

海容冷链（603187）：成长路径清晰的商用冷链龙头

2020年08月19日

强烈推荐/首次

海容冷链 深度报告

报告摘要：

我们认为，海容冷链得以立足商用展示柜行业，并仍将取得持续发展的要点主要有：柔性生产模式，深耕客户需求的先发优势，广阔的发展空间。

(1) 不同于普通家用冰箱、冰柜的大规模、批量化生产模式，商用展示柜的下游客户对产品功能、结构、尺寸、外观需求各不相同，订单差异性较大，造成所需要生产的产品种类繁多，无法实行标准化大批量流水线作业的生产模式。公司柔性生产模式，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。冷冻饮品的终端消费具有明显的季节性，导致部分月份订单量大幅度增加，公司柔性生产模式，保证了公司具备一定的产能弹性，可以在销售旺季快速增加产能，满足客户需求。

(2) 商用展示柜产品作为客户的产品终端销售渠道，一方面作为低温环境下的货物存储载体，更重要的一方面是作为其企业形象宣传及产品展示的平台。尤其对于冰激凌、乳制品等高蛋白食品，展示柜相当大程度上决定了其终端产品质量和品牌形象。

故而，优质客户通常具备严格的外部采购管理体系，对于产品交付期及产品质量的要求较高，进入其采购供应链的供应商面临的审核种类多、标准高且周期长。一旦通过供应链体系考核，通常会维持稳定的合作，不会轻易更换供应商，能为公司提供长期稳定的产品订单。公司主要客户多数为行业内知名的优秀公司，如联合利华、雀巢、伊利、蒙牛等，公司与知名企业建立的合作关系，能够快速提升公司在细分领域的品牌影响力。

(3) 根据中国物流与采购联合会冷链物流专业委员会发布的市场规模及预测，2019年全球商用冷冻展示柜市场容量为518万台，商用冷藏展示柜市场容量为1240万台。预计2019年国内商用展示柜需求达到444万台，2012年以来复合增速达到14.70%。

我们以商用冷冻展示柜1800元/台，商用冷藏展示柜2000元/台计算，则2019年全球商用展示柜市场规模为341.24亿元，国内市场空间预计为86亿元。公司2019年商用冷冻展示柜销量为56.4万台，商用冷藏展示柜销量为10.39万台，按销量计算，公司商用冷冻展示柜全球市占率约为10.89%，商用冷藏展示柜市占率约为0.84%，仍有较大提升空间。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司2020年-2022年实现营业收入分别为18.43亿元、21.94亿元、27.03亿元；归母净利润分别为2.71亿元、3.53亿元和4.32亿元；EPS分别为1.71元、2.23元和2.73元，对应PE分别为30X、23X和19X，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：1、速冻食品及冷饮下游需求不及预期；2、商超展示柜市场开拓受阻。

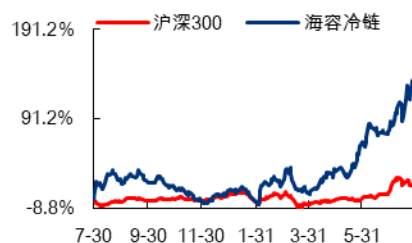
公司简介：

公司以商用冷冻展示柜和商用冷藏展示柜为核心产品，主要采用面向企业客户的销售模式，为客户在销售终端进行低温储存、商品展示和企业形象展示等提供定制化解决方案及专业化服务；同时，公司可为其他制冷产品供应商提供ODM服务。

交易数据

52周股价区间（元）	60.00-19.46
总市值（亿元）	82.22
流通市值（亿元）	61.37
总股本/流通A股（万股）	15848/11828
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	5.68

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：樊艳阳

010-66554089

fanyanyang1990@126.com

执业证书编号：

S1480518060001

分析师：闵繁皓

010-66554036

minfh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519070005

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,211.77	1,535.63	1,842.66	2,193.60	2,702.64
增长率（%）	25.58%	26.73%	19.99%	19.05%	23.21%
归母净利润（百万元）	139.30	218.84	270.53	353.21	432.25
增长率（%）	17.12%	57.10%	23.62%	30.56%	22.38%
净资产收益率（%）	10.77%	14.95%	15.76%	17.99%	19.07%
每股收益(元)	2.26	1.95	1.71	2.23	2.73
PE	22.96	26.61	30.39	23.28	19.02
PB	3.21	4.01	4.79	4.19	3.63

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 资产质量优异的商用冷链供应商.....	4
1.1.公司深耕商用冷链设备行业	4
1.2.公司业绩增长稳健，盈利能力出色	5
2. 为何海容冷链可以在商用展示柜立足？	7
2.1.公司柔性生产模式适应非标定制化的市场特点	7
2.2.商用展示柜具备较高的客户准入门槛	8
2.3.商用展示柜市场规模超 300 亿，公司具备足够发展空间.....	9
3. 国内自助售货设备具备广阔发展空间.....	11
4. 盈利预测及投资评级.....	12
5. 风险提示	13

表格目录

表 1： 公司主要产品及应用领域.....	4
表 2：海容冷链营业收入与盈利预测表	12

插图目录

图 1：公司卧式弧形玻璃门冷冻展示柜	4
图 2：公司立式玻璃门冷藏展示柜	4
图 3：公司收入稳健增长（亿元，%）	5
图 4：公司归母净利润快速提升（亿元，%）	5
图 5：公司期间费用率总体持续下降（亿元，%）	5
图 6：公司经营活动现金流与业绩匹配度较高（亿元，%）	5
图 7：公司盈利能力稳定提升（%）	6
图 8：公司资产负债率总体明显降低（%）	6
图 9：公司业务收入情况（亿元，%）	6
图 10：商用展示柜占公司业务收入的 89%（%）	6
图 11：公司不同业务毛利率情况（%）	6
图 12：公司港澳台及海外业务占比超过 30%（亿元，%）	6
图 13：公司可为客户提供一站式解决方案.....	7
图 14：公司柔性生产线适应非标、快速响应的行业特点.....	7
图 15：公司毛利率与传统家电企业对比（%）	8
图 16：公司净利率与传统家电企业对比（%）	8
图 17：二季度为公司销售旺季（万元）	8
图 18：公司商用冷冻展示柜业务占比超过 70%（%）	8
图 19：公司主要服务客户	9
图 20：全球商用展示柜需求超 1700 万台（万台）	10

图 21: 国内商用展示柜市场容量预计达到 444 万台（万台）	10
图 22: 国内饮料及冷饮服务投资持续增长（亿元）	10
图 23: 国内速冻米面水平产量稳步提升（万吨，%）	10
图 24: 中国人均 GDP 及增长情况（美元）	11
图 25: 美日欧自动售货机数量保有量较高（万台）	11
图 26: 我国自动售货设备区域分布（%）	11
图 27: 美国、日本、欧洲自动售货机数量较多（万台）	11
图 28: 各国自动售货行业营业额及人均消费额	12
图 29: 我国自动售货设备年营业额（亿元）	12

1. 资产质量优异的商用冷链供应商

1.1. 公司深耕商用冷链设备行业

公司前身为青岛海容电器有限公司，成立于2006年，2012年7月改制为股份公司。2018年11月29日，公司成功在上海证券交易所挂牌上市。

公司自成立以来始终专注于商用冷链设备的研发、生产、销售和服务，以商用冷冻展示柜、商用冷藏展示柜、商超展示柜及商用智能售货柜为核心产品，主要采用面向企业客户的销售模式，为客户在销售终端进行低温储存、商品展示和企业形象展示等提供定制化解决方案及专业化服务；同时，公司为其其他制冷产品供应商提供ODM服务。

图 1：公司卧式弧形玻璃门冷冻展示柜



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图 2：公司立式玻璃门冷藏展示柜



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

公司的主要产品商用展示柜属于冷链物流设备中的终端设备，广泛应用于冷饮、速冻食品、饮料、乳制品等快速消费品行业和流通行业，由下游客户投放到大型商业超市、连锁便利店、机场、火车站、小卖铺、报刊亭、住宅小区、写字楼等场所。

表 1：公司主要产品及应用领域

主要产品	产品细分	适用领域	市场定位
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	国内外中高端市场
	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	国内外各个层次市场
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
	风幕柜	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
	常规冰柜	为国内其他制冷产品制造商代工生产，食品低温储存	个人消费者

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司主要客户多数为行业内知名的优秀公司，如联合利华、雀巢、伊利、蒙牛等，公司与知名企业建立的合作关系，能够快速提升公司在细分领域的品牌影响力，凭借公司产品研发，性价比和服务优势，公

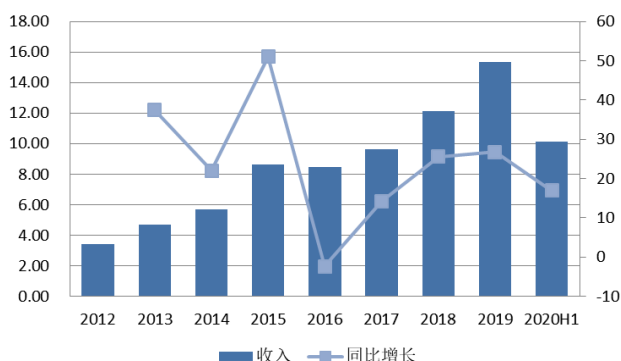
司未来有望进一步开拓优质客户资源。

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, 团队的骨干人员平均拥有 10 年以上的本行业从业经验, 对行业市场需求趋势把握准确。

1.2. 公司业绩增长稳健, 盈利能力出色

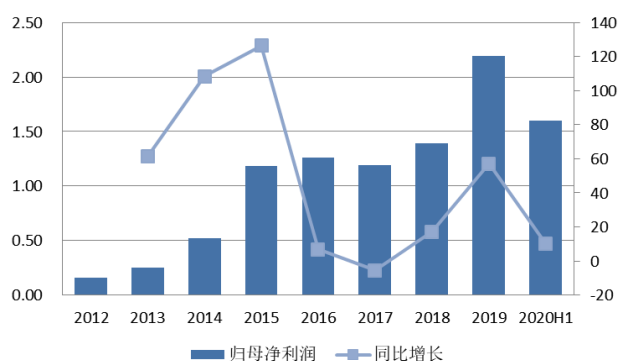
受益于下游行业增长和公司产品业务扩张, 公司业绩保持稳健增长。2012 年至 2019 年, 公司收入复合增速达到 23.99%, 归母净利润复合增速达到 45.32%。2020 年上半年公司收入规模 10.12 亿元, 同比增长 16.98%, 归母净利润 1.60 亿元, 同比增长 10.13%。其中二季度单季度实现收入 6.26 亿元, 同比增长 34.29%, 归母净利润 1.11 亿元, 同比增长 16.15%。

图 3: 公司收入稳健增长 (亿元, %)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

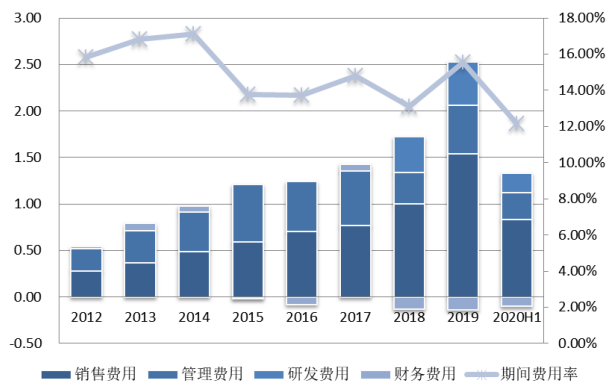
图 4: 公司归母净利润快速提升 (亿元, %)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

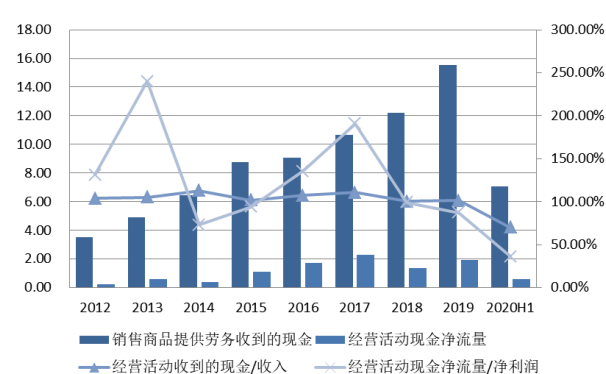
公司期间费用率总体稳步下滑, 2014 年公司期间费用率最高为 17.13%, 之后总体回落, 2020 年上半年公司期间费用率为 12.15% (其中销售费用率为 8.20%)。公司经营活动现金流与收入和利润匹配程度较高, 显示公司商业模式具备良好的回款能力。

图 5: 公司期间费用率总体持续下降 (亿元, %)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 6: 公司经营活动现金流与业绩匹配度较高 (亿元, %)

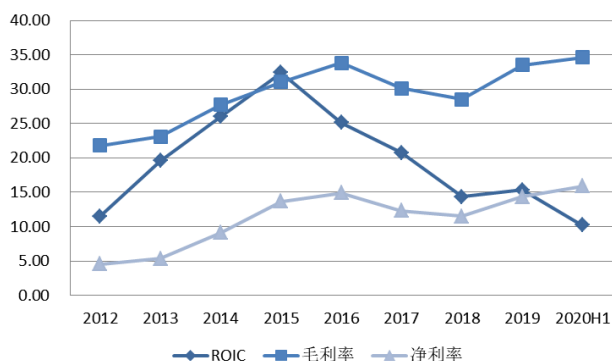


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

随着公司产品系列丰富, 收入规模扩大, 以及生产自动化程度提升, 公司盈利能力持续提升。毛利率从 2012 年的 21.81% 提升至 2020H1 的 34.63%, 净利率从 4.55% 提升至 15.90%。公司 2019 年 ROIC 为 15.32%, 显示公司具备良好的盈利能力。

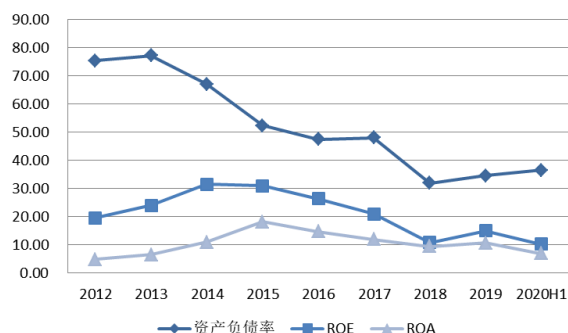
公司的资产质量近年来也得到改善, 资产负债率从 2012 年的 75.32% 降低至 2020H1 的 36.47%。

图 7：公司盈利能力稳定提升（%）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 8：公司资产负债率总体明显降低（%）

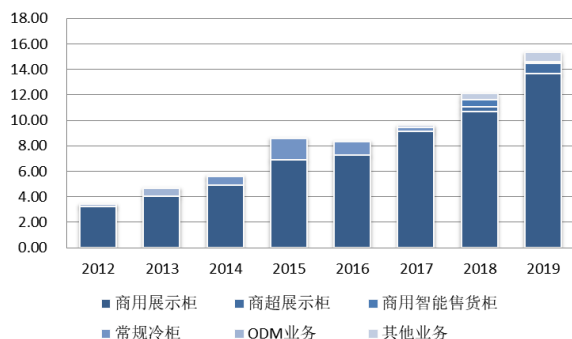


资料来源：Wind，东兴证券研究所

从收入构成来看，商用展示柜是公司业绩的主要贡献点，2019 年收入达到 13.68 亿元，占公司收入比重的 89.11%，其中商用冷冻展示柜收入规模达到 11.07 亿元，收入占比达到 72.08%，商用冷藏展示柜收入达到 2.62 亿元，收入占比达到 17.03%。

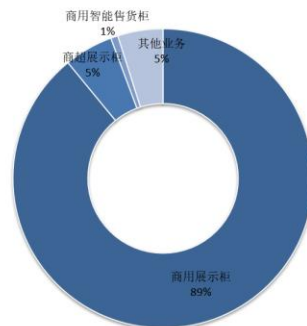
公司 2018 年后在商超展示柜逐步发力，2019 年收入规模达到 0.81 亿元，同比增长 121.02%。公司持续完善产品种类，开发了多功能风幕柜、新型外观的拉门冷藏展示柜及满足低温环境的拉门冷冻展示柜。未来在商超领域具备较大提升空间。

图 9：公司业务收入情况（亿元，%）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 10：商用展示柜占公司业务收入的 89%（%）

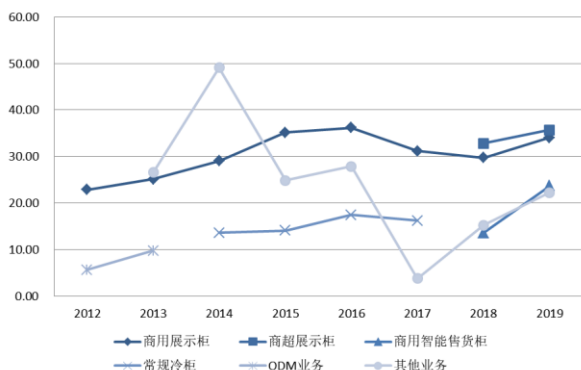


资料来源：Wind，东兴证券研究所

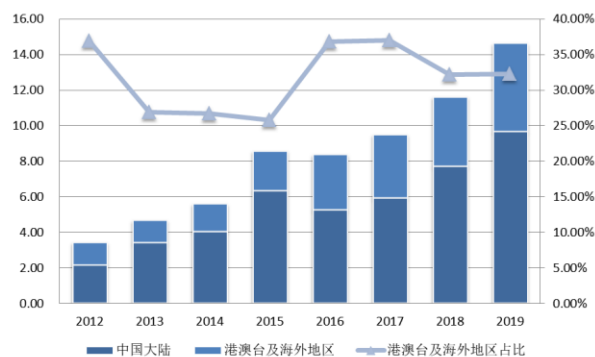
公司 2019 年海外收入达到 4.96 亿元，收入占比达到 32.29%。公司产品主要出口地区为美国、印度尼西亚等北美及亚洲国家。北美地区国家经济发达，印度尼西亚、菲律宾、印度、泰国等国家位于亚热带地区，天气较为炎热，且人口基数较大，因此，上述地区冷饮、冷冻食品、乳制品等行业规模较大，对商用展示柜产品需求量较大。

图 11：公司不同业务毛利率情况（%）

图 12：公司港澳台及海外业务占比超过 30%（亿元，%）



资料来源：Wind，东兴证券研究所



资料来源：Wind，东兴证券研究所

2. 为何海容冷链可以在商用展示柜立足？

2.1. 公司柔性生产模式适应非标定制化的市场特点

商用展示柜产品作为客户的产品终端销售渠道，一方面作为低温环境下的货物存储载体，更重要的一方面是作为其企业形象宣传及产品展示的平台。

不同于普通家用冰箱、冰柜的大规模、批量化生产模式，商用展示柜的下游客户对产品功能、结构、尺寸、外观需求各不相同，订单差异性较大，造成所需要生产的产品种类繁多，无法实行标准化大批量流水线作业的生产模式。

图 13: 公司可为客户提供一站式解决方案



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图 14: 公司柔性生产线适应非标、快速响应的行业特点



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

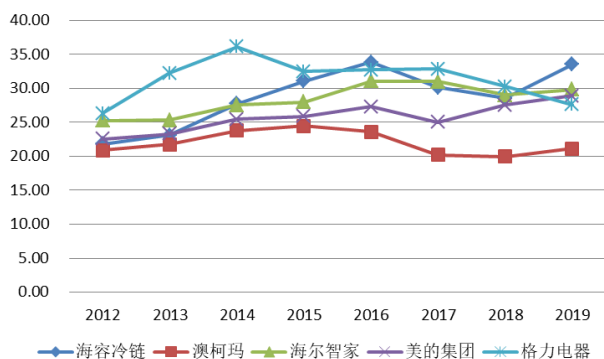
公司通过长期实践探索，建立了特有的专业生产管理体系。该体系采用柔性化的生产线设计，既可以保障订单量较大的单一型号产品的批量化生产，又可以保障单条生产线上多类产品的“混合式”生产，实现了小批量、多批次、多型号并线生产。从而保证了公司产品多样化、差异化的前提下生产效率的提升。这种生产管理模式灵活机动，符合下游客户对供应商快速响应能力的要求。

公司产品研发设计及销售团队人员能够深入市场一线，充分了解客户市场定位和销售需求，为客户定制设计生产出突显其自身特征的产品，协助客户实现渠道扩张、销量上升。

经过多年的积累，公司产品覆盖了商用冷冻展示柜、商用冷藏展示柜，超过 100 款产品，应用领域包括冷饮、速冻食品、啤酒、饮料、乳业、超市连锁等众多下游行业，产品总容积从 46 升到 3,500 升，丰富的产品类型，能够为客户不同的需求提供一站式的解决方案。

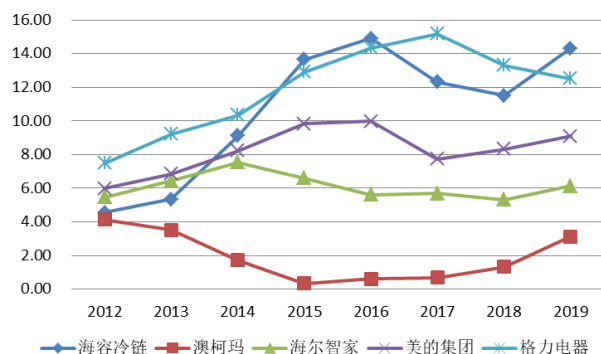
公司在经营成长中演化的快速研发、柔性生产模式，以及对于供应链的培育，可以较好的适应商用展示柜行业个性化的行业需求。受益于此，公司的盈利能力好于多数传统家电企业，2019 年公司毛利率和净利率分别达到 33.50% 和 14.32%。

图 15：公司毛利率与传统家电企业对比（%）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

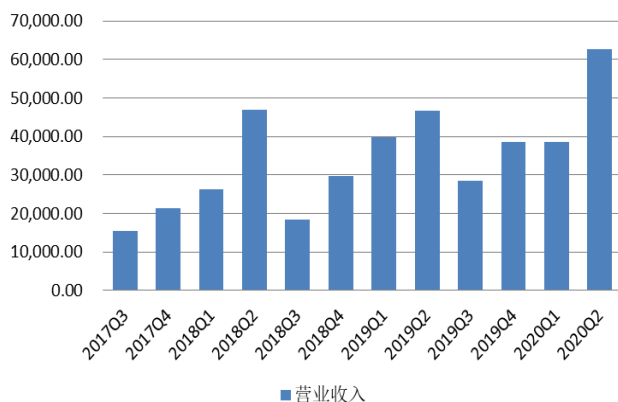
图 16：公司净利率与传统家电企业对比（%）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

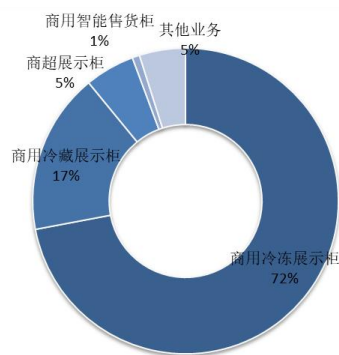
公司 2019 年收入结构中 72.08% 为商用冷冻展示柜，冷冻饮品的终端消费具有明显的季节性，导致客户采购并投放商用冷冻展示柜也呈现一定的季节性。通常每年的上半年和年底为公司商用冷冻展示柜的产销旺季，7-10 月份进入销售和生产的淡季。业务的季节性特征会导致部分月份订单量大幅度增加，对公司的产、供、销体系以及员工的管理能力提出了较高的要求。柔性生产模式，保证了公司具备一定的产能弹性，可以在销售旺季快速增加产能，满足客户需求。

图 17：二季度为公司销售旺季（万元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 18：公司商用冷冻展示柜业务占比超过 70%（%）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

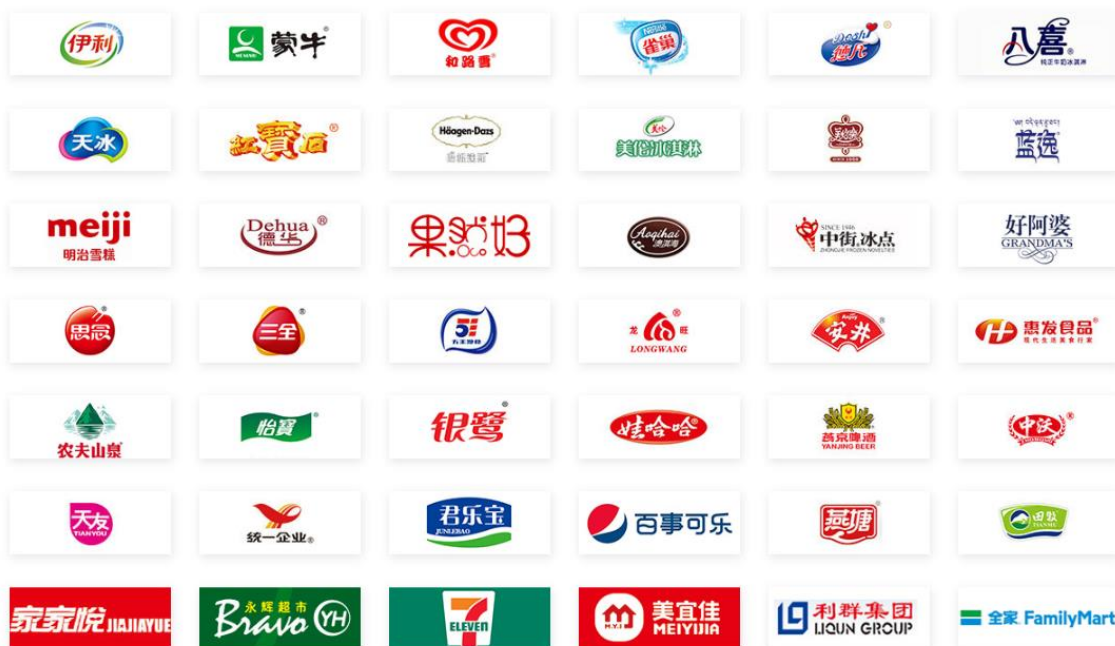
2.2. 商用展示柜具备较高的客户准入门槛

商用展示柜产品作为客户的产品终端销售渠道，一方面作为低温环境下的货物存储载体，更重要的一面是作为其企业形象宣传及产品展示的平台。尤其对于冰激凌、乳制品等高蛋白食品，展示柜相当程度上决定了其终端产品质量和品牌形象。

故而，优质客户通常具备严格的外部采购管理体系，对于产品交付期及产品质量的要求较高，进入其采购供应链的供应商面临的审核种类多、标准高且周期长。

对于公司而言，客户严格的采购准入体系促使公司在技术创新水平和产品质量控制保持行业前列；另一方面，一旦通过供应链体系考核，通常会维持稳定的合作，不会轻易更换供应商，能为公司提供长期稳定的产品订单。

图 19：公司主要服务客户



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

公司主要客户多数为行业内知名的优秀公司，如联合利华、雀巢、伊利、蒙牛等，公司与知名企业建立的合作关系，能够快速提升公司在细分领域的品牌影响力。品牌认知度和美誉度的不断提升，有利于公司进一步开拓新的客户。

国内市场方面，（1）在商用冷冻展示柜领域，公司加强同国内主要冷饮和冷食客户的合作，继续保持行业领先优势，同时与地方性品牌客户建立良好的合作关系。

（2）在商用冷藏展示柜领域，拓展与国内知名饮料企业的合作，同时与国际知名饮料企业的合作取得重要突破。在商超展示柜领域，公司组建商超销售部，建立专业化的销售服务团队，加快拓展商超领域业务，深化与主流连锁便利品牌客户的合作，同时与国内外知名的商超便利品牌客户达成合作意向。

（3）在商用智能售货柜领域，公司紧跟新零售市场变化，加强同国内品牌商和运营商的合作，与国际知名饮料企业建立合作关系。

国际市场方面，面对中美贸易战的不利因素，公司积极与客户商定互利共赢的合作方式，巩固原有客户的业务合作，同时拓展了一批新客户，给公司国际业务带来新增长。公司紧抓国内外冷饮企业开拓东南亚市场的机遇，筹备注册印尼和越南子公司，成立本地化销售团队，快速拓展东南亚市场。

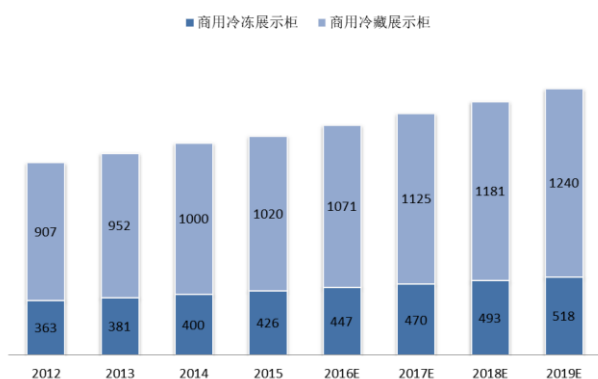
2.3. 商用展示柜市场规模超 300 亿，公司具备足够发展空间

根据中国物流与采购联合会冷链物流专业委员会发布的市场规模及预测，2019 年全球商用冷冻展示柜市场容量为 518 万台，商用冷藏展示柜市场容量为 1240 万台。预计 2019 年国内商用展示柜需求达到 444 万台，2012 年以来复合增速达到 14.70%。

我们以商用冷冻展示柜 1800 元/台, 商用冷藏展示柜 2000 元/台计算, 则 2019 年全球商用展示柜市场规模为 341.24 亿元, 国内市场空间预计为 86 亿元。

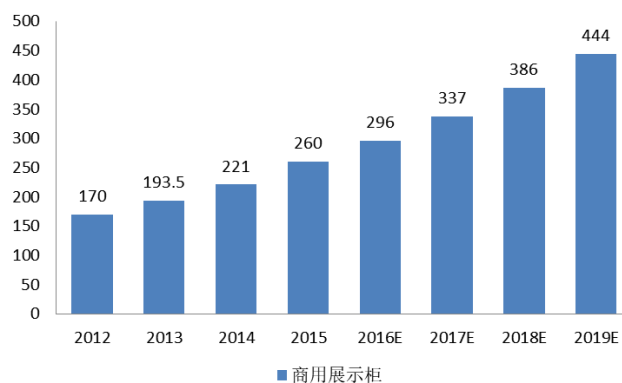
公司 2019 年商用冷冻展示柜销量为 56.4 万台, 商用冷藏展示柜销量为 10.39 万台, 按销量计算, 公司商用冷冻展示柜全球市占率约为 10.89%, 商用冷藏展示柜市占率约为 0.84%, 仍有较大提升空间。

图 20: 全球商用展示柜需求超 1700 万台 (万台)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 21: 国内商用展示柜市场容量预计达到 444 万台 (万台)



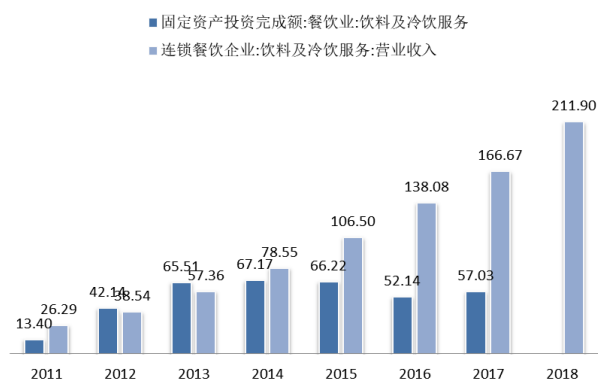
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

从下游来看, 商用展示柜主要用于冰激凌、冷饮、乳制品、饮料、速冻食品、冷鲜食品等。随着我国社会经济的快速发展, 居民消费水平不断提高以及人们对食品质量和安全性的要求的提高, 推动了中国冷链物流行业的不断发展。

2017 年国内饮料及冷饮服务行业固定资产投资完成额达到 57.03 亿元, 2003 年以来年均复合增速达到 21.75%。全国连锁餐饮企业饮料及冷饮服务收入达到 211.90 亿元, 2005 年以来复合增速达到 27.79%。

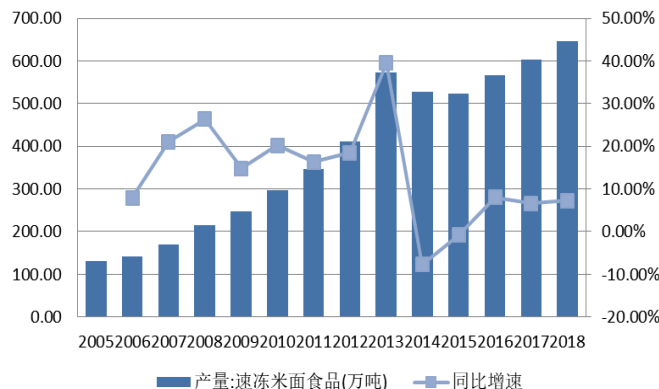
2018 年国内速冻米面食品产量达到 646.85 万吨, 自 2005 年以来年均复合增速达到 13.09%。

图 22: 国内饮料及冷饮服务投资持续增长 (亿元)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 23: 国内速冻米面水平产量稳步提升 (万吨, %)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

根据《2018 年便利店发展报告》, 2017 年中国便利市场规模已经超过 1900 亿, 门店数超过 10 万家。若按照日本每 2200 人一家店计算, 中国便利店数量应在 70 万家左右, 仍有较大发展空间。7-11、罗森、全家、全时、美宜佳、苏宁小店等便利店品牌均在国内快速布局新门店。

根据中国烟草行业协会的数据, 中国一共有 600 万家左右的小超市、百货店、便利店、杂货店、小卖部等销售零售日常用品的店铺。

国内超市、商场、便利店、小卖部等终端零售店铺庞大的基数, 以及仍在维持较快的增长势头, 为商用

展示柜提供了稳定增长的需求。

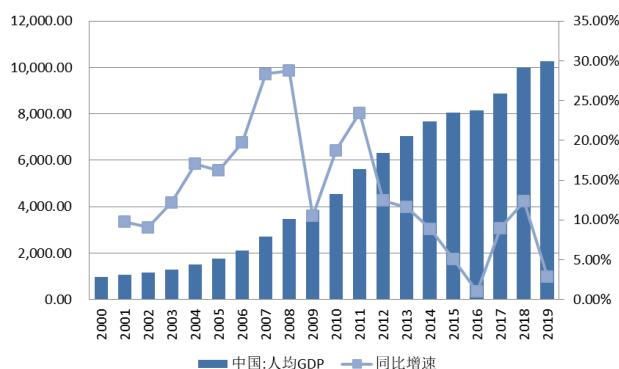
我们参照某品牌冰激凌 45% 的毛利率，10% 左右净利率计算，商用冷冻展示柜预估 1-2 年可以回收成本。

3. 国内自助售货设备具备广阔发展空间

公司近期发行可转债 50,012.70 万元，本次募集资金投资项目建设完成并达产后，预计将新增 3.25 万台智能冷链售货设备及 4.75 万台商用自动售货设备产能。

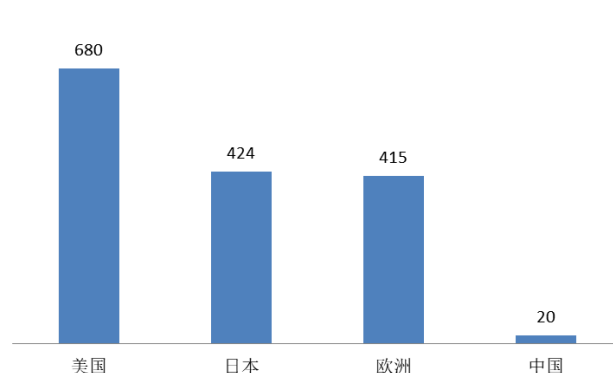
根据艾瑞咨询数据显示，我国公共区域投放的自助售货设备数量年均增幅超过 25%。虽然目前规模无法与欧美、日本等发达国家和地区相比，但是按照发达国家的行业发展经验来看，当人均 GDP 突破 10,000 美元时，自助售货设备的需求将得到激增。我国 2018 年人均 GDP 超过 10,000 美元的城市合计 101 座。

图 24：中国人均 GDP 及增长情况（美元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

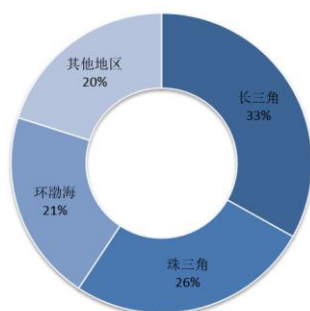
图 25：美日欧自动售货机数量保有量较高（万台）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

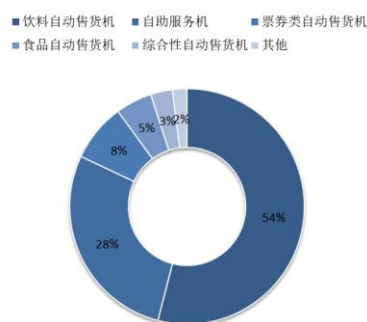
根据日本自动贩卖机工业会（JVMA）、欧洲自动售货协会（EVA）、美国自动售货协会（NAMA）等全球各大协会的数据统计，截至 2018 年 12 月，全球自助售货设备保有量约 1,851 万台，其中美国数量最多，共计 680 万台左右；日本为 423.5 余万台，欧洲的保有量大致在 415 万台左右。2018 年，全球自助售货设备营业额约为 1,237 亿美元，其中日本实现营业额约为 610 亿美元，美国实现营业额约为 236 亿美元，欧洲实现营业额约为 176 亿美元。

图 26：我国自动售货设备区域分布（%）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 27：美国、日本、欧洲自动售货机数量较多（万台）



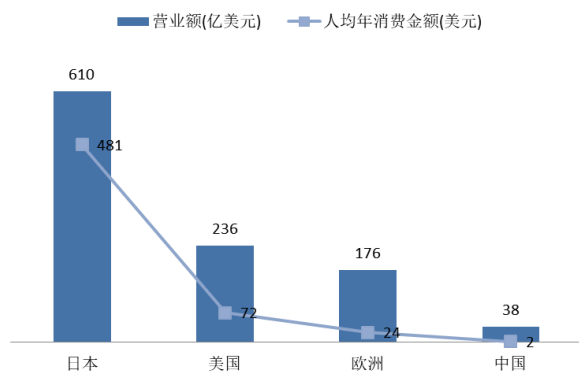
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

根据艾瑞咨询数据显示，目前全国自助售货设备保有量已经突破 20 万台，市场规模达到 265.5 亿元，

同比增长 58.5%。相较于我国庞大的人口基数，我国自助售货设备的总体渗透率与人均拥有台数仍处于较低水平（日本为 30 人/台，美国为 48 人/台，欧洲为 180 人/台，中国为 4500 人/台），具有发展潜力。受区域性经济发展水平和运营管理成本等多重因素的影响，我国目前自助售货设备主要集中分布在沿海的一、二线城市，其中长三角地区和珠三角地区是自助售货设备渗透最广、市场发展最成熟的区域，59.70%左右设备在这些地区投放运营。近年来环渤海地区自助售货设备的保有数量也在逐步上升，目前已占据我国行业总体运营数量的 20.40%，未来发展前景良好。

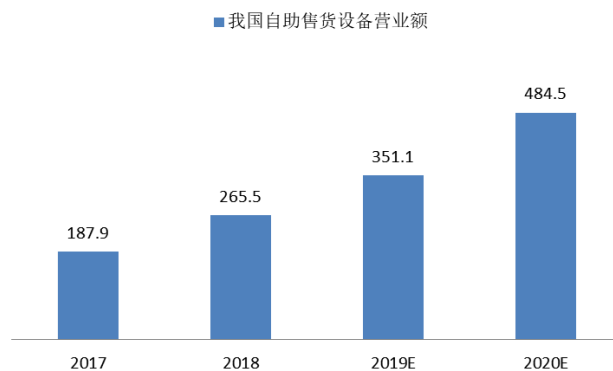
从我国目前自助售货设备类型的结构来看，自助售货设备售卖的货品以饮料为主。根据中国百货商业协会自助售货行业分会数据统计，2017 年我国无人零售行业中饮料自助售货设备约占总市场投放量的 54%，其次为自动服务机、票券类自动售货机等等，货品种类集中度较高。

图 28：各国自助售货行业营业额及人均消费额



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 29：我国自助售货设备年营业额（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

近年来随着我国国民经济的不断升级发展，自助售货设备产品类型也不断延伸，近几年还出现了生鲜自动售货机、药品自动售货机、福袋类自动售货机、护肤品自动售货机等多种新类型，产品应用领域不断拓展，行业可拓展空间广阔。

4. 盈利预测及投资评级

我们对于公司商用展示柜、商超展示柜、商用智能售货柜和其他业务分别预测如下表所示。

表 2：海容冷链营业收入与盈利预测表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
商用展示柜					
收入（百万元）	1068.37	1368.40	1573.66	1809.71	2081.17
毛利（百万元）	318.10	466.11	503.57	597.20	686.78
毛利率(%)	29.77%	34.06%	32.00%	33.00%	33.00%
商超展示柜					
收入（百万元）	36.67	81.06	162.12	259.39	415.03
毛利（百万元）	12.04	28.97	53.50	90.79	145.26
毛利率(%)	32.83%	35.74%	33.00%	35.00%	35.00%
商用智能售货柜					
收入（百万元）	54.56	11.55	17.33	25.99	38.98

毛利（百万元）	7.43	2.74	3.81	5.98	8.97
毛利率(%)	13.61%	23.74%	22.00%	23.00%	23.00%
其他					
收入（百万元）	52.17	74.63	89.56	98.51	167.47
毛利（百万元）	7.98	16.61	19.70	21.67	36.84
毛利率(%)	15.31%	22.26%	22.00%	22.00%	22.00%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

我们预计公司 2020 年-2022 年实现营业收入分别为 18.43 亿元、21.94 亿元、27.03 亿元；归母净利润分别为 2.71 亿元、3.53 亿元和 4.32 亿元；EPS 分别为 1.71 元、2.23 元和 2.73 元，对应 PE 分别为 30X、23X 和 19X，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

1、速冻食品及冷饮下游需求不及预期；2、商超展示柜市场开拓受阻。

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
	2018A	2019	2020F	2021F	2022F		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
流动资产合计	1535	1733	2058	2580	3356	营业收入	1212	1536	1843	2194	2703
货币资金	887	894	1105	1426	1904	营业成本	866	1021	1262	1478	1825
应收账款	330	420	482	593	752	营业税金及附加	15	16	18	22	27
其他应收款	7	4	4	5	7	营业费用	100	154	184	219	270
预付款项	31	36	36	36	36	管理费用	34	52	64	66	81
存货	264	366	411	497	632	财务费用	-13	-14	1	1	1
其他流动资产	5	10	10	10	10	资产减值损失	11	-7	0	0	0
非流动资产合计	361	507	590	600	607	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	9	0	0	0
固定资产	287	290	293	287	282	营业利润	160	249	312	408	498
无形资产	57	56	126	121	115	营业外收入	3.67	7.83	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	3	4	0	0	1
资产总计	1896	2240	2648	3179	3963	利润总额	161	253	312	407	498
流动负债合计	601	770	935	1221	1695	所得税	22	33	41	53	65
短期借款	0	0	61	187	0	净利润	139	220	272	354	433
应付账款	257	397	451	546	694	少数股东损益	0	1	1	1	1
预收款项	48	47	47	47	463	归属母公司净利润	139	219	271	353	432
一年内到期的非流动	0	0	0	0	0	EBITDA	235	327	351	449	542
非流动负债合计	2	5	0	0	0	EPS（元）	2.26	1.95	1.71	2.23	2.73
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	603	774	935	1221	1695	成长能力					
少数股东权益	0	2	3	4	5	营业收入增长	25.58%	26.73%	19.99%	19.05%	23.21%
实收资本（或股本）	80	113	158	158	158	营业利润增长	20.61%	55.49%	25.21%	30.45%	22.32%
资本公积	726	717	717	717	717	归属于母公司净利	23.62%	30.56%	23.62%	30.56%	22.38%
未分配利润	428	571	639	730	844	获利能力					
归属母公司股东权益	1293	1464	1709	1954	2262	毛利率（%）	28.52%	33.50%	31.51%	32.62%	32.48%
负债和所有者权益	1896	2240	2648	3179	3963	净利率（%）	11.50%	14.32%	14.74%	16.15%	16.03%
现金流量表						总资产净利润（%）	14.27%	7.35%	9.77%	9.95%	11.10%
单位：百万元						ROE（%）	10.77%	14.95%	15.76%	17.99%	19.07%
	2018A	2019	2020F	2021F	2022F	偿债能力					
经营活动现金流	138	192	292	358	837	资产负债率（%）	32%	35%	37%	38%	42%
净利润	139	220	272	354	433	流动比率	2.56	2.25	2.12	2.12	2.00
折旧摊销	87.90	91.2	0.00	40.86	42.75	速动比率	2.12	1.78	1.70	1.71	1.63
财务费用	-13	-14	1	1	1	营运能力					
应收账款减少	0	0	-80	-95	-138	总资产周转率	0.81	0.74	0.74	0.74	0.76
预收账款增加	0	0	0	0	405	应收账款周转率	4	4	4	4	4
投资活动现金流	-77	-164	-45	-50	-50	应付账款周转率	4.44	4.70	4.27	4.33	4.42
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股收益	2.26	1.95	1.71	2.23	2.73
投资收益	0	9	0	0	0	每股净现金流（最	6.99	0.20	1.92	1.79	2.99
筹资活动现金流	499	-6	57	-25	-314	每股净资产（最新	16.17	12.93	10.83	12.39	14.30
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	22.96	26.61	30.39	23.28	19.02
普通股增加	20	33	45	0	0	P/B	3.21	4.01	4.79	4.19	3.63
资本公积增加	567	-8	0	0	0	EV/EBITDA	13.88	15.22	20.48	15.53	11.66
现金净增加额	559	23	304	283	473						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

樊艳阳

中国人民大学经济学院本科及硕士，3 年财经媒体上市公司从业经验，主要跟踪新能源汽车产业链、机械行业，2016 年加入民生证券，2017 年加入东兴证券。

闵繁皓

金融硕士研究生，2017 年 5 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。