

嘉必优（688089）

2025 年三季报点评：订单节奏波动致 Q3 经营降速，预计 Q4 较 Q3 显著优化

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	443.80	555.59	603.91	669.93	756.21
同比（%）	2.39	25.19	8.70	10.93	12.88
归母净利润（百万元）	91.37	124.21	172.18	208.11	249.50
同比（%）	41.95	35.94	38.62	20.87	19.89
EPS-最新摊薄（元/股）	0.54	0.74	1.02	1.24	1.48
P/E（现价&最新摊薄）	45.04	33.13	23.90	19.77	16.49

投资要点

- **事件：**嘉必优披露 2025 年三季报，1-9 月实现营收 4.28 亿元，同比增长 10.56%；实现归属上市公司股东净利润 1.29 亿元，同比增长 54.18%；扣非归母净利润 1.18 亿元，同比增长 79.65%。2025Q3 实现营收 1.21 亿元，同比下滑 3.97%；Q3 归属上市公司股东净利润 0.21 亿元，同比增长 33.70%；扣非归母净利润 0.18 亿元，同比增长 42.23%，进入传统销售淡季，受到客户订单波动影响，Q3 收入及利润同比较 Q2 均略有降速。
- **订单节奏波动影响下 Q3 收入同比放缓，预计 Q4 较 Q3 显著优化：**于国内市场嘉必优具备显著先发优势、且产品质量卓越，有望受益于本轮国标切换，ARA/DHA 下游需求走强；于海外市场，帝斯曼专利到期，新客户开拓在途、潜力较大，我们看好公司中长期需求。Q3 单季度营收同比降速主要系传统销售淡季及客户订单波动、提货节奏差异：（1）国内市场婴配奶粉的生产处于相对低位；（2）海外市场以雀巢和达能等大客户为例，Q3 正处于新财年采购和供应商额度分配的不确定阶段，致使订单波动；（3）Q3 部分时间发酵生产处停产检修阶段（影响偏小）。预计 Q4 国内进入消费旺季、海外订单的确定性增强，出货节奏或较 Q3 更好。此外，我们认为利润增长或主要得益于国内核心客户表现较好，实现正向贡献，包括伊利、飞鹤等大客户，以及完达山等中小客户。
- **产品类型叠加客户结构优化，毛利率进一步提高；降本增效深化、生产效率优化致盈利能力提升。**Q3 综合毛利率 46.20%，同比上升 11.18pct，主要得益于产能利用率提升、工艺优化降低单位成本以及电价政策支持；此外高毛利的大客户收入占比提升亦对毛利率存正向提振。Q3 销售费用/管理费用/研发费用率分别为 5.81%/9.15%/9.48%，同比分别 +0.75/+2.38/-0.34pct，Q3 销售净利率同比增长 5.15pct 至 16.90%。
- **现金流保持高质量，收现比为 1.38。**公司 Q3 销售商品收到现金 1.68 亿元，同比增长 31.60%，收现比为 1.38；Q3 合同负债 1.03 亿元，环比 H1 增长 0.58 亿元；Q3 末账面货币资金余额 1.93 亿元，同比增加 0.87 亿元。增长质量优，报表余力充足。
- **盈利预测与投资评级：**新旧国标切换带来增量需求，叠加海外拓客可期，我们看好公司未来发展。考虑到 Q3 客户订单存波动，收入同比出现降速，我们调整 2025-2027 年公司营收至 6.04/6.70/7.56 亿元（前值 7.00/8.23/9.43 亿元），归母净利润为 1.72/2.08/2.50 亿元（前值 1.76/2.13/2.55 亿元），当前市值对应 PE 为 23.9x/19.8x/16.5x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观承压消费提振不及预期，新品推广不及预期，折旧摊销风险，食品安全风险等。

2025 年 10 月 28 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 邓洁

执业证书：S0600525030001

dengj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.45
一年最低/最高价	16.93/31.13
市净率(倍)	2.53
流通 A 股市值(百万元)	4,115.16
总市值(百万元)	4,115.16

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.67
资产负债率(%，LF)	10.06
总股本(百万股)	168.31
流通 A 股(百万股)	168.31

相关研究

《嘉必优(688089)：一主两翼，技术立命》

2025-09-18

嘉必优三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	657	728	780	880	营业总收入	556	604	670	756
货币资金及交易性金融资产	153	166	162	196	营业成本(含金融类)	313	317	334	363
经营性应收款项	290	335	371	414	税金及附加	5	7	8	8
存货	139	134	145	157	销售费用	32	30	31	33
合同资产	0	0	0	0	管理费用	41	38	39	40
其他流动资产	75	93	103	112	研发费用	48	50	54	60
非流动资产	1,030	1,104	1,207	1,307	财务费用	(4)	0	0	0
长期股权投资	44	52	59	70	加:其他收益	12	11	12	14
固定资产及使用权资产	502	493	479	462	投资净收益	2	4	4	4
在建工程	266	319	409	501	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	43	53	58	62	减值损失	(9)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	2	2	2	2	营业利润	126	177	221	269
其他非流动资产	173	185	200	210	营业外净收支	13	20	17	17
资产总计	1,687	1,832	1,988	2,187	利润总额	140	196	238	286
流动负债	102	130	131	144	减:所得税	20	30	35	42
短期借款及一年内到期的非流动负债	7	9	11	13	净利润	120	167	203	244
经营性应付款项	62	83	81	88	减:少数股东损益	(4)	(6)	(7)	(8)
合同负债	1	1	2	2	归属母公司净利润	124	172	208	250
其他流动负债	32	37	38	42	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.74	1.02	1.24	1.48
非流动负债	15	20	25	33	EBIT	120	196	238	286
长期借款	13	17	22	30	EBITDA	179	252	298	351
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	43.61	47.53	50.20	51.97
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	22.36	28.51	31.06	32.99
其他非流动负债	3	3	3	3	收入增长率(%)	25.19	8.70	10.93	12.88
负债合计	117	150	157	177	归母净利润增长率(%)	35.94	38.62	20.87	19.89
归属母公司股东权益	1,556	1,674	1,828	2,007					
少数股东权益	13	8	3	3					
所有者权益合计	1,570	1,682	1,831	2,009					
负债和股东权益	1,687	1,832	1,988	2,187					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	173	166	185	235	每股净资产(元)	9.25	9.95	10.86	11.92
投资活动现金流	(226)	(106)	(143)	(144)	最新发行在外股份(百万股)	168	168	168	168
筹资活动现金流	(38)	(51)	(49)	(58)	ROIC(%)	6.69	10.10	11.38	12.47
现金净增加额	(90)	13	(4)	34	ROE-摊薄(%)	7.98	10.28	11.39	12.43
折旧和摊销	58	56	61	65	资产负债率(%)	6.95	8.19	7.89	8.11
资本开支	(211)	(89)	(123)	(126)	P/E (现价&最新股本摊薄)	33.13	23.90	19.77	16.49
营运资本变动	(13)	(32)	(57)	(54)	P/B (现价)	2.64	2.46	2.25	2.05

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>