


2024年04月26日  
海容冷链 (603187.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

家电

投资评级

**买入-A**  
**维持评级**

6个月目标价

18.33元

股价 (2024-04-25)

15.64元

交易数据

总市值(百万元)	6,043.77
流通市值(百万元)	6,013.16
总股本(百万股)	386.43
流通股本(百万股)	384.47
12个月价格区间	12.46/29.5元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.3	5.2	-36.1
绝对收益	-0.2	10.8	-47.0

李奕臻

分析师

SAC 执业证书编号: S1450520020001

liyiz4@essence.com.cn

陈伟浩

分析师

SAC 执业证书编号: S1450523050002

chenwh3@essence.com.cn

相关报告

Q4 收入业绩加速增长

2024-03-22

## 收入短期承压，净利率同比提升

**事件:** 海容冷链公布 2024 年一季报。公司 2024Q1 实现收入 8.5 亿元, YoY-4.3%; 实现归母净利润 1.1 亿元, YoY-1.7%。随着公司在新客户拓展方面持续取得进展, 不断提高在冷柜市场的份额, 公司收入有望迎来复苏。

**Q1 收入同比有所下降:** Q1 海容销售分主要品类来看: 1) 因上年同期国内基数较高, 我们判断 Q1 冷冻柜业务有所承压。2) 随着公司新开拓的冷藏柜客户订单放量, 我们分析 Q1 冷藏柜业务快速增长。3) 公司精耕连锁便利店市场, 并大力发展经销商, 我们判断 Q1 商超柜业务实现快速增长。分内外销来看, 我们判断 Q1 外销收入延续快速增长, 内销收入同比有所下降。我们认为, 海容在冷冻柜、冷藏柜的行业地位稳固, 未来收入有望恢复快速增长。

**Q1 单季度盈利能力持续提升:** Q1 公司归母净利率为 13.5%, 同比+0.4 pct。Q1 公司净利率延续提升, 我们分析主要是因为公司产品结构改善、高毛利率的海外业务增长较快, 带动整体毛利率提升。Q1 公司毛利率同比+0.4pct。

**Q1 经营性净现金流同比减少:** Q1 公司单季度经营性现金流净额同比-0.6 亿元, 主要因为销售收入有所下降。Q1 公司销售商品、提供劳务收到的现金同比-0.4 亿元。

**投资建议:** 海容冷链是国内商用冷柜行业的领军企业, 产品研发能力领先, 柔性化制造能力突出, 掌握全球优质客户资源。我们认为, 随着公司冷藏柜新客户持续放量、智能柜加速投放, 长期成长动力充足。我们预计 2024~2026 年 EPS 为 1.15 / 1.28 / 1.41 元, 6 个月目标价 18.33 元, 对应 2024 年 16X PE, 维持买入-A 的投资评级。

**风险提示:** 原材料价格大幅上涨, 客户拓展不及预期。

(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	29.0	32.0	34.1	37.5	41.4
净利润	2.9	4.1	4.4	4.9	5.4
每股收益(元)	1.15	1.08	1.15	1.28	1.41
每股净资产(元)	9.43	10.33	10.99	11.62	12.31

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	13.6	14.5	13.6	12.2	11.1
市净率(倍)	1.7	1.5	1.4	1.3	1.3
净利润率	10.1%	12.9%	13.0%	13.2%	13.2%
净资产收益率	8.0%	10.3%	10.4%	11.0%	11.4%
股息收益率	1.6%	3.5%	3.7%	4.2%	4.6%

---

ROIC	16.7%	29.7%	29.7%	33.8%	32.0%
------	-------	-------	-------	-------	-------

---

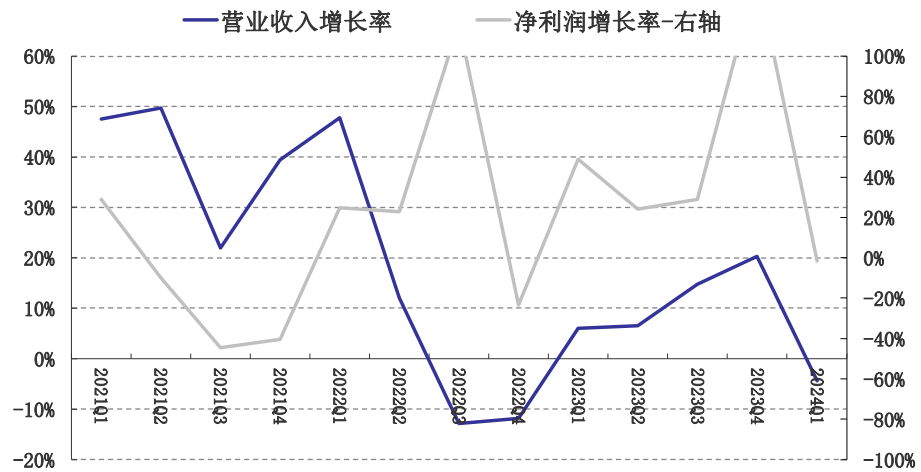
数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

表 1: 财务指标分析

%	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
营业收入 YoY	47.8	12.0	-12.9	-11.8	6.0	6.5	14.8	20.2	-4.3
归母净利润 YoY	24.8	22.9	115.9	-23.2	48.8	24.2	29.1	140.1	-1.7
扣非归母净利润 YoY	20.2	17.3	211.6	-23.5	45.4	31.4	33.7	103.4	-12.2
销售毛利率	22.1	22.6	27.9	24.5	27.1	29.2	35.8	29.3	27.5
销售费用率	3.7	4.0	6.7	8.6	4.2	5.7	9.7	13.4	6.4
毛利率-销售费用率	18.4	18.6	21.2	15.9	22.9	23.5	26.1	15.9	21.1
销售净利率	9.8	12.4	15.9	4.1	13.1	13.7	18.1	7.9	13.5
ROE	3.2	4.9	2.2	0.7	3.1	4.0	2.2	1.4	2.8
ROA	2.1	3.2	1.5	0.5	2.2	2.8	1.6	1.0	2.0
销售商品提供劳务收到的现金/收入	70.5	57.0	188.1	38.8	82.9	62.1	220.0	138.3	81.8
经营活动现金净流量/收入	-11.9	-8.3	53.4	15.8	1.7	1.3	79.8	30.7	-5.6
经营活动现金净流量/经营净收益	-107.4	-59.3	290.3	1536.1	11.7	8.3	371.9	720.3	-42.5
经营现金流净额占比	36.7	37.9	30.2	52.0	21.3	-2.8	161.4	-176.5	-6.4
投资现金流净额占比	58.8	22.4	-55.6	31.0	57.9	72.8	-53.0	279.8	108.9
筹资现金流净额占比	4.4	39.8	125.3	17.0	20.8	30.0	-8.4	-3.3	-2.5

资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图1. 收入与净利润增长率



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

注: 净利润增长率的坐标轴范围为-100%~+100%, 故图中部分数据点未显示

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	29.0	32.0	34.1	37.5	41.4	<b>成长性</b>					
减:营业成本	22.2	22.5	23.9	26.3	29.0	营业收入增长率	9.1%	10.3%	6.5%	9.8%	10.4%
营业税费	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	营业利润增长率	23.2%	42.1%	7.0%	11.4%	10.2%
销售费用	1.5	2.4	2.6	2.8	3.1	净利润增长率	29.8%	41.4%	7.2%	11.4%	10.3%
管理费用	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2	EBITDA 增长率	13.1%	53.3%	7.0%	10.5%	11.3%
研发费用	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4	EBIT 增长率	12.2%	59.0%	10.1%	9.7%	9.9%
财务费用	-0.4	-0.4	-0.3	-0.4	-0.4	NOPLAT 增长率	10.7%	43.8%	8.8%	10.4%	10.5%
资产减值损失	-	-	-0.1	-0.1	-0.1	投资资本增长率	48.8%	-19.1%	8.5%	-2.9%	16.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	53.7%	9.3%	6.4%	5.7%	5.9%
投资和汇兑收益	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2						
营业利润	3.4	4.9	5.2	5.8	6.4	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-	-	-	-	-	毛利率	23.6%	29.7%	30.0%	29.9%	29.9%
利润总额	3.4	4.8	5.2	5.8	6.4	营业利润率	11.9%	15.3%	15.3%	15.5%	15.5%
减:所得税	0.4	0.7	0.8	0.9	0.9	净利润率	10.1%	12.9%	13.0%	13.2%	13.2%
净利润	2.9	4.1	4.4	4.9	5.4	EBITDA/营业收入	12.8%	17.8%	17.9%	18.0%	18.2%
						EBIT/营业收入	10.4%	14.9%	15.4%	15.4%	15.3%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	73	73	59	47	48
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	49	57	56	53	54
货币资金	13.6	10.6	15.4	17.4	18.6	流动资产周转天数	414	451	461	469	459
交易性金融资产	5.8	10.5	10.5	10.5	10.5	应收帐款周转天数	131	145	133	130	130
应收帐款	13.0	12.8	12.4	14.6	15.2	存货周转天数	78	71	71	70	70
应收票据	0.2	-	0.2	-	0.2	总资产周转天数	548	604	595	577	566
预付帐款	0.3	0.4	0.6	0.7	0.8	投资资本周转天数	166	163	143	133	129
存货	5.8	6.9	6.5	8.1	8.1						
其他流动资产	0.3	0.2	0.2	0.4	0.5	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	8.0%	10.3%	10.4%	11.0%	11.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.9%	7.3%	7.8%	7.7%	8.2%
长期股权投资	-	0.6	0.6	0.6	0.6	ROIC	16.7%	29.7%	29.7%	33.8%	32.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	6.5	6.5	4.6	5.3	5.6	销售费用率	5.3%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%
在建工程	2.8	0.1	0.8	1.1	0.8	管理费用率	3.0%	3.3%	3.1%	3.0%	3.0%
无形资产	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2	研发费用率	3.7%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
其他非流动资产	1.5	6.1	3.2	3.7	4.1	财务费用率	-1.5%	-1.2%	-0.9%	-1.1%	-1.0%
资产总额	51.2	56.4	56.5	63.7	66.3	四费/营业收入	10.4%	13.1%	13.2%	12.9%	13.0%
短期债务	-	-	0.3	-	1.3	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	7.0	6.7	8.5	8.4	10.3	资产负债率	28.2%	28.7%	26.3%	30.3%	29.4%
应付票据	5.6	7.0	3.9	8.2	5.1	负债权益比	39.2%	40.3%	35.6%	43.5%	41.6%
其他流动负债	1.6	1.8	1.7	2.0	2.0	流动比率	2.75	2.66	3.18	2.77	2.88
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	2.34	2.22	2.73	2.34	2.45
其他非流动负债	0.3	0.6	0.8	1.0	1.2	利息保障倍数	-6.83	-12.98	-16.99	-14.64	-15.06
负债总额	14.4	16.2	15.2	19.7	19.9	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	DPS(元)	0.25	0.55	0.58	0.65	0.72
股本	2.8	3.9	3.9	3.9	3.9	分红比率	33.1%	51.0%	51.0%	51.0%	51.0%
留存收益	34.1	36.5	38.6	41.0	43.7	股息收益率	1.6%	3.5%	3.7%	4.2%	4.6%
股东权益	36.8	40.2	42.8	45.2	47.8						

## 现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3.0	4.1	4.4	4.9	5.4	EPS(元)	1.15	1.08	1.15	1.28	1.41
加:折旧和摊销	0.7	1.0	0.8	1.0	1.2	BVPS(元)	9.43	10.33	10.99	11.62	12.31
资产减值准备	-	-	-	-	-	PE(X)	13.6	14.5	13.6	12.2	11.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.7	1.5	1.4	1.3	1.3
财务费用	-	-	-0.3	-0.4	-0.4	P/FCF	-25.8	8.4	11.7	13.2	12.7
投资收益	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	P/S	2.1	1.9	1.8	1.6	1.5
少数股东损益	0.1	-	-	-	-	EV/EBITDA	18.0	5.5	5.2	4.3	3.8
营运资金的变动	-3.3	-3.0	2.0	0.5	-2.4	CAGR(%)	17.5%	9.6%	22.1%	17.5%	9.6%
经营活动产生现金流量	1.3	6.4	6.8	5.8	3.7	PEG	0.8	1.5	0.6	0.7	1.2
投资活动产生现金流量	-5.7	-8.2	-0.9	-1.4	-1.4	ROIC/WACC	2.2	2.2	2.9	2.9	3.3
融资活动产生现金流量	8.7	-1.6	-1.2	-2.4	-1.1	REP	1.9	1.1	0.8	0.7	0.5

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 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%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）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%（含）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%（含）；

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 个月的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 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，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。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（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。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投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。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034