

# 妙可蓝多 (600882.SH) 买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 22年逆风前行，将步入改善通道

### 事件

3月22日，公司发布2022年年报，22年实现营收48.3亿元，同比+7.8%；归母净利润1.35亿元，同比-12.3%；22Q4单季实现营收10.0亿元，同比-25.0%；归母净利润-0.08亿元，同比-174.6%。

### 点评内容

**疫情影响销售，奶酪业务显韧性。**分品类来看，22年奶酪/液态奶/贸易业务收入分别同比+16.0%/-18.9%/-14.8%，22Q4单季同比分别-13.6%/-31.7%/-92.6%。各业务销售均受到疫情负面影响，奶酪业务具备经营韧性，Q4感染潮冲击下收入与Q3基本持平，全年收入35.7亿，实现良好增速。细拆奶酪业务，即食营养/家庭餐桌/餐饮工业系列22年分别实现收入25.0/5.4/8.3亿，同比-0.5%/+54.7%/+75.6%，奶酪增长系家庭餐桌和餐饮工业高增带动。销售网络来看，22年底经销商5218家，Q4净增加117家，边际招商向好，销售网络覆盖约80w零售终端，21年底为60w个。

**成本扰动毛利率，盈利能力波动。**22全年销售费用/管理费用/研发费用/财务费用分别同比-0.6pct/-2.6pct/+0.2pct/+0.3pct，管理费用下降主因22年股权激励目标未完成冲回，销售费用率略有收缩。22年毛利率34.2%，同比-4.1pct，主要系原材料、运费、辅料等价格上涨；其中奶酪毛利率同比-7.8pct，即食营养/家庭餐桌/餐饮工业均出现下滑。22年归母净利率2.8%，同比-0.6pct，主要为毛利率承压所致，期间费率下行不足以对冲成本压力。

**市占率逆势提升，长期空间足，看好环比改善。**一方面，公司核心奶酪业务增速仍快于行业，强化龙头地位。另一方面，长期空间仍充足，公司低温奶酪棒产品迭代升级，常温奶酪棒拓展渠道实现场景破圈，奶酪棒长期看100亿空间；新品妙同学及芝士片等实现人群破圈，慕斯奶酪杯切割酸奶市场，共同放量强化1+N+X战略；现有业务潜力充足基础上，未来原制奶酪有望筑高想象空间。短期来看，Q1干酪成本有所回落，摆脱疫情影响后经营有望环比改善，伴随结构升级、费效比优化，定调全年净利率提升。

### 盈利预测、估值与评级

**步入改善通道，23年可期。**调整盈利预测，22年疫情和成本冲击较大，23/24年收入下修10%/8%，利润下修34%/18%，23年作为经营回暖+净利率提升的新起点。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3.1/5.7/9.0亿元，PE分别为50.0/27.3/17.3x，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)：29.99元

相关报告：

- 《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
- 《疫情下依旧稳健增长，盈利水平持续改善-妙可22年一季报点评》，2022.4.18



### 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	309	566	896
归母净利润增长率	160.60%	-12.32%	128.54%	82.98%	58.26%
摊薄每股收益(元)	0.299	0.262	0.600	1.098	1.738
每股经营性现金流净额	0.85	-0.40	1.89	1.60	2.29
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.42%	3.05%	5.93%	10.08%	14.35%
P/E	187.19	121.36	49.98	27.31	17.26
P/B	6.41	3.70	2.96	2.75	2.48

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	-21	10	25
%销售收入	1.0%	-0.7%	-0.4%	0.3%	-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	413	721	1,115
营业利润率	3.4%	5.1%	4.7%	6.5%	9.0%	11.4%
营业外收支	-2	3	9	4	4	4
税前利润	95	233	236	417	725	1,119
利润率	3.3%	5.2%	4.9%	6.6%	9.1%	11.4%
所得税	-21	-39	-65	-63	-109	-168
所得税率	22.4%	16.7%	27.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	74	194	171	354	616	951
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	309	566	896
净利率	2.1%	3.4%	2.8%	4.9%	7.1%	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	354	616	951
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	108	-11	-15
营运资金变动	72	133	-509	372	74	92
经营活动现金净流	267	437	-205	973	826	1,183
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	-1,388	0	0
其他	-37	-277	-307	-138	-183	-278
筹资活动现金净流	298	2,599	699	-967	-183	-278
现金净流量	134	1,876	-1,101	-375	457	719

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	902	1,300	1,977
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	3,904	4,539	5,477
%总资产	38.1%	58.0%	58.9%	54.9%	58.1%	62.2%
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%	23.3%	21.8%	19.7%
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%	45.1%	41.9%	37.8%
资产总计	3,092	6,697	7,437	7,117	7,815	8,808
短期借款	300	363	1,379	0	0	0
应付款项	444	811	622	904	1,098	1,311
其他流动负债	167	259	201	272	388	529
流动负债	911	1,433	2,202	1,176	1,486	1,840
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	1,421	1,673	1,984
普通股股东权益	1,486	4,512	4,446	5,221	5,617	6,244
其中：股本	409	516	516	516	516	516
未分配利润	-831	-677	-542	-325	71	699
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	7,117	7,815	8,808

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.145	0.299	0.262	0.600	1.098	1.738
每股净资产	3.629	8.740	8.615	10.124	10.892	12.109
每股经营现金净流	0.652	0.847	-0.397	1.885	1.601	2.293
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.180	0.329	0.521
回报率						
净资产收益率	3.99%	3.42%	3.05%	5.93%	10.08%	14.35%
总资产收益率	1.92%	2.31%	1.82%	4.35%	7.25%	10.17%
投入资本收益率	3.74%	2.34%	1.27%	5.74%	9.15%	12.96%
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%	128.54%	82.98%	58.26%
总资产增长率	26.57%	116.57%	11.05%	-4.30%	9.80%	12.71%
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%	-47.39%	-50.44%	-55.31%
EBIT利息保障倍数	4.1	-4.8	-5.5	17.9	-66.8	-42.4
资产负债率	40.73%	26.74%	34.43%	19.97%	21.40%	22.52%

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

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