



买入(上调)

所属行业: 食品饮料
当前价格(元): 72.75

证券分析师

花小伟

资格编号: S0120521020001

邮箱: huaxw@tebon.com.cn

王卓群

资格编号: S0120520080003

邮箱: wang_zq@tebon.com.cn

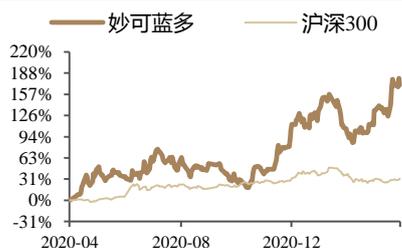
邓周贵

资格编号: S0120521030005

邮箱: dengzg@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	25.69	30.63	16.87
相对涨幅(%)	24.33	33.87	20.38

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1.《蓄势待发, 国民奶酪先行者妙可蓝多 - 妙可蓝多(600882.SH)》, 2020.11.24

妙可蓝多(600882.SH): 聚焦奶酪 高成长, 第二个五年开局佳

投资要点

- **事件:** 妙可蓝多披露 2020 年度年报及 2021 年一季报: 2020 年公司实现营业总收入 28.47 亿元/+63.20%, 归母净利润 0.59 亿元/+208.16%, 扣非后归母净利润 0.45 亿元。其中 20Q4 公司实现营业总收入 9.70 亿元/+65.74%, 归母净利润 0.06 亿元/-13.88%, 扣非后归母净利润 0.05 亿元。21Q1 公司实现营业总收入 9.51 亿元/+140.58%, 归母净利润 0.32 亿元/+215.60%, 扣非后归母净利润 0.32 亿元/+211.66%。
- **聚焦奶酪, 助推收入高增长。** 2020 年公司奶酪/液态奶/贸易产品收入分别同比 +125.15%/-13.31%/+4.25%, 其中奶酪业务收入 20.74 亿元, 占公司主营业务收入比例为 72.91%, 上年同期为 52.91%。2020 年公司坚定推行“聚焦奶酪”的总体战略, 奶酪业务在大单品奶酪棒持续放量, B、C 端双轮驱动下规模持续扩大, 贸易业务稳健开展, 液态奶业务则受到疫情及为奶酪业务发展主动调整的影响。21Q1 公司奶酪/液态奶/贸易产品收入分别同比 +156.77%/+12.71%/+399.10%, 其中奶酪业务收入 6.97 亿元, 占公司主营业务收入比例为 73.34%, 相比 2019 年进一步提升。
- **高毛利的奶酪业务持续高增, 带来毛利率持续改善。** 2020 年公司毛利率为 35.91%/+4.36 pct, 其中奶酪/液态奶/贸易产品毛利率分别同比 +4.09/-13.48/-3.58 pct。若剔除运费调整为计入营业成本的影响, 则奶酪/液态奶/贸易产品毛利率分别同比 +7.58/-9.10/-3.29 pct。奶酪业务毛利率的同比大幅提升, 一方面由于整体规模扩大带来规模效应渐显, 另一方面由于毛利率最高的即食营养系列产品(以奶酪棒为代表)占比显著提高带来产品结构优化。剔除运费调整的影响, 2020 年奶酪产品毛利率达 48.86%, 奶酪产品大幅增长带动公司主营业务毛利率同比增加 7.61 pct 至 39.15%。20Q1 伴随奶酪业务收入占比进一步提升, 公司毛利率同比提升 3.51 pct 至 38.68%。
- **销售费用率有所提升, 期间费用率小幅增长。** 公司 2020 年期间费用率为 32.27%/+0.70pct, 其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 24.96%/4.93%/1.37%/1.02%, 同比分别 +4.36/-1.45/+0.09/-2.30 pct。若剔除运费调整为计入营业成本的影响, 则公司 2020 年销售费用率达 28.17%/+7.57pct, 带来期间费用率同比 +3.91pct 至 35.49%, 主要是由于目前公司奶酪业务处于快速扩张期, 渠道拓展和品牌建设带来广告促销费等销售费用显著增加。2020 年公司继续渠道下沉, 截至 2020 年底, 公司共有经销商 2626 家, 较 2019 年增长 11.79%, 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; 并在线上渠道取得 2020 年奶酪产品全网销售第一的优异成绩。20Q1 公司期间费用率为 33.97%/+0.43pct, 其中销售费用率达 25.99%/+1.15pct。
- **蒙牛将入主, 有望开启公司发展新纪元。** 2021 年 4 月 19 日, 公司定增申请获得证监会发审委审核通过; 4 月 27 日, 公司定增事项通过了国家市场监督管理总局反垄断局的经营者集中审查。本次定增超过 90% 的募集资金将用于奶酪生产加工项目的投资建设, 项目全部达产后预计新增设计产能 18.22 万吨, 预计将有效提高公司奶酪产品的产能。同时, 蒙牛将认购本次定增的全部股票, 相关交易完成后, 蒙牛将成为公司控股股东。蒙牛承诺将以公司作为其奶酪业务的运营平台, 并在交易完成之日起 2 年内将其奶酪业务注入公司。今年以来蒙牛持续增持公司股票, 截止 3 月 31 日其持有公司股份达到 11.07%。蒙牛入主妙可蓝多, 将实现两家公司奶酪业务的充分整合, 充分发挥双方在乳制品领域的战略协同效应, 公司



有望利用蒙牛在原材料采购、产品技术研发、渠道网络、营销资源以及企业管理等方面的资源，提升公司综合竞争力，促进公司做大做强。

- **股权激励落地，未来三年高成长可期。**公司在今年一季度实施了2020年股权激励计划。从公司层面解锁条件来看，2021-2023年公司营业收入需要分别达到40/60/80亿元，同比增速分别为41%/50%/33%，目标积极，公司未来三年高增长可期。
- **投资建议：**公司的“第一个五年”已在2020年圆满收官，公司业绩也在“第二个五年”迎来了“开门红”。我国奶酪市场仍是一片蓝海，公司作为国内奶酪领先品牌，先发优势明显。伴随乳制品龙头蒙牛入主及产能项目达产，核心奶酪业务在产品、渠道、产能、品牌等方面的护城河将进一步巩固，助力公司实现高成长。我们调整盈利预测，预计公司2021-2023年营业总收入分别为44.69/64.05/83.92亿元，分别同比增长57.0%/43.3%/31.0%；2021-2023年归母净利润分别为2.95/6.26/9.95亿元，分别同比增长397.0%/112.4%/59.0%；EPS分别为0.71/1.51/2.40元，对应PE分别为103/48/30倍。同时上调评级至“买入”。
- **风险提示：**新品推广不及预期；产能投放不及预期；原材料价格上涨；行业竞争加剧

股票数据		主要财务数据及预测					
		2019	2020	2021E	2022E	2023E	
总股本(百万股):	415.31						
流通A股(百万股):	409.31						
52周内股价区间(元):	26.86-75.45						
总市值(百万元):	30,213.73						
总资产(百万元):	3,445.25						
每股净资产(元):	3.71						
资料来源:公司公告							
		营业收入(百万元)	1,744	2,847	4,469	6,405	8,392
		(+/-)YOY(%)	42.3%	63.2%	57.0%	43.3%	31.0%
		净利润(百万元)	19	59	295	626	995
		(+/-)YOY(%)	80.7%	208.2%	397.0%	112.4%	59.0%
		全面摊薄EPS(元)	0.05	0.14	0.71	1.51	2.40
		毛利率(%)	31.6%	35.9%	41.4%	44.4%	46.4%
		净资产收益率(%)	1.5%	4.0%	15.4%	23.4%	26.1%

资料来源:公司年报(2019-2020),德邦研究所
 备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

图 1: 妙可蓝多 PE-Band


资料来源: Wind, 德邦研究所

图 2: 妙可蓝多 PB-Band


资料来源: Wind, 德邦研究所

表 1: 公司季度业绩拆分 (单位: 亿元)

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
单季									
营业总收入	2.98	4.16	4.45	5.86	3.95	6.88	7.93	9.70	9.51
同比(%)	57.52%	51.28%	46.12%	28.10%	32.66%	65.41%	78.25%	65.74%	140.58%
归母净利润	-0.05	0.09	0.04	0.07	0.10	0.22	0.21	0.06	0.32
同比(%)	-	-23.06%	-12.68%	-51.63%	-	158.96%	161.36%	-13.88%	215.60%
扣非归母净利润	-0.05	0.08	0.08	-0.24	0.10	0.09	0.20	0.05	0.32
同比(%)	-	-	-	-255.60%	-	8.20%	168.44%	-	211.66%
累计									
营业总收入	2.98	7.14	11.59	17.44	3.95	10.83	18.76	28.47	9.51
同比(%)	57.52%	53.82%	50.77%	42.32%	32.66%	51.74%	61.92%	63.20%	140.58%
归母净利润	-0.05	0.04	0.12	0.19	0.10	0.32	0.53	0.59	0.32
同比(%)	-	-	-	80.72%	-	727.87%	348.50%	208.16%	215.60%
扣非归母净利润	-0.05	0.04	0.11	-0.12	0.10	0.19	0.39	0.45	0.32
同比(%)	-	-	-	-	-	407.32%	247.93%	-	211.66%

资料来源: 公司公告, Wind, 德邦研究所

表 2: 公司主营业务拆分 (单位: 亿元)

	2017	2018	2019	2020
奶酪				
收入	1.93	4.56	9.21	20.74
同比 (%)	47.57	135.85	102.20	125.15
毛利率 (%)	34.44	34.70	41.28	45.37
液态奶				
收入	4.25	4.68	4.77	4.13
同比 (%)	94.12	10.00	1.90	-13.31
毛利率 (%)	33.41	30.67	31.40	17.92
贸易产品				
收入	3.60	2.99	3.43	3.57
同比 (%)	670.87	-16.90	14.53	4.25
毛利率 (%)	4.36	9.57	5.56	1.98

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

表 3: 公司产品产销量拆分 (单位: 吨)

	2017	2018	2019	2020
奶酪				
生产量	6445.14	10400.20	18554.77	35781.43
同比 (%)	60.36	61.36	78.41	92.84
销售量	5804.95	10542.38	18069.66	35040.08
同比 (%)	44.87	81.61	71.40	93.92
库存量	829.31	661.24	1100.33	1610.81
同比 (%)	128.25	-20.27	66.40	46.39
液态奶				
生产量	62513.70	68581.34	67103.55	63126.28
同比 (%)	89.43	9.71	-2.15	-5.93
销售量	61657.14	68664.50	64178.23	61226.18
同比 (%)	89.03	11.37	-6.53	-4.60
库存量	946.32	537.72	606.55	460.28
同比 (%)	55.39	-43.18	12.80	-24.12
贸易产品				
销售量	15791.38	14584.19	14162.59	14794.98
同比 (%)	797.05	-7.64	-2.89	4.47
库存量	937.40	478.58	235.10	1577.14
同比 (%)	97.55	-48.95	-50.88	570.84

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	0.14	0.71	1.51	2.40
每股净资产	3.58	4.60	6.45	9.19
每股经营现金流	0.64	0.34	1.97	2.87
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	509.87	102.58	48.30	30.37
P/B	20.34	15.81	11.28	7.92
P/S	10.85	7.01	4.89	3.73
EV/EBITDA	164.71	72.89	33.09	20.16
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	35.9%	41.4%	44.4%	46.4%
净利润率	2.1%	6.6%	9.8%	11.9%
净资产收益率	4.0%	15.4%	23.4%	26.1%
资产回报率	1.9%	7.0%	12.4%	15.2%
投资回报率	3.8%	9.3%	18.4%	22.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	63.2%	57.0%	43.3%	31.0%
EBIT 增长率	150.8%	207.8%	128.9%	62.4%
净利润增长率	208.2%	397.0%	112.4%	59.0%
偿债能力指标				
资产负债率	40.7%	44.6%	35.6%	29.2%
流动比率	1.3	1.2	1.5	2.2
速动比率	0.9	0.8	1.0	1.6
现金比率	0.6	0.4	0.5	1.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	14.9	32.4	27.9	25.0
存货周转天数	54.1	54.7	50.7	53.1
总资产周转率	0.9	1.1	1.3	1.3
固定资产周转率	4.5	4.1	4.4	4.7

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	59	295	626	995
少数股东损益	15	73	155	247
非现金支出	90	56	77	93
非经营收益	32	-35	-45	-75
营运资金变动	72	-250	4	-68
经营活动现金流	267	139	817	1,193
资产	-356	-449	-337	-279
投资	0	0	0	0
其他	-76	-8	49	68
投资活动现金流	-432	-457	-288	-211
债权募资	370	403	-394	-194
股权募资	457	6	0	0
其他	-529	-59	-34	-26
融资活动现金流	298	351	-428	-220
现金净流量	134	33	100	762

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 29 日
 资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,847	4,469	6,405	8,392
营业成本	1,825	2,616	3,561	4,500
毛利率%	35.9%	41.4%	44.4%	46.4%
营业税金及附加	14	23	33	43
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	710	1,104	1,563	2,048
营业费用率%	25.0%	24.7%	24.4%	24.4%
管理费用	140	299	320	323
管理费用率%	4.9%	6.7%	5.0%	3.9%
研发费用	39	63	96	126
研发费用率%	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%
EBIT	118	364	833	1,352
财务费用	29	42	56	69
财务费用率%	1.0%	1.0%	0.9%	0.8%
资产减值损失	-29	0	0	0
投资收益	14	44	63	83
营业利润	97	426	912	1,454
营业外收支	-2	7	7	7
利润总额	95	433	919	1,461
EBITDA	181	420	909	1,446
所得税	21	65	138	219
有效所得税率%	22.4%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	15	73	155	247
归属母公司所有者净利润	59	295	626	995

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	567	600	700	1,462
应收账款及应收票据	116	396	489	576
存货	270	392	494	655
其它流动资产	224	312	429	555
流动资产合计	1,178	1,700	2,112	3,248
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	630	1,087	1,459	1,788
在建工程	217	292	330	336
无形资产	100	93	91	93
非流动资产合计	1,915	2,509	2,941	3,304
资产总计	3,092	4,209	5,054	6,552
短期借款	275	618	214	0
应付票据及应付账款	327	457	615	764
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	309	393	552	708
流动负债合计	911	1,469	1,381	1,473
长期借款	299	359	369	389
其它长期负债	49	49	49	49
非流动负债合计	349	409	419	439
负债总计	1,260	1,878	1,800	1,911
实收资本	409	415	415	415
普通股股东权益	1,486	1,911	2,678	3,817
少数股东权益	347	420	576	823
负债和所有者权益合计	3,092	4,209	5,054	6,552

信息披露

分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，食饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。