

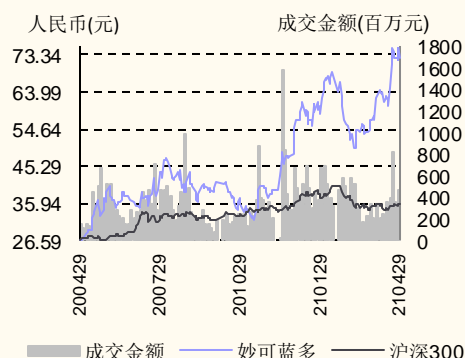
## 妙可蓝多 (600882.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 72.75 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.15
已上市流通 A 股(亿股)	4.09
总市值(亿元)	302.14
年内股价最高最低(元)	75.45/26.86
沪深 300 指数	5164
上证指数	3475



## 奶酪棒需求如期释放, 毛利持续优化

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,744	2,847	4,300	6,050	7,950
营业收入增长率	42.32%	63.20%	51.05%	40.70%	31.40%
归母净利润(百万元)	19	59	284	610	870
归母净利润增长率	80.72%	208.16%	379.13%	114.82%	42.56%
摊薄每股收益(元)	0.047	0.145	0.684	1.469	2.094
每股经营性现金流净额	0.72	0.52	0.37	1.35	2.11
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.52%	3.99%	16.06%	25.70%	26.84%
P/E	310.37	394.40	106.41	49.54	34.75
P/B	4.72	15.73	17.09	12.73	9.33

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 公司于 4 月 28 日发布公告: 2020 年公司实现营业收入 28.47 亿元, 同比+63.20%, 实现归母净利润 0.59 亿元, 同比+208.16%; 其中, Q4 实现营业收入 9.70 亿元, 同比+65.74%, 实现归母净利润 0.06 亿元, 同比-13.88%。21Q1 公司实现营业收入 9.51 亿元, 同比+140.58%; 实现归母净利润 0.32 亿元, 同比+215.60%, 业绩超预期。

## 经营分析

- 奶酪棒持续放量, 渠道精耕下沉。**1) 产品端, 2020 年公司奶酪/液奶/贸易产品分别同比+125.51%/-13.31%/+4.25%, 奶酪品类中, 即食/家庭/餐饮系列分别同比+165.86%/+108.82%/+29.90%。21Q1 维持高增长态势, 增速较高部分受益于 20Q1 基数较低。2) 渠道端, 公司持续开发便利店、母婴店、烘焙店等渠道, 2020 年底共有经销商 2626 家, 同比+11.79%, 覆盖零售终端约 29.06 万个, 包含全国 90%以上地级市及 70%以上县级市。
- 规模效应释放带动毛利率上行, 费用投放处于高位。**2020 年奶酪占比达到 72.91%, 同比提升 20pct; 若剔除会计政策调整的影响, 在还原口径下, 规模效应释放带动奶酪毛利率同比提升 7.58pct, 亦带动整体毛利率提升 7.61pct。21Q1 毛利率达到 38.68%, 相比 2020 年提升 2.75pct。费用端, 2020 年销售/管理/研发/财务费用分别同比+4.36%/-1.45%/+0.09%/-2.30%, 销售费率大幅提升主要系品牌和渠道建设投入力度较大, 但管理、财务费用有明显优化, 传导至净利率同比+1.5pct 至 2.6%。20Q1 销售/管理/研发/财务费用分别同比+1.15%/+1.62%/-0.51%/-1.84pct; 销售费率仍旧较高, 公司继续加大渠道投入和品牌建设; 管理费率提升主要系实施股权激励计划。
- 20 年奶酪产能翻倍, 产能扩充持续推进。**20 年公司奶酪产能实现翻倍增长, 达到 3.8 万吨; 其中奶酪棒产能 1.8 万吨, 同比+167%。期间上海金山工厂投建, 规划产能 8 万吨, 持续扩充产能匹配需求端放量。

## 投资建议

- 我们维持之前的盈利预测, 预计 21-23 年公司归母净利率增速分别为 379%/115%/43%, 当前股价对应 PE 为 106/50/35X, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 奶酪棒需求下滑; 食品安全问题; 行业竞争加剧。

## 相关报告

- 《奶酪棒持续发力, 毛利提升幅度较大-妙可蓝多三季报点评》, 2020.10.29
- 《奶酪棒如期放量, 利润环比加速释放-妙可蓝多业绩点评》, 2020.8.23
- 《核心大单品奶酪棒持续发力, Q1 业绩超预期-妙可蓝多业绩点评》, 2020.4.30

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005  
liuchenqian@gjzq.com.cn

李茵琦 联系人  
liyinqi@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,226	1,744	2,847	4,300	6,050	7,950	货币资金	636	417	567	636	970	1,755
增长率		42.3%	63.2%	51.0%	40.7%	31.4%	应收账款	311	181	124	624	878	1,154
主营业务成本	-895	-1,194	-1,825	-2,623	-3,600	-4,691	存货	163	142	270	345	473	617
%销售收入	73.0%	68.4%	64.1%	61.0%	59.5%	59.0%	其他流动资产	79	141	216	175	214	258
毛利	330	550	1,022	1,677	2,450	3,260	流动资产	1,189	880	1,178	1,781	2,535	3,784
%销售收入	27.0%	31.6%	35.9%	39.0%	40.5%	41.0%	%总资产	44.2%	36.0%	40.7%	54.5%	61.6%	69.2%
营业税金及附加	-9	-10	-14	-26	-30	-40	长期投资	199	210	212	209	209	209
%销售收入	0.8%	0.6%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	固定资产	639	660	652	765	862	967
销售费用	-205	-359	-710	-1,075	-1,361	-1,749	%总资产	23.8%	27.0%	22.5%	23.4%	20.9%	17.7%
%销售收入	16.7%	20.6%	25.0%	25.0%	22.5%	22.0%	无形资产	575	552	520	515	511	506
管理费用	-97	-111	-140	-215	-296	-390	非流动资产	1,501	1,563	1,719	1,489	1,582	1,682
%销售收入	7.9%	6.4%	4.9%	5.0%	4.9%	4.9%	%总资产	55.8%	64.0%	59.3%	45.5%	38.4%	30.8%
研发费用	-14	-22	-39	-52	-73	-95	<b>资产总计</b>	<b>2,690</b>	<b>2,443</b>	<b>3,092</b>	<b>3,455</b>	<b>4,293</b>	<b>5,631</b>
%销售收入	1.1%	1.3%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%	短期借款	809	363	300	185	144	268
息税前利润 (EBIT)	5	47	118	310	690	986	应付款项	282	314	444	692	944	1,228
%销售收入	0.4%	2.7%	4.2%	7.2%	11.4%	12.4%	其他流动负债	49	99	167	159	176	236
财务费用	-57	-58	-29	-23	-15	-6	流动负债	1,140	777	911	1,036	1,264	1,732
%销售收入	4.6%	3.3%	1.0%	0.5%	0.2%	0.1%	长期贷款	295	355	299	299	299	299
资产减值损失	-6	-21	27	-10	-10	-10	其他长期负债	37	46	49	0	0	0
公允价值变动收益	0	28	1	0	0	0	<b>负债</b>	<b>1,471</b>	<b>1,177</b>	<b>1,260</b>	<b>1,336</b>	<b>1,563</b>	<b>2,032</b>
投资收益	30	0	14	30	20	20	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,218</b>	<b>1,266</b>	<b>1,486</b>	<b>1,772</b>	<b>2,382</b>	<b>3,252</b>
%税前利润	#####	0.0%	14.7%	9.0%	2.8%	2.0%	其中：股本	410	409	409	409	409	409
营业利润	-3	20	97	331	710	1,015	未分配利润	-920	-891	-831	-547	63	933
营业利润率	n.a	1.1%	3.4%	7.7%	11.7%	12.8%	少数股东权益	0	0	347	347	347	347
营业外收支	2	3	-2	1	4	3	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,690</b>	<b>2,443</b>	<b>3,092</b>	<b>3,455</b>	<b>4,293</b>	<b>5,631</b>
税前利润	-2	23	95	332	714	1,018	<b>比率分析</b>						
利润率	n.a	1.3%	3.3%	7.7%	11.8%	12.8%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	12	-3	-21	-48	-103	-148	<b>每股指标</b>						
所得税率	n.a	14.7%	22.4%	14.5%	14.5%	14.5%	每股收益	0.026	0.047	0.145	0.684	1.469	2.095
净利润	11	19	74	284	610	870	每股净资产	2.973	3.092	3.629	4.267	5.736	7.831
少数股东损益	0	0	15	0	0	0	每股经营现金净流	0.212	0.724	0.517	0.367	1.348	2.114
归属于母公司的净利润	11	19	59	284	610	870	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.010	0.010	0.010
净利率	0.9%	1.1%	2.1%	6.6%	10.1%	10.9%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	0.87%	1.52%	3.99%	16.03%	25.62%	26.75%
净利润	11	19	74	284	610	870	总资产收益率	0.40%	0.79%	1.92%	8.22%	14.22%	15.45%
少数股东损益	0	0	15	0	0	0	投入资本收益率	-1.37%	2.01%	3.74%	10.17%	18.59%	20.23%
非现金支出	48	81	34	72	87	103	<b>增长率</b>						
非经营收益	22	31	32	88	8	11	主营业务收入增长率	24.82%	42.32%	63.20%	51.05%	40.70%	31.40%
营运资金变动	6	166	72	-293	-153	-119	EBIT增长率	-60.17%	930.37%	150.78%	161.99%	122.77%	42.93%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>87</b>	<b>296</b>	<b>212</b>	<b>150</b>	<b>552</b>	<b>865</b>	净利润增长率	148.69%	80.72%	208.16%	379.33%	114.86%	42.58%
资本开支	-125	-123	-356	63	-166	-190	总资产增长率	1.42%	-9.17%	26.57%	12.86%	25.93%	32.75%
投资	27	180	0	3	0	0	<b>资产管理能力</b>						
其他	18	4	-76	30	20	20	应收账款周转天数	36.6	34.3	18.6	30.0	30.0	30.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-80</b>	<b>62</b>	<b>-432</b>	<b>96</b>	<b>-146</b>	<b>-170</b>	存货周转天数	59.0	46.6	41.2	48.0	48.0	48.0
股权募资	-4	-2	457	2	0	0	应付账款周转天数	54.2	48.7	40.2	45.0	45.0	45.0
债权募资	-44	-407	-122	-144	-41	124	固定资产周转天数	170.5	124.0	80.8	65.6	54.3	46.5
其他	-123	-168	-36	-36	-32	-34	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-171</b>	<b>-577</b>	<b>299</b>	<b>-177</b>	<b>-72</b>	<b>90</b>	净负债/股东权益	38.39%	23.80%	1.76%	-7.18%	-19.28%	-32.99%
<b>现金净流量</b>	<b>-164</b>	<b>-219</b>	<b>78</b>	<b>69</b>	<b>333</b>	<b>785</b>	EBIT利息保障倍数	0.1	0.8	4.1	13.2	46.2	162.2
							资产负债率	54.71%	48.19%	40.73%	38.66%	36.42%	36.08%

来源：公司年报、国金证券研究所

**投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402