP 贡献持续提升。**根据国家统计局，2018 年社会消费品零售总额为 38.10 万亿元，同比增长 9.0%。其中，全国网上零售额 9.0 万亿元，同比增长 23.9%；限额以上零售业单位中的超市、百货店、专业店和专卖店零售额同比上年分别增长 6.8%、3.2%、6.2%和 1.8%。而在近年来国内经济增速放缓，传统的“三驾马车”对经济贡献有所调整；而 2018 年国内消费支出对国内生产总值增长的贡献率进一步上升为 76.2%，消费作为我国经济增长主要动力进一步巩固。

图 11：国内社会消费品零售总额持续增长



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 12：中国消费支出对 GDP 增长的贡献持续提升



资料来源：国家统计局, 国元证券研究中心



## 2.2 受益于消费升级，商用冷柜销量稳定增长

**冷链发展，受益于消费升级。**随着人们生活水平提高，食品安全意识提升、生鲜市场以及新零售的崛起，冷链行业迎来发展。根据中物联冷链委，2018年我国冷链物流需求总量将达到1.8亿吨，比上年增长3300万吨，同比增长22.1%。冷链物流市场规模达到3035亿元，比上年增长485亿元，同比增幅19%。预计2019年，我国冷链物流市场规模预计将达到3780亿元。从市场规模和需求量来看，中国冷链物流市场依旧处于快速成长阶段。

图 13: 2014-2018 年中国冷链物流市场规模 (亿元)

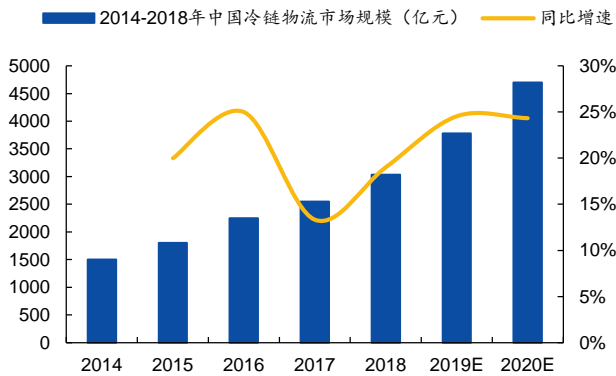
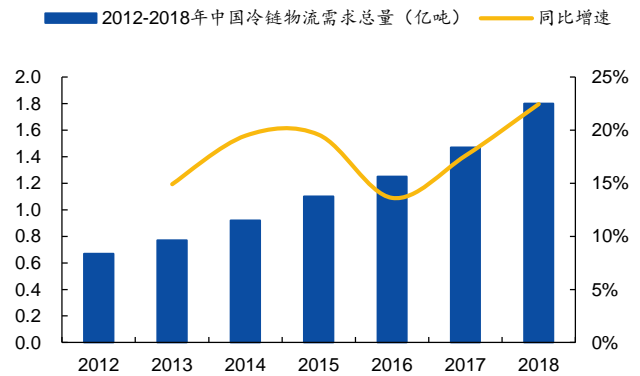


图 14: 2014-2018 年中国冷链物流百强企业营收 (亿元)



资料来源: 中物联冷链委, 国元证券研究中心

资料来源: 中物联冷链委, 国元证券研究中心

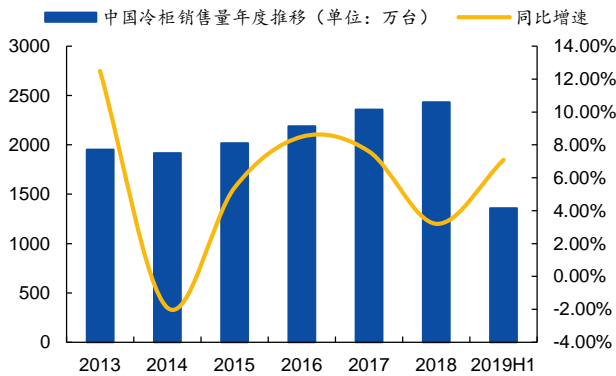
图 15: 冷链物流产业流程图



资料来源: 网络资料, 国元证券研究中心

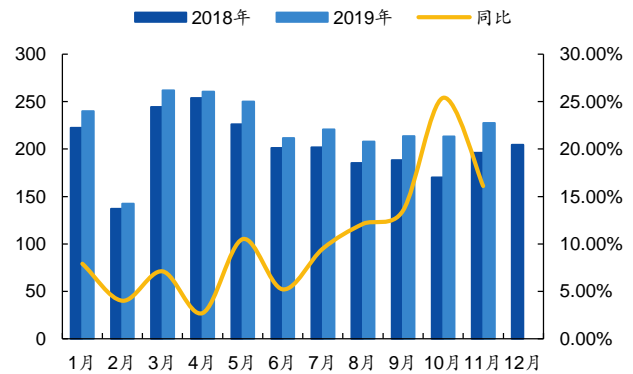
**冷柜整体稳定增长。**作为冷链终端，冷柜可分为家用冷柜、商用冷柜。根据产业在线数据，2018年冷柜行业整体销售2764万台，同比增长4.3%，其中家用冷柜1757万台，同比下滑0.3%，商用冷柜1007万台，同比增长13.5%。分月度看，2019年下半年国内冷柜的销量呈现加速提升态势，增速从6月的5.2%提升至11月的16.1%，其中10月增速达到25.4%。

图 16: 中国冷柜季度销售量 (单位: 万台)



资料来源: 产业在线, 国元证券研究中心

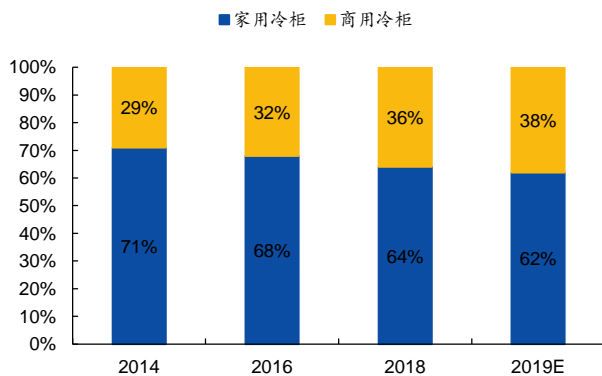
图 17: 2019 年 6-11 月销量同比加速提升 (单位: 万台)



资料来源: 产业在线, 国元证券研究中心

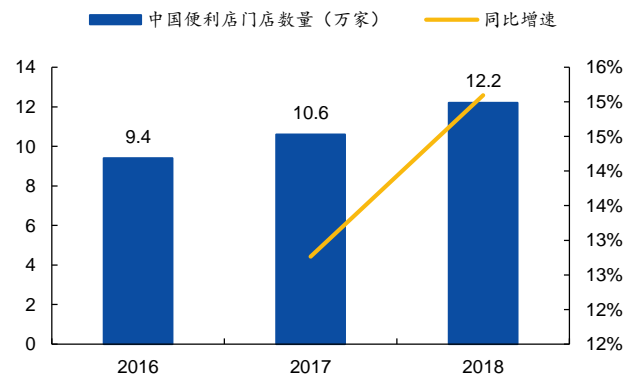
冷柜中, 商用冷柜表现更好。2019 年前三季度永辉、步步高等十大超市企业开店 184 家、闭店 26 家。超市、便利店的不断增长拉动了轻商冷柜的需求。另一方面, 细分产品带动了家用冷柜市场的增长。随着生活水平的提高, 消费者的需求也越来越多样化, 各企业顺势推出了多种冷柜产品, 比如卧式柜、立式柜、变温柜、酒柜、冰吧、母乳柜、网红柜等。

图 18: 未来商用冷柜趋势明显



资料来源: 产业在线, 国元证券研究中心

图 19: 2015-2017 年国内便利店门店存量数据

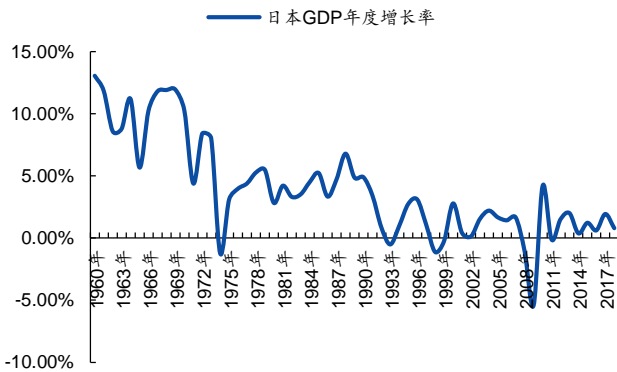


资料来源: 产业在线, 国元证券研究中心

### 2.3 对标日本便利店发展, 国内便利店有望迎来黄金期

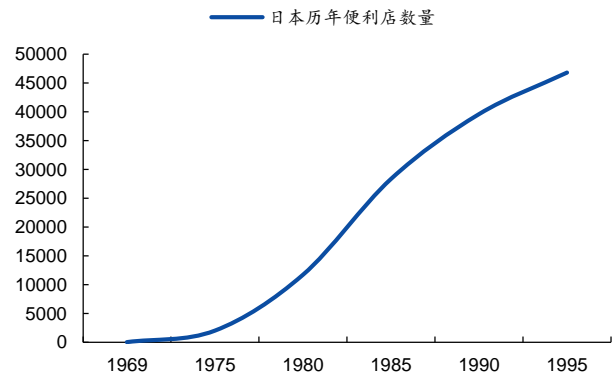
国内便利店未来潜力大。日本是便利店发展较成熟的国家, 回顾日本便利店发展, 门店放量主要是在经济放缓的 1970-1995 年代, 因此具备一定的逆经济周期属性。目前, 国内经济处于转型期, 扩大消费支出仍然是驱动经济增长的重要因素。因此从当前节点看, 国内便利店的发展持续向二三线城市渗透, 未来便利店市场发展有望迎来黄金期。

图 20：1970 年之后，日本经济进入下行期



资料来源：Wind，国元证券研究中心

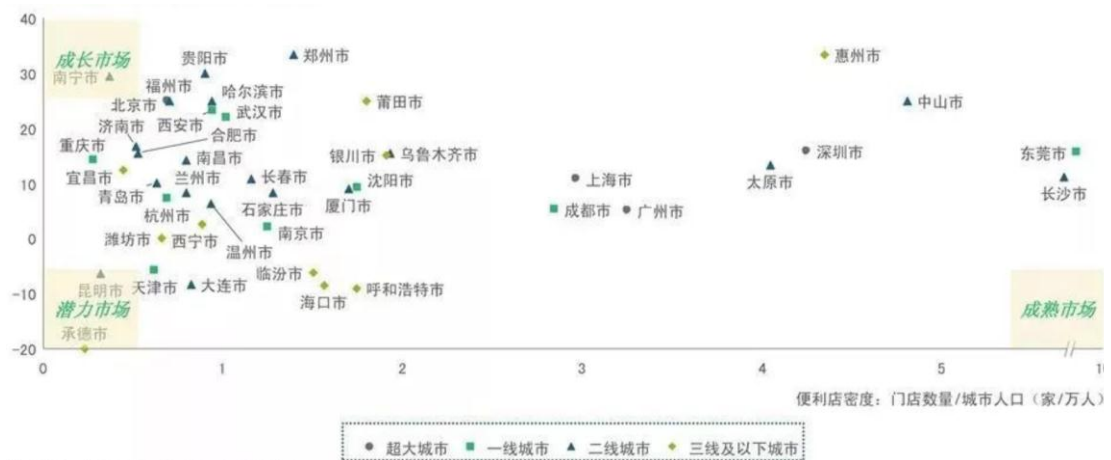
图 21：1970 年之后日本便利店迎来大发展



资料来源：中国流通经济，国元证券研究中心

目前国内便利店发展较好。根据商务部数据显示，2019 年前三季度 55 家跨区域便利店新开门店 1.2 万家，较 2018 年底增长 21%。根据中国连锁经营协会，2018 年大多数便利店企业的发展情况良好，占比 62.3%；在此基础上，对 2019 年企业发展情况预期保持乐观态度的企业占比明显增加，2019 年计划开店数量多于 2018 年开店数量的便利店企业占到了本次调查的 80.9%。目前，便利店正处于向二三线城市呈现逐步渗透的阶段。

图 22：部分城市便利店数量及增速，二三线城市有较好潜力



资料来源：中国连锁经营协会、波士顿咨询公司，国元证券研究中心

截止 2016 年底，韩国国内便利店数量达到 34376 家，韩国人口约有 5125 万，平均每 1491 人就有一家便利店。而按照日本总务省统计局的数据计算，日本全国平均每 2329 个人就有一家便利店。按照 2018 年国内城镇人口 8.3 亿，假设便利店每人口拥有数量按城市规模呈梯次分布，预计国内便利店数量达到 27 万个。随着城镇化继续推进，便利店数量空间有望继续增大。考虑到 2018 年便利店门店存量为 12.2 万个，当年新增 1.6 万个门店，按年均开店 2 万个，可支撑未来行业 7-10 年的发展，市场空间广阔。而便利店中，商用冷柜是价值含量较高设备，预计未来将受益于便利店行业迎来快速发展。

表 2：国内便利店数量估算

时间	假设密度 (人/店)	假设人口 (万人)	便利店数量 (万个)
北上广深	1500	7371	4.91
一线城市	2500	10000	4.00
二、三线城市	3200	30000	10.00
其他城镇人口	4000	35629	10.18
国内城镇平均	3074	83000	27

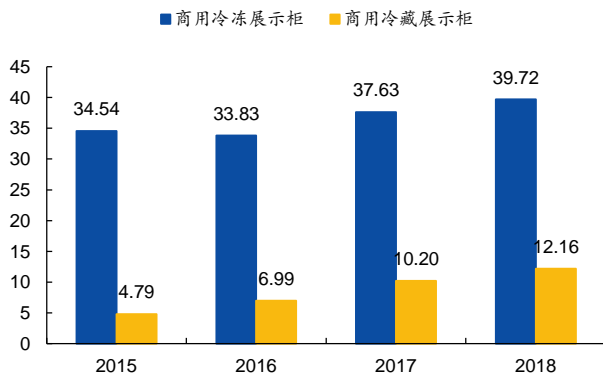
资料来源：国元证券研究中心，注：2018 年我国城镇常住人口约 83000 万人

### 3. 行业市场空间广阔，公司业务多元具备成长性

#### 3.1 行业集中度低、市场空间大、成长性好

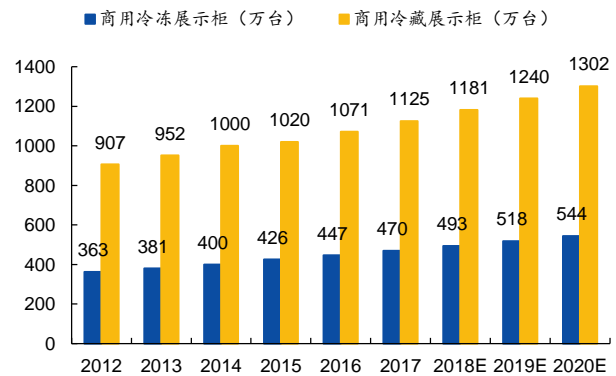
公司全球市占率约为 9.1%。公司是全球轻型商用冷柜龙头企业，产品主要覆盖商用冷冻展示柜、商用冷藏展示柜、商超展示柜及商用智能售货柜。2018 年公司商用冷冻展示柜、商用冷藏展示柜销量分别为 39.72 万台、12.16 万台。根据中物联冷链物流专业委员会预测数据，2018 年全球商用冷藏柜销量为 1181 万台，商用冷冻展示柜达到 493 万台。因此，预计公司商用冷冻柜、商用冷藏柜的全球市占率将分别约为 8.06%、1.03%，则公司全球总体市占率约为 9.1%。

图 23：公司历年商用冷柜销量 (单位：万台)



资料来源：公司年报，国元证券研究中心

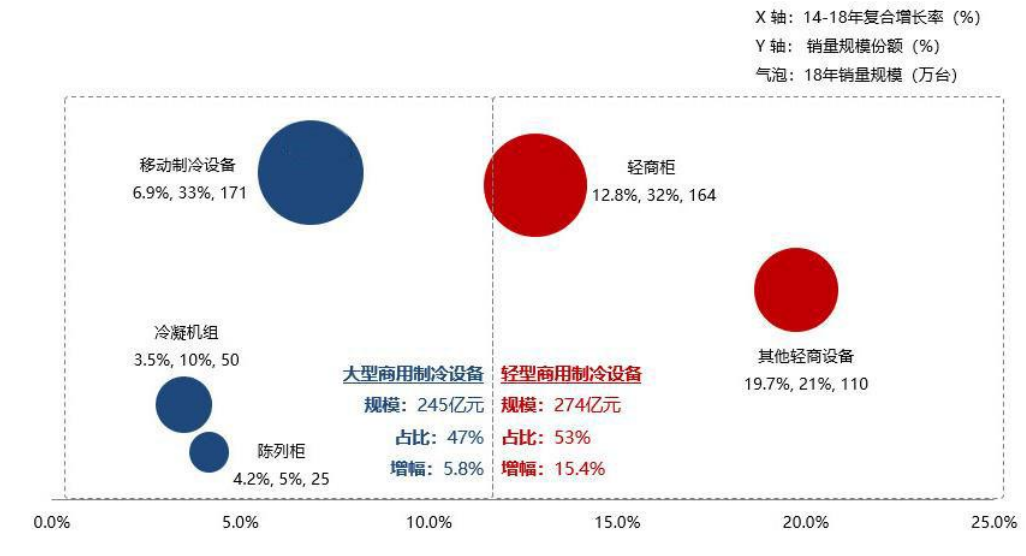
图 24：全球商用展示柜市场规模 (单位：万台)



资料来源：中国冷链产业网，国元证券研究中心

国内轻商柜市场规模 274 亿元，行业集中度低。根据产业在线数据，2018 年中国商用制冷设备规模为 519 亿元，其中轻型商用市场规模为 274 亿元，占比 52.8%。而集中度方面，由于商用冷柜定制化要求高，总体来说国内商用冷柜企业相对于家用自动化程度偏低，行业集中度较低。然而，同样由于定制化要求高、服务需求响应要求快，企业与客户有较高的粘性，因此未来集中度有望持续提升。

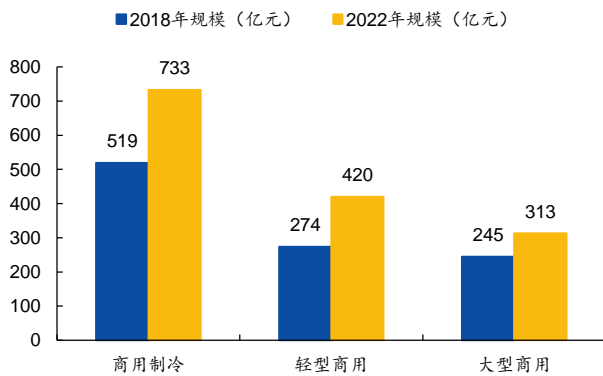
图 25：2018 年中国轻商柜市场规模 274 亿元，增速 15.4%



资料来源：产业在线，国元证券研究中心

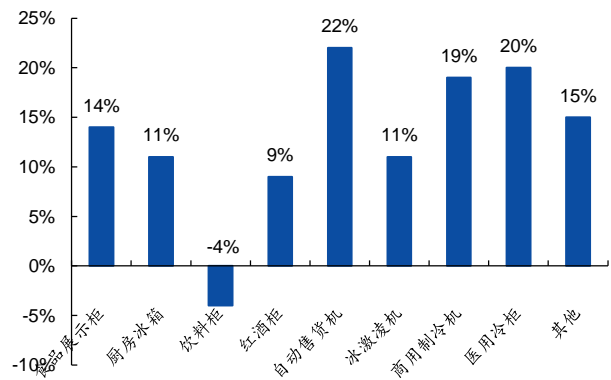
**轻商柜未来具有更好成长性。**相比家用冷柜，商用冷柜销量增速更快，其中轻商柜更具成长性。根据产业在线数据，2018 年中国商用制冷设备规模为 519 亿元，其中轻型商用市场规模为 274 亿元，占比 52.8%；同时产业在线预计，2022 年国内轻商用设备市场规模将达到 420 亿元，则年复合增长率为 11.30%，仍然维持较高的增速。

图 26：2018-2022 年中国商用制冷设备市场规模预测



资料来源：产业在线，国元证券研究中心

图 27：2018-2022 年中国轻商制冷设备预测 (按销量，%)



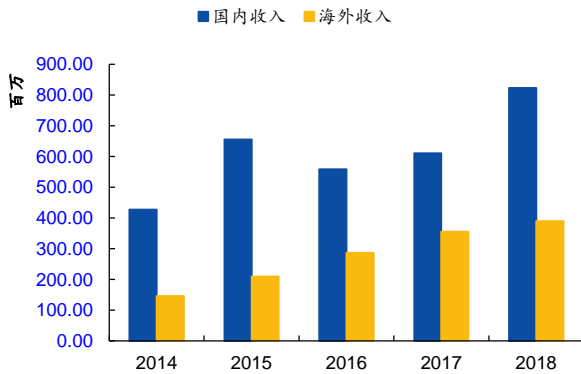
资料来源：产业在线，国元证券研究中心

### 3.2 公司竞争优势明显，业务均具成长性

**公司竞争力在于优质的产品定制化能力、快速的客户需求服务响应。**公司在商用展示行业深耕十几年，已形成专业化、差异化、定制化的商业模式，服务于众多国内外知名公司。由于下游客户直接面向消费者，因此客户对产品外形、品质、包装等要求越来越高。同时，新产品的推广、售后维护需要更快的服务响应，公司目前形成小批量、多品种的混线生产模式，在产品研发、订单交付、售后服务等方面，具

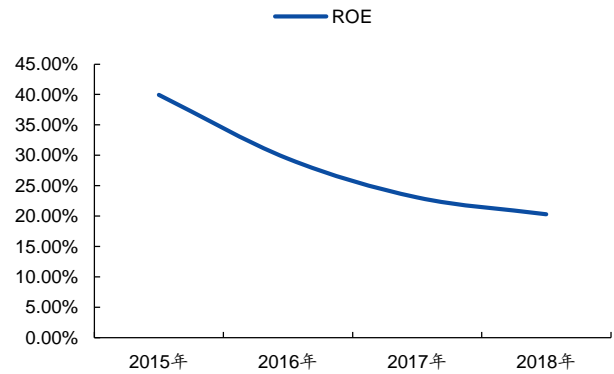
备较强的快速反应能力。目前公司品牌在市场已形成良好口碑，为客户提供差异化和个性化的产品和服务。

图 28：国内、海外营业收入（单位：百万元）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 29：公司 2018 年 ROE 仍保持在 20% 以上



资料来源：Wind，国元证券研究中心

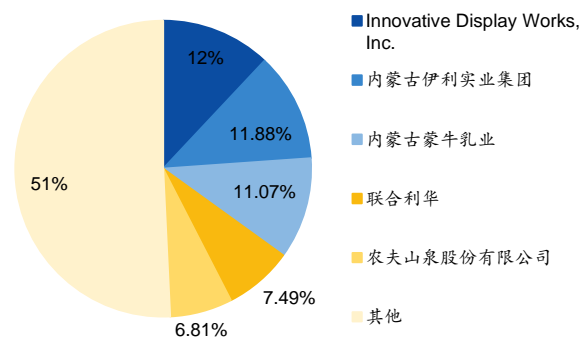
海内、海外齐头并进，ROE 保持 20% 以上。2016-2018 年国内营业收入从 5.34 亿元增长至 8.22 亿元，其中 2018 年公司国内营收增速有较大提升，达到 35.27%。而海外收入稳定增长，2016-2018 年复合增长率 12.07%。毛利率方面，公司综合毛利率稳定维持在 30% 附近，其中海外毛利率略高于国内毛利率。而公司 ROE 仍保持在 20% 以上，ROE 呈下降趋势主要由于总资产周转率、权益乘数下降较多。

图 30：公司客户覆盖国内外知名企业



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

图 31：2018 年 1-6 月前五客户销售占比（单位：台）



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

公司产品丰富，服务于全球一线知名客户。公司商用展示柜产品约 100 余款，应用领域包括冷饮、速冻食品、啤酒、饮料、乳业、连锁超市等众多下游行业；产品总容积从 46 升到 3,500 升，丰富的产品类型，能够为客户不同的需求提供一站式的解决方案。公司服务于国内外知名企业，包括伊利、蒙牛、和路雪、美菱等国内知名厂商，同时服务于联合利华、雀巢、IDW 等对产品、服务质量要求较高的国外知名企业。

### 3.2.1 商用冷冻柜龙头，国内存量替换需求稳定、国外正开拓东南亚市场

商用冷冻柜中冰淇淋柜是主流，而公司是国内冰淇淋柜龙头。根据冷链行业资讯，2016 年我国冰淇淋市场规模 114 亿美元，超过美国成为全球最大冰淇淋消费市场。欧睿咨询 2018 年发布的《中国冰激凌市场调研报告》显示，虽然从 2013 年到 2016 年，冰激凌零售市场销量持续下滑，但 2017 年开始逐渐回升，而且零售销售额在消费升级的带动下仍然持续上升，整体产品单价提升了 4%。

图 32：国内冷饮行业产量及增速（单位：万吨）

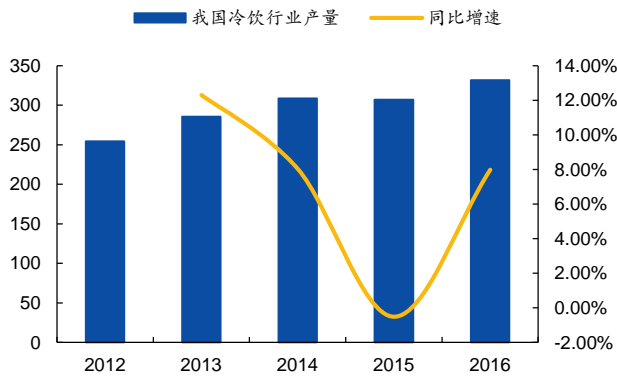
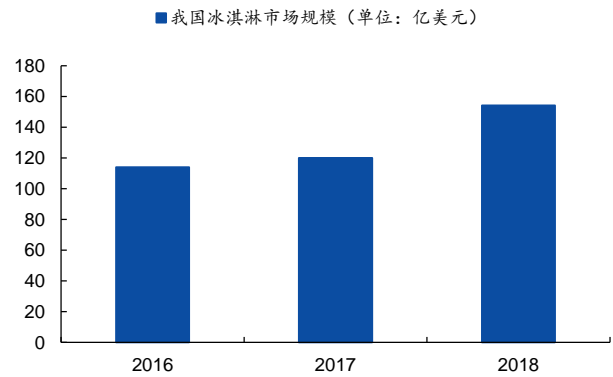


图 33：国内冰淇淋市场规模（单位：亿美元）



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

资料来源：冷链行业资讯，国元证券研究中心

**竞争格局方面**，国内冰淇淋市场基本形成了“三足鼎立”的局面。一是以和路雪、雀巢、明治为代表的外资品牌，约占全国 25% 的冰淇淋市场；二是以伊利、蒙牛、天冰、红宝莱、龙凤等企业为代表的全国品牌，约占全国 45% 的市场；三是由各个地方小型企业生产的产品占据约 30% 的当地市场。其中，和路雪、雀巢、伊利、蒙牛构成行业第一阵营，市占率合计超过 50%，而这四家均是公司大客户。

表 3：国内冰淇淋市场呈现“三足鼎立”格局

冰淇淋行业格局	市占率	代表企业
外资品牌	25%	和路雪、雀巢、明治为代表
全国品牌	45%	伊利、蒙牛、天冰、红宝莱、龙凤等
地方性品牌	30%	各个地方小型企业生产

资料来源：中国食品机械设备网，国元证券研究中心，

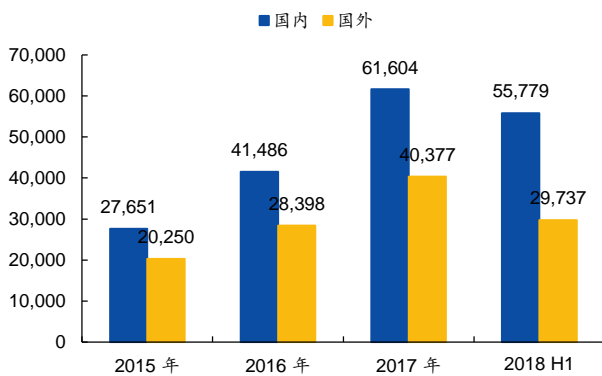
**国内冰淇淋柜需求刚性，市场更新替换需求稳定。**经过多年的发展，国内冰淇淋柜市场已成为一个庞大的存量市场。而冷饮消费较刚性，叠加下游客户对冷冻柜外观、定制化要求高，驱动其 3-5 年的平均更换周期，需求端较为稳定。同时，由于对行业有深刻的理解，公司以客户需求为出发点，提供产品定制服务，产品在客户端具有较好的粘性。因此，未来有望获得其他大客户订单，市占率将持续逐步提升。

**海外市场贡献增量，公司紧随大客户伊利、蒙牛开拓东南亚市场。**2018 年下半年，伊利、蒙牛推进“走出去”战略，在东南亚市场实施一系列布局，亟开拓东南亚市场冷饮及乳制品市场。东南亚人口 6 亿，被看作 1990 年的中国”，冷饮、乳制品发展全球增幅最快，市场前景广阔。

### 3.2.2 商用冷藏柜空间大，业务由海外向国内市场渗透

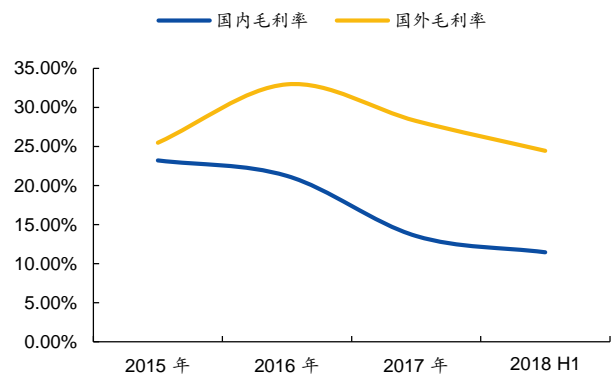
公司商用冷藏柜销量稳步提升。2018 年公司商用冷藏柜销量 12.16 万台，同比增长 19.26%。2015-2018H1 公司在国内、国外销售均实现稳步提升。相比于冷冻柜，商用冷藏柜市场空间更大。海外方面，公司主要与美国客户 IDW 开展合作，IDW 的下游客户为可口可乐、百事可乐、Monster 等国际知名饮料生产制造商。而国内方面，公司自有品牌产品主要客户为农夫山泉、怡宝、蒙牛、伊利、燕京等，为其提供定制化饮料柜、低温奶、啤酒等展示柜。

图 34: 2015-2018H1 公司冷藏柜国内外销量 (单位: 台)



资料来源: 招股说明书, 国元证券研究中心

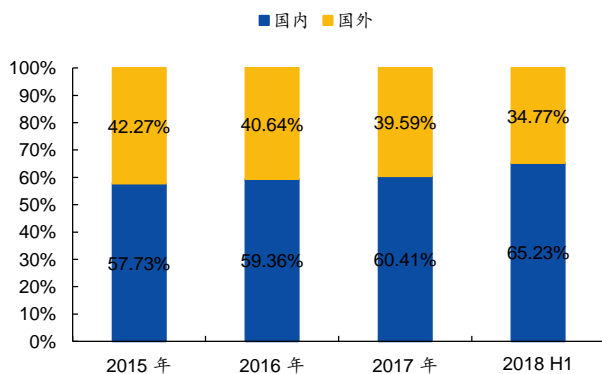
图 35: 2015-2018H1 公司冷藏柜国内外毛利率



资料来源: 招股说明书, 国元证券研究中心

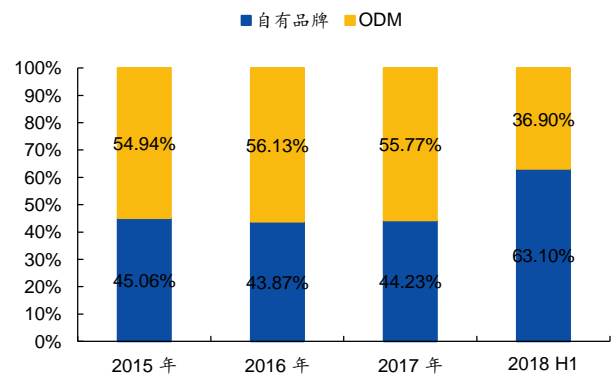
商用冷藏柜业务向国内转移，自有品牌显著提升。同时，2015-2018H1 公司国内商用冷藏柜销售占比逐步提升，显示商用冷藏柜业务正在向国内市场转移。而 2018 年商用冷藏柜公司自有品牌占比显著提升，表明公司商用冷藏柜初具品牌效应，已由原先的 ODM 代工模式转变成以自有品牌开拓市场。

图 36: 公司冷藏柜国内销售占比提升



资料来源: 招股说明书, 国元证券研究中心

图 37: 公司冷藏柜自有品牌占比提升



资料来源: 招股说明书, 国元证券研究中心

国内商用冷藏柜空间广阔，公司开拓国内市场正当时。根据中物联冷链委预计 2019 年，我国商用展示柜市场规模将达到 453 万台。假设国内商用冷藏柜的需求量为 150 万台/年，则估算 2018 年公司国内商用冷藏柜市占率仅为 3.95%。根据招股说明书，公司在早期发展国外 ODM 产品需通过终端客户可口可乐、百事可乐的全项测试，



国内自有品牌产品须通过国标检测，在商用冷藏展示柜领域可口可乐、百事可乐的检测标准高于国标检测标准。因此，公司具备开拓国内市场实力。

### 3.2.3 受益于消费升级，商超展示柜预计持续较快发展

**商超展示柜销量快速增长。**2018年商超展示柜销售5381台，同比增长136.42%。商超展示柜主要面向大型商业超市、连锁便利店等，客户类型统一，产品投放不具有明显的季节性特征。目前公司已与国内外知名的商业超市和连锁品牌便利店初步建立合作关系，为进一步拓展市场打下良好的基础，销量呈现快速增长态势。

图 38：国内陈列柜销售量月度推移（单位：万台）

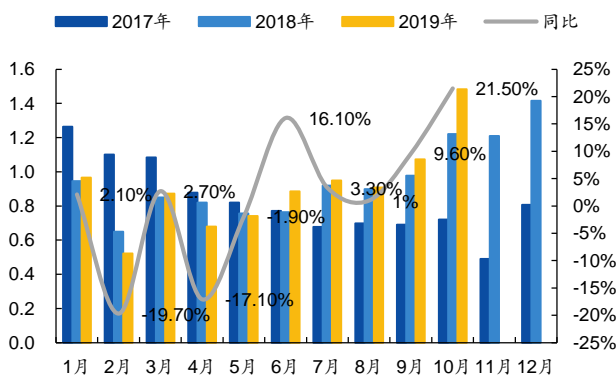
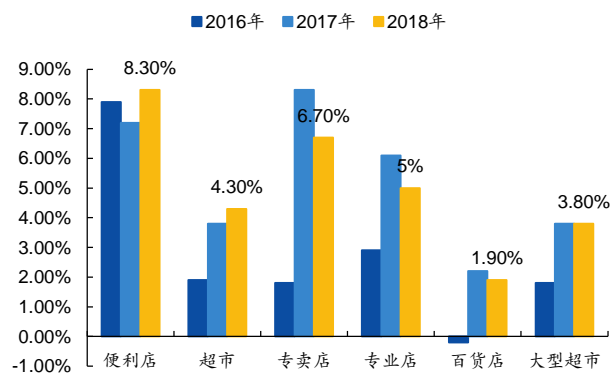


图 39：2016-2018 年商超便利店零售额增速



资料来源：产业在线，国元证券研究中心

资料来源：商务部，国元证券研究中心

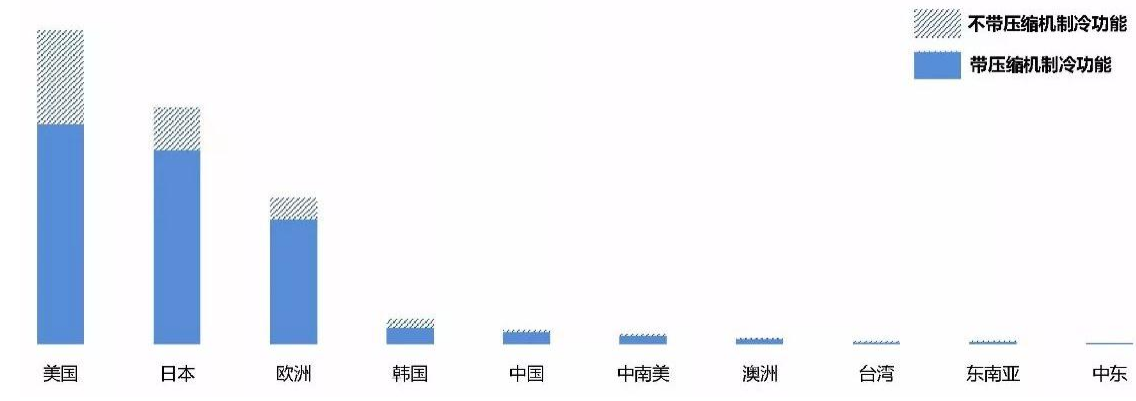
**行业方面，2019年三季度陈列柜销量加速。**根据产业在线数据，2018年国内陈列柜销量总计10万台；而2019年国内陈列柜销量增速呈加速上行趋势，10月销售量增速达到21.50%。下游分叉看，便利店、专卖店2018年零售额增速较快，而百货店增速最低1.90%。根据商务部数据显示，2019年前三季度55家跨区域便利店新开门店1.2万家，较2018年底增长21%。

**未来受益于消费升级，商超展示柜预计持续较快增长。**快速消费食品，冷鲜食品等需求增加，为商超展示柜行业创造了一个广阔的市场空间，其中一二线城市消费趋向高端化，三四五线城市消费继续普及，新兴品类渗透率快速提升。目前，果蔬生鲜市场的兴起，便利店在二三线城市的渗透以及新零售模式的推进，商超展示柜的需求预计将持续旺盛。

### 3.2.4 商用智能售货柜潜力大，国内发展处于起步阶段

**自动售货机在发达国家较为普及。**纵观全球，全球最大的商用展示柜市场主要集中在欧美等发达国家。其次是新西兰、日本、新加坡、中国香港地区和韩国等亚太发达国家及地区。根据美国自动售货协会（NAMA）统计，2017年美国拥有680万台自助售货机，美国平均48人就有一台自助售货机；而日本约有500多万台自助售货机，每23个人就拥有一台。同时，日本售货机中商品包括饮品、报纸、杂志、鲜花、水果等一共有6000多种商品，年销售额超过600亿美元。

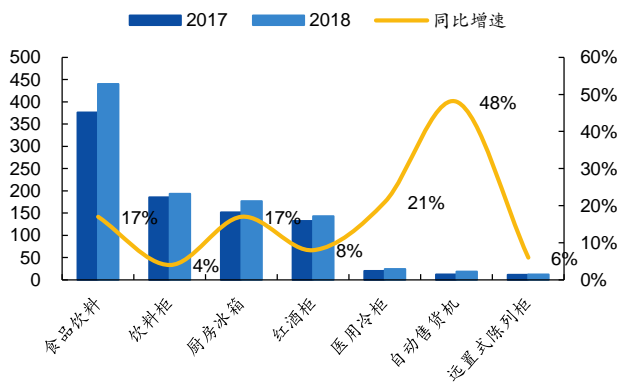
图 40：2017 年全球重点区域自动售货机保有量（单位：万台）



资料来源：产业在线，国元证券研究中心

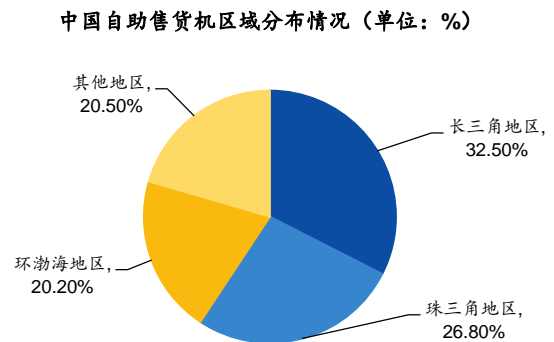
国内自动售货机仍处于发展初期。目前中国自动售货机市场行业仍处于发展初期，截至 2018 年 12 月底，国内市场上自助售货机存量仅有 20 万，仅占全球存量市场的 1%，人口与机器比例约为 4500:1。2018 年公司商用智能售货柜实现销售 1.80 万台，处于开始逐步投放市场阶段。预计未来随着便利店在二三线城市下沉，无人零售的覆盖率逐步渗透等，自动售卖将成为新零售形式下发展较快的一种新兴市场。

图 41：细分领域中，自动售货机销售增速达 48%



资料来源：产业在线，国元证券研究中心

图 42：一线城市发展迅速，三四线城市有待开发



资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究中心

未来市场空间广阔。同时，饮料、食品供应商已经开始逐步进入国内自动售货机市场，娃哈哈预计投资 20 亿在十年内铺设 100 万台自动售货机，统一投资 4.5 亿用于扩大自动售货机的装设，农夫山泉已于 2015 年就对行业市场进行了规模化产业布局，2018 年底已投放超过 3 万台自动售货机。未来国内自动售货机市场有望向成熟发达市场靠近。

### 3.3 加快产能建设，迎接下游需求

随着国内经济快速发展，城镇化水平提高、消费结构升级，人们对食品安全、生鲜消费的要求不断提高，冷链终端作为基础设施需求将不断提升，包括商用冷冻柜、商用冷藏柜、商超展示柜以及自动售货机的市场需求预计持续增加。由于拥有富余产能是获取客户订单的基础，公司目前正在加快产能建设进度。

**设立“年产 50 万台冷链终端设备项目”。**公司 2018 年 11 月招股说明书，投资项目金额 31,159.07 万元，用于扩大大、中型商用展示柜的产能。项目达产后，可实现年营业收入 115,882.41 万元，达产年净利润 10,771.07 万元。本项目为上市前预先投入项目，目前已部分投产，2019 年 1-9 月实现利润 5366.19 万元。

**设立“商用立式冷藏展示柜扩大生产项目”。**公司 2019 年 4 月发布变更募集资金投资项目公告，设立“商用立式冷藏展示柜扩大生产项目”，投资总金额 22,734 万元。新项目建设期拟为 28 个月，达产后年均可实现营业收入 51,667 万元/年，年均净利润 4,361 万元。新项目税后财务内部收益率为 15.26%，投资回收期为 5.26 年。

**设立“智能冷链设备及商用自动售货设备产业化项目”。**公司 2019 年 10 月发行可转债募集资金 57,000 万元，用于智能冷链设备及商用自动售货设备产业化项目。可转债期限为自发行之日起 6 年。项目总投资 65,242.28 万元，项目建设期为 18 个月。建成并达产后，预计将为公司新增年营业收入 87,964.60 万元，项目税后内部收益率为 21.52%。

表 4：公司产能扩建情况

项目建设	发布时间—达产时间	投资总金额	达产后营业收入	净利润
设立“年产 50 万台冷链终端设备项目”	2017—2020.12	31,159 万元	115,882 万元/年	10,771 万元/年
设立“商用立式冷藏展示柜扩大生产项目”	2019.4—2022.8	22,734 万元	51,667 万元/年	4,361 万元/年
设立“智能冷链设备及商用自动售货设备产业化项目”	2019.10—2021.4	65,242 万元	87,964 万元/年	

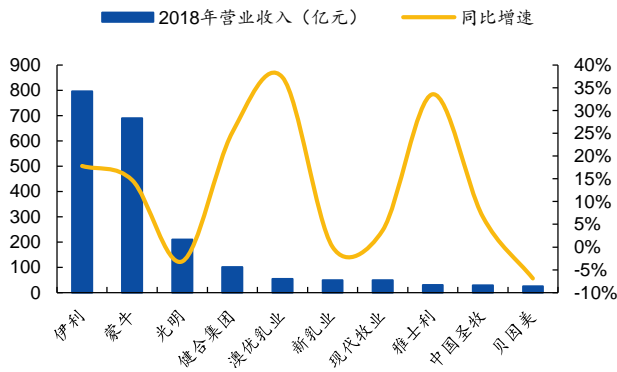
资料来源：公司公告，国元证券研究中心。

公司具备富余产能是获取客户订单的基础，同时由于行业定制化要求高，有淡旺季需求特性，淡季时产能利用率偏低，拉低了整体产能利用率，实际生产时候达到理论产能的 75% 已经是满负荷生产。因此，公司扩产利于做大规模，迎接下游需求。目前，公司业务多元且都具备一定的成长性，预计未来随着消费升级以及便利店的渗透，公司的长期价值将凸显。

## 4. 紧随大客户伊利、蒙牛，进军东南亚市场

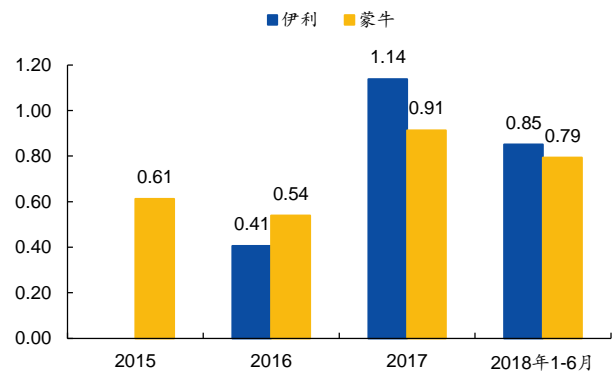
**深绑国内乳业巨头伊利、蒙牛发展。**根据《2019 中国乳业(奶制品)营销发展白皮书》显示，2018 年伊利和蒙牛的行业份额占比分别为 23.6% 和 22.4%，两家企业占据行业份额的 46%，乳业集中度越来越高。预计集中度趋势还将进一步加剧。公司多年来合作于伊利、蒙牛两大客户，根据招股说明书前五大客户销售数据，2015-2018 年 1-6 月，公司与伊利、蒙牛销售金额逐年递增，预计未来合作将进一步加深。

图 43：2018 年上市冷饮、乳业公司业绩排名（亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 44：2015-2018H1 公司在伊利、蒙牛销售（亿元）



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

**国际化进程加速，进军东南亚市场。**当前伊利和蒙牛在国内市场无论在品牌、产品还是渠道管理等方面，均已处于不可撼动的地位。而国内市场已经不能满足蒙牛、伊利这种大型企业的需求，2018 年底至今，两大乳制品公司加快了布局东南亚市场的步伐。对于蒙牛，印尼是东南亚经济总量和人口第一大国，拥有庞大的消费市场和极强的区域辐射力，印尼工厂的建成，有望提升蒙牛在整个东南亚市场的竞争力。而对于伊利来说，泰国是东南亚地区的重要国家，Chomthana 是泰国本土最大的冰淇淋企业，拥有超过 37 年的行业经验，未来将对周边国家形成辐射。

图 45：伊利公司海外布局



资料来源：伊利 2018 社会责任报告，国元证券研究中心

图 46：蒙牛公司海外布局



资料来源：蒙牛 2018 可持续发展报告，国元证券研究中心

**伊利近年来的产业布局情况。**近年来，伊利积极响应“一带一路”倡议，在行业内率先启动了全球化战略。2018 年，伊利在印尼发布 Joyday 冰淇淋，11 月底，伊利又在泰国收购了该国最大的冰淇淋和冷冻食品分销企业 Chomthana。2019 年 3 月，伊利收购新西兰第二大乳业合作社。

表 5：伊利海外布局

时间	地点	投资项目	投资额
2014 年 2 月	荷兰	在荷兰成立海外研发中心——欧洲研发中心	
2014 年 11 月	新西兰	大洋洲生产基地，覆盖乳业科研、生产、深加工、包装等多个领域	30 亿元

2015年9月	北美洲	主导实施全球农业食品领域高端智慧集群——中食品智慧谷	
2017年3月	新西兰	大洋洲生产基地二期项目，年产16.2吨功能性乳蛋白牛乳深加工项目、80000吨UHT奶项目等项目	
2018年10月	印尼	Joyday冰淇淋登陆东南亚市场	
2018年12月	吉林	拟在吉林省安图县长白山天然矿泉水产业园区新建伊利长白山天然矿泉水饮品项目	7.44亿元
2018年11月	泰国	收购泰国冰淇淋和冷冻食品分销商CHOMTHANA 96.46%的股权，进入泰国市场，并对周边市场形成辐射。	8056万美元
2019年3月	新西兰	伊利收购新西兰第二大乳业合作社，获取优质、稳定新西兰奶源	11.34亿元
2019年7月	巴基斯坦	公告最新收购目标是巴基斯坦乳制品公司FFBL公司子公司Fauji Foods Limited	

资料来源：公开资料，国元证券研究中心

**蒙牛近年来的产业布局情况。**截至今年6月30日，蒙牛于全国共设有生产基地43个，在新西兰、印尼共设有海外生产基地2个，年产能共为1027万吨，比去年同期的900多万吨有大幅提升。2017年，蒙牛提出了“双千亿”的目标，即销售额达到千亿，市值达到千亿。之后，公司收购现代牧业、中国圣牧、投资印尼建设工厂、云南曲靖建设工厂等，进一步巩固上游奶源、生产、加工的实力，布局西南市场与东南亚市场。

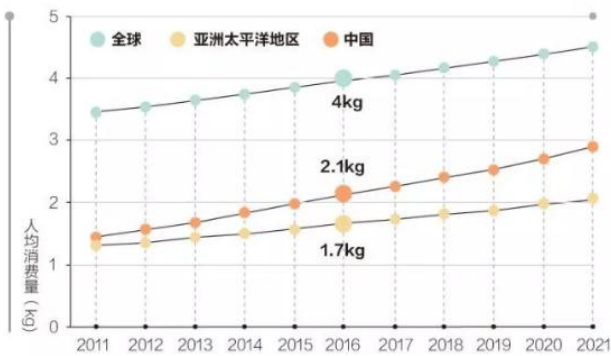
**表 6：蒙牛海外布局和今年国内布局**

时间	地点	投资项目	投资额
2012年6月	丹麦	蒙牛与丹麦Arla Foods达成战略合作，Arla Foods以22亿港元入股蒙牛。	22亿港元
2013年8月	法国	蒙牛与达能签署战略合作协议，成立的酸奶合资公司	
2015年9月	美国	合作建立“蒙牛-加州大学戴维斯分校（UC Davis）营养健康创新研究院”。	
2015年11月	新西兰	雅士利工厂，年生产能力已超过52000吨婴幼儿配方奶粉。	11亿元
2018年11月	印尼	蒙牛YoyiC工厂正式开工，将于12月开始，在印尼各主要城市超过1.2万家商铺上架。	5000万美元
2019年1月	俄罗斯	蒙牛与中鼎成立乳制品合资公司，共同推动中俄奶牛养殖与乳制品加工协同快速发展。	
2019年5月	河南	蒙牛河南焦作乳品饮料基地举办奠基仪式。建成后，成为蒙牛集团最大乳制品生产加工基地，日处理鲜奶1000吨。	10.5亿元
2019年6月	云南	蒙牛集团西南高原特色奶业全产业链项目及云南陆良万头奶牛养殖项目正式开工。	16.5亿元
2019年6月	河北	蒙牛与唐山市政府签订了“深入合作打造百亿乳制品产业集群”战略框架协议。	

资料来源：公开资料，国元证券研究中心

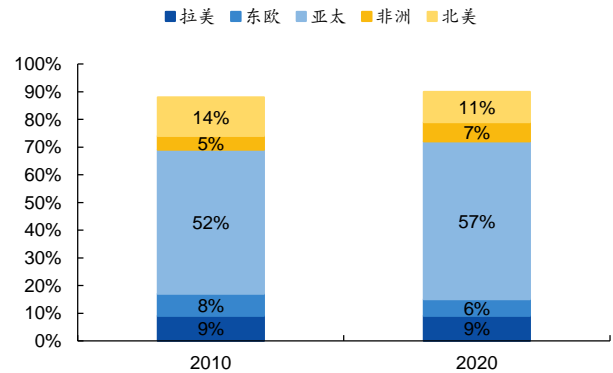
**东南亚市场增速快、潜力大。**与经济发达的地区相比，东南亚乳业类产品的销售额不高，但增长很快。据市场调研机构 Mordor Intelligence，2012 年至 2017 年，亚太地区是全球冰淇淋和乳酸菌饮料增长最快的市场。另外，根据市场调研公司 GlobalData 数据，在东南亚市场，印尼在 2012 年至 2017 年间冰淇淋市场增长最快，复合增长率达 12%，而泰国排在第二位，复合增长率为 9%。由于东南亚多为年轻阶层比率较高的国家，泰国和印度尼西亚等全年冰淇淋消费量很大，且不受季节影响。

图 47：冰淇淋人均消费亚太地区潜力大



资料来源：Global Data，国元证券研究中心

图 48：2010-2020 年全球液态乳制品占比预测



资料来源：智研咨询，国元证券研究中心

**东南亚带来多大的市场空间。**东南亚市场被称为“1990 年中国”，其冷饮、乳制品消费程度未像欧美市场一样饱和，同时本地的企业和供应商规模较小，结合季节气候、平均年龄小等，因此可见市场空间巨大。目前中国、东南亚人口分别为 13.95 亿、6.25 亿，而假设目前国内冰淇淋柜存量为 300 万台，则估算东南亚存量至少为 130 万台。假设未来 3 年大客户占领 30% 的市场份额，则冰淇淋柜销量将为 39 万台，则平均每年销量将为 13 万台。总体来看，近国内一半的人口，叠加炎热的气候以及人口平均年龄小，东南亚的冰淇淋柜市场是一块很大的蛋糕。

**公司跟进客户诉求，在印尼、越南设立子公司。**公司在印尼和越南子公司的设立，可以了解和跟进客户诉求，为伊利、蒙牛等客户进军东南亚市场提供冷链设备的落地与服务需求，同时完善公司海外布局，拓展海外业务，可以进一步降低成本，为国际客户提供更加优质的服务。

## 盈利预测与估值

盈利预测核心假设：

- 1、假设公司 2020-2021 年商用冷冻柜产能 60、70 万台，2020-2022 年商用冷藏柜产能 18、24、30 万台；
- 2、假设 2020-2021 年商超展示柜的销量增速为 80%、50%，2020-2021 年商用智能售货机销量增速为 30%、30%；
- 3、假设 2019 年之后毛利率维持平稳，则公司业务可测算如下：

表 7：公司业绩测算

		2018A	2019E	2020E	2021E
商用冷冻展示柜	营业收入（百万元）	793.50	1042.12	1286.59	1540.00
	增长率	15.31%	31.33%	23.46%	19.70%
	毛利率	34.40%	37.30%	37.50%	37.50%
商用冷藏展示柜	营业收入（百万元）	274.86	272.80	425.54	565.27
	增长率	23.23%	-0.75%	55.99%	32.84%
	毛利率	16.43%	28.00%	27.50%	27.00%
商超展示柜	营业收入（百万元）	36.67	54.59	97.55	145.24
	增长率	-	48.86%	78.68%	48.89%
	毛利率	32.83%	33.00%	33.00%	32.50%
商用智能售货柜	营业收入（百万元）	54.56	98.76	129.23	168.00
	增长率	-	81.01%	30.86%	30.00%
	毛利率	13.61%	15.61%	17.61%	19.61%
其他	营业收入（百万元）	52.17	54.77	57.51	60.39
	增长率	-	5%	5%	5%
	毛利率	15.31%	15.31%	15.31%	15.31%
合计	营业收入（百万元）	1211.77	1523.05	1996.42	2478.90
	增长率	25.58%	25.69%	31.08%	24.17%
	毛利率	28.52%	33.28%	33.22%	33.06%

资料来源：国元证券研究中心

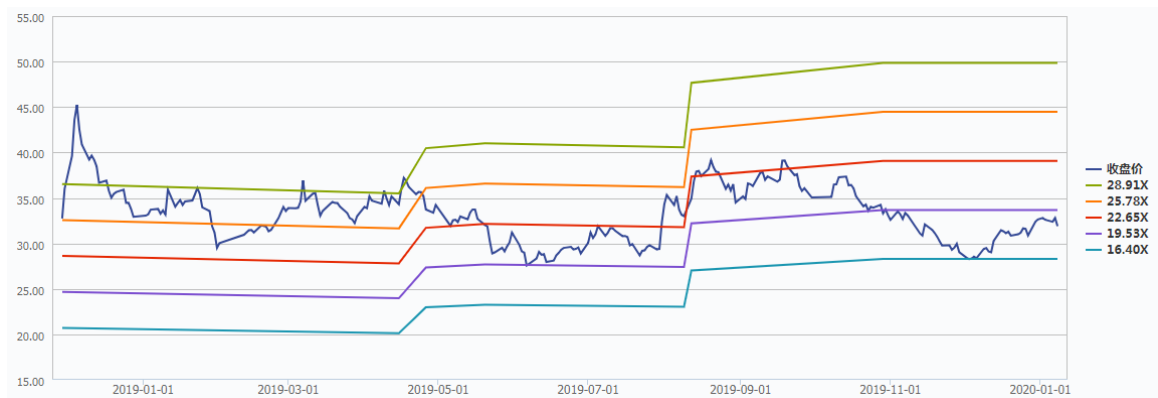
表 8：同行公司比较

证券简称	证券代码	总市值 (亿)	EPS			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
澳柯玛	600336.SH	35.56	0.09			38.53		
海尔智家	600690.SH	1,275.27	1.17	1.35	1.42	11.85	14.73	14.03
四方科技	603339.SH	28.90	0.86	0.71	0.89	17.29	19.27	15.37
行业平均值		446.58	0.71	1.03	1.16	22.56	17.00	14.70
海容冷链	603187.SH	36.72	1.74	2.39	2.9	25.65	17.3	13.33

资料来源：WIND，国元证券研究中心

在行业可比公司方面，不同于传统冷柜厂商澳柯玛、海尔智家主要应用于家用领域，公司始终专注于定制化要求较高的商用冷柜领域。经过多年的发展，公司已发展成为行业龙头，并深度服务于全球一线知名企业。估值方面目前处于底部，未来随着国内消费升级及便利店持续渗透，公司有望乘优质赛道而快速发展。

图 49：公司 PE band



资料来源：Wind，国元证券研究中心

首次覆盖给予“买入”评级。预计 2019-2021 年将实现营业收入 15.23/19.96/24.79 亿元，实现归母净利润 2.06/2.68/3.25 亿元，对应目前的 P/E 17/13/11。公司受益于国内消费升级及便利店持续渗透，我们看好公司未来发展前景，给予“买入”评级。

**风险提示：**

- (1) 全球贸易战升级；
- (2) 大客户选择其他供应商；
- (3) 原材料价格大幅上涨；

**\*国元持仓披露：**

国元持仓未超过 1%，无需披露。



**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	736	1535	1593	1800	2065
现金	267	887	639	606	624
应收账款	212	330	386	509	638
其他应收款	1	7	4	6	9
预付账款	14	31	22	35	46
存货	227	264	330	429	526
其他流动资产	15	17	212	215	220
<b>非流动资产</b>	353	361	737	1099	1445
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	288	287	529	798	1079
无形资产	57	57	55	52	49
其他非流动资产	8	17	154	250	317
<b>资产总计</b>	1089	1896	2330	2900	3510
<b>流动负债</b>	521	601	828	1040	1236
短期借款	0	0	100	100	100
应付账款	289	257	395	495	585
其他流动负债	232	344	332	445	552
<b>非流动负债</b>	0	2	51	151	251
长期借款	0	0	50	150	250
其他非流动负债	0	2	1	1	1
<b>负债合计</b>	521	603	879	1191	1488
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	60	80	112	112	112
资本公积	159	726	694	694	694
留存收益	348	488	646	903	1217
归属母公司股东权益	567	1293	1452	1709	2023
<b>负债和股东权益</b>	1089	1896	2330	2900	3510

**现金流量表**

单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	227	138	21	266	325
净利润	119	139	206	268	325
折旧摊销	29	35	23	38	54
财务费用	8	-13	-26	-10	-2
投资损失	0	0	-3	-2	-2
营运资金变动	71	-44	-165	-37	-60
其他经营现金流	-0	21	-15	10	10
<b>投资活动现金流</b>	-72	-77	-397	-398	-398
资本支出	72	77	400	400	400
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	3	2	2
<b>筹资活动现金流</b>	-71	499	128	99	91
短期借款	0	0	100	0	0
长期借款	-30	0	50	100	100
普通股增加	0	20	32	0	0
资本公积增加	0	567	-32	0	0
其他筹资现金流	-41	-88	-22	-1	-9
<b>现金净增加额</b>	79	562	-248	-33	18

**利润表**

单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	965	1212	1523	1996	2479
营业成本	674	866	1016	1333	1659
营业税金及附加	15	15	24	24	32
营业费用	77	100	171	220	268
管理费用	27	34	49	60	69
研发费用	31	38	47	60	74
财务费用	8	-13	-26	-10	-2
资产减值损失	-0	11	5	2	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	3	2	2
<b>营业利润</b>	133	160	240	310	377
营业外收入	8	4	3	4	4
营业外支出	2	3	2	2	2
<b>利润总额</b>	139	161	241	312	379
所得税	20	22	34	44	53
<b>净利润</b>	119	139	206	268	325
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	119	139	206	268	325
EBITDA	170	182	237	338	429
EPS (元)	1.98	1.74	1.84	2.39	2.90

**主要财务比率**

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	14.3	25.6	25.7	31.1	24.2
营业利润 (%)	-8.2	20.6	49.5	29.4	21.5
归属母公司净利润 (%)	-5.6	17.1	48.2	29.8	21.3
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	30.1	28.5	33.3	33.2	33.1
净利率 (%)	12.3	11.5	13.6	13.4	13.1
ROE (%)	21.0	10.8	14.2	15.7	16.1
ROIC (%)	36.5	31.2	19.1	19.0	18.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	47.9	31.8	37.7	41.1	42.4
净负债比率 (%)	5.75	0.00	17.07	20.99	23.53
流动比率	1.41	2.56	1.92	1.73	1.67
速动比率	0.98	2.12	1.53	1.32	1.24
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.97	0.81	0.72	0.76	0.77
应收账款周转率	5	4	4	4	4
应付账款周转率	2.51	3.17	3.12	2.99	3.07
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.06	1.24	1.84	2.39	2.90
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.02	1.23	0.19	2.38	2.90
每股净资产 (最新摊薄)	5.06	11.55	12.96	15.26	18.06
<b>估值比率</b>					
P/E	30.04	25.65	17.30	13.33	10.99
P/B	6.30	2.76	2.46	2.09	1.77
EV/EBITDA	16	15	11	8	6

## 投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188