

海容冷链 (603187.SH) 消费渠道升级, 冷链终端崛起

2021 年 01 月 10 日

——公司首次覆盖报告

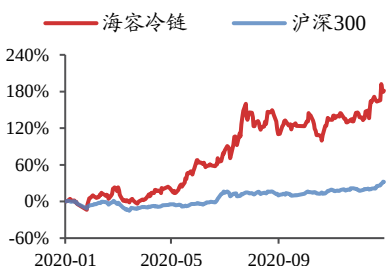
投资评级: 买入 (首次)
王珂 (分析师)

wangke1@kysec.cn

证书编号: S0790520110002

日期	2021/1/8
当前股价(元)	64.10
一年最高最低(元)	68.00/24.30
总市值(亿元)	101.59
流通市值(亿元)	75.82
总股本(亿股)	1.58
流通股本(亿股)	1.18
近 3 个月换手率(%)	124.77

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● 国内商用冷柜龙头, 长期受益消费渠道升级, 首次覆盖给予“买入”评级

海容冷链是国内商用冷柜龙头, 下游客户多为全球知名快消品牌和连锁便利店。公司产品竞争力明显、经营效率突出, 有望长期持续提升份额, 我们预测公司 2020-2022 年公司归母净利润分别为 2.77/3.57/4.51 亿元, EPS 分别 1.75/2.25/2.84 元/股, 当前股价对应市盈率 37/29/23 倍。结合可比公司估值和公司全球竞争力, 首次覆盖给予“买入”评级。

● 商用冷柜: to B 的定制化销售终端

公司主营产品商用冷柜属于快消品销售终端, 一般由食品饮料企业采购后投向终端商超, 或由连锁便利店、餐饮店在店铺中采购。因此具有鲜明的定制化设计, 并随所售产品代际更新换代。行业需求受冷鲜消费渠道持续建设的拉动而保持增长。同时产品附加值高于上游零部件, 盈利水平处于产业链较高位置。

● 成长空间: 受益快消渠道投资+生鲜消费升级

快速消费品行业快速发展, 作为销售渠道的商用冷链展示柜不仅起到存储作用, 更需要协助快消品企业拓展销售渠道、创新销售方式。为了激发消费者的购买需求, 快消品企业对展示柜的定制化和差异化提出了更高要求, 更新换代也更为频繁。一方面, 在消费升级趋势影响下, 冷冻饮品品类扩产、低温乳制品消费提升, 以及速冻食品接受度提高, 都带来商家对于展示柜需求的提升。另一方面, 连锁便利店、生鲜店的不断扩张也直接带动终端冰柜需求。未来随着冷链基础设施的完善以及新零售的崛起, 展示柜应用场景将持续扩张。

● 海容冷链:

公司核心业务商用冷冻展示柜, 市占率已居行业首位, 处于行业领先地位。冷藏展示柜业务起步较晚但在北美高端饮料行业已具有一定市占率, 国内市场客户已从早期的乳制品行业扩展至饮料行业。公司同时还积极开拓商超展示柜和智能售货柜业务, 未来有望实现产品种类横向扩张+下游应用的纵向延伸。

● 风险提示: 出口贸易风险; 原材料价格大幅上涨; 产能投放不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,212	1,536	1,857	2,260	2,771
YOY(%)	25.6	26.7	20.9	21.7	22.6
归母净利润(百万元)	139.3	218.8	277.4	356.6	450.6
YOY(%)	17.1	57.1	26.8	28.5	26.4
毛利率(%)	28.5	33.5	33.6	33.8	34.1
净利率(%)	11.5	14.3	14.9	15.8	16.3
ROE(%)	10.8	15.0	16.6	18.5	19.7
EPS(摊薄/元)	0.88	1.38	1.75	2.25	2.84
P/E(倍)	72.9	46.4	36.6	28.5	22.5
P/B(倍)	7.9	6.9	6.1	5.3	4.4

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 商用冷柜：to B 的定制化销售终端.....	4
1.1、 快消品牌渠道终端	4
1.2、 打开生鲜消费场景	4
1.3、 定制化设计更换快	5
1.4、 高附加值冷链终端	5
1.5、 市场销量保持增长	7
2、 海容冷链：国内商用冷柜领跑者	8
2.1、 规模增长，盈利向上	8
2.2、 冷冻第一，冷藏发力	10
2.3、 重视研发、设计领先	13
2.4、 优质客户，持续开拓	15
3、 成长空间：受益快消渠道投资+生鲜消费升级	17
3.1、 快消品渠道投资，行业需求逐年增加	17
3.2、 终端消费升级，低温消费不断衍生	17
3.3、 便利店快速扩张，新型零售加快升级	21
4、 竞争格局：效率领先，先进产能构建壁垒	22
4.1、 公司运营效率突出	22
4.2、 先进产能顺利释放	24
5、 盈利预测与投资建议	26
5.1、 核心假设	26
5.2、 盈利预测	26
6、 风险提示	27
附：财务预测摘要	28

图表目录

图 1： 商用展示柜是快消品重要的分销渠道.....	4
图 2： 商用冰柜打开了新零售消费场景	4
图 3： 公司产品跟随销售产品不断迭代设计造型	5
图 4： 商用冷柜处于冷链物流链的终端	5
图 5： 海容冷链毛利率高于其他冷链环节上市公司	6
图 6： 公司主营产品商用展示柜处于冷链产业链的中游	6
图 7： 海容冷链毛利率高于上游原材料企业毛利率	7
图 8： 国内商用展示柜市场总体保持增长	7
图 9： 全球商用展示柜市场总体保持增长	7
图 10： 海容冷链商用冷冻柜业务营收占比达 72%（2019）	8
图 11： 海容冷链内外销比例保持相对稳定	8
图 12： 海容冷链营业收入总体保持增长	9
图 13： 海容冷链扣非归母净利润总体保持增长	9
图 14： 2018 年以来海容冷链毛利率、净利率有所提升	9
图 15： 海容冷链经营性现金流主要分布在下半年度	10
图 16： 海容冷链年末应收账款相比年中均有回落	10

图 17: 海容冷链存货逐年稳定的同时存货周转率保持相对稳定.....	10
图 18: 海容冷链商用冷冻展示柜收入总体保持增长.....	11
图 19: 海容冷链商用冷藏展示柜收入总体保持增长.....	11
图 20: 海容冷链商超展示柜收入持续增长.....	11
图 21: 海容冷链商用智能售货柜收入基数较小.....	11
图 22: 公司主要产品毛利率 2018 年以来均有提升.....	12
图 23: 商用冷冻展示柜产量具有一定季度性.....	12
图 24: 商用冷藏展示柜产量具有一定季度性.....	12
图 25: 公司四大产品平均销售价格基本稳定.....	13
图 26: 2016 年以来公司研发费用保持高速增长.....	14
图 27: 海容冷链客户多为下游行业知名公司.....	15
图 28: 海容冷链引入新客户上海农工商超市集团.....	16
图 29: 海容冷链商超展示柜入驻客户门店.....	16
图 30: 下游快消品企业销售费用逐年递增（单位：百万元）.....	17
图 31: 商用冷链终端需求发展趋势明显.....	18
图 32: 预计 2024 年中国软饮料市场规模将达到 13230 亿元.....	18
图 33: 中国速冻食品行业市场规模逐年扩大.....	19
图 34: 饺子是我国冷冻食品市场销售额占比最大的品类.....	19
图 35: 中国鲜奶市场规模逐年扩大.....	20
图 36: 主要乳企销售费用投入逐年增加（单位：百万元）.....	20
图 37: 便利店销售金额占零售业销售额比例逐年递增.....	21
图 38: 中国便利店数量逐年增加.....	21
图 39: 海容冷链便利店一体立式风幕柜.....	21
图 40: 海容冷链便利店冰淇淋/冷饮展示柜.....	21
图 41: 2016 年以来海容冷链营收增速始终高于可比公司.....	23
图 42: 2016 年以来海容冷链毛利率始终高于可比公司.....	23
图 43: 海容冷链人均创收 2019 年超过可比公司（万元）.....	24
图 44: 海容冷链人均创利大幅领先可比公司（万元）.....	24
图 45: 海容冷链国外市场占有率逐年提高.....	24
图 46: 海容冷链商用冷冻柜 2019 年产销量保持增长.....	25
图 47: 海容冷链商用冷藏柜 2019 年产销量有所回落.....	25
图 48: 海容冷链商超展示柜 2019 年产销量保持增长.....	25
图 49: 海容冷链商用智能柜 2019 年产销量有所回落.....	25
表 1: 海容冷链核心技术积累丰富.....	14
表 2: 海容冷链代表性客户均为快消品巨头企业.....	16
表 3: 行业内主要企业.....	22
表 4: 公司上市募投项目顺利实施.....	25
表 5: 可比公司估值（股价为 2021 年 1 月 8 日收盘价）.....	27

1、商用冷柜：to B 的定制化销售终端

1.1、快消品牌渠道终端

对于快消品行业来说渠道为王，商用冰柜帮助冷鲜品牌厂商实现销售渠道的下沉。冷饮、速冻食品等企业往往在渠道铺设自有品牌的商用冰柜促进销售，尤其是产品矩阵较为丰富的企业会将带有自主设计和 Logo 的商用冰柜投向终端商超，并跟随产品推陈出新而不断更新换代。按照温度区间划分，展示柜分为 0 摄氏度以下的冷冻柜和 0 度以上的冷藏柜，此外还有冬季保温柜等。

其中，冷冻展示柜，主要用于冰淇淋、乳制品、速冻食品的终端储存与销售，温度在-18℃以下。冷藏展示柜，主要用于功能性饮料、茶饮料、矿泉水、碳酸饮料、啤酒、奶制品等行业，负载温度在 0-10℃。

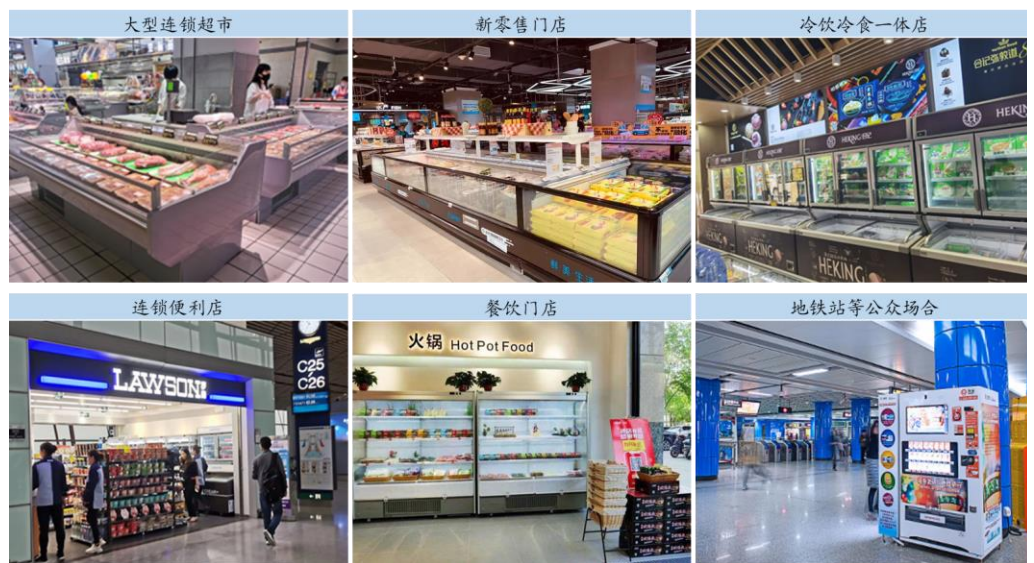
图1：商用展示柜是快消品重要的分销渠道



资料来源：海容冷链官网、开源证券研究所

1.2、打开生鲜消费场景

图2：商用冰柜打开了新零售消费场景



资料来源：海容冷链官网、友宝官网、开源证券研究所

消费升级趋势下，一方面越来越多的冷鲜品类和网红爆品从线上走向线下，从常温销售走向低温销售，智能冷柜帮助新品不断扩大销售场景，实现爆款产品迅速铺向终端商超市场、生鲜卖场。另一方面在新零售模式带动下，公共场所自动式冷

藏贩售机渗透率不断提升。

其中，商超展示柜主要用于奶制品、果蔬、肉食、冷饮、速冻食品等产品的销售，主要放置在便利连锁店、大型超市、鲜肉店、蔬菜水果店等，主要分为风幕柜、拉门柜、鲜肉柜、熟食柜、组合柜、后补式冷库、环岛柜。商用智能售货柜，采用静态识别、动态识别、RFID 芯片识别、重力传感识别、多种技术组合识别、预约自提或自动贩卖等技术，可实现无人值守和自动贩卖。

1.3、定制化设计更换快

冷鲜食品不断升级和品类扩充，商用冷柜设计往往跟随变化，这推升了柜子的更换频次。同时由于展示柜一定程度上代表了品牌商企业形象，使用年限远低于家用冰柜。商用展示柜的本质是快消品商采购、终端商超使用的冷链终端。因此商用展示柜具有鲜明的设计定制化、开关高频、更新换代快等特点。

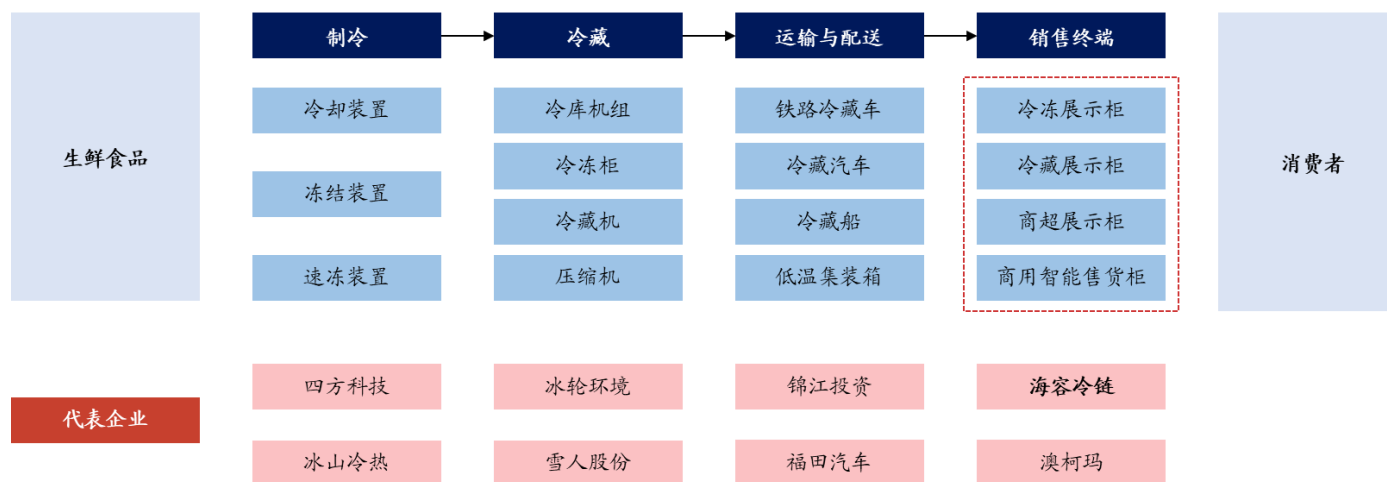
图3：公司产品跟随销售产品不断迭代设计造型



资料来源：海容冷链官网、开源证券研究所

1.4、高附加值冷链终端

图4：商用冷柜处于冷链物流链的终端

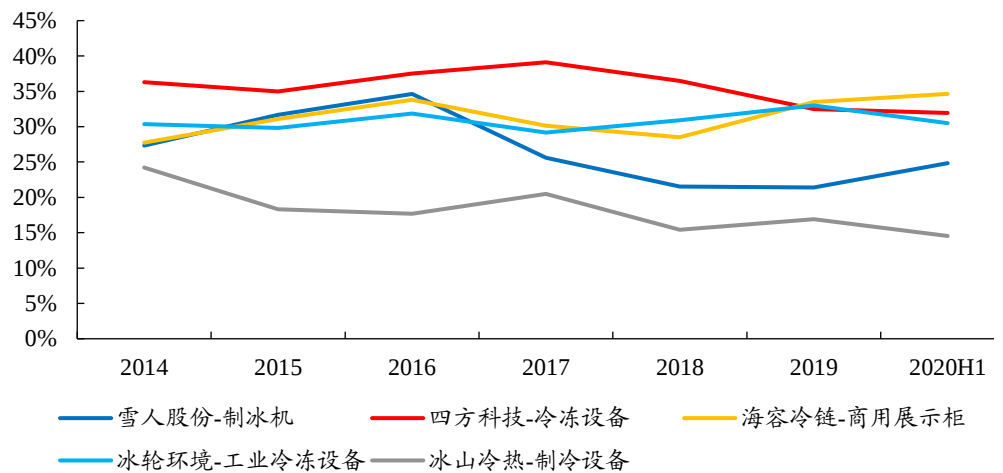


资料来源：海容冷链招股说明书、开源证券研究所

冷链物流指商品从产地到消费者终端的受控低温运输过程，以保证产品品质最小限度下降的专业物流形式。商用展示柜属于冷链物流设备中的终端设备，是冷链物流的最终环节，因直接面向消费者往往具有较高附加值。目前海容冷链业务主要集中在食品、饮料冷链物流终端领域。食品饮料冷链物流包括食品的冷冻（藏）加工、贮藏、运输及配送、终端销售等环节，公司所提供产品位于该链条终端，除承担着低温储存功能外，还具有企业形象展示的广告功能。

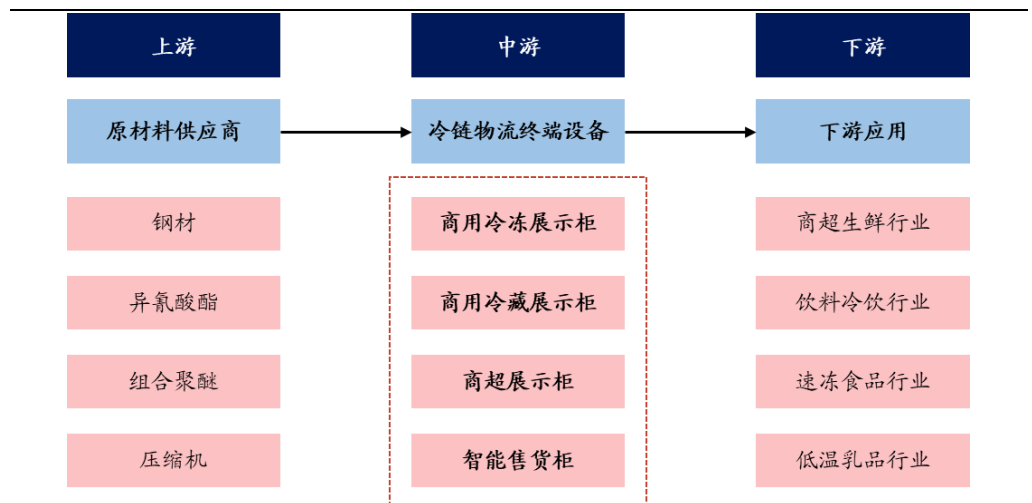
海容冷链所处的商用展示柜设备行业，是冷链装备产业链的终端，商业模式决定了行业盈利水平处于产业链较高位置。我们选取冷链设备产业五家代表性企业进行比较。四方冷链的冷冻设备业务位于冷链物流中的生产、加工环节。冰轮环境、冰山冷热专业从事冷链系统及工业冷冻设备的设计与生产，位于食品冷链物流中的加工及贮藏环节。通过对比可以发现，位于销售终端环节的海容冷链毛利率处于产业链较高水平，并呈上升趋势，食品冷链产业呈现出价值量向终端集中的特点。

图5：海容冷链毛利率高于其他冷链环节上市公司



数据来源：Wind、开源证券研究所

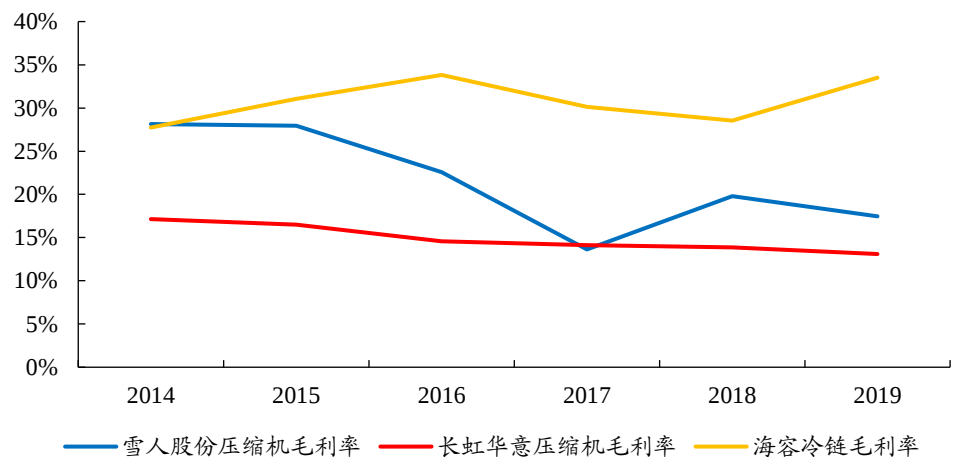
图6：公司主营产品商用展示柜处于冷链产业链的中游



资料来源：海容冷链招股说明书、开源证券研究所

从产业链上下游角度分析，海容冷链处于产业链中游冷链物流设备行业，上游主要以钢材、异氰酸酯、组合聚醚、压缩机等主要原材料供应商为主。对比发现中游冷链物流设备行业利润空间大于上游原材料供应商，位于产业链的价值中心。上游压缩机等实现制冷功能的核心部件，在国内基本属于成熟的完全竞争性行业，供应商主要有长虹华意、雪人股份等。雪人股份是中国最大的制冰设备及制冰系统生产商和供应商之一，其产品包括压缩机系列、制冷剂系列、压力容器系列、一体机系列等。长虹华意专业生产用于冰箱、冷柜、饮水机、制冷机及除湿机等制冷电器的各类压缩机，同时也是海容冷链前五大供应商之一。海容冷链过往毛利率基本位于 30% 以上的水平，高于上游零部件业务企业，显示了产业链上较强的溢价能力。

图7：海容冷链毛利率高于上游原材料企业毛利率

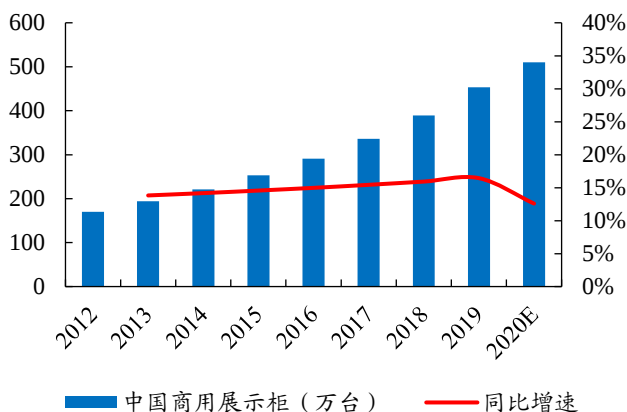


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.5、市场销量保持增长

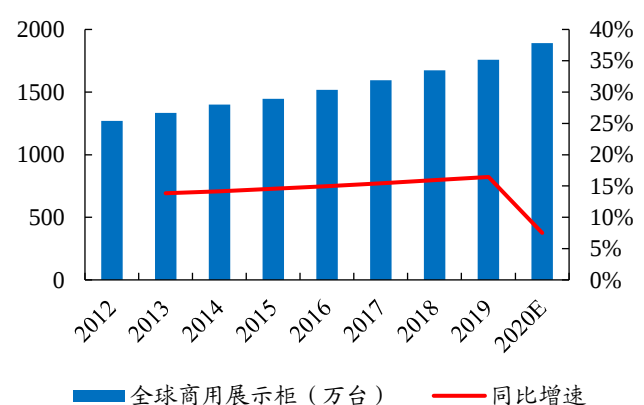
根据中国物流与采购联合会冷链物流专业委员会发布的市场规模及预测显示，2015-2019 年我国商用展示柜年均复合增长率为 15.68%，2020 年中国市场销量有望超过 500 万台，全球市场销量有望超过 1800 万台。按照海容冷链招股书披露的产品均价，目前国内市场规模约 120 亿元，全球市场规模约 430 亿元，且未来有望继续保持稳定增长。

图8：国内商用展示柜市场总体保持增长



数据来源：中国物流与采购联合会、开源证券研究所

图9：全球商用展示柜市场总体保持增长



数据来源：中国物流与采购联合会、开源证券研究所

2、海容冷链：国内商用冷柜领跑者

2.1、规模增长，盈利向上

海容冷链成立于 2006 年 8 月，公司以“专业化、差异化和定制化”为核心发展战略，始终专注于商用冷链设备的研发、生产、销售和服务，其核心产品为商用冷冻展示柜、商用冷藏展示柜、商超展示柜及商用智能售货柜，产品矩阵丰富。

2019 年公司商用冷冻展示柜、商用冷藏展示柜、商超展示柜、商用智能售货柜四大业务收入占比分别为 72.07%、17.03%、5.28%、0.75%。公司的冷冻展示柜业务对营收贡献最大，并在积极开拓冷藏展示柜市场。从地区分布来看，公司近年来内销、外销比例趋于稳定，2019 年内销、外销收入分别为 9.65 亿元、4.96 亿元，占营收比分别为 62.85%、32.29%。

图10：海容冷链商用冷冻柜业务营收占比达 72%(2019)

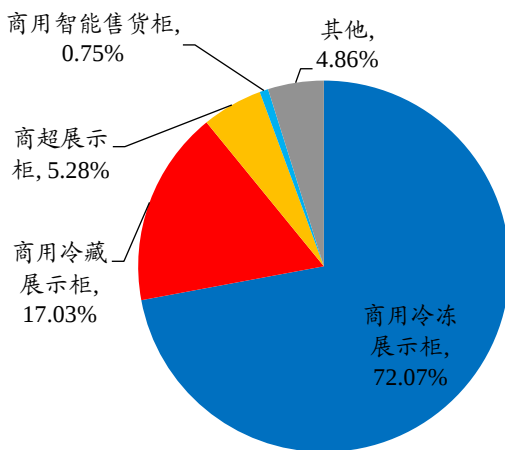
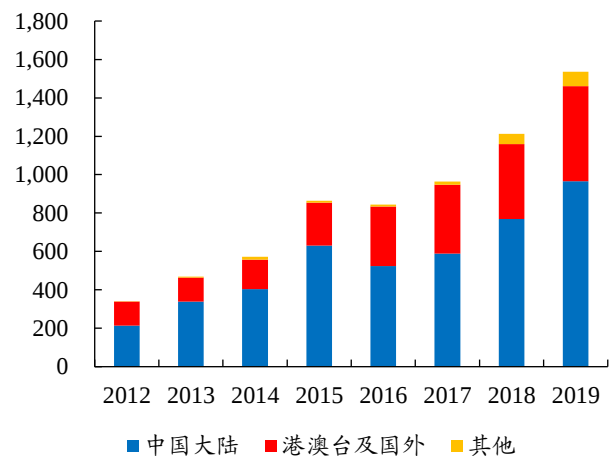


图11：海容冷链内外销比例保持相对稳定



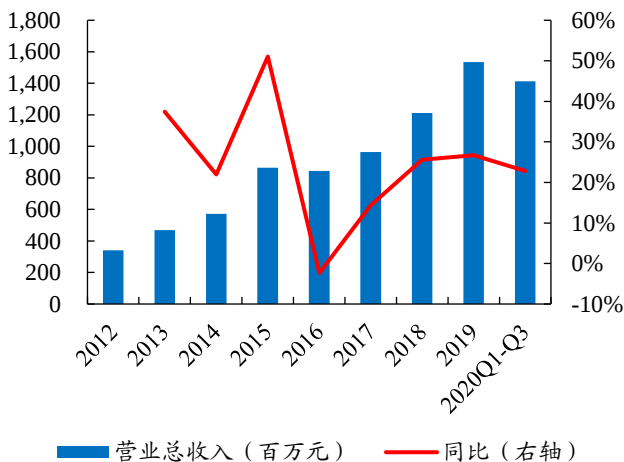
数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

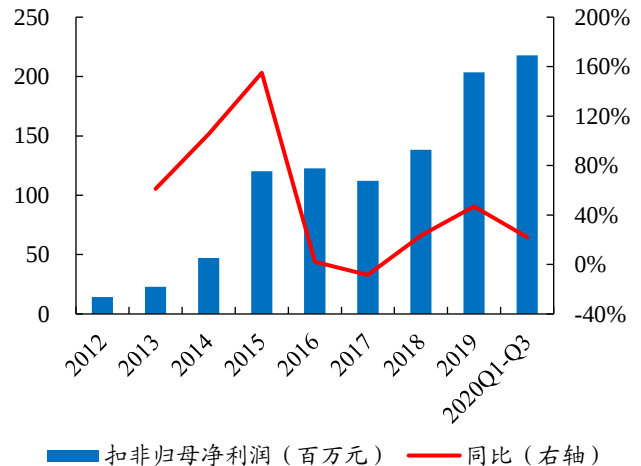
海容冷链主要采用 to B 的销售模式，为快消品客户在销售终端进行低温储存、商品展示和企业形象展示等提供定制化解决方案及专业化服务，努力打造成为世界级专业商用冷链设备供应商。

在快消品行业的竞争日益激烈背景下，作为销售渠道终端设施的商用冷链展示柜不仅作为冷链存储设备，更需要协助快消品企业拓展销售渠道和创新销售方式。为了激发消费者的购买需求，快消品企业对商用立式冷藏展示柜的定制化和差异化提出了更高要求，更新换代也更为频繁。因此，公司产品具备“冷链终端+广告展示”的功能。

2019 年公司实现营收与扣非归母净利润分别为 15.35 亿元、2.03 亿元，营收增速从 2016 年的-2%持续增长到 2019 年的 27%，公司的扣非归母净利润也实现了近四年来的最高增速，高达 47%，发展势头强劲。根据公司 2020 年第三季度报告，2020 年前三季度公司实现营业收入 14.13 亿元，同比增长 22.83%，扣非归母净利润 2.18 亿元，同比增长 22.17%，单季度业绩增速有提升趋势。

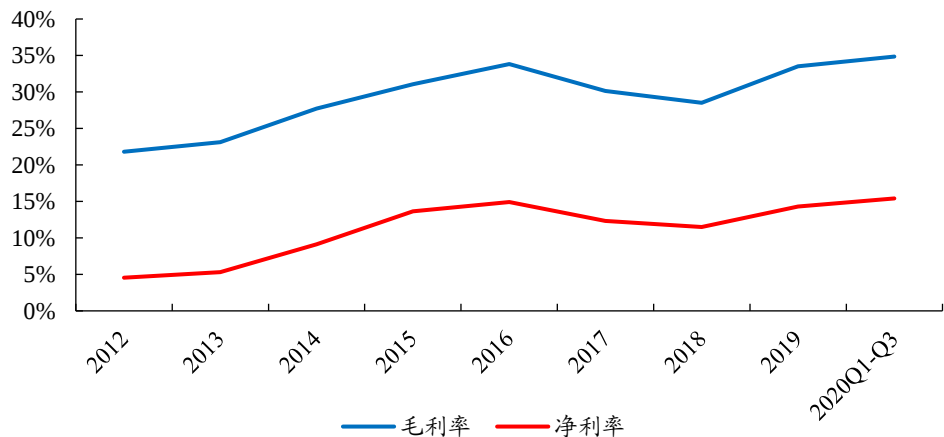
图12: 海容冷链营业收入总体保持增长


数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 海容冷链扣非归母净利润总体保持增长


数据来源: Wind、开源证券研究所

2018、2019、2020Q1-Q3 公司毛利率分别为 29%、34%、35%，毛利率水平持续增长，主要得益于原材料成本下降、产品结构调整等。同期公司净利率分别为 12%、14%、15%，与毛利率走势一致，公司的盈利能力稳步向好。2020 年第三季度，毛利率 35.40%，同比上升 4.95pct，净利率 14.15%，同比上升 1.98pct，显现出疫情影响下公司盈利能力的较强韧性。

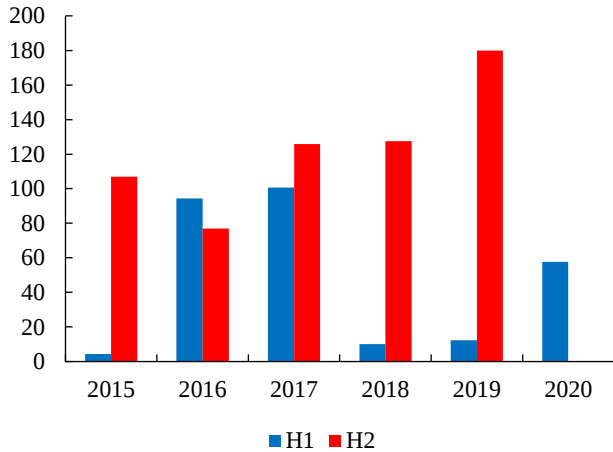
图14: 2018 年以来海容冷链毛利率、净利率有所提升


数据来源: Wind、开源证券研究所

从经营性现金流来看，大多数年份公司的经营性现金流都集中在下半年。2019 年 H1、H2 经营性现金流分别为 0.12 亿元、1.80 亿元，这主要是由于公司回款主要集中在下半年，上半年旺季时订单较多，相应地应收账款也处于较高水平，2017-2019 年年中公司应收账款分别为 3.44 亿元、4.89 亿元、5.53 亿元，年底时应收账款分别为 2.12 亿元、3.30 亿元、4.20 亿元，年底时应收账款余额显著减少，再次印证公司上半年销售、下半年逐渐回款的经营特征。2020H1 经营活动现金净流量为 0.58 亿元，同比增长 372.2%，增长近 4 倍，现金流暴增主要由于公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 5.6%，为 7.08 亿元，而购买商品、接受劳务支付的现金同比下降 8%，为 4.9 亿元。

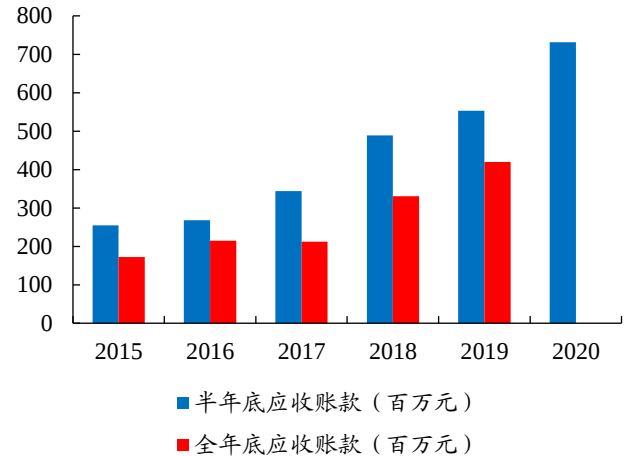
2020 年前三季度，公司经营活动产生的现金流量净额为 2.82 亿元，同比增长 36.57%，其中第三季度经营性现金流净额为 2.24 亿元，反映出公司经营和现金流状况保持良好。

图15：海容冷链经营性现金流主要分布在下半年度



数据来源：Wind、开源证券研究所

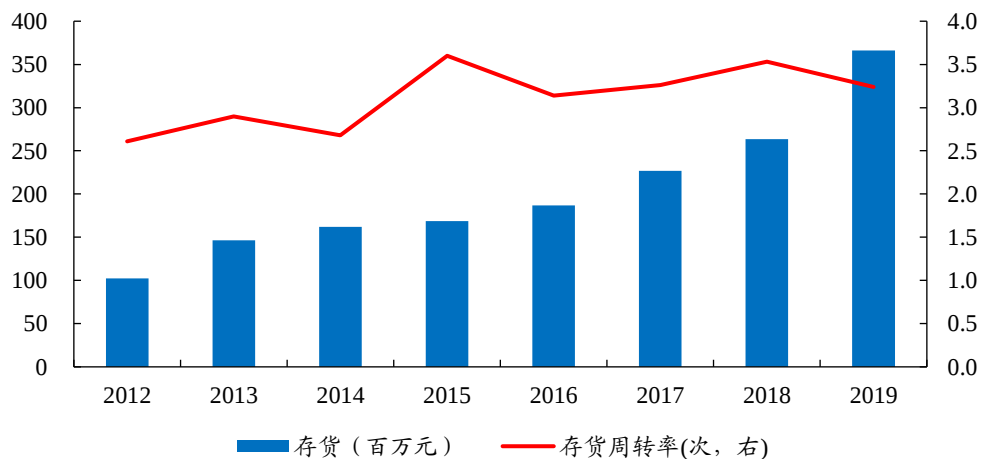
图16：海容冷链年末应收账款相比年中均有回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

随着海容冷链业务规模的不断扩大，公司存货逐年稳定增长，2017-2019 年公司存货分别为 2.27 亿元、2.67 亿元、3.66 亿元，复合增速为 27%，与近两年的营收增速 26% 基本匹配。根据公司季度存货特点，可以判断公司多在一、四季度备货，二、三季度发货，存货呈现出明显的季节性特征。公司存货逐年增加，而存货周转率的水平依然相对稳定，维持在 3.2-3.6 次之间，显示公司规模扩大后仍保持了较强的营运能力。

图17：海容冷链存货逐年稳定的同时存货周转率保持相对稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

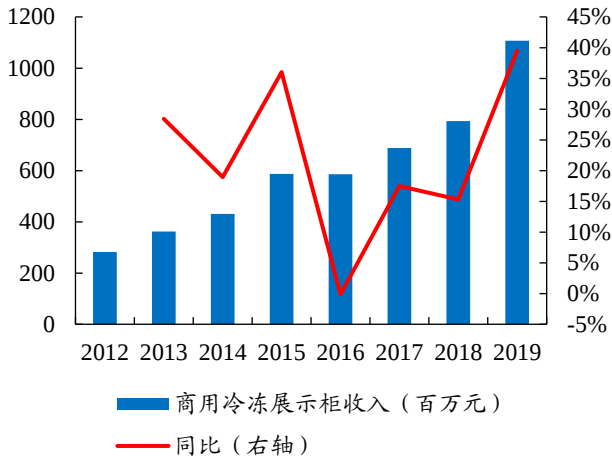
2.2、冷冻第一，冷藏发力

根据公司招股说明书，海容冷链的商用冷冻展示柜业务为行业龙头，近年来收入始终保持高速增长，业务规模持续扩大，2019 年实现收入 11.07 亿元，同比增长接近 40%，创公司成立以来最高增速，继续巩固龙头地位。2019 年冷藏展示柜业务收入规模有所下滑，主要由于受中美贸易摩擦影响，部分美国客户将 2019 年采购计

划提前至 2018 年下半年，减少了 2019 年的采购计划，使得 2019 年冷藏业务的国外收入规模下滑。

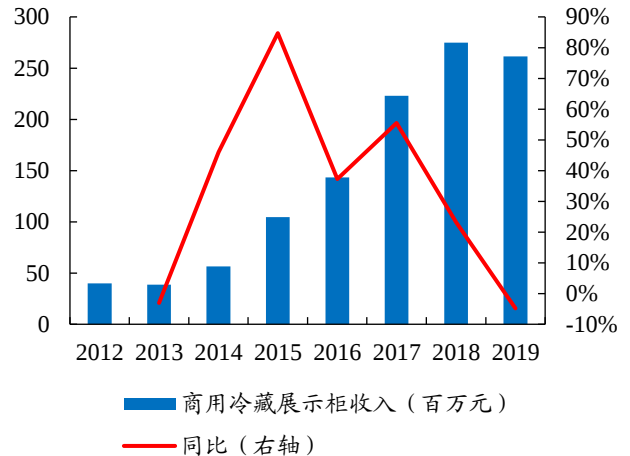
公司商超冷柜业务不断深化同国内外知名商业超市和连锁品牌便利店的合作，收入规模快速增长，连续两年收入翻番，具有较强的增长潜力。智能售货柜业务目前收入基数较小，预计未来随着该项业务逐步发展成熟，其收入规模将趋于稳定。

图18: 海容冷链商用冷冻展示柜收入总体保持增长



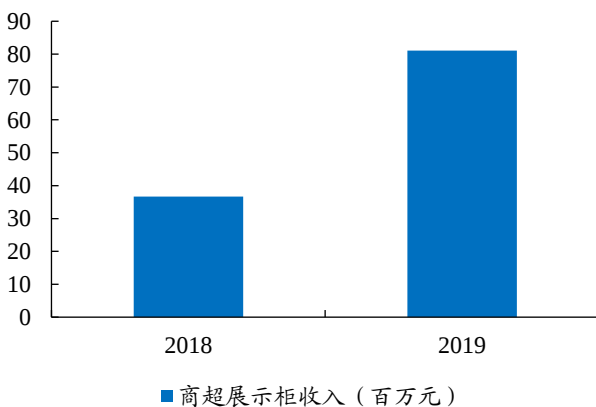
数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 海容冷链商用冷藏展示柜收入总体保持增长



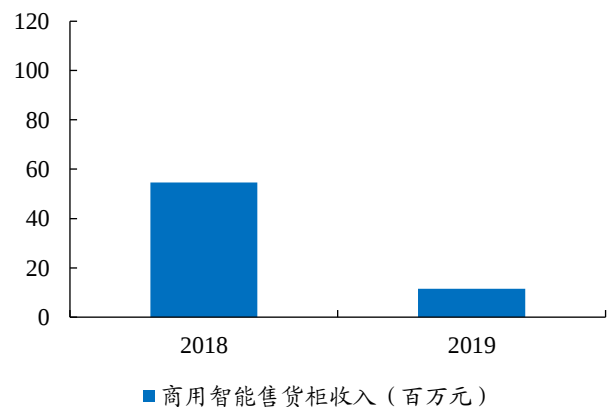
数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 海容冷链商超展示柜收入持续增长



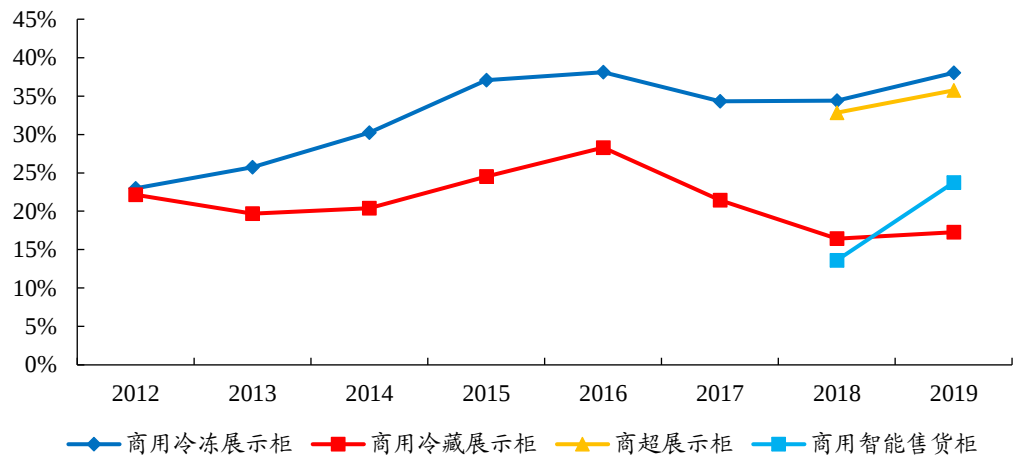
数据来源: Wind、开源证券研究所

图21: 海容冷链商用智能售货柜收入基数较小



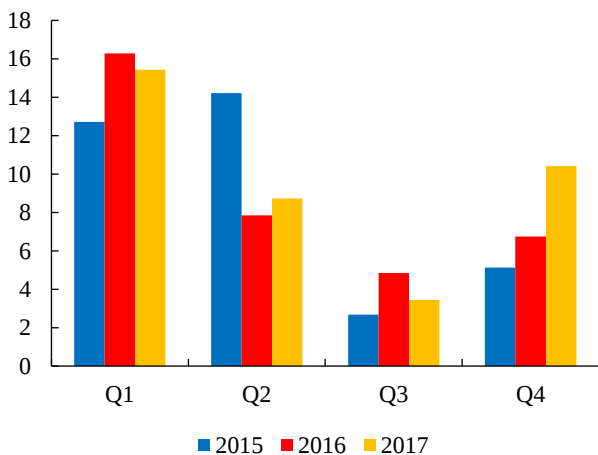
数据来源: Wind、开源证券研究所

从公司毛利的边际贡献来看，商用冷冻展示柜与商超展示柜对毛利的贡献最大，其中商用冷冻展示柜业务毛利率水平大体呈增长态势，存在小幅波动，2017-2019 年该项业务毛利率分别为 34.32%、34.4%、38.03%，盈利能力节节攀升；商超展示柜毛利率水平仅次于商用冷冻展示柜，2019 年商超展示柜毛利率为 35.74%，相较于 2018 年提高约 3 个 pct；智能售货柜毛利率水平相对于前两项业务存在一定差距，2019 年毛利率提高了 10 个 pct，具有较大的盈利提升潜力；冷藏展示柜毛利率水平仍有提升空间。

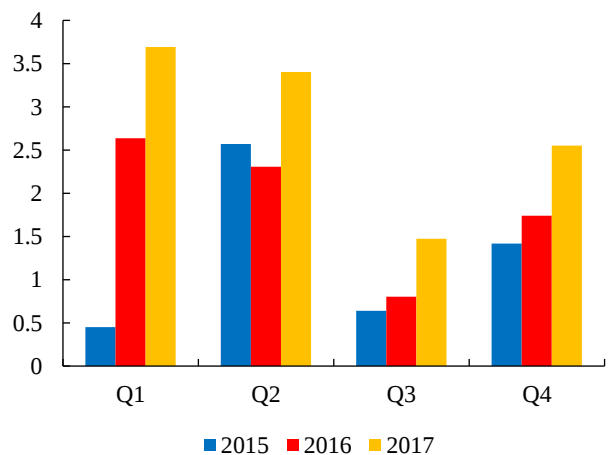
图22: 公司主要产品毛利率 2018 年以来均有提升


数据来源: Wind、开源证券研究所

公司海容冷链的产品产销均具有一定的季节性。产品产量呈现一二季度较高, 三季度偏低, 四季度回升的特征, 主要由于冷冻展示柜下游客户以冷饮行业为主, 冷藏展示柜下游客户以饮料行业为主, 两项业务的终端消费都具有明显的季节性, 因此每年的上半年和年底多为销售旺季, 7-10 月份进入销售淡季。商超展示柜主要客户多为大型超市, 商用智能售货柜下游客户主要是饮料、食品等行业运营商, 两项业务都不具有明显的季节性特征。

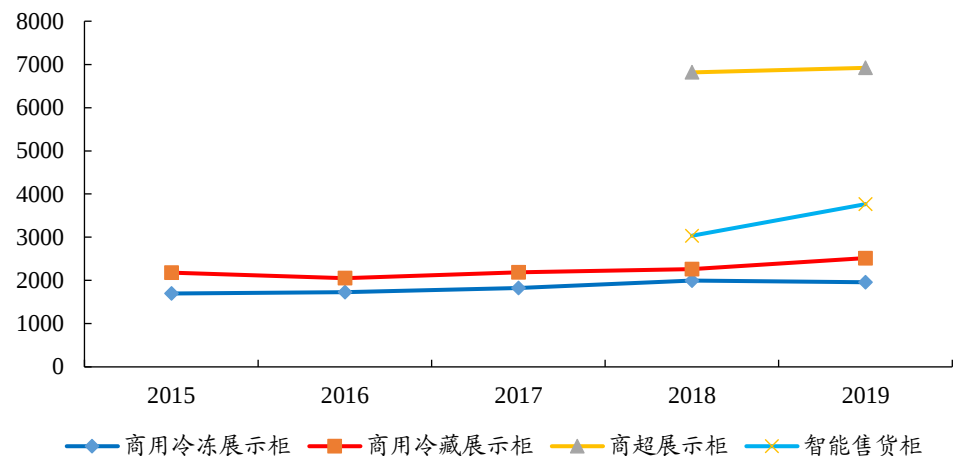
图23: 商用冷冻展示柜产量具有一定季度性


数据来源: 海容冷链招股说明书、开源证券研究所

图24: 商用冷藏展示柜产量具有一定季度性


数据来源: 海容冷链招股说明书、开源证券研究所

我们根据各产品的销售额及销量计算出销售单价, 2019 年商用冷冻展示柜、商用冷藏展示柜、商超展示柜、商用智能售货柜的销售单价分别为 1962.43 元、2518.14 元、6920.88 元、3766.32 元, 可以看出商超展示柜及商用智能售货柜的销售单价较高, 冷冻及冷藏展示柜的价格则相对较低。结合招股说明书披露的 2012-2017 年各产品销售单价来看, 商用冷冻展示柜、商用冷藏展示柜、商超展示柜的销售价格已基本稳定, 变化幅度较小, 智能售货柜单价波动较大, 预计随着该项业务逐渐发展成熟, 其价格水平将趋于稳定。

图25：公司四大产品平均销售价格基本稳定


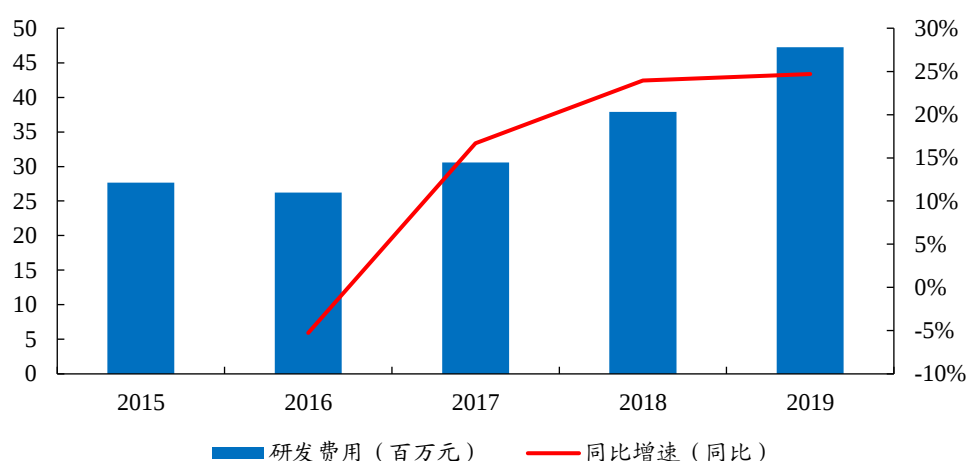
数据来源：海容冷链招股说明书、开源证券研究所

总体来看，公司冷冻展示柜业务一马当先，冷藏展示柜等其他业务积极发展。在商用冷冻展示柜细分领域，公司的市占率和知名度逐年提高，公司招股书显示市占率已居行业首位，特别是在冷饮行业的市占率较高，处于行业领先地位。公司的冷藏展示柜业务相比于冷冻展示柜业务起步较晚、发展较慢，市场地位不及商用冷冻展示柜，但随着近年来的不断发展，公司该细分领域在北美高端饮料行业已具有一定市占率，国内市场客户已从早期的乳制品行业扩展至饮料行业，并具有一定的品牌知名度。在商超展示柜领域，公司正逐步加大产品研发力度与市场开拓，与国内外知名商业超市、社区超市和连锁品牌便利店建立了良好合作关系。在商用智能售货柜领域，公司不断加大产品研发和市场开拓力度，陆续开发具备静态识别等各项技术的智能售货柜，产品已初步投放市场。

2.3、重视研发、设计领先

商用展示柜的生产整体技术含量较高，其研发生产与制冷、焊接、机械加工、自动控制、电子信息等多领域技术相关，对企业的研发、生产、质量控制等能力均有较高要求。商用展示柜细分领域内技术水平主要体现在三个方面：首先产品设计水平，包括对外观、尺寸、功能的设计，以及产品制冷效率、能耗等；同时生产制造水平，生产过程涉及制冷、钣金加工、焊接、发泡、总装等多项技术；三是物联网的融合技术，该项技术可帮助使用者利用互联网平台对投放到市场终端的每一台设备信息实时监控和管理。

海容冷链重视研发投入，研发费用逐年增长。2016年以来，公司研发费用一直保持着高速增长，2017-2019年研发费用分别达到0.31亿元、0.38亿元、0.47亿元，同比增速分别为16.68%、23.94%、24.70%，增速逐年小幅增长。2020H1公司的研发费用为0.21亿元，较上期同比增长12.7%。公司重视人才培养，建立了一支经验丰富、技术力量雄厚、凝聚力强的研发团队。核心技术人员大多拥有10年以上的行业从业经验，能够精准把握市场趋势与客户需求。

图26：2016年以来公司研发费用保持高速增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司高度重视技术研发和自主创新，目前已形成了产品设计制造环节的多项核心技术，这些技术均已应用于批量化生产。核心技术包括节能环保技术、RFID 物联网技术、CASSETTE 一体式制冷机组技术、嵌入式密封技术、自动关门和门体定位技术、系统智能控制技术、微通道冷凝技术、超低温制冷技术、智能热气除霜技术、双风幕循环风技术、资产管理平台、分区式冷热转换技术。

表1：海容冷链核心技术积累丰富

序号	核心技术	简介
1	节能环保技术	公司采用高效节能压缩机等节能环保技术研发生产了多种节能环保产品
2	RFID 物联网技术	可实现利用物联网将投放到市场终端的每一台商用展示柜的信息实时监控和管理
3	CASSETTE 一体式制冷机组技术	公司将产品的制冷和控制系统进行模块化设计，提高产品制冷性能同时方便产品后续维修和服务
4	嵌入式密封技术	将玻璃门由平面密封向立体密封转变，降低产品能耗
5	自动关门和门体定位技术	实现门体自动关闭，方便操作
6	系统智能控制技术	该技术根据预先设定好的温度判定标准，产品自动进入相对应的蒸发受控模式或冷凝受控模式
7	微通道冷凝技术	在保证冷凝器表面积不变的前提下，可减少内容积约 45%，极大程度降低系统的充注量
8	超低温制冷技术	可实现-60℃、-86℃的超低温制冷
9	智能热气除霜技术	可确保产品内部温度可控，有效解决立式冷冻展示柜使用 R290 制冷剂时的除霜问题
10	双风幕循环风技术	内层风幕可阻止柜内冷气溢出，保持稳定的货品温度；外层风幕温度略高于内层，阻止外部热量进入
11	海容资产管理平台	可实时对每台有定位模块的产品进行位置监控、温度监控、异常情况监控
12	分区式冷热转换技术	在开发出了夏季使用冷藏、冬季分区加热的高端冷藏、加热转换展示柜，满足冬季销售热饮功能

资料来源：海容冷链招股说明书、开源证券研究所

商用冷冻柜方面，公司应用新工艺、新技术、新材料，大力研发环保节能产品，满足市场新需求，提高客户个性化和差异化需求满意度；在商用冷藏展示柜方面，公司将重点研发针对饮料柜市场需求的新产品和差异化产品，提高细分市场占有率；在商超展示柜方面，公司在研发标超产品基础上，重点研发非标定制化产品，并打造物联网平台，实现远程监控和数据云共享；在商用智能售货柜方面，公司将继续深化研发，丰富产品系列，推动行业技术革新。

2.4、优质客户，持续开拓

海容冷链冷藏展示柜的客户主要集中在饮料行业（包括水饮料、功能性饮料、碳酸饮料、茶饮料等）、乳制品行业及啤酒行业，以饮料行业为主；冷冻展示柜的下游客户主要集中在冷饮行业和速冻食品行业，以冷饮行业为主；商超展示柜的主要客户是大型商业超市、社区超市、连锁便利店等，用于放置奶制品、饮料、蔬菜、冷鲜食品、速冻食品等；商用智能售货柜的下游客户主要是饮料、乳制品、食品等行业的运营商和品牌商，应用于住宅小区、写字楼、地铁、机场、火车站、学校等人群密集的场所。

图27：海容冷链客户多为下游行业知名公司

商用冷冻展示柜	下游应用	集中于冷饮和速冻食品行业，以冷饮行业为主
	冷饮冰淇淋 速冻食品	
商用冷藏展示柜	下游应用	集中于饮料、乳制品、啤酒行业，以饮料行业为主
	饮料行业	
	乳制品行业	
	啤酒行业	
商超展示柜	下游应用	集中于大型商业超市、连锁便利店
	连锁便利店	
智能售货柜	下游应用	集中于饮料、乳制品、零食等行业
	公共场所	新零售、新消费

资料来源：海容冷链招股说明书、开源证券研究所

海容冷链客户资源优势突出，下游多数为国内外知名快速消费品企业，利于公司在细分行业提升市场知名度和品牌影响力，公司还与国内外知名商业超市、连锁品牌便利店、冰淇淋生产商、速冻食品生产商建立了良好的合作关系，搭建了覆盖全国、辐射海外的销售网络。公司主要服务客户包括伊利、蒙牛、雀巢等众多知名企业，且公司在销售、研发、生产、质控等环节都充分满足客户需求，与客户建立了长期稳定的合作关系。

与此同时公司依然在大力拓展其他下游客户。官网显示，2020年上半年海容冷链与上海农工商超市集团合作完成了其旗下好德便利店的商用冷链设备整改升级工

作，显现其在便利店冷链服务中的专业能力以及敏锐的市场嗅觉。

图28：海容冷链引入新客户上海农工商超市集团



资料来源：海容冷链官网

图29：海容冷链商超展示柜入驻客户门店



资料来源：海容冷链官网

公司在海外地区的收入主要来自美国和印尼市场。公司在美国市场主要和 IDW 公司合作开展，IDW 是一家定制商业制冷设备和采购的公司，其下游客户为可口可乐、百事可乐、Monster 等国际知名饮料生产制造商，公司对其出售中高端定制饮料展示柜。公司在印尼市场主要供应给联合利华和 PT. Glico Wings，PT. Glico Wings 主营冷冻甜点的研发、生产和销售，客户主要产品为冰淇淋。

表2：海容冷链代表性客户均为快消品巨头企业

客户名称	基本情况	2019 年营收 (亿人民币)	2019 年净利润(亿 人民币)
联合利华	全球第二大消费用品制造商，纽交所上市公司，现已形成全球冰淇淋业务。海容冷链为联合利华全球商用展示柜主要供应商	4062.5	439.62
雀巢集团	全球最大食品制造商，瑞士上市公司	6667.49	908.2
内蒙古伊利实业集团股份有限公司	成立于 1993 年 6 月，设有冷饮、液态奶、酸奶、原奶、奶粉等五大事业部，在奶制品、冷饮行业占据了市场主要份额	902.23	69.51
内蒙古蒙牛乳业股份有限公司	成立于 1999 年，国内乳制品龙头行业，主要产品包括冰淇淋、液态乳制品及奶粉等	791.64	41.05
IDW	设立于 2000 年，是一家定制商业制冷设备和采购的公司，专门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	-	-
PT.Glico Wings	成立于 2013 年 9 月，主营冷冻甜点的研发、生产、销售，主要产品为冰淇淋	-	-
Excellence Industries	一家拥有 50 年经验的制冷设备供应商，客户包括雀巢、百事可乐、Ben & Jerry's、Healthy Choice、Remy Martin、Godiva、Outback Steakhouse、Singleton Seafood、Whole Foods、Marriott 等跨国公司	-	-
农夫山泉股份有限公司	成立于 1996 年，专注于研发、推广饮用天然水、果蔬汁饮料、特殊用途饮料和茶饮料等各类软饮料	241.05	49.49

资料来源：海容冷链招股说明书、联合利华年报、雀巢年报、蒙牛年报、伊利年报、开源证券研究所

3、成长空间：受益快消渠道投资+生鲜消费升级

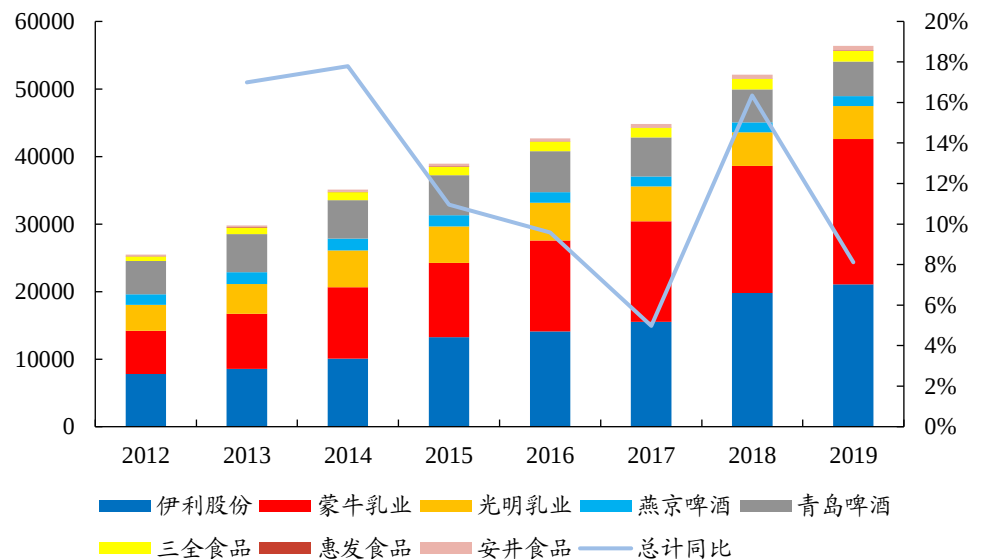
3.1、快消品渠道投资，行业需求逐年增加

公司客户主要集中在冷饮行业、速冻食品行业和饮料行业。公司商用冷冻展示柜的下游客户主要集中在冷饮行业和速冻食品行业，以冷饮行业为主；商用冷藏展示柜的下游客户主要集中在饮料行业（包括水饮料、功能性饮料、碳酸饮料、茶饮料等）、乳制品行业及啤酒行业，以饮料行业为主。下游客户的发展布局对公司设备销售情况有着直接的影响。

快消品公司的发展与渠道建设密切相关，各大厂商不断加强终端网点的建设以提升市场份额，而商用冷柜设备作为渠道建设的终端环节，直接面向消费者，不仅发挥了低温存储的冷链功能，还具备独特的广告营销属性，对于提升消费者体验、促进企业产品销售具有显著的效果。近年来，下游水饮料企业、乳企、速冻食品企业等客户对商用冷柜的需求逐渐攀升。快消品牌出于营销宣传、扩大销售的目的，向海容冷链采购定制化的商用展示柜，并将印有自身品牌标志的冷柜在终端渠道进行投放，一般通过签署协议等方式鼓励终端零售商销售对应品牌商品。

我们对公司主要的下游客户及相关上市公司的销售费用进行整理，数据表明下游快消品企业的销售费用逐年递增，2012至2019年总销售费用复合年均增长率约为12%。这说明快消品牌渠道建设工作是个持续进行的过程，并对商用展示柜的需求形成长期拉动。

图30：下游快消品企业销售费用逐年递增（单位：百万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、终端消费升级，低温消费不断衍生

食品饮料行业的消费趋势对于展示柜发展有着长期的影响。目前商用展示柜需求的提升有两大驱动要素，分别是饮料消费升级和零售业门店扩产。一方面，在消费升级趋势影响下，冷饮品类扩产、低温乳制品消费提升，以及速冻食品的普及，都带来商家对于展示柜需求的提升。另一方面，连锁便利店的不断扩张也直接带动

终端冰柜需求。

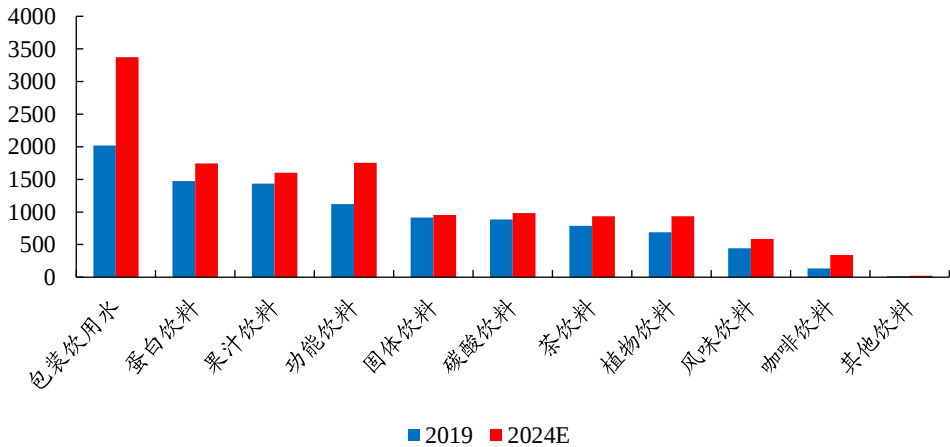
同时，冷链基础设施的完善以及新零售的崛起，也打开了行业长期发展空间。在冷链基础设施不断完善的背景下，终端低温产品消费需求得到满足；而随着生鲜电商线下崛起，终端展示需求向低温食品、水产品等生鲜领域衍生，展示柜应用场景不断多元化。

图31：商用冷链终端需求发展趋势明显



资料来源：海容冷链招股说明书、开源证券研究所

图32：预计 2024 年中国软饮料市场规模将达到 13230 亿元



数据来源：农夫山泉招股说明书、开源证券研究所

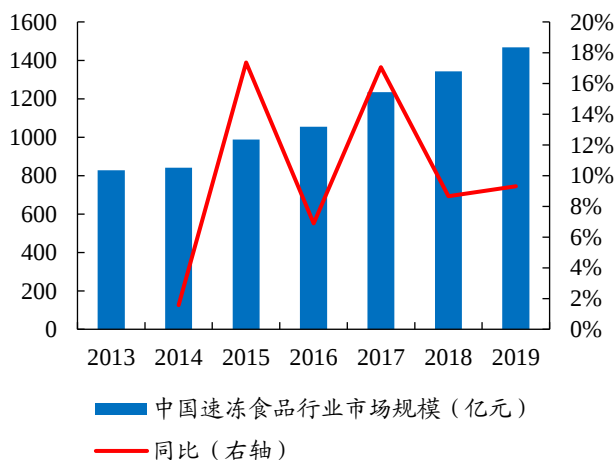
中国是全球最大软饮料市场之一。根据农夫山泉招股说明书中引用弗若斯特沙利文报告，2019 年中国软饮料市场规模为 9914 亿元，预计 2024 年市场规模将达到 13230 亿元，预计复合增长率为 5.9%。从类别划分来看，2019 年包装饮用水、蛋白饮料、果汁饮料以及功能性饮料的市场规模分别为 2017 亿元、14174 亿元、1435 亿元、1119 亿元，占据着较大的市场份额。

近几年，随着食品安全意识的提高和消费结构升级，社会大众对饮料、乳制品、啤酒等快消品的冷链存储需求增加，因此商用冷藏展示柜，特别是商用立式冷藏展示柜的市场需求持续增加。

例如在果汁饮料中 NFC（非浓缩还原汁）逐渐成为市场热点，NFC 果汁是水果经过榨汁后直接进行巴氏杀菌，在低温环境中加工而成，营养损失少，更好地保持了新鲜水果的原汁原味，适合低温保存，属于低温冷链型为主的品类。2015 年前后市场涌现出 30-40 个 NFC 果汁品牌，到 2017 年市场多为实力雄厚的大企业所占据。

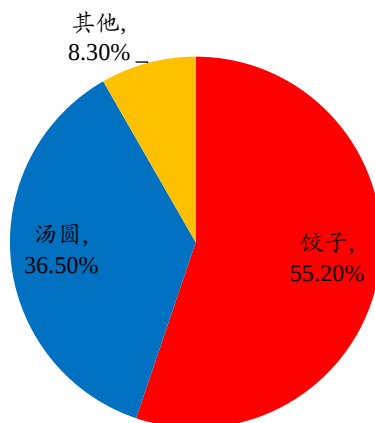
随着城镇居民收入逐年增长，生活水平提升，生活方式及消费结构也发生了改变。城镇居民对食品的多样化、新鲜度和营养性等方面有了更高要求，瓜果、蔬菜、鲜奶制品、速冻食品、生鲜肉消费量快速增长。尼尔森冷冻食品报告显示，冷冻食品市场增长快于整体快消品市场，饺子和汤圆是该市场销售额占比最大的两大子品类，加总后的销售额超过冷冻食品市场销售额的 90%。

图33：中国速冻食品行业市场规模逐年扩大



数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

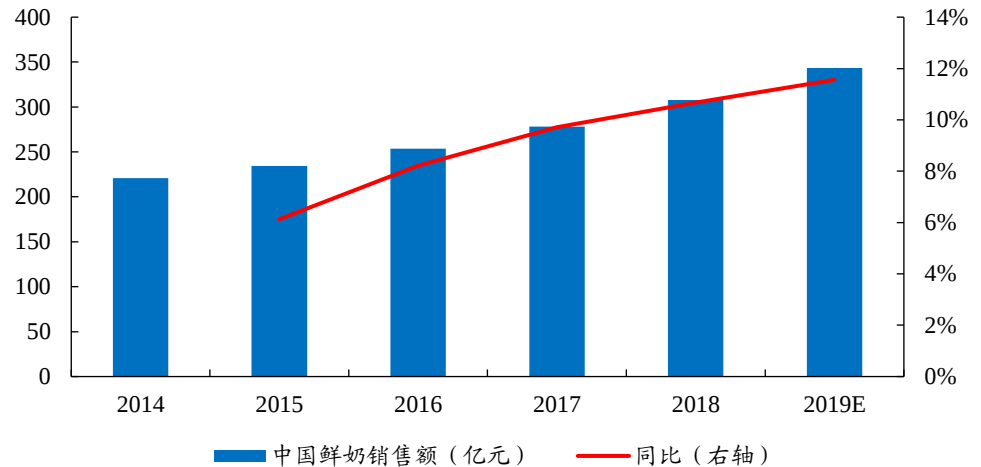
图34：饺子是我国冷冻食品市场销售额占比最大的品类



数据来源：尼尔森冷冻食品报告、开源证券研究所

同时，我国乳制品销量正逐步进入平稳阶段，行业竞争从常温市场向低温市场转移。低温奶的潜在客户人群较大，低温产品成长空间广阔，鲜奶是重要的低温品类。这将为我国乳制品行业的冷链物流设备带来需求量的大幅提升。

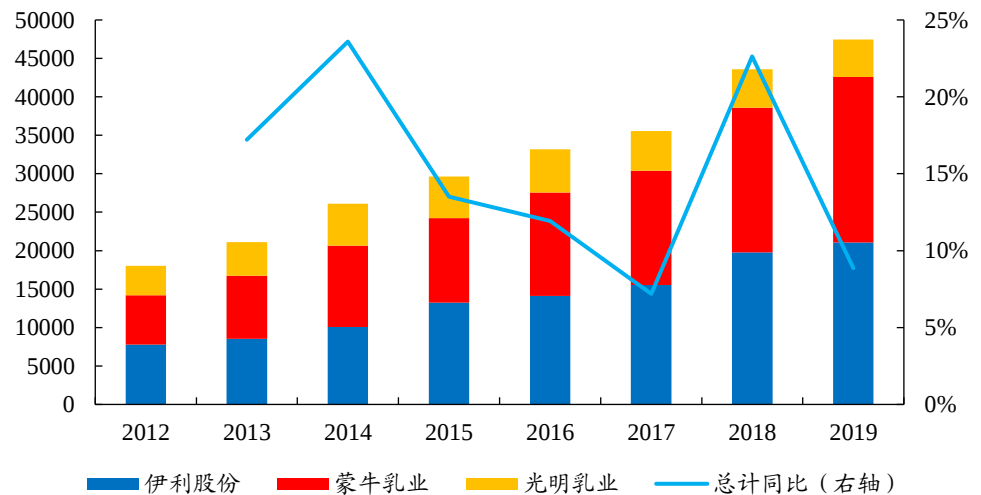
图35: 中国鲜奶市场规模逐年扩大



数据来源: 中国产业信息网、开源证券研究所

乳企作为海容冷链的重要客户，近年来在鲜奶、低温奶等领域加紧布局，蒙牛等龙头乳企加快在低温鲜奶细分市场的布局，抢占市场份额，对高质量的冷链运输及冷链设备环节提出了更高的要求，预计将会对冷链设备厂商带来机遇。我们对三大乳企的总体销售费用进行了统计，可以看出，乳企在近五年来销售费用持续攀升，该行业注重销售环节的资金投入，加大在终端的渠道建设。

图36: 主要乳企销售费用投入逐年增加 (单位: 百万元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

受疫情影响，饮品冷饮和速冻食品的销售渠道也得到了进一步的拓展，八喜、雀巢等冷饮品牌通过与盒马、大润发淘鲜达、饿了么、美团等新零售及到家平台的合作，实现了销售的逆势增长。销售渠道的拓宽将助力饮料冷饮行业的发展，进而带动商用展示柜设备需求。

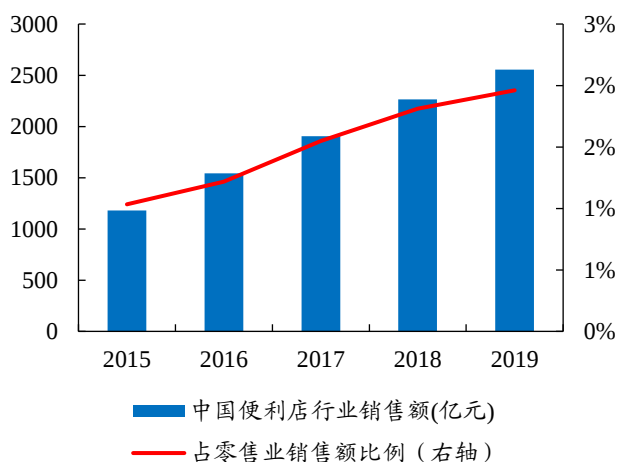
总体来看，下游饮品冷饮行业不断扩容，加之新型饮品的推出，饮料零售市场规模将进一步扩大，继而带动商用展示柜冷链设备的需求。海容冷链作为行业龙头，有望持续受益下游消费升级的趋势。

3.3、便利店快速扩张，新型零售加快升级

连锁便利店作为一种新型零售业态，其发展模式不同于超市和大型卖场，呈现更快的开店速度。大型卖场由于距离因素加上超市较大的铺货面积以及繁多的产品陈设，都极大的消耗了购物者的时间和精力，对于饮料、冰淇淋等随意性消费的购物者来说街头的连锁便利店很好的解决了需求痛点。便利店的发展，有效地满足了用户需要的快捷、方便的消费方式。根据中国连锁经营协会与毕马威联合发布的《2020 年中国便利店发展报告》，2019 年中国便利店数量超过 13 万家，未来有望继续保持增长。

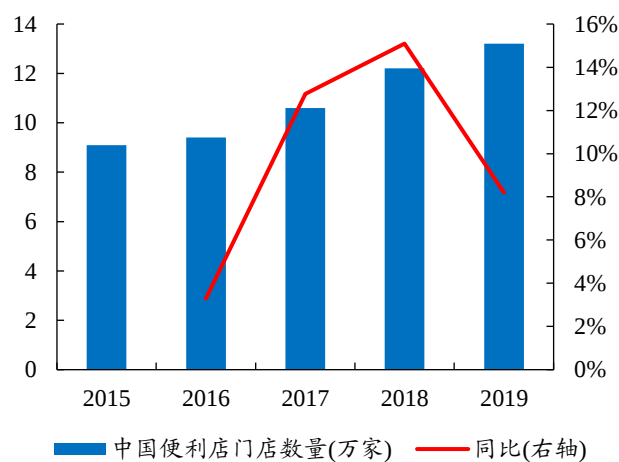
海容冷链一直以来持续通过下游快消品客户为便利店、连锁超市提供冷链终端设备。未来公司将在现有商用展示柜的技术基础上，结合 RFID、图像识别、智能控制等技术，开展智能化、无人化产品的研发，力争为目前日益增长的无人化零售场景及市场提供系统化的解决方案。

图37：便利店销售金额占零售业销售额比例逐年递增



数据来源：中国连锁经营协会、毕马威、开源证券研究所

图38：中国便利店数量逐年增加



数据来源：中国连锁经营协会、毕马威、国家统计局、开源证券研究所

图39：海容冷链便利店一体立式风幕柜



资料来源：公司官网

图40：海容冷链便利店冰淇淋/冷饮展示柜



资料来源：公司官网

4、竞争格局：效率领先，先进产能构建壁垒

4.1、公司运营效率突出

国外商用展示柜经过多年竞争发展，行业格局较为稳定，以 AHT、LIEBHERR、IARP、Uğur、EPTA、Carrier 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少量市场份额。国内商用展示柜领域企业众多，尚未形成大型垄断企业。商用冷链展示柜，属于专业性强的细分市场，海容冷链在生产、研发等方面相比家电公司更具竞争优势。此外还有白色家电市场参与者，往往商用展示柜仅占其主营业务一部分，所涉及产品也大多集中在某一细分行业。

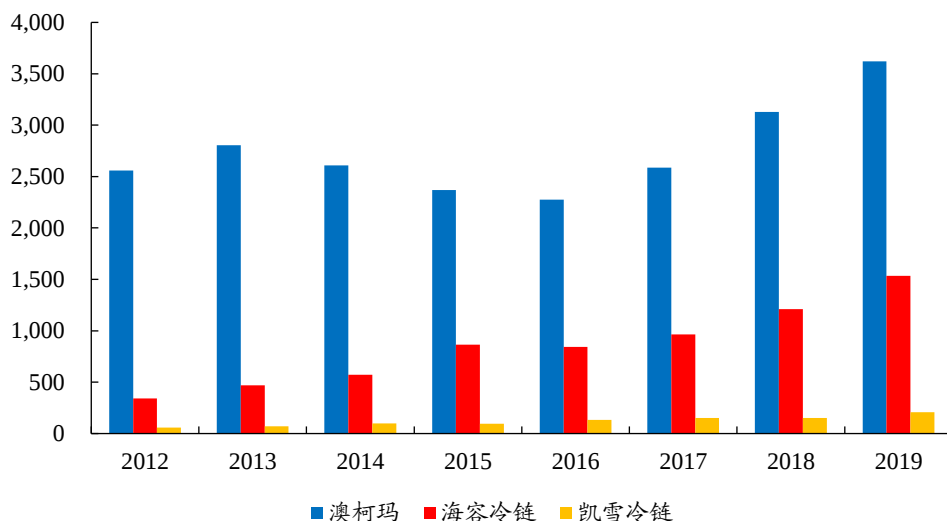
表3：行业内主要企业

公司	基本情况	主要产品
澳柯玛	公司创建于 1987 年，全球知名制冷装备供应商，公司以“全冷链+互联网”为战略目标	冰箱、冰柜、生活电器等家用产品，商用展示柜（卧式、立式、岛式）、生物医疗冷链产品、超低温设备、冷链物流装洗衣机、空调、自动售货机
凯雪冷链	公司成立于 2006 年。公司主营业务为冷链末端制冷和运输制冷设备，以及为客户提供制冷设备的整体解决方案	商用冷柜系列产品、客车空调系列产品、冷藏车制冷机系列产品、医疗冷链系列产品、冷库系列产品等
青岛海尔特种电冰柜有限公司	其母公司青岛海尔股份有限公司创立于 1984 年，从开始单一生产冰箱起步，拓展到家电、通讯、生物制药等领域	冷藏柜、冷冻柜、厨房冰箱、冰淇淋柜、蛋糕柜等
浙江星星冷链集成股份有限公司	公司成立于 2010 年 9 月	家用冰箱系列、酒柜系列、冷柜系列等
松下冷链（大连）有限公司	创立于 1994 年，是一家商用制冷设备综合方案提供商	超市陈列柜、商用厨房冷冻冷藏设备、便利店设备、冷库风机设备、饮品展示设备、医疗用冷冻冷藏设备
青岛海信商用冷链股份有限公司	成立于 2016 年，为海信冰箱的控股子公司	商用冷冻冷藏展示柜、商超陈列柜、冷冻冷藏库等商用冷链设备
AHT 公司	创立于 1983 年，公司总部位于奥地利罗滕曼，在中国设有奥特冷机系统（常熟）有限公司，致力于工业制冷和冷冻领域	业务主要集中在超市的物品冷藏、冷冻、冰淇淋冷冻机和饮料冷却机
LIEBHERR	创立于 1949 年，总部位于瑞士，世界建筑机械的领先制造商之一，是其他许多领域的技术创新用户导向产品与服务的供应商	台台式、自立式、嵌入式及组合冷藏库，以及冷藏柜、冷冻柜、食品存储及饮料冷却机、酒冷却机及酒温控制柜，以及商用冷藏库与冷藏柜
IARP	成立于 1983 年，位于意大利，与全球 100 多个国家有业务往来。客户主要包括联合利华、雀巢、百事可乐、可口可乐等	产品用于冰淇淋品牌的展示和储存
Uğur 公司	公司成立于 1954 年，位于土耳其，其主要客户包括联合利华、乌尔卡、雀巢、依云、Pinar、百事可乐、可口可乐等	主要产品包括冰柜、酒柜、饮料展示柜、冰淇淋柜、空调、电视机、超市冷柜等
Epta 公司	总部位于意大利米兰，商用制冷方案提供商	冷冻、冷藏陈列柜及商用设备配套产品
Carrier 公司	成立于 1915 年，是一家暖通空调和冷冻设备供应商，公司提供的全球性解决方案，涵盖运输冷藏、商用制冷等应用领域	暖通空调、冷冻设备

资料来源：海容冷链招股说明书、开源证券研究所

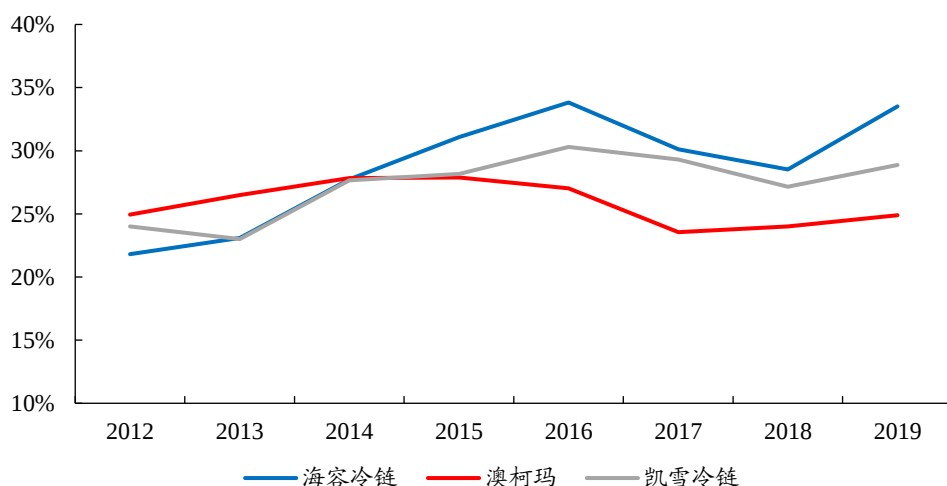
将澳柯玛、凯雪冷链的冰柜业务与海容冷链商用展示柜业务进行比较，可以发现海容冷链商用展示柜业务的盈利能力要强于两家可比公司，海容冷链毛利率高于可比公司主要由于公司为下游客户提供定制化的生产服务，生产出具有差异性的产品，产品除低温冷冻冷藏功能外还兼具广告营销和企业形象展示这一功能，因此附加值较高。

图41：2016年以来海容冷链营收增速始终高于可比公司



数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：2016年以来海容冷链毛利率始终高于可比公司

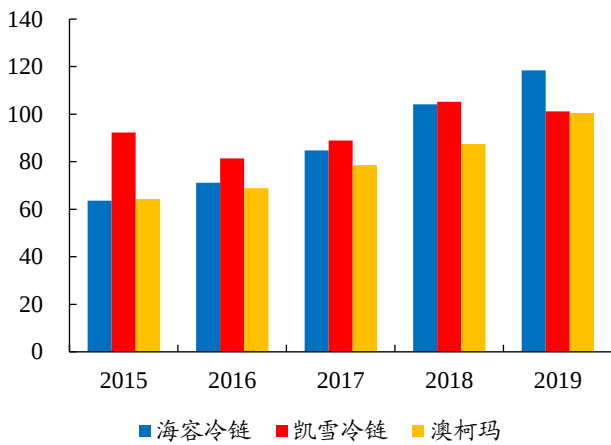


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司生产具备成本和效率优势，人均创利水平较高。我们从人均产出的角度与上述家电企业进行横向对比，海容冷链近五年人均创收与人均创利始终保持增长，公司19年实现人均创收118.4万元，超过两家可比公司；从人均创利的角度来看，海容冷链该项数据指标则远超两家可比公司，特别是19年人均创利达16.87万元，

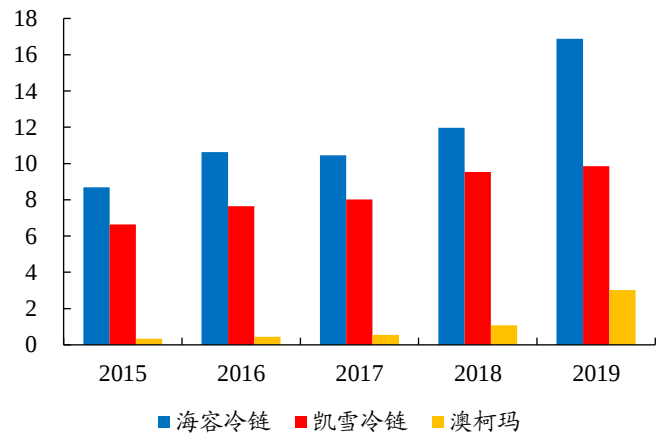
同比增长 40.8%，人均效率表现突出。

图43: 海容冷链人均创收 2019 年超过可比公司 (万元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

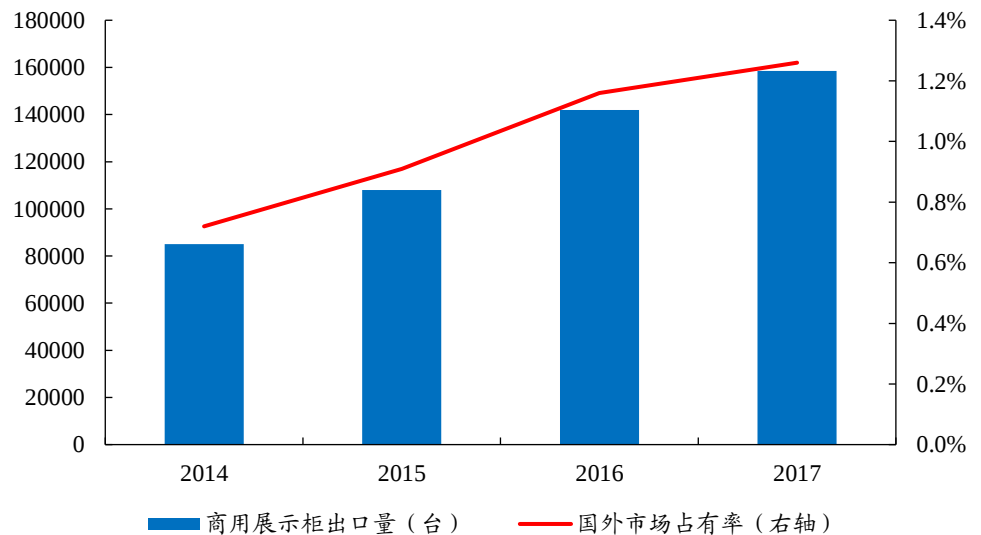
图44: 海容冷链人均创利大幅领先可比公司 (万元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

公司招股说明书披露, 公司主要立足于国内市场, 在国外市场占有率有较大提升空间。14-17 年公司商用展示柜出口量分别为 85059 台、107990 台、141915 台、158473 台, 占国外商用展示柜市场规模比例分别为 0.72%、0.91%、1.16%、1.26%, 可见市占率处于较低水平但保持逐年增长, 在商用冷藏展示柜细分领域, 公司在北美高端饮料行业具有一定的市占率。总体来说, 公司在国外市场规模份额有较大提升空间。

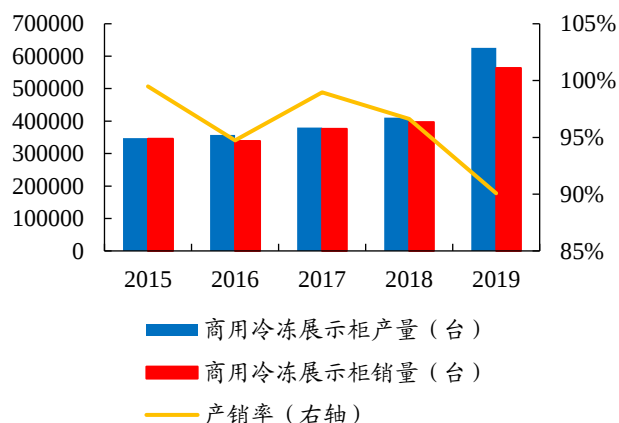
图45: 海容冷链国外市场占有率逐年提高



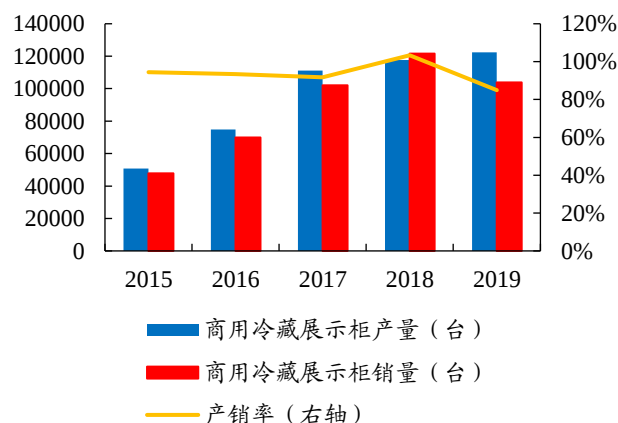
数据来源: 海容冷链招股说明书、开源证券研究所

4.2、先进产能顺利释放

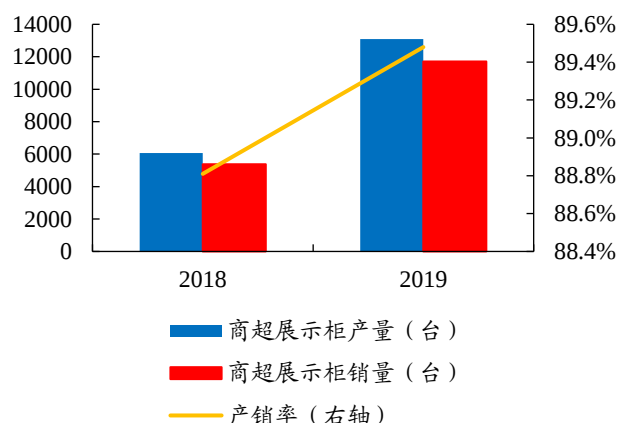
公司主要为客户提供定制化服务, 因此四类产品的产销率均保持在较高水平。2019 年商用冷冻展示柜与冷藏展示柜产量销量均有较大的突破, 实现产量分别为 62.62 万台、12.23 万台, 销量分别为 56.4 万台、10.39 万台, 产销两旺。

图46: 海容冷链商用冷冻柜 2019 年产销量保持增长


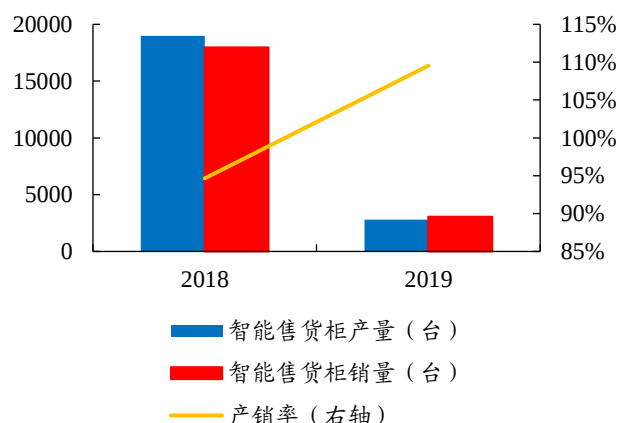
数据来源: 海容冷链招股说明书、开源证券研究所

图47: 海容冷链商用冷藏柜 2019 年产销量有所回落


数据来源: 海容冷链招股说明书、开源证券研究所

图48: 海容冷链商超展示柜 2019 年产销量保持增长


数据来源: 海容冷链招股说明书、开源证券研究所

图49: 海容冷链商用智能柜 2019 年产销量有所回落


数据来源: 海容冷链招股说明书、开源证券研究所

公司 2018 年 11 月上市，募集资金投资项目包括“年产 50 万台冷链终端设备项目”、“年产 10 万台超低温冷链设备项目”、“冷链设备研发中心建设项目”。其中，年产 50 万台冷链终端项目，主要用于扩大、中型商用展示柜的产能，优化产品结构，满足业务和市场发展需要，提高市场份额；年产 10 万台超低温冷链设备生产项目，主要目的是抢占新的冷链产品应用市场，增加新的利润增长点；冷链设备研发中心建设项目，能加大公司在冷链设备领域关键技术的研发，提升公司的研发创新能力，增强公司核心竞争能力，促进公司持续、快速、健康发展。

表4: 公司上市募投项目顺利实施

公司募投项目	投资金额 (万元)	募集资金投资额 (万元)	建设期 (月)
年产 50 万台冷链终端设备项目	31159.07	31159.07	18
年产 10 万台超低温冷链设备项目	14875.90	14875.90	18
冷链设备研发中心建设项目	5364.28	5364.28	18
补充流动资金	8500.00	7271.00	-
合计	59899.25	58670.25	

数据来源: 海容冷链招股说明书、开源证券研究所

基于商用立式冷藏展示柜市场的快速增长,2019年4月公司公告变更募投项目,将原有“年产10万台超低温冷链设备项目”尚未使用的募集资金8,372.18万元用于新项目“商用立式冷藏展示柜扩大生产项目”的建设投资。

根据公司2020半年报披露,“商用立式冷藏展示柜扩大生产项目”主体部分已完工,目前正在办理房产证;设备部分已安装完毕,正在进行调试;软件和信息化系统部分正在导入实施。“年产50万台冷链终端设备项目”中的4号厂房按照项目实施计划开始主体工程施工。

此外,海容冷链发行可转债加快公司智能建设。公司公告发行的5亿元可转换公司债券已于2020年7月27日起在上海证券交易所上市交易,募集资金扣除发行费用后,将投资于智能冷链设备及商用自动售货设备产业化项目,提升公司的竞争力。预计随着新增柔性产能的落地,公司生产效率和竞争力有望继续增强。

5、盈利预测与投资建议

5.1、核心假设

海容冷链主营业务分为:1. 商用冷冻展示柜;2. 商用冷藏展示柜;3. 商超展示柜;4. 智能展示柜;5 其他业务。其中商用冷冻展示柜为核心业务。

1. 商用冷冻展示柜:2019年实现营收11.07亿元,同比增长39%。2020H1公司未具体披露分项业务,整体营收同比增长17%。公司招股书显示,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显示,2015-2019年我国商用展示柜年均复合增长率为15.68%。考虑到行业增速及公司份额提升,预计2020-2022年营收保持20%的增长速度。考虑到原材料价格和产品售价相对稳定,预测2020-2022年毛利率维持在38%。

2. 商用冷藏展示柜:2019年实现营收2.62亿元,同比微降5%,主要是业务基数较小以及海外客户验收错配导致。考虑到该领域成长性及海外需求恢复,预计该业务2020-2022年分别实现15/18/22%的增长速度。考虑到收入扩大后带来的规模效益以及优质客户的继续开拓,预测2020-2022年毛利率从17.5%提升至21%。

3. 商超展示柜:2019年实现营收0.81亿元,同比大幅增长121%,主要是业务基数较小以及公司不断深化与知名商业超市和连锁便利店的合作的结果。考虑到业务成长性及收入基数扩大,预计2020-2022年收入年均增速40%。考虑到原材料价格和产品售价相对稳定,预测2020-2022年毛利率维持在36%。

4. 智能展示柜:2019年收入基数尚小但发展势头较好,预计2020-2022年营收年均增速50%。考虑到原材料价格和规模效益,预测未来3年毛利率由24%提升至26%。

5.2、盈利预测

公司核心业务商用冷冻展示柜:2019年该业务实现收入11.07亿元,同比增长接近40%,收入占比72%。招股书显示公司在该领域市占率已居行业首位,处于行业领先地位。冷藏展示柜业务起步较晚但在北美高端饮料行业已具有一定市占率,国内市场客户已从早期的乳制品行业扩展至饮料行业。公司同时还积极开拓商超展示柜和智能售货柜业务,未来有望实现产品种类横向扩张+下游应用的纵向延伸。

商用冰柜是快消品牌销售渠道的重要终端，受冷鲜消费品渠道建设的长期拉动需求持续平稳增长，叠加消费升级趋势下生鲜消费场景不断多元，商用冰柜市场空间广阔。海容冷链是国内商用冷柜龙头，下游客户多为全球知名快消品牌和连锁便利店。公司产品竞争力明显、经营效率突出，有望长期持续提升份额，我们预测公司 2020-2022 年公司归母净利润分别为 2.77/3.57/4.51 亿元，EPS 分别 1.75/2.25/2.84 元/股，当前股价对应市盈率 37/29/23 倍。结合可比公司估值和公司全球竞争力，首次覆盖给予“买入”评级。

表5：可比公司估值（股价为 2021 年 1 月 8 日收盘价）

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS(元/股)（可比公司按 Wind 一致预期）			P/E		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
688139	海尔生物	61.96	1.04	1.30	1.67	60	48	37
600336	澳柯玛	8.78	0.34	0.43	0.55	26	20	16
可比公司平均						43	34	27
603187	海容冷链	64.10	1.75	2.25	2.84	37	29	23

数据来源：Wind、开源证券研究所

6、风险提示

出口贸易风险。公司具有一定海外收入，贸易风险等会影响公司海外出口。

原材料价格大幅上涨。公司主要原材料为玻璃、压缩机等，存在涨价风险。

产能投放不及预期。公司募投在建设中，产能投放进度和完成情况有不确定性。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1535	1733	1995	2403	2875
现金	887	894	1217	1228	1674
应收票据及应收账款	341	420	323	581	527
其他应收款	7	4	9	7	12
预付账款	31	36	38	44	48
存货	264	366	394	528	599
其他流动资产	5	13	15	15	15
非流动资产	361	507	575	647	737
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	287	290	369	456	554
无形资产	57	56	65	64	64
其他非流动资产	17	161	141	127	119
资产总计	1896	2240	2570	3050	3612
流动负债	601	770	886	1102	1306
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	506	633	742	925	1112
其他流动负债	95	137	144	177	194
非流动负债	2	5	7	8	8
长期借款	0	0	3	4	4
其他非流动负债	2	5	5	5	5
负债合计	603	774	893	1110	1314
少数股东权益	0	2	4	6	8
股本	80	113	158	158	158
资本公积	726	717	672	672	672
留存收益	488	651	885	1170	1507
归属母公司股东权益	1293	1464	1673	1934	2290
负债和股东权益	1896	2240	2570	3050	3612

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	138	192	465	197	659
净利润	139	220	279	358	453
折旧摊销	35	39	33	43	54
财务费用	-13	-14	-13	-14	-16
投资损失	0	-9	-10	-10	-10
营运资金变动	-44	-83	177	-181	178
其他经营现金流	21	39	0	0	0
投资活动现金流	-77	-164	-91	-106	-134
资本支出	77	174	68	73	90
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	10	-23	-33	-44
筹资活动现金流	499	-6	-51	-80	-79
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	3	1	0
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	-54	-81	-79
现金净增加额	562	23	323	11	446

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1212	1536	1857	2260	2771
营业成本	866	1021	1233	1495	1827
营业税金及附加	15	16	22	25	30
营业费用	100	154	167	203	249
管理费用	34	52	71	77	91
研发费用	38	47	59	70	86
财务费用	-13	-14	-13	-14	-16
资产减值损失	11	-7	12	8	0
其他收益	0	5	5	6	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	9	10	10	10
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	160	249	320	411	519
营业外收入	4	8	5	5	5
营业外支出	3	4	4	4	4
利润总额	161	253	321	412	520
所得税	22	33	43	54	68
净利润	139	220	279	358	453
少数股东损益	0	1	1	2	2
归母净利润	139	219	277	357	451
EBITDA	169	266	323	419	531
EPS(元)	0.88	1.38	1.75	2.25	2.84

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	25.6	26.7	20.9	21.7	22.6
营业利润(%)	20.6	55.5	28.4	28.4	26.3
归属于母公司净利润(%)	17.1	57.1	26.8	28.5	26.4
获利能力					
毛利率(%)	28.5	33.5	33.6	33.8	34.1
净利率(%)	11.5	14.3	14.9	15.8	16.3
ROE(%)	10.8	15.0	16.6	18.5	19.7
ROIC(%)	9.0	13.4	15.0	16.8	18.0
偿债能力					
资产负债率(%)	31.8	34.6	34.8	36.4	36.4
净负债比率(%)	-68.4	-60.7	-72.1	-62.8	-72.4
流动比率	2.6	2.3	2.3	2.2	2.2
速动比率	2.1	1.7	1.7	1.6	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	4.3	4.0	5.0	5.0	5.0
应付账款周转率	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.88	1.38	1.75	2.25	2.84
每股经营现金流(最新摊薄)	0.87	1.21	2.94	1.24	4.16
每股净资产(最新摊薄)	8.16	9.23	10.56	12.21	14.45
估值比率					
P/E	72.9	46.4	36.6	28.5	22.5
P/B	7.9	6.9	6.1	5.3	4.4
EV/EBITDA	54.7	34.9	27.8	21.4	16.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn