

2021年03月07日

蒙牛继续增持，阶段性底部建议重点关注

妙可蓝多(600882)

评级:	买入	股票代码:	600882
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	70.0/18.1
目标价格:		总市值(亿)	221.48
最新收盘价:	53.33	自由流通市值(亿)	218.28
		自由流通股数(百万)	409.31

事件概述

2021/3/5 公司公告蒙牛于 2021/2/22-3/4 期间在二级市场增持公司 8,036,250 股，占总股本 1.94%。2020/12/24-2021/3/4，蒙牛在二级市场累计增持 5% 公司股份。同时公司公告，计划在未来 12 个月内继续增持上市公司股份不少于 100 万股。

分析判断:

► 蒙牛持续增持，坚定看好公司未来发展

2020/12/13 公司公告定增方案，虽然若方案顺利获批后蒙牛将成为持股比例 23.8% 的控股股东，此后蒙牛仍然继续在二级市场增持公司股份，我们估计 2020/12/24-2021/3/4 期间增持成本在 52-58 元/股。持续增持显示蒙牛坚定看好公司发展，预期未来妙可蓝多在蒙牛体系内作为境内奶酪业务运营平台将获得足够的战略重视。

► 短期基本面分歧引起股价波动，应正确理解发货节奏

近期公司股价下跌除市场因素外，另因部分基本面分歧：市场未看到产能释放后对应的匹配单月销量。我们判断 1 月份公司发货端预计实现同比翻倍，不过由于往年四季度是备货期，来年一季度发货量往往占比全年任务仅有 10% 出头，因此尽管产线在四季度已经达产 28 条，但是发货节奏使得春节 1-2 月的销售额未必完全对应单月生产产值。从发货节奏来看，后期季度会逐步加大发货。投资者可正确看待。

公司核心驱动奶酪棒业务高速增长趋势不变，我们预计 2021 年仍将实现销售额翻倍增长。目前公司奶酪棒产能瓶颈基本解决，产线将按计划逐季投放，我们预计 Q1 末奶酪棒产线将至 30 条，年末有望到达 45 条。2021 年重点在于销售端，渠道方面，我们判断目前网点数近 30 万家，仍有翻倍空间；预计 2021 年公司渠道网点运作进一步精细化，着力提升单点销售额；品牌方面，公司已确立奶酪市场消费者心智中的第一占位，预计 2021 年将进一步夯实投入，并随着线下消费者触达进一步强化品牌影响力。对比之下，主要竞争对手仍处于产能建设阶段，渠道处于初期铺设阶段，公司在奶酪棒产能、渠道、品牌等方面相对竞争对手仍处于大幅领先位置，2021 年预计仍是快速成长、进一步夯实行业领先地位的一年。利润方面，随着单品规模进一步增长，预计 2021 年公司毛利率持续提升，公司也将开始收获利润。

从一季度判断来看，我们初步给出我们预测，认为奶酪棒有望实现同比翻倍以上增长，但由于一季度是全年费用确认的首季度，当前品牌投入和渠道建设仍是重中之重，我们判断一季度利润不宜预期过高。但由于奶酪棒逐季度提升销量，我们判断利润率有望逐季度提升。

投资建议

在预期将获得公司控股权的背景下，蒙牛仍然持续增持妙可蓝多，显示产业资本对于公司发展的坚定看好，以及未来公司在蒙牛体系中的战略重要性。近期股价下跌因市场对于公司短期发货数据一定程度的误解，公司核心业务成长性未发生变化。维持盈利预测 2020-2022 年收入 28/41.5/60.3 亿元、净利 0.7/3.5/6.8 亿元，目前股价对应 2021-22 年 P/E 63/33 倍，维持买入评级。

风险提示

①定增方案未获监管机构通过；②产能投放不及预期；③食品安全问题。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,226	1,744	2,804	4,152	6,028
YoY (%)	24.8%	42.3%	60.8%	48.1%	45.2%
归母净利润(百万元)	11	19	70	349	680
YoY (%)	148.7%	80.7%	263.3%	400.0%	94.7%
毛利率 (%)	27.0%	31.6%	39.1%	44.7%	47.3%
每股收益 (元)	0.03	0.05	0.17	0.84	1.64
ROE	0.9%	1.5%	3.1%	13.4%	20.7%
市盈率	-	1,151.77	317.06	63.41	32.57

资料来源: Wind, 华西证券研究所

表 1 2020 年以来蒙牛对妙可蓝多投资梳理

时间	事件
2020/1/5	上市公司股东以 14 元/股价格协议转让 5%股份给蒙牛，总价款 2.87 亿元
2020/1/5	子公司吉林科技（公司奶酪业务生产经营平台）以增资扩股方式引入战略蒙牛，蒙牛出资 2.1 亿元，持股 42.88%；设对赌协议，业绩承诺：2019/2020/2021 年天津妙可+上海芝然合计净利润分别不低于 3040/4378/8284 万元；有权股权上翻（前提不获上市公司控制权）
2020/3/24	上市公司 2020 年定增预案，蒙牛拟以 3.15 亿元认购，若定增成功，将持股 4.4%
2020/8/23	上市公司终止上述定增事项，并推新定增方案，新方案定增对象不含蒙牛
2020/12/9	上市公司拟定增 30 亿元，对象蒙牛，发行数量不超过 1.01 亿股，若定增成功，蒙牛将成为控股股东，持股 23.8%
2020/12/24-29	蒙牛在二级市场增持公司股份 5,650,072 股，占公司总股本 1.36%
2020/12/30-2021/1/29	蒙牛在二级市场增持公司股份 7,079,178 股，占公司总股本 1.7%
2021/2/22-3/4	蒙牛在二级市场增持公司股份 8,036,250 股，占公司总股本 1.94%

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话: 010-59775343

联系人: 刘来珍

邮箱: liulz@hx168.com.cn

联系电话: 021-50380388

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,744	2,804	4,152	6,028	净利润	19	78	380	739
YoY (%)	42.3%	60.8%	48.1%	45.2%	折旧和摊销	55	68	73	81
营业成本	1,194	1,709	2,296	3,180	营运资金变动	166	-352	-173	-159
营业税金及附加	10	15	21	30	经营活动现金流	292	-186	301	682
销售费用	359	803	1,088	1,513	资本开支	-123	-308	-202	-152
管理费用	111	148	239	344	投资	180	0	0	0
财务费用	58	29	24	26	投资活动现金流	62	-294	-202	-152
资产减值损失	-26	0	0	0	股权募资	-2	59	0	0
投资收益	0	14	0	0	债务募资	604	-353	0	0
营业利润	20	91	444	866	筹资活动现金流	-577	532	-25	-25
营业外收支	3	-1	3	4	现金净流量	-223	52	74	506
利润总额	23	90	447	870					
所得税	3	12	67	131	主要财务指标	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	19	78	380	739	成长能力				
归属于母公司净利润	19	70	349	680	营业收入增长率	42.3%	60.8%	48.1%	45.2%
YoY (%)	80.7%	263.3%	400.0%	94.7%	净利润增长率	80.7%	263.3%	400.0%	94.7%
每股收益	0.05	0.17	0.84	1.64	盈利能力				
					毛利率	31.6%	39.1%	44.7%	47.3%
					净利润率	1.1%	2.8%	9.1%	12.3%
					总资产收益率 ROA	0.8%	2.1%	9.2%	14.2%
					净资产收益率 ROE	1.5%	3.1%	13.4%	20.7%
					偿债能力				
					流动比率	1.13	2.46	2.49	2.77
					速动比率	0.86	1.63	1.65	1.99
					现金比率	0.54	0.79	0.73	1.05
					资产负债率	48.2%	30.5%	30.3%	29.3%
					经营效率				
					总资产周转率	0.71	0.86	1.10	1.26
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.05	0.17	0.84	1.64
					每股净资产	3.05	5.42	6.26	7.90
					每股经营现金流	0.70	-0.45	0.72	1.64
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
					估值分析				
					PE	1,151.77	317.06	63.41	32.57
					PB	4.78	10.53	9.12	7.23

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

郭辉：华西证券食品饮料高级分析师，曾就职于产业营销咨询公司北京盛初，并服务于国内多家上市酒企；并曾就职于古井贡酒及负责相关业务工作，9年白酒行业营销及咨询从业经验，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：华西证券食品饮料行业分析师，三年以上食品饮料和其他消费品行业研究经验，上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。