

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

马铮 食品饮料行业首席分析师
执业编号: S1500520110001
联系电话: 13392190215
邮箱: mazheng@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

23Q4 平稳收官，24 年业绩有望复苏

2024 年 03 月 26 日

事件：妙可蓝多公布 2023 年年报。2023 年，公司实现营收 40.49 亿元，同比-16.16%；实现归母净利润 6344 万元，同比-53.90%；实现扣非归母净利润 717 万元，同比-89.63%。其中，23Q4 公司实现营收 9.74 亿元，同比-2.65%；实现归母净利润 2956 万元，同比+588.40%；实现扣非归母净利润 908 万元，同比+142.28%。

点评：

- **Q4 收入平稳，利润有所回升。**单看 Q4，公司收入端环比同比均表现平稳。其中液态奶、奶酪和乳制品贸易收入分别为 8993 万元、7.21 亿元和 1.60 亿元，同比+18.85%、-20.70%、+1199.00%。毛利率方面，Q4 毛利率达 24.97%，环比表现相对平稳，同比降幅略大。利润端看，受股权激励费用减少和政府补助增加影响，管理费用大幅下降，其他收益有所增加，使得 Q4 单季度归母净利润大幅提升。
- **奶酪市占率稳居第一，全年利润承压。**从全年维度看，公司液态奶、奶酪和乳制品贸易收入分别为 3.34 亿元、31.37 亿元和 5.67 亿元，同比-4.33%、-18.91%、-5.44%。尽管市场变化导致公司营收下滑，公司在凯度消费者指数中，奶酪市场占有率超 35%，奶酪棒市场占有率超 40%，仍稳居行业第一并扩大领先优势。奶酪业务中，即食营养系列、家庭餐桌系列和餐饮工业系列收入分别为 19.02 亿元、3.48 亿元和 8.88 亿元，同比-23.94%、-36.10%和+7.61%。受原材料市场行情与汇率双重波动的影响，公司奶酪板块和贸易板块毛利率均同比有所下滑，使得公司净利润率同比上年有所下降，全年利润有所承压。
- **盈利预测与投资评级：行业空间宽广，业绩有望复苏。**从发达国家经验看，奶酪行业空间宽广，我国人均消费量有望大幅提升。一方面公司积极开发不同类型新品，打开消费者对于奶酪的多元化需求；另一方面澳洲奶酪价格逐步回落，价格已接近 19 年水平，有望在成本端为公司业绩打开空间。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 为 0.26/0.37/0.51 元，分别对应 2024-2026 年 53X、37X 和 27X 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	4,650	5,500	6,550
增长率 YoY %	7.8%	-16.2%	14.8%	18.3%	19.1%
归属母公司净利润 (百万元)	138	63	133	189	264
增长率 YoY%	-10.9%	-53.9%	110.1%	41.9%	39.7%
毛利率%	34.2%	29.2%	30.9%	31.5%	32.1%
净资产收益率 ROE%	3.1%	1.5%	3.0%	4.1%	5.4%
EPS(摊薄)(元)	0.27	0.13	0.26	0.37	0.51
市盈率 P/E(倍)	117.49	127.54	52.97	37.33	26.71
市净率 P/B(倍)	3.69	1.92	1.59	1.53	1.44

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 03 月 26 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	3,746	3,954	4,247	
货币资金	1,358	2,396	800	1,000	1,190	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	123	108	99	117	140	
预付账款	257	340	321	377	445	
存货	702	533	792	723	731	
其他	1,939	332	1,733	1,737	1,742	
非流动资产	3,064	3,124	3,162	3,189	3,208	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	1,156	1,482	1,560	1,604	1,622	
无形资产	144	135	135	145	165	
其他	1,763	1,507	1,467	1,439	1,421	
资产总计	7,443	6,833	6,908	7,142	7,455	
流动负债	2,202	1,793	1,735	1,780	1,828	
短期借款	1,356	995	472	307	100	
应付票据	41	165	132	155	183	
应付账款	250	250	333	391	461	
其他	555	383	798	927	1,085	
非流动负债	358	737	737	737	737	
长期借款	0	423	423	423	423	
其他	358	314	314	314	314	
负债合计	2,560	2,530	2,473	2,517	2,566	
少数股东权益	430	0	0	0	0	
归属母公司	4,452	4,303	4,436	4,625	4,889	
负债和股东权益	7,443	6,833	6,908	7,142	7,455	

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	4,650	5,500	6,550	
同比	7.8%	-16.2%	14.8%	18.3%	19.1%	
归属母公司净利润	138	63	133	189	264	
同比	-10.9%	-53.9%	110.1%	41.9%	39.7%	
毛利率(%)	34.2%	29.2%	30.9%	31.5%	32.1%	
ROE%	3.1%	1.5%	3.0%	4.1%	5.4%	
EPS(摊薄)(元)	0.27	0.13	0.26	0.37	0.51	
P/E	117.49	127.54	52.97	37.33	26.71	
P/B	3.69	1.92	1.59	1.53	1.44	
EV/EBITDA	57.06	27.26	30.20	23.11	17.41	

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	4,650	5,500	6,550	
营业成本	3,180	2,865	3,213	3,768	4,445	
营业税金及	26	27	23	28	33	
销售费用	1,219	939	1,070	1,265	1,507	
管理费用	243	148	233	275	328	
研发费用	51	46	47	55	66	
财务费用	-20	25	6	-10	-17	
减值损失合	-1	-7	0	-6	-7	
投资净收益	59	52	50	55	66	
其他	38	39	47	55	66	
营业利润	226	84	156	224	314	
营业外收支	9	0	3	1	1	
利润总额	236	84	159	225	315	
所得税	63	4	25	36	50	
净利润	173	80	133	189	264	
少数股东损	36	16	0	0	0	
归属母公司	138	63	133	189	264	
EBITDA	294	279	248	308	386	
EPS(当	0.27	0.13	0.26	0.37	0.51	

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	511	551	581	
净利润	173	80	133	189	264	
折旧摊销	151	189	182	198	213	
财务费用	39	43	16	12	11	
投资损失	-59	-52	-50	-55	-66	
营运资金变	-509	5	232	202	153	
其它	0	14	-3	5	6	
投资活动现金流	-1,602	1,368	-1,568	-174	-174	
资本支出	-507	-289	-218	-229	-239	
长期投资	-1,244	1,593	-1,400	0	0	
其他	149	64	50	55	66	
筹资活动现金流	699	-591	-538	-177	-218	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	1,450	2,196	-523	-165	-207	
支付利息或股息	-26	-15	-16	-12	-11	
现金流净增加额	-1,101	1,054	-1,596	200	190	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

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。

唐有力，华中科技大学工学学士，15年的快消品行业经验，10年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

娄青丰，硕士，毕业于中央财经大学，2年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（深度研究安琪酵母，熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际）。

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，1年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（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）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒、金种子酒）。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（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，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）、水、饮料（深度研究农夫山泉）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。