

海融科技 (300915)

证券研究报告

2021年09月02日

烘焙茶饮方兴未艾，发力产品创新&渠道拓宽

公司 2021 年 H1 实现营业总收入 3.50 亿元，同比增加 53.52%；21H1 归母净利润 0.52 亿元，同比增加 86.51%；扣非后归母净利润 0.51 亿元，同比增加 97.04%；基本 EPS 0.57 元/股，同比增加 83.87%。分季度看，2021 年 Q1/Q2 公司分别实现收入 1.57 亿元/1.93 亿元，同比增加 43.91%/62.41%；归母净利润 0.16 亿元/0.35 亿元，同比增加 323.75%/45.83%。

烘焙奶油保持增长，产能利用率有所提升，大餐饮客户仍有待拓展。奶油 2021H1 收入占比为 91.25%，2019 年和 2020 年分别占 90.58%/90.38%，整体营业收入较去年同期增长 53.65%。分地区来看，境内/外收入较去年同期增长 52.59%/58.84%，占比为 82.29%/17.71%。产能方面 21H1 奶油/其他烘焙原料的产能分别为 30950 吨/2050 吨（按半年度计算），较去年同比增加 10.54%/18.84%；产能利用率为 78.56%/58.44%，同比增加 21.81pct/10.85pct；产销率为 104.68%/105.76%，同比增加 1.19pct/1.62pct。

会计准则调整，运输成本调整至营业成本，毛利率费用率有所调整。21H1 毛利率为 47.57%，较去年同期减少 5.45pct；其中奶油/其他烘焙原料的毛利率为 48.97%/32.97%，较去年同期减少 6.03pct/1.28pct。销售、管理、研发、财务费用率分别为 19.08%/8.82%/4.47%/-0.27%，同比变动-6.30pct/+0.14pct/-0.74pct/+0.24pct。毛利率降低销售费增加是会计准则调整，运输成本归于营业成本，且于 21H1 投入更多的营销和市场推广费用。

盈利能力持续提升。公司 2021H1 归母净利润为 0.52 亿元，同比增长 86.51%，其中 Q1/Q2 归母净利润 0.16 亿元/0.35 亿元，同比增长 323.75%/45.83%；扣非后归母净利润 0.51 亿元，同比增加 97.04%，其中 Q1/Q2 扣非后归母净利润 0.16 亿元/0.35 亿元，同比增长 313.70%/45.83%。2021H1 归母净利率为 14.79%，较同期提高 2.62pct。

茶饮行业发展迅猛，烘焙行业方兴未艾，下游蓬勃发展带动上游原料需求增加。公司成立餐饮事业部发力渠道拓展，持续投入新品研发，积极探索冷冻烘焙。21 年 4 月，公司推出“飞蛋”产品线，满足消费者健康食品需求，市场反馈良好。我们预计公司 21-22 年的净利润为 1.5 亿元/2.0 亿元，对应 PE 为 30X/23X 维持盈利预测，给予买入评级。

风险提示：原材料价格波动风险；市场竞争风险；境外市场经营风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	583.57	571.65	818.21	1,123.13	1,466.40
增长率(%)	7.86	(2.04)	43.13	37.27	30.56
EBITDA(百万元)	123.28	130.64	192.07	260.58	350.58
净利润(百万元)	76.72	86.83	149.73	199.64	268.30
增长率(%)	5.19	13.18	72.44	33.34	34.39
EPS(元/股)	0.85	0.96	1.66	2.22	2.98
市盈率(P/E)	59.22	52.32	30.34	22.76	16.93
市净率(P/B)	16.86	3.44	3.06	2.76	2.46
市销率(P/S)	7.79	7.95	5.55	4.05	3.10
EV/EBITDA	0.00	27.62	16.60	12.80	8.59

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	50.48 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	90.00
流通 A 股股本(百万股)	22.50
A 股总市值(百万元)	4,543.20
流通 A 股市值(百万元)	1,135.80
每股净资产(元)	14.87
资产负债率(%)	8.65
一年内最高/最低(元)	172.00/47.52

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

刘畅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001
liuc@tfzq.com

李珍妮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120002
lizhenni@tfzq.com

张一帆 联系人
zhangyifana@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

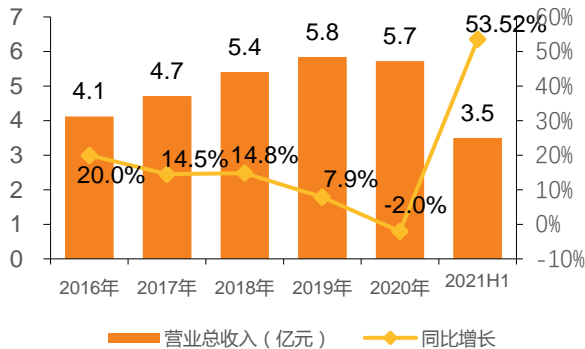
相关报告

- 《海融科技-公司点评:奶油升级、新品拓展，烘焙深耕、茶饮发力，双轮驱动高成长》2021-07-12
- 《海融科技-年报点评报告:营收恢复，烘焙复苏茶饮火热，上游成长空间广阔》2021-04-26
- 《海融科技-公司点评:专利技术提效率降成本，竞争优势再凸显》2021-01-20

1. 公司公布 2021 年中报

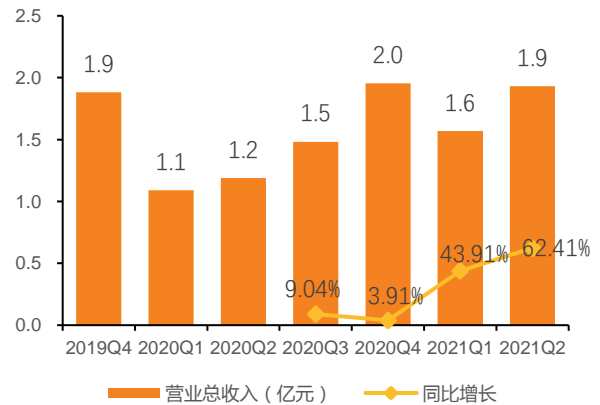
公司 2021 年 H1 实现营业总收入 3.50 亿元，同比增加 53.52%；21H1 归母净利润 0.52 亿元，同比增加 86.51%；扣非后归母净利润 0.51 亿元，同比增加 97.04%；基本 EPS 0.57 元/股，同比增加 83.87%。分季度看，2021 年 Q1/Q2 公司分别实现收入 1.57 亿元/1.93 亿元，同比增加 43.91%/62.41%；归母净利润 0.16 亿元/0.35 亿元，同比增加 323.75%/ 45.83%。

图 1：21H1 营收同比大幅上涨



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 2：Q1/Q2 增速均加快

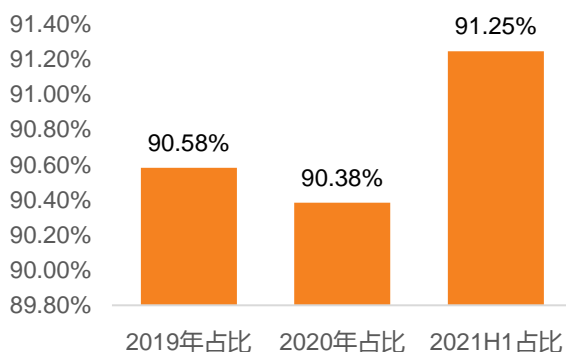


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 21H1 烘焙奶油保持增长，盈利能力持续提升

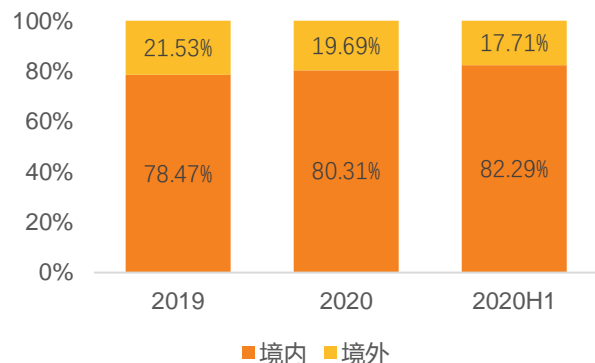
烘焙奶油保持增长，产能利用率有所提升，大餐饮客户仍有待拓展。奶油 2021H1 收入占比为 91.25%，2019 年和 2020 年分别占 90.58%/90.38%，整体营业收入较去年同期增长 53.65%。分地区来看，境内/外收入较去年同比增长 52.59%/ 58.84%，占比为 82.29%/ 17.71%。产能方面 21H1 奶油/其他烘焙原料的产能分别为 30950 吨/ 2050 吨（按半年度计算），较去年同比增加 10.54%/ 18.84%；产能利用率为 78.56%/58.44%，同比增加 21.81pct/10.85pct；产销率为 104.68%/105.76%，同比增加 1.19pct/1.62pct。

图 3：奶油为主要产品，营收占比较高



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：境内收入占比今年有提升

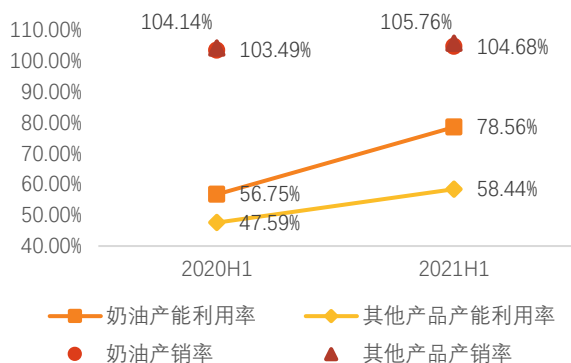


资料来源：公司公告，天风证券研究所

会计准则调整，运输成本调整至营业成本，毛利率费用率有所调整。21H1 毛利率为 47.57%，较去年同期减少 5.45pct；其中奶油/ 其他烘焙原料的毛利率为 48.97%/ 32.97%，较去年同期减少 6.03pct/ 1.28pct。销售、管理、研发、财务费用率分别为 19.08%/ 8.82%/ 4.47%/ -0.27%，同比变动-6.30pct/ +0.14pct/ -0.74pct/ +0.24pct。毛利率降低销售费增加是会计准则调整，

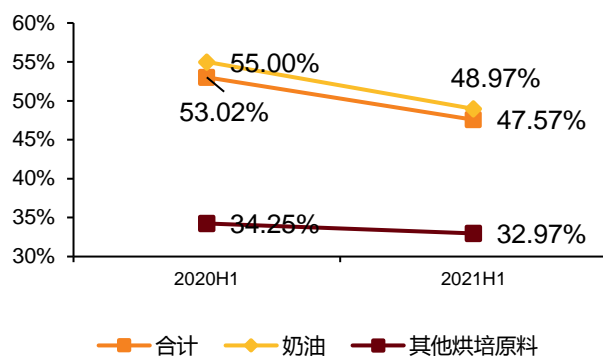
运输成本归于营业成本，且于 21H1 投入更多的营销和市场推广费用。

图 5：产能利用率有所提升



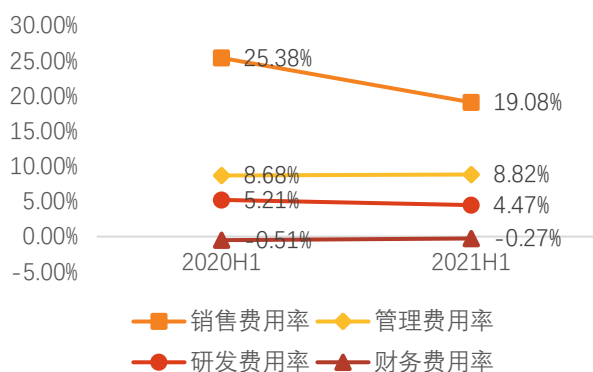
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：各项毛利率均有所下降



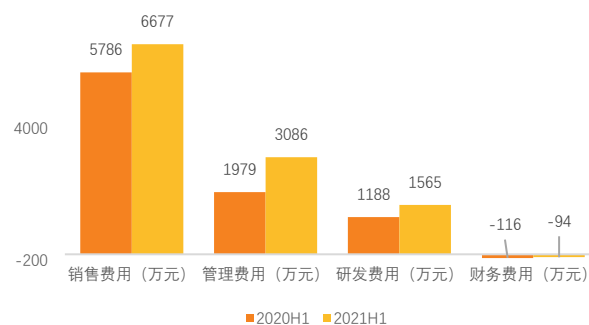
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：2021H1 销售费用率有所下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

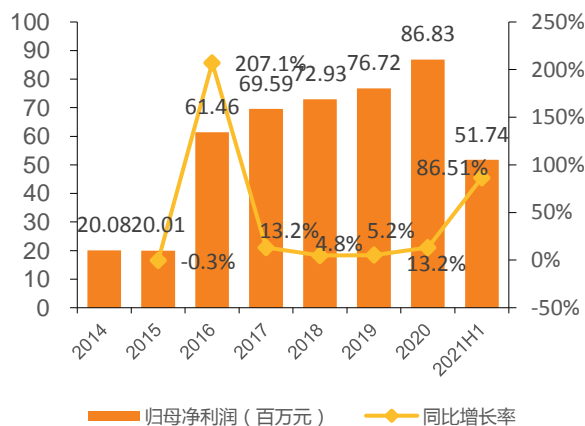
图 8：2021H1 各项费用均有所上升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

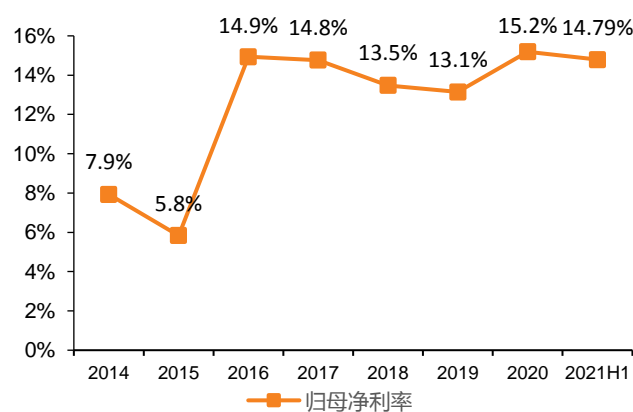
盈利能力持续提升。公司 2021H1 归母净利润为 0.52 亿元，同比增长 86.51%，其中 Q1/Q2 归母净利润 0.16 亿元/ 0.35 亿元，同比增长 323.75%/ 45.83%；扣非后归母净利润 0.51 亿元，同比增加 97.04%，其中 Q1/Q2 扣非后归母净利润 0.16 亿元/ 0.35 亿元，同比增长 313.70%/ 45.83%。2021H1 归母净利率为 14.79%，较同期提高 2.62pct。

图 9：归母净利润同比增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：归母净利率较同期有所提高



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 投资建议及盈利预测

茶饮行业发展迅猛，烘焙行业方兴未艾，下游蓬勃发展带动上游原料需求增加。公司成立餐饮事业部发力渠道拓展，持续投入新品研发，积极探索冷冻烘焙。21年4月，公司推出“飞蛋”产品线，满足消费者健康食品需求，市场反馈良好。我们预计公司21-22年的净利润为1.5亿元/2.0亿元，对应PE为30X/23X 维持盈利预测，给予买入评级。

4. 风险提示

原材料价格波动风险：公司产品主要原料为油脂、葡萄糖、糖等，易受大宗商品价格波动影响。

市场竞争风险：我国对食品安全要求越来越高，及消费者水平逐步提高，规模企业逐步占领市场，市场竞争激烈。

境外市场经营风险：子公司海融印度主要在印度进行生产销售，易受当地政治经济环境、法律和税务政策影响，易受当地疫情恢复情况影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	172.78	1,229.09	1,362.86	1,211.81	1,535.83
应收票据及应收账款	25.46	25.04	46.09	51.83	76.01
预付账款	3.53	5.34	4.30	9.50	9.11
存货	50.96	64.51	68.52	123.22	111.64
其他	5.44	2.15	10.97	4.86	14.24
流动资产合计	258.17	1,326.14	1,492.74	1,401.22	1,746.83
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	105.59	99.69	219.99	347.46	463.23
在建工程	24.14	31.08	54.65	80.79	78.47
无形资产	25.30	25.32	24.15	22.98	21.82
其他	7.25	7.00	6.43	6.90	6.78
非流动资产合计	162.28	163.10	305.23	458.13	570.29
资产总计	420.45	1,489.23	1,797.97	1,859.35	2,317.12
短期借款	0.00	15.00	15.00	10.00	10.00
应付票据及应付账款	49.64	48.82	91.05	101.14	141.21
其他	97.75	98.22	204.30	97.56	312.47
流动负债合计	147.39	162.04	310.36	208.70	463.68
长期借款	0.25	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.36	5.97	4.38	4.57	4.98
非流动负债合计	3.61	5.97	4.38	4.57	4.98
负债合计	151.01	168.01	314.74	213.27	468.66
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01
股本	45.00	60.00	90.00	90.00	90.00
资本公积	44.45	997.19	997.19	997.19	997.19
留存收益	224.61	1,264.19	1,393.22	1,556.07	1,758.46
其他	(44.63)	(1,000.16)	(997.19)	(997.19)	(997.19)
股东权益合计	269.44	1,321.22	1,483.23	1,646.08	1,848.46
负债和股东权益总计	420.45	1,489.23	1,797.97	1,859.35	2,317.12

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	76.72	86.83	149.73	199.64	268.30
折旧摊销	13.12	14.87	17.30	27.56	37.72
财务费用	0.18	2.29	0.09	0.09	0.09
投资损失	0.00	0.00	(30.00)	(30.00)	(30.00)
营运资金变动	10.15	35.79	114.46	(156.47)	233.92
其它	(4.10)	(60.64)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	96.06	79.15	251.58	40.82	510.03
资本支出	40.08	13.34	161.59	179.81	149.60
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(86.80)	(30.55)	(291.59)	(329.81)	(269.60)
投资活动现金流	(46.72)	(17.22)	(130.00)	(150.00)	(120.00)
债权融资	0.25	15.00	15.00	10.00	10.00
股权融资	1.15	964.87	32.88	(0.09)	(0.09)
其他	(15.52)	17.96	(35.69)	(51.79)	(75.92)
筹资活动现金流	(14.12)	997.82	12.19	(41.88)	(66.01)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	35.22	1,059.75	133.77	(151.06)	324.02

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	583.57	571.65	818.21	1,123.13	1,466.40
营业成本	277.56	269.06	371.85	510.43	649.96
营业税金及附加	1.81	1.94	2.78	3.81	4.98
营业费用	145.05	135.66	200.46	272.92	356.33
管理费用	49.14	49.22	68.73	93.22	120.24
研发费用	21.59	22.11	28.64	39.31	51.32
财务费用	(1.16)	0.09	0.09	0.09	0.09
资产减值损失	(0.15)	0.00	0.99	0.42	0.70
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	30.00	30.00	30.00
其他	(1.40)	(8.12)	(60.00)	(60.00)	(60.00)
营业利润	91.15	101.68	174.68	232.93	312.77
营业外收入	0.35	0.42	0.45	0.41	0.42
营业外支出	1.16	1.07	0.91	1.05	1.01
利润总额	90.34	101.02	174.22	232.29	312.19
所得税	13.62	14.20	24.49	32.65	43.88
净利润	76.72	86.83	149.73	199.64	268.31
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	76.72	86.83	149.73	199.64	268.30
每股收益(元)	0.85	0.96	1.66	2.22	2.98

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	7.86%	-2.04%	43.13%	37.27%	30.56%
营业利润	7.60%	11.56%	71.79%	33.35%	34.28%
归属于母公司净利润	5.19%	13.18%	72.44%	33.34%	34.39%
获利能力					
毛利率	52.44%	52.93%	54.55%	54.55%	55.68%
净利率	13.15%	15.19%	18.30%	17.78%	18.30%
ROE	28.47%	6.57%	10.09%	12.13%	14.52%
ROIC	114.20%	97.56%	150.01%	155.33%	61.48%
偿债能力					
资产负债率	35.92%	11.28%	17.51%	11.47%	20.23%
净负债率	-64.03%	-91.89%	-90.87%	-73.01%	-82.55%
流动比率	1.75	8.18	4.81	6.71	3.77
速动比率	1.41	7.79	4.59	6.12	3.53
营运能力					
应收账款周转率	23.18	22.64	23.01	22.94	22.94
存货周转率	12.37	9.90	12.30	11.71	12.49
总资产周转率	1.50	0.60	0.50	0.61	0.70
每股指标(元)					
每股收益	0.85	0.96	1.66	2.22	2.98
每股经营现金流	1.07	0.88	2.80	0.45	5.67
每股净资产	2.99	14.68	16.48	18.29	20.54
估值比率					
市盈率	59.22	52.32	30.34	22.76	16.93
市净率	16.86	3.44	3.06	2.76	2.46
EV/EBITDA	0.00	27.62	16.60	12.80	8.59
EV/EBIT	0.00	31.16	18.25	14.31	9.62

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com