

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

Q2 业绩出色，多催化有望逐步展开

2025 年 8 月 19 日

事件: 公司公布 2025 年半年报。25H1, 公司实现营业收入 3.07 亿元, 同比+17.60%, 归母净利润 1.08 亿元, 同比+59.01%; 扣非归母净利润 9992 万元, 同比+88.51%。其中, 25Q2 公司实现营业收入 1.51 亿元, 同比+4.84%, 归母净利润 6296 万元, 同比+44.47%; 扣非归母净利润 5855 万元, 同比+71.43%。

点评:

- **Q2 收入增速稳健, 上半年国内业务拉动增长。**分区域看, 上半年公司国内业务在新国标奶粉替换的背景下主导增长, 海外收入同比基本持平。分产品看, 上半年公司藻油 DHA 产品持续快速增长, 部分大客户藻油 DHA 替换鱼油 DHA 进程加快。
- **Q2 毛利率维持升势, 净利润表现出色。**公司 Q2 毛利率达 50.63%, 同比+7.24pct, 延续 Q1 升势, 公司上半年毛利率提升主要系产能利用率提升、降本增效及产率提升所致。费用端看, Q2 费用率整体表现平稳, 销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率同比分别-0.88pct、+1.25pct、-0.97pct、+0.12pct。此外, 公司 Q2 信用减值损失因欠款较多客户回款, 形成正向贡献 1671 万元。因此, 公司 Q2 归母净利润同比+44.5%。
- **经营多点开花, 积极推进并购。**客户方面, 公司除与现有客户合作顺利外, 雅培的部分工厂已完成产品准入并开始商业化合作, 同时藻油 DHA 和 HMO 单体 2'-FL 也在积极推进国际客户准入。生产方面, 公司在产能端积极挖潜, 上半年各类核心产品产量创新高, 新产能得到进一步释放, 在质量管控、交付与成本等方面均取得一定的成果与收益。欧易生物并购方面, 公司已于 6 月 10 日回复上交所并修改重组报告书, 积极推进审核。
- **盈利预测与投资评级: 催化逐步展开, 把握成长机遇。**在公司新国标红利有望持续的基础上, 我们预计公司 ARA 和 DHA 有望持续放量, 同时 HMO 在国内的应用有望逐步打开, 海外新客户如雅培也有望为公司带来增量。若欧易生物并购成功, 公司“AI+多组学+合成生物学”的图景有望完整呈现, 并在人类营养、动物营养、化妆品和生物医药等方面实现新突破。不考虑并购, 我们预计公司 2025-2027 年 EPS 为 0.99/1.14/1.30 元, 分别对应 2025-2027 年 30X、26X 和 23X 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	621	713	814
增长率 YoY %	2.4%	25.2%	11.7%	14.9%	14.1%
归母净利润(百万元)	91	124	166	192	219
增长率 YoY%	41.9%	35.9%	33.6%	15.7%	14.1%
毛利率%	42.4%	43.6%	48.3%	48.7%	49.5%
净资产收益率ROE%	6.2%	8.0%	9.8%	10.4%	10.7%
EPS(摊薄)(元)	0.54	0.74	0.99	1.14	1.30
市盈率 P/E(倍)	33.15	25.72	29.78	25.74	22.57
市净率 P/B(倍)	2.04	2.06	2.92	2.67	2.42

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 8 月 18 日收盘价

资产负债表					
会计年度	单位: 百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	709	657	700	870	1,149
货币资金	240	153	121	215	410
应收票据	51	59	48	55	63
应收账款	215	226	274	310	353
预付账款	10	4	8	9	11
存货	113	139	131	153	174
其他	81	75	117	127	138
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	1,895	2,076	2,340
流动负债	112	102	179	205	287
短期借款	11	6	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	71	62	132	150	225
其他	31	34	48	54	61
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	195	220	302
少数股东权益	18	13	8	2	-6
归属母公司股东	1,476	1,556	1,692	1,854	2,043
负债和股东权益	1,611	1,687	1,895	2,076	2,340

重要财务指标					
会计年度	单位: 百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	444	556	621	713	814
同比(%)	2.4%	25.2%	11.7%	14.9%	14.1%
归母净利润	91	124	166	192	219
同比(%)	41.9%	35.9%	33.6%	15.7%	14.1%
毛利率(%)	42.4%	43.6%	48.3%	48.7%	49.5%
ROE(%)	6.2%	8.0%	9.8%	10.4%	10.7%
EPS(摊薄)(元)	0.54	0.74	0.99	1.14	1.30
P/E	33.15	25.72	29.78	25.74	22.57
P/B	2.04	2.06	2.92	2.67	2.42
EV/EBITDA	22.02	17.15	19.44	16.72	14.21

利润表					
会计年度	单位: 百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	444	556	621	713	814
营业成本	256	313	321	366	412
营业税金及附加	6	5	6	7	8
销售费用	30	32	37	43	49
管理费用	26	41	43	50	53
研发费用	39	48	55	61	65
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	6	7	8
其他	-4	17	16	14	15
营业利润	82	126	174	205	249
营业外收支	18	13	12	11	-3
利润总额	100	140	187	216	246
所得税	14	20	26	30	34
净利润	86	120	161	186	212
少数股东损益	-5	-4	-5	-6	-7
归母净利润	91	124	166	192	219
EBITDA	127	179	249	283	320
EPS(当年)(元)	0.54	0.74	0.99	1.14	1.30

现金流量表					
会计年度	单位: 百万元				
	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、意见及推測仅供参考，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； 增持：股价相对强于基准 5%~15%； 持有：股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。	看好：行业指数超越基准； 中性：行业指数与基准基本持平； 看淡：行业指数弱于基准。

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。