

妙可蓝多 (600882.SH) 买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

压力释放，关注环比改善

事件

4月25日，公司发布2023年一季报，23Q1实现营业收入10.23亿元，同比-20.47%；归母净利润0.24亿元，同比-67.08%；扣非归母净利润0.06亿元，同比-91.47%。

点评内容

收入表现环比有改善，趋势有望延续。收入表现环比22Q4 (yoy-25.0%) 小幅改善，受到22Q1 (yoy+35%) 基数较高影响。

分品类来看，23Q1 奶酪/液态奶/贸易业务收入分别同比-22.1%/-8.1%/-16.2%。核心奶酪业务的下滑是收入表现较弱的主因，或因短期消费力的复苏趋势不明朗，低温奶酪棒可选属性较强，修复仍需时间兑现。分地区来看，23Q1 北区/中区/南区收入同比分别-30.7%/-8.5%/-13.0%，区内经销商数量较22年末分别净变动-230/+98/+79个，判断北区收入下滑主因经销商数量下降。

成本和结构扰动毛利率，控费后盈利能力暂承压。23Q1 毛利率32.7%，同比-6.1pct，判断承压主要系(1)产品结构变化，第一层为奶酪业务增速的下滑快于液态奶、贸易业务(22年毛利率分别40.7%/8.6%/6.1%)，第二层为奶酪内部的结构变化，在奶酪棒恢复不佳的趋势下，家庭餐桌和餐饮工业预计有较良好的表现(22年毛利率分别51.2%/33.7%/13.6%)，(2)成本压力，干酪成本现价下降预计后期压力缓释，前期锁价后23Q1成本压力同比犹在。

23Q1 销售费用/管理费用/研发费用/财务费用同比分别-0.6pct/-1.0pct/+0.7pct/+1.2pct，销售费率和管理费率有所控制，财务费用上行主要是理财后转为投资收益(参照22年年报交易性金融资产期末值增长较多，系购买结构性存款)。所得税率亦有所降低，最终录得23Q1销售净利率3.4%，同比-3.0pct。

赛道空间充足，看好环比改善和长期成长。23Q1 虽表现偏弱，但环比有所改善，后续伴随消费力与场景修复，奶酪业务料将持续回暖，盈利端将受益于产品结构优化和干酪成本的回落。长期视角看公司空间广阔，低温奶酪棒迭代实现产品升级+常温奶酪棒拓展实现场景破圈，奶酪棒看百亿；妙同学及芝士片助力人群破圈，慕斯奶酪杯上市后有望切割酸奶市场，强化1+N+X战略。

盈利预测、估值与评级

23年步入改善通道，维持盈利预测。预计公司23-25年营业收入分别为63.5/79.8/98.2亿元，归母净利润分别为3.1/5.6/8.9亿元，PE分别为43.8/23.9/15.1x，维持“买入”评级。

风险提示

新品增长不达预期；渠道扩张不达预期；行业竞争加剧。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

联系人：林晨星

linchenxing@gjzq.com.cn

市价(人民币)：26.08元

相关报告：

- 《22年逆风前行，将步入改善通道-妙可蓝多22年业绩点评》，2023.3.23
- 《Q3大单品收入承压，连锁效应下拖累盈利-妙可蓝多三季报点评》，2022.10.29
- 《新品驱动下延续增势，成本压力拖累毛利率-妙可蓝多中报点评》，2022.8.17



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,478	4,830	6,349	7,979	9,821
营业收入增长率	57.31%	7.84%	31.47%	25.67%	23.09%
归母净利润(百万元)	154	135	307	562	892
归母净利润增长率	160.60%	-12.32%	126.82%	82.96%	58.77%
摊薄每股收益(元)	0.299	0.262	0.596	1.090	1.730
每股经营性现金流净额	0.85	-0.40	1.89	1.61	2.30
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.42%	3.05%	5.88%	10.01%	14.30%
P/E	187.19	121.36	43.79	23.94	15.08
P/B	6.41	3.70	2.58	2.40	2.16

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	2,847	4,478	4,830	6,349	7,979	9,821
增长率		57.3%	7.8%	31.5%	25.7%	23.1%
主营业务成本	-1,825	-2,767	-3,180	-4,060	-4,908	-5,844
%销售收入	64.1%	61.8%	65.8%	63.9%	61.5%	59.5%
毛利	1,022	1,711	1,649	2,289	3,071	3,977
%销售收入	35.9%	38.2%	34.2%	36.1%	38.5%	40.5%
营业税金及附加	-14	-20	-26	-32	-40	-49
%销售收入	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-710	-1,159	-1,219	-1,460	-1,811	-2,200
%销售收入	25.0%	25.9%	25.2%	23.0%	22.7%	22.4%
管理费用	-140	-343	-243	-349	-479	-589
%销售收入	4.9%	7.7%	5.0%	5.5%	6.0%	6.0%
研发费用	-39	-40	-51	-63	-80	-98
%销售收入	1.4%	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
息税前利润 (EBIT)	118	149	110	384	661	1,040
%销售收入	4.2%	3.3%	2.3%	6.1%	8.3%	10.6%
财务费用	-29	31	20	-24	5	20
%销售收入	1.0%	-0.7%	-0.4%	0.4%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-27	-11	-3	0	0	0
公允价值变动收益	1	15	5	0	0	0
投资收益	14	7	59	20	20	20
%税前利润	14.7%	2.9%	25.0%	4.8%	2.8%	1.8%
营业利润	97	230	226	410	716	1,110
营业利润率	3.4%	5.1%	4.7%	6.5%	9.0%	11.3%
营业外收支	-2	3	9	4	4	4
税前利润	95	233	236	414	720	1,114
利润率	3.3%	5.2%	4.9%	6.5%	9.0%	11.3%
所得税	-21	-39	-65	-62	-108	-167
所得税率	22.4%	16.7%	27.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	74	194	171	352	612	947
少数股东损益	15	39	36	45	50	55
归属于母公司的净利润	59	154	135	307	562	892
净利率	2.1%	3.4%	2.8%	4.8%	7.0%	9.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	74	194	171	352	612	947
少数股东损益	15	39	36	45	50	55
非现金支出	90	114	155	139	147	155
非经营收益	32	-3	-21	113	-1	-5
营运资金变动	72	133	-509	372	74	92
经营活动现金净流	267	437	-205	976	832	1,189
资本开支	-356	-616	-507	-401	-206	-206
投资	0	-550	-1,244	0	0	0
其他	-76	7	149	20	20	20
投资活动现金净流	-432	-1,159	-1,602	-381	-186	-186
股权募资	457	3,089	0	558	0	0
债权募资	-122	-214	1,005	-1,106	-44	-4
其他	-37	-277	-307	-143	-192	-286
筹资活动现金净流	298	2,599	699	-691	-236	-290
现金净流量	134	1,876	-1,101	-96	410	713

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	567	2,436	1,358	1,181	1,531	2,201
应收款项	124	115	162	191	240	296
存货	270	523	702	723	874	1,041
其他流动资产	216	809	2,157	2,088	2,124	2,163
流动资产	1,178	3,884	4,379	4,183	4,770	5,701
%总资产	38.1%	58.0%	58.9%	56.6%	59.3%	63.1%
长期投资	212	227	229	229	229	229
固定资产	847	1,386	1,608	1,658	1,700	1,733
%总资产	27.4%	20.7%	21.6%	22.4%	21.1%	19.2%
无形资产	520	536	750	825	850	875
非流动资产	1,915	2,813	3,058	3,213	3,276	3,331
%总资产	61.9%	42.0%	41.1%	43.4%	40.7%	36.9%
资产总计	3,092	6,697	7,437	7,396	8,046	9,033
短期借款	300	363	1,379	281	237	233
应付款项	444	811	622	904	1,098	1,311
其他流动负债	167	259	201	272	387	528
流动负债	911	1,433	2,202	1,457	1,722	2,072
长期贷款	299	0	0	0	0	0
其他长期负债	49	357	358	245	186	144
负债	1,260	1,791	2,560	1,702	1,908	2,216
普通股股东权益	1,486	4,512	4,446	5,219	5,612	6,237
其中：股本	409	516	516	516	516	516
未分配利润	-831	-677	-542	-327	67	691
少数股东权益	347	395	430	475	525	580
负债股东权益合计	3,092	6,697	7,437	7,396	8,046	9,033

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.145	0.299	0.262	0.596	1.090	1.730
每股净资产	3.629	8.740	8.615	10.120	10.883	12.094
每股经营现金净流	0.652	0.847	-0.397	1.891	1.612	2.304
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.179	0.327	0.519
回报率						
净资产收益率	3.99%	3.42%	3.05%	5.88%	10.01%	14.30%
总资产收益率	1.92%	2.31%	1.82%	4.15%	6.98%	9.88%
投入资本收益率	3.74%	2.34%	1.27%	5.47%	8.82%	12.54%
增长率						
主营业务收入增长率	63.20%	57.31%	7.84%	31.47%	25.67%	23.09%
EBIT增长率	150.78%	25.96%	-26.14%	249.71%	71.94%	57.38%
净利润增长率	208.16%	160.60%	-12.32%	126.82%	82.96%	58.77%
总资产增长率	26.57%	116.57%	11.05%	-0.55%	8.78%	12.27%
资产管理能力						
应收账款周转天数	18.6	8.6	8.3	9.0	9.0	9.0
存货周转天数	41.2	52.3	70.3	65.0	65.0	65.0
应付账款周转天数	40.2	34.6	30.8	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	80.8	83.5	87.4	66.4	52.5	42.0
偿债能力						
净负债/股东权益	1.76%	-53.47%	-36.42%	-47.37%	-50.38%	-55.24%
EBIT利息保障倍数	4.1	-4.8	-5.5	15.9	-137.3	-52.4
资产负债率	40.73%	26.74%	34.43%	23.01%	23.72%	24.53%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-04-29	买入	75.45	N/A
2	2021-08-11	买入	60.68	N/A
3	2021-10-31	买入	49.89	N/A
4	2022-03-25	买入	36.53	N/A
5	2022-04-18	买入	34.00	N/A
6	2022-08-17	买入	35.35	N/A
7	2022-10-29	买入	27.96	N/A
8	2023-03-23	买入	29.99	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402