

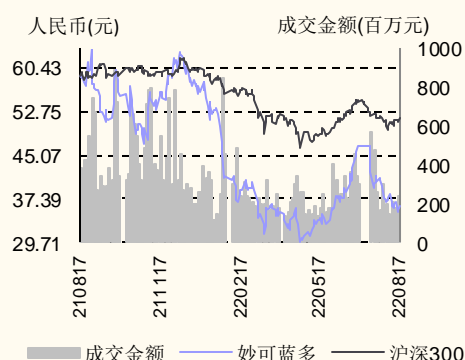
妙可蓝多 (600882.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 35.98元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	5.16
已上市流通A股(亿股)	4.09
总市值(亿元)	185.72
年内股价最高最低(元)	63.77/29.71
沪深300指数	4217
上证指数	3293



相关报告

- 《疫情下依旧稳健增长，盈利水平持续改善-妙可22年一季报点评》，2022.4.18
- 《22年成长逻辑清晰，净利率提升可期-妙可21年年报点评》，2022.3.25
- 《业绩延续高增，静待常温奶酪棒放量-妙可蓝多三季报点评》，2021.10.31

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

李茵琦 联系人

新品驱动下延续增势，成本压力拖累毛利率

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,847	4,478	6,200	8,207	10,219
营业收入增长率	63.20%	57.31%	38.45%	32.36%	24.52%
归母净利润(百万元)	59	154	352	719	1,121
归母净利润增长率	208.16%	160.60%	127.87%	104.39%	55.91%
摊薄每股收益(元)	0.145	0.299	0.682	1.393	2.172
每股经营性现金流净额	0.59	0.78	1.24	2.26	3.21
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.99%	3.42%	6.91%	12.85%	17.57%
P/E	394.40	187.19	52.78	25.82	16.56
P/B	15.73	6.41	3.64	3.32	2.91

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8月17日公司发布公告，22H1实现营收25.94亿元，同比增长25.48%；实现归母净利润1.32亿元，同比增长18.03%。22Q2实现营收13.08亿元，同比增长17.17%；实现归母净利润0.58亿元，同比下降26.72%。

经营分析

- 新品放量延续奶酪高成长。**1) 产品: 22H1 奶酪/液态奶/贸易分别同比+34.1%/-14.7%/+11.1%，22Q2 分别同比+21.1%/-12.8%/+16.8%。22H1 即食营养/家庭餐桌/餐饮工业系列分别同比增长21.9%/94.3%/59.3%，即食系列通过常温不断拓宽渠道空间，净增网点10万家左右(达到70万家)；家庭餐桌系列受益于奶酪片的放量，主要定位营养早餐场景。液态奶下滑主要受疫情影响，公司将贸易业务与原料采购合并，并重点向奶酪黄油类转移，和奶酪业务协同性较强，保持稳定增长。2) 地区: 22H1 北区/中区/南区分别同比+33.3%/+22.7%/+11.8%，22Q2 同比+23.7%/+33.9%/-25.6%。
- 成本拖累毛利表现。**22H1/Q2 实现毛利率36.3%/33.9%，同比-3.4/-6.7pct，其中22H1 奶酪/液态奶/贸易的毛利率分别为43.8%/12.2%/6.0%，分别同比-6.4/-4.0/-0.1pct，主要系原辅材料及物流成本大幅上涨，奶酪和液态奶受影响较大，下半年随着疫情的缓解和公司6月的提价，预计毛利率压力将得到改善。22H1 销售/管理/研发/财务费率分别同比-1.0/-0.8/-0.3/-1.3pct，22Q2 分别同比-1.0/-1.4/-0.0/-1.1pct，销售、管理费用率有所收缩，得益于公司的规模效应和领先优势的凸显；财务费率下降主要系存款利息收入增加。22H1/Q2 实现净利率5.7%/5.2%，同比-0.3/-2.5pct。
- 公司逐步打造产品矩阵，深挖奶酪大市场的成长空间。公司市占率持续提升，截止22H1市占率达35.5%，21年底为30.8%，奶酪棒市占率超过40%，随着竞争格局趋缓和规模效应提升，净利率仍有大幅提升的空间。

盈利预测与投资建议

- 预计公司22-24年的EPS分别为0.68/1.39/2.17元(考虑成本压力将22/23年业绩分别下调27%/14%)，对应PE估值分别为53/26/17倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 新品增长不达预期，渠道扩张不达预期，食品安全问题，行业竞争加剧。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,744	2,847	4,478	6,200	8,207	10,219	货币资金	417	567	2,436	1,314	1,088	2,022
增长率		63.2%	57.3%	38.5%	32.4%	24.5%	应收账款	181	124	115	187	247	308
主营业务成本	-1,194	-1,825	-2,767	-3,715	-4,682	-5,576	存货	142	270	523	509	641	764
%销售收入	68.4%	64.1%	61.8%	59.9%	57.0%	54.6%	其他流动资产	141	216	809	826	867	904
毛利	550	1,022	1,711	2,485	3,525	4,643	流动资产	880	1,178	3,884	2,836	2,843	3,998
%销售收入	31.6%	35.9%	38.2%	40.1%	43.0%	45.4%	%总资产	36.0%	38.1%	58.0%	40.2%	35.4%	43.0%
营业税金及附加	-10	-14	-20	-37	-41	-51	长期投资	210	212	227	227	227	227
%销售收入	0.6%	0.5%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	固定资产	660	847	1,386	2,951	3,925	4,028
销售费用	-359	-710	-1,159	-1,600	-2,109	-2,616	%总资产	27.0%	27.4%	20.7%	41.8%	48.8%	43.4%
%销售收入	20.6%	25.0%	25.9%	25.8%	25.7%	25.6%	无形资产	552	520	536	534	532	530
管理费用	-111	-140	-343	-372	-435	-542	非流动资产	1,563	1,915	2,813	4,226	5,193	5,291
%销售收入	6.4%	4.9%	7.7%	6.0%	5.3%	5.3%	%总资产	64.0%	61.9%	42.0%	59.8%	64.6%	57.0%
研发费用	-22	-39	-40	-62	-82	-102	资产总计	2,443	3,092	6,697	7,062	8,036	9,289
%销售收入	1.3%	1.4%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	短期借款	363	300	363	151	255	337
息税前利润 (EBIT)	47	118	149	414	858	1,332	应付款项	314	444	811	843	1,066	1,276
%销售收入	2.7%	4.2%	3.3%	6.7%	10.5%	13.0%	其他流动负债	99	167	259	280	435	600
财务费用	-58	-29	31	4	-2	3	流动负债	777	911	1,433	1,274	1,756	2,214
%销售收入	3.3%	1.0%	-0.7%	-0.1%	0.0%	0.0%	长期贷款	355	299	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	46	49	357	253	192	148
公允价值变动收益	28	1	15	0	0	0	负债	1,177	1,260	1,791	1,527	1,948	2,361
投资收益	0	14	7	15	15	15	普通股股东权益	1,266	1,486	4,512	5,095	5,599	6,384
%税前利润	0.0%	14.7%	2.9%	3.2%	1.7%	1.1%	其中：股本	409	409	516	516	516	516
营业利润	20	97	230	463	901	1,380	未分配利润	-891	-831	-677	-431	73	858
营业利润率	1.1%	3.4%	5.1%	7.5%	11.0%	13.5%	少数股东权益	0	347	395	440	490	545
营业外收支	3	-2	3	4	4	4	负债股东权益合计	2,443	3,092	6,697	7,062	8,036	9,289
税前利润	23	95	233	467	905	1,384	比率分析						
利润率	1.3%	3.3%	5.2%	7.5%	11.0%	13.5%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-3	-21	-39	-70	-136	-208	每股指标						
所得税率	14.7%	22.4%	16.7%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.047	0.145	0.299	0.682	1.393	2.172
净利润	19	74	194	397	769	1,176	每股净资产	3.092	3.629	8.740	9.871	10.847	12.367
少数股东损益	0	15	39	45	50	55	每股经营现金净流	0.661	0.587	0.784	1.237	2.264	3.212
归属于母公司的净利润	19	59	154	352	719	1,121	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.205	0.418	0.652
净利率	1.1%	2.1%	3.4%	5.7%	8.8%	11.0%	回报率						
							净资产收益率	1.52%	3.99%	3.42%	6.91%	12.85%	17.57%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	0.79%	1.92%	2.31%	4.98%	8.95%	12.07%
							投入资本收益率	2.01%	3.74%	2.34%	6.19%	11.49%	15.58%
净利润	19	74	194	397	769	1,176	增长率						
少数股东损益	0	15	39	45	50	55	主营业务收入增长率	42.32%	63.20%	57.31%	38.45%	32.36%	24.52%
非现金支出	55	63	81	157	247	317	EBIT增长率	930.4%	150.8%	26.0%	178.1%	107.2%	55.3%
非经营收益	31	32	-3	106	8	10	净利润增长率	80.7%	208.2%	160.6%	127.9%	104.4%	55.9%
营运资金变动	166	72	133	-21	145	154	总资产增长率	-9.17%	26.57%	116.6%	5.45%	13.80%	15.59%
经营活动现金净流	271	240	404	638	1,169	1,658	资产管理能力						
资本开支	-123	-356	-616	-1,680	-1,211	-411	应收账款周转天数	34.3	18.6	8.6	9.0	9.0	9.0
投资	180	0	-550	0	0	0	存货周转天数	46.6	41.2	52.3	50.0	50.0	50.0
其他	4	-76	7	15	15	15	应付账款周转天数	48.7	40.2	34.6	40.0	40.0	40.0
投资活动现金净流	62	-432	-1,159	-1,665	-1,196	-396	固定资产周转天数	124.0	80.8	123.0	123.0	127.3	116.7
股权募资	-2	457	3,089	337	0	0	偿债能力						
债权募资	-407	-122	-214	-209	104	82	净负债/股东权益	23.80%	1.76%	-53.47%	-30.95%	-22.71%	-32.25%
其他	-168	-36	-277	-140	-242	-366	EBIT利息保障倍数	0.8	4.1	-4.8	-104.3	463.2	-442.3
筹资活动现金净流	-577	299	2,598	-12	-139	-283	资产负债率	48.19%	40.73%	26.74%	21.62%	24.24%	25.42%
现金净流量	-244	107	1,844	-1,038	-166	978							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	6	16	18	66
增持	0	0	0	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.10	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-08-23	买入	44.10	N/A
2	2020-10-29	买入	37.50	N/A
3	2021-04-29	买入	75.45	N/A
4	2021-08-11	买入	60.68	N/A
5	2021-10-31	买入	49.89	N/A
6	2022-03-25	买入	36.53	N/A
7	2022-04-18	买入	34.00	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-15%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402