

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

赵丹晨 食品饮料行业分析师
执业编号: S1500523080005
联系电话: 13806086406
邮箱: zhaodanchen@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 金隅大厦 B 座
邮编: 100031

Q2 业绩超预期，经营拐点确认

2024 年 8 月 28 日

事件：嘉必优公布 2024 年半年报。2024H1，公司实现营业收入 2.61 亿元，同比+31.23%；归母净利润 6789 万元，同比+94.82%；扣非归母净利润 5301 万元，同比+132.57%。其中，24Q2 实现营业收入 1.44 亿元，同比+29.56%，归母净利润 4358 万元，同比+112.16%；扣非归母净利润 3416 万元，同比+120.51%。

点评：

- **上半年收入大幅提升，ARA 海外销售主导增量。**分产品看，上半年公司 ARA 和 DHA 收入同比分别+58.57%和 11%，考虑到 ARA 在公司体量中占主导地位，我们认为公司 ARA 主导了销售增量。分区域看，上半年公司境内和境外营收同比分别增加 11%和 76%。根据公司半年报，上半年公司与雀巢、达能和澳优等核心大客户业务合作进展顺利，为公司营收和利润双增长做出重要贡献。
- **Q2 毛利率略有提升，多项科目优化大幅提升利润增速。**毛利端看，公司 Q2 毛利率达 43.39%，同比+0.23pct。多项科目的优化大幅提升了公司利润率水平。其中，管理费用率同比-3.03pct，主要系股份支付费用不再计提所致；研发费用率同比-1.34pct；其他收益/收入同比+4.49pct，主要系生产经营相关补贴；公允价值变动净收益同比+1.56pct；资产减值损失同比+2.07pct；信用减值损失同比+8.45pct，推测系部分客户先前坏账拨回所致。因此，公司 Q2 营业利润率同比大幅提升 16.64pct，达 32.96%，推动利润增速大幅超越收入增速。
- **经营节节攀升，喜讯连连不断。**国内业务上看，上半年部分核心客户对公司新产能认证工作完成，新产能逐步释放。国际业务方面，除去核心大客户贡献主要收入和利润增量外，新客户的开发工作也在有条不紊的推进中。本月，公司 HMO 首款产品 2'-FL 作为食品添加剂新品种获得国家卫健委审批通过，公司 HMO 产品有望在不久的将来形成实质性销售。此外，公司也于 8 月 21 日发出提议股份回购公告，回购 1500 万元到 3000 万元股票用于股权激励。
- **盈利预测与投资评级：上调全年利润预期，把握业务扩张机遇。**公司延续 Q1 升势，并在去年 Q2 较高基数下实现收入和利润增速的实质性突破。考虑到公司订单较为稳定，我们预计这一升势有望延续。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 为 0.81/0.98/1.16 元，分别对应 2024-2026 年 18X、15X 和 13X PE，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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	433	444	554	666	787
增长率 YoY %	23.4%	2.4%	24.7%	20.4%	18.2%
归属母公司净利润 (百万元)	64	91	137	165	195
增长率 YoY%	-49.9%	41.9%	50.0%	20.4%	18.0%
毛利率%	42.1%	42.4%	42.7%	43.2%	44.3%
净资产收益率 ROE%	4.5%	6.2%	8.7%	9.6%	10.3%
EPS(摊薄)(元)	0.38	0.54	0.81	0.98	1.16
市盈率 P/E(倍)	119.26	33.15	17.86	14.83	12.57
市净率 P/B(倍)	5.38	2.04	1.55	1.42	1.30

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 8 月 27 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	907	709	705	852	1,112	
货币资金	494	240	164	218	375	
应收票据	27	51	43	52	61	
应收账款	189	215	248	290	342	
预付账款	14	10	8	10	11	
存货	81	113	130	159	185	
其他	101	81	112	124	138	
非流动资产	704	903	1,070	1,083	1,070	
长期股权投资	29	27	27	27	27	
固定资产	433	508	565	606	641	
无形资产	36	41	40	39	37	
其他	205	326	438	411	365	
资产总计	1,611	1,611	1,775	1,935	2,182	
流动负债	180	112	177	211	305	
短期借款	30	11	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	107	71	130	156	240	
其他	43	31	46	55	64	
非流动负债	6	5	5	5	5	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	6	5	5	5	5	
负债合计	186	118	182	216	310	
少数股东权益	6	18	10	0	-11	
归属母公司	1,419	1,476	1,583	1,718	1,883	
负债和股东权益	1,611	1,611	1,775	1,935	2,182	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	433	444	554	666	787	
同比	23.4%	2.4%	24.7%	20.4%	18.2%	
归属母公司净利润	64	91	137	165	195	
同比	-49.9%	41.9%	50.0%	20.4%	18.0%	
毛利率(%)	42.1%	42.4%	42.7%	43.2%	44.3%	
ROE%	4.5%	6.2%	8.7%	9.6%	10.3%	
EPS(摊薄)(元)	0.38	0.54	0.81	0.98	1.16	
P/E	119.26	33.15	17.86	14.83	12.57	
P/B	5.38	2.04	1.55	1.42	1.30	
EV/EBITDA	50.04	22.02	10.77	8.97	7.19	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	433	444	554	666	787	
营业成本	251	256	317	379	439	
营业税金及附加	5	6	7	9	10	
销售费用	25	30	33	40	47	
管理费用	40	26	32	39	46	
研发费用	32	39	44	53	63	
财务费用	-15	-2	0	0	0	
减值损失合计	-35	-9	-5	-2	-1	
投资净收益	2	5	0	7	8	
其他	-12	-4	24	13	15	
营业利润	51	82	138	165	204	
营业外收支	27	18	12	16	10	
利润总额	78	100	150	181	214	
所得税	17	14	21	25	30	
净利润	62	86	129	156	184	
少数股东损益	-3	-5	-8	-9	-11	
归属母公司净利	64	91	137	165	195	
EBITDA	99	127	212	249	288	
EPS(当年)(元)	0.38	0.54	0.81	0.98	1.16	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	176	69	175	132	221	
净利润	62	86	129	156	184	
折旧摊销	28	50	54	58	64	
财务费用	-7	-1	0	0	0	
投资损失	-2	-5	0	-7	-8	
营运资金变动	44	-81	9	-58	-7	
其它	52	19	-17	-17	-12	
投资活动现金流	-339	-287	-209	-48	-34	
资本支出	-249	-297	-209	-55	-41	
长期投资	-75	-30	0	0	0	
其他	-14	40	0	7	8	
筹资活动现金流	-11	-34	-42	-30	-30	
吸收投资	0	23	0	0	0	
借款	30	-19	-11	0	0	
支付利息或股息	-40	-37	-30	-30	-30	
现金流净增加额	-166	-251	-76	54	157	

研究团队简介

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。

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（深入研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深入研究东鹏饮料）。

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（深入研究绝味食品、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（深入研究贵州茅台、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（深入研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料（深入研究农夫山泉）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 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	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。