

2023年04月17日

法玛科破产影响利润，看好中长期需求空间

嘉必优(688089)

评级:	买入	股票代码:	688089
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	54.57/24.92
目标价格:		总市值(亿)	45.37
最新收盘价:	37.81	自由流通市值(亿)	29.59
		自由流通股数(百万)	65.23

事件概述

公司发布22年年报，22年收入4.33亿元，同比+23.4%；归母净利润0.64亿元，同比-49.9%。22Q4收入1.60亿元，同比+58.3%；归母净利润-0.13亿元，同比-148.8%。收入达到股权激励业绩考核触发值，接近业绩考核目标值，业绩大幅下滑主因参股公司法玛科破产计提减值影响。

分析判断:

► 主营业务维持稳定增速增长，SA下滑受22年上半年疫情影响

22年ARA实现收入2.56亿元，同比+15.2%，我们认为主要来自国际业务和新国标国内客户销量的贡献；DHA实现收入0.65亿元，同比+14.1%，我们认为主要为国内婴配领域客户贡献；SA实现收入0.34亿元，同比-38.2%，我们认为主因22年上半年奶粉行业去库存影响需求。22年人类营养/动物营养分别实现收入3.79/0.21亿元，分别同比+9.1%/+1062.5%，公司收入主要来源于人类营养业务，但经过前几年的平台搭建动物营养业务实现了较高的增速。

► DHA低价客户占比提高导致毛利下滑，公司整体利润受参股公司法玛科破产计提减值影响

毛利率方面，22年公司整体毛利率42.1%，同比-7.9pct。其中，ARA和SA毛利率分别49.3%/65.8%，分别同比-0.5/+0.7pct基本保持稳定；DHA毛利率39.8%，同比-8.8pct，我们认为公司DHA业务正处于快速拓展期，单个客户的价格变动不大，预计主因低价客户收入占比提高影响。同时由于新业务拓展，22年销售费用率同比+0.7pct略有增加；22年管理费用率5.7%，同比+2.1pct，主因22年计提了2534.04万元股权激励费用。3月18日公司公告，参股公司法玛科破产公司于22年年报进行了全额计提，影响利润4489.5万元。毛利率下滑+股权激励费用+参股公司破产计提共同导致公司净利率下滑，23年公司净利率14.2%，同比-23.2%。

► 23年新国标正式实施预计下游需求大幅增加，中期看好ARA和DHA的需求扩张

我们认为随着新国标的正式实施，通过配方审核的客户为了春节期间的销售在Q4采购量增加，因此22Q4公司收入有较大幅度增加，我们判断23年1-2月春节期间消化库存、向上游的订单相对减少也符合行业规律，我们认为随着公司产能的陆续投产，有望逐步缓解ARA和DHA的旧产能压力。我们认为23年ARA和DHA由于新国标客户量增需求大，国内业务存在合同价格调整的可能性，海外业务价格有望保持平稳；SA和BC等业务的毛利率预计可以保持相对比较稳定。我们判断中期ARA仍是增长主力，DHA通过下游需求向藻油的转化期望会有较大的增长；SA除婴配客户公司也会在成人粉、保健品等拓展场景，但短期仍然依赖食品领域的应用，期待下游化妆品推出新产品加强原料功能教育。

投资建议

参股公司破产计提减值预计后续被驳回的可能性较小，但在22年已经全部计提对报表端的影响已经消除。根据年报及公司股权激励目标调整盈利预测，23-24年营业总收入由5.97/7.36亿元下调至5.59/7.12亿元，新增25年营业收入8.88亿元；23-24年归母净利润由1.85/2.27亿元下调至1.52/1.94亿元，新增25年

归母净利润 2.39 亿元；23-24 年 EPS 由 1.54/1.89 元下调至 1.27/1.62 元，新增 25 年 EPS 1.99 元；2023 年 4 月 17 日收盘价 37.81 元对应 PE 分别 30/23/19 倍，维持买入评级。

风险提示

下游需求不确定性，海外客户拓展不顺利，食品安全风险等

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	351	433	559	712	888
YoY (%)	8.5%	23.4%	29.0%	27.3%	24.7%
归母净利润(百万元)	129	64	152	194	239
YoY (%)	-1.5%	-49.9%	135.9%	27.8%	23.2%
毛利率 (%)	50.1%	42.1%	42.4%	43.0%	43.5%
每股收益 (元)	1.07	0.54	1.27	1.62	1.99
ROE (%)	9.3%	4.5%	10.0%	11.7%	13.1%
市盈率	35.34	70.02	29.88	23.38	18.98

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

联系人：王厚

邮箱：wanghou@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万 元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万 元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	433	559	712	888	净利润	62	156	199	245
YoY (%)	23.4%	29.0%	27.3%	24.7%	折旧和摊销	28	53	57	61
营业成本	251	322	405	502	营运资金变动	44	-136	-118	78
营业税金及附加	5	8	10	13	经营活动现金流	176	34	102	348
销售费用	25	31	38	44	资本开支	-249	-146	-82	-68
管理费用	40	34	43	53	投资	-75	0	0	0
财务费用	-15	-5	-7	-5	投资活动现金流	-339	-132	-64	-46
资产减值损失	32	34	36	40	股权募资	0	0	0	0
投资收益	-35	0	0	0	债务募资	30	0	0	0
营业利润	2	14	18	22	筹资活动现金流	-11	-48	-60	-72
营业外收支	51	158	215	275	现金净流量	-166	-146	-23	230
利润总额	27	25	19	13	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	78	183	234	288	成长能力				
净利润	17	27	35	43	营业收入增长率	23.4%	29.0%	27.3%	24.7%
归属于母公司净 利润	62	156	199	245	净利润增长率	-49.9%	135.9%	27.8%	23.2%
YoY (%)	64	152	194	239	盈利能力				
每股收益 (元)	-49.9%	135.9%	27.8%	23.2%	毛利率	42.1%	42.4%	43.0%	43.5%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	净利率	14.9%	27.2%	27.3%	26.9%
货币资金	494	348	325	555	总资产收益率 ROA	4.0%	9.0%	10.7%	10.9%
预付款项	14	16	20	25	净资产收益率 ROE	4.5%	10.0%	11.7%	13.1%
存货	81	97	117	134	偿债能力				
其他流动资产	318	403	479	588	流动比率	5.03	5.86	7.33	3.85
流动资产合计	907	864	941	1,303	速动比率	4.32	4.87	6.01	3.29
长期股权投资	29	29	29	29	现金比率	2.74	2.36	2.53	1.64
固定资产	433	551	619	652	资产负债率	11.5%	9.1%	7.4%	15.7%
无形资产	36	36	36	36	经营效率				
非流动资产合计	703	821	865	885	总资产周转率	0.28	0.34	0.41	0.44
资产合计	1,611	1,686	1,806	2,189	每股指标 (元)				
短期借款	30	30	30	30	每股收益	0.54	1.27	1.62	1.99
应付账款及票据	107	72	41	238	每股净资产	11.82	12.69	13.81	15.20
其他流动负债	43	46	57	70	每股经营现金流	1.47	0.28	0.85	2.90
流动负债合计	180	147	128	338	每股股利	0.30	0.40	0.50	0.60
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	5	5	5	5	PE	70.02	29.88	23.38	18.98
非流动负债合计	5	5	5	5	PB	3.83	2.97	2.73	2.48
负债合计	186	153	134	344					
股本	120	120	120	120					
少数股东权益	6	10	15	21					
股东权益合计	1,425	1,533	1,672	1,845					
负债和股东权益 合计	1,611	1,686	1,806	2,189					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料行业研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2年苏酒渠道公司销售工作经历，2022年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。