

从 2017-2018 年看本轮原材涨价影响

2022 年 03 月 25 日

► **2021 年公司原材料涨价压力并不算高。**2021 年公司毛利率出现较大幅度的下滑，看似原材料涨价影响较大，但本次原材料涨幅远小于 2017-2018 年情况。2017 年公司商用展示柜产品毛利率是 34.3%，同比降 3.8pct，从均价来看，2017 年为 1,905 元/台，同比增 118.7 元/台，单台成本增 171 元/台，主要是单台原材料增加较多（+167.9 元/台）。从原材料单价角度，前五大原材料单价均呈现上行趋势，涨幅最大的是异氰酸酯（+88.4%），其次分别是钢板（+37.2%）、玻璃门（+18.2%）、组合聚醚（+6.6%）和压缩机（+1.9%），会发现占公司成本最高的压缩机成本反而涨幅最小，与国产替代趋势有关，该趋势一直存在。2018 年公司商用展示柜产品均价 2,059 元，yoy+8.1%，而单台成本为 1,446 元/台，yoy+10.3%，导致公司商用展示柜毛利率从 31.2%下降至 29.8%，但冷冻柜实现了略增，冷藏柜同比降 5pct。从 2021Q1-Q3 的数据来看，压缩机价格从 2020 年的 217 元/台降至 200 元/台（-7.8%），涨幅最大的是占比较低的组合聚醚（+26.7%），涨幅第二的为钢板（+23.7%），原材料压力远低于 2017 年。

► **2021 年冷冻柜毛利率压力来自对大客户的短期让利。**2021Q1-Q3，公司冷冻柜均价为 1,817 元/台，相比 2020 年降 177 元/台，导致公司毛利率由 33.0%降至 24.1%，主要与公司与大客户签订以量换价合同相关。公司的产品大型化和定制化趋势明显，因此公司的冷冻柜均价很少出现降价的情况，2015-2020 年公司冷冻柜均价复合增速达 3.3%。我们假设均价回到 2020 年水平，公司冷冻柜毛利率会在 30.8%（yoy-2.2pct），假设均价提升 1.6%则毛利率在 31.9%（yoy-1.1pct），假设均价提升 3.3%，则毛利率可达 33.1%，与 2020 年相当。公司与上述大客户的合作策略短期对公司产品均价有一定压力，但公司其他客户产品可以提价，同时新产品也在不断出现，该影响逐渐减弱。

► **2021 年冷藏柜毛利率已出现改善，压力最大阶段已经过去，大规模扩产红利即将来临。**2021Q1-Q3 公司冷藏毛利率 15.4%，相比 2020 年提升 0.9pct，这是在成本端压力较大的背景下实现的，如果剔除成本端压力，冷藏柜的毛利率可能近 20%，超越 2018~2020 年时期的表现，2017 年公司回到国内开始拓展冷藏市场，考虑到国内市场拓展前期压力较大，导致公司冷藏柜业务毛利率呈现下行趋势。经过 2018-2021 年的大力拓展，公司目前在冷藏领域头部客户的拓展基本完成，公司冷藏柜业务压力最大的时间段已过，这可能也是公司本次定增扩 100 万台冷藏柜产能的信心所在。

► **投资建议：**考虑公司未来的成长性，预计 2021-2023 年归母净利润分别是 2.4/3.7/5.1 亿元，对应估值分别是 30x/20x/15x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**1) 原材料价格继续上涨的风险；2) 疫情影响线下需求导致公司需求放缓的风险；3) 项目建设进度低于预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,890	2,452	3,262	4,217
增长率 (%)	23.1	29.7	33.0	29.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	268	244	373	505
增长率 (%)	22.5	-9.0	52.8	35.5
每股收益 (元)	1.10	1.00	1.52	2.07
PE	28	30	20	15
PB	4.1	3.7	3.1	2.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 3 月 24 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

30.36 元


分析师：李哲

执业证号：S0100521110006

电话：13681805643

邮箱：lizhe_yj@mszq.com

分析师：罗松

执业证号：S0100521110010

电话：18502129343

邮箱：luosong@mszq.com

相关研究

- 1.【民生机械】海容冷链 (603187) 2021 年三季报点评：成本上涨影响短期业绩，不改公司长期成长趋势
- 2.【民生机械】海容冷链 (603187) 2021 年中报点评：成本扰动盈利能力，定增明确公司发展方向
- 3.海容冷链 (603187) 2020 年报&2021 年一季报点评：业绩增速稳定，产品升级带来新机遇
- 4.海容冷链 (603187) 三季报点评：公司营收快速增长、产品销售淡季不淡
- 5.海容冷链 (603187) 公司深度报告：商用冷柜龙头，市场空间广阔

目录

1 从 2017-2018 年看本轮原材料涨价的影响	3
1.1 2021 年原材料涨价压力并不算高	3
1.2 2021 年冷冻柜毛利率压力来自对大客户的短期让利	4
1.3 2021 年冷藏柜毛利率已出现改善	5
2 盈利预测与投资建议	9
2.1 盈利预测假设与业务拆分	9
2.2 投资建议	10
3 风险提示	11
插图目录	13
表格目录	13

1 从 2017-2018 年看本轮原材料涨价的影响

1.1 2021 年原材料涨价压力并不算大

2021 年公司毛利率出现较大幅度的下滑，看似与原材料涨价及海运费上涨有关，最主要的还是原材料涨价，该情况与 2017-2018 年原材料上行类似。

2017 年：公司商用展示柜产品毛利率是 34.3%，2017 年相比 2016 年的 38.1%降低 3.8pct，从均价来看，2017 年为 1,905 元/台（与冷藏占比提升有关），相比 2016 年增 118.7 元/台，但单台成本增加 171 元/台，导致公司毛利率下滑，从细分项来看，主要是单台原材料增加较多（+167.9 元/台），公司核心原材料主要还是压缩机（占比持续下降，国产替代，-8 元/台）、玻璃门（受原材料涨价影响较大，+27 元/台）、钢板（受原材料涨价影响较大，+19 元/台）、异氰酸酯（受原材料涨价影响较大，+36 元/台）、组合聚醚（-5 元/台），以上前五大原材料合计占了原材料成本的 50%，2017 年相比 2016 年增加了 70 元/台。

从原材料单价角度，前五大原材料单价均呈现上行趋势，涨幅最大的是异氰酸酯（+88.4%），其次分别是钢板（+37.2%）、玻璃门（+18.2%）、组合聚醚（+6.6%）和压缩机（+1.9%）。会发现其实占公司成本最高的压缩机成本反而涨幅最小，这与国产替代有关。

2018 年：公司商用展示柜产品均价 2,059 元，yoy+8.1%，而单台成本为 1,446 元/台，yoy+10.3%，导致公司商用展示柜毛利率从 31.2%下降至 29.8%，但冷冻柜实现了略增（均价提升 9.3%，对应+169 元/台），冷藏柜同比减少 5pct（单价提升 3.3%，单台成本提升 9.9%，与压缩机进口占比提升有关）。

从 2021Q1-Q3 的数据来看，压缩机的价格从 2020 年的 217 元/台降至 200 元/台（-7.8%），涨幅最大的是占比较低的组合聚醚（+26.7%），涨幅第二的为钢板（+23.7%），压力远低于 2017 年。

表 1：海容冷链商用展示柜毛利率及成本变化趋势

指标	单位	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021Q1-Q3
商用展示柜销量	万台	39.3	40.8	47.8	51.9	66.8	76.7	
其中：冷冻	万台	34.5	33.8	37.6	39.7	56.4	60.4	
冷藏	万台	4.8	7.0	10.2	12.2	10.4	16.3	
商用展示柜毛利率	%	35.2%	36.2%	31.2%	29.8%	34.1%	28.4% (34.1% ¹)	21.5%
其中：冷冻	%	37.1%	38.1%	34.3%	34.4%	38.0%	33.0% (38.3% ²)	24.1% (28.9% ³)

¹ 按以前年度相同会计准则调整后的毛利率

² 按以前年度相同会计准则调整后的毛利率

³ 按以前年度相同会计准则调整后的毛利率

冷藏	%	24.5%	28.3%	21.4%	16.4%	17.3%	14.5%	15.4%
商用展示柜均价	元/台	1,757	1,786	1,905	2,059	2,049	2,109	1,757
均价 yoy	%		1.7%	6.6%	8.1%	-0.5%	2.9%	
均价同比	元/台		29.0	118.7	154.2	-10.4	59.9	
其中：冷冻均价	元/台	1,698	1,731	1,829	1,998	1,962	1,994	1,817
均价 yoy	%		1.9%	5.6%	9.3%	-1.8%	1.6%	-8.9%
均价同比	元/台		33	97	169	-35	31	-177
其中：冷藏均价	元/台	2,182	2,052	2,187	2,260	2,518	2,533	
均价 yoy	%		-5.9%	6.6%	3.3%	11.4%	0.6%	
均价同比	元/台		-129	135	73	258	15	
商用展示柜单台成本	元/台	1,139	1,140	1,311	1,446	1,351	1,510	
其中：冷冻	元/台	1,069	1,072	1,201	1,310	1,216	1,336	1379
冷藏	元/台	1,646	1,472	1,718	1,889	2,083	2,166	
单台原材料	元/台	986	967	1,135	1,257	1,174	1,202	
其中：压缩机占比	元/台	246	217	209				
玻璃门体	元/台	93	112	139				
钢板	元/台	77	71	90				
异氰酸酯	元/台	51	56	92				
组合聚醚	元/台	41	40	35				
单价：压缩机	元/台	198	208	212	240	219	217	200
玻璃门体	元/件	65	67	80	92	79	89	102
钢板	元/吨	3,891	3,693	5,065	5,267	4,940	5,033	6,227
异氰酸酯	元/kg	10	11	20	15	12	14	15
组合聚醚	元/kg	10	9	10	10	9	10	12
单台直接人工	元/台	112.6	112.6	116.6	126.8	122.1	127.1	
单台制造费用	元/台	40.6	60.6	59.5	62.2	54.6	62.1	
单台合同履约成本	元/台						119.3	
单台成本 yoy	%		0.1%	15.0%	10.3%	-6.6%	11.8%	
单台成本同比	元/台		1	171	135	-95	159	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

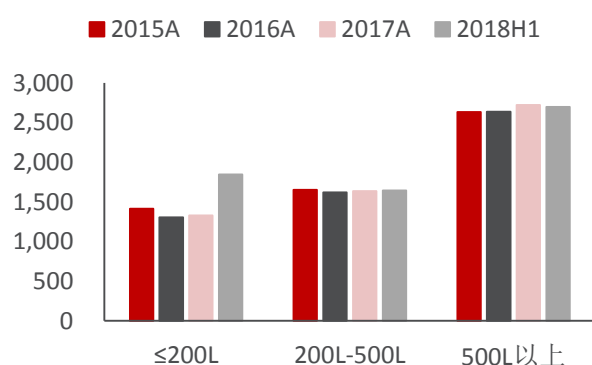
1.2 2021 年冷冻柜毛利率压力来自对大客户的短期让利

2021Q1-Q3，公司冷冻柜均价为 1,817 元/台，相比 2020 年降 177 元/台，导致公司毛利率由 33.0%降至 24.1%，主要与公司与大客户签订以量换价合同相关。公司公告“2020 年下半年，公司在与个别长期合作的大客户洽谈下一年度合作协议时，客户提出增加采购量、延长采购期限等加强合作关系的需求，而公司考虑协议谈判当时原材料价格相对较低，具备给予客户让利的空间，因此，为了与大

客户深化合作关系、提升市场占有率，给予其一定的价格优惠，导致 2021 年 1-9 月商用冷冻展示柜的平均销售单价相较 2020 年减少 176.52 元”。

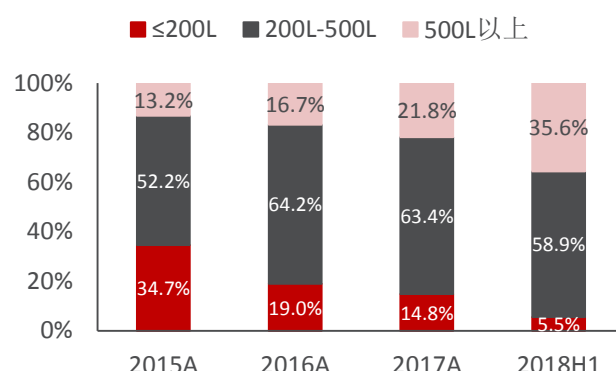
公司的产品大型化和定制化趋势明显，因此公司的冷冻柜均价很少出现降价的情况，2015-2020 年公司冷冻柜均价复合增速达 3.3%。我们假设均价回到 2020 年水平，公司冷冻柜毛利率会在 30.8% (yoy-2.2pct)，假设均价提升 1.6% 则毛利率在 31.9% (yoy-1.1pct)，假设均价提升 3.3%，则毛利率可达 33.1%，与 2020 年相当。公司与上述大客户合作策略短期对公司产品均价有一定压力，但公司其他客户产品可以提价，同时新产品也在不断出现，该影响逐渐减弱。

图 1：公司不同容量冷冻柜单价（元/台）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：公司不同容量冷冻柜销量占比



资料来源：wind，民生证券研究院

表 2：海容冷链商用展示柜毛利率及成本变化趋势（2021Q1-Q3）

指标	实际	情景一（均价持平）	情景二（均价提 1.6%）	情景二（均价提 3.3%）
冷冻柜毛利率	24.1%	30.8%	31.9%	33.1%
冷冻柜毛利率同比	-8.9pct	-2.2pct	-1.1pct	+0.03pct

资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.3 2021 年冷藏柜毛利率已出现改善

2021Q1-Q3 公司冷藏毛利率 15.4%，相比 2020 年提升 0.9pct，这是在成本端压力较大的背景下实现的，如果剔除成本端压力，冷藏柜的毛利率可能近 20%，超越 2018~2020 年时期的表现，2017 年公司回到国内开始拓展冷藏市场，考虑到国内市场拓展前期压力较大，导致公司冷藏柜业务毛利率呈现下行趋势。

经过 2018-2021 年的大力拓展，公司目前在冷藏领域头部客户的拓展基本完成，饮料饮用水领域的代表性客户百事可乐、可口可乐、农夫山泉等，新消费领域的代表性客户元气森林等，其中，公司已经进入了联合利华、雀巢、百事可乐、可口可乐等公司的全球合格供应商目录，公司冷藏柜业务压力最大的时间段可能已过，这可能也是公司本次定增扩 100 万台冷藏柜产能的信心所在（2022 年 3 月

17 日公告非公开发行获得证监会批复)。

公司公告，截至 2021 年 12 月 20 日，公司已与 9 家知名快消品行业客户、1 家国外客户签订了下一年度商用冷藏展示柜相关产品合作框架协议，其中包含 2 家新增客户。目前公司正处于与客户谈判、签订合同的时期，除上述 10 家客户外，公司与其他多家客户的合作协议正在谈判协商中。

表 3：海容冷链冷藏柜在手订单、在洽谈合同及预计订单情况（台）

项目	在手订单	正在洽谈的订单（注）	全部订单	预计订单
1 家国外客户	21,132	36,868	58,000	
9 家知名快消品行业客户	63,000	151,500	214,500	
合计①	84,132	188,368	272,500	
其他多家客户				100,000
合计②				100,000

资料来源：公司公告，民生证券研究院（注：正在洽谈的订单是指在已与客户签订或已洽谈的合作框架协议项下预计于 2022 年度实现销售的订单）

除此之外，公司正在与 A、B 两家国际知名饮料客户洽谈商用冷藏展示柜的国内、外市场业务合作。截至 2022 年 1 月 7 日，公司与客户 B 的业务合作已进入招投标阶段。以上述两家客户商用冷藏展示柜预计市场规模、以前年度合作情况、公司预计未来取得上述两家客户国内 30%、国外 10%市场占有率情况测算，有望获得国内 9 万台市场，全球 15 万台市场。

表 4：海容冷链冷藏柜与 2 家国际知名饮料企业合作空间估算（台）

项目	预计国内市场规模	预计国外市场规模
客户 A	200,000	1,000,000
客户 B	100,000	500,000
合计	300,000	1,500,000
公司预计实现销售	90,000	150,000

资料来源：公司公告，民生证券研究院

而公司 2020&2021 年的尖峰产能利用率已经到了 122.7%和 112.2%，产能已经相对饱和。

表 5：海容冷链冷藏柜产能利用率及产销率情况

项目	2018A	2019A	2020A	2021Q1-Q3
综合产能（台）	260,832	238,128	291,456	253,440
合计产量（台）	117,666	122,324	155,884	169,300
产能利用率	45.1%	51.4%	53.5%	66.8%
销量（台）	121,622	84,442	163,416	175,963

产销率	103.4%	69.0%	104.8%	103.9%
尖峰产能利用率	89.6%	62.9%	122.7%	112.2% (2021A)

资料来源：公司公告，民生证券研究院（注：尖峰产能利用率为公司产品在其生产旺季时的产能利用率；公司每年的年底进入生产旺季，至第二季度达到产能利用率峰值，即商用冷藏展示柜的生产旺季为每年的第二季度。）

2022年1月8日，公司在《关于青岛海容商用冷链股份有限公司非公开发行股票发审委会议准备工作的函的回复》中，关于募投项目营业收入，公司按照销售单价乘以产量测算，公司参照相关产品的在手订单、历史销售单价水平及预计销售数量，预测期内营业收入如下：

表 6：海容冷链本次定增募投项目的营收预测情况

序号	项目	运营期				
		T+12	T+24	T+36	T+48	T+60
一	500L 以上的冷藏展示柜	-	14,203.54	42,610.62	71,017.70	106,526.55
(一)	SC-1000 系列	-	2,300.88	6,902.65	11,504.42	17,256.64
1	单价 (万元/台)	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58
2	销量 (台)	-	4,000	12,000	20,000	30,000
(二)	SC-600 系列	-	5,176.99	15,530.97	25,884.96	38,827.43
1	单价 (万元/台)	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35
2	销量 (台)	-	15,000	45,000	75,000	112,500
(三)	SC-700 系列	-	3,185.84	9,557.52	15,929.20	23,893.81
1	单价 (万元/台)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
2	销量 (台)	-	8,000	24,000	40,000	60,000
(四)	SC-550 系列	-	3,539.82	10,619.47	17,699.12	26,548.67
1	单价 (万元/台)	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35
2	销量 (台)	-	10,000	30,000	50,000	75,000
二	500L 以下的冷藏展示柜	-	18,185.84	54,557.52	90,929.20	136,393.81
(一)	SC-400 系列	-	7,522.12	22,566.37	37,610.62	56,415.93
1	单价 (万元/台)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
2	销量 (台)	-	25,000	75,000	125,000	187,500
(二)	SC-500 系列	-	7,964.60	23,893.81	39,823.01	59,734.51
1	单价 (万元/台)	0.32	0.32	0.32	0.32	0.32
2	销量 (台)	-	25,000	75,000	125,000	187,500
(三)	SC-260 系列	-	1,769.91	5,309.73	8,849.56	13,274.34
1	单价 (万元/台)	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22
2	销量 (台)	-	8,000	24,000	40,000	60,000
(四)	SC-200 系列	-	929.2	2,787.61	4,646.02	6,969.03
1	单价 (万元/台)	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19
2	销量 (台)	-	5,000	15,000	25,000	37,500
	合计 (万元)	-	32,389.38	97,168.14	161,946.90	242,920.35

销量合计(台)	90,000	270,000	450,000	675,000
---------	--------	---------	---------	---------

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 盈利预测与投资建议

2.1 盈利预测假设与业务拆分

1) 冷冻柜：考虑到公司从 2021 年开始执行以量换价的策略，因此假设公司 2021-2023 年销量增速分别是 37%、15.0%、15.0%，而均价为 1,817、1,963、2,028 元/台；毛利率假设为 24.1%、27.4%、27.4%；

2) 冷藏柜：考虑到公司定增扩产的情况及公司目前处于发展快速期，假设公司 2021-2023 年销量分别是 21.1、30.4、42.5 万台，随着展示柜的大型化，均价呈现上行趋势，假设均价分别为 2,559、2,635、2,662 元/台；考虑到公司 2020 毛利率大概率已见底，假设毛利率分别是 15.4%、18.0%、20.0%；

3) 商超展示柜：该领域为公司刚切入发展非常迅速的业务，考虑到公司在展示柜领域的较强竞争力，预计未来公司在该业务领域仍保持较快的增长，2021-2023 年销量假设分别是 4.2、6.3、8.8 万台，价格保持稳定在 6,311 元/台；随着规模效应的逐步体现，毛利率分别为 23%、24%、26%；

4) 商用智能售货柜：该领域为公司刚切入发展非常迅速的业务，该业务也是新零售未来的发展趋势，行业处于快速发展阶段，公司布局较早，目前基数低，增速可能较快，预计 2021-2023 年销量增速分别是 1.0、2.0、4.0 万台，均价保持在目前的 5,740 元/台，毛利率因为规模效应呈现提升趋势，分别为 12%、14%、15%。

表 7：公司收入成本假设情况

	单位	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	百万元	864.5	844.4	964.9	1,211.8	1,535.6	1,890.5	2,451.6	3,261.8	4,217.5
YoY	%	51.0%	-2.3%	14.3%	25.6%	26.7%	23.1%	29.7%	33.0%	29.3%
商用展示柜	百万元	691.1	729.2	911.2	1,068.4	1,368.4	1,618.3	2,047.4	2,668.4	3,350.9
YoY	%	41.7%	5.5%	25.0%	17.3%	28.1%	18.3%	26.5%	30.3%	25.6%
其中：冷冻柜	百万元	586.6	585.8	688.1	793.5	1,106.8	1,204.3	1,503.8	1,867.8	2,218.8
YoY	%		-0.1%	17.5%	15.3%	39.5%	8.8%	24.9%	24.2%	18.8%
销量	万台	34.5	33.8	37.6	39.7	56.4	60.4	82.7	95.2	109.4
YoY	%		-2.0%	11.2%	5.5%	42.0%	7.1%	37.0%	15.0%	15.0%
均价	元/台	1,698	1,731	1,829	1,998	1,962	1,994	1,817	1,963	2,028
YoY	%		1.9%	5.6%	9.3%	-1.8%	1.6%	-8.9%	8.0%	3.3%
其中：冷藏柜	百万元	104.5	143.4	223.1	274.9	261.6	414.0	543.6	800.7	1,132.1
YoY	%		37.2%	55.5%	23.2%	-4.8%	58.3%	31.3%	47.3%	41.4%
销量	万台	4.8	7.0	10.2	12.2	10.4	16.3	21.2	30.4	42.5
YoY	%		45.9%	45.9%	19.3%	-14.6%	57.3%	30.0%	43.0%	40.0%
均价	元/台	2,182	2,052	2,187	2,260	2,518	2,533	2,559	2,635	2,662
YoY	%		-5.9%	6.6%	3.3%	11.4%	0.6%	1.0%	3.0%	1.0%
商超展示柜	百万元				36.7	81.1	165.0	264.0	396.0	554.4
YoY	%					121.0%	103.5%	60.0%	50.0%	40.0%

	销量	万台			0.5	1.2	2.6	4.18	6.3	8.8
	YoY	%				117.7%	123.2%	60%	50%	40%
	均价	元/台			6,820	6,925	6,311	6,311	6,311	6,311
	YoY	%				1.5%	-8.9%	0%	0%	0%
商用智能售货柜		百万元			54.6	11.6	24.0	57.6	114.8	229.6
	YoY	%				-78.8%	106.9%	140.0%	99.3%	100.0%
	销量	万台			1.80	0.31	0.42	1.0	2.0	4.0
	YoY	%				-82.9%	36.3%	140%	100%	100%
	均价	元/台			3,037	3,782	5,740	5,740	5,740	5,740
	YoY	%				24.5%	51.8%	0%	0%	0%
其他业务		百万元	10.1	10.2	18.1	52.2	74.6	83.3	61.8	61.8
其他冷链设备		百万元	0.0	3.1	0.5	25.7	41.1	37.4	20.8	20.8
营业成本		百万元	595.9	558.8	674.3	866.2	1,021.2	1,359.9	1,924.2	2,481.3
毛利合计		百万元	268.6	285.6	290.6	345.5	514.4	530.6	527.3	780.5
毛利率		%	31.1%	33.8%	30.1%	28.5%	33.5%	28.1%	21.5%	23.9%
商用展示柜		%	35.2%	36.2%	31.2%	29.8%	34.1%	28.4%	21.8%	24.6%
其中：冷冻		%	37.1%	38.1%	34.3%	34.4%	38.0%	33.0%	24.1%	27.4%
其中：冷藏		%	24.5%	28.3%	21.4%	16.4%	17.3%	14.5%	15.4%	18.0%
商超展示柜		%				32.8%	35.7%	32.6%	23.0%	24.0%
商用智能售货柜		%				13.6%	23.7%	10.8%	12.0%	14.0%

资料来源：Wind，民生证券研究院测算

2.2 投资建议

根据上述分析，预计公司 2021-2023 年营收分别是 24.5/32.6/42.2 亿元，同比增速分别为 29.7%、33.0%、29.3%，毛利率分别是 21.5%、23.9%、24.3%，归母净利润分别是 2.44、3.73、5.05 亿元，对应估值分别是 30x、20x、15x，维持“推荐”评级。

3 风险提示

1) 原材料继续涨价风险。2022 年至今大宗物价持续上涨，如果继续保持该趋势，则全年公司的原材料价格压力仍大。

2) 疫情影响线下需求导致公司需求放缓的风险。商用展示柜需要线下消费场景，目前全国疫情反复，对线下消费造成一定负面压力，如果该趋势持续的话可能会导致新零售企业的线下渠道建设进度放缓，则公司的需求可能存在放缓的风险。

3) 项目建设进度低于预期风险。公司目前定增已获得证监会核准，但尚未发行，项目建设进度可能存在低于预期风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,890	2,452	3,262	4,217
营业成本	1,360	1,924	2,481	3,191
营业税金及附加	18	23	31	40
销售费用	76	97	130	167
管理费用	57	67	94	118
研发费用	58	66	94	118
EBIT	335	275	432	584
财务费用	23	-11	-13	-16
资产减值损失	-0	0	0	0
投资收益	4	13	13	20
营业利润	314	301	460	623
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	312	301	460	623
所得税	42	40	61	83
净利润	271	261	399	540
归属于母公司净利润	268	244	373	505
EBITDA	385	347	520	688

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,038	1,131	1,393	1,827
应收账款及票据	481	624	830	1,073
预付款项	36	50	65	83
存货	470	665	858	1,103
其他流动资产	542	556	576	599
流动资产合计	2,567	3,026	3,722	4,686
长期股权投资	3	3	3	3
固定资产	472	600	712	808
无形资产	57	57	57	57
非流动资产合计	646	773	885	981
资产合计	3,213	3,800	4,607	5,667
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	839	1,188	1,532	1,970
其他流动负债	164	227	292	374
流动负债合计	1,003	1,415	1,824	2,343
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	386	386	386	386
非流动负债合计	386	386	386	386
负债合计	1,389	1,801	2,210	2,730
股本	158	245	245	245
少数股东权益	8	25	51	86
股东权益合计	1,824	1,999	2,397	2,938
负债和股东权益合计	3,213	3,800	4,607	5,667

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	23.11	29.68	33.05	29.30
EBIT 增长率	41.78	-18.10	57.36	35.12
净利润增长率	22.51	-9.00	52.81	35.50
盈利能力 (%)				
毛利率	28.07	21.51	23.93	24.34
净利润率	14.32	10.65	12.23	12.81
总资产收益率 ROA	8.34	6.42	8.09	8.91
净资产收益率 ROE	14.76	12.36	15.89	17.71
偿债能力				
流动比率	2.56	2.14	2.04	2.00
速动比率	2.06	1.63	1.53	1.49
现金比率	1.04	0.80	0.76	0.78
资产负债率 (%)	43.24	47.40	47.96	48.16
经营效率				
应收账款周转天数	92.84	92.84	92.84	92.84
存货周转天数	126.21	126.21	126.21	126.21
总资产周转率	0.59	0.65	0.71	0.74
每股指标 (元)				
每股收益	1.10	1.00	1.52	2.07
每股净资产	7.46	8.17	9.81	12.02
每股经营现金流	1.53	1.49	1.84	2.51
每股股利	0.60	0.42	0.00	0.00
估值分析				
PE	28	30	20	15
PB	4.1	3.7	3.1	2.5
EV/EBITDA	17.57	19.23	12.31	8.68
股息收益率 (%)	1.98	1.39	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	271	261	399	540
折旧和摊销	50	72	88	104
营运资金变动	24	46	-25	-11
经营活动现金流	374	365	449	614
资本开支	-161	-200	-200	-200
投资	-493	0	0	0
投资活动现金流	-650	-186	-187	-180
股权募资	498	17	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	401	-86	0	0
现金净流量	117	93	262	434

插图目录

图 1：公司不同容量冷冻柜单价（元/台）	5
图 2：公司不同容量冷冻柜销量占比	5

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：海容冷链商用展示柜毛利率及成本变化趋势	3
表 2：海容冷链商用展示柜毛利率及成本变化趋势	5
表 3：海容冷链冷藏柜在手订单、在洽谈合同及预计订单情况	6
表 4：海容冷链冷藏柜与 2 家国际知名饮料企业合作空间估算（台）	6
表 5：海容冷链冷藏柜产能利用率及产销率情况	6
表 6：海容冷链本次定增募投项目的营收预测情况	7
表 7：公司收入成本假设情况	9
公司财务报表数据预测汇总	12

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

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