

2020年09月19日

妙可蓝多 (600882.SH)

新品上市&营销升级，奶酪龙头再进一步

■9月金装奶酪上市，奶酪棒产品结构升级，产品矩阵未来将持续丰富。公司近日上市金装奶酪棒，主打干酪含量>40%以及高钙卖点，满足家长对儿童零食的更高营养价值需求。金色包装产生视觉冲击，采用精灵宝可梦IP，线下销售价格约25.8元/100g，高于普通奶酪棒价格约35%。金装新品同早前签约的汪汪队IP构建儿童&家长双头部IP并进，营销显著加码升级，既能提前卡位升级，又能再度掀起营销高潮。未来如果金装放量，则高端化领先同行也带动吨价提升。奶酪家族产品系众多，除金装外，未来仍有成人、餐桌等各种奶酪补充产品矩阵，奶酪棒单品优势构建后，未来仍然可期。

■聘请孙俪代言，定位宝妈，强调多样化消费场景。公司签约新代言人孙俪，9月下旬开始广告片将于分众和央视等媒体上投放，目标人群为宝妈，广告片中强调奶酪棒的多样化消费场景（例如放学、运动等），并且反复播放“妙可蓝多=奶酪”，持续进行消费者心智占有。孙俪形象契合度高，预计拉动效果明显。

■持续进行区域扩张，终端网点有效性提升。截至2020年6月底公司覆盖终端数量18.8万个（去年年底13.3万个），接近年初指引上限，终端操作以四个有效为主旨，即有效陈列、有效推荐、有效试吃、有效活动，终端网点数量和单店收入同步提升带动收入快速成长。渠道质量持续向好：公司产品渠道利润率高，并且形成销量，基于强产品力和品牌力，产品动销情况佳，公司具备较强的渠道议价能力和控制力，渠道更愿意推广妙可蓝多产品，已形成正循环。

■产能逐步达产，迎接四季度旺季，未来产线继续加码，行业领先。目前公司奶酪棒产能紧张，需求旺盛（与我们走访终端结论一致，多数市场货龄优于竞品），四季度为奶酪棒销售旺季（双十一），随着四季度产线进一步达产，为旺季做好产能储备。公司仍在加码产线，预计到年底产能大幅增长，营销、产能多维度领先。

■奶酪行业空间大，目前仍极具蓝海属性。奶酪是牛奶高阶产品，消费普及放量基础已经具备。奶酪品种极大丰富，可定位不同的消费人群和消费场景，产品差异化空间较大，市场空间十分可观。妙可蓝多奶酪棒定位儿童休闲零食，采取高举高打的模式，率先抢占消费者心智，目前其奶酪棒仍处快速放量阶段，而其他奶酪品类，例如马苏里拉、芝士片等，亦较快增长，未来仍有新品开发空间，基于奶酪蓝海属性、妙可蓝多的先发优势，我们认为公司具备较高成长性。

■投资建议：预计2020-2022年EPS分别为0.25、1.09、1.43元，维持“买入-A”评级。

■风险提示：乳制品龙头重视程度提升、行业竞争激烈；产能投放不及预期。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	1,225.7	1,744.3	2,870.6	4,318.0	5,429.8
净利润	10.6	19.2	103.2	444.3	585.7
每股收益(元)	0.03	0.05	0.25	1.09	1.43
每股净资产(元)	2.98	3.09	5.42	6.50	7.93

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	1,559.4	862.9	160.9	37.4	28.3
市净率(倍)	13.6	13.1	7.5	6.2	5.1
净利润率	0.9%	1.1%	3.6%	10.3%	10.8%
净资产收益率	0.9%	1.5%	4.7%	16.7%	18.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-34.8%	4.8%	10.9%	22.8%	25.2%

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

食品饮料

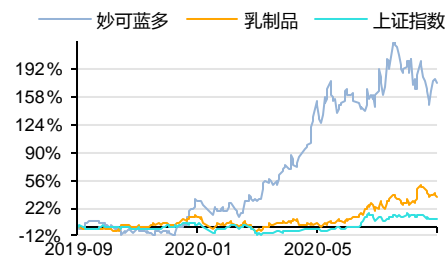
投资评级 **买入-A**
维持评级

股价 (2020-09-17) **39.89元**

交易数据

总市值(百万元)	16,327.34
流通市值(百万元)	16,306.22
总股本(百万股)	409.31
流通股本(百万股)	408.78
12个月价格区间	12.83/47.20元

股价表现



资料来源：Wind资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.3	-9.01	165.29
绝对收益	-9.2	2.39	175.1

苏斌

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

徐哲琪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519100001
xuqz1@essence.com.cn

相关报告

妙可蓝多：产能快速投放，奶酪继续高增/苏斌	2020-08-23
妙可蓝多：业绩符合预期，奶酪棒继续快速放量/苏斌	2020-04-29
妙可蓝多：股东战投齐增持，奶酪事业再加力/徐哲琪	2020-03-25
妙可蓝多：蒙牛战略入股，奶酪业务再添助力/苏斌	2020-01-06
妙可蓝多：奶酪棒持续放量，现金流大幅转好/苏斌	2019-10-29

图 1：妙可蓝多金装奶酪棒上市



资料来源：公司官微，安信证券研究中心

图 2：公司签约孙俪为代言人



资料来源：公司官微，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,225.7	1,744.3	2,870.6	4,318.0	5,429.8	成长性					
减:营业成本	895.3	1,194.0	1,759.0	2,422.3	2,992.9	营业收入增长率	24.8%	42.3%	64.6%	50.4%	25.7%
营业税费	9.4	10.4	17.1	25.7	32.3	营业利润增长率	-23.3%	-716.3%	540.7%	355.8%	34.2%
销售费用	205.2	359.3	768.2	1,051.0	1,327.5	净利润增长率	148.7%	80.7%	436.5%	330.7%	31.8%
管理费用	97.2	111.3	141.0	176.9	223.4	EBITDA 增长率	99.2%	111.1%	55.3%	182.0%	31.5%
财务费用	56.8	57.9	36.6	29.2	25.0	EBIT 增长率	262.1%	189.5%	50.4%	246.5%	33.0%
资产减值损失	6.3	-25.6	-	-	-	NOPLAT 增长率	741.7%	-117.7%	97.0%	271.4%	31.9%
加:公允价值变动收益	-	28.2	-	-	-	投资资本增长率	29.3%	-13.8%	76.8%	19.5%	21.4%
投资和汇兑收益	30.3	-	-	-	-	净资产增长率	3.5%	3.9%	75.2%	20.9%	23.1%
营业利润	-3.2	19.7	126.4	576.3	773.6	利润率					
加:营业外净收支	1.7	2.8	2.5	2.5	2.5	毛利率	27.0%	31.6%	38.7%	43.9%	44.9%
利润总额	-1.5	22.5	128.9	578.8	776.1	营业利润率	-0.3%	1.1%	4.4%	13.3%	14.2%
减:所得税	-12.2	3.3	25.8	115.8	155.2	净利润率	0.9%	1.1%	3.6%	10.3%	10.8%
净利润	10.6	19.2	103.2	444.3	585.7	EBITDA/营业收入	6.8%	10.1%	9.5%	17.9%	18.7%
						EBIT/营业收入	3.5%	7.1%	6.5%	14.9%	15.7%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	139	120	101	104	108
货币资金	635.8	416.9	465.9	431.8	543.0	流动营业资本周转天数	28	28	28	28	28
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	336	213	151	127	120
应收账款	303.9	175.8	613.6	573.9	919.3	应收账款周转天数	59	50	50	50	50
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	43	31	28	26	25
预付账款	29.3	70.8	76.7	126.4	124.5	总资产周转天数	784	530	383	323	301
存货	163.3	141.5	307.6	310.9	453.2	投资资本周转天数	363	268	208	194	186
其他流动资产	56.4	75.2	65.8	65.8	69.0	投资回报率					
可供出售金融资产	199.0	-	-	-	-	ROE	0.9%	1.5%	4.7%	16.7%	18.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.4%	0.8%	2.8%	11.3%	12.4%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	-34.8%	4.8%	10.9%	22.8%	25.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	572.4	592.6	1,021.0	1,479.5	1,767.6	销售费用率	16.7%	20.6%	26.8%	24.3%	24.4%
在建工程	66.4	67.1	208.6	279.3	239.6	管理费用率	7.9%	6.4%	4.9%	4.1%	4.1%
无形资产	114.1	107.3	109.2	110.5	111.1	财务费用率	4.6%	3.3%	1.3%	0.7%	0.5%
其他非流动资产	549.0	795.8	796.9	709.5	767.3	三费/营业收入	29.3%	30.3%	32.9%	29.1%	29.0%
资产总额	2,689.7	2,443.1	3,665.2	4,087.6	4,994.7	偿债能力					
短期债务	273.0	353.4	200.0	229.5	255.2	资产负债率	54.7%	48.2%	39.5%	34.4%	33.9%
应付账款	280.9	234.3	524.6	520.4	770.8	负债权益比	120.8%	93.0%	65.3%	52.5%	51.3%
应付票据	-	79.3	37.5	123.4	75.4	流动比率	1.04	1.13	1.77	1.47	1.69
其他流动负债	586.2	109.9	101.9	154.2	144.8	速动比率	0.90	0.95	1.41	1.17	1.33
长期借款	294.5	354.7	537.6	336.8	403.1	利息保障倍数	0.75	2.13	5.07	22.03	34.21
其他非流动负债	36.9	45.9	45.9	42.9	44.9	分红指标					
负债总额	1,471.5	1,177.4	1,447.6	1,407.3	1,694.2	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	-	-	-	18.5	52.9	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	409.8	409.4	409.4	409.4	409.4	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	844.1	873.8	1,808.3	2,252.5	2,838.2						
股东权益	1,218.2	1,265.7	2,217.6	2,680.3	3,300.4						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	10.6	19.2	103.2	444.3	585.7	EPS(元)	0.03	0.05	0.25	1.09	1.43
加:折旧和摊销	41.7	55.1	88.2	129.5	160.9	BVPS(元)	2.98	3.09	5.42	6.50	7.93
资产减值准备	6.3	21.4	-	-	-	PE(X)	1,559.4	862.9	160.9	37.4	28.3
公允价值变动损失	1.2	-27.1	-	-	-	PB(X)	13.6	13.1	7.5	6.2	5.1
财务费用	81.2	74.4	36.6	29.2	25.0	P/FCF	-52.1	-95.5	-20.8	-118.6	123.4
投资损失	-30.3	-	-	-	-	P/S	13.5	9.5	5.8	3.8	3.1
少数股东损益	-	-	-	18.8	35.2	EV/EBITDA	39.7	33.5	60.3	21.3	16.2
营运资金的变动	-38.0	-102.0	-500.7	205.0	-351.9	CAGR(%)	251.7%	218.4%	188.9%	251.7%	218.4%
经营活动产生现金流量	86.8	292.0	-272.7	826.7	454.9	PEG	6.2	4.0	0.9	0.1	0.1
投资活动产生现金流量	-79.9	61.9	-510.0	-660.0	-410.0	ROIC/WACC	-2.3	0.3	0.7	1.5	1.7
融资活动产生现金流量	-170.7	-576.9	831.7	-200.8	66.3	REP	-1.0	15.6	10.8	4.3	3.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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

苏毓、徐哲琪声明，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	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@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