

海融科技 (300915.SZ)

收入增长提速，盈利边际承压

➤ **事件：**公司发布 2024 年年报，报告期内公司实现营业收入 10.87 亿元，同比+13.89%；归母净利润 1.11 亿元，同比+23.78%；扣非归母净利润 0.94 亿元，同比+29.98%。其中，24Q4 实现营收 3.21 亿元，同比+29.86%；归母净利润 0.23 亿元，同比-0.63%；扣非归母净利润 0.20 亿元，同比-1.32%。

➤ **直销渠道表现亮眼，境外业务增长提速。**分产品看，24 年公司奶油/巧克力/果酱/香精香料业务分别实现营收 10.08/0.38/0.26/0.13 亿元，同比+16.25%/+25.83%/-26.93%/+38.31%，其中 24H2 营收分别同比+23.40%/+28.73%/-41.09%/+29.18%，奶油和巧克力业务下半年增长有所提速。分渠道看，公司 24 年经销/直销营收分别实现收入 8.77/2.10 亿元，同比+6.00%/+65.37%，其中 24H2 分别同比+5.43%/+99.48%，直销渠道下半年贡献主要增量。分区域看，公司 24 年境内/境外收入分别实现 8.71/2.16 亿元，同比+13.20%/+16.78%，其中 24H2 分别同比+17.01%/+22.90%，均有所提速。此外，公司经销商数量截至 24 年底合计 931 家，24H2 净增 109 家，其中境内/境外分别净增 59/50 家。

➤ **原料价格波动及渠道结构变化扰动盈利能力，费用端整体控制得当。**24/24Q4 公司毛利率分别为 35.03%/32.81%，同比分别-0.04/-4.33pcts，推测主要系油脂原料价格波动及渠道结构变化。费用端，24 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.04%/7.40%/3.35%/-0.41%，同比-0.94/-0.33/+0.09/-0.01pct；其中 24Q4 分别为 14.54%/7.83%/3.07%/-0.79%，同比+0.07/-0.01/+0.56/-0.98pct，得益于公司精细化管控，整体费用率有所收缩。结合以上，公司 24/24Q4 实现归母净利率 10.19%/7.25%，同比+0.81/-2.22pcts；扣非归母净利率 8.68%/6.22%，同比+1.08/-1.97pcts，主因毛利率影响，Q4 盈利能力有所下滑。

➤ **新产能落地在即，支撑公司持续成长。**24 年公司在产品、渠道、产能、出海等方面均实现了持续进步：稀奶油、餐饮渠道产品持续升级推新，直销渠道快速增长，粤海融工厂和印度新产线的投产提供增长产能保障。展望 2025 年，公司在建未来食品产业园项目仍在有序推进中，一期预计将于今年年中建成投产，新增 8 万吨烘焙茶饮奶油及植物蛋白饮品产能。在产能的强力支撑下，公司直销渠道、稀奶油品类以及海外市场预计仍具备较强增长潜力。此外，董事会计划启动新定增计划，拟募资不超过 3 亿元。

➤ **盈利预测与投资建议：**根据公司年报业绩，我们下调盈利预测，预计 25-26 年公司归母净利润为 1.32/1.65 亿元（前次为 1.82/2.36 亿元），同比+19%/+25%，并引入 27 年盈利预测 2.00 亿元，同比+21%，对应 25-27 年 EPS 为 1.46/1.84/2.22 元，当前股价对应 P/E 为 24/19/16 倍，维持“买入”评级。

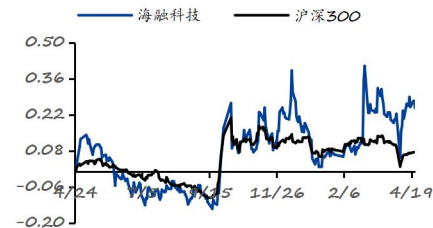
➤ **风险提示：**原材料成本大幅上涨风险；新品动销不及预期风险；下游需求不及预期的影响；行业竞争加剧风险；食品安全风险

买入（维持评级）

基本数据

日期	2025-04-23
收盘价:	35.43 元
总股本/流通股本(百万股)	90.00/40.98
流通 A 股市值(百万元)	1,451.99
每股净资产(元)	17.24
资产负债率(%)	16.76
一年内最高/最低价(元)	42.64/24.05

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	刘畅(S0210523050001)
lc30103@hfzq.com.cn	
分析师:	童杰(S0210523050002)
tj30105@hfzq.com.cn	

相关报告

- 1、直销快增收提速，盈利能力持续提升——2024.09.02
- 2、业绩弹性持续兑现，目标提速激励人心——2024.04.26
- 3、海融科技 (300915.SZ) 2023 年三季报点评：新产能释放有望加速，海外持续布局——2023.10.25

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	955	1,087	1,378	1,809	2,205
增长率（%）	10%	14%	27%	31%	22%
净利润（百万元）	90	111	132	165	200
增长率（%）	-4%	24%	19%	25%	21%
EPS（元/股）	0.99	1.23	1.46	1.84	2.22
市盈率（P/E）	35.6	28.8	24.2	19.3	16.0
市净率（P/B）	2.1	2.1	1.9	1.7	1.6

数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 1：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	313	328	701	797	营业收入	1,087	1,378	1,809	2,205
应收票据及账款	98	124	162	198	营业成本	706	908	1,198	1,463
预付账款	9	11	15	18	税金及附加	5	7	9	11
存货	116	241	300	343	销售费用	153	192	250	302
合同资产	0	0	0	0	管理费用	80	101	132	160
其他流动资产	660	603	305	406	研发费用	36	47	61	73
流动资产合计	1,195	1,308	1,483	1,761	财务费用	-4	-3	-6	-9
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-3	0	0	0
固定资产	183	390	475	479	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	327	177	127	77	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	25	24	23	22	投资收益	18	20	20	20
商誉	0	0	0	0	其他收益	3	3	3	3
其他非流动资产	133	134	135	137	营业利润	127	150	188	227
非流动资产合计	669	725	760	715	营业外收入	2	1	1	1
资产合计	1,864	2,033	2,243	2,476	营业外支出	2	1	1	1
短期借款	10	0	0	0	利润总额	127	150	188	227
应付票据及账款	95	123	165	206	所得税	16	18	23	27
预收款项	0	0	0	0	净利润	111	132	165	200
合同负债	21	26	35	42	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	34	34	34	34	归属母公司净利润	111	132	165	200
其他流动负债	-256	67	82	96	EPS（按最新股本摊薄）	1.23	1.46	1.84	2.22
流动负债合计	-95	250	317	379					
长期借款	0	0	0	0	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
其他非流动负债	95	95	95	95	成长能力				
非流动负债合计	95	95	95	95	营业收入增长率	13.9%	26.7%	31.3%	21.9%
负债合计	0	346	412	475	EBIT 增长率	27.3%	19.7%	24.2%	20.0%
归属母公司所有者权益	1,552	1,688	1,831	2,002	归母公司净利润增长率	23.8%	19.0%	25.4%	20.8%
少数股东权益	0	0	0	-1	获利能力				
所有者权益合计	1,552	1,688	1,831	2,002	毛利率	35.0%	34.1%	33.8%	33.6%
负债和股东权益	1,552	2,033	2,243	2,476	净利率	10.2%	9.6%	9.1%	9.0%
					ROE	7.1%	7.8%	9.0%	10.0%
现金流量表					ROIC	14.0%	13.9%	12.1%	13.9%
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
经营活动现金流	172	56	172	250	资产负债率	0.0%	17.0%	18.4%	19.2%
现金收益	132	176	228	290	流动比率	-12.5	5.2	4.7	4.6
存货影响	39	-125	-59	-43	速动比率	-11.3	4.3	3.7	3.7
经营性应收影响	-60	-29	-42	-39	营运能力				
经营性应付影响	22	27	43	41	总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9
其他影响	38	7	3	0	应收账款周转天数	23	29	28	29
投资活动现金流	-367	-33	216	-134	存货周转天数	69	71	81	79
资本支出	-305	-103	-103	-53	每股指标（元）				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	1.23	1.46	1.84	2.22
其他长期资产变化	-62	70	319	-81	每股经营现金流	1.91	0.62	1.91	2.78
融资活动现金流	-64	-7	-16	-20	每股净资产	17.24	18.75	20.35	22.25
借款增加	0	-10	0	0	估值比率				
股利及利息支付	-36	-22	-28	-35	P/E	29	24	19	16
股东融资	11	0	0	0	P/B	2	2	2	2
其他影响	-39	25	12	15	EV/EBITDA	45	34	27	21

数据来源：公司报告、华福证券研究所

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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn