

2024年08月25日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

## 淡季营收承压，二季度奶酪恢复增长

—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8月23日，妙可蓝多发布2024年半年度报告。

## 投资要点

## 基本数据

2024-08-23

当前股价（元）	12.59
总市值（亿元）	64
总股本（百万股）	512
流通股本（百万股）	512
52周价格范围（元）	11.69-19.72
日均成交额（百万元）	71.72

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

- 《妙可蓝多（600882）：盈利能力持续改善，产品矩阵进一步优化》2024-07-10
- 《妙可蓝多（600882）：盈利能力改善，奶酪主业降幅收窄》2024-04-27
- 《妙可蓝多（600882）：盈利边际改善，奶酪主业有望企稳》2024-03-26

## 淡季营收承压，毛利持续优化

2024H1 总营收 19.23 亿元（同减 7%），主要系液奶和贸易产品淡季营收下降所致；归母净利润 0.77 亿元（同增 169%），扣非归母净利润 0.57 亿元（同增 1963%）。其中 2024Q2 总营收 9.73 亿元（同减 7%），归母净利润 0.35 亿元（同增 713%），扣非归母净利润 0.26 亿元（2023 同期亏损 0.03 亿元）。2024H1 毛利率同增 2pct 至 34.57%，主要系规模效应显现与原材料价格下降所致；销售费用率同减 3pct 至 22.70%，主要系公司广告促销费和仓储费支出减少所致；管理费用率同减 0.2pct 至 5.56%，主要系公司股权激励费用、工资及劳务费减少所致。综合来看，2024H1 净利率同增 2pct 至 3.99%，盈利能力改善。

## 二季度奶酪恢复增长，中区增速亮眼

产品上，2024H1 奶酪的营收为 16.31 亿元（同减 1%），其中即食营养系列/家庭餐桌系列/餐饮工业系列的营收分别为 10.08/1.72/4.50 亿元，分别同比 -6%/-1%/+14%。外部环境冲击致使以奶酪棒为代表的即食营养系列产品营收下滑，家庭餐桌系列同比基本持平，公司研发服务与供应链优势助力餐饮工业系列增长。其中 2024Q2 奶酪/贸易/液态奶营收分别为 8.46/0.56/0.68 亿元，分别同比 +2%/-54%/-17%，二季度淡季，公司在夯实第一曲线奶酪棒大单品的同时，积极推出花酪棒等奶酪零食新品，并强化产品功能属性，持续优化 C 端产品矩阵，奶酪业务实现增长。公司计划与蒙牛奶酪并表后实现扭亏，预计 2024Q4 开始盈利。渠道上，2024H1 经销/直销/贸易的营业收入分别 15.29/2.51/1.39 亿元，分别同减 1%/7%/45%。针对零售线下渠道，公司充分利用品牌代言人形象、周边等，赋能零售终端并焕新渠道端的品牌形象。针对零售线上渠道，公司不断优化电商供应链仓网布局，提升整体效率。截止 2024H1，公司共有经销商 4790 家，相较年初减少 246 家。2024H1 北区/中区/南区的营收分别为 7.55/7.85/3.79 亿元，分别同比 -13%/+8%/-18%，中区增速亮眼。

## ■ 盈利预测

二季度淡季下公司动销整体承压，但费用控制显示出明显成效，我们看好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，关注公司与蒙牛奶酪整合后的业务协同与效率提升，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。根据半年报，我们调整 2024-2026 年 EPS 为 0.16/0.22/0.31（前值为 0.24/0.36/0.51）元，当前股价对应 PE 分别为 81/57/41 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
主营业务收入（百万元）	4,049	4,506	4,979	5,459
增长率（%）	-16.2%	11.3%	10.5%	9.6%
归母净利润（百万元）	63	80	113	157
增长率（%）	-53.1%	25.9%	41.3%	39.1%
摊薄每股收益（元）	0.12	0.16	0.22	0.31
ROE（%）	1.5%	1.8%	2.5%	3.4%

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	2,935	3,470	3,986
应收款	127	111	109	105
存货	533	610	573	518
其他流动资产	653	450	459	448
流动资产合计	3,708	4,107	4,610	5,057
<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	7,126	7,519	7,859
<b>流动负债:</b>				
短期借款	995	945	995	1,025
应付账款、票据	415	261	239	228
其他流动负债	339	339	339	339
流动负债合计	1,793	1,619	1,640	1,659
<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	2,737	3,008	3,177
<b>所有者权益</b>				
股本	514	512	512	512
股东权益	4,303	4,389	4,511	4,683
负债和所有者权益	6,833	7,126	7,519	7,859

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	80	100	142	197
少数股东权益	16	20	29	40
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	-3	32	78
经营活动现金净流量	279	220	310	420
投资活动现金净流量	1368	119	73	80
筹资活动现金净流量	-1107	317	281	155
现金流量净额	540	655	663	655

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,049	4,506	4,979	5,459
营业成本	2,865	3,153	3,453	3,749
营业税金及附加	27	29	31	33
销售费用	939	1,059	1,165	1,272
管理费用	148	171	184	197
财务费用	25	-8	-10	-16
研发费用	46	51	56	61
费用合计	1,158	1,273	1,395	1,514
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	28	24	20
营业利润	84	103	146	203
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	105	148	206
所得税费用	4	5	7	9
净利润	80	100	142	197
少数股东损益	16	20	29	40
归母净利润	63	80	113	157

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	-16.2%	11.3%	10.5%	9.6%
归母净利润增长率	-53.1%	25.9%	41.3%	39.1%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	29.2%	30.0%	30.7%	31.3%
四项费用/营收	28.6%	28.2%	28.0%	27.7%
净利率	2.0%	2.2%	2.8%	3.6%
ROE	1.5%	1.8%	2.5%	3.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	37.0%	38.4%	40.0%	40.4%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
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	0.16	0.22	0.31
P/E	102.0	80.7	57.1	41.1
P/S	1.6	1.4	1.3	1.2
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。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所。

## ■ 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。