

海容冷链(603187)

报告日期: 2023年05月15日

## 乘风起, 亦能破浪出

### ——海容冷链深度报告

#### 投资要点

- 海容冷链是国内商用冷柜龙头企业, “柔性生产”模式构建强竞争优势, 原有客户黏性增强和新客户拓展有望驱动业绩超预期。首次覆盖, 给予“增持”评级。
- 国内商用冷柜龙头企业, 与快消大客户共成长  
公司是国内商用冷柜龙头企业, 专注于食品冷链物流销售终端的商用展示柜研发制造, 目前产品涵盖商用冷冻展示柜、商用冷藏展示柜、商超展示柜及商用智能售货柜在内的四大产品体系, 广泛应用于冰淇淋、速冻食品、饮料等快速消费品行业。公司优质客户丰富, 已成为联合利华、雀巢、伊利、蒙牛、可口可乐、百事可乐等国内外知名快消品牌的供应商, 2018-2022年营收CAGR达24.4%。
- 乘风起: 受益消费升级及零售业转型, 商用展示柜空间可观  
商用展示柜属于冷链物流最后一环, 快消行业下游需求增长和零售业业态转型加速带来商用展示柜可观的增量空间: 一方面大众健康意识提升推动生鲜食品、低温奶等市场快速发展, 商用冷柜直接受益; 另一方面便利店、社区生鲜超市等成为我国零售业转型升级的方向, 商用展示柜需求凸显; 此外, 商用冷柜逐步走向智能化时代, 智能售货柜未来空间广阔。
- 破浪出: 两大核心竞争力构筑海容竞争壁垒, 业绩短期弹性与长期增长均可期  
(1) 公司“柔性生产”模式能够解决行业非标生产的核心痛点, 且难以被竞争对手在短时间内复制, 形成公司的竞争优势。(2) 商用展示柜行业具有市场准入壁垒, 公司凭借好产品+好服务打入头部客户供应链后有望打通正循环从而不断巩固竞争壁垒, 带来原有客户黏性增强和新客户拓展加速, 公司业绩短期弹性与长期增长均可期。(3) 国际客户在确定生产合作方时对产品性能及外观等具有较高要求, 扎实的产品品质助力公司成为联合利华、雀巢、可口可乐、百事可乐等全球知名快消品牌的供应商, 海外市场市占率稳步提升。
- 盈利预测与估值  
预计2023-2025年整体营业收入分别为33.95/40.54/48.02亿元, 对应增速分别为16.87%/19.43%/18.45%, 归母净利润分别为4.28/5.27/6.34亿元, 对应增速分别为46.38%/23.23%/20.27%, 对应EPS分别为1.55/1.91/2.30元。首次覆盖, 给予“增持”评级。

#### 风险提示

公司新客户拓展不及预期; 国内快消行业消费复苏不及预期; 公司海外市占率提升不及预期; 原材料价格波动; 汇率波动。

#### 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2904.64	3394.66	4054.38	4802.38
(+/-) (%)	9.12%	16.87%	19.43%	18.45%
归母净利润	292.21	427.73	527.07	633.91
(+/-) (%)	29.78%	46.38%	23.23%	20.27%
每股收益(元)	1.06	1.55	1.91	2.30
P/E	25.35	17.32	14.05	11.68

资料来源: 浙商证券研究所

#### 投资评级: 增持(首次)

分析师: 马莉  
执业证书号: S1230520070002  
mali@stocke.com.cn

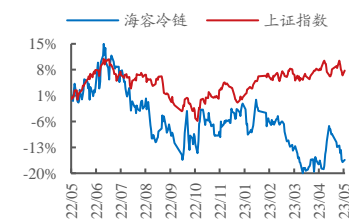
研究助理: 黄宇宸  
huangyuchen01@stocke.com.cn

研究助理: 黄海童  
huanghaitong@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥26.83
总市值(百万元)	7,406.51
总股本(百万股)	276.05

#### 股票走势图



#### 相关报告

## 投资案件

### ● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计 2023-2025 年整体营业收入分别为 33.95/40.54/48.02 亿元，对应增速分别为 16.87%/19.43%/18.45%，归母净利润分别为 4.28/5.27/6.34 亿元，对应增速分别为 46.38%/23.23%/20.27%，对应 EPS 分别为 1.55/1.91/2.30 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

### ● 关键假设

- 1) 在商用冷冻展示柜领域，冰淇淋、速冻食品等下游消费品的升级趋势带来作为零售终端载体冷柜的升级需求，有望驱动公司商用冷冻柜的单价提升，假设 2023-2025 年商用冷冻展示柜业务价格同比+2%/2%/2%。
- 2) 在商用智能售货柜领域，目前智能柜在行业内仍处于成长初期，大多为低端产品，随着未来下游覆盖率的提升及产品不断完善升级，公司智能售货柜的单价有望提升，假设 2023-2025 年商用售货柜价格同比+5%/3%/2%。
- 3) 公司未来各展示柜业务内部的产品结构逐步优化，盈利性更强的中高端产品占比有望不断提升，假设 2023-2025 年毛利率为 25.70%/26.31%/26.92%。

### ● 我们与市场的观点的差异

**市场认为：**市场以传统家用冰箱的逻辑先入为主，认为行业生产制造技术壁垒低，公司现有客户并不稳定，新客户拓展也存在较大不确定性。

**我们认为：**与传统家用冰箱标准化大批量生产不同，商用展示柜的需求和生产均具有非标准化特征，而公司“柔性生产”模式能解决这一痛点，构建公司的竞争优势；其次，公司凭借好产品+好服务打入头部客户供应链后有望打通正循环从而不断巩固竞争壁垒，带来原有客户黏性增强和新客户拓展加速，同时商用展示柜智能化趋势将持续驱动冷柜升级需求，公司业绩短期弹性与长期增长均可期。

**市场认为：**公司目前商用展示柜海外市占率较低，市场认为公司海外市场竞争力不足，海外业务营收增长乏力。

**我们认为：**国际客户在确定生产合作方时对产品品质、性能、外观等具有较高要求，海容扎实的产品品质助力公司成为联合利华、雀巢、百事可乐、可口可乐等全球知名快消品牌的供应商，反映出海外客户对海容商用展示柜产品的认可。同时，海容和国际大客户的合作也逐步提升了公司在全球商用展示柜领域的市场地位，为后续公司持续拓展海外市场奠定品牌基础。“扎实产品品质+优质品牌力”有望助力公司未来海外市场市占率持续提升，驱动公司海外业务营收增长。

### ● 股价上涨的催化因素

公司新客户拓展超预期；国内快消行业消费复苏超预期；公司海外市占率提升。

### ● 风险提示

公司新客户拓展不及预期；国内快消行业消费复苏不及预期；公司海外市占率提升不及预期；原材料价格波动；汇率波动。

## 正文目录

<b>1 专业商用冷柜龙头，与快消大客户共成长</b>	<b>6</b>
1.1 深耕商冷终端场景，产品体系完善	6
1.2 管理层行业经验丰富，激励计划绑定核心员工	8
1.3 营收增长逐年提速，2022年盈利能力恢复明显	9
<b>2 乘风起：受益消费升级及零售业转型，商用展示柜空间可观</b>	<b>10</b>
2.1 我国食品冷链物流高速发展，推动商用展示柜行业快速成长	10
2.2 冷冻柜：冰淇淋及速冻食品等行业快速发展，驱动冷冻柜需求提升	12
2.3 冷藏柜：下游应用场景更加多元化，市场空间高于冷冻柜	15
2.4 商超柜：零售业态转型，带来商用展示柜增量空间	17
2.5 智能柜：商用展示柜逐步走向智能化时代，智能售货柜空间广阔	18
<b>3 破浪出：两大核心竞争力构筑海容竞争壁垒</b>	<b>20</b>
3.1 国内商用展示柜企业较多，海容冷冻柜领域市场地位领先	20
3.2 核心竞争力一：“柔性生产”构建竞争优势	21
3.3 核心竞争力二：好产品+好服务打通正循环，不断巩固竞争壁垒	23
3.4 “扎实产品品质+优质品牌力”助力公司海外市场市占率稳步提升	25
3.5 固旧拓新，公司业绩短期弹性与长期增长均可期	27
<b>4 盈利预测与估值</b>	<b>29</b>
4.1 盈利预测：预计2023-2025年EPS复合增速为21.7%	29
4.2 估值分析：当前股价对应2023-2025年PE为17/14/12倍	30
<b>5 风险提示</b>	<b>30</b>

## 图表目录

图 1: 公司专注于冷链终端场景的商用展示柜业务 .....	6
图 2: 公司历史发展沿革 .....	6
图 3: 2022 年公司商用冷冻展示柜收入占主营收比重超六成 .....	8
图 4: 2022 年海外快消品行业需求恢复带动外销收入占比回升 .....	8
图 5: 公司股权结构图 (截至 2022 年年报) .....	8
图 6: 2018-2022 年公司营收 CAGR 为 24.43% .....	9
图 7: 2022 年公司归母净利润同比增长 29.78% .....	9
图 8: 公司 2022 年盈利能力恢复显著 .....	10
图 9: 公司期间费用率控制能力强 .....	10
图 10: 2019 年我国冷链物流行业中食品冷链物流需求量占比达 90% .....	10
图 11: 2015-2020 年我国食品冷链物流需求量 CAGR 为 20.3% .....	11
图 12: 2015-2020 年我国食品冷链物流需求规模 CAGR 为 16.3% .....	11
图 13: 2016-2021 年我国商用展示柜销量 CAGR 为 11.5% .....	11
图 14: 商用展示柜承载“产品存储+产品销售+形象展示”的功能 .....	12
图 15: 2015-2021 年中国冰淇淋行业市场规模 CAGR 为 11.36% .....	12
图 16: 2021 年中国冰淇淋线下销售占比达 80% .....	13
图 17: 2022 年超过七成的消费者冬季也吃冰淇淋 .....	13
图 18: 我国人均冰淇淋消费量低于全球平均水平 .....	14
图 19: 中国成为全球冰淇淋行业第二大高增长潜力的国家 .....	14
图 20: 2013-2021 年我国速冻食品行业规模 CAGR 为 13.2% .....	14
图 21: 2021 年 98% 的消费者购买过速冻食品 .....	14
图 22: 我国人均速冻食品使用量与发达国家平均水平存在差距 .....	15
图 23: 商用冷藏展示柜市场销量约为商用冷冻展示柜的 2~3 倍 .....	15
图 24: 饮料头部品牌持续增强线下冷藏柜的布局力度 .....	16
图 25: 农夫山泉、康师傅销售费用率保持在约 20% 以上的水平 .....	16
图 26: 低温奶有效避免钙变性及存储过程的维生素损失 .....	16
图 27: 低温奶较一般牛奶营养价值更高 .....	16
图 28: 2017-2021 年中国低温奶行业市场规模 CAGR 为 10.7% .....	16
图 29: 我国零售业态加速转型 .....	17
图 30: 2020-2021 年中国便利店门店数量增长加速明显 .....	17
图 31: 便利店等小业态零售门店大大减少地理边界 .....	18
图 32: 头部连锁商超及互联网企业加速布局小业态和社区生鲜 .....	18
图 33: 2021 年我国自动售货机行业市场规模同比增长 26.6% .....	19
图 34: 2021 年我国自动售货机保有量为 92.5 万台 .....	19
图 35: 我国自动售货机销售点渗透率逐年提升 .....	19
图 36: 2021 年我国自动售货机千人拥有量与欧美国家相比较低 .....	19
图 37: 智能售货机是快消企业进行用户洞察的重要载体 .....	19
图 38: 快消品牌大力投入智能售货机市场 .....	19
图 39: 我国商用展示柜企业数量超 700 家 .....	20
图 40: 2022 年我国冰淇淋柜市场 TOP5 企业份额为 89% .....	20
图 41: 2019 年海容商用展示柜国内销量市占率较 2016 年提升 0.44pct .....	21
图 42: 公司柔性生产模式契合商用展示柜行业高度定制化的产品需求 .....	22

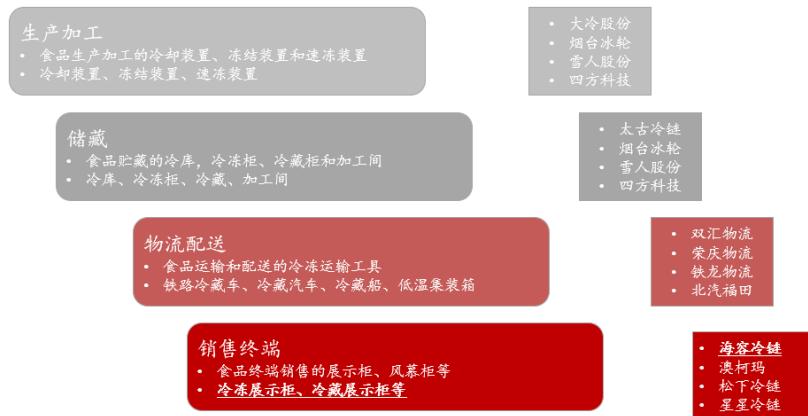
图 43: 柔性生产管理模式难以在短期内复制.....	22
图 44: 奥雪冰淇淋在冷链终端销售环节出现食品安全问题.....	23
图 45: 众多的资质和产品认证形成了行业的准入壁垒.....	23
图 46: 公司拥有全体系的研发技术中心.....	23
图 47: 公司在过去十余年间与国内外知名企业建立了稳定的合作关系.....	24
图 48: 公司饮料行业海外客户为全球软饮领先企业.....	24
图 49: 公司饮料行业国内客户为中国软饮领先企业.....	24
图 50: 公司冰淇淋行业客户为中国冰淇淋销售领先企业.....	24
图 51: 公司是便利店领先品牌美宜佳的供应商.....	24
图 52: 公司来自核心客户的收入不断上升.....	25
图 53: 海容商用展示柜出口量占海外市场规模比重逐年提升.....	26
图 54: 公司外销毛利率高于内销.....	27
图 55: 18-19 年公司来自印尼、菲律宾和泰国收入快速增长.....	27
图 56: 伊利、蒙牛近年来加大东南亚等海外市场投资力度.....	27
图 57: 公司为百事定向研发生产商用展示柜.....	28
图 58: 海容与罗森等头部连锁便利店企业建立了良好的合作关系.....	28
图 59: 公司商用智能售货柜类型包括智能售货柜和自动售货机.....	29
图 60: 19-22 年公司商用智能售货柜营收 CAGR 高达 140.38%.....	29
表 1: 公司商用展示柜主要产品类型一览.....	7
表 2: 公司 2021 年发布股票期权与限制性股票激励计划.....	9
表 3: 商用冷柜相比家用冷柜在性能及通风环境、设备生产要求及品宣功能提出较高要求.....	21
表 4: 商用展示柜下游需求具有定制化、差异化特点.....	21
表 5: 国外竞争对手介绍.....	25
表 6: 国际大客户拥有高标准的供应商准入审核体系.....	26
表 7: 盈利预测关键假设表.....	30
表 8: 可比公司估值.....	30
表附录: 三大报表预测值.....	32

## 1 专业商用冷柜龙头，与快消大客户共成长

### 1.1 深耕商冷终端场景，产品体系完善

海容冷链为我国商用冷柜龙头，专注于食品冷链物流销售终端的商用展示柜的研发制造。公司成立于2006年，成立至今公司不断深耕商用冷链终端场景，主要产品商用展示柜广泛应用于冰淇淋、速冻食品、饮料、乳制品等快速消费品行业，由下游客户投放到大型商超、连锁便利店、机场、火车站、小卖铺、住宅小区、写字楼等场所，目前公司已成为联合利华、雀巢、伊利、蒙牛、百事和可口可乐等国内外知名快消品牌的冷柜供应商。

图1：公司专注于冷链终端场景的商用展示柜业务



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图2：公司历史发展沿革



资料来源：招股说明书，公司官网，浙商证券研究所

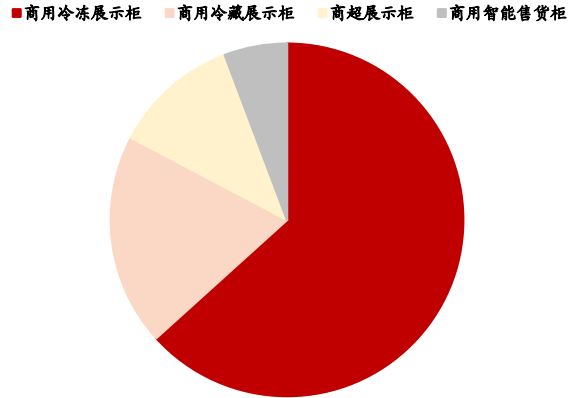
公司核心业务为商用展示柜，其中商用冷冻展示柜收入比重超六成。目前公司形成了完善的商用展示柜产品体系，包括商用冷冻展示柜、商用冷藏展示柜、商超展示柜及商用智能售货柜四大品类，2022年四大业务收入占主营收入比重分别为63.3%、19.4%、11.5%、5.7%。

表1: 公司商用展示柜主要产品类型一览

品类	产品	用途	市场定位	图样
商用冷冻展示柜	卧式弧形玻璃门冷冻展示柜	冰淇淋、冷食等行业	国内外中高端市场	
	卧式平玻璃门冷冻展示柜	冰淇淋、冷食等行业	国外中高端市场	
	立式冷冻展示柜	高端冰淇淋、高端冷食、连锁超市行业	国内外高端市场	
	岛柜	冰淇淋、冷食、速冻、水产品、连锁超市等行业	国内外各个层次市场	
	组合柜	冰淇淋、冷食等行业	国内外中高端市场	
商用冷藏展示柜	立式玻璃门冷藏展示柜	功能性饮料、碳酸饮料、啤酒、低温奶、连锁超市等行业	国内外中高端市场	
	卧式平玻璃门冷藏展示柜	功能性饮料、碳酸饮料、啤酒、低温奶等行业	国内外中高端市场	
	热柜或冷热转换柜	可用于加热或冷藏饮料、食品等	中高端便利店、标超	
商超展示柜	风幕柜	饮料、低温奶、冷藏食品等	中高端便利店、标超	
	拉门柜	饮料、低温奶、冷藏食品等	中高端便利店、标超	
	鲜肉柜	鲜鱼、精肉等	中高端便利店、标超	
	熟食柜	熟食、加工品等	中高端便利店、标超	
	环岛柜	饮料、低温奶、冷藏食品等	中高端便利店、标超	
	卧式组合柜	速冻、冷食、冰淇淋等	大型商业超市、便利店等	
	后补式冷库	速冻、冷食、冰淇淋、饮料等	便利店、中小型超市等	
商用智能售货柜	智能售货柜	冷饮、低温奶、冷藏食品、日用品等	机场、地铁站、火车站、医院、学校、写字楼	
	自动售货机	冷饮、低温奶、冷藏食品、日用品等	机场、地铁站、火车站、医院、学校、写字楼	

资料来源: 招股说明书, 公司官网, 浙商证券研究所

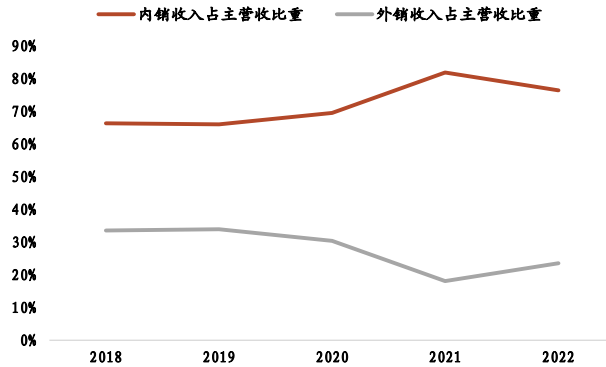
图3: 2022年公司商用冷冻展示柜收入占主营收比重超六成



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

公司内外销结构相对稳定。2018-2020年公司外销收入占主营收比重稳定在三成以上, 2021年受全球新冠疫情对消费需求的抑制和海运费高涨的影响, 公司出口业务短期放缓, 2022年海外人员流动性恢复带来快消品行业的需求恢复, 公司外销收入同比增长41.81%。

图4: 2022年海外快消品行业需求恢复带动外销收入占比回升

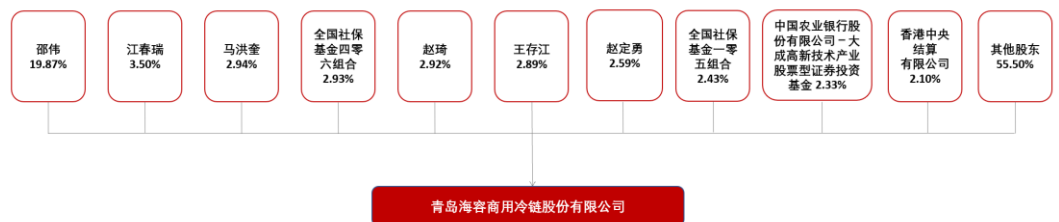


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 1.2 管理层行业经验丰富, 激励计划绑定核心员工

公司管理层在冷链行业经验丰富, 且管理层持股集中, 保障核心团队稳定性。公司管理层人员均有十余年从业经历, 经验丰富。公司董事长兼实际控制人邵伟持股19.87%, 为公司第一大股东, 前十大股东中其余的个人股东也基本为公司高管及骨干。管理层持股比例集中保证了核心团队的稳定, 有益于公司长期的发展和业绩增长。

图5: 公司股权结构图(截至2022年年报)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所



**股权激励计划绑定管理层及核心员工利益，助力公司长远发展。**公司 2021 年发布股票期权与限制性股票激励计划，激励对象包括高管和核心技术、管理及业务人员在内的 356 人，授予股票期权及股票数量约占当时股本的 3%，业绩考核要求为 2021/2022/2023 年营业收入或净利润相比 2020 年增长率分别不低于 20%/40%/60%，此次激励计划绑定管理层及核心员工利益，助力公司长远发展。

表2: 公司 2021 年发布股票期权与限制性股票激励计划

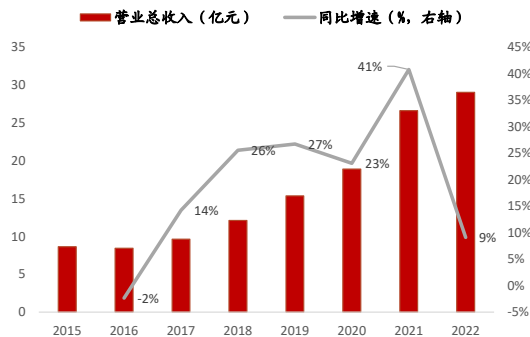
激励计划	数量	激励对象	业绩考核要求
股票期权激励计划	344.2889 万份股票期权	包括高管和核心技术、管理及业务人员在内的 356 人	以 2020 年营业收入或净利润为基数，2021 年营业收入或净利润增长率不低于 20%；
限制性股票激励计划	344.2889 万股限制性股票		以 2020 年营业收入或净利润为基数，2022 年营业收入或净利润增长率不低于 40%；
			以 2020 年营业收入或净利润为基数，2023 年营业收入或净利润增长率不低于 60%；

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 1.3 营收增长逐年提速，2022 年盈利能力恢复明显

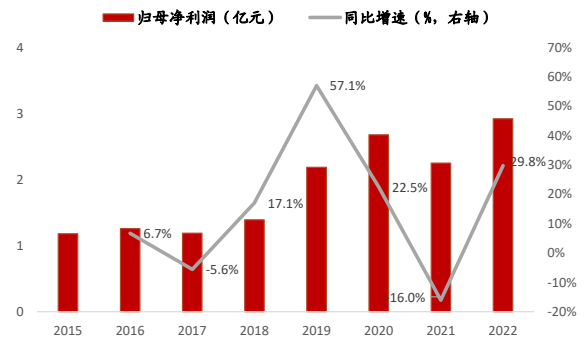
**营收增长逐年提速，受原材料价格下行及汇率利好影响 2022 年净利润表现亮眼。**营收方面，受益终端需求不断提升和稳定的客户关系，公司业务规模增速逐年提升，2018-2022 年公司营收 CAGR 为 24.43%。净利润方面，受大宗原材料价格高位运行影响，2021 年公司原材料成本大幅增加，归母净利润同比降低 16.02%，2022 年以来大宗原材料价格的下行及美元兑人民币汇率上升，公司净利润显著恢复，2022 年公司实现归母净利润 2.92 亿元，同比增长 29.78%。

图6: 2018-2022 年公司营收 CAGR 为 24.43%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

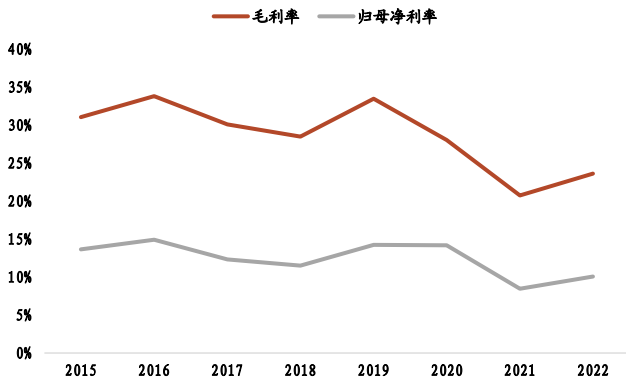
图7: 2022 年公司归母净利润同比增长 29.78%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

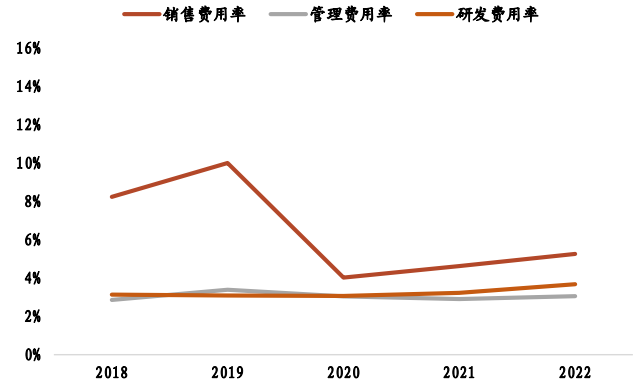
**公司 2022 年以来盈利能力恢复显著，期间费用率控制能力强。**2022 年原材料价格下行及美元兑人民币汇率上升，公司盈利能力恢复明显。公司期间费用率控制能力强，销售费用率、管理费用率及研发费用率多年维持在稳定水平，2020 年销售费用率出现大幅下降主要原因为公司执行新收入准则将合同履约成本（销售费用中的运费、安装费、代理运杂费）计入营业成本，将影响因素扣除后销售费用率趋势稳健。

图8: 公司 2022 年盈利能力恢复显著



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图9: 公司期间费用率控制能力强



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

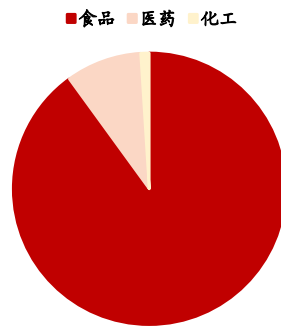
## 2 乘风起: 受益消费升级及零售业转型, 商用展示柜空间可观

### 2.1 我国食品冷链物流高速发展, 推动商用展示柜行业快速成长

商用展示柜属于冷链物流最后一环, 其中食品冷链物流需求量占比高达九成。冷链物流是指商品从产地到消费者终端的各流通环节均置于受控的低温之下, 以保证产品品质最小限度下降的专业物流形式, 包括仓储、运输、配送等环节, 目前中国的冷链物流产业目前主要集中于食品冷链物流领域。

图10: 2019 年我国冷链物流行业中食品冷链物流需求量占比达 90%

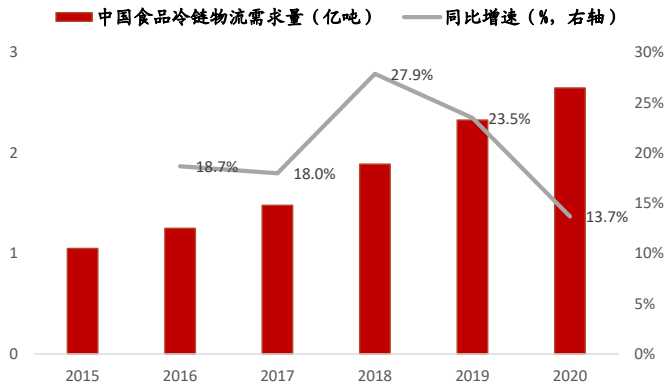
2019年我国冷链行业不同行业需求量占比情况



资料来源: 观研天下, 浙商证券研究所

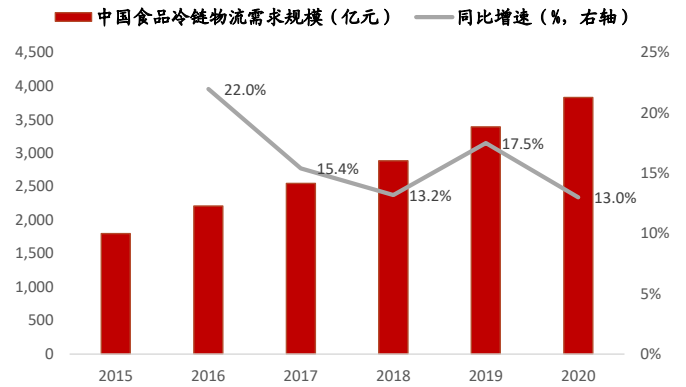
近年来我国食品冷链物流高速发展, 需求规模超千亿。随着人们对食品安全要求的提高和消费结构的改变, 并在冷链技术快速发展和国家政策的推动下, 我国食品冷链物流进入高速发展阶段。据中物联冷链委数据, 2020 年我国食品冷链物流需求量及需求规模分别约 2.65 亿吨及 3832 亿元, 2015-2020 年 CAGR 分别为 20.3%及 16.3%。

图11: 2015-2020年我国食品冷链物流需求量 CAGR 为 20.3%



资料来源: 中物联冷链委, 前瞻产业研究院, 浙商证券研究所

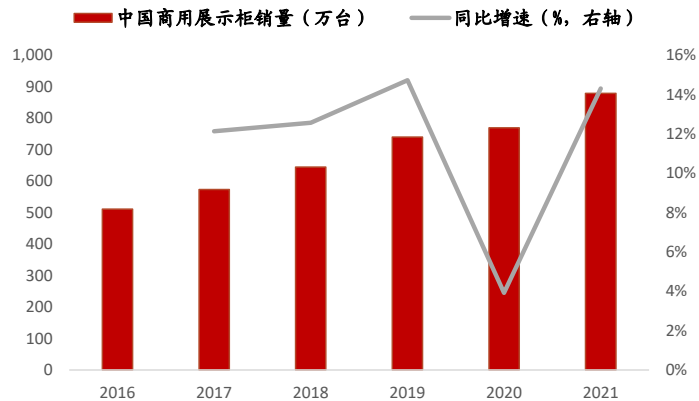
图12: 2015-2020年我国食品冷链物流需求规模 CAGR 为 16.3%



资料来源: 中物联冷链委, 前瞻产业研究院, 浙商证券研究所

中国冷链物流的发展推动了商用展示柜行业的快速增长。作为冷链物流的最后一环，商用展示柜起到低温储藏的工具作用及触达消费终端的展示和宣传作用，是冷链产业的核心组成部分，其市场规模受冷链行业整体发展驱动。据华经产业研究院数据，2021年我国商用展示柜销量达879万台，2016-2021年CAGR为11.5%。

图13: 2016-2021年我国商用展示柜销量 CAGR 为 11.5%



资料来源: 华经产业研究院, 浙商证券研究所

商用展示柜作为冷链最终环节，承载品牌形象宣传功能，具有定制化、差异化、更新快的特点。商用展示柜作为销售渠道载体的功能，决定了其下游需求特点：（1）承载品牌形象宣传功能。与普通的家用冰箱、冰柜不同，商用展示柜不但具备更为专业的食品冷冻冷藏功能，同时也是乳制品、饮料、速冻食品、冷鲜食品等快消品厂商形象宣传和产品展示的重要载体，是品牌营销和实现销售的重要渠道。（2）需求具有定制化、差异化特点。不同客户的产品类型和特点不同，对于展示柜外观、结构、尺寸和功能等的要求也不同，决定了公司下游客户需求的定制化和差异化特点。（3）需求更新快。与家用电器不同，首先，因为客户产品或销售模式创新，商用展示柜外形更新频率快；其次，由于使用环境相对家电更恶劣，使用频次也更高，商用产品更易损坏；最后，很多小型店铺开店闭店周期短，商用产品存在很高的遗失率。

图14: 商用展示柜承载“产品存储+产品销售+形象展示”的功能

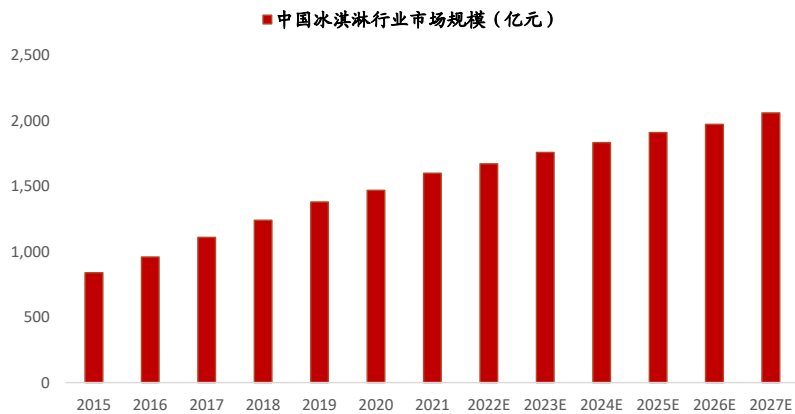


资料来源: 浙商证券研究所

## 2.2 冷冻柜: 冰淇淋及速冻食品等行业快速发展, 驱动冷冻柜需求提升

我国冰淇淋行业市场规模稳步增长, 支撑商用冷冻柜需求量的提升。随着中国家庭消费水平逐渐提高, 人们对于冰淇淋等休闲食品的需求量也在不断提升, 中国冰淇淋行业的市场规模呈现逐年提升的趋势。据中国绿色食品协会数据, 2021年中国冰淇淋行业市场规模达1600亿元, 同比增长8.8%。冰淇淋对存放低温环境要求高, 受温度波动影响大, 温度的细微上升容易导致冰淇淋融化或口感发生变化, 因此冰淇淋的终端销售需要商用冷冻柜进行存储, 冰淇淋行业的稳定增长将有效支撑商用冷冻柜需求量的提升。

图15: 2015-2021年中国冰淇淋行业市场规模 CAGR 为 11.36%



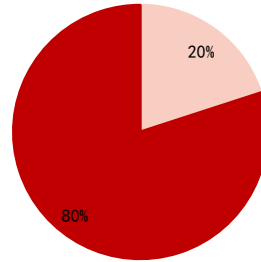
资料来源: 中国绿色食品协会, 艾媒数据中心, 浙商证券研究所

我国冰淇淋市场发展呈现高端化趋势, 驱动冷柜升级需求。近年来我国冰淇淋市场高端化发展趋势显著, 除哈根达斯、明治等外资高端品牌以外, 以钟薛高为代表的本土冰淇淋品牌纷纷推出更优品质的高价位雪糕抢占中高端市场, 据立木信息咨询数据, 我国冰淇淋单价从2013年的26元/千克增长至2021年的42元/千克, 涨幅达61.5%。在冰淇淋市场快速升级的过程中, 冰淇淋品牌商对线下渠道铺设相对应具有升级需求, 需要更优性能、更美外观的商用展示柜抢占线下市场, 驱动商用展示柜行业的需求提升。

图16: 2021年中国冰淇淋线下销售占比达80%

2021年中国冰淇淋线上/线下销售占比情况

■线上 ■线下



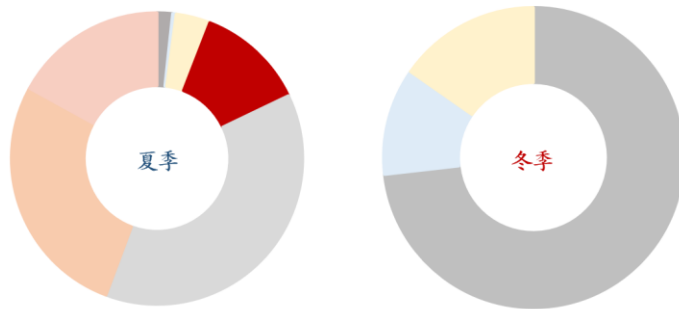
资料来源: 前瞻产业研究院, 浙商证券研究所

**冰淇淋季节属性减弱, 行业需求想象空间进一步扩大。**冰淇淋的降温属性, 导致大多数消费者一般在夏季消费冰淇淋, 如今, 随着城市保暖条件整体提高以及消费者消费观念的转变, 冰淇淋逐渐变得四季皆宜, 季节性特征逐渐减弱, 赋予冰淇淋行业更大的增长空间。艾媒数据中心数据显示, 2022年中国消费者冬季食用冰淇淋的情况调查中, 超过七成的消费者表示冬季也吃冰淇淋。

图17: 2022年超过七成的消费者冬季也吃冰淇淋

2022年中国消费者在不同季节食用冰淇淋的情况

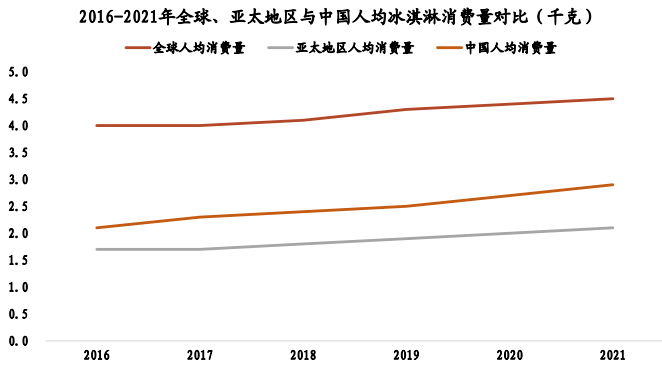
■较少 ■1月一次 ■2-3周一次 ■1周一次 ■冬季也吃冰淇淋 ■冬季不吃冰淇淋  
■2-3天一次 ■1天一次 ■1天几次 ■不确定



资料来源: 艾媒数据中心, 浙商证券研究所

**我国人均冰淇淋消费量与全球平均水平仍有差距, 未来市场上升空间大。**据 GlobalData 数据, 2021 年全球冰淇淋人均消费量达 4.5 千克, 我国冰淇淋人均消费量从 2016 年的 2.1 千克上升至 2021 年的 2.9 千克, 逐年稳步提升, 但目前与全球平均水平仍有较大差距, 未来中国冰淇淋市场仍具有较大的上升空间。根据 GlobalData, 中国成为全球冰淇淋行业第二大高增长潜力的国家。

图18: 我国人均冰淇淋消费量低于全球平均水平



资料来源: GlobalData, 艾媒数据中心, 浙商证券研究所

图19: 中国成为全球冰淇淋行业第二大高增长潜力的国家

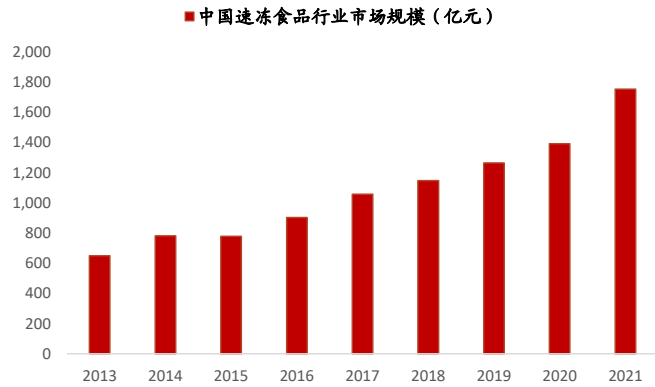
全球冰淇淋行业高增长潜力国家

排名	国家
1	日本
2	中国
3	美国
4	加拿大
5	巴西
6	沙特阿拉伯
7	西班牙
8	法国
9	俄罗斯
10	波兰

资料来源: GlobalData, 艾媒数据中心, 浙商证券研究所

**速冻食品行业同样推动商用冷冻柜的快速发展。**随着人们生活节奏的加快和对健康食品消费观念的提升,速冻食品的快速烹饪属性,以及不添加防腐剂及添加剂、依靠低温来保鲜的特质,更加符合人们需求,因此近年来消费者对速冻食品的消费不断增加。据华经产业研究院数据,我国速冻食品行业市场规模从2013年的650亿元上升至2021年的1755亿元,CAGR达13.2%。由于速冻食品是需要采用新鲜原料进行急速冷冻、并且在低于-18℃的连贯低温条件下储存的产品,其行业规模的不断增长,将驱动速冻食品企业和终端零售商加大对商用冷冻柜的采购量。

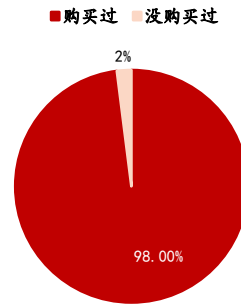
图20: 2013-2021年我国速冻食品行业规模CAGR为13.2%



资料来源: 华经产业研究院, 浙商证券研究所

图21: 2021年98%的消费者购买过速冻食品

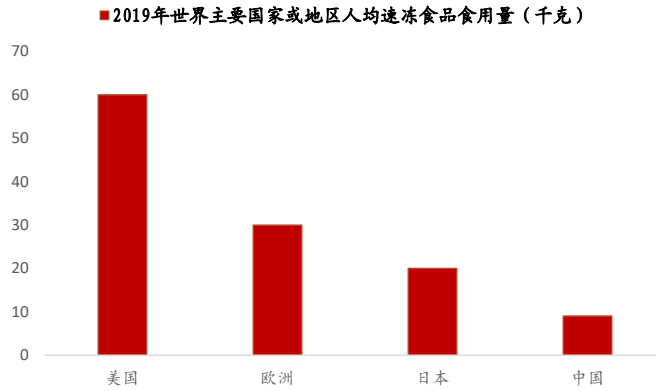
2021年中国消费者的速冻食品渗透率调研分析



资料来源: 艾媒数据中心, 浙商证券研究所

**我国人均速冻食品使用量与发达国家存在差距,需求有望持续提升。**中国速冻食品行业起步较晚,目前我国人均速冻食品使用量与发达国家水平存在较大差距。据中国食品监督局数据,2019年我国人均冷冻食品使用量为9千克,美国/欧洲/日本人均使用量分别为60/35/20千克。在人们生活节奏日趋加快及健康观念不断深化背景下,我国速冻食品消费需求有望持续提升。

图22: 我国人均速冻食品使用量与发达国家平均水平存在差距

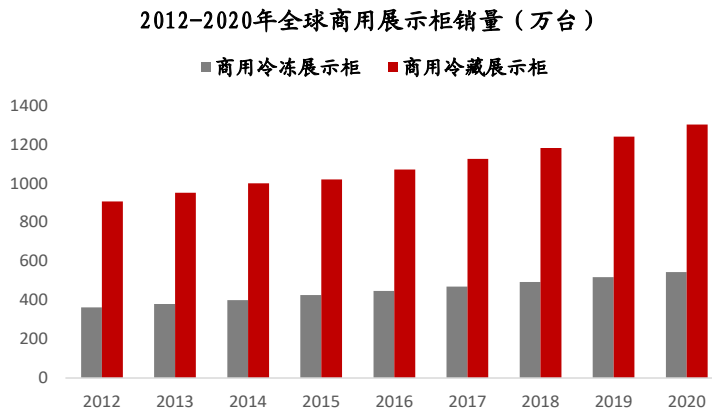


资料来源: 中国食品监督局, 艾媒数据中心, 浙商证券研究所

### 2.3 冷藏柜: 下游应用场景更加多元化, 市场空间高于冷冻柜

冷藏柜覆盖下游行业多, 市场销量约为冷冻柜的 2~3 倍。冷藏柜的下游应用场景相比冷冻柜更多, 包括低温奶、饮料、啤酒、冷鲜肉、水果、蔬菜等等的储存, 下游更大的行业规模带来冷藏柜更大的市场空间。据华经产业研究院, 商用冷藏展示柜市场销量约为商用冷冻展示柜的 2~3 倍。

图23: 商用冷藏展示柜市场销量约为商用冷冻展示柜的 2~3 倍



资料来源: 华经产业研究院, 浙商证券研究所

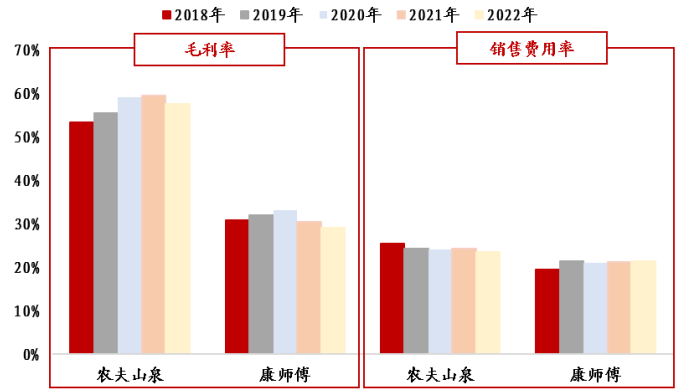
商用冷藏展示柜具有品牌宣传的重要作用, 成为饮料厂商渠道营销竞争的重要工具。饮料行业竞争激烈, 营销宣传是饮料厂商的核心竞争手段, 农夫山泉、康师傅等我国头部饮料厂商销售费用率一般保持在约 20% 以上的水平。商用展示柜直接面对消费者, 除了拥有冷藏的基本工具属性外, 还具有帮助品牌进行形象宣传和产品展示的重要功能, 因此定制化的商用冷藏柜成为饮料行业品牌营销的重要工具。近年来, 包括元气森林、可口可乐、农夫山泉、百事、康师傅等饮料头部品牌持续增强冷藏柜的布局力度, 打响线下冷柜铺设之战。

图24: 饮料头部品牌持续增强线下冷藏柜的布局力度



资料来源: 浙商证券研究所

图25: 农夫山泉、康师傅销售费用率保持在约 20%以上的水平



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

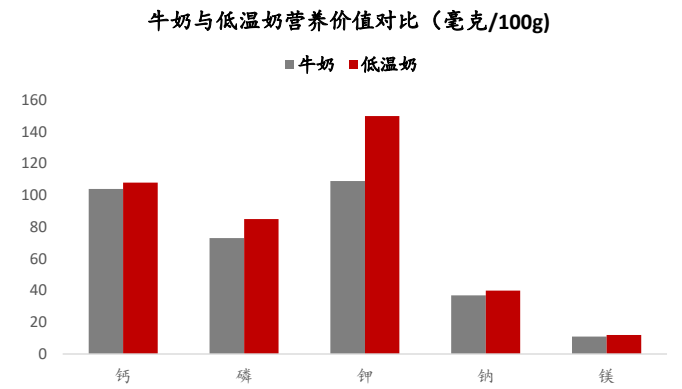
商用冷藏柜还将持续受益于低温奶行业的发展。随着人们健康观念的不断提升,消费者对乳制品的需求痛点从长保质期逐步转向更高的营养价值,低温奶有效避免钙变性及存储过程的维生素损失,受到消费者的青睐。我国低温奶销量每年快速成长,据中国低温奶行业运营现状研究与发展战略分析报告,2017-2021年我国低温奶行业市场规模从276亿元提升到414亿元,CAGR为10.7%。

图26: 低温奶有效避免钙变性及存储过程的维生素损失

加工过程及存储中营养成分的损失情况		
营养成分	低温奶	常温奶
钙	低温加工中避免优质钙变性,钙含量更高且更易被人体吸收	加工过程中一部分优质钙转化成人体不能吸收的不溶性钙,含量损失更多
维生素B12	储存中损失不明显	存放20周全部丧失
维生素C	储存中损失25-45%	1-2周内损失达100%
维生素A	储存中损失不明显	存放6周损失30%
维生素B6	无损失	存放1周全部丧失

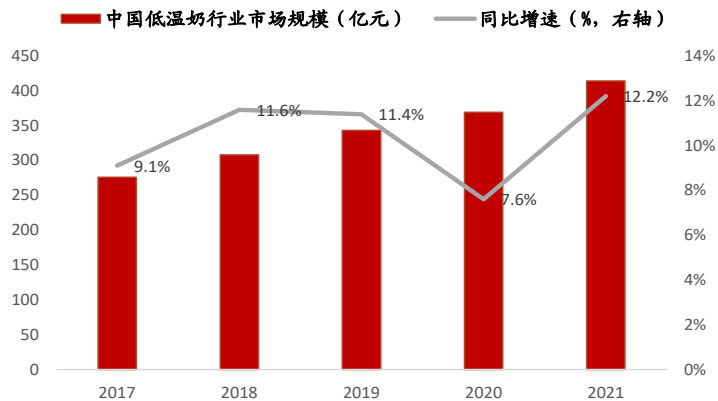
资料来源: 中国低温奶行业运营现状研究与发展战略分析报告, 浙商证券研究所

图27: 低温奶较一般牛奶营养价值更高



资料来源: 中国低温奶行业运营现状研究与发展战略分析报告, 浙商证券研究所

图28: 2017-2021年中国低温奶行业市场规模 CAGR 为 10.7%



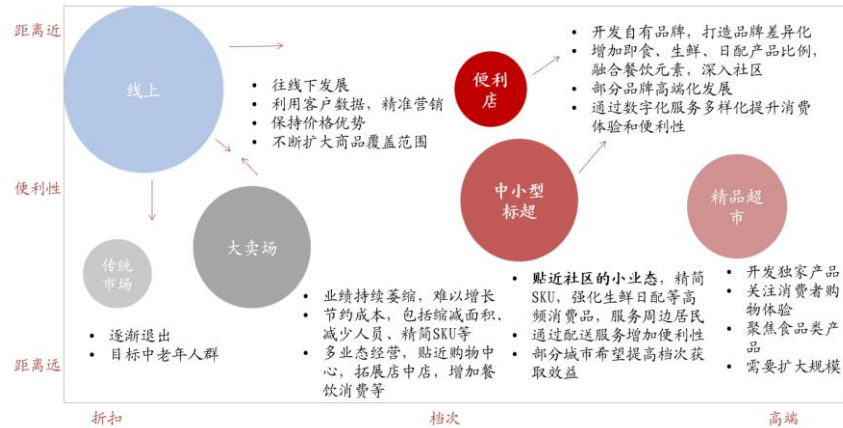
资料来源: 中国低温奶行业运营现状研究与发展战略分析报告, 浙商证券研究所



## 2.4 商超柜：零售业态转型，带来商用展示柜增量空间

便利店、社区生鲜超市等是我国零售业转型升级的方向。在消费升级、城市化进程加快背景下，我国零售业开始由传统的大卖场、夫妻店等向新的零售业态（如便利店、社区超市、精品超市等）转型。此外，社区商业的市场需求亦迎来攀升，社区生鲜店等快速发展。

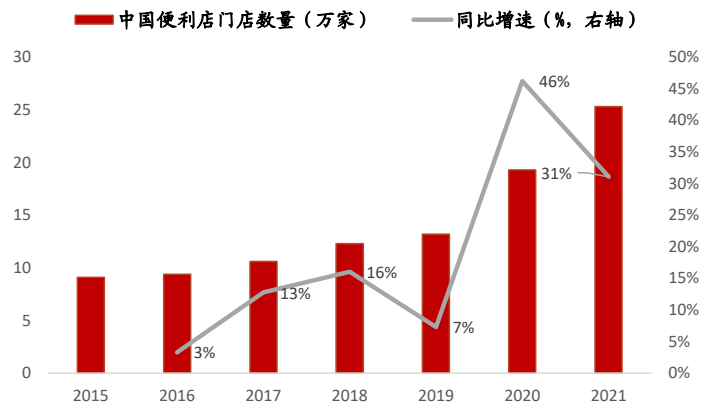
图29：我国零售业态加速转型



资料来源：中国便利店发展报告，浙商证券研究所

便利店数量持续增加，带来冷柜的增量需求。据华经产业研究院数据，我国便利店门店数量从2015年的9.1万家提升至2021年的25.3万家，2020-2021年疫情期间增速仍保持在30%以上。此外，2020年我国夫妻老婆店规模约600万家，由于夫妻店运转一般为夫妻二人，运行成本低，冷柜需求量相比便利店更低，随着未来越来越多的夫妻店向便利店转型升级，冷柜使用量有望相应提升。

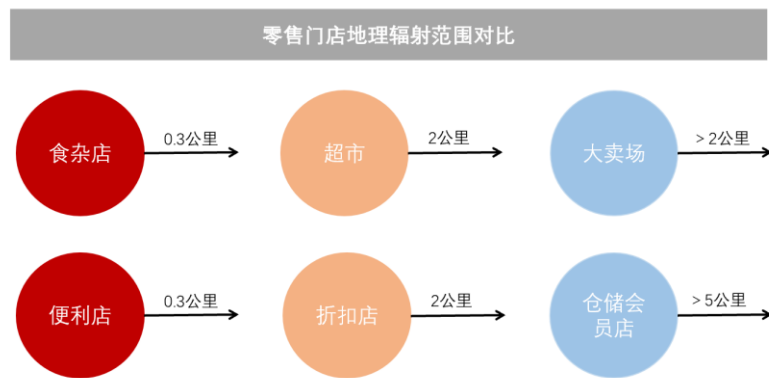
图30：2020-2021年中国便利店门店数量增长加速明显



资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

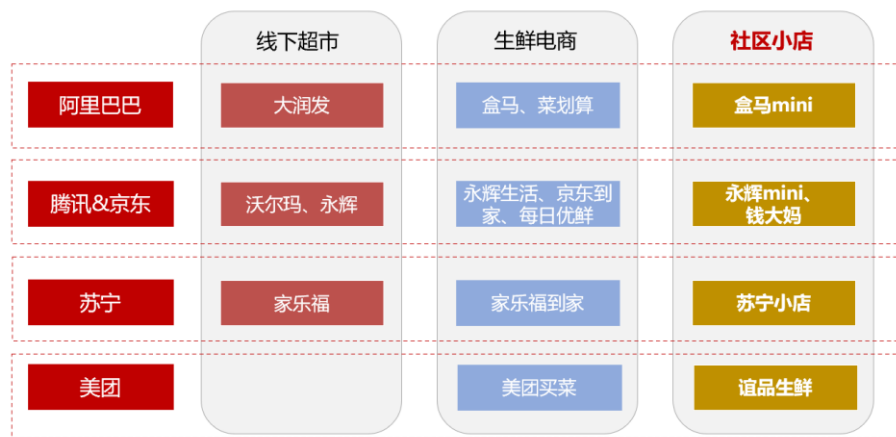
头部连锁商超及互联网企业加速布局小业态和社区生鲜超市，带来商用展示柜可观的增量空间。传统零售的地理边界有限，而小业态零售门店解决“最后一公里”的消费需求，触角可以有效延伸、渗透至社区，成为大型商超转型抓手。如今大润发等头部连锁商超企业及阿里巴巴、京东等互联网企业正快速布局社区生鲜超市：以大润发为例，大润发2020年7月推出定位为“新零售社区生鲜超市”的小润发 RT-mini 店，由大卖场正式试水小业态，截至2022年3月31日大润发小型超市门店数达103家，同比增长超3倍。

图31: 便利店等小业态零售门店大大减少地理边界



资料来源:《消费者与零售趋势分享》, 浙商证券研究所

图32: 头部连锁商超及互联网企业加速布局小业态和社区生鲜

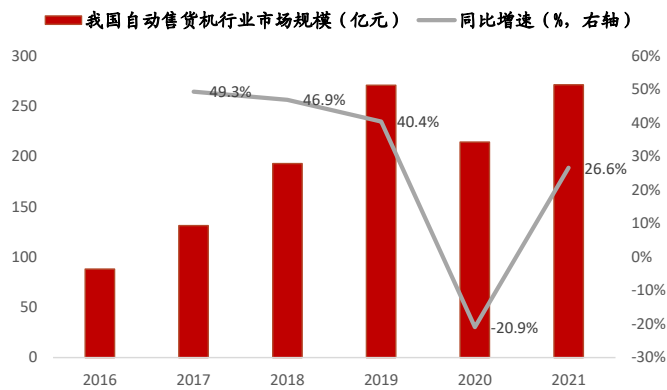


资料来源: QuestMobile, 浙商证券研究所

## 2.5 智能柜: 商用展示柜逐步走向智能化时代, 智能售货柜空间广阔

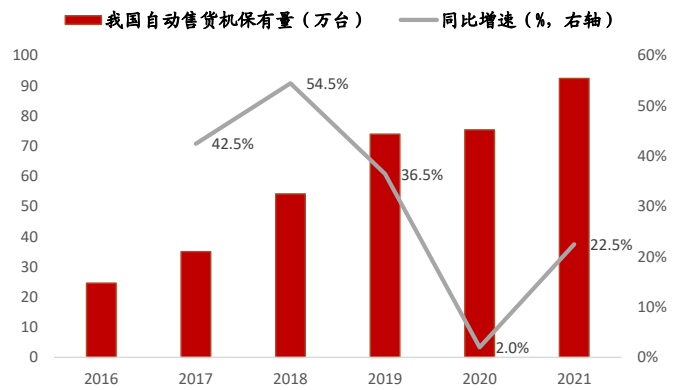
**无人零售尚处普及起点, 智能售货柜空间广阔。**智能售货柜具有投放范围广的特点, 距离消费群体更近, 与饮料等快消品的激情消费、随机购买等消费属性相匹配, 为品牌商触达消费者提供良好的途径。此外, 智能售货柜可以实现24小时售卖, 占地面积小, 能有效解决实体零售业高人力成本等痛点。按温度划分, 智能售货柜可分为常温、冷藏、冷冻和加热型; 按取货方式划分, 智能售货柜可分为自动出货及开门取货型。近年来我国智能售货柜市场快速发展, 据观研天下数据, 我国自动售货机销售点渗透率从2016年的2.3%提升到2021年的7.6%, 2016-2021年自动售货机市场规模CAGR为25.3%。但与发达国家相比, 我国无人零售行业渗透率仍较低, 截至2021年我国自动售货机保有量为92.5万台, 每千人拥有量为0.7台, 远低于美国、日本和欧洲的水平, 尚处普及起点。

图33: 2021年我国自动售货机行业市场规模同比增长26.6%



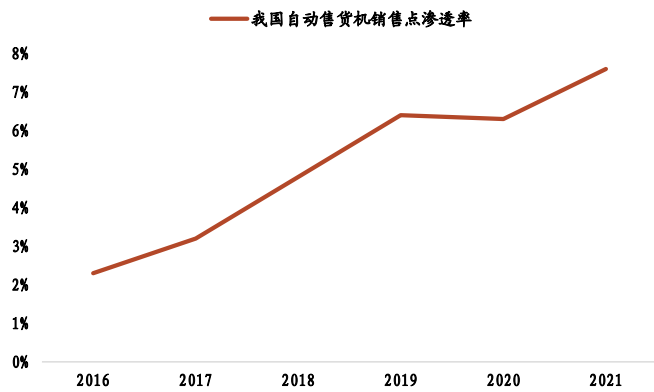
资料来源: 观研天下, 浙商证券研究所

图34: 2021年我国自动售货机保有量为92.5万台



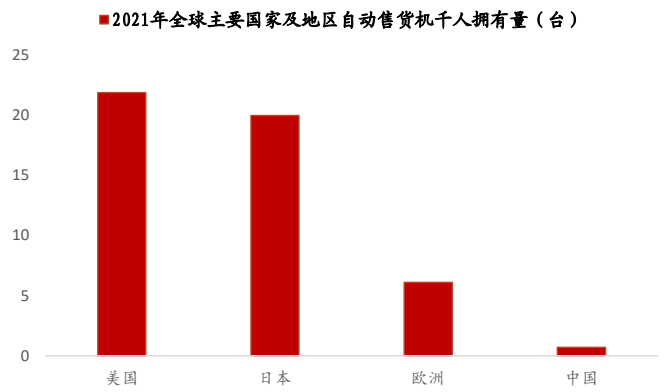
资料来源: 观研天下, 浙商证券研究所

图35: 我国自动售货机销售点渗透率逐年提升



资料来源: 观研天下, 浙商证券研究所

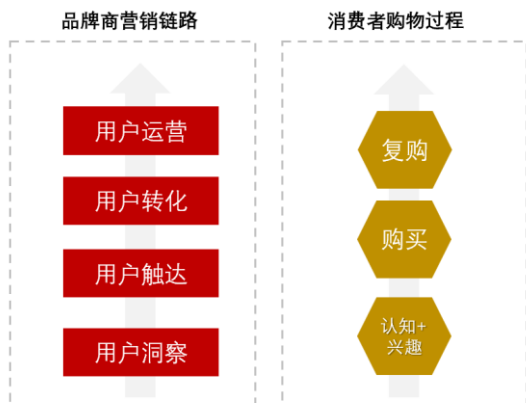
图36: 2021年我国自动售货机千人拥有量与欧美国家相比较低



资料来源: 观研天下, 浙商证券研究所

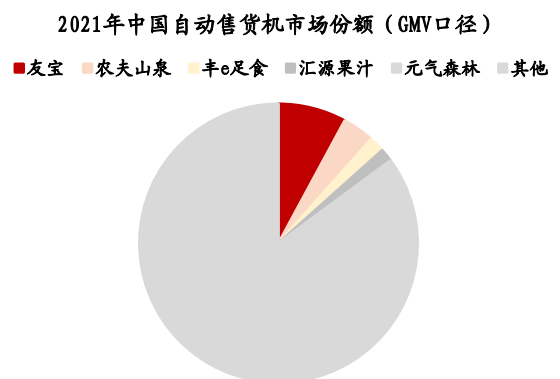
**快消品牌投入智能售货机趋势明显。**相比传统售货柜, 智能售货柜还可以实时采集数据, 记录用户的消费行为及动作, 帮助企业分析消费者的偏好来进行商品补货的定向优化, 提高商品的销售量。如今以农夫山泉、汇源果汁、元气森林为代表的企业逐渐扩大国内智能售货柜投放量, 商用展示柜逐渐走向智能化时代。

图37: 智能售货机是快消企业进行用户洞察的重要载体



资料来源: 2021 爱分析·快消品牌商数字化趋势报告, 浙商证券研究所

图38: 快消品牌大力投入智能售货机市场



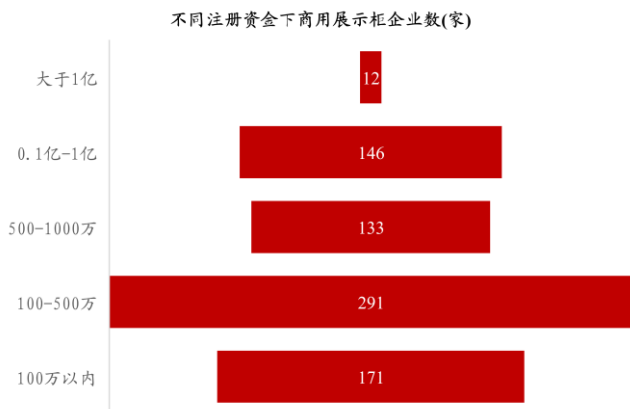
资料来源: 头豹研究院, 浙商证券研究所

### 3 破浪出：两大核心竞争力构筑海容竞争壁垒

#### 3.1 国内商用展示柜企业较多，海容冷冻柜领域市场地位领先

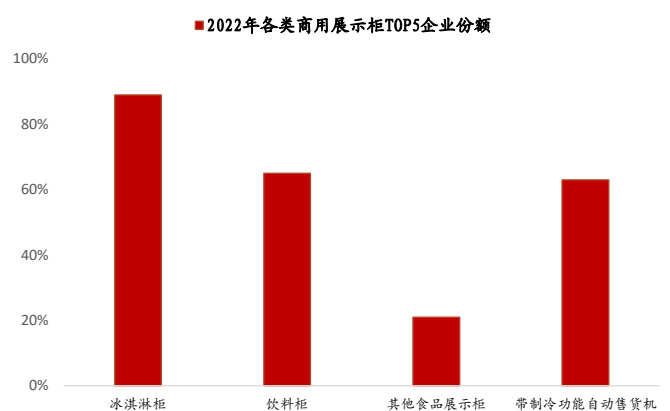
国内商用展示柜领域企业较多，其中冰淇淋柜的市场集中度较高。国内商用展示柜领域企业较多，主要包括白色家电生产商和专业冷链公司，由于厂商可以选择冷饮、速冻食品、乳制品等某一个或几个细分行业，因而行业整体集中度低，据产业在线数据，2020年我国商用冷柜 TOP5 企业份额仅 32%。从商用展示柜细分品类来看，冰淇淋柜的市场集中度较高，据产业在线数据，2022 年我国冰淇淋柜、饮料柜、其他食品展示柜、带制冷功能自动售货机 TOP5 企业份额分别为 89%/65%/21%/63%。

图39：我国商用展示柜企业数量超 700 家



资料来源：天眼查，浙商证券研究所（截至 2023 年 4 月 20 日数据）

图40：2022 年我国冰淇淋柜市场 TOP5 企业份额为 89%

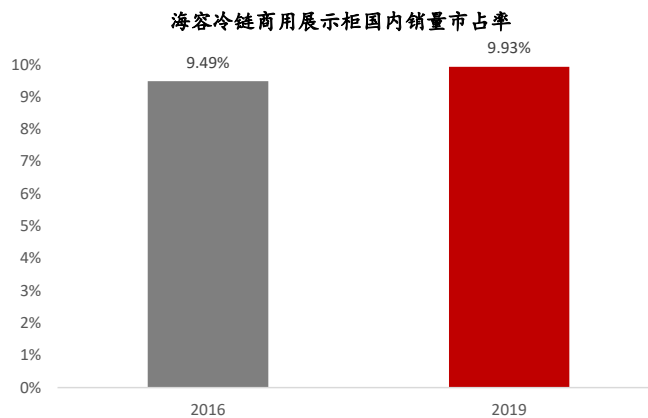


资料来源：2022 年中国轻型商用制冷产业发展蓝皮书，浙商证券研究所

公司在冷冻展示柜领域市场地位领先，其他领域市场份额有望提升。具体到不同产品领域：（1）商用冷冻展示柜领域，公司市场占有率和品牌知名度逐年提高，已处于行业领先地位，拥有较强的领先优势，2022 年商用冷冻展示柜业务规模持续扩大，产销量实现稳定增长。（2）商用冷藏展示柜领域，公司在北美高端饮料行业有一定的市场占有率；2017 年进入国内市场，近几年通过在国内市场与多家知名的饮料企业开展合作，客户群体不断扩大，未来凭借优异的产品创新能力和客户需求快速响应等优势，公司有望快速提升国内市场的份额。（3）商超展示柜领域，该领域外资系企业在传统商超场景具有优势，公司商超展示柜业务在前期储备研发技术和积累客户资源的基础上，2018 年起重点发力连锁品牌便利店场景、商业超市、生鲜及社区超市，与永辉、美宜佳等商业超市和连锁品牌便利店建立紧密的合作关系，并开拓下沉市场，近年来产销量实现稳步增长，扩大了细分领域的品牌影响力。（4）商用智能售货柜领域，公司产品投放加速，通过与新零售运营商和部分快消品牌商合作，取得了较好的先发优势，产销量实现快速增长。

公司竞争优势突出，国内市场份额稳步提升。根据公司公告，2019 年海容商用展示柜国内销量市占率为 9.93%，相较于 2016 年提升 0.44pct。此外，根据产业在线公布的 2021 年中国各类轻商柜行业规模加总（包括远置式制冷陈列柜、食品展示柜、饮料柜、自动售货机），以及公司商用展示柜国内收入计算，2021 年海容国内份额为 13.0%。

图41: 2019年海容商用展示柜国内销量市占率较2016年提升0.44pct



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

### 3.2 核心竞争力一: “柔性生产”构建竞争优势

非标准化需求和生产是行业的核心痛点。不同于普通家用冰箱、冰柜, 商用展示柜下游客户在节能环保、展示效果、品牌营销方式等方面均具有定制化、差异化的需求, 订单差异性较大, 导致所需要生产的产品种类繁多, 大部分产品无法实行标准化和大批量流水线作业的生产模式。比如沃尔玛要求增加冷柜的保温性能, 需要采用保温性能更好的VIP真空保温材料。而天虹则更强调颜色的个性化。如何针对客户需求做出快速反应, 以相对较低成本为用户提供高质量的产品和服务, 有效满足客户个性化需求, 是行业面临的核心挑战。

表3: 商用冷柜相比家用冷柜在性能及通风环境、设备生产要求及品宣功能提出较高要求

	商用冷柜	家用冷柜
制冷方式	压缩式制冷间接式制冷	直冷/无需制冷
保温结构	根据款式可安装夜帘、夜盖、玻璃盖	未特定说明
性能及通风环境	高	低
容积与能耗	大,分上下两层,多开门,耗电	小,美观省电
最低实验包温度	-18°C, L1或L2	-18°C,四星室
实验项目	温度、除霜、凝露、能耗和排热实验同时进行	无需同时进行
模拟气候	可模拟9种不同气候	可模拟4种不同气候
设备生产要求	共计25项要求	共计13项要求
有无品宣功能	有	无

资料来源: 华经产业研究院, 浙商证券研究所

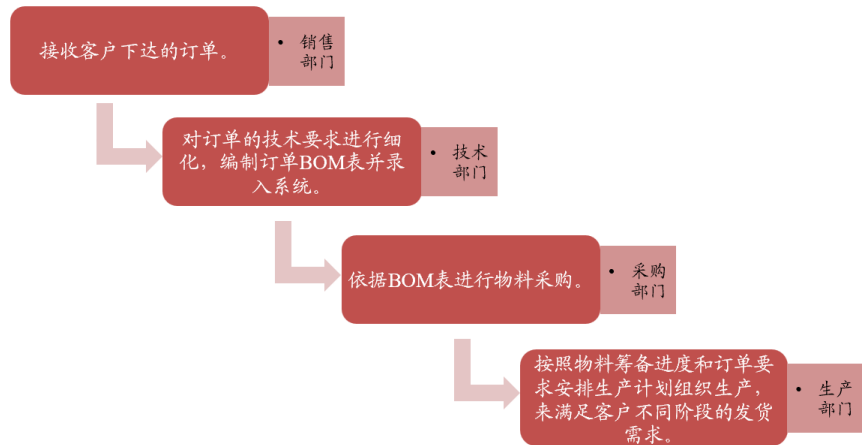
表4: 商用展示柜下游需求具有定制化、差异化特点

公司	定制要求
沃尔玛	从节能环保的角度出发要求增加冷柜的保温性能, 只能采用保温性能更好的VIP真空保温材料。由于需求数量少、品类繁多且每次采购数量与规格皆不相同, 因此采购难度极大。
天虹	更强调颜色的个性化, 其所需求的冷柜颜色必须重新开发, 与其他任何超市冷柜绝对不能相同。
好利来	极其重视冷柜的展示效果, 不仅要求增加冷柜的展示面积, 更要求增加冷柜玻璃的通透性。对大理石的要求是不仅指定了颜色, 更指定了品牌。
上海一鸣	更看重曲面玻璃的流线型。

资料来源: 《松下冷链(大连)有限公司柔性化变革案例研究》, 浙商证券研究所

公司“柔性生产”系统领先行业，契合商用展示柜行业高度定制化的产品需求。经过十余年的实践探索，公司已建立了特有的柔性化生产管理体系：产品按需而定，生产过程中车间产线通过工艺整合进行分类生产，将基础工艺相近的产品并线，保障订单量较大的单一型号产品的批量化生产，差异化和个性化的部分则通过供应商和小部件产线模块化实现，从而既可以保障订单量较大的单一型号产品的批量化生产，又可以保障单条生产线上多类产品的混合式生产，实现了小批量、多批次、多型号并线生产，有效契合商用展示柜行业高度定制化的产品需求，同时达到缩短生产周期、降低生产成本、提高生产效率的目的。

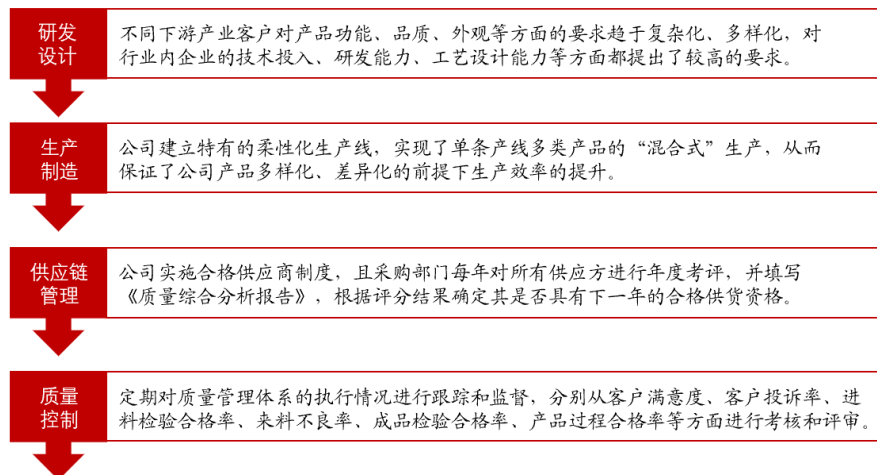
图42：公司柔性生产模式契合商用展示柜行业高度定制化的产品需求



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

**竞争对手短期难以复制公司的生产管理模式。**要形成系统性的柔性生产管理模式，需要依靠企业完善的人才培养体系、成熟的技术及设备、先进的生产管理水平等，实现研发设计、生产制造、供应链管理、质量控制等各流程之间的精准对接和高效管理，从而使整个流程达到柔性化生产管理水平，公司的“柔性生产”竞争优势难以被竞争对手在短期内复制。

图43：柔性生产管理模式难以在短期内复制



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 3.3 核心竞争力二：好产品+好服务打通正循环，不断巩固竞争壁垒

商用展示柜行业具有市场准入壁垒，好产品+好服务才能获得客户好口碑。商用展示柜直接面向终端消费场景，一方面与食品安全、口感密切相关，对湿度、温度等的要求十分严格，国内外生产和销售均需要获得强制性资质认证；另一方面，使用者频繁的开关门操作对商用展示柜制冷效果、使用寿命影响非常大，产品性能稳定性也非常重要。此外，从客户角度出发，厂商能否及时、稳定的供货以及提供优质的售后服务同样是获取大客户信赖的重要因素。在此背景下，国内外知名客户均拥有高标准的供应链准入审核体系，且通过长时间的考察、认证周期选定供应商后不会轻易更换。因此，好产品+好服务形成了商用展示柜厂商打响市场知名度、维持及拓展客户关系的关键。

图44：奥雪冰淇淋在冷链终端销售环节出现食品安全问题



资料来源：百度，浙商证券研究所

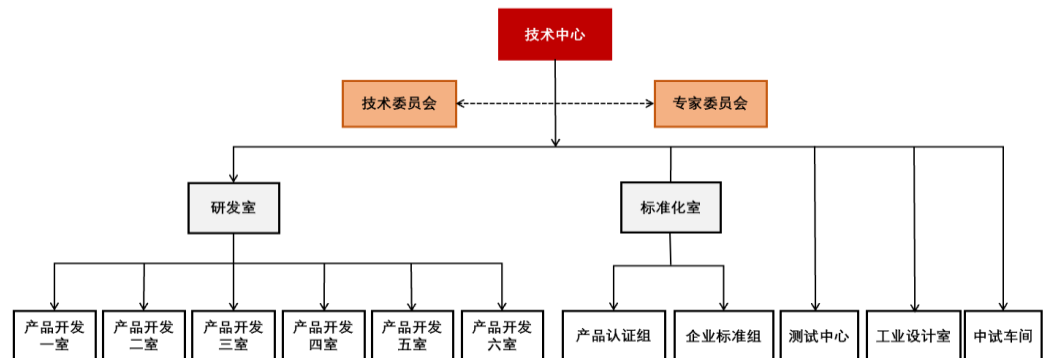
图45：众多的资质和产品认证形成了行业的准入壁垒

国家	资质认证
中国	3C认证
美国	ETL认证、ETL-Sanitation认证, UL认证、Energy Star认证
欧盟	CE认证
日本	PSE认证
韩国	KC认证
沙特	SASO认证

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

对市场需求的前瞻性研发布局，同样是支撑公司研发出好产品及扩展客户的核心竞争力。商用展示柜定制化的行业属性，驱使厂商需要对市场的需求提前了解，以对客户提出的需求及时响应。公司创立“以企业为主体，市场为导向，产学研相结合”的技术创新机制，利用市场需求推动技术创新，并建立了全体系的研究技术中心，技术中心下设研发室、标准化室、测试中心、工业设计室和中试车间等五个部门，设立由国内外高校、科研院所及同行业的国内知名专家组成的专家委员会，负责公司中长期发展规划的咨询、论证和建议，完善的创新体系和研发架构助力公司精准把控行业技术及市场需求的前瞻性布局。

图46：公司拥有全体系的研究技术中心

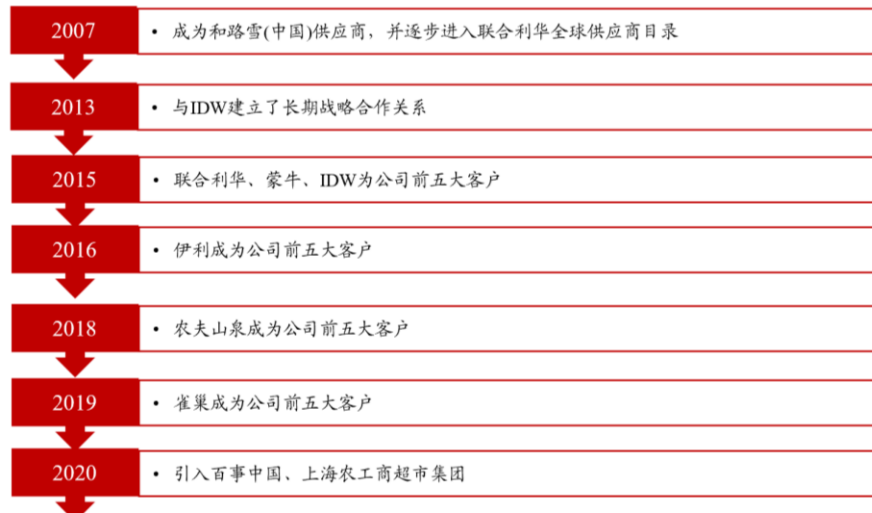


资料来源：可转债说明书，浙商证券研究所

公司高质量产品得到头部客户认可，产品更好、服务更优打通正循环，客户黏性不断增强。海容冷链从冷冻柜起家，逐步开拓冷藏柜、商超柜等业务，在冰淇淋行业是和路雪、雀巢、伊利、蒙牛等头部品牌的供应商，在速冻食品行业是三全、思念、安井、惠发等知

名企业的供应商，在饮料行业是康师傅、可口可乐、百事可乐、统一等领先企业的供应商，在商超行业是美宜佳、永辉等头部便利店及商超品牌的供应商，并与下游客户建立稳定的合作关系，证明公司高质量的产品及服务已受到核心客户的广泛认可。同时，核心客户对于产品交付期及产品质量的要求较高，在进入其供应链后能促使公司在技术创新水平和产品质量控制方面保持行业前列。因此，我们认为公司稳固头部客户供应链地位后，将打通产品更好、服务更优、客户黏性更强的正循环，从而实现长期稳定的订单。

图47：公司在过去十余年间与国内外知名企业建立了稳定的合作关系

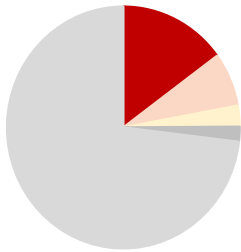


资料来源：公司公告，产业在线，浙商证券研究所

图48：公司饮料行业海外客户为全球软饮领先企业

2020年全球软饮料行业企业市场占有率(按销量)

■可口可乐 ■百事 ■雀巢 ■达能 ■其他

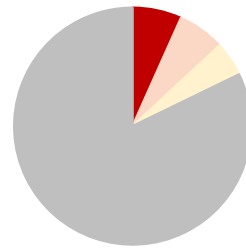


资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

图49：公司饮料行业国内客户为中国软饮领先企业

2021年中国软饮料行业品牌市场占有率(按销量)

■康师傅 ■农夫山泉 ■怡宝 ■其他

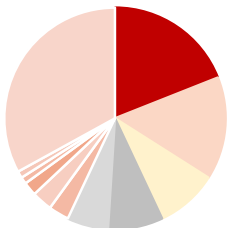


资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

图50：公司冰淇淋行业客户为中国冰淇淋销售领先企业

2021年中国冰淇淋行业线下市场份额占比

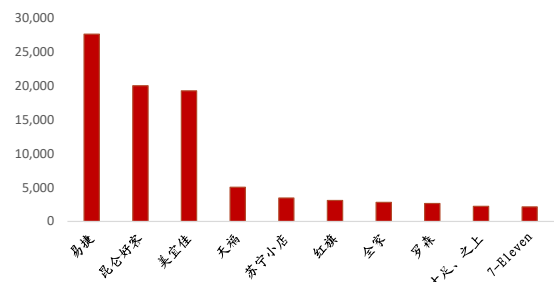
■伊利 ■和路雪 ■蒙牛 ■雀巢 ■八喜 ■天冰  
■中街 ■德氏 ■哈根达斯 光明 ■其他



资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

图51：公司是便利店领先品牌美宜佳的供应商

■2019年中国便利店企业门店数量前十(家)

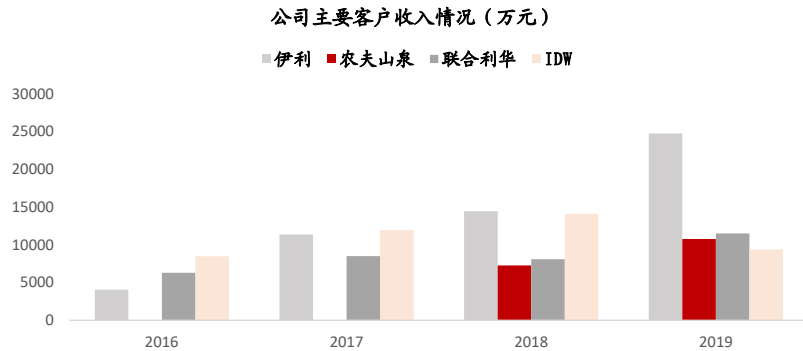


资料来源：2020年中国便利店发展报告，浙商证券研究所



公司来自核心客户的收入显著提升也验证了其不断增强的客户黏度。公司来自伊利的收入从2016年的0.4亿元上升至2019年的2.5亿，相比2016年增长了5倍多。公司2018年成为农夫山泉供应商，2019年来自农夫山泉的收入增长达48.4%。

图52: 公司来自核心客户的收入不断上升



资料来源: 公司招股说明书, 可转债说明书, 浙商证券研究所

### 3.4 “扎实产品品质+优质品牌力”助力公司海外市场市占率稳步提升

国外市场成熟，行业竞争格局相对稳定。国外商用展示柜市场经过多年的发展，以AHT、LIEBHERR、IARP、EPTA等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。

表5: 国外竞争对手介绍

公司名称	介绍
AHT	AHT 奥特冷机系统公司创立于1983年，公司总部位于奥地利罗滕曼，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，其产品销往全球主要连锁平价商店和超市。
LIEBHERR	LIEBHERR 利勃海尔创立于1949年，总部位于瑞士，在制冷产品领域，其产品包括台面式、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	IARP公司创立于1983年，位于意大利，与全球100多个国家有业务往来，成立之初就将目标定位于冰淇淋品牌的展示和储存。客户主要包括联合利华、依云、雀巢、百事可乐、可口可乐等。
Uğur	Uğur公司成立于1954年，公司位于土耳其，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。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。
Epta	Epta 爱普塔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，主要产品为冷冻、冷藏陈列柜及商用设备配套产品。
Carrier	Carrier 开利公司成立于1915年，是一家暖通空调和冷冻设备供应商，涵盖家用/轻型商用空调、楼宇解决方案、运输冷藏、商用制冷等应用领域。

资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

海容扎实的产品品质助力公司成为全球知名快消品牌的供应商，提升海外市场品牌力。国际客户在确定生产合作方时对产品品质、性能、外观等均有较高要求，以商用冷藏柜的检测标准为例，国内自有品牌冷藏展示柜仅需完成开门测试/温度测试及凝露试验，国外商用冷藏展示柜不仅需要通过此两项目更高标准的测试，还需通过全载试验、半载试验、冷凝器遮蔽试验等测试项目。海容于2007年便成为和路雪(中国)的供应商，而后成为联合利华、雀巢、百事可乐、可口可乐等全球知名快消品牌的供应商，反映出海外客户对海容商用冷柜产品的认可。海容和国际大客户的合作也逐步提升了公司在全球商用展示柜领域的市场地位，为后续公司持续拓展海外市场奠定品牌基础。

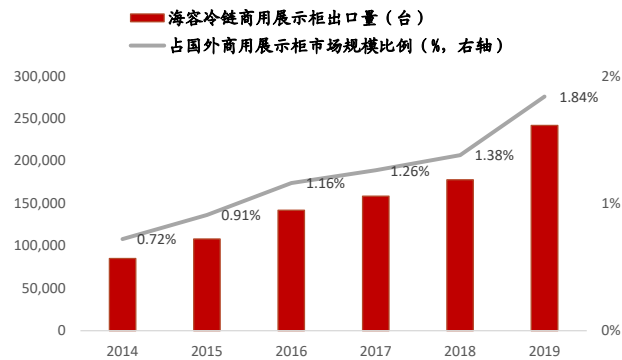
表6: 国际大客户拥有高标准的供应商准入审核体系

主要测试项目	主要实验内容及判断标准	
	国外冷藏展示柜 (参照百事可乐冷藏柜标准)	国内冷藏展示柜 (参照海容低温奶柜标准)
开门测试/温度测试	实验内容: 环境温度 32°C, 湿度 65% 的工况下, 所有测试点温度 0-7.2°C 之间; 开门频率 6 秒/10 分钟, 持续 8 小时, 试验总时间为 24 小时; 判断标准: 测试点温度范围为 0-7.2°C。	实验内容: 环境温度 25°C, 湿度 60% 的工况下, 所有测试点温度范围为 1-10°C 之间; 试验起始阶段, 先开门 3 分钟, 后续开门频率为 13 秒/10 分钟, 持续 12 小时。试验总时间为 24 小时; 判断标准: 测试点温度范围为 1-10°C。
凝露试验	实验内容: 环境温度 32°C, 湿度 65% 工况下; 满负载状态, 稳定运行时间不少于 24 小时; 判断标准: 玻璃门表面凝露低于 5%。	实验内容: 环境温度 25°C, 湿度 60% 的工况下; 满负载状态下, 稳定运行时间不少于 24 小时; 判断标准: 陈列柜的性能不应受水蒸气凝结的影响。
全载试验	实验内容: 环境温度 32°C, 湿度 65% 工况下, 产品和所有负载要求温度保持在 32±1.1°C, 稳定时间不少于 2 小时, 通电运行; 判断标准: 19 小时内所有测试点的温度范围 0-7.2°C; 玻璃门表面凝露低于 5%; 接水盒内化霜水无溢出; 压缩机没有过热保护。	无该测试项目
半载试验	实验内容: 环境温度 32°C, 湿度 65% 工况下, 箱内负载达到测试点温度范围后, 取出一半负载, 待其温度稳定恢复到 32±1.1°C, 按标准要求再次装入后测试; 判断标准: 13 小时内所有测试点的温度范围 0-7.2°C; 玻璃门表面凝露低于 5%; 接水盒内化霜水无溢出; 压缩机没有过热保护。	无该测试项目
冷凝器遮蔽试验	实验内容: 遮蔽冷凝器进风面积的 48-51%, 负载装入同全载试验, 稳定运行时间不少于 24 小时; 判断标准: 压缩机没有过载; 产品内测试点温度范围 0-7.2°C。	无该测试项目

资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

**公司海外市场市占率稳步提升。**根据公司公告, 2019 年海容商用展示柜出口量占国外市场规模的 1.84%, 相较 2014 年提升 1.12pct, 海外市场份额稳步提升。

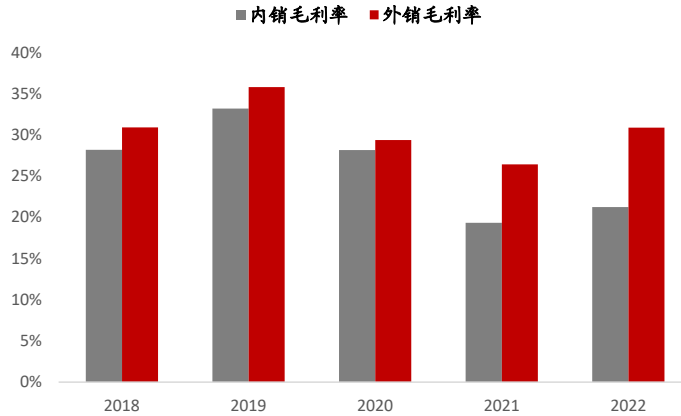
图 53: 海容商用展示柜出口量占海外市场规模比重逐年提升



资料来源: 招股说明书, 可转债说明书, 浙商证券研究所

公司海外业务相比国内业务具有更高的盈利水平。海容外销毛利率高于内销毛利率，主要源于海外高毛利率的高端产品占比较高。随着公司未来积极拓展海外市场，具备更高毛利率的外销业务有望驱动公司整体盈利能力不断提升。

图54：公司外销毛利率高于内销



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

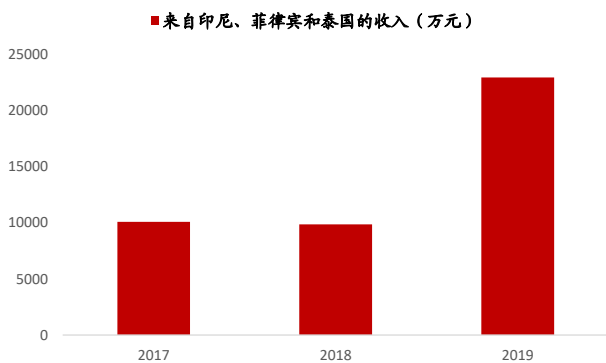
### 3.5 固旧拓新，公司业绩短期弹性与长期增长均可期

借已成之势，拓新天地，公司业绩短期与中长期增长均可期。公司产品品质及交货能力等均已经被国内外大客户检验，先进生产、创新能力及团队赋能将保证后续新客户、新市场和新业务的开拓。我们认为商用冷冻柜受益下游行业增长、国际化客户供货份额提升及跟随国内客户出海，商用冷藏柜国内客户拓展加速，看好公司短期业绩弹性；商超展示柜和智能售货柜享受下游零售业态加速转型红利，带来中长期增长潜力。

#### 商用冷冻展示柜：终端需求增长叠加开拓海外市场，核心主业增长动能充足

公司以应用于冰淇淋行业的冷冻柜起家，为核心主业，目前公司在国内冷冻柜行业市场占有率较高，未来增量主要来自下游市场终端需求增长、供应国际化客户更多海外区域及跟随国内客户开拓海外新市场。公司冷冻产品目前主要出口地区包括东南亚地区、欧洲地区等，其中东南亚地区进展可观，公司已经在印尼和菲律宾设立子公司，未来能更好服务客户需求，抓住海外市场机遇。

图55：18-19年公司来自印尼、菲律宾和泰国收入快速增长



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图56：伊利、蒙牛近年来加大东南亚等海外市场投资力度

时间	国家	伊利、蒙牛海外布局
2017年	新西兰	•伊利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
2018年	印尼	•伊利Joyday冰淇淋登陆东南亚市场 •蒙牛YoyiC工厂正式开工，于12月开始，在印尼各主要城市超过1.2万家商铺上架
	泰国	•伊利收购泰国最大的冰淇淋和冷冻食品分销商CHOMTHANA 96.46%股权，进入泰国市场，并对周边市场形成辐射
2019年	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发展
	新加坡	•9月伊利在新加坡举行发布会，宣布旗下子品牌安慕希正式在东南亚上市

资料来源：搜狐网，新华社，亿欧网，新京报，金融界，中国周刊网，浙商证券研究所

### 商用冷藏展示柜：国内客户拓展加速，市占率有望逐步提升

公司商用冷藏展示柜前期主要在北美地区通过 IDW 与国际化品牌合作，产品获得客户认可。近年来，公司积极拓展国内市场，与国内多家头部饮料企业建立合作关系，品牌影响力逐步提升，未来随着在已合作客户供货份额的提升及新客户的拓展，市占率有望逐步提高。

图57：公司为百事定向研发生产商用展示柜



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

### 商超展示柜：具备提供一站式解决方案的竞争优势，享受下游行业红利确定性高

随着连锁便利店在流通行业覆盖率提升、渠道下沉的深入，我国零售业正在由传统的大卖场、夫妻店等向新的零售业态加速转型。凭借产品系列全、能够提供一站式解决方案的竞争优势，公司已经与永辉超市、美宜佳、罗森等头部连锁商超和便利店企业建立良好合作关系，并积极发掘新型社区超市等业态的客户需求，未来享受下游行业红利确定性较高。

图58：海容与罗森等头部连锁便利店企业建立了良好的合作关系



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

### 商用智能售货柜：商用展示柜智能化是大势之趋，未来有望加速放量

快消品行业渠道数字化需求叠加无人零售的不断普及，商用智能售货柜成为行业转型升级的方向。商用智能售货柜作为软硬件结合的产品，为供应厂商带来持续性的数据服务收入，同时数据平台的研发也带来了竞争门槛的提升。公司目前商用智能售货柜类型包括

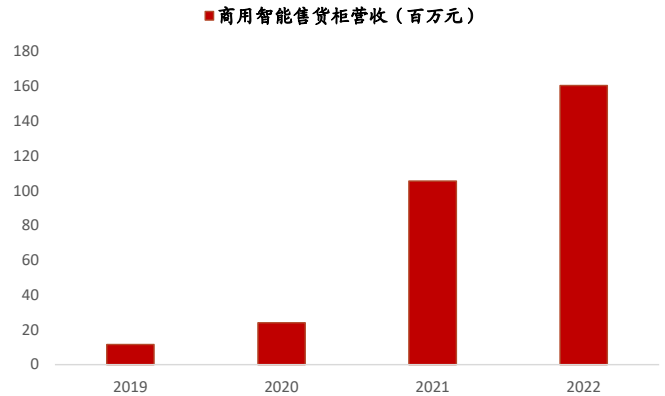
智能售货柜和自动售货机，已与新零售运营商和快消品品牌商合作，未来随着公司传统产品下游客户逐渐转向应用智能产品，公司依靠优质的产品力和强客户粘性有望推动商用智能售货柜逐步放量。公司 2018 年新增商用智能售货柜业务，2019-2022 年商用智能售货柜营收 CAGR 高达 140.38%。

图59：公司商用智能售货柜类型包括智能售货柜和自动售货机

图60：19-22 年公司商用智能售货柜营收 CAGR 高达 140.38%



资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测：预计 2023-2025 年 EPS 复合增速为 21.7%

**商用冷冻展示柜：**预计公司商用冷冻展示柜业务 2023-2025 年收入分别为 20.73/24.10/27.78 亿元。商用冷冻展示柜业务为公司的起家业务及核心主业，目前公司在国内冷冻柜市场市占率较高，未来终端需求增长+国际化客户开放更多海外区域+跟随国内客户开拓海外市场将驱动公司冷冻柜销量稳健增长；下游渠道的迭代升级也有望促使公司冷冻柜业务单价提升；预计 2023-2025 年收入分别同比+17.30%/16.28%/15.26%。

**商用冷藏展示柜：**预计公司商用冷藏展示柜业务 2023-2025 年收入分别为 5.58/6.42/7.44 亿元。公司大力拓展国内冷藏柜市场，随着在已合作客户供货份额的提升及新客户拓展，市占率有望逐步提高。预计 2023-2025 年收入分别同比+3.00%/15.00%/16.00%。

**商超展示柜：**预计公司商超展示柜业务 2023-2025 年收入分别为 3.47/3.89/4.39 亿元。我国零售业正在向便利店、社区超市等新业态加速转型，公司在商超展示柜业务拥有全产品系列、能够提供一站式解决方案，竞争优势明显，未来享受下游行业红利确定性较高。预计商超展示柜业 2023-2025 年收入分别同比+7.80%/12.00%/13.00%。

**商用智能售货柜：**预计公司商用智能售货柜业务 2023-2025 年收入分别为 2.86/4.57/6.53 亿元。快消品行业渠道数字化需求叠加无人零售的不断普及驱动商用智能售货柜的高需求，公司目前在商用智能售货柜领域产品覆盖的地区和应用场景逐步增加，优质的产品力和强客户粘性有望推动商用智能售货柜业务逐步放量。预计商用智能售货柜业务 2023-2025 年收入分别同比+78.50%/59.65%/42.80%。

**毛利率：**预计公司 2023-2025 年毛利率分别为 25.70%/26.31%/26.92%。随着公司中高端产品的布局及占比提升，产品的结构优化有望带来公司毛利率的提升。

预计 2023-2025 年整体营业收入分别为 33.95/40.54/48.02 亿元，对应增速分别为 16.87%/19.43%/18.45%，归母净利润分别为 4.28/5.27/6.34 亿元，对应增速分别为 46.38%/23.23%/20.27%，对应 EPS 分别为 1.55/1.91/2.30 元。

表7: 盈利预测关键假设表

分业务营收 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
商用冷冻展示柜	1766.99	2072.68	2410.12	2777.90
yoy	13.20%	17.30%	16.28%	15.26%
商用冷藏展示柜	541.69	557.94	641.63	744.29
yoy	-19.32%	3.00%	15.00%	16.00%
商超展示柜	322.13	347.26	388.93	439.49
yoy	47.58%	7.80%	12.00%	13.00%
商用智能售货柜	160.45	286.41	457.25	652.96
yoy	52.12%	78.50%	59.65%	42.80%
其他业务	113.37	130.37	156.45	187.74
yoy	7.24%	15.00%	20.00%	20.00%
<b>总营业收入 (百万元)</b>	<b>2904.64</b>	<b>3394.66</b>	<b>4054.38</b>	<b>4802.38</b>
yoy	9.12%	16.87%	19.43%	18.45%
毛利率	23.62%	25.70%	26.31%	26.92%
归母净利率	10.06%	12.60%	13.00%	13.20%
<b>归母净利润 (百万元)</b>	<b>292.21</b>	<b>427.73</b>	<b>527.07</b>	<b>633.91</b>
yoy	29.78%	46.38%	23.23%	20.27%
EPS (元)	1.06	1.55	1.91	2.30

资料来源: Wind, 浙商证券研究所预测

## 4.2 估值分析: 当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 17/14/12 倍

公司当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 17/14/12 倍。选取如下与公司业务具有可比性的公司，2023 年行业 PE 均值为 15.35 倍。我们认为公司产品力优质，合作客户为各领域头部企业，品牌影响力逐年提升；此外，公司拥有领先行业的“柔性生产”能力，满足商用展示柜定制化、差异化的需求，具备家电及其他厂商难以短期复制的核心优势，叠加公司产品结构的优化，未来盈利能力有望持续提升，预计 2023-2025 年公司归母净利润 CAGR 为 21.7%，增速高于可比公司（根据 Wind 一致预测，海尔智家、海信家电 2023-2025 年归母净利润 CAGR 分别为 14.2%/17.7%）。基于公司业绩更高的成长性，给予公司 2023 年 20 倍 PE，对应目标价为 30.99 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

表8: 可比公司估值

代码	公司名称	现价	EPS			PE		
		2023/5/15	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600690.SH	海尔智家	22.45	1.80	2.07	2.35	12.47	10.85	9.55
000921.SZ	海信家电	24.06	1.32	1.58	1.82	18.23	15.23	13.22
	行业均值		1.56	1.83	2.09	15.35	13.04	11.39
603187.SH	海容冷链	26.83	1.55	1.91	2.30	17.32	14.05	11.68

资料来源: Wind 一致预测 (截至 2023 年 5 月 15 日), 浙商证券研究所

## 5 风险提示

**1、公司新客户拓展不及预期:** 公司下游客户为快消行业品牌商或其他商用冷链终端设备供应商，新客户的拓展是影响公司未来营收及利润的重要因素，若公司新客户拓展不及预期，收入及利润将会面临承压。

**2、国内快消行业消费复苏不及预期:** 公司主营业务商用展示柜属于食品冷链物流销售终端环节的重要载体，受下游冰淇淋、速冻食品、饮料、乳制品等快速消费品行业需求

的影响，若快消行业需求增长放缓，可能会导致快消品牌减少对商用展示柜的采购量，进而对公司订单及营收产生负面影响。

**3、公司海外市占率提升：**公司积极拓展海外市场，海外市场份额提升有望驱动海外业务营收增长并增厚公司整体业绩。若公司海外市占率提升不及预期，海外业务的营收增长性可能会有所降低。

**4、原材料价格波动：**公司主要原材料及关键零部件包括钢材、组合聚醚、异氰酸酯、压缩机及玻璃门体等，其中钢材、组合聚醚、异氰酸酯及压缩机的采购价格受到钢铁和原油等大宗商品价格的影响较大，2021年公司受大宗原材料价格上涨影响盈利能力承压，若未来上游原材料价格大幅上涨，公司业绩可能面临出现下行的情况。

**5、汇率波动：**公司外销产品主要以美元计价，受汇率变动的影响，折成人民币后外销产品价格会有所变动，人民币升值将对公司出口业务有较大负面影响。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3886	4415	4939	5731
现金	1355	1733	1702	1955
交易性金融资产	580	455	518	486
应收账款	1296	1152	1498	1897
其它应收款	17	39	32	41
预付账款	28	56	63	66
存货	583	958	1105	1264
其他	25	21	21	22
<b>非流动资产</b>	1234	1336	1550	1709
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	3	3	3	3
固定资产	653	793	913	1041
无形资产	150	177	214	233
在建工程	282	263	306	312
其他	145	100	114	120
<b>资产总计</b>	5119	5751	6489	7440
<b>流动负债</b>	1411	1645	1880	2212
短期借款	0	0	0	0
应付款项	1183	1404	1602	1903
预收账款	0	0	0	0
其他	228	242	277	309
<b>非流动负债</b>	31	19	22	24
长期借款	0	0	0	0
其他	31	19	22	24
<b>负债合计</b>	1442	1664	1901	2235
少数股东权益	32	51	79	109
归属母公司股东权益	3645	4036	4508	5096
<b>负债和股东权益</b>	5119	5751	6489	7440

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	133	457	307	450
净利润	304	446	556	663
折旧摊销	75	53	65	76
财务费用	(44)	(21)	(31)	(37)
投资损失	(11)	(10)	(13)	(11)
营运资金变动	(405)	383	(102)	(49)
其它	214	(393)	(167)	(192)
<b>投资活动现金流</b>	(575)	(63)	(315)	(187)
资本支出	(255)	(168)	(220)	(203)
长期投资	0	(0)	0	(0)
其他	(320)	105	(95)	16
<b>筹资活动现金流</b>	869	(16)	(24)	(9)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	869	(16)	(24)	(9)
<b>现金净增加额</b>	(11)	378	(32)	254

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	2905	3395	4054	4802
营业成本	2218	2522	2988	3510
营业税金及附加	27	31	36	43
营业费用	153	177	210	260
管理费用	88	105	125	158
研发费用	107	115	137	172
财务费用	(44)	(21)	(31)	(37)
资产减值损失	(31)	(19)	(19)	(34)
公允价值变动损益	0	1	1	0
投资净收益	11	10	13	11
其他经营收益	8	13	9	10
<b>营业利润</b>	344	509	631	751
营业外收支	(3)	(3)	(4)	(3)
<b>利润总额</b>	341	506	627	748
所得税	37	60	71	85
<b>净利润</b>	304	446	556	663
少数股东损益	12	18	29	29
<b>归属母公司净利润</b>	292	428	527	634
EBITDA	395	536	666	797
EPS (最新摊薄)	1.06	1.55	1.91	2.30

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	9.12%	16.87%	19.43%	18.45%
营业利润	23.21%	47.98%	23.82%	19.11%
归属母公司净利润	29.78%	46.38%	23.23%	20.27%
<b>获利能力</b>				
毛利率	23.62%	25.70%	26.31%	26.92%
净利率	10.47%	13.14%	13.71%	13.81%
ROE	9.63%	11.02%	12.15%	12.95%
ROIC	7.84%	10.55%	11.82%	12.53%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	28.16%	28.94%	29.30%	30.05%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.75	2.68	2.63	2.59
速动比率	2.34	2.10	2.04	2.02
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.66	0.62	0.66	0.69
应收账款周转率	2.79	2.82	3.15	2.95
应付账款周转率	3.47	3.59	3.57	3.62
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.06	1.55	1.91	2.30
每股经营现金	0.48	1.66	1.11	1.63
每股净资产	13.20	14.62	16.33	18.46
<b>估值比率</b>				
P/E	25.35	17.32	14.05	11.68
P/B	2.03	1.84	1.64	1.45
EV/EBITDA	17.34	9.83	7.91	6.37

资料来源：浙商证券研究所



## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>