

上半年收入稳健，盈利转弱

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:	64.39/28.0
目标价格:		总市值(亿)	185.72
最新收盘价:	35.98	自由流通市值(亿)	147.27
		自由流通股数(百万)	409.31

事件概述

2022上半年公司营业总收入 25.94 亿元，同比+25.5%；归母净利润 1.32 亿元，同比+18%。其中，Q2 营业总收入 13.1 亿元，同比+17.2%；归母净利润 0.59 亿元，同比-26.7%。

分析判断:

► 疫情之下奶酪不同产品系列有受损、有受益

2022上半年公司奶酪收入 20.4 亿元，同比+34%，其中 Q1、Q2 收入分别同比+50%、+21%。上半年即食营养系列收入 14.2 亿元，同比+22%；家庭餐桌系列收入 2.8 亿元，同比+94%；餐饮工业系列收入 3.4 亿元，同比+59%。我们判断即食营养系列在 Q2 受疫情影响增速放缓；由于上半年公司加大以奶酪片为核心的营养早餐的宣传推广，以及疫情期间社区团购业务的开展加强了餐饮奶酪消费者教育，家庭餐桌系列和餐饮工业系列加速增长。

从销售网络拓展来看，上半年经销商数量较年初净增加了 75 家至 5438 家，其中 Q2 数量略有减少，我们判断疫情影响了经销商正常经营。上半年线下终端网点数达到 70 万个，较年初+10 万家，我们判断常温业务开展有所贡献，但速度受疫情影响，下半年有望加速。

► 疫情之下成本上涨使盈利水平走弱

Q2 归母净利率 4.5%，同比-2.7pcts，环比-1.2pcts。盈利水平转弱主要因 Q2 毛利率压力较大。Q2 毛利率同比-6.7pcts、环比-5pcts。因原辅料涨价以及公司上海、吉林工厂处疫情区，我们判断 Q2 运费等成本也有明显上涨。销售费用率同比-1pct、环比-2.8pcts，处于收缩趋势中，得益于 2022 年行业竞争格局好转、公司市场占有率持续提升（根据凯度消费者指数家庭样本组，在 2021 年中国奶酪品牌销售额中，妙可蓝多以 30.8% 的市场占有率位居第一；截至 2022 年上半年，妙可蓝多奶酪市场占有率达 35.5%；其中，最近 12 周市占率达 36.4%）。管理费用率 6.2%，同比-1.4pct，因收入规模提升。财务费用率-1%，同比-1.1pct。

投资建议

公司 Q2 盈利水平走弱主要因原辅料和疫情之下运费等成本上涨，而非竞争、费用投入导致，这与以往不同。Q2 收入端考虑疫情对发货影响仍属稳健，第三方商超数据显示公司奶酪零售端需求较好，我们对下半年公司业绩增长加速抱有信心。结合上半年业绩，调降 2022-24 年收入预测 66/85/105 亿元至 60/80/98 亿元，调降 2022 年 EPS 预测 0.82/1.34/1.8 至 0.69/1.3/1.9 元（假设少数股东权益 2023 年收回）。2022/8/17 收盘价 35.98 元对应 P/E 分别为 52/28/19 倍，维持买入评级。

风险提示

① 常温新品销售不及预期；② 疫情持续时间过长；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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,847	4,478	6,007	8,004	9,811
YoY (%)	63.2%	57.3%	34.1%	33.3%	22.6%
归母净利润(百万元)	59	154	357	670	982
YoY (%)	208.2%	160.6%	131.4%	87.4%	46.7%
毛利率 (%)	35.9%	38.2%	36.5%	40.0%	41.2%
每股收益 (元)	0.11	0.30	0.69	1.30	1.90
ROE	4.0%	3.4%	7.3%	12.1%	15.1%
市盈率	313.41	120.26	51.97	27.73	18.90

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

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,478	6,007	8,004	9,811	净利润	194	404	670	982
YoY (%)	57.3%	34.1%	33.3%	22.6%	折旧和摊销	103	62	73	81
营业成本	2,767	3,812	4,799	5,768	营运资金变动	133	-125	-33	-22
营业税金及附加	20	30	40	49	经营活动现金流	437	321	708	1,040
销售费用	1,159	1,321	1,921	2,296	资本开支	-616	-294	-424	-544
管理费用	343	390	381	428	投资	-550	0	0	0
财务费用	-31	-46	-10	-9	投资活动现金流	-1,159	-269	-424	-644
研发费用	40	60	88	118	股权募资	3,089	0	0	0
资产减值损失	-11	0	0	0	债务募资	617	-350	0	0
投资收益	7	25	0	0	筹资活动现金流	2,599	-358	0	0
营业利润	230	484	805	1,182	现金净流量	1,876	-305	284	396
营业外收支	3	2	2	2					
利润总额	233	486	807	1,184	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	39	83	137	201	成长能力				
净利润	194	404	670	982	营业收入增长率	57.3%	34.1%	33.3%	22.6%
归属于母公司净利润	154	357	670	982	净利润增长率	160.6%	131.4%	87.4%	46.7%
YoY (%)	160.6%	131.4%	87.4%	46.7%	盈利能力				
每股收益	0.30	0.69	1.30	1.90	毛利率	38.2%	36.5%	40.0%	41.2%
					净利率	4.3%	6.7%	8.4%	10.0%
					总资产收益率 ROA	2.3%	5.2%	8.4%	10.6%
					净资产收益率 ROE	3.4%	7.3%	12.1%	15.1%
					偿债能力				
					流动比率	2.71	3.06	2.84	2.75
					速动比率	2.26	2.34	2.07	1.96
					现金比率	1.70	1.68	1.51	1.47
					资产负债率	26.7%	23.5%	24.6%	24.6%
					经营效率				
					总资产周转率	0.67	0.87	1.01	1.06
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.30	0.69	1.30	1.90
					每股净资产	8.74	9.43	10.73	12.63
					每股经营现金流	0.85	0.62	1.37	2.01
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
					估值分析				
					PE	120.26	51.97	27.73	18.90
					PB	6.41	3.81	3.35	2.85

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。

任从尧：11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，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研究员，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：4年以上食品饮料和其他消费品行业研究经验；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。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2年苏酒渠道公司销售工作经历，2022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。