

2025年04月01日

业绩提升趋势明确，股权激励激发信心

妙可蓝多(600882)

评级:	买入	股票代码:	600882
上次评级:	增持	52周最高价/最低价(元):	24.6/11.78
目标价格(元):		总市值(亿元)	120.64
最新收盘价(元):	23.56	自由流通市值(亿元)	120.64
		自由流通股数(百万)	512.05

事件概述

公司发布年报，24年实现营收48.4亿元，同比-9.0%，归母净利润1.1亿元，同比+89.2%；公司24Q4实现营收12.5亿元，同比-7.8%，归母净利润0.3亿元，同比-39.7%，符合市场预期（以下报告内数据均为公司披露的追溯后口径，24Q4数据均为非追溯口径）。

分析判断:

► 蒙牛并表贡献餐饮工业系列双位数增长，即食营养系列规模有望触底回升

分业务来看，24FY 奶酪/贸易/液态奶分别实现收入37.6/5.3/4.0亿元，分别同比+6.9%/-35.0%/+3.8%；奶酪板块中即食营养/餐饮工业/家庭餐桌系列分别收入20.5/13.1/3.9亿元，分别同比+3.2%/+14.0%/+4.9%。我们认为常低温奶酪棒的产品升级和渠道覆盖、以及奶酪小粒等新品的推广下，即食营养系列在宏观经济和消费需求的压力下规模触底回升；餐饮工业系列的双位数增长预计主因蒙牛奶酪并表后，爱氏晨曦在B端的渠道和口碑贡献（根据公司公告蒙牛并表增加经销商2273家，追溯后24年经销商数量净+488家），目前稀奶油、黄油等产品表现优异；家庭餐桌系列配合西餐、烘焙等需求扩张马苏里拉、奶酪片等趋势向好。

贸易业务下降主因公司战略性收缩，坚定推行“聚焦奶酪”战略导致公司整体营业收入下滑。液态奶业务根据公司公告，为避免与股东蒙牛乳业在液态奶业务方面产生同业竞争，承诺延期至2027年7月9日将液态奶资产转型生产奶酪转型，并同时积极探索包括出售等有利于上市公司及全体股东的退出方案。

► 成本下降+结构改善贡献净利润高增长

24FY/24Q4 毛利率分别28.3%/26.4%，同比+4.4%/+1.5pct，24H2 蒙牛奶酪并表小幅度影响毛利率提升幅度，但我们认为原制奶酪国产替代+BC轮动贡献产品结构改善+产品渠道导向切合消费者和渠道需求将成为中长期推动公司毛利率提升的主要手段。分结构来看24FY 即食营养/餐饮工业/家庭餐桌系列毛利率分别47.0%/8.1%/62.7%，分别同比-2.5%/+4.8pct/持平，我们认为餐饮工业系列的“量价齐升”成为带动公司整体毛利率改善的主要原因。

24FY 销售/管理费用率分别19.0%/5.5%，分别同比-0.1/+2.1pct；24Q4 销售/管理费用率分别18.6%/6.1%，分别同比-2.5/+8.7pct。24FY 销售费用额同比-9.5%主要贡献来自于广告促销费的下降，我们预计BC双轮驱动作用下中长期有望保持销售费用下降的趋势。24FY 管理费用提升主因23年冲回计提的股权激励费用（来自年报），以及由于蒙牛并表带来的职工薪酬费用增加，我们预计剔除股权激励费用影响后中长期管理费用率有望保持稳中有降的趋势，短期费用率提高主因并表影响。综上，24FY/24Q4 净利率分别2.3%/2.3%，分别同比+1.2/-0.7pct，24Q4 净利率下滑我们预计主因并表后单季度管理费用变动影响。

► 新发股权激励明确业绩改善思路、激发信心

3月21日公司新发股权激励，公司董事、监事、高级管理人员及核心骨干人员参与人数不超过207人，其中核心骨干198人拟持有710万股；授出总数不超过800万股，占总股本1.56%；行权价格15.83元/股；考核目标详见下表。触发值复合三年收入增速+13.2%超我们预期，结合当前行业状况我们认为，目标设定一方面预示当前行业恢复和公司成长性将努力持续向上，另一方面判断隐含B端业务突破和C端单品成长。同时，25-27年剔除股权激励摊销成本后，主业净利率平均每年+1.2pct，我们认为业绩增长弹性更强并且确定性相对明

确，主因 24 年全年经营情况已经初步证明了中长期公司业绩提升思路。假设能达成触发值或目标值，2025 年 3 月 31 日收盘价对应 25-27 年 PE 分别 64/42/29 或 57/38/26，已大幅低于此前估值。

表 1 公司股权激励考核目标 (亿元)

	触发值				目标值		
	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	48.44	50.40	58.50	70.20	56.00	65.00	78.00
YOY		4.1%	16.1%	20.0%	15.6%	16.1%	20.0%
净利润	1.14	1.89	2.88	4.14	2.10	3.20	4.60
YOY		66.3%	52.4%	43.8%	84.8%	52.4%	43.8%
净利率	2.3%	3.8%	4.9%	5.9%	3.8%	4.9%	5.9%
YOY		1.4%	1.2%	1.0%	1.4%	1.2%	1.0%
净利润 (剔除摊销成本)	1.14	2.04	3.02	4.22	2.25	3.34	4.68
YOY		79.3%	48.4%	39.7%	97.8%	48.8%	40.1%
净利率 (剔除摊销成本)	2.3%	4.0%	5.2%	6.0%	4.0%	5.1%	6.0%
YOY		1.7%	1.1%	0.8%	1.7%	1.1%	0.9%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

投资建议

根据公司 24 年年报和股权激励调整盈利预测，25-26 年营业收入由 53/55 亿元调整至 53/61 亿元，新增 27 年营业收入 70 亿元；25-26 年归母净利润由 1.8/2.4 亿元上调至 2.0/3.0 亿元，新增 27 年归母净利 4.2 亿元；25-26 年 EPS 由 0.35/0.46 元上调至 0.39/0.59 元，新增 27 年 EPS 0.83 元。2025 年 3 月 31 日收盘价 23.56 元对应 P/E 分别为 61/40/28 倍。考虑公司经历了 2 年多的时间调整，于 25 年开启新的周期，并且股权激励给予未来 3 年明确收入业绩增长目标，同时业绩增长幅度与确定性均有落地思路，由“增持”上调至“买入”评级。

风险提示

宏观经济下行影响消费需求；食品安全问题；旺季需求不及预期；行业内竞争加剧等。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,322	4,844	5,305	6,112	7,021
YoY (%)	10.2%	-9.0%	9.5%	15.2%	14.9%
归母净利润(百万元)	60	114	198	302	424
YoY (%)	-56.3%	89.2%	74.1%	52.4%	40.8%
毛利率 (%)	23.9%	28.3%	30.6%	31.7%	32.5%
每股收益 (元)	0.12	0.23	0.39	0.59	0.83
ROE (%)	1.3%	2.6%	4.3%	6.2%	8.0%
市盈率	197.98	104.25	60.99	40.01	28.42

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,844	5,305	6,112	7,021	净利润	114	198	302	424
YoY (%)	-9.0%	9.5%	15.2%	14.9%	折旧和摊销	253	312	325	334
营业成本	3,473	3,684	4,177	4,742	营运资金变动	132	-1	-5	13
营业税金及附加	27	29	31	35	经营活动现金流	531	505	618	769
销售费用	922	992	1,139	1,299	资本开支	-350	-317	-232	-197
管理费用	269	286	306	316	投资	-1,715	1,200	50	10
财务费用	50	50	50	50	投资活动现金流	-2,009	883	-182	-187
研发费用	48	53	55	56	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-2	0	0	0	债务募资	551	0	0	0
投资收益	54	0	0	0	筹资活动现金流	195	0	0	0
营业利润	164	261	399	563	现金净流量	-1,294	1,377	436	582
营业外收支	-3	3	3	3	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	161	264	402	566	成长能力				
所得税	47	66	101	141	营业收入增长率	-9.0%	9.5%	15.2%	14.9%
净利润	114	198	302	424	净利润增长率	89.2%	74.1%	52.4%	40.8%
归属于母公司净利润	114	198	302	424	盈利能力				
YoY (%)	89.2%	74.1%	52.4%	40.8%	毛利率	28.3%	30.6%	31.7%	32.5%
每股收益(元)	0.23	0.39	0.59	0.83	净利率	2.3%	3.7%	4.9%	6.0%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	1.5%	2.5%	3.7%	5.0%
货币资金	1,105	2,482	2,918	3,500	净资产收益率 ROE	2.6%	4.3%	6.2%	8.0%
预付款项	203	184	209	237	偿债能力				
存货	574	563	615	659	流动比率	1.69	1.78	1.92	2.12
其他流动资产	1,749	562	532	540	速动比率	1.27	1.37	1.50	1.69
流动资产合计	3,631	3,791	4,274	4,936	现金比率	0.51	1.17	1.31	1.51
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	42.9%	41.7%	40.9%	39.6%
固定资产	1,852	2,002	2,014	1,942	经营效率				
无形资产	202	182	162	142	总资产周转率	0.63	0.68	0.76	0.82
非流动资产合计	4,090	4,099	4,009	3,875	每股指标 (元)				
资产合计	7,721	7,890	8,283	8,811	每股收益	0.23	0.39	0.59	0.83
短期借款	1,235	1,235	1,235	1,235	每股净资产	8.61	8.98	9.56	10.39
应付账款及票据	374	368	406	448	每股经营现金流	1.04	0.99	1.21	1.50
其他流动负债	538	526	580	641	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,147	2,129	2,221	2,324	估值分析				
长期借款	683	683	683	683	PE	108.85	63.68	41.78	29.68
其他长期负债	481	481	481	481	PB	2.08	2.74	2.57	2.37
非流动负债合计	1,165	1,165	1,165	1,165					
负债合计	3,312	3,294	3,385	3,489					
股本	512	512	512	512					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	4,409	4,596	4,898	5,322					
负债和股东权益合计	7,721	7,890	8,283	8,811					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。