

2021年04月19日

# 蒙牛即将入主，强化长期逻辑

## 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:	70.0/24.01
目标价格:		总市值(亿)	250.39
最新收盘价:	60.29	自由流通市值(亿)	246.77
		自由流通股数(百万)	409.31

### 事件概述

4/19 公司公告证监会发审委审核通过公司非公开发行股票的申请。近期一个重要催化落地了。

### 分析判断:

#### ► 长期成长逻辑夯实

1) **资源整合增强妙可蓝多实力。**本次定增完成后，预计蒙牛将持有妙可蓝多近 30% 股份，为公司第一大股东、实控人。蒙牛入主后，承诺为解决同业竞争问题将在交易完成之日起 2 年内将旗下奶酪业务资产注入上市公司。蒙牛旗下奶酪业务与爱氏晨曦合作、2020 年实现收入 8.1 亿元，我们预计 2020 年妙可蓝多的奶酪收入规模 20 亿元左右，资源整合后预计妙可蓝多 B 端奶酪业务实力将明显增强，C 端业务发展节奏仍由妙可蓝多主导引领，在总体量上奠定国内奶酪行业第一名的位置。根据回复函，妙可蓝多原有液态奶业务也将在交易完成后 3 年内剥离，妙可蓝多将更纯粹专注于高成长性、高盈利的奶酪业务。

2) **业务协同夯实长期成长性。**站在蒙牛角度，奶酪是蒙牛三大成长性业务之一（2020 年奶粉收入 46 亿、奶酪合并后约 28 亿元、鲜奶预计 16 亿元上下），蒙牛对其未来 5 年有达到百亿元收入规模的展望，妙可蓝多作为蒙牛旗下境内奶酪业务的唯一平台，预计将得到蒙牛集团的重点资源投入，加快发展。采购端，妙可前期通过蒙牛关联方爱氏晨曦采购马苏里拉干酪块、通过现代牧业采购原奶，未来在蒙牛体系下，预计供应链安全更有保障，也有望降低采购成本。渠道端，奶酪棒与低温酸奶销售网点有较高重合度。品牌端，预计将得到更好背书，进一步增强消费信心。

3) **公司治理更规范。**根据此前定增方案，蒙牛入主后至少 3 年内，将保持现有管理层稳定。我们认为现有管理层在业务发展推动上已验证战略正确性与和强执行力，而在蒙牛管理体系下，预计公司治理将更加规范，进一步增强投资人信心。

#### ► 近期基本面强劲

1) **结合我们近期跟踪，公司基本面强劲。**我们预计 Q1 奶酪棒销售有望实现翻倍以上的增长，预计 Q2-Q4 随着渠道扩张、产能释放，发货额有望逐季攀升。我们预计全年奶酪棒有望实现销售翻倍的增长，保障整体今年达到 40 亿元收入的股权激励目标。费用方面，预计线下费用率因人员的扩增有所增加，线上广告费用预计随着收入规模的快速增长费用率会实现摊薄，季度净利率预计前低后高。

2) **2021 年妙可蓝多加速抢跑，竞争优势预计加强。**2021 年预计妙可蓝多加速抢跑，终端动销保持良性；主要竞争对手外资企业百吉福今年预计增长稳健；妙飞、伊利在终端通过价格竞争、但收效一般。我们预计 2021 年妙可蓝多有望在规模上甩开百吉福成为绝对龙头，第三梯队妙飞、伊利仍然不能构成有效竞争。考虑蒙牛入主，奶酪行业长期竞争格局也更为明确。

## 投资建议

蒙牛入主重要催化落地，强化公司长期成长确定性，并在公司治理层面增强投资人信心。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 77/40 倍，维持买入评级。

## 风险提示

①产能投放不及预期；②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	-	1,397.98	384.84	76.97	39.53

资料来源：Wind，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：

### 联系人：刘来珍

邮箱：liulz@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

## 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	<b>主要财务指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
净利润	19	78	380	739	<b>成长能力</b>				
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	<b>盈利能力</b>				
					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%
					<b>偿债能力</b>				
					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%
					<b>经营效率</b>				
					总资产周转率	0.71	0.86	1.10	1.26
					<b>每股指标 (元)</b>				
					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
					<b>估值分析</b>				
					PE	1,397.98	384.84	76.97	39.53
					PB	4.78	10.53	9.12	7.23

  

资产负债表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	417	469	543	1,049
预付款项	71	256	299	318
存货	142	234	327	462
其他流动资产	251	493	684	945
流动资产合计	880	1,452	1,853	2,774
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	593	739	774	801
无形资产	107	98	95	92
非流动资产合计	1,563	1,800	1,932	2,006
资产合计	2,443	3,251	3,785	4,780
短期借款	353	0	0	0
应付账款及票据	244	343	449	612
其他流动负债	179	248	296	388
流动负债合计	777	591	745	1,001
长期借款	355	355	355	355
其他长期负债	46	46	46	46
非流动负债合计	401	401	401	401
负债合计	1,177	992	1,145	1,401
股本	409	468	468	468
少数股东权益	0	8	38	97
股东权益合计	1,266	2,260	2,639	3,378
负债和股东权益合计	2,443	3,251	3,785	4,780

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。

**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，3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。