

公司研究

上半年业绩超预期，持续扩大领先优势

——妙可蓝多（600882.SH）2021年中报业绩点评

要点

事件：2021年8月10日，妙可蓝多发布2021年半年报。报告期内，公司实现营业收入/归母净利润20.67/1.12亿元，同比+90.8%/+247.12%，21Q2实现营业收入/归母净利润11.16/0.8亿元，同比+62.21%/+261.61%，业绩超出预告。

聚焦奶酪战略成效显著，业绩维持高速增长：1) 分产品看，奶酪/液态奶/贸易营收分别为15.22/2.13/3.28亿元，同比分别为+91.53%/+5.79%/+280.96%。贸易营收增速较快，一方面是受去年疫情下的低基数影响；另一方面系公司对贸易业务进行战略规划调整，取得一定成效。2) 其中奶酪板块中，2021H1即食营养系列/家庭餐桌系列/餐饮工业系列的营收分别为11.63/1.46/2.14亿元，同比变动+130.67%/-26.18%/+129.87%。①即食营养系列中儿童奶酪棒贡献主要营收，大单品带动下，营收持续高速增长。②家庭餐桌系列营收下降主要系去年疫情影响，家庭烹饪频率提升带动奶酪消费增加，随着疫情逐步控制，餐桌系列在去年高基数下逐步回落。3) 渠道方面，截至2021年6月30日，公司线下销售网络覆盖36.30万个零售终端，覆盖全国95%以上地级市以及近80%县级市。

产品结构优化，盈利持续改善：1) 2021年上半年/21Q2公司毛利率分别为39.70%/40.57%，同比+1.31/+0.34pcts。若剔除会计政策变更影响，2021年上半年公司毛利率同比+3.96pcts，其中奶酪/液态奶/贸易毛利率分别同比+6.43/+0.88/+2.17pcts。公司整体毛利率的改善一方面系高毛利率的奶酪占比提升；另一方面系规模效应的逐步显现。2) 2021年上半年/21Q2公司销售费用率分别为24.38%/23.02%，同比-3.39/-6.45pcts，下降主要系会计政策变更。3) 2021年上半年/21Q2公司管理费用率分别为7.26%/7.62%，同比+1.82/+2.05pct，主要系股权激励费用增加以及员工人数增加。4) 综合来看，2021上半年/2021Q2公司销售净利率达到6.08%/7.64%，同比+2.73/+3.85pcts。

上新节奏稳步推进，成长空间值得期待：2021年上半年，公司针对原有大单品儿童奶酪棒，推出香草冰淇淋口味，并推出适合成人的新品“每日芝食”奶酪条，扩大销售人群。公司已成立常温事业部，下半年公司还将推出常温奶酪产品。目前公司已解决常温奶酪棒的配套技术和口味的问题，这是常温奶酪棒的壁垒之一，公司借助在低温奶酪棒的先发优势率先在常温奶酪棒上实现突破。

盈利预测、估值与评级：我们维持妙可蓝多2021-2023年归母净利润预测分别为3.10/6.45/10.91亿元，折合2021-2023年EPS分别为0.60/1.25/2.11元。妙可蓝多在奶酪领域积累深厚，定增落地&蒙牛入主，叠加常温新品推出，有望进一步打开公司中长期空间，我们看好妙可蓝多的增长潜力，维持“买入”评级。

风险提示：新品增长低于预期，竞争边际加剧，食品安全问题。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,744	2,847	4,333	6,172	8,574
营业收入增长率	42.32%	63.20%	52.20%	42.44%	38.93%
净利润(百万元)	19	59	310	645	1,091
净利润增长率	80.72%	208.16%	423.35%	108.10%	69.02%
EPS(元)	0.05	0.14	0.60	1.25	2.11
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.52%	3.99%	6.46%	11.85%	16.68%
P/E	1,292	419	101	49	29
P/B	19.6	16.7	6.5	5.8	4.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-10（注：2021年新增股本1.07亿股）

买入（维持）

当前价：60.68元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

联系人：汪航宇

021-52523877

wanghangyu@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

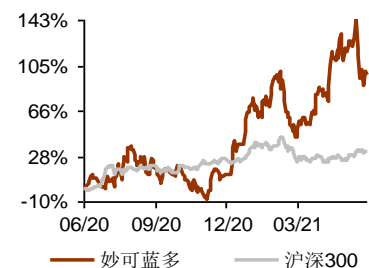
021-52523658

lijq@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.16
总市值(亿元)	313.28
一年最低/最高(元)	31.59/84.50
近3月换手率	98.92%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	10.76	-16.84	28.98
绝对	9.02	-15.83	35.72

资料来源：Wind

相关研报

奶酪棒持续放量，利润率环比改善——妙可蓝多（600882.SH）2021年半年度业绩预告点评（2021-07-08）

奶酪业务维持高增长，盈利能力持续改善——妙可蓝多（600882.SH）2020年报及2021年一季度报点评（2021-04-29）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,744	2,847	4,333	6,172	8,574
营业成本	1,194	1,825	2,564	3,447	4,583
折旧和摊销	53	60	83	104	126
税金及附加	10	14	30	43	60
销售费用	359	710	1,083	1,543	2,101
管理费用	111	140	260	309	429
研发费用	22	39	54	91	127
财务费用	58	29	-10	7	25
投资收益	0	14	0	0	0
营业利润	20	97	385	780	1,312
利润总额	23	95	391	786	1,316
所得税	3	21	67	126	211
净利润	19	74	325	660	1,106
少数股东损益	0	15	15	15	15
归属母公司净利润	19	59	310	645	1,091
EPS(元)	0.05	0.14	0.60	1.25	2.11

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	292	267	205	648	1,119
净利润	19	59	310	645	1,091
折旧摊销	53	60	83	104	126
净营运资金增加	-94	115	452	390	491
其他	314	33	-640	-492	-588
投资活动产生现金流	62	-432	-327	-325	-300
净资本支出	-123	-356	-250	-250	-250
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	184	-76	-77	-75	-50
融资活动现金流	-577	298	2,821	0	-16
股本变化	0	0	107	0	0
债务净变化	-385	-118	-200	0	0
无息负债变化	91	201	77	210	290
净现金流	-223	134	2,699	322	803

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	31.6%	35.9%	40.8%	44.2%	46.5%
EBITDA 率	8.7%	8.0%	10.5%	14.4%	17.0%
EBIT 率	5.5%	5.8%	8.6%	12.7%	15.6%
税前净利润率	1.3%	3.3%	9.0%	12.7%	15.3%
归母净利润率	1.1%	2.1%	7.2%	10.5%	12.7%
ROA	0.8%	2.4%	5.2%	9.2%	12.9%
ROE (摊薄)	1.5%	4.0%	6.5%	11.8%	16.7%
经营性 ROIC	5.1%	6.2%	10.5%	18.7%	26.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	48%	41%	18%	19%	19%
流动比率	1.13	1.29	5.25	4.83	4.72
速动比率	0.95	1.00	4.78	4.32	4.19
归母权益/有息债务	1.76	2.48	12.03	13.64	16.37
有形资产/有息债务	2.52	4.12	14.25	16.30	19.68

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	2,443	3,092	6,299	7,170	8,565
货币资金	417	567	3,266	3,589	4,391
交易性金融资产	0	0	10	15	20
应收帐款	174	116	176	251	349
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	7	8	8	12	16
存货	142	270	381	512	681
其他流动资产	70	102	145	198	267
流动资产合计	880	1,178	4,206	4,851	6,071
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	593	630	775	911	1,028
在建工程	67	217	193	160	127
无形资产	107	100	147	194	240
商誉	429	401	401	401	401
其他非流动资产	58	232	466	466	466
非流动资产合计	1,563	1,915	2,093	2,318	2,494
总负债	1,177	1,260	1,136	1,346	1,636
短期借款	353	275	0	0	0
应付账款	165	237	333	448	595
应付票据	79	90	126	170	226
预收账款	55	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	777	911	801	1,005	1,286
长期借款	355	299	299	299	299
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	25	28	34	40	49
非流动负债合计	401	349	335	341	350
股东权益	1,266	1,833	5,163	5,824	6,929
股本	409	409	516	516	516
公积金	1,764	1,910	4,840	4,905	4,997
未分配利润	-891	-831	-552	29	1,027
归属母公司权益	1,266	1,486	4,802	5,447	6,538
少数股东权益	0	347	362	376	391

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	20.60%	24.96%	25.00%	25.00%	24.50%
管理费用率	6.38%	4.93%	6.00%	5.00%	5.00%
财务费用率	3.32%	1.02%	-0.23%	0.11%	0.29%
研发费用率	1.28%	1.37%	1.24%	1.48%	1.48%
所得税率	15%	22%	17%	16%	16%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.71	0.65	0.40	1.25	2.17
每股净资产	3.09	3.63	9.30	10.55	12.66
每股销售收入	4.26	6.96	8.39	11.95	16.61

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	1292	419	101	49	29
PB	19.6	16.7	6.5	5.8	4.8
EV/EBITDA	170.1	115.1	65.5	33.5	20.1
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE