



2021 年 07 月 07 日

收入高增，利润释放

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:	84.5/31.59
目标价格:		总市值(亿)	245.03
最新收盘价:	59	自由流通市值(亿)	241.49
		自由流通股数(百万)	409.31

事件概述

公司发布业绩预告，2021 年上半年收入预计 20-21 亿元，同比+85%-94%；归母净利 0.95-1.1 亿元，同比+195%-242%；扣非归母净利 0.93-1.08 亿元，同比+386%-464%。其中，2021 收入预计 10.5-11.5 亿元，同比+52%-67%；归母净利预计 0.63-0.78 亿元，同比+185%-254%。

分析判断:

► 奶酪棒业务保持高速增长

我们判断 Q2 奶酪收入 9 亿元左右，其中奶酪棒 7 亿元左右，奶酪棒收入同比增速超 100%、环比上季度保持增长。Q2 公司奶酪产能继续增加，上海金山工厂投产，产能不足情况得到一定缓解，将形成上海（2 个工厂）、天津、吉林、长春四地 5 间工厂的产能布局，进一步巩固产能大幅领先优势。公司销售网络保持扩张态势、进一步下沉，我们预计今年将完成全国全渠道覆盖。同时，公司通过全品项进入核心店、拓展终端陈列、开展“单点爆破”活动等着力提升单点销售额，收效明显。产品方面，6 月推出儿童奶酪棒香草冰淇淋新口味，进一步丰富大单品产品线；推出“每日芝食”奶酪条新品，拓展更多消费人群。其他奶酪（B 端为主）Q2 收入预计同比增幅不大，我们判断因去年疫情影响 Q2 销量基数较高，但环比保持增长。妙可蓝多即将加入蒙牛平台，我们认为 B 端奶酪业务将明显受益于蒙牛丰富的客户资源，将保持较快增长。

► Q2 净利率进一步提升

根据预告，Q2 公司归母净利率预计接近 7%，较 Q1 归母净利率 3.4%进一步改善。由于股权激励费用影响较大，若加回，我们判断业务经营实现的净利率接近 9%左右。公司已经处于释放利润的阶段。奶酪收入规模持续增加、高毛利奶酪棒业务占比进一步提升，我们预计公司毛利率继续提升。销售费用投入方面，根据观察，上半年公司保持持续稳定的品牌投入，夯实“奶酪就选妙可蓝多”的心智占位。线下投入方面，我们判断公司保持较高的渠道利润率以吸引更多合作伙伴；市场上虽然小品牌增多、竞品加大促销，根据终端观察，妙可蓝多产品保持较快动销，仅局部区域适度参与价格促销，这得益于领先的产品力、品牌力；因此我们判断线下费用投入也是稳定可控。整体在规模效应下实现净利率提升。

投资建议

我们认为 Q2 业绩符合预期，实际业绩有望接近预告上限。上半年收入完成股权激励目标的 50%+，其中奶酪棒持续高增长，下半年新产品上市、以及加入蒙牛体系之后 B 端业务空间的打开，预计将进一步推动收入增长。Q2 净利率进一步提升，公司已处于利润释放阶段，预计下半年在规模效应进一步加强，利润有望继续攀升。维持盈利预测 2021-23 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 2021/22 年 P/E 63/33 倍，维持买入评级。

风险提示

①新品销售不及预期；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	-	413.50	63.38	33.00	22.07

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

联系电话：

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表（百万元）	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	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	21	101	190	282	成长能力				
净利润	74	404	760	1,128	营业收入增长率	63.2%	62.6%	38.3%	28.2%
归属于母公司净利润	59	387	743	1,110	净利润增长率	208.2%	552.4%	92.1%	49.5%
YoY (%)	208.2%	552.4%	92.1%	49.5%	盈利能力				
每股收益	0.14	0.93	1.79	2.67	毛利率	35.9%	42.8%	44.8%	45.4%
资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	2.6%	8.7%	11.9%	13.7%
货币资金	567	625	824	1,604	总资产收益率 ROA	1.9%	8.7%	13.7%	16.3%
预付款项	114	397	459	448	净资产收益率 ROE	4.0%	13.9%	21.0%	23.9%
存货	270	363	503	651	偿债能力				
其他流动资产	226	799	1,049	1,293	流动比率	1.29	2.34	2.45	2.83
流动资产合计	1,178	2,184	2,834	3,996	速动比率	0.87	1.52	1.62	2.05
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.62	0.67	0.71	1.13
固定资产	630	876	1,111	1,288	资产负债率	40.7%	28.9%	27.8%	25.9%
无形资产	100	91	88	85	经营效率				
非流动资产合计	1,915	2,252	2,584	2,808	总资产周转率	0.92	1.04	1.18	1.21
资产合计	3,092	4,436	5,418	6,804	每股指标（元）				
短期借款	275	0	0	0	每股收益	0.14	0.93	1.79	2.67
应付账款及票据	327	532	690	863	每股净资产	3.58	6.71	8.50	11.18
其他流动负债	309	402	466	550	每股经营现金流	0.64	-0.38	1.49	2.65
流动负债合计	911	934	1,156	1,414	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	299	299	299	299	估值分析				
其他长期负债	49	49	49	49	PE	413.50	63.38	33.00	22.07
非流动负债合计	349	349	349	349	PB	15.96	8.79	6.94	5.28
负债合计	1,260	1,283	1,504	1,762					
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。

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。