

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

营收超预期，迈入反转期

2023 年 02 月 28 日

事件：嘉必优公布 2022 年业绩快报。2 月 27 日，嘉必优公布 2022 年业绩快报。公司 2022 年实现营业收入 4.33 亿元，同比+23.44%；实现归母净利润 1.08 亿元，同比-15.47%；实现扣非归母净利润 7415 万元，同比-11.12%。其中，22Q4 公司实现营收 1.60 亿元，同比+58.42%；实现归母净利润 3082 万元，同比+11.55%；实现扣非归母净利润 1923 万元，同比+30.20%。

点评：

- **22Q4 收入超预期，新国标逻辑开始验证。**公司 Q4 收入端超预期，同比+58.42%，环比+56.86%。婴配粉新国标已于 2023 年 2 月 22 日起正式实施，企业只能按照新国标进行产品生产。考虑到多数头部婴配粉品牌已获得配方批准，需要提前备货用于生产新国标产品。我们推测公司已获得较多新国标订单，推动 Q4 收入增长。
- **利润端符合预期，以短换长着眼未来。**利润方面，公司全年实现归母净利润 1.08 亿元，同比-15.47%，其中 22Q4 实现归母净利润 3082 万元，同比+11.55%。根据公告，公司对于利润影响的解释主要有三点：1) 公司于 2022 年度实施限制性股票激励计划，本期计提股份支付费用对净利润产生了一定影响；2) 公司持续加大对新产品、新业务的市场开拓力度，本年销售费用同比上年有较大增长；3) 产品结构及客户结构的变化，致使综合毛利率有所降低。事实上，无论是第一点还是第二点，对于公司而言都是长期利好的做法，有助于公司在人才和市场端的进一步发展。而对于第三点，2022 年下游婴配粉行业终端整体下滑，上半年婴配粉行业渠道库存过高，行业竞争激烈，因此出现客户结构变化和相应的产品结构变化实属正常。
- **业绩大年叠加多重催化，公司今年看点丰富。**新国标方面，一方面多数知名婴配粉公司均有配方通过注册，另一方面当前注册仍在进行，我们预计仍将有较多数量的配方在 2 月 22 日后通过新国标注册。海外市场方面，公司正与海外多家知名婴配粉厂商持续洽谈，为 2023 年下半年帝斯曼专利到期后供货做准备。HMO 方面，2 月 10 日，卫健委再度对一款 HMO 单体作为食品添加剂公开征求意见，而公司在近期也计划向卫健委提交相关申请。化妆品方面，伴随公司的不断推广和宣传，SA 将有望在今年迎来更大范围的应用，同时合成生物学相关产品的研发进度或将进一步提升。
- **盈利预测与投资评级：打造合成生物学平台型公司，短中长期持续推荐。**除开上述短中期因素外，我们非常关注公司在打造合成生物学平台方向的进展。事实上，无论是公司去年 10 月“武汉合成生物学创新中心”项目的奠基，还是去年 12 月公司与生物数据公司聚树生物达成

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

的战略合作，无一不证明公司在合成生物学底层技术快速变革的背景之下，向合成生物学平台型公司战略转型的努力。因此，我们预计公司 2022-2024 年 EPS 为 0.90/1.41/1.81 元，在公司短期业绩不断好转，长期合成生物学布局逐步加速的背景下，我们参考合成生物学相关公司的 PEG 均值，予以 23 年 PEG=0.88，23 年 50XPE，上调目标价至 70.5 元，维持对公司的“买入”评级。

➤ **风险因素：产能切换进度不及预期，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	433	641	783
增长率 YoY %	3.8%	8.5%	23.3%	48.1%	22.2%
归属母公司净利润 (百万元)	131	129	108	170	218
增长率 YoY%	10.5%	-1.5%	-15.7%	56.7%	28.1%
毛利率%	55.0%	50.1%	44.2%	43.0%	46.0%
净资产收益率 ROE%	9.9%	9.3%	7.4%	10.6%	12.2%
EPS(摊薄)(元)	1.09	1.07	0.90	1.42	1.81
市盈率 P/E(倍)	36.33	57.42	56.88	36.30	28.33
市净率 P/B(倍)	3.61	5.34	4.23	3.86	3.45

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 02 月 27 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	1,089	1,251	1,437
货币资金	847	664	678	656	729
应收票据	11	27	34	50	61
应收账款	129	151	186	276	337
预付账款	3	5	6	9	11
存货	65	75	102	155	180
其他	68	73	82	105	121
非流动资产	260	454	459	479	505
长期股权投资	17	20	20	20	20
固定资产	148	135	131	133	130
无形资产	15	13	13	13	13
其他	80	285	295	313	341
资产总计	1,383	1,448	1,548	1,730	1,942
流动负债	52	60	78	118	137
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	25	31	43	65	75
其他	28	29	35	53	62
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	85	125	144
少数股东权益	6	1	3	6	11
归属母公司	1,318	1,381	1,459	1,599	1,787
负债和股东权益	1,383	1,448	1,548	1,730	1,942

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	433	641	783
同比	3.8%	8.5%	23.3%	48.1%	22.2%
归属母公司净利润	131	129	108	170	218
同比	10.5%	-1.5%	-15.7%	56.7%	28.1%
毛利率(%)	55.0%	50.1%	44.2%	43.0%	46.0%
ROE%	9.9%	9.3%	7.4%	10.6%	12.2%
EPS(摊薄)(元)	1.09	1.07	0.90	1.42	1.81
P/E	36.33	57.42	56.88	36.30	28.33
P/B	3.61	5.34	4.23	3.86	3.45
EV/EBITDA	29.41	53.09	38.88	23.18	17.62

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	323	351	433	641	783
营业成本	145	175	241	365	423
营业税金及附加	5	5	6	9	11
销售费用	15	18	40	33	43
管理费用	27	24	48	45	39
研发费用	20	31	39	38	47
财务费用	3	-4	-30	-10	0
减值损失合计	-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	101	179	243
营业外收支	34	35	27	22	15
利润总额	158	152	129	202	258
所得税	23	21	18	28	36
净利润	135	131	111	173	222
少数股东损益	4	3	2	3	4
归属母公司净利	131	129	108	170	218
EBITDA	133	126	141	238	309
EPS(当年)(元)	1.09	1.07	0.90	1.42	1.81

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	23	27	144
净利润	135	131	111	173	222
折旧摊销	26	24	45	50	55
财务费用	-1	-1	-30	-10	0
投资损失	-17	-10	-13	-19	-23
营运资金变动	-3	-44	-62	-145	-94
其它	6	3	-27	-22	-15
投资活动现金流	-80	-250	-10	-28	-41
资本支出	-33	-173	-23	-48	-65
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	-20	-30
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	-20	-30
现金流净增加额	1	-188	13	-22	73

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。

娄青丰，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	hanqiyue@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	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@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	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	jiali@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
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@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。