

妙可蓝多 (600882.SH) 买入 (维持评级)

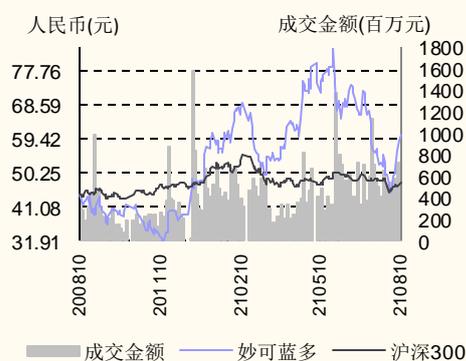
公司点评

市场价格 (人民币): 60.68 元

奶酪棒需求如期释放, 毛利持续优化

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	5.16
已上市流通 A 股(亿股)	4.09
总市值(亿元)	313.28
年内股价最高最低(元)	84.18/31.91
沪深 300 指数	5043
上证指数	3530



公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,744	2,847	4,425	6,623	8,450
营业收入增长率	42.32%	63.20%	55.44%	49.67%	27.59%
归母净利润(百万元)	19	59	371	738	1,040
归母净利润增长率	80.72%	208.16%	525.44%	99.20%	40.82%
摊薄每股收益(元)	0.047	0.145	0.718	1.430	2.014
每股经营性现金流净额	0.60	0.52	0.86	1.42	2.18
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.52%	3.99%	7.67%	13.79%	17.10%
P/E	310.37	394.40	84.53	42.43	30.13
P/B	4.72	15.73	6.48	5.85	5.15

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8月10日, 公司发布2021年中期报告, 21H1实现营收20.67亿元, 同比+90.80%; 归母净利润1.12亿元, 同比+247.12%; 扣非归母净利润1.11亿元, 同比+480.61%。21Q2实现营收11.16亿元, 同比+62.21%; 归母净利润0.80亿元, 同比+261.61%; 扣非归母净利润0.80亿元, 同比+782.29%。利润端略超预期。

经营分析

- 奶酪业务持续高增, 规模效应下毛利率优化明显。**21H1 奶酪/液态奶/贸易收入分别同增 91.53%/5.79%/280.96%, 奶酪板块中即食营养/家庭餐桌/餐饮工业系列分别同比+130.67%/-26.18%/+129.87%; 奶酪业务持续高增, 其中家庭餐桌系列下滑主要是去年基数较高, 目前贸易业务和奶酪业务协同较好, 增速较高有去年基数较低的因素。还原运输费用后, 21H1 公司奶酪/液态奶/贸易毛利率分别同比提升 6.43/0.88/2.17pct, 奶酪板块中即食营养/家庭餐桌餐饮工业系列分别同比+5.87/-0.09/+3.92pct, 在奶酪领域公司坚持价格底线, 并且奶酪棒放量带动规模效应逐步凸显, 毛利率提升显著。
- 盈利水平提升显著, 利润增速超预期。**21H1 净利率达到 6.08%, 同比+2.73pct, 若还原股权激励费用, 实际净利率达到 9.03%; 其中 21Q2 净利率达到 7.64%, 同比+3.85pct; 净利率提升主要源自毛利端优化。还原运输费用后 21H1 销售费用同比-0.69pct, 变化不大, 费效比有所提升; 21H1 管理/财务/研发费用分别同比+1.82/-1.41/-0.32pct。
- 领先优势持续拉大, 市占率位居第一。**公司的产能布局已经大幅领先竞品, 且预计 9 月将推出有常温奶酪棒, 上半年公司网点达到 36.3 万个 (相比年初增加 7.24 万个), 根据凯度数据公司零售端市占率超过 30%, 多月位居第一, 全方位领先优势越发明显, 竞品弯道超车的难度较大。

盈利预测与投资建议

- 考虑到公司规模效应凸显, 我们上调之前的盈利预测, 预计 21-23 年公司归 EPS 分别为 0.72/1.43/2.01 元, 分别上调 31%/21%/19%, 当前股价对应 PE 为 85/42/30X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 奶酪棒需求下滑; 食品安全问题; 行业竞争加剧。

相关报告

- 《奶酪棒需求如期释放, 毛利持续优化-妙可蓝多 20 年报及 21 年一...》, 2021.4.29
- 《奶酪棒持续发力, 毛利提升幅度较大-妙可蓝多三季报点评》, 2020.10.29
- 《奶酪棒如期放量, 利润环比加速释放-妙可蓝多业绩点评》, 2020.8.23

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

李茵琦 联系人
liyinqi@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,226	1,744	2,847	4,425	6,623	8,450
增长率		42.3%	63.2%	55.4%	49.7%	27.6%
主营业务成本	-895	-1,194	-1,825	-2,664	-3,908	-4,901
%销售收入	73.0%	68.4%	64.1%	60.2%	59.0%	58.0%
毛利	330	550	1,022	1,761	2,715	3,549
%销售收入	27.0%	31.6%	35.9%	39.8%	41.0%	42.0%
营业税金及附加	-9	-10	-14	-27	-33	-42
%销售收入	0.8%	0.6%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%
销售费用	-205	-359	-710	-1,075	-1,490	-1,859
%销售收入	16.7%	20.6%	25.0%	24.3%	22.5%	22.0%
管理费用	-97	-111	-140	-221	-325	-414
%销售收入	7.9%	6.4%	4.9%	5.0%	4.9%	4.9%
研发费用	-14	-22	-39	-53	-79	-101
%销售收入	1.1%	1.3%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%
息税前利润 (EBIT)	5	47	118	385	788	1,132
%销售收入	0.4%	2.7%	4.2%	8.7%	11.9%	13.4%
财务费用	-57	-58	-29	4	38	47
%销售收入	4.6%	3.3%	1.0%	-0.1%	-0.6%	-0.6%
资产减值损失	-6	21	27	0	0	0
公允价值变动收益	0	28	1	0	0	0
投资收益	30	0	14	30	20	20
%税前利润	-1993.0%	0.0%	14.7%	6.7%	2.3%	1.6%
营业利润	-3	20	97	444	871	1,225
营业利润率	n.a	1.1%	3.4%	10.0%	13.2%	14.5%
营业外收支	2	3	-2	1	4	3
税前利润	-2	23	95	445	875	1,228
利润率	n.a	1.3%	3.3%	10.1%	13.2%	14.5%
所得税	12	-3	-21	-65	-127	-178
所得税率	n.a	14.7%	22.4%	14.5%	14.5%	14.5%
净利润	11	19	74	381	748	1,050
少数股东损益	0	0	15	10	10	10
归属于母公司的净利润	11	19	59	371	738	1,040
净利率	0.9%	1.1%	2.1%	8.4%	11.1%	12.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	11	19	74	381	748	1,050
少数股东损益	0	0	15	10	10	10
非现金支出	48	29	34	62	77	93
非经营收益	22	31	32	93	21	22
营运资金变动	6	166	72	-92	-115	-40
经营活动现金净流	87	245	212	444	732	1,125
资本开支	-125	-123	-356	-167	-176	-200
投资	27	180	0	3	0	0
其他	18	4	-76	30	20	20
投资活动现金净流	-80	62	-432	-134	-156	-180
股权募资	-4	-2	457	3,090	0	0
债权募资	-44	-407	-122	26	28	-28
其他	-123	-168	-36	-153	-266	-357
筹资活动现金净流	-171	-577	299	2,963	-238	-385
现金净流量	-164	-270	78	3,273	337	560

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	636	417	567	3,841	4,178	4,738
应收账款	311	181	124	436	690	880
存货	163	142	270	350	514	645
其他流动资产	79	141	216	177	226	266
流动资产	1,189	880	1,178	4,804	5,608	6,528
%总资产	44.2%	36.0%	38.1%	71.5%	73.5%	75.4%
长期投资	199	210	212	209	209	209
固定资产	639	660	847	960	1,058	1,162
%总资产	23.8%	27.0%	27.4%	14.3%	13.9%	13.4%
无形资产	575	552	520	515	511	506
非流动资产	1,501	1,563	1,915	1,914	2,017	2,127
%总资产	55.8%	64.0%	61.9%	28.5%	26.5%	24.6%
资产总计	2,690	2,443	3,092	6,718	7,625	8,656
短期借款	809	363	300	355	383	355
应付款项	282	314	444	702	1,025	1,286
其他流动负债	49	99	167	170	199	259
流动负债	1,140	777	911	1,227	1,607	1,900
长期贷款	295	355	299	299	299	299
其他长期负债	37	46	49	0	0	0
负债	1,471	1,177	1,260	1,526	1,906	2,199
普通股股东权益	1,218	1,266	1,486	4,835	5,352	6,080
其中：股本	410	409	409	516	516	516
未分配利润	-920	-891	-831	-572	-55	673
少数股东权益	0	0	347	357	367	377
负债股东权益合计	2,690	2,443	3,092	6,718	7,625	8,656

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.026	0.047	0.145	0.718	1.430	2.014
每股净资产	2.973	3.092	3.629	9.365	10.366	11.776
每股经营现金净流	0.212	0.599	0.517	0.860	1.418	2.178
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.215	0.429	0.604
回报率						
净资产收益率	0.87%	1.52%	3.99%	7.67%	13.79%	17.10%
总资产收益率	0.40%	0.79%	1.92%	5.52%	9.68%	12.01%
投入资本收益率	-1.37%	2.01%	3.74%	5.63%	10.53%	13.61%
增长率						
主营业务收入增长率	24.82%	42.32%	63.20%	55.44%	49.67%	27.59%
EBIT 增长率	-60.17%	930.37%	150.78%	225.77%	104.72%	43.67%
净利润增长率	148.69%	80.72%	208.16%	525.44%	99.20%	40.82%
总资产增长率	1.42%	-9.17%	26.57%	117.26%	13.50%	13.52%
资产管理能力						
应收账款周转天数	36.6	34.3	18.6	13.0	15.0	15.0
存货周转天数	59.0	46.6	41.2	48.0	48.0	48.0
应付账款周转天数	54.2	48.7	40.2	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	170.5	124.0	80.8	63.8	49.6	43.7
偿债能力						
净负债/股东权益	38.39%	23.80%	1.76%	-61.38%	-61.13%	-63.25%
EBIT 利息保障倍数	0.1	0.8	4.1	-91.7	-20.7	-23.9
资产负债率	54.71%	48.19%	40.73%	22.72%	25.00%	25.41%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	5	13	16	35
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.06	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-12-06	买入	13.09	17.00 ~ 17.00
2	2020-01-07	买入	14.76	19.00 ~ 19.00
3	2020-03-26	买入	22.37	N/A
4	2020-04-30	买入	26.89	N/A
5	2020-08-23	买入	44.10	N/A
6	2020-10-29	买入	37.50	N/A
7	2021-04-29	买入	75.45	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

C3级(含C3级)的投资者使用；非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402