

海容冷链(603187)

报告日期: 2025年08月24日

强 α 属性的商用冷柜龙头, 站在需求向上的起点

——海容冷链深度报告

投资要点

公司是我国知名的商用冷柜企业, 市场份额持续提升。当前国内外商用冷柜需求改善趋势显现, 公司作为商用冷柜强 α 选手有望受益。

□ 公司是我国商用冷柜代表性企业, 市占率持续提升, 且仍有提升空间

公司主营业务包括商用冷冻展示柜、商用冷藏展示柜、商超展示柜及商用智能售货柜, 2024年分业务收入占公司营业总收入比例分别为53%、25%、10%、6%。根据公司公告以及产业在线数据测算, 我们预计2024年公司商用展示柜销量市占率可能达到13.5%, 较2019年的9.9%进一步提升。具体来看, 公司在商用冷冻展示柜方面始终处于领先地位, 市场份额维持稳定; 商用冷藏柜方面, 行业销量2024年明显下滑, 但公司该业务收入逆势大幅增长, 走出自身 α , 但即便如此, 我们测算得到公司当前商用冷藏柜市占率也仅7%, 仍有较高的提升空间。

□ 内销: 商用冷冻柜及冷藏柜需求有望向上, 公司有望受益

2024年我国商用冷柜需求明显承压, 其中, 饮料冷藏柜销量预计同比-5.5%至315万台, 食品冷冻柜销量预计同比-8.2%至235万台。但2025年来看:

1) 冷藏柜方面, 市场保有量领先的可口可乐公司明确表示将加强冷柜投放, 聚焦非零售市场, 强化多场景消费者触达。部分饮料企业也早在2024年底已经规划好2025冷柜投放的明确激励, 而东鹏等新兴功能性饮料龙头也在2025H1明显加大冷柜投放力度。我们认为冷藏柜需求有望改善;

2) 冷冻柜方面, 公司冷冻柜业务通常与蒙牛的冰淇淋业务、伊利的冷饮业务收入增速相关性较高, 2024年伊利冷饮业务收入同比-18%, 蒙牛冰淇淋业务-14%, 而公司冷冻柜业务-28%。而25Q1伊利总营收已经结束连续5个季度的下滑, 开始恢复正增长, 我们认为终端冷冻需求或逐渐开始向上。另一方面, 冷柜的替换周期通常为3-5年, 意味着在2021-2022年密集投放的大批冷柜将逐渐进入替换期。

综上, 我们认为内需商用冷柜需求有望向上, 而公司作为技术水平领先、客户资源深厚的优质商用冷柜企业, 在市场份额持续提升的同时有望受益于需求改善, 驱动业绩进一步释放。

□ 外销: 短期看全球冰淇淋消费需求回暖, 中长期出海仍有长足空间

1) 短期趋势来看, 我们认为下游乳饮及冰淇淋消费需求正在改善, 利好商用冷冻柜需求复苏。全球冰淇淋以联合利华、雀巢为龙头, 2024年两者合计销售额市占率接近30%。联合利华冰淇淋业务收入增速从24Q3开始转正, 25H1同比+5.9%, 其中Q1同比+4.0%、Q2同比+7.1%, 增速环比提升; 雀巢乳制品及冰淇淋业务收入2024年同比-0.6%, 但25H1同比+1.1%, 其中25Q1收入同比+0.8%, 25Q2收入同比+1.4%, 改善趋势明确。下游需求改善利好全球商用冷冻柜需求复苏。

2) 中长期来看, 东南亚、东欧、中东非等新兴市场下游冰淇淋消费需求仍有长足空间, 有助商用冷冻柜需求持续提升。2024年印尼、泰国、越南人均冰淇淋消费量仅为0.49/0.49/0.25kg, 较中国的1.17kg仍有明显提升空间; 而西欧等成熟市场则有望受益于冷柜能效标准升级带来的换新周期。中国乳企在东南亚份额持续提升, 中国商用冷柜企业有望持续受益。

3) 公司的印尼工厂已经开始建设, 有助强化其出海竞争力, 并享受当地市场的成长红利。同时, 印尼工厂也有望进一步辐射东南亚其他国家、南亚、大洋洲、非洲以及欧美地区, 助力公司进一步打开全球化想象空间。

投资评级: 买入(首次)

分析师: 张云添
执业证书号: S1230524020006
zhangyuntian@stocke.com.cn

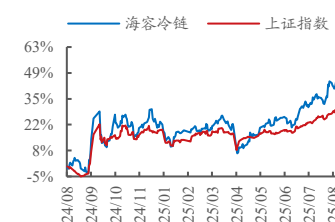
分析师: 马莉
执业证书号: S1230520070002
mali@stocke.com.cn

分析师: 芦家宁
执业证书号: S1230525030003
lujianing@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥14.69
总市值(百万元)	5,676.45
总股本(百万股)	386.42

股票走势图



相关报告

- 《盈利能力持续提升, 回购股份彰显信心》 2023.10.29
- 《产品结构持续优化, 公司盈利能力提升显著》 2023.08.16
- 《乘风起, 亦能破浪出》 2023.05.15

□ 盈利预测与估值

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 33.22/38.29/43.27 亿元，同比分别 +17.35%/+15.28%/+12.98%，归母净利润分别为 4.09/4.69/5.29 亿元，同比分别 +15.65%/+14.71%/+12.73%，对应 EPS 分别为 1.06/1.21/1.37 元。首次覆盖，给予“买入”评级

□ 风险提示

下游需求不及预期风险；海外产能建设进度不及预期；原材料价格上涨风险；行业竞争加剧风险。

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2830.80	3322.00	3829.48	4326.67
(+/-) (%)	-11.67%	17.35%	15.28%	12.98%
归母净利润	353.66	409.03	469.21	528.92
(+/-) (%)	-14.39%	15.65%	14.71%	12.73%
每股收益(元)	0.92	1.06	1.21	1.37
P/E	16.05	13.88	12.10	10.73

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 海容冷链：我国轻商冷柜龙头，出海业务快速增长	5
2 行业：商用冷柜需求有望向上，出海仍有长足空间	6
2.1 内销：冷藏柜及冷冻柜需求有望向上	6
2.2 出海：短期看全球冰淇淋消费需求回暖，中长期出海仍有长足空间	10
3 海容冷链：我国商用冷柜龙头，站在景气度改善的新起点	12
3.1 α 属性明显的商用冷柜企业，市场份额持续提升	12
3.2 印尼产能布局开始落地，全球化进入新阶段	15
4 盈利预测与投资建议	16
5 风险提示	17

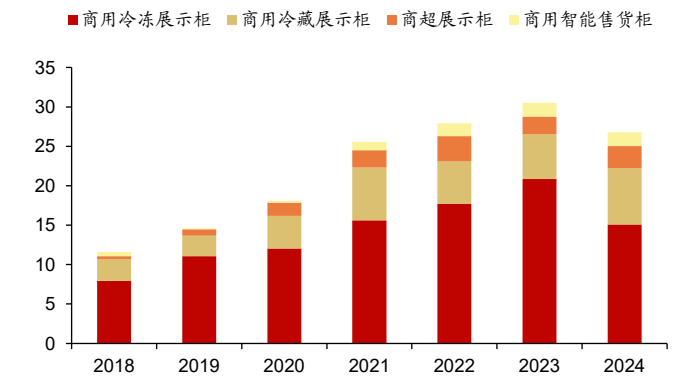
图表目录

图 1: 商用冷冻柜是公司最主要的收入来源 (亿元)	5
图 2: 商用冷冻柜毛利率高, 2021 年之后逐渐恢复至 35%左右	5
图 3: 公司外销收入快速提升, 2024 年内销收入下降 (亿元)	5
图 4: 外销毛利率明显高于内销业务	5
图 5: 公司整体营业收入变化	6
图 6: 公司整体归母净利润变化	6
图 7: 2021 年之后公司盈利能力逐渐修复	6
图 8: 公司销售费用率波动较为明显, 管理、研发费用率稳定	6
图 9: 2013-2023 我国轻商制冷设备销量 CAGR+11.2%, 2024 年受下游需求影响, 同比下滑	7
图 10: 我国功能性饮料市场快速增长	8
图 11: 公司商用冷冻展示柜业务收入和伊利、蒙牛等主要客户的冰淇淋业务相关性较强	9
图 12: 25Q1 伊利股份总营收增速开始转正	9
图 13: 2020-2021 公司商用冷冻及冷藏展示柜销量进入高峰期, 当前进入替换周期	10
图 14: 联合利华冰淇淋业务增速环比改善趋势明显	10
图 15: 雀巢乳制品和冰淇淋业务增速环比改善	10
图 16: 2011-2024 全球冰淇淋零售规模 (百万美元, 固定汇率)	11
图 17: 东南亚主要国家冰淇淋销售额 (百万美元)	11
图 18: 东南亚国家人均冰淇淋消费量较我国还有很高提升空间	11
图 19: 印尼冰淇淋市场: 联合利华为龙头, 蒙牛份额快速提升	12
图 20: 泰国冰淇淋市场: 联合利华、雀巢为龙头, 伊利份额快速提升	12
图 21: 我国商用展示柜企业数量超 700 家	13
图 22: 2022 年我国冰淇淋柜市场 TOP5 企业份额为 89%	13
图 23: 2019 年海容商用展示柜国内销量市占率较 2016 年提升 0.44pct	13
图 24: 公司柔性生产模式契合商用展示柜行业高度定制化的产品需求	14
图 25: 公司高度重视研发, 研发费用率持续高于友商	14
图 26: 公司在过去十余年间与国内外知名企业建立了稳定的合作关系	15
表 1: 轻商制冷设备中, 轻商柜的主要构成及销量变化: 2024 年饮料冷藏柜和食品冷冻柜均有所承压	7
表 2: 公司 2024 年冷藏柜销量市占率预计仅为 7%, 还有很高提升空间	8
表 3: 欧标商用冷柜能效进一步提升	12
表 4: 公司主要客户包括伊利、蒙牛、联合利华、雀巢、IDW、农夫山泉等	15
表 5: 海容冷链盈利预测 (百万元, %)	17
表 6: 可比公司估值表 (时间: 2025 年 8 月 24 日)	17
表附录: 三大报表预测值	19

1 海容冷链：我国轻商冷柜龙头，出海业务快速增长

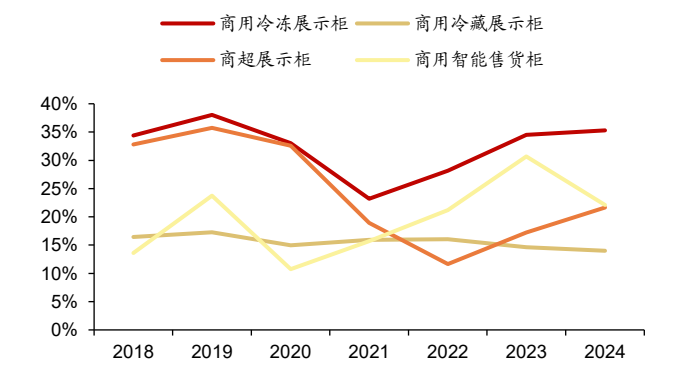
公司是我国知名的商用冷柜企业，主要业务包括商用冷冻展示柜、商用冷藏展示柜、商超展示柜及商用智能售货柜，2024 年分业务收入占公司营业总收入比例分别为 53%、25%、10%、6%。其下游主要为冷饮、速冻食品、饮料、奶制品、肉制品、生鲜、啤酒、预制菜等快速消费品行业。公司主要客户包括联合利华、雀巢、伊利、蒙牛等。

图1：商用冷冻柜是公司最主要的收入来源（亿元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

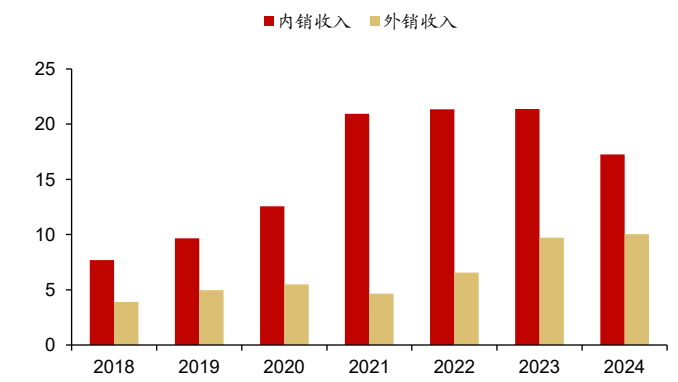
图2：商用冷冻柜毛利率高，2021年之后逐渐恢复至35%左右



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

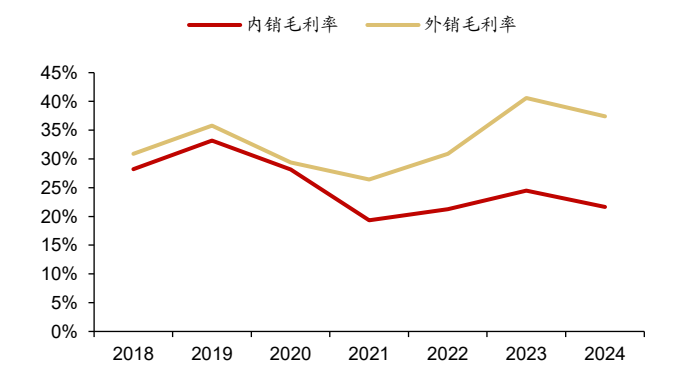
公司近几年大力发展海外业务，并通过在印尼布局海外产能进一步加强自身竞争力。海外业务收入从2018年的3.90亿元提升至2024年的10.05亿元，2018-2024CAGR+17%，占自身营收比重从32%提升至35%。

图3：公司外销收入快速提升，2024年内销收入下降（亿元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

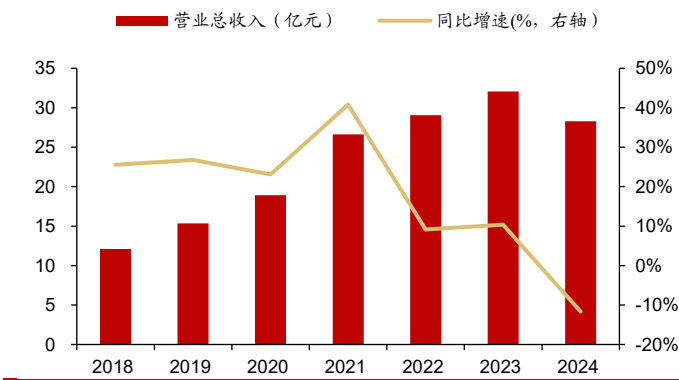
图4：外销毛利率明显高于内销业务



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

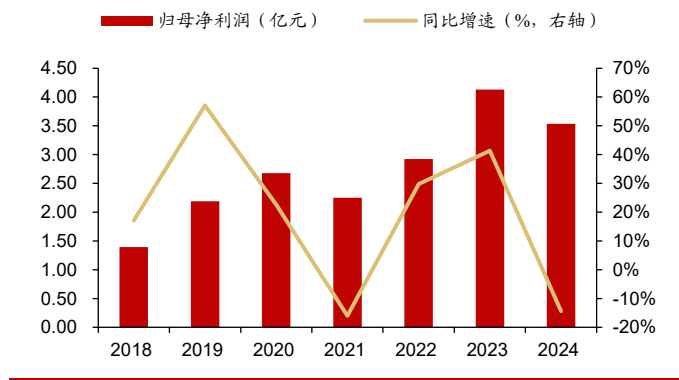
整体来看，2018-2023年得益于公司业务大力开拓，积极争取订单，公司营业总收入从12亿元成长至32亿元，2018-2023CAGR+21%。除2021年由于原材料价格高涨导致归母净利润同比-16%以外，其余年份归母净利润和公司收入变动趋势总体一致。2024年，下游冰淇淋行业整体景气度下降，导致商用冷冻展示柜市场需求减少，对公司的营业收入和利润产生了负面影响。公司2024年营业收入同比-12%至28亿元，归母净利润同比-14%至3.54亿元。

图5: 公司整体营业收入变化



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图6: 公司整体归母净利润变化

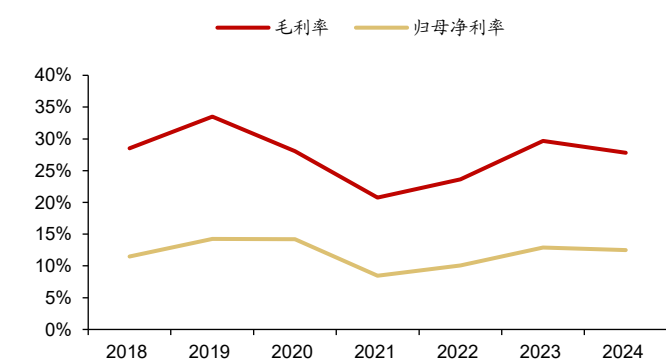


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

盈利能力来看, 2021年以后, 伴随着原材料价格的逐渐回落, 公司盈利逐渐恢复。2024年由于高毛利率的商用冷冻展示柜业务占比下降, 毛利率较低的商用冷藏展示柜占比上升导致其毛利率同比-1.9pct至27.8%, 归母净利率同比-0.4pct至12.5%。

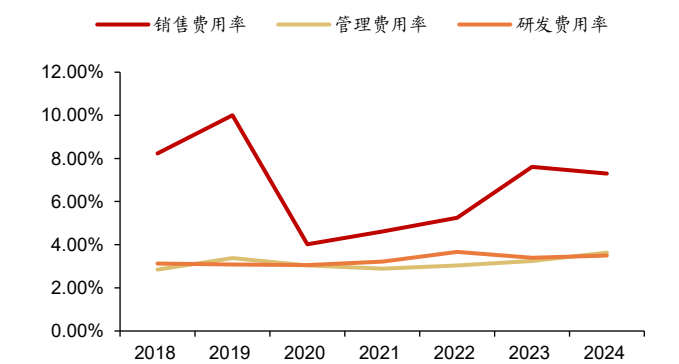
费用率来看, 公司销售费用率波动较为明显, 管理、研发费用率保持稳定。2019年公司由于业务规模扩大, 导致物流运输、售后服务费用增加; 同时因拓展市场需要, 增加销售人员数量和提高销售人员薪酬福利水平导致支付销售人员薪酬费用增加, 导致销售费用率提升至10%, 2020年开始由于公司执行新收入准则将合同履行成本(销售费用中的运费、安装费、代理运杂费)计入营业成本导致销售费用率明显下降。2023年由于业务规模的扩大增加了销售人员并提高了销售人员的薪酬水平; 随着市场保有量的增加, 售后人员及售后服务费用相应增加。

图7: 2021年之后公司盈利能力逐渐修复



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图8: 公司销售费用率波动较为明显, 管理、研发费用率稳定



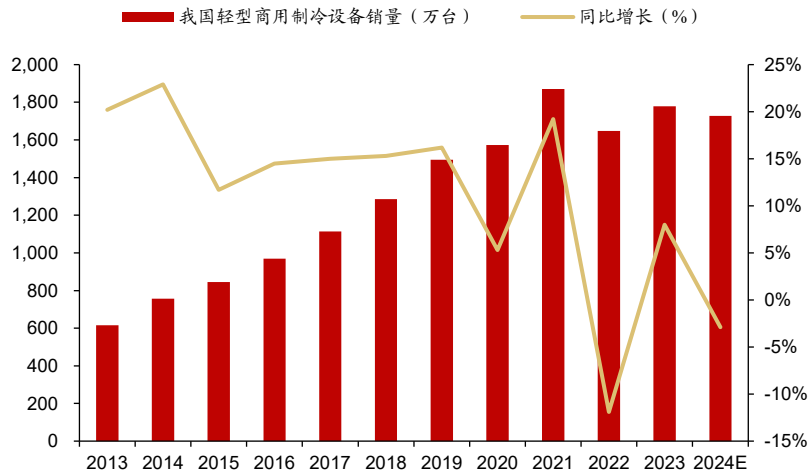
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2 行业: 商用冷柜需求有望向上, 出海仍有长足空间

2.1 内销: 冷藏柜及冷冻柜需求有望向上

2024年我国轻商制冷设备需求承压, 冷藏柜、冷冻柜销量下滑较为明显。根据产业在线数据, 我国轻商制冷设备销量从2013年的615万台提升至2023年的1779万台, 2013-2023CAGR+11.2%。2024年由于下游需求承压+高基数影响, 预计同比-2.9%至1728万台。其中, 饮料冷藏柜销量预计-5.5%至315万台, 食品冷冻柜销量预计-8.2%至235万台。

图9: 2013-2023 我国轻商制冷设备销量 CAGR+11.2%，2024 年受下游需求影响，同比下滑



资料来源: 产业在线, 浙商证券研究所

表1: 轻商制冷设备中, 轻商柜的主要构成及销量变化: 2024 年饮料冷藏柜和食品冷冻柜均有所承压

产品	厨房 冰箱	饮料 冷藏柜	食品 冷冻柜	葡萄酒 储藏柜	远置式 制冷陈 列柜	自动售 货机	其他轻 商柜	轻商柜 小计
2024 年销量预测 (万台)	222	315	235	111	12	19	188	1101
2024 年同比增速	-5.70%	-5.50%	-8.20%	-7.60%	-5.50%	-8.20%	-5.80%	-6.40%
2013-2023 年复合增速	13.40%	5.20%	9.00%	2.60%	4.30%	22.30%	25.90%	9.00%

资料来源: 产业在线, 浙商证券研究所

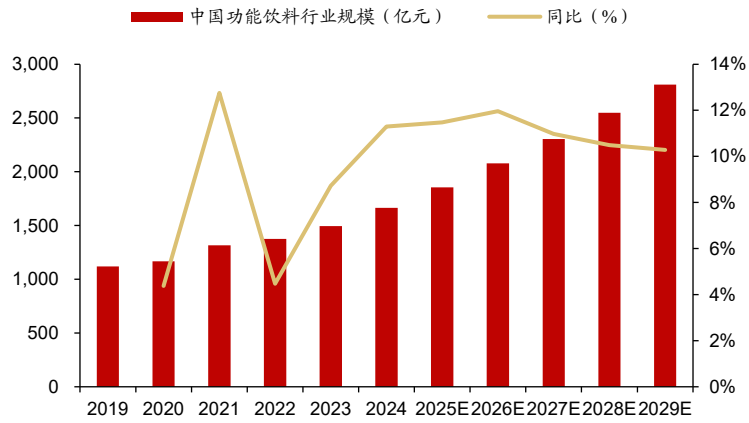
2025 年主流饮料龙头冷藏柜投放力度正在加大, 冷藏柜需求有望改善。我国线下冷柜投放数量领先的企业包括可口可乐、农夫山泉、康师傅、统一等。

1) 根据南方都市报报道, 25Q2 可口可乐在中国地区实现销量正增长, 主要得益于旗舰品牌可口可乐和餐饮渠道的强劲表现。当前可口可乐中国系统正在**加速冷饮设备投放, 将聚焦新兴市场的非零售店渠道, 通过冷柜的投放加大游景点、户外休闲和家庭渠道等场景的覆盖**, 增加消费者触达。

2) 根据虎嗅网报道, 部分饮料龙头在 2024 年便制定了 2025 年投放冰柜的目标。每投一台冰柜奖励 50 元~200 元不等, 而完不成任务也会有相对应的罚款, 少投一台的罚款要高于完成投一台的奖励。验证饮料企业高度重视 2025 年线下冷柜投放。

3) 此外, 我国功能性饮料市场快速增长, 以东鹏饮料为代表的新兴功能饮料龙 2025 年明显加大冰柜投入力度。根据东鹏饮料公告, 25H1 公司渠道推广费支出同比+ 61.20%, 主要系公司加大冰柜投入所致。

图10: 我国功能性饮料市场快速增长



资料来源: 东鹏饮料港股招股说明书, 弗若斯特沙利文, 中国连锁经营协会, 浙商证券研究所

公司 2024 年冷藏柜业务跑出明确 α , 当前份额还有继续提升空间。2024 年公司商用冷藏展示柜业务收入 7.17 亿元, 同比+26%, 在行业整体量降的情况下跑出 α 。简单假设公司冷藏柜均价同 2022 年 (最新披露冷藏柜销量数据的年份) 持平, 对应公司 2024 年冷藏展示柜销量在 22.5 万台左右, 对应 2024 年饮料冷藏柜行业市占率仅 7%。而根据公司公告, 国内商用展示柜领域企业众多, 目前整体行业竞争较为激烈, 尚未形成大型垄断企业, 行业集中度相对较低。因为我们认为公司有望凭借自身的研发、生产等优势继续抢占市场份额, 其市占率仍有充足提升空间。

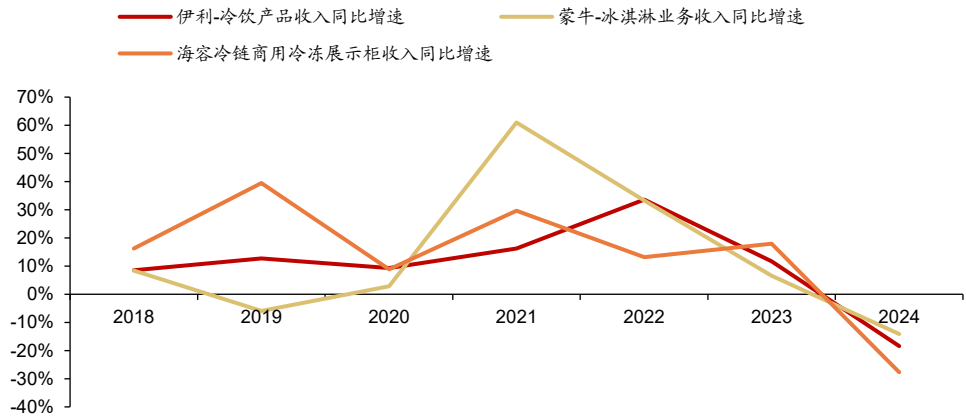
表2: 公司 2024 年冷藏柜销量市占率预计仅为 7%, 还有很高提升空间

	2022 年	2024 年
冷藏柜收入 (万元)	54,169	71,676
销量 (台)	170,015	224,963
均价 (元/台)	3186	3186
行业销量 (台, 2024E)		3150000
销量市占率		7.14%

资料来源: 公司公告, 产业在线, 浙商证券研究所

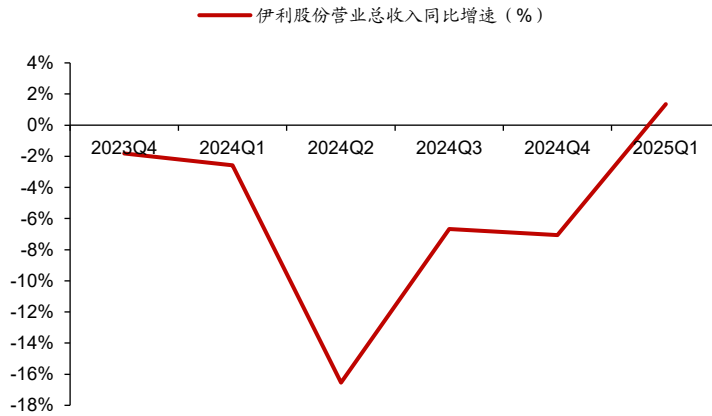
冷冻柜方面, 下游核心客户收入改善趋势明确, 公司冷冻柜需求有望向上。公司冷冻柜业务主要客户包括伊利、蒙牛、联合利华等。从收入增速来看, 公司商用冷冻展示柜业务收入与伊利的冷饮产品收入、蒙牛的冰淇淋业务收入增速关联度较高。2024 年伊利冷饮业务收入同比-18%, 蒙牛冰淇淋业务-14%, 而公司冷冻柜业务-28%。而 25Q1 伊利总营收已经结束连续 5 个季度的下滑, 开始恢复正增长, 而联合利华在中国的食品业务也从 25Q1 的中个位数同比下滑恢复至 25Q2 的同比持平。我们认为终端冷冻需求或逐渐开始向上。

图11: 公司商用冷冻展示柜业务收入和伊利、蒙牛等主要客户的冰淇淋业务相关性较强



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

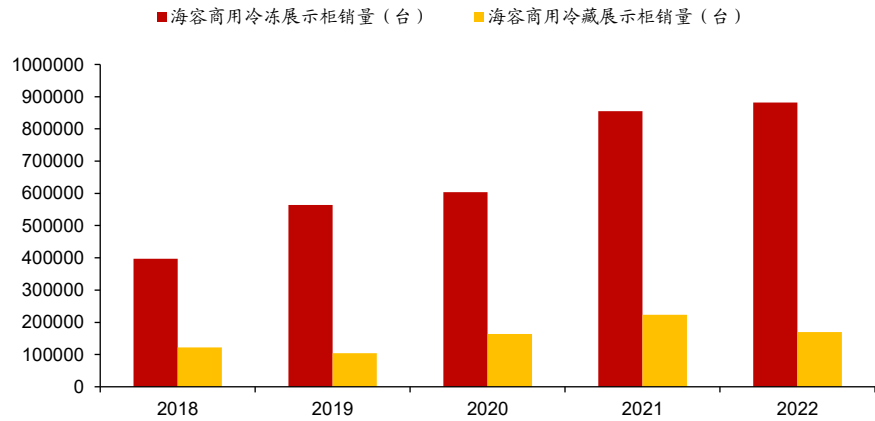
图12: 25Q1 伊利股份总营收增速开始转正



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

另一方面, 我国冷冻柜将逐渐进入替换高峰期, 亦有望激发市场需求。根据公司投资者关系活动记录公告, 由于商用展示柜通常放置在人流量密集的地方, 产品使用环境恶劣、使用频次高, 容易出现磕碰, 使用一定时间后, 产品外观陈旧较明显, 直接影响客户的企业形象和产品展示; 快速消费品行业需要不断推陈出新, 推出新产品和新销售策略, 其渠道升级需求频繁, 因此商用冷柜替换周期较短, 通常在 3-5 年。而从公司商用展示柜历年销量来看, 2020-2021 年我国商用制冷设备投放进入高峰期, 意味着当前这些商用冷柜已经逐渐进入替换周期。

图13: 2020-2021 公司商用冷冻及冷藏展示柜销量进入高峰期, 当前进入替换周期



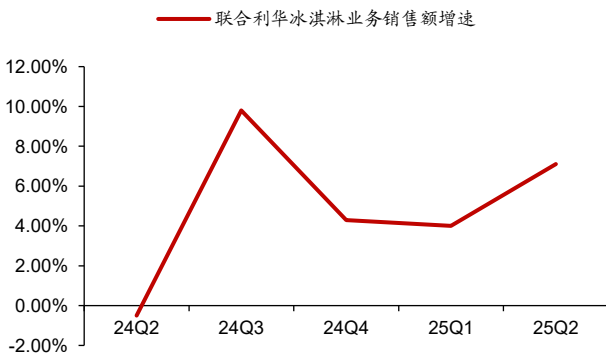
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2.2 出海: 短期看全球冰淇淋消费需求回暖, 中长期出海仍有长足空间

根据 Grandview Research, 2024 年全球商用制冷设备市场规模为 429.4 亿美元, 预计到 2033 年将达到 678.0 亿美元, 2025 年至 2033 年复合年增长率为 5.1%。北美市场是全球规模最大的市场, 2024 年占比高达 31%, 主要由于零售业态高度成熟及大型连锁商超众多。Grandview Research 预计 2025-2033 年美国、欧洲、亚太地区商用制冷设备规模复合增速分别超过 4%、3%、7%, 其增长分别来自于 1) 美国零售连锁店、便利店和杂货店以及冷冻需求的提升、2) 欧洲能效升级的驱动以及 3) 亚太地区快速城市化、零售基础设施不断扩大以及新兴经济体消费者对冷冻和冷藏食品的需求不断增长。

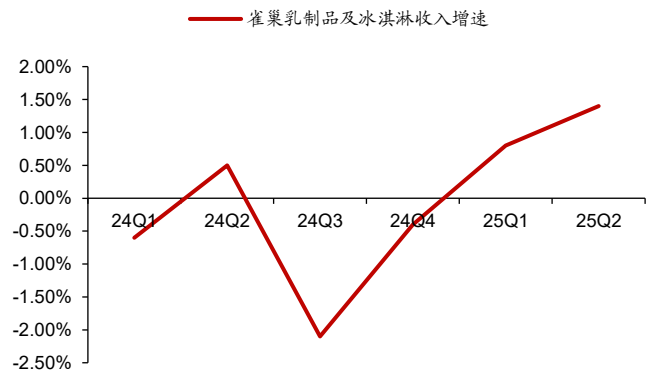
短期趋势来看, 我们认为下游乳饮及冰淇淋消费需求正在改善, 利好商用冷冻柜需求复苏。全球冰淇淋以联合利华、雀巢为龙头, 2024 年两者合计销售额市占率接近 30%。联合利华冰淇淋业务收入增速从 24Q3 开始转正, 25H1 同比+5.9%, 成为其增速最快的业务部门, 其中 Q1 同比+4.0%、Q2 同比+7.1%, 增速环比提升; 雀巢乳制品及冰淇淋业务收入 2024 年同比-0.6%, 但 25H1 同比+1.1%, 其中 25Q1 收入同比+0.8%, 25Q2 收入同比+1.4%, 改善趋势明确。

图14: 联合利华冰淇淋业务增速环比改善趋势明显



资料来源: 联合利华公告, 浙商证券研究所

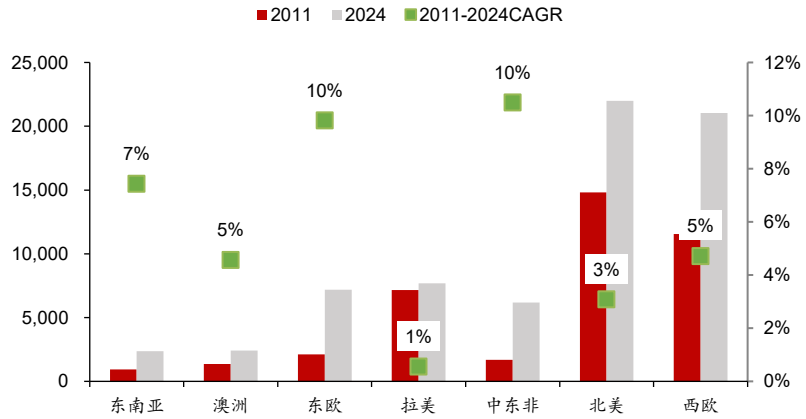
图15: 雀巢乳制品和冰淇淋业务增速环比改善



资料来源: 雀巢公告, 浙商证券研究所

中长期来看, 东南亚、东欧、中东非等新兴市场冰淇淋消费需求快速成长。根据欧睿数据, 2011-2024 年东南亚、东欧、中东非地区冰淇淋零售额 CAGR 分别为+7%、+10%、+10%, 明显领先于澳洲、西欧、北美等成熟市场。

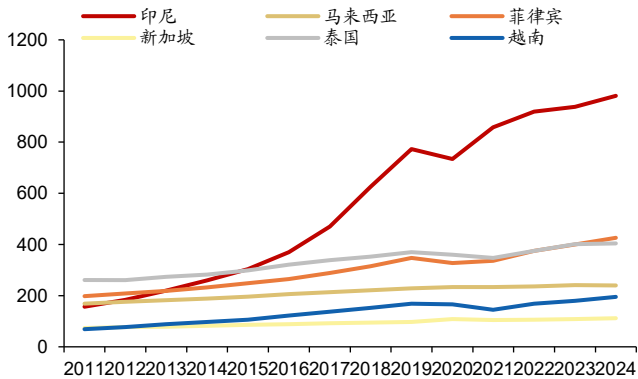
图16: 2011-2024 全球冰淇淋零售规模 (百万美元, 固定汇率)



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

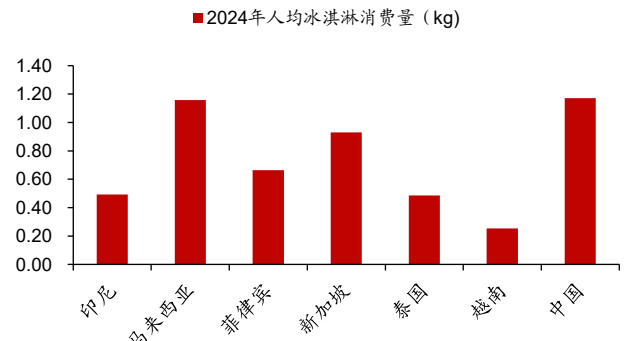
以东南亚地区为例, 对比我国, 当前居民人均冰淇淋消费量还有明显提升空间。分国家规模来看, 虽然印尼市场在销售额和销售量上均已经成为东南亚第一大冰淇淋市场, 但从人均冰淇淋消费量而言, 2024 年印尼、泰国和越南市场分别为 0.49kg/人、0.49kg/人和 0.25kg/人, 仍然是东南亚主要国家中最低。除马来西亚以外, 东南亚主要国家人均冰淇淋消费量较我国 1.17kg/人的水平仍有明确提升空间。未来伴随居民消费水平持续提升, 居民冰淇淋消费需求有望提升, 从而利好上游商用冷冻展示柜需求。

图17: 东南亚主要国家冰淇淋销售额 (百万美元)



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

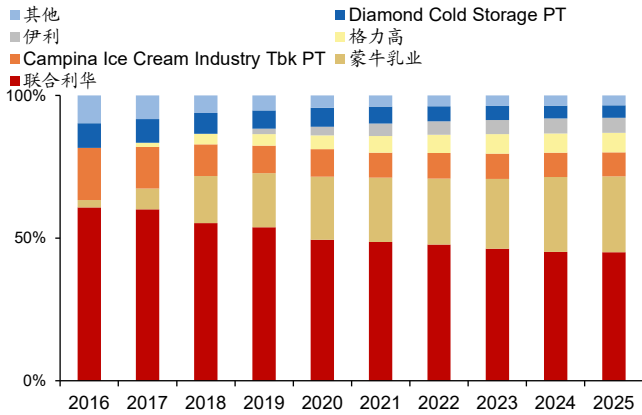
图18: 东南亚国家人均冰淇淋消费量较我国还有很高提升空间



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

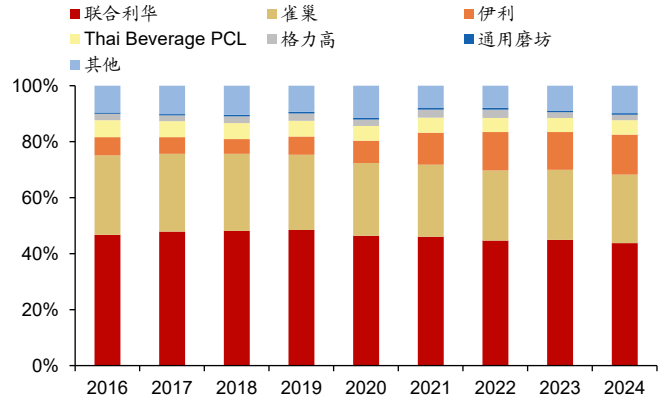
东南亚冰淇淋市场以联合利华为绝对龙头, 中国乳企份额快速增长。以东南亚最主要的印尼市场和泰国市场为例, 联合利华在印尼和泰国冰淇淋市场销额占有率均超过 40%, 但近几年由于中国乳企份额成长, 其份额呈现下滑趋势。而蒙牛在印尼市场的份额从 2021 年 22.6%提升至 2024 年的 26%, 伊利在泰国市场份额从 2016 年的 6.5%提升至 2024 年的 14.3%。

图19: 印尼冰淇淋市场: 联合利华为龙头, 蒙牛份额快速提升



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

图20: 泰国冰淇淋市场: 联合利华、雀巢为龙头, 伊利份额快速提升



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

我国商用冷柜企业有望跟随中国乳企出海步伐, 实现全球份额进一步提升。从商用展示柜角度来看, 根据公司公告, 在国外, 商用展示柜集中度相对较高, 以 AHT、LIEBHERR、IARP、Uğur、EPTA、Carrier 等为代表的大型制造商占据了主要市场份额, 部分区域性品牌在当地市场占据少量市场份额。因此当前我国商用冷柜企业在全州市占率仍有较大提升空间。而当前, 伴随我国乳企在全球份额的提升, 尤其是在东南亚市场的快速发展, 叠加我国冷柜企业自身“创新速度+供应链+性价比”三重优势, 我国商用冷柜品牌有望加速出海。

欧洲市场来看, 能效标准的持续升级有望带来新的商用冷柜更新需求。欧洲本土高度重视低碳节能, 同时电费较高, 其本土冷柜有持续提升能效的需求。2024 年开始欧洲商用冰箱冷柜亦进行较大幅度的能效标准升级, 我们认为当前欧洲本土商用冷柜可能仍处于能效升级带来的换新需求周期中。

表3: 欧标商用冷柜能效进一步提升

自 2021 年 3 月 1 日起, 具有直接销售功能的制冷设备的能效指数 (EEI) 不得超过表 1 规定的值。

表 1 具有直接销售功能的制冷设备的最大能效指数 (EEI)

制冷设备类型	最大能效指数 (EEI)
冰淇淋冷冻柜	80%
所有其他具有直接销售功能的制冷设备	100%

自 2023 年 9 月 1 日起, 除冷藏桶式自动售货机外, 具有直接销售功能的制冷设备的能效指数 (EEI) 不得超过表 2 规定的值。

表 2 具有直接销售功能的制冷设备 (冷藏桶式自动售货机除外) 的最大能效指数 (EEI)

制冷设备类型	EEI
冰淇淋冷冻柜	50%
所有其他具有直接销售功能的制冷设备 (冷藏桶式自动售货机除外)	80%

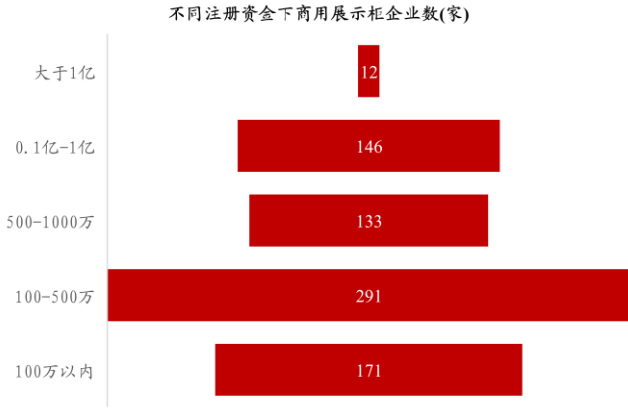
资料来源: 欧盟委员会, 浙商证券研究所

3 海容冷链: 我国商用冷柜龙头, 站在景气度改善的新起点

3.1 α 属性明显的商用冷柜企业, 市场份额持续提升

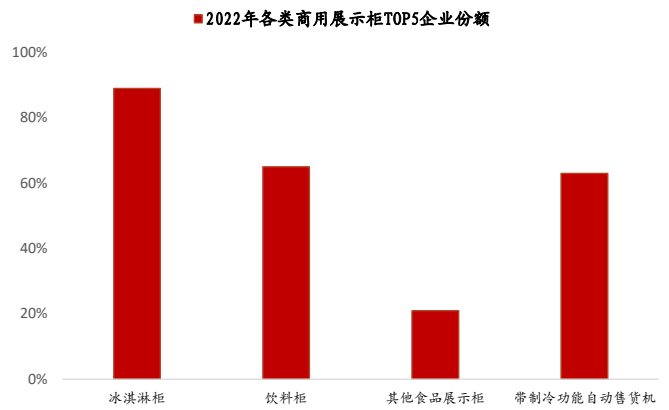
我国商用展示柜领域企业较多，其中冰淇淋柜的市场集中度较高。国内商用展示柜领域企业较多，行业整体集中度低，据产业在线数据，2020 年我国商用冷柜 TOP5 企业份额仅 32%。从商用展示柜细分品类来看，冰淇淋柜的市场集中度较高，据产业在线数据，2022 年我国冰淇淋柜、饮料柜、其他食品展示柜、带制冷功能自动售货机 TOP5 企业份额分别为 89%/65%/21%/63%。

图21：我国商用展示柜企业数量超 700 家



资料来源：天眼查，浙商证券研究所（截至 2023 年 4 月 20 日数据）

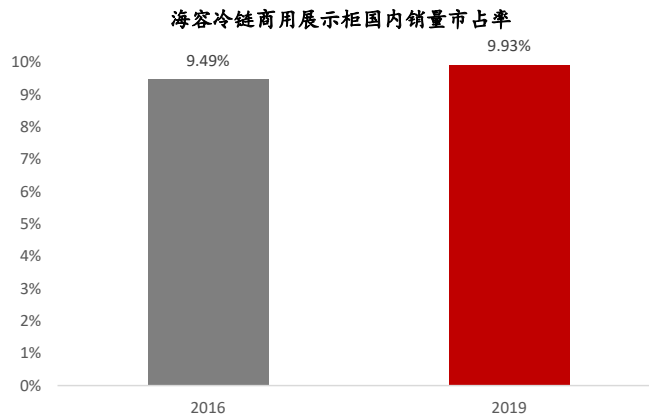
图22：2022 年我国冰淇淋柜市场 TOP5 企业份额为 89%



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

公司竞争优势突出，国内市场份额稳步提升。在商用冷冻柜领域，公司市场占有率和品牌知名度逐年提高，始终处于行业领先地位。在商用冷藏展示柜领域，2024 年行业需求下行，但公司收入逆势提升，显现自身强 α 属性。从商用冷柜整体来看，根据公司公告，2019 年海容商用展示柜国内销量市占率为 9.93%，相较于 2016 年提升 0.44pct。2024 年公司共销售 106.3 万台商用展示柜，如果按照 2024 年产业在线预计轻商冷柜 786 万台（出口+内销口径）计算，公司市占率已经达到 13.5%，进一步提升。

图23：2019 年海容商用展示柜国内销量市占率较 2016 年提升 0.44pct

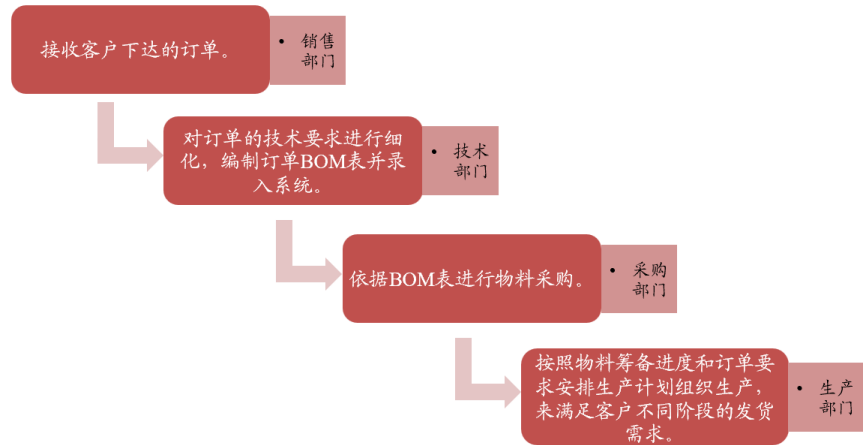


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司柔性生产优势明确。商用冷柜需要根据不同客户的差异化需求进行定制，因此生产过程中的标准化程度相对较低。公司“柔性生产”系统领先行业，契合商用展示柜行业高度定制化的产品需求。产品按需而定，生产过程中车间产线通过工艺整合进行分类生产，将基础工艺相近的产品并线，保障订单量较大的单一型号产品的批量化生产，差异化和个性化的部分则通过供应商和小部件产线模块化实现，从而既可以保障订单量较大的单一型

号产品的批量化生产，又可以保障单条生产线上多类产品的混合式生产，实现了小批量、多批次、多型号并线生产，有效契合商用展示柜行业高度定制化的产品需求，同时达到缩短生产周期、降低生产成本、提高生产效率的目的。

图24：公司柔性生产模式契合商用展示柜行业高度定制化的产品需求

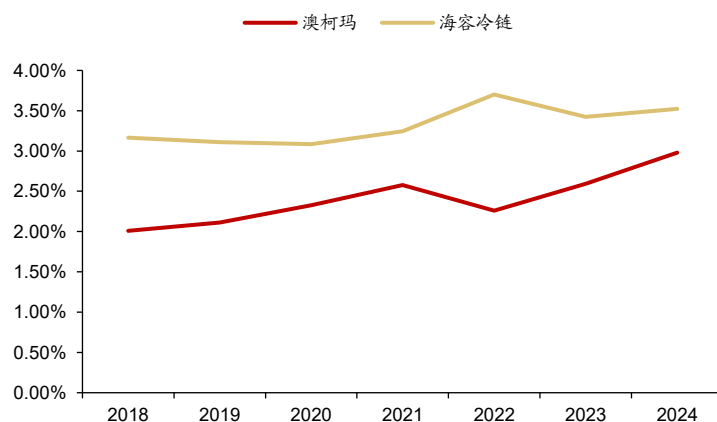


资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

依靠好产品+好服务积累全球头部客户资源，竞争壁垒继续强化。商用冷柜行业进入壁垒较高，一是和食品安全密切相关，需要严格资质认证，二是使用场景中开关门频繁，对产品使用寿命及稳定性要求更高，要求“好产品”。另一方面，大型客户也要求厂商及时、稳定的供货以及提供优质的售后服务。因此，国内外知名客户均拥有高标准的供应链准入审核体系，且通过长时间的考察、认证周期选定供应商后较难轻易更换。

好产品：技术研发优势较为明确，智能化程度领先。公司坚持以市场需求为导向的研发理念，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全面先发优势；公司高效的研发机制可以更好地适应下游快消品行业需求多样又多变的特点。

图25：公司高度重视研发，研发费用率持续高于友商



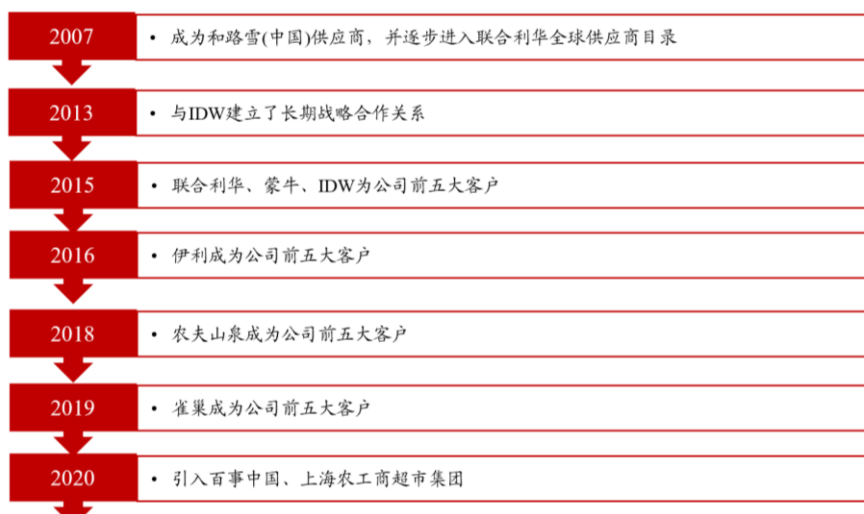
资料来源：Wind，浙商证券研究所

好服务：在服务方面，公司向客户提供与产品相关的事前、事中、事后全流程综合服务。事前阶段，公司的销售和研发团队深入客户的终端应用场景，共同研究分析客户需

求，提高研发效率，奠定产品差异化、定制化基础；事中阶段，公司的销售团队持续跟踪了解客户、经销商、终端网点、消费者在产品投放和使用过程中的体验，及时反馈到研发端，推动产品升级改进；事后阶段，公司通过专业团队向客户提供产品运输、现场安装、集中培训、退换货、集中仓储、维护保养等售后服务，以及针对智能化产品的设备运营、数据分析、算法升级等提供长期服务。

客户资源优质，与联合利华、伊利等合作时间长，竞争壁垒深厚。公司在冰淇淋行业是和路雪、雀巢、伊利、蒙牛等头部品牌的供应商，在速冻食品行业是三全、思念、安井、惠发等知名企业的供应商，在饮料行业是康师傅、可口可乐、百事可乐、统一等领先企业的供应商，在商超行业是美宜佳、永辉等头部便利店及商超品牌的供应商，并与下游客户建立稳定的合作关系，证明公司高质量的产品及服务已受到核心客户的广泛认可。优质客户较高的准入门槛带来较强的客户粘性，有助持续强化公司的竞争优势。

图26：公司在过去十余年间与国内外知名企业建立了稳定的合作关系



资料来源：公司公告，产业在线，浙商证券研究所

表4：公司主要客户包括伊利、蒙牛、联合利华、雀巢、IDW、农夫山泉等

2017年		2018年		2019年	
客户名称	占主营业务收入比 (%)	客户名称	占主营业务收入比 (%)	客户名称	占主营业务收入比 (%)
Innovative Display Works	12.61%	伊利股份	12.20%	伊利股份	16.47%
伊利股份	12.01%	Innovative Display Works	11.89%	联合利华	7.67%
蒙牛乳业	9.65%	蒙牛乳业	7.61%	农夫山泉	7.16%
联合利华	8.97%	联合利华	6.82%	雀巢集团	6.43%
Excellence Industries	4.06%	农夫山泉	6.12%	Innovative Display Works	6.24%
合计	47.30%	合计	44.64%	合计	43.97%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.2 印尼产能布局开始落地，全球化进入新阶段

当前公司印尼产能开始落地，有助进一步强化竞争优势。根据公司公告，公司在印尼布局本土工厂，该项目规划的理论产能为年产 50 万台，项目已正式开工，目前处于生产车间等建设施工阶段。该项目规划的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，产品除满足印尼当地需求外，还将进一步辐射东南亚其他国家、南亚、大洋洲、非洲以及欧美地区。

印尼是公司最为重要的海外市场，在印尼设厂有望强化公司本土配套及服务优势，并享受新兴市场持续发展的红利，同时受益于中国乳企的份额提升。根据公司转债募集说明书，2017-2019年印尼市场在公司出口收入中占比分别为24%、19%、35%，是公司最大的单一出口市场。印尼是东南亚地区人口规模最大的国家。根据欧睿数据，近年来伴随着人均消费水平提升和人口持续增长，2011-2024年印尼冰淇淋销售规模从1.6亿美元提升至9.8亿美元，2011-2024CAGR+15%，成为东南亚最大的冰淇淋消费市场。公司在印尼布局产能，有助享受东南亚下游市场规模持续成长的红利，同时作为蒙牛、伊利的核心供应商，公司也有望伴随其出海步伐，进一步打开市场。

另一方面，印尼配额制影响逐渐解除，公司东南亚业务弹性有望释放。印尼此前为保护本土工业实施配额制，现在已经逐渐松绑。公司2024年受到受印尼进口配额限制的影响，东南亚地区业务量有所下降，当前伴随印尼配额限制影响逐渐消退，公司东南亚业务弹性有望释放。

此外，印尼产能也可能成为公司面向美国市场的新基地。根据公司转债募集说明书，2019-2021年公司对美国收入占比17.73%、17.47%、9.64%，逐渐下降。虽然公司对美敞口占比较低，但美国仍然是全球商用冷柜的最大单一市场，机会充足。如果公司印尼产能未来持续爬坡，其也有可能助力公司在北美商用冷柜的扩张，从而打开更高的成长空间。

4 盈利预测与投资建议

商用冷冻展示柜方面，根据公司公告，25H1内销受下游需求影响销量下降，我们认为内销冷冻柜行业需求经历近两年的下行后已经处于周期底部，看好后续需求改善。外销则有望延续景气。预计公司2025-2027年商用冷冻柜同比增速分别-3.5%/+15.9%/+12.6%。毛利率保持稳定。

商用冷藏展示柜方面，公司凭借综合竞争优势，在多家客户中的供货份额逐步提升，25H1产品销量快速增长。我们认为公司商用冷藏柜份额有望持续提升，且规模提升有望进一步改善盈利能力。对应公司2025-2027年商用冷藏展示柜同比增速分别+33.7%/+15.0%/+11.6%。毛利率为16.0%/16.5%/17.0%。

商超展示柜方面，25H1公司凭借一站式解决方案，持续深化与原有客户合作，并积极开拓新兴应用场景，产品销量实现较好增长。我们认为伴随新场景的持续开拓，公司商超展示柜业务有望保持景气，盈利能力亦有望提升。预计公司2025-2027年商用展示柜收入同比增速分别为+26.1%/+15.0%/+15.0%。

商用智能售货柜方面，25H1公司凭借技术和产品优势，下游客户中品牌商客户认可度逐步提升，产品销量快速增长。智能化是商用柜的大势所趋，公司在此领域研发投入多且早，产品力领先，看好下游客户持续突破，甚至进一步打开出海空间。对应2025-2027年公司商用智能售货柜收入同比增速+127%/+20%/+20%。

我们预测公司2025-2027年营业总收入分别为33.22/38.29/43.27亿元，同比分别+17.4%/+15.3%/+13.0%。预计公司2025-2027年公司归母净利润分别为4.09/4.69/5.29亿元，同比分别+15.7%/+14.7%/+12.7%。

表5: 海容冷链盈利预测 (百万元, %)

	2024A	2025E	2026E	2027E
商用冷冻展示柜				
营业收入	1,507	1,453	1,685	1,898
同比增速 (%)	-27.7%	-3.5%	15.9%	12.6%
毛利率	35.3%	35.0%	35.0%	35.0%
商用冷藏展示柜				
营业收入	717	958	1,102	1,230
同比增速 (%)	26.0%	33.7%	15.0%	11.6%
毛利率	14.0%	16.0%	16.5%	17.0%
商超展示柜				
营业收入	281	354	407	468
同比增速 (%)	25.6%	26.1%	15.0%	15.0%
毛利率	21.7%	25.7%	25.7%	25.7%
商用智能售货柜				
营业收入	174	396	475	570
同比增速 (%)	-0.8%	127.1%	20.0%	20.0%
毛利率	22.1%	25.0%	25.0%	25.0%
营业总收入	2,831	3,322	3,829	4,327
同比增速 (%)	-11.7%	17.4%	15.3%	13.0%
归母净利润	354	409	469	529
同比增速 (%)	-14.4%	15.7%	14.7%	12.7%
毛利率	27.8%	27.6%	27.6%	27.7%
归母净利率	12.5%	12.3%	12.3%	12.2%

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

公司为商用冷柜领先企业。我们选取我国冰箱出口代工龙头 TCL 智家、国内代表性冰箱代工企业雪祺电气作为公司的可比公司, 可比公司 2025E 平均 PE 为 16.9X。公司当前市值对应 2025E 的 PE 为 13.9X。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表6: 可比公司估值表 (时间: 2025 年 8 月 24 日)

	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					2025- 2027CAGR	PE-TTM	PE		
		2024A	2025E	2026E	2027E	2025E			2026E	2027E	
002668.SZ	TCL 智家	114.6	10.19	11.61	12.96	14.31	11.0%	10.5	9.9	8.8	8.0
001387.SZ	雪祺电气	26.9	1.02	1.12	1.27	1.41	12.0%	26.0	23.9	21.2	19.1
	平均值							18.2	16.9	15.0	13.5
603187.SH	海容冷链	56.8	3.54	4.09	4.69	5.29	13.7%	15.2	13.9	12.1	10.7

注: 可比公司盈利预测为 Wind 一致预期

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5 风险提示

- 1) 下游需求不及预期风险: 公司商用冷柜与下游景气度相关性较高, 如果下游冰淇淋、饮料等需求不及预期, 可能导致公司收入增长及业绩不及预期
- 2) 海外产能建设进度不及预期: 公司印尼产能仍在建, 产能建设进度可能受国际政治经济局势、公司策略以及终端市场需求变化而调整, 存在产能建设进度不及预期的可能。

- 3) 原材料价格上涨风险: 2020-2021 年原材料价格上涨明显影响公司净利润, 因此, 如果上游原材料价格出现较大程度上涨, 可能导致公司业绩不及预期
- 4) 行业竞争加剧风险: 我国商用冷柜尤其是冷藏柜的竞争较为激烈, 在下游需求复苏、出海出现新机遇的当下, 行业竞争也可能存在加剧的风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4092	4494	4921	5443
现金	1030	1253	1303	1480
交易性金融资产	949	949	949	949
应收账款	1247	1458	1675	1888
其它应收款	13	17	19	21
预付账款	57	48	62	73
存货	677	722	865	984
其他	118	47	47	47
非流动资产	1494	1531	1557	1513
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	32	32	32	32
固定资产	978	1046	1100	1079
无形资产	154	147	139	133
在建工程	108	86	69	55
其他	222	220	217	215
资产总计	5585	6025	6478	6956
流动负债	1365	1581	1811	2033
短期借款	0	0	0	0
应付款项	1185	1396	1607	1814
预收账款	0	0	0	0
其他	180	185	204	219
非流动负债	59	50	57	55
长期借款	0	0	0	0
其他	59	50	57	55
负债合计	1424	1631	1868	2089
少数股东权益	28	27	26	25
归属母公司股东权	4132	4366	4584	4842
负债和股东权益	5585	6025	6478	6956

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	401	439	416	502
净利润	354	408	468	528
折旧摊销	115	120	138	152
财务费用	(33)	(30)	(35)	(39)
投资损失	(21)	(17)	(17)	(17)
营运资金变动	(179)	(5)	(3)	(12)
其它	166	(36)	(135)	(109)
投资活动现金流	(167)	(71)	(149)	(94)
资本支出	(91)	(153)	(159)	(102)
长期投资	33	0	0	0
其他	(109)	82	10	8
筹资活动现金流	(215)	(145)	(216)	(231)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(215)	(145)	(216)	(231)
现金净增加额	19	223	50	177

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2831	3322	3829	4327
营业成本	2043	2406	2771	3127
营业税金及附加	22	29	34	38
营业费用	207	237	273	308
管理费用	103	116	133	151
研发费用	99	121	140	158
财务费用	(33)	(30)	(35)	(39)
资产减值损失	26	6	6	6
公允价值变动损益	4	0	0	0
投资净收益	21	17	17	17
其他经营收益	25	19	19	19
营业利润	413	472	543	614
营业外收支	9	9	9	9
利润总额	422	482	553	623
所得税	69	74	85	95
净利润	354	408	468	528
少数股东损益	(0.1)	(1.2)	(1.2)	(1.2)
归属母公司净利润	354	409	469	529
EBITDA	522	584	671	754
EPS (最新摊薄)	0.92	1.06	1.21	1.37

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-11.67%	17.35%	15.28%	12.98%
营业利润	-15.50%	14.31%	15.04%	12.98%
归属母公司净利润	-14.39%	15.65%	14.71%	12.73%
获利能力				
毛利率	27.81%	27.56%	27.64%	27.73%
净利率	12.49%	12.28%	12.22%	12.20%
ROE	8.65%	9.56%	10.42%	11.16%
ROIC	8.24%	9.01%	9.86%	10.53%
偿债能力				
资产负债率	25.50%	27.08%	28.84%	30.03%
净负债比率	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.00	2.84	2.72	2.68
速动比率	2.50	2.39	2.24	2.19
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.57	0.61	0.64
应收账款周转率	2.26	2.45	2.43	2.41
应付账款周转率	3.31	3.64	3.60	3.57
每股指标(元)				
每股收益	0.92	1.06	1.21	1.37
每股经营现金	1.04	1.14	1.08	1.30
每股净资产	10.69	11.30	11.86	12.53
估值比率				
P/E	16.05	13.88	12.10	10.73
P/B	1.37	1.30	1.24	1.17
EV/EBITDA	4.55	5.99	5.14	4.34

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>