

2023年05月03日  
海容冷链(603187.SH)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

家电

## 被低估的成长性

**目 下游消费恢复，海容经营有望改善：**国内商用冷柜市场进入壁垒高，长期来看，具有较好的成长性，详见《海容冷链深度报告：冷藏柜，下一个赛点—381 家便利店与夫妻店的大样本分析》。近几年因疫情影响，下游消费承压，影响了商用冷柜行业发展。我们认为，2023 年餐饮行业景气度有望恢复（图 1~图 2），海容接单或转好；在此基础上，展望 2024 年，我们认为，餐饮公司有望增加渠道投放。值得一提的是，根据公告，海容预计 2023 年收入增速为 10.2%~15.3%，一些投资者以此为指引，认为公司收入增速较慢。我们回顾海容历史预测数据（表 1），发现除了 2022 年疫情导致公司销售不及预期，2020~2021 年海容实际销售均高于预测收入。

**目 冷冻柜业务仍有成长性：**部分投资者担忧海容冷冻柜业务成长性不足。我们认为，虽然海容在国内冷冻柜市场占有较高份额，但是疫情后，我们看到蒙牛、伊利等大客户持续开拓市场、中小客户订单回补、东南亚市场继续保持较高增速、欧洲市场回暖，2022 年与 2023Q1 单季度，海容冷冻柜业务收入增速分别为 13%/20%+（2021/2022Q1 增速分别为 30%/17%，非低基数）。海容在冷冻柜行业竞争力较强，随着国际餐饮企业对其开放海外市场，国内品牌客户业务出海，公司该业务仍有较好成长空间。

**目 冷藏柜业务的客户结构走向多元化，单一客户的影响越来越小：**因个别饮料公司由于自身原因减少投放、中小餐饮企业在 2022Q2/Q4 疫情影响下放缓投放，海容 2022 年及 2023Q1 冷藏柜收入同比下滑，资本市场担心公司竞争力下降。结合产业调研，随着消费恢复、海容客户结构变化，我们预期公司 Q2 冷藏柜销售会有所恢复。需要补充说明的是，受产品分类影响，2022 年海容将个别冷藏领域客户的多门柜订单计入商超展示柜品类，这对冷藏柜业务的表现销售增速产生影响。若不考虑个别企业自身经营变化对海容的影响，我们推算，2022 年公司冷藏柜与商超展示柜的合计收入增速约为 16%左右（表现合计收入增速-3%），反映了公司较强的拿单能力。

**目 海容盈利能力有望改善：**我们预期，公司 2023 年盈利能力有望好于 2022 年，主要因：1) 优质客户占比提升，产品均价上行（图 3）。我们认为，除非大客户在短时间内给予海容大量订单，公司进行价格让步，在多数情况下，海容每年会通过推出新品来提升盈利能力；2) 原材料价格下行（图 4~图 5），毛利率恢复。这在 2023Q1 已有所体现（Q1 毛利率同比+5.0pct）；3) 股权激励费用少于上年同期（表 2）；4) 随着业务规模扩大，智能售货柜业务毛利率也在不断提升（图 6）。

**目 投资建议：**我们认为市场低估了商用制冷展示柜行业的空间和高端客户的准入壁垒，对公司的成长潜力和业绩弹性预期不足。海容的专业化优势正在演变为规模优势，成长逻辑将逐步兑现。我们预计 2023~2024 年 EPS 为 1.54/1.92 元（不考虑公司以资本公积金转增股本），6 个月目标价 38.50 元，对应 2023 年 25 倍 PE，维持买入-A 的投资评级。

投资评级

**买入-A**  
**维持评级**

6 个月目标价

38.5 元

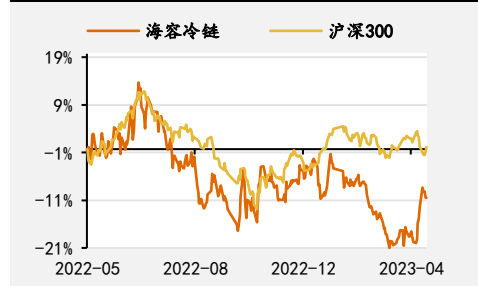
股价 (2023-04-28)

29.09 元

交易数据

总市值(百万元)	8,030.40
流通市值(百万元)	7,958.09
总股本(百万股)	276.05
流通股本(百万股)	273.57
12 个月价格区间	25.67/36.9 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.3	-2.7	-7.1
绝对收益	11.1	-6.4	-4.4

张立聪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070005

zhanglc@essence.com.cn

李奕臻

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520020001

liyiz4@essence.com.cn

相关报告

成本下行，Q1 净利润高速增长	2023-04-26
Q3 盈利能力提升，期待未来收入改善	2022-10-27

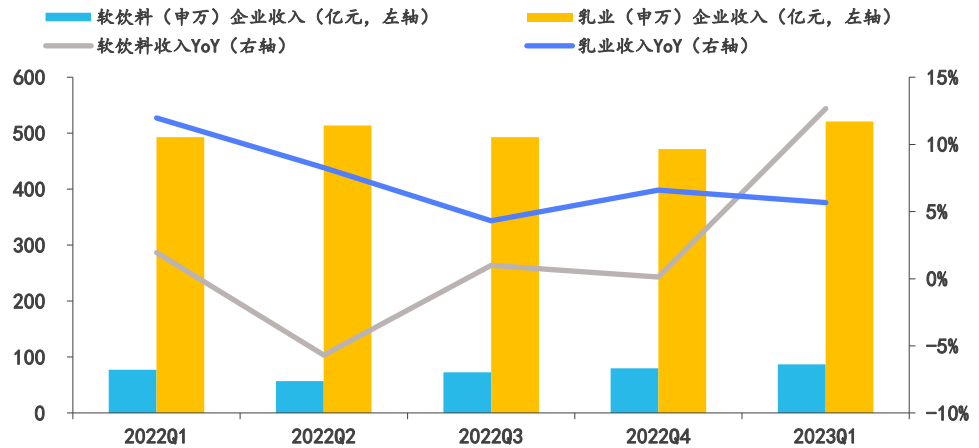
目 风险提示：海外疫情的不确定性，原材料价格大幅上涨，客户拓展不及预期

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	2,661.8	2,904.6	3,491.6	4,071.5	4,743.5
净利润	225.2	292.2	425.9	529.2	623.3
每股收益(元)	0.82	1.06	1.54	1.92	2.26
每股净资产(元)	8.57	13.20	14.37	15.62	17.09

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	35.7	27.5	18.9	15.2	12.9
市净率(倍)	3.4	2.2	2.0	1.9	1.7
净利润率	8.5%	10.1%	12.2%	13.0%	13.1%
净资产收益率	9.5%	8.0%	10.7%	12.3%	13.2%
股息收益率	0.9%	0.0%	1.9%	2.3%	2.7%
ROIC	37.1%	24.8%	27.8%	39.0%	39.7%

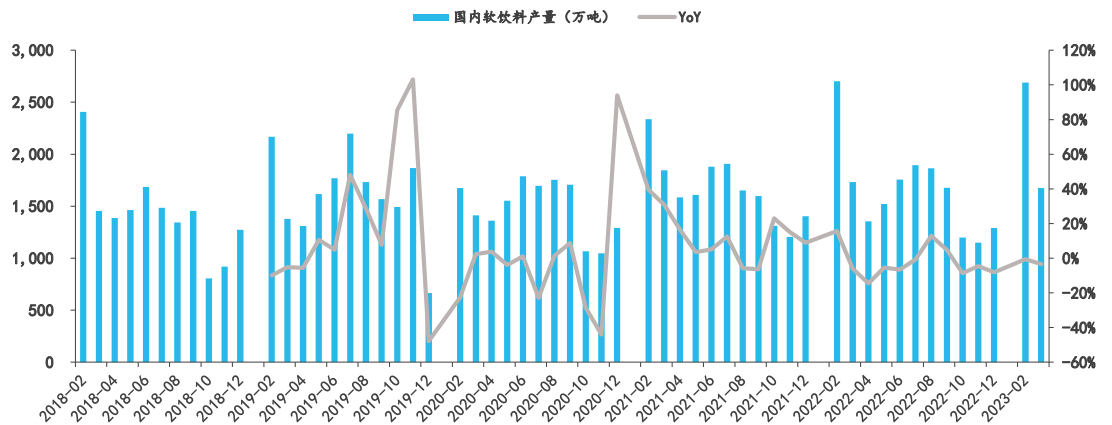
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

图1. 2023Q1 软饮料行业（申万）收入增速有所恢复



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图2. 2023Q1 软饮料行业产量增速平稳



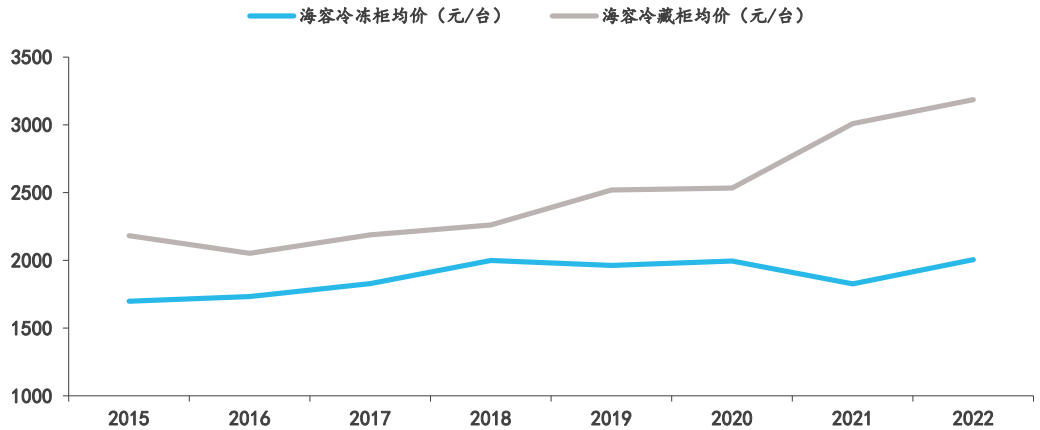
资料来源：Wind，安信证券研究中心

表1：正常经营年份中，海容实际销售往往高于预测水平

单位：亿元	2020	2021	2022	2023
公司预测收入	15.8	23.0	33.3	32.8
预测收入 YoY	2%	22%	25%	13%
公司实际收入	18.9	26.6	29	-
实际收入 YoY	23.1%	40.8%	9.1%	-

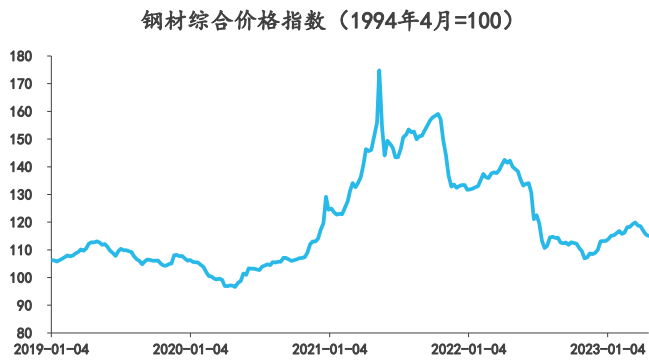
资料来源：公司公告、安信证券研究中心（注：预测收入，取公司公告的预测范围中值；预测收入 YoY，是用公司对新一年的预测收入、上一年的实际收入计算所得）

图3. 海容冷藏柜销售均价上行



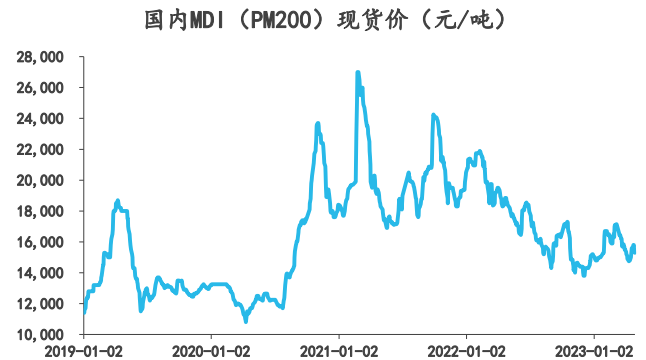
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图4. 钢材价格指数处于低位



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图5. MDI 现货价处于较低水平



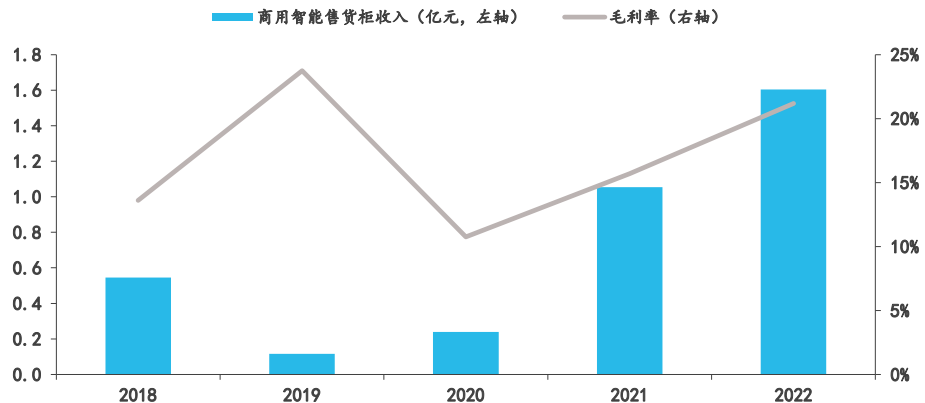
资料来源：Wind，安信证券研究中心

表2: 2023~2024年，公司预计股权激励摊销费用逐步下降

单位：万元	2021	2022	2023	2024
首次授予部分摊销费用	4321	5242	2579	742
预留授予部分摊销费用	16	187	96	45
合计费用	4337	5429	2675	787
占当年业绩比重	19%	19%	-	-

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图6. 海容智能售货柜业务收入持续增长，毛利率改善



资料来源：公司公告，安信证券研究中心



## 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 ■■■

安信证券股份有限公司（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** ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信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。

安信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。

**安信证券研究中心**

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 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