

海容冷链(603187)

公司研究/深度报告

商用冷柜龙头，市场空间广阔

-海容冷链(603187)公司深度报告

深度研究报告/机械行业

2020年8月24日

报告摘要:

● **核心逻辑:** 公司为我国商用展示柜龙头，在产品类型、生产能力、客户认证等方面具备核心竞争优势，且我国冷链行业尚处于起步阶段，未来受益于国内消费结构升级，品牌客户海内外拓展，市场空间巨大。商超柜、智能售货柜等新产品增速较快，打造多元业务增长极。

● **我国冷链行业较为落后，消费转型升级带动冷链设备需求增加**

同发达国家相比，我国冷链行业发展较晚，国内商用冷柜竞争格局分散，专注该领域的企业较少，海容冷链作为龙头企业有望逐步提升市占率。随着我国富裕阶层人口占比提高，消费结构将发生改变，对易腐食品等高附加值产品需求增加。城镇化率提升、生鲜电商的崛起促使对冷链设备需求量将不断增加。

● **客户渠道优势明显，生产管理模式先进**

公司为国内外知名企业客户的主要供应商。国际客户例如雀巢、百事可乐等技术要求严格，公司在产品认证过程中形成了国际领先的技术水平，预计将凭借成本优势逐步拓展国际份额。国内方面，已与蒙牛、伊利等巨头形成合作，伴随着大品牌商国内和海外市场尤其是东南亚市场扩张，公司有望充分受益。公司产品线为柔性生产线，可实现多品类混合生产，供应链整合短期内能力行业领先。

● **募投项目增加产能，各类产品有望实现放量增长**

公司募集资金不断扩充冷链设备产能，并进军无人零售市场。我们认为，公司的冷冻柜有望随着下游冷饮和速冻食品行业的发展和存量更新换代需求稳步增长；冷藏柜产品凭借错位竞争优势将逐步拓展市场份额，保持快速增长；商超柜将受益于我国连锁便利店开店面积的增加，取得高速增长；同时，看好公司无人零售项目的蓝海市场。

● **投资建议**

预计公司 20-22 年实现归母净利润 2.6/3.3/4.1 亿元，对应 EPS 分别为 1.7/2.1/2.6 元/股，目前股价对应 PE 为 30.5/24.2/19.6 倍。公司盈利能力较强，且伴随着消费升级趋势，商用冷柜行业将不断迎来增量市场，公司作为该领域国内龙头，公司未来成长性值得期待。考虑到公司 21 年估值为 24.2x，PEG<1，且未来公司业绩增速有望维持高成长，首次覆盖，给予“推荐”评级。

● **风险提示**

客户合作进展不及预期，原材料价格波动，冷冻、冷藏制品消费不及预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,536	1,858	2,263	2,830
增长率(%)	26.7%	21.0%	21.8%	25.0%
归属母公司股东净利润(百万元)	219	264	333	411
增长率(%)	57.1%	20.8%	26.1%	23.3%
每股收益(元)	1.95	1.67	2.10	2.59
PE(现价)	26.1	30.5	24.2	19.6
PB	3.9	4.9	4.1	3.4

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

首次评级

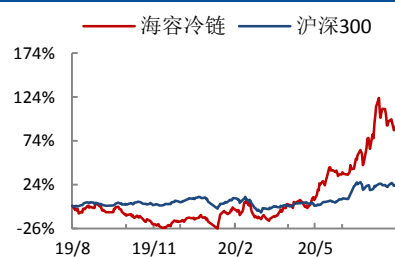
当前价格： 50.52

交易数据

2020-8-21

近 12 个月最高/最低(元)	59.19/19.95
总股本(百万股)	158.48
流通股本(百万股)	118.28
流通股比例(%)	75%
总市值(亿元)	80
流通市值(亿元)	60

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：李锋

执业证号： S0100511010001

电话： 010-85127632

邮箱： lifengyjs@mszq.com

研究助理：关启亮

执业证号： S0100120030002

电话： 021-60876757

邮箱： guanqiliang@mszq.com

相关研究

目录

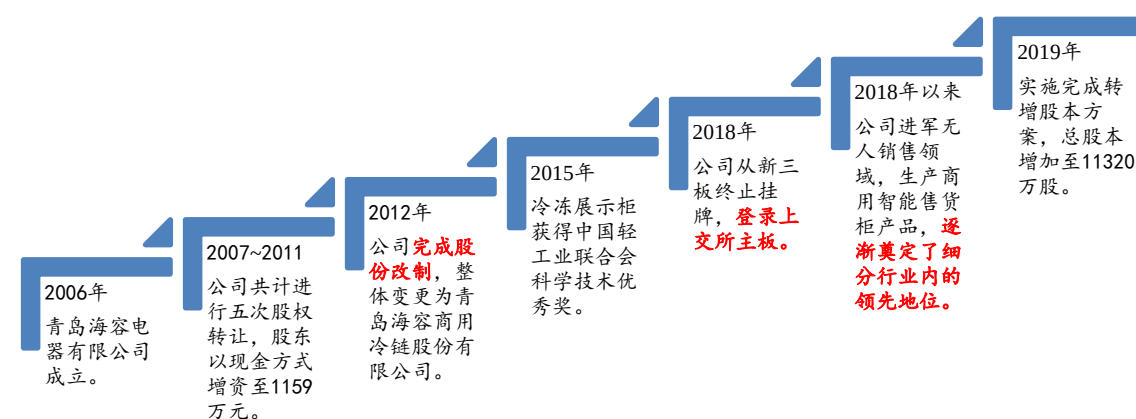
一、深耕商用冷柜数载，成就业绩亮眼龙头	3
(一) 公司发展历史沿革	3
(二) 公司股权结构介绍	3
(三) 公司产品种类丰富	4
(四) 公司财务状况良好	4
二、消费转型升级驱动，看好国内冷链行业景气度，	7
(一) 商用冷柜国内市场集中度低，国际竞争格局稳定	7
(二) 我国冷链产业与发达国家相比较为落后	8
(三) 消费观念升级催动冷产品消费增加	9
(四) 城镇化率提升需要冷链产业配合	9
(五) 生鲜电商快速崛起，冷链运输不可或缺	10
三、商用冷柜多维度优势累积，多元产品逐步放量	11
(一) 专注冷柜设备多年，成长路径难以复制	11
(二) 冷冻柜国内龙头，冷藏柜、商超柜快速增长	14
(三) 项目扩张不断加码，助力各品类放量增长	16
(四) 无人零售市场空间广阔	17
四、盈利预测与估值	18
五、风险提示	20
插图目录	22
表格目录	22

一、深耕商用冷柜数载，成就业绩亮眼龙头

(一) 公司发展历史沿革

公司是国内冷链企业龙头之一。青岛海容商用冷链股份有限公司专注于商用冷链的研发、生产、销售及服务。其前身为青岛海容电器有限公司，成立于 2006 年。2012 年，由邵伟等发起人完成股份公司的改制。2018 年，成功在上交所挂牌上市。十几年来，公司专攻商用冷链，并坚持实行全球化战略、积极开拓海外市场，巩固其在商用展示柜市场的地位。

图1: 公司成立以来业务发展历程

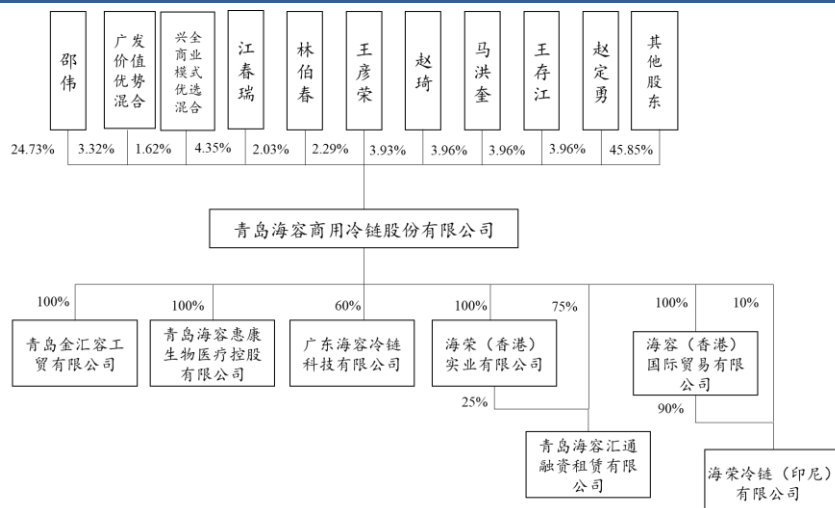


资料来源：公司网站，民生证券研究院

(二) 公司股权结构介绍

在股权结构方面，公司控股股东为邵伟，持股比例 24.73%。2020 年中报披露前十大股东为邵伟、广大价值优势混合基金、兴全商业模式优选混合基金、江春瑞、林伯春、王彦荣、赵琦、马洪奎、王存江和赵定勇。此外，公司直接或间接控股 7 家子公司，持股比例在 60%-100%之间。

图2: 公司股权结构及控股子公司



资料来源：Wind，民生证券研究院

(三) 公司产品种类丰富

公司是国内少数专业做商用冷柜公司的龙头企业，产品型号齐全，上市时约有 100 余款产品，并承诺上市期内产品数量达到 300-400 多个。核心产品为商用冷冻、冷藏展示柜，商超展示柜及商用智能售货柜。公司 2018 年新增商超展示柜业务，预计未来产品数量进一步增加，丰富的产品类型，能够为客户不同需求提供解决方案。

图3: 公司各类产品介绍



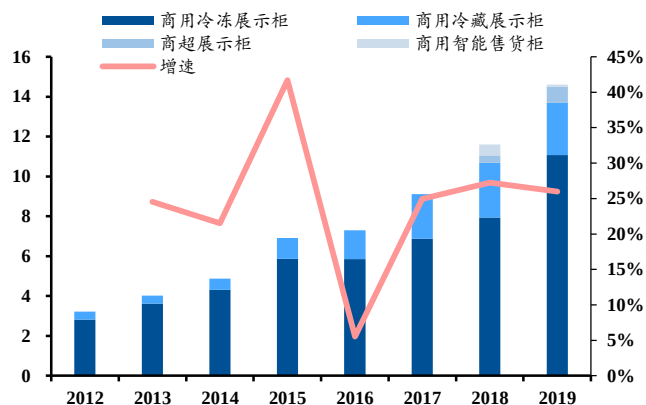
资料来源：Wind，民生证券研究院

(四) 公司财务状况良好

公司营业收入历年来稳步增长。自 2012 年至 2019 年，公司营业收入由 2.8 亿元增长至 11.1 亿元，年复合增长率为 21.7%。2014 年公司收入取得较大幅度的增长，主要因为公司 2014 年开始向百事可乐、伊利等大型品牌商批量供货。

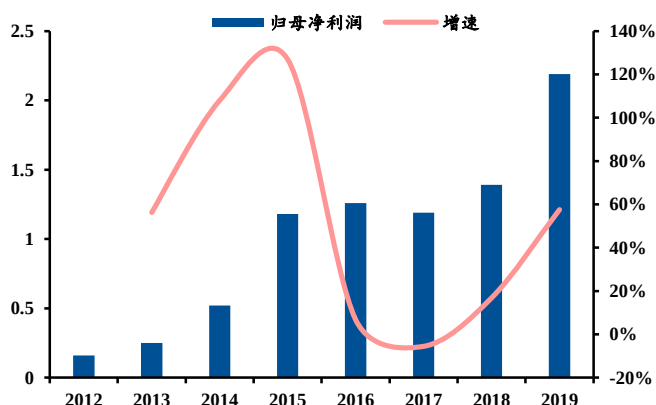
目前，公司产品中冷冻柜贡献主要营收，冷藏柜和商超柜营收占比快速提升。2019 年公司冷冻柜营收占比为 75.8%，冷藏柜占比为 17.9%，商超柜和智能售货柜占比分别为 5.5%、0.8%。2012 年以来，冷冻柜营收与冷藏柜营收比值由 7.06 降低到 4.23，表明冷藏柜营收增速高于冷冻柜营收增速。商超柜产品 2018 年推出，2019 年实现翻倍增长，预计 2020 年仍保持翻倍增长势头。

图4: 2012~2019 年营业收入及增速 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

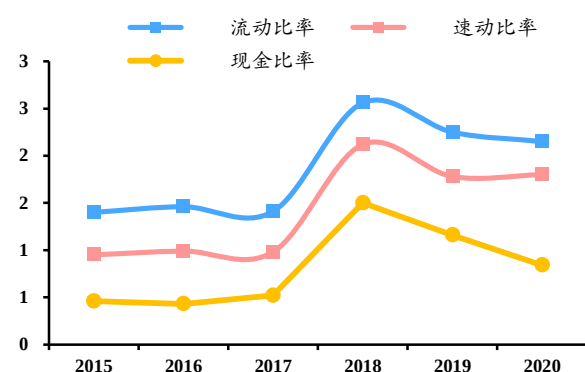
图5: 2012~2019 年归母净利润及增速 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

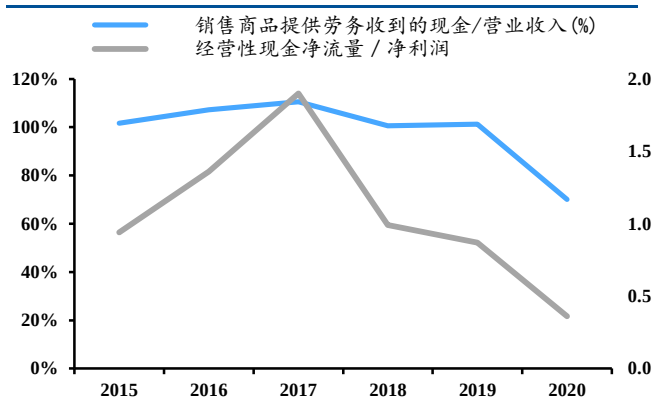
从归母净利润来看, 公司归母净利润与营收变动基本保持一致, 由2012年0.16亿元增至2019年2.19亿元, 年复合增长率为45.3%。2017-2018年公司净利润增速略落后于营收增速, 主要因该期间下游原材料价格的波动所致, 公司下游原材料钢板、MDI、压缩机等均为充分竞争的市场, 随着原材料价格的企稳, 2019年公司的净利润同比大幅增长。

图6: 2015-2019 公司偿债能力指标分析



资料来源: Wind, 民生证券研究院

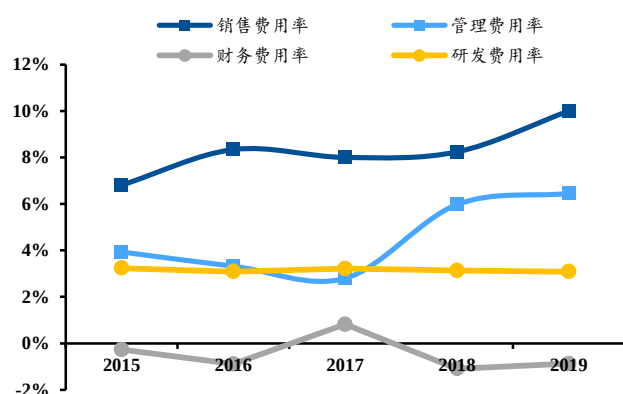
图7: 2015-2019 公司现金流量状况分析



资料来源: Wind, 民生证券研究院

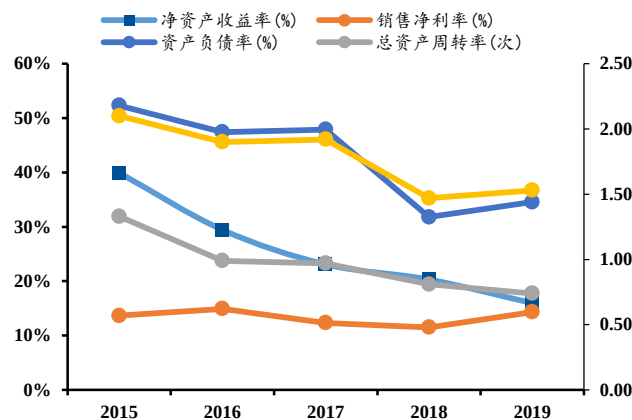
公司的偿债能力良好, 流动比率、速动比率和现金流量比率均大于1, 财务风险较小。公司现金流量状况良好, 2015-2019年收现比虽然不断下降, 但仍维持在大于1的水平, 体现了公司回款能力较强。公司净现比上市之前年度较高, 由于公司上市后业务规模变大, 应收账款目逐渐增多, 拉低了公司的净现比。

图8: 2015-2019 年期间费用率情况



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图9: 2015-2019 年杜邦财务指标分析



资料来源: Wind, 民生证券研究院

从公司的期间费用来看, 2015 年以来公司销售费用率略有上升, 与公司的销售团队人员数量扩充有关; 管理费用率 2018 年增幅较大, 主要由于职工薪酬增加及股权激励计划所致; 财务费用率基本为负, 表明公司资金充足; 研发费用率在 3% 左右, 较为稳定。

采用杜邦分析法来看, 2019 年公司净资产收益率为 15.96%, 盈利能力良好。公司销售净利率 17、18 年小幅下调, 19 年回归至原有水平。2018 年公司在主板上市募集股本资金后, 资产负债率显著下调, 带动权益乘数降低, 同时由于公司不断投入固定资产扩充生产能力和研发能力, 公司的资产周转率逐步下滑, 多种因素叠加导致公司的净资产收益率不断下滑。我们认为公司的销售净利率保持稳定水平, 随着产能利用率的不断提升, 公司的 ROE 有望进一步提升。

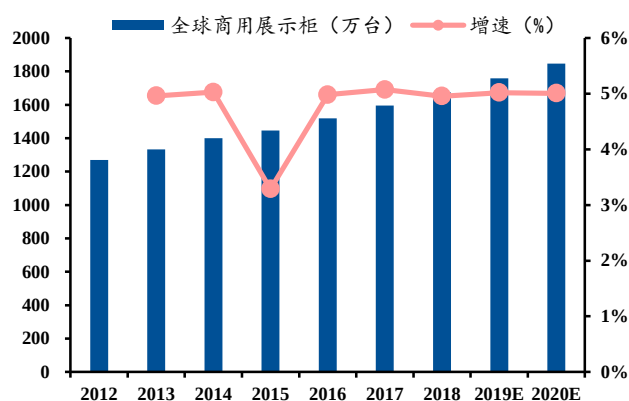
二、消费转型升级驱动，看好国内冷链行业景气度，

(一) 商用冷柜国内市场集中度低，国际竞争格局稳定

据中国产业信息网显示，2018 年我国商用展示柜市场空间近 130 亿元，预计 2023 年达到 244 亿元，2018-2023 年复合增长率为 13.4%。

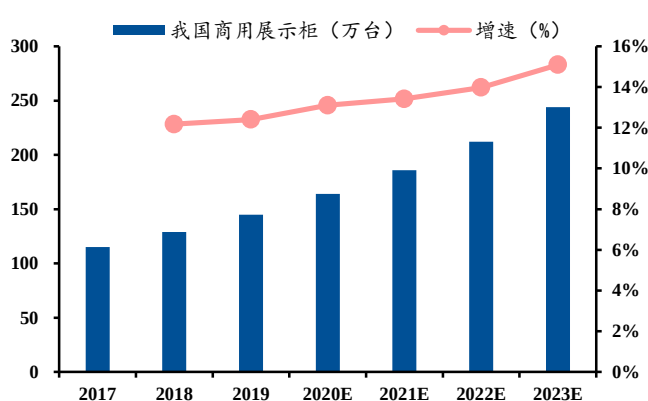
国内外商用冷柜市场增速较快。2018 年全球商用冷藏柜销量为 1181 万台，商用冷冻展示柜达到 493 万台，预计 2020 年，全球商用冷藏展示柜达到 1846 万台，商用冷冻展示柜达到 544 万台，按照单台均价 2000 元（2018 年海容冷链商用冷冻展示柜均价 1924.95 元，商用冷藏展示柜均价 2325.24 元）计算，2020 年全球市场规模超 500 亿元，2018-2020 年年复合增长率为 19.5%。

图10: 全球商用展示柜市场规模及预测 (单位: 万台)



资料来源:《中国冷链物流行业发展前景分析》，民生证券研究院

图11: 2017-2020 我国商用展示柜市场空间 (单位: 万台)



资料来源: 中国产业信息网，民生证券研究院

国外商用展示柜领域经过多年的发展，目前行业竞争格局较为稳定，主要以大型国际企业为主。以 AHT、LIEBHERR、IARP、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部分市场份额。海容冷链商用冷柜出口份额位居全国第一。据中金企信国际咨询公布的《2020-2026 年中国商用展示柜行业市场分析及投资前景研究预测报告》，2018 年，海容冷链商用展示柜全球市占率 2.2%，其中商用冷冻柜全球市占率 7.5%。

在国内商用展示柜领域，中小企业众多，目前整体行业竞争较为激烈，尚未形成大型垄断企业，行业集中度较低。2016 年，根据中物联冷链委公布，我国商用展示柜龙头企业海容冷链国内市占率仅为 9.49%。

表1: 海容冷链国内外主要竞争对手介绍

	公司名称	简介
国外生产企业	AHT 公司	成立于 1983 年，总部位于奥地利，是商用即插即用型冷机和冷柜的行业龙头，在中国常熟设有现代化工厂，产品销往欧洲、美国和中国。
	LIEBHERR 公司	LIEBHERR，即利勃海尔，1949 年成立于瑞士，专注于制冷领域，主要产品包括豪华冰箱、葡萄酒柜、雪茄柜等。公司产品销往 4 大洲 29 个地区。
	IARP 公司	成立于 1983 年，位于意大利，定位于冰淇淋产品的展示和储存。主要产品包括直立式冷藏柜、商用冷柜、商用展示柜等。
	爱普塔	爱普塔是欧洲领先的跨国集团，产品结合欧洲质量和技术以及亚太市场的需求，主要生产立式制冷展示柜、服务柜、冷冻立柜和冷冻岛柜。

国内生产企业	海尔	成立于 1984 年，在四大洲拥有 108 个营销中心。在制冷产品领域，其产品主要包括冰箱、冷柜、冰吧、酒柜等。
	澳柯玛	成立于 1987 年，以制冷产业为核心竞争力。澳柯玛从事制冷行业 30 年，主要关注家用制冷、商用冷链、生物冷链等。
	松下冷链 (大连)	成立于 1994 年，是松下电器等共同出资建设的冷链设备研发制造基地。主要产品包括冷冻冷藏陈列柜、冷冻设备、冷冻冷藏机、制冰机等。
	海尔开利	由海尔集团和美国开利公司于 2001 年共同出资组建，主要产品包括超市陈列柜、压缩机以及压缩冷凝机组等，为客户提供全方位冷冻冷藏解决方案。
	青岛海信	青岛海信商用冷链股份有限公司成立于 2016 年，主要产品包括商用冷链监控系统、医用冷链监控系统、商用冷藏冷冻展示柜、商超陈列柜等。

资料来源：公司招股书，公司官网，民生证券研究所

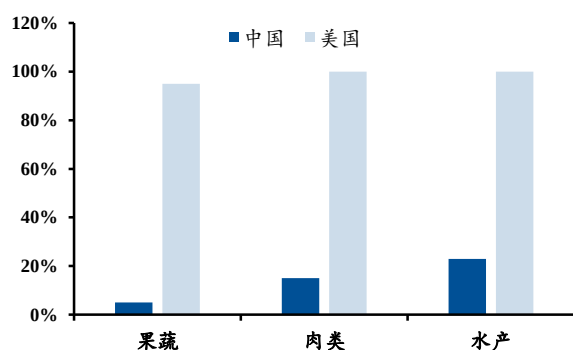
海容冷链在国内冷冻展示柜市场规模最大，市场份额约为 40% 左右，竞争对手主要为海尔、澳柯玛，冷藏柜产品 2017 年开始进军国内市场，目前竞争格局较为分散，市场份额有待扩展，竞争对手主要为海信、大连松下。国内商超展示柜市场中，大型外资企业如海尔开利、爱普塔在对家乐福等大型综合超市的展示柜供应方面占据较大市场份额，公司利用差异化竞争战略，在以 7-ELEVEN、美宜佳为代表的小型连锁便利店方面不断开拓商超展示柜市场。

(二) 我国冷链产业与发达国家相比较为落后

我国冷链行业发展较晚，近十几年来处于起步和快速发展阶段。据中物联冷链委数据显示，2013-2018 年，我国冷链物流市场规模由 1260 亿元增长至 2886 亿元，年复合增长率为 18.02%。

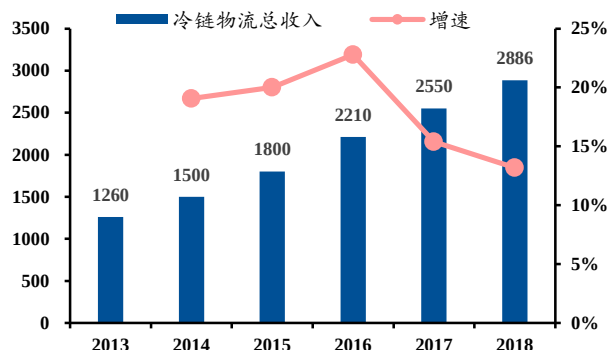
目前，我国的冷链物流行业下游主要以食品冷链运输为主，在冷链需求结构中食品冷链占比高达 90%，主要用于保持冷藏冷冻类食品始终处于规定的低温环境下，以保证食品质量，减少食品损耗，与发达国家相比，我国冷链物流占有物流的比重，即冷链流通率较低。2017 年，我国生鲜食品腐损率高达 20%，人均冷冻食品消费量也与多数国家差距较大。

图12：中美农产品冷链物流流通率对比



资料来源：《农产品冷链物流发展规划》，民生证券研究院

图13：2013-2018 年冷链物流市场规模（单位：亿元）



资料来源：中物联冷链委，民生证券研究院

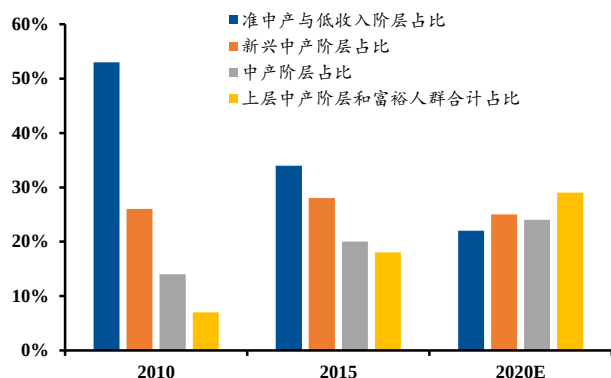
近年来，冷链物流产业规划、扶持政策和行业标准不断出台，体现出国家对于冷链物流发展的高度重视，2019 年 7 月 30 号中共中央政治局召开会议部署下半年经济工作，提出包括城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施、信息网络等新型基础设施建设 4 项重点，城乡冷链物流设施作为重点工作被提出。

(三) 消费观念升级催动冷产品消费增加

随着我国食品消费迎来转型升级,对冷产品的销量呈现增长态势。根据国家统计局数据,2019 年全国规模以上冷冻冷藏食品工业企业完成营业收入 2 万亿元,同比增长 9.5%,增速分别高出全部规模以上工业、全国食品工业营业收入增速 5.7%、5.3%,实现较高速增长。冷冻冷藏食品工业营业收入占食品工业比重达到 24.9%,比 2018 年提高 0.5 个百分点,呈现稳步提升态势。

根据波士顿咨询发布的《中国消费趋势报告》,2015-2020 年我国富裕人群及上层中产阶层(家庭月均可支配收入为 1.2 万元以上人群)合计复合增速为 13.2%。未来富裕阶层及上层中产阶层人口占比将不断增加,该类人群的崛起为食品饮料行业消费升级的重要基础。我们认为,富裕消费人群对食品价格敏感度低,对品质与质量要求更高,冷冻冷藏食品作为附加值较高的产品,更易受到青睐。

图14: 未来五年富裕人群增长最快



资料来源: 中国产业信息网, 民生证券研究院

图15: 2015 年最受关注的 10 大焦点问题

排名	焦点问题	关注度	2014 年排名
1	食品安全	44.8%	1
2	医疗改革	41.8%	5
3	腐败问题	40.2%	2
4	贫富差距	39.7%	6
5	房价	38.3%	4
6	就业问题	38.1%	7
7	物价	37.2%	3
8	社会保障	35.2%	9
9	环境保护	34.7%	6
10	教育改革	34.5%	未上榜

资料来源:《小康》杂志, 民生证券研究院

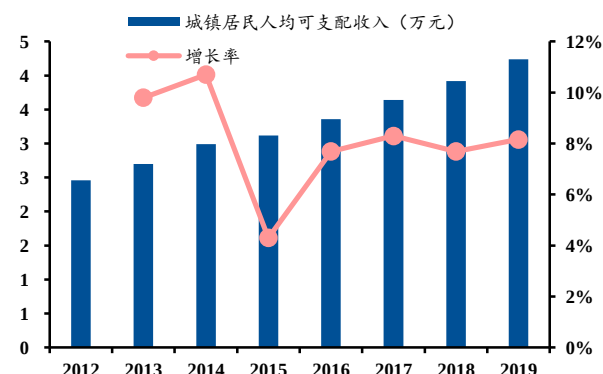
随着人们食品安全意识不断加强,冷冻食品消费有望提升。根据《小康》杂志联合清华大学的调查结果,食品安全问题 2015 年位列“最受关注的十大焦点问题”榜首。根据尼尔森健康与食品意见调查结果,防腐剂为消费者最厌恶的人工食品添加剂,82%的中国人愿意为不含不良成分的食物支付更高价格,高于全球平均水平。考虑到生鲜食品较一般加工食品更为绿色与健康,随着生鲜食品的需求快速提升,相应冷链设备行业的也有望得以发展。

(四) 城镇化率提升需要冷链产业配合

我国城镇与农村居民食品消费存在结构性差异,城镇人口对保鲜易腐食品消耗量远远超过农村。据 wind 数据库显示,2019 年我国城镇化率已经达到 60%,《中国农村发展报告 2020》指出,预计到 2025 年,中国城镇化率将达到 65.5%。

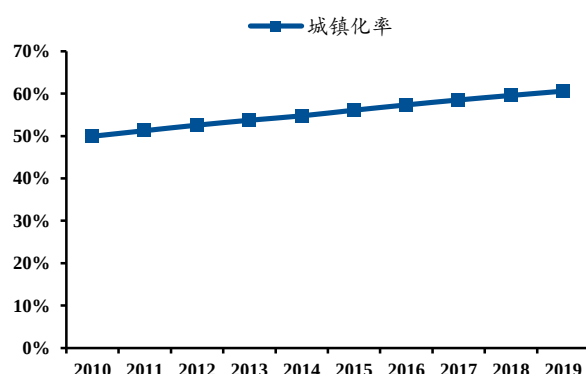
随着我国城镇化率、城镇人口数量及占比稳步提升,城镇居民人均可支配收入持续增长,对保鲜易腐食品需求也不断提升,推动广泛应用于冷饮、乳制品、速冻食品、冷鲜食品等方面的冷链设备行业发展。

图16: 我国城镇居民人均可支配收入变化(单位:万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图17: 2010-2019 年我国城镇化率变化情况



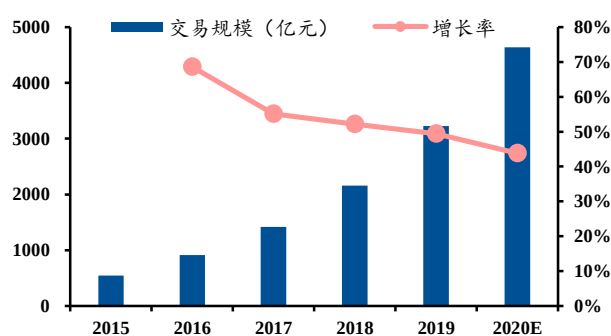
资料来源: wind, 民生证券研究院

（五）生鲜电商快速崛起，冷链运输不可或缺

生鲜电商产品冷链运输比例远高于初级农产品整体平均水平，生鲜电商产业的迅速崛起，将支撑冷链物流市场加速增长。

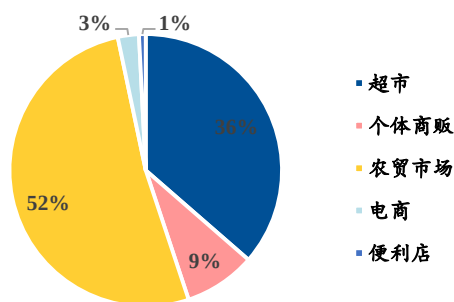
生鲜电商近年来处于快速发展期，生鲜网络零售额高速增长。根据统计数据，生鲜电商规模从2015年的542亿元，增长到2019年的3225亿元，年复合增长率为56.2%。受2020年疫情影响，生鲜电商得到广泛关注，生鲜电商交易市场规模显著增长，中国产业信息网显示，预计2020年我国生鲜电商行业市场交易总额将突破4600亿元。

图18: 2015-2020 年中国生鲜电商交易额变化情况



资料来源: 中国产业信息网, 民生证券研究院

图19: 农产品流通渠道占比



资料来源: 中国经济社会去大数据研究平台, 民生证券研究院

目前，全国生鲜交易仍以线下农贸市场为主，市场份额超50%，其次为超市，市场份额约占35%，而生鲜电商的渠道份额仅在2.5%左右。农贸市场渠道流通效率低，购物环境存在较大提升空间，发达国家农贸渠道份额普遍为20%以下，未来生鲜电商在生鲜交易渠道的占比将大大提升。

三、商用冷柜多维度优势累积，多元产品逐步放量

海容冷链历经 8 年的艰苦创业积累，如今已经在研发能力、供应链整合能力、客户认证和渠道扩展等多个维度建立了竞争优势。我们认为公司未来将凭借自身优势逐步兼并各类产品的存量市场份额，并率先受益于下游冷制品行业的增量市场。

（一）专注冷柜设备多年，成长路径难以复制

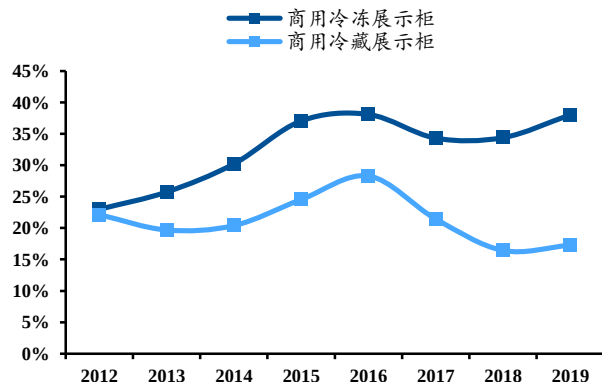
1、数年专注积累，研发能力领先

公司在与国际客户例如百世国际、雀巢等高端品牌商的合作认证过程中，由于国际客户对产品的技术要求较高，促使公司研发升级，如今公司产品技术水平和研发能力已经达到世界领先水平。在高端市场站稳脚跟之后，公司在国内市场具备“降维收割”的能力。

由于新产品不断推出，公司的产品持续保持较高的附加值，避免了同质化竞争，可以减少毛利率下滑的风险。除去 17、18 年上游行业的波动影响。公司的冷冻柜毛利率可维持在 35% 以上的高水平、冷藏柜随着国内竞争环境的改善，毛利率有望回升至 25% 的水平。

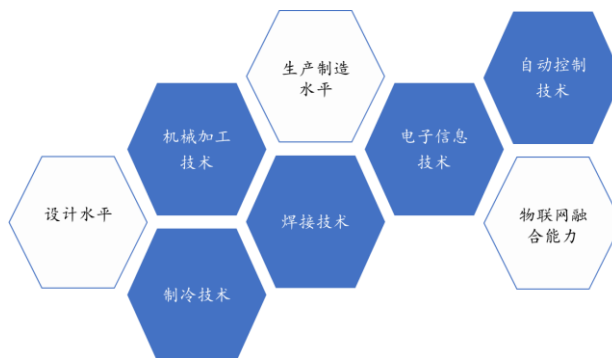
商用冷柜的生产设计和研发涉及制冷、焊接、机械加工等多个领域，商用冷柜产品的技术水平主要从产品设计、生产制造、物联网技术结合三个方面评判。

图20: 2012-2019 公司产品毛利率变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图21: 冷链设备产品技术特点



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

产品设计水平方面，企业需要根据客户的个性化需求进行外观、尺寸、功能等多方面的单独设计，产品的制冷效率、能耗也与产品设计密切相关，因此产品设计水平直接影响产品的功能和销量。

生产制造水平方面，由于生产过程涉及制冷、钣金加工、焊接、总装等多种技术，生产中任何环节的问题都可能会严重影响产品质量的一致性；物联网融合技术可利用互联网平台对投放到市场终端的每一台设备监控和管理，为产品功能的延伸。

2、供应链整合能力难以复制

公司生产线专注于商用冷柜生产，深耕多年，形成了业内竞争对手不具备的供应链整合能力。

不同于普通家用冰箱、冰柜的大规模、批量化生产模式，公司所处行业的下游客户对产品功

能、结构、尺寸、外观需求各不相同，订单差异性大且更新较快，无法实行标准化大批量流水线作业的生产模式。

图22: 管控严格的自动化柔性生产车间



资料来源：网易，民生证券研究院

图23: 供应链整合能力强，混合生产更为灵活



资料来源：新浪，民生证券研究院

公司的生产线采用柔性设计，能够实现不同产品间的高效转换，实现混合生产，从而提升了生产效率，扩大了生产规模。在生产环节的现场管理、质量管理、技术管理、供应链管理等方面，公司积累了丰富的经验，建立和完善了一系列科学有效的内部管理制度，形成了快捷高效的专业生产经营管理体系。

公司具有强大的原材料供应合作商资源，与供应商建立了牢固的战略合作关系，从而为公司产品生产的质量、效率和时间提供了保障。

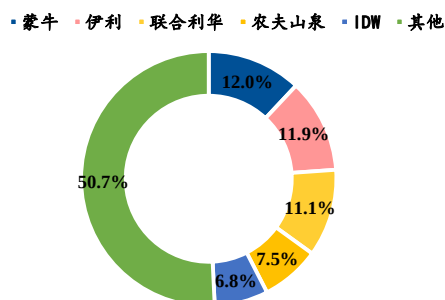
由于在采购、生产等各环节的默契配合，公司已经具备了差异化产品生产管理体系独特的优势，公司的成长历程短期内难以复制。

3、优质客户绑定，渠道优势明显

商用展示柜行业内获取大客户的信任度是重要的竞争环节，海容冷链在客户获得与认证方面已形成了强大的壁垒。

公司的商用展示柜客户主要为下游餐饮行业大型品牌商，海容已经成为一系列知名品牌商的重点供应商。根据公司招股说明书，2018 年中报现实，公司前五大客户 IDW、伊利、蒙牛、雀巢、联合利华销售占合计为 49.2%。这些客户资金实力强，对冷链物流设备的供应能力、质量要求要高于对价格的要求，由于对供应商的认证周期长，更换成本高，一旦取得认证，便会建立长期、稳定的合作关系。

图24: 2018 年中报前五大客户销售占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图25: 下游客户均为食品行业龙头企业



资料来源：公司公告，民生证券研究院

国内市场中，公司商用冷柜为伊利和蒙牛的主要供应商，在雀巢和联合利华的采购中也占据大部分比例，国内市场市占率有望跟随大客户逐步扩张。

在国际市场方面，公司市占率一方面受益于国内巨头蒙牛、伊利的海外扩厂，另一方面依托雀巢、百事可乐、联合利华等国际品牌客户的公司产品铺设区域的放开。

目前国际市场中，雀巢等国际客户只对公司开放部分区域的市场，例如东南亚、南亚市场，我们认为未来公司将凭借产品的高性价比逐步打开海外其他区域的市场。与此同时，伊利、蒙牛国内两大巨头纷纷进驻东南亚市场，据调研显示，2012 年至 2017 年，亚太地区是全球冰淇淋和乳酸菌饮料增长最快的市场，尤其是东南亚的印尼市场。

表2: 公司前五大客户及行业地位

客户名称	行业地位
伊利	伊利在奶制品、冷饮行业占据了高中低端产品市场的主要份额。连续 20 多年产销量位居中国液体乳和冷饮行业第一。2018 年伊利收购泰国最大的冰淇淋公司进军东南亚市场。
蒙牛	蒙牛是国内乳制品龙头企业，主要产品包括冰淇淋、液态乳制品及奶粉等。2015 年蒙牛冰淇淋产品销售收入 24.41 亿元。2018 年，坐落于印度尼西亚的蒙牛 YoyiC 工厂正式开业，为中国乳品企业在东南亚建设的第一家工厂。
联合利华	联合利华为世界 500 强企业，全球第二大消费品制造商，通过收购多家冰淇淋制造企业，形成其全球冰淇淋业务并统一通过和路雪品牌生产销售。公司已成为联合利华全球商用展示柜的主要供应商。
雀巢集团	雀巢集团为全球最大的食品制造商，世界 500 强企业，2015 年营业额超过 900 亿美元，公司为其主要供应商。
IDW	IDW 是一家定制商业制冷设备和采购的公司，专业从事创意设计和创新生产方法，为全球客户提供创新的购买点设计和相应的客户服务。

资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

随着下游客户不断开拓冷冻冷饮产品市场，食品行业马太效应逐步增强，公司作为深度绑定的供应商也将不断受益。同时，与优质客户不断建立的合作关系可大大提升公司的品牌认可度和信任度，进而促进客户的进一步拓展。

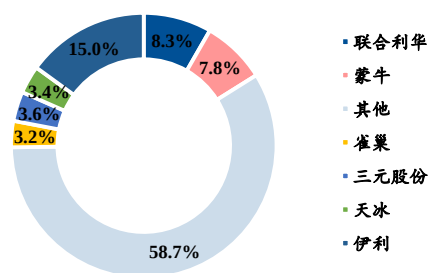
(三) 冷冻柜国内龙头，冷藏柜、商超柜快速增长

1、冷冻柜产品有望稳健增长

冷冻柜产品受益于我国冷饮、速冻食品消费的不断增长和产品的更新换代需求，有望稳步增长。我国冰淇淋市场规模和销量不断扩大，冰淇淋的消费目的已从过去的防暑降温转为不分季节的习惯性消费。据中国产业研究报告网显示，2014 年，中国冰淇淋市场规模达人民币 708 亿元，销量占全球三分之一，成为全球最大的冰淇淋市场。2017 年，中国冰淇淋市场规模高达 1110 亿元，同比增长 15.6%。预计到 2021 年，中国冰淇淋市场规模有望达到 1641 亿元，年复合增长率为 10.2%。

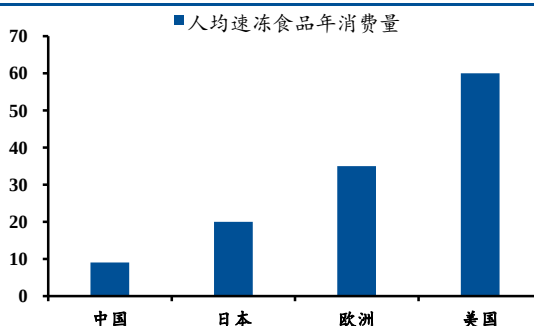
据中国产业信息网，国内冰淇淋市场中雀巢、蒙牛、伊利、和路雪等龙头公司市占率合计超过 50%，行业集中度较高，且还有进一步集中的趋势。公司做为上述企业的重要供应商，客户认证方面形成了深厚的壁垒并将深度受益于品牌客户商的不扩张。

图26: 2016 年我国冰淇淋市场行业集中度



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

图27: 各国速冻食品消费情况对比 (单位: 千克)



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

我国速冻食品行业有广阔的发展空间，根据中研普华研究院研究报告数据，美国速冻食品的人均年消费量为 60 千克，欧洲为 35 千克，日本为 20 千克，而我国人均消费量仅为 9 千克，远低于发达国家的人均消费量水平，品种数量也远落后于发达国家。随着快节奏生活方式的普及、速冻食品将逐步渗透，人均速冻食品消费量将逐步增加。

前瞻网报告显示，2018 年我国速冻食品的行业空间超过 1100 亿元，预计到 2024 年，我国速冻食品行业的市场规模将超过 2000 亿元。

经验数据显示，商用冷冻柜的更换周期为 3-5 年，间隔时间较短，公司商用冷冻柜产品的存量替换需求稳定，也将持续不断为公司带来订单。

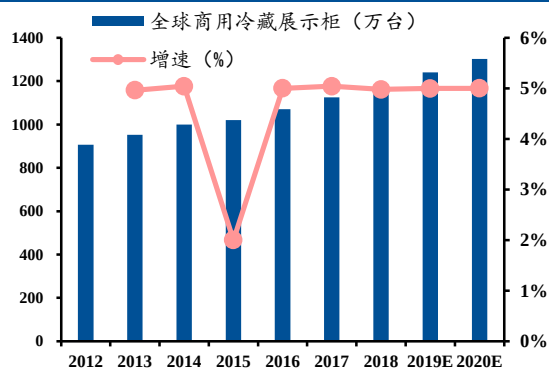
2、冷藏柜由海外市场转入国内市场

公司冷藏柜首先在海外布局，2011 年与百事可乐合作，历时三年的研发与认证于 2014 年开始批量供货。国内商用冷藏展示柜领域，外资企业和传统大型家电企业占据了中高端市场的主要份额，众多中小规模企业占据了低端市场的主要份额。公司的冷藏柜产品在国内市占率目前较低，主要原因在于公司进入国内市场较晚。

公司于 2017 年正式进入国内市场，受制于行业的压价竞争，冷藏柜产品毛利率承压。由于

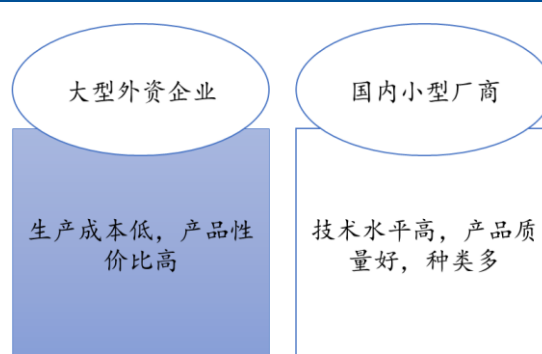
国外品牌对展示柜的技术标准、质量标准要求均高于国内，公司在国内迅速获得了多家重点饮料品牌的认证，例如农夫山泉、怡宝、银鹭、百事可乐中国等，实现了在国内市场站稳脚跟。

图28: 2012-2020E 全球商用冷藏柜市场规模及预测



资料来源:《中国冷链物流行业发展前景分析》，民生证券研究院

图29: 公司冷藏展示柜竞争优势



资料来源: 公司官网，民生证券研究院

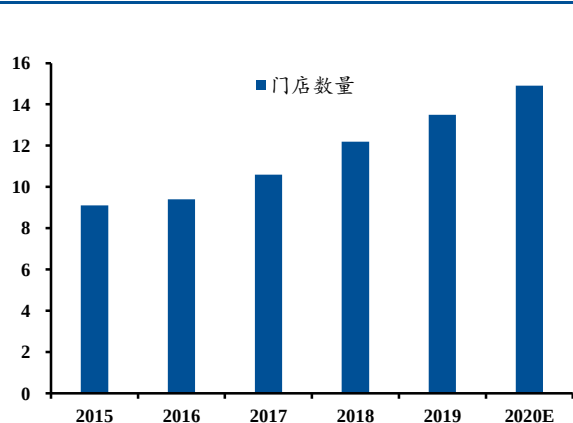
我们认为，在冷藏柜国内市场的竞争中，相比于国外竞争对手，公司产品性价比高，外资企业因战略调整变化、成本等多方面因素，将逐步丧失市场竞争力；而对于国内中小型厂商，公司的产品类别、产品质量、研发能力和售后服务等方面具有较大优势，公司的冷藏柜国内市占率有望快速提升。

3、商超展示柜将拥抱连锁便利店成长红利

商超展示柜的下游客户主要为各类大型商业超市和品牌连锁店。社区超市、连锁便利店通常根据开店进度采购商超展示柜，商超展示柜需求主要来自于新开设的店面。

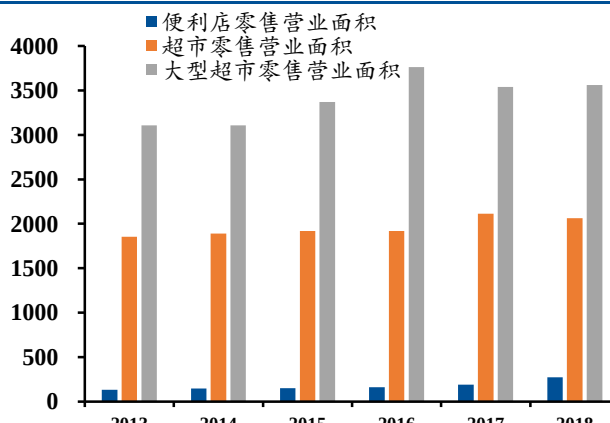
随着人民生活水平的提高，社区超市及连锁便利店等在一、二线城市获得较快发展并逐渐向三、四线城市下沉。2017年我国连锁便利店门店数量超过10万家，2019年，中国便利店门店数量约为13.5万家，较上2018年增长10.3%，预计2020年门店数量将接近15万家。与此同时，我国约有600-700万家“夫妻老婆”店，未来具有转换为连锁便利店的潜力。

图30: 中国便利店门店数统计及预测 (单位: 万家)



资料来源: 中商产业研究院，民生证券研究院

图31: 我国超市、便利店面积变化 (单位: 万平方米)



资料来源: 国家统计局，民生证券研究院

据国家统计局数据显示2013-2018我国便利店营业面积由131万平方米增长至274万平方米，

年复合增长率为 15.9%，超市零售面积由 1853 万平方米增加到 2061 万平方米，年复合增长率为 2.1%，大型超市营业面积由 3107 万平方米增加至 3562 万平方米，年复合增长率为 2.7%。

数据显示每平米的商业超市需要约 500-1000 元的冷冻设备价值铺设，我们假设每年新增大小型超市、便利店营业面积共计 200 万平方米，夫妻老婆店每年转换率为 3%，平均每家“夫妻老婆店”的面积为 20 平方米来保守估计，预计每年新增商超、便利店带来商超展示柜市场空间约 28-62 亿元。

与竞争对手相比，公司已与国内外知名连锁超市和便利店品牌建立了合作。公司的冷冻柜产品铺设范围深入全国各个省、市、区。冷冻柜产品见于全国各地的大小商超，已经布局的终端会凭借渠道优势带动商超快速渗透。公司目前已经进入了永辉超市，美宜佳，益群，全家，罗森等全国知名便利店品牌的供应商名单，未来将随下游客户不断扩张为公司带来增量订单。

(三) 项目扩张不断加码，助力各品类放量增长

为了满足下游客户的订单需求和开拓新产品市场，公司不断投资新项目扩充产能。公司的大部分项目有望在 2020 年底达到可使用状态，未来有望迎来产销量的快速增长期。

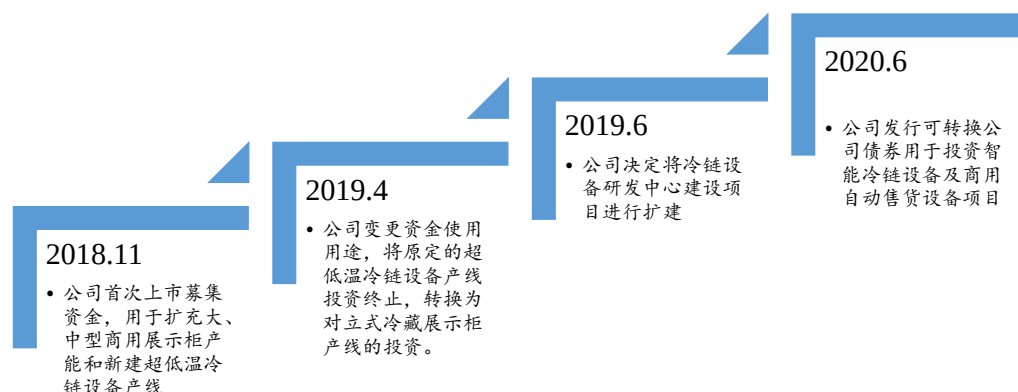
公司目前产品主要为 500L 以下商用展示柜，本次年产 50 万台冷链设备项目将集中于 500L 容量以上的大、中型商用展示柜的扩产，进一步丰富产品型号。

公司的团队主要深耕商用领域，在超低温冷链领域缺乏经验。2019 年变更资金用途主要为了回避未知领域的风险，体现了公司管理层的稳健经营作风，同时，也扩充了商用冷藏柜的产能，体现出公司对冷藏柜未来的市场充满信心。

公司以自有资金增加投资研发建设项目，将原定研发中心的建设规划由 4 层改为 7 层，体现了公司注重研发投入创新，有利于公司持久保持研发优势。

公司在智能零售领域投入规模较大，主要在于公司看好国内智能售货的蓝海市场，未来公司将紧紧跟随下游市场需求，试探性逐步释放产能。

图32：公司上市以来募集资金投入及变动情况变化



资料来源：公司招股说明书，公司公告，民生证券研究院

表3: 公司发行股份、可转债募集资金投资项目进展情况

投资项目	投资金额	投资进度	达到可使用状态日期
年产 50 万台冷链终端设备项目	3.12	71.96%	2020 年底
商用立式冷藏展示柜扩大生产项目	2.27	101.28%	2020 年底
冷链设备研发中心建设项目	1.17	-	2022 年底
智能冷链及自动售货设备产业化项目	6.52	-	2021 年

资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 民生证券研究院

(四) 无人零售市场空间广阔

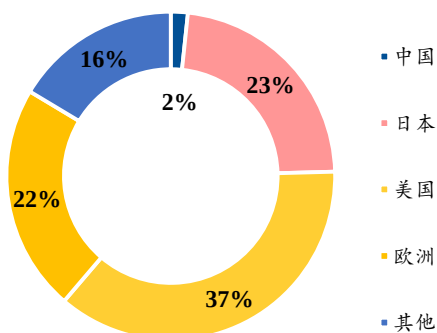
我国智能售货设备保有密度与发达国家相比差距较大。根据日本自动贩卖机工业会及美国自动售货协会的统计数据显示, 2018 年 12 月, 日本、美国、中国自助售货设备保有量分别约为 423.5 万台、680 万台、20 万台。其中, 日本和美国人口数和自助售货设备数量比分别为 23:1、48:1, 中国在仅考虑城镇人口的前提下, 该比例为 4500:1, 人均保有密度较低。

伴随着我国移动支付的普及, 人们可通过扫描二维码等方式购买商品, 使购物更加便捷。根据 iiMedia Research 数据显示, 2018 年中国移动支付在第三方支付中交易额占比已超过 70%, 移动支付为智能售货在我国的发展提供了较好的基础。

中国产业信息网表示, 2017 年国内无人零售市场规模接近 218 亿元, 预计 2020 年将突破 650 亿, 三年复合增长率在 44.4% 左右, 自动售货机整体市场规模约 188 亿, 预计 2020 年市场规模将突破 450 亿, 复合增长达到 37.1%。

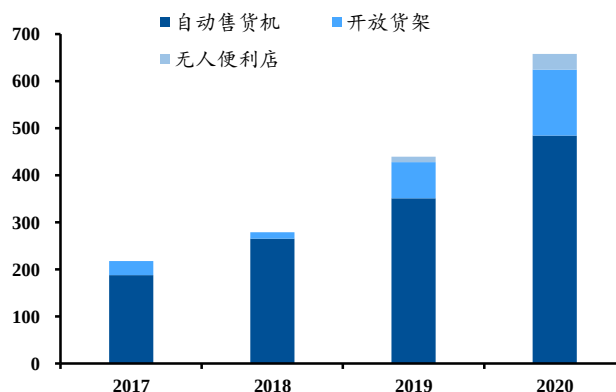
目前, 国内无人零售领域主要以友宝为代表的运营商为主要玩家, 业内认为, 未来预计高端品牌商将不断介入, 例如百事可乐、可口可乐等。随着资本的不断进场, 公司的无人售货柜等产品市场具备遐想空间。

图33: 2018 各国自动售货设备比例



资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

图34: 2016-2020 我国无人零售试产规模 (单位: 亿元)



资料来源: 中国产业信息网, 民生证券研究院

四、盈利预测与估值

基于以上分析，我们假定：1) 未来我国冰激凌市场和速冻食品市场维持增长态势，公司与下游大客户合作继续深入，公司的冷冻展示柜产品订单将随冷冻食品销量的增长和大客户的海内外扩张持续增加；2) 冷藏柜方面，公司与国际客户百事可乐等合作业务范围逐步扩大，国内市场中，公司的冷藏柜将凭借产品优势和错位竞争战略不断提升市占率，毛利率回归至合理水平，总体取得较快的增长；3) 国内商业超市和便利店受益于我国消费升级需求，新开店面积逐步增长，商超展示柜业务凭借渠道优势与各类品牌商超、便利店不断合作，实现放量增长；4) 公司的募投项目顺利进行，满足公司下游客户不断增加的订单需求。因此，我们预计公司的各项业务收入如下：

表4: 公司各业务营收预测 (单位: 万元)

		2019A	2020E	2021E	2022E
商用冷冻展示柜	销售收入	110680.92	125069.44	140077.77	156887.11
	增长率 (YOY)	39.48%	13.00%	12.00%	12.00%
	毛利率	38.03%	35.00%	35.00%	35.00%
商用冷藏展示柜	销售收入	26158.73	32698.41	40546.03	50277.08
	增长率 (YOY)	-4.83%	25.00%	24.00%	24.00%
	毛利率	17.27%	25.00%	25.00%	25.00%
商超展示柜	销售收入	8105.73	16211.46	29180.63	52525.13
	增长率 (YOY)	121.02%	100.00%	80.00%	80.00%
	毛利率	35.74%	35.00%	35.00%	35.00%
商用智能售货柜	销售收入	1155.13	2887.83	5775.65	10396.17
	增长率 (YOY)	-78.83%	150.00%	100.00%	80.00%
	毛利率	23.74%	23.50%	24.00%	24.50%
其他业务	销售收入	7462.76	8955.31	10746.37	12895.65
	增长率 (YOY)	-4.83%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	22.26%	23.00%	23.00%	23.00%
总计	销售收入	153563.27	185822.45	226326.46	282981.13
	增长率 (YOY)	21.01%	21.80%	25.03%	21.01%
	毛利率	33.50%	32.48%	32.36%	32.29%

资料来源：民生证券研究院

预计公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 18.6/22.6/28.3 亿元，实现归母净利润 2.6/3.3/4.1 亿元，对应 EPS 分别为 1.7/2.1/2.6 元/股，目前股价对应 PE 为 30.5/24.2/19.6 倍。

根据招股说明书，公司 A 股上市可比公司为海尔智家、澳柯玛、四方科技，可比公司 2020 年 PE 估值的算数平均值约为 21.6X，公司为 30.5X，高于行业平均估值。

我们认为，海容冷链的产品结构与可比公司仍有较大差距，例如海尔智家、澳柯玛冷柜产品以家用为主，且经营其他各类电器产品，公司产品则专注于商用冷柜。不同于家电行业，竞争格局基本稳定，我国商用冷柜业竞争格局较为分散，对标国际发展路径，未来行业集中度将不断提升，整体正处于快速增长期。商用冷柜下游背靠食品饮料行业，产品销量与冷冻、冷藏制品的销量直接相关，且更新换代周期短，可认为具备消费品的部分属性，周期属性较弱。因此，结合我国商用冷柜行业所处的发展阶段和行业自身特点，相较可比公司，公司成长性较好，有理由享有估值

溢价，合理的 PEG 约为 1.2。

公司盈利能力较强，且伴随着消费升级趋势，商用冷柜行业将不断迎来增量市场，公司作为该领域国内龙头，公司未来成长性值得期待。考虑到公司 21 年估值为 24.2x，PEG<1，且未来公司业绩增速有望维持高成长，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表5: 海容冷链与可比公司估值比较

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PEG		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
600690	海尔智家	23.00	1513	1.14	1.17	1.25	15.6	19.8	17.0	1.62	-2.96	1.02
600336	澳柯玛	7.69	61	0.24	0.33	0.38	18.2	23.4	20.2	0.10	0.65	1.31
603339	四方科技	10.30	32	0.61	—	—	22.1	—	—	-0.76	—	—
平均	—	—	—	—	—	—	18.6	21.6	18.6	—	—	1.17
603187	海容冷链	50.52	80	1.93	1.62	2.08	36.5	30.5	24.2	0.30	1.47	0.93

资料来源: wind, 民生证券研究院

五、风险提示

公司与大客户合作进展不及预期，上游原材料价格波动，国内外冷冻冷藏制品消费不及预期

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,536	1,858	2,263	2,830
营业成本	1,021	1,255	1,531	1,916
营业税金及附加	16	22	26	33
销售费用	154	158	192	241
管理费用	52	67	77	98
研发费用	47	58	70	88
EBIT	246	298	366	454
财务费用	(14)	(24)	(27)	(35)
资产减值损失	(7)	(18)	(18)	(25)
投资收益	9	4	5	6
营业利润	249	311	384	474
营业外收支	4	0	0	0
利润总额	253	308	387	477
所得税	33	43	52	64
净利润	220	265	335	413
归属于母公司净利润	219	264	333	411
EBITDA	285	346	432	532

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	894	945	1137	1565
应收账款及票据	420	539	656	821
预付款项	36	45	55	69
存货	376	396	556	641
其他流动资产	10	10	10	10
流动资产合计	1730	1934	2409	3097
长期股权投资	0	4	9	15
固定资产	290	586	612	602
无形资产	56	55	54	54
非流动资产合计	507	662	693	688
资产合计	2237	2596	3102	3785
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	633	753	919	1150
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	770	950	1132	1412
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	5	5	5	5
非流动负债合计	5	5	5	5
负债合计	774	955	1136	1417
股本	113	158	158	158
少数股东权益	2	3	4	6
股东权益合计	1466	1636	1971	2383
负债和股东权益合计	2237	2596	3102	3785

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	26.7%	21.0%	21.8%	25.0%
EBIT 增长率	55.3%	21.4%	22.8%	24.0%
净利润增长率	57.1%	20.8%	26.1%	23.3%
盈利能力				
毛利率	33.5%	32.5%	32.4%	32.3%
净利率	14.3%	14.2%	14.7%	14.5%
总资产收益率 ROA	9.8%	10.2%	10.7%	10.8%
净资产收益率 ROE	15.0%	16.2%	17.0%	17.3%
偿债能力				
流动比率	2.2	2.0	2.1	2.2
速动比率	1.8	1.6	1.6	1.8
现金比率	1.2	1.0	1.0	1.1
资产负债率	0.3	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	87.9	88.0	88.0	88.0
存货周转天数	113.4	110.0	110.0	110.0
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	2.0	1.7	2.1	2.6
每股净资产	12.9	10.3	12.4	15.0
每股经营现金流	1.5	2.2	1.8	3.1
每股股利	0.6	0.6	0.0	0.0
估值分析				
PE	26.1	30.5	24.2	19.6
PB	3.9	4.9	4.1	3.4
EV/EBITDA	(2.5)	(2.1)	(2.1)	(2.4)
股息收益率	1.2%	1.2%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	220	265	335	413
折旧和摊销	46	30	48	52
营运资金变动	(77)	55	(95)	36
经营活动现金流	175	348	280	492
资本开支	174	202	89	64
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(164)	(202)	(89)	(64)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(6)	(95)	0	0
现金净流量	5	51	191	428

插图目录

图 1: 公司成立以来业务发展历程	3
图 2: 公司股权结构及控股子公司	3
图 3: 公司各类产品介绍	4
图 4: 2012~2019 年营业收入及增速 (单位: 亿元)	5
图 5: 2012~2019 年归母净利润及增速 (单位: 亿元)	5
图 8: 2015-2019 年期间费用率情况	6
图 9: 2015-2019 年杜邦财务指标分析	6
图 10: 全球商用展示柜市场规模及预测 (单位: 万台)	7
图 11: 2017-2020 我国商用展示柜市场空间 (单位: 万台)	7
图 12: 中美农产品冷链物流流通率对比	8
图 13: 2013-2018 年冷链物流市场规模 (单位: 亿元)	8
图 14: 未来五年富裕人群增长最快	9
图 15: 2015 年最受关注的 10 大焦点问题	9
图 16: 我国城镇居民人均可支配收入变化 (单位: 万元)	10
图 17: 2010-2019 年我国城镇化率变化情况	10
图 18: 2015-2020 年中国生鲜电商交易额变化情况	10
图 19: 农产品流通渠道占比	10
图 20: 2012-2019 年公司产品毛利率变化	11
图 21: 冷链设备产品技术特点	11
图 22: 管控严格的自动化柔性生产车间	12
图 23: 供应链整合能力强, 混合生产更为灵活	12
图 24: 2018 年中报前五大客户销售占比	13
图 25: 下游客户均为食品行业龙头企业	13
图 26: 2016 年我国冰激凌市场行业集中度	14
图 27: 各国速冻食品消费情况对比 (单位: 千克)	14
图 28: 2012-2020E 全球商用冷藏柜市场规模及预测	15
图 29: 公司冷藏展示柜竞争优势	15
图 30: 中国便利店门店数统计及预测 (单位: 万家)	15
图 31: 我国超市、便利店面积变化 (单位: 万平方米)	15
图 32: 公司上市以来募集资金投入及变动情况变化	16
图 33: 2018 各国自动售货设备比例	17
图 34: 2016-2020 我国无人零售试产规模 (单位: 亿元)	17

表格目录

表 1: 海容冷链国内外主要竞争对手介绍	7
表 2: 公司前五大客户及行业地位	13
表 3: 公司发行股份、可转债募集资金投资项目进展情况	17
表 4: 公司各业务营收预测 (单位: 万元)	18
表 5: 海容冷链与可比公司估值比较	19
公司财务报表数据预测汇总	21

分析师与研究助理简介

李锋，研究院执行副院长，曾供职于国家经委、国家物资部、国家贸易部、中国信达信托投资公司、中国银河证券有限责任公司。

关启亮，研究助理，六年证券基金从业经历，主要覆盖工程机械、光伏设备、锂电设备等领域，暨南大学应用统计硕士，2020年入职民生证券。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。