

嘉必优 (688089.SH)

海外市场贡献 1H24 业绩增量, ARA 增长势头较为强劲

| 财务指标 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 433 | 444 | 571 | 712 | 868 |
| 增长率 yoy (%) | 23.4 | 2.4 | 28.7 | 24.6 | 22.0 |
| 归母净利润(百万元) | 64 | 91 | 136 | 165 | 206 |
| 增长率 yoy (%) | -49.9 | 41.9 | 49.1 | 20.9 | 25.4 |
| ROE (%) | 4.3 | 5.8 | 8.4 | 9.4 | 10.7 |
| EPS 最新摊薄(元) | 0.38 | 0.54 | 0.81 | 0.98 | 1.23 |
| P/E(倍) | 37.3 | 26.3 | 17.6 | 14.6 | 11.6 |
| P/B(倍) | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 1.3 |

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

事件: 2024年8月27日, 嘉必优发布2024年半年度报告, 公司2024上半年营业收入为2.61亿, 同比上涨31.23%; 归母净利润0.68亿元, 同比上涨94.82%; 扣非净利润0.53亿元, 同比上涨132.57%。公司2Q24营业收入为1.44亿元, 同比上涨29.56%, 环比上涨22.89%; 归母净利润0.44亿元, 同比上涨112.16%, 环比上涨79.23%。

点评: 2024上半年公司业绩大幅改善。2024上半年公司总体销售毛利率为42.09%, 较2023年同期上涨1.05pcts。2024上半年公司财务费用同比上涨37.89%, 主要因为汇率波动造成汇兑收益减少; 销售费用同比上涨21.31%, 主要因为公司加大国际业务开发, 境外推广费和销售佣金增加; 研发费用同比上涨22.72%, 主要因为公司持续加大研发投入。2024上半年公司净利率为25.43%, 较2023年同期增长8.94pcts。我们认为, 公司2024上半年业绩增长的主要原因是受益于帝斯曼全球ARA专利陆续到期, 公司人类营养业务ARA和DHA产品收入增长。

2024上半年公司经营净现金流同比显著上涨。2024上半年公司经营产生的现金流量净额为1.24亿元, 同比增长522.63%, 主要因为销售商品、提供劳务收到的现金较去年同期增加。投资性活动产生的现金流量净额为-1.32亿元, 同比增长24.73%, 主要因为购建固定资产支付的现金较去年同期减少。筹资活动产生的现金流量净额为-0.30亿元, 同比下跌95.57%, 主要因为公司支付了2023年度股息红利。期末现金及现金等价物余额为2.03亿元, 同比下跌36.80%。应收账款2.46亿元, 同比上涨36.25%, 应收账款周转率上升, 从2023年同期1.08次变为1.13次。存货周转率上升, 从2023年同期1.14次变为1.37次。

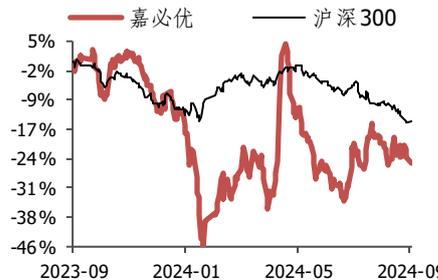
公司产品应用领域广泛, 客户高度国际化。根据公司2024半年报, 公司主要产品包括多不饱和脂肪酸类花生四烯酸(ARA)、二十二碳六烯酸(DHA)、萜类物质β-胡萝卜素(BC)、虾青素, 以及糖类物质N-乙酰神经氨酸(SA)和HMOs等, 广泛应用于婴幼儿配方奶粉领域、大健康食品领域、动物营养领域、个人护理及美妆领域。公司基于合成生物学底层技术能力, 不断推出新的具有生物活性的高价值分子, 不断拓展新的应用场景和新的服务领域。公司灵活倾斜DHA产能, 以确保市场供应的充足与稳定, 平均来看ARA与

买入 (首次评级)

股票信息

| | |
|------------------|----------|
| 行业 | 食品饮料 |
| 2024年9月18日收盘价(元) | 14.27 |
| 总市值(百万元) | 2,401.77 |
| 流通市值(百万元) | 2,401.77 |
| 总股本(百万股) | 168.31 |
| 流通股本(百万股) | 168.31 |
| 近3月日均成交额(百万元) | 39.09 |

股价走势



作者

分析师 肖亚平

执业证书编号: S1070523020001

邮箱: xiaoyaping@cgws.com

联系人 王彤

执业证书编号: S1070123100005

邮箱: wangtong@cgws.com

相关研究

DHA 各自拥有 600 吨以上的油剂产能，对于 SA 产品的产能，公司在未来也将根据市场需求的变化灵活调整。公司建立了符合国际标准的三大生产基地以及完善的国际供应链与服务体系，产品销售区域覆盖中国、美国、欧洲、澳大利亚、新西兰、东南亚等 30 多个国家及地区，并与雀巢、达能、嘉吉、飞鹤、伊利、君乐宝、贝因美、圣元、雅士利等国内外知名企业建立了长期的合作关系。

帝斯曼全球 ARA 专利陆续到期，公司 ARA 业绩向好，境外收入高增。根据公司 2024 半年报，公司 1H24 人类营养品营业收入 2.47 亿、同比上升 38.01%，其中 ARA 收入同比增长 58.57%，DHA 收入同比增长 11%。从地区来看，公司 1H24 境外产品销售收入为 1.08 亿元，占主营业务收入比例为 42.50%，同比上涨 80.47%。ARA 在公司产品结构中占主导地位，其销售情况会对公司业绩产生显著影响。2024 上半年，ARA 国际市场主要受益于国际营养健康产业巨头帝斯曼全球 ARA 专利陆续到期，且公司大力拓展国际客户，通过与嘉吉、沃尔夫坎亚等国际经销商合作，借助经销商的全球分销渠道和品牌影响力开拓国际市场；同时，公司与雀巢、达能、澳优等核心大客户业务合作进展顺利，为公司整体营业收入、净利润的双增长做出重要贡献。

ARA、DHA 国内外市场变更，需求持续攀升，公司紧握重要机遇。根据公司 2024 半年报，国内市场方面，随着新国标的正式实施，新国标奶粉逐步占领市场，对 ARA 和 DHA 产品的需求持续攀升。国际市场方面，公司紧抓帝斯曼 ARA 专利到期、国际市场开放的重要机遇。公司一方面建成投产募投项目，提升产能并进行了智能制造系统投入，提高产品质量和生产效率；另一方面进行全球客户开发，成功获得多个核心大客户的全球供应商资质，并且以 ARA 为合作突破口，积极导入公司藻油 DHA、SA、HMOs 等产品，加大藻油 DHA 推广力度，部分大客户已完成藻油 DHA 的准入工作。我们认为，公司能够抓住国内外市场变化产生的重大机遇，在扩张产能和提升质量的同时进行客户拓展，有利于维持公司在行业内的领先地位。

2'-FL 产品获批，HMOs 合成技术研究持续推进中。根据公司官网，2024 年 8 月 5 日公司通过生物合成方式制备的 2'-FL 正式获得国家卫生健康委员会批准，这一批准标志着公司在合成生物学领域的产业应用正式迈入落地阶段。公司自 2012 年开始关注并投入合成生物学研究，开展了合成生物学技术合成 HMOs 项目，其中岩藻糖基乳糖产品已正式获批，其它系列 HMOs 产品也在不同的开发阶段，LNnT、3'-FL、3'-SL 及 6'-SL 等多种 HMO 的研发工作同步推进中。展望未来，公司的岩藻糖基乳糖项目有望顺利投产，极大填补我国 HMOs 市场的空白，帮助公司在该领域逐步掌握主动权，有利于解决外企巨头在 HMOs 市场的“卡脖子”问题，促进我国生物产业的发展。

签署三方战略合作协议，联手打造 DHA 创新产品。根据公司官网，2024 年 8 月 9 日，达因药业与嘉必优、纽斯葆签署三方战略合作协议，联手打造具有差异化优势的伊可新 DHA 产品。此次战略合作中，公司以客户服务为中心，为达因药业精准定制了 DHA 藻油“金标油”，其纯度、新鲜度、脱臭工艺等多项技术指标均领先国外藻油，极大提升了 DHA 产品的纯度和口感口味，积极助力客户开启儿童营养健康领域新征程。2024 年 7 月 31 日，DHA 藻油产品荣获（Novel Food）欧盟市场准入许可。此外，藻油 DHA 列入国家保健食品原料目录，新增了应用领域，并且藻油 DHA 产品相对于鱼油 DHA 不受资源限制，具有环保安全和质量可控、可追溯等优点。鉴于全球对可持续发展的诉求，藻油 DHA 代替鱼油 DHA 可能成为未来发展趋势，我们认为随着

藻油 DHA 的市场扩张，公司有望从中获益，利好公司长期业绩。

投资建议: 预计公司 2024-2026 年实现营业收入分别为 5.71/7.12/8.68 亿元，实现归母净利润分别为 1.36/1.65/2.06 亿元，对应 EPS 分别为 0.81/0.98/1.23 元，当前股价对应的 PE 倍数分别为 17.6X、14.6X、11.6X。我们基于以下几个方面：1) 帝斯曼全球 ARA 专利陆续到期，有利于公司大力开拓国际市场，并有望以 ARA 为合作突破口，积极导入公司藻油 DHA、SA、HMOs 等产品；2) 公司合成生物法制备的 2'-FL 获得国家卫健委批准，未来有望顺利投产，并为其它系列 HMOs 产品的开发和落地提供成功经验；3) 公司与达因药业、纽斯葆签署三方战略合作协议，联手打造具有差异化优势的伊可新 DHA 产品，有望增加公司业绩增长点。我们看好公司 ARA 在国际市场的推广及其新产品开发，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示: 食品安全及产品质量控制风险；安全生产风险；新业务、新产品开发的风险；能源和原材料价格波动风险等。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 907 | 709 | 911 | 1078 | 1312 |
| 现金 | 494 | 240 | 308 | 384 | 469 |
| 应收票据及应收账款 | 216 | 266 | 355 | 419 | 525 |
| 其他应收款 | 36 | 29 | 55 | 50 | 78 |
| 预付账款 | 14 | 10 | 21 | 18 | 30 |
| 存货 | 81 | 113 | 121 | 156 | 160 |
| 其他流动资产 | 65 | 51 | 51 | 51 | 51 |
| 非流动资产 | 704 | 903 | 953 | 1015 | 1091 |
| 长期股权投资 | 29 | 27 | 22 | 17 | 11 |
| 固定资产 | 433 | 508 | 576 | 645 | 721 |
| 无形资产 | 36 | 41 | 41 | 44 | 47 |
| 其他非流动资产 | 205 | 326 | 314 | 309 | 312 |
| 资产总计 | 1611 | 1611 | 1864 | 2093 | 2403 |
| 流动负债 | 180 | 112 | 250 | 346 | 471 |
| 短期借款 | 30 | 11 | 76 | 204 | 259 |
| 应付票据及应付账款 | 107 | 71 | 143 | 111 | 179 |
| 其他流动负债 | 43 | 31 | 31 | 32 | 33 |
| 非流动负债 | 6 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 6 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 负债合计 | 186 | 118 | 255 | 351 | 476 |
| 少数股东权益 | 6 | 18 | 16 | 12 | 5 |
| 股本 | 120 | 168 | 168 | 168 | 168 |
| 资本公积 | 858 | 812 | 812 | 812 | 812 |
| 留存收益 | 442 | 497 | 580 | 675 | 789 |
| 归属母公司股东权益 | 1419 | 1476 | 1593 | 1729 | 1922 |
| 负债和股东权益 | 1611 | 1611 | 1864 | 2093 | 2403 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 176 | 69 | 133 | 121 | 231 |
| 净利润 | 62 | 86 | 135 | 161 | 199 |
| 折旧摊销 | 27 | 49 | 56 | 68 | 82 |
| 财务费用 | -15 | -2 | -5 | -1 | -2 |
| 投资损失 | -2 | -5 | -8 | -6 | -5 |
| 营运资金变动 | 29 | -78 | -69 | -136 | -98 |
| 其他经营现金流 | 76 | 19 | 25 | 36 | 54 |
| 投资活动现金流 | -339 | -287 | -99 | -125 | -156 |
| 资本支出 | 249 | 298 | 112 | 135 | 165 |
| 长期投资 | -75 | -30 | 5 | 5 | 6 |
| 其他投资现金流 | -14 | 41 | 8 | 4 | 3 |
| 筹资活动现金流 | -11 | -34 | -30 | -47 | -46 |
| 短期借款 | 30 | -19 | 65 | 128 | 55 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 48 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 13 | -46 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -54 | -17 | -95 | -175 | -101 |
| 现金净增加额 | -166 | -251 | 4 | -52 | 29 |

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 433 | 444 | 571 | 712 | 868 |
| 营业成本 | 251 | 256 | 307 | 365 | 416 |
| 营业税金及附加 | 5 | 6 | 8 | 9 | 11 |
| 销售费用 | 25 | 30 | 32 | 41 | 52 |
| 管理费用 | 40 | 26 | 43 | 53 | 65 |
| 研发费用 | 32 | 39 | 45 | 58 | 70 |
| 财务费用 | -15 | -2 | -5 | -1 | -2 |
| 资产和信用减值损失 | -51 | -16 | -24 | -34 | -52 |
| 其他收益 | 9 | 5 | 6 | 7 | 7 |
| 公允价值变动收益 | -5 | -3 | -1 | -2 | -3 |
| 投资净收益 | 2 | 5 | 8 | 6 | 5 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 51 | 82 | 131 | 164 | 214 |
| 营业外收入 | 31 | 24 | 34 | 32 | 30 |
| 营业外支出 | 4 | 6 | 5 | 5 | 5 |
| 利润总额 | 78 | 100 | 160 | 192 | 239 |
| 所得税 | 17 | 14 | 25 | 31 | 40 |
| 净利润 | 62 | 86 | 135 | 161 | 199 |
| 少数股东损益 | -3 | -5 | -2 | -4 | -7 |
| 归属母公司净利润 | 64 | 91 | 136 | 165 | 206 |
| EBITDA | 100 | 147 | 210 | 258 | 323 |
| EPS (元/股) | 0.38 | 0.54 | 0.81 | 0.98 | 1.23 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 23.4 | 2.4 | 28.7 | 24.6 | 22.0 |
| 营业利润 (%) | -56.4 | 59.7 | 60.7 | 25.3 | 30.2 |
| 归属母公司净利润 (%) | -49.9 | 41.9 | 49.1 | 20.9 | 25.4 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 42.1 | 42.4 | 46.2 | 48.8 | 52.1 |
| 净利率 (%) | 14.2 | 19.5 | 23.6 | 22.6 | 23.0 |
| ROE (%) | 4.3 | 5.8 | 8.4 | 9.4 | 10.7 |
| ROIC (%) | 4.0 | 5.7 | 7.8 | 8.4 | 9.5 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 11.6 | 7.3 | 13.7 | 16.8 | 19.8 |
| 净负债比率 (%) | -32.2 | -15.0 | -14.3 | -10.3 | -11.1 |
| 流动比率 | 5.0 | 6.3 | 3.6 | 3.1 | 2.8 |
| 速动比率 | 4.3 | 4.8 | 2.9 | 2.5 | 2.3 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.4 |
| 应收账款周转率 | 2.5 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 2.2 |
| 应付账款周转率 | 3.6 | 2.9 | 2.9 | 2.9 | 2.9 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 0.38 | 0.54 | 0.81 | 0.98 | 1.23 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 1.05 | 0.41 | 0.79 | 0.72 | 1.37 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 8.43 | 8.77 | 9.38 | 10.07 | 11.02 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 37.3 | 26.3 | 17.6 | 14.6 | 11.6 |
| P/B | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 1.3 |
| EV/EBITDA | 19.2 | 14.9 | 10.4 | 8.7 | 6.8 |

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

| 公司评级 | | 行业评级 | |
|------|----------------------------------|------|-----------------------|
| 买入 | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上 | 强于大市 | 预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场 |
| 增持 | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间 | 中性 | 预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步 |
| 持有 | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间 | 弱于大市 | 预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场 |
| 卖出 | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上 | | |
| | 行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数 | | |

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044

传真：86-10-88366686