

# 嘉必优 (688089)

证券研究报告

2021年08月24日

## DHA 产能翻倍将贡献业绩, 燕窝酸 SA 市场需求快速增长

**事件:** 公司发布 2021 年半年报, 2021 年上半年实现营收 1.63 亿元, 同比增 8.05%, 实现归母净利润 0.68 亿元, 同比降 5.12%; 第二季度实现营收 0.84 亿元, 同比降 11.51%, 实现归母净利润 0.34 亿元, 同比降 26.26%。

**嘉必优: 国内 ARA 领军企业, DHA、SA、BC 三业务上半年实现高增长**

2021 年 1-6 月, 公司除业绩主力产品 ARA 外, 新业务产品业绩均表现优异: 1) DHA 营收同比增 88.81%, 得益于健康产品市场的恢复; 2) 燕窝酸 SA 营收同比增 91.68%, 得益于在儿童产品领域应用的持续增加; 3)  $\beta$  胡萝卜素 BC 营收同比增 173.60%, 因与客户签订了长期稳定的供货合同。

**DHA 产能扩建进展顺利, 为《新国标》带来的添加剂需求增长做好准备**

公司紧抓新食品安全婴幼儿系列国家标准发布契机, 将新国标落地工作作为 2021-2022 年的工作重点。公司 ARA&DHA 新增产能项目建设按照进度计划推进, 自 2021 年 1 月正式动工以来: 1) 微生物油脂扩建二期项目(计划新增 ARA 油脂产能 150 吨/年、藻油 DHA 产能 450 吨/年, 预计于 2022 年底全部投产)。截至 6 月 30 日, 该项目土建工程完成基础施工, 主要设备签订采购合同, 完成 DHA 发酵阶段性改造。目前已新增藻油 DHA 产能 120 吨, 完成 DHA 方面总进度的 27%, 目前公司合计藻油 DHA 产能为 225 吨, 较去年同期产能 105 吨已翻倍。新产能已签署采购合同 0.93 亿元; 2) 多不饱和脂肪酸油脂微胶囊生产线扩建项目。截至 6 月 30 日, 该项目工程主体结构浇筑成型, 设备采购和管道及设备安装工程完成发包, 已签署采购合同 1.04 亿元。

**燕窝酸 SA: 下游多领域市场需求快速增长, 公司已着手新产能扩建**

SA 是公司目前的第三大核心产品, 属于复杂碳水化合物, 学理功能丰富, 是一种新型功能性原料, 可广泛应用于乳品、保健品、饮料、个护及美妆等领域, 发展空间广阔。21 年 6 月 29 日, 公司 SA 产品获得国内首个国产化妆品新原料备案, 其应用领域正式从人类营养扩展到化妆品领域。报告期内, 公司已在对其 SA 现有产能着手进行改造和扩产。此外, 公司对乳低聚糖 HMOs、OPO 结构脂等多种产品的技术开发工作也在持续推进。

**投资建议:** 预计 2021-2023 年, 公司实现营收 3.69/5.16/7.31 亿元, 净利润 1.73/2.51/3.34 亿元, 对应 EPS 1.44/2.09/2.78 元/股。公司作为国内 ARA&DHA 龙头, 受益新国标打开国内婴配粉添加需求空间+国际市场随帝斯曼专利到期加速开拓步伐=未来多年业绩随产能释放稳步高增长, 同时 SA 食品+化妆品市场应用空间潜力大, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 客户集中度较高的风险、食品安全及产品质量控制/安全生产/原材料和能源价格波动/产品市场容量相对有限风险、与帝斯曼签署相关协议的风险、核心竞争力风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	311.55	323.46	368.90	515.77	730.60
增长率(%)	8.89	3.82	14.05	39.81	41.65
EBITDA(百万元)	149.74	182.24	184.59	289.80	409.14
净利润(百万元)	118.17	130.59	173.10	250.76	333.63
增长率(%)	21.85	10.50	32.56	44.86	33.05
EPS(元/股)	0.98	1.09	1.44	2.09	2.78
市盈率(P/E)	54.07	48.93	36.91	25.48	19.15
市净率(P/B)	5.12	4.85	4.44	3.96	3.46
市销率(P/S)	20.51	19.76	17.32	12.39	8.75
EV/EBITDA	24.15	20.95	29.23	18.38	12.74

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	53.25 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	120.00
流通 A 股股本(百万股)	66.74
A 股总市值(百万元)	6,390.00
流通 A 股市值(百万元)	3,553.91
每股净资产(元)	11.00
资产负债率(%)	5.90
一年内最高/最低(元)	64.50/34.34

### 作者

**吴立** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

**刘畅** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110520010001  
liuc@tfzq.com

**戴飞** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110520060004  
daifei@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

1 《嘉必优-首次覆盖报告: 婴配粉添加剂隐形冠军, 受益行业变革步入快速发展期!》 2021-08-08

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	844.32	847.32	973.11	1,039.80	1,153.01
应收票据及应收账款	119.27	139.29	144.04	229.44	299.60
预付账款	3.64	3.17	2.54	5.77	6.75
存货	65.86	65.48	79.65	110.66	168.41
其他	65.98	67.89	77.73	97.67	133.31
<b>流动资产合计</b>	<b>1,099.06</b>	<b>1,123.14</b>	<b>1,277.06</b>	<b>1,483.34</b>	<b>1,761.08</b>
长期股权投资	12.96	16.92	16.92	16.92	16.92
固定资产	162.96	148.27	122.52	156.77	119.77
在建工程	0.74	1.25	41.25	0.00	0.00
无形资产	14.30	14.54	13.10	11.65	10.21
其他	7.80	78.71	31.28	39.26	49.75
<b>非流动资产合计</b>	<b>198.77</b>	<b>259.68</b>	<b>225.07</b>	<b>224.60</b>	<b>196.65</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,297.83</b>	<b>1,382.82</b>	<b>1,502.13</b>	<b>1,707.94</b>	<b>1,957.73</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	18.78	24.53	19.30	40.81	45.39
其他	22.91	27.79	27.18	28.50	31.56
<b>流动负债合计</b>	<b>41.70</b>	<b>52.32</b>	<b>46.47</b>	<b>69.31</b>	<b>76.96</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	6.56	6.98	6.24	6.59	6.60
<b>非流动负债合计</b>	<b>6.56</b>	<b>6.98</b>	<b>6.24</b>	<b>6.59</b>	<b>6.60</b>
<b>负债合计</b>	<b>48.26</b>	<b>59.30</b>	<b>52.71</b>	<b>75.91</b>	<b>83.56</b>
少数股东权益	1.24	5.59	9.61	16.70	25.29
股本	120.00	120.00	120.00	120.00	120.00
资本公积	870.72	870.72	870.72	870.72	870.72
留存收益	1,128.05	1,198.63	1,319.81	1,495.33	1,728.88
其他	(870.42)	(871.42)	(870.72)	(870.72)	(870.72)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,249.58</b>	<b>1,323.52</b>	<b>1,449.42</b>	<b>1,632.04</b>	<b>1,874.17</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,297.83</b>	<b>1,382.82</b>	<b>1,502.13</b>	<b>1,707.94</b>	<b>1,957.73</b>

  

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	119.75	134.94	173.10	250.76	333.63
折旧摊销	28.98	26.01	27.19	38.44	38.44
财务费用	0.47	(0.94)	(4.20)	(4.64)	(5.06)
投资损失	(0.16)	(16.93)	(16.00)	(11.03)	(14.65)
营运资金变动	(26.38)	(73.10)	(0.81)	(124.37)	(167.37)
其它	9.29	75.89	0.50	7.09	8.59
<b>经营活动现金流</b>	<b>131.95</b>	<b>145.88</b>	<b>179.78</b>	<b>156.24</b>	<b>193.58</b>
资本支出	13.72	15.59	40.74	29.65	(0.01)
长期投资	(0.76)	3.96	0.00	0.00	0.00
其他	(26.24)	(100.03)	(47.70)	(48.61)	14.67
<b>投资活动现金流</b>	<b>(13.28)</b>	<b>(80.48)</b>	<b>(6.96)</b>	<b>(18.97)</b>	<b>14.65</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	649.06	(3.52)	4.90	4.64	5.06
其他	(46.22)	(60.43)	(51.93)	(75.23)	(100.09)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>602.84</b>	<b>(63.95)</b>	<b>(47.03)</b>	<b>(70.58)</b>	<b>(95.03)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>721.50</b>	<b>1.46</b>	<b>125.79</b>	<b>66.69</b>	<b>113.21</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>311.55</b>	<b>323.46</b>	<b>368.90</b>	<b>515.77</b>	<b>730.60</b>
营业成本	146.52	145.49	160.08	210.36	308.15
营业税金及附加	5.08	4.60	5.16	7.22	10.23
营业费用	17.47	14.62	14.02	12.89	10.96
管理费用	25.33	27.05	27.24	27.34	27.03
研发费用	18.72	20.38	20.47	20.63	21.19
财务费用	(0.44)	2.53	(4.20)	(4.64)	(5.06)
资产减值损失	(3.45)	(4.57)	(3.00)	(3.00)	(3.00)
公允价值变动收益	0.00	3.02	(3.52)	0.00	0.00
投资净收益	0.16	16.93	16.00	11.03	14.65
其他	3.37	(30.80)	(24.96)	(22.06)	(29.31)
<b>营业利润</b>	<b>98.78</b>	<b>124.20</b>	<b>161.60</b>	<b>256.00</b>	<b>375.76</b>
营业外收入	46.35	41.10	50.00	51.00	30.00
营业外支出	5.39	7.57	5.00	5.98	6.18
<b>利润总额</b>	<b>139.75</b>	<b>157.73</b>	<b>206.60</b>	<b>301.02</b>	<b>399.57</b>
所得税	20.00	22.80	29.47	43.17	57.35
<b>净利润</b>	<b>119.75</b>	<b>134.94</b>	<b>177.13</b>	<b>257.84</b>	<b>342.22</b>
少数股东损益	1.58	4.35	4.02	7.09	8.59
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>118.17</b>	<b>130.59</b>	<b>173.10</b>	<b>250.76</b>	<b>333.63</b>
每股收益(元)	0.98	1.09	1.44	2.09	2.78

  

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	8.89%	3.82%	14.05%	39.81%	41.65%
营业利润	21.91%	25.74%	30.11%	58.42%	46.78%
归属于母公司净利润	21.85%	10.50%	32.56%	44.86%	33.05%
<b>获利能力</b>					
毛利率	52.97%	55.02%	56.61%	59.21%	57.82%
净利率	37.93%	40.37%	46.92%	48.62%	45.67%
ROE	9.47%	9.91%	12.02%	15.52%	18.05%
ROIC	21.24%	27.28%	35.14%	48.38%	57.42%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	3.72%	4.29%	3.51%	4.44%	4.27%
净负债率	-67.57%	-64.02%	-67.14%	-63.71%	-61.52%
流动比率	26.36	21.47	27.48	21.40	22.88
速动比率	24.78	20.22	25.77	19.80	20.70
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.59	2.50	2.60	2.76	2.76
存货周转率	4.67	4.93	5.08	5.42	5.24
总资产周转率	0.33	0.24	0.26	0.32	0.40
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.98	1.09	1.44	2.09	2.78
每股经营现金流	1.10	1.22	1.50	1.30	1.61
每股净资产	10.40	10.98	12.00	13.46	15.41
<b>估值比率</b>					
市盈率	54.07	48.93	36.91	25.48	19.15
市净率	5.12	4.85	4.44	3.96	3.46
EV/EBITDA	24.15	20.95	29.23	18.38	12.74
EV/EBIT	29.94	24.44	34.28	21.20	14.06

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com