

Q3 业绩主要受短期因素影响

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)	257.54
最新收盘价:	49.89	自由流通市值(亿)	204.20
		自由流通股数(百万)	409.31

事件概述

公司发布 2021 年三季报，Q3 收入 10.8 亿元，同比+35.9%；归母净利润 3151 万元，同比+52.8%。1-3Q21 收入 31.4 亿元，同比+67.6%；归母净利润 1.43 亿元，同比+171%。

分析判断:

1、餐饮奶酪业务拖累 Q3 收入增速。Q3 奶酪收入实现 7.6 亿元，同比+39%；1-3Q21 奶酪收入 22.8 亿元，同比+70%。Q3 奶酪收入同比增速放缓，我们判断主要因 Q3 东北限电、疫情等外部因素使餐饮奶酪销售收入受到影响所致，预计 Q4 随外部影响因素减弱餐饮奶酪收入有望有所恢复。

2、奶酪棒收入保持快速成长。我们判断 Q3 奶酪棒收入环比增长、同比保持快速成长。根据尼尔森数据，我们判断 Q3 低温奶酪零售市场主要品牌呈现妙可蓝多、伊利市占率保持提升，创业型品牌妙飞、吉士汀份额维持低位，百吉福市占率下降较快的竞争局面。9 月底妙可蓝多首家上市常温奶酪棒产品，目前市场反馈良好，公司层面积极扩增产能。Q3 末合同负债 1.42 亿元，同比环比明显上升，我们判断有大部分为常温奶酪订货产生。我们认为 Q4 常温奶酪棒销售情况将逐步明朗，有望带动公司进入新一条成长曲线。

3、净利润预计受新品上市初期规模效应弱和成本上涨影响。Q3 归母 3151 万元，净利率 2.9%，同比+0.3pct，环比-4.2pcts，由于去年同期基数较低以及处于成长期，我们更多关注净利率环比变化。Q3 毛利率 34.1%，环比-6.4%，我们判断主要因 Q3 包材价格上涨以及运费上涨导致成本端上行，这是行业普遍状况。除此之外由于公司三季度面临常温奶酪棒发货，我们判断物流费增多。销售费用率 24.4%，环比+1.4pct，我们判断主要因常温业务新上市导致初期费用增加。管理费用 7.7%、环比+0.1pct，研发费用率 1%，均较为平稳。财务费用率-1.8%，环比+1.9pct，主要因 7 月定增项目完成资金到账，利息收入增多。整体而言，我们认为由于常温奶酪棒新上市，规模效应尚未完全体现，Q3 净利率受到影响。Q4 预计常温奶酪棒铺货将展开，届时预计规模效应将有望释放，从而利润率有望环比提升。

投资建议

Q3 奶酪收入增速预计受疫情和限电影响下餐饮业务拖累，而核心零售业务仍保持快速成长，展望 Q4 有望在常温业务带动下进入新成长曲线。利润方面受新品规模效应弱和成本端上涨影响，均是短期因素，Q4 盈利水平有望改善。因 Q3 收入低于预期，下调 2021 年收入预测 48 亿元至 46 亿元，由于此前未考虑常温业务，上调 2022-23 年收入预测 64/85 亿元至 72/96 亿元。考虑 Q3 净利润低于预期及成本端上涨压力，下调 2021-22 年净利润预测 3.9/7.4 亿元至 3.0/7.1 亿元；因 2023 年收入预测提升，调高 2023 年归母净利润预测 11.1 亿元至 11.4 亿元。调整后 2021-23 年 EPS 预测分别为 0.58/1.38/2.21 元。2021/10/29 日股价 49.9 元对应 2021/22 年 P/E 分别为 86/36 倍。Q3 更多受短期因素影响，中长期成长性并未改变，因此维持买入评级。

风险提示

①常温新品销售不及预期；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	4,644	7,233	9,588
YoY (%)	42.3%	63.2%	63.1%	55.7%	32.6%
归母净利润(百万元)	19	59	299	713	1,142
YoY (%)	80.7%	208.2%	405.1%	138.3%	60.1%
毛利率 (%)	31.6%	35.9%	39.6%	43.7%	45.6%
每股收益 (元)	0.04	0.11	0.58	1.38	2.21
ROE	1.5%	4.0%	11.1%	20.9%	25.1%
市盈率	1,339.26	434.60	86.04	36.10	22.55

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

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	4,644	7,233	9,588	净利润	74	314	713	1,142
YoY (%)	63.2%	63.1%	55.7%	32.6%	折旧和摊销	63	68	73	81
营业成本	1,825	2,803	4,069	5,218	营运资金变动	72	-652	-331	-175
营业税金及附加	14	23	36	48	经营活动现金流	267	-249	472	1,064
销售费用	710	1,105	1,700	2,234	资本开支	-356	-400	-400	-300
管理费用	140	347	505	615	投资	0	0	0	0
财务费用	29	-35	0	11	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	365	834	1,339	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	-33	51	744
利润总额	95	370	839	1,344	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	21	56	126	202	成长能力				
净利润	74	314	713	1,142	营业收入增长率	63.2%	63.1%	55.7%	32.6%
归属于母公司净利润	59	299	713	1,142	净利润增长率	208.2%	405.1%	138.3%	60.1%
YoY (%)	208.2%	405.1%	138.3%	60.1%	盈利能力				
每股收益	0.11	0.58	1.38	2.21	毛利率	35.9%	39.6%	43.7%	45.6%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	2.6%	6.8%	9.9%	11.9%
货币资金	567	534	585	1,329	总资产收益率 ROA	1.9%	6.8%	13.1%	16.5%
预付款项	114	420	529	522	净资产收益率 ROE	4.0%	11.1%	20.9%	25.1%
存货	270	384	580	758	偿债能力				
其他流动资产	226	802	1,172	1,494	流动比率	1.29	2.18	2.16	2.50
流动资产合计	1,178	2,140	2,866	4,102	速动比率	0.87	1.36	1.33	1.72
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.62	0.55	0.44	0.81
固定资产	630	876	1,111	1,288	资产负债率	40.7%	30.3%	30.7%	28.8%
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	1.06	1.33	1.39
资产合计	3,092	4,392	5,449	6,910	每股指标 (元)				
短期借款	275	0	0	0	每股收益	0.11	0.58	1.38	2.21
应付账款及票据	327	563	795	1,005	每股净资产	2.88	5.23	6.62	8.83
其他流动负债	309	417	529	637	每股经营现金流	0.52	-0.48	0.91	2.06
流动负债合计	911	980	1,324	1,642	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	434.60	86.04	36.10	22.55
非流动负债合计	349	349	349	349	PB	19.84	9.53	7.54	5.65
负债合计	1,260	1,329	1,672	1,991					
股本	409	468	468	468					
少数股东权益	347	362	362	362					
股东权益合计	1,833	3,063	3,777	4,919					
负债和股东权益合计	3,092	4,392	5,449	6,910					

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。

任从尧：11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，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，4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。