

不惧短期波动

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:	76.53/25.58
目标价格:		总市值(亿)	302.14
最新收盘价:	66.99	自由流通市值(亿)	274
		自由流通股数(百万)	278

事件概述

5/28 公司发布公告，针对“会议纪要透露公司近期销量下滑不及预期”，公司表示未发布或传播相关销售收入数据或预测数据，公司各项生产经营正常。

分析判断:

市场对于高速成长型公司的短期数据波动会比较敏感，担心短期数据波动是否预示公司发展趋势逆转。我们认为妙可蓝多当前竞争力无损，局部地区月度数据波动是正常情况，投资人应理性看待。

1、短期数据波动属于淡旺季转换正常现象。我们判断 5 月零售事业部整体口径（含电商）销售情况环比稳定，同比去年仍在高速增长。从发货节奏上来看，3 月-4 月南区、北区陆续由淡季向旺季转变，我们判断工厂端会加大供应以迎接旺季来临，因此 5 月份更多为消化库存阶段。我们认为部分区域显示 5 月份增长环比略有下降，属于正常的经营节奏调节，去年也是同样节奏。6 月是半年度考核节点，我们认为将环比有所改善。当前跟踪显示终端良性动销，销售团队对于达成目标仍然充满信心。

2、市场竞争有所升温，但妙可领先优势在拉大。我们判断妙可目前单月动销较主要竞争对手百吉福、妙飞、伊利已拉开明显差距。妙可由此前追赶者角色转为市场领导者，因此在局部优势市场受到竞品重点进攻。KA 是重点竞争渠道，因 KA 渠道客流量大，竞品通过买陈列、低价促销等方式获得一定份额。虽然竞争加剧，终端观察妙可仍然保持好于竞品的动销。妙可成熟市场例如山东、江苏、河南、河北，尽管新进入品牌较多，根据尼尔森数据，近半年妙可市场份额仍然实现了提升。

3、妙可护城河足够宽。1) **产能优势。**妙可目前现有 4 间工厂，今年 4 月第 5 间工厂在上海金山开始投产，一定程度缓解产能不足（但整体仍然供不应求），我们判断目前投产产线 30 条+，是业内体量最大。目前核心奶酪棒核心生产设备仍进口自海外少数几家设备供应商，海外疫情对交货节奏有影响，大客户订单保障程度较好。主要竞争对手产能紧张较 2019-2020 年缓解，但现有产能仍不足以支持短期内销售规模大幅扩张。2) **品牌优势。**通过近 3 年大力度广告宣传投放（2018-2020 年广告促销费用分别为 1.1/2/5.6 亿元），妙可在奶酪领域已牢牢占据消费者心智第一位。儿童奶酪棒品类类似于婴配奶粉，最终消费者并无价格敏感性，品牌力而非价格在最终购买行为中的影响权重高于其他大众消费品类例如低温酸奶等。因此竞品靠单一价格因素并不能胜出，且从长远看损伤了品牌力。公司始终把品牌力打造、消费者心智占位作为打造公司护城河的第一要素，策略上在局部市场理性参与价格竞争。3) **渠道优势。**妙可是业内目前真正推动全国化布局的企业。一二线城市的主要竞争对手是百吉福等外资品牌，要实现全国化需要解决产能、团队、经销商体系等一系列系统问题。在三四线城市主要与妙飞等以及新进入品牌竞争，根据尼尔森数据，其他品牌主要集中在重点市场或总部所在地优势市场进行局部竞争，数据显示妙可在全国主要市场均保持市占率提升趋势。

4、蒙牛入主之后公司长期发展空间值得期待。妙可作为集团在奶酪领域的发展平台，我们判断未来将不止奶酪棒品类，家庭餐桌线产品也在储备中。短期预计将推动供应链整合，以及能者胜任原则下的团队人员整合。

投资建议

5 月局部地区动销环比波动属于正常现象，更多是库存压力之下的表现，6 月有机会弥补目标达成差距，6 月数据更为重要。竞争角度，今年妙可蓝多大幅领先的行业格局依然比较确定。我们观察作为行业领导者公司仅局部市场适度参与价格竞争、总体费用投放预计较为节制，未来广告等固定投入预计将会产生规模效应，维持今年利润率提升判断。预计 2021-22 年收入 46、64、82 亿元，归母净利润 3.9、7.4、11.1 亿元。目前股价对应 2021 年 P/E 72 倍。市场对于短期数据波动过敏感，公司成长趋势、行业格局并无本质变化，下跌提供买入机会，维持买入评级。

风险提示

①产能投放不及预期；②市场竞争加剧风险；③食品安全问题。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,744	2,847	4,628	6,399	8,204
YoY (%)	42.3%	63.2%	62.6%	38.3%	28.2%
归母净利润(百万元)	19	59	387	743	1,110
YoY (%)	80.7%	208.2%	552.4%	92.1%	49.5%
毛利率 (%)	31.6%	35.9%	42.8%	44.8%	45.4%
每股收益 (元)	0.05	0.14	0.93	1.79	2.67
ROE	1.5%	4.0%	13.9%	21.0%	23.9%
市盈率	-	469.50	71.96	37.46	25.06

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：寇星

联系人：刘来珍

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

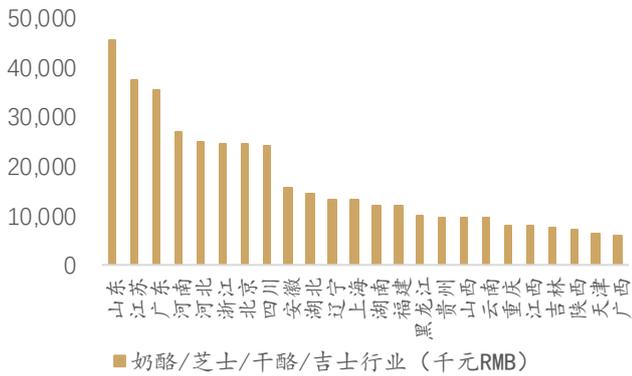
邮箱：liulz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

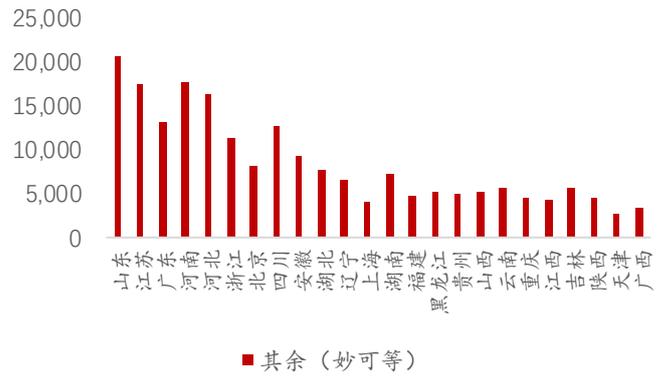
联系电话：

图 1 2021 年 3 月零售奶酪行业分区域零售额（千元）



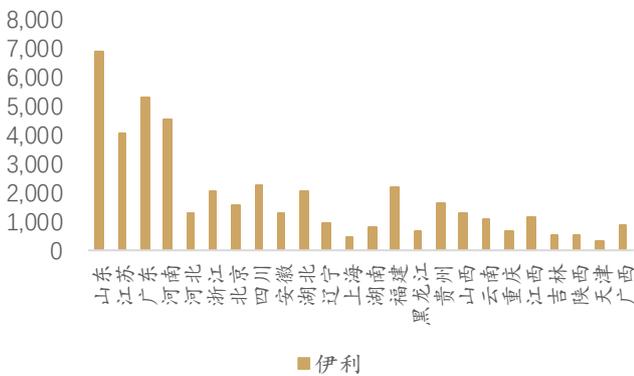
资料来源：尼尔森、华西证券研究所

图 2 2021 年 3 月妙可等零售奶酪分区域零售额（千元）



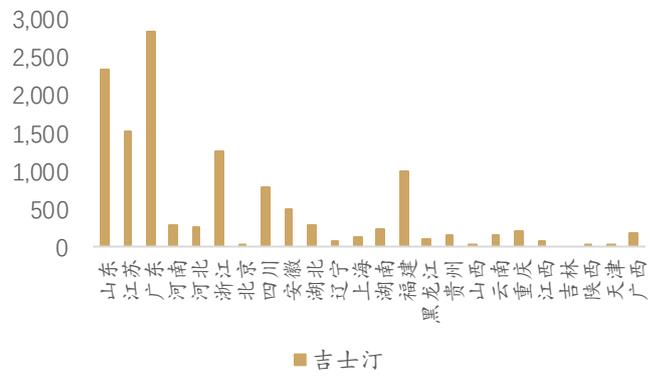
资料来源：尼尔森、华西证券研究所

图 3 2021 年 3 月伊利零售奶酪分区域零售额（千元）



资料来源：尼尔森、华西证券研究所

图 4 2021 年 3 月吉士汀零售奶酪分区域零售额（千元）



资料来源：尼尔森、华西证券研究所

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,847	4,628	6,399	8,204	净利润	74	404	760	1,128
YoY (%)	63.2%	62.6%	38.3%	28.2%	折旧和摊销	63	68	73	81
营业成本	1,825	2,649	3,532	4,483	营运资金变动	72	-651	-229	-124
营业税金及附加	14	23	32	41	经营活动现金流	267	-158	620	1,101
销售费用	710	1,064	1,440	1,805	资本开支	-356	-400	-400	-300
管理费用	140	311	343	338	投资	0	0	0	0
财务费用	29	30	30	29	投资活动现金流	-432	-400	-400	-300
资产减值损失	-29	0	0	0	股权募资	457	59	0	0
投资收益	14	0	0	0	债务募资	370	-275	0	0
营业利润	97	500	945	1,405	筹资活动现金流	298	615	-21	-21
营业外收支	-2	5	5	5	现金净流量	134	57	199	780
利润总额	95	505	950	1,410	主要财务指标				
所得税	21	101	190	282	2020A	2021E	2022E	2023E	
净利润	74	404	760	1,128	成长能力				
归属于母公司净利润	59	387	743	1,110	营业收入增长率	63.2%	62.6%	38.3%	28.2%
YoY (%)	208.2%	552.4%	92.1%	49.5%	净利润增长率	208.2%	552.4%	92.1%	49.5%
每股收益	0.14	0.93	1.79	2.67	盈利能力				
资产负债表 (百万元)					毛利率	35.9%	42.8%	44.8%	45.4%
货币资金	567	625	824	1,604	净利润率	2.6%	8.7%	11.9%	13.7%
预付款项	114	397	459	448	总资产收益率 ROA	1.9%	8.7%	13.7%	16.3%
存货	270	363	503	651	净资产收益率 ROE	4.0%	13.9%	21.0%	23.9%
其他流动资产	226	799	1,049	1,293	偿债能力				
流动资产合计	1,178	2,184	2,834	3,996	流动比率	1.29	2.34	2.45	2.83
长期股权投资	0	0	0	0	速动比率	0.87	1.52	1.62	2.05
固定资产	630	876	1,111	1,288	现金比率	0.62	0.67	0.71	1.13
无形资产	100	91	88	85	资产负债率	40.7%	28.9%	27.8%	25.9%
非流动资产合计	1,915	2,252	2,584	2,808	经营效率				
资产合计	3,092	4,436	5,418	6,804	总资产周转率	0.92	1.04	1.18	1.21
短期借款	275	0	0	0	每股指标 (元)				
应付账款及票据	327	532	690	863	每股收益	0.14	0.93	1.79	2.67
其他流动负债	309	402	466	550	每股净资产	3.58	6.71	8.50	11.18
流动负债合计	911	934	1,156	1,414	每股经营现金流	0.64	-0.38	1.49	2.65
长期借款	299	299	299	299	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	49	49	49	49	估值分析				
非流动负债合计	349	349	349	349	PE (对应净利润)	469.50	71.96	37.46	25.06
负债合计	1,260	1,283	1,504	1,762	PB	15.96	9.98	7.88	5.99
股本	409	468	468	468					
少数股东权益	347	365	382	400					
股东权益合计	1,833	3,153	3,914	5,041					
负债和股东权益合计	3,092	4,436	5,418	6,804					

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。