



2022-08-19

公司点评报告

增持/维持

妙可蓝多(600882)

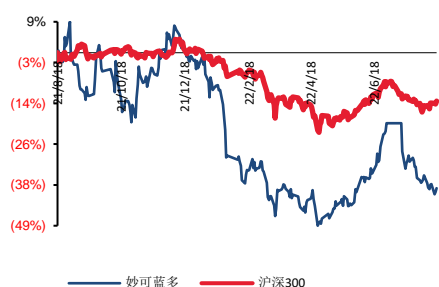
目标价: 40

昨收盘: 33.79

食品饮料 饮料乳品

## 妙可蓝多：家庭餐桌高速增长，疫情扰动利润承压

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	516/409
总市值/流通(百万元)	17,442/13,831
12个月最高/最低(元)	63.77/29.71

### 相关研究报告：

#### 证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

#### 证券分析师：况英

电话：021-58502206

E-MAIL: kuangying@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190122080015

### 事件：

公司发布2022年中报，2022H1营业收入25.9亿元(+25.5%)，归母净利润1.3亿元(+18.0%)，扣非归母净利润1.2亿元(+4.3%)，净利率5.7%(-0.3pct)。

2022Q2营业收入13.1亿元(+17.2%)，归母净利润0.6亿元(-26.7%)，扣非归母净利润0.5亿元(-40.8%)，净利率5.2%(-2.5pct)。

### 点评：

**收入分析：奶酪业务市占率遥遥领先，疫情下家庭餐桌系列增长迅速，南区疫情影响收入增速受损。**

22H1，公司实现营收25.9亿元，同比+25.5%（Q1：+35.2%，Q2：+17.2%），疫情下依旧实现了双位数的增长。

1) **分业务**：2022H1，公司奶酪业务规模持续扩大，市占率不断提升，22年6月市占率已达36.4%，为行业第一（第二及第三的市占率今年上半年呈下降趋势），奶酪收入20.4亿(+34.1%，占比同比+5.1pct)，液态奶业务受疫情影响，收入同比-14.7%至1.8亿，贸易业务稳步增长，收入3.7亿(+11.1%)；2022Q2，奶酪收入10.0亿(+21.1%)，液态奶收入0.9亿(-12.8%)，贸易收入2.1亿(+16.8%)；

2) **核心奶酪业务板块**：2022H1，即食营养系列、家庭餐桌系列和餐饮工业系列奶酪产品分别实现收入14.2、2.8、3.4亿元，同比+21.9%、+94.3%、+59.3%，公司加大以奶酪片为核心的营养早餐的宣传推广，同时疫情期间社区团购业务的开展，加速了消费者教育，家庭餐桌系列有望成为公司第二增长曲线。公司预计今年9-10月常温奶酪棒将会发力，未来低温奶酪棒空间翻1-2倍可期。

3) **分地区**：2022H1，北区、中区、南区收入增速+33.3%/+22.7%/+11.8%；2022Q2，北区、中区、南区收入增速+171.5%/-17.7%/-32.0%，南区由于疫情影响收入增速受损；

4) **经销商**：公司上半年新增经销商1022家，减少947家，期末经销商数量达5438家(+63.1%)，销售网络覆盖约70万个零售终端，同比+92.8%；

5) **分渠道**：2022H1，经销渠道收入18.5亿(+22.3%)，直营渠道收入3.7亿(+67.7%)，贸易渠道收入3.7亿(+11.1%)；2022Q2，经销渠道收入9.3亿(+15.1%)，直营渠道收入1.7亿(+30.3%)，

贸易渠道收入 2.1 亿 (+16.8%)；

**盈利分析：受原辅材料成本上涨、疫情下物流费用增加影响，Q2 毛利率下降 6.7pct。**

2022H1，公司毛利率为 36.3% (-3.4pct)，毛利率相对较高的即食营养系列受疫情影响较大，收入占比有所下降，导致公司毛利率有所下降。期间费用方面，2022H1，公司销售费用率 23.4% (-1.0pct，主要为广告促销费率下降 3.6pct 影响)，管理费用率 6.5% (-0.8pct)，研发费用率 0.6% (-0.3pct)，财务费用率-1.1% (-1.3pct)，费用控制得当；综上，期内公司归母净利率 5.1% (-0.3pct)，扣非归母净利率 4.5% (-0.9pct)。

2022Q2，公司毛利率为 33.9% (-6.7pct)，毛利率的下降主要是由于疫情及国际大宗商品涨价影响，公司物流和原辅材料成本大幅上涨所致。期间，公司销售费用率 21.9% (-1.1pct)，管理费用率 6.3% (-1.3pct)，研发费用率 0.8% (-0.1pct)，财务费用率-1.0% (-1.1pct)。综上，公司归母净利率 4.5% (-2.7pct)，扣非归母净利率 3.6% (-3.5pct)。

**22 年展望：核心高毛利奶酪业务稳步推进，全年 60 亿元收入目标有望达成，盈利修复值得期待。**

**1) 收入端：**公司将继续深耕奶酪市场，市占率稳居行业第一的同时进一步扩大领先优势。即食营养系列在疫情后有望恢复快速增长，同时随着奶酪的消费者教育不断加深，家庭餐桌系列和餐饮工业系列有望延续上半年高速增长的势头，全年股权激励目标 60 亿收入有望达成。

**2) 成本端：**物流方面，预计随着疫情得到有效控制，物流运费将回归相对合理状态；原辅材料方面，公司将通过增加备货，同时有计划上调产品出厂价，特别是提高与原材料上涨明显相关的产品，如餐饮类产品的价格等方式来积极应对原材料价格上涨的影响；产品结构方面：在疫情后随着商超客流恢复，预计以奶酪棒为代表的高毛利率的即食营养系列产品也将迎来需求复苏，进而带动整体毛利率的改善。综上，我们预计下半年公司毛利率水平较上半年有所提升。**3) 利润端：**受益于毛利率稳中有升，下半年净利率水平有望提升。

**长期展望：赛道发展空间大，公司行业市占率第一，未来有望高速增长。赛道来看，**奶酪为乳制品行业中高景气度赛道，市场参与者不断增加，有望共同加强奶酪品类的消费者教育，品类未来发展空间大，其健康属性符合未来消费发展趋势。**公司能力来看，**公司在奶酪市场市占率稳居行业第一，且市占率呈现不断提升的趋势，公司在产品(业内率先推出了极具技术含量的核心大单品常温奶酪棒，在夯实基础款

的同时，不断进行产品迭代）、渠道（销售网络覆盖约 70 万个零售终端）、品牌（“奶酪就选妙可蓝多”的品牌标语深入人心）等方面竞争优势突出，未来将继续扩大领先优势，引领奶酪行业的发展。**生命周期来看**，中国奶酪行业发展尚属早期，公司目前亦处于成长前期，随着市场培育以及消费者教育不断增强，公司核心高毛利的奶酪业务将取得高速增长，带动公司盈利能力不断提升。

**盈利预测与估值：**今年下半年公司即食营养系列预计恢复快速增长，叠加家庭餐桌系列高增，公司奶酪市场占有率将进一步提升。奶酪行业高景气度，公司作为行业龙头将持续收获行业成长红利。我们预计公司 2022-2024 年收入增速为分别为 35%、34%、33%，归母净利润增速分别为 96%、95%、67%，EPS 分别为 0.59、1.14、1.90 元/股，按照 2023 年业绩给予 35X 估值，一年目标价 40 元，维持公司“增持”评级。

**风险提示：**疫情反复风险、原材料价格波动、市场竞争加剧、运营管理风险。

#### ■ 主要财务指标

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4478	6034	8072	10726
增长率 (%)	57%	35%	34%	33%
净利润(百万元)	154	302	589	981
增长率 (%)	161%	96%	95%	67%
摊薄每股收益(元)	0.30	0.59	1.14	1.90
P/E	112	57	29	18

资料来源：Wind，太平洋证券

# 投资评级说明

## 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

## 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	周许奕	13611858673	zhouxuyi@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。