

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

妙可蓝多(600882)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料行业首席分析师
执业编号: S1500520110001
联系电话: 13392190215
邮箱: mazheng@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

Q2 业绩承压，静待逐季复苏

2023年08月31日

事件：妙可蓝多公布 2023 年上半年业绩。2023 年上半年，公司实现营业收入 20.66 亿元，同比-20.35%；实现归母净利润 2857 元，同比-78.36%；实现扣非归母净利润 276 万元，同比-97.62%。其中，23Q2 公司实现营业收入 10.43 亿元，同比-20.24%；实现归母净利润 436 万元，同比-92.54%；实现扣非归母净利润-311 万元，同比-106.61%。

点评：

- **消费复苏偏弱，奶酪消费下降。**分产品看，23Q2，公司奶酪、液态奶和乳制品贸易分别录得收入 8.34 亿元、8191 万元和 1.23 亿元，同比-16.64%、-12.23%和-41.74%。受消费复苏偏弱影响，尽管公司奶酪呈现环比复苏态势，但同比仍有下降。上半年看，公司奶酪、液态奶和乳制品贸易分别完成收入 16.45 亿元、1.63 亿元和 2.52 亿元，同比-19.45%、-10.22%和-31.02%。奶酪业务中，上半年即食营养系列、家庭餐桌系列和餐饮工业系列分别实现收入 10.75 亿元、1.74 亿元和 3.96 亿元，同比-24.20%、-38.69%和+16.41%。尽管收入端有所下降，但公司奶酪业务上半年仍稳居市场第一。
- **Q2 销售费用率同比提升，净利润表现欠佳。**毛利率端看，Q2 公司毛利率为 33.31%，同比-0.55pct，环比+0.62pct，毛利率表现稳定。费用端看，Q2 销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为 27.02%、5.70%、1.20%和 0.64%，同比分别+5.04pct、-0.55pct、+0.38pct 和+1.66pct。尽管销售费用绝对值有所下降，但收入下降使得销售费用率仍然同比提升，叠加利息费用的同比提升，使得净利润表现欠佳。
- **经营持续提升，精耕细作奶酪行业。**产品端看，公司坚持产品引领，上半年推出有机奶酪、慕斯奶酪杯、哈路密煎烤奶酪、澳醇稀奶油、马迭尔联名款雪糕和多款常温奶酪新品，实现产品端不断创新。品牌端看，公司在梯媒、电视和移动互联网等多种平台上投放广告，持续实现消费者心智占位，夯实第一品牌位置。渠道端看，公司在线下、线上和餐饮工业端持续推进，截至上半年，共有经销商 5016 家，覆盖约 80 万个零售终端，餐饮工业全国范围内有 400 余家经销商。产能端看，公司非公开发行募投项目稳步推进，建成后将形成四城五厂的产能布局，产能优势进一步扩大。
- **盈利预测与投资评级：基本面或已触底，静待业绩复苏。**公司上半年收入端受消费复苏偏弱的影响，利润端受原材料价格同比提升、锁汇收益减少和利息费用同比增加的影响，基本面或已触底。展望下半年，消费仍在逐步复苏，待公司高价原材料逐步消耗完毕后，公司业绩有望逐步迎来复苏。根据公司本季度的业绩表现及乳制品行业当前

的市场状况，我们预计公司 2023-2025 年 EPS 为 0.27/0.56/0.90 元，分别对应 2023-2025 年 67X/33X/20X PE，维持对公司的“买入”评级。

➤ **风险因素：食品安全问题，行业竞争加剧**

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	4,478	4,830	4,820	5,900	7,200
增长率 YoY %	57.3%	7.8%	-0.2%	22.4%	22.0%
归属母公司净利润 (百万元)	154	135	140	289	461
增长率 YoY%	160.6%	-12.3%	3.4%	106.2%	59.7%
毛利率%	38.2%	34.2%	32.8%	34.7%	36.4%
净资产收益率 ROE%	3.4%	3.0%	3.1%	6.0%	8.7%
EPS(摊薄)(元)	0.33	0.27	0.27	0.56	0.90
市盈率 P/E(倍)	168.67	119.25	67.48	32.73	20.49
市净率 P/B(倍)	6.41	3.70	2.07	1.95	1.78

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 08 月 31 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	3,884	4,379	5,721	5,816	5,998	
货币资金	2,436	1,358	1,350	1,450	1,550	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	96	123	103	126	154	
预付账款	127	257	148	176	210	
存货	523	702	799	738	753	
其他	702	1,939	3,321	3,326	3,332	
非流动资产	2,813	3,058	4,287	5,075	5,822	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	1,024	1,156	1,966	2,734	3,456	
无形资产	97	144	144	154	174	
其他	1,691	1,757	2,176	2,187	2,192	
资产总计	6,697	7,437	10,008	10,891	11,820	
流动负债	1,433	2,202	4,627	5,150	5,502	
短期借款	350	1,356	3,371	3,661	3,735	
应付票据	121	41	133	158	188	
应付账款	287	250	336	399	475	
其他	675	555	787	932	1,104	
非流动负债	357	358	358	358	358	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	357	358	358	358	358	
负债合计	1,791	2,560	4,985	5,508	5,860	
少数股东权益	395	430	465	537	653	
归属母公司股东权益	4,512	4,446	4,557	4,846	5,307	
负债和股东权益	6,697	7,437	10,008	10,891	11,820	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	4,478	4,830	4,820	5,900	7,200	
同比(%)	57.3%	7.8%	-0.2%	22.4%	22.0%	
归属母公司净利润	154	135	140	289	461	
同比	160.6%	-12.3%	3.4%	106.2%	59.7%	
毛利率(%)	38.2%	34.2%	32.8%	34.7%	36.4%	
ROE%	3.4%	3.0%	3.1%	6.0%	8.7%	
EPS(摊薄)(元)	0.33	0.27	0.27	0.56	0.90	
P/E	168.67	119.25	67.48	32.73	20.49	
P/B	6.41	3.70	2.07	1.95	1.78	
EV/EBITDA	93.49	57.06	37.09	19.70	13.10	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	4,478	4,830	4,820	5,900	7,200	
营业成本	2,767	3,180	3,240	3,850	4,579	
营业税金及附加	20	26	24	30	36	
销售费用	1,159	1,219	1,133	1,298	1,531	
管理费用	343	243	243	297	363	
研发费用	40	51	48	53	65	
财务费用	-31	-20	-10	0	-1	
减值损失合计	-11	-1	-5	-6	-7	
投资净收益	7	59	29	15	7	
其他	54	38	41	47	58	
营业利润	230	226	207	428	685	
营业外收支	3	9	1	1	1	
利润总额	233	236	208	429	686	
所得税	39	65	33	69	110	
净利润	194	171	175	361	576	
少数股东损益	39	36	35	72	115	
归属母公司净利润	154	135	140	289	461	
EBITDA	290	294	318	608	912	
EPS(当年)(元)	0.33	0.27	0.27	0.56	0.90	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	437	-205	820	859	1,095	
净利润	194	171	175	361	576	
折旧摊销	103	151	186	236	286	
财务费用	25	39	24	35	37	
投资损失	-7	-59	-29	-15	-7	
营运资金变动	133	-509	460	238	197	
其它	-11	2	4	5	6	
投资活动现金流	-1,159	-1,602	-2,790	-1,014	-1,032	
资本支出	-616	-507	-1,419	-1,029	-1,039	
长期投资	-550	-1,244	-1,400	0	0	
其他	7	149	29	15	7	
筹资活动现金流	2,599	699	1,963	255	37	
吸收投资	3,089	0	-27	0	0	
借款	617	1,450	2,015	290	74	
支付利息或股息	-19	-26	-24	-35	-37	
现金流净增加额	1,876	-1,101	-8	100	100	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

唐有力，华中科技大学工学学士，15年的快消品行业经验，10年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

娄青丰，硕士，毕业于中央财经大学，2年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（深度研究安琪酵母，熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际）。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒、金种子酒）。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料（深度研究农夫山泉）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。