

客户结构调整导致业绩承压， 新国标订单有望逐步释放

核心观点

公司一季度营收增长环比放缓，实现营收 0.88 亿元，同比增长 16.18%。新国标落地实施也导致公司一季度客户结构变化，叠加摊销费用增长，以及财务和研发费用率提升的影响，公司盈利水平承压较大。一季度归母净利率水平同比降低 14.44pcts 至 16.30%，扣非归母净利率则同比下滑 10.25pcts 至 8.32%。

2023 年新国标开始实施，目前仍处于新老产品过渡期。待后续老产品库存消化后，公司产品需求有望提升。同时，帝斯曼专利协议亦将于年中到期，海外客户存在二供三供需求。公司正逐步开展市场开拓活动，海外市场销售可期。

事件

4月27日，公司发布2023年一季度报告：实现营收0.88亿元，同比增长16.18%；归母净利润0.14亿元，同比下滑38.40%；扣非归母净利润0.07亿元，同比下滑47.96%。

简评

营收增长放缓，新国标落地后订单有望逐步释放

2023年2月婴幼儿配方奶粉“新国标”正式实施，提高DHA与ARA添加量的上限值。但下游订单情况低于预期，公司一季度营收增长环比放缓。实现营收0.88亿元，同比增长16.18%

客户结构调整影响当期盈利水平

产品利润水平方面，新国标落地实施也导致公司一季度客户结构变化，影响当期毛利。同时，公司固定资产增加，使得摊销费用增长。公司一季度毛利率为38.36%，同比下降9.07pcts。费用方面，公司费用投放有所下降，一季度销售费用金额同比下降6.68%，费用率同比降低1.77pcts至7.23%。管理费用也有所管控，一季度费用率10.34%，同比降低0.84pcts。此外公司财务费用率受汇率波动影响，费用率增长0.93pcts至1.88%；研发费用也有增长，费用率提升0.46pcts至8.57%。在毛利率下滑等因素影响下，公司一季度归母净利率水平同比降低14.44pcts至16.30%，扣非归母净利率则同比下滑10.25pcts至8.32%。

国内市场容量增加，海外市场空间仍可期

23年2月婴幼儿配方奶粉“新国标”在经历两年过渡期后正式实施。新国标提高DHA与ARA添加量的上限值，也对婴儿和较大婴儿配方食品中DHA的添加量新增了关于下限值的规定。下游客户将陆续开展新国标配方奶粉生产，有望持续提升公司

嘉必优 (688089.SH)

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

SAC 编号:s1440518060003

SFC 编号:BOT242

营成广

jianchengguang@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521020003

SFC 编号:BPB626

发布日期：2023年04月28日

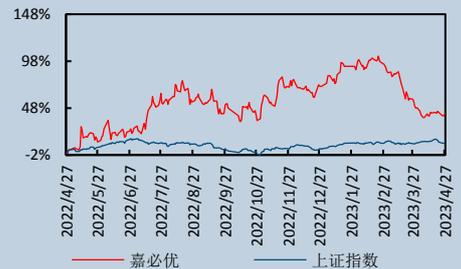
当前股价：37.40 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-10.44/-11.06	-26.35/-26.99	43.63/29.79
12 月最高/最低价 (元)		53.70/26.49
总股本 (万股)		12,000.00
流通 A 股 (万股)		6,523.47
总市值 (亿元)		44.88
流通市值 (亿元)		24.40
近 3 月日均成交量 (万)		122.95
主要股东		
武汉烯王生物工程有限公司		44.25%

股价表现



相关研究报告

- 2023-02-28 【中信建投食品加工】嘉必优 (688089):Q4 经营持续改善，新国标打开市场空间
- 2022-10-24 【中信建投食品饮料】嘉必优 (688089):需求逐季修复，新国标订单有望加速释放
- 2022-08-17 【中信建投食品饮料】嘉必优 (688089):2022Q2 收入超预期，下半年新国标有望贡献增量

DHA 与 ARA 产品销售，巩固公司业务主体。2022 年下半年以来下游企业的新国标产品已逐步上市，随着过渡期的结束渠道补库存需求有望加速。

海外市场方面，帝斯曼专利保护将于 2023 年 6 月到期，海外下游客户也均有增加供应商，以保障原料供应安全需求。公司也在持续积极开发海外市场客户，团队在印尼、新加坡等地参加行业展会、与海外大客户进行会面洽谈。同时也在积极开发经销商，拓展海外中小客户。随着专利到期，公司 ARA 业务海外收入有望迅速提升，DHA 产品与客户合作洽谈也在同步开展，打开广阔海外市场空间。

盈利预测：预计 2023-2025 年公司实现收入 5.45、6.83、8.40 亿元，实现归母净利润 1.31、1.62、1.97 亿元，对应 EPS 为 1.09、1.35、1.64 元，对应 23-25 年 PE 为 34X、28X、23X，维持“买入”评级。

风险提示：

- 1、原材料价格大幅上涨风险：**公司生产所需的原材料主要是葡萄糖、酵母粉、乳糖、玉米糖浆等，供应受全球经济政治环境、战争、地域、气候等多方面因素影响。价格大幅上涨可能给公司生产成本、盈利能力带来不利影响。
- 2、海外客户拓展低于预期：**帝斯曼专利即将到期，公司后续海外市场开拓具有较大空间。若市场开拓中受海外国家政策变化，或竞争对手纠纷等不利影响，客户拓展受阻，公司业绩增长或不及预期。
- 3、市场竞争加剧风险：**国外帝斯曼公司在全球保持领先地位，若竞争对手通过降低售价等方式加剧竞争，将造成公司产品价格波动风险，降低公司盈利水平。

重要财务指标

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	351.11	433.42	544.64	683.37	840.07
YOY(%)	8.55	23.44	25.66	25.47	22.93
净利润(百万元)	128.58	64.37	130.85	162.06	197.16
YOY(%)	-1.54	-49.94	103.26	23.86	21.66
EPS(摊薄/元)	1.07	0.54	1.09	1.35	1.64
P/E(倍)	34.90	69.72	34.30	27.69	22.76

资料来源：公司公告，中信建投

分析师介绍

安雅泽

食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10年证券从业经验。2019年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

菅成广

华东政法大学法学硕士，2021年2月加入中信建投食品饮料团队，曾就职于国泰君安证券、光大证券，财务分析能力较强，拥有多领域研究经验。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部
中信建投（国际）

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心
B 座 12 层
电话：（8610）8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号
南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交
汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk