

2019年08月14日

妙可蓝多 (600882.SH)

## 儿童奶酪放量，上半年净利润超预期

■事件：公司披露半年报。2019H1 营收 7.14 亿，同比增 53.82%，归母净利 1073 万元，同比增加 1980 万元；扣非后归母净利 1061 万元，同比增加 3295 万元。2019Q2 营收 4.16 亿元，同比增 51.3%，归母净利 1035 万元，同比减少 6.6%，扣非后归母净利 1016 万元，同比增加 1183 万元。

■收入大幅增长主因奶酪棒放量、渠道下沉加速。上半年公司率先高端媒体投入抢占消费者心智，产品引爆儿童奶酪市场，奶酪业务实现营收 3.4 亿，其中奶酪棒 1.66 亿，同比增 449.4%，致零售端奶酪收入占比 59%，首次超过餐饮端（餐饮端 1.4 亿，同比增约 30%）。上半年经销商大幅增加 464 个至 2085 个，判断增加的主要为奶酪业务经销商，表明渠道扩张积极，同比淘汰 77 个，也体现渠道精耕、稳扎稳打。源于下半年旺季因素（电商平台双十一等）以及渠道建设推进，我们预计全年奶酪棒收入 4-5 亿元，餐饮端维持 30% 增速。

■毛利率增 2.34pct 主因产品结构优化，下半年或继续提升。上半年奶酪业务毛利率增 10.79 pct，主因：1) 高毛利的奶酪棒占比提升；2) 产能利用率上行致固定成本分摊减少；我们测算整体奶酪业务毛利率超 40%。下半年预计高端奶酪占比提升以及产能利用率上行进一步推动毛利率增长；另外判断上半年液态奶毛利率下滑 2-3pct，主因原奶成本上涨，预计下半年环比维稳。

■销售费用率下滑 2.96 pct，下半年费用投放或加大。上半年公司销售费用 1.16 亿元，同比增 30.1%，销售费用率 16.19%，同比下滑 2.96pct，主因收入规模增加，细分看，广告营销费增 665 万元、物流费用增 1325 万元。公司自今年 2 月起在分众、央视投放广告，判断下半年广告费用将大幅增长，全年销售费用预计同比增加 30%-50%。另上半年管理费用率下滑 3.2 pct，主因股权激励费用下滑。

■经营性活动净现金流 6962 万元，同比大幅转好。上半年公司销售商品、提供劳务收到的现金 8.02 亿元，同比增 62%，收现比 1.12，经营现活动净现金流 6962 万元，而去年同期仅为 1247 万元，现金流转好主因公司收入增长以及存货周转天数下滑（判断奶酪业务的原材料及库存商品周转快，占用资金少），上半年净营业周期减少 6 天。我们预计后期奶酪业务占比提升将推动经营性现金流状况继续好转，但是销售费用投放或将影响经营性现金流。

■投资建议：公司上半年净利润超预期，源于产品结构优化以及销售费用率与管理费用率下行，我们认为随着公司儿童零售奶酪铺市与动销加强，前期费用投入效果将继续显现，上调 2019-2021 年 EPS 至 0.08、0.38、0.84 元，综合 DCF 估值法和 PS 估值法，给与公司合理价格 15.83 元/股，维持“买入-A”评级。

■风险提示：行业竞争加剧、产能投放不及预期、食品安全事件

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	982.0	1,225.7	1,696.5	2,305.3	3,141.2
净利润	4.3	10.6	32.0	154.5	343.0
每股收益(元)	0.01	0.03	0.08	0.38	0.84
每股净资产(元)	2.87	2.98	3.34	3.61	4.50

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	1,198.8	482.0	160.6	33.2	15.0
市净率(倍)	4.4	4.2	3.8	3.5	2.8
净利润率	0.4%	0.9%	1.9%	6.7%	10.9%
净资产收益率	0.4%	0.9%	2.3%	10.4%	18.6%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-4.7%	-34.8%	6.6%	15.1%	24.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司快报

证券研究报告

乳制品

投资评级 买入-A

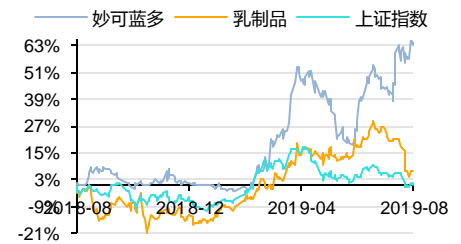
维持评级

6 个月目标价： 15.83 元  
股价 (2019-08-14) 12.53 元

### 交易数据

总市值(百万元)	5,129.24
流通市值(百万元)	5,087.26
总股本(百万股)	409.36
流通股本(百万股)	406.01
12 个月价格区间	7.45/12.61 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	18.58	23.63	66.02
绝对收益	14.43	20.37	66.84

苏斌

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001

sucheng@essence.com.cn

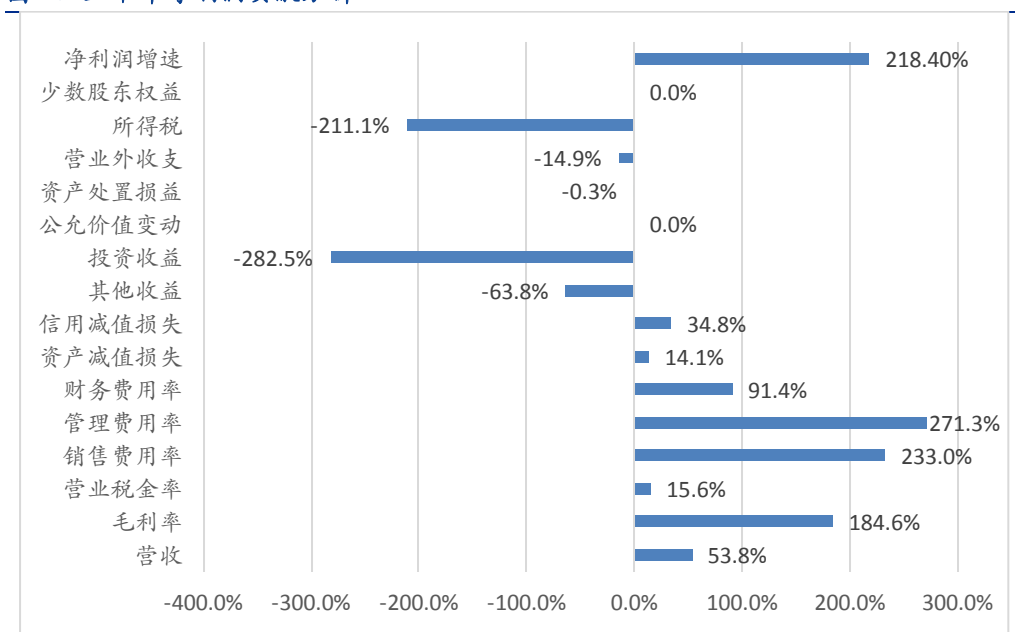
021-35082778

### 相关报告

妙可蓝多：加速渠道下沉

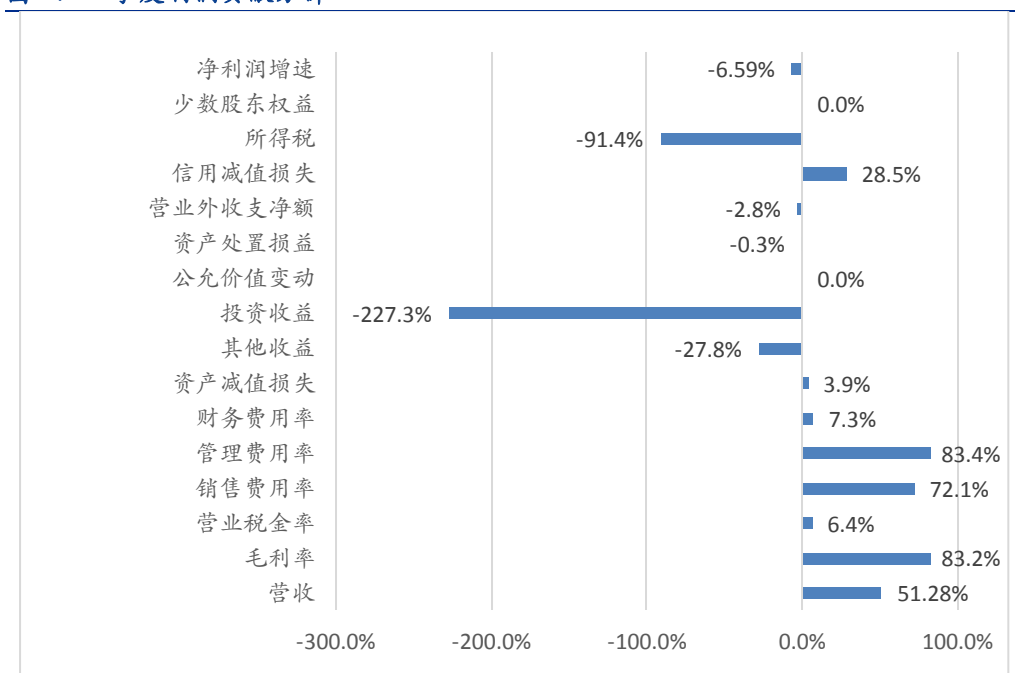
与品牌建设，引爆儿童奶 2019-07-25  
酪零售市场/苏斌

图 1：上半年净利润贡献分析



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 2：二季度利润贡献分析



资料来源：wind、安信证券研究中心

**表 1: 可比公司估值表**

证券简称	股价	PE			PS			PB
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	目前
伊利股份	28.23	26.73	24.31	21.74	2.18	1.89	1.69	6.47
天润乳业	13.46	24.41	20.88	17.70	1.91	1.62	1.38	3.04
光明乳业	10.42	37.33	27.24	24.19	0.61	0.59	0.57	2.36
蒙牛乳业	29.55	34.22	24.13	22.61	1.51	1.35	1.23	4.04
天味食品	45.58	70.63	57.74	45.53	13.33	10.44	8.41	11.43
桃李面包	45.00	46.17	39.17	32.41	6.13	5.18	4.38	9.11
平均		39.92	32.25	27.36	4.28	3.51	2.94	6.07
妙可蓝多	12.53	-	-	33.20	4.18	3.02	2.23	4.20

资料来源：公司公告，安信证券研究中心；注：盈利预测采用 wind 一致预期。



## ■ 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

苏铖声明, 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。

## ■ 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。



■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

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