

证券研究报告—动态报告/公司快评

食品饮料

妙可蓝多 (600882)

买入

食品

重大事件快评

2020年03月25日

定增彰显发展信心，强化市场竞争力

证券分析师：陈梦瑶

18520127266

chenmengyao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517080001

证券分析师：郭尉

15210587234

guowei1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518100001

事项：

公司公告拟非公开发行股票募集资金总额不超过 8.9 亿元，发行股票数量为不超过 5871 万股，认购价格为 15.16 元/股，认购对象东秀实业及内蒙蒙牛分别认购 3793 万股及 2078 万股，认购金额分别为 5.75 亿元及 3.15 亿元，募集资金将用于妙可蓝多上海第二工厂改扩建项目、吉林中新食品区奶酪加工建设项目、广泽乳业特色乳品产业升级改造项目等项目。对此我们点评如下：

国信观点：

我们认为公司此次定增强化了公司实控人控制权，同时加深了公司与蒙牛的战略合作关系，即彰显了双方对公司长期发展的信心，亦有利于双方优势互补，强化上市公司在经营、治理能力，巩固公司奶酪业务的市场领先地位，提升竞争力、盈利能力及品牌影响力，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持续上移，维持 2019-2021EPS 至 0.09/0.37/0.60 元，对应 240/57.6/35 倍 PE，一年期目标估值 25.8-27.0 元，维持“买入”评级。

点评：

■ 实控人增资扩股强化控制权，彰显发展信心

根据公告，本次认购对象中东秀实业实控人为公司实际控制人柴琇，发行后柴琇持有的上市公司股权将由 18.59% 提升至 24.36%（直接持有上市公司 16.26% 股权，并通过控股子公司东秀实业将持有公司 3793 万股、间接持有上市公司 8.10%），实控人持股比例提升，一方面体现了其对公司长远发展的信心，另外也保证了公司控制权的稳定，对公司长期稳定发展有积极作用。

■ 深度绑定蒙牛合作关系，利于双方优势互补

此次认购对象中内蒙蒙牛此前签署了《股份转让协议》，拟自沂源县东里镇集体资产经营管理中心等转让方处受让 2047 万股上市公司股份，交易完成后将持有上市公司 5% 股权，并以现金 4.58 亿元对公司子公司吉林科技进行增资，认购吉林科技的新增注册资本 2.1 亿元，占吉林科技增资后注册资本的 42.88%，此次再直接通过定增以 3.15 亿元认购 2078 万股，预计前述股份转让和本次非公开发行完成后，内蒙蒙牛将持有上市公司不超过 8.81% 股权。双方过去 12 个月开展了有关奶酪产品代工业务的合作，涉及交易金额为人民币 1616 万元内蒙蒙牛与公司于 2020 年 3 月共同签署了《战略合作协议》，各方一致同意将积极开展各类奶酪产品的开发和推广，并进行销售渠道共建、营销资源共享、产能布局提升等多方面、多维度的业务合作，实现优势互补，合作共赢。我们认为此次定增此次进一步绑定了公司与蒙牛的合作关系，有望产生协同效应，利于公司及蒙牛发挥各自优势，加速开拓国内极具发展潜力的奶酪市场，基于乳业龙头蒙牛丰富先进的发展经验强化上市公司在经营、治理方面的能力，巩固公司奶酪业务的市场领先地位，提升竞争力、盈利能力及品

牌影响力，符合公司长期发展战略。

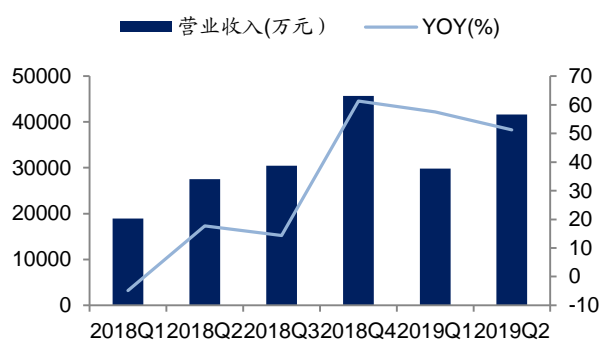
■ 募投项目达产后进一步补充产能，奶酪业务持续高增，

此次募投项目有利于优化产品结构、扩大产能产量，满足市场对奶酪制品日益增长的消费量和日益丰富的消费结构需求，有助于公司在奶酪行业形成规模优势，抢占迅速增长的国内市场，提升核心竞争力。2019 年公司核心奶酪业务延续高速增长态势，一方面在于公司原有优势的餐饮渠道继续保持快速增长，今年开了汉堡王、赛百味、奈雪、星巴克；另一方面源于公司明星零售产品奶酪棒继续爆发式增长，预计奶酪棒今年能卖 4.5 亿，近期动销积极、库存水平良性。公司产品优势主要在配方口味及制作工艺，竞品在下线城市产品力不够、复购力弱。费用端预计费效比持续提升，广宣费用及物流费用仍有压缩空间，未来公司将深入新品开发、进行渠道扁平化改造，产能建设也将稳步提供支撑，当前奶酪棒共计 10 条生产线，预计 2020 年一季度末会产能多 50%（2 条线已经准备投入，春节后再增加 3 条线）。整体来看，公司以“稳定液奶、发展奶酪”为总体战略，完善全国化布局，在巩固电商渠道领先地位的同时，开发多种现代渠道的新奶酪产品，为消费者提供优质的、差异化的产品组合。

■ 盈利预测评级

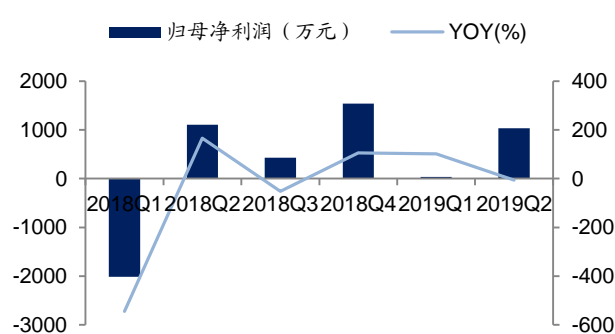
我们认为与龙头蒙牛的战略合作将有利于双方优势互补，强化上市公司在经营、治理能力，巩固公司奶酪业务的市场领先地位，提升竞争力、盈利能力及品牌影响力，看好公司奶酪业务先发优势和长期快速发展空间，随着规模提升，费效比及整体盈利能力有望持续上移，维持 2019-2021EPS 至 0.09/0.37/0.60 元，对应 240/57.6/35 倍 PE，一年期目标估值 25.8-27.0 元，维持“买入”评级。

图 1：公司分季度营业收入及同比增速



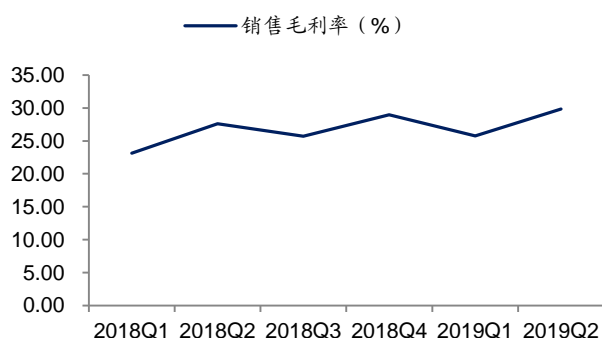
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2：公司分季度归母净利润及同比增速



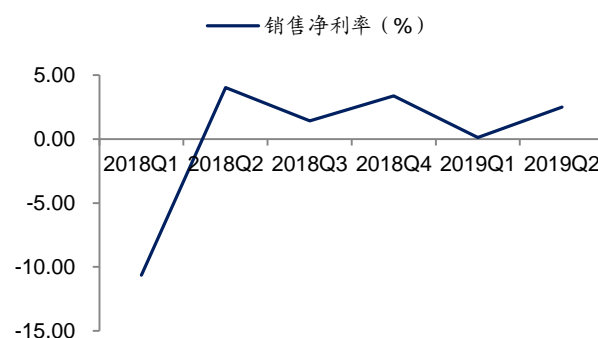
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3：公司分季度毛利率



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4：公司分季度净利率



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

表 1：可比公司估值

请务必阅读正文之后的免责条款部分 **全球视野 本土智慧**

公司	投资 评级	市值 (亿)	股价 (元) 2020-3-25	EPS		PE	
				2019E	2020E	2019E	2020E
蒙牛乳业	买入	1031	26.20	1.90	1.30	13.8	20.2
伊利股份	买入	1728	28.35	1.18	1.29	24.0	22.0
平均						18.9	21.1
妙可蓝多	买入	86	21.11	0.09	0.37	240.1	57.6

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测, 蒙牛乳业单位为港元

风险提示

行业景气度波动; 渠道拓展缓慢; 产能建设不达预期;

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	549.3	240.1	57.6	35.0	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