

2023年08月29日

Q2 业绩承压，静待 C 端恢复

妙可蓝多(600882)

评级:	增持	股票代码:	600882
上次评级:	增持	52 周最高价/最低价(元):	38.23/18.87
目标价格(元):		总市值(亿元)	96.95
最新收盘价(元):	18.87	自由流通市值(亿元)	96.62
		自由流通股数(百万)	512.05

事件概述

23H1 公司实现营业收入 20.66 亿元，同比-20.4%；归母净利润 0.29 亿元，同比-78.4%；扣非归母净利润 0.03 亿元，同比-97.6%。23Q2 公司实现营业收入 10.43 亿元，同比-20.2%；归母净利润 0.04 亿元，同比-92.5%；扣非归母净利润-0.03 亿元，同比-106.6%。

分析判断:

► 23Q2 收入符合预期

分产品来看，23Q2 奶酪/贸易/液态奶收入分别 10.0/2.1/0.9 亿元，分别同比-16.6%/-41.7%/-12.2%，23H1 奶酪产品中即食营养/家庭餐桌/餐饮工业系列收入分别 10.7/1.7/4.0 亿元，分别同比-24.2%/-38.7%/+16.4%。公司坚定推行“聚焦奶酪”战略，奶酪业务收入占比同比+1.0pct，但消费复苏较慢 Q2 规模有所下滑；贸易业务消化较多主因公司主动进行战略调整，推行贸易与原料采购合并导致；液态奶规模下滑也主因公司战略聚焦导致。

23Q2 北区/中区/南区收入分别 4.3/3.8/2.2 亿元，分别同比-29.4%/-26.7%/+30.8%；经销/直营/贸易收入分别 7.8/1.2/1.4，分别同比-16.0%/-17.7%/-41.7%。截止 23Q2 末，公司经销商数量 5016 家，销售网络覆盖约 80 万个零售终端，公司餐饮工业链、便利店、全国和区域连锁终端等渠道拓展明显，不断开拓渠道边界。

► 23Q2 高毛利 C 端奶酪下滑业绩承压

23Q2 毛利率 33.3%，同比-0.6pct；其中 23H1 奶酪/贸易/液态奶毛利率分别 40.6%/-1.4%/8.5%，分别同比-3.3/-7.4/-3.7pct，奶酪中即食营养/家庭餐桌/餐饮工业系列毛利率分别 52.2%/30.5%/13.4%，分别同比+0.4/-5.6/-3.6pct。奶酪业务毛利率变动我们预计，1) 公司低温品类奶酪棒凭借高毛利率产品持续迭代升级，常温品类奶酪棒通过渠道拓展及场景破圈持续扩大规模效应，带动公司即食营养系列毛利率有所提升；2) 受人民币汇率贬值及国际大宗商品价格上涨影响，原辅材料和物流成本大幅上涨，家庭餐桌和餐饮工业系列产品毛利率均有所下降；3) 相对低毛利的餐饮工业系列产品占比提升影响结构。贸易业务毛利率预计主要受人民币汇率贬值、大宗商品价格上涨、以及去库存影响，同比下降。23Q2 销售/管理费用率分别 27.0%/5.7%，分别同比+5.1/-0.5pct，销售费用率变动主要受收入基数影响，广告促销等费用已在优化；管理费用率减少预计主因股权激励费用大幅减少。23Q2 净利率 1.0%，同比-4.2pct，业绩仍然承压。

► 休闲零食在宏观经济背景下仍需要时间修复

我们预计奶酪业务中 C 端产品受宏观背景下休闲零食修复节奏靠后，复苏节奏相对 B 端较慢。同时，常温奶酪棒渠道扩展和破圈铺货规模效应相对低温产品表现更好。当前公司奶酪棒产品稳居细分品类市场占有率第一，我们认为休闲零食在宏观经济背景下仍需要时间修复，未来在消费环境恢复预期下基本面有望改善。

投资建议

根据中报下调盈利预测，23-25 年营业收入由 60/80/101 亿元下调至 47/63/81 亿元，归母净利由 2.3/3.7/5.6 亿元下调至 1.3/2.9/4.6 亿元，EPS 由 0.44/0.71/1.09 元下调至 0.25/0.57/0.90 元。2023 年 8 月 29 日收盘价 18.87 元对应 P/E 分别为 75/33/21 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；旺季需求不及预期；行业内竞争加剧等。

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	4,728	6,299	8,132
YoY (%)	57.3%	7.8%	-2.1%	33.2%	29.1%
归母净利润(百万元)	154	135	129	295	461
YoY (%)	160.6%	-12.3%	-4.8%	128.6%	56.4%
毛利率 (%)	38.2%	34.2%	33.2%	35.2%	36.2%
每股收益 (元)	0.33	0.27	0.25	0.57	0.90
ROE (%)	3.4%	3.0%	2.8%	6.1%	8.7%
市盈率	56.84	70.67	75.20	32.89	21.02

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	4,728	6,299	8,132	净利润	171	165	330	497
YoY (%)	7.8%	-2.1%	33.2%	29.1%	折旧和摊销	151	108	108	108
营业成本	3,180	3,158	4,079	5,186	营运资金变动	-509	401	-117	285
营业税金及附加	26	25	34	43	经营活动现金流	-205	667	315	883
销售费用	1,219	1,111	1,461	1,870	资本开支	-507	-290	-420	-540
管理费用	243	236	315	407	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	47	63	81	股权募资	0	-39	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	-39	0	0
营业利润	226	200	407	615	现金净流量	-1,101	338	-205	343
营业外收支	9	6	6	6	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	236	206	413	621	成长能力				
所得税	65	41	83	124	营业收入增长率	7.8%	-2.1%	33.2%	29.1%
净利润	171	165	330	497	净利润增长率	-12.3%	-4.8%	128.6%	56.4%
归属于母公司净利润	135	129	295	461	盈利能力				
YoY (%)	-12.3%	-4.8%	128.6%	56.4%	毛利率	34.2%	33.2%	35.2%	36.2%
每股收益(元)	0.27	0.25	0.57	0.90	净利率	2.8%	2.7%	4.7%	5.7%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	1.8%	1.7%	3.6%	5.2%
货币资金	1,358	1,695	1,491	1,833	净资产收益率 ROE	3.0%	2.8%	6.1%	8.7%
预付款项	257	221	245	259	偿债能力				
存货	702	385	748	635	流动比率	1.99	1.96	1.79	1.77
其他流动资产	2,062	2,014	2,108	2,076	速动比率	1.51	1.64	1.36	1.40
流动资产合计	4,379	4,316	4,591	4,804	现金比率	0.62	0.77	0.58	0.67
长期股权投资	0	0	100	100	资产负债率	34.4%	33.9%	35.4%	34.5%
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	0.63	0.80	0.95
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	7,561	8,255	8,906	每股收益	0.27	0.25	0.57	0.90
短期借款	1,356	1,356	1,356	1,356	每股净资产	8.62	8.83	9.40	10.30
应付账款及票据	292	235	468	454	每股经营现金流	-0.40	1.30	0.61	1.72
其他流动负债	555	611	741	908	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,202	2,202	2,565	2,719	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	70.67	75.20	32.89	21.02
其他长期负债	358	358	358	358	PB	3.70	2.14	2.01	1.83
非流动负债合计	358	358	358	358					
负债合计	2,560	2,560	2,923	3,077					
股本	516	514	514	514					
少数股东权益	430	466	502	537					
股东权益合计	4,877	5,002	5,332	5,829					
负债和股东权益合计	7,437	7,561	8,255	8,906					

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。

郭辉：10余年白酒产业经验，8年行业知名咨询公司从业经验，历任某基金公司白酒研究员，现任华西证券食品饮料研究员。

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。