

公司研究

奶酪业务维持高增长，盈利能力持续改善

——妙可蓝多（600882.SH）2020 年报及 2021 年一季报点评

买入（维持）

当前价：75.45 元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

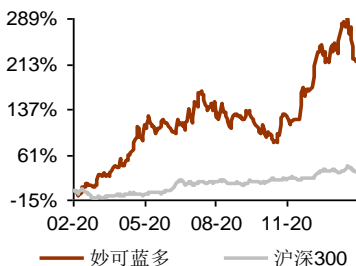
021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.15
总市值(亿元)	313.35
一年最低/最高(元)	24.01/76.01
近3月换手率	78.55%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	31.90	20.38	179.77
绝对	32.72	21.21	180.60

资料来源：Wind

相关研报

奶酪王者长成中——妙可蓝多（600882.SH）跟踪报告（2021-04-26）

营收符合预期，大单品奶酪棒继续支撑公司高增长——妙可蓝多（600882.SH）2020 年度业绩预告点评（2021-01-13）

要点

事件：2021年4月28日，妙可蓝多发布2020年年报和2021年一季报，2020年公司实现营业收入28.47亿元，yoy+63.20%，归母净利润5925.80万元，yoy+208.16%，扣非后归母净利润4457.00万元。2021年Q1实现营业收入9.51亿元，yoy+140.58%，归母净利润3202.91万元，yoy+215.60%。

奶酪业务维持高增长，即食营养产品板块表现亮眼：2020年公司实现营业收入28.47亿元，yoy+63.20%，1)分产品看：公司奶酪/液态奶/其他乳制品分别实现营业收入20.74/4.13/3.57亿元，yoy+125.15%/-13.31%/+4.25%，其中奶酪板块中，即食营养/家庭餐桌/餐饮工业系列分别实现营业收入14.72/3.31/2.72亿元，yoy+165.86%/+108.82%/+29.90%，我们估计即食营养食品的收入主要来自公司现象级大单品奶酪棒，2020年奶酪棒整体收入体量约为14亿元。2)分地区看，2020年公司在北区/中区/南区分别实现营收13.41/10.06/4.97亿元，yoy+53.40%/+86.12%/+52.61%。3)分渠道看，公司经销/直营/贸易渠道分别实现营业收入21.45/3.43/3.57亿元，yoy+77.80%/+78.71%/+4.25%，经销和直营实现高速增长，报告期内，公司线上渠道实现收入2.23亿元，同比增长89.93%。在线上渠道的运营上，公司在天猫和拼多多全平台取得了奶酪产品销售第一名的同时，还积极发展抖音直播带货、小红书KOL推广等多种形式的宣传，持续占领消费者心智。

产品结构升级拉动毛利率改善，费用投放有所增加：2020年公司综合毛利率/净利率为35.91%/2.60%，yoy+4.36/+1.50pcts，其中奶酪/液态奶和其他乳制品毛利率分别为45.37%/17.92%/1.98%，2020年因会计政策调整，运费由计入销售费用调整为计入营业成本，若剔除会计政策影响，公司主营业务毛利率39.15%，yoy+7.61pct。高毛利的奶酪产品收入占比提升，拉动了整体毛利率的增长，2020年奶酪产品收入占公司主营业务收入比例为72.91%，上年同期为52.91%。

费用方面，公司2020年销售/管理费用率分别为24.96%/4.93%，yoy+4.36/-1.45pcts，销售费用率上升的原因主要为当前奶酪业务处于快速扩张期，渠道投入和品牌建设导致广告促销费增加，以及销售人员数量增长导致的职工薪酬增加。2020Q4销售/管理费用率分别为19.72%/4.94%，同比增长-7.20/-1.43pcts。

一季度营收维持高增，奶酪板块态势良好：2021Q1公司实现营业收入9.51亿元，yoy+140.58%，其中奶酪/液态奶/其他乳制品分别实现收入6.97/1.06/1.46亿元，yoy+156.77%/+12.71%/+399.10%，在春节档的影响下奶酪板块继续维持高增长。2021Q1公司净利率升至4.24%，同比/环比+1.68/2.67pcts。费用方面，21Q1公司销售/管理费用率分别为25.99%/6.83%，yoy+1.16/+1.62pcts，环比+6.27/+1.89pcts，公司管理费用上升的原因主要为21Q1公司实施股权激励计划，职工薪酬费用较上年同期有大幅度增加。

渠道方面,公司进一步加深全国化线下布局,截至 2021Q1,公司共有经销商 2916 家,其中 2020 年净增加经销商 277 家,201Q1 净增加经销商 290 家。截至 2020 年末,公司销售网络覆盖约 29.06 万个零售终端,覆盖全国 90%以上地级市以及 70%以上县级市。公司自身将在产品结构优化、渠道下沉精耕和产能不断扩张的基础上继续快速发展。随着 2021 年 4 月蒙牛定增落地,行业竞争格局将逐渐变好,公司在 B 端和 C 端均有望得到蒙牛的资源支持和品牌背书;因此继续看好公司在奶酪赛道上的发展势能和费用收缩空间。

盈利预测、估值与评级:考虑到公司一季度产品动销态势良好,经销商网络进一步拓展,蒙牛定增落地后公司在行业内发展势能充分,我们上调 2021-2022 年净利润预测分别至 3.10 亿元(上调 22.5%)和 6.45 亿元(上调 25.0%)。引入 2023 年净利润预测 10.91 亿元。维持“买入”评级。

风险提示:产能释放不及预期;新品增长低于预期;原材料价格上涨;食品安全。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,744	2,847	4,333	6,172	8,574
营业收入增长率	42.32%	63.20%	52.20%	42.44%	38.93%
净利润(百万元)	19	59	310	645	1,091
净利润增长率	80.72%	208.16%	423.35%	108.10%	69.02%
EPS(元)	0.05	0.14	0.75	1.25	2.11
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.52%	3.99%	17.27%	11.86%	16.70%
P/E	1,606	521	101	60	36
P/B	24.4	20.8	17.5	7.2	6.0

资料来源:Wind,光大证券研究所预测,股价时间为 2021-04-28

注:2022-2023 年 EPS 按定增完成后总股本折算。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,744	2,847	4,333	6,172	8,574
营业成本	1,194	1,825	2,564	3,447	4,583
折旧和摊销	53	60	83	104	126
税金及附加	10	14	30	43	60
销售费用	359	710	1,062	1,512	2,101
管理费用	111	140	260	309	429
研发费用	22	39	52	93	129
财务费用	58	29	18	35	25
投资收益	0	14	0	0	0
营业利润	20	97	381	780	1,310
利润总额	23	95	387	786	1,316
所得税	3	21	62	126	211
净利润	19	74	325	660	1,106
少数股东损益	0	15	15	15	15
归属母公司净利润	19	59	310	645	1,091
EPS(元)	0.05	0.14	0.75	1.25	2.11

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	292	267	234	676	1,120
净利润	19	59	310	645	1,091
折旧摊销	53	60	83	104	126
净营运资金增加	-94	115	451	390	490
其他	314	33	-611	-463	-587
投资活动产生现金流	62	-432	-327	-325	-300
净资本支出	-123	-356	-250	-250	-250
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	184	-76	-77	-75	-50
融资活动现金流	-577	298	176	2,583	-16
股本变化	0	0	6	101	0
债务净变化	-385	-118	189	-389	0
无息负债变化	91	201	77	210	290
净现金流	-223	134	83	2,934	803

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	31.6%	35.9%	40.8%	44.2%	46.5%
EBITDA 率	8.7%	8.0%	11.0%	14.8%	17.0%
EBIT 率	5.5%	5.8%	9.1%	13.2%	15.5%
税前净利润率	1.3%	3.3%	8.9%	12.7%	15.3%
归母净利润率	1.1%	2.1%	7.2%	10.5%	12.7%
ROA	0.8%	2.4%	8.8%	9.2%	12.9%
ROE (摊薄)	1.5%	4.0%	17.3%	11.9%	16.7%
经营性 ROIC	5.1%	6.2%	11.3%	19.4%	26.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	48%	41%	41%	19%	19%
流动比率	1.13	1.29	1.34	4.82	4.71
速动比率	0.95	1.00	1.02	4.31	4.19
归母权益/有息债务	1.76	2.48	2.28	13.63	16.36
有形资产/有息债务	2.52	4.12	3.90	16.29	19.66

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

注: 2022-2023 年 EPS 按定增完成后总股本折算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	2,443	3,092	3,683	7,164	8,559
货币资金	417	567	650	3,584	4,387
交易性金融资产	0	0	10	15	20
应收帐款	174	116	176	251	349
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	7	8	8	12	16
存货	142	270	380	511	679
其他流动资产	70	102	145	198	267
流动资产合计	880	1,178	1,589	4,845	6,065
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	593	630	775	911	1,028
在建工程	67	217	193	160	127
无形资产	107	100	147	194	240
商誉	429	401	401	401	401
其他非流动资产	58	232	466	466	466
非流动资产合计	1,563	1,915	2,093	2,318	2,494
总负债	1,177	1,260	1,525	1,346	1,636
短期借款	353	275	389	0	0
应付账款	165	237	333	448	595
应付票据	79	90	126	170	226
预收账款	55	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	777	911	1,190	1,005	1,286
长期借款	355	299	299	299	299
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	25	28	34	40	49
非流动负债合计	401	349	335	341	350
股东权益	1,266	1,833	2,157	5,818	6,923
股本	409	409	415	516	516
公积金	1,764	1,910	1,935	4,899	4,991
未分配利润	-891	-831	-552	29	1,027
归属母公司权益	1,266	1,486	1,796	5,441	6,532
少数股东权益	0	347	362	376	391

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	20.60%	24.96%	24.50%	24.50%	24.50%
管理费用率	6.38%	4.93%	6.00%	5.00%	5.00%
财务费用率	3.32%	1.02%	0.42%	0.56%	0.29%
研发费用率	1.28%	1.37%	1.20%	1.50%	1.50%
所得税率	15%	22%	16%	16%	16%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.71	0.65	0.56	1.31	2.17
每股净资产	3.09	3.63	4.32	10.54	12.65
每股销售收入	4.26	6.96	10.43	11.95	16.61

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	1606	521	101	60	36
PB	24.4	20.8	17.5	7.2	6.0
EV/EBITDA	210.6	141.9	68.6	40.8	25.4
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE