

成长持续兑现，股权激励彰显信心

买入|维持

——海容冷链 20 年报、21 年一季报&股权激励点评

事件：

- 1、4月22日，公司发布2020年报和2021年一季报。
- 2、公司发布2021年股票期权与限制性股票激励计划。

● 业绩符合预期，产品结构优化

2020年公司实现营业收入18.90亿元，同比增长23.11%；实现归母净利润2.68亿元，同比增长22.51%。2021年一季度公司实现营收5.68亿元，同比提升47.54%；实现归母净利润29.06%。公司整体业务规模持续扩大，产品结构有所优化，传统商用冷冻柜营收占比，由2019年75.76%下降至2020年66.64%，而商用冷藏展示柜、商超展示柜、智能售货柜营收分别为4.14、1.65、0.24亿元，同比增长58.25%、103.50%、107.74%，主要源于商用冷藏柜在原有客户合作基础上新增国际知名饮料客户，而商超展示柜继续深化同国内外知名商业超市和连锁品牌便利店的合作，以及智能售货柜已与国际知名饮料企业建立合作，并加深与国内运营商和品牌商的项目。

● 盈利能力维持平稳，经营性现金流优异

公司2020年、2021Q1综合毛利率分别为28.07%、22.70%，同比下滑5.43%、9.15%，主要由于执行新收入准则将合同履约成本包括销售费用中的运费、安装费、代理运杂费计入营业成本，导致综合毛利率、期间费用率相应下降。而观察净利率，公司2020年、2021Q1分别实现14.18%、11.05%，同比仅略降0.07%、1.58%，因此盈利能力总体维持平稳。现金流方面，2020年公司经营性现金流净额为3.74亿元，同比提升94.54%，为公司历年最高，显示较高的盈利质量。另外，2020年公司存货及应收账款周转天数分别为110.69、85.78天，同比下降0.28、2.16天。

● 创新推动产品升级，柔性制造提升效率

公司具备产品丰富、供货速度快，服务能力强，产品价格合理等优势，同时针对产品外观、节能降耗、客户体验等方面进行创新和优化，提升产品竞争力。公司紧跟新零售模式和人工智能技术，新推出5货道窄型和独立控制的自动售货柜，同时推出大容积的商用冷藏智能售货柜，产品运用多种智能识别技术，以提高稳定性和识别率。另外，2020年公司5号厂房新产线顺利投产，柔性生产线可有效提升产量和生产效率。

● 推出股权激励计划，彰显公司发展信心

公司同时发布2021年股票期权与限制性股票激励计划。本次计划拟向激励对象授予股票期权258.21万份，行权价格为53.51元/股，限制性股票258.21万份，授予价格为26.76元/股，业绩考核指标为以2020年营业收入或净利润为基数，2021年、2022年、2023年营业收入或净利润增长率不低于20%、40%、60%。激励计划的推出有助于提升公司管理层以及核心员工的积极性和创造性，同时彰显公司未来的发展信心。目前国内对商用冷柜需求逐步提升，2020年商务部推出便利店三年行动计划，提出到2022年全国品牌化连锁化便利店总量达到30万家，而自动售货柜正逐渐兴起，元气森林计划在2021年投放8万台智能展示柜。另外海外市场，公司同样有广阔的发展空间。

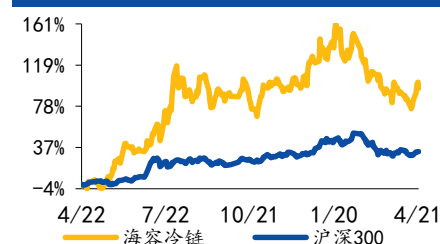
当前价/目标价：63.70元/元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：	70.59 / 25.88
A股流通股(百万股)：	131.95
A股总股本(百万股)：	172.14
流通市值(百万元)：	7006.34
总市值(百万元)：	9140.82

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-海容冷链(603187)20年Q3业绩点评：淡季不淡，盈利超预期》2020.10.29

《国元证券公司研究-海容冷链(603187)20年H1业绩点评：积极开拓市场，业绩稳步提升》2020.07.21

《国元证券公司20年Q1点评：海容冷链(603187)：业绩略超预期，持续看好未来成长》2020.04.30

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

● **投资建议与盈利预测**

根据公司董事会报告，公司 2021 年经营目标是，力争实现营业收入 22 亿元-24 亿元。我们看好公司未来发展，预计公司 2021-2023 年将实现营业收入 23.28/28.91/35.75 亿元，实现归母净利润 3.55/4.25/5.08 亿元，对应目前的 P/E 24/20/16，维持公司“买入”评级。

● **风险提示**

全球疫情反复，竞争加剧导致毛利率下滑，中美贸易战升级，大客户选择其他供应商。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1536	1890	2328	2891	3575
收入同比 (%)	27%	23%	23%	24%	24%
归母净利润(百万元)	219	268	355	425	508
归母净利润同比(%)	57%	23%	32%	20%	19%
ROE (%)	15.0%	14.8%	16.9%	16.9%	16.8%
每股收益 (元)	1.38	1.69	2.24	2.68	3.21
市盈率(P/E)	38.45	31.39	23.73	19.79	16.57

资料来源：Wind,国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1733	2567	2511	3038	3690
现金	894	1038	816	979	1234
应收账款	420	481	614	758	934
其他应收款	4	42	24	35	53
预付账款	36	36	55	67	79
存货	366	470	571	736	905
其他流动资产	13	500	430	463	484
非流动资产	507	646	932	1236	1506
长期投资	0	3	1	2	2
固定资产	290	472	680	894	1099
无形资产	56	57	55	52	50
其他非流动资产	161	113	197	289	355
资产总计	2240	3213	3443	4274	5195
流动负债	770	1003	1284	1586	1891
短期借款	0	0	100	100	100
应付账款	397	453	576	750	902
其他流动负债	372	550	608	736	889
非流动负债	5	386	56	157	258
长期借款	0	0	50	150	250
其他非流动负债	5	386	6	7	8
负债合计	774	1389	1340	1743	2149
少数股东权益	2	8	10	14	18
股本	113	158	158	158	158
资本公积	717	684	684	684	684
留存收益	651	852	1206	1616	2108
归属母公司股东权益	1464	1816	2093	2517	3029
负债和股东权益	2240	3213	3443	4274	5195

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	192	374	225	477	545
净利润	220	271	357	429	512
折旧摊销	39	50	69	101	136
财务费用	-14	23	-33	-22	-23
投资损失	-9	-4	-3	-3	-3
营运资金变动	-83	16	-202	-49	-97
其他经营现金流	39	19	36	21	20
投资活动现金流	-164	-650	-177	-435	-417
资本支出	174	162	400	400	400
长期投资	0	493	-1	0	0
其他投资现金流	10	4	222	-35	-17
筹资活动现金流	-6	401	-271	121	126
短期借款	0	0	100	0	0
长期借款	0	0	50	100	100
普通股增加	33	45	0	0	0
资本公积增加	-8	-34	0	0	0
其他筹资现金流	-30	389	-421	21	26
现金净增加额	23	117	-222	162	255

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1536	1890	2328	2891	3575
营业成本	1021	1360	1698	2121	2639
营业税金及附加	16	18	28	34	40
营业费用	154	76	93	113	136
管理费用	52	57	70	84	107
研发费用	47	58	72	84	104
财务费用	-14	23	-33	-22	-23
资产减值损失	-7	-0	0	-0	0
公允价值变动收益	0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	9	4	3	3	3
营业利润	249	314	413	495	592
营业外收入	8	3	3	4	3
营业外支出	4	5	4	4	4
利润总额	253	312	412	495	591
所得税	33	42	55	66	79
净利润	220	271	357	429	512
少数股东损益	1	3	3	4	4
归属母公司净利润	219	268	355	425	508
EBITDA	275	386	450	574	705
EPS (元)	1.93	1.69	2.24	2.68	3.21

主要财务比率					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	26.7%	23.1%	23.1%	24.2%	23.6%
营业利润 (%)	55.5%	26.0%	31.5%	19.7%	19.6%
归属母公司净利润 (%)	57.1%	22.5%	32.3%	19.9%	19.4%
获利能力					
毛利率 (%)	33.5%	28.1%	27.1%	26.6%	26.2%
净利率 (%)	14.3%	14.2%	15.2%	14.7%	14.2%
ROE (%)	15.0%	14.8%	16.9%	16.9%	16.8%
ROIC (%)	36.0%	43.1%	27.6%	27.0%	26.6%
偿债能力					
资产负债率 (%)	34.6%	43.2%	38.9%	40.8%	41.4%
净负债比率 (%)	0.00%	0.00%	11.19%	14.34%	16.29%
流动比率	2.25	2.56	1.96	1.92	1.95
速动比率	1.77	2.09	1.51	1.45	1.47
营运能力					
总资产周转率	0.74	0.69	0.70	0.75	0.75
应收账款周转率	4	4	4	4	4
应付账款周转率	3.12	3.20	3.30	3.20	3.19
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.38	1.69	2.24	2.68	3.21
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.21	2.36	1.42	3.01	3.44
每股净资产 (最新摊薄)	9.23	11.46	13.21	15.88	19.11
估值比率					
P/E	38.45	31.39	23.73	19.79	16.57
P/B	5.75	4.63	4.02	3.34	2.78
EV/EBITDA	29	21	18	14	11

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

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。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连带损失承担任何责任。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, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

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