

## 公司研究

## 三季度稳健增长，期待常温奶酪棒放量

## ——妙可蓝多（600882.SH）2021年三季度报业绩点评

## 要点

**事件：**10月29日，妙可蓝多发布2021年三季度报，前三季度公司实现营业收入31.44亿元，同比+67.58%；归母净利润1.43亿元，同比+171.27%。其中，21Q3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%。

**疫情等因素扰动下，奶酪收入增速略有放缓：**公司Q3收入同比增速较Q2有所放缓，分产品看21Q3奶酪/液态奶/贸易收入分别为7.60/1.06/2.10亿元，分别同比+38.57%/-2.49%/+48.66%，分别环比-8.02%/-0.99%/+15.53%。**公司21Q3奶酪收入环比21Q2略有下滑，我们认为原因在于：1) C端奶酪：**从渠道反馈结果来看，三季度末经销商库存相比二季度末有所下滑，已经恢复到一个月以内的良性水平。我们认为公司6月压货之后，三季度主动控制发货，消化库存，导致三季度报表端收入略有承压。**2) B端奶酪：**由于7、8月疫情反复和汛情发生影响就餐消费场景，以及9月限电政策对东北工厂开工的影响，我们认为公司三季度B端奶酪业务有所承压。

**贸易产品占比提升及常温业务收入费用错位，致三季度利润短期承压：1) 毛利率：**公司21Q1-Q3/21Q3毛利率分别为37.8%/34.15%，分别同比+0.21/-2.36pcts。公司三季度毛利率下滑较多，主要系低毛利率的贸易产品收入占比提升。**2) 销售费用率：**公司21Q1-Q3/21Q3销售费用率分别为24.40%/24.42%，分别同比-3.27/-3.09pcts，环比来看21Q3销售费用率较21Q2提升1.4pcts。公司9月底上市常温奶酪棒，由于费用前置，收入确认存在一定周期，收入费用错位下导致三季度费用率环比提升，对公司短期利润带来压力。

**公司全年业绩有望继续高增长：1) 竞争环境改善：**从第三方数据库抓取的淘宝、天猫等平台公开数据可以看到，7-9月百吉福收入下滑较多，妙飞收入增速放缓，妙可蓝多依然保持快速增长。**2) 常温奶酪棒业绩释放：**公司三季度末合同负债1.42亿元，较二季度增加8714万元，一定程度上反映出常温奶酪棒推出后经销商打款积极性较高，期待常温奶酪棒四季度业绩释放。我们认为全年来看，公司收入有望继续保持高速增长。

**盈利预测、估值与评级：**考虑到今年餐饮端奶酪收入略有承压，低毛利率的贸易产品收入占比提升较多，我们下调妙可蓝多2021年归母净利润预测至2.82亿元（较前值-9.0%）；考虑常温奶酪棒今年Q4开始放量，以及后续低温高端产品推出改善利润，我们上调妙可蓝多2022-23年归母净利润分别为6.75/11.61亿元（较前值+4.7%/+6.4%），折合2021-2023年EPS分别为0.55/1.31/2.25元，当前股价对应PE分别为91x/38x/22x，维持“买入”评级。

**风险提示：**产能释放不及预期；新品增长低于预期；原材料价格上涨；食品安全。

## 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	4,786	6,873	9,318
营业收入增长率	42.32%	63.20%	68.12%	43.60%	35.57%
净利润(百万元)	19	59	282	675	1,161
净利润增长率	80.72%	208.16%	376.44%	139.24%	71.96%
EPS(元)	0.05	0.14	0.55	1.31	2.25
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.52%	3.99%	5.91%	12.39%	17.57%
P/E	1,062	345	91	38	22
P/B	16.1	13.7	5.4	4.7	3.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-10-29（注：2019-23年股本分别为4.1/4.1/5.2/5.2/5.2亿股）

## 买入（维持）

当前价：49.89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

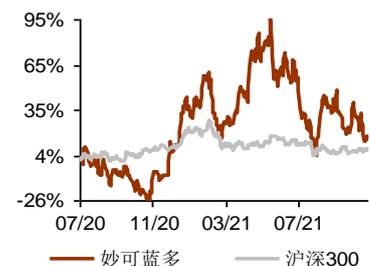
021-52523658

lijq@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	5.16
总市值(亿元)	257.54
一年最低/最高(元)	31.59/84.50
近3月换手率	92.71%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-12.46	6.87	36.59
绝对	-10.91	8.08	39.44

资料来源：Wind

## 相关研报

常温奶酪棒开启新篇章——妙可蓝多(600882.SH)投资价值分析报告(2021-10-12)

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(2021-08-11)

## 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	4,786	6,873	9,318
营业成本	1,194	1,825	2,866	3,875	5,086
折旧和摊销	53	60	122	228	296
税金及附加	10	14	34	48	65
销售费用	359	710	1,196	1,710	2,310
管理费用	111	140	318	375	386
研发费用	22	39	59	83	108
财务费用	58	29	-4	17	34
投资收益	0	14	0	0	0
营业利润	20	97	353	817	1,396
利润总额	23	95	358	822	1,400
所得税	3	21	61	131	224
净利润	19	74	297	690	1,176
少数股东损益	0	15	15	15	15
归属母公司净利润	19	59	282	675	1,161
EPS(元)	0.05	0.14	0.55	1.31	2.25

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	292	267	196	797	1,366
净利润	19	59	282	675	1,161
折旧摊销	53	60	122	228	296
净营运资金增加	97	520	1,259	-643	1,155
其他	123	-372	-1,468	537	-1,246
投资活动产生现金流	62	-432	-1,568	-1,495	-300
净资本支出	-123	-356	-1,420	-1,420	-250
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	184	-76	-148	-75	-50
融资活动现金流	-577	298	3,281	-73	-44
股本变化	0	0	107	0	0
债务净变化	-385	-118	264	-64	-19
无息负债变化	91	201	148	241	306
净现金流	-223	134	1,908	-771	1,022

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	31.6%	35.9%	40.1%	43.6%	45.4%
EBITDA 率	8.7%	8.0%	9.8%	15.4%	18.5%
EBIT 率	5.5%	5.8%	7.2%	12.1%	15.3%
税前净利润率	1.3%	3.3%	7.5%	12.0%	15.0%
归母净利润率	1.1%	2.1%	5.9%	9.8%	12.5%
ROA	0.8%	2.4%	4.4%	9.0%	12.9%
ROE (摊薄)	1.5%	4.0%	5.9%	12.4%	17.6%
经营性 ROIC	3.6%	4.1%	4.8%	10.6%	15.5%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	48%	41%	25%	24%	23%
流动比率	1.13	1.29	2.62	2.05	2.54
速动比率	0.95	1.00	2.30	1.67	2.12
归母权益/有息债务	1.76	2.48	5.53	6.81	8.46
有形资产/有息债务	2.52	4.12	7.17	8.76	10.78

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	6,807	7,675	9,138
货币资金	417	567	2,476	1,705	2,726
交易性金融资产	0	0	10	15	20
应收账款	174	116	195	280	379
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	7	8	9	13	18
存货	142	270	426	576	756
其他流动资产	70	102	158	218	289
流动资产合计	880	1,178	3,512	3,108	4,565
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	1,730	2,869	2,871
在建工程	67	217	368	379	292
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	537	537	537
非流动资产合计	1,563	1,915	3,295	4,567	4,573
总负债	1,177	1,260	1,672	1,849	2,136
短期借款	353	275	470	411	392
应付账款	165	237	372	503	660
应付票据	79	90	141	191	251
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	1,340	1,515	1,794
长期借款	355	299	294	289	289
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	25	28	35	43	51
非流动负债合计	401	349	332	334	342
股东权益	1,266	1,833	5,136	5,826	7,002
股本	409	409	516	516	516
公积金	1,764	1,910	4,837	4,905	4,997
未分配利润	-891	-831	-577	31	1,100
归属母公司权益	1,266	1,486	4,774	5,449	6,611
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%	24.99%	24.89%	24.79%
管理费用率	6.38%	4.93%	6.64%	5.45%	4.15%
财务费用率	3.32%	1.02%	-0.08%	0.25%	0.37%
研发费用率	1.28%	1.37%	1.24%	1.21%	1.16%
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	0.38	1.54	2.65
每股净资产	3.09	3.63	9.25	10.55	12.80
每股销售收入	4.26	6.96	9.27	13.31	18.05

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	1062	345	91	38	22
PB	16.1	13.7	5.4	4.7	3.9
EV/EBITDA	144.8	100.2	58.3	25.7	15.8
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的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