

买入 (维持)

妙可蓝多

600882

餐饮餐桌增速靓丽，疫情扰动致盈利承压

2022年8月18日

市场数据

| 市场数据日期 | 2022-8-17 |
|-----------|-----------|
| 收盘价(元) | 35.98 |
| 总股本(百万股) | 516.18 |
| 流通股本(百万股) | 409.31 |
| 总市值(百万元) | 18,572.16 |
| 流通市值(百万元) | 14,726.94 |
| 净资产(百万元) | 4,489.58 |
| 总资产(百万元) | 7,155.28 |
| 每股净资产(元) | 8.70 |

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

主要财务指标

| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 4478 | 6080 | 8032 | 10042 |
| 同比增长 | 57.31% | 35.77% | 32.11% | 25.02% |
| 归母净利润(百万元) | 154 | 360 | 631 | 844 |
| 同比增长 | 160.60% | 133.32% | 75.19% | 33.69% |
| 毛利率 | 38.21% | 37.09% | 39.10% | 38.45% |
| 净利率 | 4.33% | 6.80% | 7.86% | 8.40% |
| 净资产收益率 | 3.42% | 7.06% | 10.95% | 12.72% |
| 每股收益(元) | 0.30 | 0.70 | 1.22 | 1.63 |
| 每股经营现金流(元) | 0.85 | 0.96 | 1.13 | 1.36 |

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《妙可蓝多: 奶酪增长提速, 盈利能力提升兑现》2022-04-19
《妙可蓝多: 奶酪保持领跑, 22年盈利能力上台阶》2022-03-25
《妙可蓝多: 常温快速增线, 竞争优势保持领先》2021-12-29

分析师:

苏铖

sucheng21@xyzq.com.cn

S0190521120003

金含

jinhan@xyzq.com.cn

S0190521080003

- **事件:** 公司公告 2022 年中报, 22H1 收入/归母净利/扣非归母净利分别为 25.94/1.32/1.16 亿元, 同比+25.48%/+18.03%/+4.29%, 其中 Q2 收入/归母净利/扣非归母净利分别为 13.08/0.58/0.47 亿元, 同比+17.17%/-26.72%/-40.82%。
- **Q2 奶酪受疫情扰动有所降速, 餐饮餐桌系列增速靓丽。** 22H1 奶酪/液态奶/贸易营收占比分别为 78.9%/7.0%/14.1%, 同比+34.1%/-14.7%/+11.1%; Q2 占比分别为 76.6%/7.2%/16.2%, 同比+21.1%/-12.8%/+16.8%。上半年国内疫情反复, 人口流动受限、货运物流不畅、消费环境疲软、线下业务承压, 公司积极应对, 保证生产经营的正常运行, 并以社区团购等形式带动奶酪业务保持快速增长, 市占率稳居行业第一。22H1 即食营养系列收入 14.18 亿元, 同增 21.9%, 低温产品迭代升级, 常温产品实现渠道拓展及场景破圈。22H1 家庭餐桌/餐饮工业系列收入 2.84/3.40 亿元, 同增 94.3%/59.2%, Q2 借助社区团购业务的开展, 加强餐饮餐桌奶酪的消费者教育, 奶酪片和马苏里拉表现出色。
- **Q2 物流及成本上涨致毛利率下滑, 费用率有效管控。** Q2 公司毛利率为 33.86%, 同比-6.71pct, 主要系疫情影响物流运输成本提高、国际大宗商品涨价致原辅材料成本大幅上涨, 三大系列产品毛利率均有所下降。Q2 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 21.98%/6.25%/0.82%/-1.02%, 同比-1.04/-1.38/-0.03/-1.13pct, 费用率管控良好。
- **盈利预测与投资建议:** 根据中报业绩相应调整盈利预测, 预计 2022-2024 年公司实现营收 60.80/80.32/100.42 亿元, 同增 35.77%/32.11%/25.02%, 归母净利 3.60/6.31/8.44 亿元, 同增 133.32%/75.19%/33.69%, EPS 为 0.70/1.22/1.63 元; 对应 2022 年 8 月 17 日收盘价, PE 为 51.55/29.42/22.01X, 维持“买入”评级。

风险提示: 行业竞争加剧、原材料价格波动、食品安全、动销不达预期风险。

报告正文

Q2 奶酪受疫情扰动有所降速，餐饮餐桌系列增速靓丽。22H1 奶酪/液态奶/贸易营收占比分别为 78.9%/7.0%/14.1%，同比+34.1%/-14.7%/+11.1%；Q2 占比分别为 76.6%/7.2%/16.2%，同比+21.1%/-12.8%/+16.8%。上半年国内疫情反复，人口流动受限、货运物流不畅、消费环境疲软、线下业务承压，公司积极应对，保证生产经营的正常运行，并以社区团购等形式带动奶酪业务保持快速增长，市占率稳居行业第一。22H1 即食营养系列收入 14.18 亿元，同增 21.9%，低温产品迭代升级，常温产品实现渠道拓展及场景破圈。22H1 家庭餐桌/餐饮工业系列收入 2.84/3.40 亿元，同增 94.3%/59.2%，Q2 借助社区团购业务的开展，加强餐饮餐桌奶酪的消费者教育，奶酪片和马苏里拉表现出色。

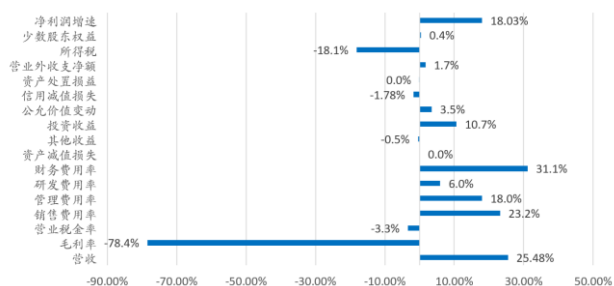
终端网点进一步扩张，线上渠道持续发力。22H1 末公司经销商数量 5438 家，较 Q1 末下降 252 家，主要系疫情扰动及主动优化经销商结构；销售网络覆盖约 70 万个零售终端，较 21 年末增加 10 万个。公司不断增加陈列面积、丰富终端产品矩阵，持续精耕现代渠道，并强化流通、特渠、烘焙等多渠道开发，拓展新赛道。电商业务方面，在“618”大促期间，公司产品在天猫、京东自营、抖音、天猫超市、快手和拼多多等平台均获得奶酪黄油类目第一名，累计 GMV 破亿元。

Q2 物流及成本上涨致毛利率下滑，费用率有效管控。Q2 公司毛利率为 33.86%，同比-6.71pct，主要系疫情影响物流运输成本提高、国际大宗商品涨价致原辅材料成本大幅上涨，三大系列产品毛利率均有所下降。Q2 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 21.98%/6.25%/0.82%/-1.02%，同比-1.04/-1.38/-0.03/-1.13pct，费用率管控良好。

看好公司在产品、品牌、产能上的先发优势，长期与蒙牛乳业的协同效应将充分显现。产品端，公司聚焦奶酪细分赛道，研发优势赋能，打造明星大单品，近期推出常温奶酪棒产品有望迎来行业新风口。品牌端，通过一系列营销组合拳抢占先机，牢牢占据消费者心智，并利用知名 IP 持续提升品牌力，且随着品牌力的释放、规模效应的显现，费效比有望持续改善，营销效率将进一步提升。产能端，三次定增扩产保障产能供给，2021 年产能达到 7.84 万吨，规模效应带动成本下行。长期看，蒙牛乳业入主，有望在资金、管理、渠道、市场资源、奶源等多个维度协同、赋能公司，且联手后外部竞争格局有望改善，加速双赢。

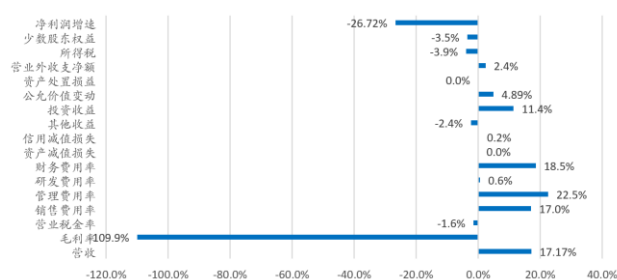
盈利预测与投资建议：根据中报业绩相应调整盈利预测，预计 2022-2024 年公司实现营收 60.80/80.32/100.42 亿元，同增 35.77%/32.11%/25.02%，归母净利润 3.60/6.31/8.44 亿元，同增 133.32%/75.19%/33.69%，EPS 为 0.70/1.22/1.63 元；对应 2022 年 8 月 17 日收盘价，PE 为 51.55/29.42/22.01X，维持“买入”评级。

图 1、2022H1 归母净利润增速贡献拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2022Q2 归母净利润增速贡献拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示：行业竞争加剧、原材料价格波动、食品安全、动销不达预期风险。

附表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流动资产 | 3884 | 3520 | 3442 | 4112 | 营业收入 | 4478 | 6080 | 8032 | 10042 |
| 货币资金 | 2436 | 2709 | 2282 | 2440 | 营业成本 | 2767 | 3825 | 4892 | 6181 |
| 交易性金融资产 | 550 | 0 | 0 | 0 | 税金及附加 | 20 | 27 | 36 | 45 |
| 应收票据及应收账款 | 96 | 236 | 311 | 389 | 销售费用 | 1159 | 1398 | 1968 | 2360 |
| 预付款项 | 127 | 38 | 294 | 556 | 管理费用 | 343 | 395 | 442 | 502 |
| 存货 | 523 | 382 | 391 | 556 | 研发费用 | 40 | 30 | 40 | 50 |
| 其他 | 152 | 155 | 164 | 171 | 财务费用 | -31 | -46 | -56 | -60 |
| 非流动资产 | 2813 | 3567 | 4569 | 5081 | 其他收益 | 39 | 27 | 28 | 31 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资收益 | 7 | 7 | 9 | 8 |
| 固定资产 | 1024 | 1709 | 2446 | 2959 | 公允价值变动收益 | 15 | 13 | 12 | 13 |
| 在建工程 | 362 | 581 | 740 | 620 | 信用减值损失 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 97 | 87 | 76 | 65 | 资产减值损失 | -11 | 0 | 0 | 0 |
| 商誉 | 391 | 391 | 391 | 391 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 48 | 71 | 91 | 112 | 营业利润 | 230 | 497 | 760 | 1015 |
| 其他 | 891 | 729 | 824 | 935 | 营业外收入 | 6 | 5 | 6 | 6 |
| 资产总计 | 6697 | 7087 | 8011 | 9193 | 营业外支出 | 3 | 4 | 5 | 4 |
| 流动负债 | 1433 | 1481 | 1742 | 2053 | 利润总额 | 233 | 498 | 761 | 1017 |
| 短期借款 | 350 | 280 | 224 | 179 | 所得税 | 39 | 85 | 129 | 173 |
| 应付票据及应付账款 | 408 | 564 | 721 | 911 | 净利润 | 194 | 414 | 631 | 844 |
| 其他 | 675 | 637 | 797 | 963 | 少数股东损益 | 39 | 53 | 0 | 0 |
| 非流动负债 | 357 | 52 | 55 | 58 | 归属母公司净利润 | 154 | 360 | 631 | 844 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | BPS(元) | 0.30 | 0.70 | 1.22 | 1.63 |
| 其他 | 357 | 52 | 55 | 58 | | | | | |
| 负债合计 | 1791 | 1533 | 1797 | 2111 | 主要财务比率 | | | | |
| 股本 | 516 | 516 | 516 | 516 | 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 资本公积 | 4939 | 4939 | 4939 | 4939 | 成长性 | | | | |
| 未分配利润 | -677 | -317 | 315 | 1159 | 营业收入增长率 | 57.31% | 35.77% | 32.11% | 25.02% |
| 少数股东权益 | 395 | 448 | 448 | 448 | 营业利润增长率 | 136.82% | 116.31% | 52.81% | 33.61% |
| 股东权益合计 | 4906 | 5554 | 6213 | 7082 | 归母净利润增长率 | 160.60% | 133.32% | 75.19% | 33.69% |
| 负债及权益合计 | 6697 | 7087 | 8011 | 9193 | 盈利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 | 38.21% | 37.09% | 39.10% | 38.45% |
| | | | | | 净利率 | 4.33% | 6.80% | 7.86% | 8.40% |
| | | | | | ROE | 3.42% | 7.06% | 10.95% | 12.72% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 26.74% | 21.63% | 22.44% | 22.96% |
| | | | | | 流动比率 | 2.71 | 2.38 | 1.98 | 2.00 |
| | | | | | 速动比率 | 2.34 | 2.12 | 1.75 | 1.73 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 资产周转率 | 0.91 | 0.88 | 1.06 | 1.17 |
| | | | | | 应收帐款周转率 | 41.02 | 35.57 | 28.46 | 27.78 |
| | | | | | 存货周转率 | 6.96 | 8.45 | 12.64 | 13.05 |
| | | | | | 每股资料(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.30 | 0.70 | 1.22 | 1.63 |
| | | | | | 每股经营现金 | 0.85 | 0.96 | 1.13 | 1.36 |
| | | | | | 每股净资产 | 8.74 | 9.89 | 11.17 | 12.85 |
| | | | | | 估值比率(倍) | | | | |
| | | | | | PE | 120.27 | 51.55 | 29.42 | 22.01 |
| | | | | | PB | 4.12 | 3.64 | 3.22 | 2.80 |

| 现金流量表 | | | | |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 归母净利润 | 154 | 360 | 631 | 844 |
| 折旧和摊销 | 81 | 111 | 170 | 225 |
| 资产减值准备 | 11 | 5 | 2 | 3 |
| 资产处置损失 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动损失 | -15 | -13 | -12 | -13 |
| 财务费用 | 25 | -46 | -56 | -60 |
| 投资损失 | -7 | -7 | -9 | -8 |
| 少数股东损益 | 39 | 53 | 0 | 0 |
| 营运资金的变动 | 2 | 82 | -111 | -240 |
| 经营活动产生现金流量 | 437 | 496 | 582 | 703 |
| 投资活动产生现金流量 | -1159 | -438 | -1035 | -586 |
| 融资活动产生现金流量 | 2599 | 214 | 27 | 40 |
| 现金净变动 | 1876 | 272 | -427 | 158 |
| 现金的期初余额 | 543 | 2436 | 2709 | 2282 |
| 现金的期末余额 | 2436 | 2709 | 2282 | 2440 |

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|------|------|--|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15% |
| | | 审慎增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | | 无评级 | 由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级 |
| | 行业评级 | 推荐 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | | 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | | 回避 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,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。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|---------------------------|----------------------------------|------------------------------|
| 地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 | 地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元 | 地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 |
| 邮编: 200135 | 邮编: 100020 | 邮编: 518035 |
| 邮箱: research@xyzq.com.cn | 邮箱: research@xyzq.com.cn | 邮箱: research@xyzq.com.cn |