

2024年04月27日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

## 盈利能力改善，奶酪主业降幅收窄

—妙可蓝多（600882.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005  
sunss@cfsc.com.cn

2024年4月26日，妙可蓝多发布2024年一季度业绩报告。

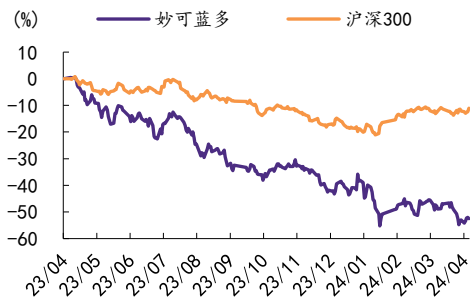
## 投资要点

## 基本数据

2024-04-26

当前股价（元）	12.66
总市值（亿元）	65
总股本（百万股）	513
流通股本（百万股）	512
52周价格范围（元）	11.69-26.23
日均成交额（百万元）	84.46

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

- 《妙可蓝多（600882）：盈利边际改善，奶酪主业有望企稳》2024-03-26
- 《妙可蓝多（600882）：业绩短期承压，四季度有望迎拐点》2023-10-28
- 《妙可蓝多（600882）：业绩短期承压，主业有望边际改善》2023-08-29

## ■ 营收同比承压，盈利能力显著改善

公司2024Q1总营收9.50亿元（同减7%），其中1月销售收入高增，2-3月营收略承压，归母净利润0.41亿元（同增71%），利润高增主要系2023Q1低基数所致。盈利端，2024Q1公司毛利率同增0.4pct至33.09%，主要系原材料价格下降所致，销售/管理费用率分别为22.40%/5.38%，分别同减2pct/0.3pct，销售费投较为克制，集中在央视/综艺/终端礼盒等渠道，后续公司将追随新品投放节奏阶段性释放费用，综合来看，公司2024Q1净利率同增1pct至4.35%，随着成本端下行/销售费投控制，利润将逐步释放。现金流端，2024Q1公司经营净现金流为2.20亿元（2023Q1为-1.16亿元），同比明显改善。

## ■ 奶酪业务降幅收窄，渠道精耕持续推进

奶酪产品推新助力主业企稳，2024Q1公司奶酪/贸易/液态奶营收分别为7.85/0.82/0.81亿元，分别同减3%/36%/0.4%，奶酪业务相比于2023年度降幅收窄，预计主要系公司常温奶酪棒在零食量贩渠道放量所致，后续公司不断拓宽奶酪品类，研制常温奶酪零食，新品放量有望拉动奶酪业务企稳回升。渠道精耕持续推进，2024Q1公司经销/直营渠道营收分别为7.35/1.31亿元，分别同比-4%/+0.2%，截至2024Q1末，公司经销商共4807家，较年初净减少229家，致使经销渠道收入承压，后续公司一方面在流通渠道扩大网点覆盖/增加陈列面积，另一方面持续开拓餐饮/茶饮客户，拉动B端业务增长，随着渠道深耕推进，主营业务规模有望稳步扩张。中部地区规模扩张，2024Q1公司北区/中区/南区营收分别为3.74/3.87/1.87亿元，分别同比-15%/+13%/-22%。

## ■ 盈利预测

公司作为奶酪龙头企业，开拓常温奶酪棒系列产品挖掘市场新增量，随着产能爬坡/费用管控效果释放，公司盈利能力有望进一步改善。根据一季报，预计2024-2026年EPS为

0.24/0.36/0.51 元，当前股价对应 PE 分别为 52/35/25 倍，维持“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

宏观经济下行风险、常温奶酪棒推广不及预期、奶酪板块增长不及预期、市场竞争加剧等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	4,049	4,804	5,611	6,408
增长率（%）	-16.2%	18.7%	16.8%	14.2%
归母净利润（百万元）	63	125	186	259
增长率（%）	-53.1%	97.6%	48.6%	39.2%
摊薄每股收益（元）	0.12	0.24	0.36	0.51
ROE（%）	1.5%	2.8%	4.0%	5.3%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	2,396	2,943	3,524	4,136
应收款	127	118	123	123
存货	533	647	637	599
其他流动资产	653	468	491	486
流动资产合计	3,708	4,177	4,775	5,345
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	200	180	210	230
固定资产	1,482	1,541	1,501	1,426
在建工程	263	105	42	17
无形资产	135	129	122	115
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	1,244	1,244	1,244	1,244
非流动资产合计	3,124	3,019	2,909	2,803
资产总计	6,833	7,195	7,684	8,147
<b>流动负债:</b>				
短期借款	995	945	995	1,025
应付账款、票据	415	277	266	264
其他流动负债	339	339	339	339
流动负债合计	1,793	1,639	1,676	1,706
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	423	804	1,054	1,204
其他非流动负债	314	314	314	314
非流动负债合计	737	1,118	1,368	1,518
负债合计	2,530	2,758	3,044	3,224
<b>所有者权益</b>				
股本	514	513	513	513
股东权益	4,303	4,437	4,640	4,923
负债和所有者权益	6,833	7,195	7,684	8,147

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	80	158	234	325
少数股东权益	16	32	47	66
折旧摊销	141	106	109	106
公允价值变动	-27	-4	-2	-1
营运资金变动	69	-44	-1	63
经营活动现金净流量	279	247	387	559
投资活动现金净流量	1368	119	73	80
筹资活动现金净流量	-1100	308	268	139
现金流量净额	548	674	728	777

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,049	4,804	5,611	6,408
营业成本	2,865	3,341	3,843	4,335
营业税金及附加	27	31	35	38
销售费用	939	1,110	1,291	1,467
管理费用	148	173	196	218
财务费用	25	-8	-11	-21
研发费用	46	54	63	72
费用合计	1,158	1,328	1,539	1,737
资产减值损失	-7	0	0	0
公允价值变动	-27	-4	-2	-1
投资收益	52	33	25	20
营业利润	84	163	243	337
加:营业外收入	3	5	6	7
减:营业外支出	4	3	4	5
利润总额	84	165	245	340
所得税费用	4	7	11	15
净利润	80	158	234	325
少数股东损益	16	32	47	66
归母净利润	63	125	186	259

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	-16.2%	18.7%	16.8%	14.2%
归母净利润增长率	-53.1%	97.6%	48.6%	39.2%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	29.2%	30.5%	31.5%	32.4%
四项费用/营收	28.6%	27.6%	27.4%	27.1%
净利率	2.0%	3.3%	4.2%	5.1%
ROE	1.5%	2.8%	4.0%	5.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	37.0%	38.3%	39.6%	39.6%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	32.0	40.6	45.6	52.1
存货周转率	5.4	5.2	6.1	7.3
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	0.12	0.24	0.36	0.51
P/E	102.5	51.8	34.8	25.0
P/S	1.6	1.4	1.2	1.0
P/B	1.5	1.5	1.4	1.4

## ■ 食品饮料组介绍

**孙山山：**经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

**肖燕南：**湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

**廖望州：**香港中文大学硕士，CFA，3 年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。