

公司研究

回购用于激励，激发增长新动能

——妙可蓝多（600882.SH）回购公告点评

买入（维持）

当前价：58.47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

wanghangyu@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

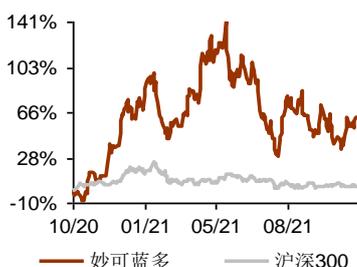
联系人：杨哲

yangz@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.16
总市值(亿元)	301.83
一年最低/最高(元)	36.84/84.50
近3月换手率	90.61%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	23.60	-8.70	59.22
绝对	22.40	-8.31	56.63

资料来源：Wind

相关研报

三季度稳健增长，期待常温奶酪棒放量——妙可蓝多（600882.SH）2021年三季报业绩点评（2021-10-30）

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）

要点

事件：11月30日，公司发布回购方案，拟以自有或自筹资金回购500-1000万股（占总股本的0.97%-1.94%），回购价格不超过79.39元/股，用于股权激励计划或员工持股计划，回购期限为2021年11月30日至2022年11月29日。

回购用于激励，激发公司长期增长活力。实施股权激励计划或员工持股计划是蒙牛入主后的首个激励计划，有利于加深妙可蓝多和蒙牛之间的合作，并激发员工的积极性。与蒙牛合作对妙可来说：

1) 从短期来看：公司目前满产满销，急需扩大产能。去年底公司仅拥有28条产线，随着扩产资金的陆续投入，新增产线逐步投产，为公司业绩增长提供有力支持。

2) 从中长期来看：①**降成本：**蒙牛与公司的原料采购、供应链管理、营销宣传形成协同效应，能够进一步降低公司采购、仓储成本，以及营销费用。②**推产品、拓渠道：**在C端，常温奶酪棒是公司新品方向之一，公司将借助蒙牛的常温奶渠道，与有销售奶酪意愿的经销商进行合作，扩充渠道终端数量；在B端，目前仍是外资品牌占据领导地位，公司未来希望和蒙牛的B端客户资源进行对接，作为发力的突破口，为业绩贡献新的增量。

常温节奏稳步推进，打开奶酪成长空间。奶酪棒竞争格局方面，截至今年9月，公司C端按销售额计算的市占率36%，位列第一。在零售端，公司在9月底推出常温奶酪棒，借助在低温奶酪棒的先发优势率先在常温奶酪零食上实现突破。**1) 渠道：**目前常温奶酪棒招商火爆，主要为流通渠道中经营休闲零食的经销商。初期常低温奶酪棒覆盖区域互不重叠，随着后期常温奶酪棒规模扩大，常温奶酪棒IP和包装也会同步更换，与低温奶酪棒相区别。**2) 新品：**常温奶酪棒只是公司打造常温奶酪零食的第一步，今年底和明年初还会有常温新品推出，拓宽消费人群年龄层次，常温奶酪零食将主要铺设KA渠道。在新品接力和蒙牛的赋能下，公司有望继续实现市场份额的扩张，成长空间值得期待。

表1：妙可蓝多常温奶酪棒和低温奶酪棒对比

差异点	常温奶酪棒	低温奶酪棒
定位	功能性	高端
定价	16.8元（18g*5根）、 10.8元（18g*3根）	19.9元（20g*5根）
毛利率	常温虽定价低于低温，但由于节省了冷链运输费用，GPM预计和低温一致。	
渠道规模	200-300万个	60-70万个
渠道主要覆盖城市	低线城市	高线城市
主要渠道类型	流通渠道	KA等大店渠道

资料来源：公司2021年中报业绩交流，光大证券研究所整理

Q4业绩值得期待，全年目标完成无忧。21Q3奶酪收入由于C端去库存，以及B端受疫情、汛情和东北限电影响，环比21Q2略有下滑。展望全年公司业绩有望继续高速增长：**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，我们测算常温奶酪棒将在Q4贡献3亿以上的销售收入。我们认为全年来看，公司收入有望继续保持高速增长，全年目标将顺利完成。

图 1: 妙可蓝多常温奶酪棒包装



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

图 2: 妙可蓝多低温奶酪棒包装



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

盈利预测、估值与评级: 我们维持妙可蓝多 2021-2023 年归母净利润预测分别为 2.82/6.75/11.61 亿元, 折合 2021-2023 年 EPS 分别为 0.55/1.31/2.25 元, 当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 107x/45x/26x。妙可蓝多在奶酪领域积累深厚, 蒙牛入主, 叠加常温新品推出以及即将推出股权激励计划, 有望进一步打开公司中长期空间, 我们看好妙可蓝多的增长潜力, 维持“买入”评级。

风险提示: 新品增长低于预期, 竞争边际加剧, 食品安全问题。

表 1: 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	7,471	10,094
营业收入增长率	42.32%	63.20%	68.10%	56.11%	35.11%
净利润 (百万元)	19	59	282	675	1,161
净利润增长率	80.72%	208.16%	376.45%	139.23%	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	1,245	404	107	45	26
P/B	18.9	16.1	6.3	5.5	4.6

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-11-30 (注: 2019-23 年股本分别为 4.1/4.1/5.2/5.2/5.2 亿股)

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	7,471	10,094
营业成本	1,194	1,825	2,781	4,183	5,527
折旧和摊销	53	60	122	228	296
税金及附加	10	14	33	52	71
销售费用	359	710	1,244	1,926	2,552
管理费用	111	140	347	419	440
研发费用	22	39	59	90	117
财务费用	58	29	-4	21	39
投资收益	0	14	0	0	0
营业利润	20	97	361	835	1,420
利润总额	23	95	358	832	1,417
所得税	3	21	61	141	241
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	197	765	1,360
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	1,258	-459	1,245
其他	123	-372	-1,466	321	-1,342
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	3,280	107	40
股本变化	0	0	107	0	0
债务净变化	-385	-118	263	118	70
无息负债变化	91	201	130	333	337
净现金流	-223	134	1,908	-623	1,101

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	31.6%	35.9%	41.9%	44.0%	45.2%
EBITDA 率	8.7%	8.0%	10.0%	14.5%	17.4%
EBIT 率	5.5%	5.8%	7.4%	11.4%	14.4%
税前净利润率	1.3%	3.3%	7.5%	11.1%	14.0%
归母净利润率	1.1%	2.1%	5.9%	9.0%	11.5%
ROA	0.8%	2.4%	4.4%	8.7%	12.4%
ROE (摊薄)	1.5%	4.0%	5.9%	12.4%	17.6%
经营性 ROIC	3.6%	4.1%	4.9%	10.5%	15.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	48%	41%	24%	27%	26%
流动比率	1.13	1.29	2.64	1.90	2.28
速动比率	0.95	1.00	2.33	1.55	1.90
归母权益/有息债务	1.76	2.48	5.53	5.55	6.29
有形资产/有息债务	2.52	4.12	7.16	7.41	8.37

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	6,789	7,930	9,514
货币资金	417	567	2,476	1,853	2,953
交易性金融资产	0	0	10	15	20
应收账款	174	116	195	304	411
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	7	8	9	14	19
存货	142	270	413	622	822
其他流动资产	70	102	158	235	311
流动资产合计	880	1,178	3,494	3,364	4,941
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	1,653	2,105	2,512
短期借款	353	275	469	592	662
应付账款	165	237	361	543	718
应付票据	79	90	137	206	273
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	1,322	1,769	2,167
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	45	54
非流动负债合计	401	349	332	336	345
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%	25.99%	25.79%	25.29%
管理费用率	6.38%	4.93%	7.24%	5.61%	4.36%
财务费用率	3.32%	1.02%	-0.08%	0.28%	0.39%
研发费用率	1.28%	1.37%	1.24%	1.21%	1.16%
所得税率	15%	22%	17%	17%	17%

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	1.48	2.63
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	14.47	19.55

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	1245	404	107	45	26
PB	18.9	16.1	6.3	5.5	4.6
EV/EBITDA	168.3	115.7	66.6	29.5	18.2
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