


2024年04月28日
海融科技(300915.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

食品

盈利能力稳步向上, 员工持股目标积极

事件:

海融科技发布 2023 年年报及 2024 年一季报, 2023 年实现营收 9.55 亿元, 同比+9.95%; 归母净利 0.90 亿元, 同比-4.07%; 扣非归母净利 0.73 亿元, 同比+5.98%。23Q4 实现营收 2.47 亿元, 同比+12.02%; 归母净利 0.23 亿元, 同比+58.21%; 扣非归母净利 0.20 亿元, 同比+158.44%。24Q1 实现营收 2.54 亿元, 同比+5.84%; 归母净利 0.36 亿元, 同比+52.99%; 扣非归母净利 0.31 亿元, 同比+53.39%。

稀奶油稳步推进, 海外市场延续布局

分产品来看, 2023 年奶油/巧克力/果酱/香精香料分别实现营收 8.7/0.3/0.4/0.1 亿元, 同比+8.5%/5.0%/20.0%/11.8%。传统植脂和混合脂产品稳健增长, 新品稀奶油等销售持续爬坡。分渠道来看, 经销/直销模式分别实现营收 8.3/1.3 亿元, 同比+7.4%/30.3%。境内/境外分别实现营收 7.7/1.8 亿元, 同比+11.1%/5.5%, 海外市场逐步修复, 粤海融 24Q1 正式投产, 稳步爬坡, 辐射东南亚需求。同时印度第二条生产线建设项目亦积极推进中, 有望缓解印度市场产能供应紧张情况。公司不断开拓新市场, 挖掘潜力市场, 经销商数量提升 33 家到 865 家。

原材料成本下行促进毛利率提升, 疫后费投加大

2023 年实现毛利率 35.1%, 同比+2.1pct, 奶油/巧克力/果酱/香精香料分别为 36.4%/20.6%/25.6%/38.2%, 同比+2.6/2.6/-1.4/5.1pct, 油脂采购均价下降 30.26%, 促进奶油毛利率显著提升。23Q4/24Q1 实现毛利率 37.1%/38.0%, 同比+6.3/3.7pct。2023 年销售/管理/研发费用率分别为 15.0%/7.7%/3.3%, 同比+0.8/0.9/-0.3pct, 销售管理费用率增长主要系疫情后公司加大市场投入、差旅费提升等, 综合实现归母净利率 9.4%, 同比-1.4pct, 23Q4/24Q1 实现归母净利率 9.5%/14.1%, 同比+2.8/4.4pct, 盈利能力逐季攀升。

发布员工持股计划, 目标设定积极, 绑定核心员工

公司发布员工持股计划, 份额上限为 1727.16 万份(每份份额 1 元), 其中董事、高管共 5 人, 合计认购不超过 505.50 万份, 占比 29.27%, 其他核心骨干员工(不超过 13 人)合计认购不超过 699.22 份, 占比 40.48%, 预留份额 522.44 万份, 占比 30.25%。购买价格为 14.12 元/股, 考核要求为 2024-2026 年营收不低于 11.5/14.5/19 亿元, 同比增长 20.5%/26.1%/31.0%, 分 3 年解锁。我们认为目标制定较为积极, 有望绑定核心员工, 促进公司长期发展。

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价

40.60 元

股价(2024-04-26)

29.82 元

交易数据

总市值(百万元)	2,683.80
流通市值(百万元)	740.33
总股本(百万股)	90.00
流通股本(百万股)	24.83
12 个月价格区间	22.15/43.01 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.2	-7.1	-13.6
绝对收益	12.3	0.4	-23.1

赵国防

分析师

SAC 执业证书编号: S1450521120008

zhaogf1@essence.com.cn

侯雅楠

联系人

SAC 执业证书编号: S1450122070028

houyn2@essence.com.cn

相关报告

产品矩阵渐丰, 海外持续布局	2023-08-31
原材料价格下行, 盈利能力修复	2022-12-08

投资建议：

我们预计公司 2024-2026 年的收入分别为 11.5/14.6/19.1 亿元，净利润分别为 1.2/1.6/2.2 亿元（暂未考虑员工持股计划费用），维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 40.60 元，相当于 2024 年 30x 的动态市盈率。

风险提示：原材料成本波动超预期，市场需求波动，食品安全风险

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	868.2	954.6	1,153.6	1,458.4	1,909.8
净利润	93.3	89.5	121.8	160.9	218.2
每股收益(元)	1.04	0.99	1.35	1.79	2.42
每股净资产(元)	16.15	16.75	17.74	18.99	20.69

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	27.8	29.0	21.3	16.1	11.9
市净率(倍)	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
净利润率	10.7%	9.4%	10.6%	11.0%	11.4%
净资产收益率	6.4%	5.9%	7.6%	9.4%	11.7%
股息收益率	1.4%	0.0%	1.4%	1.9%	2.5%
ROIC	56.1%	73.9%	61.4%	58.5%	86.8%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	868.2	954.6	1,153.6	1,458.4	1,909.8	成长性					
减:营业成本	581.8	619.8	744.1	938.2	1,228.2	营业收入增长率	16.2%	10.0%	20.9%	26.4%	31.0%
营业税费	4.3	5.5	5.7	7.6	10.1	营业利润增长率	-17.6%	-3.1%	36.1%	32.1%	35.6%
销售费用	123.1	142.9	165.9	207.4	266.7	净利润增长率	-17.0%	-4.1%	36.1%	32.1%	35.6%
管理费用	59.1	73.8	73.7	91.4	119.2	EBITDA 增长率	-18.5%	13.1%	34.9%	25.8%	30.6%
研发费用	31.2	31.1	36.1	41.9	48.7	EBIT 增长率	-22.2%	14.0%	41.7%	28.7%	33.3%
财务费用	-9.7	-3.8	11.1	9.5	8.4	NOPLAT 增长率	-23.6%	5.7%	47.9%	28.7%	33.3%
资产减值损失	-	-4.6	-1.5	-2.0	-2.7	投资资本增长率	-19.8%	78.2%	35.0%	-10.2%	36.8%
加:公允价值变动收益	2.5	1.0	-	-	-	净资产增长率	4.1%	3.7%	5.9%	7.1%	8.9%
投资和汇兑收益	23.2	20.5	22.7	22.1	21.8						
营业利润	107.1	103.8	141.3	186.6	253.0	利润率					
加:营业外净收支	0.2	-3.9	-1.3	-1.7	-2.3	毛利率	33.0%	35.1%	35.5%	35.7%	35.7%
利润总额	107.3	99.9	140.0	184.9	250.7	营业利润率	12.3%	10.9%	12.2%	12.8%	13.2%
减:所得税	14.0	10.4	18.2	24.0	32.6	净利润率	10.7%	9.4%	10.6%	11.0%	11.4%
净利润	93.3	89.5	121.8	160.9	218.2	EBITDA/营业收入	12.8%	13.2%	14.7%	14.6%	14.6%
						EBIT/营业收入	10.9%	11.3%	13.2%	13.4%	13.7%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	固定资产周转天数	48	45	36	25	16
货币资金	314.9	570.7	678.8	791.7	833.6	流动营业资本周转天数	6	7	15	22	27
交易性金融资产	932.5	512.0	512.0	512.0	512.0	流动资产周转天数	602	523	436	390	331
应收帐款	39.0	44.4	53.4	71.8	92.4	应收帐款周转天数	15	16	15	15	15
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	67	64	61	63	62
预付帐款	8.0	4.7	14.6	8.3	20.8	总资产周转天数	689	659	566	479	400
存货	183.4	154.8	236.4	271.1	389.0	投资资本周转天数	56	64	79	68	58
其他流动资产	1.9	8.4	3.7	4.7	5.6						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	6.4%	5.9%	7.6%	9.4%	11.7%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	5.4%	5.1%	6.6%	7.9%	9.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	56.1%	73.9%	61.4%	58.5%	86.8%
固定资产	112.1	124.9	108.9	92.9	77.0	费用率					
在建工程	8.5	106.0	106.0	106.0	106.0	销售费用率	14.2%	15.0%	14.4%	14.2%	14.0%
无形资产	25.2	25.0	23.7	22.3	21.0	管理费用率	6.8%	7.7%	6.4%	6.3%	6.2%
其他非流动资产	96.9	220.3	115.9	145.7	159.9	研发费用率	3.6%	3.3%	3.1%	2.9%	2.5%
资产总额	1,722.2	1,771.2	1,853.5	2,026.6	2,217.4	财务费用率	-1.1%	-0.4%	1.0%	0.6%	0.4%
短期债务	10.0	9.8	-	-	-	四费/营业收入	23.5%	25.6%	24.9%	24.0%	23.2%
应付帐款	87.3	107.7	111.9	162.9	206.7	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	15.6%	14.9%	13.9%	15.7%	16.0%
其他流动负债	119.1	97.1	108.9	108.4	104.8	负债权益比	18.5%	17.5%	16.1%	18.6%	19.1%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	6.84	6.03	6.79	6.12	5.95
其他非流动负债	52.6	49.4	36.0	46.0	43.8	速动比率	5.99	5.31	5.72	5.12	4.70
负债总额	269.0	264.1	256.8	317.3	355.3	利息保障倍数	-9.75	-28.11	13.78	20.71	31.26
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0	DPS(元)	0.40	-	0.41	0.54	0.73
留存收益	1,367.9	1,421.4	1,506.7	1,619.3	1,772.0	分红比率	38.6%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	1,453.2	1,507.1	1,596.7	1,709.3	1,862.1	股息收益率	1.4%	0.0%	1.4%	1.9%	2.5%
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	1.04	0.99	1.35	1.79	2.42
净利润	93.3	89.5	121.8	160.9	218.2	BVPS(元)	16.15	16.75	17.74	18.99	20.69
加:折旧和摊销	16.9	18.4	17.3	17.3	17.3	PE(X)	27.8	29.0	21.3	16.1	11.9
资产减值准备	0.2	5.2	-	-	-	PB(X)	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
公允价值变动损失	-2.5	-1.0	-	-	-	P/FCF	22.1	-456.6	72.3	13.6	21.4
财务费用	-3.0	4.5	11.1	9.5	8.4	P/S	3.0	2.7	2.3	1.8	1.4
投资收益	-23.2	-21.0	-22.7	-22.1	-21.8	EV/EBITDA	21.9	13.2	7.6	5.4	3.9
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	19.9%	34.6%	2.7%	19.9%	34.6%
营运资金的变动	-53.6	-129.6	11.4	-17.4	-128.0	PEG	1.4	0.8	7.9	0.8	0.3
经营活动产生现金流量	55.5	120.9	138.8	148.1	94.1	ROIC/WACC	5.3	7.0	5.8	5.6	8.3
投资活动产生现金流量	58.0	177.7	22.7	22.1	21.8	REP	3.8	1.1	0.8	0.8	0.4
融资活动产生现金流量	-44.4	-42.0	-53.5	-57.4	-73.9						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

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

国投证券股份有限公司（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

本报告仅供国投证券股份有限公司（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“国投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。

国投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。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

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