

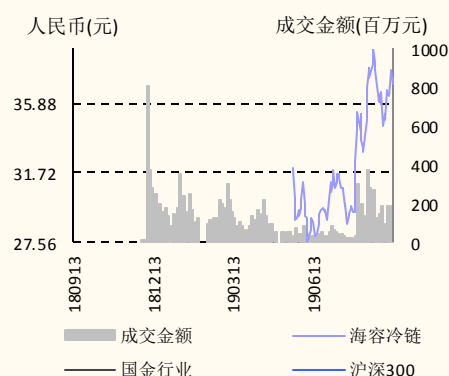
## 海容冷链 (603187.SH) 增持 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 37.37 元  
 目标价格 (人民币): 45.90-45.90 元

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	28.00
总市值 (百万元)	4,230.28
年内股价最高最低 (元)	39.14/27.28
沪深 300 指数	3972.38
上证指数	3031.24



王华君 分析师 SAC 执业编号: S1130519030002  
 wanghuajun@gjzq.com.cn

丁健 分析师 SAC 执业编号: S1130519060005  
 ding\_jian@gjzq.com.cn

## 供应全球的消费冷链龙头, 内在价值被低估

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	1.98	1.74	1.84	2.29	2.84
每股净资产 (元)	9.45	16.17	16.10	18.04	20.45
每股经营性现金流 (元)	3.78	1.72	1.70	2.64	4.03
市盈率 (倍)	-	27	20	16	13
净利润增长率 (%)	-5.58%	17.12%	49.20%	24.46%	24.41%
净资产收益率 (摊薄)	20.97%	10.77%	16.14%	17.92%	19.67%
总股本 (百万股)	60.00	80.00	113.20	113.20	113.20

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **供应全球的消费冷链龙头, 历史经营业绩稳健。** 公司主营定制化的商用冷冻展示柜、冷藏展示柜、商超展示柜和商用智能售货柜, 主要客户有联合利华、伊利、蒙牛、农夫山泉、雀巢、三全、思念、美宜佳、永辉超市等。收入从 2012 年 3.4 亿元增至 2018 年 12.1 亿元, CAGR=24%, 净利润从 2012 年 0.16 亿元增至 2018 年 1.4 亿元, CAGR=43%; 2018 年 ROE (摊薄) 为 11%, 毛利率持续提升至 34%。
- **全球化和非标化引领商用展示柜增长迅速。** 公司下游为冷饮、奶制品等全球消费行业巨头, 有弱经济周期和大消费相关属性。(1) **行业成长性:** 冷饮刚需消费驱动的 3~5 年更新需求、行业定制化占比提升、商超便利店和智能零售新商业模式崛起带来的新增需求; (2) **公司成长性:** 适应下游细分行业不同需求客户的增加、现有客户份额的持续提升、客户全球化资本开支增长。全球冷冻和冷藏展示柜规模分别为 518 万台和 1240 万台, 合计市场容量 500 亿元, 2018 年公司冷冻和冷藏展示柜销量分别为 40 万台和 12 万台, 市占率 8% 和 1%, 商超展示柜和智能零售展示柜 2 万台。去年以来, 国内冷饮下游客户如伊利、蒙牛等开始加大了对国外市场的布局, 公司协同客户实施“走出去”战略; 同时全球品牌客户也加大对国外市场的采购力度, 订单增量明显, 另外, 冷藏柜和商超展示柜持续的市场拓展为公司贡献新的增长点。
- **公司竞争优势在于与客户需求高度匹配的定制化能力。** 传统商用冷冻和冷藏柜以白电企业兼容生产为主, 公司针对不同下游细分行业、不同客户、不同产品适用区域特点, 研发设计与客户需求高度匹配的定制化产品, 配套专业化服务, 作为客户销售生产资料和市场核心竞争力的一部分。公司 06 年成立以来持续累积的行业经验, 研发设计 100 余类不同产品线, 同时通过混线的柔性生产模式提高了针对客户需求的快速反应效率。公司通过持续开发的专业化、差异化和定制化新产品来满足客户需求, 维持了较好的盈利能力。
- **盈利预测与估值**  
 预计 19~21 年, 公司净利润为 2.1/2.6/3.2 亿元, 同比增长 49%/24%/24%; EPS 分别为 1.8/2.3/2.9 元; PE 分别为 20/16/13 倍, 参考可比公司, 给予明年 20 倍 PE 估值, 6~12 个月目标价 45.9 元, 给予“增持”评级。

## 风险提示

- 中美贸易战对北美业务影响加剧; 欧洲市场公司新产品增长不及预期; 冷藏和商超柜拓展不及预期; 公司 5600 万限售股于 2019 年 11 月 29 日解禁。

## 【投资要件】

### ■ 驱动因素、关键假设及主要预测

- **驱动因素：(1)行业增长驱动力来自于：**冷饮刚需消费驱动的3~5年更新需求、行业定制化占比提升、商超便利店和智能零售新商业模式崛起带来的新增需求；**(2)公司成长性来自于：**适应下游细分行业不同需求客户的增加，现有客户份额的持续提升、客户全球化资本开支增长。
- **关键假设：**关键客户如伊利、蒙牛等国内客户全球化布局持续加速和全球品牌客户国外采购的持续增长；商超便利店展示柜和无人零售新商业模式逐渐清晰。
- **主要预测：**预计冷冻和冷藏展示柜行业将保持10%左右增速平稳增长，公司冷藏展示柜、商超展示柜、智能售货柜等陆续发力成为公司新的业绩增长点。

### ■ 我们与市场不同观点

- **市场认为公司所在的冷冻柜和冷藏柜行业壁垒不高。**我们认为商用冷冻和冷藏展示柜行业核心壁垒在于非标定制化能力，公司通过十多年长期累积的非标经验进入全球冷饮消费品巨头行业供应体系，客户的供应关系一旦建立，客户粘性较好，合作关系将保持长期稳定，护城河将逐渐加固。公司通过持续开发符合客户需求的定制化新产品，毛利率能够维持稳定的水平区间。
- **市场以传统的冷链设备思维看待公司。**我们认为公司区别于其他冷链设备公司的核心区别在于处于冷链物流的终端环节，下游与冷饮等消费行业高度相关，具备弱经济周期和与大消费相关的属性。
- **市场对公司全球化拓展逻辑认识并不充分。**公司全球化逻辑依托于客户的全球化，非标定制能力在全球竞争优势突出，伊利、蒙牛等国内乳业巨头加大了全球化战略的实施、全球性品牌客户在国外市场也加大了自中国的采购力度。

### ■ 投资建议

- 预计19~21年，公司收入分别为14.6/17.7/21.9亿元，增速分别为21%/21%/24%；净利润分别为2.1/2.6/3.2亿元，同比增长49%/24%/24%；EPS分别为1.8/2.3/2.9元；PE分别为20/16/13倍，参考可比公司，给予明年20倍PE估值，6~12个月目标价45.9元，给予“增持”评级。

### ■ 催化剂

- 潜在的冷链物流补短板政策催化；公司新产品开发超预期。

### ■ 主要风险因素

- 中美贸易战对北美业务影响加剧；欧洲市场公司新产品增长不及预期；冷藏和商超柜拓展不及预期；公司5600万限售股于2019年11月29日解禁。

## 内容目录

<b>1、被低估的消费冷链龙头，非标经验解决行业痛点</b>	<b>5</b>
1.1 消费冷链龙头，团队深耕行业十多年	5
1.2 2019 年营收、净利双增长，历史经营业绩稳健	6
1.3 公司现金流较好，毛利率重回上升通道	8
<b>2、冷饮食品偏向刚需，冷藏冷冻柜受益终端全球化布局</b>	<b>9</b>
2.1 食品消费冷链靠近终端，具有强消费属性	9
2.2 国内百亿级市场，全球规模超 500 亿	10
2.3 受益伊利蒙牛等国际化布局，公司冷藏业务进入快速发展期	12
2.4 政策环境：城乡冷链物流补短板首次写入中央政治局会议	16
<b>3、非标竞争优势突出，具备全球竞争力</b>	<b>17</b>
3.1 国内细分市场占率第一，海外空间提升广阔	17
3.2 产能利用率受季节性因素影响，订单周期可预测性强	18
3.3 国外直销业务毛利率较高，产品质量、稳定性为获客基础	19
3.4 IPO 募资满足客户旺季订单需求，改善季节性影响因素	19
<b>4、盈利预测与估值：明年合理估值 52 亿元</b>	<b>20</b>
4.1 收入预测：未来三年收入复合增速 21%	20
4.2 费用预测：预计公司销售净利率维持在 14%~15% 水平	21
4.3 估值分析：给予明年 20 倍合理估值	21
<b>5、风险提示</b>	<b>22</b>

## 图表目录

图表 1：海容冷链冷冻展示柜	5
图表 2：海容冷链冷藏展示柜	5
图表 3：海容冷链商用冷冻柜客户介绍	6
图表 4：海容冷链 2018 年 11 月上市	6
图表 5：邵伟在内的核心管理层持股 50%	6
图表 6：海容冷链营业收入复合增速 24%	7
图表 7：海容冷链净利润在 2019 年上台阶	7
图表 8：冷冻展示柜占比 66%	7
图表 9：海容冷链海外收入占比 39%	7
图表 10：冷冻柜单价低于冷藏柜	8
图表 11：海容冷链不同产品出货结构	8
图表 12：海容冷链资产负债率、流动比例情况	8
图表 13：海容冷链经营性现金流与净利润匹配情况	8
图表 14：海容冷链费用占比变动情况	9
图表 15：海容冷链毛利率持续提升	9
图表 16：原材料成本占比	9

图表 17: 19H1 异氰酸脂价格大幅下降.....	9
图表 18: 冷链物流全产业链梳理.....	10
图表 19: 冷链系统各环节示例.....	10
图表 20: 冷链物流市场规模发展情况.....	10
图表 21: 中国商用展示柜市场规模.....	10
图表 22: 公司不同产品对应的细分领域与客户.....	11
图表 23: 全球商用展示柜市场规模及预测.....	12
图表 24: 中国商用展示柜市场规模及预测.....	12
图表 25: 我国冷冻饮品产量增速放缓.....	13
图表 26: 我国餐饮企业饮料及冷饮业务收入及增速.....	13
图表 27: 我国速冻米面食品产量及增速.....	13
图表 28: 中国液体奶乳制品销量及增速.....	13
图表 29: 2019 年上半年伊利股份在建工程增长 70%.....	14
图表 30: 蒙牛资本开支维持高位.....	14
图表 31: 伊利和蒙牛资本开支加速.....	14
图表 32: 海容冷链前五大客户采购金额变化（蒙牛、伊利、联合利华采购加速，IDW 采购稳健）.....	15
图表 33: 海容冷链下游五大客户情况.....	15
图表 34: 国家政策为行业发展保驾护航.....	17
图表 35: 国外商用冷柜企业介绍.....	17
图表 36: 国内商用冷柜企业介绍.....	17
图表 37: 海容上半年产量占比 60%-65%左右.....	19
图表 38: 一般下半年产能利用率不到 50%.....	19
图表 39: 海容冷链 2018 年 1-6 月各产品国内、国外 ODM 毛利率对比.....	19
图表 40: 海容冷链募集资金投向.....	20
图表 41: 海容冷链业绩预测模型.....	20
图表 42: 海容冷链费用预测.....	21
图表 43: 冷链公司 2019H1 主要指标比较.....	22
图表 44: 海容冷链明年给予估值 20 倍.....	22

## 1、被低估的消费冷链龙头，非标经验解决行业痛点

### 1.1 消费冷链龙头，团队深耕行业十多年

- **消费冷链终端设备供应商：**海容冷链成立于 2006 年，2018 年 11 月 29 日上市。
  - **核心产品：**冷冻展示柜与冷藏展示柜，2018 年销售占比分别达到 65.5% 与 22.7%。其他产品包括商超展示柜、商用智能售货柜等，是公司产品未来延伸的方向。
  - **核心客户：**联合利华、雀巢、伊利、蒙牛、农夫山泉、三全、思念、美宜佳、永辉超市等，主要集中在快速消费品行业，分为：冰激凌类、奶制品、速冻食品、碳酸饮料、国内主流的连锁便利店等。客户进入门槛非常高，一旦进入供应链，与客户的供应关系将非常稳定。2018 年前五大客户销售收入占比 45%。
  - **市场地位：**1) 国内商用冷冻展示柜龙头企业，国内冷冻展示柜细分领域市占率第一。2) 产品线包含 100 余类产品，为客户不同需求提供一站式解决方案。3) 依靠核心产品及定制化能力，依靠持续推出的新产品维持较高毛利率，具有向下游议价的能力。

图表 1：海容冷链冷冻展示柜



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 2：海容冷链冷藏展示柜



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 3：海容冷链商用冷冻柜客户介绍

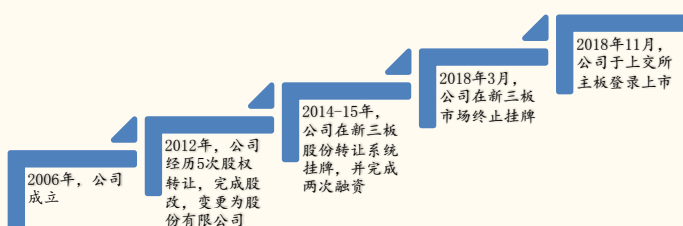


来源：国金证券研究所绘制

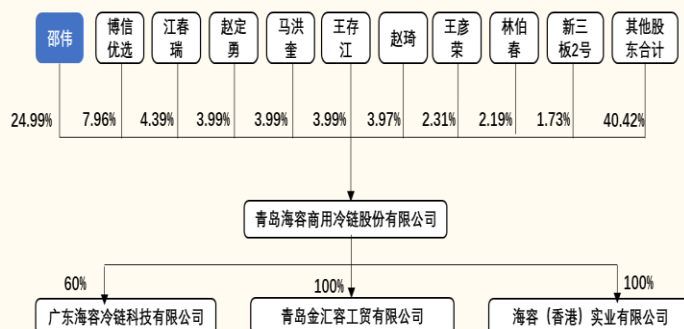
- 核心团队成员冷链领域经验丰富。公司董事长、兼实际控制人邵伟，1970 年出生，持公司 24.99% 股份，公司核心技术与销售团队一直比较稳定，且在冷链行业有十多年的从业经验。
- 人均产出超百万。2018 年公司员工人数 1163 人，人均产出达 104 万元。公司具有专利 89 项，其中包括：发明专利 6 项，实用新型专利 54 项，外观设计专利 29 项。2018 年公司研发投入占比为 3.14%。

图表 4：海容冷链 2018 年 11 月上市

图表 5：邵伟在内的核心管理层持股 50%



来源：公司招股说明书，国金证券研究所



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

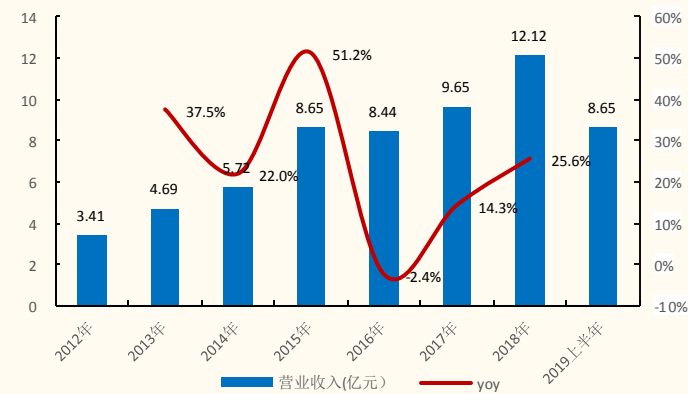
1.2 2019 年营收、净利双增长，历史经营业绩稳健

- 近 6 年收入复合增速 24%，比较稳健：公司收入从 2012 年的 3.4 亿元提升至 2018 年的 12 亿元，CAGR=24%，净利润从 2012 年的 0.16 亿元提

高 2018 年的 1.39 亿元，CAGR=43%。2018 年 ROE（加权）20%，综合毛利率 28.5%。

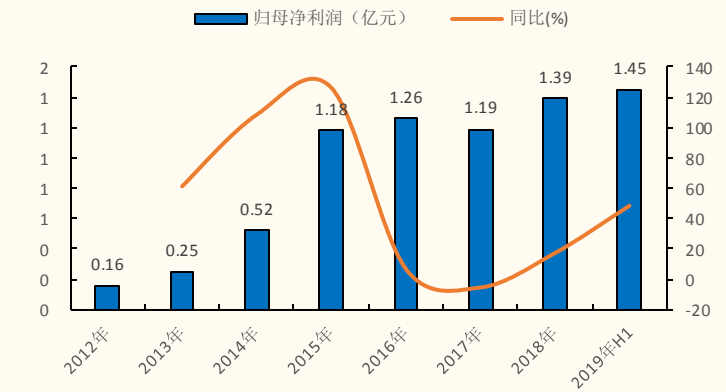
- **净利润有望上新台阶。**2015~2018 年，公司净利润维持在 1.18~1.39 亿区间，2019 年上半年净利润 1.45 亿元，超过去年全年，全年净利润有望突破 2 亿元。
- **公司收入结构：冷冻柜占比 66%，正开辟冷藏柜和商超新业务。**
  - 1、商用冷冻展示柜收入占比 66%：**2018 年收入 7.93 亿元，占总收入比重的 65.5%，毛利率达 34.4%。
  - 2、商用冷藏展示柜收入占比 23%：**2018 年收入 2.75 亿元，占总收入比重的 22.7%，毛利率为 16.4%。
  - 3、商超展示柜、商用智能售货柜：**2018 年贡献收入 0.92 亿元，占总收入比重的 7.6%，毛利率分别达 32.8% 与 13.6%。
- **公司外销收入占比接近 40%。**

图表 6：海容冷链营业收入复合增速 24%



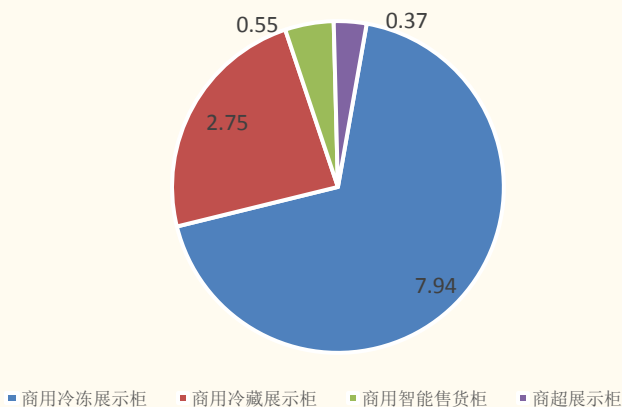
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 7：海容冷链净利润在 2019 年上台阶



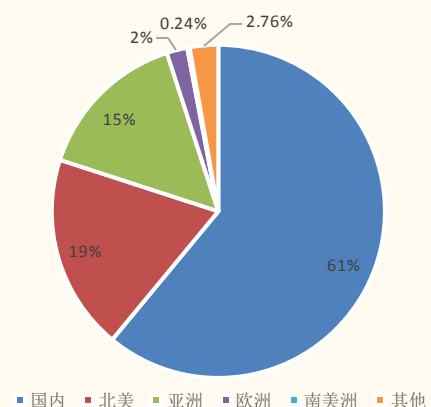
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 8：冷冻展示柜占比 66%



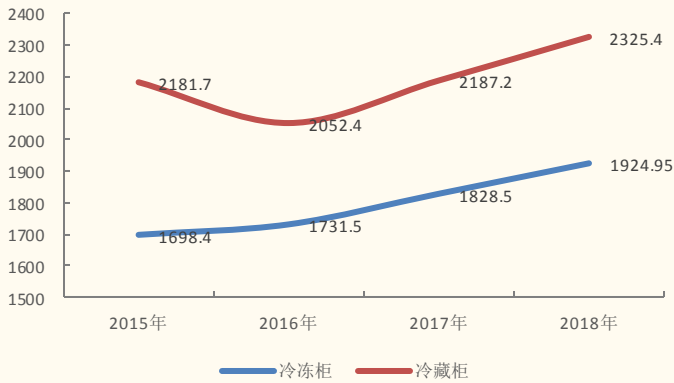
来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：海容冷链海外收入占比 39%



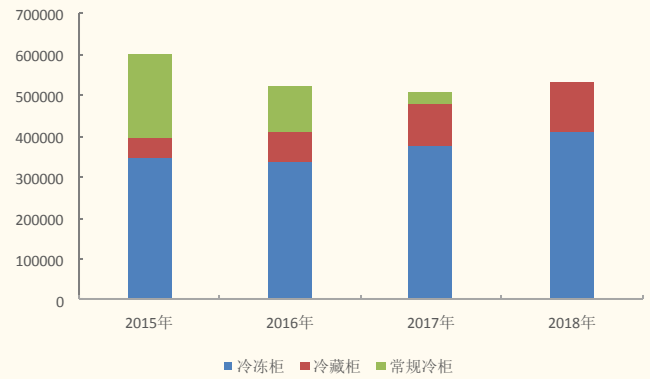
来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：冷冻柜单价低于冷藏柜



来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：海容冷链不同产品出货结构

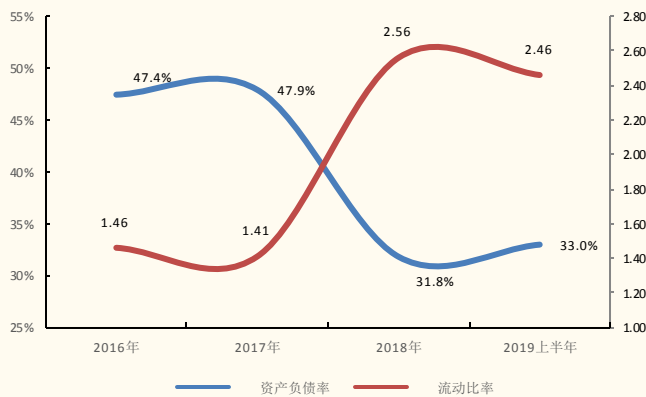


来源：Wind，国金证券研究所

### 1.3 公司现金流较好，毛利率重回上升通道

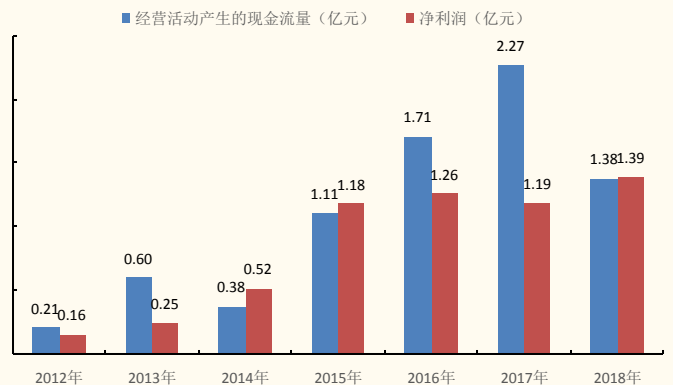
- 公司 2018 年经营性现金流为 1.38 亿元，基本匹配同期 1.39 亿的净利润，公司利润含金量高。此外，公司流动资产 16.67 亿元，流动负债为 6.77 亿元，资产负债率仅为 32.97%。公司负债基本为经营性负债（主要来自于应付票据、应付账款），金融性负债为零，整体财务风险较低。

图表 12：海容冷链资产负债率、流动比例情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表 13：海容冷链经营性现金流与净利润匹配情况

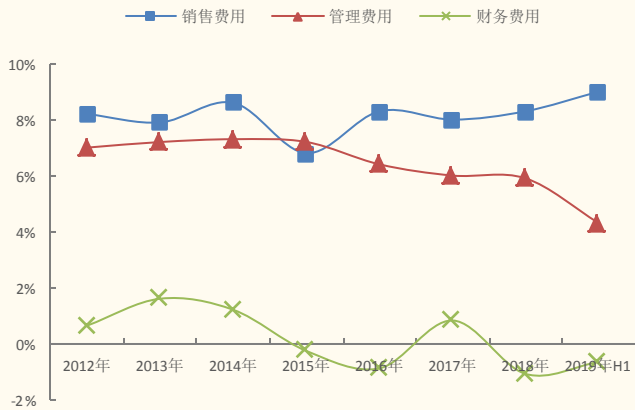


来源：Wind，国金证券研究所



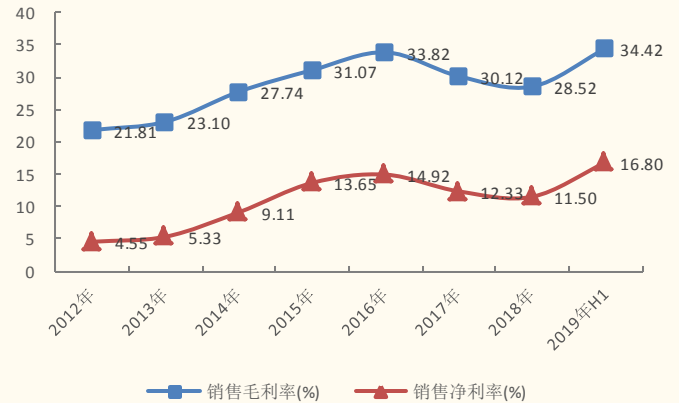
- **2019 年上半年毛利率提升 6pct，重回上升通道。**据 2019 年中报，公司综合毛利率 34.4%，较 2018 年全年提升 6pct，公司解释原因：一是推出新产品，二是异氰酸酯等原材料成本下降；三是汇兑收益。
- **原材料成本端下降：**2019H1 异氰酸酯价格大幅下降，是带动公司毛利率回升的一个因素。2017 年异氰酸酯占原材料成本 7%，今年预估降到 4.7%左右。假设产品售价不变，原材料成本下降 2.5%，则毛利率有望带动接近 2pct。

图表 14：海容冷链费用占比变动情况



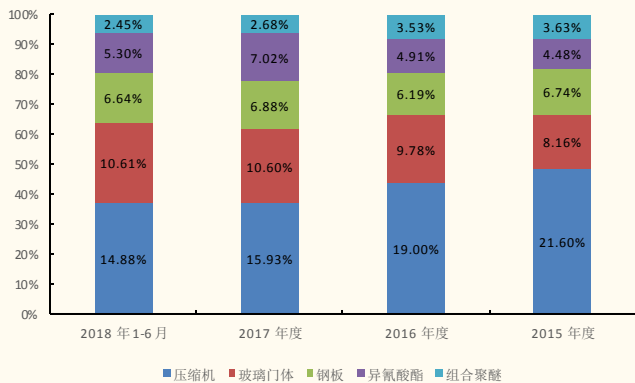
来源：Wind，国金证券研究所（2019H1 管理费用不包含研发费用）

图表 15：海容冷链毛利率持续提升



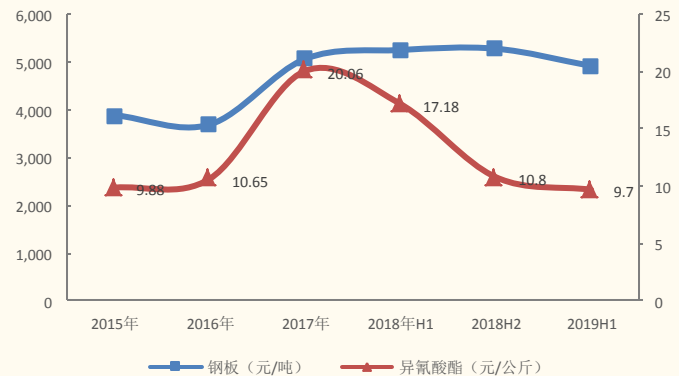
来源：Wind，国金证券研究所

图表 16：原材料成本占比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 17：19H1 异氰酸酯价格大幅下降



来源：Wind，国金证券研究所

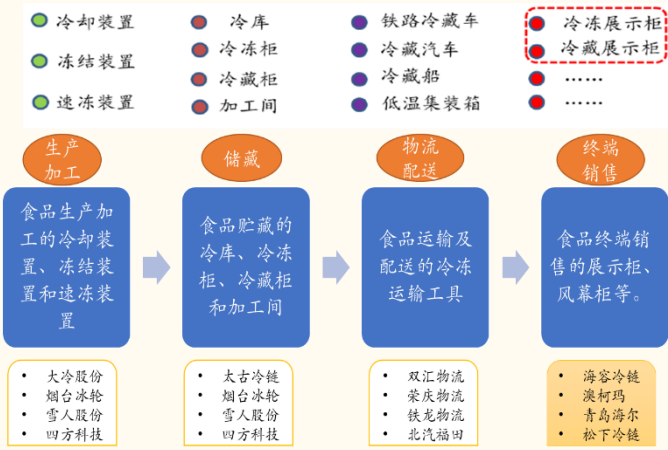
## 2、冷饮食品偏向刚需，冷藏冷冻柜受益终端全球化布局

### 2.1 食品消费冷链靠近终端，具有强消费属性

- **冷链物流：**是指结合冷链与物流技术的特殊供应链系统。泛指冷藏冷冻类产品从产地到消费者终端的各流通环节，均置于受控的低温之下，以保证产品品质最小限度的下降的专业物流形式。
- 冷链物流中食品冷链物流占比 90%左右，其他包括医药用品冷链物流、生物制品冷链物流等。**目前海容冷链业务主要集中在食品冷链物流终端领域和零售行业领域。**
- **食品冷链物流产业链包括：1) 冷冻、冷藏加工 2) 冷库贮藏 3) 运输与配送 4) 终端销售，共四个环节。**以低温的冷链物流最大限度的保持食品的新鲜程度、营养、色泽和口味。

- 冷链物流为食品运输过程中的刚需，我国存在明显短板。发达国家的易腐食品综合冷链流通率达 85%以上，部分国家高达 95%-98%。以果品蔬菜为例，据 2018 年中国冷藏运输发展座谈会发布的数据，我国果蔬冷链流通率仅为 22%，冷链运输率为 35%，预冷保鲜率不足 10%，损耗率达 25%-35%，年直接经济损失超过 700 亿元。

图表 18：冷链物流全产业链梳理



图表 19：冷链系统各环节示例

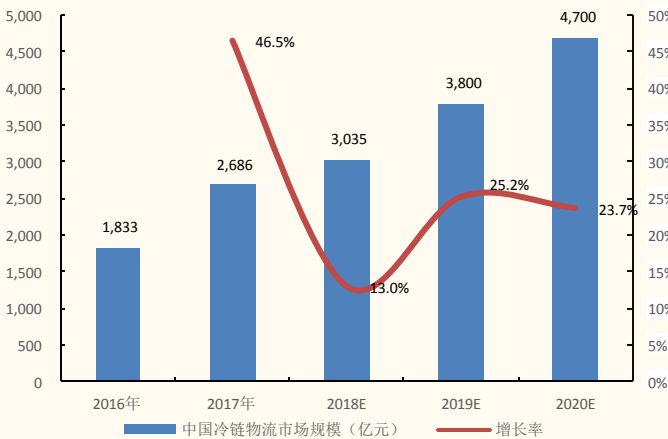


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

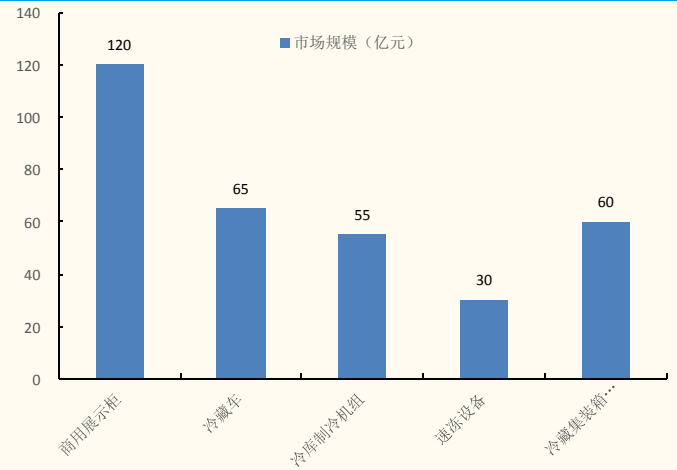
来源：华宝科技官网，国金证券研究所

- 据《2019 年中国冷链设备行业分析报告》与《中国冷链物流行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》：我国商用展示柜市场规模在 120 亿元左右、冷藏车市场规模 65 亿元左右、冷库制冷机组 55 亿元左右、速冻设备 30 亿元左右、全球冷藏集装箱规模 60 亿元左右。

图表 20：冷链物流市场规模发展情况



图表 21：中国商用展示柜市场规模



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

来源：公司招股书，国金证券研究所

## 2.2 国内百亿级市场，全球规模超 500 亿

- 商用展示柜包括：商用冷冻展示柜、商用冷藏展示柜、商超展示柜和商用智能售货柜。主要用于满足客户终端销售、产品展示和企业形象宣传。冷冻柜和冷藏柜直观区别在于温度，用于储存不同类型的产品。

1) 商用冷冻展示柜：主要用于冰淇淋、速冻食品及医药行业，温度一般在 -18℃ 以下；

- 2) **商用冷藏展示柜**：主要用于功能性饮料、茶饮料、矿泉水、碳酸饮料、啤酒、奶制品等行业，负载温度一般设计在 0~10℃；
- 3) **商超展示柜**：用于奶制品、果蔬、肉食、冷饮、速冻食品等产品的销售，主要放置在便利连锁店、大型超市、鲜肉店、蔬菜水果店等。
- 4) **商用智能售货柜**：采用静态识别、动态识别、RFID 芯片识别、重力传感识别、多种技术组合识别、预约自提或自动贩卖等技术，可以实现无人值守和智能售卖的商用展示柜。

图表 22：公司不同产品对应的细分领域与客户

商用冷冻展示柜	<p>下游行业：集中于冷饮行业和速冻食品行业，且以冷饮行业为主。</p> <p>冷饮行业：联合利华、雀巢、伊利、蒙牛、哈根达斯等；</p> <p>冷食行业：三全、思念、山东惠发、福建安井等。</p>
商用冷藏展示柜	<p>下游行业：集中于饮料行业（包括水饮料、功能性饮料、碳酸饮料、茶饮料等）、乳制品行业及啤酒行业，且以饮料行业为主。</p> <p>饮料行业：美国IDW、农夫山泉、怡宝，娃哈哈等；</p> <p>乳制品行业：蒙牛、伊利、君乐宝等；</p> <p>啤酒行业：燕京啤酒。</p>
商超展示柜	<p>下游行业：集中于大型商业超市、连锁便利店。</p> <p>连锁便利店：永辉超市、美宜家、711等。</p>
商用智能售货柜	<p>下游行业：集中于饮料、乳制品、零食等行业的销售运营商和品牌商。</p> <p>应用场景：应用于住宅小区、写字楼、地铁、机场、火车站、学校等人群密集的场所。</p>

来源：国金证券研究所绘制

■ 全球商用展示柜市场规模超 500 亿元，国内 100 亿元左右。

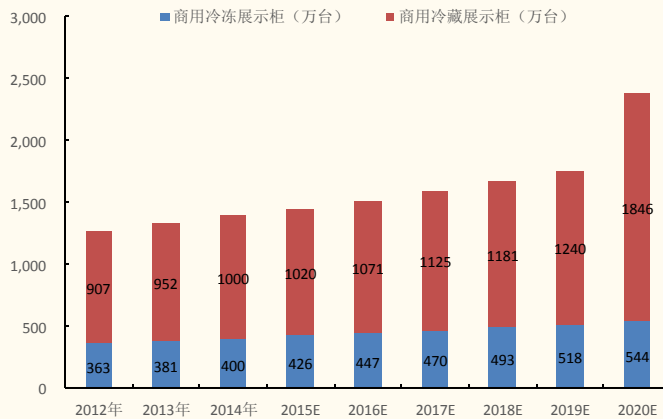
1) **全球商用展示柜市场规模超 500 亿元**：预计 2020 年，全球商用冷藏展示柜达到 1846 万台，商用冷冻展示柜达到 544 万台，按照单台均价 2000 元计算，全球规模超 500 亿元。

2) **我国商用展示柜市场规模近百亿元**。2015 年我国商用展示柜达 260 万台，增速为 17.65%。预计到 2020 年，我国商用展示柜市场规模将达到 510 万台，年复合增长率达到 14.42%。

按照商用展示柜均价 2000 元（2018 年海容冷链商用冷冻展示柜均价 1924.95 元，商用冷藏展示柜均价 2325.24 元）、444 万台销量计算，国内市场规模 90 亿元。

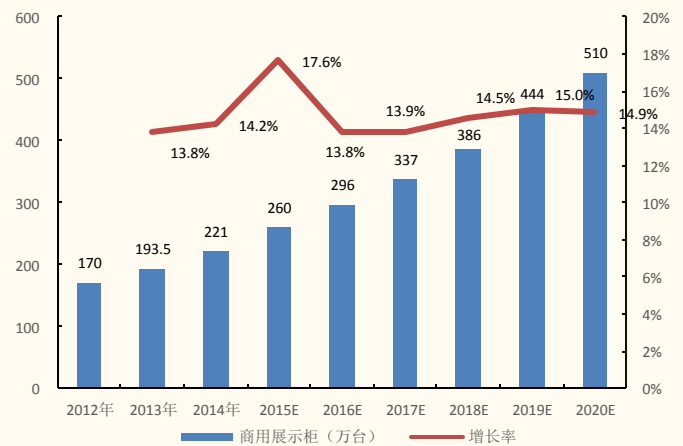
■ 2018 年，海容冷链商用展示柜合计出货 54 万台，全球市占率 2.2%，其中商用冷冻柜 40 万台，全球市占率 7.5%，商用冷藏柜 12 万台，商超展示柜和商用智能售货柜 2 万台。

图表 23：全球商用展示柜市场规模及预测



来源：中国物流与采购联合会冷链物流专业委员会，国金证券研究所

图表 24：中国商用展示柜市场规模及预测



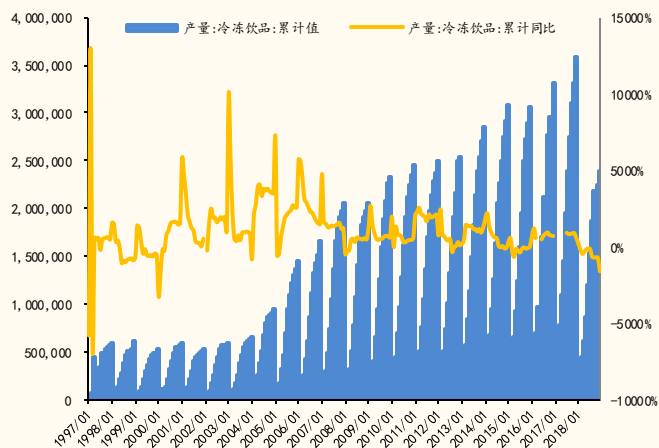
来源：中国物流与采购联合会冷链物流专业委员会，国金证券研究所

## 2.3 受益伊利蒙牛等国际化布局，公司冷藏业务进入快速发展期

### 1) 冷冻饮品、速冻食品

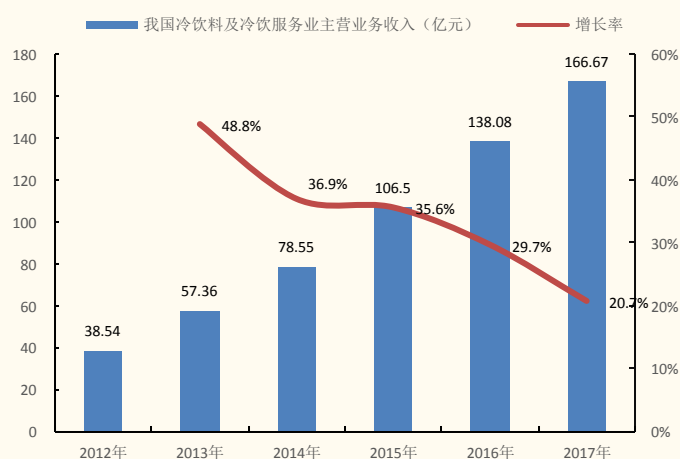
- **冷冻饮品**包括以饮用水、乳品、甜味料、果品、豆制品、食用油脂等为主要原料，添加适量的香料、着色剂、稳定剂、乳化剂等，经配料、灭菌、凝冻、包装等工序而制成的产品。**包括冰淇淋、雪糕、雪泥、冰棍、食用冰、甜味冰等。**国内冷冻饮品产量自 2005 年以来进入快速增长期，一直持续到 2017 年，2018 年累计产量 240 万吨，同比下滑 16%。**商用冷柜的使用寿命一般为 5 年左右，2013 年新上的冷冻柜进入更新周期。**
- **速冻食品**：主要包括水饺、汤圆、面点、粽子、馄饨，速冻米面行业需求以增量为主，每年的累计产量增速保持 7%~10%持续增长。
- **伊利、蒙牛、联合利华、农夫山泉、IDW 为公司在该领域主要客户**
  - **农夫山泉**：公司是中国饮料 20 强之一，成立于 1996 年，专注于研发、推广饮用天然水、果蔬汁饮料、特殊用途饮料和茶饮料等各类软饮料。着力打造“快消品+农业”之路。公司 2019 年 3 月进军万亿级咖啡市场，推出**碳酸咖啡饮料**。同年 7 月推出新品 **NFC 果汁**，发力低温果汁细分市场。公司将使用**全程冷链运输及储藏体系进行布局铺货。**
  - **联合利华**：公司是全球第二大消费品制造商，2018 年营业额超过 4000 亿人民币，其中亚洲地区收入占比高达 44.86%。公司全球冰淇淋业务通过 Wall's 品牌生产销售，在华与淘宝、京东、苏宁等均保持战略合作关系。**海容冷链已经进入其全球采购目录，成为联合利华全球商用展示柜的重要供应商。**
  - **IDW**：公司设立于 2000 年，总部位于洛杉矶，2004 年在中国青岛设立办事处，是商业制冷设备 ODM 采购商，为全球客户提供创新的购买点(POP)设计和相应的客户服务。主要客户包括 **Monster, Pepsi, Coca-cola, Rockstar, DPSC** 等，对产品品质、性能到外观均有较高要求。海容冷链在美国市场的主要直销业务收入来自于 IDW，出售产品主要为**高端定制饮料展示柜**。

图表 25：我国冷冻饮品产量增速放缓



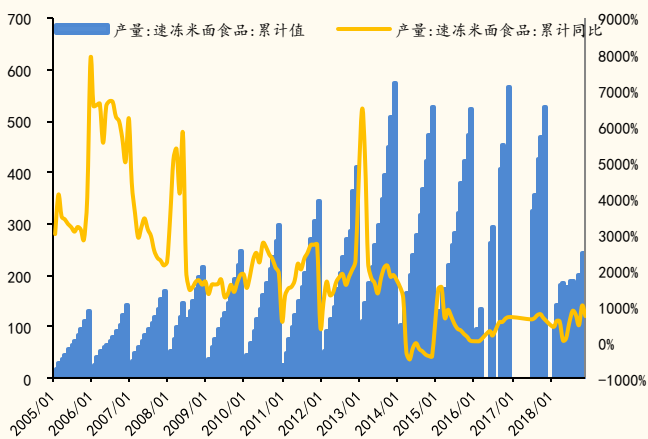
来源：Wind，国金证券研究所

图表 26：我国餐饮企业饮料及冷饮业务收入及增速



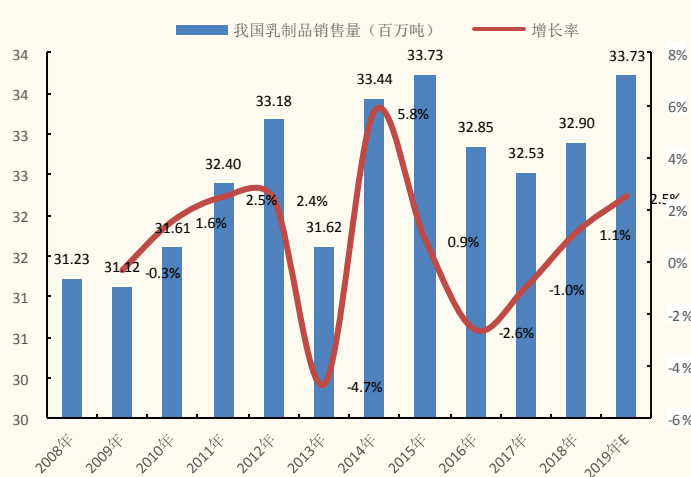
来源：Wind，国金证券研究所

图表 27：我国速冻米面食品产量及增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 28：中国液体奶乳制品销量及增速

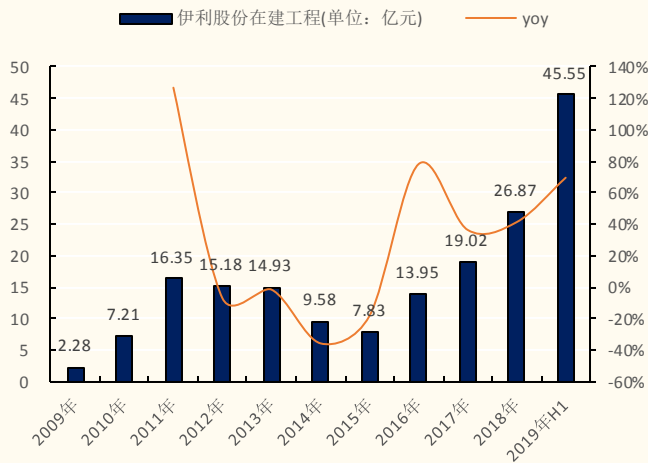


来源：Wind，国金证券研究所

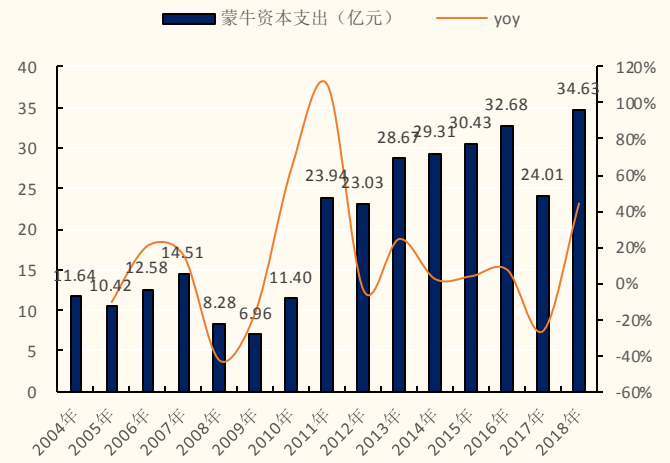
## 2) 低温乳制品

- **低温乳制品行业：**乳制品具有易腐性、鲜活性、保质性的特点，需要完善的冷链物流供应系统，产品包括巴氏奶、酸奶、冰淇淋等。
  - 根据国家统计局发布的数据：2008年，中国乳制品市场的销售量为1804万吨，到2016年达到2975万吨，年均复合增长率达到10.52%。
- **伊利、蒙牛为公司该领域主要客户**
  - **伊利：**布局“全球织网”的国际化战略。2018年底公司正式进入印度尼西亚、泰国市场，布局东南亚冰淇淋市场。同年，公司正式升级欧洲创新中心，并在2019年收购新西兰第二大乳业合作社 Westland，目前已形成以亚洲、欧洲、美洲、大洋洲为网络的全球资源供应体系。截止2018年，公司99%营收来自国内。
  - **2019年伊利计划投资254亿元，用于液态奶、奶粉、冷饮、酸奶、综合性拓展项目生产基地的扩建、升级等。2019年上半年，伊利在建工程46亿元，同比增长70%。**

图表 29: 2019 年上半年伊利股份在建工程增长 70%



图表 30: 蒙牛资本开支维持高位



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 31: 伊利和蒙牛资本开支加速

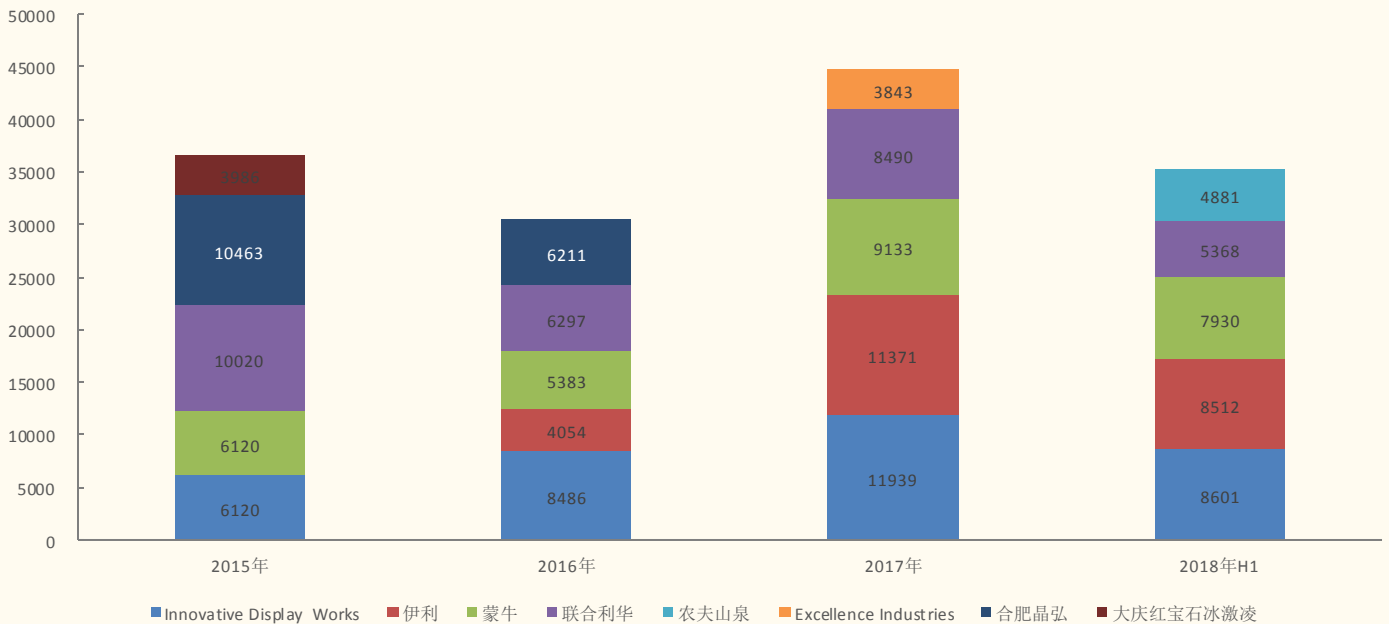
伊利 2019 项目投资(共 253.76 亿)		投资额 (万元)
液态奶项目	主要用于国内生产基地的布局、原有生产基地的扩建、生产线的升级改造、奶源基地检验设备、信息化应用系统、单机设备等的补充、调整、更换以及国际化项目的推进落地等。2019 年 1 月, 伊利宣布投资约 21 亿元在甘肃武威市建设日产 1800 吨液态奶生产基地。该项目预计于 2021 年 3 月建成投产, 年总产值可达 67 亿元。	1,578,502
奶粉项目	分别用于 <b>新西兰工厂</b> 扩建、现有工厂的升级改造等。伊利在资料中表示, 扩建新西兰工厂是因为其新西兰奶粉生产基地产销两旺、运营良好, 消费者对“原装原罐”进口产品的需求持续上升。	167,862
酸奶项目	主要用于重点进行生产线的布局调整以及“ <b>畅轻</b> ”“ <b>Joy Day</b> ”“ <b>每益添</b> ”各品牌新品规划的投资, 夯实各项基础保障能力。 <b>新增、扩建酸奶生产线、改造现有工厂、区域一体化的深度优化、信息化建设以及各类单机设备的补充、调整、更换等。</b>	29,788
冷饮项目	主要用于国内生产基地的布局优化、现有工厂的改造升级、夯实安全生产和基础管理、质量改善, <b>单机设备、冷链设备与环保设备等的补充、调整、更换</b> , 以及国际化项目的推进落地等。	130,611
综合性拓展项目	主要用于健康食品领域的业务拓展、国际化项目的推进落地、乳制品领域创新与科研、信息化建设、管理共享平台打造以及公司办公条件改善等, 进一步提升公司参与全球竞争的综合实力、质量保障能力、技术创新能力以及综合管理水平。	630,880
蒙牛 2019 项目投资		投资额 (万元)
低温牛奶生产项目	新建年产 18 万吨低温牛奶生产项目, 厂区占地面积约 207 亩, 总建筑面积约 38930 m <sup>2</sup> , 用于蒙牛乳业新建低温工厂。项目位于四川省眉山市经济开发区科工园三路中段。	8,000
曲靖常、低温复合型工厂项目	将在陆良县建设常、低温复合型工厂, 同时配套建设 3 个现代化千头牧场。工厂设计 14 条生产线, 日产能 1200 吨, 建成后可实现年产 33 万吨乳制品, 预计年产值 30 亿元。2019 年 2 月开工, 2020 年 2 月建成投产。	160,000
印尼乳品工厂项目	<b>蒙牛印尼工厂总投资超过 3 亿元人民币</b> , 设计日产能 260 吨, 主要生产蒙牛优益 C 乳饮料和酸奶。	30,000
西北奶业全产业链高质量发展百亿产	在灵武市临港产业区新建占地 624 亩、日产 2000 吨的高端液态奶生产加工厂, 配套千头以上规模标准化社会牧场 20 座。项目投产后, 预计可实现销售收入 60 亿元, 解决用工 1500 余人, 有利推动灵武市乃至全区一二三产业融合发展, 带动移民群众增收致富。	160,000

业集群项目		
乳制品百亿产业集群项目	总项目由 2016 年启动, 该项目是焦作蒙牛的第四期项目, 计划用两年时间新建一个智能化、自动化、信息化的高端常温液态奶生产工厂。建成后, 蒙牛焦作工厂将成为蒙牛最大乳制品生产加工基地, 可新增产值 25 亿元。	105,000
西南高原特色奶业全产业链项目	该项目是集种植、养殖、加工、观光为一体的全产业链项目。项目总投资 16.5 亿元, 包含在陆良县建设常、低温复合型工厂, 同时配套建设 3 个现代化千头牧场。工厂设计 14 条生产线, 日产能 1200 吨, 建成后可实现年产 33 万吨乳制品, 预计年产值 30 亿元。该项目是蒙牛在全球的第 61 家现代化工厂, 目前, 一期设计 8 条生产线, 常、低温各 4 条生产线, 计划日产能 624 吨, 预计年产值 15 亿元, 直接解决就业 400 人, 间接带动就业 3000 余人, 将于 2020 年 6 月建成投产。	165,000

来源: 国金证券研究所绘制

- **蒙牛: 开创“双海外中心”布局, 加速发展东南亚及其他海外业务。** 2018 年, 蒙牛印度尼西亚优益 C 工厂正式开工, 这是继新西兰工厂后的蒙牛第二家海外工厂, 实现本地产销一体化布局, 覆盖印尼超 1.7 万家大型商超及便利店。2019 年, 公司围绕“优益 C 品牌焕新”拓展业务, 在新加坡、缅甸, 以及中国香港等地开展营销路演活动, 实现了东南亚及中国港澳地区传播一致化, 有力推动销售业绩。截止 2018 年, 公司 100% 营收来自国内。

图表 32: 海容冷链前五大客户采购金额变化 (蒙牛、伊利、联合利华采购加速, IDW 采购稳健)



来源: Wind, 国金证券研究所绘制 (单位: 万元)

图表 33: 海容冷链下游五大客户情况

名称	公司介绍	所处行业	客户类型	应用方式	应用场所	2018 营业收入(亿元)	2018 净利润(亿元)
IDW (可口可 乐、百事可 乐、	公司设立于 2000 年, 总部位于洛杉矶, 2004 年在中国青岛设立办事处, 是一家定制商业制冷设备和采购的公司, 专业从事创意设计和创新生产方法, 为全球客户提供创新的购买点(POP)设计和相应的客户服	冷饮	国外 ODM 采购商	出售	超市、商店、便利店、餐厅、酒	-	-

Monster 等)	务。IDW 的主要客户包括 Monster, Pepsi, Coca-cola, Rockstar, DPSG 等。				店、机场等		
伊利	公司成立于 1993 年 6 月，下设有冷饮、液态奶、酸奶、原奶、奶粉等五大事业部，目前，利集团在奶制品、冷饮行业占据了高中低端产品市场的主要份额，连续 20 多年产销量位居中国液体乳和冷饮行业第一。	乳制品	下游快速消费品行业生产制造商	自用	超市、商店、便利店、火车站、机场等	795.53	64.52
蒙牛	公司成立于 1999 年，是国内乳制品龙头企业，主要产品包括冰淇淋、液态乳制品及奶粉等。	乳制品	下游快速消费品行业生产制造商	自用	超市、商店、便利店、火车站、机场等	689.77	30.43
联合利华	公司是全球第二大消费用品制造商，纽交所上市公司，世界 500 强企业，2015 年营业额超过 500 亿欧元。通过收购多家冰淇淋制造企业，形成其全球冰淇淋业务，统一通过和路雪 (Wall's) 品牌生产销售。海容冷链已经进入其全球采购目录，成为联合利华全球商用展示柜的主要供应商。	冰淇淋	下游快速消费品行业生产制造商	自用	超市、商店、便利店、火车站、机场、酒店等	4000.1	736.78
农夫山泉	公司是中国饮料 20 强之一，成立于 1996 年，专注于研发、推广饮用天然水、果蔬汁饮料、特殊用途饮料和茶饮料等各类软饮料。	冷饮	下游快速消费品行业生产制造商	自用	超市、商店、便利店等	209.11	36.16

来源：Wind，国金证券研究所绘制

## 2.4 政策环境：城乡冷链物流补短板首次写入中央政治局会议

- 7 月 30 日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。会议要求，稳定制造业投资，实施城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施建设等补短板工程，加快推进信息网络等新型基础设施建设。
- **冷链基础设施建设意义重大：**1) 农产品具有季节性的特点，再加入冷链环节应用之后，可以延缓农产品集中上市时间，等全部成熟后集中上市，有助于降低终端农产品单价，起到增值作用。2) 农产品滞销或流通不畅带来的损失和浪费巨大，通过加强冷链基础设施对农产品的保障，可以在很大程度减少农产品的浪费问题。
- **在国家层面，2018 年全年共出台冷链相关策略、规划超 35 项。主要聚焦以下 4 大特征：**
  - 1) 关注冷链短板，加强冷链基础设施建设；
  - 2) 重视顶层设计，完善冷链物流相关政策，健全冷链物流标准规范；
  - 3) 聚焦技术驱动，推动信息化、现代化水平提升，打造全链条冷链物流体系；
  - 4) 着眼农产品就地加工转化增值，支持发展分等分级、加工包装、保鲜贮藏等采后处理、冷链物流，建立健全农业供应链。



图表 34：国家政策为行业发展保驾护航

时间	颁发主体	政策文件	主要内容
2018年9月1日	市场监管总局	《市场监管总局办公厅关于加强冷冻冷藏食品经营监督管理的通知》	加强冷冻冷藏食品监督管理，严打违法违规行为。各地食品药品监督管理部门要强化对冷藏冷冻食品和食用农产品经营、贮存等场所的监督检查。
2018年6月11日	国务院办公厅	《关于推进奶业振兴保障乳品质量安全的意见》	支持低温乳制品冷链设施建设，制定和实施低温乳制品储运规范，确保产品安全与品质。
2018年6月4日	农业部办公厅	《贫困地区农产品产销对接实施方案》	加强仓储冷链设施建设，加大对贫困地区农产品贮藏、保鲜等设施建设力度。支持贫困地区在特色优势农产品产区建设或改建一批气调库、冷藏冷冻保鲜库，缓解农产品集中
2018年3月22日	商务部办公厅、国家标准化管理委员会办公室	《关于开展农产品冷链流通标准化示范工作的通知》	指出在农产品冷链温度监控、全程冷链、农产品产地预冷等方面对试点城市和试点企业加强指导和服务，推动试点城市和试点企业对照《工作通知》中评估考核要求加快示范
2017年10月23日	国务院办公厅	《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》	明确供应链已经发展到与互联网、物联网深度融合的“智慧供应链”新阶段。政策支持成为行业快速发展的催化剂。
2017年8月24日	交通运输部	《关于加快发展冷链物流保障食品安全促进消费升级的实施意见》	优化城市配送冷藏、农产品运输落到实处，力图解决农产品产地“最先一公里”和城市配送“最后一公里”问题。
2017年4月21日	国务院办公厅	《国务院办公厅关于加快发展冷链物流保障食品安全促进消费升级的意见》	到2020年，初步形成布局合理、覆盖广泛、衔接顺畅的冷链基础设施网络，基本建立“全程温控、标准健全、绿色安全、应用广泛”的冷链物流服务体系，培育一批具有核心竞争力、综合服务能力强的冷链物流企业，冷链物流信息化、标准化水平大幅提升，普遍实现冷链服务全程可视、可追溯，生鲜农产品和易腐食品冷链流通率、冷藏运输率显著提高，腐损率明显降低，食品质量安全得到有效保障。
2016年9月26日	国务院办公厅	《国务院办公厅关于转发国家发展改革委物流降本增效专项行动方案（2016—2018年）的通知》	根据行业发展需求，加快修订冷链物流、绿色物流等方面标准。
2014年12月26日	国家发展改革委、财政部、商务部、税务总局、交通运输部、公安部、食品药品监管总局、中国人民银行、证监会、国家标准委员会等多部委联合发布	《关于进一步促进冷链运输物流企业健康发展的指导意见》	1) 在税务上，给予冷链物流企业大力支持；2) 在资本运作上，为冷链物流企业在资本市场运作提供一个良好政策环境；3) 在贷款上，给予冷链物流企业贷款上的支持；4) 在食品药品安全上，要求低温保存的食品药品进入冷链物流中流通，加大对食品药品的品质控制与监管。
2014年11月16日	国务院办公厅	《国务院办公厅关于促进内贸流通健康发展的若干意见》	支持农产品预冷、加工、储存、运输、配送等设施建设，形成若干重要农产品冷链物流集散中心，提高物流专业化水平，支持电子商务与物流快递协同发展，大力发展冷链物
2010年6月18日	国家发展和改革委员会	《农产品冷链物流发展规划》	以市场为导向，以企业为主体，加快冷链物流技术、规范、标准体系建设，完善冷链物流基础设施，培育冷链物流企业，建设一体化的冷链物流服务体系。要加快我国冷链物流的快速发展，让农产品在低温条件下，加快农产品的流通率。

来源：国金证券研究所绘制

### 3、非标竞争优势突出，具备全球竞争力

#### 3.1 国内细分市场占率第一，海外空间提升广阔

- **国外商用冷柜企业：**包括 AHT、LIEBHERR、IARP、EPTA、Ugur、Carrier 等，占据全球主要市场份额。国外商用展示柜领域发展较早，行业竞争格局较为稳定，部分区域性品牌在当地市场占据部分市场份额。
- **国内商用冷柜企业：**包括海容冷链、青岛澳柯玛、青岛海尔、星星冷链等。目前行业企业众多，整体竞争较为激烈，市场集中度较低。行业内多数企业为白色家电生产商，商用展示柜业务通常为其业务的一部分，通过独立业务部门或子公司的形式运营，其业务大多集中于冷饮、速冻食品、乳制品等细分行业，产品定制化程度不高，不能满足客户多元化需求。
- 与竞争对手相比，公司竞争优势体现在非标定制能力，持续的新产品开拓研发能力、综合保障快速供给能力和专业化服务能力，能够满足客户多元化需求。

图表 35：国外商用冷柜企业介绍

企业	企业介绍
奥特冷机 (AHT)	公司创立于 1983 年，公司总部位于奥地利罗滕曼，在中国设有奥特冷机系统（常熟）有限公司，致力于工业制冷和冷冻领域，集中在超市的物品冷藏、冷冻、冰淇淋冷冻机和饮料冷却机，产品销往全球主要连锁平价商店和超市；70 亿人民币被大金收购。
利勃海尔 (LIEBHERR)	创立于 1949 年，总部位于瑞士，不仅是世界建筑机械的领先制造商之一，还是其他许多领域的技术创新用户导向产品与服务的供应商。在制冷产品领域，产品包括台面式、自立式、嵌入式及组合冷藏库，以及冷藏柜、冷冻柜、食品存储及饮料冷却机、酒冷却机及酒温控制柜，以及商用冷藏库与冷藏柜。

图表 36：国内商用冷柜企业介绍

企业	企业介绍	2018 业绩
青岛海尔	青岛海尔特种电冰柜有限公司为青岛海尔股份的控股子公司，主要产品包括冷藏柜、冷冻柜、厨房冰箱、冰淇淋柜、蛋糕柜等。	收入 1833 亿元，净利润 98 亿元
青岛澳柯玛	青岛澳柯玛商用电器有限公司是澳柯玛股份有限公司的全资子公司，主要产品包括卧式冷冻柜系列、冰船系列、立式冷冻柜系列、岛柜系列、商超便利展示柜、立式双层冷藏柜系列、立式冷藏柜系列。澳柯玛股份有限公司作为青岛澳柯玛商用电器有限公司的母公司，于 2000 年在上海证券交易所上市。	营收 56.45 亿元，净利润 0.7 亿元
浙江星星冷链	公司成立于 2010 年 9 月，主要产品包括家用冰箱系列、酒柜系列、冷柜系列等。	未上市

IARP	公司创立于1983年，位于意大利，与全球100多个国家有业务往来，目标定位于冰淇淋品牌的展示和储存。客户主要包括联合利华、依云、雀巢、百事可乐、可口可乐等。		
Uğur	公司成立于1954年，公司位于土耳其，主要产品包括冰柜、酒柜、饮料展示柜、冰淇淋柜、空调、电视机、超市冷柜等。其主要客户包括联合利华、乌尔卡、雀巢、依云、Pinar、百事可乐、可口可乐等。		
爱普塔 (Epta)	公司总部位于意大利米兰，是一家商用制冷解决方案的提供商，主要产品为冷冻、冷藏陈列柜及商用设备配套产品。		
Carrier	公司成立于1915年，是一家暖通空调和冷冻设备供应商，隶属于美国联合技术公司。公司提供的全球性解决方案，涵盖家用/轻型商用空调、楼宇解决方案、运输冷藏、商用制冷等应用领域。		
		松下冷链创立于1994年，是一家商用制冷设备综合方案提供商，股东为日本三洋电机株式会社、大连冷冻机股份有限公司。目前，松下冷链（大连）有限公司主要产品包括超市陈列柜、商用厨房冷冻冷藏设备、便利店设备、冷库风机设备、饮品展示设备、医疗用冷冻冷藏设备等，覆盖商超设备事业领域、饮品冷柜设备事业领域、低温物流设备事业领域、商用厨房设备事业领域、生物医疗设备事业领域、服务工程事业领域。	未上市
		公司成立于2006年，于2014年12月在全国股份转让系统挂牌公开转让，证券代码为831463，主营业务为冷链末端制冷和运输制冷设备的研发、生产、销售及技术服务，以及为客户提供制冷设备的整体解决方案，主要产品包括商用展示柜、冷藏车制冷机组、客车空调等系列产品，同时经营制冷设备辅件及汽车零部件。	营收5.6亿元，净利润0.51亿元
		公司成立于2016年，系海信（山东）冰箱有限公司的控股子公司，海信科龙电器股份有限公司的孙公司。目前公司经营范围包括商用冷冻冷藏展示柜、商超陈列柜、冷冻冷藏库等商用冷链设备的研发和销售。	未上市

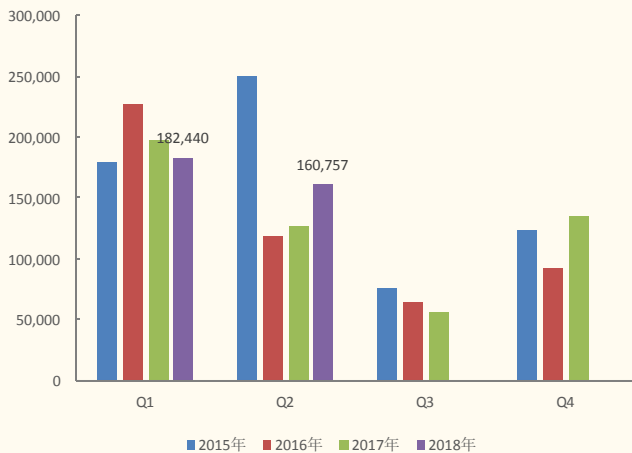
来源：公司招股书，国金证券研究所

来源：公司招股书，国金证券研究所

### 3.2 产能利用率受季节性因素影响，订单周期可预测性强

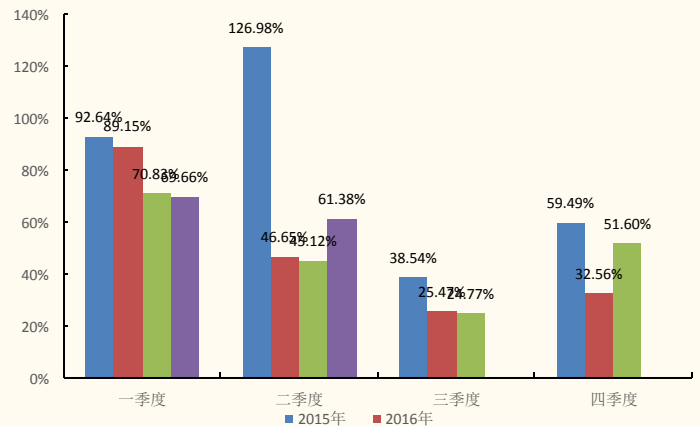
- **公司主要客户集中在冷冻饮品行业，受季节性因素的影响。**下游客户采购旺季集中于上半年，用于销售旺季来临前的渠道建设。公司2017年1-4季度产能利用率分别为70.83%、45.12%、24.77%、51.6%，存在明显季节波动性。
- **11-6月为生产旺季：**公司所有生产线将满负荷甚至超负荷运转以满足客户的供货要求。该阶段每月的产能需求将确定为公司的峰值月产能，公司在进行整体产能设计时以该峰值月产能值作为标准进行规划。
- **7-10月份是生产淡季：**主要产品订单已在上半年完成，该时段为工人补休假期及进行生产设备检修时间，产能利用率大幅下降。
- **“一年一签”，以销定产。**公司以直销模式为主，与主要客户执行“一年一签”的框架式协议，定时、定点给客户交付符合质量要求的货物，**每年订单周期可预测性强。**
- **公司改善季节性因素影响的方式包括：**
  - 1) **开发新产品与下游客户应用领域。**增加下游季节性较小因素影响的行业，如速冻食品、鲜肉/熟食柜、冷链物流配送、超低温冷冻、商超冷链产品、商用智能售货柜等，这也是公司募集资金投资项目的重要必要性之一；
  - 2) **拓展全球范围客户资源，**丰富客户地域分布，降低季节性因素影响。

图表 37：海容上半年产量占比 60%~65%左右



来源：Wind，国金证券研究所

图表 38：一般下半年产能利用率不到 50%

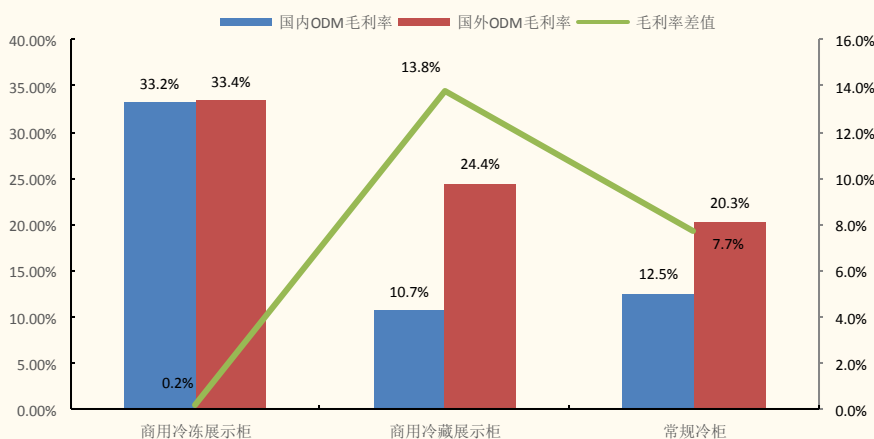


来源：Wind，国金证券研究所

### 3.3 国外直销业务毛利率较高，产品质量、稳定性为获客基础

- 公司国外主要客户包括：联合利华、雀巢、IDW 和国外的冷饮等快消品的制造企业等。
- 国外直销业务整体毛利率较高。
  - 1) 国外直销客户更看重产品的专业设计、生产能力及规模，非常在乎供应商稳定性，会对供应商设置门槛，不会轻易更换供应商。因此，国外客户对价格的敏感度低于产品性能和质量，使得产品毛利率相对较高。
  - 2) 国外直销客户除全球大型跨国企业客户以外，通常为区域性的冰淇淋、冷饮、冷食生产制造商。受限自身规模限制，不具备全球化的采购渠道和资源，采购价格相对大型跨国企业较高。由于中国制造产品的高性价比特点，公司在国外市场中具有一定优势。

图表 39：海容冷链 2018 年 1-6 月各产品国内、国外 ODM 毛利率对比



来源：公司招股书，国金证券研究所

### 3.4 IPO 募资满足客户旺季订单需求，改善季节性影响因素

- IPO 募集资金将主要投向：“年产 50 万台冷链终端设备项目”、“年产 10 万台超低温冷链设备生产项目”和“冷链设备研发中心建设项目”。

(1) 其中“年产 10 万台超低温冷链设备生产项目”变更为“商用立式冷藏展示柜扩大生产”项目。项目达产后年均可实现营业收入 51,667 万元/年，年均应缴所得税 770 万元，年均净利润 4,361 万元。新项目税前财务内部收益率为 17.48%，投资回收期为 4.75 年；税后财务内部收益率为 15.26%，投资回收期为 5.26 年。

(2) 其中冷链设备研发中心建设项目扩大了投资规模，总投资 11743 万元。

- 虽然公司受季节性特征和差异化产品的影响全年平均产能利用率不及 70%，但在客户订单需求处于高峰时，仍存在部分时间产能不足无法满足客户需求的情况。通过 IPO 募资，公司扩大产能满足生产旺季的订单需求，缓解季节性对公司带来的影响。
- 截至目前，“年产 50 万台冷链终端设备项目”基本投完，解决了公司上市前的产能问题。

图表 40：海容冷链募集资金投向

投资项目	投资金额（万元）	目标效果	计划建设周期
年产 50 万台冷链终端设备项目	31,159	本项目完全达产后，可实现年营业收入 115,882.41 万元，达产年净利润 10,771.07 万元，税前内部收益率 30.73%，税后内部收益率 26.64%，税后静态投资回收期 5.55 年（包括建设期 18 个月），税后动态投资回收期 6.83 年（包括建设期 18 个月）。	18 个月
年产 10 万台超低温冷链设备项目	14,876	本项目完全达产后，可实现年营业收入 39,256.63 万元，达产年净利润 4,144.81 万元，税前内部收益率 26.52%，税后内部收益率 23.01%，税前动态投资回收期 5.89 年（包括建设期 18 个月），税后动态投资回收期 7.6 年（包括建设期 18 个月）。	18 个月
冷链设备研发中心建设项目	5,364	本项目将改善公司的研发环境，建设国内先进的实验室和检测中心，综合提升公司的整体研发水平。	18 个月
补充流动资金	7,271	降低公司负债水平，优化公司的资产结构，减少高负债带来的财务风险，同时也能够降低公司的财务费用支出，提升公司的利润水平。	——

来源：公司招股书，国金证券研究所

## 4、盈利预测与估值：明年合理估值 52 亿元

### 4.1 收入预测：未来三年收入复合增速 21%

- 预计近三年，冷冻展示柜业务保持 30%、18%和 21%的收入增速，海外渗透率进一步提升。
- 预计近三年，冷藏展示柜业务经历今年小幅下滑后，新产能释放后将重回增长，成为公司新的业绩增长点。
- 预计商超展示柜业务将成为公司又一个新的产品增长点，受益全国便利店快速扩张趋势，预计近三年该业务增速为 70%、60%和 50%。
- 预计 2019 年~2021 年，公司营业收入分别为 14.6、17.7 和 21.9 亿元；增速分别为 21%、21%和 23%。
- 毛利率的预测，我们假定原材料成本端变动幅度不大，未来三年公司通过持续开拓新产品维持毛利率向上趋势，毛利率分别为 32.7%、32.7%和 33.5%。

图表 41：海容冷链业绩预测模型

		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
冷冻柜	销量	345,371	338,330	376,338	412,218	510,588	574,860	661,470
	单价	1,698.40	1,731.49	1,828.54	1,924.95	2,021.20	2,122.26	2,228.37

	收入	58658	58582	68815	79350	103200	122000	147400
	毛利率	37.06%	38.10%	34.32%	34.40%	38%	37%	38%
冷藏柜	销量	47,901	69,884	101,981	118,199	100,469	120,562	144,675
	单价	<b>2,181.70</b>	<b>2,052.36</b>	<b>2,187.17</b>	<b>2,325.41</b>	<b>2,464.93</b>	<b>2,612.83</b>	<b>2,769.60</b>
	收入	10451	14343	22305	27486	24765	31501	40069
	毛利率	25%	28%	21%	16%	19%	23%	23%
	销量	209,119	115,272	29,893	0	0	0	0
常规冷柜	单价	<b>781.11</b>	<b>883.74</b>	<b>1,176.26</b>	<b>1,250.63</b>	0	0	0
	收入	16334	10187	3516	0	0	0	0
	毛利率	14%	17%	16%	0	0	0	0
	销量	209,119	115,272	29,893	0	0	0	0
其他业务	收入	<b>1006</b>	<b>1331</b>	<b>1858</b>	<b>5217</b>	<b>5600</b>	<b>5400</b>	<b>5500</b>
	毛利率	25%	30%	4%	15.30%	15%	15%	15%
商超展示柜	收入				<b>3,667.38</b>	<b>6235</b>	<b>9975</b>	<b>14963</b>
	毛利率				33%	33%	34%	34%
智能售货柜	收入				<b>5,455.91</b>	<b>6547</b>	<b>8184</b>	<b>10639</b>
	毛利率				13.49%	15%	17%	19%
合计收入		<b>86449</b>	<b>84442</b>	<b>96494</b>	<b>121176</b>	<b>146347</b>	<b>177060</b>	<b>218571</b>
			-2%	14%	26%	21%	21%	23%
毛利率		31%	34%	30%	29%	33%	33%	33%

来源：国金证券研究所绘制（销量：台；收入：万元）

#### 4.2 费用预测：预计公司销售净利率维持在 14%-15%水平

- 预计公司未来三年，毛利率将稳定在 32%~35%左右。公司今年上半年毛利率达到 34.42%，创上市以来新高，由三方面原因导致：（1）上游原材料异氰酸酯价格大幅下降；（2）公司推出针对特定客户的定制化新产品，维持相对较高毛利率；（3）汇兑收益。预计持续推出的新产品结构升级对毛利率持续拉动，汇兑因素和原材料因素有不确定性。
- 公司商业模式清晰，预计期间费用率保持平稳，所得税率维持在 15%。

图表 42：海容冷链费用预测

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
毛利率	30%	29%	33%	33%	33%
销售费用率	8.0%	8.2%	8.2%	8.4%	8.6%
管理费用率	2.8%	2.8%	2.8%	3.0%	3.0%
研发费用率	3.2%	3.1%	3.2%	3.5%	3.6%
财务费用率	0.8%	-1.1%	0.8%	-0.5%	-0.3%
所得税率	14.4%	13.7%	14.3%	14.4%	14.8%
销售利润率	12.3%	11.5%	14.2%	14.7%	14.8%

来源：国金证券研究所绘制

- 预计 2019~2022 年，公司净利润分别为 2.1、2.6、3.2 亿元，同比增长 48%、24%和 24%。

#### 4.3 估值分析：给予明年 20 倍合理估值

- 冷链设备行业上市公司包括大冷股份，四方科技、冰轮环境、海容冷链，行业 PE (TTM) 均值为 18 倍，海容冷链的盈利能力明显高于同行业。

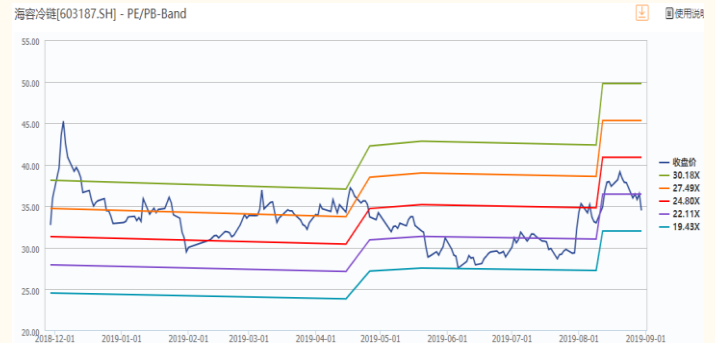
- 我们认为海容冷链作为行业内唯一一家冷链物流终端设备上市公司，属性优于上游环节，盈利能力更强，客户质量更优，有潜力成为行业龙头。给予公司 2020 年 20 倍估值，对应合理市值 52 亿元，6~12 个月目标价 45.9 元，给予“增持”评级。

图表 43：冷链公司 2019H1 主要指标比较

	PE (ttm)	市值	净利润 3 年复合增长率	ROE	毛利率	净利率
海容冷链	23	42	5.68	10.5	34.4	16.8
冰轮环境	13	50	-2.81	6.9	29.7	13.0
大冷股份	24	38	-5.26	3.2	14.5	9.9
四方科技	20	32	13.17	3.9	22.5	10.5
均值	20	41	2.7	6.1	25.3	12.6

来源：Wind，国金证券研究所（市值截至 9 月 12 日）

图表 44：海容冷链明年给予估值 20 倍



来源：Wind，国金证券研究所

## 5、风险提示

- 公司订单受季节性因素干扰，存在淡季产能闲置问题。如果该部分产能不能得到充分应用，公司募投扩产项目将进一步加大其产能过剩风险。
- 公司新开发产品适应新的细分行业增长不及预期的风险。
- 欧洲地区客户对商用冷链产品的使用比较保守，偏向于使用本土供应商设备，对国内冷链设备厂商的进入设有一定门槛。存在欧洲市场拓展受阻的风险。
- 公司近一半海外出口销往北美，中美贸易摩擦因素影响北美需求。
- 公司有 5600 万股限售股将于 2019 年 11 月 29 日解禁。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>844</b>	<b>965</b>	<b>1,212</b>	<b>1,463</b>	<b>1,770</b>	<b>2,186</b>	货币资金	165	267	887	869	843	909
增长率		14.3%	25.6%	20.8%	21.0%	23.5%	应收款项	224	218	348	413	495	542
<b>主营业务成本</b>	<b>-559</b>	<b>-674</b>	<b>-866</b>	<b>-983</b>	<b>-1,191</b>	<b>-1,454</b>	存货	187	227	264	240	294	370
%销售收入	66.2%	69.9%	71.5%	67.2%	67.3%	66.5%	其他流动资产	10	23	37	31	44	52
<b>毛利</b>	<b>286</b>	<b>291</b>	<b>346</b>	<b>480</b>	<b>580</b>	<b>732</b>	流动资产	586	736	1,535	1,552	1,676	1,873
%销售收入	33.8%	30.1%	28.5%	32.8%	32.7%	33.5%	%总资产	64.4%	67.6%	80.9%	77.2%	72.4%	70.0%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-11</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>	<b>-19</b>	<b>-23</b>	<b>-28</b>	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.3%	1.6%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	固定资产	260	288	296	367	530	685
<b>销售费用</b>	<b>-70</b>	<b>-77</b>	<b>-100</b>	<b>-120</b>	<b>-149</b>	<b>-187</b>	%总资产	28.6%	26.5%	15.6%	18.3%	22.9%	25.6%
%销售收入	8.3%	8.0%	8.2%	8.2%	8.4%	8.6%	无形资产	60	62	60	91	109	119
<b>管理费用</b>	<b>-54</b>	<b>-58</b>	<b>-34</b>	<b>-41</b>	<b>-52</b>	<b>-66</b>	非流动资产	324	353	361	458	639	804
%销售收入	6.4%	6.0%	2.8%	2.8%	3.0%	3.0%	%总资产	35.6%	32.4%	19.1%	22.8%	27.6%	30.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>150</b>	<b>141</b>	<b>158</b>	<b>254</b>	<b>294</b>	<b>372</b>	<b>资产总计</b>	<b>910</b>	<b>1,089</b>	<b>1,896</b>	<b>2,010</b>	<b>2,314</b>	<b>2,677</b>
%销售收入	17.8%	14.6%	13.1%	17.3%	16.6%	17.0%	短期借款	15	30	0	0	0	0
<b>财务费用</b>	<b>8</b>	<b>-8</b>	<b>13</b>	<b>-12</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	应付款项	364	467	569	677	801	948
%销售收入	-0.9%	0.8%	-1.1%	0.8%	-0.4%	-0.2%	其他流动负债	22	24	31	45	70	92
<b>资产减值损失</b>	<b>-13</b>	<b>0</b>	<b>-11</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	402	521	601	722	871	1,041
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	30	0	0	0	0	0
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	0	0	2	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>432</b>	<b>521</b>	<b>603</b>	<b>722</b>	<b>871</b>	<b>1,041</b>
<b>营业利润</b>	<b>145</b>	<b>133</b>	<b>160</b>	<b>242</b>	<b>300</b>	<b>376</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>478</b>	<b>567</b>	<b>1,293</b>	<b>1,288</b>	<b>1,443</b>	<b>1,636</b>
%利润率	17.2%	13.8%	13.2%	16.5%	17.0%	17.2%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>910</b>	<b>1,089</b>	<b>1,896</b>	<b>2,010</b>	<b>2,314</b>	<b>2,677</b>
<b>税前利润</b>	<b>149</b>	<b>139</b>	<b>161</b>	<b>243</b>	<b>302</b>	<b>378</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	17.6%	14.4%	13.3%	16.6%	17.1%	17.3%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>所得税</b>	<b>-23</b>	<b>-20</b>	<b>-22</b>	<b>-35</b>	<b>-44</b>	<b>-56</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	15.4%	14.4%	13.7%	14.4%	14.4%	14.8%	每股收益	2.099	1.982	1.741	1.836	2.285	2.843
<b>净利润</b>	<b>126</b>	<b>119</b>	<b>139</b>	<b>208</b>	<b>259</b>	<b>322</b>	每股净资产	7.972	9.454	16.166	16.100	18.040	20.453
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	2.856	3.776	1.719	1.705	2.636	4.032
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>126</b>	<b>119</b>	<b>139</b>	<b>208</b>	<b>259</b>	<b>322</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	1.039	1.293	1.609
净利率	14.9%	12.3%	11.5%	14.2%	14.6%	14.7%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	26.33%	20.97%	10.77%	16.14%	17.92%	19.67%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	13.84%	10.92%	7.35%	10.34%	11.18%	12.02%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	投入资本收益率	24.29%	20.19%	10.55%	16.86%	17.43%	19.37%
<b>净利润</b>	<b>126</b>	<b>119</b>	<b>139</b>	<b>208</b>	<b>259</b>	<b>322</b>	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	-2.33%	14.27%	25.58%	20.76%	20.98%	23.46%
<b>非现金支出</b>	<b>37</b>	<b>29</b>	<b>46</b>	<b>33</b>	<b>44</b>	<b>55</b>	EBIT增长率	4.73%	-6.17%	12.24%	60.32%	15.84%	26.64%
<b>非经营收益</b>	<b>-2</b>	<b>8</b>	<b>-3</b>	<b>4</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	净利润增长率	6.73%	-5.58%	17.12%	49.20%	24.46%	24.41%
<b>营运资金变动</b>	<b>11</b>	<b>71</b>	<b>-44</b>	<b>-109</b>	<b>-90</b>	<b>-53</b>	总资产增长率	13.51%	19.64%	74.17%	5.99%	15.16%	15.66%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>171</b>	<b>227</b>	<b>138</b>	<b>136</b>	<b>211</b>	<b>323</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>资本开支</b>	<b>-74</b>	<b>-72</b>	<b>-77</b>	<b>-69</b>	<b>-68</b>	<b>-78</b>	应收账款周转天数	83.7	80.7	81.7	91.0	90.0	92.0
投资	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	116.1	112.0	103.4	89.0	90.0	93.0
其他	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	158.1	145.2	115.0	135.0	130.0	125.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-74</b>	<b>-72</b>	<b>-77</b>	<b>-69</b>	<b>-68</b>	<b>-78</b>	固定资产周转天数	97.8	108.9	86.6	89.5	86.9	79.5
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>596</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>债权募资</b>	<b>-58</b>	<b>-15</b>	<b>-30</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	净负债/股东权益	-25.08%	-41.83%	-68.57%	-67.45%	-58.42%	-55.55%
其他	-53	-61	-65	-83	-103	-129	EBIT利息保障倍数	-19.9	17.7	-12.0	21.4	-46.0	-101.9
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-111</b>	<b>-76</b>	<b>501</b>	<b>-85</b>	<b>-103</b>	<b>-129</b>	资产负债率	47.44%	47.90%	31.80%	35.92%	37.64%	38.88%
<b>现金净流量</b>	<b>-14</b>	<b>79</b>	<b>562</b>	<b>-18</b>	<b>39</b>	<b>116</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH