

妙可蓝多 (600882.SH) 奶酪业务持续高增，盈利能力稳步提升

2021年04月28日

——中小盘信息更新

投资评级：买入（维持）
任浪（分析师）
李泽（联系人）

renlang@kysec.cn

lize@kysec.cn

证书编号：S0790519100001

证书编号：S0790120070082

日期	2021/4/28
当前股价(元)	75.45
一年最高最低(元)	76.01/24.01
总市值(亿元)	313.35
流通市值(亿元)	308.82
总股本(亿股)	4.15
流通股本(亿股)	4.09
近3个月换手率(%)	79.7

中小盘研究团队
● 奶酪业务 2020 年同比增长 125%，2021Q1 继续高增 157%

公司公告了 2020 年年报和 2021 年一季报：2020 年公司实现营业收入 28.47 亿元（+63.2%），实现归母净利润 5926 万元（+208.16%）；2021Q1 公司实现营业收入 9.51 亿元（+140.58%），实现归母净利润 3203 万元（+215.6%）。公司奶酪业务 2020 年同比增长 125%，2021Q1 同比增长 157%，核心单品奶酪棒放量驱动公司收入和业绩的持续高增长。蒙牛在非公开发行之后将作为公司的控股股东，未来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。考虑公司盈利能力提升略超预期，我们小幅上调公司 2021-2023 年归母净利润预计分别至 3.19/5.94（+0.57）/8.22 亿元，对应 EPS 为 0.77/1.43（+0.14）/1.98 元，当前股价对应 2021-2023 年 PE 为 98.2/52.8/38.1 倍，维持“买入”评级。

● 奶酪棒加速国内奶酪消费渗透，充足产能保障市占率快速提升

奶酪棒精准匹配了我国再制奶酪的口味习惯和儿童休闲零食消费升级的需求，一经推出即引爆市场需求，推动我国奶酪消费渗透率的快速提升。2020 年我国奶酪年人均消费量仅为 0.23kg，与饮食结构相似的日本、韩国对比仍存在 10 倍提升空间。在目前行业需求快速增长的背景下，公司奶酪业务持续高增，市占率从 2019 年的 4.8% 快速提升至了 2020 年的 19.8%。同时，公司特色奶酪智能化生产加工项目投建，规划产能 8.28 万吨，是现有产能的 2.2 倍。充足的优质产能保障了公司奶酪业务市场份额的持续快速提升。在奶酪业务快速增长的同时，公司的盈利能力稳步提升，2020 年奶酪业务毛利率 45.37%，同口径下较 2019 年提升了 7.58 个 pct，2021Q1 公司整体毛利率 38.68%，较 2019Q1 提升了 3.51 个 pct。

● 蒙牛助力，国内奶酪绝对龙头已成型

在公司奶酪业务高增长的背景下，2021 年公司即将超越百吉福成为行业的龙头。而蒙牛入主之后承诺将注入旗下奶酪相关业务并逐步退出液态奶业务，将公司打造成旗下奶酪运营平台。蒙牛入主之后，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成为国内奶酪的绝对龙头。

● 风险提示：食品安全风险，市场竞争加剧，产能扩充不达预期等风险
相关研究报告

《中小盘信息更新-定增过会，内蒙蒙牛将成为公司第一大股东》-2021.4.20
 《中小盘信息更新-承诺注入奶酪资产，公司将变身蒙牛奶酪运营平台》-2021.4.13
 《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

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,744	2,847	4,620	6,363	7,922
YOY(%)	42.3	63.2	62.3	37.7	24.5
归母净利润(百万元)	19	59	319	594	822
YOY(%)	80.7	208.2	438.7	86.0	38.5
毛利率(%)	31.6	35.9	41.9	44.7	45.9
净利率(%)	1.1	2.1	6.9	9.3	10.4
ROE(%)	1.5	4.0	16.2	23.2	24.3
EPS(摊薄/元)	0.05	0.14	0.77	1.43	1.98
P/E(倍)	1629.5	528.8	98.2	52.8	38.1
P/B(倍)	24.8	21.1	17.4	13.1	9.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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