



买入 (维持)

所属行业: 食品加工  
当前价格(元): 49.89

证券分析师

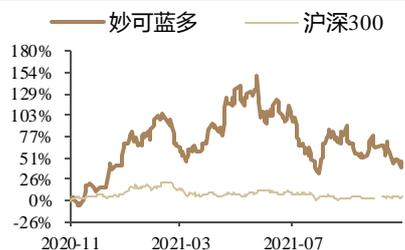
花小伟

资格编号: S0120521020001

邮箱: huaxw@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.67	-21.55	11.34
相对涨幅(%)	-12.22	-23.54	9.31

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《妙可蓝多 (600882.SH): 利润表现超预告上限, 未来成长动能强劲》, 2021.8.11
- 《妙可蓝多 (600882.SH): Q2 盈利提升超预期, 蒙牛入主落地开新篇》, 2021.7.14
- 《妙可蓝多 (600882.SH): 聚焦奶酪高成长, 第二个五年开局佳》, 2021.4.30
- 《蓄势待发, 国民奶酪先行者妙可蓝多 - 妙可蓝多 (600882.SH)》, 2020.11.24

## 妙可蓝多 (600882.SH): Q3 增速受扰动, 常温奶酪增量可期

投资要点

- **事件:** 公司披露 2021 年第三季度报告, 2021 前三季度实现营业收入 31.44 亿元, 同比+67.58%; 归母净利润 1.43 亿元, 同比+171.27%; 扣非归母净利润 1.43 亿元, 同比+262.50%。2021Q3 单季实现营业收入 10.77 亿元, 同比+35.85%; 归母净利润 0.32 亿元, 同比 52.77%; 扣非归母净利润 0.32 亿元, 同比+56.90%。
- **Q3 受外因增速放缓, 预期 Q4 盈利状况向好。** 收入端, 公司 2021 年 Q3 实现营业收入 10.77 亿, 同比增长 35.85%, 环比下降 3.50%, 主要受到疫情反复影响, 餐饮端需求恢复较弱, 此外多地限电措施对 Q3 发货造成一定阻碍, 常温奶酪收入预期将于 Q4 进行确认。目前各地电力供应逐渐恢复正常, 疫情总体可控, 预期 Q4 收入增速将进一步提升。费用端, 公司 Q3 销售费用 2.63 亿元, 同比增加 20.61%, 主要系开拓常温奶酪业务费用支出增加; Q3 管理费用为 0.83 亿元, 同比增长 147.94%, 主要系报告期内收入上升相应费用提高及管理费用中列支 2020 年公司股权激励摊销费用所致。盈利端, 主要受到常温奶酪费用前置的影响, 此外疫情、限电等外部因素也对动销产生一定扰动, 公司 Q3 毛利率、净利率分别为 34.15%/2.90%, 假设运费占比与中报持平, 剔除会计准则影响后, 21Q3 毛利率约为 38.00%, 同比表现上升, 预期 Q4 盈利能力向好。
- **常温奶酪棒注入新增量, 产能投放提供坚实后盾。** 公司常温渠道人员配备不断壮大, 公司升级了战略目标与组织架构, 并于 7 月新成立常温事业部, 常温渠道招商进展顺利, 本期经销商数量共增加 1008 个, 主要系常温渠道经销商数量增加; 9 月公司历时三年研发的常温奶酪棒向市场投放, 常温奶酪省去冷链环节成本更具优势, 在维持和低温产品一致的毛利率水平下价格更低, 公司提倡“常温做宽, 低温做精”, 随着大单品常温奶酪棒起量, 奶酪业务后劲十足。另外公司持续推动“奶酪进中餐”, 预计四季度将推出餐桌产品, 打开新蓝海市场。在产能投放上, 常温产线经过调试陆续投产, 将满足常温奶酪扩大化需求和公司战略储备。
- **蒙牛入主助力第二个五年发展, 公司契合蒙牛战略打造百亿业务单元。** 公司于 7 月完成了非公开发行人定增新股登记程序, 登记后蒙牛持股比例达到 28.47%, 妙可蓝多成为蒙牛的下属子公司。目前中国奶酪人均消费量远未触及天花板, 公司的并入契合蒙牛 2025 年再创超百亿的奶酪单元的战略。蒙牛入主后, 公司将专注于奶酪领域, 并入整合蒙牛爱氏晨曦的奶酪业务, 在原料采购上扩大规模优势, 并形成供应链的对接; 常温渠道上蒙牛资源充沛, 蒙牛的强 B 端资源与公司的 C 端可以实现优势互补, 共同助力公司未来发展常温奶酪业务, 在第二个五年实现跨越式发展。三季度外资安联神州 A 股基金新进为公司前十大股东, 持股比例为 2.08%, 市场对奶酪赛道保持长期看好。
- **投资建议:** 奶酪赛道高景气, 常温奶酪业务潜力巨大, 公司作为行业龙头, 产能、品牌及渠道壁垒深厚, 成长可期。我们预计公司 2021-2023 年营业总收入分别为 44.69/64.05/83.92 亿元, 分别同比增长 57.0%/43.3%/31.0%; 2021-2023 年归母净利润分别为 3.84/7.57/11.77 亿元, 分别同比增长 547.7%/97.1%/55.6%; 公司 EPS 为 0.74/1.47/2.28 元, 对应 PE 分别为 67/34/22 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧, 新品销售不及预期, 费用投放大幅增加

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	516.21	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
流通 A 股(百万股):	409.31	营业收入(百万元)	1,744	2,847	4,469	6,405	8,392
52 周内股价区间(元):	31.91-84.18	(+/-)YOY(%)	42.3%	63.2%	57.0%	43.3%	31.0%
总市值(百万元):	25,753.72	净利润(百万元)	19	59	384	757	1,177
总资产(百万元):	6,462.08	(+/-)YOY(%)	80.7%	208.2%	547.7%	97.1%	55.6%
每股净资产(元):	9.11	全面摊薄 EPS(元)	0.04	0.11	0.74	1.47	2.28
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	31.6%	35.9%	41.4%	44.4%	46.4%
		净资产收益率(%)	1.5%	4.0%	7.7%	12.8%	16.3%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 经营数据拆分

表 1: 妙可蓝多累计利润数据拆分

	20Q1	20H1	20Q1-Q3	20A	21Q1	21H1	21Q1-Q3
营业总收入 (亿元)	3.95	10.83	18.76	28.47	9.51	20.67	31.44
同比 (%)	32.66%	51.74%	61.92%	63.20%	140.58%	90.80%	67.58%
归母净利润 (亿元)	0.10	0.32	0.53	0.59	0.32	1.12	1.43
同比 (%)	319.11%	727.87%	348.50%	208.16%	215.60%	247.12%	171.27%
扣非归母净利润 (亿元)	0.10	0.19	0.39	0.45	0.32	1.11	1.43
同比 (%)	321.66%	407.32%	247.93%	465.63%	211.66%	480.61%	262.50%

资料来源: wind, 德邦研究所

表 2: 妙可蓝多单季度利润数据拆分

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3
营业总收入 (亿元)	3.95	6.88	7.93	9.70	9.51	11.16	10.77
同比 (%)	32.66%	65.41%	78.25%	65.74%	140.58%	62.21%	35.85%
归母净利润 (亿元)	0.10	0.22	0.21	0.06	0.32	0.80	0.32
同比 (%)	319.11%	158.96%	161.36%	-13.88%	215.60%	261.61%	52.77%
扣非归母净利润 (亿元)	0.10	0.09	0.20	0.05	0.32	0.80	0.32
同比 (%)	321.66%	8.20%	168.44%	121.85%	211.66%	782.29%	56.90%

资料来源: wind, 德邦研究所

表 3: 妙可蓝多分产品单季度拆分

	21Q1	21Q2	21Q3
<b>奶酪</b>			
营业收入 (亿元)	6.97	8.26	7.60
营收/营业总收入	73.34%	74.12%	70.66%
营收同比	156.77%	57.74%	38.57%
<b>液态奶</b>			
营业收入 (亿元)	1.06	1.07	1.06
营收/营业总收入	11.19%	9.60%	9.85%
营收同比	12.71%	-0.29%	2.64%
<b>贸易</b>			
营业收入 (亿元)	1.47	1.81	2.10
营收/营业总收入	15.47%	16.28%	19.49%
营收同比	399.10%	219.67%	48.66%

资料来源: wind, 德邦研究所

**表 4: 妙可蓝多分渠道单季度拆分**

	21Q1	21Q2	21Q3
<b>经销</b>			
营业收入 (亿元)	7.09	8.04	7.87
营收/营业总收入	74.67%	72.13%	73.23%
营收同比	124.76%	49.82%	39.59%
<b>直营</b>			
营业收入 (亿元)	0.94	1.29	0.78
营收/营业总收入	9.86%	11.59%	7.28%
营收同比	87.14%	36.82%	-10.55%
<b>贸易</b>			
营业收入 (亿元)	1.47	1.81	2.10
营收/营业总收入	15.47%	16.28%	19.49%
营收同比	399.10%	219.63%	48.74%

资料来源: wind, 德邦研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	0.11	0.74	1.47	2.28
每股净资产	2.88	9.69	11.43	13.99
每股经营现金流	0.52	0.47	1.88	2.75
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	434.60	67.09	34.03	21.87
P/B	17.34	5.15	4.37	3.57
P/S	7.17	5.76	4.02	3.07
EV/EBITDA	113.01	46.45	22.39	13.41
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	35.9%	41.4%	44.4%	46.4%
净利润率	2.1%	8.6%	11.8%	14.0%
净资产收益率	4.0%	7.7%	12.8%	16.3%
资产回报率	1.9%	5.7%	9.3%	11.7%
投资回报率	3.8%	6.4%	11.4%	14.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	63.2%	57.0%	43.3%	31.0%
EBIT 增长率	150.8%	272.1%	109.8%	61.2%
净利润增长率	208.2%	547.7%	97.1%	55.6%
偿债能力指标				
资产负债率	40.7%	18.8%	19.5%	19.0%
流动比率	1.3	4.9	4.4	4.6
速动比率	0.9	4.3	3.8	3.9
现金比率	0.6	3.6	3.2	3.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	14.9	32.4	27.9	25.0
存货周转天数	54.1	54.7	50.7	53.1
总资产周转率	0.9	0.7	0.8	0.8
固定资产周转率	4.5	4.1	4.4	4.7

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	59	384	757	1,177
少数股东损益	15	95	188	293
非现金支出	90	56	77	93
非经营收益	32	-44	-57	-78
营运资金变动	72	-250	4	-68
经营活动现金流	267	241	968	1,418
资产	-356	-449	-337	-279
投资	0	0	0	0
其他	-76	-8	49	68
投资活动现金流	-432	-457	-288	-211
债权募资	370	-215	10	20
股权募资	457	107	0	0
其他	-529	2,850	-22	-23
融资活动现金流	298	2,742	-12	-3
现金净流量	134	2,526	668	1,204

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 29 日  
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,847	4,469	6,405	8,392
营业成本	1,825	2,616	3,561	4,500
毛利率%	35.9%	41.4%	44.4%	46.4%
营业税金及附加	14	23	33	43
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	710	1,028	1,473	1,913
营业费用率%	25.0%	23.0%	23.0%	22.8%
管理费用	140	299	320	323
管理费用率%	4.9%	6.7%	5.0%	3.9%
研发费用	39	63	96	126
研发费用率%	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%
EBIT	118	440	922	1,487
财务费用	29	-13	-47	-65
财务费用率%	1.0%	-0.3%	-0.7%	-0.8%
资产减值损失	-29	0	0	0
投资收益	14	44	63	83
营业利润	97	557	1,105	1,723
营业外收支	-2	7	7	7
利润总额	95	564	1,111	1,729
EBITDA	181	496	999	1,580
所得税	21	85	167	259
有效所得税率%	22.4%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	15	95	188	293
归属母公司所有者净利润	59	384	757	1,177

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	567	3,093	3,761	4,965
应收账款及应收票据	116	396	489	576
存货	270	392	494	655
其它流动资产	224	312	429	555
流动资产合计	1,178	4,193	5,173	6,751
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	630	1,087	1,459	1,788
在建工程	217	292	330	336
无形资产	100	93	91	93
非流动资产合计	1,915	2,509	2,941	3,304
资产总计	3,092	6,702	8,115	10,055
短期借款	275	0	0	0
应付票据及应付账款	327	457	615	764
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	309	393	552	708
流动负债合计	911	850	1,167	1,473
长期借款	299	359	369	389
其它长期负债	49	49	49	49
非流动负债合计	349	409	419	439
负债总计	1,260	1,259	1,585	1,911
实收资本	409	516	516	516
普通股股东权益	1,486	5,001	5,899	7,220
少数股东权益	347	442	630	923
负债和所有者权益合计	3,092	6,702	8,115	10,055

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，餐饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	<b>股票投资评级</b>	买入	相对强于市场表现 20% 以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5% 以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。在任何情况下，本公司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任何责任。

本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。