

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

业绩符合预期，反转曙光初现

2023年8月27日

事件：嘉必优公布2023年半年报。23H1，公司实现营业收入1.99亿元，同比+16.13%；归母净利润3485万元，同比-30.34%；扣非归母净利润2279万元，同比-36.50%。其中，23Q2实现营业收入1.11亿元，同比+16.10%，归母净利润2054万元，同比-23.36%；扣非归母净利润1549万元，同比-29.14%。

点评：

- **Q2 收入符合预期，海外订单环比开始恢复。**客户结构方面，Q2 除新国标带来的国内大客户订单增量外，海外客户订单较Q1 出现一定程度的环比增长，带动公司收入端的环比提升。分产品看，23H1，公司DHA 增速达80%；SA 也取得超20%的增长。受海外客户婴配粉注册进度的影响，公司23H1 海外收入占比由去年同期的48%降至31%。
- **Q2 毛利率环比改善，利润环比开始恢复。**受海外高毛利客户取货量环比增加的影响，公司Q2 毛利率达43.2%，环比+4.8pct，同比-0.7pct。费用端看，公司Q2 销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为5.7%/8.9%/9.3%/-3.0%，同比-0.5pct/-0.9pct/+0.4pct/6.9pct，环比-1.5pct/-1.5pct/0.7pct/-4.9pct，Q2 经营利润率达16.3%，环比恢复3.7pct，同比-11.1pct，使得归母净利润环比开始有所恢复。
- **经营表现出色，下半年客户结构有望改善。**分产品看，上半年，公司在国内大客户端销量获得明显提升，飞鹤销量同比增长达80%，伊利销量同比增长达60%。SA 成为欧莱雅旗下羽西鎏金系列产品的添加成分，为公司化妆品业务进一步打开空间。上半年，公司持续投入研发费用，开展HMO 全系列产品的研究与开发，为未来向客户提供HMO 全系列解决方案做好准备。此外，新粉剂产线也已获得国内重要客户的认证，后续有望逐步释放产能。当前新国标注册已接近800个，审批进度已较为充分。前期未获得注册的海外婴配粉厂商陆续获得批文，有望在下半年推动公司客户结构持续改善，业绩有望复苏。
- **盈利预测与投资评级：反转曙光已现，关注投资良机。**今年以来，公司连续遭遇不利事件的影响，包括先前的海外投资失利及23Q1 业绩不及预期。本次Q2 业绩整体符合我们的预期，同时毛利率出现明显的环比改善。展望下半年，我们认为公司有望在海外高毛利客户订单落地和新粉剂产能逐步释放的机遇下迎来转机，业绩有望持续复苏。我们认为公司有望实现今年的业绩指引，预计公司2023-2025年EPS 为0.60/0.82/1.01元，分别对应2023-2025年36X、26X和21XPE，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：客户订单不及预期，产品降价超预期**

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	351	433	501	654	800
增长率 YoY %	8.5%	23.4%	15.6%	30.4%	22.4%
归属母公司净利润 (百万元)	129	64	101	139	170
增长率 YoY%	-1.5%	-49.9%	56.7%	37.5%	22.8%
毛利率%	50.1%	42.1%	40.4%	41.4%	43.0%
净资产收益率 ROE%	9.3%	4.5%	6.6%	8.4%	9.5%
EPS(摊薄)(元)	1.07	0.54	0.60	0.82	1.01
市盈率 P/E(倍)	57.42	83.93	36.23	26.34	21.44
市净率 P/B(倍)	7.49	5.38	2.38	2.22	2.04

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 8 月 25 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	995	907	843	853	959	
货币资金	664	494	332	211	194	
应收票据	27	27	39	51	62	
应收账款	151	189	217	279	341	
预付账款	5	14	8	10	12	
存货	75	81	128	166	198	
其他	73	101	120	137	153	
非流动资产	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	
资产总计	1,448	1,611	1,719	1,877	2,125	
流动负债	60	180	168	214	318	
短期借款	0	30	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	31	107	123	157	250	
其他	29	43	45	57	68	
非流动负债	7	5	5	5	5	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	7	5	5	5	5	
负债合计	67	186	173	220	323	
少数股东权益	1	6	8	11	14	
归属母公司	1,381	1,419	1,538	1,647	1,787	
负债和股东权益	1,448	1,611	1,719	1,877	2,125	

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	501	654	800	
同比	8.5%	23.4%	15.6%	30.4%	22.4%	
归属母公司净利润	129	64	101	139	170	
同比	-1.5%	-49.9%	56.7%	37.5%	22.8%	
毛利率(%)	50.1%	42.1%	40.4%	41.4%	43.0%	
ROE%	9.3%	4.5%	6.6%	8.4%	9.5%	
EPS(摊薄)(元)	1.07	0.54	0.60	0.82	1.01	
P/E	57.42	83.93	36.23	26.34	21.44	
P/B	7.49	5.38	2.38	2.22	2.04	
EV/EBITDA	53.09	50.04	20.02	16.77	13.31	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	351	433	501	654	800	
营业成本	175	251	299	383	457	
营业税金及附加	5	5	7	9	11	
销售费用	18	25	30	39	48	
管理费用	24	40	45	52	56	
研发费用	31	32	45	59	72	
财务费用	-4	-15	1	-10	2	
减值损失合计	5	-35	1	3	4	
投资净收益	10	2	10	13	16	
其他	1	-12	11	11	13	
营业利润	117	51	96	148	187	
营业外收支	35	27	23	16	15	
利润总额	152	78	120	165	202	
所得税	21	17	17	23	28	
净利润	131	62	103	142	174	
少数股东损益	3	-3	2	3	3	
归属母公司净利	129	64	101	139	170	
EBITDA	126	99	166	205	260	
EPS(当年)(元)	1.07	0.54	0.60	0.82	1.01	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	103	176	37	71	184	
净利润	131	62	103	142	174	
折旧摊销	24	28	48	54	59	
财务费用	-1	-7	1	-10	2	
投资损失	-10	-2	-10	-13	-16	
营运资金变动	-44	44	-79	-83	-19	
其它	3	52	-25	-17	-16	
投资活动现金流	-250	-339	-188	-172	-170	
资本支出	-173	-249	-198	-185	-186	
长期投资	-89	-75	0	0	0	
其他	12	-14	10	13	16	
筹资活动现金流	-39	-11	-12	-20	-32	
吸收投资	1	0	48	0	0	
借款	30	30	-30	0	0	
支付利息或股息	-40	-40	-31	-20	-32	
现金流净增加额	-188	-166	-163	-120	-18	

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，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

唐有力，华中科技大学工学学士，15年的快消品行业经验，10年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

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。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（深度研究安琪酵母，熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际）。

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。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

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、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒、金种子酒）。

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）。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料（深度研究农夫山泉）行业。

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。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。