

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

赵丹晨 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500523080005

邮箱: zhaodanchen@cindasc.com

赵雷 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500524100003

邮箱: zhaolei@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号
金隅大厦 B 座

邮编: 100031

蒙牛奶酪并表，利润扭亏为盈

2024 年 11 月 3 日

事件：公司发布 2024 年三季报。24Q1-3，公司实现营业收入 35.94 亿元，同比-9.04%；归母净利润 8504 万元，同比+571.67%；实现扣非归母净利润 6221 万元，同比扭亏为盈。其中，24Q3 公司实现营业收入 12.17 亿元，同比-6.74%；归母净利润 1365 万元，同比扭亏为盈；实现扣非归母净利润 533 万元，同比扭亏为盈。

点评：

- **蒙牛奶酪并表，Q3 奶酪收入同比上升。**根据公司公告，公司于今年 6 月 28 日通过股东大会决议，以人民币 4.48 亿元现金收购控股股东内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司所持有的内蒙古蒙牛奶酪有限责任公司 100% 股权。蒙牛奶酪于 7 月 1 日并入妙可蓝多报表。分产品看，24Q3 公司液态奶、奶酪和乳制品贸易收入分别为 9530 万元、9.52 亿元和 1.41 亿元，尽管整体收入略有下滑，但奶酪收入同比有所上升。
- **Q3 毛利率同比上升，归母净利润扭亏为盈。**根据公司公告，Q3 整体毛利率同比上升，主因产品结构调整，奶酪收入同比增加所致。Q3 费用端看，销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为 15.11%、5.11%、0.99% 和 0.98%。此外，公司其他收益占比和投资净收益占比分别为 0.49% 和 0.63%，使得 Q3 公司归母净利润率达 0.49%，归母净利润扭亏为盈。
- **协同发展，蒙牛支持。**公司收购蒙牛奶酪，一方面可形成协同效应，C 端经销商已实现互相代理双方产品，同时原材料采购上也形成战略协同，以量换价，争取成本最优；另一方面，蒙牛对妙可持续支持，包括供应链方面的协同（资源采购及原奶深加工）、投并购资源的协同、公司管理系统的支持和品牌上的协同。
- **盈利预测与投资评级：奶酪平台已成，期待长期发展。**本次蒙牛奶酪的并入，标志着蒙牛内部奶酪平台的融合和确立，为蒙牛和妙可蓝多奶酪业务的长远发展奠定基础。中国人均奶酪消费量远低于欧美及东亚近邻，发展潜力大，同时奶酪相对较长的保质期对于中国上游原奶供给波动的平衡具有重要意义。公司作为行业市占率第一的公司，有望在奶酪行业逐步成长的过程中，取得长远发展并享受行业红利。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 为 0.21/0.39/0.55 元，分别对应 2024-2026 年 79X/42X/29X 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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	4,830	4,049	4,840	5,350	6,000
增长率 YoY %	7.8%	-16.2%	19.5%	10.5%	12.1%
归母净利润(百万元)	138	63	105	200	283
增长率 YoY%	-10.9%	-53.9%	66.0%	89.7%	41.5%
毛利率%	34.2%	29.2%	28.2%	29.3%	30.3%
净资产收益率ROE%	3.1%	1.5%	2.3%	4.2%	5.7%
EPS(摊薄)(元)	0.27	0.13	0.21	0.39	0.55
市盈率 P/E(倍)	117.49	127.54	78.58	41.43	29.28
市净率 P/B(倍)	3.69	1.92	1.83	1.75	1.66

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 11 月 1 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	4,379	3,708	3,698	3,798	4,009	
货币资金	1,358	2,396	886	880	961	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	123	108	123	140	157	
预付账款	257	340	243	265	293	
存货	702	533	712	777	859	
其他	1,939	332	1,734	1,736	1,739	
非流动资产	3,064	3,124	3,887	3,965	4,039	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	1,156	1,482	1,648	1,656	1,650	
无形资产	144	135	205	215	235	
其他	1,763	1,507	2,033	2,094	2,154	
资产总计	7,443	6,833	7,585	7,763	8,049	
流动负债	2,202	1,793	1,920	1,902	1,907	
短期借款	1,356	995	900	800	700	
应付票据	41	165	143	155	172	
应付账款	250	250	360	392	434	
其他	555	383	517	554	602	
非流动负债	358	737	1,149	1,146	1,143	
长期借款	0	423	653	643	633	
其他	358	314	496	503	510	
负债合计	2,560	2,530	3,070	3,048	3,051	
少数股东权益	430	0	0	0	0	
归属母公司股东	4,452	4,303	4,516	4,715	4,998	
负债和股东权益	7,443	6,833	7,585	7,763	8,049	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	4,830	4,049	4,840	5,350	6,000	
同比(%)	7.8%	-16.2%	19.5%	10.5%	12.1%	
归母净利润	138	63	105	200	283	
同比(%)	-10.9%	-53.9%	66.0%	89.7%	41.5%	
毛利率(%)	34.2%	29.2%	28.2%	29.3%	30.3%	
ROE(%)	3.1%	1.5%	2.3%	4.2%	5.7%	
EPS(摊薄)(元)	0.27	0.13	0.21	0.39	0.55	
P/E	117.49	127.54	78.58	41.43	29.28	
P/B	3.69	1.92	1.83	1.75	1.66	
EV/EBITDA	57.06	27.26	32.29	22.60	17.65	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	4,830	4,049	4,840	5,350	6,000	
营业成本	3,180	2,865	3,475	3,781	4,181	
营业税金及附加	26	27	27	30	34	
销售费用	1,219	939	929	1,006	1,122	
管理费用	243	148	259	268	300	
研发费用	51	46	48	54	60	
财务费用	-20	25	35	41	36	
减值损失合计	-1	-7	-2	0	0	
投资净收益	59	52	48	54	60	
其他	38	39	24	30	34	
营业利润	226	84	137	255	361	
营业外收支	9	0	-2	1	1	
利润总额	236	84	135	256	362	
所得税	63	4	30	56	80	
净利润	173	80	105	200	283	
少数股东损益	36	16	0	0	0	
归母净利润	138	63	105	200	283	
EBITDA	294	279	293	414	520	
EPS(当年)(元)	0.27	0.13	0.21	0.39	0.55	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	-205	279	379	373	461	
净利润	173	80	105	200	283	
折旧摊销	151	189	191	202	216	
财务费用	39	43	49	50	47	
投资损失	-2	-59	-52	-48	-54	
营运资金变动	-87	-154	-25	11	5	
其它	34	128	188	104	58	
投资活动现金流	-643	-1,069	-753	-211	-132	
资本支出	-643	-789	-754	-209	-129	
长期投资	0	-280	-1	-1	-1	
其他	0	0	1	-1	-2	
筹资活动现金流	146	531	411	-272	-232	
吸收投资	147	0	0	0	0	
借款	31	1,049	433	-217	-192	
支付利息或股息	-57	-81	-52	-56	-50	
现金净增加额	-196	-194	86	-65	93	

研究团队简介

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。

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。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深度研究百龙创园、嘉必优）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（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、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。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，美国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）、饮料（深度研究农夫山泉、东鹏饮料、欢乐家）、低度酒（深度研究百润股份）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 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	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。