

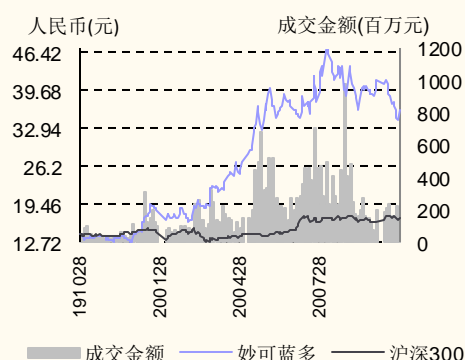
## 妙可蓝多 (600882.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 36.36元

## 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)	148.82
年内股价最高最低(元)	41.57/34.53
沪深300指数	4699
上证指数	3254



## 相关报告

- 1.《奶酪棒如期放量，利润环比加速释放-妙可蓝多业绩点评》，2020.8.23
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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

王映雪 分析师 SAC 执业编号: S1130520080001  
wang\_yingxue@gjzq.com.cn

## 奶酪棒持续发力，毛利提升幅度较大

## 公司基本情况(人民币)

项目	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,226	1,744	2,790	4,300	6,050
营业收入增长率	24.82%	42.32%	59.95%	54.12%	40.70%
归母净利润(百万元)	11	19	79	284	610
归母净利润增长率	148.69%	80.72%	311.36%	258.66%	115.04%
摊薄每股收益(元)	0.026	0.047	0.193	0.693	1.491
每股经营性现金流净额	0.21	0.72	0.15	0.65	1.49
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.87%	1.52%	5.81%	17.24%	27.04%
P/E	295.37	310.37	194.04	54.10	25.16
P/B	2.58	4.72	11.27	9.33	6.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 公司发布2020年三季报，2020年1-9月公司实现营业收入18.76亿元，同比+61.92%，实现归母净利润0.53亿元，同比+348.50%；其中，Q3公司实现营业收入7.93亿元，同比+78.25%，实现归母净利润0.21亿元，同比+161.36%。

## 经营分析

- 奶酪棒持续发力，但完成业绩指引有一定压力。2020年1-9月奶酪业务实现营收13.43亿元，同比+133.62%，其中奶酪棒实现营收8.66亿元，同比+190.85%。单三季度奶酪业务实现营收5.48亿元，同比+134.44%，其中奶酪棒实现营收3.89亿元，同比+195.27%。奶酪棒业务持续维持翻倍的同比增速，一方面得益于产能释放，上半年新增8条生产线，上半年月均产能在800吨左右，8-9月月均产能达到2000吨左右。另一方面公司聚焦奶酪棒业务，广告宣传和渠道布局共同推进，消费者教育推进较快。公司计划今年奶酪棒营收达到15亿元，Q3达到4.2-4.5亿元。Q3营收略低于业绩规划，从目前进度来看，完成全年目标具备一定压力。
- 结构升级叠加规模效应，毛利率提升幅度较大。随着高毛利奶酪业务占比的提升，前三季度毛利率达到37.59%，相比年初提升6.04pct。目前奶酪棒毛利率在50%以上，通过推新品和改进包装，仍有较大提价空间。此外随着产能扩张，逐步释放规模效应，亦能带动毛利率提升。
- 继续加强渠道下沉和品牌建设。2020年1-9月，公司净增经销商455家，北区/中区/南区分别新增227/114/114家，累计达到2153家。营销上推广力度继续加码，逐步从知名度向美誉度过渡，注重和消费者沟通；投放渠道更加多元化，除了继续和分众合作，还在抖音和小红书等app上举办活动。

## 投资建议

- 我们认为公司制定目标略高，今年完成业绩指引有压力，预计2020-22年净利润分别为0.79/2.84/6.10亿元，与上次预测相比分别下调21.68%/14.54%/1.44%，对应EPS为0.19/0.69/1.49元，当前股价对应PE为194/54/25倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 奶酪棒需求下滑；食品安全问题；行业竞争加剧。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>主营业务收入</b>	<b>982</b>	<b>1,226</b>	<b>1,744</b>	<b>2,790</b>	<b>4,300</b>	<b>6,050</b>	货币资金	807	636	417	799	1,187	1,615
增长率		24.8%	42.3%	59.9%	54.1%	40.7%	应收账款	105	311	181	405	624	878
<b>主营业务成本</b>	<b>-757</b>	<b>-895</b>	<b>-1,194</b>	<b>-1,719</b>	<b>-2,580</b>	<b>-3,509</b>	存货	126	163	142	226	339	461
%销售收入	77.1%	73.0%	68.4%	61.6%	60.0%	58.0%	其他流动资产	63	79	141	139	173	210
<b>毛利</b>	<b>225</b>	<b>330</b>	<b>550</b>	<b>1,071</b>	<b>1,720</b>	<b>2,541</b>	流动资产	1,101	1,189	880	1,569	2,324	3,165
%销售收入	22.9%	27.0%	31.6%	38.4%	40.0%	42.0%	%总资产	41.5%	44.2%	36.0%	52.6%	62.6%	69.9%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-7</b>	<b>-9</b>	<b>-10</b>	<b>-17</b>	<b>-26</b>	<b>-36</b>	长期投资	362	199	210	207	207	207
%销售收入	0.7%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	565	639	660	660	636	619
<b>销售费用</b>	<b>-122</b>	<b>-205</b>	<b>-359</b>	<b>-781</b>	<b>-1,075</b>	<b>-1,392</b>	%总资产	21.3%	23.8%	27.0%	22.1%	17.1%	13.7%
%销售收入	12.5%	16.7%	20.6%	28.0%	25.0%	23.0%	无形资产	583	575	552	547	543	538
<b>管理费用</b>	<b>-84</b>	<b>-97</b>	<b>-111</b>	<b>-153</b>	<b>-237</b>	<b>-333</b>	非流动资产	1,551	1,501	1,563	1,415	1,386	1,365
%销售收入	8.5%	7.9%	6.4%	5.5%	5.5%	5.5%	%总资产	58.5%	55.8%	64.0%	47.4%	37.4%	30.1%
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>-14</b>	<b>-22</b>	<b>-33</b>	<b>-52</b>	<b>-73</b>	<b>资产总计</b>	<b>2,652</b>	<b>2,690</b>	<b>2,443</b>	<b>2,984</b>	<b>3,710</b>	<b>4,530</b>
%销售收入	0.0%	1.1%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	短期借款	250	809	363	711	910	817
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>11</b>	<b>5</b>	<b>47</b>	<b>86</b>	<b>331</b>	<b>708</b>	应付款项	302	282	314	459	684	926
%销售收入	1.2%	0.4%	2.7%	3.1%	7.7%	11.7%	其他流动负债	24	49	99	97	116	176
<b>财务费用</b>	<b>-35</b>	<b>-57</b>	<b>-58</b>	<b>-47</b>	<b>-57</b>	<b>-52</b>	流动资产	575	1,140	777	1,267	1,709	1,919
%销售收入	3.5%	4.6%	3.3%	1.7%	1.3%	0.9%	长期贷款	868	295	355	355	355	355
<b>资产减值损失</b>	<b>-1</b>	<b>-6</b>	<b>-21</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	33	37	46	0	0	0
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>28</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债</b>	<b>1,475</b>	<b>1,471</b>	<b>1,177</b>	<b>1,622</b>	<b>2,064</b>	<b>2,274</b>
<b>投资收益</b>	<b>1</b>	<b>30</b>	<b>0</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,177</b>	<b>1,218</b>	<b>1,266</b>	<b>1,362</b>	<b>1,646</b>	<b>2,256</b>
%税前利润	-46.7%	#####	0.0%	32.4%	9.0%	4.2%	其中：股本	411	410	409	409	409	409
<b>营业利润</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	<b>20</b>	<b>95</b>	<b>329</b>	<b>711</b>	未分配利润	-930	-920	-891	-811	-528	82
营业利润率	n.a	n.a	1.1%	3.4%	7.6%	11.7%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>-2</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,652</b>	<b>2,690</b>	<b>2,443</b>	<b>2,984</b>	<b>3,710</b>	<b>4,530</b>
<b>税前利润</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>23</b>	<b>93</b>	<b>332</b>	<b>714</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	n.a	n.a	1.3%	3.3%	7.7%	11.8%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>所得税</b>	<b>7</b>	<b>12</b>	<b>-3</b>	<b>-13</b>	<b>-48</b>	<b>-103</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	n.a	n.a	14.7%	14.5%	14.5%	14.5%	每股收益	0.010	0.026	0.047	0.193	0.693	1.491
<b>净利润</b>	<b>4</b>	<b>11</b>	<b>19</b>	<b>79</b>	<b>284</b>	<b>610</b>	每股净资产	2.880	2.973	3.092	3.328	4.021	5.512
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	-0.094	0.212	0.724	0.150	0.647	1.493
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>4</b>	<b>11</b>	<b>19</b>	<b>79</b>	<b>284</b>	<b>610</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	0.4%	0.9%	1.1%	2.8%	6.6%	10.1%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	0.36%	0.87%	1.52%	5.81%	17.24%	27.04%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	0.16%	0.40%	0.79%	2.65%	7.65%	13.47%
<b>净利润</b>	<b>4</b>	<b>11</b>	<b>19</b>	<b>79</b>	<b>284</b>	<b>610</b>	投入资本收益率	-0.72%	-1.37%	2.01%	3.05%	9.73%	17.66%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>32</b>	<b>48</b>	<b>81</b>	<b>54</b>	<b>59</b>	<b>64</b>	主营业务收入增长率	91.96%	24.82%	42.32%	59.95%	54.12%	40.70%
<b>非经营收益</b>	<b>55</b>	<b>22</b>	<b>31</b>	<b>92</b>	<b>45</b>	<b>48</b>	EBIT增长率	N/A	-60.17%	930.37%	83.54%	282.82%	113.79%
<b>营运资金变动</b>	<b>-130</b>	<b>6</b>	<b>166</b>	<b>-164</b>	<b>-123</b>	<b>-111</b>	净利润增长率	-86.72%	148.69%	80.72%	311.36%	258.66%	115.04%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-39</b>	<b>87</b>	<b>296</b>	<b>61</b>	<b>265</b>	<b>611</b>	总资产增长率	22.17%	1.42%	-9.17%	22.14%	24.33%	22.11%
<b>资本开支</b>	<b>-155</b>	<b>-125</b>	<b>-123</b>	<b>6</b>	<b>-27</b>	<b>-40</b>	<b>资产管理能力</b>						
投资	-192	27	180	3	0	0	应收账款周转天数	30.2	36.6	34.3	30.0	30.0	30.0
其他	0	18	4	30	30	30	存货周转天数	46.8	59.0	46.6	48.0	48.0	48.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-347</b>	<b>-80</b>	<b>62</b>	<b>39</b>	<b>3</b>	<b>-10</b>	应付账款周转天数	49.2	54.2	48.7	45.0	45.0	45.0
<b>股权募资</b>	<b>61</b>	<b>-4</b>	<b>-2</b>	<b>18</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	138.0	170.5	124.0	81.5	53.3	37.4
<b>债权募资</b>	<b>418</b>	<b>-44</b>	<b>-407</b>	<b>323</b>	<b>198</b>	<b>-93</b>	<b>偿债能力</b>						
其他	-74	-123	-168	-60	-78	-81	净负债/股东权益	26.38%	38.39%	23.80%	19.61%	4.69%	-19.64%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>405</b>	<b>-171</b>	<b>-577</b>	<b>281</b>	<b>121</b>	<b>-174</b>	EBIT利息保障倍数	0.3	0.1	0.8	1.8	5.8	13.5
<b>现金净流量</b>	<b>20</b>	<b>-164</b>	<b>-219</b>	<b>382</b>	<b>388</b>	<b>427</b>	资产负债率	55.64%	54.71%	48.19%	54.35%	55.63%	50.20%

来源：公司年报、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