

2021 年 10 月 13 日

妙可蓝多 (600882.SH)

产品推新提速，蒙牛协同赋能

■渠道表现良好，竞品冲击减弱。近期我们调研了较大样本品牌大型 KA 卖场终端，对部分奶酪品牌销售做了访谈调研：1) 妙可于现代 KA 卖场渠道进入较早，但仍保持快速增长，且总体销售波动较小；2) 竞品如妙飞在前期大力度广告和促销力度下实现较高增长，但增速呈现回落态势，同渠道销售额和妙可有量级上的差异；3) 伊利奶酪业务因基数和产品调整双重因素也在快速增长，但同系统中与妙可销售体量差距仍大，且八九月份呈现重新拉大情形。我们认为奶酪消费已经处于品牌化阶段，单纯促销并不能持久抓住消费者，另外妙可的产品和营销持续创新，使得消费场景丰富和产品矩阵完善将有助于巩固其领先地位。

■品类位置领先，产品推新提速，增长空间扩张。当前公司奶酪品类地位领先，低温儿童奶酪领衔成长，继续保持清晰而超前的产品策略，“低温做精，常温做宽”，不断创新。一方面对低温产品优化升级，如近期推出的原制干酪奶酪条，未来或陆续推出有机、零添加等高端产品。另一方面，9 月中已经推出常温奶酪棒，后续仍会加快其他常温新品的推出，常温起量后或具备打造单独品牌条件。常温产品定位大众（但成本优势使得与原有低温产品毛利率相近），且在渠道上形成增量（经销商区隔，期望覆盖 200-300 万个常温终端，侧重于流通，而低温有效终端约 60 万个以内，侧重于 KA、便利渠道）。公司产能建设超前，设备与技术领先，新品储备充足，包括低温、常温及餐桌奶酪等，随着定增落地会加快更多产品推出速度，覆盖更多人群及消费场景，更加巩固妙可蓝多=奶酪的品牌认知。

■蒙牛多维赋能，夯实核心竞争力，从容面对竞争。全方位的合作框架主要包括（1）采购资源共享，如车达、马苏里拉、黄油、稀奶油等原料，充足的原材料保障妙可产品与渠道的扩展；（2）供应链协同，蒙牛已有部分产品由妙可代工，未来会通过双方工厂合作布局形成高效协同；（3）渠道协同，蒙牛能够协助妙可完善经销商体系，包括冻品、常温等业务渠道的赋能，强化妙可在餐饮、特渠、零售等全渠道的发展；（4）公司治理赋能，如派任财务总监、常温事业部管理层等；（5）信息化系统建设，蒙牛在 SAP 等数字化升级方面拥有丰富经验，能加快妙可信息化建设。蒙牛对妙可的全面赋能，进一步夯实了公司综合竞争力，达到 1+1>2 的效果。奶酪行业步入高速发展阶段，竞争阶段性加剧，携手蒙牛使得公司产业链综合竞争力大幅提升，公司管理更上层楼，多维度构筑更高的壁垒从容面对竞争。

■投资建议：预计公司销售规模稳步扩张，规模效应下盈利能力预计持续改善。预计公司 2021-2023 年收入 44 亿元、64 亿元、86 亿元，同比增 54.7%、45.3%、34.9%；归母净利润 3.3 亿元、6.6 亿元、10.2 亿元，给予 6 个月目标价 76.8 元，对应 2022 年 PE 为 60x。

■风险提示：行业竞争加剧，净利率提升不及预期

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	1,744.3	2,846.8	4,405.1	6,402.7	8,634.3
净利润	19.2	59.3	326.8	663.1	1,019.1
每股收益(元)	0.04	0.11	0.63	1.28	1.97
每股净资产(元)	2.45	2.88	3.72	5.01	6.98

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	1,629.1	528.7	95.9	47.2	30.7
市净率(倍)	24.8	21.1	16.3	12.1	8.7
净利润率	1.1%	2.1%	7.4%	10.4%	11.8%
净资产收益率	1.5%	4.0%	17.0%	25.7%	28.3%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	4.8%	8.2%	32.6%	42.1%	51.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

农药

投资评级 买入-B

维持评级

6 个月目标价：76.80 元

股价 (2021-10-12) 52.00 元

交易数据

总市值(百万元)	26,842.93
流通市值(百万元)	21,284.07
总股本(百万股)	516.21
流通股本(百万股)	409.31
12 个月价格区间	31.91/84.18 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.25	-6.55	19.63
绝对收益	-0.97	-6.58	25.24

苏斌

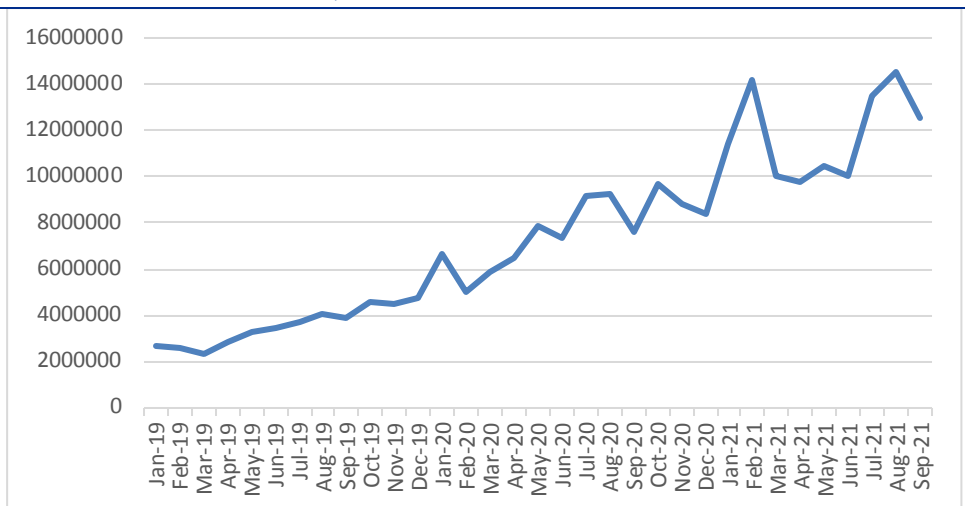
分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

相关报告

- 妙可蓝多：妙可蓝多：奶
酪份额迅速提升，常温有
望再拓新天地/苏斌 2021-08-11
- 妙可蓝多：Q2 平稳过度，
净利率持续提升/苏斌 2021-07-08
- 妙可蓝多：业绩符合预期，
利润弹性稳步释放/苏斌 2021-04-29
- 妙可蓝多：蒙牛入主，步
入成长新阶段—公司复盘
与展望/苏斌 2020-12-14
- 妙可蓝多：股权激励落地，
锚定高增长/苏斌 2020-11-18

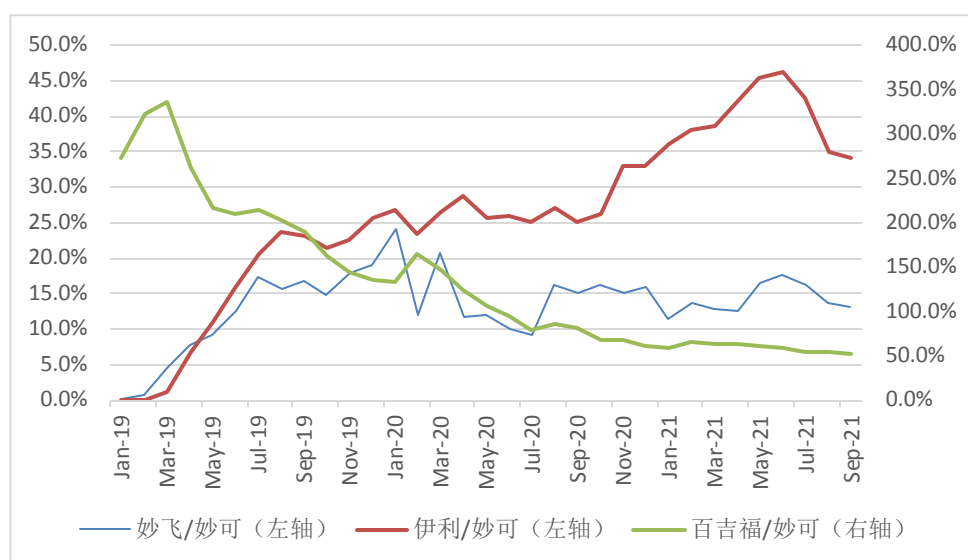
图 1：大型 KA 卖场连锁渠道妙可奶酪增长态势



资料来源：实际永辉等大型 ka 卖场调研汇总、安信证券研究中心

注：纵坐标仅为示例，不代表精确的销售单位

图 2：调研 ka 卖场渠道样本竞品同妙可销售额差距在重新扩大



资料来源：大型商超卖场含永辉等调研汇总、安信证券研究中心

注：大样本调研汇总，坐标仅为示例标识，不代表精确数字

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,744.3	2,846.8	4,405.1	6,402.7	8,634.3	成长性					
减:营业成本	1,194.0	1,824.5	2,586.8	3,799.3	5,146.4	营业收入增长率	42.3%	63.2%	54.7%	45.3%	34.9%
营业税费	10.4	14.5	22.5	34.4	44.8	营业利润增长率	-716.3%	391.8%	424.5%	87.6%	62.1%
销售费用	359.3	710.5	938.4	1,206.3	1,500.4	净利润增长率	80.7%	208.2%	451.5%	102.9%	53.7%
管理费用	111.3	140.3	306.9	335.6	330.7	EBITDA 增长率	121.5%	44.3%	181.9%	76.3%	54.1%
研发费用	22.3	38.9	61.7	102.4	120.9	EBIT 增长率	253.0%	60.9%	225.8%	82.6%	58.7%
财务费用	57.9	29.0	19.9	11.1	-15.0	NOPLAT 增长率	-117.7%	47.9%	332.2%	82.6%	58.7%
资产减值损失	-25.6	-28.7	-25.0	-26.4	-26.7	投资资本增长率	-13.8%	8.2%	41.3%	30.7%	8.0%
加:公允价值变动收益	28.2	1.5	-	-	-	净资产增长率	3.9%	44.8%	28.2%	32.5%	39.8%
投资和汇兑收益	-	14.0	15.0	15.0	15.0						
营业利润	19.7	97.1	509.1	955.0	1,547.9	利润率					
加:营业外净收支	2.8	-1.8	0.9	0.6	-0.1	毛利率	31.6%	35.9%	41.3%	40.7%	40.4%
利润总额	22.5	95.3	510.0	955.7	1,547.8	营业利润率	1.1%	3.4%	11.6%	14.9%	17.9%
减:所得税	3.3	21.3	102.0	191.1	309.6	净利润率	1.1%	2.1%	7.4%	10.4%	11.8%
净利润	19.2	59.3	326.8	663.1	1,019.1	EBITDA/营业收入	8.8%	7.8%	14.2%	17.2%	19.7%
						EBIT/营业收入	5.8%	5.7%	12.0%	15.1%	17.8%
资产负债表						运营效率					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	固定资产周转天数	120	77	71	74	70
货币资金	416.9	567.4	352.4	512.2	1,230.2	流动营业资本周转天数	28	3	1	4	5
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	213	130	100	84	94
应收帐款	175.8	121.3	343.7	332.1	575.9	应收帐款周转天数	50	19	19	19	19
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	31	26	24	24	24
预付帐款	70.8	113.7	147.9	236.4	284.1	总资产周转天数	530	350	285	238	221
存货	141.5	270.5	313.7	544.3	617.9	投资资本周转天数	268	158	128	119	104
其他流动资产	75.2	104.7	104.7	94.9	101.4						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	1.5%	4.0%	17.0%	25.7%	28.3%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	0.8%	2.4%	10.5%	16.6%	20.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	4.8%	8.2%	32.6%	42.1%	51.2%
固定资产	592.6	630.0	1,098.9	1,548.0	1,826.6	费用率					
在建工程	67.1	217.0	258.5	279.3	239.6	销售费用率	20.6%	25.0%	21.3%	18.8%	17.4%
无形资产	107.3	99.9	92.6	85.3	78.1	管理费用率	6.4%	4.9%	7.0%	5.2%	3.8%
其他非流动资产	795.8	967.6	1,167.2	967.8	1,032.2	研发费用率	1.3%	1.4%	1.4%	1.6%	1.4%
资产总额	2,443.1	3,092.2	3,879.6	4,600.2	5,986.0	财务费用率	3.3%	1.0%	0.5%	0.2%	-0.2%
短期债务	353.4	275.0	66.8	193.0	-	四费/营业收入	31.6%	32.3%	30.1%	25.9%	22.4%
应付帐款	234.3	353.2	479.7	743.6	913.5	偿债能力					
应付票据	79.3	90.0	150.1	169.1	293.4	资产负债率	48.2%	40.7%	39.4%	32.3%	27.3%
其他流动负债	109.9	192.8	443.4	240.5	379.8	负债权益比	93.0%	68.7%	65.1%	47.7%	37.5%
长期借款	354.7	299.3	345.6	93.0	-	流动比率	1.13	1.29	1.11	1.28	1.77
其他非流动负债	45.9	49.3	44.1	46.4	46.6	速动比率	0.95	1.00	0.83	0.87	1.38
负债总额	1,177.4	1,259.6	1,529.6	1,485.7	1,633.3	利息保障倍数	1.74	5.59	26.62	87.39	-101.91
少数股东权益	-	347.0	428.2	529.7	748.8	分红指标					
股本	409.4	409.3	516.3	516.3	516.3	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	873.8	1,078.7	1,405.5	2,068.6	3,087.7	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1,265.7	1,832.6	2,350.0	3,114.5	4,352.8	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表	业绩和估值指标										
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	19.2	74.0	326.8	663.1	1,019.1	EPS(元)	0.04	0.11	0.63	1.28	1.97
加:折旧和摊销	55.1	62.8	96.9	137.5	168.3	BVPS(元)	2.45	2.88	3.72	5.01	6.98
资产减值准备	21.4	28.7	-	-	-	PE(X)	1,629.1	528.7	95.9	47.2	30.7
公允价值变动损失	-27.1	-1.5	-	-	-	PB(X)	24.8	21.1	16.3	12.1	8.7
财务费用	74.4	42.7	19.9	11.1	-15.0	P/FCF	-180.3	-198.6	-152.0	-222.1	55.6
投资损失	-	-14.0	-15.0	-15.0	-15.0	P/S	18.0	11.0	7.1	4.9	3.6
少数股东损益	-	14.7	81.2	101.5	219.1	EV/EBITDA	38.4	104.4	49.9	28.2	17.8
营运资金的变动	-102.0	-28.7	-232.5	99.3	-24.3	CAGR(%)	241.3%	155.8%	237.2%	241.3%	155.8%
经营活动产生现金流量	292.0	267.1	277.3	997.4	1,352.1	PEG	6.8	3.4	0.4	0.2	0.2
投资活动产生现金流量	61.9	-432.1	-585.0	-585.0	-385.0	ROIC/WACC	0.5	0.8	3.1	4.0	4.9
融资活动产生现金流量	-576.9	298.1	92.6	-252.6	-249.1	REP	10.8	22.8	5.4	3.2	2.4

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

苏铖声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	钟玲	上海区域销售副总监	15900782242	zhongling@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	赵丽萍	北京区域公募基金销售负责人	15901273188	zhaolp@essence.com.cn
	张莹	北京区域社保保险销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	张秀红	深圳区域销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳区域高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳区域销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	马田田	深圳区域销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn
广州联系人	聂欣	深圳区域销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳区域销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳区域销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳区域销售经理	0755-88914832	yucong@essence.com.cn
	毛云开	广州区域销售负责人	13560176423	maoyk@essence.com.cn
	赵晓燕	广州区域销售经理	15521251382	zhaoxy@essence.com.cn
	郑庆庆	广州区域销售经理	13570594204	zhengqq1@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034