

## 妙可蓝多(600882.SH)

## 一季报环比提升，期待盈利逐步修复

## 推荐 (维持)

股价:26.08元

## 主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.milkground.cn
大股东/持股	内蒙古蒙牛乳业(集团)股份有限公司/35.03%
实际控制人	
总股本(百万股)	516
流通A股(百万股)	512
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	134
流通A股市值(亿元)	134
每股净资产(元)	8.68
资产负债率(%)	32.1

## 行情走势图



## 证券分析师

张晋溢	投资咨询资格编号 S1060521030001 ZHANGJINYI112@pingan.com.cn
王萌	投资咨询资格编号 S1060522030001 WANGMENG917@pingan.com.cn



## 事项:

公司发布2023年一季报，2023Q1实现营业收入10.23亿元，同比减少20.47%；归母净利润0.24亿元，同比减少67.08%。实现扣非归母净利0.06亿元，同比减少91.47%。

## 平安观点:

- Q1收入利润环比提升，盈利能力改善。**随着国内经济及消费的逐步复苏，公司2023Q1收入和利润环比2022Q4均有所提升，盈利能力持续改善。2023Q1实现毛利率32.69%，同比下降6.13pcts；销售/管理/财务费用率分别为24.25%/5.72%/-0.04%，同比下降0.56/下降1.00/上升1.23pcts。公司进一步控制广告投入等销售支出，费用管理持续优化；实现净利率3.35%，同比下降2.96pcts，较2022Q4环比提升3.15pcts，盈利水平持续改善。
- 把握市场复苏机会，新品助力长期增长。**分产品看，奶酪业务2023Q1实现营收8.11亿元，同比下降22.15%；液态奶业务实现营收0.81亿元，同比增长8.11%；贸易业务实现营收1.28亿元，同比下降16.15%。公司奶酪主业依然承压，我们认为主要系消费复苏斜率较缓，预计随着经济持续向好，公司渠道不断拓展，产品销售有望提速。公司在保持基础大单品市场地位稳固的同时，不断迭代升级，推出奶酪新品“三剑客”——有机奶酪棒、慕斯奶酪杯、哈路密煎烤奶酪，以及与马迭尔推出联名款限定奶酪口味雪糕、甄选妙可蓝多奶油芝士等产品。新产品的推出将进一步丰富公司产品矩阵，提升公司市场竞争力。
- 低温做精，常温做广，渠道持续深耕。**分渠道看，2023Q1经销渠道营收7.62亿元，同比下降17.64%；直营渠道营收1.30亿，同比下降36.30%；贸易渠道营收1.28亿元，同比下降16.15%。公司零售渠道线上线下全域协同，餐饮渠道提供专业产品与服务。零售渠道公司坚持“低温做精、常

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,478	4,830	6,351	8,026	9,851
YOY(%)	57.3	7.8	31.5	26.4	22.7
净利润(百万元)	154	135	304	503	718
YOY(%)	160.6	-12.3	124.3	65.6	42.7
毛利率(%)	38.2	34.2	38.8	40.7	42.3
净利率(%)	3.4	2.8	4.8	6.3	7.3
ROE(%)	3.4	3.0	6.4	9.6	12.0
EPS(摊薄/元)	0.30	0.26	0.59	0.98	1.39
P/E(倍)	87.1	99.3	44.3	26.7	18.7
P/B(倍)	3.0	3.0	2.8	2.6	2.3

温做广”，电商/新零售持续创新，在渠道深度和渠道广度方面发力。分地区来看，2023Q1北区实现收入4.41亿元（-30.71%）；中区实现收入3.41亿元（-8.51%）；南区实现收入2.39亿元（-12.98%）。截至2023Q1，公司经销商数量为5165家。

- **业绩预测与估值：**由于2022年疫情压制需求，以及成本高位的影响，根据公司2023年一季报，我们调整业绩预测，预计公司2023-2025年的归母净利润分别为3.04亿元（前值为7.80亿元）、5.03亿元（前值为11.20亿元）、7.18亿元（新增），EPS分别为0.59/0.98/1.39元。对应4月25日收盘价的PE分别为44.3、26.7、18.7倍。公司经营边际向好，作为奶酪龙头产品矩阵持续丰富、费效比不断提升，伴随消费复苏盈利能力有望快速修复，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 食品安全风险：公司所在的乳制品产业链参与者众多，流通环节长，若出现食品安全问题，可能会对公司声誉及业务经营产生重大不利影响，甚至波及整个行业。2) 行业竞争加剧：我国奶酪市场目前处于培育期，尤其是儿童奶酪棒行业呈现高利润率和高增速的特征，引发各方竞争者纷纷入局。虽然整体上我们认为更多的参与者加入可以共同推进消费者教育，带动整体市场规模提升，但随着奶酪行业进入成熟期，依然存在市场竞争加剧的风险。3) 销售费用率上升超预期：当前儿童奶酪棒市场竞争者费用投放力度大，这是行业发展初期的特征，未来在规模效应下费用率会逐步降低。若行业竞争加剧，或出现价格战情形，销售费用率上升存在超预期风险。4) 原材料价格波动风险：公司生产所需的主要原材料来自国际市场采购，国际大宗原料市场的价格波动将直接影响产品利润和公司现金流。

## 资产负债表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	4,379	4,129	5,332	6,739
现金	1,358	949	1,816	2,863
应收票据及应收账款	123	185	234	288
其他应收款	39	32	41	50
预付账款	257	257	325	399
存货	702	724	886	1,057
其他流动资产	1,900	1,981	2,029	2,082
<b>非流动资产</b>	3,058	2,689	2,308	2,023
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1,441	1,279	1,105	919
无形资产	144	120	96	72
其他非流动资产	1,473	1,290	1,107	1,032
<b>资产总计</b>	7,437	6,818	7,640	8,762
<b>流动负债</b>	2,202	1,310	1,610	1,928
短期借款	1,356	0	0	0
应付票据及应付账款	292	542	664	792
其他流动负债	555	768	946	1,136
<b>非流动负债</b>	358	250	140	43
长期借款	296	188	78	-19
其他非流动负债	62	62	62	62
<b>负债合计</b>	2,560	1,560	1,750	1,971
少数股东权益	430	508	636	820
股本	516	516	516	516
资本公积	4,959	4,959	4,959	4,959
留存收益	-1,029	-725	-222	496
<b>归属母公司股东权益</b>	4,446	4,750	5,253	5,971
<b>负债和股东权益</b>	7,437	6,818	7,640	8,762

## 现金流量表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	-231	1,080	965	1,124
净利润	171	381	632	901
折旧摊销	126	369	381	285
财务费用	-20	37	2	-7
投资损失	-59	-27	-27	-27
营运资金变动	-532	306	-36	-42
其他经营现金流	84	14	14	14
<b>投资活动现金流</b>	-1,602	13	13	13
资本支出	496	-0	0	0
长期投资	-1,244	0	0	0
其他投资现金流	-854	13	13	13
<b>筹资活动现金流</b>	699	-1,501	-111	-90
短期借款	1,006	-1,356	0	0
长期借款	-11	-108	-110	-97
其他筹资现金流	-297	-37	-2	7
<b>现金净增加额</b>	-1,127	-408	867	1,047

## 利润表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	4,830	6,351	8,026	9,851
营业成本	3,180	3,889	4,762	5,683
税金及附加	26	35	44	64
营业费用	1,219	1,556	1,966	2,404
管理费用	243	311	384	468
研发费用	51	67	85	101
财务费用	-20	37	2	-7
资产减值损失	-1	-27	-34	-42
信用减值损失	-2	0	1	1
其他收益	36	31	31	31
公允价值变动收益	5	0	0	0
投资净收益	59	27	27	27
资产处置收益	-0	0	0	0
<b>营业利润</b>	226	486	808	1,154
营业外收入	13	8	8	8
营业外支出	4	5	5	5
<b>利润总额</b>	236	490	811	1,158
所得税	65	109	180	257
<b>净利润</b>	171	381	632	901
少数股东损益	36	78	128	183
<b>归属母公司净利润</b>	135	304	503	718
EBITDA	341	896	1,194	1,436
EPS (元)	0.26	0.59	0.98	1.39

## 主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	7.8	31.5	26.4	22.7
营业利润(%)	-1.5	114.9	66.1	42.9
归属于母公司净利润(%)	-12.3	124.3	65.6	42.7
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	34.2	38.8	40.7	42.3
净利率(%)	2.8	4.8	6.3	7.3
ROE(%)	3.0	6.4	9.6	12.0
ROIC(%)	5.2	11.2	20.3	30.5
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	34.4	22.9	22.9	22.5
净负债比率(%)	6.0	-14.5	-29.5	-42.4
流动比率	2.0	3.2	3.3	3.5
速动比率	1.5	2.3	2.4	2.6
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.9	1.1	1.1
应收账款周转率	39.1	34.2	34.2	34.2
应付账款周转率	12.7	9.6	9.6	9.6
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.26	0.59	0.98	1.39
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.45	2.09	1.87	2.18
每股净资产(最新摊薄)	8.62	9.21	10.19	11.58
<b>估值比率</b>				
P/E	99.3	44.3	26.7	18.7
P/B	3.0	2.8	2.6	2.3
EV/EBITDA	45.7	13.2	9.3	7.2

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

## 平安证券研究所投资评级:

### 股票投资评级:

强烈推荐 ( 预计6个月内, 股价表现强于市场表现20%以上 )

推荐 ( 预计6个月内, 股价表现强于市场表现10%至20%之间 )

中性 ( 预计6个月内, 股价表现相对市场表现在±10%之间 )

回避 ( 预计6个月内, 股价表现弱于市场表现10%以上 )

### 行业投资评级:

强于大市 ( 预计6个月内, 行业指数表现强于市场表现5%以上 )

中性 ( 预计6个月内, 行业指数表现相对市场表现在±5%之间 )

弱于大市 ( 预计6个月内, 行业指数表现弱于市场表现5%以上 )

### 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师 ( 一人或多人 ) 就本研究报告确认: 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户, 并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的, 本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能, 也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

### 免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司 ( 以下简称“平安证券” ) 的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准, 不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠, 但平安证券不能担保其准确性或完整性, 报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价, 报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断, 可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问, 此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话:4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5023号平安金融中心B座25层  
邮编:518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333号平安金融大厦26楼  
邮编:200120

#### 北京

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心北楼16层  
邮编:100033