

2023年08月20日

海容冷链（603187.SH）

公司快报

收入稳健增长，业绩表现靓丽

事件：公司发布 2023 年半年报。根据公告，23H1 公司实现营业收入 20.10 亿元，同比增长 6.26%，实现归母净利润 2.70 亿元，同比增长 33.74%，实现扣非后归母净利润 2.69 亿元，同比增长 36.84%；单季度来看，23Q2 公司实现营业收入 11.19 亿元，同比增长 6.51%，实现归母净利润 1.53 亿元，同比增长 24.16%，实现扣非后归母净利润 1.58 亿元，同比增长 31.38%。

投资要点

◆ **收入端稳健增长，冷冻柜贡献主要增量。**公司 Q2 延续 Q1 较好增长势头，产销量实现较快增长，上半年实现产/销量为 78.16/85.14 万台，同比增长 17.61%/13.38%，产销率高达 108.9%；分品类来看，23H1 基本盘业务商用冷冻展示柜实现收入 13.54 亿元，同比+24.8%，贡献主要增长，收入占比亦较去年同期提升 10pct 至 67.4%；商用冷藏展示柜业务实现收入 3.96 亿元，同比-7.9%，主要受个别客户投放策略调整影响，但得益于客户群体扩大，冷藏产品销量实现稳健增长，看好后续客户开拓带来增量；商超展示柜短期承压，收入同比下滑-50.8%至 1.15 亿元，随着后续连锁便利店行业的拓展稳步推进，此业务有望迎来改善；战略业务商用智能售货柜产品结构持续改善、高端占比提升，同时软硬件不断迭代升级，上半年最终实现收入 0.82 亿元，低迷市场环境下同比仅小幅下滑 1.1%，表现较为坚挺。此外据公告披露，23H1 公司出口业务整体延续 22 年以来良好恢复态势，全球市占率有望持续提升。

◆ **毛利率显著提升，现金流大幅改善。**23H1/Q2 公司毛利率为 28.28%/29.20%，同比提升 5.89pct/6.59pct，主要得益于客户和产品结构改善、大宗物料价格回落及人民币贬值。费用率有所提高，23Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.71%/2.18%/2.68%/-2.92%，同比+1.70pct/+0.01pct/+0.76pct/-0.84pct，其中销售费用率明显提升，主要源于市场推广、海外销售、售后维修费用和销售薪酬增加，财务费用率则得益于银行存款利息收入增加有所改善；与此同时 Q2 应收账款坏账损失 0.61 亿元，较去年同期增长 112%，导致信用减值损失/营收提升 2.8pct 至 4.42%。净利润端，23H1/23Q2 公司净利率 13.40%/13.67%，同比+2.15pct/+1.24pct。23 H1/Q2 经营性净现金流为 0.31/0.15 亿元，较去年同期分别增长 116.3%/117%，主要得益于销售商品提供劳务收到的现金同比增加，现金回款能力明显提升。

◆ **投资建议：**公司基本盘业务稳健，产品、技术持续升级，凭借领先的产品服务能力及柔性生产竞争优势，公司全球客户群体有望加速拓展，产品市占率有望进一步提升，随着快消品行业渠道智能化加速，公司软硬件优势将逐步凸显，长期成长空间有望逐步打开。预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 31.51/37.48/43.51 亿元，同比增长 8.5%/18.9%/16.1%，归母净利润 4.06/4.93/5.88 亿元，同比增长 39.1%/21.3%/19.3%，对应 EPS 分别为 1.05/1.28/1.52 元，首次覆盖，给予“增持-B”评级。

◆ **风险提示：**市场需求不及预期，原材料价格不利波动，行业竞争加剧等。

机械 | 其他通用机械III

投资评级

增持-B(首次)

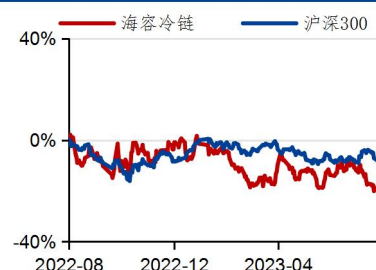
股价(2023-08-18)

17.97 元

交易数据

总市值（百万元）	6,944.44
流通市值（百万元）	6,908.11
总股本（百万股）	386.45
流通股本（百万股）	384.42
12 个月价格区间	31.52/18.00

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.55	-3.89	-9.63
绝对收益	-9.29	-7.96	-18.47

分析师

吴东炬

 SAC 执业证书编号：S0910523070002
 wudongju@huajinsc.cn

相关报告



财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,662	2,905	3,151	3,748	4,351
YoY(%)	40.8	9.1	8.5	18.9	16.1
净利润(百万元)	225	292	406	493	588
YoY(%)	-16.0	29.8	39.1	21.3	19.3
毛利率(%)	20.8	23.6	28.1	29.3	30.1
EPS(摊薄/元)	0.58	0.76	1.05	1.28	1.52
ROE(%)	10.2	8.3	10.5	11.8	12.9
P/E(倍)	30.8	23.8	17.1	14.1	11.8
P/B(倍)	2.9	1.9	1.8	1.6	1.5
净利率(%)	8.5	10.1	12.9	13.2	13.5

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测

分业务来看：

- (1) 商用冷冻展示柜：公司作为国内商用冷冻柜龙头，具备较强的产品、生产和品牌优势，客户基础扎实，随着消费景气修复，公司与下游行业头部企业的合作有望不断加深，市占率将进一步提升。预计 2023-2025 年商用冷冻展示柜收入增速分别为 21%、18%、17%，毛利率亦有望受益于产品、客户结构升级实现提升，预计分别为 31.2%、32.3%、32.9%。
- (2) 商用冷藏展示柜：公司第二大业务，已基本覆盖国内客户群里主流饮料品牌，同时在北美市场已占据一定份额，市占率、品牌影响力快速提升，23H1 受个别客户投放策略影响，收入小幅下滑，但凭借较强的拓客能力，公司客户群体扩大，产品销量实现稳定增长，看好公司客户开拓逐步带来增量，预计 2023-2025 年商用冷藏展示柜收入增速分别为-4%、10%、10%，毛利率分别为 19.5%、21.0%、22.4%。
- (3) 商超展示柜：23H1 受个别客户投放策略变动影响，收入出现明显下滑，但基于公司连锁便利店行业的拓展持续稳步推进，未来该业务有望回归至较好增长，预计 2023-2025 年商超展示柜收入增速分别为-35%、55%、20%，毛利率分别为 18.4%、21.1%、21.1%。
- (4) 商用智能售货柜：公司在智能柜领域拥有大量自主知识产权的核心技术，具备较强先发优势，技术创新实力领先同业，随着下游快消品行业渠道数字化、智能化升级的需求快速增长，公司有望顺应行业发展实现战略转型升级，驱动收入较快增长，预计 2023-2025 年商用智能售货柜收入增速分别为 1%、20%、20%，毛利率分别为 25.9%、27.1%、28.9%。

表 1：公司业绩拆分及盈利预测（百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
商用冷冻展示柜	1204.30	1560.91	1766.99	2138.06	2522.91	2951.81
YOY%	8.8%	29.6%	13.2%	21.0%	18.0%	17.0%
毛利率%	33.0%	23.2%	28.2%	31.2%	32.3%	32.9%
商用冷藏展示柜	413.96	671.42	541.69	520.02	572.02	629.22
YOY%	58.2%	62.2%	-19.3%	-4.0%	10.0%	10.0%
毛利率%	14.9%	15.9%	16.0%	19.5%	21.0%	22.4%
商超展示柜	164.96	218.27	322.13	209.39	324.55	389.46
YOY%	103.5%	32.3%	47.6%	-35.0%	55.0%	20.0%
毛利率%	32.6%	18.9%	11.6%	18.4%	21.1%	21.1%
商用智能售货柜	24.00	105.48	160.45	162.06	194.47	233.36
YOY%	107.7%	339.6%	52.1%	1.0%	20.0%	20.0%
毛利率%	10.7%	15.7%	21.2%	25.9%	27.1%	28.9%
其他主营业务	38.15	35.63	34.05	40.17	44.19	48.61
YOY%	-9.7%	-6.6%	-4.4%	18.0%	10.0%	10.0%
毛利率%	14.8%	18.3%	31.7%	36.3%	37.5%	38.6%
其他业务	45.13	70.09	79.32	81.70	89.87	98.86

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
YOY%	39.4%	55.3%	13.2%	3.0%	10.0%	10.0%
毛利率%	20.2%	27.1%	23.9%	26.1%	27.4%	28.8%
营业收入	1890.49	2661.79	2904.64	3151.40	3748.02	4351.33
YOY%	23.1%	40.8%	9.1%	8.5%	18.9%	16.1%
毛利率%	28.1%	20.8%	23.6%	28.1%	29.3%	30.1%

资料来源: wind, 华金证券研究所

二、可比公司估值

公司核心产品是商用展示柜, 主要业务市场是商用冷链市场, 在国内没有完全合适的可比上市公司, 为便于公开数据对比分析, 我们选取含有相似业务的上市公司海尔智家(产品包含冰箱冰柜等冷冻设备)、海信家电(含冰箱冷柜等以及商用冷链业务)和冰轮环境(含低温冷冻设备、为国内制冷设备龙头)作为可比公司, 进行估值对比。随着消费环境向好, 下游行业商用展示柜需求有望持续增长, 公司作为国内商用冷冻柜龙头, 产品技术领先、客户群体优质, 且拥有柔性生产优势, 满足客户定制化、差异化需求, 市场份额、品牌影响力持续提升, 凭借着出色的产品、技术优势, 公司冷冻、冷藏等客户群体有望进一步扩大、优化, 驱动订单、收入较快增长, 与此同时下游快消品行业渠道数字化、智能化升级趋势愈发明确, 公司超前布局, 在智能柜领域已具备大量自主知识产权和核心技术, 具备全面先发优势, 长期有望顺应行业发展持续实现较快增长。

表 2: 公司业绩拆分及盈利预测

公司代码	公司简称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	TTM	2023E	2024E	2025E
600690	海尔智家	2162.27	147.11	170.16	195.51	220.46	14.26	12.71	11.06	9.81
000811	冰轮环境	121.20	4.26	6.51	8.16	10.15	25.05	18.63	14.85	11.94
000921	海信家电	316.91	14.35	20.14	23.76	27.34	17.76	15.74	13.34	11.59
	平均	-	55.24	65.60	75.81	85.98	19.02	15.69	13.08	11.11
002242	海容冷链	69.44	2.92	4.06	4.93	5.88	19.28	17.09	14.09	11.81

资料来源: wind, 华金证券研究所(可比公司数据来自 wind 一致预期, 截止日期 2023 年 8 月 18 日)

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2791	3886	4164	4890	5241	营业收入	2662	2905	3151	3748	4351
现金	898	1355	1796	1688	2191	营业成本	2109	2218	2267	2650	3042
应收票据及应收账款	798	1296	976	1726	1411	营业税金及附加	23	27	32	45	61
预付账款	59	28	67	46	85	营业费用	123	153	186	236	274
存货	672	583	699	800	921	管理费用	77	88	95	116	139
其他流动资产	363	623	626	630	633	研发费用	86	107	101	127	157
非流动资产	926	1234	1245	1345	1434	财务费用	-6	-44	-23	-24	-34
长期投资	3	3	3	3	3	资产减值损失	6	-31	-25	-23	-25
固定资产	520	653	701	805	894	公允价值变动收益	2	0	0	1	1
无形资产	149	150	162	177	196	投资净收益	16	11	10	10	12
其他非流动资产	255	427	379	360	343	营业利润	279	344	480	585	700
资产总计	3717	5119	5409	6236	6675	营业外收入	3	4	4	3	3
流动负债	1309	1411	1377	1857	1837	营业外支出	7	7	6	6	7
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	275	341	478	582	697
应付票据及应付账款	1095	1183	1145	1576	1548	所得税	31	37	58	70	81
其他流动负债	214	228	231	281	289	税后利润	243	304	420	513	616
非流动负债	15	31	32	44	53	少数股东损益	18	12	13	20	28
长期借款	0	0	1	13	22	归属母公司净利润	225	292	406	493	588
其他非流动负债	15	31	31	31	31	EBITDA	311	375	508	622	750
负债合计	1324	1442	1408	1901	1889	主要财务比率					
少数股东权益	27	32	46	66	94	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	245	276	386	386	386	成长能力					
资本公积	1218	2222	2112	2112	2112	营业收入(%)	40.8	9.1	8.5	18.9	16.1
留存收益	973	1192	1474	1814	2227	营业利润(%)	-11.1	23.2	39.4	22.0	19.6
归属母公司股东权益	2366	3645	3955	4269	4691	归属于母公司净利润(%)	-16.0	29.8	39.1	21.3	19.3
负债和股东权益	3717	5119	5409	6236	6675	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	20.8	23.6	28.1	29.3	30.1
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	净利率(%)	8.5	10.1	12.9	13.2	13.5
经营活动现金流	56	133	591	213	809	ROE(%)	10.2	8.3	10.5	11.8	12.9
净利润	243	304	420	513	616	ROIC(%)	9.3	7.3	9.6	10.9	12.0
折旧摊销	63	75	77	92	111	偿债能力					
财务费用	-6	-44	-23	-24	-34	资产负债率(%)	35.6	28.2	26.0	30.5	28.3
投资损失	-16	-11	-10	-10	-12	流动比率	2.1	2.8	3.0	2.6	2.9
营运资金变动	-266	-325	128	-356	128	速动比率	1.6	2.3	2.5	2.2	2.3
其他经营现金流	37	134	-0	-1	-1	营运能力					
投资活动现金流	-158	-575	-77	-182	-187	总资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.6	0.7
筹资活动现金流	-33	869	-72	-140	-119	应收账款周转率	4.2	2.8	2.8	2.8	2.8
每股指标 (元)						应付账款周转率	2.2	1.9	1.9	1.9	1.9
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.76	1.05	1.28	1.52	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	0.34	1.53	0.55	2.09	P/E	30.8	23.8	17.1	14.1	11.8
每股净资产(最新摊薄)	6.12	9.43	10.23	11.05	12.14	P/B	2.9	1.9	1.8	1.6	1.5
						EV/EBITDA	18.5	13.5	9.1	7.6	5.7

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

吴东炬声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn