

2024年05月04日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

盈利端稳步改善，员工持股计划彰显信心

—海融科技（300915.SZ）公司事件点评报告

买入（首次）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

2024年4月23日，海融科技发布2023年年度报告、2024年一季度报告、第一期员工持股计划。

投资要点

基本数据

2024-04-30

当前股价（元）	32.48
总市值（亿元）	29
总股本（百万股）	90
流通股本（百万股）	25
52周价格范围（元）	22.15-43.01
日均成交额（百万元）	24.19

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 营收规模稳健提升，盈利能力持续改善

公司2023/2023Q4/2024Q1总营收分别为9.55/2.47/2.54亿元，分别同增10%/12%/6%，主要系公司在巩固传统产品的同时不断推新，叠加餐饮渠道持续开发所致，归母净利润分别为0.90/0.23/0.36亿元，分别同比-4%/+58%/+53%。盈利端，由于包括油脂在内的原材料价格持续回落、稀奶油产线工艺优化，2023/2024Q1公司毛利率分别同增2pct/4pct至35.07%/38.04%，销售费用率分别同增1pct/0.2pct至14.98%/13.57%，管理费用率分别同增1pct/0.1pct至7.73%/7.12%，综合导致2023/2024Q1公司净利率分别为9.38%/14.15%，分别同比-1pct/+4pct，后续公司持续控制销售/管理费用投放，叠加毛利率端持续改善，公司盈利能力有望延续提升趋势。分红计划，公司向全体股东每10股派发现金红利4元。

■ 稀奶油产线释放利润，产能建设保障规模扩张

稀奶油产线逐步释放利润，公司2023年奶油营收8.67亿元（同增9%），销量6.25万吨（同增6%），吨价1.39万元/吨（同增2%），新拓展稀奶油产线2023年在爬坡期，公司通过优化产品工艺、引入低价原材料等方式不断提高产线毛利率，随着规模效应释放，2024年稀奶油毛利率有望稳定在25%-30%。产能布局保障产品规划落地，2023年巧克力/果酱/香精香料/其他产品营收分别为0.30/0.36/0.09/0.13亿元，分别同增5%/20%/12%/387%，巧克力/果酱销量分别为0.11/0.20万吨，分别同比-6%/+27%，吨价分别为2.77/1.75万元/吨，分别同比+12%/-6%，公司针对华东产线进行调整升级，保证产品推新动力，同时粤海融工厂2024Q1正式投产，后续布局定制化产品开发，逐渐辐射华南/西南/东南亚市场，为后续公司产品规模释放奠定产能基础。

■ 客户开发稳步推进，印度产线助力国际化战略达成

经销渠道空间广阔，客户开发顺利推进，2023 年公司经销渠道营收为 8.28 亿元（同增 7%），截至 2023 年末，公司经销商共 865 家，较 2023 年初净增加 33 家，目前经销渠道市场覆盖广度与深度均处于初级阶段，公司设立五大销售区域中心，针对存量市场做扩容、针对空白市场做开发，市场仍有增量空间；2023 年公司直销渠道营收为 1.27 亿元（同增 30%），茶饮、餐饮客户开发显现成效，后续公司持续发力大客户对接/定制化产品开发，目前渠道推进较为顺利。印度新产线投产助力国际化战略达成，2023 年公司境内/境外营收分别为 7.70/1.85 亿元，分别同增 11%/6%，印度新产线预计 2024 年 6 月正式投入使用，投产后可大幅缓解海外业务产能压力/优化工艺水平，有望在中长期为公司国际化战略提供支撑。

■ 员工持股计划目标制定积极，体现公司经营信心

公司发布员工持股计划，份额上限为 1727.16 万份，受让价格为 14.12 元/股，计划覆盖高管及核心骨干不超过 18 人，三年考核目标为：2024/2025/2026 年公司营收不低于 11.5/14.5/19 亿元，分别同增 20%/26%/31%，增速目标逐年提升，体现公司经营信心。

■ 盈利预测

我们看好公司稀奶油产线爬坡逐渐释放利润，华南/印度产能布局承接市场增量，随着渠道/组织调整落地，公司业绩有望持续释放，根据年报与一季报，预计 2024-2026 年 EPS 分别为 1.37/1.77/2.36 元，当前股价对应 PE 分别为 24/18/14 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、原材料价格波动、产能建设不及预期、渠道拓展不及预期、员工持股计划进展低于预期风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	955	1,172	1,486	1,903
增长率（%）	10.0%	22.8%	26.8%	28.1%
归母净利润（百万元）	90	124	159	212
增长率（%）	-4.1%	38.2%	28.6%	33.4%
摊薄每股收益（元）	0.99	1.37	1.77	2.36
ROE（%）	5.9%	7.8%	9.5%	11.8%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:					营业收入	955	1,172	1,486	1,903
现金及现金等价物	571	633	713	829	营业成本	620	757	950	1,202
应收款	44	48	57	68	营业税金及附加	5	6	7	8
存货	155	167	197	232	销售费用	143	173	218	278
其他流动资产	525	546	563	576	管理费用	74	94	120	156
流动资产合计	1,295	1,395	1,530	1,705	财务费用	-4	-17	-19	-22
非流动资产:					研发费用	31	38	46	57
金融类资产	512	532	547	557	费用合计	244	288	366	469
固定资产	125	180	194	191	资产减值损失	-5	-5	-4	-3
在建工程	106	42	17	7	公允价值变动	1	9	8	6
无形资产	25	24	22	21	投资收益	20	15	10	8
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	104	141	178	237
其他非流动资产	220	220	220	220	加:营业外收入	0	0	1	0
非流动资产合计	476	467	453	439	减:营业外支出	4	3	2	1
资产总计	1,771	1,861	1,983	2,144	利润总额	100	138	177	236
流动负债:					所得税费用	10	14	18	24
短期借款	10	15	19	22	净利润	90	124	159	212
应付账款、票据	86	94	110	133	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	75	75	75	75	归母净利润	90	124	159	212
流动负债合计	215	232	261	297					
非流动负债:					主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	49	49	49	49	营业收入增长率	10.0%	22.8%	26.8%	28.1%
非流动负债合计	49	49	49	49	归母净利润增长率	-4.1%	38.2%	28.6%	33.4%
负债合计	264	281	310	347	盈利能力				
所有者权益					毛利率	35.1%	35.4%	36.0%	36.8%
股本	90	90	90	90	四项费用/营收	25.6%	24.5%	24.6%	24.6%
股东权益	1,507	1,580	1,673	1,798	净利率	9.4%	10.6%	10.7%	11.1%
负债和所有者权益	1,771	1,861	1,983	2,144	ROE	5.9%	7.8%	9.5%	11.8%
					偿债能力				
现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	14.9%	15.1%	15.6%	16.2%
净利润	90	124	159	212	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.9
折旧摊销	18	10	13	14	应收账款周转率	21.5	24.3	26.1	28.1
公允价值变动	1	9	8	6	存货周转率	4.0	4.6	4.9	5.2
营运资金变动	12	-5	-16	-16	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	121	138	165	217	EPS	0.99	1.37	1.77	2.36
投资活动现金净流量	178	-12	-3	3	P/E	32.7	23.6	18.4	13.8
筹资活动现金净流量	-236	-46	-62	-85	P/S	3.1	2.5	2.0	1.5
现金流量净额	62	80	100	135	P/B	1.9	1.9	1.7	1.6

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3 年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。