

## 海外高增，盈利提升

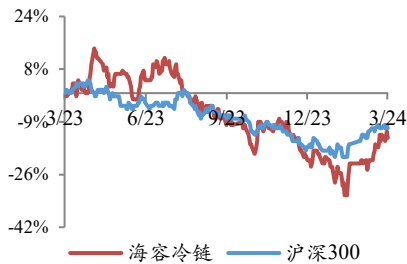
——海容冷链 23 年报点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-03-23

收盘价（元）	15.92
近 12 个月最高/最低（元）	20.99/12.46
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）	62
流通市值（亿元）	61

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

分析师：罗越文

执业证书号：S0010524020001

邮箱：luoyuewen@hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

#### ● 公司发布 2023 年业绩：

- **23Q4**：收入 7.1 亿 (+20.2%)，归母 0.57 亿 (+140.1%)，扣非 0.38 亿 (+103.3%)。
- **23 年**：收入 32.0 亿 (+10.3%)，归母净利润 4.1 亿 (+41.4%)，扣非 3.9 亿 (+40.5%)。
- **分红**：全年完成经营目标，另公司 23 年分红比例对应 51%，较往年 30% 水平呈现大幅提升。

#### ● 收入分析：外销及冷冻柜为核心增长引擎

- **23 年分地区**：外销拉动公司增长，预计主要出口地区中东南亚最快、欧洲低基数下增速恢复、北美平稳增长。23 年公司内销业务实现 21.4 亿元，同比持平，外销业务实现 9.7 亿元，同比+41%。
- **23 年分品类**：冷冻维持领先，冷藏及商超存单一客户扰动  
冷冻柜收入 20.8 亿，同比+17.9%，我们预计冷冻板块内销相对平稳增长，外销受益东南亚等海外景气快速增长；  
冷藏柜 23 年收入 5.7 亿，同比+5.1%，我们预计存单一客户调整影响增速，外销仍有销量提升；  
商超柜 23 年收入 2.2 亿，同比-31%，全年下滑同样存单一客户调整影响，外销占比低；  
智能柜 23 年收入 1.8 亿，同比+9.5%，新业务仍处培育期。  
整体看公司在冷冻领域份额维持领先，而冷藏及商超都因单一客户有所扰动，预计 24 年此影响减弱。

#### ● 盈利分析：受益结构优化、外销提升及大宗成本贡献

- **23 年公司盈利向上**，整体毛利率+6pct，其中内外销毛利率各+3.2pct/+10pct；净利率+2.4pct 主要来自产品结构、外销占比提升及大宗成本降价贡献。
- **费用率**：23 年销售费率 7.6%，同比+2.4pct；23 年管理费率 3.3%，同比+0.2pct；23 年研发费率 3.4%，同比-0.3pct；其中销售费用率因公司部分出口地区经销转直营的模式转换而有所提升，预计后期维持稳定，继续大幅提升可能性不大。

#### ● 投资建议：外销持续高景气，内销维持领先优势，维持“买入”

##### ➢ 我们的观点：

24 年公司收入目标为 32-35.5 亿元（同比增速区间为 0~10%），我们预计内销经营维稳为主，外销仍为增长核心，公司旨在内销以强竞争力维持冷冻柜领先地位，冷藏市场今年存低价竞争向下波及利润率，公司预计保持谨慎参与；海外伊利蒙牛及广大中小品牌等出海趋

势不减，公司产品创新速度好于对手，预计将乘东南亚之势进一步加大智能产品出海力度，故 24 年公司看点聚焦出口。

**盈利预测：**预计 24-26 年收入分别为 35.1/38.5/42.1 亿元，对应增速分别为 9.6%/9.5%/9.6%，归母净利润分别为 4.6/5.0/5.5 亿元，对应增速分别为 10.5%/8.8%/11.1%，大宗原材料价格波动或为利润率主要扰动因素，对应 PE 分别 14/13/11X，对应 24 年股息率约 3.4%，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

行业景气度波动，竞争加剧，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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3205	3512	3846	4214
收入同比 (%)	10.3%	9.6%	9.5%	9.6%
归属母公司净利润	413	457	497	552
净利润同比 (%)	41.4%	10.5%	8.8%	11.1%
毛利率 (%)	29.7%	29.0%	28.6%	28.7%
ROE (%)	10.3%	10.4%	10.1%	10.1%
每股收益 (元)	1.08	1.18	1.29	1.43
P/E	14.04	13.70	12.60	11.34
P/B	1.47	1.42	1.28	1.15
EV/EBITDA	9.08	7.53	6.76	5.73

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	4146	4421	5154	5565	
现金	1065	1177	1356	1655	
应收账款	1264	1249	1603	1523	
其他应收款	16	25	18	30	
预付账款	44	46	49	55	
存货	689	710	836	854	
其他流动资产	1070	1214	1292	1449	
<b>非流动资产</b>	1492	1695	1875	2031	
长期投资	65	65	65	65	
固定资产	984	1139	1221	1303	
无形资产	148	166	183	198	
其他非流动资产	295	325	407	465	
<b>资产总计</b>	5638	6116	7030	7596	
<b>流动负债</b>	1557	1603	2003	2000	
短期借款	0	50	75	104	
应付账款	627	762	776	902	
其他流动负债	930	791	1152	994	
<b>非流动负债</b>	61	73	85	97	
长期借款	0	10	20	30	
其他非流动负债	61	63	65	67	
<b>负债合计</b>	1619	1677	2089	2098	
少数股东权益	28	32	37	43	
股本	386	386	386	386	
资本公积	2136	2095	2095	2095	
留存收益	1469	1926	2422	2974	
归属母公司股东权益	3992	4407	4903	5455	
<b>负债和股东权益</b>	5638	6116	7030	7596	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	637	548	600	715	
净利润	413	461	502	557	
折旧摊销	98	152	174	200	
财务费用	0	1	4	5	
投资损失	-17	-14	-15	-17	
营运资金变动	112	-62	-73	-40	
其他经营现金流	333	532	584	606	
<b>投资活动现金流</b>	-820	-455	-454	-452	
资本支出	-199	-329	-329	-329	
长期投资	-528	-130	-130	-130	
其他投资现金流	-93	4	5	7	
<b>筹资活动现金流</b>	-162	19	33	36	
短期借款	0	50	25	29	
长期借款	0	10	10	10	
普通股增加	110	0	0	0	
资本公积增加	-86	-41	0	0	
其他筹资现金流	-186	1	-2	-3	
<b>现金净增加额</b>	-344	112	180	299	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业收入</b>	3205	3512	3846	4214	
营业成本	2254	2493	2746	3004	
营业税金及附加	32	32	35	38	
销售费用	244	246	269	295	
管理费用	104	112	123	135	
财务费用	-37	-23	-19	-20	
资产减值损失	-5	-5	-5	-5	
公允价值变动收益	5	0	0	0	
投资净收益	17	14	15	17	
<b>营业利润</b>	489	563	594	660	
营业外收入	3	3	3	3	
营业外支出	7	7	7	7	
<b>利润总额</b>	485	559	590	656	
所得税	72	98	89	98	
<b>净利润</b>	413	461	502	557	
少数股东损益	0	5	5	6	
<b>归属母公司净利润</b>	413	457	497	552	
EBITDA	528	683	739	828	
EPS (元)	1.08	1.18	1.29	1.43	

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	10.3%	9.6%	9.5%	9.6%
营业利润	42.1%	15.1%	5.5%	11.1%
归属于母公司净利	41.4%	10.5%	8.8%	11.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	29.7%	29.0%	28.6%	28.7%
净利率 (%)	12.9%	13.0%	12.9%	13.1%
ROE (%)	10.3%	10.4%	10.1%	10.1%
ROIC (%)	9.1%	9.7%	9.5%	9.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	28.7%	27.4%	29.7%	27.6%
净负债比率 (%)	40.3%	37.8%	42.3%	38.2%
流动比率	2.66	2.76	2.57	2.78
速动比率	2.18	2.27	2.11	2.30
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.60	0.60	0.59	0.58
应收账款周转率	2.52	2.79	2.70	2.70
应付账款周转率	3.60	3.59	3.57	3.58
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.08	1.18	1.29	1.43
每股经营现金流(薄)	1.65	1.42	1.55	1.85
每股净资产	10.33	11.40	12.69	14.12
<b>估值比率</b>				
P/E	14.04	13.70	12.60	11.34
P/B	1.47	1.42	1.28	1.15
EV/EBITDA	9.08	7.53	6.76	5.73

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

**分析师：**罗越文，食品饮料资深分析师。北京大学金融硕士，6年食品饮料、餐饮研究经验，曾任职于兴业证券、拾贝投资，新财富团队成员，擅长从买方视角深度挖掘投资机会

## 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。