

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

嘉必优(688089)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料行业首席分析师
执业编号: S1500520110001
联系电话: 13392190215
邮箱: mazheng@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

业绩符合预期，改善即将到来

2022年08月17日

事件：嘉必优公布 2022 年中报。8月16日，嘉必优公布 2022 年中报，公司上半年实现营业收入 1.71 亿元，同比增长 4.93%；实现归母净利润 5002 万元，同比下降 25.96%；实现扣非归母净利润 3589 万元，同比下降 23.41%。公司 2022 二季度实现营业收入 9561 万元，同比增长 13.44%；实现归母净利润 2680 万元，同比下降 20.74%；实现扣非归母净利润 2186 万元，同比下降 8.60%。

点评：

- **上半年婴配市场疲软，Q2 营收略超预期，同比增长来之不易。**受出生人口数量下降影响，我国上半年婴配粉市场呈同比收缩态势，据 AC 尼尔森数据，1-4 月行业整体销售额同比下滑 4.4%，销售量下滑 6.2%。同时，多家婴配粉厂商渠道库存过高，上半年以消化渠道库存为主，新品生产有所减少。在此两重因素的干扰下，尽管公司客户遍布国内，营收仍然取得同比增长，实属不易。营收端看，尽管国内市场情况不乐观，但公司在国外市场的销售额进一步提升，上半年海外收入占比已接近 50%，为公司营收提供了重要支撑。
- **多项业务成长，公司利润承压但符合预期。**毛利率端看，22H1 公司毛利率为 45.46%，同比-10.49pct，环比+0.47pct。其中，Q2 毛利率为 43.90%，同比-14.64pct，环比-3.53pct。尽管受产品结构及原材料成本上升影响，毛利率同比有所下降，但环比去年下半年已呈企稳态势。费用端看，公司多项业务的同时发展使得费用率有所上升。销售费用率方面，公司为开拓动物营养业务，加大市场投入，22H1 销售费用率达 7.41%，同比+1.54pct，环比+3.10pct。其中，22Q2 销售费用率为 6.15%，同比-0.26pct，环比-2.85pct。管理费用率方面，由于公司年初实施股权激励计划，股权摊销费用使得 22H1 管理费用率达 10.36%，同比+3.98pct，环比+2.86pct；22Q2 管理费用率为 9.71%，同比+3.94pct，环比-1.47pct。研发费用率方面，公司根据战略扩充研发团队，22H1 研发费用率达 8.57%，同比+1.51pct，环比-1.77pct；22Q2 研发费用率达 8.94%，同比+2.00pct，环比+0.84pct。财务费用率方面，由于汇率波动造成汇兑收益增加，22H1 财务费用率为-5.14%，同比-1.44pct，环比-0.48pct；22Q2 财务费用率为-9.96%，同比-6.57pct，环比-10.91pct。因此，公司净利润率承压，22H1 净利率为 28.03%，同比-15.48pct，环比-4.06pct；22Q2 净利率为 27.15%，同比-15.61pct，环比-1.99pct，导致公司归母净利润承压。
- **各项业务进展良好，下半年有望迎来改善。**在最为令人关注的婴配粉新国标注册方面，截至 7 月 31 日，全市场已经通过注册的符合新国标的配方超过 120 款产品、超过 40 个系列，自上半年末起注册进程呈现加速趋势。在国际市场开拓方面，国际大客户订单持续增长，多家

国际大客户开发已进入商业谈判阶段。同时，公司在欧洲市场积极布局新营销渠道，计划在巩固开发婴配客户的同时，同步挖掘健康食品领域的机会。在 SA 方面，公司在上半年一方面成功获得 SA 化妆品备案功能扩项，另一方面获得 SA 产品与新食品原料 N-乙酰神经氨酸具有实质等同性的认可。截至 7 月 29 日，有 6 个品牌的 8 款添加燕窝酸原料的化妆品产品在国家药监局备案，正在陆续上市销售，另有多家公司正在开发。在 HMO 方面，公司 2'-FL 已完成中试，获得 96% 纯度的产品，正在进行法规许可申报；3'-SL 正在进行中试前准备。因此，伴随各项业务的加速推进及婴配粉渠道库存当前的良性水平，公司下半年业绩有望迎来改善。

- **盈利预测与投资评级：业绩低点已现，把握布局良机。**公司上半年受婴配粉市场渠道库存及行业收缩双重压制，公司业绩增长受到制约。下半年伴随疫情趋缓，公司在国家积极促进生育、婴配市场渠道库存良性和新国标注册进一步加速等多重利好叠加下，业绩有望迎来改善。明年看，新国标将于 2 月正式实施，而帝斯曼海外专利也将于 6 月迎来到期，公司业绩有望得到充分释放。远期看，HMO、OPO 以及 SA 等产品则有望打开公司多重成长曲线。考虑到下半年新国标注册后存在 3 个月的转换期，我们略微降低 22 年收入预期，同时考虑公司产品结构及原材料成本的变化，我们略微降低 22 年利润的预期。我们预计公司 2022-2024 年 EPS 为 1.08/1.78/2.21 元，分别对应 2022-2024 年 42X、26X 和 21XPE，维持目标价 61 元及对公司的“买入”评级。
- **风险因素：新国标注册进度不及预期，帝斯曼降价超预期**

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	323	351	426	634	782
增长率 YoY %	3.8%	8.5%	21.4%	48.7%	23.4%
归属母公司净利润 (百万元)	131	129	130	213	265
增长率 YoY%	10.5%	-1.5%	1.2%	63.9%	24.1%
毛利率%	55.0%	50.1%	49.3%	52.8%	53.2%
净资产收益率 ROE%	9.9%	9.3%	8.6%	12.4%	13.3%
EPS(摊薄)(元)	1.09	1.07	1.08	1.78	2.21
市盈率 P/E(倍)	36.33	57.42	42.33	25.82	20.80
市净率 P/B(倍)	3.61	5.34	3.65	3.20	2.77

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 08 月 16 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	1,123	995	859	992	1,051	
货币资金	847	664	464	432	369	
应收票据	11	27	33	49	61	
应收账款	129	151	183	273	336	
预付账款	3	5	6	8	9	
存货	65	75	92	127	156	
其他	68	73	82	104	121	
非流动资产	260	454	733	846	1,079	
长期股权投资	17	20	20	20	20	
固定资产	148	135	375	457	631	
无形资产	15	13	13	13	13	
其他	80	285	325	355	415	
资产总计	1,383	1,448	1,592	1,838	2,131	
流动负债	52	60	71	99	121	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	25	31	38	53	65	
其他	28	29	33	46	56	
非流动负债	7	7	7	7	7	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	7	7	7	7	7	
负债合计	59	67	78	106	128	
少数股东权益	6	1	3	8	13	
归属母公司	1,318	1,381	1,511	1,725	1,990	
负债和股东权益	1,383	1,448	1,592	1,838	2,131	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	323	351	426	634	782	
同比	3.8%	8.5%	21.4%	48.7%	23.4%	
归属母公司净利润	131	129	130	213	265	
同比	10.5%	-1.5%	1.2%	63.9%	24.1%	
毛利率(%)	55.0%	50.1%	49.3%	52.8%	53.2%	
ROE%	9.9%	9.3%	8.6%	12.4%	13.3%	
EPS(摊薄)(元)	1.09	1.07	1.08	1.78	2.21	
P/E	36.33	57.42	42.33	25.82	20.80	
P/B	3.61	5.34	3.65	3.20	2.77	
EV/EBITDA	29.41	53.09	23.82	15.09	12.10	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	323	351	426	634	782	
营业成本	145	175	216	299	366	
营业税金及	5	5	6	9	11	
销售费用	15	18	22	34	43	
管理费用	27	24	47	42	39	
研发费用	20	31	31	38	47	
财务费用	3	-4	-10	0	0	
减值损失合	-5	5	0	0	0	
投资净收益	17	10	13	19	23	
其他	3	1	0	0	0	
营业利润	124	117	127	231	299	
营业外收支	34	35	27	22	15	
利润总额	158	152	154	253	314	
所得税	23	21	22	35	44	
净利润	135	131	133	218	270	
少数股东损	4	3	3	4	5	
归属母公司	131	129	130	213	265	
EBITDA	133	126	212	337	425	
EPS(当	1.09	1.07	1.08	1.78	2.21	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	146	103	109	127	248	
净利润	135	131	133	218	270	
折旧摊销	26	24	70	88	116	
财务费用	-1	-1	0	0	0	
投资损失	-17	-10	-13	-19	-23	
营运资金变	-3	-44	-54	-138	-100	
其它	6	3	-27	-22	-15	
投资活动现金流	-80	-250	-310	-159	-311	
资本支出	-33	-173	-323	-178	-335	
长期投资	-57	-89	0	0	0	
其他	9	12	13	19	23	
筹资活动现金流	-64	-39	0	0	0	
吸收投资	0	1	0	0	0	
借款	0	30	0	0	0	
支付利息或股息	-60	-40	0	0	0	
现金流净增加额	1	-188	-201	-32	-63	

研究团队简介

马铮, 食品饮料首席分析师, 厦门大学经济学博士, 资产评估师, 6 年证券研究经验, 曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题(国家社科基金)研究, 关注宏观、地产、财税问题。2015 年入职国泰君安证券, 具有销售+研究从业经历, 聚焦突破行业及个股, 对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪, 重视估值和安全边际的思考。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com

华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。