

海容冷链 (603187)

盈利改善好于预期，主营持续向上

行业：机械/通用设备
 投资评级：买入（首次）
 当前价格：16.19 元
 目标价格：19.63 元

事件

海容冷链发布 2023 年报：2023A 实现营收 32.05 亿元，同比+10.34%，归母净利润 4.13 亿元，同比+41.37%，扣非净利润 3.92 亿元，同比+40.55%；23Q4 实现营收 7.07 亿元，同比+20.24%，归母净利润 0.57 亿元，同比+140.08%，扣非净利润 0.38 亿元，同比+103.36%；年度现金分红率 51.0%。

➤ 主营逐季提速，客户调整告一段落

23 年公司营收逐季增速分别为+6%/+7%/+15%/+20%，剔除下半年低基数影响，Q3/Q4 收入较 21 年同期分别持平/+6%，趋势改善。分产品，冷冻东南亚市场拉动外销，国内预计中个位数增长，全年+18%；冷藏内销低基数恢复为主，海外自 Q3 起增速转正，全年+5%。整体看，冷冻柜海外拓展贡献主要增量，23A 公司外销收入+41%，内销受客户波动影响较大，同比持平。

➤ 结构持续改善，盈利向上好于预期

受益外销、冷冻业务占比提升，23 年整体毛利率同比+6pct，恢复至疫前水平。结构变化之外，除冷藏受竞争加剧影响毛利略降，冷冻、智能柜毛利均有高个位数提升，商超低位修复；国内/海外毛利率分别+3/+10pct，原材料汇率利好、制造优化降本亦有贡献。23 年新业务投入加大及海外渠道调整影响下销售费用率+2.4pct，其余费率基本平稳，归属利润率+2.8pct。

➤ 下游扩张恢复，客户拓展兑现增量

B 端生意难以避免来自大客户及下游产业环境的外生波动，过去 2 年压制收入增长的两大因素：疫情冲击线下场景及冷藏、商超大客户波动均在 23 年先后步入尾声。1-2 月国内宏观指标多有回暖，若消费环境平稳向上，线下快消渠道投放有望重回长期扩张通道。剔除大客户波动，23 年海外及中小客户表现可圈可点，内生驱动持续放量较为确定，α 与 β 展望均较积极。

➤ 内生增长驱动，维持“买入”评级

23 年海容收入/归母净利润分别同比+10%/+41%，盈利能力改善较超预期。展望后续，产业下游需求端向上趋势较为确定，公司新客户及新业务持续取得突破，内生增长有驱动；海外与客户层级持续拓展，长期看订单波动影响或趋弱。海外占比提升+规模增长，销售投入预计平稳为主，盈利能力或稳定于历史偏高位。预计公司 24/25 年归属净利润 4.7/5.6 亿，同比+15%/+18%，给予 2024 年 16 倍 PE，对应目标价 19.6 元，给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格上涨，大客户订单波动，下游需求不及预期。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	386.43/384.47
流通 A 股市值(百万元)	6,224.62
每股净资产(元)	10.33
资产负债率(%)	28.71
一年内最高/最低(元)	30.29/11.56

股价相对走势



作者

分析师：管泉森
 执业证书编号：S0590523100007
 邮箱：guanqs@glsc.com.cn
 分析师：孙珊
 执业证书编号：S0590523110003
 邮箱：sunshan@glsc.com.cn

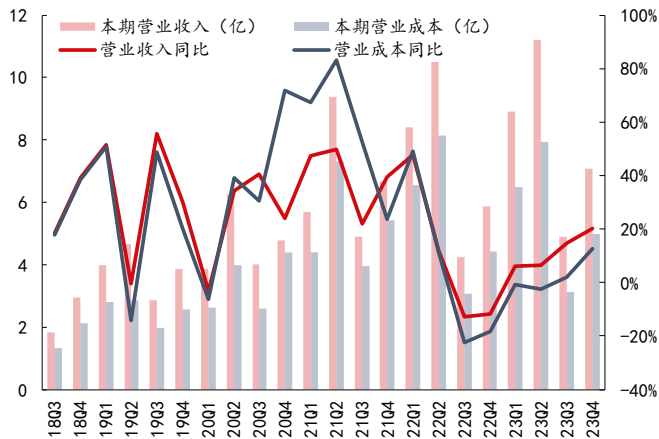
联系人：蔡奕娴
 邮箱：caiyx@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2905	3205	3568	3998	4504
增长率(%)	9.12%	10.34%	11.33%	12.04%	12.68%
EBITDA(百万元)	372	546	701	811	930
归母净利润(百万元)	292	413	474	558	659
增长率(%)	29.78%	41.37%	14.75%	17.64%	18.09%
EPS(元/股)	0.76	1.07	1.23	1.44	1.70
市盈率(P/E)	21.4	15.1	13.2	11.2	9.5
市净率(P/B)	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	19.2	7.5	6.0	4.8	3.7

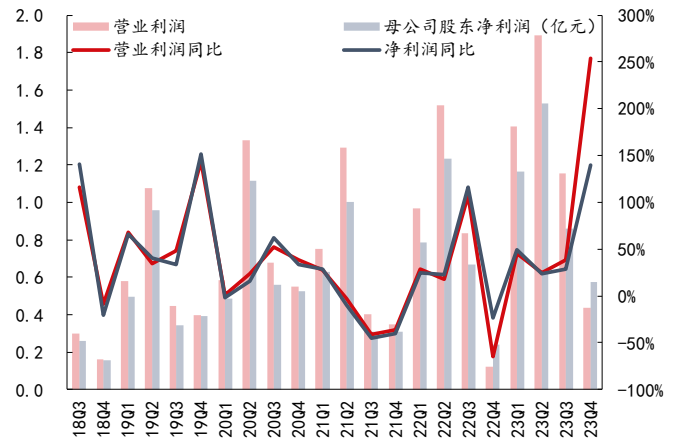
数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 03 月 21 日收盘价

相关报告

公司主要财务指标及分业务情况

图表1：2023A 公司营收 32.0 亿，同比+10%


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：2023A 公司归属净利润 4.1 亿，同比+41%


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表3：2023 年公司分产品区域销售表现

		营业收入(亿元)	营业成本(亿元)	毛利率	营收同比	营业成本同比	毛利率同比
分产品	商用冷冻展示柜	20.84	13.65	34.5%	17.9%	7.6%	+6.30pct
	商用冷藏展示柜	5.69	4.86	14.6%	5.1%	6.9%	-1.44pct
	商超展示柜	2.24	1.85	17.2%	-30.6%	-35.0%	+5.58pct
	商用智能售货柜	1.76	1.22	30.7%	9.5%	-3.7%	+9.50pct
分地区	内销	21.38	16.15	24.5%	0.1%	-4.0%	+3.22pct
	外销	9.71	5.77	40.6%	41.0%	20.7%	+9.99pct

资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表4：2023 全年及 2023Q4 公司利润表各项目变动

项目	2023A	2022A	同比/pct	2023Q4	2022Q4	同比/pct
营业收入	100.00%	100.00%	-	100.00%	100.00%	-
营业成本	70.34%	76.38%	(6.04)	70.66%	75.49%	(4.83)
毛利率	29.66%	23.62%	6.04	29.34%	24.51%	4.83
税金及附加	1.01%	0.92%	0.09	0.92%	0.94%	(0.03)
销售费用率	7.60%	5.25%	2.35	13.42%	8.64%	4.78
管理费用率	3.25%	3.05%	0.21	4.38%	4.20%	0.17
研发费用率	3.39%	3.67%	(0.28)	4.31%	6.98%	(2.68)
财务费用率	-1.15%	-1.52%	0.37	-0.17%	1.06%	(1.22)
其他收益	0.55%	0.28%	0.27	0.52%	0.35%	0.17
投资收益	0.53%	0.38%	0.15	0.74%	0.70%	0.04
公允价值变动净收益	0.15%	0.00%	0.15	0.69%	0.00%	0.69
信用减值损失	-1.38%	-1.01%	(0.37)	-1.53%	-1.34%	(0.19)
资产减值损失	-0.15%	-0.06%	(0.09)	-0.70%	-0.31%	(0.38)
资产处置收益	0.00%	0.01%	(0.01)	0.00%	0.03%	(0.03)
营业利润率	15.26%	11.85%	3.41	6.21%	2.11%	4.10
营业外收入	0.10%	0.14%	(0.04)	0.15%	0.24%	(0.09)

营业外支出	0.22%	0.25%	(0.03)	-1.31%	0.19%	(1.50)
利润总额	15.13%	11.73%	3.40	7.67%	2.16%	5.51
所得税	2.24%	1.26%	0.98	-0.19%	-1.89%	1.70
净利润	12.89%	10.47%	2.42	7.86%	4.05%	3.81
少数股东损益	0.00%	0.41%	(0.41)	-0.26%	-0.01%	(0.24)
归母净利润率	12.89%	10.06%	2.83	8.11%	4.06%	4.05

资料来源：Wind，国联证券研究所

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1355	1065	1342	1735	2201	营业收入	2905	3205	3568	3998	4504
应收账款+票据	1296	1265	1357	1520	1713	营业成本	2218	2254	2506	2804	3155
预付账款	28	44	54	61	69	营业税金及附加	27	32	36	40	45
存货	583	689	741	829	933	营业费用	153	244	250	260	270
其他	623	1085	1093	1098	1104	管理费用	195	213	235	260	288
流动资产合计	3886	4146	4587	5243	6020	财务费用	-44	-37	-18	-23	-30
长期股权投资	3	65	65	65	65	资产减值损失	-2	-5	-3	-3	-3
固定资产	654	984	916	890	855	公允价值变动收益	0	5	0	0	0
在建工程	282	11	61	60	60	投资净收益	11	17	15	15	15
无形资产	150	148	138	145	144	其他	-21	-27	-11	-11	-11
其他非流动资产	144	283	298	289	289	营业利润	344	489	559	657	776
非流动资产合计	1234	1492	1479	1449	1412	营业外净收益	-3	-4	-3	-3	-3
资产总计	5119	5638	6065	6692	7432	利润总额	341	485	556	654	773
短期借款	0	0	0	0	0	所得税	37	72	82	97	114
应付账款+票据	1183	1328	1371	1534	1726	净利润	304	413	474	558	659
其他	228	230	243	272	305	少数股东损益	12	0	0	0	0
流动负债合计	1411	1557	1614	1806	2031	归属于母公司净利润	292	413	474	558	659
长期带息负债	1	0	0	0	0	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2022	2023	2024E	2025E	2026E
其他	30	61	61	61	61	成长能力					
非流动负债合计	31	61	61	61	61	营业收入	9.12%	10.34%	11.33%	12.04%	12.68%
负债合计	1442	1619	1676	1867	2092	EBIT	10.59%	50.96%	20.15%	17.30%	17.73%
少数股东权益	32	28	28	28	28	EBITDA	12.03%	46.85%	28.51%	15.67%	14.65%
股本	276	386	386	386	386	归属于母公司净利润	29.78%	41.37%	14.75%	17.64%	18.09%
资本公积	2222	2136	2136	2136	2136	获利能力					
留存收益	1147	1469	1839	2275	2789	毛利率	23.62%	29.66%	29.76%	29.86%	29.96%
股东权益合计	3677	4020	4390	4826	5340	净利率	10.47%	12.89%	13.29%	13.95%	14.62%
负债和股东权益总计	5119	5638	6065	6692	7432	ROE	8.02%	10.35%	10.87%	11.62%	12.40%
						ROIC	17.84%	18.00%	20.85%	23.08%	26.20%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	28.16%	28.71%	27.62%	27.89%	28.15%
净利润	304	413	474	558	659	流动比率	2.8	2.7	2.8	2.9	3.0
折旧摊销	75	98	163	180	187	速动比率	2.3	2.2	2.3	2.4	2.5
财务费用	-44	-37	-18	-23	-30	营运能力					
存货减少(增加为“-”)	88	-105	-52	-88	-104	应收账款周转率	2.3	2.5	2.6	2.6	2.6
营运资金变动	-325	95	-106	-72	-85	存货周转率	3.8	3.3	3.4	3.4	3.4
其它	35	173	41	77	92	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
经营活动现金流	133	637	501	631	719	每股指标(元)					
资本支出	-324	-169	-150	-150	-150	每股收益	0.8	1.1	1.2	1.4	1.7
长期投资	-250	-528	0	0	0	每股经营现金流	0.3	1.6	1.3	1.6	1.9
其他	0	-124	12	12	12	每股净资产	9.4	10.3	11.3	12.4	13.7
投资活动现金流	-575	-820	-138	-138	-138	估值比率					
债权融资	0	0	0	0	0	市盈率	21.4	15.1	13.2	11.2	9.5
股权融资	32	110	0	0	0	市净率	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2
其他	838	-272	-86	-99	-115	EV/EBITDA	19.2	7.5	6.0	4.8	3.7
筹资活动现金流	869	-162	-86	-99	-115	EV/EBIT	24.0	9.1	7.9	6.2	4.7
现金净增加额	429	-344	277	394	466						

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 03 月 21 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼