



海容冷链 (603187.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩弹性延续，看好公司长期成长

业绩简评

2023年8月14日公司披露半年报业绩，上半年实现营收20.1亿元，同比+6.3%；实现归母净利润2.7亿元，同比+33.7%；实现扣非归母净利润2.7亿元，同比+36.8%。其中，Q2实现营收11.2亿元，同比+6.5%；实现归母净利润1.5亿元，同比+24.2%；实现扣非归母净利润1.6亿元，同比+31.4%。

经营分析

Q2收入增速略低于预期，主要受冷藏及商超柜业务拖累。分产品看，1H23冷冻/冷藏/商超/智能柜收入分别为13.5/4.0/1.2/0.8亿元，同比分别+24.8%/-7.9%/-50.8%/-1.1%，其中冷冻柜增速亮眼，主因行业需求释放+客户拓展进程良好，冷藏及商超柜表现偏弱主要系年初个别客户订单减少（客户投放策略、品类采购的变化）以及Q2行业竞争加剧。预计随下游需求逐步恢复以及新战略客户订单收入确认（一季度已有订单放量，但收入延后确认），公司营收下半年有望重回快速增长阶段。

原材料价格低位+产品结构改善+海外回暖，公司毛利率提升明显，盈利能力保持较高水平。得益于原材料价格延续Q1低位水平，叠加产品结构改善，以及毛利率较高的外销市场回暖，公司Q2毛利率达到29.2%，同比+6.6pct。2023公司销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为5.7%/4.9%/-2.9%/2.7%，同比+1.7pct/+0.8pct/-0.8pct/+0.8pct，综合影响下2Q23净利率达到13.7%，同比+1.2pct，环比1Q23也有0.6pct的提升。

短期承压不改长期成长性，看好公司在客户拓展+产品结构升级下业绩持续增长。Q2整体消费环境有所承压，公司第二增长曲线冷藏业务受外部环境与客户订单调整两方面影响短期表现较疲软。中长期来看，公司与头部客户战略合作稳定，并持续开拓新客户，冷藏柜23年已进入部分饮料巨头批量供货名单，国外客户订单亦有增长，未来冷藏与外销增量市场庞大；此外，公司智能柜业务逐渐起量，快消品龙头已有明确采购订单，售后服务系统亦能带来持续性收入，且高毛利产品智能柜的占比提升也利好公司毛利率优化，随个别客户订单扰动减弱，看好公司长期成长性。

盈利预测、估值与评级

预计公司2023-2025年实现归母净利3.9/4.7/5.6亿元，同比+32.5%/+20.9%/+19.2%，公司现价对应PE为17.9/14.9/12.5x，维持“买入”评级。

风险提示

消费复苏不及预期；行业竞争加剧；原材料价格波动。

国金证券研究所

分析师：满在朋（执业S1130522030002）

manzaipeng@gjzq.com.cn

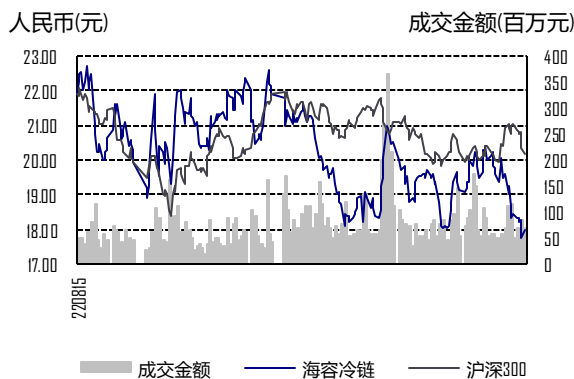
联系人：鲍秋宇

baoqueyu@gjzq.com.cn

市价（人民币）：17.98元

相关报告：

1.《海容冷链公司深度研究：冷柜巨头，稳健成长》，2023.6.4



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	3,129	3,725	4,401
营业收入增长率	40.80%	9.12%	7.73%	19.04%	18.15%
归母净利润(百万元)	225	292	387	468	558
归母净利润增长率	-16.02%	29.78%	32.53%	20.86%	19.23%
摊薄每股收益(元)	0.921	1.059	1.002	1.211	1.444
每股经营性现金流净额	0.23	0.48	1.60	1.49	1.73
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.51%	8.02%	9.68%	10.69%	11.57%
P/E	51.53	29.97	17.94	14.85	12.45
P/B	4.90	2.40	1.74	1.59	1.44

来源：公司年报、国金证券研究所



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	3,129	3,725	4,401
增长率		40.8%	9.1%	7.7%	19.0%	18.2%
主营业务成本	-1,360	-2,109	-2,218	-2,300	-2,756	-3,258
%销售收入	71.9%	79.2%	76.4%	73.5%	74.0%	74.0%
毛利	531	552	686	829	969	1,143
%销售收入	28.1%	20.8%	23.6%	26.5%	26.0%	26.0%
营业税金及附加	-18	-23	-27	-28	-34	-40
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-76	-123	-153	-163	-183	-211
%销售收入	4.0%	4.6%	5.3%	5.2%	4.9%	4.8%
管理费用	-57	-77	-88	-94	-108	-128
%销售收入	3.0%	2.9%	3.0%	3.0%	2.9%	2.9%
研发费用	-58	-86	-107	-116	-130	-154
%销售收入	3.1%	3.2%	3.7%	3.7%	3.5%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	322	244	312	429	515	611
%销售收入	17.0%	9.2%	10.7%	13.7%	13.8%	13.9%
财务费用	-23	6	44	25	31	38
%销售收入	1.2%	-0.2%	-1.5%	-0.8%	-0.8%	-0.9%
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%	2.2%	2.1%	2.2%
营业利润	314	279	344	467	563	668
营业利润率	16.6%	10.5%	11.9%	14.9%	15.1%	15.2%
营业外收支	-2	-5	-3	-2	1	2
税前利润	312	275	341	465	564	670
利润率	16.5%	10.3%	11.7%	14.9%	15.1%	15.2%
所得税	-42	-31	-37	-56	-68	-80
所得税率	13.4%	11.4%	10.8%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	271	243	304	409	496	590
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	387	468	558
净利率	14.2%	8.5%	10.1%	12.4%	12.6%	12.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	271	243	304	409	496	590
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	143	3	-9
经营活动现金净流	374	56	133	617	575	668
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	48	0	0
债权募资	0	-3	0	-23	0	0
其他	-97	-97	-116	-77	-94	-112
筹资活动现金净流	401	-33	869	-53	-94	-112
现金净流量	117	-139	429	358	239	418

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	1,713	1,952	2,370
应收款项	527	816	1,313	1,193	1,312	1,484
存货	470	672	583	504	597	696
其他流动资产	531	405	634	641	671	682
流动资产	2,567	2,791	3,886	4,050	4,532	5,232
%总资产	79.9%	75.1%	75.9%	74.7%	74.7%	76.7%
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%	18.8%	19.4%	18.0%
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%	25.3%	25.3%	23.3%
资产总计	3,213	3,717	5,119	5,418	6,066	6,818
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	876	1,186	1,255	1,239	1,462	1,710
其他流动负债	127	123	156	122	145	171
流动负债	1,003	1,309	1,411	1,361	1,606	1,880
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	1,362	1,607	1,881
普通股股东权益	1,816	2,366	3,645	4,003	4,377	4,823
其中：股本	158	245	276	386	386	386
未分配利润	745	847	1,039	1,349	1,723	2,170
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	5,418	6,066	6,818

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.692	0.921	1.059	1.002	1.211	1.444
每股净资产	11.459	9.678	13.204	10.357	11.326	12.481
每股经营现金净流	2.359	0.228	0.481	1.596	1.488	1.729
每股股利	0.600	0.300	0.350	0.200	0.242	0.289
回报率						
净资产收益率	14.76%	9.51%	8.02%	9.68%	10.69%	11.57%
总资产收益率	8.34%	6.06%	5.71%	7.15%	7.72%	8.18%
投入资本收益率	12.67%	9.03%	7.56%	9.30%	10.15%	10.88%
增长率						
主营业务收入增长率	23.11%	40.80%	9.12%	7.73%	19.04%	18.15%
EBIT 增长率	30.92%	-24.16%	27.92%	37.47%	19.97%	18.70%
净利润增长率	22.51%	-16.02%	29.78%	32.53%	20.86%	19.23%
总资产增长率	43.42%	15.70%	37.73%	5.84%	11.95%	12.40%
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	68.1	63.2	53.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-60.47%	-51.40%	-52.62%	-56.52%	-56.78%	-59.75%
EBIT 利息保障倍数	14.2	-38.5	-7.1	-17.0	-16.5	-16.2
资产负债率	43.24%	35.62%	28.16%	25.13%	26.49%	27.58%

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

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-06-04	买入	27.50	32.65~32.65

来源：国金证券研究所

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



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



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究