

妙可蓝多 (600882.SH) 承诺注入奶酪资产，公司将变身蒙牛奶酪运营平台

2021年04月13日

——中小盘信息更新

投资评级: 买入 (维持)
任浪 (分析师)
孙金钜 (分析师)

renlang@kysec.cn

sunjinju@kysec.cn

证书编号: S0790519100001

证书编号: S0790519110002

日期	2021/4/13
当前股价(元)	62.48
一年最高最低(元)	70.00/23.22
总市值(亿元)	259.49
流通市值(亿元)	255.74
总股本(亿股)	4.15
流通股本(亿股)	4.09
近3个月换手率(%)	82.1

中小盘研究团队

● 蒙牛承诺注入奶酪资产并剥离液奶业务，公司将成蒙牛旗下奶酪平台

公司公告未来大股东内蒙蒙牛承诺自本次非公开发行完成之日起 2 年内将内蒙蒙牛及其控制企业的包括奶酪及相关原材料贸易在内的奶酪业务注入上市公司。同时，内蒙蒙牛将确保上市公司于本次发行完成之日起 3 年内退出液态奶业务，变为蒙牛的奶酪运营平台。假设合并蒙牛旗下奶酪业务之后，公司将直接超越百吉福成为国内奶酪行业的龙头。此次非公开发行完成之后，大股东蒙牛将全力支持公司奶酪业务的发展，助力公司成为国产奶酪的绝对龙头。我们维持公司 2020-2022 年归母净利润预计分别为 0.65/3.19/5.37 亿元，对应 EPS 0.16/0.77/1.29 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 401.2/81.2/48.3 倍，维持“买入”评级。

● 变身蒙牛奶酪运营平台，成就国内奶酪行业绝对龙头

内蒙蒙牛承诺在非公开发行成为公司大股东之后将公司打造为其奶酪业务的运营平台。目前蒙牛旗下奶酪业务主要有和欧洲最大乳企 Arla Foods 共同成立的高端奶酪品牌爱氏晨曦，包括儿童奶酪棒、休闲奶酪、佐餐奶酪等，同时还推出了 Castello 高端奶酪和 Lurpak 液体黄油。2020 年蒙牛奶酪业务收入已达 8.07 亿元，假设合并入公司后，公司整体奶酪业务收入将近 30 亿元，将直接超过百吉福成为国内奶酪行业的龙头。蒙牛旗下奶酪业务注入及公司液态奶业务剥离之后，公司将变身为纯粹的奶酪运营平台。蒙牛将在原材料采购、产品技术研发、产能保障、营销和渠道、企业管理等多维度全力支持公司走向国产奶酪的绝对龙头。

● 短期看奶酪棒的持续爆发，长期看奶酪消费渗透率的持续提升

目前公司核心单品奶酪棒依旧处于 100%以上的高速增长阶段。奶酪棒作为儿童休闲零食升级的绝佳品种，参考果冻（市场规模约 200 亿元）和旺仔牛奶（销售规模超百亿），我们认为其市场规模有望超 200 亿元。同时奶酪棒作为儿童零食，可以从小培养奶酪的消费习惯，从而长期提升奶酪消费的渗透率。借鉴消费习惯相近的日本（奶酪占乳制品消费比例为 18%并持续提升中，龙头雪印地位长期稳固），我国奶酪市场规模千亿可期，并且龙头领先优势显著。

● 风险提示：食品安全风险，市场竞争加剧，奶酪棒销售不达预期等风险

相关研究报告

《中小盘信息更新-蒙牛持续增持提振市场信心，持股比例已超 11.07%》

-2021.3.26

《中小盘信息更新-国内奶酪业最亮新星，三月内累计获蒙牛增持 5%》

-2021.3.4

《中小盘信息更新-参股基金收购 Brownes，助力公司完善原料端布局》

-2021.2.7

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,226	1,744	2,817	4,126	5,579
YOY(%)	24.8	42.3	61.5	46.5	35.2
归母净利润(百万元)	11	19	65	319	537
YOY(%)	148.7	80.7	236.3	393.8	68.3
毛利率(%)	27.0	31.6	36.4	42.7	45.2
净利率(%)	0.9	1.1	2.3	7.7	9.6
ROE(%)	0.9	1.5	5.4	21.0	26.1
EPS(摊薄/元)	0.03	0.05	0.16	0.77	1.29
P/E(倍)	2438.6	1349.4	401.2	81.2	48.3
P/B(倍)	21.3	20.5	19.5	15.7	11.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1189	880	1335	1318	2181
现金	636	417	245	264	422
应收票据及应收账款	154	174	355	420	628
其他应收款	157	7	258	130	394
预付账款	29	71	91	146	174
存货	163	142	316	288	493
其他流动资产	50	70	70	70	70
非流动资产	1501	1563	1967	2422	2907
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	572	593	976	1410	1876
无形资产	114	107	93	78	64
其他非流动资产	814	863	898	934	966
资产总计	2690	2443	3302	3740	5088
流动负债	1140	777	1551	1638	2408
短期借款	273	353	789	793	1214
应付票据及应付账款	154	244	353	435	584
其他流动负债	713	179	410	409	610
非流动负债	331	401	407	404	385
长期借款	295	355	361	358	339
其他非流动负债	37	46	46	46	46
负债合计	1471	1177	1958	2042	2792
少数股东权益	0	0	7	43	102
股本	410	409	415	415	415
资本公积	1693	1694	1694	1694	1694
留存收益	-849	-820	-748	-393	204
归属母公司股东权益	1218	1266	1336	1656	2193
负债和股东权益	2690	2443	3302	3740	5088

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1226	1744	2817	4126	5579
营业成本	895	1194	1790	2363	3056
营业税金及附加	9	10	18	26	36
营业费用	205	359	732	1032	1395
管理费用	97	111	141	206	279
研发费用	14	22	34	50	69
财务费用	57	58	34	52	62
资产减值损失	6	-26	0	0	0
其他收益	25	24	20	20	20
公允价值变动收益	0	28	0	0	0
投资净收益	30	0	0	0	0
资产处置收益	0	-0	-0	0	0
营业利润	-3	20	87	417	702
营业外收入	2	3	4	0	0
营业外支出	1	1	6	0	0
利润总额	-2	23	85	417	702
所得税	-12	3	13	63	105
净利润	11	19	72	355	597
少数股东损益	0	0	7	35	60
归母净利润	11	19	65	319	537
EBITDA	57	110	182	561	891
EPS(元)	0.03	0.05	0.16	0.77	1.29

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	24.8	42.3	61.5	46.5	35.2
营业利润(%)	23.3	716.3	338.5	382.4	68.3
归属于母公司净利润(%)	148.7	80.7	236.3	393.8	68.3
获利能力					
毛利率(%)	27.0	31.6	36.4	42.7	45.2
净利率(%)	0.9	1.1	2.3	7.7	9.6
ROE(%)	0.9	1.5	5.4	21.0	26.1
ROIC(%)	-4.6	2.3	4.0	13.6	16.7
偿债能力					
资产负债率(%)	54.7	48.2	59.3	54.6	54.9
净负债比率(%)	40.5	25.7	76.3	60.5	56.4
流动比率	1.0	1.1	0.9	0.8	0.9
速动比率	0.8	0.8	0.6	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.7	1.0	1.2	1.3
应收账款周转率	10.0	10.6	10.6	10.6	10.6
应付账款周转率	6.6	6.0	6.0	6.0	6.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.03	0.05	0.16	0.77	1.29
每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	0.70	-0.48	1.43	0.98
每股净资产(最新摊薄)	2.93	3.05	3.20	3.97	5.27
估值比率					
P/E	2438.6	1349.4	401.2	81.2	48.3
P/B	21.3	20.5	19.5	15.7	11.9
EV/EBITDA	463.3	239.0	148.2	48.1	30.7

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	87	292	-201	595	406
净利润	11	19	72	355	597
折旧摊销	42	55	61	92	127
财务费用	57	58	34	52	62
投资损失	-30	0	0	0	0
营运资金变动	-4	163	-368	96	-380
其他经营现金流	12	-4	0	0	0
投资活动现金流	-80	62	-466	-547	-611
资本支出	125	123	404	455	485
长期投资	27	180	0	0	0
其他投资现金流	72	365	-61	-92	-127
筹资活动现金流	-171	-577	59	-34	-58
短期借款	54	80	0	0	0
长期借款	-573	60	7	-3	-19
普通股增加	-1	-0	6	0	0
资本公积增加	7	1	0	0	0
其他筹资现金流	342	-718	47	-30	-39
现金净增加额	-164	-223	-607	15	-263

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn