

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

妙可蓝多 (600882)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料行业首席分析师
执业编号: S1500520110001
联系电话: 13392190215
邮箱: mazheng@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

营收持续增长，利润短期承压

2022 年 08 月 18 日

事件：妙可蓝多公布 2022 年中报。8 月 17 日，公司公布 2022 年中报，公司上半年实现营业收入 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%；实现扣非归母净利润 1.16 亿元，同比增长 4.29%。公司 2022 二季度实现营业收入 13.08 亿元，同比增长 17.17%；实现归母净利润 5849 万元，同比下降 26.72%；实现扣非归母净利润 4708 万元，同比下降 40.82%。

点评：

- **营收持续增长，市占率不断扩大。**在上半年受疫情影响的大环境下，公司营收增速依然强劲，特别是 Q2 仍然维持 17.17% 的增速，实属不易。市占率方面，根据凯度数据，公司 2022 年上半年奶酪市场占有率达 35.5%，较 2021 年末的 30.8% 提升 4.7pct，奶酪棒市场占有率更超过 40%，稳居行业第一并不断扩大领先优势。分产品看。22H1 奶酪营收 20.42 亿元，同比+34.11%；液态奶营收 1.82 亿元，同比-14.73%；乳制品贸易营收 3.65 亿元，同比+11.11%。其中，22Q2 奶酪营收 10.00 亿元，同比+21.06%；液态奶 9332 万元，同比-12.79%；乳制品贸易 2.12 亿元，同比+16.78%。
- **去年高基数叠加今年成本端压力，公司 Q2 利润承压。**毛利率端看，公司 22H1 毛利率为 36.32%，同比-3.38pct，环比-0.61pct。其中，Q2 毛利率为 33.86%，同比-6.71pct，环比-4.96pct。公司 Q2 毛利率降幅之大，一方面是由于去年 Q2 毛利率达 40.57%，为近几年来之最；另一方面则是由于疫情和国际大宗商品价格的上涨，公司物流及原辅材料成本大幅上涨，导致产品毛利率下降。费用端看，公司整体期间费用率保持稳健。销售费用率小幅下降，22H1 销售费用率为 23.38%，同比-1.00pct，环比-3.77pct。其中，22Q2 销售费用率为 21.98%，同比-1.04pct，环比-2.83pct。管理费用率持续收缩，22H1 管理费用率为 6.48%，同比-0.78pct，环比-1.54pct；22Q2 管理费用率为 6.25%，同比-1.37pct，环比-0.47pct。研发费用率保持平稳，22H1 研发费用率为 0.59%，同比-0.26pct，环比-0.34pct；22Q2 研发费用率为 0.82%，同比-0.03pct，环比+0.45pct。财务费用率因利息收入增加而减少，22H1 财务费用率为-1.14%，同比-1.34pct，环比+0.30pct；22Q2 财务费用率为-1.02%，同比+0.25pct，环比+1.13pct。
- **产品持续引领，渠道不断精耕。**产品方面，公司在上半年推出小酪牛系列常温奶酪棒，实现线上线下全渠道覆盖；同时推出每日吸常温奶酪，实现低龄儿童的“人群破圈”。此外，公司还在家庭餐桌端推出金装奶酪片，推进公司新的增长曲线。渠道方面，公司线下覆盖网点数持续增加，上半年末已达 70 万家；线上深耕多家头部电商平台，618

大促期间在多家平台获得奶酪黄油类目头名，GMV 累计破亿元。

- **盈利预测与投资评级：短期业绩波动，价值即将显现。**公司短期业绩受疫情及国际大宗商品价格上涨的影响，出现季度波动。展望未来，在奶酪行业高速增长的大背景下，公司仍将不断达成既定目标，领军奶酪行业。公司上半年营收基本符合我们的预期，我们略微将今年营收预测调降至 61.38 亿元。考虑到疫情及国际大宗商品价格等负面因素影响将逐步减轻，我们降低对公司毛利率的预期，因此我们预计公司 2022-2024 年 EPS 为 0.66/1.29/1.97 元，分别对应 2022-2024 年 55X、28X 和 18XPE，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：食品安全问题，行业竞争加剧**

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2,847	4,478	6,138	8,360	10,707
增长率 YoY %	63.2%	57.3%	37.1%	36.2%	28.1%
归属母公司净利润 (百万元)	59	154	338	664	1,016
增长率 YoY%	208.2%	160.6%	119.0%	96.3%	53.0%
毛利率%	35.9%	38.2%	38.5%	39.3%	40.6%
净资产收益率 ROE%	4.0%	3.4%	7.0%	12.0%	15.6%
EPS(摊薄)(元)	0.15	0.33	0.66	1.29	1.97
市盈率 P/E(倍)	393.79	168.67	54.93	27.98	18.29
市净率 P/B(倍)	15.73	6.41	3.83	3.37	2.84

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 08 月 17 日收盘价

资产负债表			单位:百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,178	3,884	3,389	3,752	4,517
货币资金	567	2,436	1,704	1,761	2,222
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	116	96	131	178	229
预付账款	114	127	173	232	291
存货	270	523	672	861	1,046
其他	110	702	709	719	729
非流动资产	1,915	2,813	4,056	4,851	5,596
长期股权投	0	0	0	0	0
固定资产	630	1,024	1,813	2,574	3,299
无形资产	100	97	97	97	97
其他	1,185	1,691	2,147	2,180	2,200
资产总计	3,092	6,697	7,446	8,603	10,113
流动负债	911	1,433	1,807	2,300	2,794
短期借款	275	350	350	350	350
应付票据	90	121	155	208	261
应付账款	237	287	391	526	660
其他	309	675	910	1,216	1,523
非流动负债	349	357	357	357	357
长期借款	299	0	0	0	0
其他	49	357	357	357	357
负债合计	1,260	1,791	2,164	2,658	3,151
少数股东权	347	395	432	432	432
益					
归属母公司	1,486	4,512	4,850	5,513	6,529
负债和股东	3,092	6,697	7,446	8,603	10,113
权益					

重要财务指标					单位:百万元
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,847	4,478	6,138	8,360	10,707
同比	63.2%	57.3%	37.1%	36.2%	28.1%
归属母公司净利润	59	154	338	664	1,016
同比	208.2%	160.6%	119.0%	96.3%	53.0%
毛利率(%)	35.9%	38.2%	38.5%	39.3%	40.6%
ROE%	4.0%	3.4%	7.0%	12.0%	15.6%
EPS (摊薄)(元)	0.15	0.33	0.66	1.29	1.97
P/E	393.79	168.67	54.93	27.98	18.29
P/B	15.73	6.41	3.83	3.37	2.84
EV/EBITDA	116.49	93.49	31.85	18.92	12.41

利润表	单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,847	4,478	6,138	8,360	10,707
营业成本	1,825	2,767	3,774	5,071	6,362
营业税金及	14	20	31	42	54
销售费用	710	1,159	1,473	1,998	2,548
管理费用	140	343	423	472	551
研发费用	39	40	43	59	75
财务费用	29	-31	0	0	0
减值损失合	-29	-11	0	0	0
投资净收益	14	7	0	0	0
其他	23	54	53	72	92
营业利润	97	230	447	790	1,209
营业外收支	-2	3	0	0	0
利润总额	95	233	447	790	1,209
所得税	21	39	72	126	193
净利润	74	194	376	664	1,016
少数股东损	15	39	38	0	0
归属母公司	59	154	338	664	1,016
EBITDA	201	290	551	924	1,372
EPS (当	0.15	0.33	0.66	1.29	1.97

现金流量表			单位:百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	267	437	668	1,057	1,461
净利润	74	194	376	664	1,016
折旧摊销	63	103	156	206	255
财务费用	43	25	0	0	0
投资损失	-14	-7	0	0	0
营运资金变	72	133	136	188	190
其它	30	-11	0	0	0
投资活动现	-432	-1,159	-1,400	-1,000	-1,000
资本支出	-356	-616	-1,400	-1,000	-1,000
长期投资	0	-550	0	0	0
其他	-76	7	0	0	0
筹资活动现	298	2,599	0	0	0
吸收投资	457	3,089	0	0	0
借款	370	617	0	0	0
支付利息或股息	-36	-19	0	0	0
现金流净增加额	134	1,876	-732	57	461

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，7 年证券研究经验，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。2015 年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，2020 年加盟信达证券组建食品饮料团队。研究聚焦突破行业及个股，重视估值和安全边际的思考。个人公众号：走出来的食品饮料研究。不懂不说话，深度破万卷，慢慢走出来。扎实做点有温度的产业研究，结合对股票的理解努力为投资者创造价值。

姜青丰，硕士，毕业于中央财经大学，2 年食品饮料研究经验，2 年债券研究经验。目前主要覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际等）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2 年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、盐津铺子、甘源食品等）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒）等。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2 年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）等。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后 2 年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1 年食品饮料研究经验。目前主要覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛、妙可蓝多、嘉必优等）。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com

华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。