



买入（维持）

所属行业：食品综合
当前价格(元)：37.64

证券分析师

熊鹏

资格编号：S0120522120002

邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn

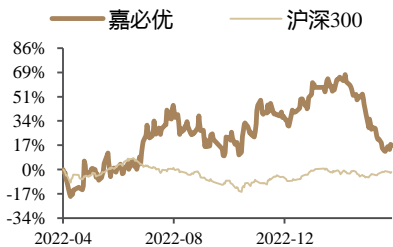
韦香怡

资格编号：S0120522080002

邮箱：weixy@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-19.91	-28.77	-22.39
相对涨幅(%)	-22.55	-28.00	-22.82

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《嘉必优(688089.SH)：业绩符合预期，新增长极助力长期发展》，2022.10.25
- 《嘉必优(688089.SH)深度报告：龙头稳固，乘势而起》，2022.10.23

嘉必优(688089.SH)：减值影响短期预期，看中长期迎布局良机

投资要点

- **事件：嘉必优发布 2022 年年报。**2022 年公司实现营业收入 4.33 亿元。同比增长 23.44%；实现归母净利润 0.64 亿元，同比下降 49.94%；实现扣非归母净利润 0.31 亿元，同比下降 63.16%。22Q4 单季度公司实现营业收入 1.60 亿元，同比增长 58.27%；实现归母净利润-0.13 亿元，同比下降 148.83%；实现扣非归母净利润-0.24 亿元，同比下降 263.79%。
- **新国标下配方注册稳步推进，ARA 与 DHA 业务稳步增长。**产品端，在 2022 年奶粉去库存压力下，ARA 销量同比增长 17.67%，藻油 DHA 销量同比增长 32.98%，保持 ARA 的国内市场领导地位，同时加快推进藻油 DHA、SA、天然 β-胡萝卜素的规模化，完善 Omega-3 脂肪酸系列产品，积极开发 HMOs、α-熊果苷等新产品，开拓新的销售和利润增长点。在渠道端优化资源整合，由市场、销售、应用技术团队共同组成婴幼儿配方奶粉新国标落地项目组，全方位服务下游客户，增加客户粘性；新国标促使奶粉市场向头部企业倾斜，公司长期坚持大客户战略，与飞鹤、君乐宝、伊利等头部客户建立了稳定深入的合作；在国际市场中，公司优化全球供应链，积极开发欧美市场新渠道，2023 年年中帝斯曼专利到期，公司将迎来国际市场的全面开放。
- **短期利润受投资减值拖累，长期业务预计整体向上。**公司 2022 年全年归母净利润为 0.64 亿元，同比下降 49.94%，主要系：1) SA 产品因 2022 年上半年下游儿童奶粉客户去库存导致全年营收下降 38.21%，DHA 产品因国内客户结构变化营业成本上升，毛利率下降 8.75pct；2) 公司持续加大对 HMOs、α-熊果苷等新产品、新业务的市场开拓力度，销售费用增加明显，费用为 0.25 亿元，同比增加 40.23%；3) 因参股公司澳大利亚法玛科营养有限公司存在破产风险，公司计提减值准备和实施限制性股票激励计划对归母净利润产生影响，还原后归母净利润为 1.30 亿元，同比增长 0.94%。我们认为法玛科破产预期不影响公司长期发展，公司主业经营稳健向上。
- **外部环境逐步改善，内生变革推动长远发展。**伴随新国标实施和 2023 年中期帝斯曼专利到期两大重要机遇，公司 ARA 和藻油 DHA 业务有望再增长。国际市场方面，得益于雀巢、达能、新莱特等大客户增长，22 年公司国际业务收入达 1.71 亿元，占总营收的 42.43%，较上年增长 6.78pct。产能方面，微生物油脂扩建二期项目已经进入收尾阶段，其中发酵车间、精炼车间、动力车间、污水站已经投入使用，提取车间进入试生产阶段，预计 2023Q2 可出产品，多不饱和脂肪酸油脂微胶囊扩建项目已于 2022 年具备生产能力，公司产能将得到进一步释放。我们看好奶粉新国标切换增量机会+帝斯曼专利到期公司海外份额扩张，持续关注公司合成生物新产品研发及上市进度。
- **投资建议：**公司主要业务受益于行业确定性增长，并积极拓展新业务增长极，叠加股权激励指引业绩导向，我们预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入 5.83/7.51/9.33 亿元，分别实现归母净利润 1.58/2.08/2.69 亿元，对应 PE 分别为 29X/22X/17X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新国标注册进度不及预期，食品安全风险，原材料上涨风险，海外客户拓展低于预期等。

股票数据

总股本(百万股):	120.00
流通 A 股(百万股):	65.23
52 周内股价区间(元):	26.04-53.70
总市值(百万元):	4,516.80
总资产(百万元):	1,610.83
每股净资产(元):	11.82

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	351	433	583	751	933
(+/-)YOY(%)	8.5%	23.4%	34.4%	28.9%	24.3%
净利润(百万元)	129	64	158	208	269
(+/-)YOY(%)	-1.5%	-49.9%	145.4%	31.6%	29.2%
全面摊薄 EPS(元)	1.07	0.54	1.32	1.73	2.24
毛利率(%)	50.1%	42.1%	41.7%	42.7%	43.6%
净资产收益率(%)	9.3%	4.5%	10.0%	11.6%	13.1%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.54	1.32	1.73	2.24
每股净资产	11.82	13.14	14.87	17.11
每股经营现金流	1.47	-0.59	2.62	0.08
每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	83.93	28.60	21.73	16.82
P/B	3.83	2.86	2.53	2.20
P/S	10.42	7.75	6.01	4.84
EV/EBITDA	50.04	22.66	15.62	12.15
股息率%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	42.1%	41.7%	42.7%	43.6%
净利润率	14.2%	27.7%	28.2%	29.4%
净资产收益率	4.5%	10.0%	11.6%	13.1%
资产回报率	4.0%	9.0%	9.9%	11.4%
投资回报率	3.9%	7.6%	9.7%	11.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	23.4%	34.4%	28.9%	24.3%
EBIT 增长率	-29.8%	100.8%	47.0%	35.6%
净利润增长率	-49.9%	145.4%	31.6%	29.2%
偿债能力指标				
资产负债率	11.5%	9.4%	14.8%	12.1%
流动比率	5.0	6.0	4.0	5.2
速动比率	4.3	4.7	3.4	4.2
现金比率	2.7	2.1	1.9	2.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	141.2	141.9	141.7	141.8
存货周转天数	112.2	122.9	119.3	120.5
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
固定资产周转率	1.0	1.1	1.3	1.6

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	64	158	208	269
少数股东损益	-3	3	4	5
非现金支出	79	42	44	45
非经营收益	-8	-32	-25	-24
营运资金变动	44	-242	83	-285
经营活动现金流	176	-71	315	10
资产	-249	-105	-104	-55
投资	-75	-6	-7	-7
其他	-14	12	15	19
投资活动现金流	-339	-100	-96	-44
债权募资	30	20	23	22
股权募资	0	0	0	0
其他	-41	0	0	-1
融资活动现金流	-11	20	23	22
现金净流量	-166	-152	242	-12

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 14 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	433	583	751	933
营业成本	251	339	431	526
毛利率%	42.1%	41.7%	42.7%	43.6%
营业税金及附加	5	7	9	13
营业税金率%	1.1%	1.2%	1.2%	1.4%
营业费用	25	27	35	43
营业费用率%	5.7%	4.6%	4.6%	4.6%
管理费用	40	41	38	30
管理费用率%	9.1%	7.0%	5.0%	3.2%
研发费用	32	36	42	52
研发费用率%	7.5%	6.2%	5.6%	5.6%
EBIT	72	144	212	288
财务费用	-15	-11	-9	-6
财务费用率%	-3.5%	-1.8%	-1.2%	-0.7%
资产减值损失	-35	0	0	0
投资收益	2	12	15	19
营业利润	51	167	236	313
营业外收支	27	21	11	6
利润总额	78	187	247	319
EBITDA	99	187	257	333
所得税	17	26	35	45
有效所得税率%	21.2%	14.0%	14.0%	14.0%
少数股东损益	-3	3	4	5
归属母公司所有者净利润	64	158	208	269

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	494	343	585	573
应收账款及应收票据	216	313	370	479
存货	81	150	135	217
其它流动资产	115	152	150	196
流动资产合计	907	958	1,240	1,464
长期股权投资	29	36	43	50
固定资产	433	509	565	584
在建工程	50	49	53	35
无形资产	36	44	53	67
非流动资产合计	703	794	871	894
资产总计	1,611	1,752	2,110	2,358
短期借款	30	50	73	96
应付票据及应付账款	107	54	162	97
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	43	56	71	87
流动负债合计	180	160	307	280
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	5	5	5	5
非流动负债合计	5	5	5	5
负债总计	186	165	312	285
实收资本	120	120	120	120
普通股股东权益	1,419	1,577	1,785	2,053
少数股东权益	6	9	14	19
负债和所有者权益合计	1,611	1,752	2,110	2,358

信息披露

分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

韦香怡，2020年毕业于南洋理工大学，此前任职于东兴研究所，2022年加入德邦研究所，主要负责大众品研究。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。