

# 最差时点已过，进入恢复性通道

## 妙可蓝多(600882)

评级:	买入	股票代码:	600882
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	47.0/25.73
目标价格:		总市值(亿)	150.84
最新收盘价:	29.25	自由流通市值(亿)	149.77
		自由流通股数(百万)	512.05

### 事件概述

公司发布 2022 年年报，实现营业总收入 48.30 亿元，同比+7.8%；实现归母净利润 1.4 亿元，同比-12.3%。其中，22Q4 实现营业总收入 10.0 亿元，同比-25.0%；实现归母净利润-0.1 亿元，同比-181.8%。

### 分析判断:

#### ► Q4 收入受贸易产品和液态奶拖累，其次奶酪棒增速未有更好贡献

分业务，奶酪/贸易产品/液态奶分别同比+16.0%/-14.8%/-18.9%，贸易产品和液态奶拖累整体增速。Q4 奶酪/液态奶/贸易营收增速同比-13.6%/-31.7%/-92.6%。22 年奶酪中即食营养/家庭餐桌/餐饮工业分别占比 64.6%/14.1%/21.3%，增速同比-0.5%/+54.7%/+75.6%。即时营养中大部分为奶酪棒，因此我们预计整体 22 年奶酪棒基本同比持平，奶酪主要由家庭餐桌和餐饮工业奶酪贡献，属于疫情受益，判断其中奶酪片贡献较大。零售奶酪棒产品属于疫情受损，我们预计常低温比例 1:3，22 年常温预计 6+亿元，低温相较同期有所下降，主因公司整体统筹常低温发展。

全年经销商数量较年初净-145 家至 5218 家，零售终端网点数达到 80 万个，同比+33.3%，我们预计主因常温产品铺货贡献，网点数量稳定高速增长。23 年我们预计有望超百万售点布局。

#### ► 毛利率压力仍然较大，费用优化下净利率微降

22FY 毛利率/净利率分别 34.2%/3.5%，分别同比-4.0/-0.8pct；22Q4 毛利率/净利率分别 33.3%/0.2%，同比-5.9/-2.6pcts；22FY 奶酪毛利率 40.7%，同比-7.8pct。主因 22 年原辅料价格持续上行、高毛利产品占比下滑、产能利用率下降，并且我们预计疫情对运费等成本也造成明显压力。

22FY 销售费用率/管理费用率分别同比-0.6/-2.6pct；22Q4 销售费用率/管理费用率分别同比+1.6/-8.8pct。22Q4 收入增长压力下销售费用率小幅提升，全年销售费用中广告促销费同比-9.3%。22Q4 管理费用率大幅下滑主因未完成 2022 年股权激励目标，冲回对应批次股权激励费用；综上，22FY 归母净利率 2.8%，同比-0.6pct；22Q4 归母净利率-0.8%，同比-1.7pct。

#### ► 最差时点已过，进入恢复性通道

我们判断疫后修复时间短叠加 22Q1 高基数影响，预计 23Q1 仍为恢复性增长，23Q2 预计有望进入低基数和加速恢复阶段。我们认为当前疫情影响褪去，原定的 22 和 23 年股权激励收入目标有望平移到 23 和 24 年，因此 23 年不考虑并表因素内生收入预计 60 亿元。零售端奶酪棒有望进入恢复动销快速增长的通道，高毛利产品占比提升+成本压力有望下降，我们预计毛利率有望上升，费用率有望控制，整体利润率有望扩张。我们认为，当前最差时点已过，进入恢复性通道，23Q1 收入利润预计环比改善，投资角度预计有望在 23Q2 及之后寻找最佳买点。

### 投资建议

根据年报调整盈利预测，不考虑并表因素，预计 23-24 年公司营业收入由 76.3/93.3 亿元下调至 60.1/80.0 亿元，新增 25 年营业收入 100.8 亿元；23-24 年归母净利润由 5.0/7.6 亿元下调至 2.3/3.7 亿元，

新增 25 年归母净利润 5.6 亿元，23-24 年 EPS 由 0.96/1.47 元/股下调至 0.44/0.71 元/股，2023 年 3 月 28 日收盘价 29.25 元对应 PE 分别 66/41/27 倍，维持买入评级。

### 风险提示

疫情扩大，新品销售不及预期，食品安全风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,478	4,830	6,015	8,000	10,079
YoY (%)	57.3%	7.8%	24.5%	33.0%	26.0%
归母净利润(百万元)	154	135	228	367	564
YoY (%)	160.6%	-12.3%	68.2%	61.2%	53.7%
毛利率 (%)	38.2%	34.2%	37.0%	39.1%	40.5%
每股收益 (元)	0.33	0.27	0.44	0.71	1.09
ROE	3.4%	3.0%	4.9%	7.3%	10.1%
市盈率	88.10	109.55	66.23	41.09	26.74

资料来源：wind，华西证券研究所

### 分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,830	6,015	8,000	10,079	净利润	171	284	459	704
YoY (%)	7.8%	24.5%	33.0%	26.0%	折旧和摊销	151	108	108	108
营业成本	3,180	3,792	4,868	6,001	营运资金变动	-509	290	109	96
营业税金及附加	26	32	43	54	经营活动现金流	-205	675	670	902
销售费用	1,219	1,528	2,016	2,590	资本开支	-507	-290	-420	-540
管理费用	243	295	471	507	投资	-1,244	0	-100	0
财务费用	-20	-30	-40	-50	投资活动现金流	-1,602	-290	-520	-540
研发费用	51	60	80	101	股权募资	0	-7	0	0
资产减值损失	-1	0	0	0	债务募资	1,005	0	0	0
投资收益	59	0	0	0	筹资活动现金流	699	-7	0	0
营业利润	226	358	583	897	现金净流量	-1,101	379	150	362
营业外收支	9	6	6	6	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
利润总额	236	364	589	903	<b>成长能力</b>				
所得税	65	80	129	199	营业收入增长率	7.8%	24.5%	33.0%	26.0%
净利润	171	284	459	704	净利润增长率	-12.3%	68.2%	61.2%	53.7%
归属于母公司净利润	135	228	367	564	<b>盈利能力</b>				
YoY (%)	-12.3%	68.2%	61.2%	53.7%	毛利率	34.2%	37.0%	39.1%	40.5%
每股收益	0.27	0.44	0.71	1.09	净利率	2.8%	3.8%	4.6%	5.6%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	1.8%	2.9%	4.2%	5.8%
货币资金	1,358	1,736	1,886	2,248	净资产收益率 ROE	3.0%	4.9%	7.3%	10.1%
预付款项	257	265	292	300	<b>偿债能力</b>				
存货	702	604	749	852	流动比率	1.99	1.93	1.84	1.86
其他流动资产	2,062	2,089	2,120	2,156	速动比率	1.51	1.53	1.42	1.44
流动资产合计	4,379	4,695	5,047	5,555	现金比率	0.62	0.72	0.69	0.75
长期股权投资	0	0	100	100	资产负债率	34.4%	35.1%	35.6%	34.6%
固定资产	1,156	1,256	1,456	1,756	<b>经营效率</b>				
无形资产	144	142	140	138	总资产周转率	0.68	0.78	0.96	1.10
非流动资产合计	3,058	3,246	3,664	4,102	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	7,437	7,940	8,711	9,657	每股收益	0.27	0.44	0.71	1.09
短期借款	1,356	1,356	1,356	1,356	每股净资产	8.62	9.05	9.76	10.86
应付账款及票据	292	340	498	569	每股经营现金流	-0.40	1.31	1.30	1.75
其他流动负债	555	732	886	1,058	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,202	2,429	2,740	2,982	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	109.55	66.23	41.09	26.74
其他长期负债	358	358	358	358	PB	3.70	3.21	2.97	2.67
非流动负债合计	358	358	358	358					
负债合计	2,560	2,787	3,098	3,340					
股本	516	516	516	516					
少数股东权益	430	486	578	718					
股东权益合计	4,877	5,154	5,613	6,317					
负债和股东权益合计	7,437	7,940	8,711	9,657					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

**寇星：**华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

**任从尧：**11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

**卢周伟：**华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

**王厚：**华西证券食品饮料行业研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

**吴越：**华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2年苏酒渠道公司销售工作经历，2022年加入华西证券研究所。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。