



2021年11月02日 妙可蓝多 (600882) : 业绩超预期, 常温奶酪有望成为新的业绩增长点

食品饮料

推荐(维持) 当前股价: 47.77元

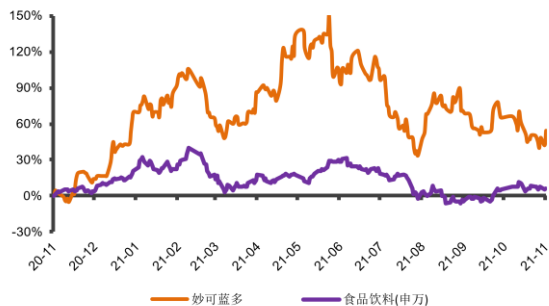
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,847	4,462	6,235	8,392
(+/-)	63.2%	56.7%	39.8%	34.6%
营业利润	97	340	737	1,190
(+/-)	391.8%	250.4%	116.8%	61.4%
归属母公司	59	250	558	909
净利润				
(+/-)	208.2%	321.4%	123.3%	63.0%
EPS (元)	0.14	0.48	1.08	1.76
市盈率	330.0	98.8	44.2	27.1

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	5.16/4.09
流通市值 (亿元)	196
每股净资产 (元)	9.11
资产负债率 (%)	21.5

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 万蓉

执业证书编号: S1050511020001

电话: 021-54967577

邮箱: wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (86 21) 64339000

网址: http://www.cfsc.com.cn

● 公司发布 2021 三季报。报告期内, 公司实现营业收入 31.44 亿元, 同比增 67.58%; 实现归属于上市公司股东的净利润 1.43 亿元, 同比增 171.27%; 扣非后净利润 1.43 亿元, 同比增 262.50%; 每股收益 0.32 元。其中 Q3 单季实现营业收入 10.77 亿元, 同比增 35.85%; 实现归属于上市公司股东的净利润 0.32 亿元, 同比增 52.77%; 每股收益 0.06 元。

● 业绩超预期, 主营业务高速增长。目前, 公司共有奶酪、液态奶、乳制品贸易三大主营业务。公司坚定推行“聚焦奶酪”战略, 集中资源发展更具成长前景的奶酪产品业务。分产品来看, 前三季度奶酪收入 22.82 亿元, 同比+69.91%, 占比 72.70%; 液态奶收入 3.19 亿元, 同比+4.72%, 占比同比下降 6.09pct 至 10.17%; 乳制品贸易收入 5.38 亿元, 同比+136.80%, 占比 17.13%, 同比+5.02pct, 主要是公司贸易业务品类结构优化, 奶酪黄油类业务的占比提升。分地区来看, 北区收入 14.04 亿元, 同比+58.27%; 中区收入 10.99 亿元, 同比+60.97%; 南区收入 6.36 亿元, 同比+108.44%。分渠道来看, 公司以经销模式为主, 占比 73.28%, 经销收入 23 亿元, 同比+62.44%。

● 期间费用率控制良好, 盈利水平提升显著。2021 前三季度公司费用控制良好, 期间费用率 32.23%, 同比下降 3.26pct。其中销售费用率 24.4%, 同比下降 3.26pct; 财务费用率-0.50%, 同比下降 1.75pct; 管理费用率 7.41%, 同比增加 2.49pct; 研发费用率 0.92%, 同比下降 0.38pct。公司毛利率同比上升 0.21pct 至 37.8%, 净利率同比上升 1.86pct 至 4.99%, 主要是以奶酪棒为代表的高毛利即食营养系列产品收入及毛利率均有较好增长, 带动公司盈利能力提升。

● 公司未来看点。(1) 随着公司非公开发行股票募集资金投资项目新增产能建设, 以及与内蒙古牛奶酪业务整合推进, 公司将成为内蒙古旗下奶酪业务的唯一平台, 有助于公司进一步巩固和加强行业领先优势。顺应中国乳制品消费升级

和国人健康生活方式追求，公司将与行业内优秀企业一起，共同开拓极具潜力的奶酪市场；（2）9月公司历时三年研发的常温奶酪棒向市场投放，常温奶酪在运输与仓储上占据优势，有利于公司开拓下沉市场。Q3单季经销商数量净增加891家，主要是常温渠道经销商，未来常温奶酪业务有望推动公司业绩快速增长；（3）公司是国内奶酪行业的龙头，根据欧睿咨询数据显示，2020年妙可蓝多奶酪产品在国产品牌中占比为82%。随着国内奶酪消费需求的增加，公司规模和渠道的进一步扩张，公司近几年在奶酪行业的市场占有率快速增长，2020年以19.8%的市场占有率继续位列第二，行业集中度将持续提升。

● **盈利预测：**我们预测公司2021-2023年实现收入分别为44.62、62.35和83.92亿元，EPS分别为0.48、1.08和1.76元，当前股价对应PE分别为98.8、44.2和27.1倍，公司处于高速增长期，给予“推荐”的投资评级。

● **风险提示：**新冠疫情导致经济下行，消费需求下滑的风险；原材料价格波动风险；食品安全问题、汇率波动风险等。



图表 1: 公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	2,847	4,462	6,235	8,392
货币资金	567	-821	-1,781	-2,425	营业成本	1,825	2,744	3,678	4,778
应收款	124	604	791	1,113	营业税金及附加	14	14	14	14
存货	270	437	570	730	销售费用	710	1,026	1,372	1,804
其他流动资产	216	226	238	250	管理费用	140	268	343	445
流动资产合计	1,178	446	-182	-333	财务费用	29	10	13	58
非流动资产:					研发费用	39	62	87	117
金融类资产	212	233	256	282	费用合计	919	1,367	1,815	2,424
固定资产+在建工程	847	1,107	1,399	1,683	资产减值损失	-27	-19	-13	-9
无形资产+商誉	501	552	607	667	公允价值变动	1	2	2	2
其他非流动资产	354	390	429	472	投资收益	14	0	0	0
非流动资产合计	1,915	2,282	2,690	3,104	营业利润	97	340	737	1,190
资产总计	3,092	2,728	2,508	2,771	加: 营业外收入	6	4	4	5
流动负债:					减: 营业外支出	8	3	3	4
短期借款	275	289	303	318	利润总额	95	341	738	1,191
应付账款、票据	327	554	670	898	所得税费用	21	76	165	267
其他流动负债	309	312	343	378	净利润	74	265	573	924
流动负债合计	911	1,155	1,316	1,594	少数股东损益	15	15	15	16
非流动负债:					归母净利润	59	250	558	909
长期借款	299	1,245	1,245	1,245					
其他非流动负债	49	52	54	57					
非流动负债合计	349	1,297	1,300	1,302					
负债合计	1,260	2,452	2,616	2,896					
所有者权益									
股本	409	516	516	516					
资本公积金	1,839	1,839	1,839	1,839					
未分配利润	-831	-593	-77	755					
少数股东权益	347	347	347	347					
所有者权益合计	1,833	2,204	2,777	3,702					
负债和所有者权益	3,092	4,656	5,393	6,598					
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	74	265	573	924	成长性				
折旧与摊销	63	76	101	128	营业收入增长率	63.2%	56.7%	39.8%	34.6%
财务费用	43	10	13	58	营业利润增长率	391.8%	250.4%	116.8%	61.4%
存货的减少	-130	-167	-133	-159	归母净利润增长率	208.2%	321.4%	123.3%	63.0%
营运资本变化	201	-253	-71	-94	总资产增长率	26.6%	-11.8%	-8.1%	10.5%
其他非现金部分	18	-66	-72	-78	盈利能力				
经营活动现金净流量	267	-134	412	778	毛利率	35.9%	38.5%	41.0%	43.1%
投资活动现金净流量	-432	-395	-416	-438	营业利润率	3.4%	7.6%	11.8%	14.2%
筹资活动现金净流量	298	-860	-955	-984	三项费用/营收	32.3%	30.6%	29.1%	28.9%
现金流量净额	134	-1,389	-959	-645	EBIT/销售收入	4.8%	7.6%	11.8%	14.4%
					净利润率	2.6%	5.9%	9.2%	11.0%
					ROE	4.0%	12.0%	20.6%	25.0%
					营运能力				
					总资产周转率	92.1%	163.5%	248.6%	302.8%
					资产结构				
					资产负债率	40.7%	89.9%	104.3%	104.5%
					现金流质量				
					经营净现金流/净利润	3.61	-0.51	0.72	0.84
					每股数据(元/股)				
					每股收益	0.14	0.48	1.08	1.76
					每股净资产	4.48	4.27	5.38	7.17

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

万蓉：华鑫证券分析师，商业管理硕士，2007年7月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>