

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

业绩环比持续复苏，关注经营进度

2023 年 10 月 29 日

事件：嘉必优公布 2023 年三季报。23Q1-3，公司实现营业收入 3.25 亿元，同比+18.88%；归母净利润 6041 万元，同比-22.41%；扣非归母净利润 4105 万元，同比-25.26%。其中，23Q3 实现营业收入 1.26 亿元，同比+23.48%，归母净利润 2557 万元，同比-8.17%；扣非归母净利润 1826 万元，同比-4.06%。

点评：

- **收入同环比持续提升，海外客户提货环比上升。**单三季度看，收入端同比+23.48%，环比+13.58%。增长主要来自于海外客户订单的恢复。考虑到国内客户因新国标提货量增加，尽管海外客户因新国标批准靠后，提货量低于去年，公司营收仍然实现增长。
- **毛利率同比略有下降，净利润环比持续提升。**由于海外业务毛利率较国内业务更高，受海外业务占比较去年同期下降影响，叠加国内产品受新国标影响吨均价下降，使得 Q3 毛利率达 41.39%，同比-2.52pct。费用端看，公司 Q3 销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为 5.38%、8.42%、8.23%和 0.36%，同比-1.22pct、-2.23pct、-3.19pct 和+7.38pct。本季度整体费用率略有收缩，仅去年同期财务费用偏低叠加投资净收益增加，使得今年 Q3 营业利润率同比-8.15pct。因此，在收入同比增加的情况下，利润同比略有下降。环比角度看，净利率和归母净利润今年以来则均呈现环比提升的趋势。
- **HMO 成为新食品添加剂，公司正积极申请。**今年 9 月 22 日，卫健委正式批准采用合成生物学方法生产的 2'-FL 和 LNNT 两个 HMO 品种成为新食品添加剂，用于婴幼儿配方奶粉。尽管有部分竞争对手的 HMO 产品已经获批，但当前尚未有下游婴配粉客户完成婴配粉相关的配方注册工作。从嘉必优的进度来看，公司正积极推进产品审批工作，我们预计有望于明年上半年取得批文。公司当前正在同步构建产能，并将视后续市场情况进一步扩充。
- **盈利预测与投资评级：反转持续推进，关注经营进度。**在海外订单环比持续恢复、新国标增量稳定的背景下，公司收入端今年以来环比持续提升。接下来，我们既需关注公司下游大客户在新粉剂产能转产的情况，也需要关注海外与美赞臣、雅培等婴配粉巨头谈判的进度，同时需关注公司 HMO 审批和产能准备的情况。总体而言，我们认为公司当前仍处于基本面底部状态，未来情况有望继续好转。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 为 0.57/0.70/0.91 元，分别对应 2023-2025 年 32X、26X 和 20XPE，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：客户订单不及预期，产品降价超预期**

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	351	433	474	569	701
增长率 YoY %	8.5%	23.4%	9.3%	20.2%	23.0%
归属母公司净利润 (百万元)	129	64	96	118	152
增长率 YoY%	-1.5%	-49.9%	48.9%	23.4%	28.9%
毛利率%	50.1%	42.1%	41.7%	41.2%	43.4%
净资产收益率 ROE%	9.3%	4.5%	6.2%	7.3%	8.7%
EPS(摊薄)(元)	1.07	0.54	0.57	0.70	0.91
市盈率 P/E(倍)	57.42	83.93	32.44	26.29	20.39
市净率 P/B(倍)	7.49	5.38	2.02	1.91	1.78

资料来源：万得，信达证券研发中心预测;股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	995	907	823	798	871	营业总收入	351	433	474	569	701
货币资金	664	494	347	231	195	营业成本	175	251	276	335	397
应收票据	27	27	37	44	54	营业税金及附加	5	5	6	8	10

应收账款	151	189	204	245	301
预付账款	5	14	7	9	10
存货	75	81	111	142	168
其他	73	101	117	127	142
非流动资产	454	703	877	1,024	1,166
长期股权投资	20	29	29	29	29
固定资产	135	433	495	551	601
无形资产	13	36	35	34	32
其他	285	205	317	410	504
资产总计	1,448	1,611	1,699	1,822	2,037
流动负债	60	180	155	188	276
短期借款	0	30	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	31	107	113	138	217
其他	29	43	42	50	59
非流动负债	7	5	5	5	5
长期借款	0	0	0	0	0
其他	7	5	5	5	5
负债合计	67	186	160	193	282
少数股东权益	1	6	1	3	6
归属母公司	1,381	1,419	1,538	1,626	1,749
负债和股东权益	1,448	1,611	1,699	1,822	2,037

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	351	433	474	569	701
同比	8.5%	23.4%	9.3%	20.2%	23.0%
归属母公司净利润	129	64	96	118	152
同比	-1.5%	-49.9%	48.9%	23.4%	28.9%
毛利率(%)	50.1%	42.1%	41.7%	41.2%	43.4%
ROE%	9.3%	4.5%	6.2%	7.3%	8.7%
EPS (摊薄)(元)	1.07	0.54	0.57	0.70	0.91
P/E	57.42	83.93	32.44	26.29	20.39
P/B	7.49	5.38	2.02	1.91	1.78
EV/EBITDA	53.09	50.04	17.38	15.04	12.19

销售费用	18	25	28	34	42
管理费用	24	40	40	40	49
研发费用	31	32	41	51	63
财务费用	-4	-15	1	0	2
减值损失合计	5	-35	-11	0	0
投资净收益	10	2	5	11	14
其他	1	-12	7	11	14
营业利润	117	51	82	124	166
营业外收支	35	27	23	16	15
利润总额	152	78	105	140	181
所得税	21	17	15	20	25
净利润	131	62	90	121	156
少数股东损益	3	-3	-5	2	3
归属母公司净利	129	64	96	118	152
EBITDA	126	99	159	192	239
EPS (当年)(元)	1.07	0.54	0.57	0.70	0.91

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	103	176	58	87	168
净利润	131	62	90	121	156
折旧摊销	24	28	48	54	59
财务费用	-1	-7	1	0	2
投资损失	-10	-2	-5	-11	-14
营运资金变动	-44	44	-64	-59	-20
其它	3	52	-12	-16	-15
投资活动现金流	-250	-339	-193	-173	-172
资本支出	-173	-249	-198	-185	-186
长期投资	-89	-75	0	0	0
其他	12	-14	5	11	14
筹资活动现金流	-39	-11	-12	-30	-32
吸收投资	1	0	48	0	0
借款	30	30	-30	0	0
支付利息或股息	-40	-40	-31	-30	-32
现金流净增加额	-188	-166	-147	-116	-36



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，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020 年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

唐有力，华中科技大学工学学士，15 年的快消品行业经验，10 年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

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。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（深度研究安琪酵母，熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际）。

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。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

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、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒、金种子酒）。

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）。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料（深度研究农夫山泉）行业。

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。