

# 海容冷链 (603187.SH)

## 商用冷链设备龙头，海内外客户持续拓展

买入

### 核心观点

**海容冷链：商用冷链设备龙头。**海容冷链主营商用冷链设备的研发、生产、销售和服务，产品包括商用冷冻展示柜、商用冷藏展示柜、商超展示柜、商用智能售货柜等。通过不断切入蒙牛、伊利、雀巢、联合利华、百事、可口可乐、711、罗森、美宜佳等头部大客户，公司业绩实现快速增长，2012-2022年营收复合增长 23.9%至 29.0 亿元，归母净利润复合增长 34.1%至 2.9 亿元。

**商用冷链设备行业稳健成长，行业格局相对分散。**轻商制冷设备行业近年来保持稳健增长，2022 年规模达到 354 亿元，2018-2022 年复合增速为 9.4%。更细分来看，海容冷链主要产品所属的制冷陈列柜子行业，约占轻商制冷设备销量的 47% (2022 年)，2019 年及此前销量基本保持 10%以上增长，2020 年以来销量规模在波动中实现小幅增长。未来随着下游低温奶、速冻食品等行业需求的释放，商用冷链行业有望实现持续的稳健增长。商用制冷设备行业格局较为分散，行业头部企业海容冷链和星星冷链商用制冷业务营收规模在 30 亿左右，第二梯队企业的商用制冷业务收入规模在 15-20 亿之间。从销量来看，海容冷链在制冷陈列柜行业的销量市占率从 2018 年的 8.1%稳步提升至 2022 年的 14.2%，市占率实现较大幅度提升，跃居行业头部阵营。

**公司竞争优势：柔性制造满足定制需求，大客户合作稳固。**1) 公司建立起柔性化生产体系，产品矩阵类型齐全，可以满足客户定制化、差异化的需求。同时，公司通过高效管理体系，生产效率持续提升，人均创利在行业内处于领先水平。2) 公司研发投入力度位居行业较高水平，积累了丰富的产品研发经验，在制冷设备智能化、数字化的背景下构建起差异化优势，且有效的保障了公司产品的品质。3) 公司持续开发客户，与联合利华、雀巢、伊利、蒙牛、百事、农夫山泉等下游各行业头部公司建立起长期稳定的合作关系，优质客户资源丰富。4) 未来公司有望凭借龙头的规模优势和品牌效应，更高效的开拓国内外新客户，利用客户资源优势发力冷藏等占比较低的品类。

**盈利预测与估值：**商用冷链行业未来有望延续稳健增长，海容冷链作为行业龙头，有望凭借研发、生产及规模优势和品牌效应，持续开拓国内外客户，发力冷藏等低分额潜力品类。预计公司 2023-2025 年收入分别为 32.2/37.5/42.6 亿元，同比增长 10.8%/16.5%/13.6%；归母净利润为 4.2/5.0/5.8 亿元，同比增长 44.4%/19.3%/16.1%；对应 EPS 为 1.09/1.30/1.51 元/股，PE 为 14/12/10x。综合绝对估值和相对估值，我们认为公司股价合理估值区间为 17.47-19.33 元/股，市值区间为 67.5-74.7 亿元，对应 2023 年 PE 为 16.0-17.7 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧；原材料价格波动；行业需求复苏不及预期。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,662	2,905	3,218	3,750	4,259
(+/-%)	40.8%	9.1%	10.8%	16.5%	13.6%
归母净利润(百万元)	225	292	422	503	584
(+/-%)	-16.0%	29.8%	44.4%	19.3%	16.1%
每股收益(元)	0.92	1.06	1.09	1.30	1.51
EBIT Margin	9.2%	10.7%	14.3%	15.0%	15.5%
净资产收益率 (ROE)	9.5%	8.0%	10.8%	12.1%	13.2%
市盈率 (PE)	17.1	14.9	14.4	12.1	10.4
EV/EBITDA	16.9	15.1	14.0	11.6	10.2
市净率 (PB)	1.63	1.19	1.56	1.46	1.37

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·深度报告

#### 机械设备·通用设备

证券分析师：陈伟奇

0755-81982606

chenweiqi@guosen.com.cn

S0980520110004

证券分析师：王兆康

0755-81983063

wangzk@guosen.com.cn

S0980520120004

证券分析师：吴双

0755-81981362

wushuang2@guosen.com.cn

S0980519120001

证券分析师：邹会阳

0755-81981518

zouhuiyang@guosen.com.cn

S0980523020001

#### 基础数据

投资评级

买入(首次评级)

合理估值

17.47 - 19.33 元

收盘价

15.73 元

总市值/流通市值

6079/6048 百万元

52 周最高价/最低价

30.29/11.56 元

近 3 个月日均成交额

66.52 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

## 内容目录

<b>海容冷链：深耕商用冷链设备，快速成长为行业龙头</b>	<b>5</b>
核心管理层均直接持股，员工激励充足	5
经营复盘：收入快速增长，盈利能力较强	6
<b>商用冷链设备行业稳健成长，行业格局相对分散</b>	<b>8</b>
轻商制冷行业规模超 350 亿，近年来保持稳健增长	8
在下游低温制品需求的带动下，商用制冷设备有望保持稳健增长	10
商用制冷设备行业格局分散，海容冷链位居行业第一阵营	11
<b>公司竞争优势：柔性制造满足定制需求，大客户合作稳固</b>	<b>11</b>
柔性生产提供定制化产品，管理高效人均产出高	11
研发持续投入，保障产品品质	13
持续开拓大客户，优质客户资源多	14
发展展望：持续开拓海内外客户，发力冷藏等占比较低品类	14
<b>财务分析</b>	<b>15</b>
成长性分析	15
盈利能力分析	16
现金流量分析	17
<b>盈利预测</b>	<b>18</b>
假设前提	18
未来 3 年业绩预测	20
盈利预测的敏感性分析	21
<b>估值与投资建议</b>	<b>21</b>
绝对估值：以 FCFE 方法得到合理股价估值为 16.48-20.22 元/股	21
绝对估值的敏感性分析	22
相对估值：结合 PEG 得到合理估值为 17.47-19.33 元/股	22
投资建议	23
<b>风险提示</b>	<b>25</b>
<b>附表：财务预测与估值</b>	<b>27</b>

## 图表目录

图 1: 公司主要产品为冷冻展示柜、商用冷藏展示柜、商超展示柜、商用智能售货柜 .....	5
图 2: 公司股权结构相对分散 .....	5
图 3: 公司收入实现较快增长 .....	7
图 4: 公司收入以商用冷冻展示柜为主 (亿元) .....	7
图 5: 公司收入以内销为主 (亿元) .....	7
图 6: 公司 2022Q4 开始单季度收入增速环比持续提升 .....	7
图 7: 公司 2022 年以来归母净利润实现较高增长 .....	8
图 8: 公司盈利能力逐步恢复至此前较高水平 .....	8
图 9: 公司费用率基本稳定, 销售费用率有所提升 .....	8
图 10: 2023 年以来公司单季度利润实现较好同比增长 .....	8
图 11: 2014-2022 年轻商制冷设备销售额复合增速 11% .....	9
图 12: 2014-2022 年轻商制冷设备销量增速超 10% .....	9
图 13: 制冷陈列柜销量规模实现稳健成长 .....	9
图 14: 我国低温奶市场有望保持 10% 以上稳健增长 .....	10
图 15: 我国速冻食品行业规模实现 10% 以上的复合增长 .....	10
图 16: 海容冷链在制冷陈列柜行业的市占率稳步提升 .....	11
图 17: 公司生产人员人均年产量保持提升趋势 .....	13
图 18: 公司研发投入持续增长 .....	13
图 19: 公司外销收入存在提升空间 .....	15
图 20: 公司收入规模在可比公司中相对较低 (亿元) .....	16
图 21: 公司收入增速较为领先 .....	16
图 22: 公司毛利率处于行业较高水平 .....	16
图 23: 公司销售费用率相对较低 .....	16
图 24: 公司管理费用率相对处于行业中下水平 .....	17
图 25: 公司研发费用投入力度相对较大 .....	17
图 26: 公司净利率处于行业中上水平 .....	17
图 27: 2021 年之后公司 ROE 位于行业中间水平 .....	17
图 28: 公司现金回款表现正常 .....	18
图 29: 公司应收账款周转率降低、存货周转天数有所下降 .....	18
图 30: 公司估值受营收增速相对较大 .....	23

表1: 公司核心管理层任职经验丰富, 且均有直接持股	6
表2: 公司于 2019 年和 2021 年推出两期股票激励计划	6
表3: 公司所处的轻商制冷设备行业成长性较好	9
表4: 制冷陈列柜在轻商制冷设备中销量占约 50%	9
表5: 我国低温奶消费量占比相对较低	10
表6: 我国速冻食品人均消费量较低 (2019 年)	10
表7: 海容收入体量已稳居商用制冷设备行业头部水平	11
表8: 公司的商用冷冻及冷藏展示柜型号多、外观特征明显	12
表9: 公司人均创利 (万元/年·人) 处于行业较为领先的水平	13
表10: 公司研发费用率位居行业较高水平	13
表11: 海容冷链已通过国内外多个认证标准	14
表12: 公司持续开拓大客户	14
表13: 公司占比较低的冷藏等业务存在发展空间	15
表14: 海容冷链业务拆分	19
表15: 未来 3 年盈利预测表	20
表16: 情景分析 (乐观、中性、谨慎)	21
表17: 公司盈利预测假设条件 (%)	21
表18: 资本成本假设	22
表19: 海容冷链 FCFE 估值表	22
表20: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	22
表21: 海容冷链及可比公司经营情况	23

## 海容冷链：深耕商用冷链设备，快速成长为行业龙头

海容冷链主商用冷链设备的研发、生产、销售和服务，产品主要包括商用冷冻展示柜、商用冷藏展示柜、商超展示柜、商用智能售货柜，广泛应用于冷饮、速冻食品、饮料、乳制品等快速消费品行业和流通行业。公司成立于2006年8月，通过不断扩大与下游客户的合作，成功切入蒙牛、伊利、雀巢、联合利华、百事、可口可乐、711、罗森、美宜佳等头部大客户，并建立起稳定的合作关系。2012-2022年公司营收复合增长23.9%至29.0亿元，归母净利润复合增长34.1%至2.9亿元，快速跻身于我国商用冷链设备制造的第一阵营。

图1：公司主要产品为冷冻展示柜、商用冷藏展示柜、商超展示柜、商用智能售货柜



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

### 核心管理层均直接持股，员工激励充足

公司股权结构相对分散，核心管理层任职经验丰富，且均有直接持股。截至2023Q3，公司董事长兼总经理邵伟持有公司19.88%股权，为公司实际控制人。其余股东持股比例均不足5%，公司股权结构相对分散。公司高管的持股比例均在1.5%以上，且在商用冷链设备行业拥有多年的从业经验，为公司长期稳定的发展提供了强大的保障。

图2：公司股权结构相对分散



资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理 注：上述股权结构截至2023Q3

**表1: 公司核心管理层任职经验丰富, 且均有直接持股**

姓名	职务	经历	持股比例
邵伟	董事长、总经理	曾就职于黄岛区资源公司、澳柯玛股份有限公司、青岛京雪花电器有限公司, 曾任青岛海容电器有限公司董事长、总经理; 现任海容冷链董事长、总经理	19.88%
马洪奎	董事、副总经理	曾就职于澳柯玛股份有限公司, 曾任青岛海容电器有限公司董事、副总经理; 现任海容冷链董事、副总经理	2.94%
赵定勇	董事、董事会秘书、常务副总经理	曾就职于澳柯玛股份有限公司、上海南鑫集团、江苏剑桥涂装工程有限公司, 曾任青岛海容电器有限公司董事、常务副总经理; 现任海容冷链董事、常务副总经理、董事会秘书	2.59%
王彦荣	董事、财务总监	曾就职于太原钢铁公司、澳柯玛股份有限公司、慈溪龙声电器有限公司, 曾任青岛海容电器有限公司监事、董事、财务总监; 现任海容冷链董事、财务总监	1.61%
赵琦	董事、销售总监	曾就职于甘肃省汽车工业总公司、青岛澳柯玛国际电工有限公司、青岛京雪花电器有限公司, 曾任青岛海容电器有限公司副总经理; 现任海容冷链董事、销售总监	2.92%
王存江	董事、采购总监	曾就职于澳柯玛股份有限公司、青岛京雪花电器有限公司, 曾任青岛海容电器有限公司董事、采购总监; 现任海容冷链董事、采购总监	2.89%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**推出股权激励计划, 深度绑定核心员工。**公司分别于 2019 年和 2021 年推出股权激励计划, 涵盖 76 名和 364 名高管、核心技术、管理及业务人员, 股票数量分别占当时总股本的 1.07% 和 3.00% (含股票期权和限制性股票)。公司两期股权激励授予的股票数量和覆盖的员工人员较多, 有助于充分调动公司员工积极性, 为公司业绩的长期增长保驾护航。

**表2: 公司于 2019 年和 2021 年推出两期股票激励计划**

日期	形式	授予数量	激励对象	解锁/行权条件
2019 年 6 月	向激励对象定向发行	120 万股, 占当时总股本的 1.07%	76 名中层管理人员、核心技术及业务人员以及公司董事会认为需要激励的其他员工	分三期解锁: 第一期业绩目标为 2017-2019 年营业收入年复合增长率不低于 10% 且 2017-2019 年净利润年复合增长率不低于 5%; 或者 2017 年-2019 年营业收入和净利润复合增长率不低于同行业上市公司*的平均复合增长率。 第二期目标为 2018-2020 年营业收入年复合增长率不低于 10% 且 2018-2020 年净利润年复合增长率不低于 5%; 或者 2018 年-2020 年营业收入和净利润复合增长率不低于同行业上市公司的平均复合增长率。 第三期目标为 2019-2021 年营业收入年复合增长率不低于 10% 且 2019-2021 年净利润年复合增长率不低于 5%; 或者 2019 年-2021 年营业收入和净利润复合增长率不低于同行业上市公司的平均复合增长率。
2021 年 4 月	授予股票期权 向激励对象定向发行	258 万份股票期权, 占当时总股本的 1.50% 258 万份限制性股票, 占当时总股本的 1.50%	364 名董事、高管、核心技术、管理及业务人员	分三期解锁: 第一期为以 2020 年营业收入或净利润为基数, 2021 年营业收入或净利润增长率不低于 20%; 第二期为以 2020 年营业收入或净利润为基数, 2022 年营业收入或净利润增长率不低于 40%; 第三期为以 2020 年营业收入或净利润为基数, 2023 年营业收入或净利润增长率不低于 60%。

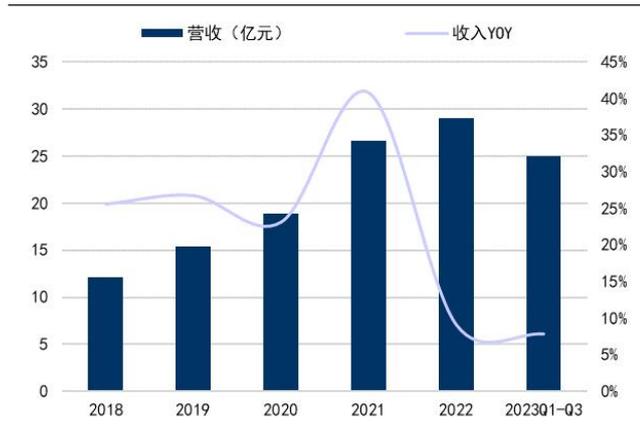
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

\*注: 公司选取的同行业上市公司包括: 冰轮环境、大冷股份 (冰山冷热)、雪人股份、四方科技

## 经营复盘: 收入快速增长, 盈利能力较强

**公司收入以商用冷冻展示柜为主, 实现快速增长。**2017-2022 年公司收入复合增长 24.7% 至 29.0 亿元, 2023 年前三季度收入增长 7.8% 至 25.0 亿元。2021 年公司收入实现较快增长主要得益于客户需求增长; 2022 年在较高的基数下, 公司收入逐步回归稳健增长。公司收入以商用冷冻展示柜为主, 2020 年以来占比均在 60% 左右。分内外销来看, 随着国内商用冷链设备需求的持续成长及海运成本的影响, 公司 2020-2021 年内销收入占比有所提升, 2021 年以来公司内销收入占比超过 70%; 2022 年随着海运费回落, 公司外销占比有所恢复。

图3：公司收入实现较快增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司收入以商用冷冻展示柜为主（亿元）



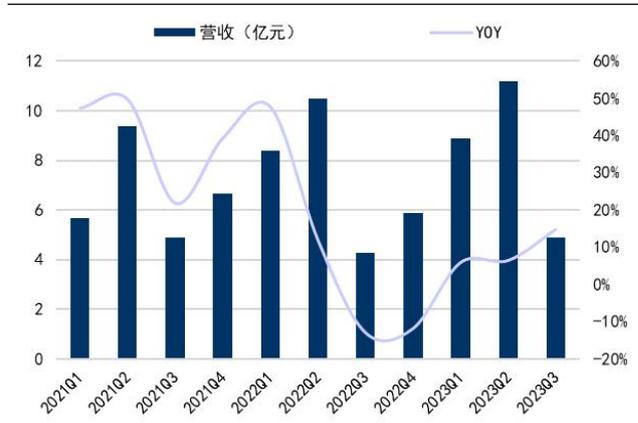
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：公司收入以内销为主（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

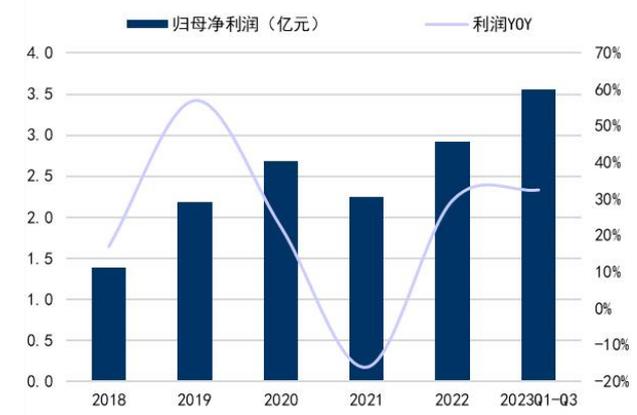
图6：公司2022Q4开始单季度收入增速环比持续提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

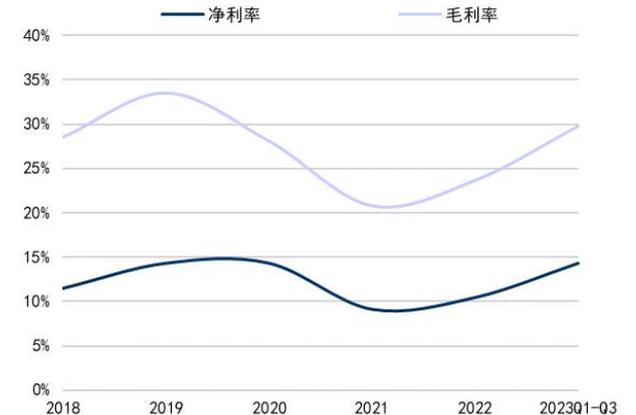
**公司盈利能力较好，经历波动后实现回升。**公司2017-2022年归母净利润复合增长19.7%至2.9亿元，2023年前三季度利润增长32.6%至3.6亿元。2021年公司盈利出现下滑主要系原材料价格出现大幅上涨，但公司由于订单周期较长，价格调整不及时，导致盈利承压。2022年以来，随着原材料价格扰动减弱，公司盈利逐步修复。2023年前三季度，公司净利率达到14.3%，已接近2019-2020年较高的净利率水平。公司费用率相对稳定，管理费用率保持在3%左右，研发费用率在3%出头，销售费用率随着线下来往交流恢复正常而有所提升，财务费用率在-1%左右波动。

图7: 公司 2022 年以来归母净利润实现较高增长



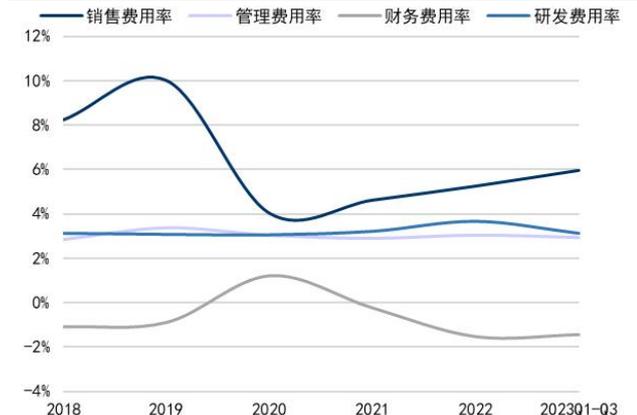
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司盈利能力逐步恢复至此前较高水平



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司费用率基本稳定, 销售费用率有所提升



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图10: 2023 年以来公司单季度利润实现较好同比增长



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 商用冷链设备行业稳健成长, 行业格局相对分散

### 轻商制冷行业规模超 350 亿, 近年来保持稳健增长

公司主要产品商用冷链设备属于轻型商用制冷设备, 近年来保持约 10% 左右的复合增长, 增速相对较快。商用制冷设备主要分为轻型商用制冷设备、移动制冷、冷凝机组等三类, 其中轻商制冷设备主要包含制冷陈列柜、车载冰箱、厨房冰箱、医用冷柜、自动售货机等, 移动制冷主要指冷藏车、冷藏集装箱等, 冷凝机组制冷库等应用。海容冷链所属的轻商制冷设备行业 2022 年规模为 354 亿元, 2018-2022 年复合增速达到 9.4%; 移动制冷行业规模为 220 亿元, 2018-2022 年复合增速为 6.7%; 商用冷凝机组 2022 年规模为 63 亿元, 2018-2022 年复合增速 5.6%。拉长维度看, 2014-2022 年轻商制冷行业量额复合增速均在 11% 左右, 行业保持相对稳健的成长。

表3: 公司所处的轻商制冷设备行业成长性较好

	应用	产品	2022年行业规模 (亿元)	2018-2022年复合增速
商用制冷	轻商制冷设备	制冷陈列柜、车载冰箱、厨房冰箱、医用冷柜、自动售货机等	354	9.4%
	移动制冷	冷藏车、冷藏集装箱等	220	6.7%
	冷凝机组	果蔬冷库、肉类冷库等	63	5.6%
工业制冷	食品加工	制冰设备、速冻设备等	36	5.8%
	能源化工	压缩/冷凝机组、冷(盐)水机组等	43	7.4%
	特殊应用	人工冰(雪)场设备、环垃模拟试验设备等	10	5.7%

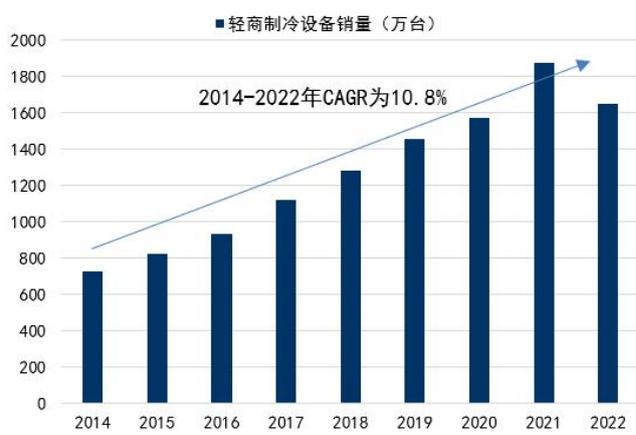
资料来源: 产业在线, 国信证券经济研究所整理

图11: 2014-2022年轻商制冷设备销售额复合增速11%



资料来源: 产业在线, 国信证券经济研究所整理

图12: 2014-2022年轻商制冷设备销量增速超10%



资料来源: 产业在线, 国信证券经济研究所整理

更细分来看, 目前海容主要的产品与轻商制冷设备中的制冷陈列柜较为接近, 也是轻商制冷设备中的第一大类别。产业在线数据显示, 2022年我国制冷陈列柜销量达到775万台, 约占轻商制冷设备的一半, 若假设制冷陈列柜均价与轻商制冷设备均价相同, 则行业销售额规模预计约为167亿元。从增速来看, 2019年及此前, 制冷陈列柜销量增速在10%以上, 2020年以来销量规模有所波动, 但整体保持小幅增长趋势。

图13: 制冷陈列柜销量规模实现稳健增长



资料来源: 产业在线, 国信证券经济研究所整理

表4: 制冷陈列柜在轻商制冷设备中销量占约50%

		2022年销量 (万台)	销量占比	CAGR (2013-2022)
制冷陈列柜	饮料柜	192	47.1%	2.6%
	其他食品柜	410		14.6%
	冰淇淋柜	163		12.8%
	远置式制冷陈列柜	10		2.6%
车载冰箱		345	20.9%	31.2%
厨房冰箱		197	12.0%	12.7%
葡萄酒储藏柜		126	7.7%	3.5%
医用冷柜		43	2.6%	17.6%
商用制冰机		36	2.2%	8.0%
自动售货机		16	1.0%	20.9%
商用冰淇淋机		15	0.9%	5.4%
其他		95	5.8%	7.4%
轻商制冷设备行业		1647	100.0%	11.6%

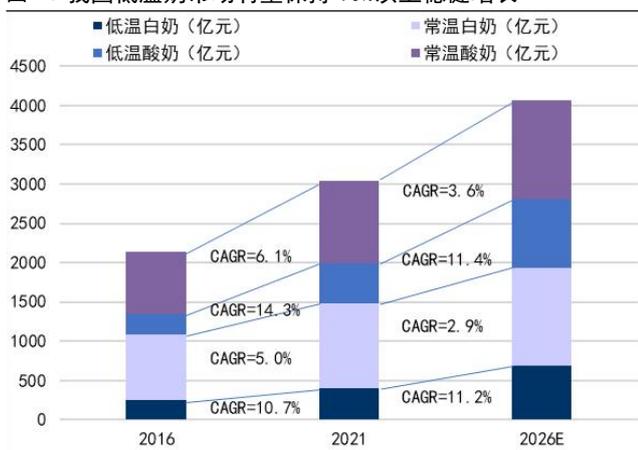
资料来源: 产业在线, 国信证券经济研究所整理

## 在下游低温制品需求的带动下，商用制冷设备有望保持稳健增长

展望未来，商用冷链设备行业有望随着下游需求的稳健增长而逐步成长。公司的冷链设备以冷冻、冷藏食品饮料等为主，而随着我国消费者对低温奶、速冻食品等需求的增长，未来商用冷链设备行业有望延续成长态势：

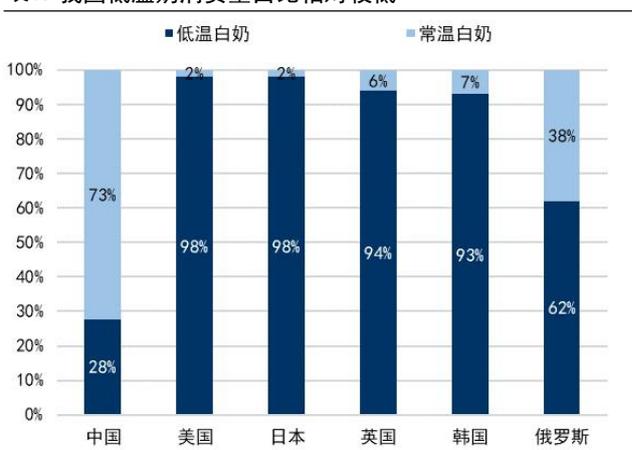
1) **低温奶迎来较快发展**：根据灼识咨询的数据，2021 年我国低温白奶和低温酸奶规模分别为 406.8 亿和 510.4 亿，2016-2021 年复合增速分别为 10.7%和 14.3%，至 2026 年低温奶仍有望保持 11%以上的复合增速。与其他国家对比来看，我国低温鲜奶消费量在白奶当中的占比依然较低，欧睿数据显示，2021 年该比例只有 28%，与海外发达国家超 90%以上的占比仍有较大差距。预计未来低温奶市场仍将持续增长。

图14: 我国低温奶市场有望保持 10%以上稳健增长



资料来源：灼识咨询，国信证券经济研究所整理

表5: 我国低温奶消费量占比相对较低



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

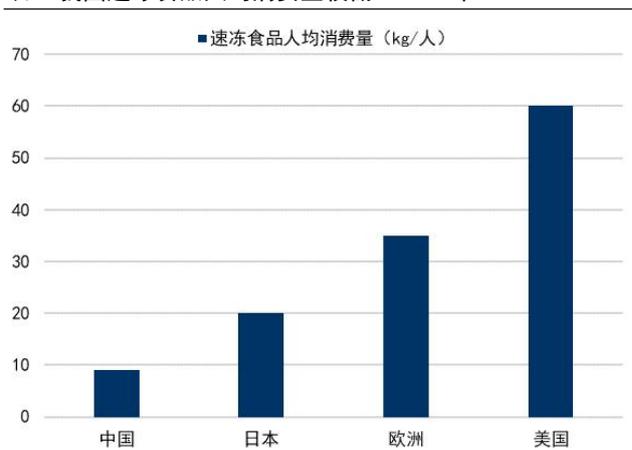
2) **速冻食品保持 10%左右的复合增长**：根据艾媒咨询的数据，2022 年我国速冻食品市场规模达到 1688.5 亿元，2013-2022 年复合增速达到 11.2%。在我国快节奏生活的助推下，方便、易储存的速冻食品在我国迎来较快发展。对比其他国家来看，2019 年我国速冻食品人均消费量不足 10kg，与日本等国 20kg 以上的人均消费量水平仍有一定差距，未来成长空间充足。

图15: 我国速冻食品行业规模实现 10%以上的复合增长



资料来源：艾媒咨询，国信证券经济研究所整理

表6: 我国速冻食品人均消费量较低 (2019 年)

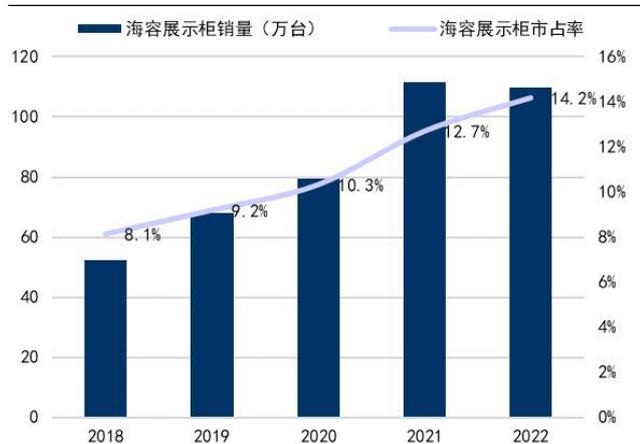


资料来源：智研咨询，国信证券经济研究所整理

## 商用制冷设备行业格局分散，海容冷链位居行业第一阵营

我国商用冷链设备行业格局较为分散，海容冷链销量市占率稳步提升，营收规模稳居行业第一阵营。2022 年公司商用冷冻展示柜、商用冷藏展示柜、商超展示柜合计销量 109.8 万台，参考产业在线数据，以 2022 年制冷陈列柜销量 775 万台为基数，公司 2022 年市占率为 14.2%。而公司 2018 年市占率为 8.1%，近 5 年市占率实现较大提升，迈进行业头部阵营。从营收来看，公司收入体量同样处于行业领先水平，或仅次于星星冷链。2022 年公司营收 29 亿元，或已超过澳柯玛、松下冷链、银都股份的商用制冷设备收入（由于披露口径的原因，澳柯玛为 2020 年商用冷链及自动售货机收入口径、松下冷链为 2021 年营收口径、银都股份为 2022 年商用餐饮制冷设备收入），仅次于星星冷链 2021 年商用制冷设备 32 亿元的收入。

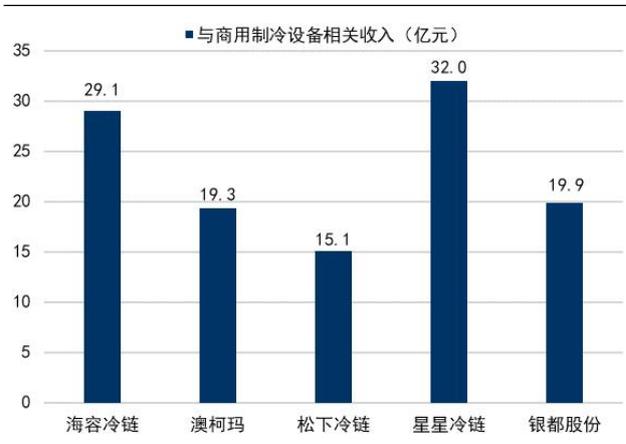
图16: 海容冷链在制冷陈列柜行业的市占率稳步提升



资料来源：产业在线，公司公告，国信证券经济研究所整理

注：海容展示柜销量为商用冷冻展示柜、商用冷藏展示柜、商超展示柜合计销量，行业为制冷陈列柜行业

表7: 海容收入体量已稳居商用制冷设备行业头部水平



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：海容冷链为 2022 年营收，澳柯玛为 2020 年商用冷链及自动售货机收入，松下冷链为 2021 年营收，星星冷链为 2021 年商用制冷设备营收，银都股份为 2022 年商用餐饮制冷设备营收

展望未来，专注于商用冷链行业的头部企业市占率有望实现进一步提升。商用制冷设备作为 B 端业务，下游客户对设备的品质及价格最为看重。而行业内的头部企业往往拥有较多的产品销量及数据和时间验证，更容易得到下游客户的信赖，在开拓新客户上具有明显的优势。在成本方面，商用制冷设备存在个性化定制的需求，对应的往往是小批量生产，规模较大的企业能通过集中化采购降低生产成本，降低订单及生产的周期性波动，成本优势相对显著。另一方面，商用制冷陈列柜的定制化需求，也需要企业快速反应和提供相适应的服务。专注于商用制冷设备行业的企业，在面对客户多元化需求的时候，往往能做出更快的应对，未来也有望获得更多客户的订单。因而综合拓客的难易程度及成本和快速服务能力，我们认为未来专注于商用冷链行业的头部企业有望抢占更多的市场份额。

## 公司竞争优势：柔性制造满足定制需求，大客户合作稳固

### 柔性生产提供定制化产品，管理高效人均产出高

公司建立起柔性化生产体系，产品型号多，满足下游客户定制化的需求。与通用的家用电器不同，商用制冷陈列柜一般被放置在商超、便利店、交通枢纽等公共

场所，除了承担冷藏冷冻等功能外，也是品牌宣传、消费者心智打造的重要渠道。因而下游客户对制冷展示柜往往存在定制化的需求，在展示柜上彰显出自身的特色，在外观、颜色等方面作出区分，强化用户的记忆点。这对制冷展示柜制造企业的柔性化生产能力提出了较高要求。海容冷链通过长期实践探索，建立起柔性化生产管理体系，可以为客户提供专业化、差异化和定制化的产品。该生产管理体系既可以保障订单量较大的单一型号产品的批量化生产，又可以实现小批量、多批次、多型号并线生产。在柔性生产的支撑下，公司形成了类型齐全的产品矩阵，可以满足客户在不同容积、性能、展示效果以及不同程度的数字化等方面的差异化、定制化需求。

表8: 公司的商用冷冻及冷藏展示柜型号多、外观特征明显

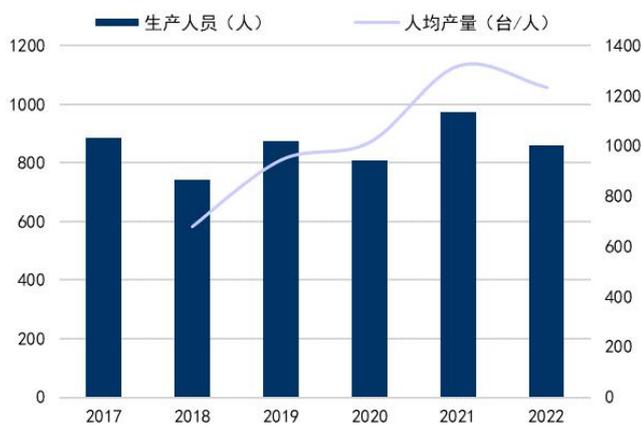
细分形态	产品示例
商用卧式冷冻展示柜	
商用立式冷冻展示柜	
商用冷冻展示柜 打球柜	
岛柜	
组合柜	
商用立式冷藏展示柜	
商用冷藏展示柜 商用卧式冷藏展示柜	
冷热转换柜	

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

在满足客户定制化需求的同时，公司生产效率高，人均产出较为领先。虽然公司产品需求的季节性波动相对较大，但公司通过持续优化生产管理水平，持续提高

效率，人均产出保持较高水平。以公司披露的生产员工计算，公司生产人员人均产量维持提升的趋势，2018年生产人员人均产量（以当年产量/年初与年末生产人员均值）为681台/人，2022年人均产量提升至1235台/人。横向对于其他公司来看，公司2022年人均创利为16.5万元，在同行业内也属于较为领先水平。

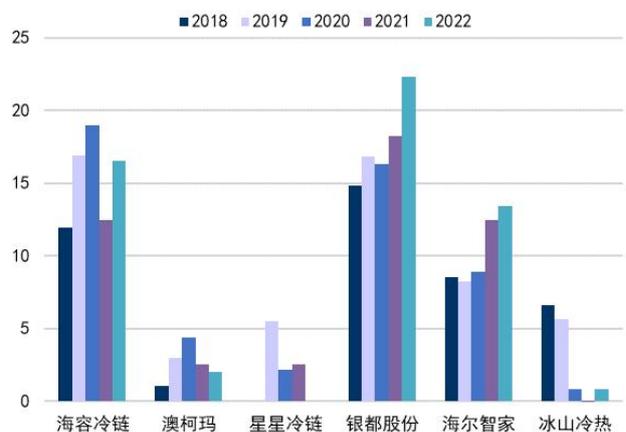
图17: 公司生产人员人均年产量保持提升趋势



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：人均产量以“当年产量/年初与年末生产人员均值”计算

表9: 公司人均创利（万元/年·人）处于行业较为领先的水平

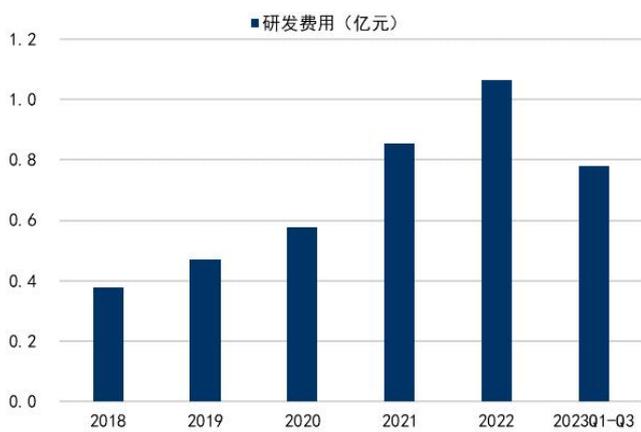


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 研发持续投入，保障产品品质

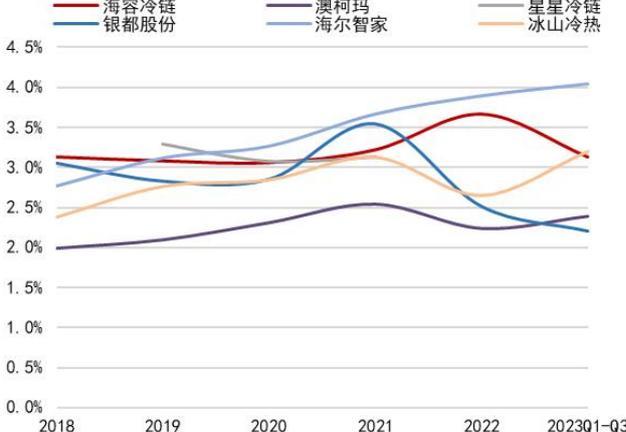
生产高效率及产品类型丰富的背后，也离不开公司对技术研发的持续投入。公司紧跟市场需求，主动发掘新需求动向，进行前瞻性研发，在不断满足客户各种差异化需求的过程中积累了丰富的产品研发经验。在传统业务领域，多年来公司的新产品一直具有引领行业发展的作用；在智能化业务领域，公司凭借超前的布局，在技术方面已经取得先发优势。2018-2023 前三季度，公司研发费用率维持在3.1%-3.7%之间的水平，研发费用投入从2018年的不到4000万提升至2022年超过1亿元。研发持续大力度的投入，有望为公司在制冷设备愈发智能化、数字化的当下，构建差异化的竞争优势，更好的满足客户的需求。

图18: 公司研发投入持续增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表10: 公司研发费用率位居行业较高水平



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

在技术及生产的保障下，公司通过国内外及大客户的产品认证，质量控制及管理

**体系完善。**公司专门设有品质部，具体负责公司质量体系策划、质量体系持续改进、供应商资质管理、业务部门质量目标考核、客户满意度调查分析等。在供应商资质管理、原材料采购、产品设计、生产加工、产品试制、售后服务等各环节，公司制订了严格的质量管理规范，确保产品质量。目前公司已通过国内 3C 认证，在海外，公司通过美国 ETL 认证、德国 VDE 认证、欧盟 RoHS 认证、欧盟 CE 认证、日本 PSE 认证、韩国 KC、沙特 SASO 认证等，也通过了雀巢、联合利华等跨国企业内部的产品标准。

表11: 海容冷链已通过国内外多个认证标准

类型	产品已通过认证
中国	ISO9001 质量管理体系认证、国家强制 3C 认证
美国	ETL 认证、ETL-Sanitation 认证、UL 认证
欧洲	德国 VDE 认证、欧盟 RoHS 认证、欧盟 CE 认证
其他	日本 PSE 认证、韩国 KC、沙特 SASO 认证
企业标准	雀巢、联合利华等

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 持续开拓大客户，优质客户资源多

在技术研发和生产的支撑下，公司持续开拓客户，与下游各行业头部品牌建立起长期稳定的合作关系。B 端客户通常具有严格的外部采购管理体系，对于产品交付期及产品质量要求较高，一旦切入其供应链，往往会获得较为稳定的订单。公司在过去多年的发展中，持续切入行业头部客户，与联合利华、雀巢、伊利、蒙牛、百事、可口可乐、农夫山泉等下游行业的头部公司建立起合作关系，建立起覆盖全国、辐射海外的销售网络。此外，公司还和国内外知名商业超市、连锁品牌便利店、冰淇淋生产商、速冻食品生产商等建立供货关系，持续扩充客户覆盖面。目前公司已和下游乳品、冷饮、饮料、商超便利店等行业头部客户建立起稳定合作，优质客户资源丰富。

表12: 公司持续开拓大客户

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>第一大客户</b>	联合利华	联合利华	联合利华	合肥晶弘电器	Innovative Display Works, Inc.	Innovative Display Works, Inc.	伊利	伊利
<b>第二大客户</b>	蒙牛	蒙牛	蒙牛	联合利华	联合利华	伊利	Innovative Display Works, Inc.	联合利华
<b>第三大客户</b>	合肥美菱	安徽康佳电器	合肥美菱	蒙牛	合肥晶弘电器	蒙牛	蒙牛	农夫山泉
<b>第四大客户</b>	美利得(乌鲁木齐)进出口公司	合肥美菱	红宝石冰淇淋	Innovative Display Works, Inc.	蒙牛	联合利华	联合利华	雀巢集团
<b>第五大客户</b>	Scan Domestic Household Supplier (丹麦)	Scan Domestic Household Supplier (丹麦)	安徽康佳电器	红宝石冰淇淋	伊利	Excellence Industries	农夫山泉	Innovative Display Works, Inc.

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 发展展望：持续开拓海内外客户，发力冷藏等占比较低品类

虽然目前公司已成为行业头部企业，但 2022 年行业销量市占率仅有 14.2%。在分散的行业格局下，公司有望凭借头部企业的规模优势和品牌效应，更高效的开拓国内外新客户，利用客户资源优势发力冷藏等占比较低的品类。

1) 公司 2014-2022 年营收复合增速达到 22.5%，而轻商制冷设备销售额复合增速

为 11%，公司实现远高于行业的增长。这背后主要依靠的就是公司对于新客户的持续开拓，获得包括伊利、雀巢、农夫山泉等大客户的订单，后续新客户的开拓有望持续贡献新的增长点。外销方面，公司客户开拓的空间相对更充足。产业在线数据显示，2022 年我国轻商制冷出口量占比达到 43%，而公司的外销收入占比仅有 24%，外销存在一定的提升空间。

2) 商用制冷除了冷冻需求外，冷藏、智能售货柜等需求的行业空间同样不低。公司 2022 年收入中，商用冷冻展示柜的收入占比达到 61%，商用冷藏展示柜收入占比不足 20%。而商用冷冻及冷藏的客户存在一定的重叠关系，如商超便利店、乳品客户等，公司在冷冻行业做到行业龙头后，有望在冷藏等细分行业持续发力，为公司收入增长贡献新的增长点。

图 19: 公司外销收入存在提升空间



资料来源：产业在线，公司公告，国信证券经济研究所整理

表 13: 公司占比较低的冷藏等业务存在发展空间



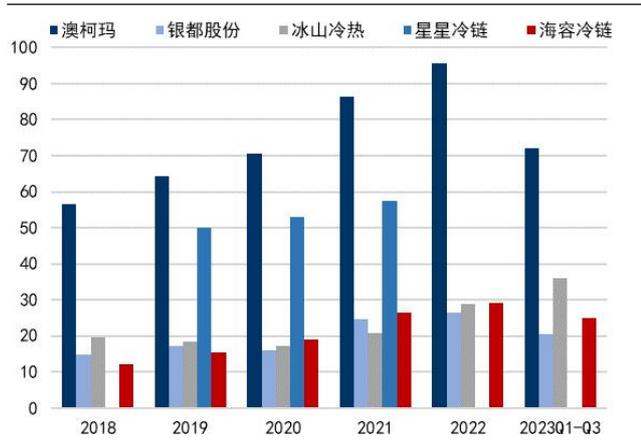
资料来源：产业在线，公司公告，国信证券经济研究所整理

## 财务分析

### 成长性分析

公司收入规模相较同行业尚低，但增速相对较快。我们选取具备商用制冷业务的澳柯玛、银都股份、冰山冷热、星星冷链作为可比公司，2022 年公司收入体量为 29 亿，可比公司中有两家规模与公司相近，两家营收规模或超 50 亿（星星冷链中止 IPO，缺少 2022 年财务数据），公司营收规模较小。主要系澳柯玛存在较大体量的家用制冷业务，星星冷链还有商厨设备、家用制冷业务，单纯比较商用制冷业务营收规模的话，公司营收体量位居行业前列。从收入增速看，公司收入增速在可比公司中相对领先，2018-2022 年的收入复合增长高于可比公司。

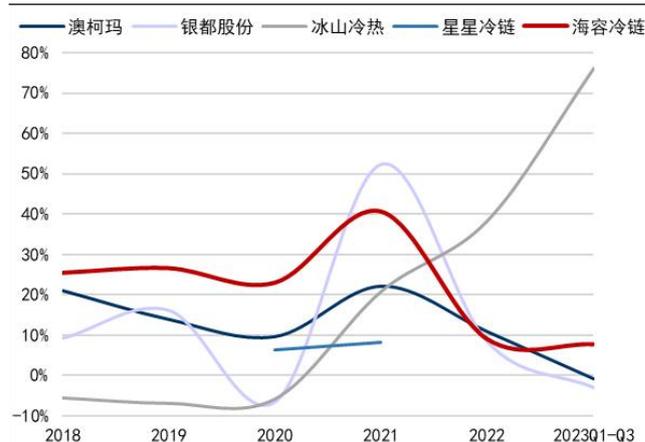
图20: 公司收入规模在可比公司中相对较低 (亿元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 星星冷链 IPO 中止, 故只有其 2019-2021 年财务数据, 下同

图21: 公司收入增速较为领先

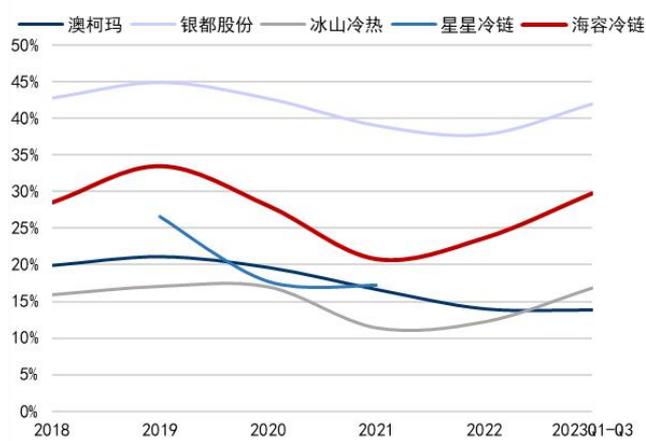


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 盈利能力分析

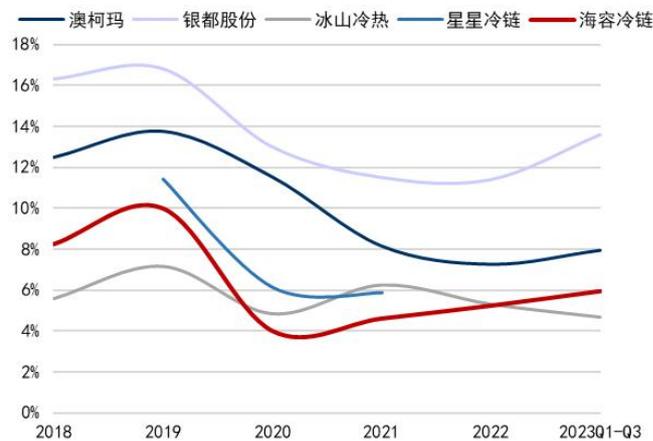
公司毛利率处于行业靠前水平。公司 2018-2022 年毛利率平均为 27%，与可比公司相比，公司毛利率仅次于银都股份，高于其他可比公司。银都股份毛利率较高主要在于下游客户规模较小，银都存在一定的品牌溢价。费用方面，公司销售及管理费用控制较好，研发投入力度相对较大。

图22: 公司毛利率处于行业较高水平



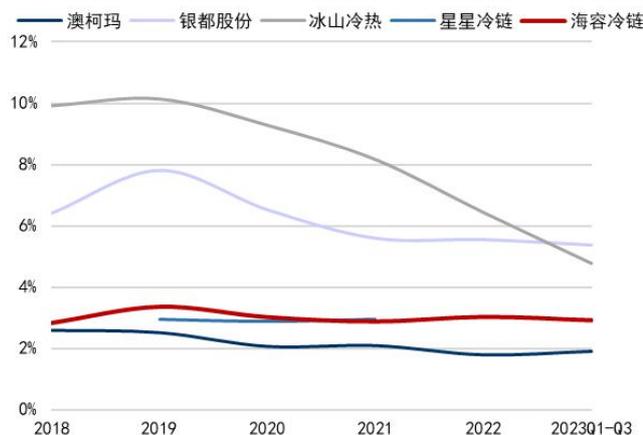
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图23: 公司销售费用率相对较低



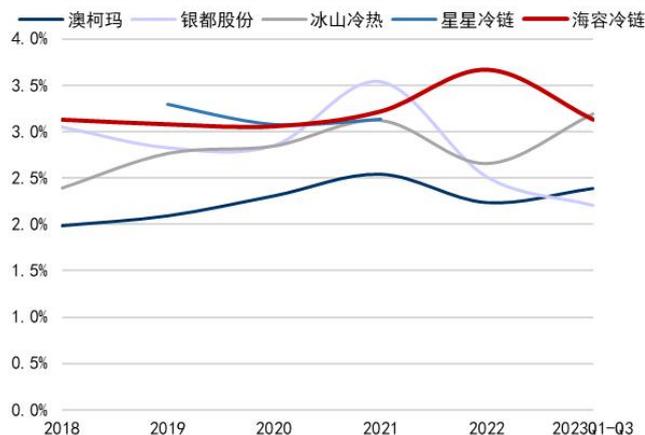
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图24: 公司管理费用率相对处于行业中下水平



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

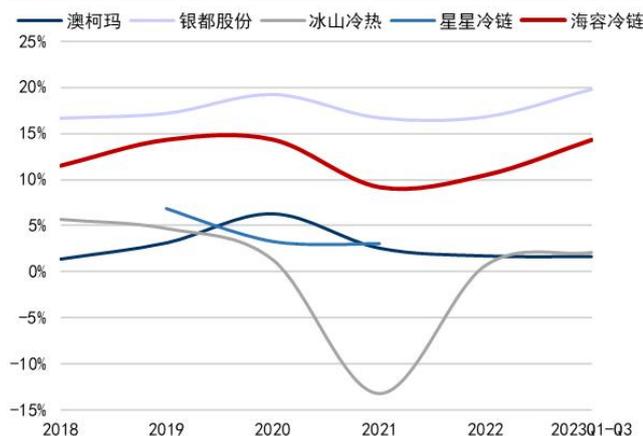
图25: 公司研发费用投入力度相对较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

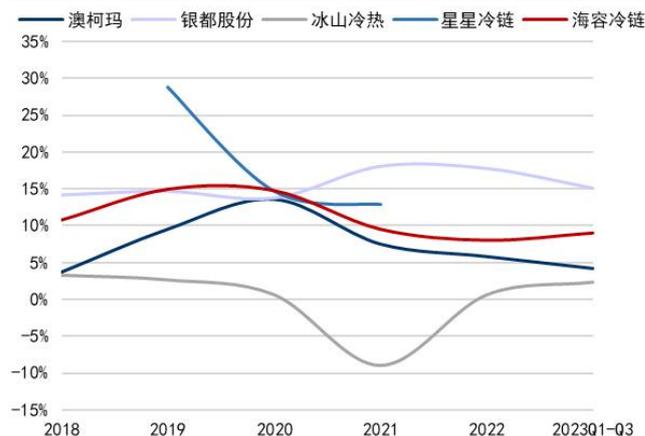
**公司盈利能力处于行业中上水平。**公司 2018–2022 年净利率平均为 12%，较为稳定，在可比公司中，仅次于银都股份，处于行业较高水平。以摊薄 ROE 来看，公司 ROE 基本在 10%左右，位于行业中间水平。

图26: 公司净利率处于行业中上水平



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图27: 2021 年之后公司 ROE 位于行业中间水平



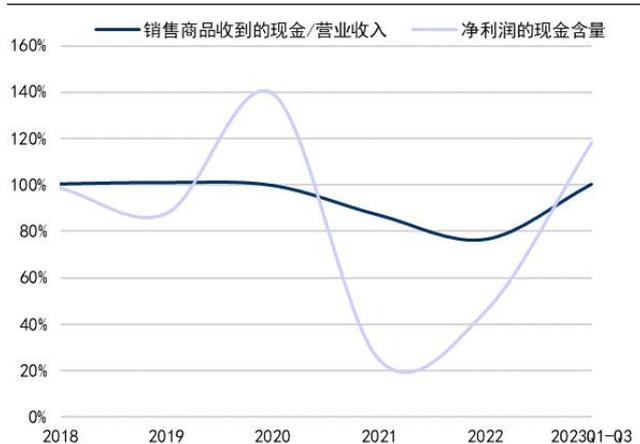
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 现金流量分析

**公司现金流量表现相对较好。**2018 年以来公司销售商品收到的现金/营业收入及净利率现金含量（经营性现金流量金额/归母净利润）的比例基本在 100%左右，2021–2022 年公司部分客户的账期有所增加，拉低营收及利润的净现金含量，但 2023Q1–Q3 已恢复至 100%的水平。

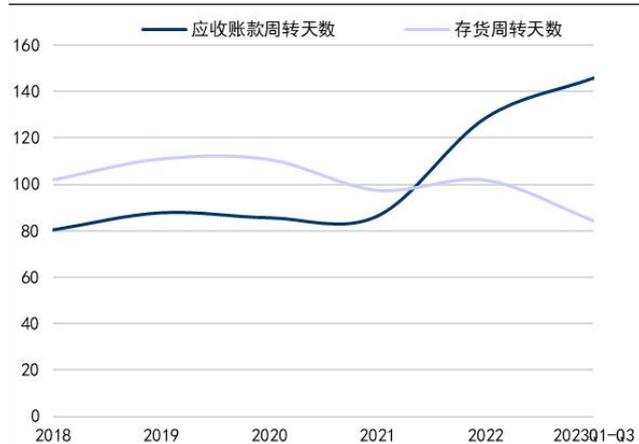
**公司应收账款周转天数有所增加，存货周转天数有所降低。**2018–2023 前三季度公司应收账款周转天数从 81 天增加至 146 天，公司信用期内的应收账款增加，导致应收账款周转率有所降低。公司的存货周转天数有所下降，由最高的 110 多天降至 2023 年前三季度的 84 天。

图28：公司现金回款表现正常



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图29：公司应收账款周转率降低、存货周转天数有所下降



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

**商用冷冻展示柜：**公司在商用冷冻展示柜深耕多年，长期保持领先，客户积累深厚，2018-2022年销量复合增速达到22%。该业务随着下游乳制品等客户的持续深入合作，以及公司在海外多区域的开拓，有望保持稳健增长趋势，我们假设公司商用冷冻展示柜2023-2025年销量增长分别为19.0%/13.0%/10.0%；价格方面，考虑到2023年原材料价格有所下降，预计均价有所下降，此后随着结构优化实现稳健上涨，2023-2025年价格预计分别-2%/+2%/+2%。综合来看，我们预计公司2023-2025年冷冻展示柜收入分别+16.6%/+15.3%/+12.2%。

毛利率方面，公司商用冷冻展示柜业务毛利率在2021年受原材料影响较大，毛利率出现较大幅下滑，2022年随着原材料成本下降，毛利率实现修复。预计2023年在原材料成本同比下滑及价格相对稳定下，公司毛利率依然存在较大修复，2024年毛利率恢复至2018-2020年的正常水平。因而我们假设商用冷冻展示柜2023-2025年毛利率为34.3%/34.6%/34.6%。

**商用冷藏展示柜：**该业务的下游客户主要为冷饮等客户，2022年受下游行业影响，销量有所下滑。预计2023年随着公司在北美等海外渠道的发力及国内持续切入新客户，销量有望回归稳健增长。我们假设2023-2025年商用冷藏展示柜销量增速分别为13.0%/17.0%/15.0%。价格受到行业竞争的影响，预计2023年均价随原材料价格有所下滑，后续随着海外占比提升，价格逐步企稳。假设2023-2025年价格同比分别-6.0%/2.0%/1.0%。综合来看，预计公司2023-2025年收入商用冷藏展示柜增速为6.2%/19.3%/16.2%。

毛利率方面，考虑到价格变动趋势，预计2023-2025年毛利率分别为16.0%/16.5%/17.0%。

**商超展示柜：**该业务下游客户主要以便利店等渠道为主，过去几年保持高速增长趋势，预计2023年受到大客户影响，销量基本持平，2024年开始销量回归较高稳定增长，假设2023-2025年销量同比增速为1.0%/18.0%/16.0%。商超展示柜单

价较高，考虑到 2022 年价格基数较高，预计 2023 年单价随原材料成本下降或有所降低，此后随产品结构升级实现小幅上涨，假设 2023-2025 年价格同比分别为 -6.0%/+3.0%/+3.0%。预计 2023-2025 年商超展示柜收入分别为 -5.1%/+21.5%/+19.5%。

毛利率方面，2021 年以来受原材料及大客户的影响，商超展示柜毛利率下降明显，预计 2023 年在原材料成本好转下有望迎来止跌反弹，毛利率实现修复。假设 2023-2025 年毛利率分别为 16%/17%/18%。

**商用智能售货柜：**该业务下游客户主要是饮料、乳制品、食品等行业的品牌商和运营商，2020-2022 年由于疫情的原因，该业务实现爆发式增长。预计 2023 年后进入稳健发展期，考虑到 2022 年基数较高，假设 2023-2025 年销量增速分别为 2%/20%/15%。价格方面，预计后续价格在小幅下降后维持平稳，2023-2025 年价格同比分别为 -2%/+3%/+2%。合计 2023-2025 年收入同比分别持平/+23.6%/+17.3%。

毛利率方面，由于该业务收入体量较小，毛利率波动较大，2021 年以来随着规模的扩张，毛利率实现持续提升。后续随着规模的持续扩大、公司软件算法收入增加及原材料波动降低，预计毛利率稳步提升到较高水平。2023-2025 年毛利率预计为 30%/32%/32%。

**因此我们预计公司 2023-2025 年营业收入同比增长 10.8%/16.5%/13.6% 至 32.2/37.5/42.6 亿元，综合毛利率稳步提升至 28.6%/29.2%/29.3%。**

表 14: 海容冷链业务拆分

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>商用冷冻展示柜</b>						
收入 (亿元)	12.0	15.6	17.7	20.6	23.8	26.6
增速	8.8%	29.6%	13.2%	16.6%	15.3%	12.2%
销量 (万台)	60.4	85.5	88.2	104.9	118.6	130.4
销量同比	7.1%	41.6%	3.1%	19.0%	13.0%	10.0%
单价 (元/台)	1,994	1,826	2,004	1,964	2,003	2,043
单价同比	1.6%	-8.4%	9.8%	-2.0%	2.0%	2.0%
毛利 (亿元)	4.0	3.6	5.0	7.1	8.2	9.2
毛利率	33.0%	23.2%	28.2%	34.3%	34.6%	34.6%
<b>商用冷藏展示柜</b>						
收入 (亿元)	4.1	6.7	5.4	5.8	6.9	8.0
增速	58.2%	62.2%	-19.3%	6.2%	19.3%	16.2%
销量 (万台)	16.3	22.3	17.0	19.2	22.5	25.8
销量同比	57.3%	36.5%	-23.8%	13.0%	17.0%	15.0%
单价 (元/台)	2,533	3,009	3,186	2,995	3,055	3,085
单价同比	0.6%	18.8%	5.9%	-6.0%	2.0%	1.0%
毛利 (亿元)	0.6	1.1	0.9	0.9	1.1	1.4
毛利率	14.9%	15.9%	16.0%	16.0%	16.5%	17.0%
<b>商超展示柜</b>						
收入 (亿元)	1.6	2.2	3.2	3.1	3.7	4.4
增速	103.5%	32.3%	47.6%	-5.1%	21.5%	19.5%
销量 (万台)	2.6	3.8	4.7	4.7	5.6	6.5
销量同比	123.2%	44.6%	23.9%	1.0%	18.0%	16.0%
单价 (元/台)	6,310	5,773	6,879	6,466	6,660	6,860
单价同比	-8.8%	-8.5%	19.2%	-6.0%	3.0%	3.0%
毛利 (亿元)	0.5	0.4	0.4	0.5	0.6	0.8
毛利率	32.6%	18.9%	11.6%	16.0%	17.0%	18.0%
<b>商用智能售货柜</b>						
收入 (亿元)	0.2	1.1	1.6	1.6	2.0	2.3
增速	107.8%	339.5%	52.1%	0.0%	23.6%	17.3%

销量 (万台)	0.4	2.4	4.4	4.5	5.4	6.2
销量同比	36.3%	477.6%	81.9%	2.0%	20.0%	15.0%
单价 (元/台)	5,740	4,368	3,652	3,579	3,686	3,760
单价同比	52.4%	-23.9%	-16.4%	-2.0%	3.0%	2.0%
毛利 (亿元)	0.0	0.2	0.3	0.5	0.6	0.7
毛利率	10.8%	15.7%	21.2%	30.0%	32.0%	32.0%
<b>其他业务</b>						
收入 (亿元)	0.8	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2
增速	11.6%	27.0%	7.2%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利 (亿元)	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
毛利率	17.7%	24.1%	26.2%	26.0%	26.0%	26.0%
<b>合计</b>						
总营收 (亿元)	18.9	26.6	29.0	32.2	37.5	42.6
增速	23.1%	40.8%	9.1%	10.8%	16.5%	13.6%
毛利 (亿元)	5.3	5.5	6.9	9.3	10.9	12.4
毛利率	28.1%	20.8%	23.6%	28.8%	29.1%	29.2%

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理和预测

注:公司其他业务收入主要为出售配件和提供商用展示柜维护保养服务等

### 费用及其他收益假设:

**销售费用:**公司持续开拓海外客户,预计销售费用规模会有所提升,此后在高位随着规模效应释放,销售费用率将有所降低。假设2023-2025年销售费用率为6.8%/6.7%/6.4%。

**管理费用:**公司管理费用率较为稳定,随着收入规模效应显现,管理费用率有望逐步降至此前较低的水平,预计2023-2025年管理费用率为2.9%/2.8%/2.7%。

**研发费用:**公司2022年研发费用率明显提升,预计2023年逐步见顶,此后随收入规模扩大而有所降低,假设2023-2025年研发费用率分别为3.7%/3.6%/3.5%。

**财务费用:**公司有息负债较少,利息收入稳定,财务费用率主要受汇兑损益影响,考虑到2023年人民币汇率波动幅度较大,预计2023年实现汇率正收益,预计2024-2025年汇率波动相对较稳、汇兑影响较小。预计2023-2025年财务费用率分别为-1.3%/-0.9%/-0.7%。

### 未来3年业绩预测

表15:未来3年盈利预测表

(单位:百万元)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1890	2662	2905	3218	3750	4259
毛利率	28.1%	20.8%	23.6%	28.8%	29.1%	29.2%
销售费用率	4.0%	4.6%	5.3%	6.8%	6.7%	6.4%
管理费用率	2.9%	2.7%	2.8%	2.9%	2.8%	2.7%
研发费用率	3.1%	3.2%	3.7%	3.7%	3.6%	3.5%
财务费用率	-1.2%	0.2%	1.5%	-1.3%	-0.9%	-0.7%
归属于母公司净利润	268	225	292	422	503	584
EPS	1.69	0.92	1.06	1.09	1.30	1.51
ROE	14.8%	9.5%	8.0%	10.8%	12.1%	13.2%

资料来源:Wind,国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件,我们得到公司2023-2025年收入分别为32.2/37.5/42.6亿元,同比增长10.8%/16.5%/13.6%;归母净利润为4.2/5.0/5.8亿元,利润年增速分别为44.4%/19.3%/16.1%;EPS分别为1.09/1.30/1.51元。

## 盈利预测的敏感性分析

我们采用中性、谨慎和乐观情境下公司的利润水平，其中主要变量为收入增速、毛利率和费用率。在收入增速和盈利能力调整的情况下，公司业绩的敏感性主要体现在未来的利润增速上，若收入、毛利率整体处于乐观/谨慎情况下（收入增速提升/下降 5%、毛利率提升/下降 1pct、期间费用率下降/提升 2pct），2021-2025 年净利润复合增速分别为 36.6%和 16.8%（中性情况下复合增速 26.9%），利润增速波动幅度约为 19.8pct。

表16: 情景分析（乐观、中性、谨慎）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	2,662	2,905	3,363	4,087	4,847
(+/-%)	40.8%	9.1%	15.8%	21.5%	18.6%
净利润(百万元)	225	292	524	649	784
(+/-%)	-16.0%	29.8%	79.3%	23.9%	20.8%
摊薄 EPS	0.92	1.06	1.36	1.68	2.03
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	2,662	2,905	3,218	3,750	4,259
(+/-%)	40.8%	9.1%	10.8%	16.5%	13.6%
净利润(百万元)	225	292	422	503	584
(+/-%)	-16.0%	29.8%	44.4%	19.3%	16.1%
摊薄 EPS(元)	0.92	1.06	1.09	1.30	1.51
<b>谨慎预测</b>					
营业收入(百万元)	2,662	2,905	3,073	3,427	3,721
(+/-%)	40.8%	9.1%	5.8%	11.5%	8.6%
净利润(百万元)	225	292	327	376	419
(+/-%)	-16.0%	29.8%	12.1%	14.9%	11.5%
摊薄 EPS	0.92	1.06	0.85	0.97	1.09
总股本(百万股)	245	276	386	386	386

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

**绝对估值：以 FCFE 方法得到合理股价估值为 16.48-20.22 元/股**

未来 5 年估值假设条件见下表：

表17: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
营业收入增长率	40.8%	9.1%	10.8%	16.5%	13.6%	11.0%	10.0%	8.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%
毛利率	20.8%	23.6%	28.8%	29.1%	29.2%	29.2%	29.2%	29.2%	29.2%	29.2%	29.2%	29.2%
管理费用/营业收入	2.7%	2.8%	2.9%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
研发费用/营业收入	3.2%	3.7%	3.7%	3.6%	3.5%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
销售费用/销售收入	4.6%	5.3%	6.8%	6.7%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
所得税税率	11.4%	10.8%	13.0%	13.0%	13.0%	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
股利分配比率	46.6%	27.3%	40.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

表18: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1	T	15.00%
无风险利率	2.50%	Ka	10.75%
股票风险溢价	7.50%	有杠杆 Beta	1.10
公司股价 (元)	15.73	Ke	10.75%
发行在外股数 (百万)	386	E/(D+E)	100.00%
股票市值 (E, 百万元)	6079	D/(D+E)	0.00%
债务总额 (D, 百万元)	0	WACC	10.75%
Kd	5.30%	永续增长率 (10年后)	2.0%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所假设

表19: 海容冷链 FCFE 估值表

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	459.7	561.7	662.0	731.0	806.5
所得税税率	13.00%	13.00%	13.00%	14.00%	15.00%
EBIT*(1-所得税税率)	399.9	488.6	575.9	628.6	685.5
折旧与摊销	87.4	112.8	132.5	152.7	173.0
营运资金的净变动	270.6	(168.8)	(129.3)	48.3	(95.1)
资本性投资	(273.5)	(310.4)	(308.4)	(297.4)	(305.4)
FCFF	484.4	122.3	270.9	532.2	458.0
(利息费用-利息收入)*(1-T)	26.1	27.9	27.3	29.0	31.8
长期贷款的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
循环贷款的增加(减少)	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
FCFE	510.4	150.3	298.2	561.2	489.8
PV(FCFE)	460.9	122.5	219.5	373.0	293.9
股票价值	7,010.5				
每股价值	18.14				

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

## 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。参考敏感性分析表, 得到公司合理的股价区间为 16.48-20.22 元/股。

表20: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		9.8%	10.3%	10.8%	11.3%	11.8%
永续 增长 率变 化	3.0%	22.90	21.10	19.54	18.18	16.97
	2.5%	21.85	20.22	18.80	17.54	16.43
	2.0%	20.93	19.45	18.14	16.98	15.95
	1.5%	20.13	18.76	17.56	16.48	15.51
	1.0%	19.41	18.15	17.03	16.02	15.11

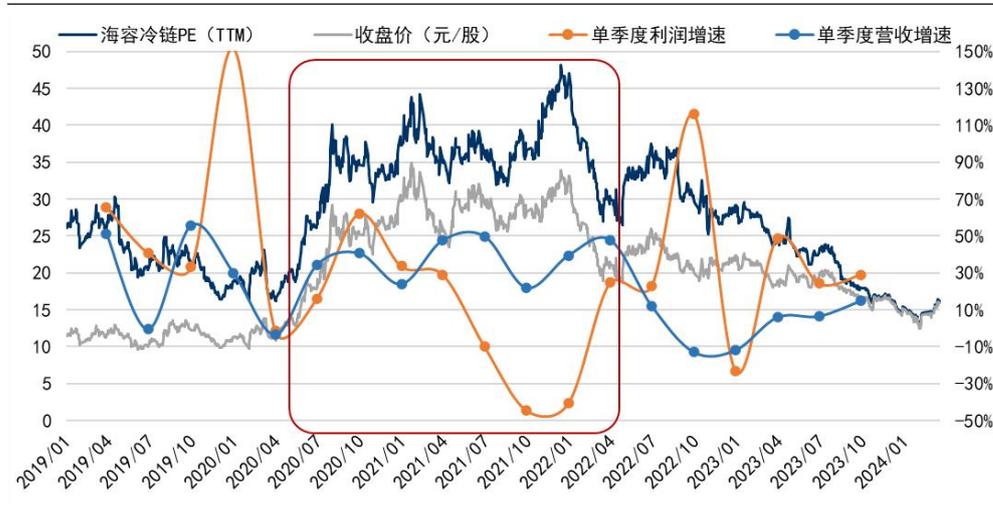
资料来源: 国信证券经济研究所分析

## 相对估值: 结合 PEG 得到合理估值为 17.47-19.33 元/股

复盘公司历史估值来看, 公司估值受营收增速影响较大, 业绩及市场因素对公司估值也有所影响。公司自 2018 年底上市到 2020 年初, 估值基本在 20-30X 之间, 受营收增速波动的影响; 自 2020Q2 到 2022Q1 的两年间, 公司单季度营收增速基本维持在 20%-50%之间, 营收增速区间较之前明显上移, 估值也基本保持在 30X

以上；2022Q2 以来，公司营收增速有所回落，叠加市场风格切换，公司估值持续承压。以 3 月 19 日估值（PE：TTM），公司估值已处于 2019 年以来 5%以下的分位数水平。

图30: 公司估值受营收增速相对较大



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

对比可比公司来看，我们选取具有商用制冷业务的澳柯玛、银都股份、海尔智家及冰山冷热作为可比公司。具有 wind 一致预测的三家公司 2023 年平均估值为 21.5 倍，考虑到冰山冷热利润处于快速修复期，对应 2023 年利润估值较高，剔除冰山冷热的极值后，2023 年平均估值为 17.3 倍。而按 PEG=1 计算，海容冷链 2023 年的合理估值为 17.7 倍。考虑到海容冷链在商用制冷业务上的规模领先优势及较高的盈利水平，我们给予公司合理估值上限参考 PEG=1，合理估值下限参考可比公司平均估值给予 16 倍，即合理估值区间为 16.0-17.7 倍，对应合理股价区间为 17.47-19.33 元/股。

表21: 海容冷链及可比公司经营情况

公司名称	主营业务	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			复合增速*	PE			PEG 2023E
			2023E	2024E	2025E		2023E	2024E	2025E	
澳柯玛	商用冷链设备及家用电器	39	-	-	-	-	-	-	-	-
银都股份	商用餐饮制冷设备、自助餐设备和西厨设备等	121	5.43	6.63	8.09	22.0%	22.2	18.2	14.9	1.01
海尔智家	冰箱冷柜、洗衣机、空调、中央空调等	2,098	168.43	192.03	217.10	13.5%	12.5	10.9	9.7	0.92
冰山冷热	工业制冷制热、商用冷冻冷藏、空调与环境等	29	0.99	2.38	3.55	89.8%	29.8	12.4	8.3	0.33
						平均	21.5	13.8	10.9	0.75
						剔除 2023 年冰山冷热的极值后平均	17.3	14.6	12.3	0.96
海容冷链	商用冷冻展示柜、商用冷藏展示柜、商超展示柜、商用智能售货柜	61	4.22	5.03	5.84	17.7%	14.4	12.1	10.4	0.82

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

注：\*复合增速为 2023E-2025E 复合增速，除海容冷链外其余公司采用 wind 一致预测，市值数据由 2024 年 3 月 19 日收盘价计算

因此综合相对估值和绝对估值，我们给予公司股价合理估值为 17.47-19.33 元/股，对应 2023 年 PE 为 16.0-17.7 倍，对应市值为 67.5-74.7 亿元。

## 投资建议

商用冷链行业未来有望延续稳健增长，海容冷链作为行业龙头，有望凭借研发、

生产及规模优势和品牌效应，持续开拓国内外客户，发力冷藏等低分额潜力品类。预计公司 2023-2025 年收入分别为 32.2/37.5/42.6 亿元，同比增长 10.8%/16.5%/13.6%；归母净利润为 4.2/5.0/5.8 亿元，同比增长 44.4%/19.3%/16.1%；对应 EPS 为 1.09/1.30/1.51 元/股。综合绝对估值和相对估值，我们认为公司股价合理估值区间为 17.47-19.33 元/股，市值区间为 67.5-74.7 亿元，对应 2023 年 PE 为 16.0-17.7 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 7.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面，我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，通过 PE 估值的方式得到公司估值的合理区间，如果市场整体风险偏好发生变化、估值中枢向下调整，公司有可能面临估值下调的风险。

### 盈利预测的风险

- ◆ 我们预计公司商用冷冻及冷藏展示柜等主要产品销量仍有望保持 10% 以上的增长，价格除 2023 年有所下滑外，此后保持小幅上涨，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来毛利率随着海外占比提升及产品结构优化将迎来小幅提升，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

### 经营风险

**市场竞争风险及新产品不能及时开发的**风险：公司专注于商用展示柜的研发、生产和销售，并通过专业化、差异化和定制化的产品成长为行业中的有力竞争者。目前公司所处行业竞争日益激烈，下游客户所处行业不断推出新的营销方式，对公司产品的定制化和差异化需求更为迫切，若公司不能及时掌握市场需求的变化并进行有效的新产品开发，将会影响公司业务的发展。

**原材料价格波动**风险：公司主要原材料及关键零部件包括钢材（主要为冷轧板卷、PCM 板等）、异氰酸酯、组合聚醚、压缩机及玻璃门体等。其中，钢材、异氰酸酯、组合聚醚及压缩机的采购价格受到钢铁和原油等大宗商品价格的影响，波动较大。一旦主要原材料及零部件价格发生大幅波动，将会影响公司经营业绩的稳定性。

**主营产品季节性波动**风险：公司的客户主要集中在冷饮行业、速冻食品行业和饮料行业，冷饮和饮料的终端消费具有明显的季节性，因此客户采购商用冷冻、冷藏展示柜也呈现一定的季节性。通常每年的上半年和年底为公司的产销旺季，7-10 月份为产销售淡季。因此，公司业务受季节性特征影响，主要存在以下风险：一是

生产旺季，存在产能不足无法满足客户需求的风险；二是生产淡季，存在产能难以充分利用的风险。

**客户相对集中的风险：**公司主营业务中前五名客户合计收入占比较大。虽然报告期内公司整体上保持了主要客户的稳定，并拓展了一批新客户，但如果现有主要客户出现变动，则会对公司业绩产生较大影响。

**汇率波动的风险：**公司出口业务收入受汇率变化的影响具有一定的不确定性，若人民币升值将对公司出口业务造成较大负面影响；公司少量主要原材料需要进口，若人民币贬值将对该部分采购产生一定负面影响。如果未来汇率发生大幅波动，而公司不能采取有效措施规避或降低由此带来的负面影响，则将会影响公司的业绩。

## 财务风险

**应收账款风险：**截止 2023Q3，公司应收账款账面价值为 14 亿元，占总资产的比例为 26%、占比较高。如果宏观经济形势及行业发展前景发生重大不利变化或个别客户经营状况发生困难，则公司存在因应收账款难以收回而产生坏账的风险。

**存货跌价风险：**公司存货账面价值为 5 亿元，占当期总资产的比例为 9%。若未来市场环境发生变化或竞争加剧导致产品滞销、存货积压等情况，将造成公司存货跌价损失增加，对公司的盈利能力产生不利影响。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	898	1355	1642	1570	1571	营业收入	2662	2905	3218	3750	4259
应收款项	816	1313	1110	1379	1654	营业成本	2109	2218	2292	2657	3016
存货净额	672	583	589	673	772	营业税金及附加	23	27	29	33	39
其他流动资产	75	54	104	99	110	销售费用	123	153	219	251	273
<b>流动资产合计</b>	<b>2791</b>	<b>3886</b>	<b>4088</b>	<b>4332</b>	<b>4718</b>	管理费用	77	88	99	111	121
固定资产	680	935	1124	1325	1504	研发费用	86	107	119	135	149
无形资产及其他	149	150	145	140	135	财务费用	(6)	(44)	(42)	(32)	(31)
投资性房地产	94	145	145	145	145	投资收益	16	11	8	13	11
长期股权投资	3	3	3	3	3	资产减值及公允价值变动	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)
<b>资产总计</b>	<b>3717</b>	<b>5119</b>	<b>5506</b>	<b>5946</b>	<b>6506</b>	其他收入	(72)	(128)	(119)	(135)	(149)
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	营业利润	279	344	509	606	703
应付款项	1095	1183	1270	1410	1616	营业外净收支	(5)	(3)	(3)	(3)	(3)
其他流动负债	214	228	255	283	321	<b>利润总额</b>	<b>275</b>	<b>341</b>	<b>505</b>	<b>603</b>	<b>700</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1309</b>	<b>1411</b>	<b>1525</b>	<b>1693</b>	<b>1937</b>	所得税费用	31	37	66	78	91
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	18	12	18	21	24
其他长期负债	15	31	40	49	61	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>225</b>	<b>292</b>	<b>422</b>	<b>503</b>	<b>584</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>15</b>	<b>31</b>	<b>40</b>	<b>49</b>	<b>61</b>	现金流量表（百万元）					
<b>负债合计</b>	<b>1324</b>	<b>1442</b>	<b>1565</b>	<b>1742</b>	<b>1998</b>	净利润	225	292	422	503	584
少数股东权益	27	32	43	54	66	资产减值准备	2	(1)	1	1	0
股东权益	2366	3645	3898	4150	4442	折旧摊销	62	72	87	113	133
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3717</b>	<b>5119</b>	<b>5506</b>	<b>5946</b>	<b>6506</b>	公允价值变动损失	1	2	1	1	1
						财务费用	(6)	(44)	(42)	(32)	(31)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(186)	(322)	271	(169)	(129)
每股收益	0.92	1.06	1.09	1.30	1.51	其它	7	9	9	10	12
每股红利	0.43	0.29	0.44	0.65	0.76	<b>经营活动现金流</b>	<b>112</b>	<b>53</b>	<b>792</b>	<b>459</b>	<b>601</b>
每股净资产	9.68	13.20	10.09	10.74	11.49	资本开支	0	(318)	(273)	(310)	(308)
ROIC	11.81%	12.56%	15%	18%	18%	其它投资现金流	110	(250)	(63)	31	0
ROE	10%	8%	11%	12%	13%	<b>投资活动现金流</b>	<b>110</b>	<b>(568)</b>	<b>(336)</b>	<b>(279)</b>	<b>(308)</b>
毛利率	21%	24%	29%	29%	29%	权益性融资	(4)	986	0	0	0
EBIT Margin	9%	11%	14%	15%	16%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	11%	13%	17%	18%	19%	支付股利、利息	(105)	(80)	(169)	(252)	(292)
收入增长	41%	9%	11%	17%	14%	其它融资现金流	(147)	145	(0)	0	0
净利润增长率	-16%	30%	44%	19%	16%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(361)</b>	<b>971</b>	<b>(169)</b>	<b>(252)</b>	<b>(292)</b>
资产负债率	36%	29%	29%	30%	32%	<b>现金净变动</b>	<b>(140)</b>	<b>457</b>	<b>287</b>	<b>(72)</b>	<b>1</b>
股息率	2.4%	1.8%	3.9%	5.8%	6.7%	货币资金的期初余额	1038	898	1355	1642	1570
P/E	17.1	14.9	14.4	12.1	10.4	货币资金的期末余额	898	1355	1642	1570	1571
P/B	1.6	1.2	1.6	1.5	1.4	企业自由现金流	92	(289)	484	122	271
EV/EBITDA	16.9	15.1	14.0	11.6	10.2	权益自由现金流	(55)	(144)	510	150	298

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032