

核心业务高增，供应链优化贡献业绩提升

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(元)：	26.85/14.18
目标价格(元)：		总市值(亿元)	47.08
最新收盘价(元)：	27.97	自由流通市值(亿元)	47.08
		自由流通股数(百万)	168.31

事件概述

公司发布25年中报，25H1实现收入3.1亿元，同比+17.6%；归母净利1.1亿元，同比+59.0%；扣非归母净利1.0亿元，同比+88.5%。25Q2实现收入1.5亿元，同比+4.8%；归母净利0.6亿元，同比+44.5%；扣非归母净利0.6亿元，同比+71.4%，基本符合业绩预告预期。

分析判断：

▶ 核心业务高增，海外客户拓展加速

我们认为25H1公司核心业务维持高增长，其中ARA预计同比实现双位数以上增长，DHA预计同比实现高双位数增长。国内市场得益于新国标奶粉逐步替换老国标产品、生育补贴促进母婴消费市场回暖，市场对ARA和藻油DHA的需求稳步提升，且奶粉头部集中趋势贡献公司核心客户销量增长明显。同时，部分大客户藻油DHA替换鱼油DHA进程加快，藻油DHA持续快速增长。海外市场25H1达能、雀巢、新莱特、澳优等核心大客户业务合作进展顺利，雅培的部分工厂已完成产品准入并开始商业化合作。藻油DHA产品和HMOs之2'-FL产品也在积极推进国际客户准入。

▶ 供应链优化+结构提升贡献业绩高增长

25H1/25Q2毛利率分别49.7%/50.6%，分别同比+7.6/+7.2pct。我们判断毛利率高增主因1)毛利率较高的DHA业务收入占比明显提高拉动整体毛利率水平；2)发酵产能利用率提升优化成本，贡献主营业务毛利率均有增加。

根据中报，25H1公司持续开展组织变革与管理优化，全面落实成本标准化与管控，落地数字化管理目标，做到产能建设与产需精准匹配，优化提升产能利用率贡献毛利增强。25H1/25Q2销售费用率分别3.8%/4.2%，分别同比-2.1/-0.9pct；25H1/25Q2管理费用率分别6.2%/7.1%，分别同比+0.2/+1.2pct；25H1/25Q2研发费用率分别6.4%/7.0%，分别同比-1.9/-1.0pct。销售费用率下降主因广告推广和业务开发费用同比下降，管理费用率提升主因公司支付并购重组中介费增加，研发费用率下降主因收入增长规模效应。

▶ 欧易生物并购持续推进，持续完善应用技术平台

2025年3月5日公司发布公告，通过发行股份及支付现金购买欧易生物63.2%的股权。根据公司中报，公司持续完善应用技术平台，通过与欧易生物开展合作等方式，重点完善多组学平台，同时基于已经掌握的技术可视化地呈现原料在体内外的功效机理，提升应用技术解决能力。同时，HMO中的2'-FL已经实现产业化，公司正在加快3'-FL、3'-SL、6'-SL、LNnT、LNT中试工程化，并同步加速进行法规材料。首先，我们看好并购欧易生物多组学平台对供应链效率和功能化应用方面研发带来的积极贡献；其次看好多种HMO法规申请通过后形成的产品组合拳，在国内婴配粉领域的广大应用前景。

投资建议

根据公司中报调整盈利预测，25年营业收入由8.9亿元下调至6.2亿元，新增26-27年营业收入6.9/7.6亿元；25年归母净利润由2.4亿元下调至1.6亿元，新增26-27年归母净利1.9/2.1亿元；25年EPS由1.99

元下调至 0.96 元，新增 26-27 年 EPS1.13/1.27 元。2025 年 08 月 21 日收盘价 27.97 元对应 P/E 分别为 29/25/22 倍，维持“买入”评级。

风险提示

经济恢复较弱导致需求减弱；经营管理风险；行业竞争加剧风险；估值中枢变动风险；食品安全问题等。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	444	556	623	693	763
YoY (%)	2.4%	25.2%	12.2%	11.2%	10.0%
归母净利润(百万元)	91	124	162	190	214
YoY (%)	41.9%	35.9%	30.3%	17.3%	12.8%
毛利率 (%)	42.4%	43.6%	44.7%	45.6%	46.2%
每股收益(元)	0.54	0.74	0.96	1.13	1.27
ROE (%)	6.2%	8.0%	9.7%	10.6%	11.1%
市盈率	51.80	37.80	29.10	24.81	21.99

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：

分析师：王厚

邮箱：wanghou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120525070002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	556	623	693	763	净利润	120	159	188	213
YoY(%)	25.2%	12.2%	11.2%	10.0%	折旧和摊销	58	70	79	85
营业成本	313	344	377	410	营运资金变动	-13	24	-2	13
营业税金及附加	5	6	7	8	经营活动现金流	173	236	246	292
销售费用	32	25	24	23	资本开支	-211	-185	-135	-85
管理费用	41	45	46	50	投资	-16	0	0	0
财务费用	-4	-5	-2	-2	投资活动现金流	-226	-178	-132	-81
资产减值损失	48	53	55	61	股权募资	0	0	0	0
投资收益	-13	0	0	0	债务募资	8	0	0	0
营业利润	2	3	3	4	筹资活动现金流	-38	-58	-61	-74
营业外收支	126	169	203	233	现金净流量	-90	1	53	137
利润总额	13	15	15	15	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	140	184	218	248	成长能力				
净利润	20	26	31	35	营业收入增长率	25.2%	12.2%	11.2%	10.0%
归属于母公司净利润	120	159	188	213	净利润增长率	35.9%	30.3%	17.3%	12.8%
YoY(%)	124	162	190	214	盈利能力				
每股收益(元)	35.9%	30.3%	17.3%	12.8%	毛利率	43.6%	44.7%	45.6%	46.2%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	净利润率	22.4%	26.0%	27.4%	28.1%
货币资金	153	154	208	344	总资产收益率 ROA	7.3%	9.1%	10.1%	10.7%
预付款项	4	3	4	4	净资产收益率 ROE	8.0%	9.7%	10.6%	11.1%
存货	139	139	141	142	偿债能力				
其他流动资产	360	340	339	326	流动比率	6.45	6.12	6.63	7.75
流动资产合计	657	636	692	817	速动比率	4.56	4.28	4.78	5.90
长期股权投资	44	44	44	44	现金比率	1.50	1.48	1.99	3.27
固定资产	502	742	857	908	资产负债率	7.0%	6.7%	6.3%	5.9%
无形资产	43	41	39	37	经营效率				
非流动资产合计	1,030	1,155	1,226	1,241	总资产周转率	0.34	0.36	0.37	0.38
资产合计	1,687	1,791	1,919	2,059	每股指标(元)				
短期借款	6	6	6	6	每股收益	0.74	0.96	1.13	1.27
应付账款及票据	62	62	63	63	每股净资产	9.25	9.86	10.63	11.46
其他流动负债	34	36	36	37	每股经营现金流	1.03	1.40	1.46	1.73
流动负债合计	102	104	104	105	每股股利	0.20	0.29	0.36	0.44
长期借款	13	13	13	13	估值分析				
其他长期负债	3	4	4	4	PE	37.80	29.10	24.81	21.99
非流动负债合计	15	16	16	16	PB	2.06	2.84	2.63	2.44
负债合计	117	120	121	122					
股本	168	168	168	168					
少数股东权益	13	10	8	7					
股东权益合计	1,570	1,671	1,798	1,937					
负债和股东权益合计	1,687	1,791	1,919	2,059					

资料来源：公司公告，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	投资评级	说明
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。