开源证券

嘉必优（688089.SH）

2022 年 05 月 07 日

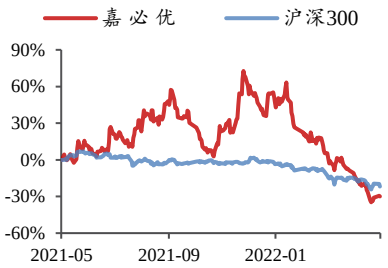
一季度短期承压，期待新国标订单落地

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2022/5/6
当前股价(元)	27.93
一年最高最低(元)	69.30/24.92
总市值(亿元)	33.52
流通市值(亿元)	18.22
总股本(亿股)	1.20
流通股本(亿股)	0.65
近 3 个月换手率(%)	111.86

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-2021Q4 收入恢复性增长，期待新国标订单落地》-2022.3.1

《公司信息更新报告-新国标进展良好，激励提振发展信心》-2022.1.21

《公司信息更新报告-SA 高速成长，新国标进展良好》-2021.11.2

张宇光（分析师）
zhangyuguang@kysec.cn
证书编号：S0790520030003

方勇（分析师）
fangyong@kysec.cn
证书编号：S0790520100003

● 中长期成长性高，维持“买入”评级

飞鹤为保持产品新鲜度、提升产品竞争力，加大库存去化力度。同时新老国标奶粉面临切换，预计短期下游奶粉企业取货有所影响，下调 2022-2023 年归母净利润预测至 1.44、2.15 亿元（前值 1.74、2.56 亿元），新增 2024 年归母净利润预测 2.74 亿元，对应 2022-2024 EPS 1.20/1.79/2.28 元，当前股价对应 PE 分别为 23.0/15.3/12.1 倍，新国订单即将落地，成长性高，维持“买入”评级。

● ARA 略有增长，SA、DHA 有所下滑

（1）2022Q1 预计 ARA 收入同比个位数增长，其中国际市场雀巢实现稳定供货，国内业务整体平稳，个别客户去库存略有影响。ARA 毛利率预计同比下滑，其中油剂占比提升是主因。（2）预计 DHA 收入同比略有下降，毛利率有所下滑，主因高毛利 DHA 业务尚未恢复。（3）预计 SA 业务同比下滑，主因春节前部分客户集中取货，一季度仍在消化囤货。（4）动物营养业务实现成交体，目前体量相对偏小，业务体量快速增长，预计毛利率水平较低。

● 盈利能力承压，新业务开展下销售费用率明显提升

2022Q1 公司净利率 29.14%，同比降 15.16pct。其中毛利率同比降 5.74pct，主因 ARA 油剂占比提升下毛利率下降及高毛利 SA 占比下滑所致；管理费用率同比升 3.69pct，主因股权激励费用支出；销售费用率同比升 4.16pct，主因动物营养销售人员增加及新业务拓展。同时帝斯曼补偿款下降亦有所影响。

● 新国标订单执行在即，积极关注配方注册催化

短期来看，3 月以来国内客户去库存告一段落，SA 面向奶粉客户业务已经恢复，同时化妆品领域业务积极拓展，国内客户有望再实现成交。展望全年：（1）2023 年 2 月前婴配奶粉全部执行新国标，临近春节，预计 2022 年 Q4 前新国标订单有望集中释放，全年业绩有望逐季加速。（2）国际大客户订单有望扩大。（3）粉剂产能有望于 2022Q2-Q3 之间实现投产，缓解产能紧张。

● 风险提示：帝斯曼不履约风险、食品安全风险

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	323	351	443	650	867
YOY(%)	3.8	8.5	26.3	46.7	33.4
归母净利润(百万元)	131	129	144	215	274
YOY(%)	10.5	-1.5	11.8	49.8	27.1
毛利率(%)	55.0	50.1	50.8	54.5	56.8
净利率(%)	40.4	36.6	32.4	33.1	31.6
ROE(%)	10.2	9.5	9.9	13.1	14.6
EPS(摊薄/元)	1.09	1.07	1.20	1.79	2.28
P/E(倍)	25.3	25.7	23.0	15.3	12.1
P/B(倍)	2.5	2.4	2.2	2.0	1.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1123	995	1041	1044	1276
现金	847	664	623	415	548
应收票据及应收账款	139	178	223	366	419
其他应收款	37	38	56	82	102
预付账款	3	5	5	9	10
存货	65	75	100	137	163
其他流动资产	31	35	35	35	35
非流动资产	260	454	522	725	868
长期投资	17	20	22	23	25
固定资产	148	135	189	352	479
无形资产	15	13	9	5	1
其他非流动资产	80	285	301	344	363
资产总计	1383	1448	1563	1768	2145
流动负债	52	60	67	88	228
短期借款	0	0	0	0	132
应付票据及应付账款	25	31	38	56	63
其他流动负债	28	29	29	31	33
非流动负债	7	7	7	7	7
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	7	7	7	7	7
负债合计	59	67	74	94	235
少数股东权益	6	1	4	8	14
股本	120	120	120	120	120
资本公积	871	845	845	845	845
留存收益	328	417	523	666	858
归属母公司股东权益	1318	1381	1485	1666	1896
负债和股东权益	1383	1448	1563	1768	2145

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	323	351	443	650	867
营业成本	145	175	218	296	375
营业税金及附加	5	5	6	9	12
营业费用	15	18	25	35	45
管理费用	27	24	42	48	55
研发费用	20	31	39	55	73
财务费用	3	-4	-8	-4	3
资产减值损失	-5	5	6	8	11
其他收益	4	6	5	6	5
公允价值变动收益	3	1	1	1	2
投资净收益	17	10	14	12	13
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	124	117	136	221	313
营业外收入	41	39	39	39	16
营业外支出	8	4	4	4	4
利润总额	158	152	171	256	325
所得税	23	21	24	36	46
净利润	135	131	147	220	279
少数股东损益	4	3	3	5	6
归母净利润	131	129	144	215	274
EBITDA	167	162	183	290	391
EPS(元)	1.09	1.07	1.20	1.79	2.28

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	3.8	8.5	26.3	46.7	33.4
营业利润(%)	25.7	-5.7	16.1	62.6	41.6
归属于母公司净利润(%)	10.5	-1.5	11.8	49.8	27.1
获利能力					
毛利率(%)	55.0	50.1	50.8	54.5	56.8
净利率(%)	40.4	36.6	32.4	33.1	31.6
ROE(%)	10.2	9.5	9.9	13.1	14.6
ROIC(%)	9.1	8.6	9.1	12.6	13.5
偿债能力					
资产负债率(%)	4.3	4.6	4.7	5.3	10.9
净负债比率(%)	-63.5	-47.6	-41.4	-24.4	-21.4
流动比率	21.5	16.6	15.4	11.9	5.6
速动比率	19.8	14.9	13.5	10.0	4.7
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	2.5	2.2	2.2	2.2	2.2
应付账款周转率	6.7	6.3	6.3	6.3	6.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.09	1.07	1.20	1.79	2.28
每股经营现金流(最新摊薄)	1.22	0.86	0.57	0.48	2.07
每股净资产(最新摊薄)	10.98	11.51	12.38	13.88	15.80
估值比率					
P/E	25.3	25.7	23.0	15.3	12.1
P/B	2.5	2.4	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	14.7	16.2	14.6	10.0	7.4

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	146	103	68	57	249
净利润	135	131	147	220	279
折旧摊销	26	23	25	44	72
财务费用	3	-4	-8	-4	3
投资损失	-17	-10	-14	-12	-13
营运资金变动	-3	-44	-80	-190	-92
其他经营现金流	3	6	-1	-1	-2
投资活动现金流	-80	-250	-78	-234	-201
资本支出	33	173	67	201	142
长期投资	-57	-89	-2	-2	-1
其他投资现金流	-104	-166	-13	-34	-60
筹资活动现金流	-64	-39	-32	-31	-47
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-26	0	0	0
其他筹资现金流	-64	-13	-32	-31	-47
现金净增加额	1	-188	-42	-207	1

数据来源：聚源、开源证券研究所

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