

2022年08月23日

# 嘉华股份 (603182.SH)

## 新股覆盖研究

### 投资要点

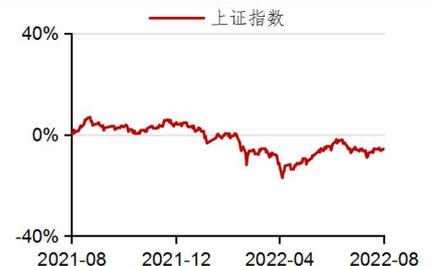
- ◆ 本周四（8月25日）有一家主板上市公司“嘉华股份”询价。
- ◆ **嘉华股份（603182）**：公司是以大豆蛋白为主要产品的大豆深加工企业，产品销售往全国各地，与国内知名企业如双汇发展、中粮集团、金龙鱼等建立了良好的合作关系，同时远销美国、日本、欧盟等六十多个国家和地区。公司2019-2021年分别实现营业收入8.70亿元/9.69亿元/12.34亿元，YOY依次为5.01%/11.34%/27.43%，三年营业收入的年复合增速14.21%；实现归母净利润0.74亿元/0.74亿元/0.79亿元，YOY依次为1.11%/0.19%/6.83%，三年归母净利润的年复合增速2.67%。最新报告期，2022H1公司实现营业收入7.60亿元，同比增长20.61%；实现归母净利润0.74亿元，同比增长80.52%。根据初步预测，公司2022年1-9月扣非归母净利润为8,914.03至10,894.92万元，同比增长约98.67%至142.81%
- ① **投资亮点**：1、大豆分离蛋白的蛋白质含量、营养价值极高，是食品加工领域的核心材料之一；公司作为国产大豆分离蛋白龙头厂商，占据了10%以上的大豆分离蛋白市场。大豆分离蛋白除了对促进人体健康等方面具有重要作用外，还具有更为优异的保水保油性、乳化性等加工功能性质，被广泛应用于肉制品、乳制品、焙烤制品及营养制品等领域。公司作为行业的先行者，自主设计了国产化大豆蛋白生产线，而后又采用了“大豆-低温豆粕及油脂-大豆蛋白-大豆膳食纤维”的新型产业模式，实现了产业由深加工向精深加工的转变，极具行业前瞻性。报告期内，公司占据了大豆分离蛋白市场规模的10.70%。2、在上游原材料价格上涨叠加限电减产带来的大豆蛋白行业供应紧缺的大背景下，公司募投项目“高端大豆蛋白生产基地（一期）”已提前建设，同时，新建油脂车间也正式投产，新增产能有望助推公司业绩向好。近年来，公司凭借较为稳定的产品质量，成功与国内外众多大型食品生产商和贸易商建立起长期稳定的合作关系，产品在手订单充足，产能利用情况已整体趋于饱和。同时，行业方面，因上游原材料大豆价格上涨，以及限电减产等因素造成大豆蛋白产业供应紧张。在此大背景下，公司募投项目“高端大豆蛋白生产基地（一期）”已提前建设，新厂区油脂车间也已经正式投产，新增产能将助推公司业绩向好。3、公司以大豆蛋白为核心向上下游延伸产业链条，逐步形成多元产品布局。公司自设立以来持续强化研发实力，形成了大豆分离蛋白系列二十余个品种的产品矩阵；随后持续深耕大豆深加工产业链条，逐步建立了以大豆蛋白为主，涵盖低温食用豆粕、大豆油、大豆膳食纤维等多元产品的产业链布局；有效提高产品的附加价值，满足不同领域客户的需求。
- ② **同行业上市公司对比**：我国A股市场上还未有主营业务是以非转基因大豆为原材料、生产及销售大豆蛋白的公司实现上市，故选取农副食品加工行业的北大荒、苏垦农发、登海种业等为嘉华股份的可比上市公司。根据上述公司来看，平均收入规模为51.23亿元，PE-TTM为40.46X，平均销售毛利率为31.36%；相较而言，公司的收入规模和毛利率皆处于上述公司的中下位区间。
- ◆ **风险提示**：已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内

股价 -

### 交易数据

总市值（百万元）	-
流通市值（百万元）	-
总股本（百万股）	123.41
流通股本（百万股）	-
12个月价格区间	/

### 一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.55	3.4	-9.58
绝对收益	-5.91	0.81	-28.37

分析师

李蕙

 SAC 执业证书编号：S0910519100001  
 lihui1@huajinsec.com

### 相关报告



容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差、具体上市公司风险在正文内容中展示等。

### 公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2019A	2020A	2021A
主营收入(百万元)	869.9	968.5	1,234.2
同比增长(%)	5.01	11.34	27.43
营业利润(百万元)	95.8	97.8	107.4
同比增长(%)	0.19	2.06	9.84
净利润(百万元)	73.9	74.1	79.1
同比增长(%)	1.11	0.19	6.83
每股收益(元)	0.60	0.60	0.64

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 内容目录

一、嘉华股份 .....	4
(一) 基本财务状况 .....	4
(二) 行业情况 .....	5
(三) 公司亮点 .....	7
(四) 募投项目投入 .....	8
(五) 同行业上市公司指标对比 .....	8
(六) 风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化 .....	4
图 2: 公司归母净利润及增速变化 .....	4
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化 .....	5
图 4: 公司 ROE 变化 .....	5
图 5: 2015-2025 年全球植物蛋白市场价值及增长率 (万美元) .....	5
图 6: 2018-2024E 年中国用于大豆蛋白生产的大豆量 (单位: 万吨) .....	6
图 7: 2019-2025E 全球大豆蛋白市场价值 (单位: 亿美元) .....	6
表 1: 公司大豆分离蛋白的应用情况 .....	7
表 2: 公司 IPO 募投项目概况 .....	8
表 3: 同行业上市公司指标对比 .....	9

## 一、嘉华股份

公司是以大豆蛋白为主要产品的大豆深加工企业，拥有二十余年的大豆深加工研发和生产经验。公司产品销往全国各地，与国内知名企业如双汇发展、安井食品、中粮集团、金龙鱼等建立了良好的合作关系，同时销往国际市场，主要产品大豆蛋白和大豆膳食纤维远销美国、日本、欧盟、澳大利亚、俄罗斯、南非、中亚等六十多个国家和地区。

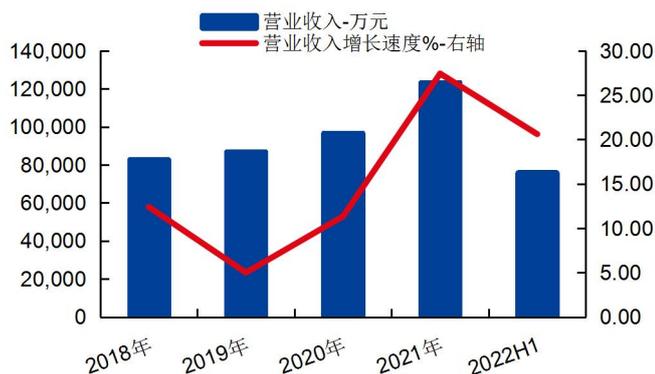
公司以大豆蛋白产品为基础，在持续提高大豆蛋白产品工艺水平和产能规模的同时，实现了大豆资源的综合利用和大豆蛋白的清洁化生产，并成功开发出大豆膳食纤维、大豆拉丝蛋白等新产品。经过多年发展，公司现已形成从大豆收储、低温食用豆粕加工和大豆油提炼到大豆蛋白、大豆膳食纤维研发、生产、销售的完整产业链条。

### （一）基本财务状况

公司 2019-2021 年分别实现营业收入 8.70 亿元/9.69 亿元/12.34 亿元，YOY 依次为 5.01%/11.34%/27.43%，三年营业收入的年复合增速 14.21%；实现归母净利润 0.74 亿元/0.74 亿元/0.79 亿元，YOY 依次为 1.11%/0.19%/6.83%，三年归母净利润的年复合增速 2.67%。最新报告期，2022H1 公司实现营业收入 7.60 亿元，同比增长 20.61%；实现归母净利润 0.74 亿元，同比增长 80.52%。

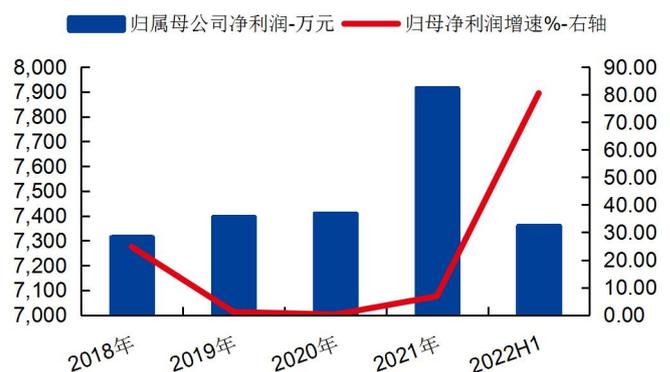
2021 年，公司主营业务收入按产品类型可分为五大板块，分别为大豆蛋白（8.59 亿元，69.83%）、大豆油（2.29 亿元，18.65%）、大豆膳食纤维（0.63 亿元，5.15%）、低温食用豆粕（0.37 亿元，3.03%）及其他（0.41 亿元，3.34%）。报告期内，大豆蛋白是公司收入的首要来源，其销售收入占比一直维持在 65%以上。

图 1：公司收入规模及增速变化



资料来源：同花顺 iFinD，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



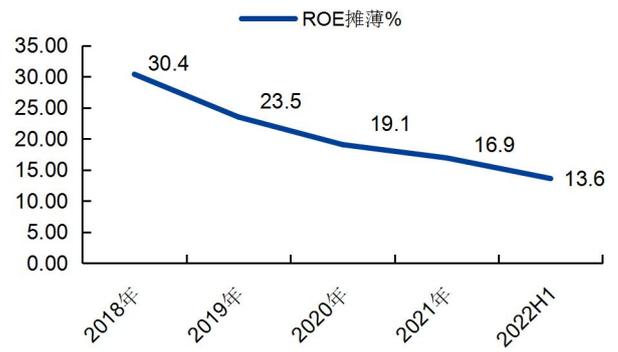
资料来源：同花顺 iFinD，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：同花顺 iFinD，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：同花顺 iFinD，华金证券研究所

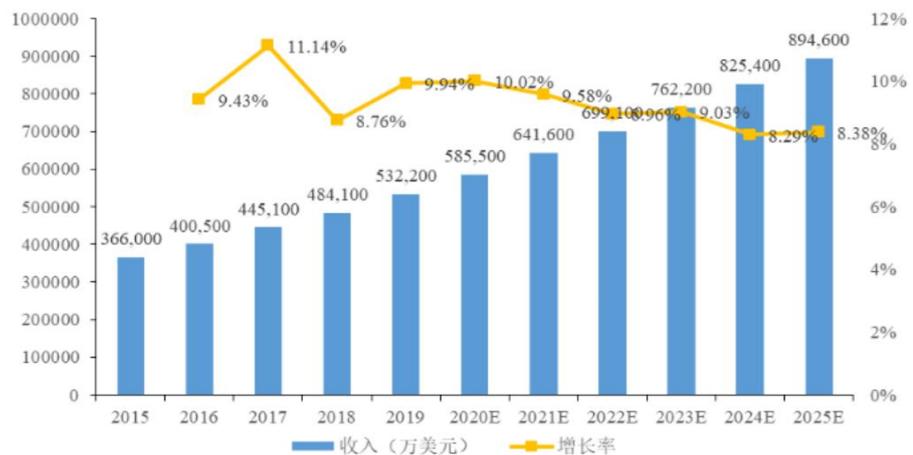
## （二）行业情况

公司主要从事大豆蛋白及相关副产品的研发、生产及销售，隶属于农业中的植物蛋白行业。

### 1、植物蛋白行业

随着健康饮食的理念深入人心，越来越多的人认识到植物蛋白相对动物蛋白的优越性和互补性。据 QY Research 研究数据显示，2019 年全球植物蛋白市场规模估计为 53.22 亿美元，预计到 2025 年将达到 89.46 亿美元，复合增长率为 9.04%。

图 5：2015-2025 年全球植物蛋白市场价值及增长率（万美元）



资料来源：QY Research，华金证券研究所

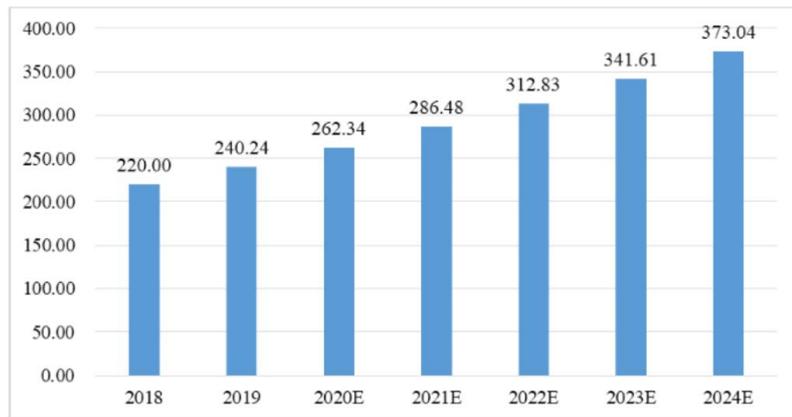
### （1）大豆蛋白行业

大豆种植历史悠久，最早在中国种植后，向世界各地流播，目前全球已形成美国、巴西、阿根廷三大产区。同时，相比于其他植物蛋白，大豆蛋白中蛋白质含量较高，且含有全部 8 种“必需氨基酸”，是植物蛋白中最优质的完全蛋白，被称为“植物蛋白之王”。由于大豆原材料供给充足，大豆蛋白营养价值较高，且大豆蛋白产出率较高，故大豆蛋白在植物蛋白中应用最广，占据了植物蛋白市场的绝大多数份额，在植物蛋白市场中处于主导地位，根据市场调研公司 GII 研究

数据，2019 年全球大豆蛋白市场规模约 31.20 亿美元，占植物蛋白市场价值的一半以上。未来预计大豆蛋白市场规模会随着植物蛋白市场规模的增长保持持续增长趋势。

目前，中国用于大豆蛋白生产的大豆量处于逐年增加状态。2019 年，我国大豆产量约为 1,810 万吨，其中约 240 万吨用于大豆蛋白加工。根据 GII 报告预测，到 2024 年，我国用于大豆蛋白生产加工的大豆量将达到 373.04 万吨。

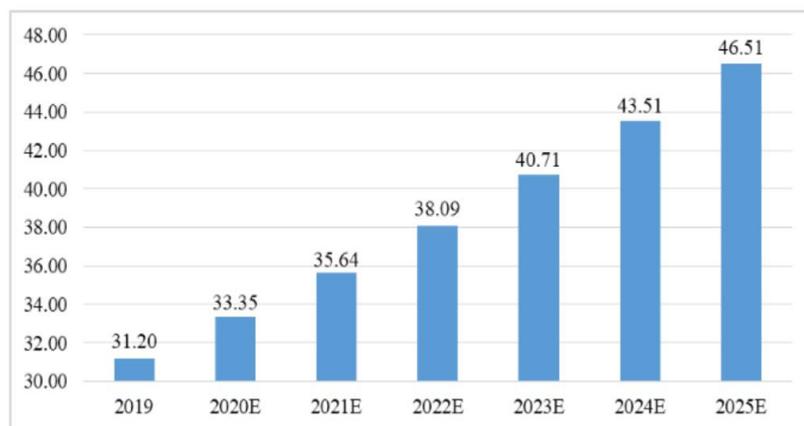
图 6：2018-2024E 年中国用于大豆蛋白生产的大豆量（单位：万吨）



资料来源：GII 报告，《2019 大豆食品重点加工企业调研报告》，华金证券研究所

由于大豆蛋白良好的经济性和营养性，欧美日俄等市场使用大豆蛋白时间更早，接受度更高，应用领域成熟，大豆蛋白需求基本处于稳中略增的态势。据不完全统计，国外的大豆蛋白食品已有一万余种，2019 年的全球大豆蛋白市场规模已达到 31.20 亿美元，另据市场调研公司 GII 预测，全球大豆蛋白市场将以 6.88% 的年复合增长率增长，预计 2025 年将达到 46.51 亿美元的市场规模。

图 7：2019-2025E 全球大豆蛋白市场价值（单位：亿美元）



资料来源：Aritzon, GII 预测，华金证券研究所

目前，食品行业发展已进入产业整合阶段，大豆蛋白行业整合仍将持续推进：一方面，大型企业规模效应明显，有更高的利润空间去增加研发支出、招揽高素质人才加盟，形成人才、研发、经营、生产的良性循环，并通过优秀的产品质量和服务能力不断巩固市场竞争地位；另一方面，随着社会对食品安全的日益重视及国家环保监管力度不断增强，规模较小、经营不规范的企业将

更加难以适应规范的监管环境，而下游食品加工商也更倾向于选择规模较大的大豆蛋白供应商来保证原材料食品安全，大型大豆蛋白企业发展将更加迅速，行业整合将进一步提速，优势资源将逐渐向龙头企业集中，使得强者更强。

大豆深加工行业产业链条较长，规模较大的大豆蛋白生产企业可以在主打产品的带领下，从粗加工到深加工再到综合利用，持续延伸产业链条，不断派生系列衍生产品，增加产品附加值，提高企业盈利能力和整体竞争力，推动行业长期、稳定发展。

### （三）公司亮点

1、大豆分离蛋白的蛋白质含量、营养价值极高，是食品加工领域的核心材料之一；公司作为国产大豆分离蛋白龙头厂商，占据了10%以上的大豆分离蛋白市场规模。大豆分离蛋白里的蛋白质含量可达90%以上，氨基酸种类有近20种，对促进人体健康、均衡营养等方面具有重要作用。除具有极高的营养价值外，大豆分离蛋白还具有更为优异的保水保油性、乳化性、起泡性、溶解性、粘弹性等加工功能性质，被广泛应用于肉制品、乳制品、焙烤制品及营养制品等领域，具有广阔的发展前景。公司自上世纪90年代就已经开始从事大豆蛋白相关业务，较早从事大豆蛋白生产加工业务，拥有多名大豆蛋白行业专家及专业技术人员。作为行业的先行者，公司自主设计了国产化大豆蛋白生产线，而后又采用了“大豆-低温豆粕及油脂-大豆蛋白-大豆膳食纤维”的新型产业模式，实现了产业由深加工向精深加工的转变，极具行业前瞻性。报告期内，公司的大豆蛋白产品主要为大豆分离蛋白，占各期大豆蛋白销量的比例分别为98.03%、97.36%和94.49%；同时，公司2020年的大豆分离蛋白销量为42,819.19吨，据中国食品土畜进出口商会大豆蛋白分会统计测算，占据了大豆分离蛋白市场规模的10.70%。

表 1：公司大豆分离蛋白的应用情况

大豆蛋白种类	产品种类	产品特点和功能	产品主要应用
大豆分离蛋白	斩拌类肉制品领域专用大豆分离蛋白	良好的凝胶性和乳化性能，提高产品的保水保油能力，改善产品的组织结构，改善口感	火腿肠、烤肠、三明治、肉丸、午餐肉等肉制品加工领域
	注射滚揉类肉制品领域专用大豆分离蛋白	优良的分散性能和较好的凝胶保水性能，兼具良好的水溶色泽	注射滚揉类肉制品加工领域
	新型豆制品领域专用大豆分离蛋白	优良的凝胶性能和吸水性能	千叶豆腐或豆干、卤制香丝等休闲食品
	火锅料领域专用大豆分离蛋白	良好的凝胶性和吸水性能以及良好的水溶色泽，兼备保水、保油、乳化性能，满足烤肠、肉丸等加工生产	火锅料等速冻冷链食品
	营养制品领域专用大豆分离蛋白	高分散、高溶解等性能且具有良好的风味和口感	适用于蛋白营养棒、固体饮料、液体饮料等诸多营养制品领域
	宠物食品领域专用大豆分离蛋白	良好的分散性能和吸水保水性能	宠物食品加工领域

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

2、在上游原材料价格上涨叠加限电减产带来的大豆蛋白行业供应紧缺的大背景下，公司募投项目“高端大豆蛋白生产基地（一期）”已提前建设，同时，新建油脂车间也正式投产，新增

产能有望助推公司业绩向好。近年来，公司凭借较为稳定的产品质量，成功与国内外众多大型食品生产商和贸易商建立起长期稳定的合作关系，产品在手订单充足，产能利用情况已整体趋于饱和。同时，行业方面，因上游原材料大豆价格上涨，以及限电减产等因素造成大豆蛋白产业供应紧张。在此大背景下，公司募投项目“高端大豆蛋白生产基地（一期）”已提前建设，新厂区油脂车间也已经正式投产，新增产能将助推公司业绩向好。

3、公司以大豆蛋白为核心向上下游延伸产业链条，逐步形成多元产品布局，满足不同领域客户需求。公司自设立以来，通过引入进口设备改进生产工艺，持续强化研发实力，形成了大豆分离蛋白系列二十余个品种的产品矩阵；随后又不断深掘大豆综合利用价值，深耕大豆深加工产业链条，逐步实现了由初级大豆分离蛋白单一产品向高端大豆分离蛋白、大豆拉丝蛋白及后续大豆浓缩蛋白产品体系的跨越，建立了以大豆蛋白为主，涵盖低温食用豆粕、大豆油、大豆膳食纤维等多元产品的产业链布局；有效提高产品的附加价值，满足不同领域客户的需求。

#### （四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 2 个项目。

1、**高端大豆蛋白生产基地建设项目**：本项目拟建设大豆分离蛋白、大豆浓缩蛋白、大豆膳食纤维、大豆油等产品的配套生产基地，项目建成后将新增大豆蛋白设计产能 60,000 吨、大豆油设计产能 30,000 吨、大豆膳食纤维设计产能 16,000 吨。经预测分析，项目达产年可新增营业收入 105,136 万元，利润总额 10,756 万元，净利润为 8,067 万元，税后内部收益率 17.00%，投资回收期（含建设期 2 年）6.82 年。

2、**东厂区 2 万吨分离蛋白扩产项目**：本项目基于现有产品的产能扩充和性能改进，进一步提升生产自动化、智能化、集约化及绿色化水平。经预测分析，项目达产年可新增营业收入 33,194 万元，利润总额 3,983 万元，净利润为 2,987 万元，税后内部收益率 17.10%，投资回收期（含建设期 2 年）6.85 年。

表 2：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	拟使用募集资金金额（万元）	项目建设期
1	高端大豆蛋白生产基地建设项目	45,335.00	20,833.14	2 年
2	东厂区 2 万吨分离蛋白扩产项目	17,280.00	17,280.00	2 年
	合计	62,615.00	38,113.14	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

#### （五）同行业上市公司指标对比

2021 年度，公司实现营业收入 12.34 亿元，同比增长 27.43%；实现归属于母公司净利润 0.79 亿元，同比增长 6.83%。根据初步预测，公司预计 2022 年 1-9 月的营业收入为 102,641.46 至 125,450.67 万元，同比增幅为 16.54%至 42.44%；预计净利润为 8,907.98 至 10,887.53 万元，同比增幅为 92.84%至 135.69%；预计扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润为 8,914.03 至 10,894.92 万元，同比增幅为 98.67%至 142.81%。对于 2022 年 1-9 月公司的业绩增长，主要系公司大豆蛋白盈利能力的增加导致。

公司是以大豆蛋白为主要产品的大豆深加工企业；但目前我国 A 股市场上还未有主营业务是以非转基因大豆为原材料、生产及销售大豆蛋白的公司实现上市，故选取农副食品加工行业的北大荒、苏垦农发、登海种业等为嘉华股份的可比上市公司。根据上述公司情况来看，平均收入规模为 51.23 亿元，PE-TTM（算数平均）为 40.46X，平均销售毛利率为 31.36%；相较而言，公司的收入规模和毛利率皆处于上述公司的中下位区间。

表 3：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2021 年收 入(亿元)	2021 年收 入增速	2021 年归母净 利润 (亿元)	2021 年净 利润增长 率	2021 年 销售毛利 率	2021 年 ROE 摊 薄
600598.SH	北大荒	263.63	28.57	36.29	11.99%	8.57	-13.39%	42.87%	12.07%
601952.SH	苏垦农发	191.54	25.34	106.40	23.43%	7.37	10.06%	14.91%	12.75%
002041.SZ	登海种业	187.70	67.49	11.01	22.20%	2.33	128.33%	36.31%	7.53%
603182.SH	嘉华股份	/	/	12.34	27.43%	0.79	6.83%	13.09%	16.91%

资料来源：Wind，华金证券研究所

## （六）风险提示

行业依赖及收入下滑的风险、经销商集中度较高的风险、重点布局的新产品未来市场发展情况及竞争格局不确定的风险、核心研发人才流失的风险、技术、产品研发升级迭代的风险、无实际控制人风险、主要供应商因新冠疫情停产的风险、公司对主要供应商存在重大依赖及其产能供给不足和采购价格上涨的风险等风险。

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)