

# 海容冷链 (603187.SH)

## 国内商用冷柜龙头，受益冷链终端扩张

### 核心观点：

- **商用冷柜：双重属性的消费型冷链终端。**海容冷链主营产品商用冷链展示柜属于冷链产业中的终端设备，冷饮食品等实现销售的最终环节，承担着低温储存及快消品牌形象展示的双重功能。行业附加值高于上游原材料，盈利水平处于产业链较高位置。
- **行业趋势：受益消费升级+门店扩张。**快速消费品行业快速发展，作为销售渠道的商用冷链展示柜不仅起到存储作用，更需要协助快消品企业拓展销售渠道和创新销售方式。为了激发消费者的购买需求，快消品企业对展示柜的定制化和差异化提出了更高要求，更新换代也更为频繁。一方面，在消费升级趋势影响下，冷冻饮品品类扩产、低温乳制品消费提升，以及速冻食品的普及，都带来商家对于展示柜需求的提升。另一方面，连锁便利店的不断扩张也直接带动终端冰柜需求。同时，冷链基础设施的完善以及新零售的崛起，展示柜应用场景开始多元化。
- **海容冷链：**公司核心业务商用冷冻展示柜，19年该业务实现收入 11.07 亿元，同比增长接近 40%，收入占比 72%。招股书显示公司在该领域市占率已居行业首位，处于行业领先地位。冷藏展示柜业务起步较晚但在北美高端饮料行业已具有一定市占率，国内市场客户已从早期的乳制品行业扩展至饮料行业。公司同时还积极开拓商超展示柜和智能售货柜业务，未来有望实现产品种类横向扩张+下游应用的纵向延伸。
- **投资建议。**我们预测公司 2020-22 年 EPS 分别为 1.8/2.28/2.87 元/股，当前股价对应市盈率 27/21/17 倍。考虑到行业增速和公司业务份额提升，参考可比公司估值给予公司 2021 年合理 PE 估值 30x，对应合理价值为 68.39 元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。
- **风险提示。**出口贸易风险；原材料价格大幅上涨；产能投放不及预期。

### 盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,212	1,536	1,840	2,231	2,727
增长率 (%)	25.6	26.7	19.8	21.3	22.2
EBITDA (百万元)	193	285	354	427	532
归母净利润 (百万元)	139	219	285	361	454
增长率 (%)	17.1	57.1	30.3	26.6	25.9
EPS (元/股)	1.74	1.93	1.80	2.28	2.87
市盈率 (P/E)	26.82	16.88	26.70	21.10	16.75
ROE (%)	10.77	14.95	16.30	17.10	17.72
EV/EBITDA	14.78	9.84	18.28	14.46	10.94

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

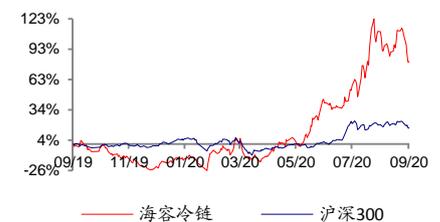
买入

当前价格	51.35 元
合理价值	68.39 元
报告日期	2020-09-15

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	158.48/118.28
总市值/流通市值 (百万元)	7611.8/5681.1
一年内最高/最低 (元)	59.19/24.92
30 日日均成交量/成交额 (百万)	2.60/136.28
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	28.63/79.22

### 相对市场表现



### 分析师：

王珂



SAC 执证号：S0260517080006



021-38003677



gfwangke@gf.com.cn

### 分析师：

罗立波



SAC 执证号：S0260513050002



021-38003679



luolibob@gf.com.cn

### 分析师：

代川



SAC 执证号：S0260517080007



SFC CE No. BOS186



021-38003678



daichuan@gf.com.cn

请注意，王珂、罗立波并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

## 目录索引

一、商用冷柜：双重属性的消费型冷链终端.....	5
（一）产品属性：“冷链+广告”双重功能.....	5
（二）产业位置：高附加值的终端产品.....	6
二、海容冷链：商用冷链终端设备专家.....	9
（一）商用冷柜龙头，积极开拓新品市场.....	9
（二）新品单价提升，利润率总体向上.....	11
（三）研发保持高投入，技术驱动产品创新.....	14
（四）积累大量优质客户，与全球知名快消品企业长期合作.....	16
三、行业趋势：消费升级+门店扩张带动需求扩容.....	18
（一）消费升级，带动低温消费和冷链终端设备需求.....	18
（二）门店扩张，商用展示柜助力新型零售升级.....	20
四、竞争格局：专业市场，海容产能构建壁垒.....	22
（一）专业市场，海容冷链国内领先.....	22
（二）产销两旺，先进产能等待释放.....	23
五、盈利预测和投资建议.....	26
（一）可比估值.....	26
（二）投资建议.....	26
六、风险提示.....	29

## 图表索引

图 1: 海容冷链主要产品	5
图 2: 冷链装备产业链	6
图 3: 海容冷链、冰轮环境等 5 家冷链相关上市公司核心产品毛利率比较	6
图 4: 商用冷链展示柜上下游	7
图 5: 海容冷链毛利率与上游企业压缩机业务毛利率对比	7
图 6: 海容冷链收入结构 (2019)	9
图 7: 海容冷链收入地区分布 (百万元人民币)	9
图 8: 商用冷冻展示柜收入及增速	10
图 9: 商用冷藏展示柜收入及增速	10
图 10: 商超展示柜收入 (百万元) 及增速	10
图 11: 商用智能售货柜收入 (百万元)	10
图 12: 各产品毛利率水平	10
图 13: 商用冷冻展示柜分季度产量 (万台)	11
图 14: 商用冷藏展示柜分季度产量 (万台)	11
图 15: 2012-2019 年各产品销售单价 (元)	12
图 16: 海容冷链营业收入及增速	12
图 17: 海容冷链扣非归母净利润及增速	12
图 18: 海容冷链与家用冰箱冰柜企业毛利率对比	13
图 19: 海容冷链毛利率、净利率水平	13
图 20: 海容冷链半年度经营性净现金流 (百万元)	14
图 21: 海容冷链年中与年底应收账款 (百万元)	14
图 22: 公司存货及存货周转率	14
图 23: 公司研发费用 (百万元) 及增速	15
图 24: 海容冷链下游行业及客户	16
图 25: 商用冷链终端需求驱动	18
图 26: 中国各类软饮料市场规模 (亿元)	19
图 27: 中国 NFC 果汁品牌不断扩张	19
图 28: 我国冷冻食品市场结构 (2019)	20
图 29: 中国速冻食品行业市场规模 (亿元)	20
图 30: 中国鲜奶市场规模 (亿元)	20
图 31: 中国便利店销售金额在商品销售中的比重	21
图 32: 中国便利店数量 (万家)	21
图 33: 海容冷链便利店一体式冷藏柜	21
图 34: 海容冷链便利店冰淇淋/冷饮展示柜	21
图 35: 海容冷链国外市场占有率	23
图 36: 商用冷冻展示柜产销率情况	24
图 37: 商用冷藏展示柜产销率情况	24
图 38: 商超展示柜产销率情况	24
图 39: 商用智能售货柜产销率情况	24

表 1: 海容冷链核心技术.....	15
表 2: 海容冷链主要客户情况 .....	17
表 3: 行业内主要企业 .....	22
表 4: 公司上市募投项目 .....	25
表 5: 可比公司估值 (股价为最新收盘价) .....	26
表 6: 海容冷链业务拆分 (单位: 百万元) .....	26

## 一、商用冷柜：双重属性的消费型冷链终端

### (一) 产品属性：“冷链+广告”双重功能

公司成立于2006年8月，成立以来始终专注于商用冷链设备的研发、生产、销售和服务，其核心产品为商用冷冻展示柜、商用冷藏展示柜、商超展示柜及商用智能售货柜，公司产品类型丰富，成系列化。公司主要采用面向企业客户的销售模式，为客户在销售终端进行低温储存、商品展示和企业形象展示等提供定制化解决方案及专业化服务，公司正努力打造成为世界级专业商用冷链设备供应商。

公司拥有丰富的产品类型，主要分为4大类。（1）商用冷冻展示柜，主要用于冰淇淋、乳制品、速冻食品的终端储存与销售，温度在-18℃以下。（2）商用冷藏展示柜，主要用于功能性饮料、茶饮料、矿泉水、碳酸饮料、啤酒、奶制品等行业，负载温度在0-10℃。（3）商超展示柜，用于奶制品、果蔬、肉食、冷饮、速冻食品等产品的销售，主要放置在便利连锁店、大型超市、鲜肉店、蔬菜水果店等，主要分为风幕柜、拉门柜、鲜肉柜、熟食柜、组合柜、后补式冷库、环岛柜。（4）商用智能售货柜，采用静态识别、动态识别、RFID芯片识别、重力传感识别、多种技术组合识别、预约自提或自动贩卖等技术，可实现无人值守和自动贩卖。

图1：海容冷链主要产品

产品类别	主要产品					
商用冷冻展示柜 -18℃	 商用卧式冷冻展示柜	 商用立式冷冻展示柜	 打球柜	 岛柜	 组合柜	
商用冷藏展示柜 0-10℃	 商用卧式冷冻展示柜	 商用立式冷藏展示柜	 冷热转换柜	 商用立式冷藏展示柜	 商用卧式冷冻展示柜	
商超展示柜	 风幕柜	 拉门柜	 鲜肉柜	 熟食柜	 组合柜	 后补式冷库
商用智能售货柜	 商用智能自取柜	 商用自动售货机	 商用智能自取柜	 商用智能自取柜		

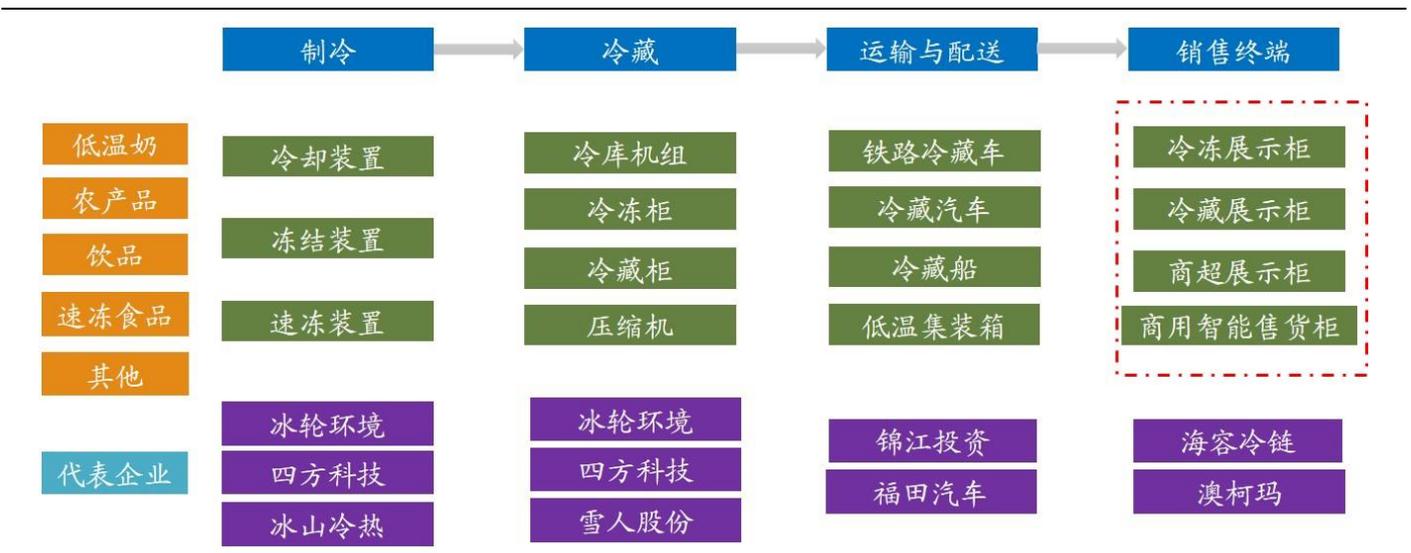
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

快速消费品行业的竞争日益激烈，作为销售渠道的商用冷链展示柜不仅作为冷链存储设备，更需要协助快消品企业拓展销售渠道和创新销售方式。为了激发消费者的购买需求，快消品企业对商用立式冷藏展示柜的定制化和差异化提出了更高要求，更新换代也更为频繁。因此，公司产品具备“冷链终端+广告工具”的双重功能。公司招股书显示，根据中国物流与采购联合会冷链物流专业委员会发布的市场规模及预测显示，2015-2019年我国商用展示柜年均复合增长率为15.68%。

## （二）产业位置：高附加值的终端产品

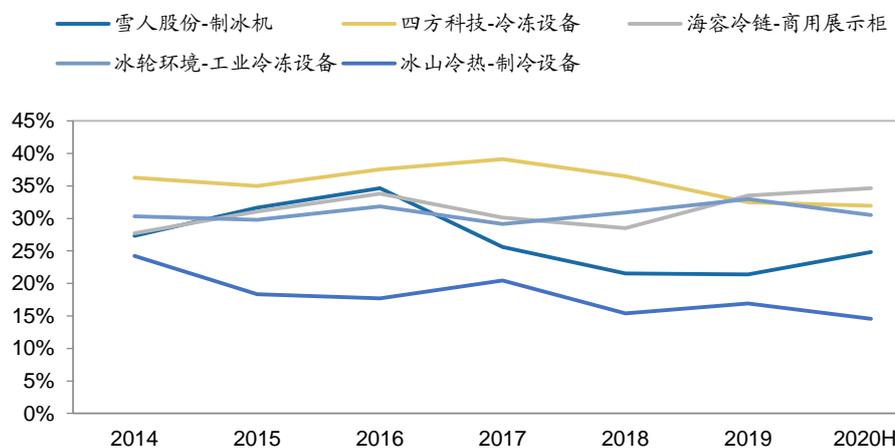
海容冷链的主要产品商用展示柜属于冷链物流设备中的终端设备，是冷链物流的最终环节。冷链物流指商品从产地到消费者终端的受控低温运输过程，以保证产品品质最小限度下降的专业物流形式。目前海容冷链业务主要集中在食品冷链物流终端领域。食品冷链物流包括食品的冷冻（藏）加工、贮藏、运输及配送、终端销售等环节，公司所提供产品位于该链条终端，承担着低温储存及企业形象展示的双重功能。

图2：冷链装备产业链



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图3：海容冷链、冰轮环境等5家冷链相关上市公司核心产品毛利率比较



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

海容冷链所处的冷链终端设备行业，处于冷链产业链的终端，由于消费和广告属性明显，行业盈利水平处于产业链较高位置。我们选取食品冷链产业5家代表性企业进行比较。四方冷链的冷冻设备业务位于冷链物流中的生产、加工环节。冰轮环境、冰山冷热专业从事冷链系统及工业冷冻设备的设计与生产，位于食品冷链物流中的加工及贮藏环节。通过对比可以发现，位于销售终端环节的海容冷链毛利率处于产业链较高水平，并呈上升趋势，食品冷链产业呈现出价值量向终端集中的特点。

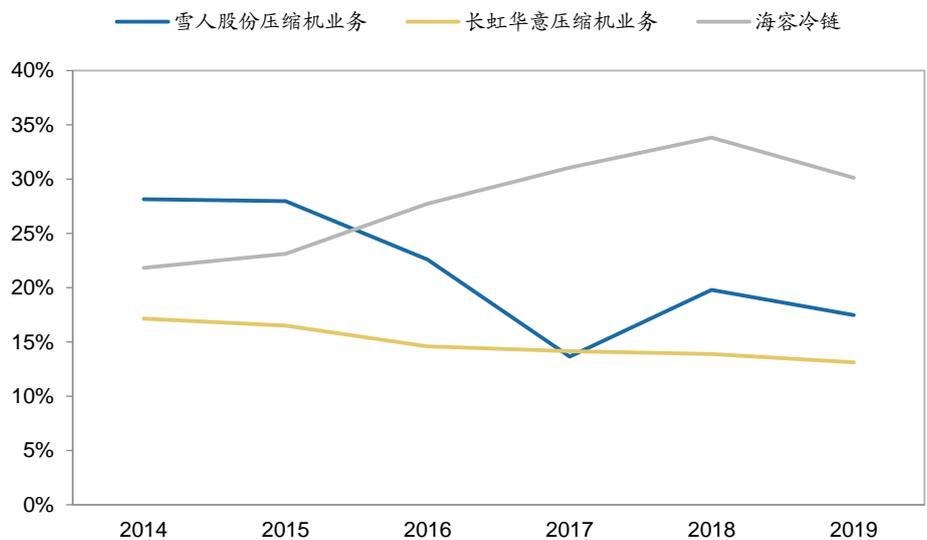
从产业链上下游角度分析，海容冷链处于产业链中游冷链物流设备行业，上游主要以钢材、异氰酸酯、组合聚醚、压缩机等主要原材料供应商为主，近年来原材料采购价格的波动使得公司毛利率收到了一定的影响；冷链物流设备行业下游应用较为广泛，包括冰淇淋、乳制品、饮料、速冻食品、冷鲜食品、农产品、医药及生物制品等行业。

图4：商用冷链展示柜上下游



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图5：海容冷链毛利率与上游企业压缩机业务毛利率对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

上游压缩机等实现制冷功能的核心部件，在国内基本属于成熟的完全竞争性行业。供应商主要有长虹华意、雪人股份等。雪人股份是中国最大的制冰设备及制冰系统生产商和供应商之一，其产品包括压缩机系列、制冷剂系列、压力容器系列、一体机系列等。长虹华意专业生产用于冰箱、冷柜、饮水机、制冷机及除湿机等制冷电器的各类压缩机，同时也是海容冷链前五大供应商之一。近年来，海容冷链的毛利率位于约30%的水平，高于雪人股份和长虹华意的压缩机业务。中游冷链物流设备行业利润空间大于上游原材料供应商，位于产业链的价值中心。

## 二、海容冷链：商用冷链终端设备专家

### （一）商用冷柜龙头，积极开拓新品市场

从产品结构来看，2019年公司商用冷冻展示柜、商用冷藏展示柜、商超展示柜、商用智能售货柜四大业务收入占比分别为72.07%、17.03%、5.28%、0.75%。公司的冷冻展示柜业务对营收贡献最大，并在积极开拓冷藏展示柜市场。从地区分布来看，公司近年来内销、外销比例趋于稳定，19年内销、外销收入分别为9.65亿元、4.96亿元，占营收比分别为62.85%、32.29%。

图6：海容冷链收入结构（2019）

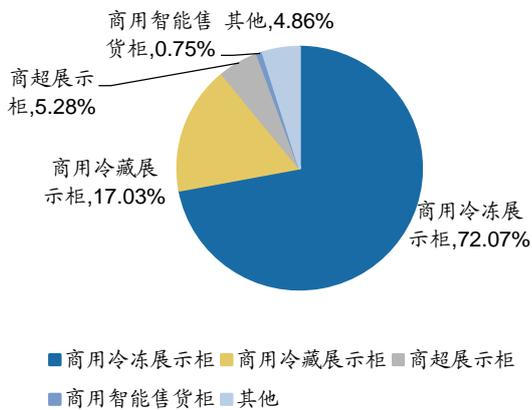
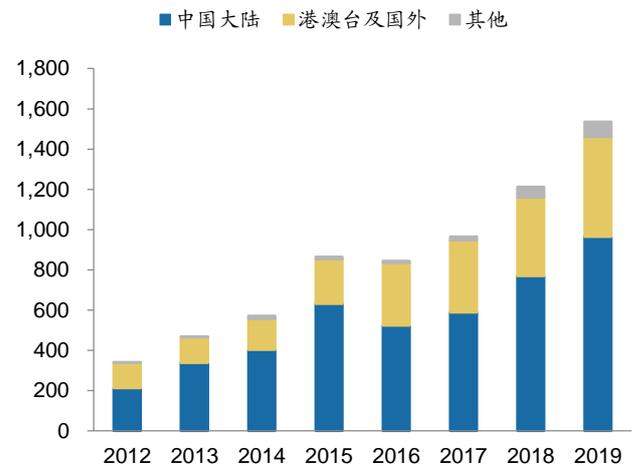


图7：海容冷链收入地区分布（百万元人民币）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

根据公司招股说明书，海容冷链的商用冷冻展示柜业务为行业龙头，近年来收入始终保持高速增长，业务规模持续扩大，19年实现收入11.07亿元，同比增长接近40%，创公司成立以来最高增速，继续巩固龙头地位。

19年冷藏展示柜业务收入规模有所下滑，主要由于受中美贸易摩擦影响，部分美国客户将2019年采购计划提前至2018年下半年，减少了2019年的采购计划，使得19年冷藏业务的国外收入规模下滑，预计2020年该项业务收入将有所改善。

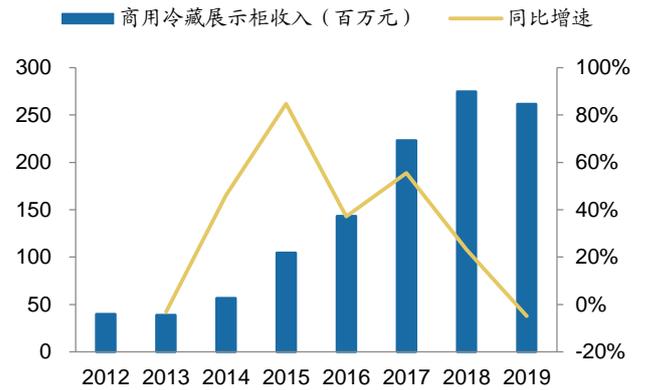
商超展示柜业务不断深化通过内外知名商业超市和连锁品牌便利店的合作，收入规模快速增长，连续两年收入翻番，具有较强的增长潜力。智能售货柜业务目前收入基数较小，19年出现下滑主要由于该项业务发展尚未成熟，行业内未形成成熟稳定的技术路线和商业模式，下游需求波动较大，预计未来随着该项业务逐步发展成熟，其收入规模将趋于稳定。

图8: 商用冷冻展示柜收入及增速



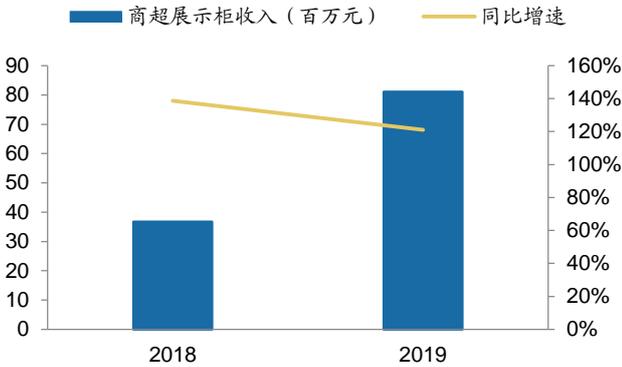
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图9: 商用冷藏展示柜收入及增速



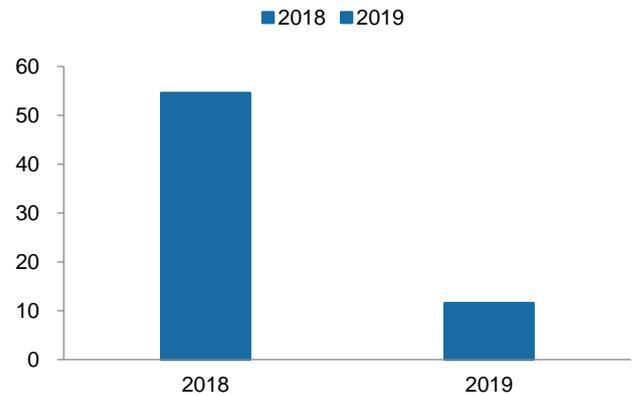
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图10: 商超展示柜收入 (百万元) 及增速



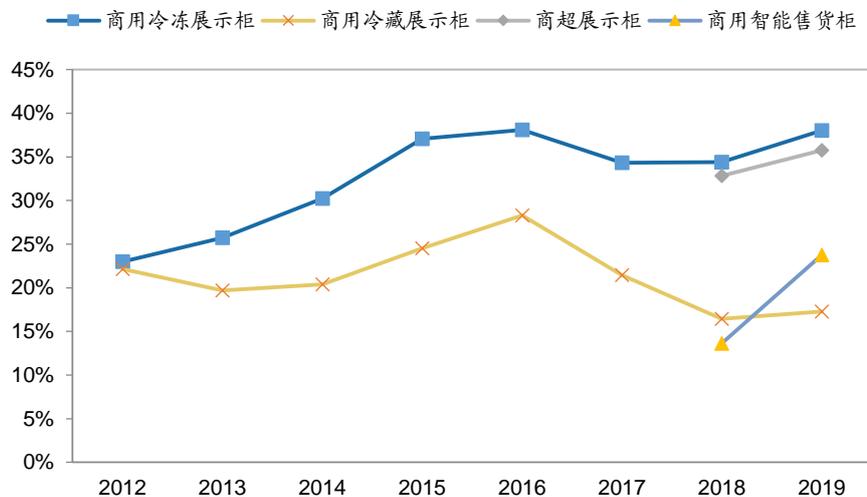
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图11: 商用智能售货柜收入 (百万元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图12: 各产品毛利率水平

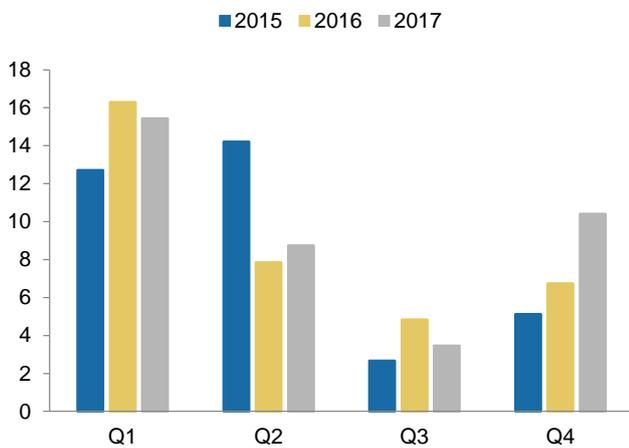


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从毛利的边际贡献来看，商用冷冻展示柜与商超展示柜对毛利的贡献最大，其中商用冷冻展示柜业务毛利率水平大体呈增长态势，存在小幅波动，17-19年该项业务毛利率分别为34.32%、34.4%、38.03%，盈利能力节节攀升；商超展示柜毛利率水平仅次于商用冷冻展示柜，19年商超展示柜毛利率为35.74%，相较于18年提高约3个pct；智能售货柜毛利率水平相对于前两项业务存在一定差距，19年毛利率提高了10个pct，具有较大的盈利提升潜力；冷藏展示柜毛利水平近年来有所下滑。

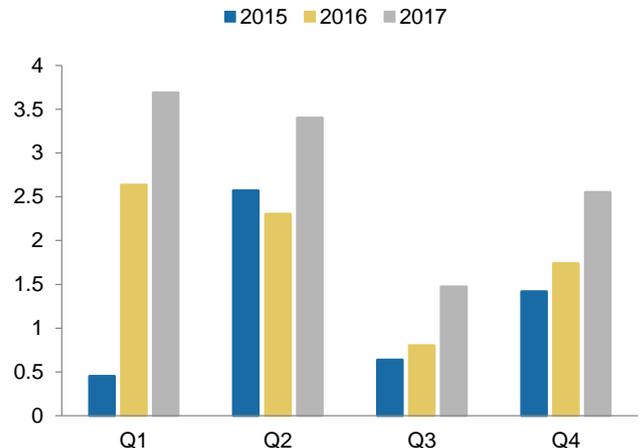
公司的冷冻展示柜与冷藏展示柜两项业务还具有一定的季节性特征，产量呈现一、二季度较高，三季度偏低，四季度回调的特征，主要由于冷冻展示柜下游客户以冷饮行业为主，冷藏展示柜下游客户以饮料行业为主，两项业务的终端消费都具有明显的季节性，因此每年的上半年和年底多为销售旺季，7-10月份进入销售淡季。商超展示柜主要客户多为大型超市，商用智能售货柜下游客户主要是饮料、食品等行业运营商，两项业务都不具有明显的季节性特征。

图13: 商用冷冻展示柜分季度产量(万台)



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图14: 商用冷藏展示柜分季度产量(万台)

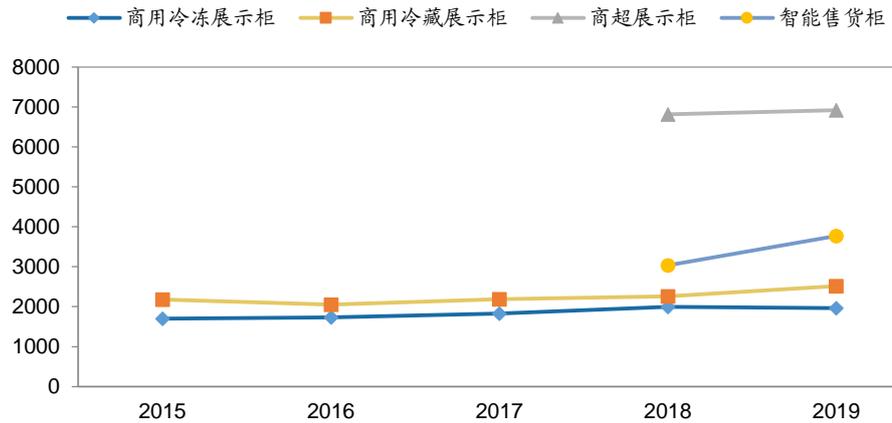


数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

## (二) 新品单价提升, 利润率总体向上

我们根据18、19年各产品的销售额及销量计算出各产品单价, 2019年商用冷冻展示柜、商用冷藏展示柜、商超展示柜、商用智能售货柜的销售单价分别为1962.43元、2518.14元、6920.88元、3766.32元, 可以看出商超展示柜及商用智能售货柜的销售单价较高, 冷冻及冷藏展示柜的价格则相对较低。结合招股说明书披露的2012-2017年各产品销售单价来看, 商用冷冻展示柜、商用冷藏展示柜、商超展示柜的销售价格已基本稳定, 变化幅度较小, 智能售货柜单价波动较大, 预计随着该项业务逐渐发展成熟, 其价格水平将趋于稳定。

图15: 2012-2019年各产品销售单价(元)

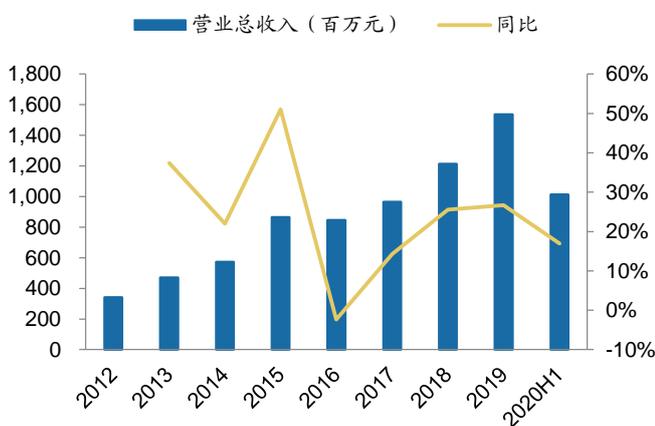


数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

总体来看, 公司冷冻展示柜业务一马当先, 其他业务积极发展。在商用冷冻展示柜细分领域, 公司的市占率和知名度逐年提高, 公司招股书显示市占率已居行业首位, 特别是在冷饮行业的市占率较高, 处于行业领先地位。公司的冷藏展示柜业务相比于冷冻展示柜业务起步较晚、发展较慢, 市场地位不及商用冷冻展示柜, 但随着近年来的不断发展, 公司该细分领域在北美高端饮料行业已具有一定市占率, 国内市场客户已从早期的乳制品行业扩展至饮料行业, 并具有一定的品牌知名度。在商超展示柜领域, 公司正逐步加大产品研发力度与市场开拓, 与国内外知名商业超市、社区超市和连锁品牌便利店建立了良好合作关系。在商用智能售货柜领域, 公司不断加大产品研发和市场开拓力度, 陆续开发具备静态识别等各项技术的智能售货柜, 产品已初步投放市场。

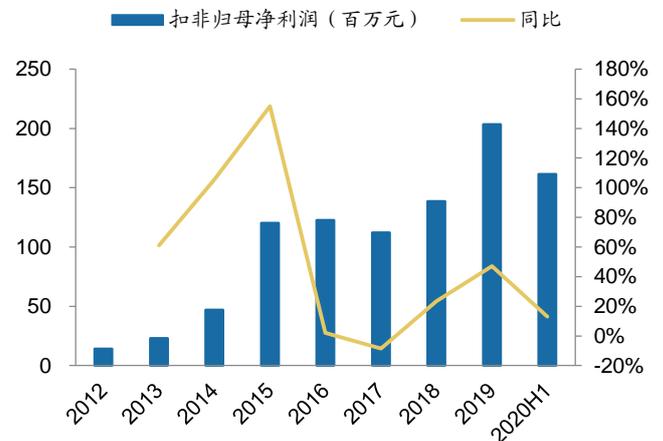
2019年公司实现营收与扣非归母净利润分别为15.35亿元、2.03亿元, 营收增速从16年的-2%持续增长到2019年的27%, 公司的扣非归母净利润也实现了近四年来的最高增速, 高达47%, 发展势头强劲。2020H1公司营收与扣非归母净利润分别为10.12亿元、1.61亿元, 同比增速分别为16.98%、13%, 疫情之下公司业绩仍保持着稳定增长, 凸显业绩较强韧性。

图16: 海容冷链营业收入及增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

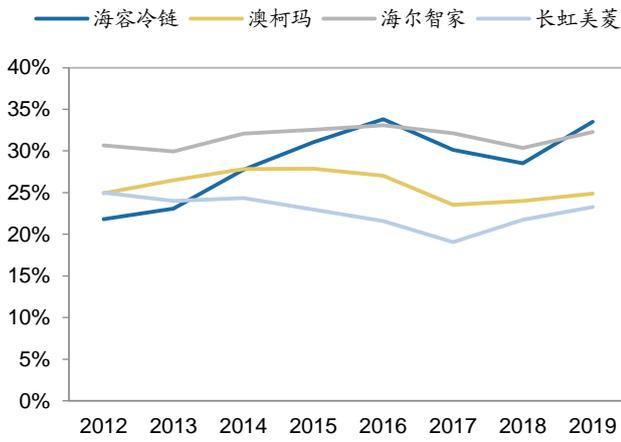
图17: 海容冷链扣非归母净利润及增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

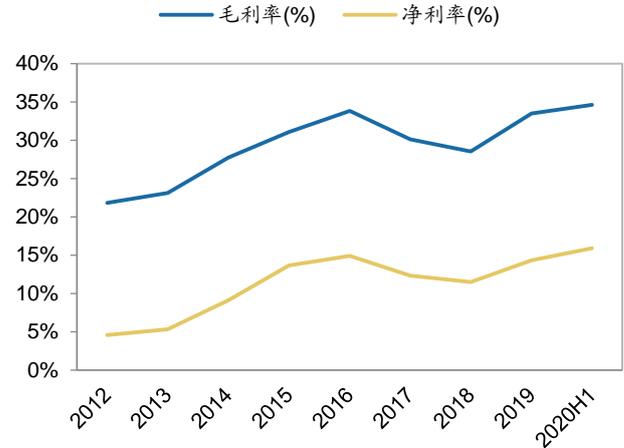
2018、2019、2020H1公司毛利率分别为29%、34%、35%，毛利率水平持续增长，主要得益于原材料成本下降、汇率变动以及产品结构的调整。将澳柯玛、海尔智家、长虹美菱的家用冰箱冰柜业务与海容冷链商用展示柜业务进行比较，可以发现海容冷链商用展示柜业务的盈利能力要强于白色家电企业，19年海容冷链、澳柯玛冰柜冰箱系列、海尔智家电冰箱系列、长虹美菱冰箱业务毛利率分别为34%、32.27%、24.88%、23.28%，海容冷链毛利率高于普通白色家电公司主要由于公司为下游客户提供定制化的生产服务，生产出具有差异性的产品，产品除低温冷冻冷藏功能外还兼具广告营销和企业形象展示这一功能，因此附加值较高。2018-2020H1公司净利率分别为12%、14%、16%，与毛利率走势一致，公司的盈利能力稳步向好。

图18: 海容冷链与家用冰箱冰柜企业毛利率对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

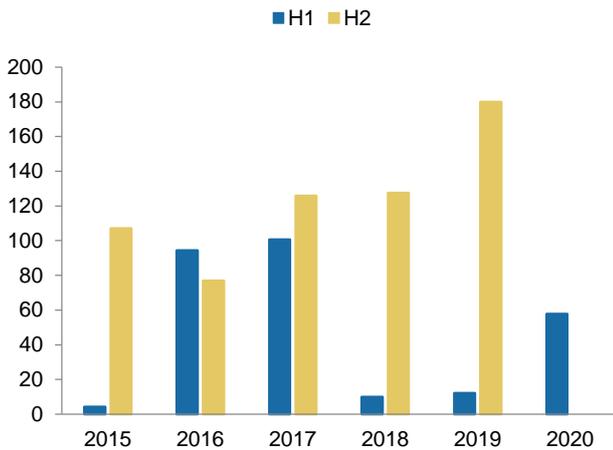
图19: 海容冷链毛利率、净利率水平



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

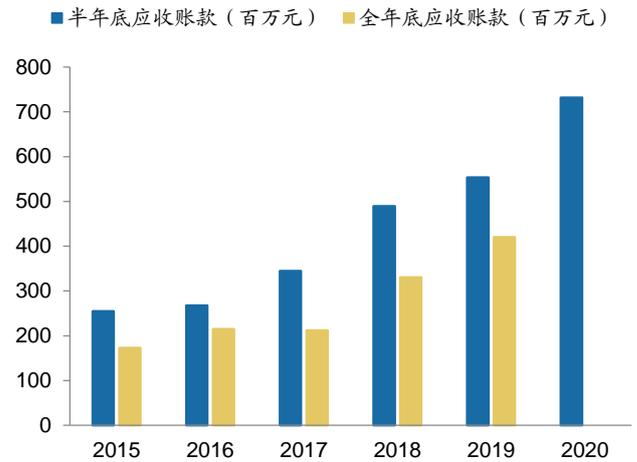
从经营性现金流来看，大部分年份公司的经营性现金流都集中在下半年，16、17年H1经营性现金流净额较高原因为公司销售商品、提供劳务收到的现金相较于15年同比增长约12%，购买商品、接受劳务支付的现金相较于15年同比下降约17%。19年H1、H2经营性现金流为12.23百万元、179.97百万元，这主要是由于公司回款主要集中在下半年，上半年旺季时订单较多，相应地应收账款也处于较高水平，17-19年年中应收账款分别为344.14百万元、489.25百万元、553.24百万元，年底时应收账款分别为212.14百万元、330.23百万元、420.04百万元，年底时应收账款余额显著减少，再次印证公司上半年赊销、下半年逐渐回款的经营特征。2020H1经营活动现金净流量为57.74百万元，同比增长372.2%，增长近4倍，现金流暴增主要由于公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长5.6%，为7.08亿元，而购买商品、接受劳务支付的现金同比下降8%，为4.9亿元。

图20: 海容冷链半年度经营性净现金流 (百万元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

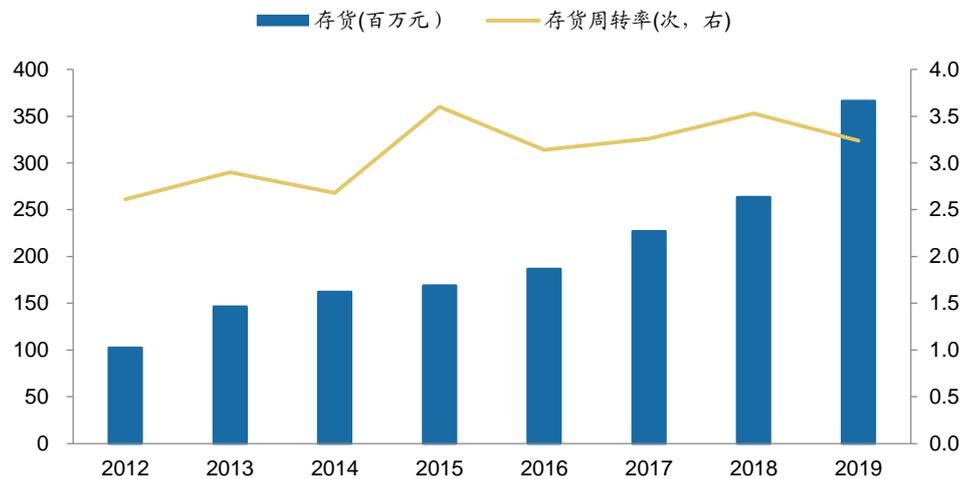
图21: 海容冷链年中与年底应收账款 (百万元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

近年来,随着公司业务规模的不断扩大,公司存货逐年稳定增长,17-19年公司存货分别为2.27亿元、2.67亿元、3.66亿元,复合增速为27%,接近于近两年的营收增速26%。2019年公司一季度末、二季度末、三季度末、年底存货分别为335.23百万元、279.48百万元、215.1百万元、366.06百万元,一季度末、年底存货多,二、三季度末存货少,可以判断公司多在一、四季度备货,二、三季度发货,因此存货呈现出明显的季节性特征。随着公司存货的逐年增加,存货周转率的水平则相对稳定,维持在3.2-3.6次之间,说明公司存货的增加并未带来营运能力的衰减,其本质是业务规模的扩大。

图22: 公司存货及存货周转率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### (三) 研发保持高投入, 技术驱动产品创新

冷链终端设备生产制造业整体技术含量较高,其研发生产与制冷、焊接、机械加工、自动控制、电子信息等多领域技术相关,对企业的研发、生产、质量控制等能力均有较高要求。公司主要产品是商用展示柜,在该细分领域内技术水平主要体现在三个

方面：一是产品设计水平，包括对外观、尺寸、功能的设计，以及产品制冷效率、能耗等；二是生产制造水平，生产过程涉及制冷、钣金加工、焊接、发泡、总装等多项技术；三是物联网的融合技术，该项技术可帮助使用者利用互联网平台对投放到市场终端的每一台设备信息实时监控和管理。

公司自成立以来就非常重视技术研发和人才培养，建立了一支经验丰富、技术力量雄厚、凝聚力强的研发团队。核心技术人员大多拥有10年以上的行业从业经验，能够精准把握市场趋势与客户需求。2016年以来，公司研发费用一直保持着高速增长，17-19年研发费用分别达到30.58百万元、37.9百万元、47.26百万元，同比增速分别为16.68%、23.94%、24.7%，增速逐年小幅增长。2020H1公司的研发费用为21.23百万元，较上期同比增长12.7%。公司非常重视研发投入，研发费用逐年增长。

图23：公司研发费用（百万元）及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表1：海容冷链核心技术

序号	核心技术	简介
1	节能环保技术	公司采用高效节能压缩机等节能环保技术研发生产了多种节能环保产品
2	RFID 物联网技术	可实现利用物联网将投放到市场终端的每一台商用展示柜的信息实时监控和管理
3	CASSETTE 一体式制冷机组技术	公司将产品的制冷和控制系统进行模块化设计，提高产品制冷性能同时方便产品后续维修和服务
4	嵌入式密封技术	将玻璃门由平面密封向立体密封转变，降低产品能耗
5	自动关门和门体定位技术	实现门体自动关闭，方便操作
6	系统智能控制技术	该技术根据预先设定好的温度判定标准，产品自动进入相对应的蒸发受控模式或冷凝受控模式
7	微通道冷凝技术	在保证冷凝器表面积不变的前提下，可减少内容积约 45%，极大程度降低系统的充注量
8	超低温制冷技术	可实现-60℃、-86℃的超低温制冷
9	智能热气除霜技术	可确保产品内部温度可控，有效解决立式冷冻展示柜使用 R290 制冷剂时的除霜问题
10	双风幕循环风技术	内层风幕可阻止柜内冷气溢出，保持稳定的货品温度；外层风幕温度略高于内层，阻止外部热量进入
11	海容资产管理平台	可实时对每台有定位模块的产品进行位置监控、温度监控、异常情况监控
12	分区式冷热转换技术	在开发出了夏季使用冷藏、冬季分区加热的高端冷藏、加热转换展示柜，满足冬季销售热饮功能

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

公司高度重视技术研发和自主创新，目前已形成了产品设计制造环节的多项核心技术，这些技术均已应用于批量化生产。核心技术包括节能环保技术、RFID物联网技术、CASSETTE一体式制冷机组技术、嵌入式密封技术、自动关门和门体定位技术、系统智能控制技术、微通道冷凝技术、超低温制冷技术、智能热气除霜技术、双风幕循环风技术、海荣资产管理平台、分区式冷热转换技术。

根据2019年公司年报披露，在商用冷冻柜方面，公司应用新工艺、新技术、新材料，大力研发环保节能产品，满足市场新需求，提高客户个性化和差异化需求满意度；在商用冷藏展示柜方面，公司将重点研发针对饮料柜市场需求的新产品和差异化产品，提高细分市场占有率；在商超展示柜方面，公司将在研发标超产品基础上，重点研发非标定制化产品，并打造物联网平台，实现远程监控和数据云共享；在商用智能售货柜方面，将继续深化研发，丰富产品系列，推动行业技术革新。

#### （四）积累大量优质客户，与全球知名快消品企业长期合作

公司商用冷冻展示柜的下游客户主要集中在冷饮行业和速冻食品行业，以冷饮行业为主；公司商用冷藏展示柜的下游客户主要集中在饮料行业（包括水饮料、功能性饮料、碳酸饮料、茶饮料等）、乳制品行业及啤酒行业，以饮料行业为主；公司商超展示柜的主要客户是大型商业超市、社区超市、连锁便利店等，用于放置奶制品、饮料、蔬菜、冷鲜食品、速冻食品等；公司商用智能售货柜的下游客户主要是饮料、乳制品、食品等行业的运营商和品牌商，应用于住宅小区、写字楼、地铁、机场、火车站、学校等人群密集的场所。

图24：海容冷链下游行业及客户

<p>商用冷冻展示柜</p>	<p>下游应用</p> <p>冷饮冰淇淋</p> <p>速冻食品</p>	<p>集中于冷饮和速冻食品行业，以冷饮行业为主</p> 
<p>商用冷藏展示柜</p>	<p>下游应用</p> <p>饮料行业</p> <p>乳制品行业</p> <p>啤酒行业</p>	<p>集中于饮料、乳制品、啤酒行业，以饮料行业为主</p> 
<p>商超展示柜</p>	<p>下游应用</p> <p>连锁便利店</p>	<p>集中于大型商业超市、连锁便利店</p> 
<p>智能售货柜</p>	<p>下游应用</p> <p>公共场所</p>	<p>集中于饮料、乳制品、零食等行业</p> <p>新零售、新消费</p>

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

公司有显著的客户资源优势，其主要客户多数为国内外知名快速消费品企业，利于公司在细分行业提升市场知名度和品牌影响力，公司还与国内外知名商业超市、连锁品牌便利店、冰淇淋生产商、速冻食品生产商建立了良好的合作关系，搭建了覆盖全国、辐射海外的销售网络。公司主要服务客户包括伊利、蒙牛、雀巢等众多知名企业，且公司在销售、研发、生产、质控等环节都充分满足客户需求，与客户建立了长期稳定的合作关系。

公司在海外地区的收入主要来自美国和印尼市场，公司在美国市场主要和IDW公司合作开展，IDW是一家定制商业制冷设备和采购的公司，专门从事创意设计和创新生产方法，为全球客户提供创新的购买点设计和相应的客户服务，IDW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，公司对其出售中高端定制饮料展示柜。公司在印尼市场主要供应给联合利华和PT. Glico Wings，PT. Glico Wings主营冷冻甜点的研发、生产和销售，客户主要产品为冰淇淋。

表2: 海容冷链主要客户情况

客户名称	基本情况	2019年营收 (亿人民币)	2019年净利润 (亿人民币)
联合利华	全球第二大消费用品制造商，纽交所上市公司，现已形成全球冰淇淋业务。海容冷链为联合利华全球商用展示柜主要供应商	4062.5	439.62
雀巢集团	全球最大食品制造商，瑞士上市公司	6667.49	908.2
内蒙古伊利实业集团股份有限公司	成立于1993年6月，设有冷饮、液态奶、酸奶、原奶、奶粉等五大事业部，在奶制品、冷饮行业占据了市场主要份额	902.23	69.51
内蒙古蒙牛乳业股份有限公司	成立于1999年，国内乳制品龙头行业，主要产品包括冰淇淋、液态乳制品及奶粉等	791.64	41.05
IDW	设立于2000年，是一家定制商业制冷设备和采购的公司，专门从事创意设计和创新生产方法，为全球客户提供创新的购买点设计和相应的客户服务	-	-
PT.Glico Wings	成立于2013年9月，主营冷冻甜点的研发、生产、销售，主要产品为冰淇淋	-	-
Excellence Industries	一家拥有50年经验的制冷设备供应商，客户包括雀巢、百事可乐、Ben & Jerry's、Healthy Choice、Remy Martin、Godiva、Outback Steakhouse、Singleton Seafood、Whole Foods、Marriott等跨国公司	-	-
农夫山泉股份有限公司	成立于1996年，专注于研发、推广饮用天然水、果蔬汁饮料、特殊用途饮料和茶饮料等各类软饮料	241.05	49.49

数据来源：招股说明书，联合利华、雀巢、蒙牛、伊利19年年报，广发证券发展研究中心

### 三、行业趋势：消费升级+门店扩张带动需求扩容

#### (一) 消费升级，带动低温消费和冷链终端设备需求

目前公司客户主要集中在冷饮行业、速冻食品行业和饮料行业。公司商用冷冻展示柜的下游客户主要集中在冷饮行业和速冻食品行业，以冷饮行业为主；商用冷藏展示柜的下游客户主要集中在饮料行业（包括水饮料、功能性饮料、碳酸饮料、茶饮料等）、乳制品行业及啤酒行业，以饮料行业为主。因此下游食品饮料行业的消费趋势对于行业发展有着长期的影响。

从行业需求角度看，商用展示柜需求的提升有两大驱动要素，分别是饮料消费升级和零售业门店扩产。一方面，在消费升级趋势影响下，冷冻饮品品类扩产、低温乳制品消费提升，以及速冻食品的普及，都带来商家对于展示柜需求的提升。另一方面，连锁便利店的不断扩张也直接带动终端冰柜需求。

同时，冷链基础设施的完善以及新零售的崛起，也打开了行业长期发展空间。在冷链基础设施不断完善的背景下，终端低温产品消费需求得到满足；而随着生鲜电商线下崛起，终端展示需求向低温食品、水产品等生鲜领域验收，展示柜应用场景开始多元化。

图25：商用冷链终端需求驱动



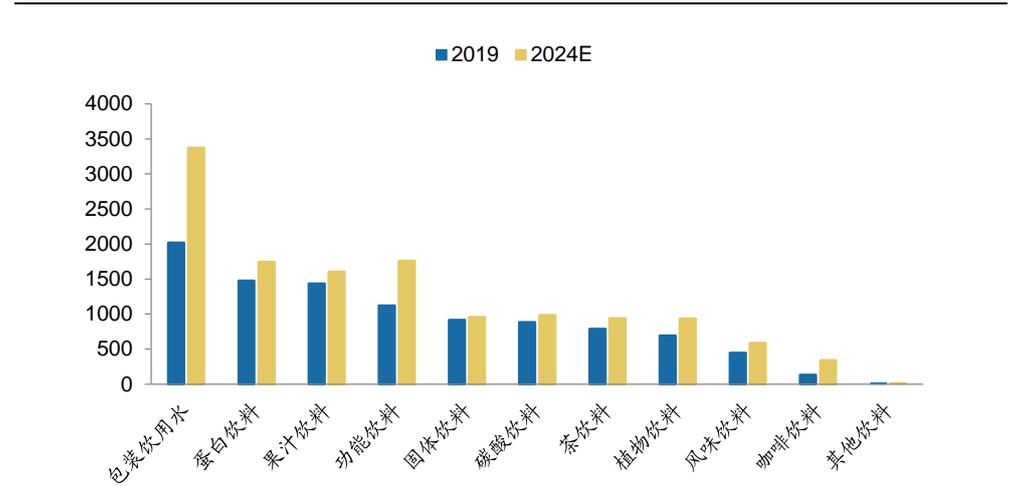
数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

中国是全球最大软饮料市场之一。现阶段我国软饮种类繁多，包括包装饮用水、蛋白饮料、果汁饮料、功能饮料、固体饮料、碳酸饮料、茶饮料、风味饮料、咖啡饮料、其他饮料共十种。根据农夫山泉招股说明书中引用弗若斯特沙利文报告，2019年中

国软饮料市场规模为9914亿元，预计2024年市场规模将达到13230亿元，预计复合增长率为5.9%。从类别划分来看，2019年包装饮用水、蛋白饮料、果汁饮料以及功能性饮料的市场规模分别为2017亿元、14174亿元、1435亿元、1119亿元，占据着较大的市场份额。

近几年，随着食品安全意识的提高和消费结构升级，社会大众对饮料（水饮料、碳酸饮料、茶饮料、功能性饮料等）、乳制品、啤酒等快消品的冷链存储需求增加，因此商用冷藏展示柜，特别是商用立式冷藏展示柜的市场需求持续增加。

图26：中国各类软饮料市场规模（亿元）



数据来源：农夫山泉招股说明书，广发证券发展研究中心

比如，在果汁饮料中NFC（非浓缩还原汁）逐渐成为市场热点，NFC果汁是水果经过榨汁后直接进行巴氏杀菌，在低温环境中加工而成，营养损失少，更好地保持了新鲜水果的原汁原味，适合低温保存，属于低温冷链型为主的品类。2015年前后市场涌现出30-40个NFC果汁品牌，到2017年市场多为实力雄厚的大企业所占据。

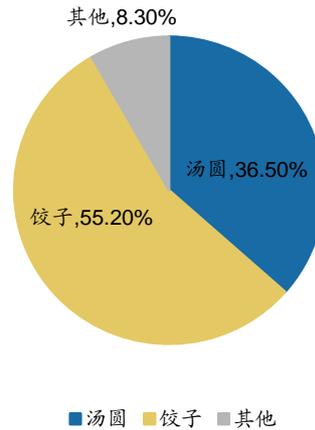
图27：中国NFC果汁品牌不断扩张



数据来源：中国果汁网，广发证券发展研究中心

另外，随着城镇居民收入逐年增长，生活水平提升，生活方式及消费结构也发生了改变。城镇居民对食品的多样化、新鲜度和营养性等方面有了更高要求，瓜果、蔬菜、鲜奶制品、速冻食品、生鲜肉消费量快速增长。尼尔森冷冻食品报告显示，冷冻食品市场增长快于整体快消品市场，饺子和汤圆是该市场销售额占比最大的两大子品类，加总后的销售额占到冷冻食品市场销售额的50%。

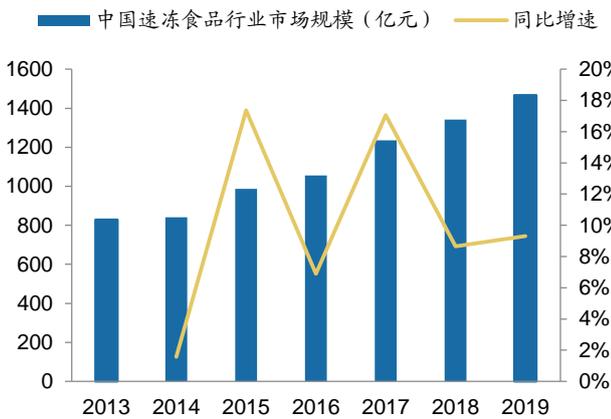
图28: 我国冷冻食品市场结构 (2019)



数据来源: 尼尔森冷冻食品, 广发证券发展研究中心

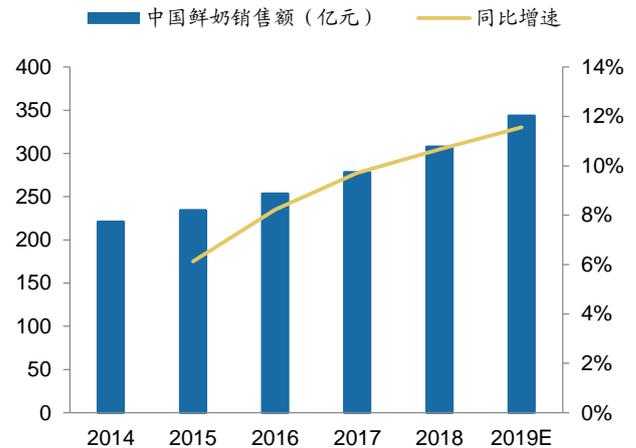
我国乳制品销量正逐步进入平稳阶段, 行业竞争从常温市场向低温市场转移。低温奶的潜在客户人群较大, 低温产品成长空间广阔, 鲜奶是重要的低温品类。这将为我国乳制品行业的冷链物流设备带来需求量的大幅提升。

图29: 中国速冻食品行业市场规模 (亿元)



数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

图30: 中国鲜奶市场规模 (亿元)



数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

受疫情影响, 饮品冷饮和速冻食品的销售渠道也得到了进一步的拓展, 八喜、雀巢等冷饮品牌通过与盒马、大润发淘鲜达、饿了么、美团等新零售及到家平台的合作, 实现了销售的逆势增长。销售渠道的拓宽将助力饮料冷饮行业的发展, 进而带动商用展示柜设备需求。

总体来看, 下游饮品冷饮行业不断扩容, 加之新型饮品的推出, 饮料零售市场规模将进一步扩大, 继而带动商用展示柜冷链设备的需求。海容冷链作为行业龙头, 有望持续受益下游消费升级的趋势。

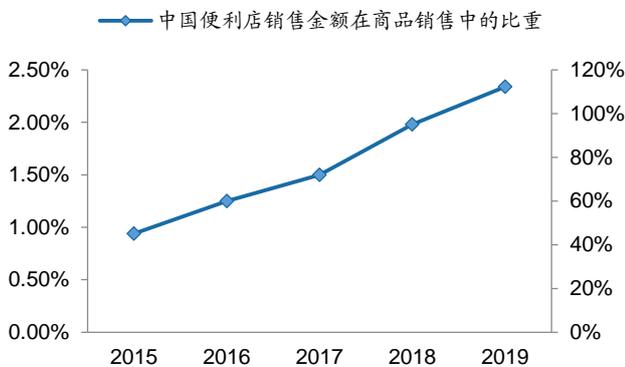
## (二) 门店扩张, 商用展示柜助力新型零售升级

作为一种新型零售业态, 连锁便利店的发展模式不同于超市和大型卖场, 呈现更快

的开店速度。大型卖场由于距离因素加上超市较大的铺货面积以及繁多的产品陈设，都极大的消耗了购物者的时间和精力，对于饮料、冰淇淋等随意性消费的购物者来说街头的连锁便利店很好的解决了需求痛点。便利店的发展，有效地满足了用户需要的快捷、方便的消费方式。根据中国产业信息网统计，2019年中国便利店数量超过12万家，未来有望继续保持增长。

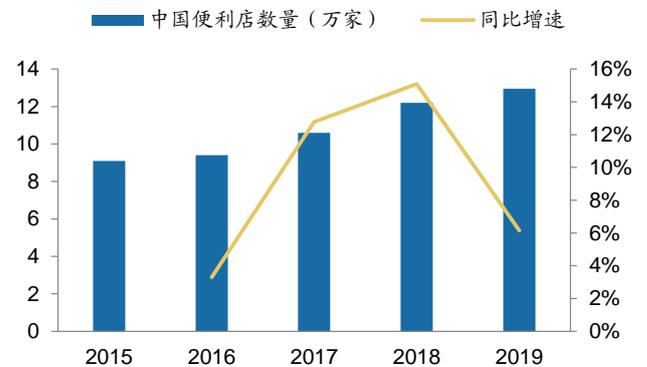
海容冷链，一直以来持续通过下游快消品客户为便利店、连锁超市提供冷链终端设备。未来公司将在现有商用展示柜的技术基础上，结合 RFID、图像识别、智能控制等技术，开展智能化、无人化产品的研发，力争为目前日益增长的无人化零售场景及市场提供系统化的解决方案。

图31: 中国便利店销售金额在商品销售中的比重



数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

图32: 中国便利店数量(万家)



数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

图33: 海容冷链便利店一体式冷藏柜



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图34: 海容冷链便利店冰淇淋/冷饮展示柜



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

## 四、竞争格局：专业市场，海容产能构建壁垒

### （一）专业市场，海容冷链国内领先

国外商用展示柜经过多年竞争发展，行业格局较为稳定，以AHT、LIEBHERR、IARP、Uğur、EPTA、Carrier为代表的大型制造商占据了主要市场份额，部分区域性品牌在当地市场占据少量市场份额。国内商用展示柜领域企业众多，尚未形成大型垄断企业。商用冷链展示柜，属于专业性强的细分市场，海容冷链在生产、研发等方面相比家电公司更具竞争优势。行业内的白色家电市场参与者，其商用展示柜仅占业务一部分，所涉及产品也大多集中在某一细分行业。

表3：行业内主要企业

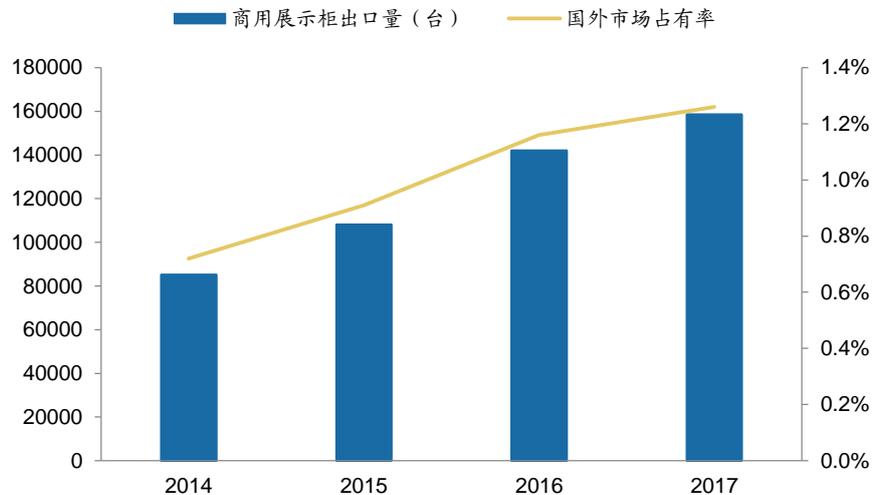
公司	基本情况	主要产品
澳柯玛	公司创建于1987年，全球知名制冷装备供应商，公司以“全冷链+互联网”为战略目标。	冰箱、冰柜、生活电器等家用产品，商用展示柜（卧式、立式、岛式）、生物医疗冷链产品、超低温设备、冷链物流洗衣机、空调、自动售货机
凯雪冷链	公司成立于2006年。公司主营业务为冷链末端制冷和运输制冷设备，以及为客户提供制冷设备的整体解决方案。	商用冷柜系列产品、客车空调系列产品、冷藏车制冷机系列产品、医疗冷链系列产品、冷库系列产品等。
青岛海尔特种电冰柜有限公司	其母公司青岛海尔股份有限公司创立于1984年，从开始单一生产冰箱起步，拓展到家电、通讯、生物制药等领域。	冷藏柜、冷冻柜、厨房冰箱、冰淇淋柜、蛋糕柜等
浙江星星冷链集成股份有限公司	公司成立于2010年9月	家用冰箱系列、酒柜系列、冷柜系列等
松下冷链（大连）有限公司	创立于1994年，是一家商用制冷设备综合方案提供商。	超市陈列柜、商用厨房冷冻冷藏设备、便利店设备、冷库风机设备、饮品展示设备、医疗用冷冻冷藏设备
青岛海信商用冷链股份有限公司	成立于2016年，为海信冰箱有限公司的控股子公司。	商用冷冻冷藏展示柜、商超陈列柜、冷冻冷藏库等商用冷链设备
AHT公司	创立于1983年，公司总部位于奥地利罗滕曼，在中国设有奥特冷机系统（常熟）有限公司，致力于工业制冷和冷冻领域。	业务主要集中在超市的物品冷藏、冷冻、冰淇淋冷冻机和饮料冷却机
LIEBHERR	创立于1949年，总部位于瑞士，世界建筑机械的领先制造商之一，是其他许多领域的技术创新用户导向产品与服务的供应商。	台面式、自立式、嵌入式及组合冷藏库，以及冷藏柜、冷冻柜、食品存储及饮料冷却机、酒冷却机及酒温控制柜，以及商用冷藏库与冷藏柜。
IARP	成立于1983年，位于意大利，与全球100多个国家有业务往来。客户主要包括联合利华、雀巢、百事可乐、可口可乐等	产品用于冰淇淋品牌的展示和储存

Ugur 公司	公司成立于 1954 年，位于土耳其，其主要客户包括联合利华、乌尔卡、雀巢、依云、Pinar、百事可乐、可口可乐等。	主要产品包括冰柜、酒柜、饮料展示柜、冰淇淋柜、空调、电视机、超市冷柜等
Epta 公司	总部位于意大利米兰，是一家商用制冷解决方案的提供商。	冷冻、冷藏陈列柜及商用设备配套产品
Carrier 公司	成立于 1915 年，是一家暖通空调和冷冻设备供应商，公司提供的全球性解决方案，涵盖运输冷藏、商用制冷等应用领域。	暖通空调、冷冻设备

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

根据公司招股说明书披露，公司主要立足于国内市场，在国外市场占有率有较大提升空间。14-17年公司商用展示柜出口量分别为85059台、107990台、141915台、158473台，占国外商用展示柜市场规模比例分别为0.72%、0.91%、1.16%、1.26%，可见市占率处于较低水平但保持逐年增长，在商用冷藏展示柜细分领域，公司在北美高端饮料行业具有一定的市占率。总体来说，公司在国外市场规模份额有较大提升空间。

图35：海容冷链国外市场占有率

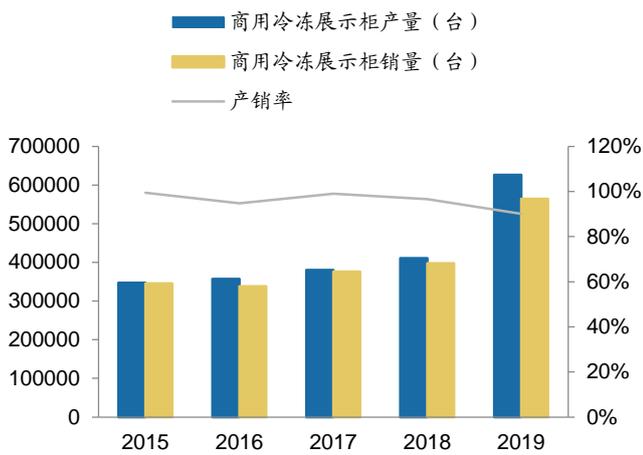


数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

## （二）产销两旺，先进产能等待释放

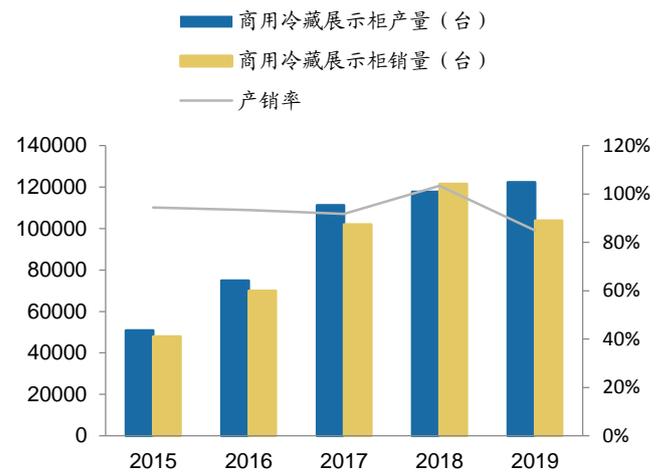
公司主要为客户提供定制化服务，因此四类产品的产销率均保持在较高水平。2019年商用冷冻展示柜与冷藏展示柜产量销量均有较大的突破，实现产量分别为62.62万台、12.23万台，销量分别为56.4万台、10.39万台，产销两旺。

图36: 商用冷冻展示柜产销率情况



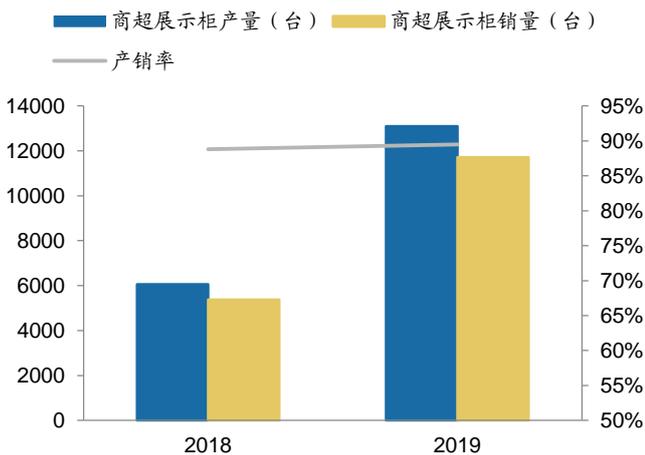
数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图37: 商用冷藏展示柜产销率情况



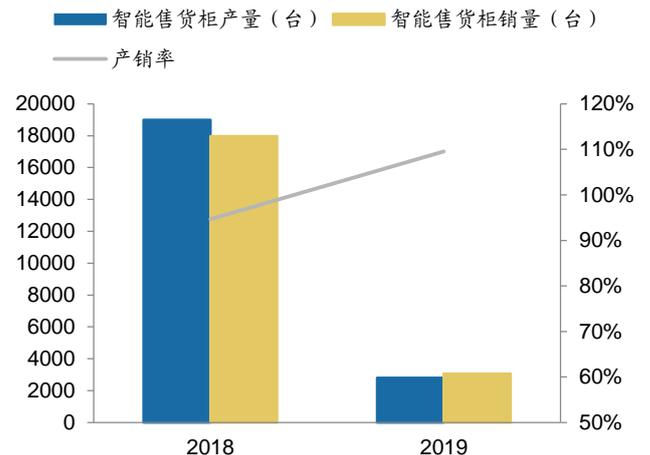
数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图38: 商超展示柜产销率情况



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图39: 商用智能售货柜产销率情况



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

公司2018年11月上市, 募集资金投资项目包括“年产50万台冷链终端设备项目”、“年产10万台超低温冷链设备项目”、“冷链设备研发中心建设项目”。其中, 年产50万台冷链终端项目, 主要用于扩大、中型商用展示柜的产能, 优化产品结构, 满足业务和市场发展需要, 提高市场份额; 年产10万台超低温冷链设备生产项目, 主要目的是抢占新的冷链产品应用市场, 增加新的利润增长点; 冷链设备研发中心建设项目, 能加大公司在冷链设备领域关键技术的研发, 提升公司的研发创新能力, 增强公司核心竞争能力, 促进公司持续、快速、健康发展。

基于商用立式冷藏展示柜市场的快速增长, 2019年4月公司公告变更募投项目, 将原有“年产10万台超低温冷链设备项目”尚未使用的募集资金8,372.18万元用于新项目“商用立式冷藏展示柜扩大生产项目”的建设投资。

**表4: 公司上市募投项目**

公司募投项目	投资金额 (万元)	募集资金投资额 (万元)	建设期 (月)
年产 50 万台冷链终端设备项目	31159.07	31159.07	18
年产 10 万台超低温冷链设备项目	14875.90	14875.90	18
冷链设备研发中心建设项目	5364.28	5364.28	18
补充流动资金	8500.00	7271.00	-
合计	59899.25	58670.25	

数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

根据2019年年报披露,“冷链设备研发中心建设项目”目前正处于项目规划设计阶段。根据公司2020半年报披露,“商用立式冷藏展示柜扩大生产项目”主体部分已完工,目前正在办理房产证;设备部分已安装完毕,正在进行调试;软件和信息化系统部分正在导入实施。“年产50万台冷链终端设备项目”中的4号厂房按照项目实施计划开始主体工程施工。

## 五、盈利预测和投资建议

### (一) 可比估值

表5: 可比公司估值 (股价为最新收盘价)

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS(元/股) (按 Wind 一致预期盈利预测)			P/E		
			19	20E	21E	19	20E	21E
002639	雪人股份	7.08	0.08	0.09	0.12	88	78	59
600336	澳柯玛	6.57	0.24	0.33	0.4	27	19	16

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

可比公司估值: 在商业冷链行业, 相关上市公司雪人股份、冰轮环境(无Wind一致盈利预测)等, 在冷柜领域, 相关上市公司澳柯玛。海容冷链核心产品的应用场景、客户结构、市场空间与上述可比公司均有一定差异。

相比传统家用冷柜企业澳柯玛, 海容冷链主营的商用展示柜主要用于商业销售, 下游需求随消费品龙头扩张, 收入增长中枢更高(17-19年营收复合增速, 海容/雪人/澳柯玛分别为26.2%/27.1%/17.5%)。相比传统冷链环节如制冷机组、制冰机等企业, 海容冷链产品主要用于终端展示, 产品附加值更高(19年净利率, 海容/雪人/澳柯玛分别为14.32%/3.17%/3.12%)。因此考虑到海容冷链的成长性和盈利水平, 结合未来3年公司业绩预测, 给予公司2021年合理PE估值30x。

### (二) 投资建议

表6: 海容冷链业务拆分 (单位: 百万元)

	2019	2020E	2021E	2022E
<b>商用冷冻展示柜</b>				
收入	1,106.81	1,328.17	1,593.81	1,912.57
增长率	39%	20%	20%	20%
成本	685.88	823.47	988.16	1,185.79
毛利	420.93	504.71	605.65	726.78
毛利率(%)	38.03%	38.00%	38.00%	38.00%
<b>商用冷藏展示柜</b>				
收入	261.59	287.75	330.91	397.09
增长率	-5%	10%	15%	20%
成本	216.40	238.83	274.66	329.59
毛利	45.18	48.92	56.25	67.51
毛利率(%)	17.27%	17.00%	17.00%	17.00%
<b>商超展示柜</b>				
收入	81.06	137.80	220.48	330.72
增长率	121%	70%	60%	50%
成本	52.09	88.88	142.65	214.97

毛利	28.97	48.92	77.83	115.75
毛利率(%)	35.74%	35.50%	35.30%	35.00%
<b>其他</b>				
收入	86.18	86.18	86.18	86.18
增长率	-19%	0%	0%	0%
成本	66.82	67.22	67.22	67.22
毛利	19.35	18.96	18.96	18.96
毛利率(%)	22.45%	22.00%	22.00%	22.00%
<b>合计</b>				
收入	1,535.64	1839.90	2231.38	2726.57
增长率	27%	20%	21%	22%
成本	1,021.19	1218.40	1472.69	1797.57
毛利	514.43	621.50	758.69	928.99
毛利率	33.50%	33.78%	34.00%	34.07%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

### 盈利拆分:

公司主营业务分为: 1. 商用冷冻展示柜; 2. 商用冷藏展示柜; 3. 商超展示柜; 4. 其他业务。其中商用冷冻展示柜为核心业务。

1. 商用冷冻展示柜: 19年实现营收11.07亿元, 同比增长39%。20H1公司未具体披露分项业务, 整体营收同比增长17%, 显示疫情之下公司业绩仍较强韧性。公司招股书显示, 根据中国物流与采购联合会冷链物流专业委员会发布的市场规模及预测显示, 2015-2019年我国商用展示柜年均复合增长率为15.68%。考虑到行业增速及公司份额提升, 预计未来3年营收保持20%的增长速度。考虑到原材料价格和产品售价相对稳定, 预测未来3年毛利率维持在38%。

2. 商用冷藏展示柜: 19年实现营收2.62亿元, 同比微降5%, 主要是业务基数较小以及海外客户验收错配导致。考虑到该领域成长性及海外需求恢复, 预计该业务未来3年分别实现10/15/20%的增长速度。考虑到原材料价格和产品售价相对稳定, 预测未来3年毛利率维持在17%。

3. 商超展示柜。19年实现营收0.81亿元, 同比大幅增长121%, 主要是业务基数较小以及公司不断深化与知名商业超市和连锁便利店的合作的结果。考虑到业务成长性及收入基数扩大, 预计未来3年收入增速70/60/50%。考虑到原材料价格和产品售价相对稳定, 预测未来3年毛利率维持在35%。

4. 其他业务: 主要为配件、售后等辅助业务, 规模相对稳定, 预计未来3年营收维持现有规模。考虑到原材料价格和产品售价相对稳定, 预测未来3年毛利率维持在22%。

### 投资建议:

公司核心业务商用冷冻展示柜, 19年该业务实现收入11.07亿元, 同比增长接近40%, 收入占比72%。招股书显示公司在该领域市占率已居行业首位, 处于行业领先地位。冷藏展示柜业务起步较晚但在北美高端饮料行业已具有一定市占率, 国内市场客户已从早期的乳制品行业扩展至饮料行业。公司同时还积极开拓商超展示柜

和智能售货柜业务，未来有望实现产品种类横向扩张+下游应用的纵向延伸。

我们预测公司2020-22年EPS分别为1.8/2.28/2.87元/股，当前股价对应市盈率27/21/17倍。考虑到行业增速和公司业务份额提升，参考可比公司估值给予公司2021年合理PE估值30x，对应合理价值为68.39元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

## 六、风险提示

出口贸易风险。公司海外收入占比较大，中美关系等会影响公司海外出口。

原材料价格大幅上涨。公司主要原材料为钢材、压缩机等，存在涨价风险。

产能投放不及预期。公司募投仍在建设中，产能投放进度和完成情况有不确定性。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>1,535</b>	<b>1,733</b>	<b>2,126</b>	<b>2,711</b>	<b>3,424</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>138</b>	<b>192</b>	<b>261</b>	<b>274</b>	<b>362</b>
货币资金	887	894	1,148	1,436	1,792	净利润	139	220	286	363	457
应收及预付	373	456	548	756	998	折旧摊销	35	39	39	43	47
存货	264	366	411	496	606	营运资金变动	-44	-77	-66	-123	-133
其他流动资产	12	17	20	23	27	其它	8	10	1	-9	-9
<b>非流动资产</b>	<b>361</b>	<b>507</b>	<b>487</b>	<b>444</b>	<b>416</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-77</b>	<b>-164</b>	<b>-7</b>	<b>14</b>	<b>-5</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-77	-174	-16	4	-16
固定资产	287	290	300	307	310	投资变动	0	0	0	0	0
在建工程	9	141	111	61	31	其他	0	10	9	10	11
无形资产	57	56	56	56	56	<b>筹资活动现金流</b>	<b>499</b>	<b>-6</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
其他长期资产	8	20	20	20	20	银行借款	-30	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1,896</b>	<b>2,240</b>	<b>2,614</b>	<b>3,155</b>	<b>3,840</b>	股权融资	596	20	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>601</b>	<b>770</b>	<b>857</b>	<b>1,036</b>	<b>1,264</b>	其他	-67	-26	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	<b>现金净增加额</b>	<b>559</b>	<b>23</b>	<b>254</b>	<b>288</b>	<b>357</b>
应付及预收	554	680	749	905	1,105	<b>期初现金余额</b>	<b>200</b>	<b>761</b>	<b>894</b>	<b>1,148</b>	<b>1,436</b>
其他流动负债	47	90	108	131	159	<b>期末现金余额</b>	<b>761</b>	<b>785</b>	<b>1,148</b>	<b>1,436</b>	<b>1,792</b>
<b>非流动负债</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	2	5	5	5	5						
<b>负债合计</b>	<b>603</b>	<b>774</b>	<b>861</b>	<b>1,040</b>	<b>1,269</b>						
股本	80	113	158	158	158						
资本公积	726	717	672	672	672						
留存收益	488	651	937	1,297	1,752						
归属母公司股东权益	1,293	1,464	1,748	2,109	2,563						
少数股东权益	0	2	4	6	8						
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,896</b>	<b>2,240</b>	<b>2,614</b>	<b>3,155</b>	<b>3,840</b>						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力 (%)</b>					
营业收入增长	25.6	26.7	19.8	21.3	22.2
营业利润增长	20.6	55.5	31.9	25.4	25.5
归母净利润增长	17.1	57.1	30.3	26.6	25.9
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	28.5	33.5	33.8	34.0	34.1
净利率	11.5	14.3	15.6	16.2	16.7
ROE	10.8	15.0	16.3	17.1	17.7
ROIC	33.6	37.3	44.7	49.2	54.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	31.8	34.6	33.0	33.0	33.0
净负债比率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
流动比率	2.56	2.25	2.48	2.62	2.71
速动比率	2.06	1.73	1.95	2.09	2.18
<b>营运能力 (%)</b>					
总资产周转率	0.81	0.74	0.76	0.77	0.78
应收账款周转率	4.34	4.03	3.65	3.17	2.92
存货周转率	3.53	3.24	2.97	2.97	2.97
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.74	1.93	1.80	2.28	2.87
每股经营现金流	1.72	1.70	1.65	1.73	2.28
每股净资产	16.17	12.93	11.03	13.31	16.18
<b>估值比率</b>					
P/E	26.82	16.88	26.70	21.10	16.75
P/B	2.89	2.52	4.35	3.61	2.97
EV/EBITDA	14.78	9.84	18.28	14.46	10.94

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>1,212</b>	<b>1,536</b>	<b>1,840</b>	<b>2,231</b>	<b>2,727</b>
营业成本	866	1,021	1,218	1,473	1,798
营业税金及附加	15	16	18	22	27
销售费用	100	154	166	212	259
管理费用	34	52	64	74	82
研发费用	38	47	59	67	76
财务费用	-13	-14	-15	-19	-23
资产减值损失	-11	-7	-14	-5	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	9	9	10	11
<b>营业利润</b>	<b>160</b>	<b>249</b>	<b>329</b>	<b>413</b>	<b>518</b>
营业外收支	1	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	<b>161</b>	<b>253</b>	<b>333</b>	<b>417</b>	<b>522</b>
所得税	22	33	47	54	65
<b>净利润</b>	<b>139</b>	<b>220</b>	<b>286</b>	<b>363</b>	<b>457</b>
少数股东损益	0	1	1	2	2
<b>归属母公司净利润</b>	<b>139</b>	<b>219</b>	<b>285</b>	<b>361</b>	<b>454</b>
EBITDA	193	285	354	427	532
EPS (元)	1.74	1.93	1.80	2.28	2.87

## 广发机械行业研究小组

- 罗立波：首席分析师，清华大学理学学士和博士，9年证券从业经历，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 代川：资深分析师，中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 王珂：资深分析师，厦门大学核物理学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 周静：资深分析师，上海财经大学会计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 孙柏阳：高级分析师，南京大学金融工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。