

2019年7月8日

科创板医药生物系列之二十三：嘉必优
医药生物
主要财务指标（单位：百万元）

	2016	2017	2018
营业收入	190	229	286
(+/-)		20.4%	25.2%
营业利润	33	51	81
(+/-)		52.9%	58.9%
归属母公司净利润	47	66	97
(+/-)		40.1%	47.4%
EPS（元）	0.52	0.73	1.08

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

● 科创板已受理企业名单中，医药生物占据 31 席。截止 7 月 7 日，科创板已受理企业达 142 家，其中医药生物公司占 31 席，分别为：微芯生物、南微医学、心脉医疗等。本系列我们接着介绍科创板中的医药生物企业——嘉必优。嘉必优的主营业务为多不饱和脂肪酸 ARA 等产品的研发、生产与销售。

● 公司主营多不饱和脂肪酸 ARA 等系列产品。公司成立于 2004 年，主营多不饱和脂肪酸 ARA 等多个系列产品的研发、生产与销售，产品广泛应用于婴幼儿配方食品、膳食营养补充剂和健康食品、特殊医学用途配方食品等领域。公司以生物技术为立足之本，通过可持续的微生物合成制造方式，为全球营养与健康领域的客户提供高品质的营养素产品与创新的解决方案。主要产品包括 ARA、DHA、SA、天然 β -胡萝卜素等。

● ARA 和 DHA 的市场需求不断扩大。营养素是健康食品产业创新发展的基础。随着生物技术的不断成熟进步，越来越多通过生物技术生产的营养素正不断应用在营养与健康领域，生物合成法已逐渐成为食品营养强化剂行业的主流生产方式。2018 年，全球 ARA 和藻油 DHA 市场容量为 4.47 亿美元，到 2026 年，全球 ARA 和藻油 DHA 的市场容量将达到 12.26 亿美元。2018 年至 2026 年，中国市场对于 ARA 和藻油 DHA 的需求将保持 16.47% 年复合增长率，高于全球市场 13.45% 的增长速度。中国市场容量从 2018 年的 0.63 亿美元增长至 2026 年的 2.15 亿美元。

● 公司营收和利润稳定增长，盈利能力尚可。2016-2018 年间，公司收入和利润稳定增长，公司 2018 年实现营业收入 28611 万元、归母净利润 9699 万元、扣非净利润 6652 万元。公司销售毛利率基本稳定在 48% 左右，公司销售净利率和 ROE 逐年上升，2018 年分别达到 34.19% 和 18.42%。总体来看，公司盈利能力尚可。

● 风险提示：技术风险；食品安全风险；市场竞争风险。

分析师：杜永宏

执业证书编号：S1050517060001

电话：021-54967706

 邮箱：duyh@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(8621) 64339000

 网址：<http://www.cfsc.com.cn>

目录

1. 公司概况.....	3
2. 公司所处行业分析.....	3
3. 公司主营业务分析.....	5
4. 公司财务状况分析.....	7
6. 公司募投项目情况.....	9
7. 风险提示.....	10

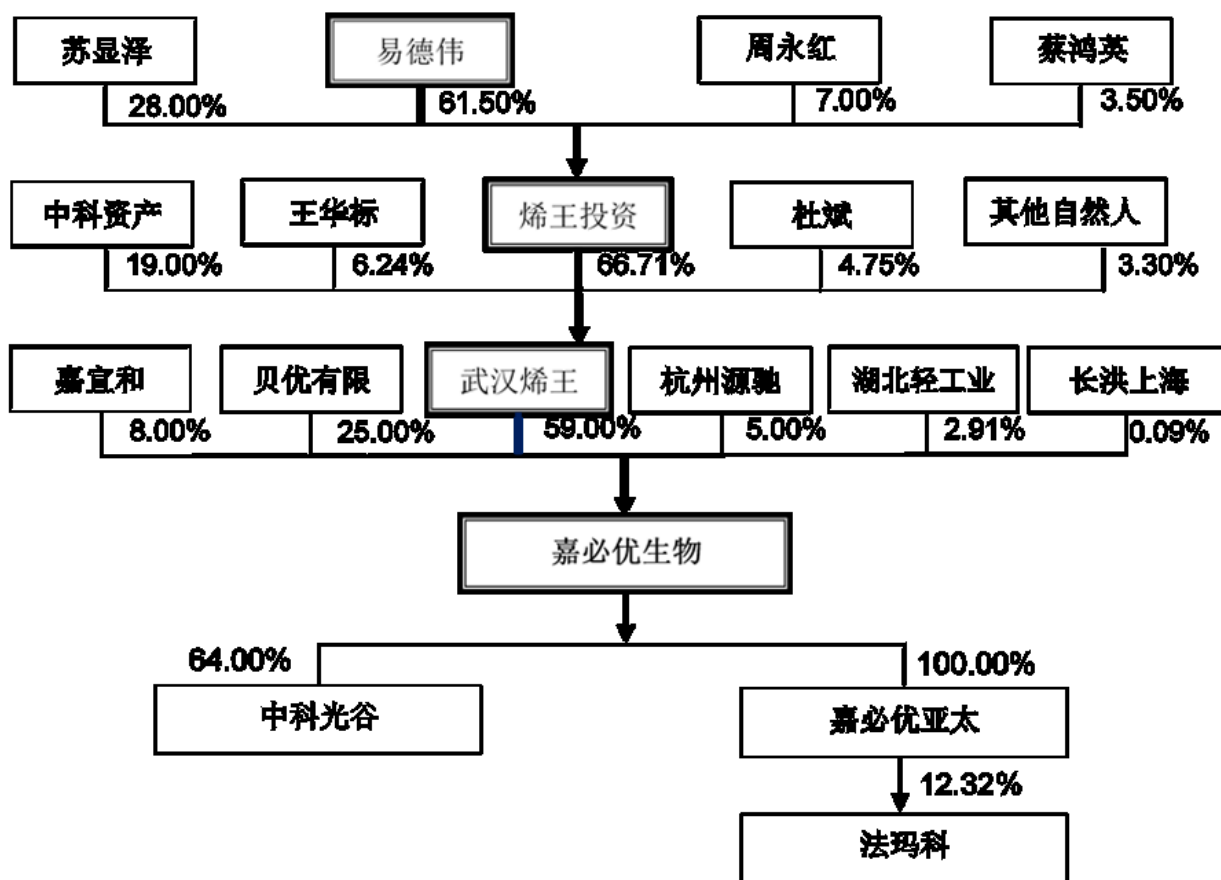
图表目录

图表 1：公司股权结构.....	3
图表 2：2018-2026 年全球 ARA 和藻油 DHA 市场容量.....	4
图表 3：2018-2026 年 ARA 和藻油 DHA 行业应用领域分布.....	4
图表 4：2018-2026 年 ARA 和藻油 DHA 中国市场容量增长情况.....	5
图表 5：公司主要产品.....	6
图表 6：公司主营业务构成.....	6
图表 7：行业上下游产业链.....	7
图表 8：2016-2018 年公司营收、归母净利润和扣非净利润（单位：万元）.....	7
图表 9：2016-2018 年公司盈利能力分析.....	8
图表 10：2016-2018 年公司研发投入情况.....	8
图表 11：2016-2018 年公司资产负债状况.....	9
图表 12：可比公司估值分析.....	9
图表 13：公司募集资金用途.....	10

1. 公司概况

嘉必优成立于 2004 年，主营多不饱和脂肪酸 ARA 等多个系列产品的研发、生产与销售，产品广泛应用于婴幼儿配方食品、膳食营养补充剂和健康食品、特殊医学用途配方食品等领域。易德伟通过烯王投资以及武汉烯王间接控制嘉必优 50.00%以上的股权，为公司的实际控制人。

图表 1：公司股权结构



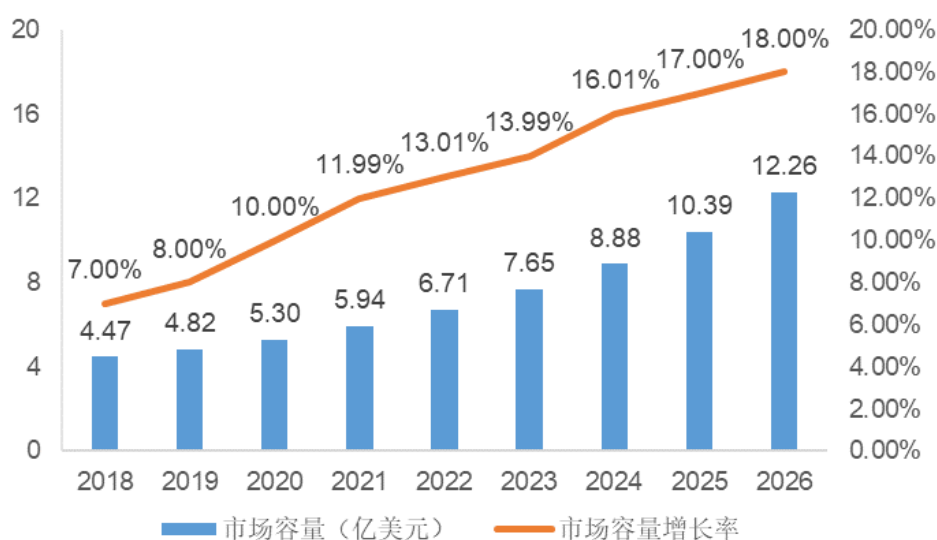
资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

2. 公司所处行业分析

营养素是健康食品产业创新发展的基础。目前，营养素的作用已被多国政府及营养组织认可并推荐。随着生物技术的不断成熟进步，越来越多通过生物技术生产的营养素正不断应用在营养与健康领域，其纯天然、高效率、低污染、安全性高、节约资源等特点，使得生物技术在营养素的领域逐步替代化学合成的方式。随着基因工程、微生物工程、细胞工程、酶工程等基础学科技术的不断进步，生物合成法已逐渐取代传统化学合成工艺，成为食品营养强化剂行业的主流生产方式。

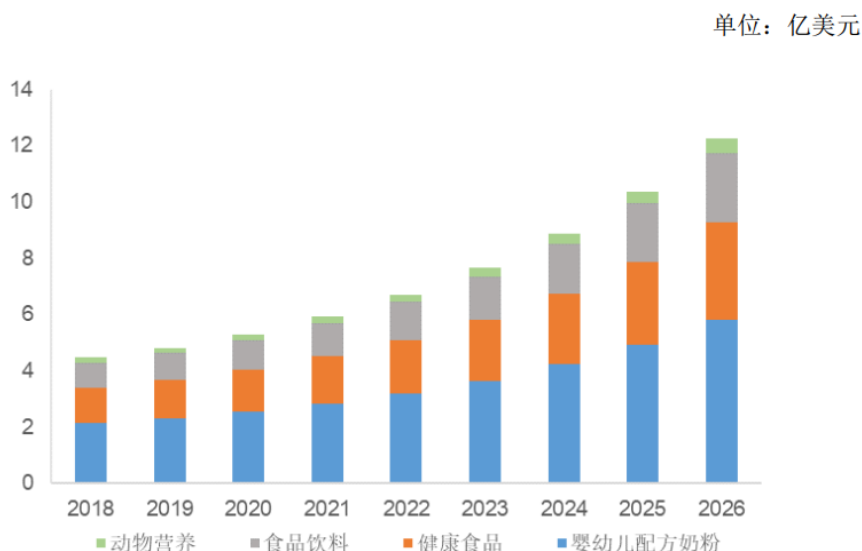
2018 年，全球 ARA 和藻油 DHA 市场容量为 4.47 亿美元，到 2026 年，全球 ARA 和藻油 DHA 的市场容量将达到 12.26 亿美元，2018 年至 2026 年，行业内市场容量将保持 13.45% 的复合增长率，保持快速增长。ARA 和藻油 DHA 主要应用于婴幼儿配方奶粉、健康食品、动物营养、食品饮料四大领域。2015 年至 2026 年，各应用领域对于 ARA 和藻油 DHA 的需求均呈逐年上涨趋势，为 ARA 和藻油 DHA 的行业增长提供了广阔空间。预计到 2026 年，婴幼儿配方奶粉对 ARA 和藻油 DHA 的需求将占到全行业的 47.43%，市场容量为 5.81 亿美元。

图表 2：2018-2026 年全球 ARA 和藻油 DHA 市场容量



资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

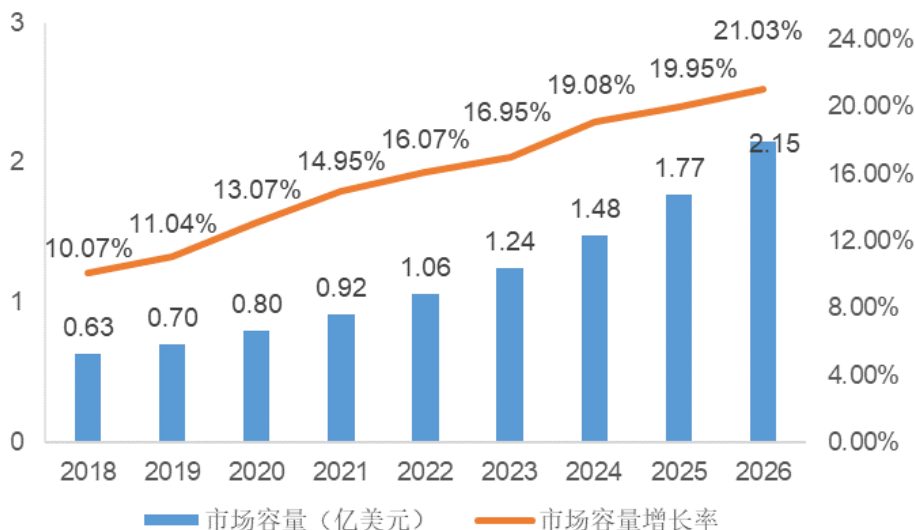
图表 3：2018-2026 年 ARA 和藻油 DHA 行业应用领域分布



资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

亚太市场的 ARA 及藻油 DHA 需求量保持较快增长，中国市场同样保持高速增长。根据 Coherent Market Insights 的数据预计，2018 年至 2026 年，中国市场对于 ARA 和藻油 DHA 的需求将保持 16.47% 年复合增长率，高于全球市场 13.45% 的增长速度。中国市场容量从 2018 年的 0.63 亿美元增长至 2026 年的 2.15 亿美元。

图表 4：2018-2026 年 ARA 和藻油 DHA 中国市场容量增长情况



资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

3. 公司主营业务分析

公司是国内最早从事以微生物合成法生产多不饱和脂肪酸及脂溶性营养素的高新技术企业之一，也是全球 ARA 产品主要的供应商之一。近年来，公司研制的产品从 ARA 增加到 DHA、SA、天然 β -胡萝卜素等，产品结构不断丰富。

公司以生物技术为立足之本，集成工业菌种定向优化技术、发酵精细调控技术、高效分离纯化制备技术，通过可持续的微生物合成制造方式，为全球营养与健康领域的客户提供高品质的营养素产品与创新的解决方案。

在市场领域方面，公司积极实施全球化战略，不断开拓国际市场，目前以国内市场为主，国际市场总体保持增长态势。产品销售区域覆盖中国、美国、欧洲、澳大利亚、新西兰、韩国、东南亚等 30 多个国家及地区，与嘉吉、达能、贝因美、伊利、飞鹤、君乐宝、圣元、雅士利、汤臣倍健、健合集团、安琪酵母等国内外知名企业建立了长期的合作关系。

图表 5：公司主要产品

产品名称	产品形态	产品主要功能	主要应用领域
ARA	油剂、粉剂	对婴幼儿大脑和神经系统的发育具有重要作用	婴幼儿配方食品
DHA	油剂、粉剂	可促进婴幼儿大脑和视网膜发育,对维持脑的功能、延缓脑的衰老、预防老年痴呆症和神经性疾病具有重要作用	健康食品、婴幼儿配方食品及膳食营养补充剂
SA	晶体	对认知能力发育具有重要作用,同时具有抗病毒、抗感染、调节免疫和皮肤护理的功效	婴幼儿配方食品、健康食品、生物制药、化妆品
β-胡萝卜素	晶体、干菌体	抗氧化、调节免疫系统、预防心血管疾病、预防眼疾和白内障,亦可用作天然着色剂	食品营养强化剂和天然着色剂

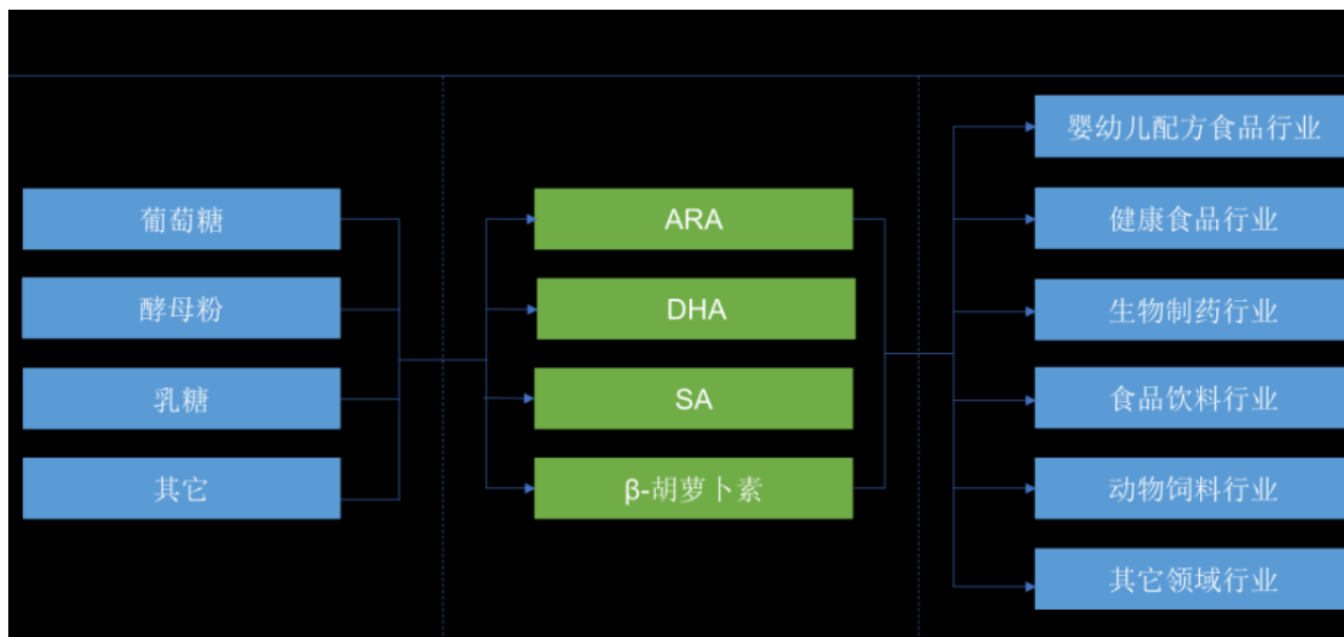
资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

图表 6：公司主营业务构成

项目	2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比
ARA 油剂	4,028.40	14.14%	3,006.78	13.19%	1,691.56	8.91%
ARA 粉剂	18,749.94	65.80%	16,766.19	73.57%	15,813.94	83.33%
DHA 油剂	692.11	2.43%	345.33	1.52%	81.76	0.43%
DHA 粉剂	4,046.68	14.20%	2,453.07	10.76%	1,335.02	7.04%
SA	752.30	2.64%	33.46	0.15%	29.43	0.16%
β-胡萝卜素	206.34	0.72%	154.24	0.68%	10.30	0.05%
其他产品	18.92	0.07%	31.89	0.14%	14.75	0.08%
合计	28,494.69	100.00%	22,790.96	100.00%	18,976.76	100.00%

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

图表 7：行业上下游产业链

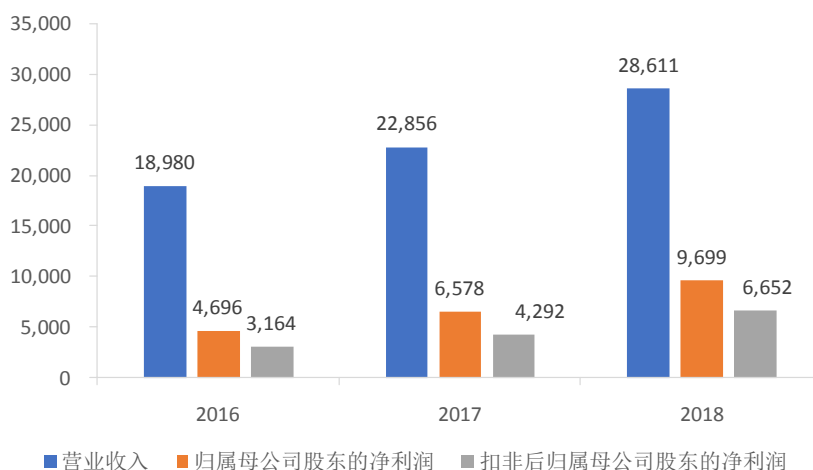


资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

4. 公司财务状况分析

2016-2018 年间，公司收入和利润稳定增长。公司 2018 年实现营业收入 28611 万元、归母净利润 9699 万元、扣非净利润 6652 万元。

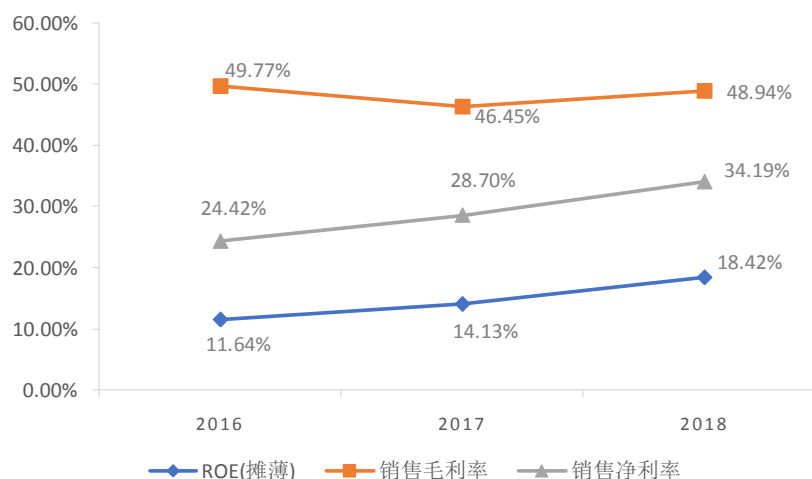
图表 8：2016-2018 年公司营收、归母净利润和扣非净利润（单位：万元）



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

2016-2018 年间，公司销售毛利率基本稳定在 48% 左右。公司销售净利率和 ROE 逐年上升，2018 年分别达到 34.19% 和 18.42%。总体来看，公司盈利能力尚可。

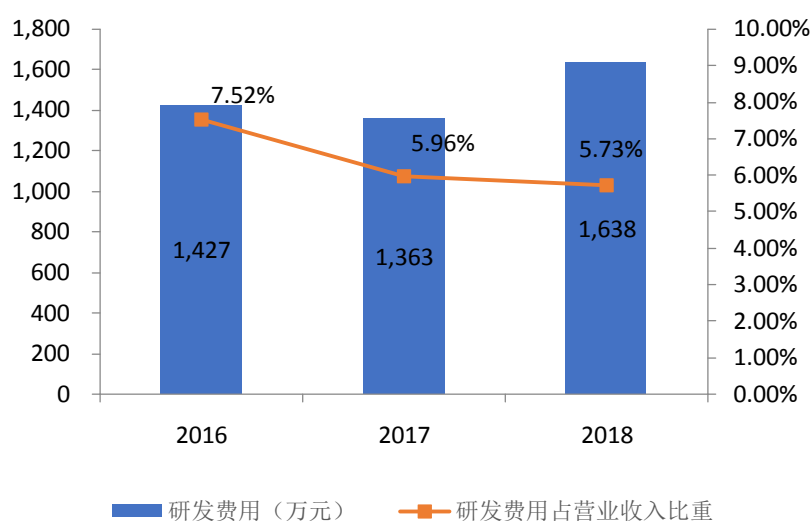
图表 9：2016-2018 年公司盈利能力分析



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

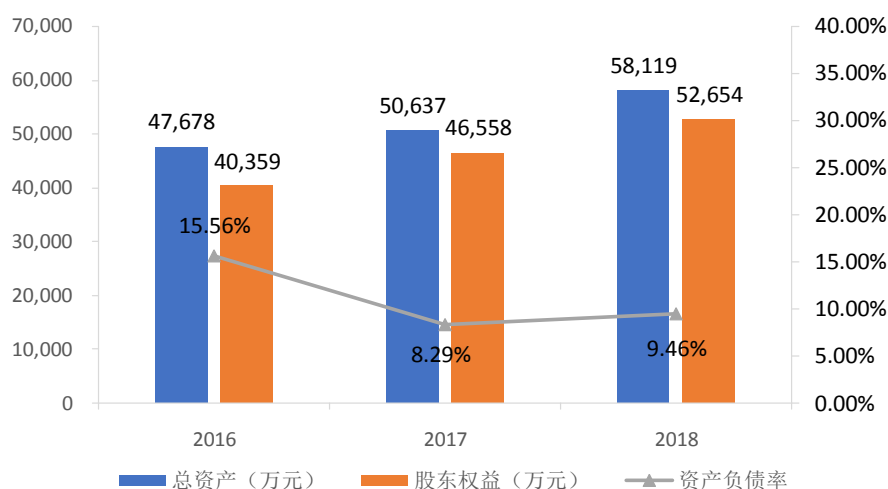
2016-2018 年间，公司的研发支出较为稳定，2018 年为 1638 万元，占营业收入比重为 5.73%。近三年公司总资产持续增长，2018 年达到 5.81 亿元，股东权益增长至 5.27 亿元，资产负债率为 9.46%。

图表 10：2016-2018 年公司研发投入情况



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

图表 11：2016-2018 年公司资产负债状况



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

5. 可比公司估值分析

目前，国内尚无主营产品类别和业务结构完全与公司相同的上市公司。因而我们选取金达威和汤臣倍健作为可比公司。从估值角度来看，可比公司的平均估值水平在 22 倍左右。

图表 12：可比公司估值分析

	公司简称	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	TTM	EPS		PE		
					2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
002626	金达威	13.81	85	0.78	1.13		17.7	12.2	
300146	汤臣倍健	19.39	285	0.77	0.88	1.11	25.3	21.9	17.5
	平均值						21.5	17.1	

资料来源：Wind、华鑫证券研发部（数据日期为 2019 年 7 月 7 日）

6. 公司募投项目情况

公司本次拟向社会公众首次公开发行股票数量不超过 3000 万股，不低于本次发行完成后股份总数的 25%。募集资金扣除发行费用后拟投资于以下项目。

图表 13：公司募集资金用途

项目名称	投资金额 (万元)	拟投入募 集资金金 额(万元)	核准/备案情况	环评批复	实施主体
微生物油脂扩 建二期工程项 目	19,750.00	19,750.00	2018-420796-1 4-03-080797	鄂葛审[2019]10 号	嘉必优生 物
多不饱和脂肪 酸油脂微胶囊 生产线扩建项 目	19,868.70	19,868.70	2018-420796-1 4-03-080800	鄂葛审[2019]11 号	嘉必优生 物
研发中心建设 项目	14,845.20	14,845.20	2018-420796-1 4-03-080780	鄂葛审[2019]12 号	嘉必优生 物
合计	54,463.90	54,463.90	-	-	-

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

7. 风险提示

- 1) 技术风险；
- 2) 食品安全风险；
- 2) 市场竞争风险。

分析师简介

杜永宏：华鑫证券医药行业分析师，2017年6月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

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，华鑫证券研究发展部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。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>