

嘉必优 (688089.SH)

DHA、SA 高速增长，看好公司中长期成长性

2021年04月30日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

张宇光 (分析师)

方勇 (分析师)

zhangyuguang@kysec.cn

fangyong@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

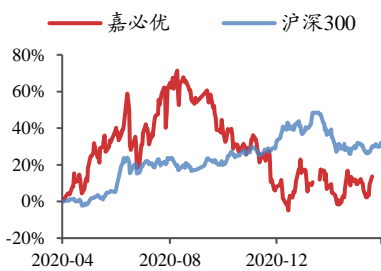
证书编号: S0790520100003

日期	2021/4/30
当前股价(元)	42.49
一年最高最低(元)	64.50/34.34
总市值(亿元)	51.00
流通市值(亿元)	28.25
总股本(亿股)	1.20
流通股本(亿股)	0.65
近3个月换手率(%)	48.76

● 中长期成长性高，维持“买入”评级

公司 2021Q1 实现营收 0.79 亿元，同比增 41.5%，归母净利润 0.34 亿元，同比增 33.1%。收入快速增长主因 2020Q1 基数较低，较 2019Q1 相比收入增 20%，整体表现比较稳健。归母净利润较 2019Q1 增 54%，主因高毛利的 SA 等产品带动利润弹性。预计新国标带来的增量订单集中在 2022 年与 2023 年释放，下调 2021 年归母净利润至 1.60 亿元 (-0.07)、上调 2022 年归母净利润 2.26 亿元 (+0.03)，预计 2023 年归母净利润 3.08 亿元，预计 2021-2023 年 EPS 1.33 元 (-0.06)、1.88 (+0.02)、2.56 元，同比增 22%、41%、36%，当前股价对应 PE 分别为 31.3、22.2、16.2 倍，公司竞争优势突出，中长期成长性高，维持“买入”评级。

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● DHA、SA 业务高速增长

分产品来看: (1) 估计 ARA 收入增速较为稳定，销量增速更快。(2) 估计 DHA 收入大幅增长，一方面得益于飞鹤等客户加大公司 DHA 采购，公司在下游主要客户 DHA 份额继续提升，利用已有客户嫁接 DHA 的逻辑得到充分验证; 另一方面得益于保健品客户的恢复。(3) 估计燕窝酸 SA 继续保持高速增长，主因儿童奶粉需求继续快速增长，SA 量价齐提升。

● 盈利能力整体平稳，净利率略降 2.66pct 主因费用投入加大

2021Q1 毛利率略降 2.44pct，更多是会计政策调整将物流费用纳入成本所致，分产品看预计 SA 毛利率提升至历史新高水平; DHA 毛利率有所提升。销售费用率提升 0.57pct，主因 2020Q1 疫情导致销售业务无法正常开展，而 2021Q1 公司扩大销售力度，相应投入提升。管理费用率升 1.46pct，主因社保减免政策退出。

● 奶粉新国标已经落地，国际市场开拓有望加速

公司在 ARA、DHA 领域具有全球竞争力，产品品质、工艺、成本以及质量管控体系具有领先优势。新国标落地后公司有望充分受益新一轮奶粉配方升级红利，国际市场乳企客户加快推动嘉必优供货，市场开拓有望加速。

● 风险提示: 帝斯曼不履约风险、食品安全风险。

相关研究报告

《公司信息更新报告-补充协议影响全年利润，逻辑兑现渐行渐近》-2021.2.22

《公司信息更新报告-短期继续夯实基础，中长期逻辑不改》-2020.10.28

《公司信息更新报告-收入增速快速恢复，真实盈利能力提升》-2020.8.28

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	312	323	376	497	628
YOY(%)	8.9	3.8	16.3	32.0	26.5
归母净利润(百万元)	118	131	160	226	308
YOY(%)	21.8	10.5	22.3	41.3	36.4
毛利率(%)	53.0	55.0	56.0	61.3	66.7
净利率(%)	37.9	40.4	42.4	45.4	49.0
ROE(%)	9.6	10.2	11.3	13.7	16.0
EPS(摊薄/元)	0.98	1.09	1.33	1.88	2.56
P/E(倍)	42.3	38.3	31.3	22.2	16.2
P/B(倍)	4.0	3.8	3.5	3.1	2.6

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1099	1123	1206	1306	1495	营业收入	312	323	376	497	628
现金	844	847	861	875	990	营业成本	147	145	165	192	209
应收票据及应收账款	119	139	161	236	267	营业税金及附加	5	5	6	7	9
其他应收款	50	37	64	69	99	营业费用	17	15	20	26	32
预付账款	4	3	5	6	8	管理费用	25	27	22	28	33
存货	66	65	84	90	99	研发费用	19	20	23	27	33
其他流动资产	16	31	31	31	31	财务费用	-0	3	-7	-0	4
非流动资产	199	260	298	410	493	资产减值损失	-3	-5	-4	0	0
长期投资	13	17	20	23	26	其他收益	4	4	3	4	3
固定资产	163	148	165	243	307	公允价值变动收益	0	3	1	1	1
无形资产	14	15	13	9	6	投资净收益	0	17	4	5	7
其他非流动资产	9	80	101	135	155	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	1298	1383	1505	1716	1988	营业利润	99	124	159	227	320
流动负债	42	52	51	61	57	营业外收入	46	41	46	42	45
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	5	8	15	6	6
应付票据及应付账款	19	25	25	32	30	利润总额	140	158	190	263	359
其他流动负债	23	28	26	29	27	所得税	20	23	28	38	52
非流动负债	7	7	7	7	7	净利润	120	135	163	226	308
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	2	4	3	0	0
其他非流动负债	7	7	7	7	7	归母净利润	118	131	160	226	308
负债合计	48	59	58	68	64	EBITDA	152	167	197	279	389
少数股东权益	1	6	9	9	9	EPS(元)	0.98	1.09	1.33	1.88	2.56
股本	120	120	120	120	120						
资本公积	871	871	871	871	871	主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	257	328	458	626	836	成长能力					
归属母公司股东权益	1248	1318	1438	1639	1915	营业收入(%)	8.9	3.8	16.3	32.0	26.5
负债和股东权益	1298	1383	1505	1716	1988	营业利润(%)	21.9	25.7	28.3	42.3	41.1
						归属于母公司净利润(%)	21.8	10.5	22.3	41.3	36.4
						获利能力					
						毛利率(%)	53.0	55.0	56.0	61.3	66.7
						净利率(%)	37.9	40.4	42.4	45.4	49.0
						ROE(%)	9.6	10.2	11.3	13.7	16.0
						ROIC(%)	8.4	9.1	10.3	12.8	15.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	3.7	4.3	3.9	4.0	3.2
						净负债比率(%)	-67.0	-63.5	-59.1	-52.7	-51.1
						流动比率	26.4	21.5	23.6	21.3	26.3
						速动比率	24.3	19.8	21.6	19.5	24.1
						营运能力					
						总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
						应收账款周转率	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5
						应付账款周转率	8.0	6.7	6.7	6.7	6.7
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.98	1.09	1.33	1.88	2.56
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.10	1.22	0.86	1.47	2.29
						每股净资产(最新摊薄)	10.40	10.98	11.98	13.66	15.96
						估值比率					
						P/E	42.3	38.3	31.3	22.2	16.2
						P/B	4.0	3.8	3.5	3.1	2.6
						EV/EBITDA	27.4	24.9	21.0	14.8	10.3

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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn