

增持

——首次覆盖

妙可蓝多 (600882)

证券研究报告/公司研究/公司动态

日期: 2021年07月09日

行业: 食品饮料



分析师: 王昆

Tel: 021-53686179

E-mail: wangkun@shzq.com

SAC 证书编号: S0870521030001

研究助理: 李园哲

Tel: 021-53686163

E-mail: liyuanzhe@shzq.com

SAC 证书编号: S087012009004

基本数据 (截至 2021 年 7 月 8 日)

报告日股价 (元)	58.49
12mth A 股价格区间 (元)	31.91-84.18
总股本 (百万股)	415.31
无限售 A 股/总股本	98.56
流通市值 (亿元)	239.40
每股净资产 (元)	3.61
PBR (X)	415.31

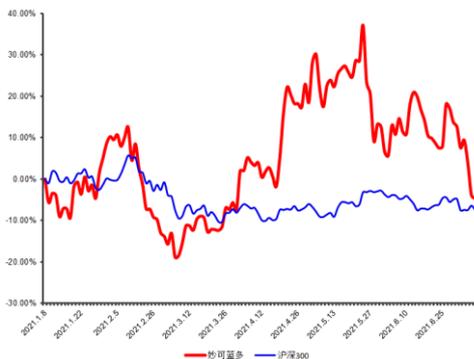
主要股东 (2021Q1)

柴琇	18.32%
蒙牛乳业	11.07%

收入结构 (2020)

奶酪	92.06%
液态奶	7.25%
贸易产品	0.69%

近 6 个月股票与沪深 300 比较



2021 年半年度业绩预告点评: 奶酪业务维持高增长, 产品结构持续改善

■ 事件

公司披露 2021 年半年度业绩预告, 2021 上半年预计实现营收 20-21 亿元, 同比增长 85%-94%。其中 Q2 预计 10.5-11.5 亿元, 同比增长 52%-67%; 预计实现归母净利润 0.95-1.1 亿元, 同比增长 195%-242%。其中 Q2 预计 0.63-0.78 亿元, 同比增长 185%-253%; 预计实现扣非归母净利润 0.93-1.08 亿元, 同比增长 386%-464%。其中 Q2 预计 0.61-0.76 亿元, 同比增长 179%-248%。

■ 公司点评

产品结构持续优化, 奶酪棒营收翻倍

预计 Q2 奶酪产品收入 9 亿元 (包括 BC 端), 其中奶酪棒单品预计收入 7 亿元, 20 年同期 3.26 亿元, 同比增长 115%。上半年盈利弹性主要来自产品结构优化带来的毛利率提升, Q2 奶酪棒收入占比预计超过 60%, 同比提升约 13pct。Q1、Q2 净利率分别为 3.4%、6.4% (Q2 取中值), 加回股权激励费用 Q2 净利率预计超过 7%, 净利率改善较为明显。受益于奶酪业务的高增长, 预计下半年奶酪棒收入占比持续提升。我们判断 21 年公司毛利率能够突破 40%, 毛销差的增幅最终传导至净利率的提升。

产能放量+新品推进, 助力百亿营收

公司十四五规划百条生产线。预计到 21 年年底, 妙可吉林切丝车间奶酪加工项目与妙可乳品中新食品区创业园项目完工, 将释放产能超过 1.25 万吨; 上海金山工厂预计在 9 月份投产, 公司未来产能将超过 10 万吨。下半年公司计划推出常温奶酪棒和家庭餐桌系列, 常温奶酪棒预估毛利率会超过 60%。未来努力打造多个过十亿大单品包括奶酪棒、常温奶酪、家庭餐桌系列和功能性奶酪食品等。

蒙牛战略投资, 巩固龙头地位

蒙牛 7 月下旬正式进驻董事会, 将在 2 年内将奶酪及相关原材料贸易业务注入妙可, 同时提供生产、供应链、渠道等资源。妙可将成为旗下唯一奶酪平台, 专注于奶酪业务。从凯度数据来看, 目前妙可蓝多市场份额 34%, 百吉福 20%+, 伊利 10%+, 我们认为凭借蒙牛的助力, 妙可铺货和动销优势将继续甩开竞争对手, 实现未来收入持续提升。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司 2021、2022、2023 年营业收入分别为 44.13 亿元、62.66 亿元、85.22 亿元; 归属母公司股东净利润分别为 3.35 亿元、6.31 亿元、9.62 亿元; 每股收益 EPS 分别为 0.81/1.52/2.32 元, 对应 PE 为 72.6/38.48/25.25 倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。

■ 风险提示

疫情反复风险、市场竞争加剧风险、新品推出不及预期风险、食品安全风险等。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2847	4413	6266	8522
年增长率	63.2%	55.0%	42.0%	36.0%
归属于母公司的净利润	59	335	631	962
年增长率	208.2%	464.7%	88.7%	52.4%
每股收益（元）	0.15	0.81	1.52	2.32
市盈率（X）	393.79	72.60	38.48	25.25

数据来源：Wind，上海证券研究所（2021年7月8日收盘价）

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	567	493	1028	1936
应收票据及应收账款	116	180	255	347
存货	270	384	517	692
其他流动资产	102	134	166	197
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	847	952	1070	1168
无形资产和开发支出	100	93	86	78
其他非流动资产	232	232	232	232
资产总计	3092	3380	4330	5711
短期借款	275	0	0	0
应付票据及应付账款	327	464	625	837
长期借款	299	299	299	299
其他负债	358	427	558	726
负债合计	1260	1191	1483	1862
股本	409	415	415	415
资本公积	1839	1839	1839	1839
留存收益	-761	-426	205	1167
归属母公司股东权益	1486	1826	2458	3420
少数股东权益	347	363	389	429
股东权益合计	1833	2189	2847	3849
负债和股东权益合计	3092	3380	4330	5711

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动产生现金流量	267	552	915	1283
投资活动产生现金流量	-432	-333	-362	-357
筹资活动产生现金流量	298	-292	-18	-18
现金流量净额	134	-74	535	908

利润表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2847	4413	6266	8522
营业成本	1825	2591	3490	4671
营业税金及附加	14	22	31	43
销售费用	710	1059	1535	2088
管理费用	140	296	401	511
财务费用	29	8	-5	-27
资产减值损失	-29	0	0	0
投资收益	14	22	31	42
公允价值变动损益	1	0	0	0
营业利润	97	422	792	1207
营业外收支净额	-2	0	0	0
利润总额	95	422	792	1207
所得税	21	72	135	205
净利润	74	350	658	1002
少数股东损益	15	16	26	40
归属母公司股东净利润	59	335	631	962

比率分析

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	36%	41%	44%	45%
净利率	2%	8%	10%	11%
ROE	4%	18%	26%	28%
ROA	2%	10%	15%	17%
资产负债率	41%	35%	34%	33%
流动比率	1.29	1.62	1.94	2.31
速动比率	0.87	0.97	1.29	1.66
总资产周转率	1	1	1	1
应收账款周转率	25	25	25	25
存货周转率	7	7	7	7

数据来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

王昆 李园哲

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。