

业绩符合预期，盈利性拐点之年

2022 年 08 月 25 日

► **事件：**公司披露 2022 年半年报：1) 2022H1，实现营收 18.91 亿元，yoy+25.54%，归母净利润 2.02 亿元，yoy+23.59%，毛利率 22.38%，yoy+0.04pct，净利率 11.25%，yoy-0.24pct；2) 2022Q2，营收 10.51 亿元，同比+12.03%，归母净利润 1.23 亿元，yoy+22.86%，毛利率 22.61%，yoy+0.49pct 净利率 12.43%，yoy+0.82pct。

► **盈利性拐点出现。**2021 年，公司冷冻柜销量 85.5 万台，yoy+41.6%，而均价为 1,826 元/台，同比降幅达 8.4%，毛利率从 33.0%降至 23.2%，降幅达 9.8pct，成本端的压力其实并非公司毛利率下滑的核心原因，核心原因可能是公司与大客户签订以量换价合同，我们看到了冷冻柜销量的高速增长和均价的走低，该情况对公司的影响将逐渐改善，一方面，公司冷冻柜的产品不断升级，包括功能和大小，产品不断升级带给公司冷冻柜毛利率历史来看保持提升态势；另一方面，公司也针对去年原材料带来的影响与部分可以完成了谈价，价格有一定的上提，因此我们预判大概率会在 2022 年看到公司冷冻柜毛利率的同比提升。当下从 2022Q2 的毛利率来看，已经回升至 22.61%，同比提升 0.49pct，环比也实现了提升，且在疫情影响的情况下，随着需求复苏，预计公司毛利率将呈现持续回升趋势。

► **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。**2021 年公司冷藏毛利率 15.9%，相比 2020 年提升 1.0pct，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，这可能也是公司定增扩 100 万台冷藏柜产能的信心所在。从 2021 年冷藏柜的产品均价已达 3010 元/台，同比提升 18.8%，该情况反应的是目前下游客户需求在升级，从单开门向双开门/多开门等产品升级，带来公司产品均价的持续上行，考虑到公司在商用展示柜领域较强的柔性生产能力以及及时应对能力，看好未来发展前景。

► **智能售货柜代表未来消费新渠道，公司跟随行业继续保持快速增长。**商用智能售货柜领域，公司与新零售运营商的合作保持良好态势、快消品品牌商试用公司产品数量逐步增加，实现业务快速增长。

► **投资建议：**预计公司 2022-2024 年归母净利润分别是 3.09/4.37/5.90 亿元，对应 PE 分别是 28x/20x/15x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**1.行业需求受疫情影响减弱风险；2.行业价格战加剧导致盈利性走低风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2,662	3,519	4,551	5,917
增长率 (%)	40.8	32.2	29.3	30.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	225	309	437	590
增长率 (%)	-16.0	37.2	41.4	35.1
每股收益 (元)	0.82	1.12	1.58	2.14
PE	39	28	20	15
PB	3.7	2.4	2.2	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

31.53 元


分析师 李哲

执业证书：S0100521110006

电话：13681805643

邮箱：lizhe_yj@mszq.com

分析师 罗松

执业证书：S0100521110010

电话：18502129343

邮箱：luosong@mszq.com

相关研究

- 1.海容冷链 (603187.SH) 2021 年报及 2022Q1 季报点评：盈利性拐点之年-2022/04/27
- 2.海容冷链 (603187) 跟踪点评：从 2017-2018 年看本轮原材料涨价影响-2022/03/25
- 3.【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-2021/10/28
- 4.【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-2021/08/25
- 5.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-2021/04/26

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,662	3,519	4,551	5,917
营业成本	2,109	2,765	3,534	4,567
营业税金及附加	23	30	39	51
销售费用	123	163	210	273
管理费用	77	102	132	171
研发费用	86	113	146	190
EBIT	255	346	489	664
财务费用	-6	-10	-17	-20
资产减值损失	-2	-3	-4	-5
投资收益	16	21	27	36
营业利润	279	377	533	719
营业外收支	-5	0	0	0
利润总额	275	377	533	719
所得税	31	43	61	82
净利润	243	334	472	637
归属于母公司净利润	225	309	437	590
EBITDA	319	427	586	776

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	898	1,962	2,225	2,639
应收账款及票据	798	1,051	1,359	1,768
预付款项	59	78	99	128
存货	672	877	1,121	1,449
其他流动资产	363	369	376	385
流动资产合计	2,791	4,337	5,180	6,369
长期股权投资	3	3	3	3
固定资产	520	640	743	831
无形资产	149	149	149	149
非流动资产合计	926	1,046	1,150	1,238
资产合计	3,717	5,383	6,330	7,606
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,095	1,435	1,835	2,371
其他流动负债	214	279	355	457
流动负债合计	1,309	1,714	2,190	2,829
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	15	15	15	15
非流动负债合计	15	15	15	15
负债合计	1,324	1,729	2,204	2,843
股本	245	276	276	276
少数股东权益	27	52	87	135
股东权益合计	2,393	3,654	4,125	4,763
负债和股东权益合计	3,717	5,383	6,330	7,606

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	40.80	32.21	29.31	30.02
EBIT 增长率	-23.27	35.72	41.29	35.61
净利润增长率	-16.02	37.16	41.39	35.06
盈利能力 (%)				
毛利率	20.75	21.44	22.35	22.81
净利率	9.14	9.48	10.37	10.77
总资产收益率 ROA	6.06	5.74	6.90	7.75
净资产收益率 ROE	9.51	8.57	10.81	12.74
偿债能力				
流动比率	2.13	2.53	2.37	2.25
速动比率	1.57	1.97	1.81	1.69
现金比率	0.69	1.14	1.02	0.93
资产负债率 (%)	35.62	32.12	34.83	37.38
经营效率				
应收账款周转天数	109.49	109.49	109.49	109.49
存货周转天数	116.21	116.21	116.21	116.21
总资产周转率	0.72	0.65	0.72	0.78
每股指标 (元)				
每股收益	0.82	1.12	1.58	2.14
每股净资产	8.57	13.05	14.63	16.76
每股经营现金流	0.20	1.14	1.58	2.09
每股股利	0.30	0.30	0.30	0.30
估值分析				
PE	39	28	20	15
PB	3.7	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA	24.51	15.81	11.06	7.82
股息收益率 (%)	0.95	0.95	0.95	0.95

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	243	334	472	637
折旧和摊销	63	80	96	112
营运资金变动	-226	-85	-115	-148
经营活动现金流	56	316	435	578
资本开支	-315	-200	-200	-200
投资	142	0	0	0
投资活动现金流	-158	-179	-173	-164
股权募资	67	1,000	0	0
债务募资	-3	0	0	0
筹资活动现金流	-33	927	0	0
现金净流量	-139	1,064	263	414

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。	公司评级	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
	行业评级	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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026