

高盈利冷冻柜驱动增长

海容冷链(603187)

事件概述

8月14日，公司发布2023年半年度报告：

23 H1：营收20.10亿元（YOY+6.3%），归母净利润2.70亿元（YOY+34%），扣非后归母净利润2.69亿元（YOY+37%）。

23Q2：营业收入11.2亿元（YOY+6.5%），归母净利润1.53亿元（YOY+24%），扣非后归母净利润1.6亿元（YOY+31%）。

分析判断：

► 收入端：冷冻展示柜带动整体增长

23H1分业务看（根据半年报合同产生收入）：

1) 商用展示柜业务：实现收入17.5亿元，YOY+16%，其中包括冷冻展示柜业务及冷藏展示柜业务。

商用冷冻展示柜：实现收入13.5亿元，YOY+25%，冷冻柜业务稳健增长，龙头地位巩固。公司与下游行业头部企业合作不断加深，市场占有率、品牌影响力均处于行业领先地位。同时，根据2022年11月3日投资者问答，公司在国内、国际市占率仍有增长空间，未来有望保持稳健增长。

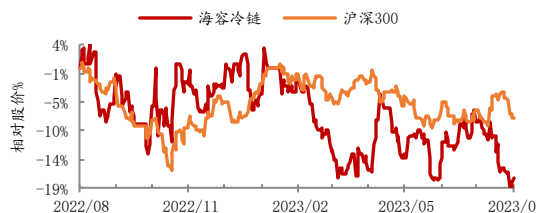
商用冷藏展示柜：实现收入4.0亿元，YOY-7.9%，公司持续开拓新客户，实现销量稳定增长。公司在北美高端饮料行业有一定的市场占有率，在国内市场的客户群基本覆盖了主流饮料品牌，市场占有率、品牌影响力迅速提升。

2) 商超展示柜业务：实现收入1.2亿元，YOY-50.9%，其中连锁便利店渠道稳步拓展。公司立足于连锁便利店，密切关注新消费业态需求。

3) 商用智能售货柜业务：实现收入0.82亿元，YOY-1.20%，智能售货柜业务的产品结构持续改善，高端化产品占比提升。公司凭借前瞻性布局，积累了大量自主知识产权的核心技术，在技术、产品、市场占有率方面均处于行业领先地位。下游快消品行业渠道数字化、智能化升级的需求趋势下，公司将通过在传统产品基础上加装智能模块的智能化产品和采用智能识别技术可以实现无人零售功能的智能售货柜为客户提供软硬件结合的渠道升级解决方案，顺应行业发展趋势推动公司战略转型升级。

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	18.13
股票代码：	603187
52周最高价/最低价：	32.49/17.45
总市值(亿)	70.06
自由流通市值(亿)	69.70
自由流通股数(百万)	384.42



分析师：陈玉卢

邮箱：chenyl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120522090001

联系电话：

研究助理：喇睿萌

邮箱：larm@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

此外，出口延续 2022 年的良好恢复态势（22 年 YOY+42%），随着公司与国际品牌的合作进一步加深，以及国内客户的业务向海外的扩展，预期公司在全球市场的份额将持续增长。

► 业绩端：高毛利冷冻柜驱动盈利提升

23H1：毛利率 28.3%，同比+5.9pct，归母净利率 13.4%，同比+2.8pct，扣非归母净利率 13.4%，同比+3.0pct；

23Q2：毛利率 29.1%，同比+6.5pct，归母净利率 13.7%，同比+2.0pct，扣非归母净利率 14.1%，同比+2.7pct；

毛利率提升预计主因高毛利的冷冻展示柜等占比提升，22 年冷冻柜、商超柜和整体毛利率分别 28%、12%和 24%。按合同产生收入，高毛利的冷冻柜收入占比达 67%，同比+10pct。

23 年上半年，公司产量 78.16 万台，同比增长 17.61%；销量 85.14 万台，同比增长 13.38%。此外，公司主要原材料采购加购受钢铁、原油等大宗商品价格影响，大宗物料价格的回落助力盈利能力提升，同时汇率变动亦有正面影响。

费用率：23H1 销售、管理、研发、财务费用率为 5.1%、2.4%、2.7%、-1.6%，分别同比+1.2、+0.1、+0.5、-0.3pct，Q2 销售、管理、研发、财务费用率为 5.7%、2.1%、2.7%、-3.0%，分别同比+1.7、0.0、+0.8、-0.9pct。公司销售费用的增加主因公司加强渠道费用投入，研发费用的增长主因公司在研发端的持续投入，在智能化业务领域，公司已取得先发优势。

投资建议

公司产品容积跨度大、类型齐全、成系列化，可以满足客户对产品在不同容积、性能、展示效果以及不同程度的数字化、智能化升级等方面的差异化、定制化需求。公司已与众多国内外知名快消品品牌商和渠道商开展合作，先后进入多家国际化快消品品牌商的全球合格供应商名录。目前，公司在商用冷冻柜领域处于行业领先地位，在商用冷藏柜领域于北美市场有一定市占率，在国内基本覆盖了主流饮料品牌。

我们预计 23-25 年公司收入分别为 32.6/37.8/43.8 亿元，同比分别+12%/+16%/+16%。预计 23-25 年归母净利润分别为 3.9/4.8/5.9 亿元，同比分别+34%/+23%/+22%，相应 EPS 分别为 1.01/1.25/1.53 元，以 23 年 8 月 15 日收盘价 18.13 元计算，对应 PE 分别为 18/15/12 倍，可比公司 23 年平均 PE 为 18 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

供应链波动、外汇套期保值的业务风险、新项目推进未达预期风险、行业空间测算偏差、第三方数据失真风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险、客户认证不通过、汇率波动等。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,662	2,905	3,259	3,782	4,382
YoY (%)	40.8%	9.1%	12.2%	16.0%	15.9%
归母净利润(百万元)	225	292	391	483	590
YoY (%)	-16.0%	29.8%	34.0%	23.4%	22.2%
毛利率 (%)	20.8%	23.6%	27.5%	27.9%	28.0%
每股收益 (元)	0.96	1.15	1.01	1.25	1.53
ROE	9.5%	8.0%	9.9%	10.9%	11.8%
市盈率	18.89	15.77	17.90	14.51	11.87

资料来源: Wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 公司简介	5
2. 事件概述	7
3. 分析判断	7
4. 投资建议	8
5. 风险提示	9

图表目录

图 1 公司发展历程	5
图 2 2012-2022 年的营业收入及同比增速	6
图 3 2012-2022 年的归母净利润及同比增速	6
图 4 可比公司估值表	9

1. 公司简介

专注商用冷链设备，成长性亮眼。海容冷链于2006年成立，2018年于上交所上市，成立之初公司产品以商用冷冻柜为主，而后积极拓展商用冷藏柜、智能售货柜等产品，不断完善商用制冷设备布局。

客户上，公司主要面向快消品品牌（由下游客户投放渠道）、连锁便利店和商超等企业客户，同时也为其他制冷供应商提供 ODM 服务，公司已与众多国内外知名快消品品牌商和渠道商开展合作，先后进入多家国际化快消品品牌商的全球合格供应商名录。

目前，公司在商用冷冻柜领域处于行业领先地位，在商用冷藏柜领域于北美市场有一定市占率，在国内基本覆盖了主流饮料品牌。

公司成立时间不足 20 年，但表现出了较强的成长性，2022 年营业收入、归母净利润分别实现 29 亿元、2.9 亿元，2012-2022 年收入、归母净利润 CAGR 分别达 24%、34%。

图 1 公司发展历程

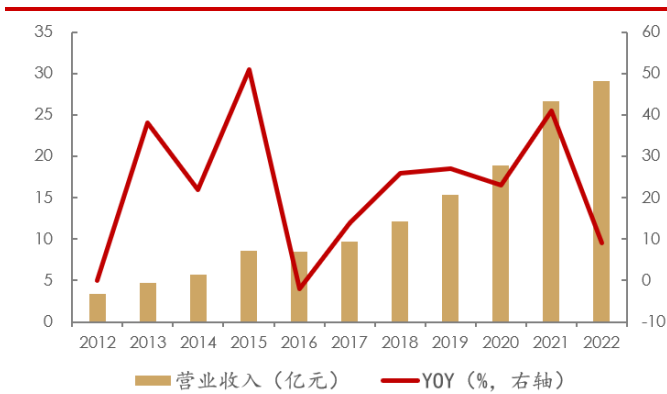


资料来源：公司官网，华西证券研究所

上市以来增长稳健，2022 年略有波动不改长期成长性。收入端，2012-2022 年公司保持了较高的同比增速。2022 年公司收入放缓主因商用冷藏展示柜业务受个别客户订单同比减少的影响。商用智能售货柜业务 22 年实现收入 1.6 亿元，yoy+52%，主因产品投放加速，公司不断加深与快消品品牌商和新零售运营商的合作。

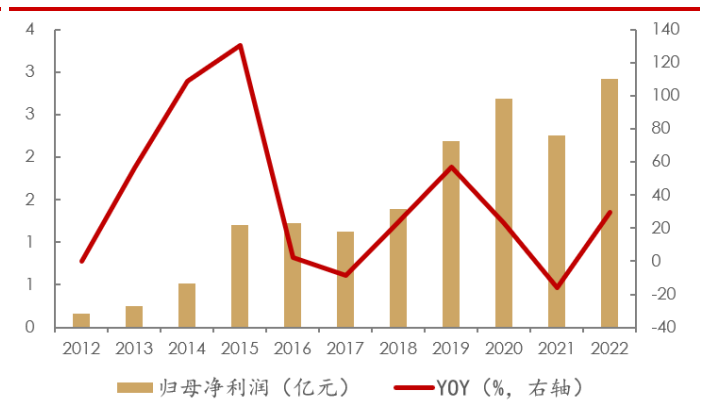
利润端，2021 年由于原材料价格大幅上涨且长时间高位运行，且公司实施新一轮股权激励计划，股份支付成本费用增加，归母净利润同比下降 16.02%。2022 年，归母净利润同比增长 29.8%，我们预计由于客户和产品结构的调整，大宗物料价格有所回落。

图 2 2012-2022 年的营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 3 2012-2022 年的归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所



从结构上看，商用冷冻展示柜贡献主要营收，盈利领先。

(1) 商用冷冻展示柜和商用冷藏展示柜的下游客户主要集中在冷饮行业、速冻食品行业和饮料行业（包括水饮料、功能性饮料、碳酸饮料、茶饮料等）、乳制品行业，其中商用冷冻展示柜营收占比常年在 60% 以上，2023 年上半年营收占比达 67%。2022 年商用冷冻柜实现收入 17.7 亿元，同比增长 13%，2018-2022 年 CAGR 达 22%。2022 年冷冻柜业务毛利率为 28%，为主要产品中毛利率最高产品。

(2) 商用冷藏展示柜为第二大收入贡献产品，2022 年实现收入 5.4 亿元，同比下滑 19%，但短期波动不改成长性，公司冷藏柜的市场占有率、品牌影响力均处于快速提升阶段，2012-2022 年 CAGR 达 18%，2022 年毛利率为 16.0%。

(3) 商超展示柜和商用智能柜业务在 2022 年分别实现收入 3.2 亿元、1.6 亿元，分别同比增长 48%、52%，二者 2018 年以来收入 CAGR 分别达 72%、31%，毛利率分别为 11.7%、21.2%。商超展示柜领域，公司立足于连锁便利店行业，密切关注新消费业态的需求，正在逐步扩大品牌影响力；商用智能售货柜领域，公司凭借前瞻性布局，积累了大量自主知识产权的核心技术，在技术、产品、市场占有率方面均处于行业领先地位。

表 1 公司产品布局

名称	产品展示	产品描述	22 年收入占比
商用冷冻展示柜		<p>下游行业：根据招股书说明书，主应用于冰淇淋、乳制品、速冻食品；</p> <p>负载温度：根据招股书说明书，负载温度设计在 -18℃ 以下；</p>	60.8%
商用冷藏展示柜		<p>下游行业：根据招股书说明书，主应用于功能性饮料、碳酸饮料、茶水饮料、啤酒、低温奶；</p> <p>负载温度：根据招股书说明书，负载温度设计在 0~10℃ 以内；</p>	18.7%

商超展示柜



主要客户：根据公司年报，连锁品牌便利店、商业超市、生鲜及社区超市等，用于放置奶制品、饮料、蔬菜、冷鲜食品、速冻食品等； **11.1%**

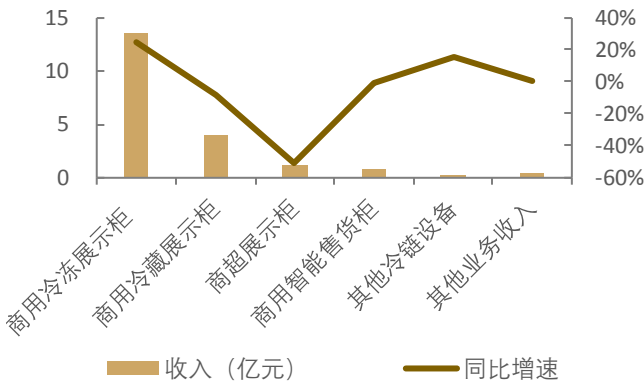
商用智能售货柜



下游客户：根据公司年报，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 **5.5%**

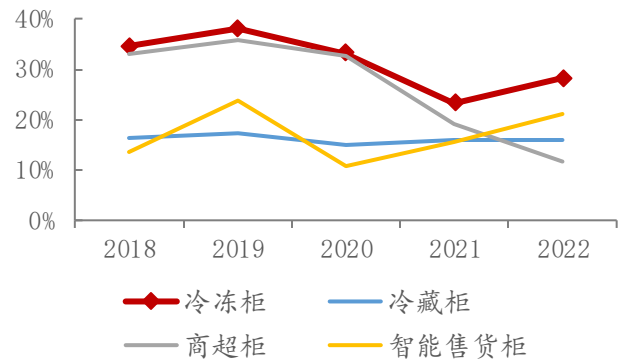
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 2023 年上半年各业务收入及增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 2018-2022 年公司各业务毛利率变化



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 事件概述

23 H1： 营收 20.10 亿元 (YOY+6.3%)，归母净利润 2.70 亿元 (YOY+34%)，扣非后归母净利润 2.69 亿元 (YOY+37%)。

23 Q2： 营业收入 11.2 亿元 (YOY+6.5%)，归母净利润 1.53 亿元 (YOY+24%)，扣非后归母净利润 1.6 亿元 (YOY+31%)。

3. 分析判断

23H1 分业务看 (根据半年报合同产生收入)：

1) 商用展示柜业务： 实现收入 17.5 亿元，YOY+16%，其中包括冷冻展示柜业务及冷藏展示柜业务。

商用冷冻展示柜：实现收入 13.5 亿元，YOY+25%，冷冻柜业务稳健增长，龙头地位巩固。公司与下游行业头部企业合作不断加深，市场占有率、品牌影响力均处于行业领先地位。同时，根据 2022 年 11 月 3 日投资者问答，公司在国内、国际市占率仍有增长空间，未来有望保持稳健增长。

商用冷藏展示柜：实现收入 4.0 亿元，YOY-7.9%，公司持续开拓新客户，实现销量稳定增长。公司在北美高端饮料行业有一定的市场占有率，在国内市场的客户群基本覆盖了主流饮料品牌，市场占有率、品牌影响力迅速提升。

2) 商超展示柜业务：实现收入 1.2 亿元，YOY-50.9%，其中连锁便利店渠道稳步拓展。公司立足于连锁便利店，密切关注新消费业态需求。

3) 商用智能售货柜业务：实现收入 0.82 亿元，YOY-1.20%，智能售货柜业务的产品结构持续改善，高端化产品占比提升。公司凭借前瞻性布局，积累了大量自主知识产权的核心技术，在技术、产品、市场占有率方面均处于行业领先地位。下游快消品行业渠道数字化、智能化升级的需求趋势下，公司将通过在传统产品基础上加装智能模块的智能化产品和采用智能识别技术可以实现无人零售功能的智能售货柜为客户提供软硬件结合的渠道升级解决方案，顺应行业发展趋势推动公司战略转型升级。

此外，出口延续 2022 年的良好恢复态势（22 年 YOY+42%），随着公司与国际品牌的合作进一步加深，以及国内客户的业务向海外的扩展，预期公司在全球市场的份额将持续增长。

► 业绩端：高毛利冷冻柜驱动盈利提升

23H1：毛利率 28.3%，同比+5.9pct，归母净利率 13.4%，同比+2.8pct，扣非归母净利率 13.4%，同比+3.0pct；

23Q2：毛利率 29.1%，同比+6.5pct，归母净利率 13.7%，同比+2.0pct，扣非归母净利率 14.1%，同比+2.7pct；

毛利率提升预计主因高毛利的冷冻展示柜等占比提升，22 年冷冻柜、商超柜和整体毛利率分别 28%、12%和 24%。按合同产生收入，高毛利的冷冻柜收入占比达 67%，同比+10pct。

23 年上半年，公司产量 78.16 万台，同比增长 17.61%；销量 85.14 万台，同比增长 13.38%。此外，公司主要原材料采购加购受钢铁、原油等大宗商品价格影响，大宗物料价格的回落助力盈利能力提升，同时汇率变动亦有正面影响。

费用率：23H1 销售、管理、研发、财务费用率为 5.1%、2.4%、2.7%、-1.6%，分别同比+1.2、+0.1、+0.5、-0.3pct，Q2 销售、管理、研发、财务费用率为 5.7%、2.1%、2.7%、-3.0%，分别同比+1.7、0.0、+0.8、-0.9pct。公司销售费用的增加主因公司加强渠道费用投入，研发费用的增长主因公司在研发端的持续投入，在智能化业务领域，公司已取得先发优势。

4. 投资建议

公司产品容积跨度大、类型齐全、成系列化，可以满足客户对产品在不同容积、性能、展示效果以及不同程度的数字化、智能化升级等方面的差异化、定制化需求。公司已与众多国内外知名快消品品牌商和渠道商开展合作，先后进入多家国际化快消品品牌商的全球合格供应商名录。目前，公司在商用冷冻柜领域处于行业领先地位，在商用冷藏柜领域于北美市场有一定市占率，在国内基本覆盖了主流饮料品牌。

我们预计 23-25 年公司收入分别为 32.6/37.8/43.8 亿元，同比分别 +12%/+16%/+16%。预计 23-25 年归母净利润分别为 3.9/4.8/5.9 亿元，同比分别 +34%/+23%/+22%，相应 EPS 分别为 1.01/1.25/1.53 元，以 23 年 8 月 15 日收盘价

18.13 元计算，对应 PE 分别为 18/15/12 倍，可比公司 23 年平均 PE 为 18 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 4 可比公司估值表

股票代码	公司	股价 (元)	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
000811. SZ	冰轮环境	16.68	0.87	1.09	1.35	19.09	15.28	12.33
002668. SZ	奥马电器	7.63	0.54	0.64	0.75	14.25	11.94	10.12
603277. SH	银都股份	24.22	1.30	1.61	1.92	18.59	15.08	12.61
平均值						17.31	14.10	11.69
603187. SH	海容冷链	18.13	1.01	1.25	1.53	17.90	14.51	11.87

资料来源：Wind，华西证券研究所，数据截至 2023 年 8 月 15 日；注：可比公司盈利预测均为 Wind 一致预测；

5. 风险提示

供应链波动、外汇套期保值的业务风险、新项目推进未达预期风险、行业空间测算偏差、第三方数据失真风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险、客户认证不通过、汇率波动等。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,905	3,259	3,782	4,382	净利润	304	414	518	608
YoY (%)	9.1%	12.2%	16.0%	15.9%	折旧和摊销	75	101	117	133
营业成本	2,218	2,363	2,728	3,156	营运资金变动	-264	-17	-55	87
营业税金及附加	27	29	34	39	经营活动现金流	133	499	579	831
销售费用	153	186	212	241	资本开支	-340	-314	-314	-314
管理费用	88	98	102	114	投资	-250	-70	-70	-40
财务费用	-44	0	0	0	投资活动现金流	-575	-386	-383	-357
研发费用	107	124	142	163	股权募资	986	0	0	0
资产减值损失	-2	0	0	0	债务募资	0	100	-10	-15
投资收益	11	3	6	2	筹资活动现金流	869	3	-10	-15
营业利润	344	464	574	673	现金净流量	429	116	186	459
营业外收支	-3	-4	-4	-4					
利润总额	341	460	570	669	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	37	46	51	60	成长能力				
净利润	304	414	518	608	营业收入增长率	9.1%	12.2%	16.0%	15.9%
归属于母公司净利润	292	391	483	590	净利润增长率	29.8%	34.0%	23.4%	22.2%
YoY (%)	29.8%	34.0%	23.4%	22.2%	盈利能力				
每股收益	1.15	1.01	1.25	1.53	毛利率	23.6%	27.5%	27.9%	28.0%
					净利率	10.1%	12.0%	12.8%	13.5%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	5.7%	6.9%	7.7%	8.5%
货币资金	1,355	1,471	1,657	2,115	净资产收益率 ROE	8.0%	9.9%	10.9%	11.8%
预付款项	28	31	35	41	偿债能力				
存货	583	769	792	786	流动比率	2.75	2.56	2.63	2.84
其他流动资产	1,919	1,891	2,098	2,077	速动比率	2.30	2.05	2.14	2.36
流动资产合计	3,886	4,161	4,583	5,020	现金比率	0.96	0.91	0.95	1.20
长期股权投资	3	3	3	3	资产负债率	28.2%	29.3%	28.2%	26.0%
固定资产	653	757	845	918	经营效率				
无形资产	150	155	160	165	总资产周转率	0.66	0.61	0.63	0.66
非流动资产合计	1,234	1,488	1,706	1,898	每股指标 (元)				
资产合计	5,119	5,649	6,289	6,918	每股收益	1.15	1.01	1.25	1.53
短期借款	0	100	90	75	每股净资产	13.20	10.19	11.44	12.97
应付账款及票据	1,183	1,272	1,365	1,388	每股经营现金流	0.48	1.29	1.50	2.15
其他流动负债	228	252	290	303	每股股利	0.35	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,411	1,624	1,745	1,766	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	15.77	17.90	14.51	11.87
其他长期负债	31	31	31	31	PB	2.40	1.78	1.58	2.11
非流动负债合计	31	31	31	31					
负债合计	1,442	1,655	1,776	1,797					
股本	276	386	386	386					
少数股东权益	32	55	90	109					
股东权益合计	3,677	3,994	4,513	5,121					
负债和股东权益合计	5,119	5,649	6,289	6,918					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

陈玉卢：家电行业首席分析师，南开大学管理学学士和硕士，2022年8月加入华西证券，自2016年起有多年行业研究经验，复合背景，擅长自上而下进行宏观判断，自下而上挖掘投资价值，曾任职东北证券，担任家电首席分析师与银行首席分析师。

喇睿萌：家电行业研究助理，2023年3月加入华西证券，此前就职于中泰证券、东兴证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。