



核心观点

❖ 专注营养素生产研发，公司是全球 ARA 产品主要供应商

公司是国内 ARA 产业重要的开拓者和市场推动者，产品打破国外技术垄断，填补了国内空白，也是全球 ARA 产品主要供应商之一。公司 ARA 占全球市场规模的 18%，市占率较高，是国内第一的 ARA 供应商，藻油 DHA 占藻油 DHA 市场规模的 2.7%，占 DHA 市场规模的 0.23%。2020 年营业收入和归属于母公司净利润为 3.23、1.31 亿元，2015-2020 年 CAGR 分别为 11.28%、45.63%。毛利率净利率分别为 55.02%、41.72%，在行业中处于领先水平。ARA、DHA 产销比 2020 年达到 97.02%、110.80%，动销情况良好。2018 年扩产后拥有 ARA、藻油 DHA 产能 420、105 吨/年，募资新建产能预计在 2022 年底达产，扩建完成后公司 ARA 产能为 570 吨/年，藻油 DHA 产能 555 吨/年。随着产能释放，将大幅增强公司的生产盈利能力。

❖ 核心产品迎来新机遇，SA 新运用领域打开成长空间

1、2021 年公布的奶粉新国标将在 2023 年执行，新国标比现行国标 DHA、ARA 添加量最大值分别增长约 37%、36%。现有奶粉在 DHA 的添加与新国标有大差距，一段、二段、三段产品的平均 DHA 含量与新国标最低标准分别有 19%、19%、59% 的差距，ARA 三段奶粉的添加中仍有 25% 的差距，随着三胎政策落地以及新国标实行，将极大促进奶粉及 DHA、ARA 产品的增长。2、公司与帝斯曼专利协议将在 2023 年到期，届时公司生产和销售 ARA 产品将不再受到限制，有望迎来提高境外市场 ARA 份额的潜在机会。3、公司的 SA 产品在保健品、奶粉、药品等领域均有运用，2021 年 6 月还通过国家药监局化妆品新原料的备案，将业务拓展至化妆品领域。目前市面上只有嘉必优生产的 SA 能够用于化妆品原料，新拓展领域有望助力公司业绩快速发展。

❖ 首次覆盖给予“增持”评级

预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 3.69、4.72、6.44 亿元；归属于母公司股东的净利润分别为 1.39、1.76、2.36 亿元；对应 EPS 分别为 1.16、1.47、1.97 元/股，对应 PE 分别为 49.94、39.36、29.43 倍，首次覆盖给予增持评级。

风险提示：食品安全风险；原材料价格波动；新产品应用拓展不达预期等。

盈利预测与估值

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万)	323.46	368.55	472.40	643.59
+/-%	3.82	13.94	28.18	36.24
净利润(百万)	130.59	139.02	176.36	235.87
+/-%	10.50	6.46	26.86	33.74
EPS(元)	1.09	1.16	1.47	1.97
PE	53.16	49.94	39.36	29.43

资料来源：招股说明书，预测截止日期 2021 年 09 月 07 日，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

证券研究报告

所属部门 | 行业公司部

报告类别 | 公司深度

所属行业 | 食品饮料

报告时间 | 2021/09/07

分析师

欧阳宇剑

证书编号：S1100517020002

ouyangyujian@cczq.com

联系人

何宇航

证书编号：S1100120090004

heyuhang@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、公司是国内最早从事营养素的高新技术企业之一	5
1.1 专注营养素生产研发，全球 ARA 产品主要供应商	5
1.2 业绩稳定增长，盈利能力较强	5
1.3 股权结构集中且清晰	8
二、ARA、DHA、SA 等营养素市场发展前景广阔	9
2.1 ARA 和 DHA 增长稳健，亚太有望成为最主要消费市场	9
2.2 SA 和其他营养素市场平稳增长	12
2.3 婴幼儿配方食品和保健食品助力 ARA 和 DHA 需求增长	13
三、核心技术打造优质产品力	15
3.1 公司研发投入高，专利较多，具有较强技术壁垒	15
3.2 产销情况良好，产能扩张增强核心竞争力	18
四、核心产品迎来新机遇，SA 新运用领域打开成长空间	20
4.1 新国标以及三胎政策将有望在需求端提供发展动力	20
4.2 国际市场有序开拓，专利协议到期后海外业务有望快速发展	23
4.3 稳步推进“三拓展”战略，通过 SA 拓展个护美妆领域	25
五、投资建议	30
风险提示	31

图表目录

图 1:	嘉必优发展历程	5
图 2:	营业收入持续增长	6
图 3:	净利润有较大提升, 短期承压	6
图 4:	销售费用率较为稳定	6
图 5:	管理费用率有所下滑	6
图 6:	期间费用率处于行业中游	7
图 7:	盈利能力持续提升	7
图 8:	毛利率行业领先	7
图 9:	净利率行业领先	7
图 10:	嘉必优股权结构清晰、集中 (截止 2021H1)	8
图 11:	ARA 产品的主要作用	10
图 12:	DHA 市场规模稳定增长	10
图 13:	全球 ARA 和藻油 DHA 市场快速增长	10
图 14:	中国 ARA 和藻油 DHA 市场快速增长	10
图 15:	ARA 市场销量稳定增长	11
图 16:	ARA 市场规模稳定增长	11
图 17:	DHA 市场销量稳定增长	11
图 18:	DHA 市场规模稳定增长	11
图 19:	2018 年 ARA 和藻油 DHA 应用领域	12
图 20:	2026 年 ARA 和藻油 DHA 应用领域	12
图 21:	2018 年北美为主要消费市场	12
图 22:	2026 年亚太有望成为主要消费市场	12
图 23:	B-胡萝卜素市场规模稳定增长	13
图 24:	对 ARA 市场需求稳定增长	14
图 25:	对于 Ω -3 系列脂肪酸的市场需求	14
图 26:	婴幼儿奶粉对 ARA 市场需求稳定增长	14
图 27:	婴幼儿奶粉对 Ω -3 系列脂肪酸市场需求	14
图 28:	健康食品对 ARA 市场需求稳定增长	15
图 29:	健康食品对于 Ω -3 系列脂肪酸市场需求	15
图 30:	全球健康食品市场稳定增长	15
图 31:	中国保健品市场快速增长	15
图 32:	研发投入持续维持高位	16
图 33:	研发投入占比行业中领先	16
图 34:	公司研发人员较多	16
图 35:	公司研发人员占比行业领先	16
图 36:	新产品增长迅速	19
图 37:	各产品线毛利率逐步提升	19
图 38:	公司应收款项增多	20
图 39:	公司存货持续下滑	20
图 40:	二胎政策实施后出生人口显著提高	22
图 41:	二胎数量占比维持在 50% 左右	22
图 42:	帝斯曼补偿款占利润总额持续下降	24

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

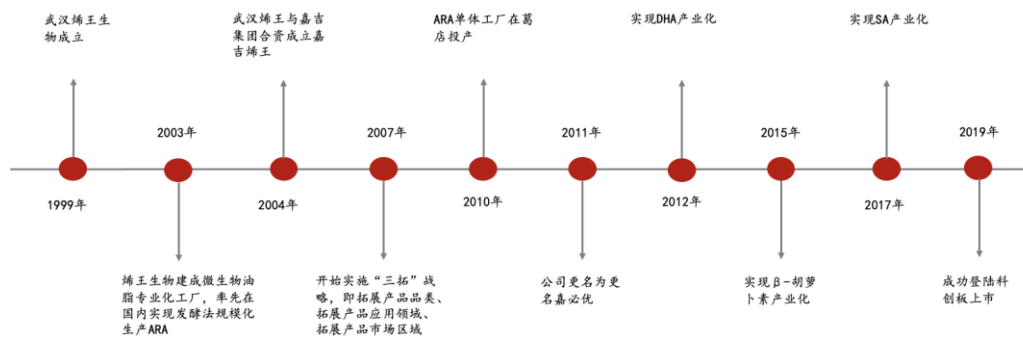
图 43:	海外产品毛利率显著高于国内	24
图 44:	国外收入持续提升	25
图 45:	国外收入占比不断提高	25
图 46:	燕窝酸在配方奶粉的运用	26
图 47:	燕窝酸在保健食品的运用	26
图 48:	燕窝酸在药品领域的运用	26
图 49:	燕窝酸在化妆品领域的运用	26
图 50:	2017 年中科光谷为嘉必优控股子公司	27
图 51:	2021 年中科光谷为嘉必优全资子公司	27
图 52:	中科光谷的燕窝酸成为新规施行后首批备案成功的化妆品新原料之一	27
图 53:	中科光谷的燕窝酸微生物发酵技术	28
图 54:	SA 收入增长迅速	29
图 55:	SA 毛利率和占应收比重持续提升	29
表格 1.	嘉必优杜邦分析	7
表格 2.	嘉必优获得专利情况	17
表格 3.	嘉必优在研项目情况	17
表格 4.	嘉必优募资新建研发中心	18
表格 5.	嘉必优核心产品产销情况	18
表格 6.	嘉必优募资新建产能情况	20
表格 7.	我国二胎、三胎政策梳理	21
表格 8.	我国市面上主要国产奶粉品牌热销产品中 DHA、ARA 含量有较大提升空间	21
表格 9.	我国二胎、三胎政策梳理	22
表格 10.	公司与帝斯曼签订的相关协议	23
表格 11.	公司与帝斯曼 2021 年签署《加工及供货协议修正案 1 号》	24
表格 12.	可比上市公司盈利预测及估值表	30

一、公司是国内最早从事营养素的高新技术企业之一

1.1 专注营养素生产研发，全球 ARA 产品主要供应商

嘉必优是国内生产营养素的领先企业。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，是国内 ARA 产业重要的开拓者和市场推动者，产品打破了国外技术垄断，填补了国内空白，也是全球 ARA 产品主要的供应商之一。近年来，公司成功研制藻油 DHA、SA 等，相关产品销售收入保持快速增长态势。公司的主营业务包括多不饱和脂肪酸 ARA 和藻油 DHA 以及 SA、天然 β -胡萝卜素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、营养健康食品和特殊医学用途配方食品等领域。

图 1：嘉必优发展历程

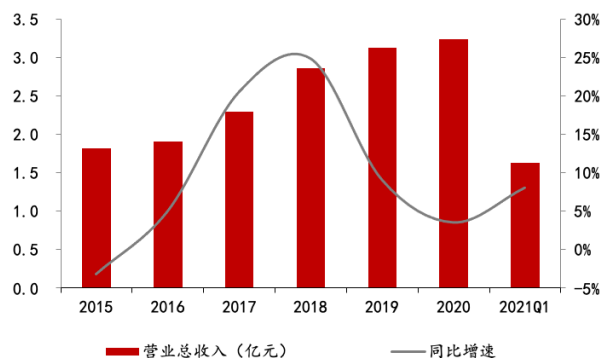


资料来源：公司官网，公司公告，川财证券研究所

1.2 业绩稳定增长，盈利能力较强

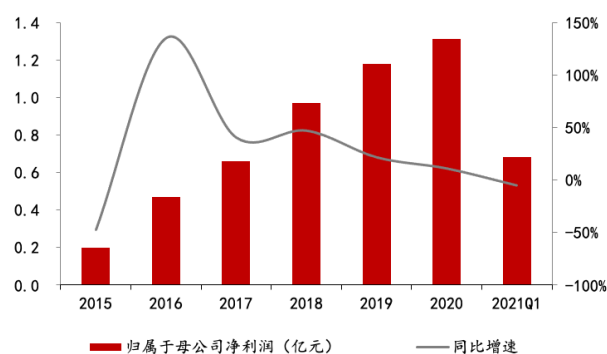
营收和归属于母公司净利润持续稳定增长。营业收入从 2015 年的 1.81 亿元提升至 2020 年的 3.23 亿元，CAGR 为 11.28%，归属于母公司净利润从 2015 年的 0.20 亿元增长至 2020 年的 1.31 亿元，CAGR 为 45.63%。2021 年上半年实现营业收入和归属于母公司净利润分别为 1.63、0.68 亿元，分别同比增长 8.05%、-5.12%，净利润下滑主要系为拓张化妆品等新领域，短期销售和研发费用投放较大。

图 2：营业收入持续增长



资料来源：公司公告，川财证券研究所

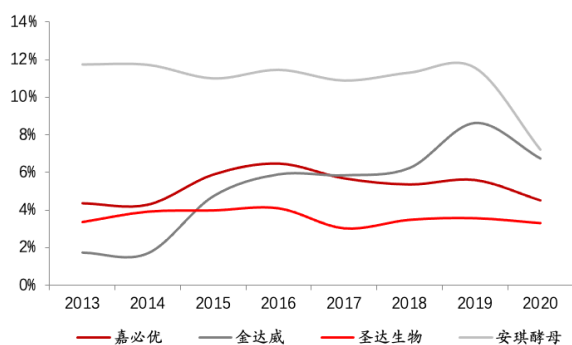
图 3：净利润有较大提升，短期承压



资料来源：公司公告，川财证券研究所

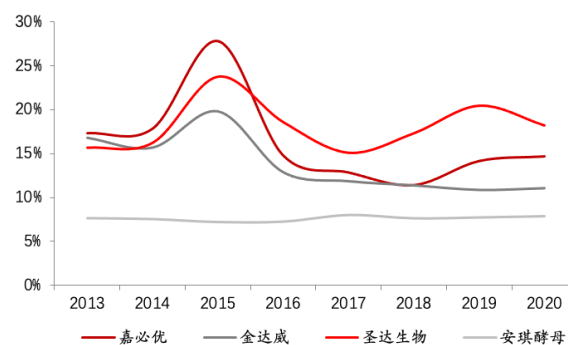
费用情况稳定，盈利能力行业领先。从费用情况看，销售费用较低，2020 年 4.52%，主要为职工薪酬和业务开发费用；管理费用率整体有所下滑，仍处在行业较高水平，2020 年为 14.66%，主要系疫情停工损失费用较高。期间费用处在行业中游水平，2020 年为 19.97%。从盈利能力看，毛利率从 2013 年的 51.44%提升到 2020 年的 55.02%，净利率从 2013 年的 23.34%提升至 2020 年的 41.72%，盈利能力增长显著，与可比公司相比处于领先地位。

图 4：销售费用率较为稳定



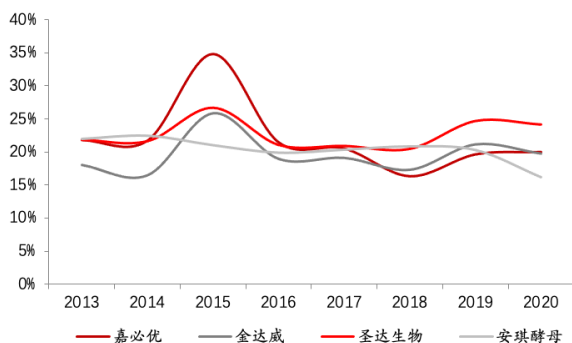
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 5：管理费用率有所下滑



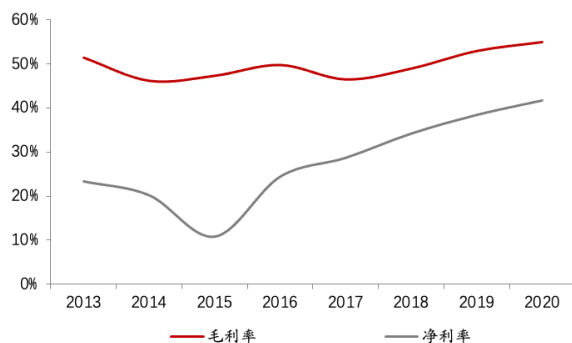
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 6：期间费用率处于行业中游



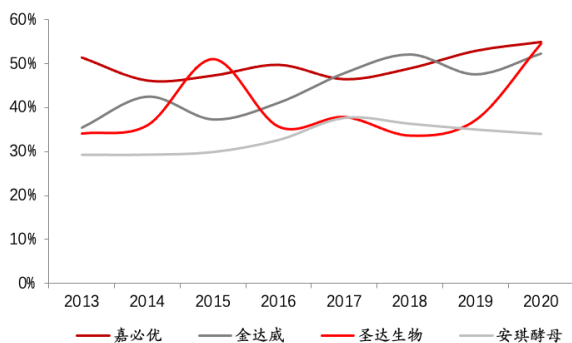
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 7：盈利能力持续提升



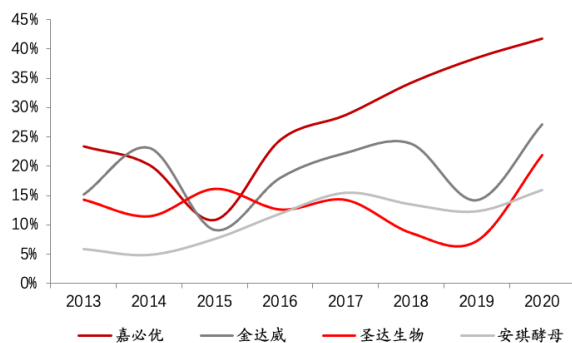
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 8：毛利率行业领先



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 9：净利率行业领先



资料来源：公司公告，川财证券研究所

ROE 水平较低，主要受到权益乘数和总资产周转率影响。公司 ROE 水平维持在 10% 以上，2019 年有明显下滑，主要系公司 IPO 后募集资金到位使得总资产大幅提高，总资产周转率下滑所致。公司权益乘数在可比公司中也处于较低位置，2020 年资产负债率仅为 4.29%，这也是公司可以提高的地方，随着杠杆率的增长，公司 ROE 水平有望提升。

表格 1. 嘉必优杜邦分析

公司	杜邦分析	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
嘉必优	ROE	8.42%	4.76%	12.38%	15.14%	19.55%	13.32%	10.18%
	净利率	20.19%	10.79%	24.42%	28.70%	34.19%	38.44%	41.72%
	权益乘数	1.09	1.15	1.21	1.13	1.10	1.06	1.04
	总资产周转率	0.38	0.38	0.41	0.47	0.53	0.33	0.24
金达威	ROE	14.20%	7.82%	16.54%	20.39%	24.98%	15.21%	30.28%
	净利率	23.17%	9.14%	18.05%	22.31%	23.89%	14.22%	27.21%

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

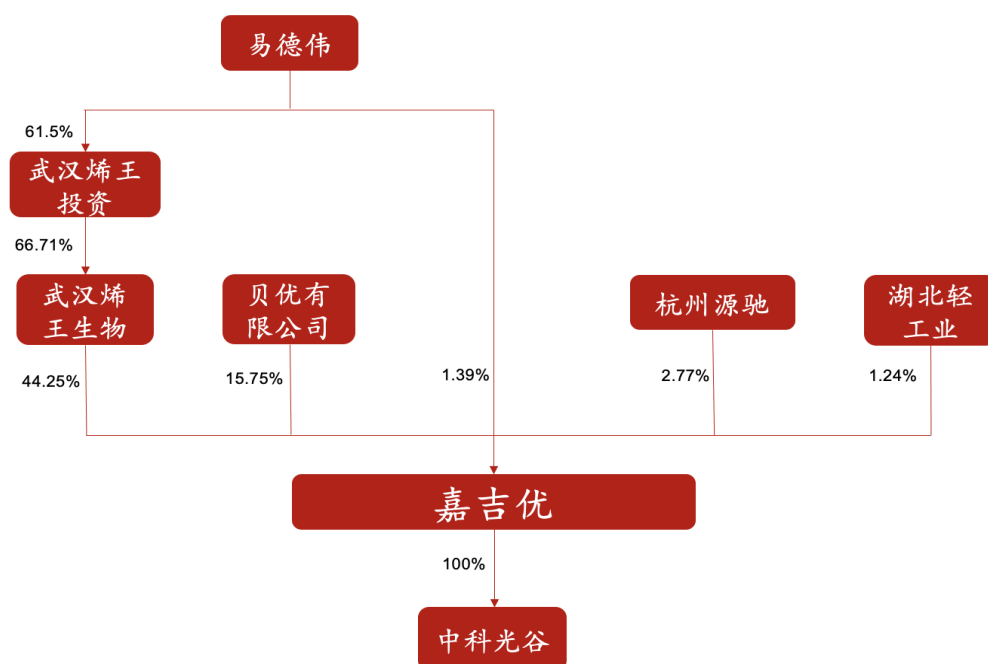
圣达生物	权益乘数	1.09	1.51	1.62	1.38	1.44	1.57	1.55
	总资产周转率	0.56	0.55	0.57	0.65	0.73	0.69	0.71
	ROE	14.45%	22.70%	13.86%	12.01%	5.71%	5.62%	18.04%
	净利率	11.50%	16.16%	12.64%	14.28%	8.64%	7.27%	21.90%
	权益乘数	1.74	1.53	1.55	1.43	1.44	1.66	1.48
安琪酵母	总资产周转率	0.72	0.92	0.71	0.59	0.44	0.37	0.54
	ROE	5.30%	9.56%	17.01%	23.88%	21.06%	19.34%	25.12%
	净利率	4.84%	7.56%	11.88%	15.46%	13.46%	12.28%	15.92%
	权益乘数	2.27	2.13	2.06	2.09	2.09	2.03	1.90
	总资产周转率	0.58	0.68	0.75	0.78	0.79	0.81	0.86

资料来源：公司公告，川财证券研究所

1.3 股权结构集中且清晰

公司股权集中，实控人为董事长易德伟。嘉必优于 2004 年 8 月由嘉吉子公司和武汉烯王设立，嘉吉为嘉必优的控股股东，持股比例达 51%。2012 年 6 月武汉烯王增资嘉必优，取代嘉吉成为控股股东。2015 年嘉吉的子公司将嘉必优 49% 的股份进行转让，受让方为武汉烯王、贝优有限、湖北新能源、杭州源驰、长洪上海。截止 2021 年上半年，董事长易德伟通过烯王投资以及武汉烯王间接控制嘉必优 50% 以上的表决权，为公司的实际控制人。

图 10：嘉必优股权结构清晰、集中（截止 2021H1）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

二、ARA、DHA、SA 等营养素市场发展前景广阔

2.1 ARA 和 DHA 增长稳健，亚太有望成为最主要消费市场

ARA 是花生四烯酸(Arachidonic Acid)的简称，又称二十碳四烯酸，是一种多不饱和脂肪酸。ARA 作为人体生长和发育所必需的脂肪酸之一，对于婴幼儿大脑和神经系统的发育至关重要，同时 ARA 是机体一系列生理调节激素的前体物质，对脂、糖代谢、凝血机制、肌肉生长、睡眠及免疫等生理活动具有调节作用。由于婴幼儿自身合成 ARA 能力较低，从外界摄入足量的 ARA 对婴幼儿的健康发育具有重要意义。全球市场上已在婴幼儿食品中广泛添加 ARA。公司通过微生物发酵技术生产 ARA 产品，主要用于婴幼儿配方奶粉和食品领域。按照产品形态，公司 ARA 产品可分为油剂与粉剂两种类型，ARA 油剂产品成本相对较低，应用场景相对较少，除少部分直接销售外，大部分用于加工成粉剂产品；ARA 粉剂颗粒度、流动性、溶解性等物理性状与奶粉、运动营养品等近似，可直接用于干混工艺生产婴幼儿配方奶粉产品。

DHA 是二十二碳六烯酸(Docosahexaenoic Acid)的简称，是神经系统细胞(如大脑和视网膜细胞)生长及维持所需的一种重要的多不饱和脂肪酸，人体自身难以合成，须从外界摄取。DHA 可促进婴幼儿视力及智力发育，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、预防心血管疾病等具有积极的保健功能。根据 DHA 的来源不同，主要分为鱼油 DHA 和藻油 DHA。鱼油 DHA 主要来自深海鱼类，食用历史悠久，市场规模较大。藻油 DHA 主要来源于海洋微藻，具有食品安全和质量可控、可追溯、产出不受资源限制等优势，近年来藻油 DHA 市场规模呈快速增长趋势。公司目前通过微生物发酵技术生产藻油 DHA，主要应用于婴幼儿配方食品、膳食营养补充剂和健康食品等领域。公司 DHA 产品分为油剂与粉剂两种类型，DHA 油剂产品除少部分直接销售外，大部分用于加工成 DHA 粉剂产品。

图 11：ARA 产品的主要作用



资料来源：公司公告，川财证券研究所

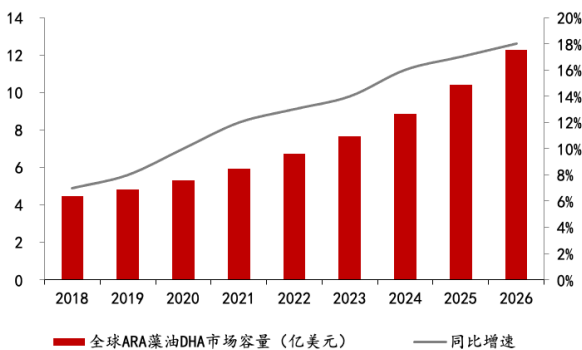
图 12：DHA 市场规模稳定增长



资料来源：公司公告，川财证券研究所

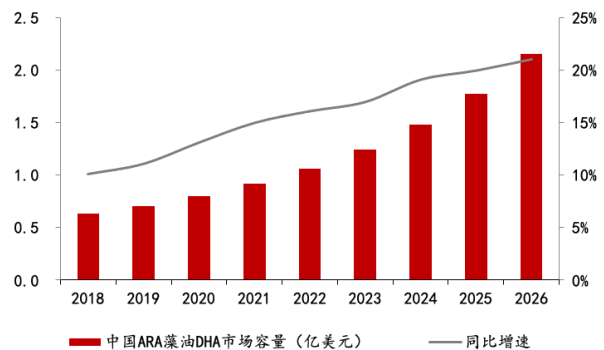
ARA 和藻油 DHA 市场规模稳健增长。根据 Coherent Market Insights 的报告，全球 ARA 和藻油 DHA 市场容量从 2018 年的 4.47 亿美元增长至 2026 年的 12.26 亿美元，CAGR 为 13.45%。亚太市场的 ARA 及藻油 DHA 需求量保持较快增长，其中中国市场同样保持高速增长。中国市场容量从 2018 年的 0.63 亿美元增长至 2026 年的 2.15 亿美元。CAGR 为 16.47%，高于全球市场 13.45% 的增长速度。

图 13：全球 ARA 和藻油 DHA 市场快速增长



资料来源：Coherent Market Insights，公司公告，川财证券研究所

图 14：中国 ARA 和藻油 DHA 市场快速增长



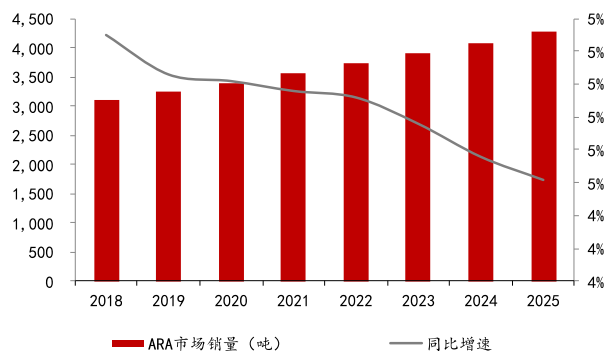
资料来源：Coherent Market Insights，公司公告，川财证券研究所

具体来看，ARA 和 DHA 销量和市场规模均有望快速增长。2018 年全球 ARA 市场销量将达到 3091 吨，预计到 2025 年将达到 4265 吨，未来几年呈平稳增长态势。ARA 市场规模预计将从 1.90 亿美元提升至 2025 年的 2.81 亿美元。根据 Allied Market Research 数据显示，全球 DHA 市场规模从 2019 年的 30.55 亿美元，提升到 2022 年的 52.66 亿美元，CAGR 为 14.58%。其中鱼油 DHA 市场规模约为 27.98 亿美元，藻油 DHA 市场规模约为 2.57 亿美元，鱼油 DHA 市场规模占比超过 90%。藻油 DHA 市场规模将从 2018 年的 2.57 亿美元将增长到 2026 年的 9.45 亿美元，CAGR 为 17.67%。销量方面，2018 年全球 DHA 市场销量为

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

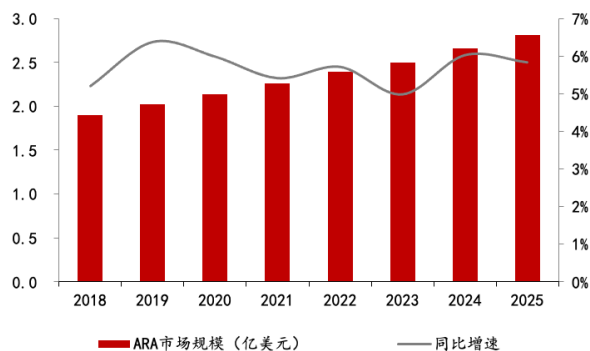
13.40 万吨，预计到 2022 年将增长至 22.96 万吨，CAGR 为 14.41%，呈快速增长态势。

图 15：ARA 市场销量稳定增长



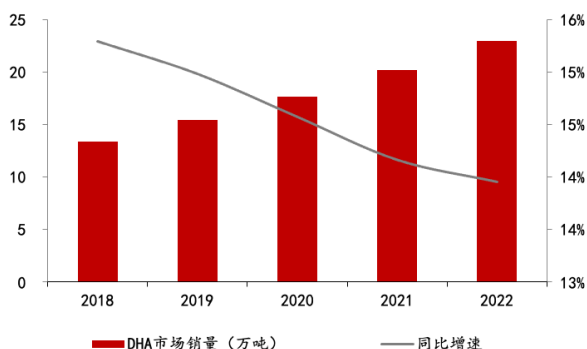
资料来源：Grand View Research，公司公告，川财证券研究所

图 16：ARA 市场规模稳定增长



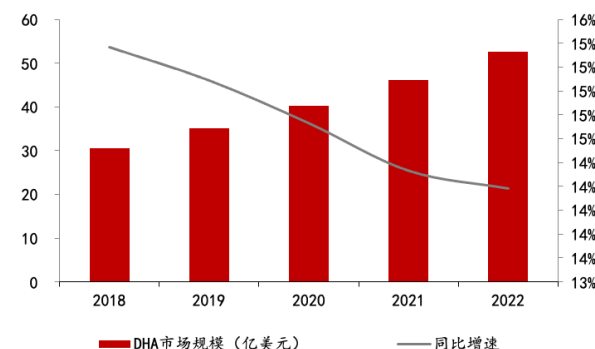
资料来源：Grand View Research，公司公告，川财证券研究所

图 17：DHA 市场销量稳定增长



资料来源：Allied Market Research，公司公告，川财证券研究所

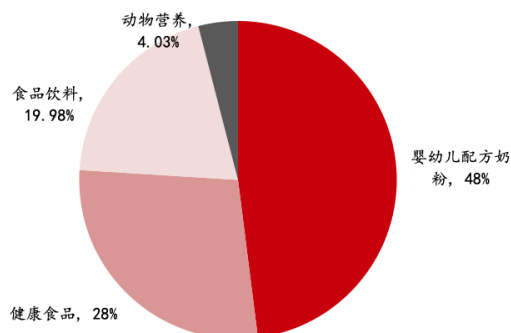
图 18：DHA 市场规模稳定增长



资料来源：Allied Market Research，公司公告，川财证券研究所

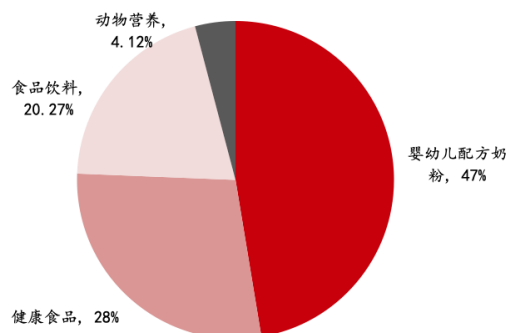
婴幼儿配方奶粉和健康食品为主要应用领域。全球的 ARA 和藻油 DHA 主要应用于婴幼儿配方奶粉、健康食品、动物营养、食品饮料四大领域。各应用领域需求均呈逐年上涨趋势，为行业增长提供广阔空间。其中婴幼儿配方奶粉和健康食品是 ARA 和藻油 DHA 最主要的应用领域。婴幼儿配方奶粉运用占市场容量的比例达到约 50%，预计到 2026 年需求将占到全行业的 47.43%，市场容量为 5.81 亿美元；健康食品对 ARA 和藻油 DHA 的需求将达到 3.45 亿美元，占全行业的 28.18%。

图 19：2018 年 ARA 和藻油 DHA 应用领域



资料来源：Coherent Market Insights，公司公告，川财证券研究所

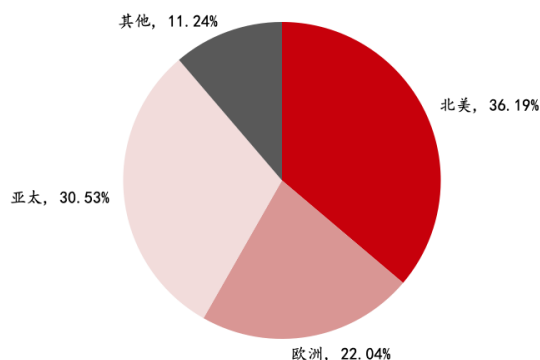
图 20：2026 年 ARA 和藻油 DHA 应用领域



资料来源：Coherent Market Insights，公司公告，川财证券研究所

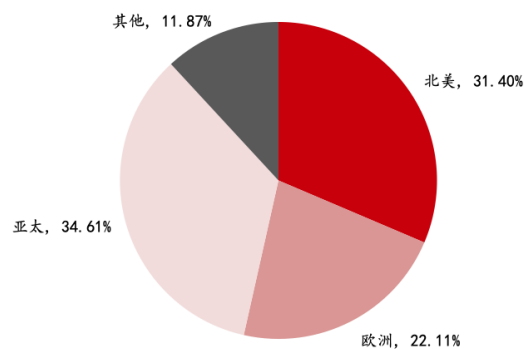
亚太地区有望超过北美成为全球主要消费市场。全球的 ARA 和藻油 DHA 的市场主要分布在北美、欧洲和亚太地区，预计到 2026 年，亚太地区的市场份额将超过北美，成为全球 ARA 和藻油 DHA 最大的消费市场。北美地区市场份额将从 2018 年的 36.19% 下降至 2026 年的 31.40%；亚太地区市场份额将从 2018 年的 30.53% 增加至 2026 年的 34.61%。

图 21：2018 年北美为主要消费市场



资料来源：Coherent Market Insights，公司公告，川财证券研究所

图 22：2026 年亚太有望成为主要消费市场



资料来源：Coherent Market Insights，公司公告，川财证券研究所

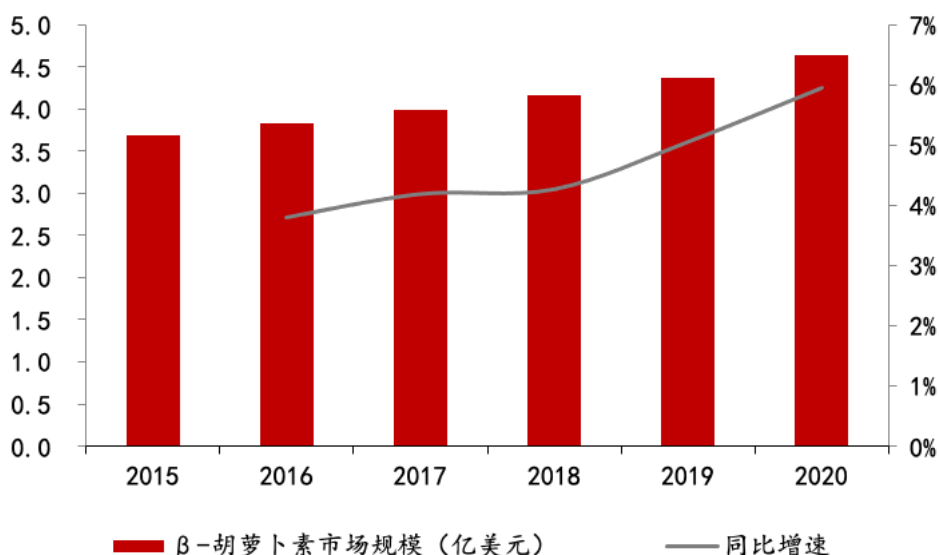
2.2 SA 和其他营养素市场平稳增长

SA 即唾液酸(Sialic Acid)，是燕窝的主要功效成分，具有促进智力发育、抗病毒、调节免疫能力等作用，公司通过微生物发酵技术生产 SA，主要应用于健康食品中，同时在生物制药、化妆品方面也有较好的应用前景。 β -胡萝卜素是一种安全的维生素 A 源，在机体内发挥补充维生素 A、抗氧化、保持细胞活力的作用，应用于膳食补充剂和健康食品领域。全球 β -胡萝卜素市场规

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

模稳步增长。2015 年全球 β -胡萝卜素市场规模为 3.69 亿美元，预计到 2020 年将达到 4.63 亿美元，CAGR 为 4.60%，呈平稳增长态势。

图 23： β -胡萝卜素市场规模稳定增长

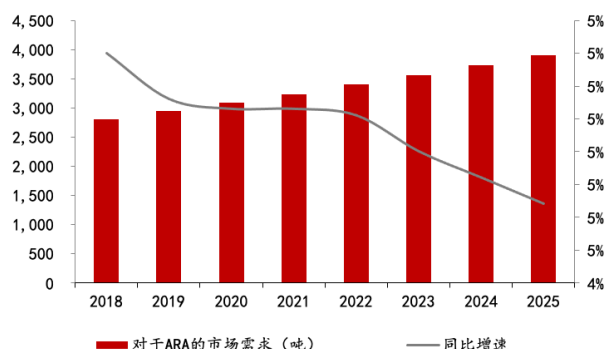


资料来源：Technavio，公司公告，川财证券研究所

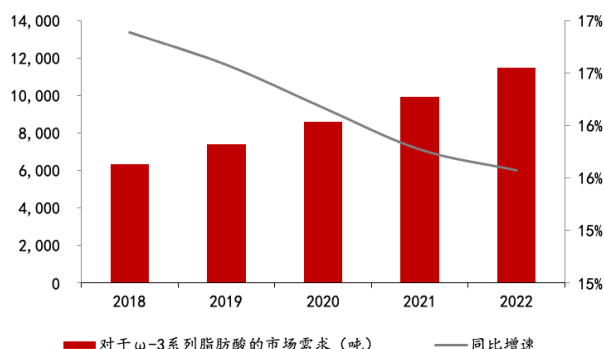
2.3 婴幼儿配方食品和保健食品助力 ARA 和 DHA 需求增长

婴幼儿配方食品对 ARA 和 DHA 需求持续增长。婴幼儿配方食品对于 ARA、DHA 以及相关制品的需求不断提升。超过 90% 的 ARA 产品被应用于婴幼儿配方食品，2020 年全球婴幼儿配方食品对于 ARA 的市场需求约为 3000 吨，预计到 2025 年将达到 3901 吨，2018~2025 年 CAGR 为 4.84%。DHA 也在婴幼儿配方食品中被广泛应用，比如美国 80% 以上婴幼儿配方奶粉中添加 DHA。全球婴幼儿配方食品对于 ω -3 系列脂肪酸的市场需求将由 2014 年 3337 吨增长至 2022 年的 11476 吨，年复合增长率达到 16.70%，呈快速增长态势；DHA 的市场容量占 ω -3 系列脂肪酸比重超过 70%，因此 DHA 市场也将随着 ω -3 系列脂肪酸市场的快速发展而不断增长。

图 24：对 ARA 市场需求稳定增长



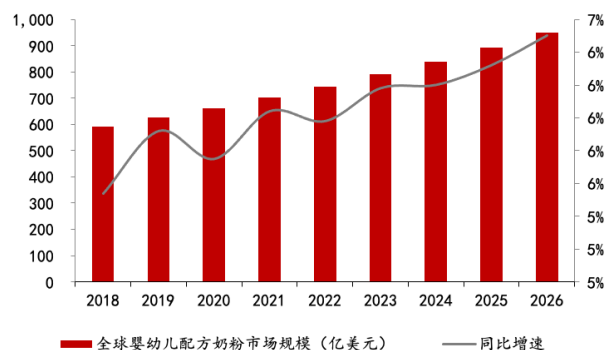
资料来源：Grand View Research，公司公告，川财证券研究所

图 25：对于 ω -3 系列脂肪酸的市场需求

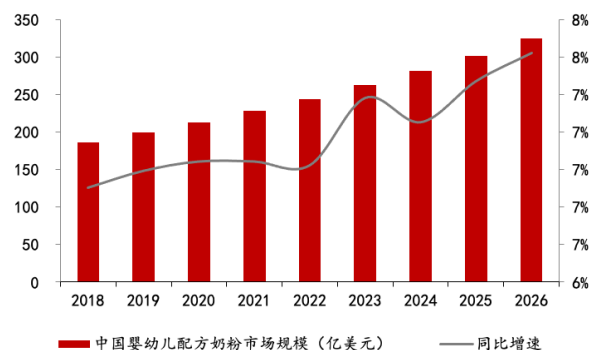
资料来源：Allied Market Research，公司公告，川财证券研究所

婴幼儿配方奶粉市场规模持续增长，有效提高对 ARA、DHA 的需求。全球婴幼儿配方奶粉的市场规模将从 2018 年的 591 亿美元增长到 2026 年的 950 亿美元，CAGR 约为 6%。我国是全球婴幼儿配方奶粉消费和容量最大的市场，中国市场约占全球市场的 1/3，市场前景广阔。我国婴幼儿配方奶粉市场增长高于全球增长，预计将从 2018 年的 186 亿美元增加到 2026 年的 325 亿美元，CAGR 达到 7.23%，高于全球市场 6% 的增速。

图 26：婴幼儿奶粉对 ARA 市场需求稳定增长



资料来源：Coherent Market Insights，公司公告，川财证券研究所

图 27：婴幼儿奶粉对 ω -3 系列脂肪酸市场需求

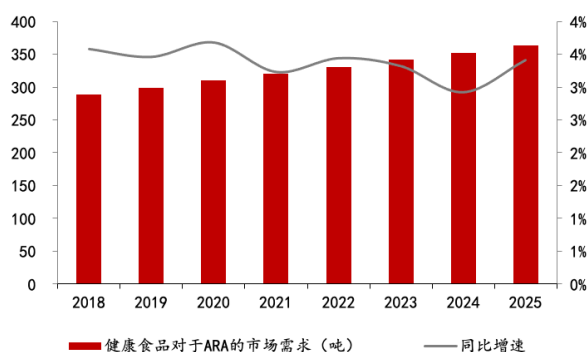
资料来源：Coherent Market Insights，公司公告，川财证券研究所

健康食品快速发展也为营养素提供需求保障。健康食品营养强化剂是 ARA 制品的第二大应用领域，同时也是 DHA 制品的最大的应用领域。不断扩大的健身人群规模和日益增加的消费需求，将进一步推动运动营养品市场的发展，进而带动 ARA 市场需求的增长。全球健康食品市场对于 ARA 营养强化剂的需求从 2018 年的 289 吨增加到 2025 年的 364 吨，CAGR 为 3.33%。对于以 DHA 为主的 ω -3 系列脂肪酸的市场需求将由 2018 年的 10.60 万吨增

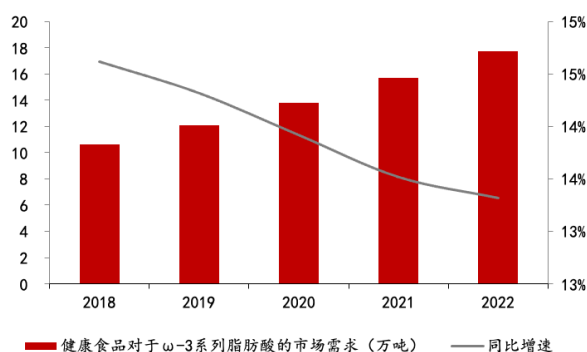
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

长至 2022 年的 17.75 万吨，CAGR 为 13.77%。全球健康食品市场规模从 2016 年的 892.80 亿美元增长到 2021 年将达到 1224.30 亿美元，CAGR 达 6.52%。中国保健品行业市场规模从 2013 年的 993 亿元增长至 2019 年的 2227 亿元，CAGR 为 14.41%，保持较高增速。随着健康食品市场的增长，将为公司 ARA、藻油 DHA、SA、 β -胡萝卜素等产品带来持续增长的市场需求。

图 28：健康食品对 ARA 市场需求稳定增长

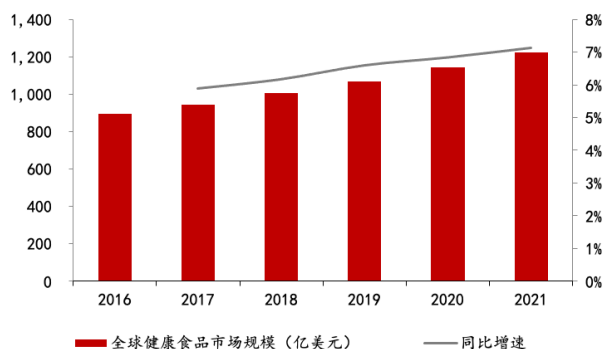


资料来源：Grand View Research，公司公告，川财证券研究所

图 29：健康食品对于 ω -3 系列脂肪酸市场需求

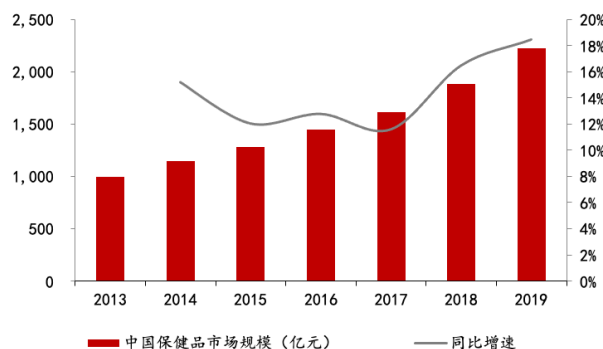
资料来源：Allied Market Research，公司公告，川财证券研究所

图 30：全球健康食品市场稳定增长



资料来源：Technavio，公司公告，川财证券研究所

图 31：中国保健品市场快速增长



资料来源：欧睿国际，公司公告，川财证券研究所

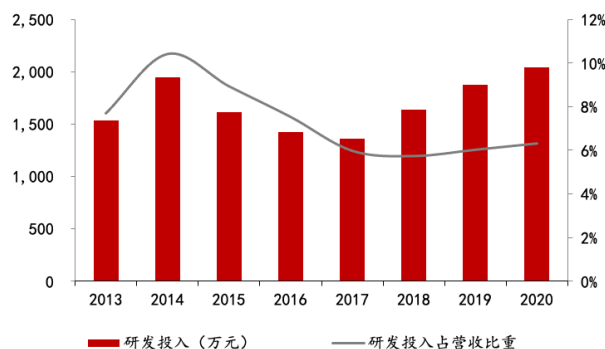
三、核心技术打造优质产品力

3.1 公司研发投入高，专利较多，具有较强技术壁垒

研发投入持续维持高位，占营收比重行业领先。公司研发投入占比维持在 6% 左右高位，2020 年为 6.30%，与国内同行相比处于较高水平，金达威、本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

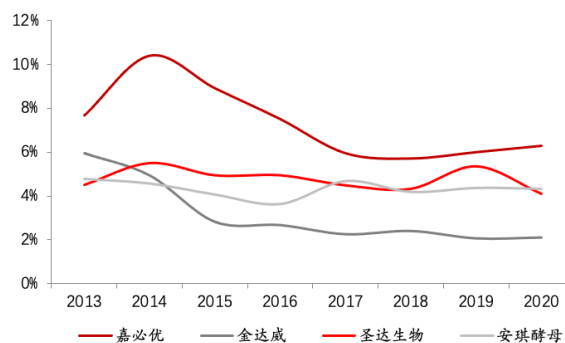
圣达生物、安琪酵母 2020 研发投入占营收比分别为 2.10%、4.11%、4.32%。截至 2020 年末公司拥有研发人员 57 人，占总人数比为 15.24%。

图 32：研发投入持续维持高位



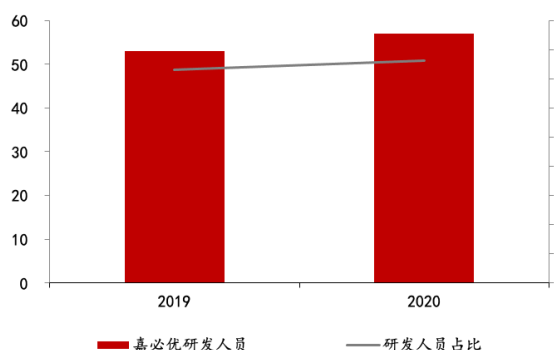
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 33：研发投入占比行业中领先



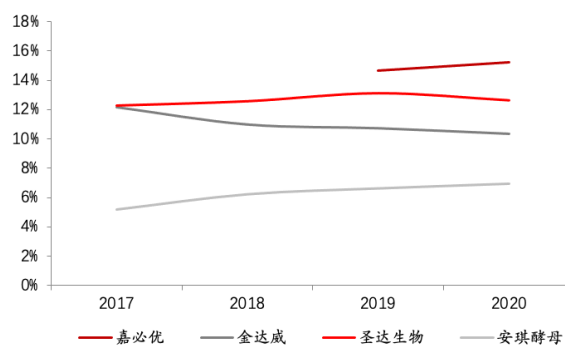
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 34：公司研发人员较多



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 35：公司研发人员占比行业领先



资料来源：公司公告，川财证券研究所

公司在专利和研发上具有较大优势。公司通过技术创新持续保持 ARA、藻油 DHA、BC 和 SA 等产品的领先优势，而且展开了一系列基于人乳低聚糖、番茄红素等产品的技术开发工作，并获得了高品质样品。截止至 2020 年公司共拥有授权专利 60 件，其中发明专利 53 件，另有 116 件在审发明专利，拥有有效 PCT 专利 3 件。2020 年全年新增授权专利 23 件，其中发明专利 22 件；新申请发明专利 33 件。另外公司在研项目达 9 项，其中 5 项已经结题，涉及投资金额累计达 7230 万元。

表格 2. 嘉必优获得专利情况

	本年新增		累计数量	
	申请数 (个)	获得数 (个)	申请数 (个)	获得数 (个)
发明专利	33	22	169	53
实用新型专利	0	1	7	7
合计	33	23	176	60

资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 3. 嘉必优在研项目情况

项目名称	预计投资规模 (万元)	累计投入 (万元)	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平
番茄红素产品开发	469.00	703.85	结题	开发获取高纯度番茄红素产品的技术	产品指标处于国际领先水平
1,3-二油酸-2-棕榈酸甘油三酯关键技术开发	900.00	901.89	结题	研发高 Sn-2 棕榈酸含量的产品	整体技术国际领先
生物合成 β -胡萝卜素的關鍵技术创新及产业化	1165.00	1845.72	结题	实现 BC 的产业化，提高产品品质，降低成本	产率及产品指标处于国际领先水平
ARA 和 DHA 油脂包埋新技术开发	300.00	744.45	结题	开发新型微胶囊包埋技术，开发与之配套的配方	获得了理化、感官及稳定性等多项指标均处于国内领先或国际一流的产品
ARA 和 DHA 油脂绿色生产技术开发	1041.00	1106.07	进展中	开发绿色制造技术，持续提升环境友好度	部分成果已达到国际先进水平
唾液酸功能及应用研究	210.00	161.82	结题	完成唾液酸的功能研究及唾液酸初步应用研究	目前国际上在相关领域研究较少，该项目属于本领域的开创性研究
DHA 藻油改善老年认知功能的机制研究	150.00	199.14	已完成 12 个月的小鼠喂养	评价 DHA 藻油对受试小鼠在学习、记忆损伤及情绪障碍改善作用及最佳作用剂量，并初步确定受试物对 AD 病理改善的效果及作用机制	达到国际先进水平
N-乙酰神经氨酸产业化攻关	1802.00	1345.02	持续优化相关工艺	实现工业化生产，满足市场需求，持续扩大市场份额	未在公开文献中发现高于本技术的报导，产品指标处于国际领先水平
HMOs 合成技术研究	400.00	222.59	进展中	完成相关产品的小试工艺开发	酶催化转化率等指标达到国际领先水平
合计	6437.00	7230.55			

资料来源：公司公告，川财证券研究所

募资新建研发中心，提供技术支撑。公司十分注重研发投入和研发能力的加

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

强，IPO 募资新建研发中心投资 1.48 亿元，通过新建研发大楼，购进先进的研发、检测、试验等软硬件设备，吸引行业内高端技术人才，重点对 ARA 油脂、粉剂等工艺进行升级优化，对 DHA 和 ARA 应用领域进行拓展，对新型结构脂质及类胡萝卜素等新产品进行研究。本项目的实施，将进一步提高新产品的转化效率，完善公司产品链，优化公司现有产品生产工艺，提升产品生产效率及产品质量；同时能够提升检测试验能力，提高新产品的转化效率，进而提升公司的核心竞争能力和行业地位。

表格 4. 嘉必优募资新建研发中心

项目名称	投资金额 (万元)	拟投入募集资金 金额 (万元)	建设内容	设备投资	研发费用
研发中心建设项目	14845.20	14845.20	新建研发大楼，购进先进的研发、检测、试验等软硬件设备	包括研发设备 (32.93%)、办公设备、办公软件，共计占 33.86%	占比 22.01%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

3.2 产销情况良好，产能扩张增强核心竞争力

动销情况良好，产能利用率维持高位。从产销来看，公司核心产品 ARA 和 DHA 在 2020 年实现产量分别为 377.14、93.86 吨，实现销量分别为 365.90、104.00 吨，产销比分别达到 97.02%、110.80%，且产销比长期处于高位。从产能利用率来看，公司从 2018 年扩产后拥有 ARA 油脂产能 420 吨/年，藻油 DHA 油脂产能 105 吨/年，2020 年 ARA 和 DHA 的产能利用率分别达到 89.80%、89.39%，且在 2019-2020 年持续维持高位。

表格 5. 嘉必优核心产品产销情况

产销情况	2018	2019	2020
ARA			
产量 (吨)	384.00	434.23	377.14
销量 (吨)	348.62	374.10	365.90
库存 (吨)	191.63	171.87	241.23
产能 (吨)	420	420	420
产销比	90.79%	86.15%	97.02%
产能利用率	91.43%	103.39%	89.80%
DHA			
产量 (吨)	79.15	102.66	93.86
销量 (吨)	78.23	81.32	104.00
库存 (吨)	70.98	75.97	72.33

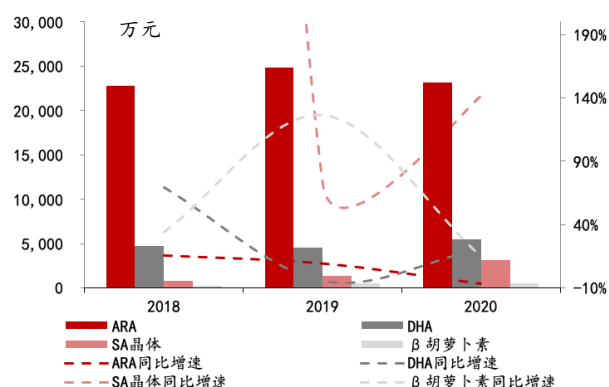
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

产能（吨）	105	105	105
产销比	98.84%	79.21%	110.80%
产能利用率	75.38%	97.77%	89.39%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

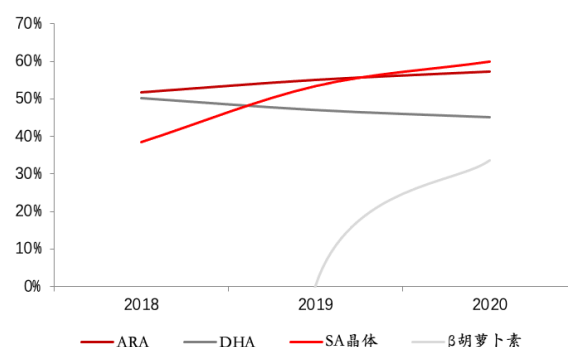
新产品增长迅速，产品毛利率持续提升。2020 年 ARA、DHA、SA、β 胡萝卜素营收分别为 23158、5479、3153、534 万元，其中 DHA、SA 晶体的增速达到 21.00%、141.33%，增长较快。其中 SA 晶体从 2016 年的 29.43 万元提升至 2020 年的 3153.9 万元，4 年时间营收增长 107 倍，有望成为新的业绩增长点。从毛利率看，2020 年 ARA、DHA、SA、β 胡萝卜素毛利率分别为 57.17%、45.19%、59.93%、33.62%。ARA 和 DHA 毛利率相对较为稳定，SA 晶体毛利率持续提升，从 2018 年的 38.56% 提升至 2020 年的 59.93%，β 胡萝卜素由于公司优化工艺和技术叠加规模效应，产品成本下降幅度大于收入增长幅度，毛利率提升明显。

图 36：新产品增长迅速



资料来源：公司公告，川财证券研究所

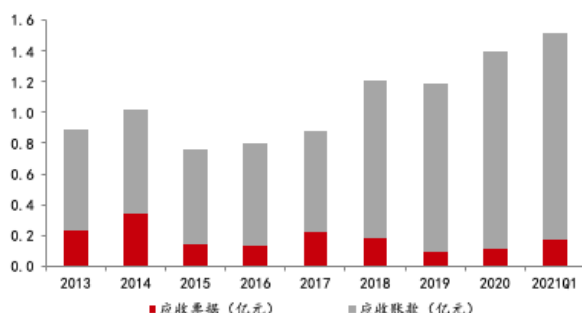
图 37：各产品线毛利率逐步提升



资料来源：公司公告，川财证券研究所

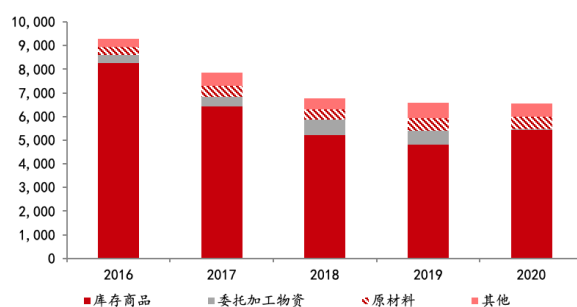
动销情况良好，经营逐渐良性。由于采用先货后款的结算方式，应收款项（应收账款+应收票据）类别能较好的反映公司的销售情况，公司应收款项从 2015 年到达低位后，持续提升，2021 年一季度达到 1.52 亿元的历史高位。从存货项来看，公司存货 2020 年达到低点 6547.74 万元，其中库存商品为 5416.01 万元，处于相对低位，经营状况趋于良性。

图 38：公司应收款项增多



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 39：公司存货持续下滑



资料来源：公司公告，川财证券研究所

产能稳定扩张，核心竞争力增强。本次募集资金 5.45 亿元，其中 3.96 亿元用于扩建微生物油脂和微胶囊产能，项目建成后，公司新增 ARA 油脂生产能力 150 吨/年、藻油 DHA 生产能力 450 吨/年，新增微生物油脂微胶囊年生产能力 1500 吨，其中 ARA 微胶囊 900 吨，DHA 微胶囊 600 吨。公司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已于 2021 年 1 月在湖北葛店经济开发区动工，预计在 2022 年底竣工达产。扩建完成后公司 ARA 油脂产能为 570 吨/年，藻油 DHA 油脂产能 555 吨/年。随着产能释放，将大幅增强公司的生产盈利能力。

表格 6. 嘉必优募资新建产能情况

项目名称	投资金额 (万元)	具体内容
微生物油脂扩建二期工程项目	19750.00	通过扩建生产车间，购置先进的生产设备，扩大 ARA 及 DHA 微生物油脂产品的生产规模，公司将新增 ARA 油脂生产能力 150 吨/年、DHA 藻油生产能力 450 吨/年。
多不饱和脂肪酸油脂微胶囊生产线扩建项目	19868.70	通过新建生产车间、洁净厂房和配套检测实验室、冷库等，购置先进的生产设备、智能化生产线，公司将新增微生物油脂微胶囊年生产能力 1500 吨，其中 ARA 微胶囊 900 吨，DHA 微胶囊 600 吨。
合计	39618.70	

资料来源：公司公告，川财证券研究所

四、核心产品迎来新机遇，SA 新运用领域打开成长空间

4.1 新国标以及三胎政策将有望在需求端提供发展动力

新国标发布为公司带来业绩增长动力。中国婴幼儿口粮标准经过 1989、1997、

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2010 年演变, 2021 年迎来新的标准修订, 此次修订包含三个标准, 分别是《食品安全国家标准婴儿配方食品》、《食品安全国家标准较大婴儿配方食品》、《食品安全国家标准幼儿配方食品》。新国标增加了 DHA 的最小值规定, 同时提高了 DHA、ARA 的最大值范围, 新国标将 DHA 和 ARA 的单位从“占总脂肪酸比例”变更为具体含量“mg”, 与海外版奶粉一致, 如果添加 DHA 则含量必须不低于 3.6mg/100KJ, 如果添加了 DHA, 则至少要添加相同量的 ARA, 新国标比现行国标 DHA、ARA 添加量最大值分别增长约 37%、36%。目前国内 80%以上的奶粉均添加了 DHA、ARA, 但添加量较低, 奶粉新国标将于 2023 年 2 月开始正式实施, 未来随着新国标的落地, 奶粉对于 DHA、ARA 的需求有望持续增长。

表格 7. 我国二胎、三胎政策梳理

国家标准产品	营养素	现行国标(mg/100KJ)			新国标(mg/100KJ)	
		最小值	最大值	换算后最大值	最小值	最大值
婴儿配方食品	DHA	N.S.	0.5%	7	3.6	9.6
	ARA	N.S.	1%	14	N.S.	19.1
较大婴儿配方食品	DHA	N.S.	0.5%	7	3.6	9.6
	ARA	N.S.	1%	14	N.S.	19.1
幼儿配方食品	DHA	N.S.	0.5%	7	3.6	9.6
	ARA	N.S.	1%	14	N.S.	19.1

资料来源:《婴儿配方食品》、《较大婴儿配方食品》、《幼儿配方食品》, 川财证券研究所, 注: N.S.为没有特别说明

现有奶粉与新国标有较大差距, DHA 有较大增长空间。我们通过天猫商城统计了市面上主流的 12 个奶粉品牌, 并将其销量排行前三的各段奶粉进行了详细的梳理。我们发现现有奶粉在 DHA 的添加与新国标有大差距, 平均来看, 一段、二段、三段产品的 DHA 含量与新国标最低标准分别有 19%、19%、59%的差距。ARA 的添加在一段、二段奶粉中基本能达到新国标的要求, 但是在三段奶粉的添加中仍有 25%的差距。综合来看, 我国现存市面上主流奶流品牌的热销产品在 DHA、ARA 的添加上仍有一定不足, 与新国标有一定差距, 随着新国标的实施, DHA、ARA 市场规模将有较大提升空间, 嘉必优作为国内 DHA、ARA 的主要供应商, 有望持续受益。

表格 8. 我国市面上主要国产奶粉品牌热销产品中 DHA、ARA 含量有较大提升空间

品牌	DHA 含量 (mg/100kj)			DHA 与新国标差距			ARA 含量 (mg/100kj)			ARA 与新国标差距		
	一段	二段	三段	一段	二段	三段	一段	二段	三段	一段	二段	三段
伊利	2.80	3.27	1.40	-22%	-9%	-61%	4.20	3.73	2.33	17%	4%	-35%
蒙牛	4.23	2.28	0.85	17%	-37%	-76%	4.69	3.68	1.25	30%	2%	-65%
贝因美	4.27	3.85	3.85	19%	7%	7%	8.54	7.70	7.70	137%	114%	114%
飞鹤	2.45	1.82	1.96	-32%	-49%	-46%	4.69	3.78	4.11	30%	5%	14%
完达山	2.87	5.46	0.56	-20%	52%	-84%	4.90	8.12	1.19	36%	126%	-67%

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

圣元	3.22	2.03	0.74	-11%	-44%	-79%	5.73	3.62	1.33	59%	1%	-63%
雅士利	2.95	2.82	1.92	-18%	-22%	-47%	5.47	5.26	3.19	52%	46%	-11%
光明	1.68	1.68	1.82	-53%	-53%	-49%	2.80	2.80	3.08	-22%	-22%	-14%
南山	2.45	2.45	2.45	-32%	-32%	-32%	2.73	2.73	2.73	-24%	-24%	-24%
合生元	2.94	4.20	0.56	-18%	17%	-84%	4.62	4.48	2.66	28%	24%	-26%
三元	2.80	3.50	0.61	-22%	-3%	-83%	3.85	4.48	1.17	7%	24%	-68%
君乐宝	2.24	1.63	1.03	-38%	-55%	-71%	2.99	2.24	1.82	-17%	-38%	-49%
平均值	2.91	2.92	1.48	-19%	-19%	-59%	4.60	4.39	2.71	28%	22%	-25%

资料来源：天猫商城，川财证券研究所

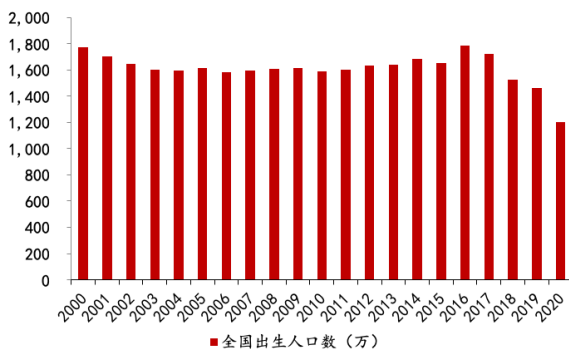
三胎政策出台，有利于奶粉及相关产品的发展。我国新生人口数量自 2000 年后呈现减少趋势，2011 年开始我国根据现实情况逐步发布了“双独二孩”、“单独二孩”、“全面二孩”等政策。我们可以看到 2015 年 10 月开始实施全面二孩后 2016、2017 年生育率和出生人口明显提升，出生人口中“二孩”占比由 2013 年的 30% 左右上升到 2020 年的 50% 左右。2021 年 5 月我国提出“全面三孩”政策，预计 2021-2022 年我国新生人口有望提升，从而刺激奶粉及 DHA、ARA 产品的增长。

表格 9. 我国二胎、三胎政策梳理

时间	政策	具体内容
2011.11	双独二孩政策	启动实施双方是独生子女的夫妇可生育两个孩子的政策
2013.12	单独二孩政策	启动实施一方是独生子女的夫妇可生育两个孩子的政策
2015.10	全面二孩政策	坚持计划生育基本国策，积极开展应对人口老龄化行动，实施全面二孩政策
2021.5	全面三孩政策	进一步优化生育政策，实施一对夫妻可以生育三个子女政策及配套支持措施，有利于改善我国人口结构、落实积极应对人口老龄化国家战略、保持我国人力资源禀赋优势

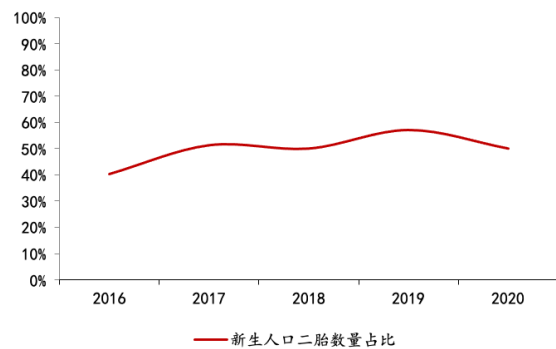
资料来源：中共中央政治局会议文件，中共中央委员会会议文件，川财证券研究所

图 40：二胎政策实施后出生人口显著提高



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

图 41：二胎数量占比维持在 50% 左右



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

4.2 国际市场有序开拓，专利协议到期后海外业务有望快速发展

ARA 与帝斯曼签订专利协议，2023 年到期后国际业务有望快速发展。帝斯曼是主营健康食品、化工原料和医药的跨国集团公司，系设在荷兰至今已有超过 110 年发展历史，该公司在是全球最早生产 ARA 产品的企业，在 2000 年左右围绕 ARA 产品的生产及制备工艺在全球多个国家申请了专利，进行全球性的专利布局，帝斯曼相关专利也成为 ARA 领域的基础性专利，成为其他 ARA 厂商难以规避的专利障碍。嘉必优以《专利法》所约定的“新颖性、创造性及实用性”基本原则提起帝斯曼专利无效申请，并经谈判协商与帝斯曼达成了《和解协议》、《专利许可协议》、《加工及供货协议》，根据协议，帝斯曼许可公司在一定地域和销售数量范围内生产销售 ARA 产品并同意每年向公司采购一定规模的 ARA 产品，或者若不采购 ARA 产品将给予公司现金补偿，该协议在 2023 年到期。

短期内补偿款弥补公司利润端，长期看海外高毛利更具潜力。公司 2016-2020 年末向帝斯曼销售 ARA 产品，同时收到补偿款分别为 2341.24、2971.53、3784.29、4610.67、3595.68 万元，其税后金额占净利润比持续下滑，对于帝斯曼现金补偿的依赖性较小。2020 年由于签署新的协议，补偿款有所下滑。公司海外销售平均价格普遍高于国内平均价格，海外市场价格仍保持较高水平。根据公司招股说明书，2019 年上半年，公司外销 ARA 粉剂、DHA 粉剂价格分别为 237.86、342.16 元/公斤，内销 ARA 粉剂、DHA 粉剂价格分别为 203.42、188.89 元/公斤。从毛利率来看 2020 年海外整体产品毛利率为 64.35%，国内产品毛利率为 49.52%。随着专利的到期，公司生产和销售 ARA 产品将不再受到限制，将迎来提高境外市场 ARA 份额的潜在机会。

表格 10. 公司与帝斯曼签订的相关协议

相关协议	具体内容
和解协议	嘉必优解除、停止和撤回所有针对帝斯曼专利无效的诉讼。
专利许可协议	公司可以向中国婴幼儿奶粉企业在中国及帝斯曼的非专利区销售 ARA 产品，销量不受限制 每年可以直接向某一国际客户销售 50 吨 ARA 产品，销售地为中国大陆、印尼、香港、台湾、印度及其他帝斯曼非专利国家 公司可以向签订协议时拥有的专利国家(日本除外)的有限的客户销售 ARA 产品，单个客户销售不超过 10 吨/年，合计不超过 60 吨/年 对于在除中国以外的专利国家向六家中国厂商(贝因美、伊利、雅士利、合生元、圣元和澳优)

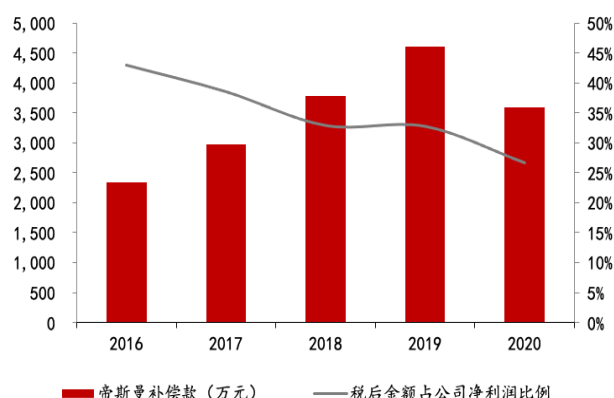
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

或其代工商销售 ARA 产品的行为，六家中国厂商或其代工商所生产的产品应当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

2015 年-2023 年帝斯曼预计向公司采购 ARA 油脂产品的数量依次为:75 吨、150 吨、200 吨、250 吨、300 吨、315 吨、331 吨、347 吨、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/公斤向公司进行现金补偿

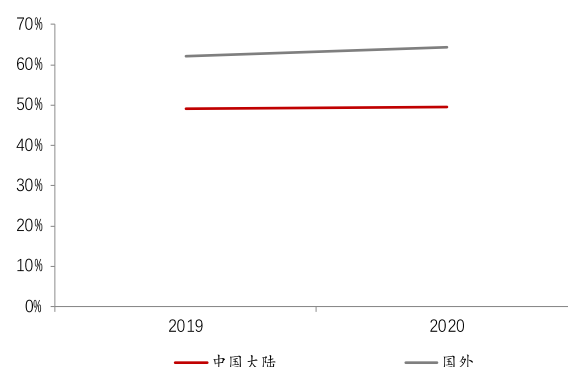
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 42：帝斯曼补偿款占利润总额持续下降



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 43：海外产品毛利率显著高于国内



资料来源：公司公告，川财证券研究所

新协议有助于公司长期业务发展。公司在 2021 年与帝斯曼签署《加工及供货协议修正案 1 号》作为此前《加工及供货协议》的补充。新协议中主要就藻油 DHA、 β -胡萝卜素和 ARA 产品相关内容进行修改。藻油 DHA 上，若公司藻油 DHA 产品顺利通过帝斯曼的商业化认证，帝斯曼将委托公司代加工藻油 DHA 产品，预计预期每年可增加公司的营业收入 1241.46 万元。 β -胡萝卜素上，帝斯曼已经与公司签署了 2021、2022 年采购 β -胡萝卜素产品合同，同时帝斯曼将基于市场需求增加而增加未来对 β -胡萝卜素产品的采购量，预期每年可增加公司收入 1343.64 万元，并会随着帝斯曼采购量的增加而持续增加。ARA 方面，2020 年营业外收入减少 1159.8 万元，合同期限内总的营业外收入保持不变，如公司为帝斯曼代工藻油 DHA 产品商业化认证失败，双方将恢复至原协议终止日期，2020 年调整减少的现金补偿款帝斯曼将会在 2023 年一次性补足。此次协议未减少嘉必优总的收益，同时加深了与帝斯曼的合作，未来 DHA 和 β -胡萝卜素有望成为公司新的业绩增长点。

表格 11. 公司与帝斯曼 2021 年签署《加工及供货协议修正案 1 号》

主要内容	具体细节
ARA	合同期限内总的营业外收入保持不变，但将导致 2020 年营业外收入减少 1159.8 万元
	如公司为帝斯曼代工藻油 DHA 产品商业化认证失败，双方将恢复至原协议终止日期，2020 年

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

调整减少的现金补偿款帝斯曼将会在 2023 年一次性补足

藻油 DHA

公司为帝斯曼代工藻油 DHA 产品如果达到预期采购量，预期每年可增加公司的营业收入 1241.46 万元

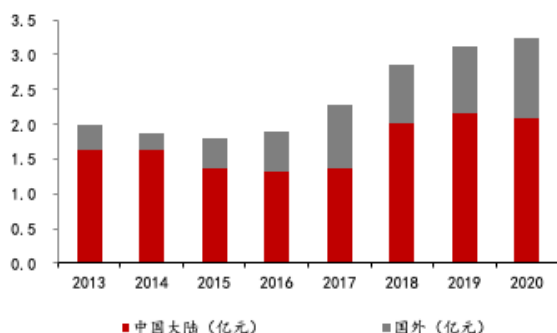
β -胡萝卜素

2021 年和 2022 年帝斯曼采购公司 β -胡萝卜素产品预期每年可增加公司收入 1343.64 万元

资料来源：公司公告，川财证券研究所

国外收入占比不断提升，业绩具有较好成长性。公司国外收入从 2013 年的 0.38 亿元提升至 2020 年的 1.15 亿元，CAGR 为 17.14%。2020 年国外收入占比提升至 35.6%。2023 年随着专利协议的到期，公司向其专利区开拓新客户将不再受到任何来自于帝斯曼的专利限制。由于公司在 ARA 产品市场已建立较为明显的品牌优势和产品竞争力，一旦上述限制放开，公司产品的品质以及性价比将在市场上具有明显竞争优势，未来将在目前专利区的市场获取更多的新增客户，现有境外客户的销售数量也不再受到限制。

图 44：国外收入持续提升



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 45：国外收入占比不断提高



资料来源：公司公告，川财证券研究所

4.3 稳步推进“三拓展”战略，通过 SA 拓展个护美妆领域

SA 应用领域多样化,是非常具有发展潜力的产品。SA 学名 N-乙酰神经氨酸,俗称燕窝酸(Sialic Acid)、唾液酸,是燕窝的主要功效成分。燕窝酸在促进神经细胞、上皮细胞、免疫细胞的发育等方面具有提高免疫力、促进智力发育的功效,作为人体细胞膜蛋白的重要组成部分,普遍应用于医药、保健品、食品领域。燕窝酸还是一种新兴的化妆品功效成分,在滋补养颜、延缓衰老方面功效卓越,可运用于化妆品领域。

图 46： 燕窝酸在配方奶粉的运用



资料来源：京东，川财证券研究所

图 47： 燕窝酸在保健食品的运用



资料来源：京东，川财证券研究所

图 48： 燕窝酸在药品领域的运用



资料来源：京东，川财证券研究所

图 49： 燕窝酸在化妆品领域的运用

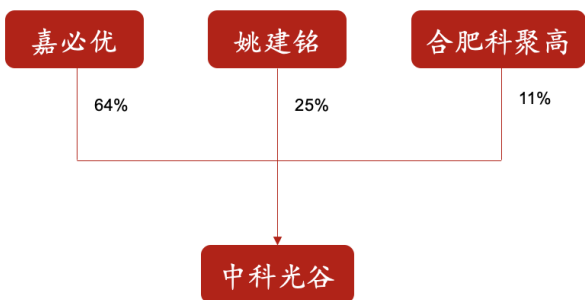


资料来源：京东，川财证券研究所

以中科光谷为依托，进军化妆品领域。公司实施“三拓展”战略(即拓展产品品类、拓展产品应用领域、拓展产品市场区域)，构建“一主(营养健康食品领域)两翼(个人护理和美妆领域、动物营养领域)”的业务格局。武汉中科光谷绿色生物技术有限公司中科光谷主营业务为 SA 的研发、生产与销售，原本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

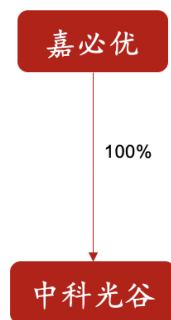
为烯王投资控制下的企业，2017 年 12 月，嘉必优从烯王投资处收购了中科光谷 64% 的股权，完成同一控制下企业合并成为中科光谷的控股股东，2021 年 1 月和 3 月分别以现金 1065.88、2422.4475 万元收购控股子公司中科光谷 11% 股权，中科光谷成为嘉必优 100% 全资子公司。公司将以中科光谷为依托，将燕窝酸产品作为进入化妆品领域的切入点，打造公司新业务增长极。

图 50: 2017 年中科光谷为嘉必优控股子公司



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 51: 2021 年中科光谷为嘉必优全资子公司



资料来源：公司公告，川财证券研究所

SA（燕窝酸）成为备案成功的化妆品新原料。燕窝酸早先就已经应用于功能营养食品领域，2017年5月国家卫计委就批准N-乙酰神经氨酸为新食品原料，中科光谷是第一个获得该原料的食品生产许可证的公司。2021年6月中科光谷的新原料N-乙酰神经氨酸成功通过国家药监局化妆品新原料的备案，之前公司的SA就申请通过了国外的化妆品原料备案。此次国内备案通过，将公司拓展至化妆品业务领域。

图 52: 中科光谷的燕窝酸成为新规施行后首批备案成功的化妆品新原料之一

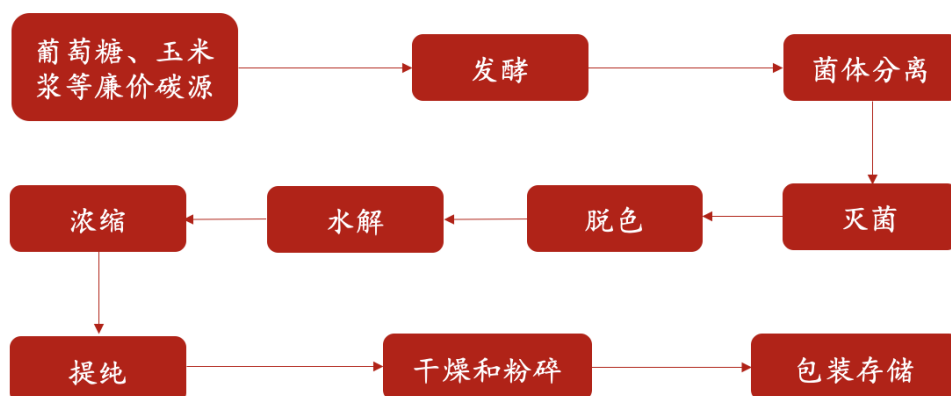
机构概况 网站首页 >> 数据查询 >> 化妆品原料备案信息 产品中心 药品 医疗器械 化妆品 国产特殊用途化妆品 进口化妆品 化妆品生产许可获证企业 国产非特殊用途化妆品备案信息 进口非特殊用途化妆品备案信息 化妆品注册和备案检验检测机构 国产普通化妆品备案信息 进口普通化妆品备案信息 化妆品原料备案信息 广告 其他 信德化标准 相关链接	网站使用说明 >> 数据和进口药品本位查询说明 >> 数据共享使用说明 >>	
	快速查询	高级查询
	化妆品 化妆品原料备案信息 查询	标准中文名称 状态 备案人中文 备案号 查询
	化妆品原料备案信息 	
	标准中文名称 N-乙酰神经氨酸 备案号 国妆备查字20210001 备案人中文 武汉中科光谷绿色生物技术有限公司 备案人外文 备案人注册地址 武汉市东湖新技术开发区光谷七路128号 杨磁湖湾创产业基地实验楼 备案人所在地 (地区) 状态 逾期 境内责任人住所地址 生产信息 备案日期 2021/6/28 备注 技术要求 请点击查看详情内容 境内责任人姓名 注 化妆品原料备案信息	

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

资料来源：国家药监局官网，川财证券研究所

技术领先，在应用领域具备一定的独家性。公司依托校企合作，借中国科学院合肥物质科学研究院在菌种构建、合成生物学方面的优势，结合企业在微生物发酵技术方面的产业实力，实现大规模量产 N-乙酰神经氨酸，成本得到极大压缩，性价比高且安全可靠，能够进行产业化发展。另外公司的 SA 产品在发酵阶段可与其他产品共用生产线，后处理生产阶段是独立的，因此公司产能可以满足目前 SA 的需求。由于《化妆品监督管理条例》要求新原料实行 3 年的监测期，只有申请者授权的公司可以使用该原料。因此目前市面上只有嘉必优生产的 N-乙酰神经氨酸能够用于化妆品原料，这三年也是公司快速布局市场的保护期。公司目前已经开始接洽国内外知名化妆品企业。

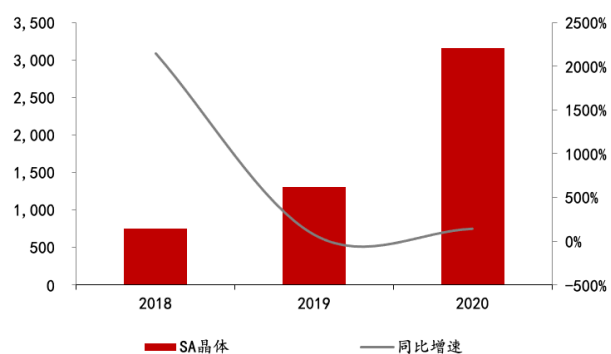
图 53： 中科光谷的燕窝酸微生物发酵技术



资料来源：公司公告，川财证券研究所

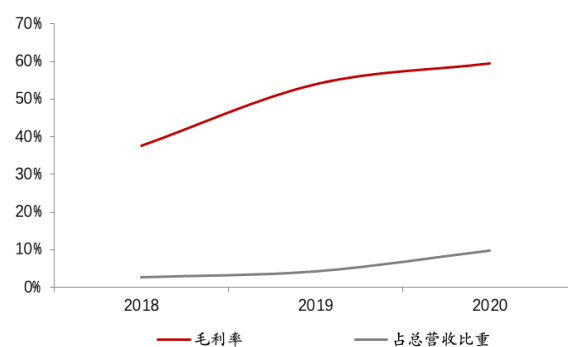
公司 SA 产品营收占比持续提升，毛利率较高。随着 SA 产品应用领域扩大，公司 SA 营收持续提升，从 2018 年的 752.30 万元提升至 2020 年的 3153.09 万元，CAGR 为 104.69%，营收占比从 2.63% 提升至 9.75%。SA 产品毛利率持续提升，2020 年达到 59.38%，超过 ARA 成为公司毛利率最高的产品。随着 SA 在个护美妆的深入运用，预计将实现快速增长。

图 54：SA 收入增长迅速



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 55：SA 毛利率和占应收比重持续提升



资料来源：公司公告，川财证券研究所

五、投资建议

我们认为公司是国内主要的营养素生产研发和供应商。短期来看公司新产品 SA 成功在国家药监局备案后，业务拓展至个护美妆领域，有望成为公司业绩新增长点。长期来看，随着新国标以及三胎政策的落地，叠加 2023 年后公司与帝斯曼专利协议到期，届时公司产品 ARA、DHA 有望在国内外迎来快速增长，具备良好成长性。我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 3.69、4.72、6.44 亿元；归属于母公司股东的净利润分别为 1.39、1.76、2.36 亿元；对应 EPS 分别为 1.16、1.47、1.97 元/股，对应 PE 分别为 49.94、39.36、29.43 倍，首次覆盖给予增持评级。

表格 12. 可比上市公司盈利预测及估值表

日期	2021/09/07	股价	总市值	EPS			PE		
股票代码	公司名称	(元)	(亿元)	21E	22E	23E	21E	22E	23E
688089. SH	嘉必优	53.68	64	1.16	1.47	1.97	49.94	39.36	29.43
可比公司									
002626. SZ	金达威	32.11	197	2.00	2.39	2.80	16.04	13.43	11.46
600298. SH	安琪酵母	44.84	375	1.84	2.13	2.44	24.32	21.10	18.36

资料来源: wind, 川财证券研究所

风险提示

食品安全风险；

原材料价格波动影响；

行业竞争加剧；

新产品应用拓展不达预期；

与帝斯曼签署相关协议的风险；

客户集中度较高的风险。

报表预测					
利润表（亿元）	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	311.55	323.46	368.55	472.40	643.59
减:营业成本	146.52	145.49	164.68	208.65	280.06
营业税金及附加	5.08	4.60	5.24	6.72	9.16
营业费用	17.47	14.62	18.43	23.62	35.40
管理费用	25.33	27.05	30.59	40.15	54.71
财务费用	-0.44	2.53	-19.51	-21.28	-22.66
资产减值损失	-3.45	-4.57	0.00	0.00	0.00
加:投资收益	0.16	16.93	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	3.02	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-26.23	-33.06	0.00	0.00	0.00
营业利润	94.98	120.64	169.11	214.54	286.93
加:其他非经营损益	40.97	33.53	0.00	0.00	0.00
利润总额	135.95	154.17	169.11	214.54	286.93
减:所得税	18.91	21.77	25.37	32.18	43.04
净利润	117.04	132.40	143.75	182.36	243.89
减:少数股东损益	1.58	4.35	4.73	6.00	8.02
归属母公司股东净利润	118.17	130.59	139.02	176.36	235.87
资产负债表（亿元）	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	824.69	825.53	908.73	982.90	1031.57
应收和预付款项	172.96	179.11	207.84	288.06	387.41
存货	65.86	65.48	83.19	105.16	147.65
其他流动资产	15.92	31.24	31.24	31.24	31.24
长期股权投资	12.96	16.92	16.92	16.92	16.92
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	163.71	149.51	108.92	68.32	27.73
无形资产和开发支出	14.30	14.54	7.15	0.00	0.00
其他非流动资产	2.36	23.59	23.59	23.59	23.59
资产总计	1272.77	1305.91	1387.57	1516.20	1666.11
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	20.39	28.38	22.44	39.92	41.20
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	2.80	0.12	0.12	0.12	0.12
负债合计	23.19	28.50	22.55	40.04	41.31
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	257.62	327.21	410.10	515.24	655.86
归属母公司股东权益	1248.34	1317.93	1400.81	1505.96	1646.58
少数股东权益	1.24	5.59	10.32	16.31	24.33
股东权益合计	1249.58	1323.52	1411.13	1522.27	1670.91
负债和股东权益合计	1272.77	1352.02	1433.68	1562.31	1712.22

现金流量表（亿元）	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金净流量	132.48	148.77	119.84	124.11	121.26
投资性现金净流量	-13.28	-80.48	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	602.84	-63.95	-36.63	-49.94	-72.59
现金流量净额	722.74	3.41	83.21	74.17	48.67

财务分析和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
毛利率	52.97%	55.02%	55.32%	55.83%	56.48%
销售净利率	37.57%	40.93%	39.00%	38.60%	37.90%
ROE	9.47%	9.91%	9.92%	11.71%	14.33%
ROA	10.60%	11.51%	10.78%	12.75%	15.86%
成长能力					
销售收入增长率	8.89%	3.82%	13.94%	28.18%	36.24%
净利润增长率	22.91%	13.13%	8.57%	26.86%	33.74%
资本结构					
资产负债率	1.82%	2.18%	1.63%	2.64%	2.48%
流动比率	52.93	38.64	54.58	35.15	38.68
速动比率	48.92	35.72	50.11	32.08	34.67
经营效率					
总资产周转率	0.24	0.25	0.27	0.31	0.39
存货周转率	2.22	2.22	1.98	1.98	1.90
业绩和估值					
EPS	0.98	1.09	1.16	1.47	1.97
BPS	10.40	10.98	11.67	12.55	13.72
PE	58.74	53.16	49.94	39.36	29.43
PB	5.56	5.27	4.96	4.61	4.22

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004