

## 妙可蓝多 (600882.SH) 买入 (维持评级)

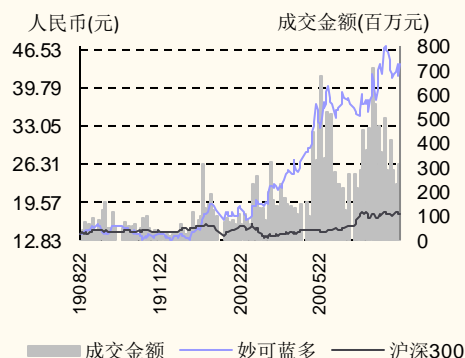
## 公司点评

市场价格 (人民币): 44.10 元

## 奶酪棒如期放量, 利润环比加速释放

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.09
已上市流通 A 股(亿股)	4.09
总市值(亿元)	180.53
年内股价最高最低(元)	47.20/37.66
沪深 300 指数	4719
上证指数	3381



## 公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.03	0.05	0.22	0.71	1.32
每股净资产(元)	2.97	3.09	4.85	5.56	6.88
每股经营性现金流(元)	0.21	0.72	0.59	0.95	1.57
市盈率(倍)	295	310	204	62	33
净利润增长率(%)	148.69%	80.72%	425.40%	228.41%	86.50%
净资产收益率(%)	0.87%	1.52%	4.45%	12.74%	19.20%
总股本(百万股)	409.76	409.36	468.06	468.06	468.06

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简介

- 妙可蓝多于 8 月 21 日发布 2020 年半年报, 报告期内实现营收 10.83 亿元, 同比+51.7%, 归母净利润 0.32 亿元, 同比+728.3%; 其中 Q2 实现营收 6.88 亿元, 同比+65.4%, 归母净利润 0.22 亿元, 同比+159.1%, 业绩符合我们预期。

## 经营分析

- **奶酪业务高速增长, 需求旺盛+产能扩张+渠道深耕下沉推动奶酪棒持续发力。**上半年奶酪业务营收同比+133.1%, 其中奶酪棒上半年实现收入 4.77 亿元, 同比+187.3% (对应 Q2 奶酪棒 3.26 亿元, 预计同比增长 180+)。奶酪棒 Q2 实现环比翻倍增长, 主要得益于产能的扩张: 一季度 12 条奶酪棒产线开工, 其中 2 月份受疫情影响基本没有贡献产出, 二季度产线增至 15 条。同时, 公司资源聚焦奶酪棒业务, 线上宣传高举高打, 网点持续开拓至 18.8 万家, 进一步推动奶酪棒的高增长。此外, 上半年家庭奶酪消费 (如芝士片、小包装马苏里拉等等) 营收同比+223.1%, 疫情下家庭烘焙逐渐兴起。传统餐饮端受疫情影响较大, 但公司凭借着稳定的产品品质、出色的定制化能力以及领先的研发能力仍实现增长, 上半年餐饮工业奶酪营收同比+5.03%。
- **高毛利率的奶酪占比大幅提升叠加规模效应推动公司毛利率大幅提升:**公司产品结构持续改善, 奶酪核心业务快速增长, 上半年奶酪毛利率同比+7.92pct 至 46.67%, 其中奶酪棒毛利率提升 6.74pct 至 54.10% (主要在于规模效应+产能利用率提升)。高毛利率的奶酪业务占比的提升 (从去年同期的 47.8% 提升至 2020 年上半年的 73.4%) 推动公司整体毛利率同比+10.25pct 至 38.39%。
- **公司继续加强品牌建设, 同时渠道端加速渗透, 销售费用率同比有明显提升。**上半年公司销售费用率为 27.78%, 同比+11.59pct。一方面, 公司 2020 年继续加强品牌建设, 并进行了多样的网络创新营销, 探索新 IP 合作, 不断提升公司品牌力。另一方面, 公司持续进行终端网点的扩张, 上半年终端网点数量突破 18 万家, 较 2019 年年底新增 5.7 万家端, 因此整体销售费用投放仍在高位。此外, 公司引入蒙牛作为战略投资者后整体财务结构更为稳健, 财务费用率也有明显下降 (同比-3.12pct)。整体来看, 公司处于快速扩张期, 费用率在高位, 而毛利率的大幅提升推动整体利润端的释放, 净利率同比+2.79pct 至 3.34%。
- **坚定看好公司在优质赛道下的成长性, 全年目标有望顺利达成。**上半年公司展现出了完美的业绩, 一季度在疫情影响下仍实现较高增长, Q2 业绩环比进一步加速, 旺盛的需求+持续扩张的产能有望推动公司下半年持续放量, 全年目标有望顺利达成。公司兼具高成长性与深厚护城河, 奶酪棒大单品增速较快, 深入做三四线收割份额, 空中投放效果较高。蒙牛加入形成长期利好, 基本面有望持续向上, 核心大单品逻辑得到持续强化, 利润预计在规模效应下逐渐显现, 持续消化估值, 内在价值持续显现, 我们坚定长期推荐。
- **盈利预测:** 预计 20-22 年公司归母净利润分别为 1.01 亿元/3.32 亿元/6.19 亿元, 对应 EPS 为 0.22 元/0.71 元/1.32 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 定增不达预期风险/奶酪棒需求下滑/行业竞争加剧/食品安全风险。

## 相关报告

- 1.《核心大单品奶酪棒持续发力, Q1 业绩超预期-妙可蓝多业绩点评》, 2020.4.30
- 2.《定增加速产能扩张, 公司有望持续向上-妙可蓝多定增点评》, 2020.3.26
- 3.《引入蒙牛作为战投, 多方利好助推公司腾飞-妙可蓝多事件点评》, 2020.1.7
- 4.《奶酪黑马横空出世, 未来龙头初具雏形-妙可蓝多首次覆盖报告》, 2019.12.6

汪玲 分析师 SAC 执业编号: S1130520070001  
wang\_ling@gjzq.com.cn

贾淑靖 联系人:  
jiashujing@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	982	1,226	1,744	3,003	4,497	6,076
增长率		24.8%	42.3%	72.1%	49.8%	35.1%
主营业务成本	-757	-895	-1,194	-1,824	-2,579	-3,347
%销售收入	77.1%	73.0%	68.4%	60.7%	57.3%	55.1%
毛利	225	330	550	1,179	1,919	2,729
%销售收入	22.9%	27.0%	31.6%	39.3%	42.7%	44.9%
营业税金及附加	-7	-9	-10	-21	-31	-43
%销售收入	0.7%	0.8%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-122	-205	-359	-721	-1,034	-1,337
%销售收入	12.5%	16.7%	20.6%	24.0%	23.0%	22.0%
管理费用	-84	-97	-111	-210	-337	-456
%销售收入	8.5%	7.9%	6.4%	7.0%	7.5%	7.5%
研发费用	0	-14	-22	-45	-67	-91
%销售收入	0.0%	1.1%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%
息税前利润 (EBIT)	11	5	47	182	448	803
%销售收入	1.2%	0.4%	2.7%	6.1%	10.0%	13.2%
财务费用	-35	-57	-58	-33	-23	-18
%销售收入	3.5%	4.6%	3.3%	1.1%	0.5%	0.3%
资产减值损失	-1	-6	-26	-35	-52	-74
公允价值变动收益	0	0	28	0	0	0
投资收益	1	30	0	0	0	0
%税前利润	-46.7%	-1993%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-4	-3	20	129	388	726
营业利润率	n.a	n.a	1.1%	4.3%	8.6%	11.9%
营业外收支	1	2	3	-10	2	2
税前利润	-3	-2	23	119	390	728
利润率	n.a	n.a	1.3%	4.0%	8.7%	12.0%
所得税	7	12	-3	-18	-59	-109
所得税率	n.a	n.a	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	4	11	19	101	332	619
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	4	11	19	101	332	619
净利率	0.4%	0.9%	1.1%	3.4%	7.4%	10.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	4	11	19	101	332	619
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	32	48	81	93	122	152
非经营收益	55	22	31	65	46	49
营运资金变动	-130	6	166	16	-55	-84
经营活动现金净流	-39	87	296	275	445	736
资本开支	-155	-125	-123	-302	-211	-160
投资	-192	27	180	0	0	0
其他	0	18	4	0	0	0
投资活动现金净流	-347	-80	62	-302	-211	-160
股权募资	61	-4	-2	905	0	0
债权募资	418	-44	-407	3	79	58
其他	-74	-123	-168	-47	-49	-53
筹资活动现金净流	200	405	-171	307	102	-54
现金净流量	424	20	-164	124	212	223

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	807	636	417	1,251	1,514	2,095
应收账款	105	311	181	263	382	499
存货	126	163	142	140	161	160
其他流动资产	63	79	141	143	173	204
流动资产	1,101	1,189	880	1,797	2,230	2,959
%总资产	41.5%	44.2%	36.0%	50.3%	53.7%	59.5%
长期投资	362	199	210	210	210	210
固定资产	565	639	660	906	1,040	1,116
%总资产	21.3%	23.8%	27.0%	25.3%	25.0%	22.5%
无形资产	583	575	552	558	563	569
非流动资产	1,551	1,501	1,563	1,779	1,924	2,011
%总资产	58.5%	55.8%	64.0%	49.7%	46.3%	40.5%
资产总计	2,652	2,690	2,443	3,576	4,154	4,969
短期借款	250	809	363	367	445	504
应付款项	310	296	370	503	646	766
其他流动负债	15	35	44	44	68	85
流动负债	575	1,140	777	914	1,159	1,355
长期贷款	868	295	355	355	355	355
其他长期负债	33	37	46	36	37	37
负债	1,475	1,471	1,177	1,305	1,550	1,747
普通股股东权益	1,177	1,218	1,266	2,272	2,603	3,222
其中：股本	411	410	409	468	468	468
未分配利润	-930	-920	-891	-790	-458	161
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,652	2,690	2,443	3,576	4,154	4,969

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.010	0.026	0.047	0.216	0.709	1.322
每股净资产	2.865	2.973	3.092	4.853	5.562	6.884
每股经营现金净流	-0.094	0.212	0.724	0.588	0.950	1.572
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	0.36%	0.87%	1.52%	4.45%	12.74%	19.20%
总资产收益率	0.16%	0.40%	0.79%	2.82%	7.99%	12.45%
投入资本收益率	-0.72%	-1.37%	2.01%	5.14%	11.15%	16.68%
增长率						
主营业务收入增长率	91.96%	24.82%	42.32%	72.13%	49.78%	35.10%
EBIT 增长率	N/A	-60.17%	930.37%	285.55%	146.62%	79.26%
净利润增长率	-86.72%	148.69%	80.72%	425.40%	228.41%	86.50%
总资产增长率	22.17%	1.42%	-9.17%	46.39%	16.14%	19.63%
资产管理能力						
应收账款周转天数	30.2	36.6	34.3	30.0	29.0	28.0
存货周转天数	46.8	59.0	46.6	35.0	35.0	35.0
应付账款周转天数	49.2	54.2	48.7	40.0	35.0	32.0
固定资产周转天数	138.0	170.5	124.0	89.8	62.7	48.0
偿债能力						
净负债/股东权益	26.38%	38.39%	23.80%	-23.32%	-27.43%	-38.38%
EBIT 利息保障倍数	-0.7	0.3	0.1	0.7	5.9	22.5
资产负债率	46.57%	55.64%	54.71%	60.24%	47.74%	45.19%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

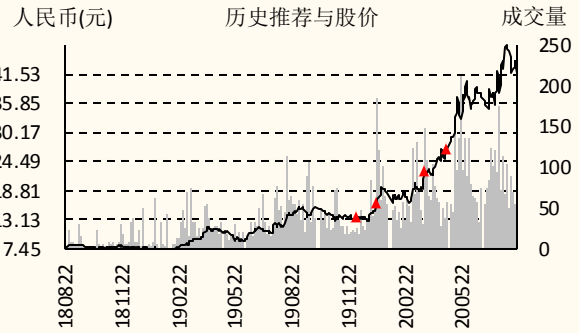
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-12-06	买入	13.09	17.00~17.00
2	2020-01-07	买入	14.76	19.00~19.00
3	2020-03-26	买入	22.37	N/A
4	2020-04-30	买入	26.89	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH