

2022年03月25日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

妙可蓝多 (600882) : 强化奶酪龙头地位, 奶酪棒持续发力

推荐 (首次)

事件

分析师: 孙山山

执业证书编号: S1050521110005

邮箱: sunss@cfsc.com.cn

2022年03月24日晚间, 公司发布2021年年报: 2021年营收44.78亿元, 同增57.31%; 归母净利润1.54亿元, 同增160.6%; 扣非1.22亿元, 同增173.7%。

基本数据

2022-03-24

当前股价 (元)	36.53
总市值 (亿元)	188.6
总股本 (百万股)	516.2
流通股本 (百万股)	409.3
52周价格范围 (元)	30.51-84.5
日均成交额 (百万元)	376.5

投资要点

■ 四季度环比加速, 常温奶酪棒有贡献

公司2021年营收44.78亿元, 同增57.31%; 归母净利润1.54亿元, 同增160.6%; 扣非1.22亿元, 同增173.7%。其中2021Q4营收13.34亿元, 同增37.5%; 归母净利润0.11亿元, 同增72.7%。四季度收入和利润均环比加速, 四季度常温奶酪棒亦有贡献, 我们预计贡献2-3亿收入。

毛利率2021年为38.2% (同增2pct), 其中2021Q4为39.2% (同增6pct), 系奶酪板块结构升级带来毛利率提升。净利率2021年为4.33% (同增1.7pct), 其中2021Q4为2.77% (同增1.2pct), 系毛利率提升所致。2021年销售费用11.59亿元 (同增63%), 系奶酪业务处于快速增长期, 公司渠道投入和品牌建设导致广告促销费增加, 销售人员增加导致职工薪酬增加。2021年管理费用3.43亿元, 同增145%, 系职工薪酬和股权激励费用较上年同期增加。

■ 奶酪棒持续发力, 产能持续扩张

产品来看, 2021年奶酪营收33.35亿元, 同增61%, 占比75% (同增2pct), 毛利率48.5% (同增3pct); 其中2021Q4营收为10.53亿元, 同增44%。2021年液态奶营收4.3亿元, 同增4%, 毛利率14% (同减4pct); 其中2021Q4营收为1.11亿元, 同增2%。2021年贸易营收7.04亿元, 同增97%, 毛利率4% (同增2pct); 其中2021Q4营收1.66亿元, 同增27%。

细拆奶酪板块来看, 2021年即食营养系列营收25.1亿元, 同增71%, 占比75% (同增4pct), 毛利率55% (同增2pct); 我们预计低温奶酪营收23亿元左右。家庭餐桌系列营收3.5亿元, 同增6%, 占比11% (同减6pct), 毛利率35% (同增1pct); 餐饮工业营收4.7亿元, 同增73%, 占比14% (同增1pct), 毛利率21% (同增5pct)。

产能来看, 2021年奶酪总产能7.84万吨, 同增107%。29.8亿元募投项目全部建成后, 公司将形成上海、天津、吉林、长春4个城市5间工厂 (其中上海有2间工厂) 的产能布局。2021年奶酪产量5.6万吨 (同增56%), 其中奶酪棒产量3.13

市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

相关研究

万吨（同增79%），产能利用率76%；马苏里拉产量1.52万吨，同增23%，产能利用率65%；其他奶酪产量0.95万吨，同增64%，产能利用率67%。**量价拆分来看**，2021年奶酪销量5.46万吨（同增56%），对应吨价为6.11万元/吨（同增3.6%）。

渠道来看，2021年经销渠道营收33.1亿元，同增54%；其中2021Q4为10.1亿元，同增38%。直营营收4.6亿元，同增33%；其中2021Q4为1.55亿元，同增40%。贸易营收7亿元，同增97%；其中2021Q4营收1.7亿元，同增27%。2021年线上营收4.48亿元，同增翻倍。

区域来看，2021年北区营收20.3亿元，同增51%；其中2021Q4营收6.2亿元，同增37%。中区营收16.1亿元，同增60%；其中2021Q4营收5.1亿元，同增58%。南区营收8.3亿元，同增67%；其中2021Q4营收2亿元，同增2%。

■ 强化奶酪龙头心智，品牌产品渠道齐发力

品牌方面，公司继续加强品牌建设，加大营销及广告投放力度，夯实第一品牌位置。欧睿数据显示，2021年中国奶酪零售市场品牌中妙可蓝多以27.7%排名第一。**产品方面**，即食营养奶酪方面，公司推出51%干酪含量、纯牛乳强化配方的金装奶酪棒，以及更高端的0添加奶酪棒，以丰富的产品布局满足消费者不同层次的需求。2021年9月，公司在业内率先推出极具技术含量的常温奶酪棒，整体奶酪棒市场占有率为36%。家庭餐桌奶酪方面，由马苏里拉、黄油、奶油芝士组成的“烘焙三宝”得到丰富。公司推出的有独立小包装的“烘焙奶酪”，原装进口的小粒黄油和焕新包装的奶油芝士，创新推出适合早餐的香甜奶酪片。餐饮工业奶酪领域，继续保持国产大包装马苏里拉奶酪的领先地位，在SOS奶酪片、稀奶油、工业用奶酪丁、奶酪酱等领域也斩获颇丰，在西餐、烘焙、茶饮、工业及中餐渠道获得广泛应用。**渠道方面**，针对to C渠道，公司坚持“低温做精、常温做广”，电商/新零售持续创新的策略。截至2021年底，公司共有经销商5363家（北区2444个、中区1610个、南区1309个），销售网络覆盖约60万个零售终端，覆盖全国96%以上地级市以及85%以上县级市。电商业务方面，耕天猫、京东、拼多多等传统电商平台；快速布局抖音、快手等新电商平台；积极拓展盒马鲜生、叮咚买菜等新兴业态。餐饮工业方面，公司以“决胜终端，引领中餐”为核心策略，已经与达美乐餐饮、汉堡王、85度C、萨莉亚等国内大多数西快、烘焙领域的头部企业，奈雪、古茗等头部的茶饮企业，以及外婆家等知名的中餐企业展开合作。公司在全国范围内拥有300余家经销商，为更广范围内的客户提供服务。

2022年公司四大举措，保驾护航实现目标：1）进一步丰富奶酪产品结构，打造奶酪品类领导者。在零售产品端，公

司将重点推进奶酪棒进一步快速增长，“常温做广、低温做精”，形成产品类别上的接力发展。在餐饮奶酪系列，公司将在现有优势产品马苏里拉奶酪的基础上，进一步加强奶酪片、奶油芝士、稀奶油、黄油等产品的开发推广力度，不断丰富产品组合。**2) 加强品牌建设力度，升级消费者奶酪心智定位。**2022年为第二个五年计划开局之年，全面塑造“奶酪就选妙可蓝多”的品牌形象和价值诉求，把“妙可蓝多”打造成为全国知名、消费者耳熟能详的奶酪品牌。**3) 继续扩大营销网络覆盖，打造全体系渠道优势。**对线下零售渠道，在“常温做广、低温做精”的指引下，公司将继续推进渠道下沉和深耕，加强全国性及区域性商超、便利店、母婴商店等网点覆盖力度，确保零售终端网点数量增速。对电商渠道，公司不断夯实天猫、京东两大电商平台基础，并进一步完善全网多平台覆盖。公司亦将积极拥抱社交平台、外卖到家平台、大型商超网购及时达平台等新零售渠道。**4) 不断提升管理水平，为可持续发展夯实基础。**公司将继续推进“数智妙可”建设，搭建智慧供应链平台、构筑数字中台、建设数字化工厂、实现办公自动化等。

■ 盈利预测

我们看好公司持续聚焦奶酪棒，强化消费者心智，打造奶酪品类领导者。预计2022-2024年EPS为0.8/1.26/1.85元，当前股价对应PE分别为46/29/20倍，首次覆盖，给予“推荐”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、疫情拖累消费、常温奶酪棒推广不及预期、奶酪板块增长不及预期、市场竞争加剧等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入(百万元)	4,478	6,382	8,640	11,001
增长率(%)	57.3%	42.5%	35.4%	27.3%
归母净利润(百万元)	154	412	650	958
增长率(%)	160.6%	167.0%	57.6%	47.4%
摊薄每股收益(元)	0.30	0.80	1.26	1.85
ROE(%)	3.1%	7.7%	10.7%	13.5%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产:					营业收入	4,478	6,382	8,640	11,001
现金及现金等价物	2,436	3,045	3,877	4,982	营业成本	2,767	3,812	5,036	6,257
应收款	107	122	130	151	营业税金及附加	20	22	29	33
存货	523	578	624	689	销售费用	1,159	1,615	2,177	2,761
其他流动资产	818	862	911	965	管理费用	343	351	467	583
流动资产合计	3,884	4,607	5,542	6,787	财务费用	-31	-65	-84	-112
非流动资产:					研发费用	40	57	77	98
金融类资产	550	555	565	580	费用合计	1,511	1,958	2,637	3,331
固定资产	1,024	1,173	1,182	1,137	资产减值损失	-11	-8	-6	-4
在建工程	362	145	58	23	公允价值变动	15	13	11	10
无形资产	97	92	87	83	投资收益	7	7	7	7
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	230	618	962	1,401
其他非流动资产	1,330	1,330	1,330	1,330	加: 营业外收入	6	7	7	8
非流动资产合计	2,813	2,739	2,656	2,573	减: 营业外支出	3	4	4	5
资产总计	6,697	7,347	8,199	9,360	利润总额	233	621	965	1,404
流动负债:					所得税费用	39	106	163	236
短期借款	350	450	540	610	净利润	194	515	802	1,168
应付账款、票据	408	504	555	603	少数股东损益	39	103	152	210
其他流动负债	675	675	675	675	归母净利润	154	412	650	958
流动负债合计	1,433	1,630	1,770	1,889					
非流动负债:					主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	357	357	357	357	营业收入增长率	57.3%	42.5%	35.4%	27.3%
非流动负债合计	357	357	357	357	归母净利润增长率	160.6%	167.0%	57.6%	47.4%
负债合计	1,791	1,987	2,128	2,246	盈利能力				
所有者权益					毛利率	38.2%	40.3%	41.7%	43.1%
股本	516	516	516	516	四项费用/营收	33.7%	30.7%	30.5%	30.3%
股东权益	4,906	5,360	6,071	7,114	净利率	4.3%	8.1%	9.3%	10.6%
负债和所有者权益	6,697	7,347	8,199	9,360	ROE	3.1%	7.7%	10.7%	13.5%
					偿债能力				
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	26.7%	27.0%	26.0%	24.0%
净利润	194	515	802	1168	营运能力				
少数股东权益	39	103	152	210	总资产周转率	0.7	0.9	1.1	1.2
折旧摊销	76	73	83	83	应收账款周转率	41.8	52.1	66.4	73.0
公允价值变动	15	13	11	10	存货周转率	5.3	6.6	8.1	9.1
营运资金变动	112	-13	-43	-77	每股数据 (元/股)				
经营活动现金净流量	437	692	1005	1394	EPS	0.30	0.80	1.26	1.85
投资活动现金净流量	-1159	63	68	64	P/E	122.1	45.7	29.0	19.7
筹资活动现金净流量	1331	38	-1	-54	P/S	4.2	3.0	2.2	1.7
现金流量净额	609	793	1,073	1,404	P/B	4.2	3.9	3.5	3.0

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，4年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，1年食品饮料卖方研究经验。于2022年1月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

■ 证券分析师承诺

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	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，华鑫证券研究部门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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

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。