

冷柜巨头，稳健成长

公司简介：

公司为国内商用冷冻柜龙头，冷冻柜内销市场份额约 50%，下游客户多为快消品龙头。分产品来看，冷冻柜收入占比 6 成，冷藏柜、商超柜与智能售货柜占比虽小但增速更快，分地区来看，内销收入占比达 7 成，内外销结构保持稳定。

投资逻辑：

商用制冷行业持续增长，竞争格局分散，集中度有望提升。据 FMI 数据，22 年全球商冷 3500 亿规模，预计未来增速约 4%；据产线在线数据，国内商用制冷规模 639 亿，其中轻型商用制冷 354 亿，17-22 年 CAGR=8.3%，预计未来增速快于全球。目前我国商用制冷行业仍处成长期，集中度偏低，龙头企业有望凭借自身产品优势，经营多个细分赛道从而获取更多市场份额。

产品强生产能力+高效决策体系+头部客户战略合作，公司 α 属性凸显。在高效决策体系与柔性化生产线搭建下，公司响应及交付订单能力强，研发创新能力位于行业前列；进入大客户供应商需要多项资质认证及长时间评估，壁垒较高，公司通过产品和服务逐步获得多家国内外快消品龙头认可，部分客户实现战略合作。

未来增长驱动力来自下游应用行业需求持续增长+大客户内供占比提升+持续拓展新客。①冷冻：下游应用场景包含冰淇淋与速冻，艾媒预测未来分别维持约 4%、9% 增长。公司竞争优势显著，未来增长点在于与客户合作加深、逐步获得更多海外市场，以及轻餐饮、预制菜等新消费场景接触放量。②冷藏：下游应用场景包含饮料与低温奶，饮料行业竞争加剧有望带动冷柜这类营销竞争工具增长，欧睿预测低温奶市场未来有望维持约 10% 增长。公司仍在拓展期，目前已基本进入头部客户供应名单，未来增长点在于客户供应占比提升。③商超展示柜：下游应用场景包含连锁便利店、生鲜电商，预计在新零售升级趋势下，行业未来仍能以较高增速持续增长。④智能售货柜：新兴赛道高增速，据沙利文数据，预计行业未来以 24% 复合增速持续增长，公司智能柜优势领先。此外公司短期受益原材料价格下行，23 年利润弹性强。

投资建议及估值：

随下游冷链应用场景持续增长，公司有望提升头部客户内供比例、持续拓展新客户，预计公司 23-25 年归母净利润为 4.1/4.8/5.9 亿元，同比 +40.2%/+17.7%/+22.8%，EPS 为 1.48/1.75/2.15 元，对应 PE 为 18.5/15.7/12.8x，给予公司 23 年 22X PE，目标价 32.65 元，给予“买入”评级。

风险提示：

原材料价格上行；快消行业复苏不及预期；大客户订单波动。

国金证券研究所

分析师：满在朋 (执业 S1130522030002)

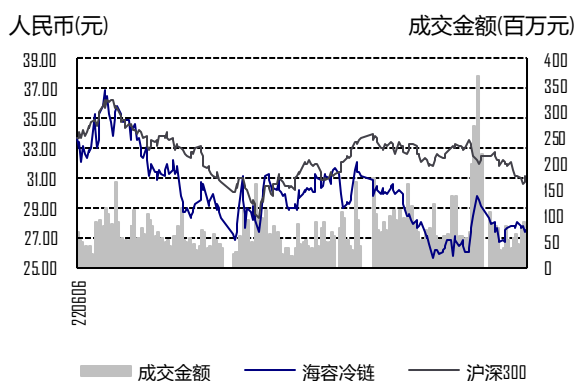
manzaipeng@gjzq.com.cn

联系人：鲍秋宇

baoqueyu@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：27.50 元

目标价 (人民币)：32.65 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,662	2,905	3,240	3,874	4,584
营业收入增长率	40.80%	9.12%	11.54%	19.58%	18.33%
归母净利润(百万元)	225	292	410	482	592
归母净利润增长率	-16.02%	29.78%	40.22%	17.74%	22.75%
摊薄每股收益(元)	0.921	1.059	1.484	1.748	2.145
每股经营性现金流净额	0.23	0.48	2.27	2.13	2.52
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.51%	8.02%	10.20%	10.95%	12.14%
P/E	51.53	29.97	18.53	15.74	12.82
P/B	4.90	2.40	1.89	1.72	1.56

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

一、公司概况：我国商用冷冻柜龙头，下游客户多为快消品龙头.....	4
二、商用制冷行业概况：千亿赛道，仍在成长期，格局分散.....	5
三、如何看待公司竞争力：强生产交付力+高效决策体系+头部客户战略合作.....	8
3.1、强生产交付能力快速响应定制需求，研发创新能力位于行业前列.....	8
3.2、管理层稳定且经验丰富，决策体系灵活高效.....	11
3.3、进入大客户壁垒较高，公司已与头部客户实现战略合作，并持续拓展新客.....	11
四、分析产品所在细分行业增长驱动力、竞争格局、公司未来增长点.....	13
4.1、冷冻柜：下游应用场景包含冰淇淋与速冻，公司冷冻柜占据市场一半份额.....	13
4.2、冷藏柜：下游应用场景包含饮料与低温奶，公司仍在拓展期，未来增长点在于大客户内供占比提升.....	16
4.3、商超展示柜：下游应用场景包含便利店与生鲜电商，公司初入市场增速亮眼.....	18
4.4、智能售货柜：新兴赛道增速较快，公司智能柜优势领先，初入市场即快速放量.....	18
五、财务分析：成长属性显著，盈利能力长期高于行业水平.....	19
六、盈利预测与投资建议.....	21
6.1、原材料价格展望.....	21
6.2、盈利预测.....	22
6.3、投资建议及估值.....	23
七、风险提示.....	24

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	4
图表 2：公司主要产品分类及应用领域.....	5
图表 3：公司分业务营收情况（亿元）：冷冻柜当前收入占比约 6 成.....	5
图表 4：公司分区域营收情况：内销当前收入占比约 7 成.....	5
图表 5：我国制冷行业规模及划分.....	5
图表 6：中国轻型商用制冷设备市场规模 17-22 年 CAGR=8%.....	6
图表 7：2022 年轻商用制冷设备细分市场（亿元）.....	6
图表 8：轻型商用设备细分赛道产品比较.....	7
图表 9：国内外主要商用冷柜公司情况.....	8
图表 10：不同客户需求梳理及对供应链难度.....	9
图表 11：公司产品 SKU 丰富.....	9
图表 12：公司商用展示柜 SKU 数量高于竞争对手（个）.....	9
图表 13：公司生产线柔性化体现之一：同条生产线可生产不同品牌商产品.....	10
图表 14：公司上市以来募资投产项目情况.....	10
图表 15：公司持续投入研发，研发费率保持稳定.....	10
图表 16：公司专利数量持续增长.....	10
图表 17：众多的资质和产品认证形成了行业的准入壁垒.....	11
图表 18：2015-2019 年公司销售额 TOP5 客户情况.....	12

图表 19: 公司目前主要客户情况	12
图表 20: 客户对商用冷柜采购的关注点分析	12
图表 21: 预计国内冰淇淋市场 22-27 年以 4%复合增速持续增长	13
图表 22: 中国人均冰淇淋消费量相比全球仍有较大提升空间	13
图表 23: 预计国内速冻食品市场未来将以 9%的复合增速持续增长	14
图表 24: 2019 年中国人均速冻食品消费量情况与其他国家对比(kg/人)	14
图表 25: 商用冷柜下游客户对定制化的不同偏好占比	14
图表 26: 公司同类型产品定价显著高于竞争对手	15
图表 27: 蒙牛全球化战略持续推进	15
图表 28: 伊利全球化战略持续推进	16
图表 29: 全球商用展示柜销量情况: 2020 年冷藏销量约为冷冻 2.4 倍	16
图表 30: 中国饮料市场规模情况	17
图表 31: 2021 年饮料巨头在我国的终端冰柜数量情况(万台)	17
图表 32: 低温奶市场增速快于常温奶	17
图表 33: 低温奶较常温奶更具营养价值	17
图表 34: 中国人均低温奶消费量持续增长(公升/人/年)	17
图表 35: 2020 年中国低温奶人均消费量远低于日、韩、美(公升)	17
图表 36: 预计中国便利店市场将以 9%的增速持续增长	18
图表 37: 预计中国生鲜电商市场未来将以 15%增速持续增长	18
图表 38: 中国自动售货机市场实现高速增长(百万元)	19
图表 39: 中国自动售货机保有数量远低于美、欧、日	19
图表 40: 可比公司营收增速对比	19
图表 41: 可比公司归母净利润对比	19
图表 42: 公司毛利率高于行业水平	20
图表 43: 公司销售费用率低于行业水平	20
图表 44: 公司管理费用率保持稳定	20
图表 45: 公司归母净利率高于行业水平	20
图表 46: 公司存货周转天数呈下滑趋势(天)	21
图表 47: 公司应收账款周转天数近年有所提升(天)	21
图表 48: 公司应付账款周转天数呈下降趋势,但近年维持稳定(天)	21
图表 49: 公司净现比、收现比情况	21
图表 50: 公司原材料成本指数与毛利率变动	22
图表 51: 公司分产品收入预测	23
图表 52: 可比公司估值比较(市盈率法)	24

一、公司概况：我国商用冷冻柜龙头，下游客户多为快消品龙头

公司为国内商用冷冻柜龙头企业，深耕商用冷链 17 年，专注于食品冷链物流销售终端的商用展示柜研发、生产和销售。公司前身青岛海容电器有限公司，成立于 2006 年 8 月，2018 年 11 月 29 日在上交所挂牌上市。公司下游客户多为冰淇淋、速冻、饮料、乳制品等快消企业，例如联合利华、雀巢、伊利、蒙牛、百事可乐、可口可乐等公司，再由快消企业投放公司产品至大型商超、连锁便利店、交通枢纽、学校、住宅小区、写字楼等场所，公司坚持“专业化、差异化、定制化”发展战略，持续引领行业产品创新，先后获得“国家级高新技术企业”、“山东省认定企业技术中心”等荣誉认证。

图表1：公司发展历程



来源：公司公告，国金证券研究所

分产品收入来看，冷冻柜占比约 6 成，冷藏柜、商超展示柜与智能售货柜增速加快。公司深耕商用冷链产品 17 年，营收持续增长，2018-2022 年收入 CAGR 达 24.4%，2022 年实现营收 29.0 亿元，同比+9.1%，归母净利润达 2.9 亿元，同比+29.8%。分产品来看，1) 商用冷冻展示柜 2022 年营收占比达 63%，为公司主要收入来源，且规模持续增长，2018-2022 年 CAGR 达 22.2%；2) 商用冷藏展示柜近年逐渐进入大客户内供名单，客户群体不断扩大，增速有望加快，2018-2022 年 CAGR 达 18.5%，2022 年营收占比达 19%；3) 此外，受益于国内连锁便利店的快速扩张以及公司与知名商超加强合作，商超展示柜业务自 2018 年开始逐步放量，2018-2022 年 CAGR 达 72.2%，2022 年营收占比达 11%；4) 商用智能售货柜投放加速，2018-2022 年 CAGR 达 31.0%，目前下游行业仍处发展初期，公司收入占比相对不高，2022 年营收占比仅 6%，但随着产品升级及应用场景的逐步丰富，智能柜发展空间广阔。

分销售地区来看，内销占比达 7 成，内外销结构相对稳定。2022 年公司内销占比达 76%，且自 2012 年以来内销占比维持在 6-7 成左右，公司内外销增速大致趋同，近年受疫情、海运费、美国关税等外部影响，外销增速有所减缓，但国外市场仍有较大开拓空间，我们预计待外销环境回暖，公司外销业务可重回快速增长正轨。

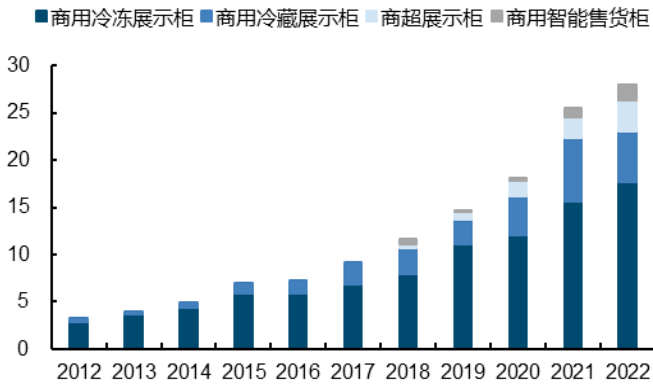
1) 公司内销以自有品牌直销为主，一般于每年 4 季度初与客户签订下一采购周期的框架，确定产品规格、型号以及全年预计销售数量，后续客户也会在市场投放过程中不断调整不同产品需求，绝大部分客户为一年一签，因冷柜的季节性影响，通常每年的上半年和年底为冷冻柜产销旺季。内销收入确认方式为发货后收到客户签收回执时确认收入。2) 公司外销主要为直销模式，大部分为自有品牌销售，客户为联合利华、雀巢等生产企业，其余为 ODM 业务，供给海外冷链企业，公司目前已经建立起覆盖全国、辐射海外的销售网络，三大主要海外市场为北美地区、东南亚地区、欧洲地区。外销收入确认方式为在产品装船离港时确认，主要以美元进行结算。

图表2: 公司主要产品分类及应用领域



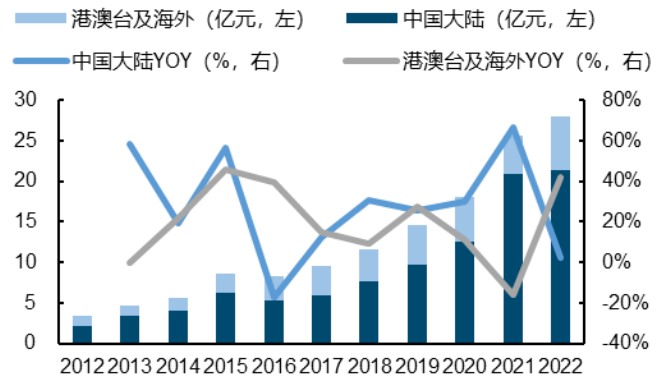
来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表3: 公司分业务营收情况 (亿元): 冷冻柜当前收入占比约6成



来源: wind, 国金证券研究所

图表4: 公司分区域营收情况: 内销当前收入占比约7成



来源: wind, 国金证券研究所

二、商用制冷行业概况: 千亿赛道, 仍在成长期, 格局分散

商用制冷全球约 3500 亿人民币规模, 预计未来 5 年复合增速约 4%。根据 FMI 数据预测, 2022 年全球商用制冷设备规模达 518 亿美元, 同比增长 3.9%, 预计到 2028 年全球商用制冷设备市场的规模将达到 683 亿美元, 同时以 4% 的复合年增长率 (2022-2028 年) 增长。

商用制冷内销 639 亿规模, 其中轻型商用制冷达 354 亿、17-22 年 CAGR=8%, 未来商冷内销增速预计快于全球。根据产业在线数据, 在内外销均承压背景下, 2022 年中国商用制冷约 639 亿元, 同比下滑 13.4%, 其中轻商用制冷设备规模达 354 亿元, 同比下滑 8.6%, 轻商用制冷行业 2017-2022 年 CAGR=8.3%, 我们预计随下游应用场景持续增长, 内外销恢复下, 行业规模仍能保持高个位数增长态势。公司所在赛道包含轻商制冷及部分大商用制冷设备, 我们粗略估计约有 400-500 亿规模, 细分来看, 轻商用制冷设备细分子领域多, 单赛道价值量不大, 其中食品展示柜 (冷冻+冷藏) 为第一大细分赛道, 规模达 94 亿元, 其他品类占比均在 25% 以下, 单赛道规模不超过 60 亿。

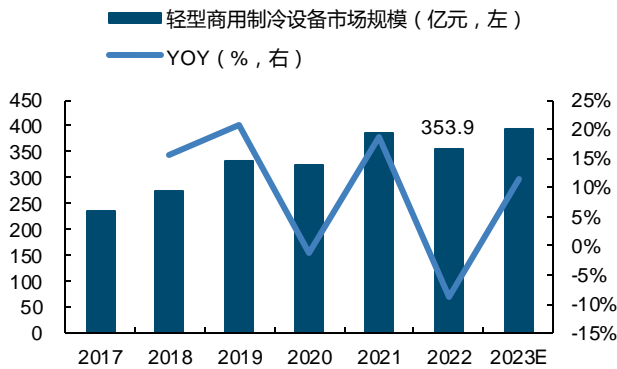
图表5: 我国制冷行业规模及划分

制冷行业 (2387 亿元)

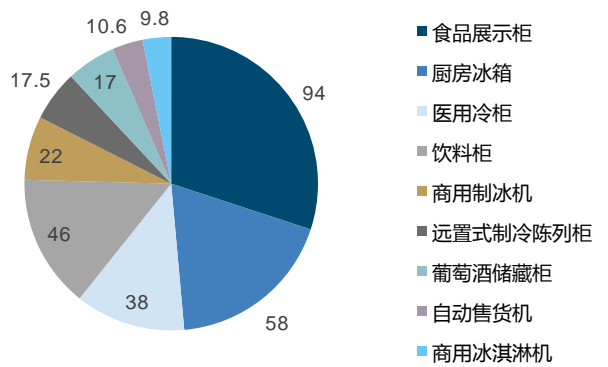
家用制冷 (1567 亿)	商用制冷 (738 亿)					工业制冷 (82 亿)
	轻商制冷 (384 亿, 占商用制冷规模 52%)		大商用制冷 (354 亿)			
冰箱 冰柜 饮水机	轻商柜* 食品展示柜* 厨房冰箱 饮料柜* 自动售货柜* 红酒柜	其他轻商设备* 冰淇淋机* 商用制冰机* 医用冷柜 其他*	远置式陈列柜* 立柜* 柜台柜* 岛柜* 步入式冷柜* 其他*	冷库 果蔬库 肉类库 水产库 其他库	移动 冷藏车 冷藏集装箱	速冻机 其他

来源：产业在线，国金证券研究所；注：标*为公司涉足产品领域；行业规模采用 2021 年数据。

图表6：中国轻型商用制冷设备市场规模 17-22 年 CAGR=8%



图表7：2022 年轻商用制冷设备细分市场规模 (亿元)



来源：产业在线，国金证券研究所

来源：产业在线，国金证券研究所

冷链细分赛道众多，龙头提升规模往往需要经营多个细分赛道。乐观假设下，单一赛道市占率即使达到 50% 以上，对应营收天花板为 50 亿，因此中长期的营收天花板若要打开，多赛道布局是必然选择。食品展示柜、饮料柜、自动售货柜和远置式制冷陈列柜技术路径通用性较强，但也有技术的侧重点，例如远置式硬件配置要求高，自动售货柜对算法要求高，但总体来看差异不大，CR5 的重叠度较高，酒柜对温控精度、湿度、震动、紫外线等方面均有严苛要求，产品壁垒高，海尔和博世等成为主要玩家，医用冷柜的逻辑类似，且超低温产品壁垒更高。但目前国内主要厂商目前的体量基本在 30 亿元以下，有限的资源投入下，在单一品类做大做强的基础上发力其他细分赛道是更为稳妥和现实的路径。如公司以冷冻柜（食品展示柜）起家，在细分赛道成为绝对龙头后（市占率 50%+），开始在冷藏柜（属饮料柜）和智能柜（自动售货机）领域快速突破。

图表8: 轻型商用设备细分赛道产品比较

品类	CR5	占行业销量比重	主要企业及行业特征	应用场景	产品制造壁垒	发展方向预判
食品展示柜	40%	35%	松下、海尔、海容等；与家用竞争高度重合，品牌壁垒不高，缺乏龙头领导	连锁店+非连锁店、夫妻店等	√ √	两极化： 1) 高端方面受酒店餐饮连锁化率提升（定制化要求提高）+产品品质本身升级； 2) 部件结构优化：采用模块化蒸发器，融霜能力提升； 3) 美观程度提升、智能监控技术升级、玻璃门防凝霜技术加快。
厨房冰箱	40%	12%	星星、银都、宏泰；以中小型企业+作坊式工厂为主，中低端市场、同质化高	酒店餐饮及零售	√ √	两极化： 1) 高端方面受酒店餐饮连锁化率提升（定制化要求提高）+消费者对食品安全要求提高； 2) 中国餐饮连锁化率低，大量夫妻店具有旺盛的中低端产品需求。
饮料柜	68%	12%	海信、澳柯玛、海容；海容冷链近年市场份额提升明显	商超、便利店、餐厅	√ √ √	更新换代为主，高端化发展： 1) 总体：饮料企业竞争格局分散、元气、农夫近年带动高端化和年轻化，饮料柜需适配 2) 美观程度提升、智能监控技术升级、玻璃门防凝霜技术加快。
酒柜	56%	8%	海尔、博世、卡萨帝、澳柯玛	家庭、高档餐厅	√ √ √ √ √	壁垒高，高端化路线： 1) 最佳储藏温度 12.8 度，需要更精准的压缩机及温控器； 2) 急速温度变化会影响葡萄酒品质，需缓慢调节； 3) 完善的通风系统保证适度，防止酒瓶软木塞干裂； 4) 震动将加速葡萄酒化学反应，需要精密的防震压缩机； 5) 紫外线导致葡萄酒变质，玻璃门需要双层防紫外线。
医用冷柜	76%	3%	海尔、冰山松洋、澳柯玛；国产企业优势较为明显	生物样本库、药品试剂安全、血液、疫苗	√ √ √ √ √	1) 制冷系统采用复叠式或自复叠，斯特林技术或是方向之一； 2) 完善的安全系统和温度控制系统。
自动售货柜	60%+	1%	大连富士冰山、湖南中吉、海容；大连富士冰山市占率超 50%	无人零售	√ √ √	高端化： 1) 带制冷功能的售货柜占比不断提升（2021 年 67%）； 2) 智能化：投币支付转向扫码支付，增加后台数据管理功能，智能柜近年高速增长（2021 年+71%）； 3) 部件结构化：制冷剂（如 R290）、换热器、玻璃门体升级。
远置式制冷陈列柜	83%	1%	松下、海尔开利；前两家企业市占率超 60%，3-5 名企业排名不断变化	连锁商超、便利店	√ √ √ √	1) 部件结构优化：采用模块化蒸发器，融霜能力提升； 2) 蜂巢式风幕设计，减弱内外空气对流

来源：产业在线，各公司公告，制冷技术，国金证券研究所；注：占行业销量比重采用 2022 年数据

目前来看我国商用制冷行业仍处于成长期，集中度偏低，龙头企业有望享受行业增长红利、提升市场份额。国外的商用展示柜市场由 AHT（被大金收购）、LIEBHERR 等大型制造商主导，龙头营收规模大部分超百亿元人民币，而国内商用展示柜市场从大型白色家电生产商、专业商用展示柜企业到中小玩家都有参与，且国内专注该领域的企业较少，主要参与者如澳柯玛、海尔、凯雪冷链等通常以独立业务部门或子公司的形式运营商用展示柜业务，且只集中于冷饮、速冻食品、乳制品等某一个或几个细分行业，行业内尚未形成大型专业性的垄断企业，行业集中度较低，因此我们认为行业优质龙头企业有望凭借自身产品优势、交付能力持续拓展产品制造能力圈，从而能够提升客户内供比例、持续拓展客户，获取更多市场份额。

图表9：国内外主要商用冷柜公司情况

厂商名	公司概况	业务	22年制冷设备营收体量(亿元)	22年制冷设备毛利率	22年净利率(公司整体)
国内商用冷柜企业介绍					
青岛澳柯玛商用电器有限公司	澳柯玛子公司	主要产品包括冷藏展示柜、冷冻展示柜、岛柜系列、商超设备、智能无人售货柜、家用制冷电器等	52.8	16.8%	2%
青岛海容商用冷链股份有限公司	2006年成立，2018年A股上市	主要产品包括商用冷冻展示柜、商用冷藏展示柜、商超展示柜、商用智能售货柜和冷库产品	29.1	23.6%	10%
青岛海尔特种电冰柜有限公司	海尔智家子公司	主要产品包括电冰柜、冷藏柜、厨房冰箱、冰淇淋柜、蛋糕柜、冷藏专用车、制冷空调设备等	29.3 (2020年)	17.6% (2020年)	1.12% (2020年)
冰山冷热科技股份有限公司	深交所主板挂牌上市	主要产品包括活塞式、螺杆式制冷压缩机以及压力容器、组合库、气调保鲜库、速冻机、块冰机、片冰机、颗粒机等	制冷业务 28.0	12.3%	1%
青岛海信商用冷链股份有限公司	海信科龙孙公司	主要产品包括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		未披露	
郑州凯雪冷链股份有限公司	2006年成立，2021年11月新三板摘牌冲刺北交所IPO	主要产品包括商用展示柜、冷藏车制冷机组、客车空调等系列产品	2.7	17.7%	6%
浙江星星冷链集成股份有限公司	2022年7月递交招股书	主要产品包括家用冰箱系列、酒柜系列、冷柜系列等	56.6 (2021年)	21.2% (2021年)	3% (2021年)
松下冷链(大连)有限公司	冰山集团(冰山冷热控股股东)持股70%	主要产品包括商超陈列柜、厨房冷柜、冷库风机设备、饮品展示设备、医疗用冷冻冷藏设备等	15 (2021年)		
国外商用冷柜企业介绍					
AHT	2018年被日本大金收购，总部位于奥地利	产品集中在超市的物品冷藏、冷冻、冰淇淋冷冻机和饮料冷却机等			
Epta	意大利企业	主要产品为冷冻、冷藏陈列柜及商用设备配套产品	13.67亿欧元		
Carrier	美国企业	主要产品为涵盖轻型商用空调、楼宇解决方案、运输冷藏、商用制冷	制冷业务营收 38.83亿美元		制冷业务营业利润率 12.4%
Husmann	美国企业，2015年被松下收购	主要产品为商用展示柜、食品制冷设备等			
LIEBHERR	瑞士企业	制冷产品包括台台式、自立式、嵌入式及组合冷藏库，以及冷藏、冷冻柜、食品储存及饮料冷却机、酒温控柜，以及商用冷藏库与冷藏柜	制冷业务营收 11.52亿欧元		
Ugur	土耳其企业	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			

来源：各公司公告，国金证券研究所

三、如何看待公司竞争力：强生产交付力+高效决策体系+头部客户战略合作

3.1、强生产交付能力快速响应定制需求，研发创新能力位于行业前列

TOB 产品的定制化倒逼企业制造的全流程（研发、采购、生产）进行重塑进而适应需求。与 TOC 冰箱较为标准化产品不同（销售后置），TOB 冷柜更有定制化需求（销售前置），为实现品宣效应，商用冷柜下游不同的客户对产品的技术要求、质量标准、尺寸以及外观颜色图案等方面均会提出不同要求，因而其订单在产品规格、型号等方面均都有很大的区别，如沃尔玛要求增加冷柜的保温性能，深圳天虹商场连锁强调颜色的个性化，烘焙企业好利来偏好增加冷柜的展示面积，增加冷柜玻璃的通透性，需求众口难调，无法统一。

图表10: 不同客户需求梳理及对供应链难度

客户	要求	对供应链难度
商超连锁		
沃尔玛	要求增加冷柜的保温性能, 增加冷柜发泡体的厚度, 但增加发泡体厚度需要近千万模具投入, 只能采用真空绝热板 (VIP)	需求数量少、品类繁多且每次采购数量与规格皆不相同, 采购难度大
深圳天虹商场	强调颜色的个性化	冷柜颜色必须重新开发, 与其他超市冷柜不能相同
	对大理石要求高	不仅指定颜色、还指定品牌
上海一鸣	更看重曲面玻璃的流线型	冷链研发部需要开发出流线型更加美观的曲线玻璃
永辉	对冷库温湿度和冷库门开关状态等重要指标的智能化实时监控	智能化水平提升
餐饮连锁		
好利来	要求增加冷柜展示面积, 更要求增加冷柜玻璃的通透性	需要重新设计无边框的复层中空玻璃, 且玻璃原片只能选用超白玻璃。超白玻璃最小起订量大
肯德基	要求冷链提供三门立式冷柜	立式冷柜标准柜型为双门冷柜, 三门属于非标产品
喜家德	要求提供纵深为 700mm 的卧式冷冻柜	部分企业 (如松下) 卧式冷冻柜标准柜型纵深是 600mm 和 750mm

来源: 各公司公众号, 《松下冷链 (大连) 有限公司柔性化变革案例研究》, 国金证券研究所

定制化难点在于平衡定制生产线的成本与投入。固定化需求存在, 所以采用专用生产线必要性高, 但专用生产线上仍需要一定的兼容性 (成本控制), 如定制一套全新的外观要投入几十万到几百万元的模具费用, 而轻商产品本身价格较低, 如果批量不大, 就很难支撑生产成本。此外, 不时变换生产线也对产品质量的可靠性提出更高要求, 所以定制化难点在于前期投入与后期规模的权衡, 以及对于生产环节的精准把控。

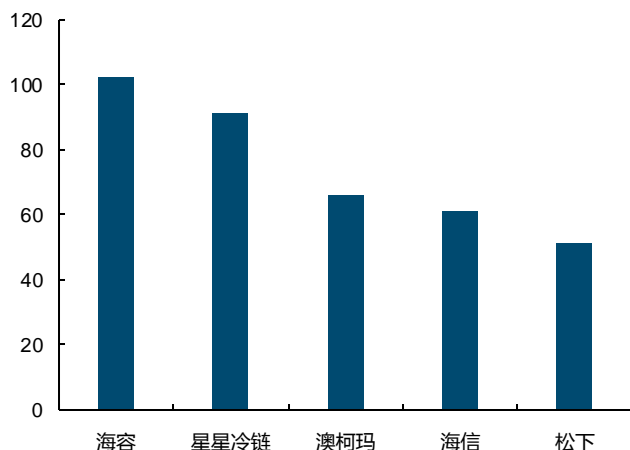
公司具备强生产及交付订单能力, 柔性化生产模式为其体现之一, 可快速响应定制化需求、SKU 优势明显。商用冷柜定制属性较强, 基于这样的定制特征, 公司建立了柔性化高效生产管理体系, 体现在 1) 订单量较大的单一型号产品在同一产线上批量化生产; 对差异性较大的部件及个性化较高的产品从组合中拆出来单独做成模块生产后再与其他部分组合。即不断地做重分类, 将相同的部分集中到流水线上, 将不同的东西拆出来通过分支方式完成, 可以保障单条生产线上多类产品的混合式生产, 实现了小批量、多批次、多型号并线生产。柔性化生产链下公司产线共计有 100 余种 SKU, 高于其他头部冷链公司, 保证了公司在产品多样化、差异化的情况下快速响应不同客户需求, 提升生产效率。2) 公司产品中较为标准化的零部件可以做到自产, 以降低供应商管理成本, 非标高端零部件 (如玻璃门体) 则长期培养自身的供应链, 形成稳定成熟的合作模式。3) 此外在数字化方面, 从生产到售后全流程采用数字化系统, 同时公司层面也成立信息化部门做整体统筹。

图表11: 公司产品 SKU 丰富

冷冻展示柜系列	种类	冷藏展示柜系列	种类	商超展示柜系列	种类	无人售货柜系列	种类
弧形玻璃门卧式冷冻展示柜	20	单门冷藏展示柜	12	风幕柜	6	自动售货柜	9
平形玻璃门卧式冷冻展示柜	5	多门冷藏展示柜	-	拉门柜	6	智能自取柜 (冷藏系列)	12
冰淇淋打球柜	4	-	-	鲜肉柜	8	智能自取柜 (冷冻系列)	3
台面冷冻展示柜	3	-	-	熟食柜	5	-	-
立式冷冻展示柜	4	-	-	环岛柜	2	-	-
-	-	-	-	组合柜	8	-	-
-	-	-	-	后补式冷库	1	-	-
合计	36		12		36		24

来源: 公司冷链售后小程序, 国金证券研究所; 注: 统计时间截至 2023/5/31

图表12: 公司商用展示柜 SKU 数量高于竞争对手 (个)



来源: 各公司官网/小程序, 国金证券研究所; 注: 统计时间截至 2022 年底

图13: 公司生产线柔性化体现之一: 同条生产线可生产不同品牌商产品



来源: 上证路演, 国金证券研究所

募投项目有序推进, 保持产能充足, 提升交付能力。从细分品类来看, 因公司主要为客户提供定制化服务, 产销率均保持较高水平, 2022 年实现产销两旺, 商品冷冻柜、冷藏柜、商超展示柜、智能售货柜产量分别达 86.6、17.3、4.3、4.9 万台, 实现销量分别为 88.2、17.0、4.7、4.4 万台。近年来公司也持续募资扩大产能, 2022 年公司定增项目募资净额达 9.84 亿元, 其中用于年产 100 万台高端立式冷藏展示柜扩产项目拟投入募资金额 7 亿元 (项目投资总额为 7.85 亿元), 剩余 3 亿元用于补充流动资金。公司产能投放节奏与下游需求和预计订单来确定, 当前建设周期较长的厂房已经建设完毕, 产线将分批分期进行建设, 经公司估算, 定增项目建成并达产后, 预计将为公司新增年营业收入 24.29 亿元, 项目税后内部收益率为 27.98%。公司新建扩产项目不断加码使其产能规模日益扩大, 有利于提升公司交付能力, 进一步巩固和强化公司在商用展示柜行业细分领域中的市场地位。

图14: 公司上市以来募资投产项目情况

募资项目	发行日	募资净额(亿元)	拟投产项目
IPO (已结项)	2018 年 11 月 16 日	5.87	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
可转债	2020 年 6 月 29 日	4.93	智能冷链设备及商用自动售货设备产业化项目
定向增发	2022 年 7 月 5 日	9.84	年产 100 万台高端立式冷藏展示柜扩产项目

来源: 公司公告, 国金证券研究所

领先的研发创新能力赋予公司主动沟通权, 增加新订单可能性。TOB 业务一般为客户发出定制需求, 供应商去完成, 但公司凭借创新能力可提供更为优秀产品去主动与客户洽谈, 提升产品差异化竞争力。公司高度重视技术研发和自主创新, 拥有多项核心技术, 截至 2022 年底取得 201 项专利 (包括 74 项在审专利), 且公司进行产品研发之前往往会让销售人员带领研发人员去终端考察, 以便更了解客户需求, 较为高效的研发模式使得公司持续推新能力位于行业前列, 如早在 2015 年便开始研发智能冷柜, 近年来步入收获期, 智能柜逐渐放量, 助力公司整体战略转型升级。

图15: 公司持续投入研发, 研发费率保持稳定

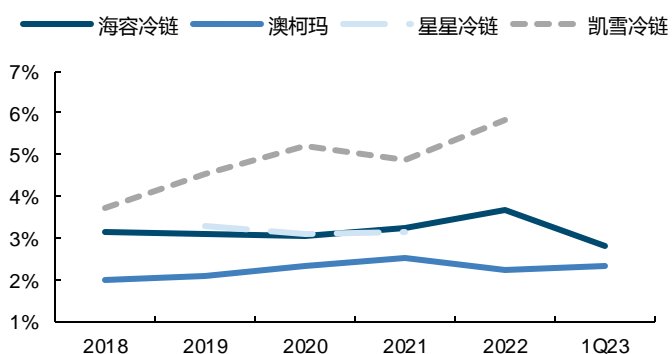
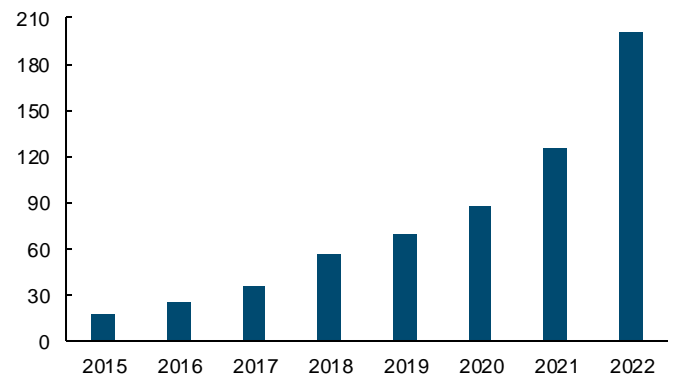


图16: 公司专利数量持续增长



来源: wind, 国金证券研究所

来源: 万方数据库, 国金证券研究所; 注: 包括 74 项在审专利

3.2、管理层稳定且经验丰富，决策体系灵活高效

稳定且经验丰富的管理层，股权结构较为集中。自 2006 年成立以来，公司核心管理团队和关键技术人员未发生过重大改变，团队的核心成员均拥有十多年的冷链行业从业经验，对行业市场需求趋势把握准确，公司创始人均参与部分经营，各有专长。此外公司股权结构较集中，截至 2023 年一季度末，公司董事长兼总经理邵伟持股 19.87%，为第一大股东，高管团队合计持有公司股权 27.01%。

高效决策体系助力公司快速响应订单需求。在一个采购周期内，客户有多家供应商的情况下，如果某供应商产品交付的相对更快、同时产品质量非常稳定，产品的投放效果良好，就有可能实际供应份额超过最初约定的份额。公司架构较为扁平化，总经理邵总主抓技术和销售，也愿意下放部分决策权于各部门领导（均为团队创始人），整体团队执行能力突出、流程运作灵活高效，助力公司快速响应订单需求，抢占市场份额。

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%，股权激励计划可绑定管理层及核心员工利益，助力公司长远发展。

3.3、进入大客户壁垒较高，公司已与头部客户实现战略合作，并持续拓展新客户

商用展示柜行业具有准入壁垒，大客户壁垒更高。商用展示柜的使用环境较家用来说更加恶劣，例如使用者频繁开关门、室外淋雨或炎热天气下都需要保持内部食品的新鲜度与口感，因此商冷柜的性能要求也高于家用，国内外生产和销售商冷柜均需要获得强制性资质认证，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，且需要通过长时间的考察，大部分客户从接触到送样机到批量采购需要几年时间，但认证周期选定供应商后不会轻易更换。

图表17: 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	测试内容	判断标准
中国	3C 认证	温度测试: 环境温度 25℃, 湿度 60% 工况下所有测试点温度有测试点温度范围为 1-10℃ 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。 凝露测试: 环境温度 25℃, 湿度 60% 工况下, 满负载状态下, 稳定运行时间不少于 24 小时。	温度测试: 测试点温度范围 1-10℃; 凝露试验: 成列柜性能不应受水蒸气的影响。
美国	ETL、ETL-Sanitation、UL、Energy Star 认证	温度测试: 环境温度 32℃, 湿度 65% 工况下, 所有测试点温度有测试点温度范围为 0-7.2℃ 之间, 开门频率为 6 秒/10 分钟, 持续 8 小时。试验总时间为 24 小时。 凝露测试: 环境温度 32℃, 湿度 65% 工况下, 满负载状态下, 稳定运行时间不少于 24 小时。	温度测试: 测试点温度范围 0-7.2 摄氏度; 凝露试验: 玻璃门表面凝露低于 5%; 全载试验: 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;
欧盟	CE 认证	全载试验: 环境温度 32℃, 湿度 65% 工况下, 产品和所有负载要求温度保持在 32±1.1℃, 稳定时间不少于 2 小时, 通电运行; 9 小时内所有测试点温度范围 0-7.2℃。	半载试验: 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;
日本	PSE 认证	半载试验: 环境温度 32℃, 湿度 65% 工况下, 箱内负载达到温度范围后, 取出一半负载, 待其温度稳定恢复到 32±1.1℃, 按标准要求再次装入后测试, 13 小时内温度范围为 0-7.2℃。	半载试验: 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;
韩国	KC 认证	冷凝器遮蔽试验: 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。	冷凝器遮蔽试验: 压缩机没有过载, 产品内测试点温度范围 0-7.2℃。
沙特	SASO 认证		

来源: 公司招股书, 国金证券研究所

公司已与头部客户实现战略合作，同时新客户开拓顺利。公司作为商用展示柜行业龙头，现已与众多国内外知名快消品品牌商和商业超市、连锁品牌便利店、新零售运营商等渠道商开展合作，并已进入多家国际化快消品品牌商的全球合格供应商名录。公司也凭借其技术研发、生产管理等方面的领先优势充分满足客户需求，与客户形成了长期稳定的合作关系，自 2012 年改制至今公司核心客户合作不断加深，截至 2022 年末，前五大客户营收占比维持稳定，公司作为蒙牛冷柜的独供企业，双方达成长期战略合作关系，公司在稳固头部客户供应链地位后，有能力实现长期稳定的订单。此外，公司积极开拓新客户，目前已成功进入百事可乐、可口可乐、康师傅、统一等多家饮料品牌和美宜佳、全家、711、罗森等连锁便利店品牌的供应商体系，智能柜领域拓展了大量运营商客户。

图表18: 2015-2019 年公司销售额 TOP5 客户情况

排名	2015	2016	2017	2018	2019
1	晶弘电器	IDW	IDW	伊利	伊利
2	联合利华	联合利华	伊利	IDW	联合利华
3	蒙牛	晶弘电器	蒙牛	蒙牛	农夫山泉
4	IDW	蒙牛	联合利华	联合利华	雀巢
5	红宝石 冰淇淋	伊利	Excel lenceI ndustr ies	农夫山泉	IDW
占收入比例	43%	37%	47%	45%	44%
Top5 营收 (亿元)	3.7	3	4.5	5.3	6.6
YOY	-	-	50%	18%	25%

来源: 公司公告, 招股书, 国金证券研究所

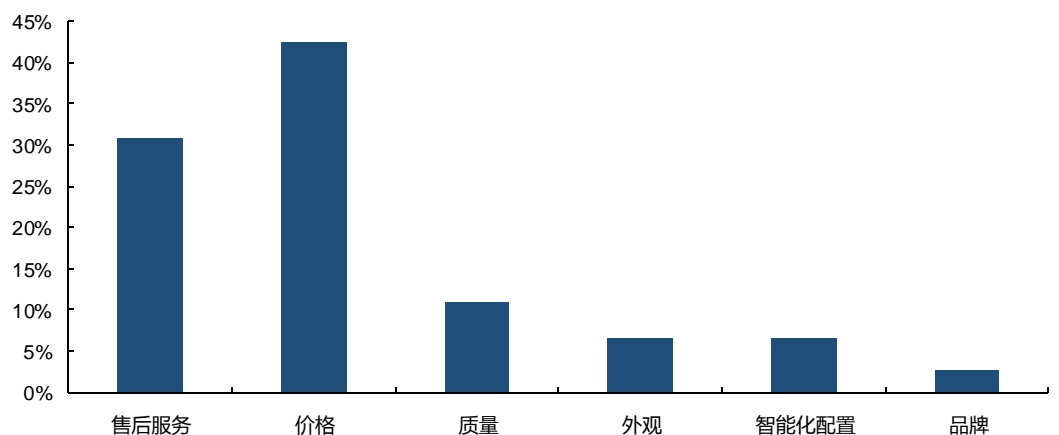
图表19: 公司目前主要客户情况



来源: 公司官网, 国金证券研究所

商用制冷售后环节提出高要求。售后的难点在于产品定制化程度高对售后人员的专业水平提出高要求, 同时产品出故障产生的损失较大, 下游客户对售后服务的时效性要求高, 尤其是冰淇淋产品对冷柜故障更为敏感, 要求相对较低的饮料客户近年也提高要求, 如百事可乐要求发出保修请求后产品需在 8 小时内得到保修。根据市场调研, 30.9% 的客户认为售后服务是自身最关注的点。

图表20: 客户对商用冷柜采购的关注点分析



来源：《澳柯玛商用冷柜大客户营销策略改进》，国金证券研究所

公司具备完善售后服务。1) 精细化运作，服务市场不断下沉。公司建立自营售后服务公司、官方一键报修小程序，目前有效的服务网点已经超过 2000 家，除公司销售人员外亦与第三方维修专户签订协议为客户提供服务，目前服务网络已经覆盖到全国有一定影响力的县级市，乡镇等四五级市场通过县级维修服务网络进行覆盖。2) 服务优化升级。公司对客户整台设备提供 1-5 年免费维修，压缩机部件提供 3-5 年免费维修，对外销客户还提供销售金额 1%-2% 的免费配件。

四、分析产品所在细分行业增长驱动力、竞争格局、公司未来增长点

商用冷柜的主要功能还是储藏品牌商产品，由品牌方采购（计入品牌方销售费用）后投放至商超、便利店等场所，因此行业增长驱动力主要来自于下游应用场景的持续增长，客户投放销售费用随之增加（量增），以及行业本身产品结构升级（价增），而公司的未来增长点一方面跟随行业成长，另一方面来自大客户内供占比的提升以及新客户的拓展。因为公司涉足商用制冷不同细分领域，接下来我们按照公司不同产品下游应用行业规模和增速、行业的竞争格局、公司的地位、公司的未来发展方向去分析，方便与盈利预测中的产品拆分进行一一对应。

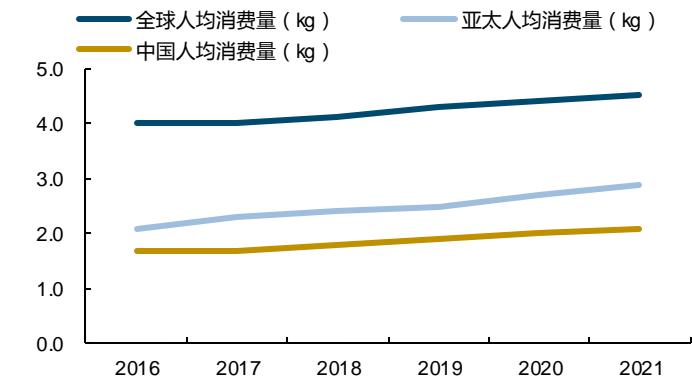
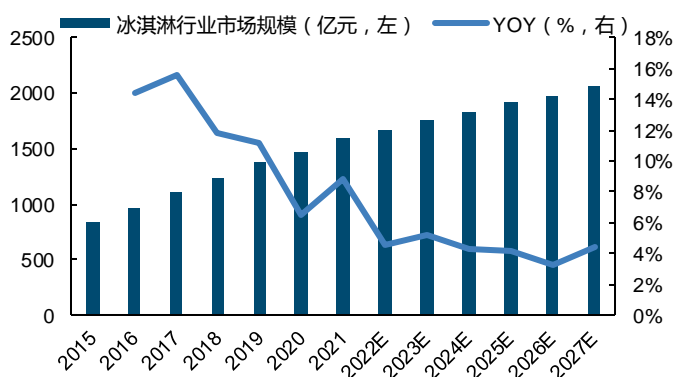
4.1、冷冻柜：下游应用场景包含冰淇淋与速冻，公司冷冻柜占据市场一半份额

消费升级+冷链物流技术进步促进冰淇淋行业稳步增长。随着中国家庭收入和家庭消费水平逐年提高，人们对于冰淇淋等休闲食品的需求量提升，近年来随着冷链物流技术的进步，冰淇淋作为夏季解暑降温食品已经逐渐打破了其季节性、区域性壁垒，市场规模呈稳步增长态势，据艾媒数据，2022 年冰淇淋市场规模约为 1672 亿元，同比+4.5%，2017-2022 年 CAGR 达 8.5%。

冰淇淋行业量价仍有提升空间，预计行业将以 4% 的增速持续增长，支撑商用冷冻柜需求量提升。冰淇淋行业未来量增来自人均消费量的增长，中国人均冰淇淋消费量 2021 年达 2.9 千克，虽高于亚太地区，但与全球约 4.5 千克的平均水平相比，仍然有很大差距，中国冰淇淋市场未来仍拥有巨大的市场上升空间。此外，消费升级下消费者对品质的追求推动冰淇淋行业高端化发展趋势显著，冰淇淋品牌商或将加快线下渠道升级，需要性能、外观更优的商用展示柜抢占线下市场，根据艾媒预测，预计冰淇淋行业 2022-2027 年有望以 4.3% 的复合增速持续增长，下游终端冷柜市场有望受益。

图表21：预计国内冰淇淋市场 22-27 年以 4% 复合增速持续增长

图表22：中国人均冰淇淋消费量相比全球仍有较大提升空间

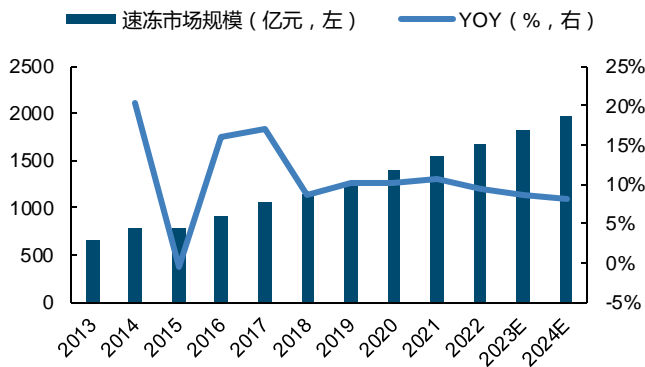


来源：艾媒咨询，国金证券研究所

来源：艾媒咨询，国金证券研究所

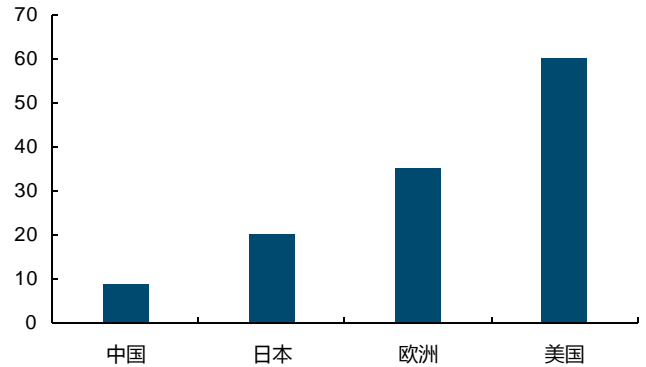
速冻食品为增长赛道，加之近年预制菜行业的兴起，预计未来行业或以 9% 复合增速持续增长，有力推动冷柜设备需求增长。随着人们生活节奏加快、对健康食品需求的提升，年轻人成为消费主体后，增加了对速冻及预制菜的需求。速冻食品大多以米面食品、肉类蔬菜等为原料，通过急速低温（-18℃ 以下）加工制作，期间不添加任何防腐剂，具有方便、健康、美味、高性价比的优点。据艾媒数据，我国速冻市场规模持续增长，2022 年市场规模已达 1689 亿元，2017-2022 年 CAGR 达 9.8%。从速冻食品人均使用量来看，2019 年美国/欧洲/日本人均使用量分别为 60/35/20 千克，中国人均消费量仅为 9 千克，与国际水平仍有不小差距，未来成长空间广阔，预计行业或以 9% 的增速持续增长，速冻食品市场的扩容长将促使速冻食品企业加大对冷冻冷藏等设施的采购量，推动冷链设备规模增长。

图表23: 预计国内速冻食品市场未来将以9%的复合增速持续增长



来源: 艾媒咨询, 国金证券研究所

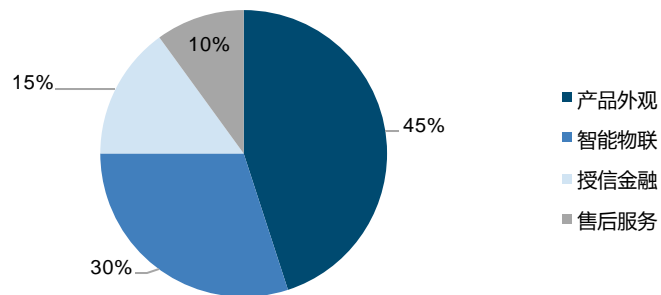
图表24: 2019年中国人均速冻食品消费量情况与其他国家对比(kg/人)



来源: 智研咨询, 国金证券研究所

智能化产品均价较传统产品有一定提升, 近年越来越受到品牌方欢迎。近年来消费行业整体生产思维更贴近终端需求, 品牌方希望了解消费者用户习惯, 以便更好从生产端进行产品投放, 形成更高效供应链。智能化冷柜一方面利于品牌方对终端门店冷柜的产品摆放、产品的消费偏好进行监测, 同时也具备数据监测和分析功能, 研究调查客户对冷柜定制化需求中, 智能物联需求占比约 30%、仅次于产品外观, 而智能化产品相较传统产品价格有一定提升。公司早年便察觉到智能化需求趋势, 在智能化布局方面领先行业水平。

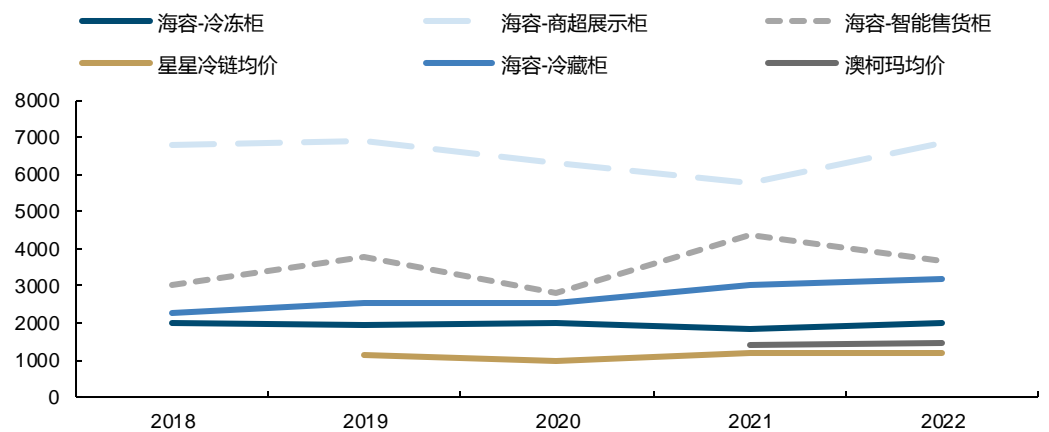
图表25: 商用冷柜下游客户对定制化的不同偏好占比



来源: 《澳柯玛商用冷柜大客户营销策略改进》, 国金证券研究所

公司在冷冻柜市场占据一半份额, 竞争优势显著。冰淇淋奶油含量比较高, 为了保证口感达到完美状态, 对储放环境温度要求苛刻, 相较肉制品和速冻品冷冻要求更高, 因此对冷柜性能要求更高, 从产品均价也能看出, 公司冷冻柜、冷藏柜出货均价分别在 2000、3000 元左右, 高于星星冷链 (1100 元左右)、澳柯玛 (1500 元左右), 产品定位偏中高端。冰淇淋柜的储藏功能好坏主要靠压缩机和温控器, 但即便是采用同样的压缩机和温控器, 公司也凭借自己工艺优势, 例如解决了温度的均衡性、密封性等技术难点, 因此在冰淇淋柜领域形成一定壁垒, 竞争优势显著。

图表26: 公司同类型产品定价显著高于竞争对手



来源: 公司公告, 国金证券研究所

下游应用场景持续增长+客户内供占比提升, 助力公司冷冻业务持续增长。公司目前冷柜业务收入占比约 6 成, 未来增长点来源于 1) 与国际化品牌合作加深, 逐步获得更多海外区域市场, 提升全球市占率。2) 国牌出海发展势头良好, 头部客户海外业务持续拓展。实际上国内小众冰淇淋品牌出海已有多, 近年来看伊利、蒙牛等头部企业也在积极布局东南亚市场, 海外销售网点不断扩张, 受益于头部客户持续拓展市场叠加未来海外消费逐渐修复, 公司出口业务有望持续增长。3) 下游高增速客户的拓宽。当前下游预制菜、轻餐饮等应用场景正处于高速增长期, 对于冷冻柜的需求日益增长, 公司目前在此类应用场景的客户主要有三全、思念、安井等速冻食品公司, 同时与预制菜以及部分轻餐饮企业保持接触, 后续速冻食品冷冻柜产品有望快速放量。

图表27: 蒙牛全球化战略持续推进

地点	时间	投资项目	投资额
丹麦	2012年6月	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
新西兰	2013年7月	收购雅士利于新西兰建厂	124 亿港元
法国	2013年8月	蒙牛与达能签署战略合作协议, 成立的酸奶合资公司	
美国	2014年	与 Whitewave 合资蒙牛持股 51%, Whitewave 持股 49%, 推出植物高端蛋白饮品植朴磨坊	
美国	2015年9月	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”	
澳大利亚	2016年	以 3 亿港元收购 Burra Foods 51.35% 股权	3 亿港元
印尼	2018年11月	蒙牛 YoviC 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
俄罗斯	2019年1月	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	
澳大利亚	2019年11月	蒙牛以 15 亿港元收购贝拉米 100% 股权	14.6 亿港元
澳大利亚	2019年11月	以 6 亿港元现金对价收购澳洲品牌乳品及饮料公司 Lion-Dairy & Drinks Pty Ltd 的 100% 股份	6 亿港元
荷兰	2020年5月	蒙牛以 130 万欧元收购荷兰 SieveCorp 并成立“蒙牛欧洲创新中心”	130 万欧元
东南亚	2021年3月	收购东南亚冰淇淋品牌艾雪	

来源: 蒙牛官网、官微、公告, 国金证券研究所

图表28: 伊利全球化战略持续推进

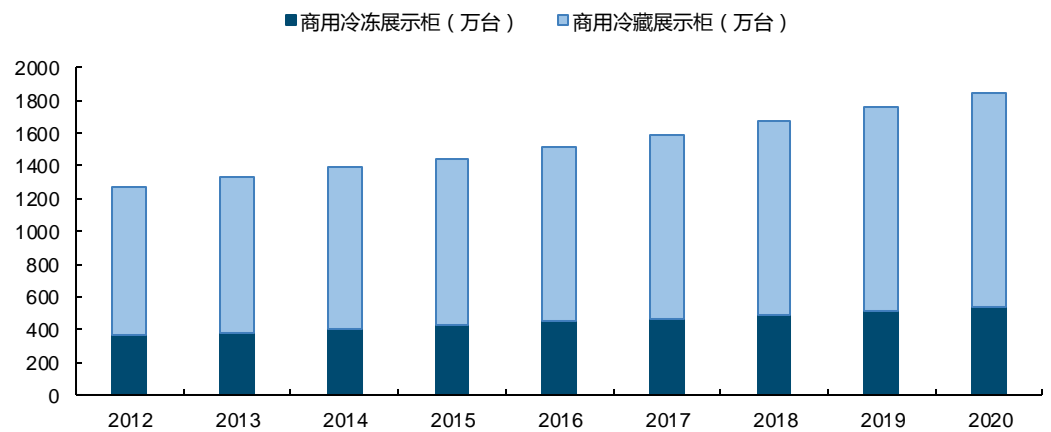
地点	时间	投资项目	投资额
新西兰	2013年4月	落地新西兰幼儿配方奶粉项目	
乌拉圭	2013年	与乌拉圭最大乳品企业科拿开展合作	30 亿元
荷兰	2014年2月	在荷兰成立海外研发中心—欧洲研发中心	
新西兰	2014年11月	大洋洲生产基地, 覆盖乳业科研、生产、深加工、包装等多个领域	
北美洲	2015年9月	主导实施全球农业食品领域高端智慧集群—中美食品智慧谷	
新西兰	2017年3月	大洋洲生产基地二期项目, 年产16.2吨功能性乳蛋白牛乳深加工项目、80000吨UHT奶项目等项目	8056 万美元
印尼	2018年10月	Jovday 冰淇淋登陆东南亚市场	11.34 亿元
泰国	2018年11月	收购泰国冰淇淋和冷冻食品分销商 CHOMTHANA96.46%的股权, 进入泰国市场, 并对周边市场形成辐射	
新西兰	2019年8月	伊利收购新西兰第二大乳制品企业威士兰, 搭建起横跨太平洋的乳业丝路, 将进一步加深与新西兰乳业的深度合作, 助推全球产业链协同共赢	
巴基斯坦	2019年7月	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	
东南亚	2021年12月	伊利印尼乳业生产基地一期投产, 一、二期全部建成可日产冰淇淋400万支, 成为印尼单体规模最大的冰淇淋工厂	一期投资8.67 亿元
新西兰	2022年7月	举行旗下新西兰威士兰霍基蒂卡升级暨牧恩黄油新产线投产仪式, 该产线投产后优质草饲黄油年产能达4.2万吨	

来源: 伊利官网、官微、公告, 国金证券研究所

4.2、冷藏柜: 下游应用场景包含饮料与低温奶, 公司仍在拓展期, 未来增长点在于大客户内供占比提升

冷藏柜覆盖下游行业众多, 市场规模约为冷冻柜的 2-3 倍。冷藏柜下游应用场景包含饮料、低温奶、啤酒等, 相比冷冻柜来说下游更广泛的应用场景带来冷藏柜更大的市场空间, 根据中物联冷链委数据, 2020 年全球冷藏柜销量约 1300 万台, 为冷冻柜销量的 2.4 倍。

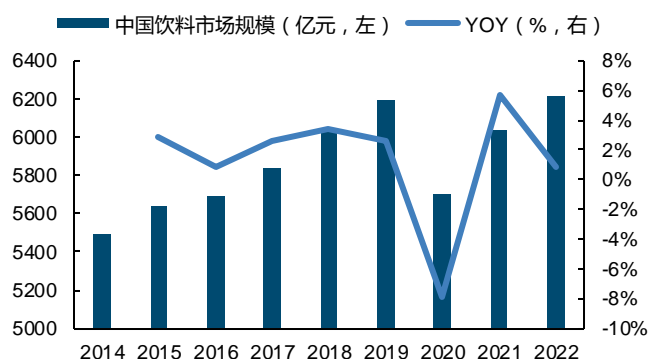
图表29: 全球商用展示柜销量情况: 2020 年冷藏销量约为冷冻 2.4 倍



来源: 中物联冷链委, 国金证券研究所

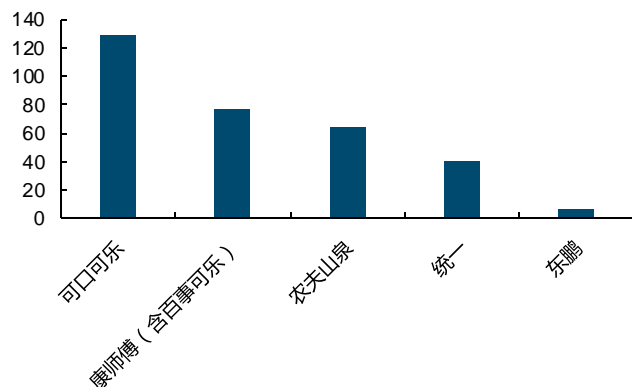
传统饮料品牌一直以来非常重视冷柜的品宣作用。据欧睿数据, 2022 年我国饮料行业规模达 6212 亿元, 疫情前 2014-2019 年 CAGR 达 2.5%, 2020 年因疫情影响行业规模有所下滑, 2022 年行业规模已反弹至疫情前水平。饮料由于其即饮性, 线下消费倾向更强, 据艾媒调查, 2022 年约有 67.3% 的消费者更倾向线下购买饮料, 因此线下营销宣传也成为饮料公司的竞争力之一, 商用冷藏柜具有储藏、展示商品功能的同时, 还帮助企业进行形象宣传, 一直以来冷柜的投放都受到饮料公司的重视, 此外更多新消费品牌也不断入局, 企业的激烈竞争将带动下游冷柜需求释放, 促进冷柜产品迭代升级。

图表30: 中国饮料市场规模情况



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表31: 2021年饮料巨头在我国的终端冰柜数量情况 (万台)



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

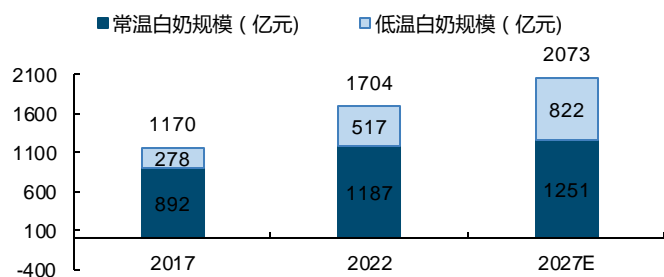
低温奶市场加速发展, 预计未来以 11%复合增速增长。低温奶作为乳制品的细分领域, 有效避免钙变性及存储过程的维生素损失, 相比常温奶营养价值更高, 在消费升级、居民健康意识提升的背景下, 低温奶市场规模持续增长, 2022 年市场规模达 517 亿元, 2017-2022 年 CAGR 达 13.2%, 低温奶占整体饮用奶市场比例由 2017 年 24%提升至 2021 年 30%, 预计行业 2022-2027 年复合增速可达 9.7%。而对比其他国家, 我国的低温奶人均消费量仍处低位, 根据欧睿数据, 2020 年中国低温奶人均消费量仅为 1.4 公升, 相比之下, 美国人均消费量超过 50 公升, 日韩分别达到 19.7 公升和 24 公升。在人均低温奶饮用量提升的趋势下, 商用冷藏展示柜在乳制品行业的应用空间也将逐步拓宽。

图表32: 低温奶市场增速快于常温奶

年均复合增长率	2017-2022	2022-2027E
低温白奶	13.2%	9.7%
常温白奶	5.9%	1.1%
总计	8%	4%

图表33: 低温奶较常温奶更具营养价值

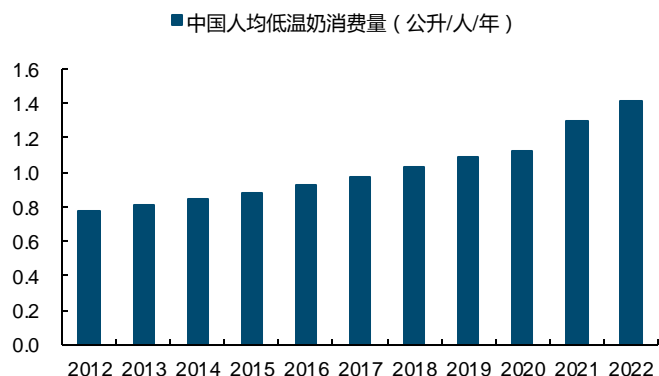
营养成分损失率	常温奶	低温奶
维生素 B1	35.2%	5.0%
维生素 C	31.6%	12.4%
维生素 B12	20.0%	10.0%
叶酸	35.2%	7.3%
乳清蛋白变性率	71.1%	15.4%



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

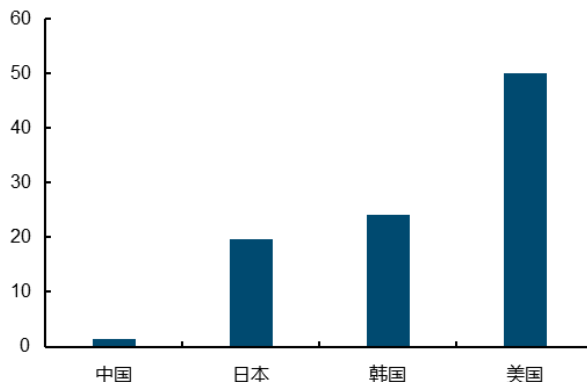
来源: 马冠生《低温奶比常温奶营养价值更高吗》, 国金证券研究所

图表34: 中国人均低温奶消费量持续增长 (公升/人/年)



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表35: 2020年中国低温奶人均消费量远低于日、韩、美(公升)



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

公司冷藏业务正处快速发展期, 目前已基本进入大客户供应商名单, 未来增长点在于大

客户内供占比提升。国内冷藏市场目前由海信、松下等公司占据较大市场份额，公司冷藏业务还处于发展期。2022 年公司冷藏业务收入占比达 19%，2023 年公司经过业务开拓工作，已开始向康师傅、统一、可口可乐、健力宝等饮料巨头批量供货，虽然目前占客户内供份额不大，但未来公司可凭借产品交付能力与创新实力，提供更有差异化的产品，从而提升客户内供占比。

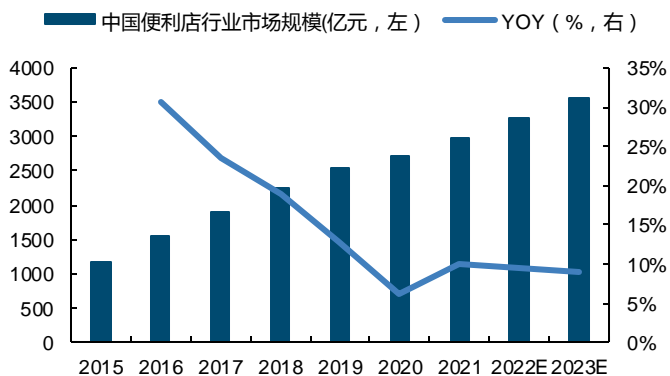
4.3、商超展示柜：下游应用场景包含便利店与生鲜电商，公司初入市场增速亮眼

新零售转型下便利店持续扩张，推动商超展示柜快速放量。在消费升级、城市化进程加快背景下，传统大卖场、夫妻店等零售发展乏力，而小而美的便利店因网点多、投资小、成本低、最接近消费者等优点扩张迅速，据艾媒数据，2021 年中国便利店行业市场规模为 3271 亿元，2017-2022 年 CAGR 达 11.4%，门店数量从 2015 年的 9.1 万家提升至 2021 年的 25.3 万家，预计未来以 9% 的复合增速持续增长。此外，零售巨头纷纷布局便利店，如 2017 年京东便宣布未来 5 年要开 100 万家便利店，随着夫妻店向便利店转型升级，也进一步推动了终端冷柜市场需求。

生鲜电商兴起，预计行业以 15% 增速持续增长，带来冷链设备增量需求。生鲜食品是居民较为高频的消费商品，生鲜电商作为零售业转型升级的方向之一，解决“最后一公里”的消费需求，近年增速亮眼，生鲜产品具有供应不稳定、易腐烂、易损耗的特点，所以在流通环节需要全程冷链运输，据艾媒数据，我国生鲜电商市场在冷链物流行业快速发展下，规模持续扩大，2021 年中国生鲜电商市场规模为 3117.4 亿元，同比+18.2%，2017-2021 年 CAGR 达 28.1%。此外，随着“线上下单+线下门店”、“零售+餐饮”的新零售业态受到热捧，各大电商企业纷纷加大线下终端展示，进一步促进了商用展示柜行业的需求释放，预计行业未来将以 15% 增速持续增长。

图表36：预计中国便利店市场将以9%的增速持续增长

图表37：预计中国生鲜电商市场未来将以15%增速持续增长



来源：艾媒咨询，国金证券研究所



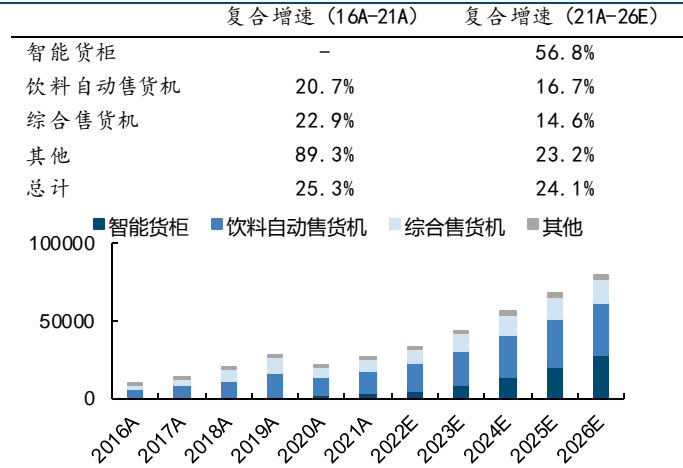
来源：艾媒咨询，国金证券研究所

公司商超业务正处于高速发展过程中，未来增长点在于随下游连锁便利店扩张而增长，以及持续拓展新客户。公司 2018 年起发力商超展示柜业务，未来增长点在于下游应用场景持续增长的带动，以及便利店连锁趋势明显，商超柜的下游客户从夫妻老婆店（C 端客户）逐渐转化成连锁便利店主体（B 端客户），由连锁便利店集中采购冷柜，利于 TOB 冷链公司发展。公司商超业务目前主要客户是连锁品牌便利店、商超、生鲜及社区超市等，已与美宜佳、罗森、711 达成合作，同时公司积极拓展新客户也利于业务快速增长。

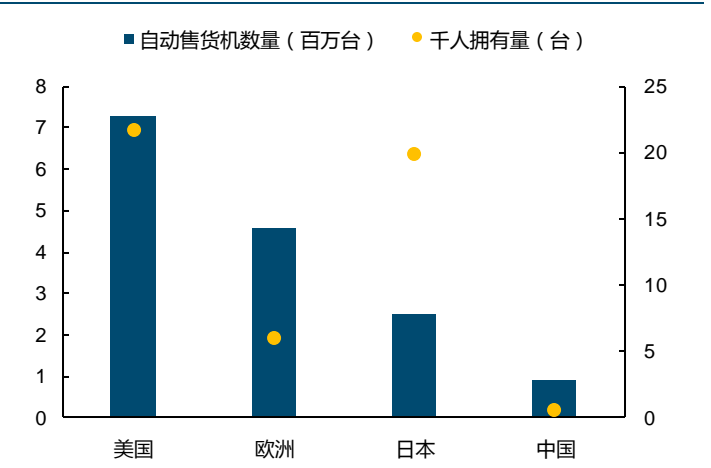
4.4、智能售货柜：新兴赛道增速较快，公司智能柜优势领先，初入市场即快速放量

国内自助售货设备尚处发展初期，空间广阔，未来有望以 24% 复合增速持续增长。智能售货柜投放范围广、距离消费群体更近、与快消品随机消费的购买属性相匹配，为品牌商新零售渠道的拓展表现之一，2021 年中国自动售货机规模达 271 亿元，2016-2021 年自动售货机市场规模 CAGR 为 25.3%，2021 年数量已达 92.5 万台，2016-2021 年销量 CAGR 为 30.3%。我国自助售货设备尚处普及起点，人均拥有台数还处于较低水平，2021 年自动售货机的每千人拥有量仅为 0.7 台，远低于美国、欧洲及日本的 21.9/6.1/20.0 台水平，预计行业规模 2021-2026 年 CAGR 达 24.1%，未来随着无人零售的应用场景逐渐拓展，有望推动冷链终端设备市场扩容。

图表38：中国自动售货机市场实现高速增长（百万元）



图表39：中国自动售货机保有数量远低于美、欧、日



来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

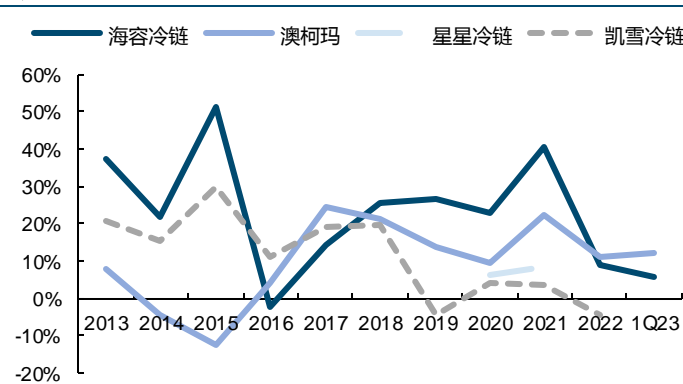
来源：中商情报网，国金证券研究所

公司商用智能售货柜的下游客户主要是饮料、乳制品、食品等行业的品牌商和运营商，产品投放于住宅小区、写字楼、地铁、机场、火车站、学校、工业园区等人群密集的场所。公司2018年开始发力智能无人零售柜业务，虽然属于新业务，但本身公司研发技术、产品质量高于行业平均水平，公司通过智能柜向客户提供长期的数据采集、智能管理、算法升级等收费服务；帮助客户提高数据采集效率、降低运营端成本、实时掌握销售情况、做用户习惯画像，从而优化对渠道的管理，进而指导其生产、配送，提升整体运营效率。下游客户渠道数字化、智能化升级需求愈发明晰，公司业务未来增长点在于品牌方智能售货柜需求增多，例如2023年3月公司独家中标蒙牛3000台智能冷冻柜订单，订单量虽然不大，但体现了公司在智能柜领域的先发优势正逐步兑现，未来成长空间广阔。

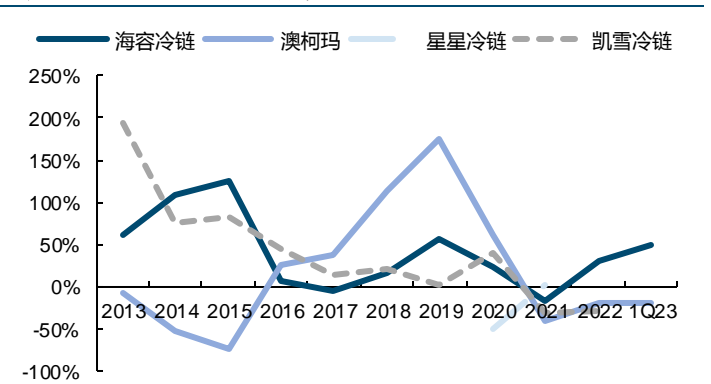
五、财务分析：成长属性显著，盈利能力长期高于行业水平

公司成长属性显著，营收及净利润稳定增长，2023年受益于原材料成本回落，盈利能力有望继续改善。受益终端需求不断提升、客户关系维系向好，公司近年营收、归母净利润持续增长，优于行业平均水平，尤其是在2020、2021年疫情扰动下行业承压，公司营收增速高于竞争对手，2021年因原材料价格高位运行，公司原材料成本大幅增加，归母净利润虽同比-16.0%，但降幅仍好于澳柯玛、凯雪冷链等竞争对手。2022年公司实现营收/归母净利润29.1/2.9亿元，同比+9.1%/+29.8%，收入增速减缓主要系疫情影响排产和物流交付，但利润端在原材料压力缓解、产品结构优化、人民币贬值下表现出较强弹性，且原材料价格处于相对低位的态势有望延续至2023年，虽然2023年1季度因部分客户订单调整的影响，收入增速短期减缓，利润端增长表现仍超出市场预期。

图表40：可比公司营收增速对比



图表41：可比公司归母净利润对比



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

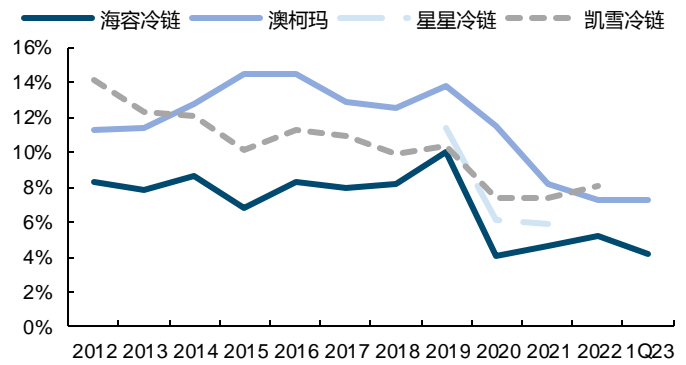
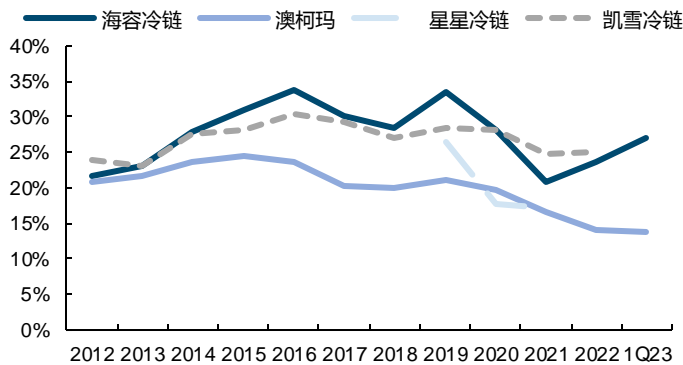
公司定制化产品虽多，但在供应链强把控力下毛利率依旧高于行业水平。公司近年来毛利率保持在25%-30%左右，2021年系原材料价格大幅上涨毛利率下降至20.8%/-7.3pct，自2022年开始持续回落的原材料价格一定程度上缓解了成本压力，1Q23公司毛利率达27.1%/+5.0pct。

公司费率低于行业水平，较为稳定。1) 销售费用率 2020年后系因会计准则调整（合同

履约成本从销售费用调整为营业成本), 大幅减至 4%左右, 公司销售费用率低于行业水平主因公司客户主要为企业客户, 无需通过自身品牌向终端客户实现零售, 同时市场推广方面支出较少, 公司通过主动拜访、原有客户推荐、客户主动寻求合作方式开拓客户, 不存在产品广告支出, 参加行业产品展会的费用支出也较低。而公司竞争对手澳柯玛主营业务以家用产品为主, 大部分产品主要面向终端个人用户, 因此在销售渠道构建和维护、广告宣传方面支出较多; 凯雪冷链对部分大客户延长了保修期, 售后服务费用表现较高。2) 管理费用率与同行业公司差异较小, 较为稳定, 随公司业务规模逐渐扩大, 同时加强费用支出效率和效果的管理, 公司管理费用率逐渐降低。1Q23 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 +4.2%/+5.5%/+2.8%/-0.04%, 同比 +0.6pct/+0.2pct/+0.1pct/+0.3pct。

图表42: 公司毛利率高于行业水平

图表43: 公司销售费用率低于行业水平



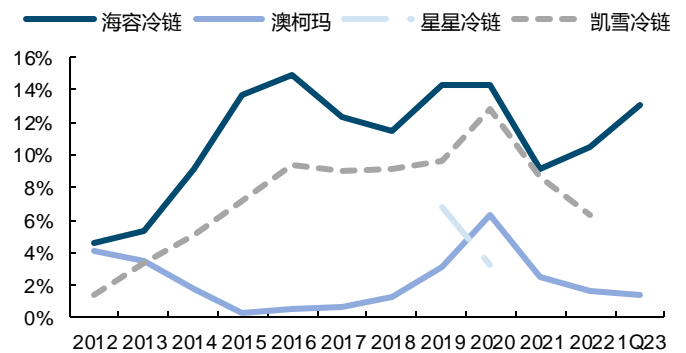
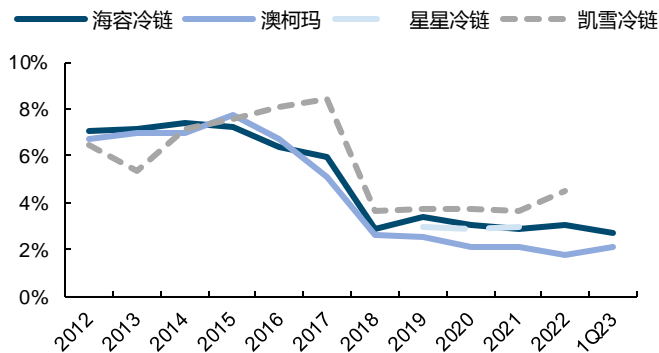
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

盈利能力高于行业水平。公司在高毛利、低销售费率的优势下, 归母净利率高于行业水平, 但其因受原材料价格影响, 净利率波动较大, 随 2Q22 开始原材料成本压力缓解, 盈利能力进入上修通道, 2022 年、1Q23 公司归母净利润率分别为 10.5%/+1.3pct、13.1%/+3.3pct。

图表44: 公司管理费用率保持稳定

图表45: 公司归母净利率高于行业水平

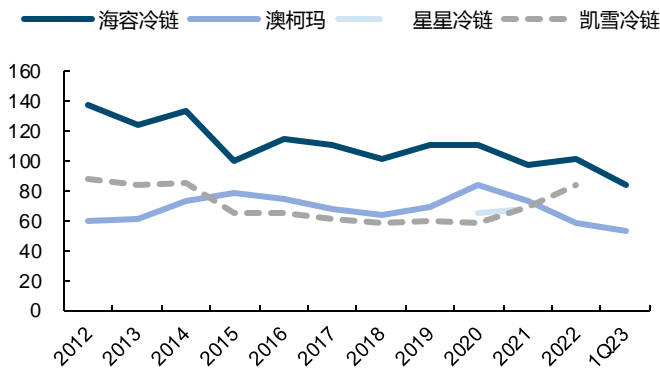


来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

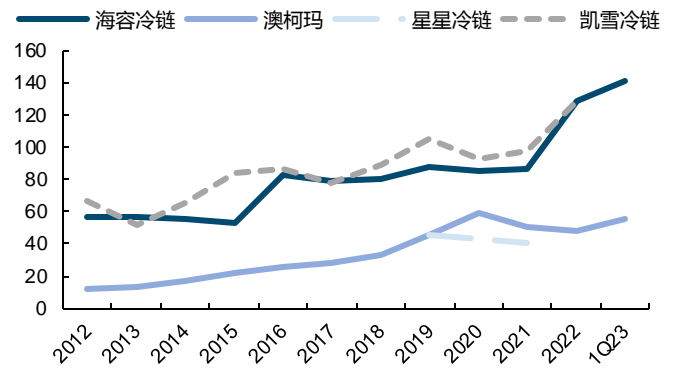
营运效率与盈利质量较好。1) 公司存货周转加快, 营运能力向好, 2022 年存货周转天数为 101.8 天, 同比提升 4.4 天。2) 行业应收账款周转天数呈上升趋势, 或与下游客户集中度提升议价能力增强有关, 2022 年大幅上升或与整体消费环境低迷、下游客户承压有关, 2022 年公司应收账款周转天数为 128.8 天, 同比增加 42.3 天, 公司应收账款周转天数较高主因 TOB 的业务模式周转较慢, 而澳柯玛业务中 C 端占比 75%左右, 周转较快, 星星冷链经销账期较短, 因此应收周转天数均小于公司。3) 公司 2022 年应付账款周转天数为 103.7 天, 同比增加 9.5 天, 近年维持稳定。4) 现金流方面, 公司有较强的现金生产能力, 历年收现比维持在 100%左右, 2022 年公司经营活动现金流量净额为 1.3 亿元, 同比+138.6%。

图表46: 公司存货周转天数呈下滑趋势(天)



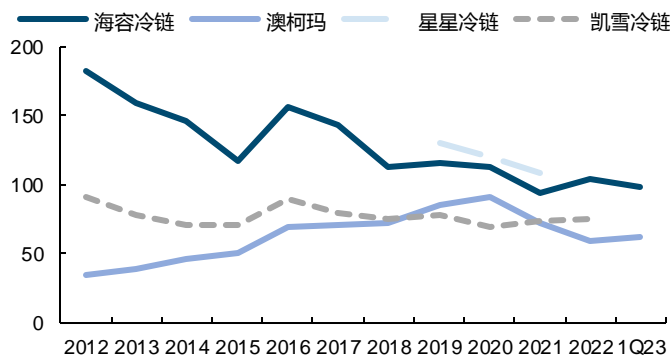
来源: wind, 国金证券研究所

图表47: 公司应收账款周转天数近年有所提升(天)



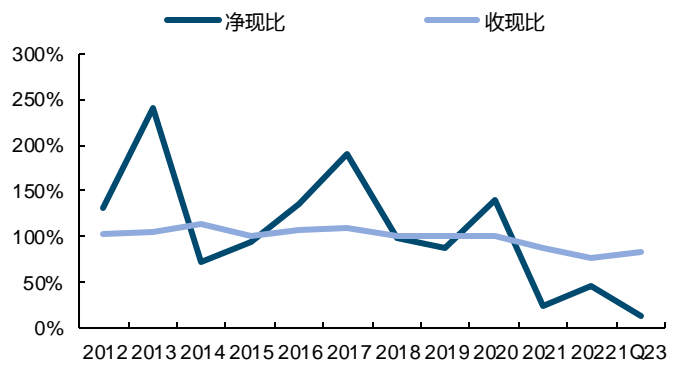
来源: wind, 国金证券研究所

图表48: 公司应付账款周转天数呈下降趋势, 但近年维持稳定(天)



来源: wind, 国金证券研究所

图表49: 公司净现比、收现比情况



来源: wind, 国金证券研究所

六、盈利预测与投资建议

6.1、原材料价格展望

公司作为冷柜生产商, 毛利率很大程度上受原材料价格波动影响, 公司采购的原材料主要为钢材、异氰酸酯、组合聚醚、压缩机及玻璃门体等, 共占公司主营业务成本超过40%, 比重较高, 其中公司往往会通过锁价的方式平滑一定钢材价格波动, 异氰酸酯、组合聚醚因化工原料的性质难以大量存储, 一般为供应商每月提供一个挂牌价, 每周进行送货, 其他主要原材料通常会根据市场行情以及库存情况提前采购, 定制性较强的零部件或辅助原材料按照销售订单需求进行采购。

压缩机: 2016-2019年占公司主营业务成本比例为19.0%/15.9%/15.5%/17.3%, 平均值为16.93%, 假设其中钢、铜各占一半, 则钢、铜占主营业务成本平均比例为8.5%。

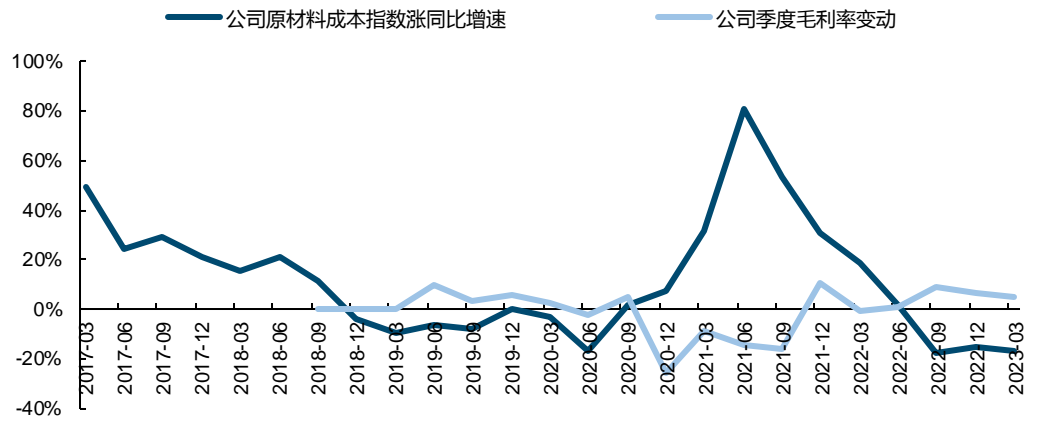
钢板: 2016-2019年占公司主营成本比例为6.2%/6.9%/7.6%/8.9%, 可将此视为冷轧板卷所占成本比例, 平均值为7.4%。

玻璃门体: 2016-2019年占公司主营成本比例为9.8%/10.6%/10.8%/11.1%, 可将玻璃门体所占比例视为玻璃在成本中的占比, 平均值为10.6%。

异氰酸酯、组合聚醚: 均为化工材料, 为石油的衍生品, 2016-2019年占公司主营成本比例为8.4%/9.7%/7.6%/8.2%, 平均值为8.5%, 假设两者占比之和为石油在公司主营业务成本中的占比。

我们用“各原材料占主营成本比例×各原材料价格季度增速”, 得到公司成本指数同比增速情况, 再与公司季度毛利率变动幅度相比较, 发现1Q21-3Q21原材料成本上涨时期, 公司原材料成本指数变动与毛利率变动相关性为-26%, 3Q22-1Q23原材料成本下降时期, 公司原材料成本指数变动与毛利率变动相关性为-40%, 公司可享受到原材料成本红利, 展望全年毛利率变化, 我们认为大概率仍会延续1Q23成本红利(至少看23年前三季度), 预测23年公司毛利率同比提升。

图表50：公司原材料成本指数与毛利率变动



来源：Wind，国金证券研究所；注：钢材用钢材综合价格指数代表；铜用 LME 铜现货结算价代表；钢板价格用中国冷轧卷板 0.5mm 价格代表；异氰酸酯&组合聚醚用 WTI 原油期货结算价(连续)代表；玻璃用玻璃期货结算价(连续)代表

6.2、盈利预测

作为商用冷链设备行业龙头，公司客户资源优质，业务持续拓展，下游应用场景增长动力十足，尚存巨大发展空间。我们拆分公司不同产品类别进行盈利预测：

商用冷冻展示柜：冷冻展示柜是公司营收及利润增长的主要来源，市占率居行业首位，市场优势领先，预期未来营收将实现稳健增长。我们预计 2023-2025 年营收为 20.4/23.5/26.9 亿元，同比+15.3%/15.5%/14.5%；其中销量同比+13%/+10%/+9%，均价同比+2%/+5%/+5%；预计 2023 年受益于原材料价格回落毛利率明显优化，2024 年原料价格不易判断，但 2023 年本身为下行周期，2024 年为上行周期概率略大，谨慎预测下 2023-2025 年冷冻业务毛利率为 31.0%/30.5%/31.0%。

商用冷藏展示柜：冷藏业务持续发展，2023 年因部分客户战略调整，预计销量同比持平，但公司目前主流大客户均已进入供应商名单，随着与客户合作加强，未来市场份额有望持续提升。预计 2023-2025 年营收为 5.5/6.7/8.1 亿元，同比+2.0%/+21.9%/+20.8%；其中销量同比+0%/+15%/+14%，均价同比+2%/+6%/+6%；冷藏柜目前毛利率相对较低，很大程度上是因为行业竞争激烈，长期来看随行业地位提升+产品结构改善+规模效应显现，公司冷藏毛利有望提升，预计 2023 年受益于原材料价格回落毛利率明显优化，2024 年原料价格不易判断，但 2023 年本身为下行周期，2024 年为上行周期概率略大，谨慎预测下 2023-2025 年冷冻业务毛利率为 18.0%/17.5%/18.0%。

商超展示柜：便利店市场规模不断扩张，公司深化与主流连锁便利品牌客户的合作，随着线下开店速度的恢复，业务有望稳定增长。短期因部分客户订单策略调整，预计 23 年销量同比略有下滑，预计 2023-2025 年营收为 3.2/4.1/5.2 亿元，同比+0%/+27.2%/+27.2%；其中销量同比-2%/+20%/+20%，均价同比+2%/+6%/+6%，因商超展示柜正处快速放量期，随规模效应提升毛利率预计持续上行，预计 2023-2025 年毛利率分别达 14.0%/15.0%/16.0%。

智能售货柜：横向对比欧美等国自助售货柜每千人拥有量，中国自主售货机销量仍有明显提升空间，此外，看好未来智能柜在渠道中的应用带来的数据服务收入的增加。预计 2023-2025 年营收为 2.5/3.5/4.7 亿元，同比+53%/+43%/+32%；其中销量同比+50%/+35%/+25%，均价同比+2%/+6%/+6%。因智能售货柜正处快速放量期，随规模效应提升毛利率预计持续上行，预计 2023-2025 年毛利率分别达 23.0%/24.0%/25.0%。

其他业务：预计 2023-2025 年营收增速维持 5%的水平，毛利率维持 25%水平。

通过以上分析，我们预测公司 2023-2025 年收入为 32.4/38.7/45.8 亿元，同比+11.5%/+19.6%/+18.3%，毛利率为 26.3%/25.9%/26.3%。

费用端：假设公司销售、管理、研发费用率整体保持稳定水平，预计 2022-2024 年销售费用率为 5.0%/4.9%/4.8%（考虑品牌、规模效应，优化空间高于管理费率），管理费用率和研发费用率维持在 2.9%和 3.5%的水平。

图表51：公司分产品收入预测

单位：百万元		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
整体	营收	1211.8	1535.6	1890.5	2661.8	2904.6	3239.9	3874.2	4584.4
	YOY	25.6%	26.7%	23.1%	40.8%	9.1%	11.5%	19.6%	18.3%
	营业成本	866.2	1021.2	1359.9	2109.3	2218.5	2387.0	2870.8	3380.6
	毛利率	28.5%	33.5%	28.1%	20.8%	23.6%	26.3%	25.9%	26.3%
商用冷冻展示柜	收入	793.5	1106.8	1204.3	1560.9	1767.0	2036.6	2352.3	2692.2
	YOY	15.3%	39.5%	8.8%	29.6%	13.2%	15.3%	15.5%	14.5%
	%Rev	65.5%	72.1%	63.7%	58.6%	60.8%	62.9%	60.7%	58.7%
	销售量(台)	397213	564000	603998	855034	881650	996265	1095891	1194521
	YOY		42.0%	7.1%	41.6%	3.1%	13%	10%	9%
	均价(元/台)	1998	1962	1994	1826	2004	2044.3	2146.5	2253.8
	YOY		-1.8%	1.6%	-8.4%	9.8%	2%	5%	5%
	成本	520.6	685.9	806.7	1198.8	1269.0	1405.3	1634.9	1857.6
毛利率	34.4%	38.0%	33.0%	23.2%	28.2%	31.0%	30.5%	31.0%	
商用冷藏展示柜	收入	274.9	261.6	414.0	671.4	541.7	552.5	673.5	813.9
	YOY	23.2%	-4.8%	58.2%	62.2%	-19.3%	2.0%	21.9%	20.8%
	%Rev	22.7%	17.0%	21.9%	25.2%	18.6%	17.1%	17.4%	17.8%
	销售量(台)	121622	103881	163416	223112	170015	170015	195517	222890
	YOY		-14.6%	57.3%	36.5%	-23.8%	0%	15%	14%
	均价(元/台)	2260	2518	2533	3009	3186	3249.8	3444.8	3651.5
	YOY		11.4%	0.6%	18.8%	5.9%	2%	6%	6%
	成本	229.7	216.4	352.1	564.4	454.8	453.1	555.7	667.4
毛利率	16.4%	17.3%	14.9%	15.9%	16.0%	18.0%	17.5%	18.0%	
商超展示柜	收入	36.7	81.1	165.0	218.3	322.1	322.0	409.6	521.0
	YOY		121.0%	103.5%	32.3%	47.6%	0.0%	27.2%	27.2%
	%Rev	3.0%	5.3%	8.7%	8.2%	11.1%	9.9%	10.6%	11.4%
	销售量(台)	5381	11712	26143	37811	46829	45892	55071	66085
	YOY		117.7%	123.2%	44.6%	23.9%	-2%	20%	20%
	均价(元/台)	6815	6921	6310	5773	6879	7016.5	7437.5	7883.8
	YOY		1.5%	-8.8%	-8.5%	19.2%	2%	6%	6%
	成本	24.6	52.1	111.2	177.0	284.6	276.9	348.2	437.6
毛利率	32.8%	35.7%	32.6%	18.9%	11.6%	14.0%	15.0%	16.0%	
商用智能售货柜	收入	54.6	11.6	24.0	105.5	160.5	245.5	351.3	465.5
	YOY		-78.8%	107.7%	339.6%	52.1%	53.0%	43.1%	32.5%
	%Rev	4.5%	0.8%	1.3%	4.0%	5.5%	7.6%	9.1%	10.2%
	销售量(台)	17977	3067	8591	24148	43937	65906	88972	111216
	YOY		-82.9%	180.1%	181.1%	81.9%	50%	35%	25%
	均价(元/台)	3035	3766	2793	4368	3652	3724.9	3948.4	4185.3
	YOY		24.1%	-25.8%	56.4%	-16.4%	2%	6%	6%
	成本	47.1	8.8	21.4	88.9	126.5	189.0	267.0	349.1
毛利率	13.6%	23.7%	10.7%	15.7%	21.2%	23.0%	24.0%	25.0%	
其他业务	收入	52.2	74.6	83.3	105.7	79.3	83.3	87.5	91.8
	YOY	188.0%	43.1%	11.6%	27.0%	-25.0%	5%	5%	5%
	%Rev	4.3%	4.9%	4.4%	4.0%	2.7%	2.6%	2.3%	2.0%
	成本	44.2	58.0	68.5	80.2	60.4	62.7	65.2	68.9
毛利率	15.3%	22.3%	17.7%	24.1%	23.9%	25%	25%	25%	

来源：公司公告，国金证券研究所

6.3、投资建议及估值

综合收入、成本预测，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 4.1/4.8/5.9 亿元，同比+40.2%/+17.7%/+22.8%，EPS 为 1.48/1.75/2.15 元，对应 PE 为 18.5/15.7/12.8x，我们选取 3 家可比公司对公司按市盈率法进行估值，可比公司 23E PE 中位值在 16.7x，因公司产品交付能力、创新能力位于行业前列，有望持续提升大客户内供占比、拓展新客，业绩增长确定性强，理应享受一定估值溢价，我们给予公司 2023 年 22X PE，对应目标价 32.65 元，给予“买入”评级。

图表52: 可比公司估值比较 (市盈率法)

代码	证券简称	股价	EPS					PE					总市值 (亿元)
		2023/6/2	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
603277.SH	银都股份	21.74	0.98	1.07	1.30	1.61	1.92	18.87	20.37	16.69	13.54	11.32	91.4
000811.SZ	冰轮环境	14.71	0.40	0.57	0.75	0.94	1.17	38.15	25.77	19.52	15.64	12.59	109.7
002668.SZ	奥马电器	7.59	-0.07	0.39	0.48	0.56	0.63	-74.89	13.59	15.67	13.53	11.96	82.3
	中位数							18.87	20.37	16.69	13.54	11.96	
603187.SH	海容冷链	27.50	0.92	1.06	1.48	1.75	2.15	51.53	29.97	18.53	15.74	12.82	75.9

来源: wind, 国金证券研究所; 注: 统计日期截至 2023/6/2

七、风险提示

原材料价格波动风险。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。

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投放量，进而对公司订单及营收产生负面影响。

公司大客户订单波动影响。因公司前五大客户占公司收入比约 45%，公司的收入稳定性较大程度上依赖大客户的订单情况，若大客户因自身竞争力下滑、产品投放战略改变等原因减少公司订单，则会对公司收入产生负面影响。

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和渠道商，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。

汇率波动风险。公司外销产品主要以美元计价，受汇率变动的的影响，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。

限售股解禁风险。2023 年 7 月 19 日、2023 年 12 月 20 日，公司解除限售并申请上市流通股份数量分别为 144.61、5.63 万股，分别占总股本 0.37%、0.01%。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,890	2,662	2,905	3,240	3,874	4,584
增长率	40.8%	9.1%	11.5%	19.6%	18.3%	
主营业务成本	-1,360	-2,109	-2,218	-2,387	-2,871	-3,381
%销售收入	71.9%	79.2%	76.4%	73.7%	74.1%	73.7%
毛利	531	552	686	853	1,003	1,204
%销售收入	28.1%	20.8%	23.6%	26.3%	25.9%	26.3%
营业税金及附加	-18	-23	-27	-29	-35	-41
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-76	-123	-153	-162	-190	-220
%销售收入	4.0%	4.6%	5.3%	5.0%	4.9%	4.8%
管理费用	-57	-77	-88	-94	-112	-133
%销售收入	3.0%	2.9%	3.0%	2.9%	2.9%	2.9%
研发费用	-58	-86	-107	-113	-136	-160
%销售收入	3.1%	3.2%	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	322	244	312	454	531	649
%销售收入	17.0%	9.2%	10.7%	14.0%	13.7%	14.2%
财务费用	-23	6	44	25	31	38
%销售收入	1.2%	-0.2%	-1.5%	-0.8%	-0.8%	-0.8%
资产减值损失	-15	6	-31	-2	0	0
公允价值变动收益	0	2	0	0	0	0
投资收益	4	16	11	10	12	15
%税前利润	1.3%	5.8%	3.3%	2.0%	2.1%	2.1%
营业利润	314	279	344	493	579	707
%营业收入	16.6%	10.5%	11.9%	15.2%	14.9%	15.4%
营业外收支	-2	-5	-3	-2	1	2
税前利润	312	275	341	491	580	709
利润率	16.5%	10.3%	11.7%	15.1%	15.0%	15.5%
所得税	-42	-31	-37	-59	-70	-85
所得税率	13.4%	11.4%	10.8%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	271	243	304	432	510	624
少数股东损益	3	18	12	22	28	32
归属于母公司的净利润	268	225	292	410	482	592
净利率	14.2%	8.5%	10.1%	12.6%	12.5%	12.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	271	243	304	432	510	624
少数股东损益	3	18	12	22	28	32
非现金支出	65	57	106	86	94	109
非经营收益	14	-19	-14	-22	-18	-22
营运资金变动	24	-226	-264	131	2	-14
经营活动现金净流	374	56	133	627	588	697
资本开支	-161	-315	-340	-171	-254	-153
投资	-493	142	-250	0	0	0
其他	4	16	16	-35	12	15
投资活动现金净流	-650	-158	-575	-206	-242	-138
股权募资	498	67	986	46	0	0
债权募资	0	-3	0	-23	0	0
其他	-97	-97	-116	-82	-97	-118
筹资活动现金净流	401	-33	869	-59	-97	-118
现金净流量	117	-139	429	362	250	440

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,038	898	1,355	1,717	1,966	2,406
应收款项	527	816	1,313	1,235	1,365	1,546
存货	470	672	583	523	621	722
其他流动资产	531	405	634	643	673	684
流动资产	2,567	2,791	3,886	4,117	4,626	5,359
%总资产	79.9%	75.1%	75.9%	75.1%	75.1%	77.2%
长期投资	16	59	99	142	142	142
固定资产	516	680	935	1,016	1,178	1,224
%总资产	16.1%	18.3%	18.3%	18.5%	19.1%	17.6%
无形资产	60	163	170	174	174	174
非流动资产	646	926	1,234	1,368	1,534	1,586
%总资产	20.1%	24.9%	24.1%	24.9%	24.9%	22.8%
资产总计	3,213	3,717	5,119	5,486	6,160	6,945
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	876	1,186	1,255	1,286	1,522	1,774
其他流动负债	127	123	156	126	150	178
流动负债	1,003	1,309	1,411	1,412	1,673	1,952
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	386	15	31	0	0	0
负债	1,389	1,324	1,442	1,412	1,673	1,952
普通股股东权益	1,816	2,366	3,645	4,019	4,405	4,879
其中：股本	158	245	276	276	276	276
未分配利润	745	847	1,039	1,367	1,753	2,226
少数股东权益	8	27	32	54	82	114
负债股东权益合计	3,213	3,717	5,119	5,486	6,160	6,945

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.692	0.921	1.059	1.484	1.748	2.145
每股净资产	11.459	9.678	13.204	14.558	15.956	17.673
每股经营现金净流	2.359	0.228	0.481	2.272	2.131	2.524
每股股利	0.600	0.300	0.350	0.297	0.350	0.429
回报率						
净资产收益率	14.76%	9.51%	8.02%	10.20%	10.95%	12.14%
总资产收益率	8.34%	6.06%	5.71%	7.47%	7.83%	8.53%
投入资本收益率	12.67%	9.03%	7.56%	9.82%	10.41%	11.44%
增长率						
主营业务收入增长率	23.11%	40.80%	9.12%	11.54%	19.58%	18.33%
EBIT 增长率	30.92%	-24.16%	27.92%	45.64%	16.79%	22.30%
净利润增长率	22.51%	-16.02%	29.78%	40.22%	17.74%	22.75%
总资产增长率	43.42%	15.70%	37.73%	7.16%	12.30%	12.74%
资产管理能力						
应收账款周转天数	87.0	87.7	130.6	135.0	125.0	120.0
存货周转天数	112.2	98.8	103.2	80.0	79.0	78.0
应付账款周转天数	114.0	95.5	105.1	100.0	97.0	95.0
固定资产周转天数	91.1	71.3	82.1	65.8	60.8	51.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-60.47%	-51.40%	-52.62%	-56.39%	-56.75%	-59.81%
EBIT 利息保障倍数	14.2	-38.5	-7.1	-18.0	-16.9	-17.0
资产负债率	43.24%	35.62%	28.16%	25.75%	27.16%	28.11%

来源：公司年报，国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

来源：聚源数据

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806