

奶酪棒单品驱动业绩快速增长

——妙可蓝多 (600882.SH) 2019 年上半年业绩点评

公司简报

◆ 奶酪棒放量带动上半年营收增速达 53.8%，利润同比扭亏

公司 2019 年上半年营业收入同比增长 53.8% 至 7.14 亿元。其中奶酪业务同比增长 113.4% 至 3.41 亿元，单品奶酪棒同比增长 449% 至 1.66 亿元成为主要驱动力。随着奶酪棒业务的顺利爬坡，奶酪业务毛利率同比提高 10.8 个百分点至 39.0%，带动公司整体毛利率同比提高 2.3 个百分点至 28.1%。叠加良好的费用控制状态，上半年公司实现归母净利润 1073 万元，2018H1 则为 -906 万元，同比实现扭亏。公司的现金流表现亦取得显著改善，上半年公司经营性现金净额由去年同期 1246 万元提升至 6961 万元。

◆ 奶酪业务进展顺利，旺季表现值得期待

奶酪业务 2B 及 2C 端双管齐下：1) 上半年包括马苏里拉在内的非奶酪棒板块业务同比增长 36.9%，显示公司在餐饮端延续拓展情势。上半年公司新开拓汉堡王、星巴克、瑞幸咖啡等终端用户，显示公司一站式服务能力得到产业验证；2) 公司奶酪棒业务成为最大看点，带动奶酪零售端收入占比提升至 59%。当前整体产能约为 500 吨/月，经销商数量突破 700 家，覆盖终端数量突破 7 万家，显示强劲的扩张势头。该等业务全年旺季通常在 4 季度，随着公司产能支持及渠道能力不断加强，下半年增长成绩值得期待。

◆ 经营杠杆提升带动盈利能力持续改善

上半年奶酪棒放量带动奶酪业务毛利率取得显著提升，随着经营杠杆的持续提升，我们预计 2019 财年奶酪分部业务毛利率将由 2018 年的 35% 提升至 42%。销售费用率同比下降 3 个百分点至 16%，主要由于去年同期渠道拓展带来的进店条码费用支出，以及本期内广告费用的投放控制。管理费用率取得连续 5 个季度的下降，由 2018Q1 的 13.4% 下降至 2018Q2 的 6.6%，显示经营杠杆的显著提升。

◆ 维持“买入”评级

我们维持公司 2019-2021 年 EPS 分别达 0.11、0.45、0.81 元人民币。鉴于奶酪业务良好增长前景，维持“买入”评级。

◆ 风险提示：产能释放不及预期；新品增长低于预期；原材料价格上涨；食品安全风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	982	1,226	1,691	2,304	3,118
营业收入增长率	91.96%	24.82%	38.00%	36.22%	35.32%
净利润 (百万元)	4	11	46	185	332
净利润增长率	-86.72%	148.69%	334.72%	299.52%	79.44%
EPS (元)	0.01	0.03	0.11	0.45	0.81
ROE (归属母公司) (摊薄)	0.36%	0.87%	3.66%	12.75%	18.62%
P/E	1,200	483	111	28	15
P/B	4.4	4.2	4.1	3.5	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 8 月 14 日

买入 (维持)

当前价：12.53 元

分析师

周翔 (执业证书编号：S0930518080002)

021-52523853

zhouxiang@ebsecn.com

张喆 (执业证书编号：S0930519050003)

021-52523805

zhangzhe@ebsecn.com

叶倩瑜 (执业证书编号：S0930517100003)

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

市场数据

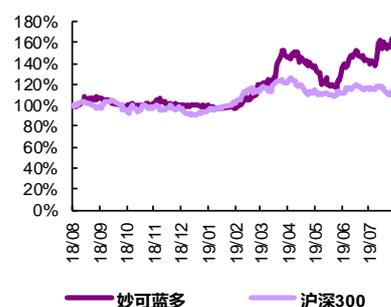
总股本(亿股)：4.09

总市值(亿元)：51.29

一年最低/最高(元)：6.88/12.82

近 3 月换手率：59.6%

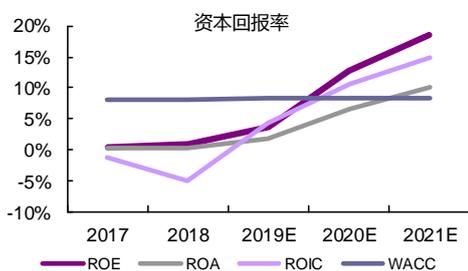
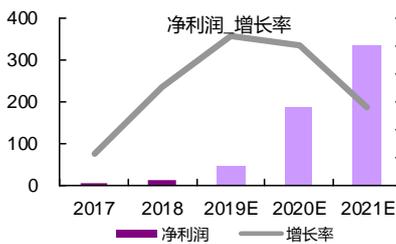
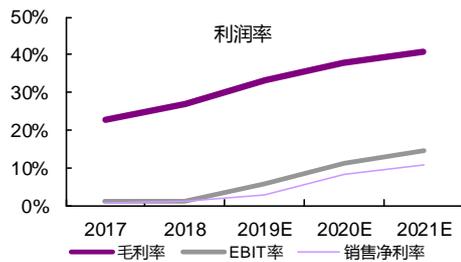
股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	25.8	29.1	73.3
绝对	14.4	18.5	64.4

资料来源：Wind



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	982	1,226	1,691	2,304	3,118
营业成本	757	895	1,127	1,435	1,846
折旧和摊销	31	42	43	56	69
营业税费	7	9	13	18	24
销售费用	122	205	304	399	533
管理费用	84	97	147	194	259
财务费用	35	57	46	48	50
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1	30	21	34	36
营业利润	(4)	(3)	72	241	437
利润总额	(3)	(2)	62	246	442
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	4	11	46	185	332

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	2,652	2,690	2,581	2,826	3,283
流动资产	1,101	1,189	949	1,096	1,464
货币资金	807	636	378	336	453
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	92	154	199	271	367
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	4	150	51	69	94
存货	126	163	205	262	337
可供出售投资	362	199	199	199	199
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	371	572	702	817	919
无形资产	122	114	108	103	98
总负债	1,475	1,471	1,316	1,376	1,502
无息负债	358	368	468	528	654
有息负债	1,117	1,103	848	848	848
股东权益	1,177	1,218	1,264	1,449	1,781
股本	411	410	410	410	410
公积金	1,757	1,764	1,768	1,787	1,820
未分配利润	(930)	(920)	(878)	(712)	(413)
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司权益	1,177	1,218	1,264	1,449	1,781

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	(39)	87	186	117	275
净利润	4	11	46	185	332
折旧摊销	31	42	43	56	69
净营运资金增加	34	302	(151)	14	405
其他	(108)	(267)	247	(138)	(531)
投资活动产生现金流	(347)	(80)	(149)	(119)	(121)
净资本支出	(155)	(125)	(150)	(153)	(156)
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	(192)	45	1	34	36
融资活动现金流	405	(171)	(294)	(40)	(37)
股本变化	11	(1)	0	0	0
债务净变化	331	(14)	(255)	0	0
无息负债变化	134	10	100	60	125
净现金流	20	(164)	(257)	(43)	117

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	92.0%	24.8%	38.0%	36.2%	35.3%
净利润增长率	-86.7%	148.7%	334.7%	299.5%	79.4%
EBITDA 增长率	800.0%	29.7%	158.9%	123.2%	67.0%
EBIT 增长率	-135.3%	17.8%	689.3%	165.0%	76.6%
估值指标					
PE	1200	483	111	28	15
PB	4.4	4.2	4.1	3.5	2.9
EV/EBITDA	127.3	104.8	39.9	17.6	10.8
EV/EBIT	509.7	462.1	57.8	21.5	12.5
EV/NOPLAT	(351.0)	(66.1)	77.0	28.7	16.7
EV/Sales	5.4	4.6	3.3	2.4	1.8
EV/IC	4.0	3.3	3.3	3.0	2.5
盈利能力 (%)					
毛利率	22.9%	27.0%	33.4%	37.7%	40.8%
EBITDA 率	4.2%	4.4%	8.3%	13.5%	16.7%
EBIT 率	1.1%	1.0%	5.7%	11.1%	14.5%
税前净利润率	-0.3%	-0.1%	3.6%	10.7%	14.2%
税后净利润率 (归属母公司)	0.4%	0.9%	2.7%	8.0%	10.6%
ROA	0.2%	0.4%	1.8%	6.5%	10.1%
ROE (归属母公司) (摊薄)	0.4%	0.9%	3.7%	12.8%	18.6%
偿债能力					
流动比率	1.92	1.04	1.99	2.07	2.28
速动比率	1.70	0.90	1.56	1.57	1.76
归属母公司权益/有息债务	1.05	1.10	1.49	1.71	2.10
有形资产/有息债务	1.83	1.86	2.30	2.59	3.14
已获利息倍数 (EBIT/利息费用)	0.31	0.22	3.71	6.70	11.30
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.01	0.03	0.11	0.45	0.81
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	(0.09)	0.21	0.45	0.29	0.67
每股自由现金流(FCFF)	(0.42)	(1.13)	0.29	0.21	(0.36)
每股净资产	2.87	2.97	3.09	3.54	4.35
每股销售收入	2.40	2.99	4.13	5.62	7.61
每股 EBITDA	0.10	0.13	0.34	0.76	1.27

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 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, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼