

妙可蓝多(600882)

年报业绩预告大幅增长，爆款奶酪棒持续放量

——妙可蓝多点评报告

点评报告

行业公司研究——食品加工行业

证券研究报告

✉ : 邓晖 执业证书编号: S1230520040002
☎ : 021-80106029
✉ : denghui@stocke.com.cn

投资要点

□ 事件

1月11日，公司公告2020年业绩预告。公司预计实现营收27.5-28.5亿元（同比增长57.68%-63.42%），归母净利润0.55-0.75亿元（同比增长186.01%-290.02%），扣非归母净利润0.49-0.69亿元（较19年同期-0.12亿元，预计增加0.61亿元-0.81亿元）。

□ 2020年业绩预告大幅增长，爆款奶酪棒持续放量

1) 2020年业绩预告大幅增长：公司预计实现营收27.5-28.5亿元（同比增长57.68%-63.42%），归母净利0.55-0.75亿元（同比增长186.01%-290.02%），扣非归母净利润0.49-0.69亿元（同比增长501.97%-666.04%），归母净利率约2.00%-2.63%（同比增长0.91pct-1.54pct）；净利大幅增长的原因是2020年营业收入较上年同期有较大幅度增长，且上年同期净利润基数较小；2020Q1-Q3，奶酪板块下奶酪棒业务营收8.66亿元（占比46.20%），同比+190.85%，奶酪棒业务持续高增长带动奶酪板块表现亮眼；

2) 经推算，2020Q4公司营收约8.74-9.74亿元（同比增长49.40%-61.37%），归母净利润约0.02-0.22亿元（同比-71.43%至+214.86%）；扣非归母净利润约0.10-0.30亿元（较19Q4同期-0.24亿元，预计增加0.34-0.55亿元），归母净利率约0.23%-2.26%（同比-0.97pct至+1.06pct）。

□ 爆款单品放量+全渠道布局驱动高增长，规划产能10.8万吨支撑成长

1) 爆款单品放量+高端化新品推出驱动高增长：a) 爆款单品奶酪棒带动业务增长：奶酪棒业务于2018年推出，2019年收入过亿，2020Q1-Q3营收8.66亿元，同比+190.85%，收入贡献大幅上升，营收占比达46.20%（同比+20.46pct）；b) 高端化新品推出有望提升盈利能力：2020年9月公司与全球IP榜首精灵宝可梦联手推出新品金装奶酪棒，主打≥40%干酪含量、高钙配方等卖点，较之前产品营养价值更高，线上销售原价约为28.4元/100g，高出传统奶酪棒30%-40%，卡位高端赛道有望提升利润率水平；

2) 全渠道布局加速市场渗透：a) 经销方面，截至2020Q3，公司经销商达2573家（较年初增653家），经销渠道收入14.16亿元（占比75.52%），同比+81.28%；b) 直营方面，公司已与家乐福/沃尔玛/物美等KA建立合作，并在2020年持续下沉精耕，进驻全家FamilyMart/罗森LAWSON等便利店、孩子王/婴儿儿等母婴店、盒马鲜生等新兴业态；截至20H1公司终端网点数达18.8万家，持续做大做深渠道网络；c) 电商方面，公司覆盖全网多平台，19年电商渠道营收1.17亿元，同比+398.8%，20H1“618”公司在天猫芝士新类目/京东奶酪黄油类目销量皆位列第一，销售额同比+156%/+139%；

3) 规划产能10.8万吨支撑成长：公司目前奶酪运营设计年产能约4万吨（上海/天津工厂约2/2万吨）；在建筹建项目为上海第二工厂改扩建/吉林中新食品区建设/广泽乳业升级改造/吉林中新食品区建设一期/上海芝然改建，规划产能2.7/1.55/1.25/4.1/1.2万吨，合计约10.8万吨支撑成长。

□ 投资建议

公司是国产奶酪先行者，爆款单品放量+全渠道布局驱动高增长，规划产能10.8万吨支撑成长，管理层厚积薄发，国民奶酪品牌深入人心。预计2020-2022年归母净利润0.71/2.29/4.00亿，增速270.17%/221.98%/74.34%，对应1月11日估值332.91/103.40/59.31倍（市值237亿）。

□ 风险提示

食品安全控制风险；原材料价格波动风险；产能扩张不及预期风险

评级

增持

上次评级

增持

当前价格

¥57.89

季度业绩

元/股

Q3/2020

0.05

Q2/2020

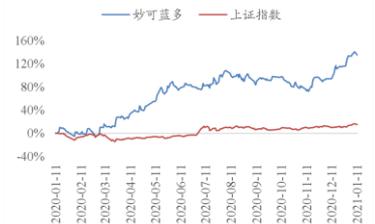
0.05

Q1/2020

0.02

Q4/2019

0.02



公司简介

公司是国产奶酪先行者，主要从事以奶酪为核心的特色乳制品(包括奶酪棒、马苏里拉奶酪、芝士片等)的研发、生产和销售，拥有“妙可蓝多”“广泽”“澳醇牧场”等国内知名品牌。公司分别在上海、天津、长春和吉林建有4间奶酪和液态奶加工厂，是国内最大的奶酪生产企业。

相关报告

- 1《妙可蓝多深度报告：国产奶酪先行者，紧紧抓住成长窗口》2020.08.14
- 2《妙可蓝多：中报收入增长52%，奶酪棒爆发式增长》2020.08.22
- 3《妙可蓝多：Q3业绩增长161%，奶酪棒持续高增长》2020.10.29

分析师 邓晖

联系人 邓晖、杨骥

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	1744.35	2631.96	3666.47	4929.12
(+/-)	42.32%	50.88%	39.31%	34.44%
净利润	19.23	71.18	229.20	399.59
(+/-)	80.72%	270.17%	221.98%	74.34%
每股收益(元)	0.05	0.17	0.56	0.98
P/E	1232.34	332.91	103.40	59.31

表 1：妙可蓝多分季度财务数据一览表

	2020Q1-Q3	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
利润表摘要								
营业总收入	1,876.38	792.92	688.19	395.26	585.50	444.83	416.06	297.96
YOY	61.92%	78.25%	65.41%	32.66%	28.10%	46.12%	51.28%	57.52%
毛利率	37.59%	36.50%	40.24%	35.17%	36.32%	30.76%	29.84%	25.76%
毛利	705.38	289.45	276.90	139.03	212.64	136.84	124.14	76.76
YOY	108.85%	111.53%	123.05%	81.11%	60.63%	74.76%	63.41%	75.41%
期间费用率	35.13%	33.94%	37.41%	33.55%	37.11%	30.38%	28.75%	27.79%
其中：销售费用	519.05	218.08	202.80	98.16	157.67	85.99	73.62	41.99
销售费用率	27.66%	27.50%	29.47%	24.83%	26.93%	19.33%	17.69%	14.09%
其中：管理费用	92.35	33.41	38.36	20.58	37.32	26.71	25.21	22.07
管理费用率	4.92%	4.21%	5.57%	5.21%	6.37%	6.00%	6.06%	7.41%
其中：研发费用	24.31	11.61	7.32	5.38	10.48	6.08	3.58	2.16
研发费用率	1.30%	1.46%	1.06%	1.36%	1.79%	1.37%	0.86%	0.73%
其中：财务费用	23.47	6.02	8.97	8.48	11.83	16.37	17.21	16.57
财务费用率	1.25%	0.76%	1.30%	2.14%	2.02%	3.68%	4.14%	5.56%
归母净利润	52.84	20.62	22.07	10.15	7.45	3.76	8.52	-4.63
YOY	348.50%	161.36%	158.96%	319.11%	-51.63%	-12.68%	-23.06%	77.01%
归母净利率	2.82%	2.60%	3.21%	2.57%	1.27%	0.85%	2.05%	-1.55%
扣非归母净利润	39.43	20.30	9.02	10.11	-23.52	7.56	8.33	-4.56
YOY	247.93%	168.44%	8.20%	321.66%	-255.60%	219.07%	597.72%	77.92%
扣非归母净利率	2.10%	2.56%	1.31%	2.56%	-4.02%	1.70%	2.00%	-1.53%
资产负债表摘要								
货币资金	454.59	454.59	417.56	749.21	416.89	538.39	550.63	530.74
交易性金融资产	-	-	-	-	-	199.00	199.00	199.00
应收票据及应收账款	131.00	131.00	164.61	169.59	174.16	181.75	176.03	170.03
YOY	-27.93%	-27.93%	-6.49%	-0.26%	13.31%	42.33%	52.43%	72.53%
存货	282.77	282.77	189.85	119.46	141.54	140.15	167.48	177.02
YOY	101.76%	101.76%	13.36%	-32.52%	-13.33%	15.15%	29.58%	22.44%
预付账款	208.55	208.55	269.75	164.53	70.79	45.64	25.03	36.01
YOY	356.98%	356.98%	977.90%	356.94%	141.47%	36.19%	16.06%	14.13%
应付账款及应付票据	279.26	279.26	299.54	294.47	244.21	197.72	188.54	191.81
YOY	41.24%	41.24%	58.87%	53.52%	58.84%	80.63%	87.89%	61.05%
其它应付款	130.92	130.92	93.41	66.01	70.21	75.71	75.44	86.09
现金流量表摘要								
经营活动现金净流量	-68.18	50.25	-139.46	21.03	187.16	35.26	44.02	25.59
筹资活动现金净流量	369.20	62.04	-135.02	442.19	-543.96	-4.53	-4.39	-24.07
投资活动现金净流量	-293.09	-80.10	-82.08	-130.90	232.13	-39.43	-27.40	-103.38
ROE	3.85%	1.40%	1.54%	0.76%	0.59%	0.30%	0.69%	-0.38%
YOY(+/-)	2.89%	1.10%	0.85%	1.14%	-0.68%	-0.06%	-0.25%	1.34%
资产负债率	40.12%	40.12%	37.88%	41.24%	48.19%	54.70%	54.79%	55.20%
YOY(+/-)	-14.57%	-14.57%	-16.91%	-13.96%	-6.51%	0.95%	1.70%	-1.62%

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	880	1094	1345	1697	营业收入	1744	2632	3666	4929
现金	417	400	400	520	营业成本	1194	1738	2367	3128
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	10	18	25	32
应收账款	174	288	411	508	营业费用	359	553	697	902
其它应收款	2	3	4	5	管理费用	111	205	257	320
预付账款	71	74	106	153	研发费用	22	34	47	63
存货	142	271	360	445	财务费用	58	34	30	23
其他	75	59	64	66	资产减值损失	21	20	31	46
非流动资产	1563	1501	1619	1719	公允价值变动损益	28	28	28	28
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	24	22	24	23
固定资产	593	642	695	748	营业利润	20	81	266	466
无形资产	107	99	86	75	营业外收支	3	3	3	3
在建工程	67	133	167	185	利润总额	23	83	269	468
其他	796	627	670	712	所得税	3	12	39	69
资产总计	2443	2595	2964	3416	净利润	19	71	229	400
流动负债	777	848	985	1037	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	353	278	164	0	归属母公司净利润	19	71	229	400
应付款项	244	323	483	594	EBITDA	110	164	350	548
预收账款	55	83	116	156	EPS (最新摊薄)	0.05	0.17	0.56	0.98
其他	124	163	222	287	主要财务比率				
非流动负债	401	393	395	396		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	355	355	355	355	成长能力				
其他	46	38	40	42	营业收入	42.32%	50.88%	39.31%	34.44%
负债合计	1177	1241	1380	1433	营业利润	716.34%	308.56%	229.70%	75.13%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	80.72%	270.17%	221.98%	74.34%
归属母公司股东权益	1266	1354	1584	1983	获利能力				
负债和股东权益	2443	2595	2964	3416	毛利率	31.55%	33.97%	35.45%	36.54%
					净利率	1.10%	2.70%	6.25%	8.11%
					ROE	1.55%	5.43%	15.60%	22.41%
					ROIC	2.38%	4.91%	11.94%	17.71%
					偿债能力				
					资产负债率	48.19%	47.81%	46.57%	41.95%
					净负债比率	60.99%	51.82%	38.31%	25.45%
					流动比率	1.13	1.29	1.37	1.64
					速动比率	0.95	0.97	1.00	1.21
					营运能力				
					总资产周转率	0.68	1.04	1.32	1.55
					应收帐款周转率	10.64	11.59	10.70	10.65
					应付帐款周转率	7.49	8.08	7.51	7.55
					每股指标(元)				
					每股收益	0.05	0.17	0.56	0.98
					每股经营现金	0.71	0.61	0.66	1.03
					每股净资产	3.09	3.31	3.87	4.84
					估值比率				
					P/E	1232.34	332.91	103.40	59.31
					P/B	18.72	17.50	14.96	11.95
					EV/EBITDA	56.84	146.33	68.09	42.96

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>