

嘉必优 (688089.SH)
隐形冠军，中国 ARA 市场拓荒者

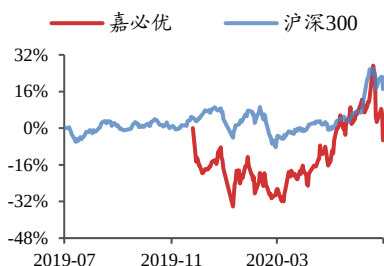
2020 年 07 月 26 日

——公司首次覆盖报告
投资评级：买入（首次）
张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

日期	2020/7/26
当前股价(元)	43.32
一年最高最低(元)	58.70/28.91
总市值(亿元)	51.98
流通市值(亿元)	11.59
总股本(亿股)	1.20
流通股本(亿股)	0.27
近 3 个月换手率(%)	555.28

股价走势图


数据来源：贝格数据

● 技术与市场共同驱动的中国 ARA 产业领导者

预计 2020-2022 年公司归母净利为 1.55 亿、1.89 亿、2.32 亿，EPS 分别 1.29、1.57、1.93 元，当前股价对应 PE 分别为 34、28、22 倍。公司是国内 ARA 行业第一大龙头、全球第二大龙头，行业壁垒高、格局持续向好，下游高端奶粉需求继续向好、新国标落地、全球化开拓将加快公司发展，首次覆盖给予“买入”投资评级。

● 壁垒深厚，行业格局向好

中国是全球 ARA、藻油 DHA 成长最快的市场，预计 2018 年到 2026 年中国市场 ARA 和藻油 DHA 将保持 17%复合增长率，高于全球市场 14%的增长速度。ARA 与藻油 DHA 生物发酵技术生产效率高，技术、知识产权保护壁垒高，下游行业附加值高，ARA 与 DHA 占下游客户成本很低，却能大幅提升客户产品价值，且下游需求刚性，所以公司的议价能力强。从格局上看，下游客户对产品品质和服务要求更高，价格反而在其次，中小企业很难开拓市场，格局继续向龙头倾斜。

● 奶粉新国标落地、国际化、拓宽应用领域打开发展空间

预计 2018-2023 年间高端以上奶粉复合增长率将达到 16.9%、16.3%，越高端的奶粉添加 DHA、ARA 越高，高端奶粉持续带动 DHA、ARA 需求。根据奶粉配方新国标要求和样本统计，大部分的奶粉低于新国标 ARA、DHA 添加量下限，我们预计新国标落地将带来 DHA、ARA 87%、77%的增长，预计 2021 年-2022 年新国标落地的可能性较大。国际市场方面公司暂时与帝斯曼达成和解协议，在 2023 年帝斯曼专利到期前暂时不进入国际市场，但公司每年获得对方金额补偿，待对方专利到期后公司有望开拓国际市场获取高于国内市场的利润空间。

● 盈利能力有望提升，提升产能加快发展步伐

盈利能力提升主要来自：高端奶粉的需求继续增长带动行业价值链提升，国际市场的价格和空间高于国内市场，行业格局继续向龙头倾斜、强化龙头定价权。上市后市公司 ARA、DHA 总产能扩大一倍，加快发展步伐，为国际化拓展做好准备。

● 风险提示：帝斯曼不履约风险，安全生产风险。
财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	286	312	338	381	458
YOY(%)	25.2	8.9	8.4	12.9	20.1
归母净利润(百万元)	97	118	155	189	232
YOY(%)	47.4	21.8	31.4	21.6	22.9
毛利率(%)	48.9	53.0	56.6	61.1	64.0
净利率(%)	33.9	37.9	46.0	49.5	50.7
ROE(%)	18.6	9.6	11.7	12.7	13.7
EPS(摊薄/元)	0.81	0.98	1.29	1.57	1.93
P/E(倍)	53.6	44.0	33.5	27.5	22.4
P/B(倍)	9.9	4.2	3.9	3.4	3.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 ARA 产业开拓者和领导者	4
1.1、 技术与市场共同驱动的 ARA 产业领导者	4
1.2、 ARA 是核心主力，DHA 实现高速发展	5
1.3、 核心团队稳定，员工持股绑定核心人才	7
2、 壁垒深厚，行业竞争格局向好	9
2.1、 ARA、藻油 DHA 行业小但增速快	9
2.2、 行业壁垒高，议价能力强	10
2.2.1、 下游客户产品附加值高，且需求刚性	10
2.2.2、 行业技术壁垒高，议价能力强	12
2.3、 格局持续向好，龙头强者恒强	13
3、 奶粉新国标落地、国际化、拓宽应用领域打开发展空间	14
3.1、 中高端奶粉带动 ARA 与 DHA 需求	14
3.1.1、 公司显著受益下游婴幼儿高端化升级趋势	14
3.1.2、 DHA、ARA 添加量有望提升，标准落地有望增厚业绩	15
3.2、 迈向国际化，全球市场拓展打开发展天花板	16
3.3、 拓宽应用领域强化下游应用	17
4、 盈利能力提高可期，积极提升产能加快发展步伐	18
4.1、 格局向好、规模效应、国际化提升盈利能力	18
4.2、 DHA、ARA 大幅提升产能，加快发展步伐	18
5、 盈利预测与投资建议	19
5.1、 核心关键假设	19
5.2、 投资建议	20
6、 风险提示	21
附：财务预测摘要	22

图表目录

图 1： 嘉必优发展历时 20 载，成为国内领先的 ARA 及 DHA 生物技术企业	4
图 2： 2019 年公司营收增 9%	5
图 3： 2019 年公司归母净利润增 22%	5
图 4： ARA、DHA 是公司核心支柱业务	6
图 5： DHA 收入占比快速提升	6
图 6： ARA 毛利率稳定，DHA、SA 毛利率提升	6
图 7： ARA、DHA 价格相对较高	6
图 8： ARA 单位成本平稳，DHA 成本下降至稳定水平	7
图 9： 经营净现金流持续增长，ROE 稳中有升	7
图 10： 期间费用率保持下降趋势，规模效应明显	7
图 11： 武汉烯王公司为第一大股东，董事长易德伟为实际控制人	9
图 12： 预计全球 ARA 市场保持 6% 左右增长	10
图 13： 预计全球 DHA 市场保持双位数快速增长	10
图 14： 预计全球 ARA+藻油 DHA 市场保持快速增长	10
图 15： 预计中国 ARA+藻油 DHA 市场保持快速增长	10

图 16: 下游客户毛利率高、附加值高	11
图 17: DHA 与 ARA 是大脑神经发育的必需营养成分	12
图 18: DHA 对婴幼儿心脏、大脑、视网膜发育作用大	12
图 19: DHA 促进婴幼儿大脑神经发育	12
图 20: 飞鹤奶粉成本 DHA、ARA 添加量较少	13
图 21: 超高端及高端婴幼儿奶粉未来 3 年有望保持双位数增长	14
图 22: 高端及超高端婴幼儿奶粉占比有望持续提升	15
图 23: DHA 与 ARA 添加量与奶粉价格正相关	15
图 24: 飞鹤、蒙牛、伊利奶粉业务快速增长	15
图 25: 77%的奶粉 DHA 添加量低于新国标下限标准	16
图 26: 55%的奶粉 ARA 添加量低于新国标下限标准	16
图 27: ARA、DHA 主要应用在四大应用领域	18
图 28: 北美、亚太是 DHA、ARA 应用的主要市场	18
图 29: 公司 ROE、净利率稳步提升, 期间费用率持续下降	18
图 30: 2018-2019 年 ARA 已经满产, 2019 年 DHA 产能利用率 98%、接近满产	19
表 1: 公司管理层及核心技术团队稳定, 员工持股绑定核心人才实现共同发展成功共享	8
表 2: 藻油 DHA 具有含量高、品质稳定等优点	13
表 3: 新国标 ARA、DHA 添加量大幅提升	16
表 4: 帝斯曼对嘉必优 2020-2023 年补偿金额	17
表 5: 根据嘉必优与帝斯曼的和解协议, 嘉必优目前允许的销售范围只局限在部门国际地区	17
表 6: ARA 产能于 2019 年扩产 130 吨, DHA 产能多年未提升	19
表 7: IPO 募投资金大幅提升 ARA、DHA 产能	19
表 8: ARA、DHA 等收入预测	20
表 9: PE 估值法	20
表 10: FCFF 估值假设	21
表 11: FCFF 公司自由现金流模型敏感性分析	21

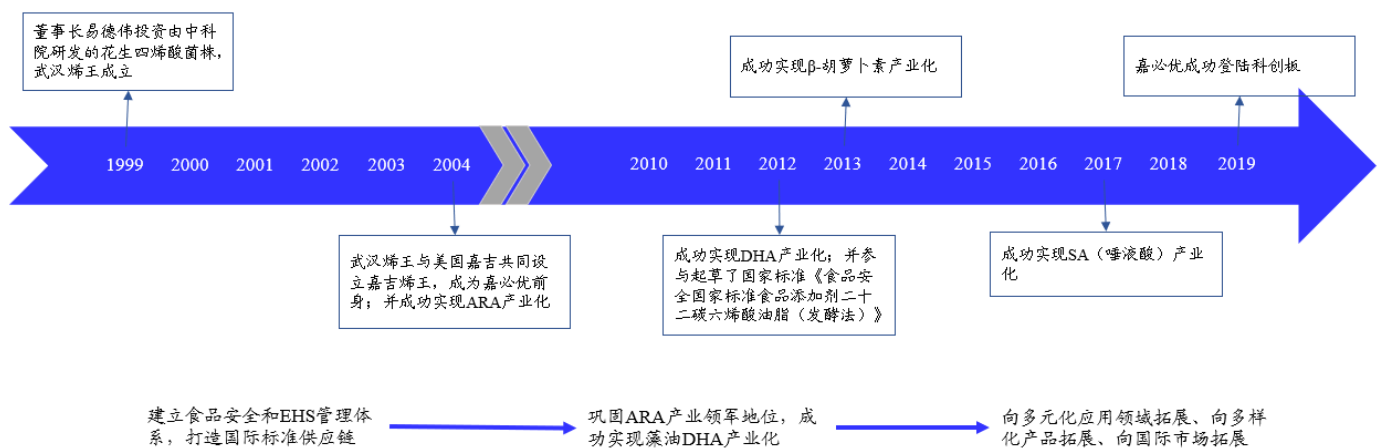
1、ARA 产业开拓者和领导者

1.1、技术与市场共同驱动的 ARA 产业领导者

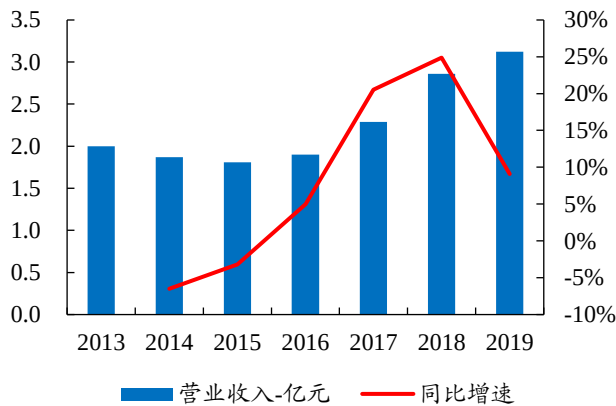
公司主要从事 ARA、DHA 等营养素生产。嘉必优生物技术股份有限公司设立于 2004 年，是国内最早从事以微生物合成法生产多不饱和脂肪酸及脂溶性营养素的高新技术企业之一。公司成立之初以 ARA 产业化技术为突破口，借助嘉吉的资本及渠道力量实现 ARA 技术商业化应用。历经多年发展，公司一直围绕营养素领域通过技术研发丰富产品线，逐渐从单一的不饱和脂肪酸 ARA 业务发展成涵盖饱和脂肪酸 ARA、藻油 DHA 及 SA、天然 β -胡萝卜素等多条产品线，目前产品广泛应用于婴幼儿配方食品、膳食营养补充剂和健康食品、特殊医学用途配方食品等领域。

技术为核心，市场为导向，推动企业快速发展。公司最早在 ARA 微生物发酵产业化技术上取得突破，在国内率先打破了国外技术垄断，填补了我国一大技术空白，并推动了国内 ARA 产业化，是国内 ARA 产业的重要推动者和领导者。之后公司立足于 ARA 技术产业化的经验，于 2012 年、2013 年、2017 年实现 DHA、 β 胡萝卜素、SA（燕窝酸，又名唾液酸）领域的产业化。公司以技术为核心构筑公司长期核心竞争力和护城河，以市场应用为导向推动技术产业化，形成了技术与市场共同驱动公司良性快速的发展路径。2019 年公司营收、归母净利润分别达到 3.12、1.20 亿元，同比增长 9%、22%。

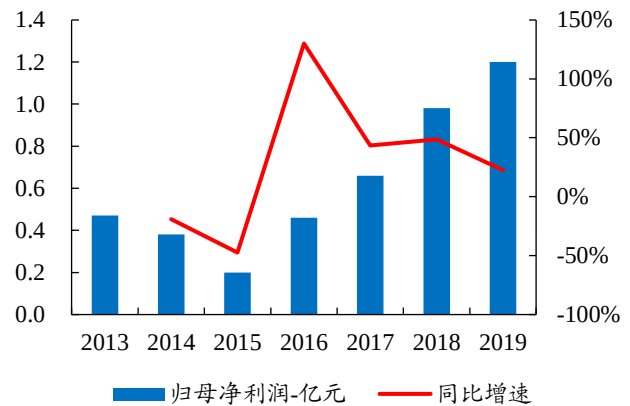
图1：嘉必优发展历时 20 载，成为国内领先的 ARA 及 DHA 生物技术企业



资料来源：公司官网、开源证券研究所

图2：2019 年公司营收增 9%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2019 年公司归母净利润增 22%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

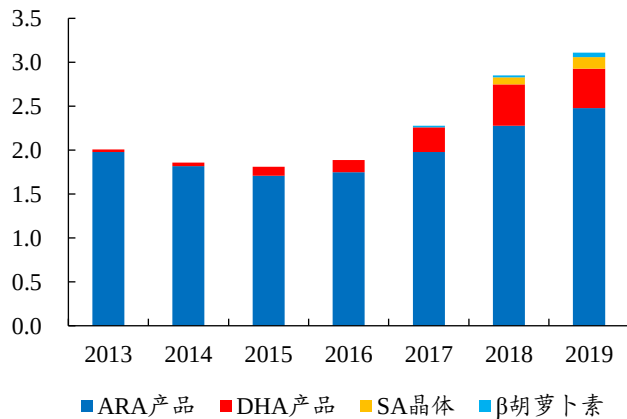
1.2、ARA 是核心主力，DHA 实现高速发展

ARA 为公司核心主打产品。ARA 学名花生四烯酸，是一种 2113n-6 型长链多烯不饱和脂肪酸。ARA 能促进人体脑部发展、提高视觉敏锐度、酯化胆固醇、增加血管弹性、降低血液黏度、提高免疫力等，广泛应用于婴幼儿配方食品、健康食品和药品中。公司自设立之时就以 ARA 为主营业务，并逐渐树立了国内 ARA 产业的领军企业地位。随着 ARA 主要下游婴幼儿食品及健康食品市场扩容，ARA 市场需求持续攀升。2015-2019 年，公司 ARA 产品销售收入稳定增长，CAGR 达到 9.73%。2019 年 ARA 产品收入占比 79.74%，毛利占比 80.03%，是公司的业绩基石。

DHA 业务实现高速发展。DHA 学名二十二碳烯酸，是神经系统细胞所需的重要的多不饱和脂肪酸，影响脑细胞增殖、神经系统生长发育。由于人体难以合成 DHA，一般需要额外补充，因此 DHA 被作为食品营养强化剂广泛应用于健康食品、婴幼儿配方食品、制药、动物饲料等领域。目前工业产品有鱼油 DHA 和藻油 DHA 两种，2012 年嘉必优利用微生物发酵法实现藻油 DHA 产业化。2013-2019 年间，公司 DHA 产品收入增长迅猛，CAGR 达到 57.04%。2019 年 DHA 产品销售收入占比 14.47%，毛利占比 12.73%。

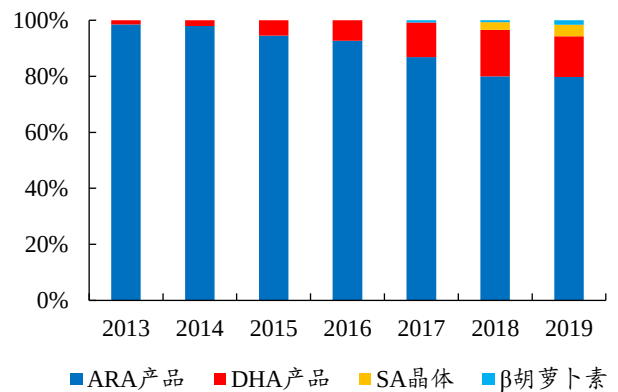
β-胡萝卜素与 SA 产品应用场景广阔。SA（燕窝酸）是 9 碳糖神经氨酸酰化物的总称。其具有提高婴儿智力和记忆力、抗老年痴呆、抗识别、提高肠道对维生素及矿物质的吸收、抗菌排毒、抗病毒、提高人体免疫力、抑制白细胞黏附和消炎等作用，可广泛应用于食品和医药领域。β-胡萝卜素可作为营养和着色添加剂，具有增强免疫，延缓衰老，抗过敏以及对视觉系统的保健功效。目前 β-胡萝卜素与 SA 正处于产品推广阶段，对业绩的贡献较少，但长期看 β-胡萝卜素与 SA 应用场景广阔，有望成为又一大主力产品。

图4: ARA、DHA 是公司核心支柱业务



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

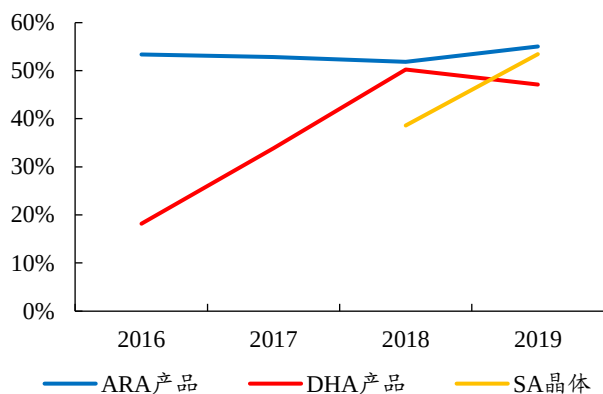
图5: DHA 收入占比快速提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

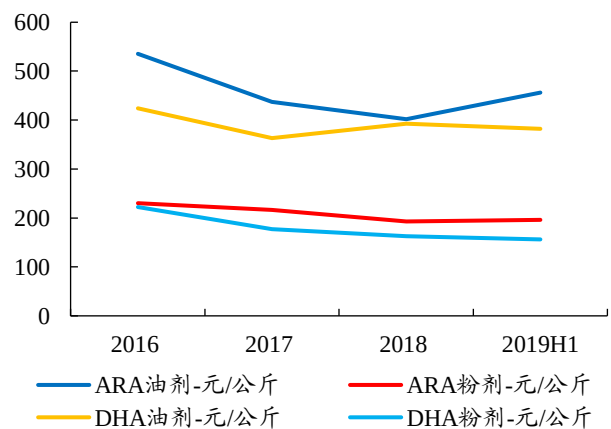
盈利能力稳步提升。从产品结构占比来看, ARA、DHA 占比超过 95%, 对公司的收入、盈利能力影响较大。2019 年 ARA、DHA 毛利率分别为 55.02%、47.10%, 整体毛利率 52.97%, 从 2017-2019 年毛利率水平保持上升趋势, 主因 DHA 快速增长规模效应明显、毛利率提升较快。近年来公司期间费用率下行后趋稳, 维持在 20% 左右的较低水平。2016-2019 年公司净利率、ROE 持续上行, 2019 年净利率 38.4%, 同比 2018 年提升 4.3pct, 盈利能力稳中有升。

图6: ARA 毛利率稳定, DHA、SA 毛利率提升

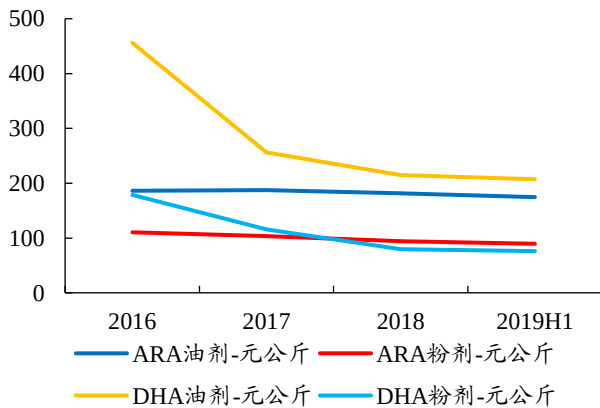


数据来源: 公司公告、开源证券研究所。注: 2016-2017 公司尚未开展 SA 业务, 所以无毛利率数据。

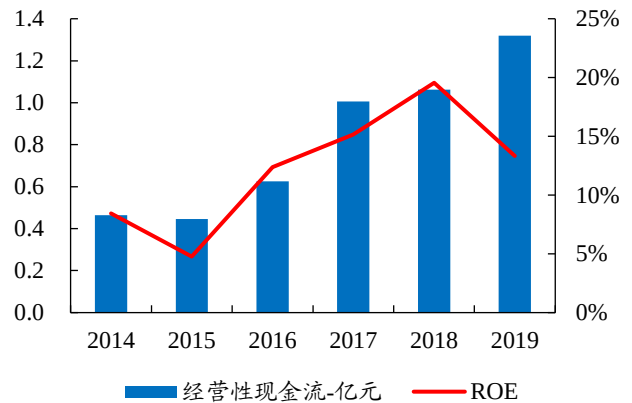
图7: ARA、DHA 价格相对较高



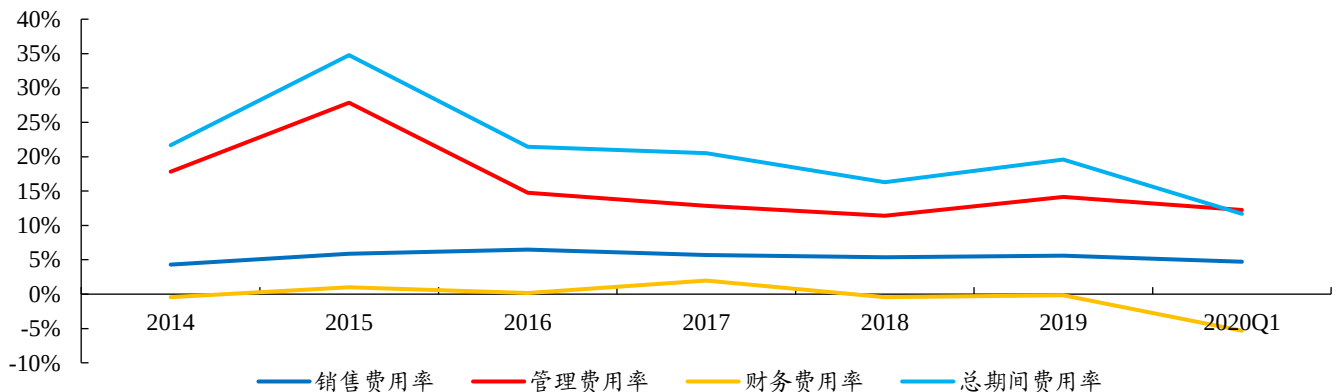
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图8: ARA 单位成本平稳, DHA 成本下降至稳定水平


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图9: 经营净现金流持续增长, ROE 稳中有升


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图10: 期间费用率保持下降趋势, 规模效应明显


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

1.3、核心团队稳定, 员工持股绑定核心人才

武汉烯王公司为第一大股东, 董事长易德伟为实际控制人。2004 年, 武汉烯王, 嘉吉投资和嘉吉亚太共同投资设立了嘉必优前身——嘉吉烯王, 其中嘉吉投资占股 50%, 嘉吉亚太占股 1%, 武汉烯王占股 49%。2015 年经过新一轮增资和一次股权转让, 原股东嘉吉投资与嘉吉亚太将其持有的全部股权转让给武汉烯王、贝优有限, 武汉烯王占股比例提升到 59%, 替代嘉吉成为公司第一大股东, 董事长易德伟为公司实际控制人。

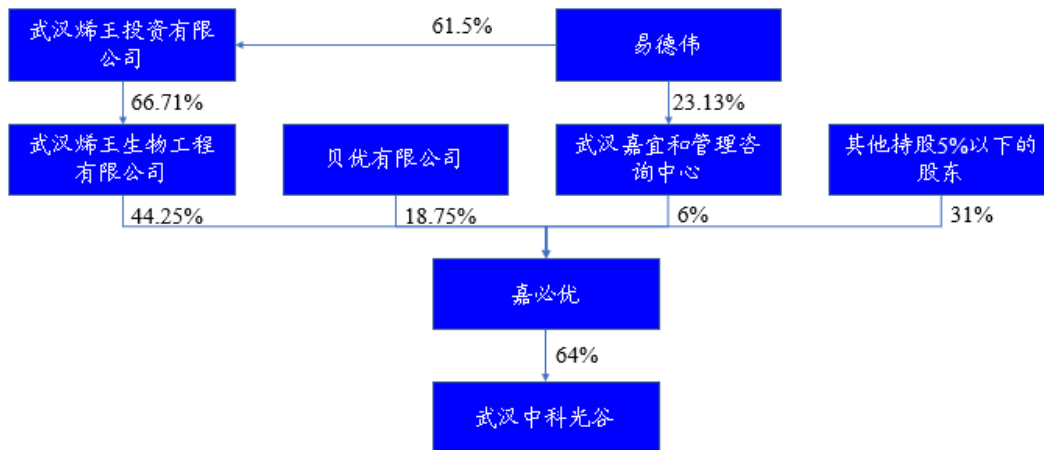
管理层及核心成员团队稳定, 员工持股绑定核心人才形成利益共同体。公司核心管理团队稳定, 核心技术员工大多一起伴随公司共同成长。2015 年 5 月, 为留住和吸引人才, 公司推出股权激励计划, 并设立武汉嘉宜和管理咨询中心作为员工持股平台, 股权激励对象为公司现有管理团队及部分核心员工共 49 人。股权激励计划的推出有利于管理层、核心骨干员工和公司形成利益共同体, 有利于绑定核心员工利益实现公司长期稳定发展。

表1: 公司管理层及核心技术团队稳定, 员工持股绑定核心人才实现共同发展成功共享

姓名	职务	持股比例	税前报酬	主要工作经历
易德伟	董事长	19.54%	139.9	2004年9月至2015年12月, 历任嘉必优有限董事长、总经理; 2015年12月至今, 任公司董事长兼总经理。
杜斌	副董事长	3.03%	88.81	2004年9月至2015年12月, 历任嘉必优有限副总经理、执行总经理、董事; 2015年12月至今, 任公司副董事长。
王华标	董事、财务总监、 董事会秘书	3.85%	102.92	2004年9月至2005年7月, 任嘉必优有限财务部经理; 2005年8月至2006年9月, 任武汉时代光华总经理; 2006年10月至2015年12月, 历任嘉必优有限商务总监、副总经理、董事、财务总监。2015年12月至今, 任公司董事、董事会秘书兼财务总监。
汪志明	常务副总经理、核 心技术人员	4.21%	97.38	2004年9月至2015年12月, 历任嘉必优有限研发总监、总工程师、副总经理。2015年12月至今, 任公司常务副总经理兼总工程师。高级工程师。
马涛	副总经理	1.96%	66.02	2004年9月至2015年12月, 任嘉必优有限综合管理部经理、人力资源部高级经理、副总经理。2015年12月至今, 任公司副总经理。
李翔宇	副总经理、核心技 术人员	2.10%	65.48	2004年9月至2015年12月, 历任嘉必优有限生产部经理、技术部经理、生产运营经理、研发部经理、研发总监、副总经理; 2015年12月至今, 任公司副总经理。
尚耘	核心技术人员	1.96%	45.98	2004年12月至2015年2月, 历任嘉必优有限技术部经理、技术总监助理、工程部经理, 江夏分公司的总经理、生产总监、副总工程师; 2015年12月至今, 任公司副总工程师。
陆姝欢	核心技术人员	0.98%	50.28	2012年9月至2015年12月, 历任嘉必优有限主任工程师、科技管理部经理; 2015年12月至今, 任公司研发中心主任工程师、研发总监。
肖敏	核心技术人员	0.98%	45.98	2007年3月至2015年12月, 历任嘉必优有限研发工程师、高级研发工程师、资深研发工程师; 2015年12月至今, 历任公司资深应用工程师、主任工程师、应用技术总监。
吴宇珺	职工监事	0.28%	35.21	2015年4月至2015年12月, 任嘉必优有限董事长助理; 2015年12月至今, 任公司监事兼任董事长助理。

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

图11: 武汉烯王公司为第一大股东，董事长易德伟为实际控制人



资料来源：公司公告、开源证券研究所

2、壁垒深厚，行业竞争格局向好

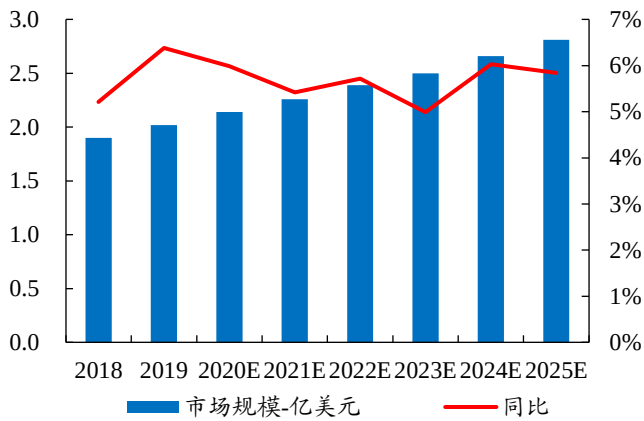
2.1、ARA、藻油 DHA 行业小但增速快

ARA 与 DHA 全球市场呈现扩容趋势。ARA 和 DHA 可广泛应用于婴幼儿配方食品、健康食品、膳食营养补充剂等领域，ARA 与 DHA 面向的是全球市场，下游客户大多为全球乳品企业龙头，包括达能、雀巢等知名全球企业。总体来看 ARA 和 DHA 市场容量呈现快速的增长趋势。

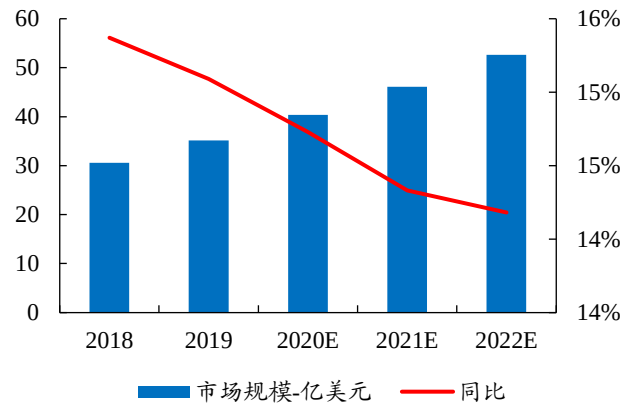
(1) ARA: 2019 年全球 ARA 市场空间 2.20 亿美元，同比增长 6.38%，根据 Grand View Research 预测，预计未来五年全球 ARA 继续保持 5%左右的复合增长。ARA 目前的应用主要局限在婴幼儿奶粉领域，在其他领域的应用相对较少。

(2) DHA: 2019 年全球 DHA 市场空间 35.16 亿美元，其中 90%是鱼油 DHA，而藻油 DHA 占 10%左右。因为藻油 DHA 已经实现了生物发酵工艺技术的突破，替代了传统的藻油提取工艺技术，在生产效率、品质稳定性上更具优势，藻油 DHA 有望逐渐对鱼油 DHA 形成部分替代。根据 Grand View Research 预测，预计 DHA 市场未来 5 年保持 14%的复合增长，市场空间较大，而藻油 DHA 保持 17%的复合增长，快于鱼油 DHA 增长速度。

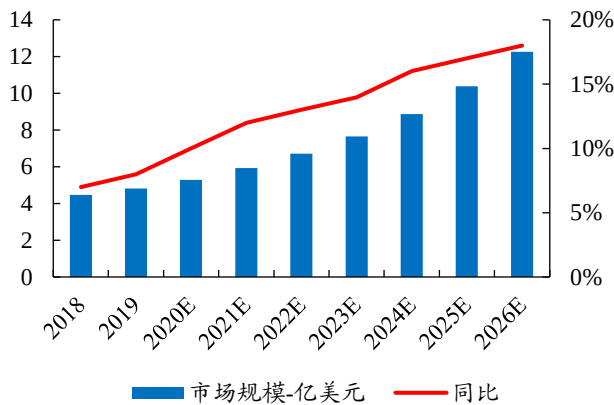
综合 ARA 与藻油 DHA 来看，全球和中国市场均呈现快速增长。（1）**全球 ARA 与 DHA 市场快速增长。**2018 年全球 ARA 和藻油 DHA 市场容量为 4.47 亿美元，根据 Grand View Research 预测，预计到 2026 年，全球 ARA 和藻油 DHA 的市场容量将达到 12.26 亿美元，2018 年至 2026 年 ARA 和藻油 DHA 市场容量将保持 13.45%的复合增长率，保持快速增长。（2）**中国市场同样保持快速增长。**根据 Grand View Research 预测，预计中国市场 ARA 和藻油 DHA 容量从 2018 年的 0.63 亿美元增长至 2026 年的 2.15 亿美元，预计 2018 年至 2026 年中国市场对于 ARA 和藻油 DHA 的需求将保持 16.5%年复合增长率，高于全球市场 13.5%的增长速度。公司 2019 年实现 ARA、藻油 DHA 销售收入 2.93 亿元，占中国市场容量 61%、全球市场的 12%。

图12: 预计全球 ARA 市场保持 6% 左右增长


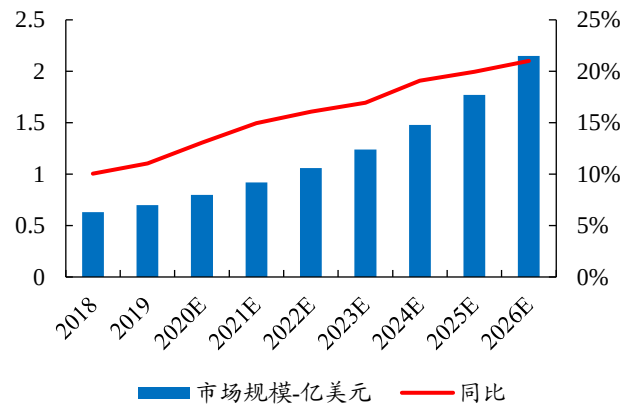
数据来源: Grand View Research、开源证券研究所

图13: 预计全球 DHA 市场保持双位数快速增长


数据来源: Grand View Research、开源证券研究所

图14: 预计全球 ARA+藻油 DHA 市场保持快速增长


数据来源: Grand View Research、开源证券研究所

图15: 预计中国 ARA+藻油 DHA 市场保持快速增长


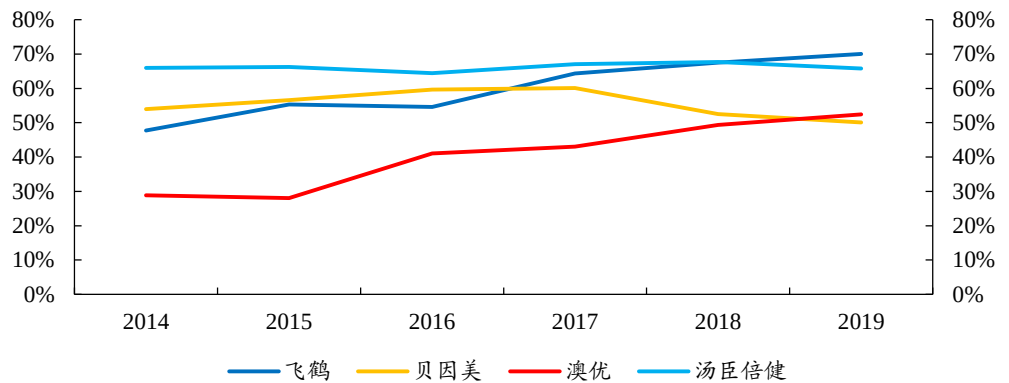
数据来源: Grand View Research、开源证券研究所

2.2、行业壁垒高，议价能力强

2.2.1、下游客户产品附加值高，且需求刚性

ARA 与 DHA 下游需求集中在四大领域。ARA 与 DHA 主要应用在婴幼儿配方奶粉、健康食品、动物营养和食品饮料等四大领域。其中，婴幼儿配方奶粉是 ARA 和 DHA 应用最为广泛的应用领域，占比为 48%，而健康食品应用占比接近 30%，是第二大应用领域，二者合计超过 75%。

婴幼儿奶粉与健康食品均为高附加值行业。婴幼儿奶粉与健康食品的主要受众为儿童和中老年人。相较产品价格，消费者更关注婴幼儿奶粉与健康食品的安全与营养价值，“一分价钱一分货”的消费观念深入人心，知名品牌与高端产品享受市场更高溢价。从产品毛利率来看，知名婴幼儿奶粉厂商产品毛利率维持在 50% 左右，国产奶粉龙头飞鹤更是达到 70% 以上，同时国内保健品及膳食营养补充剂龙头汤臣倍健整体毛利率在 60% 以上，公司所面向下游客户的产品附加值高。

图16: 下游客户毛利率高、附加值高


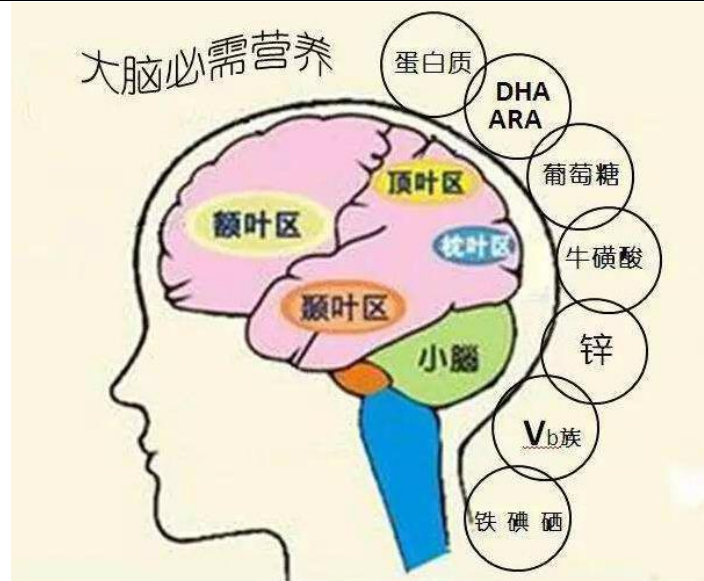
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

DHA 与 ARA 对人体脑补神经等发育作用不可替代, 需求呈现刚性。DHA 和 ARA 均为人体必需的不饱和脂肪酸, 在婴幼儿体内无法合成, 必须由食物供给。自 1998 年全球第一个添加 DHA、ARA 的婴幼儿配方奶粉问世, 至今 DHA、ARA 已经广泛应用于奶粉配方。因为 ARA、DHA 对婴幼儿智力发育不可替代的促进作用, 中高端奶粉刚需标配的属性明显。具体表现在:

(1) ARA 是大脑皮层与视网膜发育的必需成分。ARA 是构成大脑皮层区的磷脂质的重要组成成分, 而婴幼儿的大脑固体物质约有四分之一是由磷脂质所形成的。在智力发育上, 一旦缺乏则会造成的严重损伤, 并且损害是终身的、不可逆转。同时在视网膜的形成中, ARA 也扮演重要角色, 高含量的 ARA 通过形成膜磷脂进而影响感受器, 最终对视网膜的感光体产生影响。ARA 在体内可有亚油酸通过链延长和去饱和来合成, 但是婴幼儿体内去饱和酶活性很低, 所以婴幼儿主要通过母乳和膳食来补充 ARA。

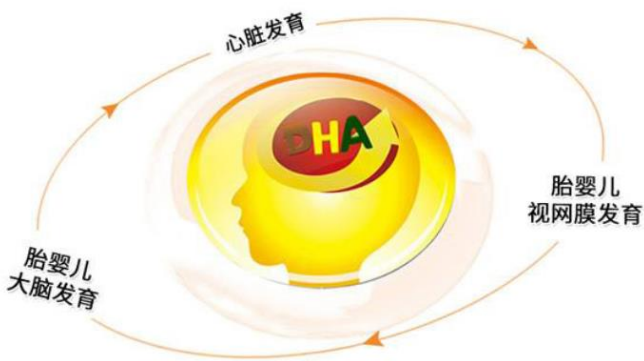
(2) DHA 对大脑与智力发育不可或缺。DHA 主要存在于人的大脑灰质中, 占人脑脂质 10% 左右, 在与学习记忆有关的大脑海马中约占 25%。DHA 参与脑细胞的形成和发育, 对神经细胞轴突的延伸和新突起的形成具有重要作用, 可维持神经细胞正常生理活动, 参与大脑思维和记忆产生的过程, 是大脑发育和智力发育的物质基础。人类大脑发育始于妊娠第三个月, 终止与幼儿 2-3 岁, 妊娠阶段母体缺少 DHA 或出生后母乳中缺少 DHA, 会导致幼儿智力发育受阻或迟缓。新生儿出生后一段时期内脑细胞数量仍在持续增加, 细胞体积持续增大, 需要供给丰富的 DHA 提升智力潜能。

图17: DHA 与 ARA 是大脑神经发育的必需营养成分



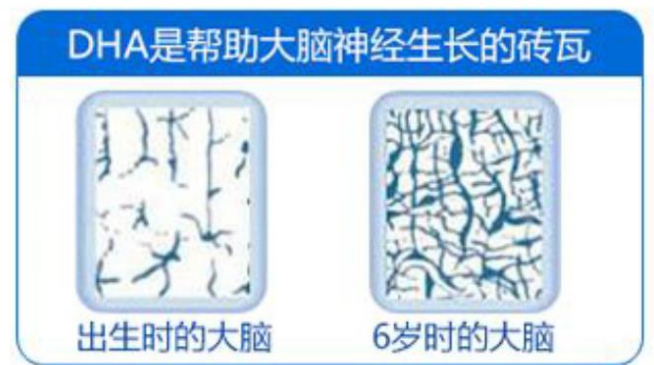
资料来源: 妈妈网

图18: DHA 对婴幼儿心脏、大脑、视网膜发育作用大



资料来源: 妈妈网

图19: DHA 促进婴幼儿大脑神经发育



资料来源: 妈妈网

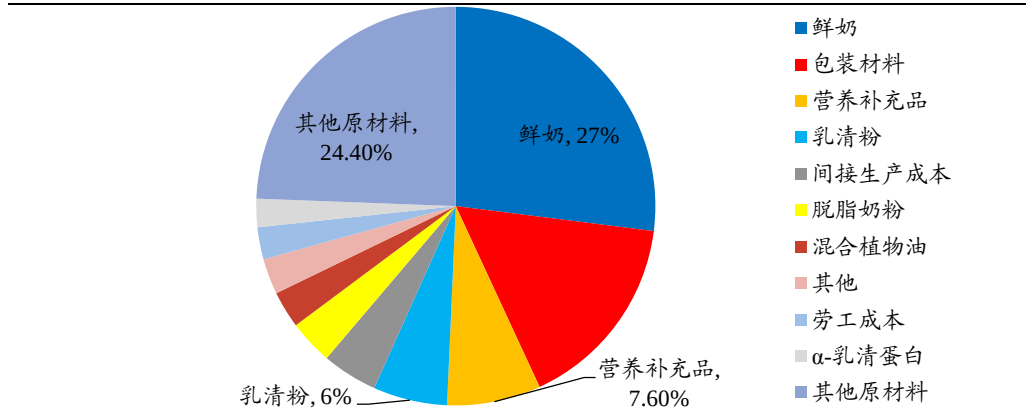
2.2.2、行业技术壁垒高，议价能力强

ARA 与 DHA 生物发酵技术生产效率高，技术、知识产权保护壁垒高。(1) 传统的 ARA 来源主要是蛋黄、动物脏器，但含量低无法满足市场需求。公司采用的高山被孢霉发酵法生产的 ARA 含量高，已经达到国际领先水平。高山被孢霉发酵法技术研发周期长、开发不确定性高，同时有相应知识产权保护，行业的技术与法律壁垒高，公司也是全球几个实现 ARA 工业化生产的企业之一。(2) DHA 主要来源于鱼油 DHA 与藻油 DHA，生物发酵技术生产的藻油 DHA 具有成本低、效率高、产量稳定的优点，公司的 DHA 藻油技术同样来源于高山被孢霉发酵法，行业技术与法律壁垒同 ARA 相似。同时公司作为行业领军者，主导并参与 ARA 与 DHA 发酵法国家生产标准的制定。

对下游客户产品价值提升大，议价能力更高。DHA 与 ARA 在奶粉产品中所占成本很低，却能大幅提升奶粉的营养价值和产品价值，是否添加 DHA 与 ARA 是消费者最关心问题，也是消费者评判奶粉价值的核心标准之一。以飞鹤为例，其他原材料成本占总成本 24%，其中包含 DHA 粉、乳糖、ARA 粉、水解乳清蛋白、核桃油等多种营养增强剂，预计 DHA 与 ARA 的占比更少。这一特性使得营养增强剂尤

其是 ARA 与 DHA 对下游终端消费品牌的议价能力提升。

图20: 飞鹤奶粉成本 DHA、ARA 添加量较少



数据来源: 中国飞鹤招股说明书、开源证券研究所

2.3、格局持续向好，龙头强者恒强

公司是 ARA 行业国内绝对龙头，国际市场份额有望提高。目前帝斯曼占据了全球 ARA 市场的主要份额。公司是国内 ARA 产业的早期培育者和领军企业，公司占据了最大的国内市场份额，是国内 ARA 产品市场的主要供应商，行业内其他企业规模较小、生存难度大。公司的 ARA 产品在全球范围内的市场份额约为 17.52%，是唯一一家在全球 ARA 市场享有知名度的中国企业，公司积极准备进入国际市场有望提高国际市场份额。

DHA 业务放量有望取得更大突破。公司 DHA 业务起步晚于润科生物等企业，目前在国内 DHA 位居前十，在全球藻油 DHA 市场中市占率为 2.69%。公司已经实现 DHA 规模化生产，且 DHA 藻油发酵工艺优势相对 DHA 鱼油提取工艺明显，产量及品质稳定性更高，未来行业地位有望随着 DHA 产能释放继续向前突破。

表2: 藻油 DHA 具有含量高、品质稳定等优点

DHA 来源	优势	劣势
鱼油	1. 研究和应用广泛，市场认知度高； 2. 含有较高的 EPA，降低心脑血管疾病风险。	1. 优质原料较少，品质不稳定。 2. 生产效率低、成本高
藻油	DHA 含量高； 微生物发酵技术 DHA 供应量大、品质稳定。	EPA 含量低

资料来源: 招股说明书、开源证券研究所

行业格局持续向好，份额向龙头集中。(1) 客户黏性、产品质量要求高。下游客户主要是规模较大的跨国乳企，对供应商的产品品质、一对一技术服务、稳定的产品供应、规模化的生产能力要求更高，对价格的要求反而其次，所以一般下游客户会保持和供应商长期稳定的合作关系。(2) 规模效应明显，龙头强者恒强。非龙头企业凭个别客户获得一定市场份额，但继续开拓新客户难度很大，主要是下游客户对 ARA、DHA 产品的指标大多不同，中小企业很难继续在技术上投入满足新客户要求。同时行业规模效应明显，龙头的成本优势突出，在同等价格下龙头可提供更加稳定、更高品质的产品和服务，因而大部分中小企业的生存状态较差，同时客户面临被龙头企业抢占的风险，部分企业或将陆续退出，龙头有望强者恒强。

3、奶粉新国标落地、国际化、拓宽应用领域打开发展空间

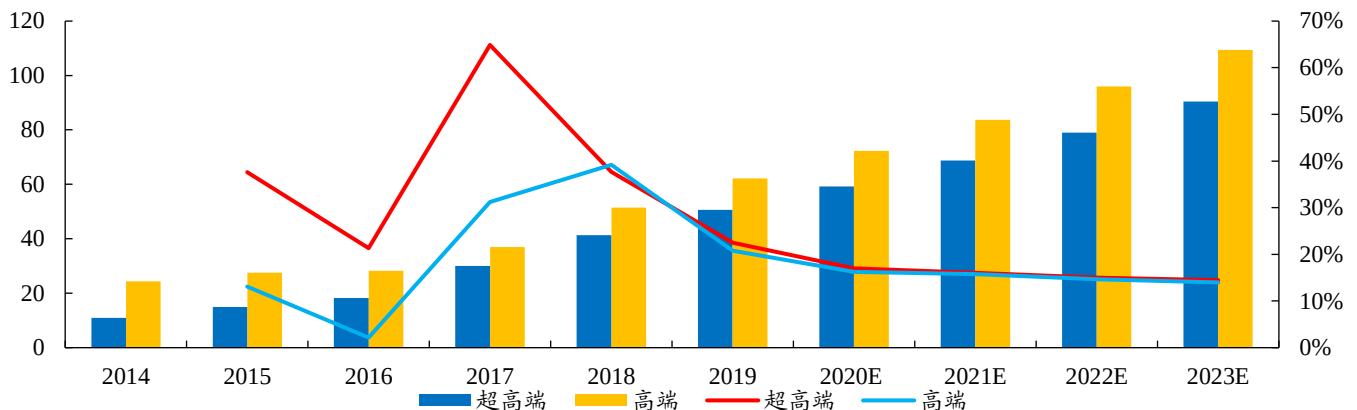
3.1、中高端奶粉带动 ARA 与 DHA 需求

3.1.1、公司显著受益下游婴幼儿奶粉高端化升级趋势

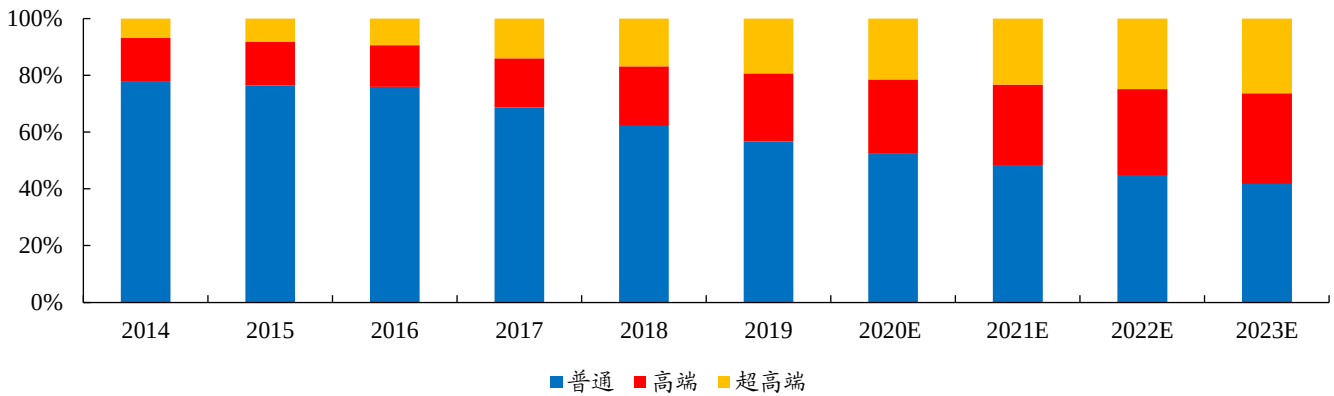
婴幼儿奶粉持续向中高端结构升级。据弗若斯特沙利文数据显示，2014-2018 年间中国婴幼儿配方奶粉的高端细分市场容量由 353 亿元增长至 413 亿元，复合增长率 27.3%，在全部婴幼儿奶粉中的占比由 22.0% 提升至 37.9%，80 后-90 后父母群体消费观念较上一代大幅升级，同时对孩子的营养与健康格外关注，婴幼儿奶粉高端化趋势仍将持续。根据弗若斯特沙利文预测，预计 2018-2023 年间超高端、高端奶粉复合增长率将达到 16.9%、16.3%，远高于婴幼儿奶粉行业整体水平。

DHA、ARA 明显受益下游婴幼儿奶粉结构升级，增速有望明显快于婴幼儿奶粉行业增速。我们统计并分析飞鹤、君乐宝、伊利、雅培、惠氏、诺优能等 13 个国内外知名奶粉品牌大部分产品 ARA、DHA 添加量信息得出，婴幼儿奶粉价格与 DHA、ARA 添加量呈显著正相关，越高端的奶粉添加 ARA 及 DHA 的含量越高。在婴幼儿奶粉行业高端化趋势显著的背景下，上游的 DHA、ARA 需求有望持续快速增长。但同时上游 DHA 与 ARA 供应商相对集中，具备大规模、高品质生产能力的厂商较少，嘉必优是 ARA、DHA 的主要供应商，将明显受益于婴幼儿奶粉高端化趋势。

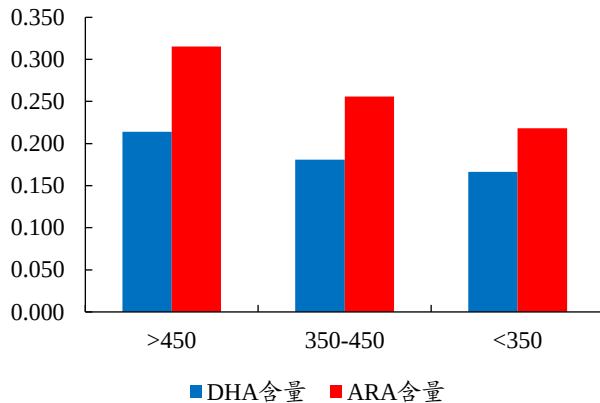
图21：超高端及高端婴幼儿奶粉未来 3 年有望保持双位数增长



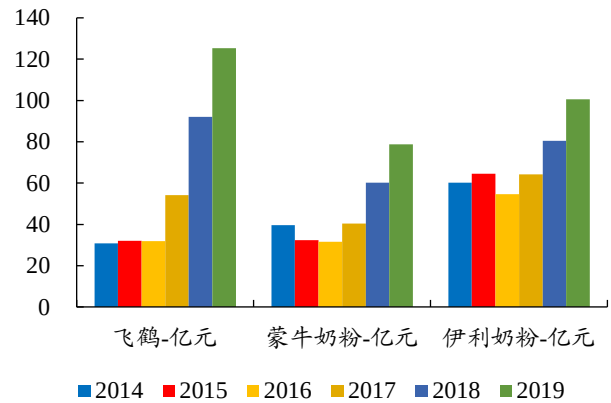
数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

图22：高端及超高端婴幼儿奶粉占比有望持续提升


数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

图23：DHA 与 ARA 添加量与奶粉价格正相关


数据来源：开源证券研究所。注：以 1kg 婴幼儿奶粉为例。

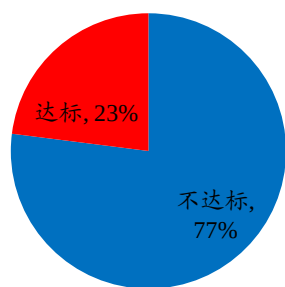
图24：飞鹤、蒙牛、伊利奶粉业务快速增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.1.2、DHA、ARA 添加量有望提升，标准落地有望增厚业绩

奶粉行业标准修改有望带动 ARA、DHA 添加量提升。目前婴幼儿奶粉行业使用的配方标准是 2010 年卫生部出台的标准，这一标准已经使用多年。自 2016 年国家推动奶粉配方注册制改革、推动行业健康持续发展，婴幼儿奶粉配方标准也被提上日程。2018 年卫健委、市场监督管理总局颁布婴幼儿食品新国标征求意见稿，新国标意见稿与 2010 年标准在 DHA 与 ARA 添加量有明显调整，新标准意见稿规定了 ARA 与 DHA 最下限添加量（规定了 DHA、ARA 添加量的下限，分别为 DHA>3.6mg/100KJ，而 ARA 添加量须至少等于 DHA 添加量），而 2010 年标准对下限量没有规定，同时新标准意见稿提高了 ARA、DHA 上限添加量水平。我们对市场上十余个品牌的 252 款产品进行统计，以意见稿标准评判，分别有 195 款产品 DHA、139 款 ARA 添加量不足标准下限，分别占总产品数的 77%、55%。

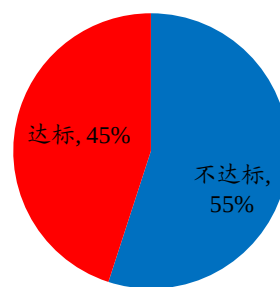
图25: 77%的奶粉 DHA 添加量低于新国标下限标准



■ 不达标 ■ 达标

数据来源: 开源证券研究所

图26: 55%的奶粉 ARA 添加量低于新国标下限标准



■ 不达标 ■ 达标

数据来源: 开源证券研究所

征求意见稿落地有望夯实中期业绩确定性。新国标征求意见稿已经确定了新标准修订方向,重新修改的可能性预计较小。对于新国标落地时间,我们认为2020年受疫情影响、经济压力较大下新国标落地的可能性较小,2021年-2022年落地的可能性较大。根据我们的奶粉样本统计,以DHA、ARA添加量为4.68mg/100kJ、6.08mg/100kJ为新国标落地后平均添加量的话,测算得出DHA、ARA添加量增87%、77%。我们认为下游婴幼儿奶粉对ARA与DHA的新增需求是可观的,而公司作为行业龙头,有望充分受益并增强公司中长期业绩确定性。

表3: 新国标 ARA、DHA 添加量大幅提升

国家标准产品	产品	2010 标准		2018 年征求意见稿标准 mg/100kJ
		占脂肪酸比例	换算后标 mg/100kJ	
《食品安全国家标准婴儿配方食品》	ARA	≤1%	≤14	DHA 添加量 ~ 19.1
	DHA	≤0.5%	≤7	3.6 ~ 9.6
《食品安全国家标准较大婴儿配方食品》	ARA	≤1%	≤14	DHA 添加量 ~ 19.1
	DHA	≤0.5%	≤7	3.6 ~ 9.6
《食品安全国家标准幼儿配方食品》	ARA	≤1%	≤14	≤19.1
	DHA	≤0.5%	≤7	3.6 ~ 9.6

资料来源: 招股说明书、开源证券研究所

3.2、迈向国际化,全球市场拓展打开发展天花板

2023 年嘉必优获得帝斯曼补偿,暂不进入到国际市场。2015 年嘉必优与帝斯曼签署《和解协议》、《专利许可协议》及《加工及供货协议》,就 ARA 专利纠纷达成和解。公司可以依据协议只能向专利区的部分客户和非专利区客户销售 ARA 产品,帝斯曼同意在 2023 年以前每年向公司采购一定规模的 ARA 产品或支付现金补偿。根据协议,2015-2023 年帝斯曼预计向公司采购 ARA 产品数量为:75、150、200、250、300、315、331、347、157 吨,若未达到协议约定的采购量,则差额由帝斯曼以 22.5 美元/公斤的价格向公司进行现金补偿。至今帝斯曼尚未从公司采购 ARA 产品,2015-2019 年补偿金额分别达到 2341.24、2971.53、3784.29、4635.41 万元。以当前人民币汇率计算,2020-2023 年补偿金额预计为 5025.96、5281.25、5536.53、2502.50 万元。

表4: 帝斯曼对嘉必优 2020-2023 年补偿金额

	2020	2021	2022	2023
帝斯曼补偿金额(单位: 万元)	5025.96	5281.25	5536.53	2502.50

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2023 年帝斯曼专利到期, 嘉必优有望打开国际市场。根据嘉必优与帝斯曼的双方协议内容,《专利许可协议》的有效期为自 2015 年 1 月至最后一个帝斯曼相关专利的到期日或, 即 2023 年 12 月 31 日前帝斯曼在全球的专利将陆续到期。《专利许可协议》中约定的帝斯曼专利区范围包括中国、美国、德国、日本、韩国、印度、俄罗斯、大不列颠、西班牙、意大利等 29 个国家和地区。国际市场的空间远大于国内, 公司 ARA 与 DHA 在全球的市场份额较低, 且国际市场的 ARA 与 DHA 因为帝斯曼的专利垄断, 市场价格远高于国内市场(公司 2019 年国外业务毛利率 61.85% 高于国内市场的 49.05%)。嘉必优进入国际市场将采取跟随定价策略, 而且相对帝斯曼嘉必优在服务、价格与产品品质上具备更强的吸引力与竞争优势。目前 2016-2019H1 公司已在协议允许范围内向专利国家客户实现 ARA 销售 30.88、31.79、26.47、15.12 吨, 嘉必优继续进入国际市场的主要障碍是帝斯曼的专利保护, 随着帝斯曼专利到期, 公司亦将充分准备进入到国际市场, 向全球市场挺进, 打开公司长期发展天花板。

表5: 根据嘉必优与帝斯曼的和解协议, 嘉必优目前允许的销售范围只局限在部门国际地区

销售地	协议条款
中国及帝斯曼其他非专利区的中国婴幼儿奶粉企业	不受限制
中国大陆、印尼、香港、台湾、印度及其他帝斯曼非专利国家和地区的国际客户	每年可以直接向某一国际客户销售 50 吨 ARA 产品
签订协议时拥有的专利国家(日本除外)	单个客户销售不超过 10 吨/年, 合计不超过 60 吨/年
除中国以外的专利国家的六家中国厂商(贝因美、伊利、雅士利、合生元、圣元和澳优)或其代工工厂	终端产品需返回中国或其他帝斯曼非专利区进行销售, 且公司应向帝斯曼支付 5 美元/公斤的专利许可费

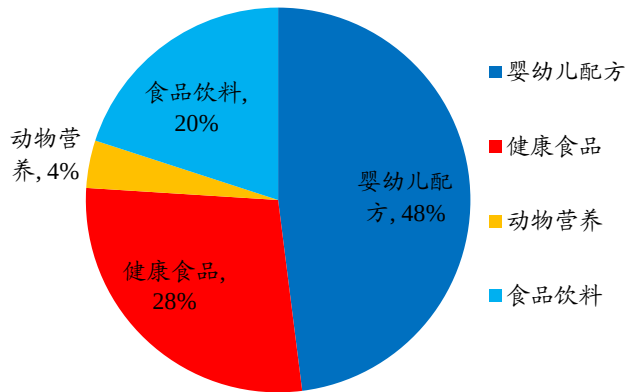
资料来源: 招股说明书、开源证券研究所

3.3、拓宽应用领域强化下游应用

ARA、DHA、SA 应用领域有望继续拓宽。ARA 与 DHA 主要有婴幼儿配方奶粉、健康食品、动物营养和食品饮料等四大应用领域。其中, 婴幼儿配方奶粉是 ARA 和 DHA 应用最为广泛的应用领域, 占比为 48%。DHA、ARA 在四大领域的应用大多处于成长期阶段, 而且下游各应用领域的景气度依然较好, 有望持续带动 ARA、DHA 需求增长。SA 属于公司新拓展的产品线, 属于高附加值原料, 未来有望在化妆品等领域打开市场, 也是公司发展潜力大的业务板块。

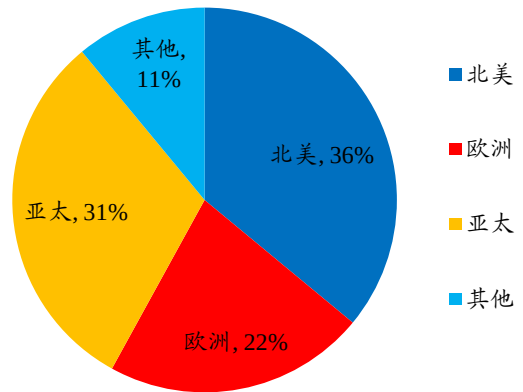
亚太地区有望在未来成为 ARA 和 DHA 最大消费地区。目前, 北美、欧洲和亚太地区为全球的 ARA 和藻油 DHA 主要市场, 北美地区和亚太地区市场份额分别为 36.19%和 30.53%。根据 Grand View Research 预测, 预计到 2026 年亚太地区的市场将达到 34.61%, 有望超过北美地区, 成为全球 ARA 和藻油 DHA 最大的消费市场。

图27: ARA、DHA 主要应用在四大应用领域



数据来源: Grand View Research、开源证券研究所

图28: 北美、亚太是 DHA、ARA 应用的主要市场



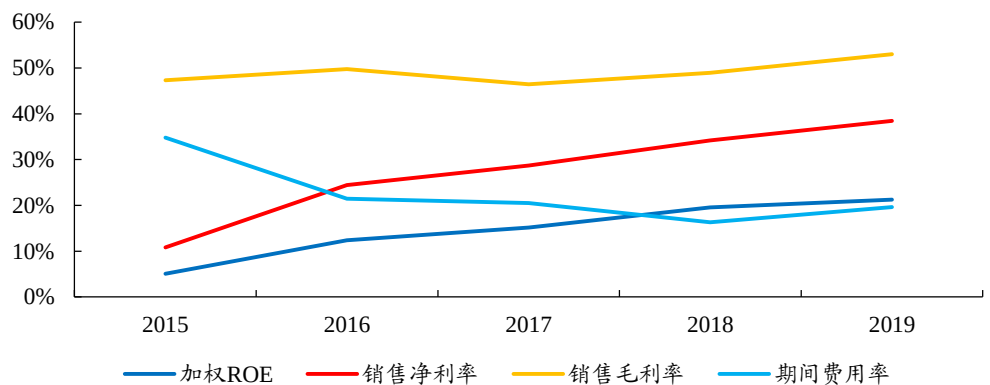
数据来源: Grand View Research、开源证券研究所

4、盈利能力提高可期，积极提升产能加快发展步伐

4.1、格局向好、规模效应、国际化提升盈利能力

行业规模效应明显，盈利能力有望稳中有升。公司保持较高能力和提升 ROE 的途径主要依赖于行业壁垒与格局向好、规模效应的提升、国际市场开拓。行业壁垒与格局向好保证公司拥有产品定价权，对不同客户采取差异化定价保证毛利率稳定，同时公司通过规模效应释放降低产品成本和价格，从而开拓更多客户、抢占市场份额。从长期来看，国外市场的定价高于国内市场，且国外对手较少，公司一旦进入国际市场有望提升产品整体价格，进而带动公司盈利能力提升。

图29: 公司 ROE、净利率稳步提升，期间费用率持续下降



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

4.2、DHA、ARA 大幅提升产能，加快发展步伐

积极扩张产能，上市加快发展步伐。ARA、DHA 行业为资金密集和技术密集型行业，公司通过 IPO 募资大幅充实公司实力。公司 IPO 募集资金将用于微生物油脂扩建二期工程项目、多不饱和脂肪酸油脂微胶囊生产线扩建项目和研发中心项目。

其中微生物油脂扩建二期工程项目投产后预计将新增 ARA 油脂生产能力 150 吨/年、

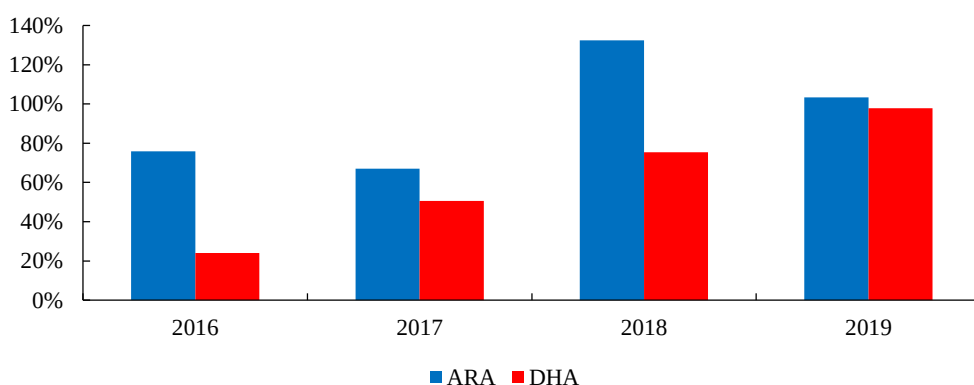
DHA 藻油生产能力 450 吨/年，ARA 产能提升约 30%、DHA 产能提升 300%，DHA 与 ARA 总产能扩张 1 倍以上。多不饱和脂肪酸油脂微胶囊生产线扩建项目投产后预计新增 ARA 微胶囊生产能力 900 吨/年，DHA 微胶囊生产能力 600 吨/年。项目建设期均为 2 年，预计 2022 年可完全建成投产，目前 ARA 与 DHA 产能仍然紧张，项目达产后产能释放有望助推公司在 ARA、DHA 全球化布局。

表6: ARA 产能于 2019 年扩产 130 吨，DHA 产能多年未提升

产能-吨	2016	2017	2018	2019
ARA-吨	290	290	290	420
DHA-吨	105	105	105	105

资料来源：公司公告、开源证券研究所

图30: 2018-2019 年 ARA 已经满产，2019 年 DHA 产能利用率 98%、接近满产



资料来源：公司公告、开源证券研究所

表7: IPO 募投资金大幅提升 ARA、DHA 产能

募投项目	投资金额	新增产能	建设期
微生物油脂扩建二期工程项目	19750 万元	ARA 油脂生产能力 150 吨/年、DHA 藻油生产能力 450 吨/年	2 年
多不饱和脂肪酸油脂微胶囊生产线扩建项目	19868.70 万元	ARA 微胶囊 900 吨/年，DHA 微胶囊 600 吨/年	2 年
研发中心建设项目	14845.20 万元	-	2 年

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、核心关键假设

ARA、DHA 业务支撑公司收入加速增长。2020-2022 年，受益于高端奶粉快速增长以及新国标征求意见稿落地，有望带动 ARA、DHA 业务快速增长。预计 2020-2022 年公司收入 3.4 亿、3.85 亿、4.63 亿元，同比增 9.2%、13.1%、20.2%。

毛利率假设：受益于下游需求的快速增长，ARA、DHA 有一定的提价空间，预计综合毛利率有所提升，预计 2020-2022 年毛利率 56.3%、57.1%、57.3%，其中预计 2020-2022 年 ARA 毛利率 57.7%、58.5%、59.4%。预计 DHA 毛利率 47.1%、47.6%、48.2%。

表8: ARA、DHA 等收入预测

		2019A	2020E	2021E	2022E
总收入	收入（百万元）	311.6	337.8	381.5	458.3
	YOY	8.6%	8.4%	12.9%	20.1%
	毛利率	53.0%	56.3%	57.1%	57.3%
ARA	收入（百万元）	248.25	263.3	287.2	313.2
	YOY	8.3%	6.1%	9.1%	9.1%
	毛利率	55.0%	57.7%	58.5%	59.4%
DHA	收入（百万元）	45.3	47.9	55.1	88.1
	YOY	-4.4%	5.8%	15.0%	60.0%
	毛利率	47.1%	47.1%	47.6%	48.2%
SA	收入（百万元）	13.1	19.6	29.4	44.1
	YOY	73.8%	50%	50%	50%
	毛利率	53.5%	61.2%	61.2%	61.2%
β-胡萝卜素	收入（百万元）	4.7	7.0	9.8	12.7
	YOY	126.3%	50%	40%	30%
	毛利率	0.2%	40.1%	42.3%	42.3%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

5.2、投资建议

（1）PE 估值法

因为上市公司中没有从事 ARA、DHA 业务的上市公司，选取相近的安琪酵母、金达威作为可比公司，可比公司 2020 年平均 PE 为 31.1 倍，与嘉必优基本接近，但考虑到公司所处的 ARA、DHA 业务未来的成长性较好，行业壁垒高，估值可以高于可比公司平均水平。

表9: PE 估值法

证券代码	证券简称	最新股价	EPS			PE		
		元	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002626	金达威	307	2.04	2.35	2.60	25	22	20
600298	安琪酵母	529	1.47	1.68	1.92	42	36	32
平均值						31.1	29	26
688089	嘉必优	58	1.29	1.57	1.93	33.5	27.5	22.4

数据来源：Wind、开源证券研究所。金达威、安琪酵母盈利预测取自 wind 一致预期。

（2）FCFF 估值方法：

表10: FCFF 估值假设

关键指标	值
无风险利率	3.27%
股票风险溢价	3.43%
Kd	5.63%
T	15%
Beta	0.82
Ke	6.28%
WACC	6.28%
永续增长率（10年后）	1.50%

数据来源: wind、开源证券研究所

表11: FCFF 公司自由现金流模型敏感性分析

永续增长率												
	1.24%	1.37%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%	2.66%	2.93%	3.22%	
WA CC	3.90%	157.62	163.76	171.24	180.53	192.30	207.61	228.24	257.38	301.42	375.24	523.47
	4.29%	136.58	141.03	146.39	152.92	161.03	171.29	184.65	202.65	228.07	266.49	330.89
	4.72%	118.96	122.21	126.08	130.73	136.41	143.45	152.37	163.98	179.62	201.71	235.09
	5.19%	104.05	106.44	109.26	112.60	116.63	121.54	127.64	135.36	145.40	158.93	178.05
	5.71%	91.36	93.12	95.18	97.60	100.49	103.95	108.18	113.43	120.08	128.73	140.38
	6.28%	80.48	81.78	83.29	85.06	87.13	89.60	92.58	96.20	100.70	106.39	113.80
	6.91%	71.12	72.08	73.19	74.47	75.98	77.75	79.85	82.38	85.47	89.30	94.15
	7.60%	63.02	63.73	64.54	65.48	66.57	67.84	69.34	71.13	73.27	75.88	79.13
	8.36%	56.00	56.52	57.12	57.80	58.59	59.51	60.58	61.84	63.34	65.14	67.34
	9.19%	49.89	50.27	50.71	51.21	51.78	52.44	53.21	54.10	55.16	56.41	57.92
	10.11%	44.57	44.85	45.17	45.53	45.95	46.42	46.97	47.60	48.34	49.22	50.26

数据来源: 开源证券研究所

投资建议: 预计 2020-2022 年公司归母净利分别为 1.55 亿、1.89 亿、2.32 亿，EPS 分别 1.29、1.57、1.93 元，当前股价对应 PE 分别为 34、28、22 倍。公司是国内 ARA 行业第一大龙头、全球第二大龙头，行业壁垒高、格局持续向好，下游高端奶粉需求继续向好、新国标落地、全球化开拓将加快公司发展，首次覆盖给予“买入”投资评级。

6、风险提示

帝斯曼履约风险。帝斯曼与公司已经达成和解协议，如果帝斯曼不履约支付赔偿金，公司净利润存在下滑风险。

安全生产风险。公司生产环节中处于高压环境，且产品易燃易爆的溶剂，若存在操作不当可能会导致安全事故。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	369	1099	1192	1343	1531
现金	122	844	915	1039	1156
应收票据及应收账款	121	119	141	153	201
其他应收款	42	50	50	63	73
预付账款	2	4	2	4	3
存货	68	66	68	68	83
其他流动资产	14	16	16	16	16
非流动资产	212	199	207	231	271
长期投资	14	13	12	11	10
固定资产	152	163	164	179	210
无形资产	24	14	13	11	7
其他非流动资产	22	9	19	31	45
资产总计	581	1298	1399	1575	1802
流动负债	50	42	45	42	50
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	18	19	18	19	22
其他流动负债	32	23	27	23	28
非流动负债	5	7	7	7	7
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5	7	7	7	7
负债合计	55	48	52	49	57
少数股东权益	-0	1	4	8	15
股本	90	120	120	120	120
资本公积	252	871	871	871	871
留存收益	184	257	395	558	749
归属母公司股东权益	527	1248	1344	1518	1731
负债和股东权益	581	1298	1399	1575	1802

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	106	132	147	174	190
净利润	98	120	158	193	239
折旧摊销	28	29	22	26	33
财务费用	-1	-0	-14	-16	-17
投资损失	-0	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-28	-21	-19	-30	-64
其他经营现金流	10	5	0	0	0
投资活动现金流	-26	-13	-31	-50	-73
资本支出	12	23	9	25	41
长期投资	-14	0	1	1	1
其他投资现金流	-27	10	-20	-24	-30
筹资活动现金流	-36	603	-46	1	-1
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	30	0	0	0
资本公积增加	0	618	0	0	0
其他筹资现金流	-36	-45	-46	1	-1
现金净增加额	46	722	71	124	116

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	286	312	338	381	458
营业成本	146	147	147	149	165
营业税金及附加	6	5	7	8	9
营业费用	15	17	18	20	23
管理费用	16	25	19	20	23
研发费用	16	19	22	23	26
财务费用	-1	-0	-14	-16	-17
资产减值损失	-10	-3	0	0	0
其他收益	4	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	81	99	140	179	229
营业外收入	38	46	50	53	55
营业外支出	6	5	5	5	5
利润总额	114	140	185	226	279
所得税	16	20	27	33	40
净利润	98	120	158	193	239
少数股东损益	1	2	3	4	7
归母净利润	97	118	155	189	232
EBITDA	139	152	190	233	290
EPS(元)	0.81	0.98	1.29	1.57	1.93

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	25.2	8.9	8.4	12.9	20.1
营业利润(%)	58.9	21.9	42.0	27.3	28.2
归属于母公司净利润(%)	47.4	21.8	31.4	21.6	22.9
获利能力					
毛利率(%)	48.9	53.0	56.6	61.1	64.0
净利率(%)	33.9	37.9	46.0	49.5	50.7
ROE(%)	18.6	9.6	11.7	12.7	13.7
ROIC(%)	18.0	8.4	10.6	11.6	12.7
偿债能力					
资产负债率(%)	9.5	3.7	3.7	3.1	3.1
净负债比率(%)	-22.2	-67.0	-67.4	-67.7	-65.8
流动比率	7.4	26.4	26.5	31.8	30.6
速动比率	5.7	24.3	24.6	29.7	28.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	2.7	2.6	2.6	2.6	2.6
应付账款周转率	9.3	8.0	8.0	8.0	8.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.81	0.98	1.29	1.57	1.93
每股经营现金流(最新摊薄)	0.88	1.10	1.23	1.45	1.59
每股净资产(最新摊薄)	4.39	10.40	11.20	12.65	14.42
估值比率					
P/E	53.6	44.0	33.5	27.5	22.4
P/B	9.9	4.2	3.9	3.4	3.0
EV/EBITDA	36.5	28.7	22.6	17.9	14.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835