



2019年12月3日

## 科创板询价报告之嘉必优 (688089)

医药生物

建议询价区间: [27.25, 35.43]元/股

主要财务指标 (单位: 百万元)

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	286	334	399	470
(+/-)	25.2%	16.7%	19.5%	17.9%
营业利润	81	107	133	158
(+/-)	58.9%	31.6%	24.5%	19.2%
归属母公司净利润	97	119	144	169
(+/-)	47.4%	22.7%	21.0%	17.2%
EPS (元)	1.08	0.99	1.20	1.41

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

● **多不饱和脂肪酸研发生产企业。**公司成立于2004年, 主营业务为多不饱和脂肪酸ARA、藻油DHA及SA、天然β-胡萝卜素等产品的研发、生产与销售。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, 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, 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解决方案。(注: 公司详细内容请参见我们于2019年7月8日发布的报告《科创板医药生物系列之二十三: 嘉必优》)。

● **公司主要财务指标及盈利预测。**公司2018年实现营业收入2.86亿元, 同比增长25.18%; 实现归母净利润0.97亿元, 同比增长47.44%; 2018年公司毛利率为48.94%, 净利率为34.19%, ROE为18.42%, 资产负债率为9.46%, 总体经营状况良好。2019H1实现营业收入1.47亿元、归母净利润0.63亿元。公司2019H1销售毛利率和销售净利润分别为52.56%和43.13%, ROE为11.62%, 资产负债率为7.46%。我们预测公司2019-2021年实现营业收入分别为3.34亿元、3.99亿元和4.70亿元; 实现归母净利润分别为1.19亿元、1.44亿元和1.69亿元。

● **公司估值及询价分析。**本篇报告重点讨论采用不同的方法体系对公司进行估值分析, 并给出相应的合理询价区间。我们分别采用相对估值PE法和绝对估值DCF法对公司估值进行了分析测算, 并根据公司具体情况, 分别给予两种估值方法不同的权重。综合分析来看, 我们采用采用PE法预测公司估值为35.7亿元, 采用DCF法预测公司估值为38.9亿元。我们分别给予PE估值法40%权重、DCF估值法60%权重, 最终得出公司预测估值约为37.6亿元。我们假设公司本次发行新股数量为3000万股, 公司发行后总股本为12000万股, 根据公司预测市值, 得出公司对应股价为31.34元/股, 建议询价区间为[27.25, 35.43]元/股。(注: 本报告仅供参考, 不作为具体投资建议)

● **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

联系人: 陈成

电话: 021-54967650

邮箱: chencheng@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

一、相对估值 PE 法分析 .....	3
二、绝对估值 DCF 法分析 .....	4
三、估值及询价分析 .....	4
四、风险提示 .....	5

## 图表目录

图表 1：可比公司估值水平 .....	3
图表 2：PE 估值分析 .....	3
图表 3：DCF 估值参数 .....	4
图表 4：公司估值测算与询价分析 .....	4

## 一、相对估值 PE 法分析

公司主营多不饱和脂肪酸的研发生产，A 股上市公司中暂无主营业务相似的可比公司。考虑到公司所处的营养素行业及产品性质等多方面因素，我们选取金达威和量子生物作为可比公司。金达威（002626）从事营养强化剂的原料生产业务，主要产品为维生素 A、辅酶 Q10 等，量子生物（300149）从事益生元系列产品的研发生产，主要产品为低聚糖等相关产品，当前可比公司的 PE 在 35 倍左右。

图表 1：可比公司估值水平

代码	公司简称	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS TTM	PE TTM
002626	金达威	17.84	110	0.92	19.5
300149	量子生物	13.11	66	0.26	50.4
平均值					35.0

资料来源：Wind、华鑫证券研发部（注：数据日期为 2019 年 12 月 2 日）

关于嘉必优未来三年的发展情况，我们做出以下假设条件：1) 公司 ARA 等多不饱和脂肪酸产品销售情况良好；2) 公司在微生物合成制造领域不断深耕，不断丰富自身产品结构；3) 公司与下游企业维持良好的合作关系，并且不断开拓国际市场；4) 期间费用控制良好。基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年实现归属母公司所有者净利润分别为 1.19 亿元、1.44 亿元和 1.69 亿元。

综合考虑公司的收入利润规模，业绩成长性、发展潜力以及不同市场的估值差异等因素，由于公司产品为多不饱和脂肪酸且种类较少，我们按 2019 年 30 倍 PE 估值进行测算，得出公司对应的当前估值约为 35.7 亿元。

图表 2：PE 估值分析

	悲观预期			中观预期			乐观预期		
PE	15	20	24	27	30	35	40	45	50
市值（亿元）	17.8	23.8	28.6	32.1	35.7	41.6	47.6	53.5	59.5

资料来源：华鑫证券研发部

## 二、绝对估值 DCF 法分析

公司属于营养素研发生产的高新技术企业，收入和利润已形成一定的规模，我们对公司的产品线和研发管线进行了梳理，对公司的市场空间和未来收入利润进行了测算，预测了公司未来 10 年及更长一段时间的现金流情况。在 DCF 模型中，核心假设条件如下：假设公司 Beta 系数为 1.13，无风险利率为 3.30%，WACC 值为 8.86%，永续增长率为 2%。最后，我们采用 DCF 法预测公司估值约为 38.9 亿元。

图表 3：DCF 估值参数

假设	数值
无风险利率	3.30%
Beta（考虑杠杆）	1.13
WACC	8.86%
股权比例	96.97%
永续增长率	2%
市值（亿元）	<b>38.9</b>

资料来源：华鑫证券研发部

## 三、估值及询价分析

综合分析来看，我们采用 PE 法预测公司估值为 35.7 亿元，采用 DCF 法预测公司估值为 38.9 亿元。我们以 DCF 估值法为主、PE 估值法为辅，对公司进行估值测算，分别给予 PE 估值法 40%权重、DCF 估值法 60%权重，最终得出公司当前估值约为 37.6 亿元。

我们假设公司本次发行新股数量为 3000 万股，公司发行后总股本为 12000 万股；根据公司预测市值 37.6 亿元，得出公司对应股价为 31.34 元/股，建议询价区间为 [27.25, 35.43] 元/股。（注：本报告仅供参考，不作为具体投资建议）

图表 4：公司估值测算与询价分析

PE 估值法估值(亿元)	35.7	40%
DCF 估值法估值(亿元)	38.9	60%
市值(亿元)	37.6	
发行后总股本(万股)	12000	
每股股价(元/股)	31.34	
询价区间(元/股)	27.25	35.43

资料来源：华鑫证券研发部



## 四、风险提示

风险主要包括：技术风险；食品安全风险；市场竞争风险等。



表附录：公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>286</b>	<b>334</b>	<b>399</b>	<b>470</b>
货币资金	122	707	787	885	营业成本	146	166	199	235
应收款	163	185	216	248	营业税金及附加	6	6	6	6
存货	68	97	110	124	销售费用	15	16	19	22
其他流动资产	16	18	19	21	管理费用	16	18	21	25
流动资产合计	369	990	1,113	1,257	财务费用	-1	-4	-7	-8
<b>非流动资产:</b>					费用合计	30	30	32	38
可供出售金融资产	0	0	0	0	资产减值损失	10	10	11	11
固定资产+在建工程	167	166	165	164	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	24	27	30	32	投资收益	0	0	0	0
其他非流动资产	7	8	9	10	<b>营业利润</b>	<b>81</b>	<b>107</b>	<b>133</b>	<b>158</b>
非流动资产合计	212	215	218	222	加: 营业外收入	38	40	44	49
资产总计	581	1,205	1,332	1,479	减: 营业外支出	6	6	6	7
<b>流动负债:</b>					<b>利润总额</b>	<b>114</b>	<b>141</b>	<b>171</b>	<b>200</b>
短期借款	0	0	0	0	所得税费用	16	21	26	30
应付账款、票据	18	28	31	35	<b>净利润</b>	<b>98</b>	<b>120</b>	<b>145</b>	<b>170</b>
其他流动负债	32	35	39	43	少数股东损益	1	1	1	1
流动负债合计	50	63	70	78	<b>归母净利润</b>	<b>97</b>	<b>119</b>	<b>144</b>	<b>169</b>
<b>非流动负债:</b>									
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	5	5	6	6					
非流动负债合计	5	5	6	6					
负债合计	55	68	76	84					
<b>所有者权益</b>									
股本	90	120	120	120					
资本公积金	252	750	750	750					
未分配利润	162	250	357	481					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	526	1,154	1,275	1,416					
负债和所有者权益	581	1,223	1,351	1,500					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>主要财务指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
净利润	98	120	145	170	<b>成长性</b>				
折旧与摊销	28	40	44	48	营业收入增长率	25.2%	16.7%	19.5%	17.9%
财务费用	-1	-4	-7	-8	营业利润增长率	58.9%	31.6%	24.5%	19.2%
存货的减少	15	-29	-13	-13	归母净利润增长率	47.4%	22.7%	21.0%	17.2%
营运资本变化	-43	-12	-27	-28	总资产增长率	14.8%	107.3%	10.5%	11.0%
其他非现金部分	9	0	0	1	<b>盈利能力</b>				
经营活动现金净流量	106	115	142	168	毛利率	48.9%	50.2%	50.2%	50.1%
投资活动现金净流量	-26	-42	-46	-50	营业利润率	28.3%	31.9%	33.3%	33.6%
筹资活动现金净流量	-36	512	-16	-20	三项费用/营收	10.6%	9.0%	8.1%	8.1%
现金流量净额	46	585	80	98	EBIT/销售收入	27.8%	42.3%	42.8%	42.5%
					净利润率	34.2%	35.9%	36.4%	36.1%
					ROE	18.6%	10.4%	11.4%	12.0%
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	49.2%	27.7%	29.9%	31.8%
					<b>资产结构</b>				
					资产负债率	9.5%	5.7%	5.7%	5.7%
					<b>现金流质量</b>				
					经营净现金流/净利润	1.09	0.96	0.98	0.99
					<b>每股数据(元/股)</b>				
					每股收益	1.08	0.99	1.20	1.41
					每股净资产	5.85	9.62	10.63	11.80

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



## 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>