

# Q1 利润超预期，关注成本下降叠加结构改善带来的盈利能力提升

## 海容冷链 (603187.SH)

### 核心观点

公司发布 2022 年年报及 23 年一季报，22 年全年在疫情冲击下全年收入端保持稳健增长，得益于下半年的原材料价格下降以及汇率贡献，利润端同比实现 29.78% 的增长。23Q1 得益于原材料价格的下降叠加公司产品结构改善，利润同比增长 48.81%，净利率同比提升 3.28pct。

### 事件

2023 年 4 月 26 日，公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报。

2022 年实现营业收入 29.05 亿元，同比增长 9.12%；2022Q4 实现营业收入 5.88 亿元，同比下滑 11.80%；2023Q1 实现营业收入 8.90 亿元，同比增长 5.95%。

从利润端来看，2022 年实现归母净利润 2.92 亿元，同比增长 29.78%，净利率为 10.47%，同比提升 1.33pct；2022Q4 实现归母净利润 0.24 亿元，同比下降 23.25%，净利率为 4.05%，同比下降 1.31pct；2023Q1 实现归母净利润 1.17 亿元，同比提升 48.81%，净利率为 13.06%，同比提升 3.28pct。

### 简评

一、收入分析：2022 年营收稳健增长，23Q1 表现平稳

I、分产品：冷冻稳健增长，商超&智能成增长拉动力

- 1) 从冷冻展示柜品类来看，22 年实现收入 17.67 亿元，同比增长 13.2%，得益于公司在冷冻柜领域的领先优势，订单规模持续扩大，收入实现稳定增长；
- 2) 从冷藏展示柜品类来看，22 年实现收入 5.42 亿元，同比下滑 19.32%，主要系个别客户订单同比减少的影响；
- 3) 从商超展示柜来看，22 年实现收入 3.22 亿元，同比提升 47.58%，主要系客户持续开拓带动业务收入规模不断扩大；
- 4) 从智能售货柜业务来看，22 年实现收入 1.6 亿元，同比提升 52.12%，主要系产品投放加速，公司不断加深同国内品牌商和运营商的合作，收入实现较快增长。

维持

买入

马王杰

mawangjie@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070002

发布日期：2023 年 04 月 28 日

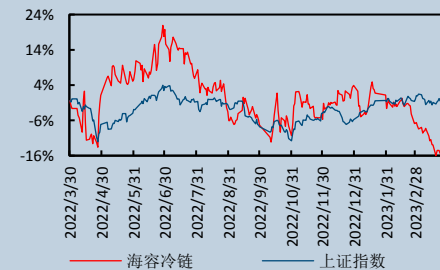
当前股价：26.44 元

#### 主要数据

##### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-7.03/-7.13	-16.25/-22.35	-10.31/-12.10
12 月最高/最低价 (元)		36.90/25.67
总股本 (万股)		27,605.35
流通 A 股 (万股)		27,356.77
总市值 (亿元)		81.44
流通市值 (亿元)		80.70
近 3 月日均成交量 (万)		249.51
主要股东		
邵伟		19.87%

#### 股价表现



#### 相关研究报告

- 2022-10-27 【中信建投白色家电】海容冷链 (603187):Q3 业绩符合预期，看好商冷龙头长期发展潜力
- 2022-08-25 【中信建投白色家电】海容冷链 (603187):Q2 业绩符合预期，期待 H2 盈利改善

### I I、分地区：外销表现亮眼

22 年公司内销收入 21.34 亿元，同比增长 1.98%，外销收入 6.57 亿元，同比增长 41.81%，主要系国外人员流动性恢复带来快消品行业的需求恢复。

23Q1 公司实现收入 8.90 亿元，同比增长 5.95%，整体表现稳健。

### 二、盈利分析：原材料下行&结构改善，整体盈利能力有所改善

#### I、毛利端：成本改善+结构优化，毛利率提升

2022Q4 毛利率 24.51%，同比提升 6.17pct，主要系原材料价格同比有所回落，同时部分客户订单产品结构发生变化，使得盈利能力有所改善。

分产品来看：

1) 22 年冷冻展示柜业务实现毛利率 28.18%，同比提升 4.98pct，主要系客户和产品结构调整，大宗物料价格有所回落；

2) 商用冷藏柜业务整体毛利率 16.04%，同比基本持平；

3) 商超展示柜业务整体毛利率 11.65%，同比下降 7.28pct，主要系产品结构变化的影响；

4) 智能售货柜业务整体毛利率 21.18%，同比增加 5.49pct，随着业务规模扩大，规模效应显现，加之产品不断优化，商用智能售货柜毛利率上升。

23Q1 公司实现毛利率 27.12%，同比提升 5.02pct，预计盈利能力提升原因与 Q4 一致，主要系产品结构改善叠加原材料价格下降。

#### II、费用端：22Q4 费用端短期压力较大，23Q1 费用压力环比减小

22Q4 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比+2.03/+0.77/+2.22/+0.98pct，整体费用端压力较大，预计主要系 Q4 短期收入下滑使得费用摊销压力有所加大。

23Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.55/+0.03/+0.12/+0.28pct。

#### III、净利端：23Q1 净利率改善明显

22Q4 受费用端压力有所加大的影响，公司净利率同比下滑 1.31pct；得益于订单结构改善&原材料价格下降，23Q1 公司实现净利率 13.06%，同比提升 3.28pct。

**投资建议：**公司系国内商用冷冻柜龙头厂商，冷藏柜、商超柜、智能柜等品类客户持续开拓，市场份额有望持续提升。我们预测 2023-2025 年公司实现归母净利润 4.04/5.20/6.00 亿元，对应 EPS 为 1.05/1.35/1.55 元，当前股价对应 PE 为 28.2/21.9/19.0 倍，维持“买入”评级。

## 风险分析

**1) 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。

**2) 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。

**3) 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。

## 分析师介绍

### 马王杰

上海交通大学硕士，曾就职于申万宏源、天风证券和国盛证券。深度覆盖白电、厨电以及各类小家电公司。所在团队曾获得 2016 年新财富家电行业第五名、水晶球第二名；2017 年新财富入围；2018 年金牛奖家电行业最佳团队

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
 座 12 层  
 电话：(8610) 8513-0588  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南  
 塔 2103 室  
 电话：(8621) 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交  
 汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：(86755) 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：(852) 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk