安信证券
ESSENCE SECURITIES

2022 年 01 月 19 日

嘉必优（688089.SH）

公司快报

证券研究报告

其他食品

股权激励计划彰显发展信心，公司将迎来快速发展期

■事件：公司发布 2022 年限制性股票激励计划（草案），拟授予限制性股票数量 180 万股，占公司股本总额的 1.50%，授予价格 29.26 元/股。

■激励计划旨在调动核心团队积极性，彰显公司发展信心：据公告，本次激励计划首次授予不超过 160 万股，预留 20 万股，首次授予的激励对象不超过 48 人，约占公司 2020 年底员工总数的 12.83%，包括本公司任职的董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）骨干人员。授予价格 29.26 元依据公司前 20 个交易日股票交易均价 58.51 元的 50%确定，公司核心团队承担着持续研发、创新发展的重任，提供有竞争力的激励措施为使公司在行业优秀人才竞争中掌握主动权。本次激励计划首次授予部分考核要求以公司 2021 年营业收入值为业绩基数，2022-2024 年业绩考核目标值（公司层面归属 100%）分别为 2022 年营收增长率≧25%、2022 和 2023 累计营收增长率≧180%、2022-2024 累计营收增长率≧380%，业绩考核触发值（公司层面归属 80%）分别为≧15%、≧160%、≧340%。以目标值计算，即 2022-2024 年公司营收增速分别要达到 25%、24%、29%。

■公司 ARA 及 DHA 市场空间打开，持续扩张实力强：2023 年 2 月我国婴幼儿配方奶粉新标准将开始施行，新国标新增了 DHA 的最低添加量，且 ARA 要求添加同等量。据 Coherent Market Insights，预计 2018-2026 年全球 ARA+藻油 DHA 市场规模年复合增长率为 13.45%；据我们此前发布的公司深度报告中的测算，新国标影响下，我国 2022、2023 年的增长率有望达到 40%、50%。据公告，公司是国内 ARA 产业的重要开拓者和市场推动者，全球市占率约 10%，国内市占率约 50%；DHA 全球市占率约 3%。公司具备油剂 ARA 产能 420 吨、藻油 DHA 105 吨，IPO 募投项目计划新增油剂 ARA 150 吨、藻油 DHA 450 吨，公司预计 2022 年 12 月建成，投产后公司的 DHA 产品将成长至 ARA 相当体量。同时 2023 年帝斯曼 ARA 专利到期，销售范围将不再受限制，公司有望开拓出新一片销售空间。

■SA 产品将成为公司下一个大力发展的品种：化妆品监管新规已于 2021 年开始施行，要求化妆品新原料需经国务院药品监督管理部门注册后方可使用。公司的 SA（燕窝酸）于 2021 年 6 月成为国家药监局首批公布批准化妆品新原料，也是目前唯一备案 SA 化妆品新原料的供应商。独家供应的绝对优势将推动公司 SA 产品的快速发展，SA 有望成为公司的重要增长极。公司 SA 的研发在子公司中科光谷，2021 年初，公司收购了中科光谷剩余股权使之成为全资子公司，充分体现了公司发展 SA 的决心。

■投资建议：预计公司 2021-2023 年净利润分别为 1.45 亿、1.9 亿、2.5 亿元，对应 PE 分别为 52、40、30 倍，维持买入-A 评级。

■风险提示：原料价格波动、下游需求不及预期等。

投资评级 **买入-A**

维持评级

6 个月目标价：	**73 元**
股价（2022-01-18）	**63.20 元**

交易数据

总市值（百万元）	7,341.60
流通市值(百万元)	4,092.94
总股本（百万股）	120.00
流通股本(百万股)	66.90
12 个月价格区间	36.01/68.90 元

股价表现

资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.99	39.34	63.77
绝对收益	4.49	38.48	63.08

张汪强 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517070003
zhangwq1@essence.com.cn
010-83321072

乔璐 分析师
SAC 执业证书编号：S1450518100001
qiaolu@essence.com.cn

相关报告

嘉必优：深耕生物发酵食品营养素，燕窝酸有望打造新的增长极/张汪强 2021-11-16

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	311.5	323.5	377.3	480.0	701.2
净利润	118.2	130.6	145.3	190.3	250.1
每股收益(元)	0.98	1.09	1.21	1.59	2.08
每股净资产(元)	10.40	10.98	11.87	12.89	14.32

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	64.2	58.1	52.2	39.9	30.3
市净率(倍)	6.1	5.8	5.3	4.9	4.4
净利润率	37.9%	40.4%	38.5%	39.6%	35.7%
净资产收益率	9.5%	9.9%	10.2%	12.3%	14.6%
股息收益率	0.8%	0.5%	0.5%	0.9%	1.0%
ROIC	21.2%	27.3%	29.7%	33.5%	27.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	311.5	323.5	377.3	480.0	701.2
减:营业成本	146.5	145.5	165.1	203.8	296.5
营业税费	5.1	4.6	5.3	6.7	9.8
销售费用	17.5	14.6	17.0	19.2	28.0
管理费用	25.3	27.0	54.7	72.0	108.7
研发费用	-0.4	2.5	-4.1	-3.7	-3.0
财务费用	-3.4	-4.6	5.0	5.0	10.0
资产减值损失	-	3.0	-0.0	-	-
加:公允价值变动收益	0.2	16.9	4.0	15.0	15.0
投资和汇兑收益	98.8	124.2	138.3	192.0	266.1
营业利润	41.0	33.5	35.8	36.8	35.3
加:营业外净收支	139.7	157.7	174.0	228.7	301.4
利润总额	20.0	22.8	26.1	34.3	45.2
减:所得税	118.2	130.6	145.3	190.3	250.1
净利润	2019	2020	2021E	2022E	2023E

资产负债表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
	844.3	**847.3**	**910.3**	**690.9**	**593.7**
货币资金	-	13.5	13.5	13.5	13.5
交易性金融资产	160.2	165.2	193.3	276.7	409.3
应收帐款	9.1	10.8	25.5	13.6	42.3
应收票据	3.6	3.2	2.7	5.3	6.7
预付帐款	65.9	65.5	89.3	97.6	174.9
存货	15.9	17.7	16.0	16.5	16.8
其他流动资产	-	-	-	-	-
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	13.0	16.9	16.9	16.9	16.9
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	163.0	148.3	122.5	96.8	261.0
固定资产	0.7	1.2	51.2	351.2	225.6
在建工程	14.3	14.5	13.1	11.7	10.2
无形资产	7.8	78.7	31.3	39.3	49.8
其他非流动资产	1,297.8	1,382.8	1,485.7	1,630.0	1,820.7
资产总额	-	-	-	-	-
短期债务	19.4	28.4	20.1	41.3	50.0
应付帐款	-	-	-	-	-
应付票据	22.3	23.9	26.5	23.4	27.1
其他流动负债	-	-	-	-	-
长期借款	6.6	7.0	6.2	6.6	6.6
其他非流动负债	48.3	59.3	52.9	71.3	83.7
负债总额	1.2	5.6	8.3	12.4	18.5
少数股东权益	120.0	120.0	120.0	120.0	120.0
股本	1,128.0	1,198.6	1,304.6	1,426.3	1,598.6
留存收益	1,249.6	1,323.5	1,432.9	1,558.7	1,737.1
股东权益	2019	2020	2021E	2022E	2023E

财务指标

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长性					
营业收入增长率	8.9%	3.8%	16.6%	27.2%	46.1%
营业利润增长率	21.9%	25.7%	11.3%	38.8%	38.6%
净利润增长率	21.8%	10.5%	11.2%	31.0%	31.4%
EBITDA 增长率	24.4%	21.7%	-11.4%	33.5%	51.3%
EBIT 增长率	30.6%	29.4%	-14.1%	40.3%	39.8%
NOPLAT 增长率	22.9%	28.7%	5.2%	40.3%	39.8%
投资资本增长率	0.2%	-3.4%	24.4%	70.6%	32.5%
净资产增长率	137.5%	5.9%	8.3%	8.8%	11.4%
利润率					
毛利率	53.0%	55.0%	56.2%	57.5%	57.7%
营业利润率	31.7%	38.4%	36.6%	40.0%	38.0%
净利润率	37.9%	40.4%	38.5%	39.6%	35.7%
EBITDA/营业收入	48.1%	56.3%	42.8%	44.9%	46.5%
EBIT/营业收入	38.8%	48.3%	35.6%	39.2%	37.5%
运营效率					
固定资产周转天数	182	173	129	82	92
流动营业资本周转天数	237	235	234	234	236
流动资产周转天数	848	1,237	1,132	887	609
应收帐款周转天数	177	181	171	176	176
存货周转天数	77	73	74	70	70
总资产周转天数	1,086	1,492	1,369	1,168	886
投资资本周转天数	459	435	411	485	487
投资回报率					
ROE	9.5%	9.9%	10.2%	12.3%	14.6%
ROA	9.2%	9.8%	10.0%	11.9%	14.1%
ROIC	21.2%	27.3%	29.7%	33.5%	27.4%
费用率					
销售费用率	5.6%	4.5%	4.5%	4.0%	4.0%
管理费用率	8.1%	8.4%	14.5%	15.0%	15.5%
研发费用率	-0.1%	0.8%	-1.1%	-0.8%	-0.4%
财务费用率	13.6%	13.7%	17.9%	18.2%	19.1%
四费/营业收入					
偿债能力	3.7%	4.3%	3.6%	4.4%	4.6%
资产负债率	3.9%	4.5%	3.7%	4.6%	4.8%
负债权益比	26.36	21.47	26.83	17.22	16.31
流动比率	24.78	20.22	24.92	15.72	14.04
速动比率	-273.14	61.86	-33.09	-50.96	-88.77
利息保障倍数					
分红指标	0.50	0.33	0.33	0.57	0.65
DPS(元)	50.8%	30.3%	27.0%	36.0%	31.1%
分红比率	0.8%	0.5%	0.5%	0.9%	1.0%
股息收益率	2019	2020	2021E	2022E	2023E

现金流量表

	119.8	134.9	145.3	190.3	250.1
净利润	29.0	26.0	27.2	27.2	62.8
加:折旧和摊销	4.1	4.6	-	-	-
资产减值准备	-	-3.0	-0.0	-	-
公允价值变动损失	0.5	-0.9	-4.1	-3.7	-3.0
财务费用	-0.2	-16.9	-4.0	-15.0	-15.0
投资损失	1.6	4.4	2.7	4.1	6.1
少数股东损益	-26.4	-73.1	-23.6	-72.4	-238.4
营运资金的变动	131.9	145.9	143.4	130.5	62.7
经营活动产生现金流量	-13.3	-80.5	-46.0	-285.0	-85.0
投资活动产生现金流量	602.8	-63.9	-34.5	-64.9	-74.9
融资活动产生现金流量					

2019 2020

	0.98	1.09	1.21	1.59	2.08
EPS(元)	10.40	10.98	11.87	12.89	14.32
BVPS(元)	64.2	58.1	52.2	39.9	30.3
PE(X)	6.1	5.8	5.3	4.9	4.4
PB(X)	64.6	52.6	147.5	-51.6	-506.3
P/FCF	24.3	23.4	20.1	15.8	10.8
P/S	24.1	21.0	41.1	31.8	21.3
EV/EBITDA	17.5%	23.8%	14.8%	17.5%	23.8%
CAGR(%)	3.7	2.4	3.5	2.3	1.3
PEG					
ROIC/WACC					
REP					

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地　址：　深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编：　518026

上海市

地　址：　上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编：　200080

北京市

地　址：　北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编：　100034