

妙可蓝多 (600882)

收入稳健盈利短期承压，下半年增长可期

事件：公司发布中报，2022H1 实现总营收 25.9 亿元，同比增长 25.5%，归母净利润 1.32 亿元，同比增长 18%；其中 2022Q2 单季实现总营收 13.1 亿元，同比增长 17.2%，归母净利润 0.58 亿元，同比下降 26.7%。

收入端符合预期，疫情压力下奶酪增长趋势不改。分产品看，2022H1 奶酪/液态奶/贸易实现营收 20.4/1.8/3.6 亿元，同比+34.1%/-14.7%/+11.1%。上半年疫情压力下，奶酪业务仍实现高增长，其中即食营养/家庭餐桌/餐饮工业分别实现收入 14.2/2.8/3.4 亿元，同比+21.9%/+94.3%/+59.2%。奶酪棒增长趋势仍然稳固，低温升级迭代配合常温发力下沉市场是增长核心。同时，上半年奶酪片的营销力度加大，顺应了疫情背景下家庭佐餐需求的增长，促使家庭餐桌系列收入接近翻倍增长。分渠道看，H1 经销/直营/贸易实现收入 18.5/3.7/3.6 亿元，同比+22.3%/+67.7%/+11.1%。公司追求渠道高质量发展，截至 6 月 30 日，公司共有经销商 5438 家（较 21 年末+1.4%），销售网络覆盖约 70 万个零售终端（较 21 年末+10 万个）。分季度看，Q2 收入增速由 Q1 的 35.2% 放缓至 17.2%，主因 Q2 疫情反复，货运物流不畅、消费环境疲软、线下销售承压，公司通过社区团购等多种方式积极应对市场变化，而 6 月以来该风险已基本解除。

成本上涨毛利率承压，费用率呈改善趋势。2022H1/Q2 归母净利率为 5.1%/4.5%，同比-0.3/-2.7pct。业绩承压主因毛利率下滑，2022H1 毛利率为 36.3%，同比-3.4pct，其中奶酪/液态奶/贸易毛利率为 43.8%/12.2%/6.0%，同比-6.4/-4.0/-0.1pct。Q2 毛利率承压较为明显，为 33.9%，同比-6.7pct。毛利率下降主因上半年受疫情及国际大宗商品价格上涨影响，公司物流和原辅材料成本涨幅较大。而公司费用率则呈改善趋势，H1 销售/管理费用率 23.4%/6.5%，同比-1.0/-0.8pct，整体期间费用率同比-3.38pct。其中 Q2 销售/管理费用率控制在 22%/6.2%，同比-1.0/-1.4pct。若不考虑股权激励，H1 管理费用率为 3.9%，同比-0.4pct。

龙头地位稳固，看好下半年新老品类增量表现。一方面，公司龙头地位十分稳固，根据凯度数据，2022H1 公司奶酪市占率达 35.5%（较 21 年末提升 4.7pct），奶酪棒市占率超 40%，稳居行业第一。而伴随奶酪新国标的落地以及市场竞争格局优化，行业集中度有望提升，公司仍有望进一步提升市占率。另一方面，公司积极发力产品创新，上半年推出多款常温奶酪产品，持续推动场景/人群破圈，增长表现亮眼。同时奶酪片、马苏里拉等家庭餐桌奶酪产品营销力度加大，逐步建立起消费者对佐餐奶酪的认知，奶酪片契合日益增长的早餐场景需求，有望实现场景破圈延续快速增长。上半年疫情对供给与渠道端压力目前已基本退散，我们仍看好下半年表现。

盈利预测及投资建议：考虑到原材料成本上涨，奶酪业务毛利率存在下降预期，我们适当下调盈利预测，预计 22-24 年归母净利润 3.49/ 6.41/9.68（前值 3.85/7.38/12.04）亿元，同比增长 126%/83%/51%；EPS 为 0.68/1.24/1.87（前值 0.75/1.43/2.33）元。维持“买入”评级。

风险提示：食品安全风险；奶酪需求增长不及预期；原材料价格波动

| 财务数据和估值 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 2,846.81 | 4,478.31 | 6,028.79 | 8,198.42 | 10,381.64 |
| 增长率(%) | 63.20 | 57.31 | 34.62 | 35.99 | 26.63 |
| EBITDA(百万元) | 260.93 | 298.36 | 610.85 | 1,065.64 | 1,568.54 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 59.26 | 154.43 | 349.48 | 640.64 | 967.57 |
| 增长率(%) | 208.16 | 160.60 | 126.30 | 83.31 | 51.03 |
| EPS(元/股) | 0.11 | 0.30 | 0.68 | 1.24 | 1.87 |
| 市盈率(P/E) | 291.81 | 111.97 | 49.48 | 26.99 | 17.87 |
| 市净率(P/B) | 11.64 | 3.83 | 3.56 | 3.14 | 2.67 |
| 市销率(P/S) | 6.07 | 3.86 | 2.87 | 2.11 | 1.67 |
| EV/EBITDA | 88.86 | 86.27 | 23.42 | 13.17 | 8.52 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 食品饮料/饮料乳品 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 33.5 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股) | 516.18 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 409.31 |
| A 股总市值(百万元) | 17,292.03 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 13,711.85 |
| 每股净资产(元) | 8.70 |
| 资产负债率(%) | 31.47 |
| 一年内最高/最低(元) | 64.39/28.00 |

作者

吴文德 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520070003
wuwende@tfzq.com

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《妙可蓝多-首次覆盖报告:低温做精, 常温做广, 品类延展打开增长空间》
2022-07-18

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 567.42 | 2,436.47 | 2,346.34 | 2,832.97 | 3,801.80 |
| 应收票据及应收账款 | 115.91 | 95.58 | 189.12 | 198.03 | 292.21 |
| 预付账款 | 113.74 | 126.88 | 175.11 | 216.27 | 263.86 |
| 存货 | 270.48 | 523.03 | 483.60 | 821.01 | 779.43 |
| 其他 | 110.06 | 702.23 | 696.01 | 714.28 | 708.14 |
| 流动资产合计 | 1,177.61 | 3,884.18 | 3,890.17 | 4,782.56 | 5,845.44 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 630.02 | 1,024.27 | 1,357.35 | 1,868.75 | 2,278.95 |
| 在建工程 | 217.01 | 361.57 | 529.26 | 497.55 | 348.78 |
| 无形资产 | 99.94 | 97.19 | 89.37 | 81.56 | 73.74 |
| 其他 | 967.60 | 1,329.58 | 1,349.64 | 1,349.69 | 1,326.42 |
| 非流动资产合计 | 1,914.56 | 2,812.61 | 3,325.61 | 3,797.56 | 4,027.88 |
| 资产总计 | 3,092.18 | 6,696.79 | 7,215.79 | 8,580.12 | 9,873.32 |
| 短期借款 | 275.00 | 350.00 | 400.00 | 500.00 | 600.00 |
| 应付票据及应付账款 | 326.92 | 407.87 | 554.37 | 692.71 | 837.16 |
| 其他 | 235.55 | 579.51 | 586.83 | 959.12 | 869.56 |
| 流动负债合计 | 837.47 | 1,337.39 | 1,541.20 | 2,151.84 | 2,306.72 |
| 长期借款 | 299.27 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 49.34 | 357.30 | 357.30 | 357.30 | 357.30 |
| 非流动负债合计 | 348.62 | 357.30 | 357.30 | 357.30 | 357.30 |
| 负债合计 | 1,259.59 | 1,790.63 | 1,898.51 | 2,509.14 | 2,664.02 |
| 少数股东权益 | 347.01 | 394.56 | 456.23 | 569.29 | 740.03 |
| 股本 | 409.31 | 516.21 | 516.18 | 516.18 | 516.18 |
| 资本公积 | 1,839.48 | 4,939.15 | 4,939.15 | 4,939.15 | 4,939.15 |
| 留存收益 | (760.78) | (606.38) | (256.90) | 383.74 | 1,351.31 |
| 其他 | (2.44) | (337.38) | (337.38) | (337.38) | (337.38) |
| 股东权益合计 | 1,832.58 | 4,906.16 | 5,317.28 | 6,070.98 | 7,209.30 |
| 负债和股东权益总计 | 3,092.18 | 6,696.79 | 7,215.79 | 8,580.12 | 9,873.32 |

| 现金流量表(百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 73.98 | 193.77 | 349.48 | 640.64 | 967.57 |
| 折旧摊销 | 62.80 | 81.02 | 107.06 | 128.11 | 146.40 |
| 财务费用 | 42.68 | 25.05 | (30.14) | (24.60) | (20.76) |
| 投资损失 | (14.00) | (6.84) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营运资金变动 | (104.63) | 6.60 | (58.31) | 104.82 | (15.89) |
| 其它 | 206.21 | 137.42 | 61.67 | 113.05 | 170.75 |
| 经营活动现金流 | 267.05 | 437.03 | 429.76 | 962.04 | 1,248.07 |
| 资本支出 | 208.71 | 293.82 | 600.00 | 600.00 | 400.00 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (640.78) | (1,453.00) | (1,200.00) | (1,200.00) | (800.00) |
| 投资活动现金流 | (432.06) | (1,159.18) | (600.00) | (600.00) | (400.00) |
| 债权融资 | (147.44) | (205.64) | 80.14 | 124.60 | 120.76 |
| 股权融资 | 160.65 | 2,871.63 | (0.03) | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 284.93 | (67.40) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | 298.14 | 2,598.59 | 80.11 | 124.60 | 120.76 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 133.13 | 1,876.44 | (90.13) | 486.63 | 968.83 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 营业收入 | 2,846.81 | 4,478.31 | 6,028.79 | 8,198.42 | 10,381.64 |
| 营业成本 | 1,824.50 | 2,767.27 | 3,623.87 | 4,696.59 | 5,761.58 |
| 营业税金及附加 | 14.48 | 20.09 | 24.12 | 32.79 | 41.53 |
| 销售费用 | 710.45 | 1,158.63 | 1,446.91 | 1,926.63 | 2,387.78 |
| 管理费用 | 140.34 | 343.37 | 391.87 | 532.90 | 674.81 |
| 研发费用 | 38.86 | 40.09 | 48.23 | 81.98 | 103.82 |
| 财务费用 | 29.05 | (30.69) | (30.14) | (24.60) | (20.76) |
| 资产/信用减值损失 | (26.79) | (10.74) | (10.00) | (10.00) | (10.00) |
| 公允价值变动收益 | 1.48 | 15.43 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 14.00 | 6.84 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 3.37 | (61.86) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 97.06 | 229.87 | 513.94 | 942.12 | 1,422.89 |
| 营业外收入 | 6.00 | 6.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业外支出 | 7.79 | 3.33 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 95.28 | 232.54 | 513.94 | 942.12 | 1,422.89 |
| 所得税 | 21.30 | 38.77 | 102.79 | 188.42 | 284.58 |
| 净利润 | 73.98 | 193.77 | 411.15 | 753.70 | 1,138.32 |
| 少数股东损益 | 14.73 | 39.34 | 61.67 | 113.05 | 170.75 |
| 归属于母公司净利润 | 59.26 | 154.43 | 349.48 | 640.64 | 967.57 |
| 每股收益(元) | 0.11 | 0.30 | 0.68 | 1.24 | 1.87 |

| 主要财务比率 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 63.20% | 57.31% | 34.62% | 35.99% | 26.63% |
| 营业利润 | 391.84% | 136.82% | 123.58% | 83.31% | 51.03% |
| 归属于母公司净利润 | 208.16% | 160.60% | 126.30% | 83.31% | 51.03% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 35.91% | 38.21% | 39.89% | 42.71% | 44.50% |
| 净利率 | 2.08% | 3.45% | 5.80% | 7.81% | 9.32% |
| ROE | 3.99% | 3.42% | 7.19% | 11.64% | 14.96% |
| ROIC | 8.16% | 12.78% | 28.80% | 39.15% | 50.03% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 40.73% | 26.74% | 26.31% | 29.24% | 26.98% |
| 净负债率 | 1.76% | -42.26% | -36.35% | -38.21% | -44.23% |
| 流动比率 | 1.29 | 2.71 | 2.52 | 2.22 | 2.53 |
| 速动比率 | 1.00 | 2.34 | 2.21 | 1.84 | 2.20 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 19.63 | 42.35 | 42.35 | 42.35 | 42.35 |
| 存货周转率 | 13.82 | 11.29 | 11.98 | 12.57 | 12.97 |
| 总资产周转率 | 1.03 | 0.91 | 0.87 | 1.04 | 1.13 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.11 | 0.30 | 0.68 | 1.24 | 1.87 |
| 每股经营现金流 | 0.52 | 0.85 | 0.83 | 1.86 | 2.42 |
| 每股净资产 | 2.88 | 8.74 | 9.42 | 10.66 | 12.53 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 291.81 | 111.97 | 49.48 | 26.99 | 17.87 |
| 市净率 | 11.64 | 3.83 | 3.56 | 3.14 | 2.67 |
| EV/EBITDA | 88.86 | 86.27 | 23.42 | 13.17 | 8.52 |
| EV/EBIT | 115.22 | 115.98 | 28.40 | 14.97 | 9.39 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|--|---|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |