

**证券研究报告**
**公司研究**
**公司跟踪报告**
**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

# 忽略短期波动，把握公司价值

2022年09月25日

- **公司股价下跌，但基本面并无变化。**受市场情绪影响，本周公司股价下跌 8.9%。我们认为公司基本面并未出现明显变化，同时先前的经营计划正一步步落实。
- **婴配粉注册进度良好。**婴配粉注册方面，9月截止中旬，单月共有 146 款婴配粉通过注册（含新旧国标），进度符合预期，我们预计婴配粉注册进度将不断加快。
- **部分新国标产品已陆续发售。**考虑到伊利、飞鹤新国标版产品已陆续发售，我们预计公司需求端也将逐步获得相应增长。
- **忽略短期波动，把握公司价值。**公司婴配粉新国标+海外竞争对手专利到期+HMO 产品有望准入的短中长期逻辑坚实，也将大概率一步步实现。新国标和海外竞争对手专利到期属于法规性红利，确定性很高，作为行业领先企业，公司业绩有望获得有效提升；而 HMO 研发已完成中试，获得纯度 96%的样品，未来若获得准入将明确印证公司合成生物学的属性，同时打开公司第二成长曲线，从而有效提升公司估值。此外，生物制造行业当前仍处发展初期，据美国白宫预测，未来空间有望达 30 万亿美元之巨。合成生物学则是生物制造的核心内容，未来我们有望看到越来越多的物质通过合成生物学的手段被商业化生产。公司也清晰洞察这一趋势，其筹备中的合成生物学平台也将在未来为我国的合成生物学商业化发展助力。
- **盈利预测与投资评级：长期价值被低估，我们持续推荐。**当前公司股价对应 23 年估值仅 21X，长期价值被低估。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 34X、21X 和 17XPE，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	34.48	21.04	16.94
市净率 P/B(倍)	3.61	5.34	2.97	2.60	2.26

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 09 月 23 日收盘价

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

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	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	
<b>非流动资产</b>	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	
<b>资产总计</b>	1,383	1,448	1,592	1,838	2,131	
<b>流动负债</b>	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	
<b>非流动负债</b>	7	7	7	7	7	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	7	7	7	7	7	
<b>负债合计</b>	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	
<b>负债和股东权益</b>	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	34.48	21.04	16.94
P/B	3.61	5.34	2.97	2.60	2.26
EV/EBITDA	29.41	53.09	19.00	12.06	9.70

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业总收入</b>	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	
<b>营业利润</b>	124	117	127	231	299	
营业外收支	34	35	27	22	15	
<b>利润总额</b>	158	152	154	253	314	
所得税	23	21	22	35	44	
<b>净利润</b>	135	131	133	218	270	
少数股东损	4	3	3	4	5	
<b>归属母公司</b>	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
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	-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
<b>现金流净增加额</b>	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，7年证券研究经验，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队。研究聚焦突破行业及个股，重视估值和安全边际的思考。个人公众号：走出来的食品饮料研究。不懂不说话，深度破万卷，慢慢走出来。扎实做点有温度的产业研究，结合对股票的理解努力为投资者创造价值。

**姜青丰**，硕士，毕业于中央财经大学，2年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。目前主要覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际等）。

**程丽丽**，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、盐津铺子、甘源食品等）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒）等。

**赵丹晨**，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）等。

**赵雷**，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。目前主要覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛、妙可蓝多、嘉必优等）。

## 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
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@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	孙僮	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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准20%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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理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。