

2021年01月11日

# 奶酪业务仍处投入期

## 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:	65.5/16.09
目标价格:		总市值(亿)	236.95
最新收盘价:	57.89	自由流通市值(亿)	236.64
		自由流通股数(百万)	408.78

### 事件概述

公司发布2020业绩预告,预计2020年收入27.5-28.5亿元,同比+59%-63%;预计2020年归母净利润5500-7500万元,同比+186%-290%。根据预告,Q4收入预计8.7-9.7亿元,同比+49%-66%,Q4归母净利润预计216-2216万元,同比-71%-197%。

### 分析判断:

#### ► 预计奶酪棒业务仍保持高速增长

2020年Q1-Q3公司收入分别为3.95(YoY+33%)/6.88(YoY+65%)/7.93(YoY+78%)亿元,根据预告Q4收入预计8.74-9.74亿元,Q4公司收入环比保持增长、同比仍处于高速增长区间。我们预计Q4奶酪棒收入4-5亿,同比增速预计+100%-150%,符合市场预期,仍处于高速增长阶段。Q4公司奶酪棒产线继续按计划扩增、预计年底投产28条产线,1Q21预计投产30条产线;覆盖终端数继续快速拓展、预计年底接近30万家。

#### ► 现阶段不必过多关注单季度净利

2020年Q1-Q3单季度净利分别为1015/2207/2062万元,Q4净利在216-2216万元,环比Q3预计增幅不大或略有下降。Q4净利率预计环比Q3小幅下降,但我们认为现阶段对于公司单季度净利率波动不必过忧。整体而言,公司的奶酪业务仍处于投入阶段、微利阶段,单季度的费用有所波动即对净利率形成较大影响,我们判断Q4销售费用率环比上升,费用投放加大使净利率下降。公司在Q3新签了一线明星代言,4Q20到1Q21是重要销售季,我们判断公司从12月初即开始支出线上线下春节费用,将对2021全年的销售进一步增长打下良好开局。现阶段对于公司关注重点应在收入增长而非利润,也即收入增长是公司发展核心要义。

### 投资建议

我们预计公司奶酪业务仍保持快速增长态势,Q4营销投入预计环比加大是为了春节备货,奶酪业务本身处于投入阶段,营收增长战略意义高于净利率提升。根据最新预告调整盈利预测2020-2022年收入28/41.5/60.3亿元、净利0.7/3.5/6.8亿元,此前盈利预测为2020-2022年收入29.7/44.7/60.4亿元、净利分别为0.85/4.28/6.83亿元。我们认为蒙牛入股后未来增长确定性加强,随着规模效应显现和高毛利产品占比提升2021年仍有望迎来利润释放,目前股价对应2021年P/E为68倍,维持买入评级。

### 风险提示

①定增未获通过;②产能投放不及预期;③市场竞争加剧风险;④食品安全问题。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,226	1,744	2,804	4,152	6,028
YoY (%)	24.8%	42.3%	60.8%	48.1%	45.2%
归母净利润(百万元)	11	19	70	349	680
YoY (%)	148.7%	80.7%	263.3%	400.0%	94.7%
毛利率 (%)	27.0%	31.6%	39.1%	44.7%	47.3%
每股收益 (元)	0.03	0.05	0.17	0.85	1.66
ROE	0.9%	1.5%	3.1%	13.4%	20.7%
市盈率	-	-	339.20	67.84	34.84

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

联系电话: 010-59775343

联系电话: 021-50380388

## 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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,744	2,804	4,152	6,028	净利润	19	78	380	739
YoY (%)	42.3%	60.8%	48.1%	45.2%	折旧和摊销	55	68	73	81
营业成本	1,194	1,709	2,296	3,180	营运资金变动	166	-352	-173	-159
营业税金及附加	10	15	21	30	经营活动现金流	292	-186	301	682
销售费用	359	803	1,088	1,513	资本开支	-123	-308	-202	-152
管理费用	111	148	239	344	投资	180	0	0	0
财务费用	58	29	24	26	投资活动现金流	62	-294	-202	-152
资产减值损失	-26	0	0	0	股权募资	-2	59	0	0
投资收益	0	14	0	0	债务募资	604	-353	0	0
营业利润	20	91	444	866	筹资活动现金流	-577	532	-25	-25
营业外收支	3	-1	3	4	现金净流量	-223	52	74	506
利润总额	23	90	447	870					
所得税	3	12	67	131	<b>主要财务指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
净利润	19	78	380	739	<b>成长能力</b>				
归属于母公司净利润	19	70	349	680	营业收入增长率	42.3%	60.8%	48.1%	45.2%
YoY (%)	80.7%	263.3%	400.0%	94.7%	净利润增长率	80.7%	263.3%	400.0%	94.7%
每股收益	0.05	0.17	0.85	1.66	<b>盈利能力</b>				
					毛利率	31.6%	39.1%	44.7%	47.3%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	净利润率	1.1%	2.8%	9.1%	12.3%
货币资金	417	469	543	1,049	总资产收益率 ROA	0.8%	2.1%	9.2%	14.2%
预付款项	71	256	299	318	净资产收益率 ROE	1.5%	3.1%	13.4%	20.7%
存货	142	234	327	462	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	251	493	684	945	流动比率	1.13	2.46	2.49	2.77
流动资产合计	880	1,452	1,853	2,774	速动比率	0.86	1.63	1.65	1.99
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.54	0.79	0.73	1.05
固定资产	593	739	774	801	资产负债率	48.2%	30.5%	30.3%	29.3%
无形资产	107	98	95	92	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	1,563	1,800	1,932	2,006	总资产周转率	0.71	0.86	1.10	1.26
资产合计	2,443	3,251	3,785	4,780	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	353	0	0	0	每股收益	0.05	0.17	0.85	1.66
应付账款及票据	244	343	449	612	每股净资产	3.09	5.50	6.36	8.02
其他流动负债	179	248	296	388	每股经营现金流	0.71	-0.46	0.73	1.67
流动负债合计	777	591	745	1,001	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	355	355	355	355	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	46	46	46	46	PE	1,232.19	339.20	67.84	34.84
非流动负债合计	401	401	401	401	PB	4.72	10.38	8.98	7.12
负债合计	1,177	992	1,145	1,401					
股本	409	468	468	468					
少数股东权益	0	8	38	97					
股东权益合计	1,266	2,260	2,639	3,378					
负债和股东权益合计	2,443	3,251	3,785	4,780					

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。

**郭辉：**华西证券食品饮料高级分析师，曾就职于产业营销咨询公司北京盛初，并服务于国内多家上市酒企；并曾就职于古井贡酒及负责相关业务工作，9年白酒行业营销及咨询从业经验，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分析师，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，主要覆盖乳制品、肉制品板块；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。