

淡季不淡，盈利超预期

——海容冷链 2020 年三季报点评

事件：

10 月 29 日，公司发布 2020 年 Q3 业绩报告。2020 年前三季度公司实现收入 14.13 亿元，同比增长 22.83%；实现归母净利润 2.16 亿元，同比增长 20.10%。其中，单三季度实现营收 4.01 亿元，同比提升 40.56%，归母净利润 0.56 亿元，同比提升 62.12%。

● 毛利率同比提升较多，经营性现金流大增

由于行业特性，三季度往是公司经营淡季，表现为营收较少，毛利率下降。而今年公司第三季度营业收入持续高增 40.56%，显示业务规模持续扩大；而单季度综合毛利率为 35.40%，同比去年同期提升 4.95 个百分点，盈利能力持续提升。同时，公司在经营性现金流净额显著增长，净额 2.24 亿元成为公司单季度历史最高，显示较高的盈利质量。

● 成本管控能力优秀，财务费用有所增加

第三季度公司期间费用率为 16.53%，同比去年同期提升 2.78 个百分点，主要由于财务费用提升较多，其源于汇率变动导致公司汇兑损失增加，以及可转债导致的利息费用增加。另外，公司销售费用率、管理费用率分别为 10.17%、2.32%，同比下降 2.23、2.29 个百分点，显示成本管控能力继续增强。营运方面，公司前三季度存货、应收账款周转天数分别为 100.6、88.42，较去年同期略有增加。

● 国内商用冷柜龙头，未来成长空间广阔

公司深耕商用冷柜赛道，同时国内目前对商用冷柜需求正逐步提升。根据产业在线预计，至 2022 年国内轻商用设备市场年复合增长率为 11.30%。同时公司深绑国内外一线大客户，如伊利、蒙牛、雀巢等，在海外市场如东南亚、北美等渗透率也在逐步提升。在 2020 年 8 月，商务部推出全国范围开展便利店品牌化连锁化三年行动计划，提出到 2022 年，全国品牌化连锁化便利店总量达到 30 万家，全国中等以上城市每百万人口不少于 200 家门店，连锁便利店 24 小时营业门店的比例不低于 30%，预计未来公司将显著受益于便利店以及消费升级趋势。

● 投资建议与盈利预测

预计 2020-2022 年将实现营业收入 19.52/25.03/32.41 亿元，实现归母净利润 2.75/3.85/4.91 亿元，对应目前的 P/E 25/18/14，给予公司“买入”评级。

● 风险提示

全球疫情进一步加剧、中美贸易战升级、大客户选择其他供应商。

买入|维持

当前价/目标价：45.50 元/52.5 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：59.19 / 24.92

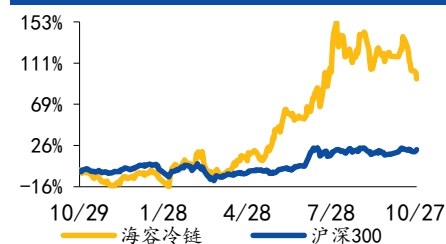
A 股流通股（百万股）：118.28

A 股总股本（百万股）：158.48

流通市值（百万元）：5381.87

总市值（百万元）：7210.84

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 满在朋

执业证书编号 S0020519070001

电话 021-51097188-1851

邮箱 manzaipeng@gyzq.com.cn

联系人 王希

电话 021-51097188-1930

邮箱 wangxi@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1212	1536	1952	2503	3241
收入同比(%)	26	27	27	28	30
归母净利润(百万元)	139	219	275	385	491
归母净利润同比(%)	17	57	26	40	28
ROE(%)	10.8	15.0	16.3	18.7	19.4
每股收益(元)	0.88	1.38	1.73	2.43	3.10
市盈率(P/E)	49.91	31.77	25.31	18.07	14.17

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1535	1733	1947	2305	2962
现金	887	894	725	796	1054
应收账款	330	420	518	675	872
其他应收款	7	4	6	9	10
预付账款	31	36	41	57	73
存货	264	366	446	555	741
其他流动资产	17	13	211	213	213
非流动资产	361	507	848	1164	1445
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	287	290	546	798	1035
无形资产	57	56	53	50	46
其他非流动资产	17	161	249	317	363
资产总计	1896	2240	2795	3470	4407
流动负债	601	770	1050	1254	1615
短期借款	0	0	100	100	100
应付账款	257	397	496	588	805
其他流动负债	344	372	454	566	710
非流动负债	2	5	52	153	253
长期借款	0	0	50	150	250
其他非流动负债	2	5	2	3	3
负债合计	603	774	1103	1407	1868
少数股东权益	0	2	3	5	6
股本	80	113	158	158	158
资本公积	726	717	672	672	672
留存收益	488	651	858	1227	1702
归属母公司股东权益	1293	1464	1689	2058	2533
负债和股东权益	1896	2240	2795	3470	4407

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	138	192	100	368	556
净利润	139	220	275	386	492
折旧摊销	35	39	50	83	119
财务费用	-13	-14	-28	-16	-15
投资损失	0	-9	-3	-3	-3
营运资金变动	-44	-83	-185	-107	-62
其他经营现金流	21	39	-9	25	25
投资活动现金流	-77	-164	-397	-397	-397
资本支出	77	174	400	400	400
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	10	3	3	3
筹资活动现金流	499	-6	128	100	99
短期借款	0	0	100	0	0
长期借款	0	0	50	100	100
普通股增加	20	33	45	0	0
资本公积增加	567	-8	-45	0	0
其他筹资现金流	-88	-30	-22	0	-1
现金净增加额	562	23	-169	71	258

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1212	1536	1952	2503	3241
营业成本	866	1021	1337	1670	2171
营业税金及附加	15	16	23	29	36
营业费用	100	154	180	225	292
管理费用	34	52	61	75	97
研发费用	38	47	61	75	94
财务费用	-13	-14	-28	-16	-15
资产减值损失	-11	-7	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	9	3	3	3
营业利润	160	249	319	445	568
营业外收入	4	8	3	5	5
营业外支出	3	4	3	3	3
利润总额	161	253	319	446	569
所得税	22	33	43	60	77
净利润	139	220	275	386	492
少数股东损益	0	1	1	1	2
归属母公司净利润	139	219	275	385	491
EBITDA	182	275	340	512	671
EPS (元)	1.74	1.93	1.73	2.43	3.10

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	25.6	26.7	27.1	28.2	29.5
营业利润 (%)	20.6	55.5	27.8	39.6	27.6
归属母公司净利润 (%)	17.1	57.1	25.5	40.1	27.5
获利能力					
毛利率 (%)	28.5	33.5	31.5	33.3	33.0
净利率 (%)	11.5	14.3	14.1	15.4	15.1
ROE (%)	10.8	15.0	16.3	18.7	19.4
ROIC (%)	31.2	36.0	22.6	24.6	26.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	31.8	34.6	39.5	40.6	42.4
净负债比率 (%)	0.00	0.00	13.60	17.77	18.74
流动比率	2.56	2.25	1.85	1.84	1.83
速动比率	2.12	1.77	1.43	1.39	1.37
营运能力					
总资产周转率	0.81	0.74	0.78	0.80	0.82
应收账款周转率	4	4	4	4	4
应付账款周转率	3.17	3.12	2.99	3.08	3.12
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.88	1.38	1.73	2.43	3.10
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.87	1.21	0.63	2.32	3.51
每股净资产 (最新摊薄)	8.16	9.23	10.66	12.98	15.98
估值比率					
P/E	49.91	31.77	25.31	18.07	14.17
P/B	5.38	4.75	4.12	3.38	2.75
EV/EBITDA	33	22	18	12	9

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188