

# 嘉必优 (688089)

证券研究报告

2022年08月17日

## 22H1 依托国际业务打下业绩底盘, 新国标日渐临近打开 H2 增长空间!

**事件:** 公司发布 2022 年半年报。2022 上半年, 公司合计实现营收 1.71 亿元, 同比增 4.93%, 归母净利润 0.50 亿元, 同比降 25.96%; 其中单二季度, 公司实现营收 0.96 亿元, 同比增 13.44%, 环比增 26.56%; 归母净利润 0.27 亿元, 同比降 20.74%, 环比增 15.39%。

### 1、22H1 国内市场去库存背景下, 公司 Q2 业绩环比仍实现显著增长

公司作为婴配粉核心配料供应商, 业绩主要受下游需求影响。2022 年上半年, 国内婴配粉市场仍处于去库存状态, 且叠加疫情影响, 公司境内营收实现 0.90 亿元, 同比降 17%; 与此同时, 公司境外营收实现 0.81 亿元, 同比增 49%, 对营收的贡献比例较同期提升 14pct。由此可见, 公司上半年营收实现正增长关键在于国际业务的扩张。我们认为, 这同样意味着: 2022 年下半年, 随着国内下游库存渐入良性状态, 叠加国内疫情态势向好预期, 公司境内营收将有望企稳。

### 2、新国标实施日将至提升客户备新品积极性, 打开 H2 业绩增长空间

根据国家市场监督管理总局食品评审中心发布的婴幼儿配方乳粉产品配方注册批件, 2022 年 3 月, 伊利金领冠与君乐宝率先通过新国标注册; 截至 7 月 31 日, 全市场已经通过的注册配方超过 120 款产品、超过 40 个系列, 特别是在 7 月以来注册配方的进程呈现加快之势。婴配粉新国标实施日为 2023 年 2 月 22 日, 考虑到下游客户备新品需要时间, 我们认为, 对于嘉必优等上游原料商的业绩利好也将有较大可能性于 23Q1 前释放。

### 3、护肤品&合成生物新市场持续开发, 有望进一步抬升公司整体估值

公司产品的研发与应用领域正逐渐从食品向护肤品延伸: 1) 公司燕窝酸 (N-乙酰神经氨酸) 作为化妆品新原料 5 月 31 日在国家药监局成功备案, 由原来的单一使用目的“保湿剂”, 扩大至“抗皱剂、抗氧化剂、皮肤保护剂、保湿剂”。截至 7 月 29 日, 已有 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。另有多家公司在开发中; 2) 公司以合成生物学为底层技术, 以来源替代为思路, 积极开发储备新的功能性化妆品和食品新原料。截至 22H1, 公司开展了 HMOs (2'-FL、3'-SL)、虾青素、依克多因、EPA、麦角硫因等高附加值产品的开发。其中, 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阶段。

**盈利预测&投资建议:** 预计 2022-24 年, 公司实现营收 4.53/6.06/8.67 亿元, 同比增长 28.89%/33.81%/43.24%; 净利润 1.35/1.95/3.16 亿元, 同比增长 5.12%/44%/62.12%, 对应 22-24 年 PE 41/28/17x, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 宏观环境/新冠疫情风险, 客户集中度较高/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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	323.46	351.11	452.53	605.54	867.34
增长率(%)	3.82	8.55	28.89	33.81	43.24
EBITDA(百万元)	182.24	158.29	180.84	250.37	378.74
归属母公司净利润(百万元)	130.59	128.58	135.16	194.63	315.53
增长率(%)	10.50	(1.54)	5.12	44.00	62.12
EPS(元/股)	1.09	1.07	1.13	1.62	2.63
市盈率(P/E)	42.20	42.86	40.77	28.31	17.46
市净率(P/B)	4.18	3.99	3.63	3.26	2.83
市销率(P/S)	17.04	15.69	12.18	9.10	6.35
EV/EBITDA	20.95	41.17	26.21	18.89	12.40

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 投资评级

行业	基础化工/化学制品
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	45.92 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)	65.23
A 股总市值(百万元)	5,510.40
流通 A 股市值(百万元)	2,995.58
每股净资产(元)	11.64
资产负债率(%)	10.63
一年内最高/最低(元)	69.30/24.92

## 作者

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

**刘章明** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110516060001  
liuzhangming@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

- 《嘉必优-季报点评:22 年国内外大客户开拓进展顺利, 静待下半年新国标需求释放》2022-05-09
- 《嘉必优-公司点评:2022 年股权激励计划发布, 夯实以技术为核心优势的发展道路!》2022-01-18
- 《嘉必优-季报点评:21Q3 营收稳步增长, 利空逐步出尽, 未来值得期待!》2021-11-01

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	847.32	664.47	661.86	770.45	809.08
应收票据及应收账款	139.29	178.29	207.23	324.56	425.75
预付账款	3.17	4.53	5.56	7.43	10.94
存货	65.48	74.86	102.38	113.81	177.63
其他	67.89	72.70	93.14	91.98	125.80
<b>流动资产合计</b>	<b>1,123.14</b>	<b>994.85</b>	<b>1,070.16</b>	<b>1,308.23</b>	<b>1,549.20</b>
长期股权投资	16.92	19.92	19.92	19.92	19.92
固定资产	148.27	135.17	114.41	93.65	72.89
在建工程	1.25	104.18	284.18	354.18	424.18
无形资产	14.54	13.15	11.14	8.68	6.43
其他	78.71	181.22	100.23	7.88	7.80
<b>非流动资产合计</b>	<b>259.68</b>	<b>453.64</b>	<b>529.87</b>	<b>484.31</b>	<b>531.22</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,382.82</b>	<b>1,448.49</b>	<b>1,600.04</b>	<b>1,792.54</b>	<b>2,080.42</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	24.53	31.43	37.25	54.10	72.93
其他	24.90	28.29	35.69	31.84	42.64
<b>流动负债合计</b>	<b>49.43</b>	<b>59.72</b>	<b>72.94</b>	<b>85.94</b>	<b>115.57</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	6.98	6.72	6.75	6.82	6.77
<b>非流动负债合计</b>	<b>6.98</b>	<b>6.72</b>	<b>6.75</b>	<b>6.82</b>	<b>6.77</b>
<b>负债合计</b>	<b>59.30</b>	<b>66.68</b>	<b>79.70</b>	<b>92.76</b>	<b>122.34</b>
少数股东权益	5.59	0.79	3.84	8.33	14.15
股本	120.00	120.00	120.00	120.00	120.00
资本公积	870.72	844.82	844.82	844.82	844.82
留存收益	327.92	416.90	552.06	727.23	979.65
其他	(0.70)	(0.69)	(0.37)	(0.59)	(0.55)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,323.52</b>	<b>1,381.81</b>	<b>1,520.34</b>	<b>1,699.78</b>	<b>1,958.08</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,382.82</b>	<b>1,448.49</b>	<b>1,600.04</b>	<b>1,792.54</b>	<b>2,080.42</b>

  

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	134.94	131.29	135.16	194.63	315.53
折旧摊销	26.01	23.39	22.21	22.23	22.23
财务费用	(0.94)	(1.46)	(4.13)	(2.62)	(3.30)
投资损失	(16.93)	(9.85)	(14.39)	(13.12)	(14.76)
营运资金变动	(75.99)	(149.42)	17.13	(24.57)	(172.42)
其它	78.79	109.34	4.06	4.48	7.54
<b>经营活动现金流</b>	<b>145.88</b>	<b>103.29</b>	<b>160.04</b>	<b>181.04</b>	<b>154.83</b>
资本支出	15.59	115.03	179.39	68.96	69.28
长期投资	3.96	2.99	0.00	0.00	0.00
其他	(100.03)	(368.39)	(346.45)	(123.85)	(124.25)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(80.48)</b>	<b>(250.37)</b>	<b>(167.06)</b>	<b>(54.89)</b>	<b>(54.97)</b>
债权融资	(2.53)	4.79	4.09	2.62	3.30
股权融资	(40.59)	(65.49)	0.32	(20.18)	(64.52)
其他	(20.83)	21.33	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(63.95)</b>	<b>(39.37)</b>	<b>4.41</b>	<b>(17.57)</b>	<b>(61.23)</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>1.46</b>	<b>(186.45)</b>	<b>(2.61)</b>	<b>108.59</b>	<b>38.63</b>

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>323.46</b>	<b>351.11</b>	<b>452.53</b>	<b>605.54</b>	<b>867.34</b>
营业成本	145.49	175.28	222.62	291.04	408.24
营业税金及附加	4.60	5.01	6.44	8.63	12.35
销售费用	14.62	17.69	19.61	21.65	23.13
管理费用	27.05	24.49	24.81	25.66	26.58
研发费用	20.38	30.95	34.20	43.51	55.27
财务费用	2.53	(3.95)	(4.13)	(2.62)	(3.30)
资产/信用减值损失	(8.11)	(1.62)	(0.96)	(3.69)	(3.59)
公允价值变动收益	3.02	0.99	1.01	(0.51)	0.25
投资净收益	16.93	9.85	14.39	13.12	14.76
其他	(27.26)	(24.73)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>124.20</b>	<b>117.16</b>	<b>163.40</b>	<b>226.59</b>	<b>356.47</b>
营业外收入	41.10	38.87	21.00	15.00	3.00
营业外支出	7.57	3.96	25.34	17.59	8.48
<b>利润总额</b>	<b>157.73</b>	<b>152.06</b>	<b>159.06</b>	<b>224.00</b>	<b>350.99</b>
所得税	22.80	20.77	20.86	24.38	28.17
<b>净利润</b>	<b>134.94</b>	<b>131.29</b>	<b>138.21</b>	<b>199.62</b>	<b>322.82</b>
少数股东损益	4.35	2.72	3.05	4.99	7.29
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>130.59</b>	<b>128.58</b>	<b>135.16</b>	<b>194.63</b>	<b>315.53</b>
每股收益(元)	1.09	1.07	1.13	1.62	2.63

  

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	3.82%	8.55%	28.89%	33.81%	43.24%
营业利润	25.74%	-5.67%	39.47%	38.67%	57.32%
归属于母公司净利润	10.50%	-1.54%	5.12%	44.00%	62.12%
<b>获利能力</b>					
毛利率	55.02%	50.08%	50.81%	51.94%	52.93%
净利率	40.37%	36.62%	29.87%	32.14%	36.38%
ROE	9.91%	9.31%	8.91%	11.51%	16.23%
ROIC	27.28%	25.46%	26.34%	26.74%	35.69%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	4.29%	4.60%	4.98%	5.17%	5.88%
净负债率	-64.02%	-48.03%	-43.48%	-45.28%	-41.28%
流动比率	21.47	16.59	14.67	15.22	13.40
速动比率	20.22	15.34	13.27	13.90	11.87
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.50	2.21	2.35	2.28	2.31
存货周转率	4.93	5.00	5.11	5.60	5.95
总资产周转率	0.24	0.25	0.30	0.36	0.45
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.09	1.07	1.13	1.62	2.63
每股经营现金流	1.22	0.86	1.33	1.51	1.29
每股净资产	10.98	11.51	12.64	14.10	16.20
<b>估值比率</b>					
市盈率	42.20	42.86	40.77	28.31	17.46
市净率	4.18	3.99	3.63	3.26	2.83
EV/EBITDA	20.95	41.17	26.21	18.89	12.40
EV/EBIT	24.44	48.29	29.88	20.73	13.17

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 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