

海容冷链 (603187.SH)

优于大市

2024年三季报点评：发力冷藏及海外业务，营收止跌回升

核心观点

收入止跌回升，利润降幅收窄。公司2024年前三季度实现营收21.1亿/-15.6%，归母净利润2.7亿/-23.6%，扣非归母净利润2.4亿/-31.0%。其中Q3收入5.2亿/+7.0%，归母净利润0.72亿/-16.6%，扣非归母净利润0.68亿/-19.8%。Q3是公司的淡季，但收入增速出现明显回暖，预计公司在冷藏等占比较低品类的发力逐步取得效果；公司利润依然有所承压，但降幅环比明显收窄。

收入增速回暖，冷藏持续发力。1) H1公司冷冻业务内销受下游需求下降、外销受印尼进口配额限制的不利影响，收入出现下降。预计Q3降幅明显收窄：内销方面，根据产业在线的预测，预计Q3轻商制冷设备销量同比增长1.2%，预计海容冷冻内销Q3同样有望回暖；外销方面，印尼进口配额限制已取消，预计外销处于逐步恢复中。2) H1公司冷藏业务在客户稳步放量下，增长较快。预计Q3冷藏业务延续较快增长趋势，内外销均有较好增长。3) 公司商超展示柜和智能售货柜预计在与下游客户合作稳步推进的基础上，延续相对稳健的增长。

毛利率受结构影响，盈利能力有所承压。公司Q3毛利率同比-6.2pct至29.6%，预计主要受冷藏业务占比提升等结构性因素影响。公司Q3销售/管理/研发/财务费率同比+1.3/-0.4/-0.7/-1.3pct至11.0%/4.7%/4.0%/-1.9%，公司加大客户开拓力度，销售费用率有所提升，但管理费用率等有所优化。公司Q3归母净利率同比-3.9pct至13.7%。

开拓海外市场，强化冷藏等占比较低品类。公司加大海外发展力度，计划在印尼建设生产基地，规划的设计产能为年产50万台，产品涵盖公司冷冻、冷藏、商超及智能售货柜等主要品类，预计将供应东南亚、南亚、大洋洲等海外市场，有望加速公司在海外的发展。在冷藏等占比较低的品类上，公司加快推新节奏，推动客户需求放量，有望持续带动新增量。

风险提示：行业竞争加剧；原材料价格波动；行业需求复苏不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级

海容冷链是我国商用冷链行业龙头，凭借研发、生产及规模优势，有望持续开拓国内外客户，发力冷藏等低份额潜力品类。考虑到国内冷冻柜下游需求承压及海外受到印尼配额的扰动，下调盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润为3.3/3.7/4.1亿（前值为5.0/5.8/6.6亿），增速为-19%/+12%/+10%，对应PE=13/11/10x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,905	3,205	2,848	3,115	3,376
(+/-%)	9.1%	10.3%	-11.1%	9.4%	8.4%
归母净利润(百万元)	292	413	333	374	412
(+/-%)	29.8%	41.4%	-19.4%	12.3%	10.2%
每股收益(元)	1.06	1.07	0.86	0.97	1.07
EBIT Margin	10.7%	14.4%	12.4%	13.1%	13.3%
净资产收益率 (ROE)	8.0%	10.3%	7.9%	8.5%	9.0%
市盈率 (PE)	10.4	10.3	12.8	11.4	10.4
EV/EBITDA	11.7	10.6	12.1	10.8	10.0
市净率 (PB)	0.84	1.07	1.02	0.97	0.93

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

机械设备·通用设备

证券分析师：陈伟奇 0755-81982606
chenweiqi@guosen.com.cn
S0980520110004

证券分析师：王兆康 0755-81983063
wangzk@guosen.com.cn
S0980520120004

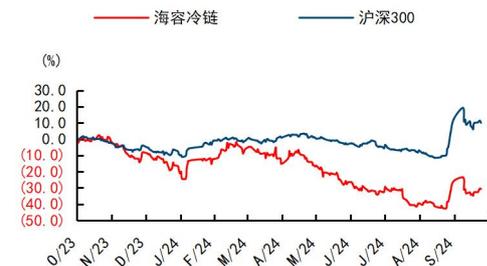
证券分析师：邹会阳 0755-81981518
zouhuiyang@guosen.com.cn
S0980523020001

联系人：李晶 lijing29@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	11.02元
总市值/流通市值	4258/4258百万元
52周最高价/最低价	17.11/9.05元
近3个月日均成交额	57.10百万元

市场走势



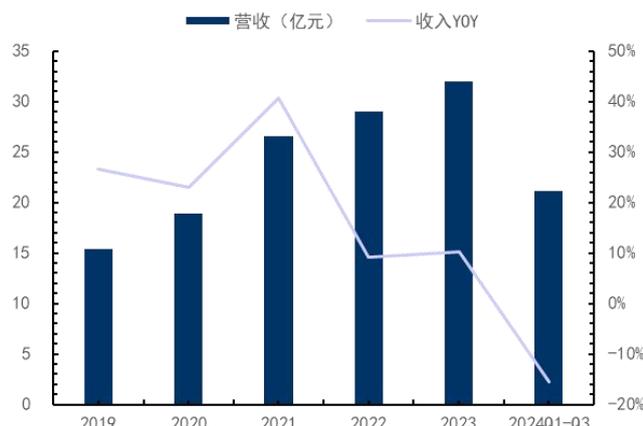
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《海容冷链(603187.SH)-2023年年报点评：收入增速逐季度提升，四季度业绩创下同期最高》——2024-03-22

《海容冷链(603187.SH)-商用冷链设备龙头，海内外客户持续拓展》——2024-03-20

图1: 公司营业收入及增速



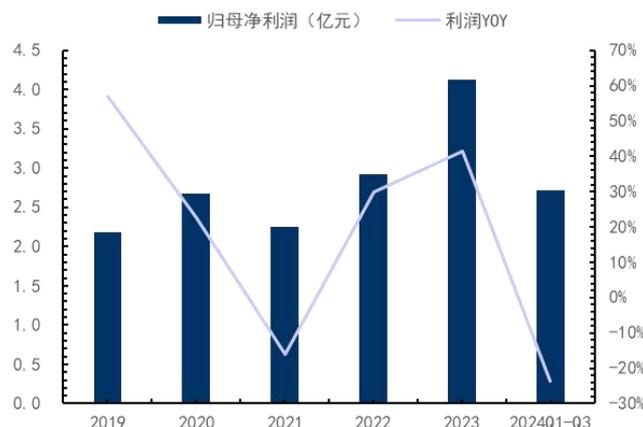
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速



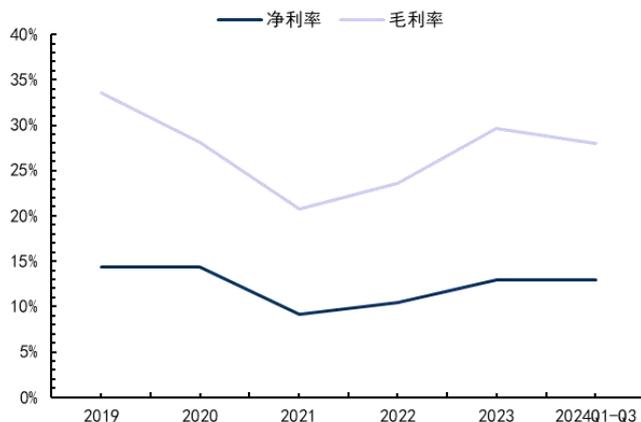
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速



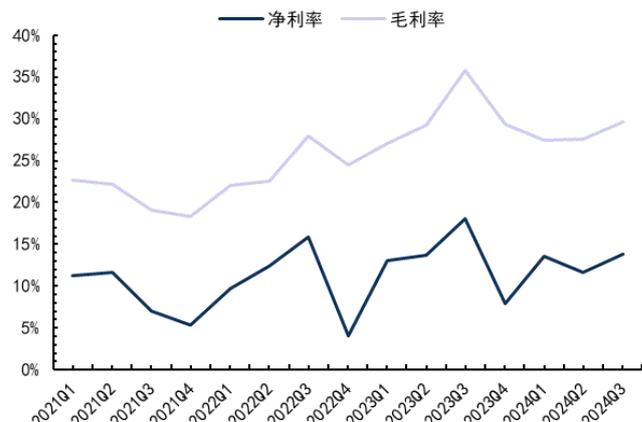
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率及净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季度毛利率及净利率



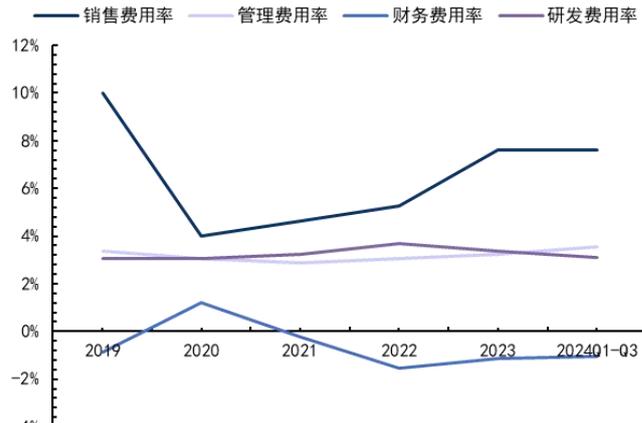
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司研发费用率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司期间费用情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 (亿元)				EPS				PE				PEG (24E)	投资评级
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E		
603187.SH	海容冷链	11.04	43	1.07	0.86	0.97	1.07	10.3	12.8	11.4	10.4	1.1	优于大市			
603277.SH	银都股份	26.84	114	1.21	1.52	1.78	2.10	22.2	17.7	15.1	12.8	1.0	无评级			
000530.SZ	冰山冷热	4.40	30	0.06	0.19	0.29	0.37	73.3	23.2	15.2	11.9	0.6	无评级			
600690.SH	海尔智家	31.57	2,773	1.76	2.02	2.28	2.56	18.0	15.6	13.8	12.3	1.2	优于大市			

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测; 注: 银都股份、冰山冷热盈利预测来自wind一致预期

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1355	1065	1166	1175	1267	营业收入	2905	3205	2848	3115	3376
应收款项	1313	1279	1099	1285	1348	营业成本	2218	2254	2052	2247	2442
存货净额	583	689	518	560	650	营业税金及附加	27	32	26	30	33
其他流动资产	54	64	63	63	70	销售费用	153	244	228	224	230
流动资产合计	3886	4146	3946	4158	4410	管理费用	88	104	91	99	107
固定资产	935	995	1171	1320	1432	研发费用	107	109	97	106	115
无形资产及其他	150	148	143	138	133	财务费用	(44)	(37)	(23)	(23)	(24)
投资性房地产	145	284	284	284	284	投资收益	11	17	15	12	15
长期股权投资	3	65	65	65	65	资产减值及公允价值变动	(2)	(0)	(1)	(1)	(1)
资产总计	5119	5638	5609	5966	6324	其他收入	(128)	(135)	(97)	(106)	(115)
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	9	0	营业利润	344	489	391	444	489
应付款项	1183	1328	1099	1222	1345	营业外净收支	(3)	(4)	(4)	(4)	(4)
其他流动负债	228	229	212	229	245	利润总额	341	485	387	440	485
流动负债合计	1411	1557	1312	1460	1590	所得税费用	37	72	54	66	73
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	12	0	0	0	0
其他长期负债	31	61	78	99	122	归属于母公司净利润	292	413	333	374	412
长期负债合计	31	61	78	99	122	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1442	1619	1390	1559	1712	净利润	292	413	333	374	412
少数股东权益	32	28	28	28	28	资产减值准备	(1)	3	1	1	1
股东权益	3645	3992	4192	4378	4584	折旧摊销	72	93	113	130	146
负债和股东权益总计	5119	5638	5609	5966	6324	公允价值变动损失	2	0	1	1	1
关键财务与估值指标						财务费用	(44)	(37)	(23)	(23)	(24)
每股收益	1.06	1.07	0.86	0.97	1.07	营运资本变动	(322)	(40)	123	(66)	2
每股红利	0.29	0.26	0.34	0.48	0.53	其它	9	(3)	(1)	(1)	(1)
每股净资产	13.20	10.33	10.85	11.33	11.86	经营活动现金流	53	466	570	438	561
ROIC	13%	14%	11%	12%	12%	资本开支	(318)	(147)	(286)	(276)	(254)
ROE	8%	10%	8%	9%	9%	其它投资现金流	(250)	(470)	(50)	25	0
毛利率	24%	30%	28%	28%	28%	投资活动现金流	(568)	(679)	(336)	(251)	(254)
EBIT Margin	11%	14%	12%	13%	13%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBITDA Margin	13%	17%	16%	17%	18%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	9%	10%	-11%	9%	8%	支付股利、利息	(80)	(101)	(133)	(187)	(206)
净利润增长率	30%	41%	-19%	12%	10%	其它融资现金流	1130	125	(0)	9	(9)
资产负债率	29%	29%	25%	27%	28%	融资活动现金流	971	(77)	(133)	(178)	(215)
股息率	1.9%	2.4%	3.1%	4.4%	4.8%	现金净变动	457	(290)	101	10	92
P/E	10.4	10.3	12.8	11.4	10.4	货币资金的期初余额	898	1355	1065	1166	1175
P/B	0.8	1.1	1.0	1.0	0.9	货币资金的期末余额	1355	1065	1166	1175	1267
EV/EBITDA	11.7	10.6	12.1	10.8	10.0	企业自由现金流	(289)	299	255	136	277
						权益自由现金流	841	424	274	164	289

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032