

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

嘉必优 (688089)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料行业首席分析师  
执业编号: S1500520110001  
联系电话: 13392190215  
邮箱: mazheng@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 逆风逐渐消散，把握核心逻辑

2023年04月14日

**事件：嘉必优公布2022年年报。**2022年，公司实现营收4.33亿元，同比+23.44%；实现归母净利润6437万元，同比-49.94%；实现扣非归母净利润3074万元，同比-63.16%。其中，22Q4公司实现营收1.60亿元，同比+58.28%；实现归母净利润-1349万元，同比-148.83%；实现扣非归母净利润-2419万元，同比-263.79%。

### 点评：

- **Q4 营收表现优异，利润受减值影响亏损。**公司 Q4 收入端表现优异，同比+58.28%，我们推测系婴配粉新国标备货及动物营养销售向好所致。利润端看，受法玛科投资减值事件影响，Q4 分别录得资产减值损失 3492 万元和信用减值损失 1744 万元，造成归母净利润亏损 1349 万元。
- **全年营收创历史新高，多项业务取得突破。**2022 年，公司录得营收 4.33 亿元，同比+23.44%，创历史新高，并成功解锁股权激励。分板块看，人类营养业务营收达 3.79 亿元，同比+9.08%；动物营养业务取得初步突破，营收达 2100 万元，同比+1061.47%；个人护理及化妆品业务营收达 170 万元，同比+46.99%。分产品看，多款主力产品取得增长。其中，ARA 营收达 2.56 亿元，同比+15.21%；DHA 营收达 6453 万元，同比+14.06%；SA 受 2022 年上半年儿童粉客户去库存影响，营收达 3444 万元，同比-38.21%。此外，BC 业务较上年也取得增长。分地区看，公司海外业务受益于雀巢、达能、新莱特等国际大客户的增长，营收达 1.71 亿，同比+36.42%；公司国内业务则受 2022 年婴配粉行业去库存影响，同比+2.56%。
- **毛利率受多因素影响下滑，利润端受投资减值事件拖累。**毛利率端看，公司全年毛利率为 42.1%，同比-8.0pct。分板块和产品看，ARA 与 SA 毛利率表现稳定，同比分别-0.48pct 和+0.69pct，而 DHA 因国内客户结构变化影响而下降，同比-8.75pct。此外，毛利率较低的动物营养板块在营收中占比的提升也一定程度上拉低了综合毛利率水平。费用端看，公司全年销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率同比分别+0.68pct/+2.14pct/-1.36pct/-5.20pct。其中，管理费用率增加系股权激励费用计提所致，财务费用率变动系汇率波动造成汇兑收益增加所致。利润端看，由于海外参股公司法玛科存在破产风险，公司全额计提长期股权投资损失及相关往来款损失，形成全年资产减值损失 3528 万元和信用减值损失 1567 万元，使得归母净利润受到拖累。
- **展望 2023 年：核心逻辑坚实，公司将把握机遇。**2023 年既是婴配粉新国标正式实施的第一年，也是 ARA 海外市场打开的元年，两方面的

需求提升都有望成为公司业绩向上的坚实支撑。供给端看，公司粉剂产能有望于二季度进行生产供货，核心客户切换工作也正在加快，为公司向外输出足量产品提供坚实基础。新产品方面，HMO 中最重要的单体 2'-FL 已完成中试并全面启动法规准入工作， $\alpha$ -熊果苷和依克多因均已准备进入中试，另有多款合成生物学产品研发进度良好，包括 3'-SL、6'-SL、LNnT 和虾青素等。因此，无论短期或是长期，公司核心逻辑坚实，将有望乘风而起。

- **盈利预测与投资评级：逆风逐渐消散，进入布局区间。**我们认为，主要受投资减值事件影响，公司股价从近期高点回撤近 30%，当前已较为充分 price in 近期事件预期。另一方面，公司核心逻辑并未受到实质影响，并有望持续演绎并兑现。考虑到当前婴配粉新国标审批进度偏慢，叠加公司粉剂产能核心客户切换工作仍在进行，我们略下调公司盈利预测，但认为公司仍将有望完成今年的股权激励目标。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 为 1.26/1.72/2.12 元，分别对应 2022-2024 年 30X、22X 和 18XPE，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：新国标注册进度不及预期，帝斯曼降价超预期**

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	351	433	568	753	904
增长率 YoY %	8.5%	23.4%	31.0%	32.7%	20.0%
归属母公司净利润 (百万元)	129	64	151	206	254
增长率 YoY%	-1.5%	-49.9%	134.7%	36.5%	23.1%
毛利率%	50.1%	42.1%	41.2%	42.9%	43.7%
净资产收益率 ROE%	9.3%	4.5%	9.8%	12.0%	13.1%
EPS(摊薄)(元)	1.07	0.54	1.26	1.72	2.12
市盈率 P/E(倍)	57.42	83.93	30.08	22.04	17.90
市净率 P/B(倍)	5.34	3.83	2.95	2.65	2.34

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 04 月 13 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	995	907	865	952	1,153	
货币资金	664	494	297	227	300	
应收票据	27	27	44	58	70	
应收账款	151	189	245	322	386	
预付账款	5	14	9	11	13	
存货	75	81	143	186	220	
其他	73	101	127	148	164	
<b>非流动资产</b>	454	703	877	1,024	1,166	
长期股权投资	20	29	29	29	29	
固定资产	135	433	495	551	601	
无形资产	13	36	35	34	32	
其他	285	205	317	410	504	
<b>资产总计</b>	1,448	1,611	1,742	1,976	2,319	
<b>流动负债</b>	60	180	187	241	354	
短期借款	0	30	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	31	107	137	177	279	
其他	29	43	50	64	75	
<b>非流动负债</b>	7	5	5	5	5	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	7	5	5	5	5	
<b>负债合计</b>	67	186	192	246	360	
少数股东权益	1	6	9	13	19	
归属母公司	1,381	1,419	1,540	1,716	1,940	
<b>负债和股东权益</b>	1,448	1,611	1,742	1,976	2,319	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	351	433	568	753	904	
同比	8.5%	23.4%	31.0%	32.7%	20.0%	
归属母公司净利润	129	64	151	206	254	
同比	-1.5%	-49.9%	134.7%	36.5%	23.1%	
毛利率(%)	50.1%	42.1%	41.2%	42.9%	43.7%	
ROE%	9.3%	4.5%	9.8%	12.0%	13.1%	
EPS(摊薄)(元)	1.07	0.54	1.26	1.72	2.12	
P/E	57.42	83.93	30.08	22.04	17.90	
P/B	5.34	3.83	2.95	2.65	2.34	
EV/EBITDA	53.09	50.04	19.93	15.58	12.05	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	351	433	568	753	904	
营业成本	175	251	334	430	509	
营业税金及附加	5	5	8	11	13	
销售费用	18	25	31	41	45	
管理费用	24	40	40	38	27	
研发费用	31	32	34	45	54	
财务费用	-4	-15	-11	-17	-3	
减值损失合计	5	-35	1	3	4	
投资净收益	10	2	11	15	18	
其他	1	-12	12	6	6	
<b>营业利润</b>	117	51	156	228	286	
营业外收支	35	27	23	16	15	
<b>利润总额</b>	152	78	179	245	301	
所得税	21	17	25	34	42	
<b>净利润</b>	131	62	154	210	259	
少数股东损益	3	-3	3	4	5	
<b>归属母公司净利</b>	129	64	151	206	254	
EBITDA	126	99	213	277	353	
EPS(当年)(元)	1.07	0.54	1.26	1.72	2.12	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	103	176	39	113	268	
净利润	131	62	154	210	259	
折旧摊销	24	28	48	54	59	
财务费用	-1	-7	-11	-17	-3	
投资损失	-10	-2	-11	-15	-18	
营运资金变动	-44	44	-116	-102	-14	
其它	3	52	-25	-17	-16	
<b>投资活动现金流</b>	-250	-339	-186	-170	-168	
资本支出	-173	-249	-198	-185	-186	
长期投资	-89	-75	0	0	0	
其他	12	-14	11	15	18	
<b>筹资活动现金流</b>	-39	-11	-49	-13	-27	
吸收投资	1	0	0	0	0	
借款	30	30	-30	0	0	
支付利息或股息	-40	-40	-19	-13	-27	
<b>现金流净增加额</b>	-188	-166	-197	-70	73	

## 研究团队简介

**马铮**，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，7年证券研究经验，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队。

**娄青丰**，硕士，毕业于中央财经大学，2年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。目前主要覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际等）。

**程丽丽**，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、盐津铺子、甘源食品等）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒）等。

**赵丹晨**，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）等。

**赵雷**，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。目前主要覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛、妙可蓝多、嘉必优等）。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com

华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。