

# 嘉必优 (688089)

证券研究报告

2021年11月01日

## 21Q3 营收稳步增长，利空逐步出尽，未来值得期待！

**事件：**公司发布 2021 年第三季度报告，截至 2021 年 9 月 30 日，公司合计实现营收 2.50 亿元，同比增 5.78%，归母净利润 1.01 亿元，同比降 8.32%；第三季度实现营收 0.87 亿元，同比增 1.76%，归母净利润 0.33 亿元，同比降 14.18%。

### “一主两翼”发展方向逐渐明确，新业务研发投入等因素影响 Q3 利润

公司于 2020 年报提出将构建“一主两翼”的业务格局——营养健康食品领域为“一主”，个护和美妆领域、动物营养领域互为“两翼”的发展战略；21H1，公司在人类营养领域，紧抓新食品安全婴幼儿系列国家标准（“新国标”）发布契机，成立新国标落地专项工作组，确保公司产品在客户新的注册配方中被使用；同时，在个护领域，以 SA 产品为重点，建设化妆品实验室，选择国际国内知名品牌开展合作，打造新增长极；在动物营养领域，公司也成立了事业部，控股子公司嘉利多也于 8 月正式成立，致力饲用产品和宠物食品。根据 21Q3 季报，公司研发费用同比增 47.38%，新业务研发投入持续加大，研发团队规模扩大，为公司可持续发展奠定了基础。

### Q4 旺季来临+婴配粉新国标实施时间将至，公司业绩或步入加速增长快轨

根据知食说公众号，婴配粉配方注册约需 1-2 年的注册流程，其中国内配方约 1-1.5 年、国外配方约 2 年。新国标将于 2023 年 2 月 22 日正式实施，而目前距离该日期仅余 1 年多时间，这意味着，国内外婴配粉商目前已在进行配方调整并着手注册。得益于新国标中 ARA 和 DHA 的添加量较 2010 年标准的大幅提升，嘉必优作为 ARA 和 DHA 的龙头企业，业绩将显著因此受益。由于公司为国内外知名婴配粉企业的供应商，考虑到国外配方注册时间更长（增量小）、国内配方注册时间短（增量小），叠加 Q4 受双十一、双十二等购物节和节假日等各种促销活动的影响，我们认为公司业绩有望于 2021 年 Q4 开始向好，并于 2022 至 2023 年业绩增速持续提升。

**盈利预测&投资建议：**由于公司 1) ARA&DHA 产能释放节奏与客户需求匹配进度随新国标正式实施日期临近不断明确；2) SA 产能投产节奏逐渐明确、市场需求快速增长；3) 对新品的研发投入和销售费用增加，我们更新盈利预测，预计 2021-2023 年，公司实现营收 3.50/5.04/8.29 亿元（前值：3.69/5.16/7.31 亿元），净利润 1.38/1.93/3.64（前值：1.73/2.51/3.34 亿元），对应 EPS 1.15/1.61/3.03（前值：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	349.97	504.18	829.34
增长率(%)	8.89	3.82	8.19	44.07	64.49
EBITDA(百万元)	149.74	182.24	153.73	229.67	433.13
净利润(百万元)	118.17	130.59	137.60	193.25	364.13
增长率(%)	21.85	10.50	5.37	40.44	88.43
EPS(元/股)	0.98	1.09	1.15	1.61	3.03
市盈率(P/E)	43.48	39.35	37.34	26.59	14.11
市净率(P/B)	4.12	3.90	3.63	3.31	2.85
市销率(P/S)	16.49	15.89	14.68	10.19	6.20
EV/EBITDA	24.15	20.95	27.00	18.10	9.50

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	42.82 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)	5,138.40
流通 A 股市值(百万元)	2,857.81
每股净资产(元)	11.28
资产负债率(%)	3.89
一年内最高/最低(元)	65.86/34.34

### 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：聚源数据

### 相关报告

- 1 《嘉必优-半年报点评:DHA 产能翻倍将贡献业绩，燕窝酸 SA 市场需求快速增长》 2021-08-24
- 2 《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	964.96	956.04	995.89
应收票据及应收账款	119.27	139.29	129.49	235.59	364.94
预付账款	3.64	3.17	2.65	6.31	8.15
存货	65.86	65.48	82.42	122.62	199.50
其他	65.98	67.89	72.68	99.51	158.19
<b>流动资产合计</b>	<b>1,099.06</b>	<b>1,123.14</b>	<b>1,252.20</b>	<b>1,420.06</b>	<b>1,726.67</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>1,477.26</b>	<b>1,644.67</b>	<b>1,923.32</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	20.13	44.63	54.88
其他	22.91	27.79	27.15	28.97	33.10
<b>流动负债合计</b>	<b>41.70</b>	<b>52.32</b>	<b>47.29</b>	<b>73.60</b>	<b>87.98</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>53.53</b>	<b>80.19</b>	<b>94.58</b>
少数股东权益	1.24	5.59	8.79	14.25	23.63
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	1,294.95	1,430.22	1,685.12
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>1,423.74</b>	<b>1,564.47</b>	<b>1,828.74</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,297.83</b>	<b>1,382.82</b>	<b>1,477.26</b>	<b>1,644.67</b>	<b>1,923.32</b>

  

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	119.75	134.94	137.60	193.25	364.13
折旧摊销	28.98	26.01	27.19	38.44	38.44
财务费用	0.47	(0.94)	2.32	2.27	2.40
投资损失	(0.16)	(16.93)	(16.00)	(11.03)	(14.65)
营运资金变动	(26.38)	(73.10)	16.72	(158.10)	(262.86)
其它	9.29	75.89	(0.32)	5.46	9.38
<b>经营活动现金流</b>	<b>131.95</b>	<b>145.88</b>	<b>167.50</b>	<b>70.29</b>	<b>136.83</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)	(1.62)	(2.27)	(2.40)
其他	(46.22)	(60.43)	(41.28)	(57.97)	(109.24)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>602.84</b>	<b>(63.95)</b>	<b>(42.89)</b>	<b>(60.24)</b>	<b>(111.64)</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>117.64</b>	<b>(8.92)</b>	<b>39.85</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>349.97</b>	<b>504.18</b>	<b>829.34</b>
营业成本	146.52	145.49	163.14	226.65	355.69
营业税金及附加	5.08	4.60	4.90	7.06	11.61
营业费用	17.47	14.62	19.25	22.69	24.88
管理费用	25.33	27.05	27.12	32.77	36.08
研发费用	18.72	20.38	24.50	37.81	24.05
财务费用	(0.44)	2.53	2.32	2.27	2.40
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>124.22</b>	<b>188.96</b>	<b>392.29</b>
营业外收入	46.35	41.10	45.00	49.00	50.00
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>164.22</b>	<b>231.98</b>	<b>436.10</b>
所得税	20.00	22.80	23.43	33.27	62.60
<b>净利润</b>	<b>119.75</b>	<b>134.94</b>	<b>140.79</b>	<b>198.71</b>	<b>373.51</b>
少数股东损益	1.58	4.35	3.20	5.46	9.38
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>118.17</b>	<b>130.59</b>	<b>137.60</b>	<b>193.25</b>	<b>364.13</b>
每股收益(元)	0.98	1.09	1.15	1.61	3.03

  

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%	8.19%	44.07%	64.49%
营业利润	21.91%	25.74%	0.02%	52.12%	107.60%
归属于母公司净利润	21.85%	10.50%	5.37%	40.44%	88.43%
<b>获利能力</b>					
毛利率	52.97%	55.02%	53.38%	55.05%	57.11%
净利率	37.93%	40.37%	39.32%	38.33%	43.91%
ROE	9.47%	9.91%	9.72%	12.47%	20.17%
ROIC	21.24%	27.28%	28.25%	38.32%	59.39%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	3.72%	4.29%	3.62%	4.88%	4.92%
净负债率	-67.57%	-64.02%	-67.78%	-61.11%	-54.46%
流动比率	26.36	21.47	26.48	19.29	19.63
速动比率	24.78	20.22	24.74	17.63	17.36
<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	4.73	4.92	5.15
总资产周转率	0.33	0.24	0.24	0.32	0.46
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.98	1.09	1.15	1.61	3.03
每股经营现金流	1.10	1.22	1.40	0.59	1.14
每股净资产	10.40	10.98	11.79	12.92	15.04
<b>估值比率</b>					
市盈率	43.48	39.35	37.34	26.59	14.11
市净率	4.12	3.90	3.63	3.31	2.85
EV/EBITDA	24.15	20.95	27.00	18.10	9.50
EV/EBIT	29.94	24.44	32.80	21.74	10.43

### 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	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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