

2023年07月19日

Q2 环比有所改善，关注下半年复苏趋势

妙可蓝多 (600882)

评级:	增持	股票代码:	002946
上次评级:	增持	52 周最高价/最低价 (元):	46.48/19.83
目标价格 (元):		总市值 (亿元)	104.15
最新收盘价 (元):	20.27	自由流通市值 (亿元)	103.80
		自由流通股数 (百万)	517

事件概述

公司发布半年度业绩预告，23H1 预计归母净利 2600-3400 万元，同比下降 74.3%-80.3%；扣非归母净利 200-400 万元，同比下降 96.6%-98.3%。23Q2 预计归母净利 179.8-979.8 万元，同比下降 83.3%-96.9%；扣非归母净利-186.9 至-386.9 万元，同比下降 104.0%-108.2%。

分析判断:

▶ 预计 23Q2 收入端环比改善，奶酪业务仍然承压

根据公司公告，上半年国内消费需求呈现复苏趋势，但整体复苏速度依然较慢，同时，公司积极推进各项应对举措，二季度营业收入环比一季度呈现改善迹象，但受宏观环境影响，公司奶酪业务收入和整体营业收入同比有所下降。因此我们预计 23Q2 收入端环比有望实现个位数正增长，预计超过 10.2 亿元，相较同期预测下滑双位数到 20%上下，其中奶酪业务预计环比弱复苏，收入方面仍然承压。

▶ 预计宏观经济恢复、汇率贬值等多重压力影响业绩

1) 受主要原材料成本上升(包括人民币汇率贬值对进口成本的影响)，奶酪业务毛利率下降；2) 我们预计毛利率相对较高的奶酪业务占比下降，影响公司整体毛利率水平；3) 本期锁汇收益减少以及利息净支出较去年同期增加。多重压力导致公司归母净利下降。根据公司公告，报告期内取得政府补助和理财收益等非经常性损益同比增加，因此扣非净利润下降幅度高于归母净利润。

▶ 奶酪业务开辟多元化场景，“双轮驱动”探索奶酪未来高成长性

上半年，公司发布新品——高端化有机奶酪棒、聚焦都市白领人群的“休闲甜品”慕斯奶酪杯和以家庭餐饮定位的“哈路蜜煎烤奶酪”，拓展消费人群同时开启奶酪多元化的战略布局。**B 端**：凭借供应链优势与西式快餐、烘焙、茶饮企业、中餐企业达成合作；未来公司将积极实现从原料供应商向终端服务商的升级转型，增加 B 端合作竞争力。**C 端**：持续推出更多适合成年人和家庭佐餐场景的零食产品，努力站稳“C 位”。公司通过休闲+餐饮、B+C 双轮驱动的营销模式，努力探索新的奶酪大单品促进业绩增长。我们认为随着消费场景逐步恢复，奶酪行业生态边际有望转好，看好下半年复苏趋势。

投资建议

维持盈利预测不变，预计 23-25 年收入 60/80/101 亿元，归母净利 2.3/3.7/5.6 亿元，EPS 0.44/0.71/1.09 元。2023 年 7 月 19 日收盘价 20.27 元对应 P/E 分别为 46/28/19 倍，维持“增持”评级。

风险提示

宏观经济下行影响消费需求；食品安全问题；行业内竞争加剧。

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	61.05	75.92	45.90	28.47	18.53

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)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		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					
利润总额	236	364	589	903	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	65	80	129	199	成长能力				
净利润	171	284	459	704	营业收入增长率	7.8%	24.5%	33.0%	26.0%
归属于母公司净利润	135	228	367	564	净利润增长率	-12.3%	68.2%	61.2%	53.7%
YoY (%)	-12.3%	68.2%	61.2%	53.7%	盈利能力				
每股收益(元)	0.27	0.44	0.71	1.09	毛利率	34.2%	37.0%	39.1%	40.5%
					净利率	2.8%	3.8%	4.6%	5.6%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	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	偿债能力				
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	经营效率				
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	每股指标 (元)				
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	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	75.92	45.90	28.47	18.53
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分析师，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。