

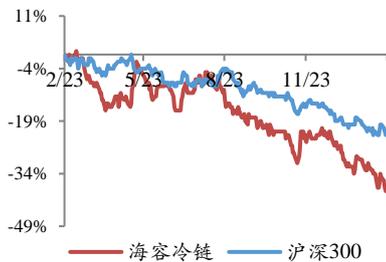
外销高增，业绩增长提速

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-02-02

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价（元） | 13.19 |
| 近12个月最高/最低（元） | 21.60/13.02 |
| 总股本（百万股） | 386 |
| 流通股本（百万股） | 384 |
| 流通股比例（%） | 99.49 |
| 总市值（亿元） | 51 |
| 流通市值（亿元） | 51 |

公司价格与沪深300走势比较



分析师：陈姝

执业证书号：S0010522080001

相关报告

主要观点：

● 轻商制冷龙头，Q3 业绩表现超预期

作为深耕轻型商用制冷龙头企业，公司形成以商用制冷展示、商用冷藏展示柜、商超展示柜、商用智能售货柜为核心的产品矩阵，并与联合利华、蒙牛、伊利、雀巢等其他国内外知名企业建立了稳定的合作关系。23Q1-3 公司实现营收 25.0 亿元，同比+7.8%；归母净利润 3.56 亿元，同比+32.6%；扣非净利 3.5 亿元，同比+36.1%。其中，Q3 单季实现营收 4.9 亿元，同比+14.8%；实现归母净利润 0.9 亿元，同比+29.1%，扣非净利 0.8 亿元，同比+33.7%，外销高增带动收入、利润增速均环比提升。

● 外销高增支撑成长，柔性生产+产品完善建立中长期竞争优势

出口高增有望延续，内销静待景气回暖。根据产业在线，23 年 10、11 月冷柜行业外销量分别同比+39.9%、+48.9%，预计公司 Q4 仍能受益于外销景气度。内销方面，23 年 10 月、11 月冷柜内销量分别-4.2%、-5.4%，主要系需求偏弱、去年同期高基数。

柔性生产+产品矩阵完善，支撑中长期成长。23 年公司国内冷藏柜、海外冷冻柜拓客较为顺利，叠加个别客户扰动影响消散，经营向好趋势确立。展望后市，B 端商用冷柜客户的定制化需求对供应商生产能力及产能有一定的要求，公司的柔性供应链及产品多元化等方面的优势已获得大客户充分认可和验证，公司产品在全球的份额占有率有望继续提升。

● 投资建议

预计 23-25 年收入分别为 32.57、37.63、43.22 亿元，对应增速分别为 12.1%、15.6%、14.8%，归母净利润分别为 4.02、4.87、5.72 亿元，对应增速分别为 37.7%、21.1%、17.4%，对应 PE 分别 11.97、9.88、8.42x。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

产品研发不及预期，原材料价格大幅波动，汇率大幅波动。

● 重要财务指标

单位：百万元

| 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 2905 | 3257 | 3763 | 4322 |
| 收入同比（%） | 9.1% | 12.1% | 15.6% | 14.8% |
| 归属母公司净利润 | 292 | 402 | 487 | 572 |
| 净利润同比（%） | 29.8% | 37.7% | 21.1% | 17.4% |
| 毛利率（%） | 23.6% | 26.4% | 26.5% | 26.8% |
| ROE（%） | 8.0% | 10.2% | 11.0% | 11.4% |
| 每股收益（元） | 1.15 | 1.04 | 1.26 | 1.48 |
| P/E | 27.58 | 11.97 | 9.88 | 8.42 |
| P/B | 2.40 | 1.22 | 1.09 | 0.96 |
| EV/EBITDA | 20.35 | 5.01 | 4.71 | 2.80 |

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2024 年 2 月 2 日

正文目录

| | |
|-------------------------------------|---|
| 1 轻商制冷龙头，Q3 业绩表现超预期 | 4 |
| 2 外销高增支撑成长，柔性生产+产品完善建立中长期竞争优势 | 4 |
| 3 投资建议 | 5 |
| 风险提示: | 5 |
| 财务报表与盈利预测 | 6 |

图表目录

| | |
|----------------------|---|
| 图表 1 公司营收及增速..... | 4 |
| 图表 2 公司归母净利润及增速..... | 4 |
| 图表 3 冷柜外销同比持续高增..... | 5 |

1 轻商制冷龙头，Q3 业绩表现超预期

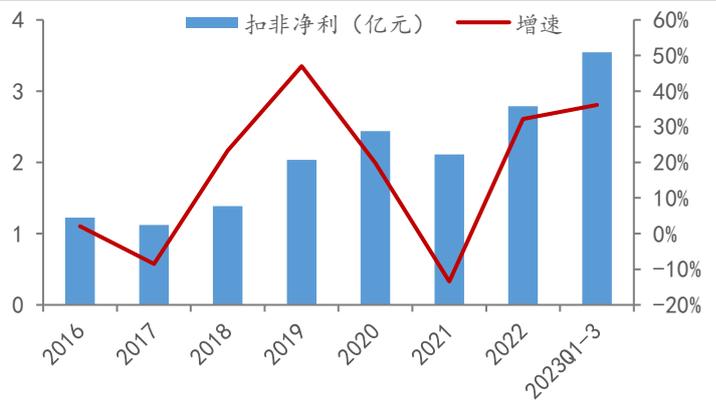
作为深耕轻型商用制冷龙头企业，公司产品覆盖了商用冷冻展示柜、商用冷藏展示柜、商超展示柜及商用智能售货柜，广泛应用于冷饮、速冻食品、饮料、奶制品、肉制品、生鲜、啤酒、预制菜等快速消费品行业，并与联合利华、蒙牛、伊利、雀巢等其他国内外知名企业建立了稳定的合作关系。23Q1-3 公司实现营收 25.0 亿元，同比+7.8%；归母净利 3.56 亿元，同比+32.6%；扣非净利 3.5 亿元，同比+36.1%。其中，Q3 单季实现营收 4.9 亿元，同比+14.8%；实现归母净利润 0.9 亿元，同比+29.1%，扣非净利 0.8 亿元，同比+33.7%，外销高增带动收入、利润增速均环比提升。

图表 1 公司营收及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 公司归母净利润及增速

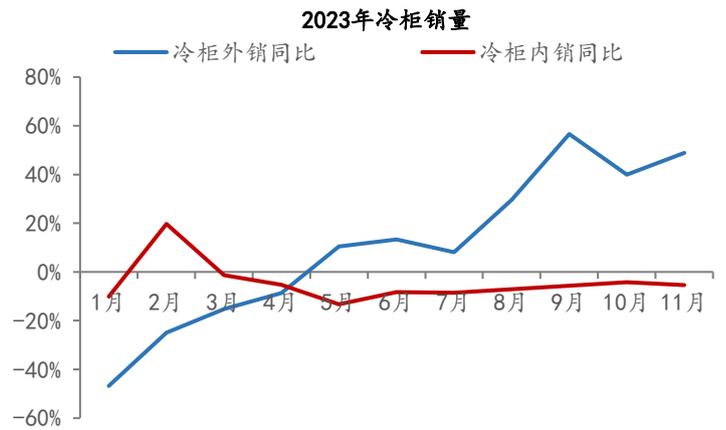


资料来源：wind，华安证券研究所

2 外销高增支撑成长，柔性生产+产品完善建立中长期竞争优势

出口高增有望延续，内销静待景气回暖。根据产业在线，2023 年 10、11 月冷柜行业外销量，预计公司 Q4 仍能受益于外销景气度。内销方面，2023 年 10 月、11 月冷柜内销量分别-4.2%、-5.4%，主要系需求偏弱、去年同期高基数。

图表 3 冷柜外销同比持续高增



资料来源：产业在线，华安证券研究所整理

柔性生产+产品矩阵完善，支撑中长期成长。2023 年公司国内冷藏柜、海外冷冻柜拓客较为顺利，叠加个别客户扰动影响消散，经营向好趋势确立。展望后市，B 端商用冷柜客户的定制化需求对供应商生产能力及产能有一定的要求，公司的柔性供应链及产品多元化等方面的优势获得大客户认可和验证，后续随着国内客户业务出海，公司产品全球市场份额有望继续提升。

3 投资建议

预计 2023-2025 年收入分别为 32.57、37.63、43.22 亿元，对应增速分别为 12.1%、15.6%、14.8%，归母净利润分别为 4.02、4.87、5.72 亿元，对应增速分别为 37.7%、21.1%、17.4%，对应 PE 分别 11.97、9.88、8.42x。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

产品研发不及预期，原材料价格大幅波动，汇率大幅波动。

财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 3886 | 4051 | 4735 | 5301 | 营业收入 | 2905 | 3257 | 3763 | 4322 |
| 现金 | 1355 | 1919 | 1600 | 2532 | 营业成本 | 2218 | 2397 | 2766 | 3162 |
| 应收账款 | 1281 | 665 | 1658 | 1052 | 营业税金及附加 | 27 | 29 | 34 | 39 |
| 其他应收款 | 17 | 27 | 27 | 32 | 销售费用 | 153 | 194 | 222 | 251 |
| 预付账款 | 28 | 48 | 52 | 58 | 管理费用 | 88 | 96 | 109 | 121 |
| 存货 | 583 | 773 | 781 | 1001 | 财务费用 | -44 | -30 | -37 | -30 |
| 其他流动资产 | 621 | 618 | 616 | 625 | 资产减值损失 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 1234 | 1430 | 1599 | 1741 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 3 | 3 | 3 | 3 | 投资净收益 | 11 | 13 | 15 | 17 |
| 固定资产 | 653 | 971 | 1142 | 1276 | 营业利润 | 344 | 493 | 579 | 680 |
| 无形资产 | 150 | 170 | 189 | 206 | 营业外收入 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 427 | 286 | 266 | 255 | 营业外支出 | 7 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 5119 | 5481 | 6334 | 7041 | 利润总额 | 341 | 493 | 579 | 680 |
| 流动负债 | 1411 | 1464 | 1826 | 1955 | 所得税 | 37 | 86 | 87 | 102 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 304 | 406 | 492 | 578 |
| 应付账款 | 627 | 731 | 825 | 965 | 少数股东损益 | 12 | 4 | 5 | 6 |
| 其他流动负债 | 784 | 734 | 1000 | 991 | 归属母公司净利润 | 292 | 402 | 487 | 572 |
| 非流动负债 | 31 | 31 | 31 | 31 | EBITDA | 364 | 578 | 683 | 816 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 1.15 | 1.04 | 1.26 | 1.48 |
| 其他非流动负债 | 31 | 31 | 31 | 31 | | | | | |
| 负债合计 | 1442 | 1495 | 1856 | 1986 | | | | | |
| 少数股东权益 | 32 | 36 | 41 | 47 | 主要财务比率 | | | | |
| 股本 | 276 | 386 | 386 | 386 | 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 资本公积 | 2222 | 2110 | 2110 | 2110 | 成长能力 | | | | |
| 留存收益 | 1147 | 1453 | 1940 | 2512 | 营业收入 | 9.1% | 12.1% | 15.6% | 14.8% |
| 归属母公司股东权益 | 3645 | 3949 | 4436 | 5008 | 营业利润 | 23.2% | 43.1% | 17.6% | 17.4% |
| 负债和股东权益 | 5119 | 5481 | 6334 | 7041 | 归属于母公司净利 | 29.8% | 37.7% | 21.1% | 17.4% |
| | | | | | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 (%) | 23.6% | 26.4% | 26.5% | 26.8% |
| | | | | | 净利率 (%) | 10.1% | 12.4% | 13.0% | 13.2% |
| | | | | | ROE (%) | 8.0% | 10.2% | 11.0% | 11.4% |
| | | | | | ROIC (%) | 7.0% | 9.3% | 10.0% | 10.6% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 (%) | 28.2% | 27.3% | 29.3% | 28.2% |
| | | | | | 净负债比率 (%) | 39.2% | 37.5% | 41.5% | 39.3% |
| | | | | | 流动比率 | 2.75 | 2.77 | 2.59 | 2.71 |
| | | | | | 速动比率 | 2.30 | 2.19 | 2.12 | 2.16 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.66 | 0.61 | 0.64 | 0.65 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 2.79 | 3.35 | 3.24 | 3.19 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 3.47 | 3.53 | 3.56 | 3.53 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 1.15 | 1.04 | 1.26 | 1.48 |
| | | | | | 每股经营现金流薄) | 0.34 | 2.52 | -0.02 | 3.21 |
| | | | | | 每股净资产 | 13.20 | 10.22 | 11.48 | 12.96 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 27.58 | 11.97 | 9.88 | 8.42 |
| | | | | | P/B | 2.40 | 1.22 | 1.09 | 0.96 |
| | | | | | EV/EBITDA | 20.35 | 5.01 | 4.71 | 2.80 |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 133 | 974 | -9 | 1240 |
| 净利润 | 304 | 406 | 492 | 578 |
| 折旧摊销 | 75 | 129 | 156 | 183 |
| 财务费用 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 投资损失 | -11 | -13 | -15 | -17 |
| 营运资金变动 | -264 | 452 | -642 | 496 |
| 其他经营现金流 | 597 | -46 | 1134 | 82 |
| 投资活动现金流 | -575 | -312 | -310 | -308 |
| 资本支出 | -340 | -325 | -325 | -325 |
| 长期投资 | -250 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 16 | 13 | 15 | 17 |
| 筹资活动现金流 | 869 | -98 | 0 | 0 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 32 | 110 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 1004 | -112 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -166 | -97 | 0 | 0 |
| 现金净增加额 | 429 | 564 | -319 | 932 |

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

注:数据截至2024年1月26日

分析师与研究助理简介

分析师：陈姝，英国华威大学金融硕士，食品科学与工程专业本科，曾任职于长城证券，水晶球团队成员

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。