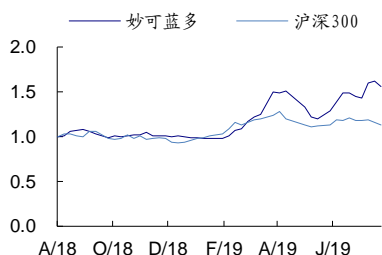


证券研究报告—动态报告
食品饮料
食品
妙可蓝多(600882)
买入
2019 年中报点评

(首次评级)

2019 年 08 月 15 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	409/406
总市值/流通(百万元)	5,129/5,087
上证综指/深圳成指	2,809/8,966
12 个月最高/最低(元)	12.82/6.88

证券分析师: 陈梦瑶

电话: 18520127266

E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001

证券分析师: 郭尉

电话: 15210587234

E-MAIL: guowei1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518100001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评
业绩符合预期, 零售奶酪持续高增
● 业绩符合预期, 盈利能力上扬

公司 19 年 H1 实现营收 7.14 亿元同增 53.82%, 归母净利润 1073 万元同增 218.4%, 单 Q2 营收 4.16 亿同增 51.28%, 归母净利润 1035 万元同减 6.6%, 扣非后实现扭亏, 营收保持快速增长, 符合市场预期。H1 毛利率同增 2.4pct 至 28.14%, 主因产品结构继续改善, 奶酪核心业务快速增长, 中高端零售产品比例提升, 其中奶酪板块毛利率同比增加 10.79pcts 至 39.04%。费用端, H1 销售费用率 16.2%同减 3pct, 管理费用率 7.4%同减 3.4pct, 整体净利率 1.5%同增 3.5pcts 实现扭亏为盈。期内销售收现 8.02 亿元同增 62.3%, 经营活动净现金流 6962 万同增 458.3%, 现金流表现积极。

● 零售奶酪产品爆发增长, 市场投入逐步见效

分产品看, 公司 H1 奶酪产品销售 3.4 亿同增 113.47%, 占整体营收 47.8%, 核心单品奶酪棒销售收入 1.66 亿元同增 449.38%, 在奶酪业务中占比 48.7%; 液态奶产品销售 2.19 亿, 占整体营收 30.7%, 剩余为贸易产品。期间内公司以奶酪棒为代表的零售奶酪产品呈现爆发增长态势, 公司去年起拓展奶酪零售渠道, 快速布局营销网络和人员费用, 前期投入逐渐见效, H1 公司奶酪销售收入中零售占比提升至 59%, 首次超过餐饮端。渠道渗透亦带动液奶业务获取新客户持续增长, 公司进行产品转型升级, 推出芝士发酵乳、果蔬儿童牛奶等特色液态乳或市场好评。

● 区域均衡发展, 多渠道持续产品创新

公司未来三到五年以“稳定液奶、发展奶酪”为总体战略, 积极拓展销售网络, 完善全国化布局, 当前北/中/南区销售占比分别为 48.2%/28.6%/23.1%, 各区域均衡发展, 19H1 北区经销商净增加 197 家达 1177 家, 中、南区分别净增 91/99 家达到 496 家及 412 家。在巩固电商渠道奶酪销售领先地位、开发多种现代化通路和面向终端零售的新型奶酪产品的同时, 公司在餐饮工业等传统领域上半年继续深耕强化, 加强了芝士片、奶油芝士、黄油、稀奶油等产品的开发及推广, 新开拓出了汉堡王、星巴克、瑞幸咖啡等终端用户, 助力餐饮渠道保持增长。

盈利预测: 看好公司奶酪业务先发优势和长期快速发展空间, 随着规模提升, 费效比及整体盈利能力有望上移, 首次覆盖给予 2019-2021EPS 至 0.09/0.37/0.60 元, 对应 142/34/21 倍 PE, 一年期合理估值 14.8-16.7 元, 给予“买入”评级。

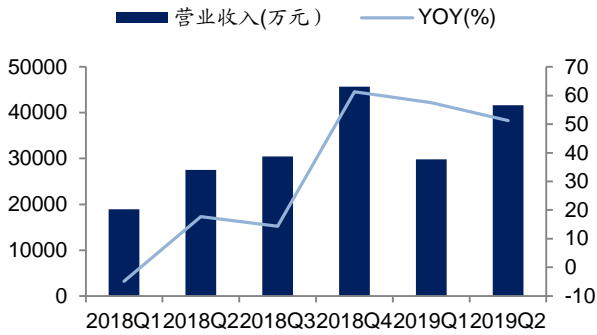
盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,226	1,684	2,304	3,027
(+/-%)	24.8%	37.4%	36.8%	31.4%
净利润(百万元)	11	36	150	246
(+/-%)	148.7%	235.5%	319.3%	64.2%
摊薄每股收益(元)	0.03	0.09	0.37	0.60
EBIT Margin	1.5%	4.9%	9.8%	11.6%
净资产收益率(ROE)	0.9%	2.8%	10.7%	14.9%
市盈率(PE)	466.3	142.5	34.2	20.8
EV/EBITDA	108.7	46.1	23.3	16.7
市净率(PB)	4.09	3.98	3.55	3.02

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

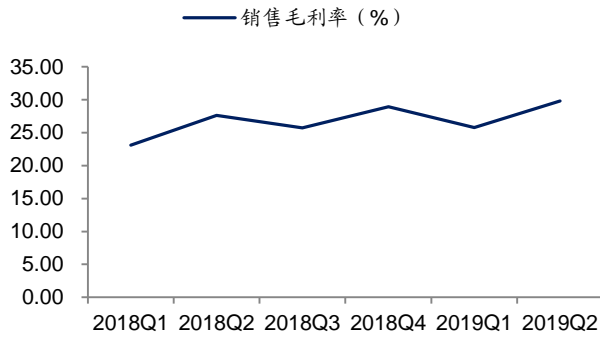
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 妙可蓝多分季度营业收入及同比增速



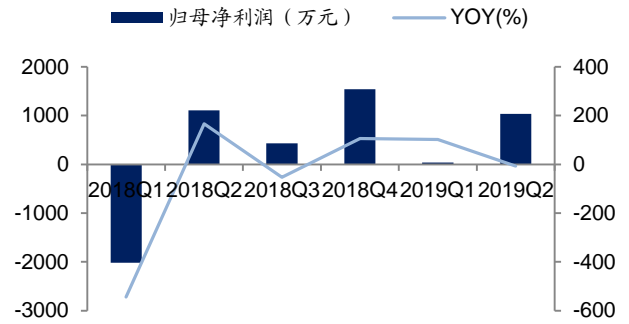
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 妙可蓝多分季度毛利率



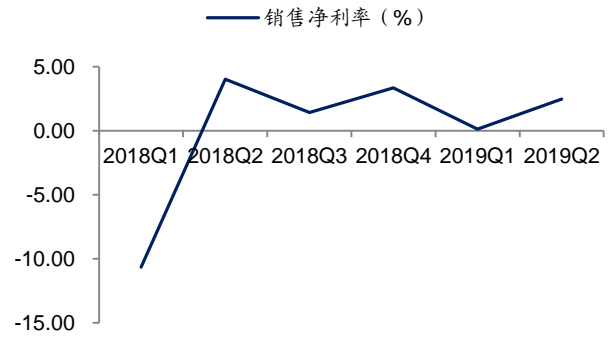
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 妙可蓝多分季度归母净利润及同比增速



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 妙可蓝多分季度净利率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表 1: 估值与可比公司比较

公司名称	当前股价 2019/8/14	市值 (亿元)	投资评级	PE			EPS		
				17	18	19E	17	18	19E
妙可蓝多	12.53	52	买入	870.8	466.3	142.5	0.01	0.03	0.09
可比公司									
蒙牛乳业	29.55	1160	买入	50.1	34.0	24.2	0.59	0.87	1.22
伊利股份	28.23	1721	买入	28.5	26.6	23.9	0.99	1.06	1.18
可比公司平均				39.3	29.9	24.0			

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测并整理, 蒙牛乳业单位为港元

公司转型奶酪战略成效显著

公司前身为广泽乳业，于 2015-2016 年公司转型加大力度发展奶酪，收购天津妙可蓝多并完成重组上市，今年更名为妙可蓝多。公司进军奶酪市场，首先发力餐饮渠道，主力产品马苏里拉奶酪由于优良特性深受客户认可，尤其在线上销售占据领先地位。2017 年公司启动奶酪零售战略，2018 年进行全国化渠道建设，推出重磅零售新品奶酪棒，打造出过亿大单品，2019 年公司开启品牌全面建设。奶酪行业欣欣向荣，加上公司聚焦奶酪发展和较为积极的战略，从而使得公司业务取得快速增长，公司 2018 整体营收分别增长 24.8%，归母净利润分别增长 148.7%，转型战略成效显著。

产品体系日趋丰富。公司主营业务中除奶酪外，还有液态奶等特色乳制品的研发、生产和销售，同时公司也从事以奶粉、黄油为主的乳制品贸易业务。公司生产产品包括马苏里拉奶酪、新鲜奶酪、儿童成长杯、奶酪风味酸乳、芝士片、奶油芝士、奶酪酱、纯牛奶、风味发酵乳、酸奶饮品等，去年公司新推出了以奶酪棒、鳕鱼奶酪等为代表的零售及儿童系列奶酪产品，以及以手撕奶酪为代表的原制奶酪产品。公司现有产品均直接或者间接供消费者食用，其中奶酪产品可以进一步细分为即食类奶酪系列、厨房类奶酪系列和餐饮工业原料系列。公司主要贸易产品包括奶粉、黄油、奶酪、植物油脂等。

图 1：公司主要奶酪产品

妙可蓝多奶酪棒



鳕鱼奶酪、手撕奶酪
等创新型产品



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

奶酪行业发展空间广阔

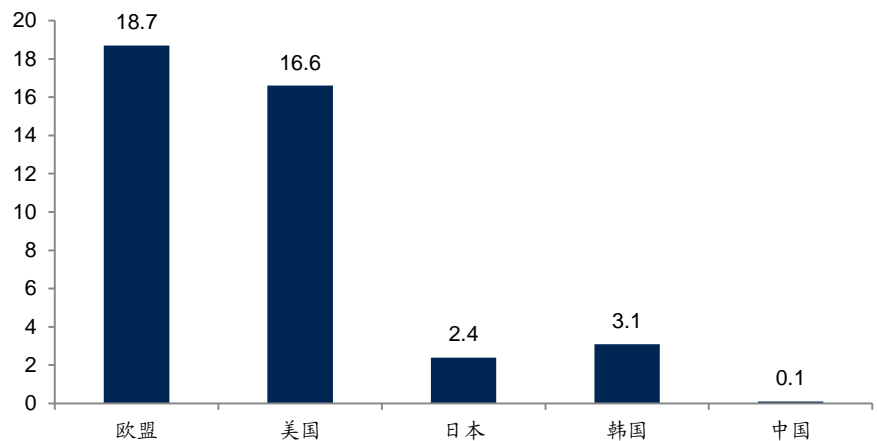
奶酪营养丰富，消费价值高。随着消费水平提升和对营养健康生活方式的追求，奶酪受到国内越来越多消费者的认可。奶酪又称芝士、干酪、乳酪或起司，是生鲜乳在发酵剂与凝乳酶作用下发生凝固并经成熟而制成的固态乳制品，每 1 公斤奶酪由约 10 公斤的牛奶浓缩而成，可谓“牛奶的精华”、“奶中黄金”。奶酪含有丰富的蛋白质、钙、脂肪、磷和维生素等营养成分，而经过乳酸菌等微生物

物及酶的作用，同样适合患有乳糖不耐症的消费者食用。由于奶酪丰富的口感和使用场景，在喜茶、奈雪的茶等众多茶饮、烘焙网红产品均有包含，愈来愈多的零食产品也开始推出芝士口味，均在潜移默化地影响消费者心智。

国内未来奶酪市场广阔、潜力巨大。与有着食用奶酪传统的西方国家相比，我国奶酪产业起步晚、规模小。目前，全球奶酪消费最高的欧盟国家年人均消费量达 18.7 公斤。美国奶酪人均消费量 16.6kg/人同为亚洲国家的日本和韩国，年人均奶酪消费量已分别达 2.4 公斤和 3.1 公斤，而我国年人均奶酪消费量仅 0.1 公斤；在奶业发达国家，奶酪属于日常饮食，品种丰富多样，占乳制品消费总量的 70%。我国奶酪消费局限于高端消费群体和少数民族聚居地，与国外大众化消费相比仍有很大差距。随着消费升级以及奶酪营养价值逐渐被认识，我国奶酪消费人群和人均消费量有望不断增加，国内新生代对奶酪的消费习惯正在快速培育，80、90 后父母思维方式更为开放，对子女营养补充选择更加多元，奶酪作为营养物质丰富的乳制品，非常适合儿童食用。因此，儿童奶酪也逐渐成为奶酪市场的主流发展品类。

根据中国农业科学院发布的《2019-2028 年中国奶制品市场展望报告》，95 后消费新群体对奶酪、黄油等干奶制品需求量增长较快，奶酪将是中国未来奶制品消费引导的突破口之一，加上奶酪校园推广行动的实施，2028 年人均奶酪消费量有望达到 0.5 千克，是目前消费水平的 5 倍，根据 Euromonitor 预测，2020 年我国奶酪销售规模将达到 86 亿元。农业农村部副部长于康震亦表示“一杯牛奶强壮一个民族，一块奶酪兴盛一个产业”要把奶酪培育成乳制品新的消费增长点，让消费者从“喝奶”向“吃奶”转变。

图 2：国内奶酪人均消费量与国外差距明显



资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

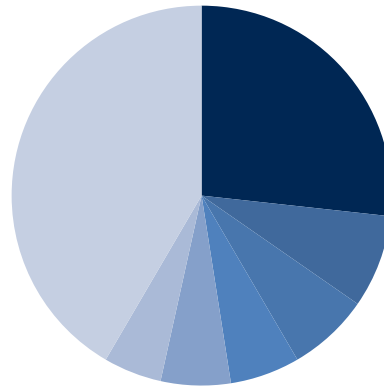
进口品牌占据主导，格局仍较分散。目前国产奶酪年产量达 2 万多吨，进口连续 13 年快速增长，2018 年进口量达到 10.8 万吨，奶酪市场潜力巨大，由于国内奶酪产量不高，主要依靠贴牌进口或进口加工来满足国内需求，国产奶酪厂商间竞争尚不激烈，相互合作拓展国内奶酪市场，国内奶酪行业尚处于快速成长过程中，因此市场格局比较分散，行业 CR5 仅 53%。市占率排名前 5 均为国外品牌，百吉福市占率 27%来自法国保健然，第二安佳来自恒天然，第三乐芝牛来自法国贝勒集团，第四总统来自拉克塔利斯，第五名卡夫，妙可蓝多排名第六，市占率有望进一步提升。

品牌化消费趋势日趋明显，新势力品牌得到青睐。根据凯度消费者指数与贝恩

咨询联合发布的《2018年中国购物者报告》，本土奶酪新生势力品牌日益壮大，不断地从本土和外资品牌手中夺取市场份额，仅占市场份额约6%的本土新生势力品牌，对所属品类销售额增长的贡献高达20%。在入围的20个食品饮料新势力品牌中，妙可蓝多成为奶酪品类的代表。

图3：国内奶酪市场仍较分散

■百吉福 ■安佳 ■乐芝牛 ■总统 ■卡夫 ■妙可蓝多 ■其他



资料来源：前瞻产业网、国信证券经济研究所整理

公司优势：产品创新+渠道拓展+品牌开拓

公司奶酪业务具有先发优势，新品创新持续打开市场。公司通过加大新品开发，顺应市场需求，优化产品结构，进行渠道扁平化改造，加大品牌建设投入力度，进一步强化奶酪领域的优势。2017年公司奶酪业务实现销售收入1.93亿元，同比大幅增长47.57%，其中餐饮渠道为公司最主要的销售渠道，收入占比在90%左右。公司在餐饮渠道具备较为明显的品牌和产品优势，马苏里拉核心大单品占据公司餐饮渠道销量占比近70%。2017年下半年公司开始培育国内奶酪消费的另一主要场景，即以儿童棒棒奶酪为突破口拓展零售渠道，奶酪棒、奶油芝士、芝士片、鳕鱼奶酪、手撕奶酪、稀奶油等产品也开始逐步走向全国市场，尤其是随着奶酪棒等重磅产品的推出及产品体系的丰富完善，助力公司在奶酪零售市场取得突破。2018年实现奶酪业务收入4.56亿元，同比增速134.89%。2019Q1，奶酪业务收入继续保持高速增长，同比增长104.39%，奶酪占公司收入占比42.6%较2018年上升5.4pcts。奶酪业务的快速增长有效拉动公司业绩增长，2019年上半年餐饮端增速达30%，奶酪棒2019H1亦完成1.7亿销售，发展迅猛。公司目前已有700个经销商，在河南、湖南、广东、福建等地全面铺开，从2018年5万终端提升到当前7-8万终端，2019年随新品的开发将着重提升经销商单体规模，明年预计将进一步大规模招商，目标终端数达到10万。

餐饮+零售全面拓展渠道，线上品牌优势不断建立。公司营销网络分为传统线下渠道和电商渠道，其中传统线下渠道可进一步细分为餐饮渠道、工业渠道和零售渠道，目前公司已初步建立起覆盖全国的网络渠道。餐饮工业渠道方面，公司凭借优秀的研发能力、强大的定制产品及应用研发服务，通过诸如全家的焗饭奶酪、悦荟的高融点奶酪丁等定制化和细分化产品，满足了客户多样化、差异化的需求，为其提供整体解决方案，赢得萨莉亚、85度C、达美乐、海底捞、吉野家、多乐之日、全家Family Mart众多连锁大客户的认可，19H1新开拓星

巴克、瑞幸等知名客户。零售渠道方面，公司不断进行拓展，与家乐福、欧尚、永辉等建立了良好的合作关系。电商渠道方面，“妙可蓝多”品牌持续强化在电商领域奶酪销售的领军优势，设立有赞妙可蓝多商城，开设拼多多品牌店、下厨房旗舰店，进入苏宁自营、每日优鲜等平台，进驻蜜芽等母婴电商，持续探索新零售趋势，线上获客能力稳步提升，作为京东生鲜类目的头部合作商家，不断夯实天猫、京东两大电商平台基础，据天猫数据显示，妙可蓝多马苏里拉奶酪在 2016 年-2018 年连续三年处于天猫渠道马苏里拉奶酪品类销售领先地位。在京东平台，妙可蓝多连续三次荣膺“最受消费者喜爱的黄油奶酪品牌”。

与国际知名 IP 进行深度合作、开启广告宣传，品牌营销再上台阶。公司与知名动漫 IP 汪汪队进行深度合作，获得其在奶酪相关食品领域的授权，利于公司奶酪产品对目标人群的精准营销。同时，公司还开展了社群营销、地面推广、试吃品鉴等多种线上线下活动，并参加国际烘焙展、中食展、婴童展等具有广泛影响力的展会，成为 2018 味道中国鼎厨大赛官方赞助商，通过一系列的营销推广活动，公司品牌影响力显著提升，不断占领消费者心智。公司广告宣传片陆续登陆央视和分众传媒，开启品牌全面建设元年。

图 4：积极品牌宣传培育市场



资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

投资建议

公司未来三到五年以“稳定液奶、发展奶酪”为总体战略，积极拓展销售网络，完善全国化布局，在巩固电商渠道奶酪销售领先地位的同时，开发多种现代化通路和面向终端零售的新型奶酪产品，2019 年加大品牌宣传推广与营销投入，效果有望逐步体现，不断提高公司市场占有率和品牌影响力，公司管理层激励充分，限制性股票激励计划及员工持股有利于提升团队士气和积极性。看好公司奶酪业务发展空间，随着规模提升，费效比及整体盈利能力有望上移，首次覆盖给予 2019-2021EPS 至 0.09/0.37/0.60 元，对应 142/34/21 倍 PE，一年期合理估值 14.8-16.7 元，给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	636	712	681	736	营业收入	1226	1684	2304	3027
应收款项	304	415	568	746	营业成本	895	1172	1547	1983
存货净额	163	216	288	372	营业税金及附加	9	13	18	24
其他流动资产	86	118	161	212	销售费用	205	286	346	454
流动资产合计	1189	1461	1698	2066	管理费用	97	131	166	216
固定资产	639	699	755	805	财务费用	57	47	51	51
无形资产及其他	114	110	105	100	投资收益	30	10	10	10
投资性房地产	748	748	748	748	资产减值及公允价值变动	(6)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	11	0	0	0
资产总计	2690	3017	3306	3719	营业利润	(3)	45	186	309
短期借款及交易性金融负债	809	1000	1000	1000	营业外净收支	2	6	6	6
应付款项	154	200	267	345	利润总额	(2)	51	192	315
其他流动负债	177	231	301	391	所得税费用	(12)	15	42	69
流动负债合计	1140	1431	1569	1736	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	295	295	295	295	归属于母公司净利润	11	36	150	246
其他长期负债	37	38	39	40					
长期负债合计	331	332	333	334	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1471	1764	1902	2070	净利润	11	36	150	246
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	5	0	0	0
股东权益	1218	1254	1404	1649	折旧摊销	41	64	69	74
负债和股东权益总计	2690	3017	3306	3719	公允价值变动损失	6	0	0	0
					财务费用	57	47	51	51
关键财务与估值指标					营运资本变动	(127)	(95)	(130)	(145)
每股收益	0.03	0.09	0.37	0.60	其它	(5)	(0)	(0)	(0)
每股红利	0.20	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(69)	5	89	175
每股净资产	2.97	3.06	3.43	4.03	资本开支	(106)	(120)	(120)	(120)
ROIC	-8%	3%	7%	11%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	1%	3%	11%	15%	投资活动现金流	(106)	(120)	(120)	(120)
毛利率	27%	30%	33%	35%	权益性融资	(4)	0	0	0
EBIT Margin	2%	5%	10%	12%	负债净变化	(573)	0	0	0
EBITDA Margin	5%	9%	13%	14%	支付股利、利息	(81)	0	0	0
收入增长	25%	37%	37%	31%	其它融资现金流	1316	191	0	0
净利润增长率	149%	236%	319%	64%	融资活动现金流	4	191	0	0
资产负债率	55%	58%	58%	56%	现金净变动	(171)	76	(31)	55
息率	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	807	636	712	681
P/E	466.3	142.5	34.2	20.8	货币资金的期末余额	636	712	681	736
P/B	4.1	4.0	3.6	3.0	企业自由现金流	(322)	(93)	(4)	82
EV/EBITDA	108.7	46.1	23.3	16.7	权益自由现金流	421	65	(44)	43

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032