

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

赵雷 食品饮料行业分析师
执业编号: S1500524100003
邮箱: zhaolei@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 号
金隅大厦 B 座

邮编: 100031

Q1 业绩超预期, 看好增长持续性

2025 年 5 月 4 日

事件: 公司公布 2025 年一季报。25Q1, 公司实现营业收入 1.56 亿元, 同比+33.28%, 归母净利润 4500 万元, 同比+85.07%; 扣非归母净利润 4137 万元, 同比+119.46%。

点评:

- **Q1 收入亮眼, 国内业务推动增长。**从区域角度看, 得益于新国标产品的持续放量, Q1 公司国内业务的增长成为公司收入增速的主要来源。从产品角度看, 公司 ARA、DHA 收入均实现快速增长, 其中 DHA 增速更快。
- **毛利率同比大增, 利润率显著提升。**Q1 公司录得毛利率 48.76%, 同比+8.27pct, 主要系公司高毛利客户占比提升及规模效应提升所致。公司 Q1 费用率同比下降, 销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率同比-3.47pct、-0.82pct、-3.01pct 和-0.51pct。此外, 投资净收益/收入同比+2.99pct, 公允价值变动净收益/收入同比-2.39pct, 信用减值损失/收入同比-5.19pct。因此, Q1 公司归母净利润率 28.85%, 同比+8.07pct, 使得利润增速远超收入增速。
- **美国业务占比偏小, 关税或成正面影响。**一方面, 公司在美国收入占总收入不足 2%, 美国对华关税对公司收入利润影响有限; 另一方面, 公司海外竞争对手美国产能或受到关税限制, 公司产品替代机遇来临, 欧洲、大洋洲客户取货量有望提升。
- **盈利预测与投资评级: 关注并购审核进展, 把握主业增长机遇。**公司 2024 年以优异的表现顺利收官, 2025 年一季度又迎来开门红。欧易生物收购审核当前仍在进行, 一方面我们认为公司收入端有望继续持续受益于国内外市场; 另一方面若收购成功, 公司与欧易业务上的协同有望进一步推动双方的发展。不考虑并购, 我们预计公司 2025-2027 年 EPS 为 0.86/0.99/1.14 元, 分别对应 2025-2027 年 29X、25X 和 22X 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, 资产重组不及预期**

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	444	556	649	754	871
增长率 YoY %	2.4%	25.2%	16.8%	16.2%	15.5%
归母净利润(百万元)	91	124	144	167	192
增长率 YoY%	41.9%	35.9%	16.1%	15.8%	14.9%
毛利率%	42.4%	43.6%	42.7%	43.4%	45.0%
净资产收益率ROE%	6.2%	8.0%	8.6%	9.2%	9.7%
EPS(摊薄)(元)	0.54	0.74	0.86	0.99	1.14
市盈率 P/E(倍)	33.15	25.72	28.82	24.89	21.67
市净率 P/B(倍)	2.04	2.06	2.49	2.30	2.11

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 4 月 30 日收盘价

资产负债表					
单位: 百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	709	657	706	857	1,123
货币资金	240	153	87	150	319
应收票据	51	59	50	58	68
应收账款	215	226	286	327	378
预付账款	10	4	10	11	12
存货	113	139	153	179	203
其他	81	75	120	131	144
非流动资产	903	1,030	1,195	1,206	1,191
长期股权投资	27	44	44	44	44
固定资产(合计)	508	502	556	595	628
无形资产	41	43	42	41	39
其他	326	442	554	526	480
资产总计	1,611	1,687	1,901	2,063	2,314
流动负债	112	102	206	237	332
短期借款	11	6	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	71	62	153	175	263
其他	31	34	54	62	70
非流动负债	5	15	15	15	15
长期借款	0	13	13	13	13
其他	5	3	3	3	3
负债合计	118	117	222	252	348
少数股东权益	18	13	9	3	-3
归属母公司股东	1,476	1,556	1,670	1,807	1,969
负债和股东权益	1,611	1,687	1,901	2,063	2,314

重要财务指标					
单位: 百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	444	556	649	754	871
同比(%)	2.4%	25.2%	16.8%	16.2%	15.5%
归母净利润	91	124	144	167	192
同比(%)	41.9%	35.9%	16.1%	15.8%	14.9%
毛利率(%)	42.4%	43.6%	42.7%	43.4%	45.0%
ROE(%)	6.2%	8.0%	8.6%	9.2%	9.7%
EPS(摊薄)(元)	0.54	0.74	0.86	0.99	1.14
P/E	33.15	25.72	28.82	24.89	21.67
P/B	2.04	2.06	2.49	2.30	2.11
EV/EBITDA	22.02	17.15	18.27	15.79	13.35

利润表					
单位: 百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	444	556	649	754	871
营业成本	256	313	372	427	480
营业税金及附加	6	5	6	8	9
销售费用	30	32	43	49	57
管理费用	26	41	38	44	51
研发费用	39	48	58	64	74
财务费用	-2	-4	1	1	1
减值损失合计	-9	-13	-5	-2	-1
投资净收益	5	2	0	2	3
其他	-4	17	23	14	16
营业利润	82	126	150	177	219
营业外收支	18	13	12	11	-3
利润总额	100	140	162	188	216
所得税	14	20	23	26	30
净利润	86	120	139	162	186
少数股东损益	-5	-4	-5	-5	-6
归母净利润	91	124	144	167	192
EBITDA	127	179	224	255	289
EPS(当年)(元)	0.54	0.74	0.86	0.99	1.14

现金流量表					
单位: 百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	69	173	179	152	251
净利润	86	120	139	162	186
折旧摊销	50	58	56	61	66
财务费用	-1	0	1	1	1
投资损失	-2	-5	-2	0	-2
营运资金变动	-81	-13	-3	-57	1
其它	19	10	-14	-12	1
投资活动现金流	-287	-226	-209	-58	-51
资本支出	-297	-211	-209	-60	-54
长期投资	-30	-16	0	0	0
其他	40	1	0	2	3
筹资活动现金流	-34	-38	-37	-31	-31
吸收投资	23	0	0	0	0
借款	-19	8	-6	0	0
支付利息或股息	-37	-34	-31	-31	-31
现金净增加额	-251	-90	-67	63	169

研究团队简介

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。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深度研究百龙创园、嘉必优）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（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、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。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，美国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）、饮料（深度研究农夫山泉、东鹏饮料、欢乐家）、低度酒（深度研究百润股份）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。