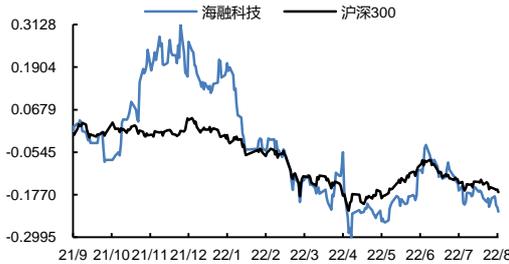


研究所
薛玉虎 S0350521110005
xueyh@ghzq.com.cn
证券分析师：刘洁铭 S0350521110006
liujm@ghzq.com.cn

疫情和成本压力影响短期业绩，看好后续弹性

——海融科技（300915）点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现		2022/09/01		
表现	1M	3M	12M	
海融科技	-8.7%	-2.5%	-23.1%	
沪深300	-3.5%	-1.0%	-17.0%	

市场数据		2022/09/01
当前价格(元)		38.38
52周价格区间(元)		34.56-66.88
总市值(百万)		3,454.20
流通市值(百万)		951.92
总股本(万股)		9,000.00
流通股本(万股)		2,480.25
日均成交额(百万)		16.77
近一月换手(%)		1.89

事件：

海融科技发布 2022 年半年度报告：公司上半年实现营收 4.19 亿元，同比+19.7%，归母净利 0.52 亿元，同比+0.41%，扣非净利 0.40 亿元，同比-7.47%。

投资要点：

- **疫情和成本上涨影响短期业绩，二季度收入放缓。**公司 Q2 单季度实现营收 2.04 亿元，同比+5.65%，归母净利 0.20 亿元，同比-44.12%。收入增速放缓主要是由于上海、北京等一线城市 Q2 受疫情影响较大，公司发货受阻；且公司的 B 端烘焙饼店客户营业受到影响，烘焙原材料采购相应减少，进一步抑制烘焙行业需求。归母净利润下降主要是受印度尼西亚大宗商品出口政策的影响，Q2 全球棕榈油供给普遍偏紧，棕榈油期货结算价一路高涨，公司油脂采购价格上行，导致了使用该类产品的成本上涨，挤压公司产品利润空间。
- **植脂奶油仍为营收增长引擎，海外业务提速。**分品类看，上半年植脂奶油、巧克力、果酱、香精香料业务分别实现收入 3.85、0.16、0.14、0.04 亿元，分别同比+21.76%、+9.52%、+3.26%、+40.69%。在疫情影响运输的情况下，植脂奶油业务依旧保持 20%左右的增长，主要系公司产品持续更新迭代，2018 年以来公司推出的非氢化产品受到市场关注，含乳脂的奶油从产品性价比、口感及性能都得到市场的认同；巧克力产品增速放缓，主要由于上半年原材料价格激增，公司巧克力产品利润空间被严重挤压，公司暂时未将巧克力业务作为公司重点业务；果酱增速放缓，主要系公司布局茶饮赛道端的果酱产品，尚在推进中，预期后续增长会逐步恢复。分渠道来看，公司上半年实现经销业务收入 3.69 亿元，同比增长 24.33%；公司实现直销业务收入 0.49 亿元，同比下降 6.40%，主要是因为企业直销客户面临市场竞争加剧且由于疫情营业受阻，直销客户减少烘焙原材料采购额。分地区来看，今年上半年，公司境内营业收入为 3.39 亿元，同比增长 17.63%；境外营业收入达 0.8 亿元，同比增长 29.30%，公司海外扩张较为顺利。
- **原材料成本大幅上涨，毛利率承压。**Q2 单季度公司毛利率为 32.54%，同比下降 9.75pct，主要由于 1) 公司执行新收入准则，运输费用调整至营业成本，另外因为疫情，公司产品发货受限，增设中

转仓使得运输费用上升。但是扣除此因素影响，公司毛销差仍然同比下降将近 10 个百分点；2) 上半年大宗原材料价格大幅上涨，公司油脂采购价格上涨 125.63%，酪蛋白酸钠采购价格上涨 45.56%；。其他费用方面，管理费用率同比下降 1.32pct 至 6.23%。整体上，公司二季度净利润率 9.68%，同比下降 8.62 个百分点。

- **盈利预测与评级。**公司已在烘焙产业链上游深耕多年，通过研发完善以植脂奶油为核心的烘焙原料产品矩阵，已具备技术和规模优势。面对二季度原材料成本上行及疫情的影响，公司营业收入依旧保持较为快速的增长。我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 1.15/1.58/2.32 亿元，同比 +3%/+37%/+47%，EPS 分别为 1.28/1.76/2.58 元/股，PE 分别为 30/22/15 倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**1) 原材料价格大幅上涨；2) 竞争加剧导致销售不达预期；3) 食品安全问题事件；4) 疫情影响程度超预期；5) 消费需求恢复不达预期。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	747	916	1204	1582
增长率(%)	31	23	31	31
归母净利润（百万元）	112	115	158	232
增长率(%)	29	3	37	47
摊薄每股收益（元）	1.25	1.28	1.76	2.58
ROE(%)	8	8	10	12
P/E	45.79	29.92	21.86	14.89
P/B	3.69	2.34	2.11	1.85
P/S	6.89	3.77	2.87	2.18
EV/EBITDA	40.68	26.29	18.56	10.98

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：海融科技盈利预测表

证券代码：	300915				股价：	38.38		投资评级：	增持		日期：	2022/09/01	
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E				
盈利能力					每股指标								
ROE	8.05%	7.82%	9.67%	12.43%	EPS	1.25	1.28	1.76	2.58				
毛利率	43.66%	37.41%	40.30%	41.34%	BVPS	15.52	16.40	18.15	20.73				
期间费率	25.78%	21.67%	23.82%	23.00%	估值								
销售净利率	15.05%	12.61%	13.13%	14.66%	P/E	45.79	29.92	21.86	14.89				
成长能力					P/B	3.69	2.34	2.11	1.85				
收入增长率	30.66%	22.63%	31.44%	31.38%	P/S	6.89	3.77	2.87	2.18				
利润增长率	29.49%	2.69%	36.88%	46.73%									
营运能力					利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E				
总资产周转率	0.47	0.51	0.61	0.67	营业收入	746.93	915.99	1203.98	1581.76				
应收账款周转率	21.72	22.25	21.13	21.82	营业成本	420.85	573.29	718.74	927.83				
存货周转率	5.43	7.16	5.76	7.05	营业税金及附加	3.00	3.21	4.38	5.89				
偿债能力					销售费用	130.68	125.49	187.79	231.71				
资产负债率	12.68%	17.16%	17.10%	20.43%	管理费用	63.85	73.01	99.05	132.16				
流动比	7.24	5.36	5.42	4.59	财务费用	-1.98	0.00	0.00	0.00				
速动比	6.49	4.89	4.75	4.07	其他费用/（-收入）	32.25	35.82	48.55	64.64				
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	营业利润	129.99	134.20	183.14	268.76				
现金及现金等价物	1243.01	1422.75	1514.82	1850.40	营业外净收支	-0.14	-0.36	-0.28	-0.20				
应收款项	34.40	41.17	56.98	72.48	利润总额	129.85	133.84	182.86	268.56				
存货净额	137.59	127.96	209.04	224.25	所得税费用	17.41	18.38	24.81	36.66				
其他流动资产	9.24	14.76	15.16	22.97	净利润	112.44	115.47	158.05	231.90				
流动资产合计	1424.24	1606.64	1796.00	2170.10	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00				
固定资产	117.22	117.22	117.22	117.22	归属于母公司净利润	112.44	115.47	158.05	231.90				
在建工程	12.45	12.45	12.45	12.45	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E				
无形资产及其他	45.30	45.30	45.30	45.30	经营活动现金流	57.06	187.86	58.70	292.71				
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	112.44	115.47	158.05	231.90				
资产总计	1599.20	1781.60	1970.97	2345.07	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00				
短期借款	17.29	23.81	28.93	34.51	折旧摊销	15.51	0.00	0.00	0.00				
应付款项	61.72	108.60	96.69	171.87	公允价值变动	-0.60	0.00	0.00	0.00				
预收帐款	0.00	0.00	0.00	0.00	营运资金变动	-46.85	93.74	-71.09	98.09				
其他流动负债	117.84	167.37	205.48	266.91	投资活动现金流	-1002.75	21.35	28.26	37.29				
流动负债合计	196.85	299.78	331.10	473.29	资本支出	-27.20	-0.36	-0.28	-0.20				
长期借款及应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	长期投资	-1000.00	0.00	0.00	0.00				
其他长期负债	5.92	5.92	5.92	5.92	其他	24.44	21.71	28.53	37.49				
长期负债合计	5.92	5.92	5.92	5.92	筹资活动现金流	-37.57	-29.47	5.11	5.58				
负债合计	202.77	305.70	337.02	479.21	债务融资	2.67	6.53	5.11	5.58				
股本	90.00	90.00	90.00	90.00	权益融资	0.00	0.00	0.00	0.00				
股东权益	1396.43	1475.90	1633.95	1865.85	其它	-40.24	-36.00	0.00	0.00				
负债和股东权益总计	1599.20	1781.60	1970.97	2345.07	现金净增加额	-984.78	179.74	92.07	335.58				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

薛玉虎，研究所食品饮料行业首席分析师，十五年消费品从业及研究经验，专注于行业研究，连续多年上榜新财富、金牛奖、水晶球、中国保险资产管理业最受欢迎分析师等奖项。

刘洁铭，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

【分析师承诺】

薛玉虎，刘洁铭，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本

公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。