



妙可蓝多 (600882.CH): 短期业绩挑战不改长期增长逻辑; 下调目标价, 维持“买入”评级

- 短期业绩挑战难以避免:** 疫情之下消费意愿下滑、销售终端受阻、消费场景缺失, 导致奶酪行业 2022 年增长乏力。妙可蓝多作为中国奶酪行业的领头羊, 收入增速不可避免地出现明显放缓。考虑到疫情的冲击, 我们预计公司即食营养产品 (具有极强零食属性) 4Q22 的销售将延续 3Q22 的疲弱, 导致公司 4Q22 整体收入可能出现同比下滑。同时, 即食营养产品 (毛利相对较高) 销售放缓, 可能引起产品结构下行, 导致毛利率同比收缩 (延续 3Q22 的趋势)。面对以上挑战, 我们相信公司在 4Q22 会持续缩减不必要的费用支出, 以抵消收入下滑与毛利率下降对盈利产生的负面影响。
- 2022-2023 年业绩目标延后更合乎情理:** 在我们看来, 实现公司股权激励中所隐含的 2022 年 60 亿收入目标的可能性甚微, 而 2023 年 80 亿的收入目标同样挑战重重。尽管疫情影响已基本消退, 但消费力有待逐渐恢复, 而 2022 年底较高的渠道库存水平也将导致公司报表收入增速慢于实际终端动销增长。因此, 我们认为原有的 2022/2023 年的收入目标延后至 2023/2024 是较为合理与理性的市场预期。随着产品结构好转以及干酪价格企稳, 我们预测毛利率有望在 2023 年出现反弹 (但仍低于 2021 年水平), 而收入的扩张也将助力费用率持续缩减, 从而帮助公司实现“净利率高于蒙牛”的目标。
- 长期增长逻辑不改:** 虽然短期业绩承压, 但 Euromonitor 数据显示, 妙可蓝多 2022 年的市场份额仍在扩张, 继续巩固其在中国奶酪行业的领先地位。随着健康意识的提升, 我们相信奶酪产品在中国 (尤其是低线城市) 的渗透率将继续上升。而妙可蓝多作为中国奶酪行业的领导者, 将会是这一长期趋势最大的受益者之一。基于以上, 蒙牛在将其对妙可蓝多控股比例提升至 35% 以后, 已于去年 12 月对妙可蓝多进行了并表。这也彰显了蒙牛对妙可蓝多未来发展前景的信心。
- 维持“买入”评级:** 我们下修公司 2022-2024 盈利预测, 但仍维持公司“买入”评级。基于 53 倍 2023E P/E (或者 0.65 倍 PEG), 我们给予公司 42.8 人民币的目标价。我们会持续密切关注公司的增长动能, 并适时调整估值与评级。
- 投资风险:** 行业需求放缓、国内品牌竞争大于预期、疫情的反复。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,847	4,478	5,067	6,624	8,056
同比变动 (%)	63.2%	57.3%	13.1%	30.7%	21.6%
归母净利润	59	154	159	375	527
同比变动 (%)	208.2%	160.6%	2.8%	135.9%	40.6%
PE (X)	255	112	109	46	33
ROE (%)	2.7%	4.1%	3.7%	8.0%	10.6%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

林闲嘉

消费分析师

richard_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

助理分析师

serena_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

2023 年 2 月 20 日

评级

买入

目标价 (人民币)	42.8
潜在升幅/降幅	+15.8%
目前股价 (人民币)	37.0
52 周内股价区间 (人民币)	25.7-47.0
总市值 (百万人民币)	19,055
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	304.1

注: 截至 2023 年 2 月 20 日收盘价

市场预期区间



资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测 - 妙可蓝多

利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,847	4,478	5,067	6,624	8,056
同比	63.2%	57.3%	13.1%	30.7%	21.6%
营业成本	-1,825	-2,767	-3,311	-4,190	-5,061
毛利润	1,008	1,691	1,733	2,405	2,958
毛利率	35.4%	37.8%	34.2%	36.3%	36.7%
销售费用	-710	-1,159	-1,222	-1,490	-1,761
管理费用	-140	-343	-350	-343	-358
其他经营收入及收益	-39	-40	-45	-59	-72
经营利润	118	149	116	513	767
经营利润率	4.2%	3.3%	2.3%	7.7%	9.5%
营业外收入	6	6	11	10	12
营业外支出	-8	-3	-3	-3	-3
其他营业收入(支出)	-37	74	135	101	99
利润总额	95	233	266	627	882
所得税	-21	-39	-66	-157	-220
所得税率	-22.4%	-16.7%	-25.0%	-25.0%	-25.0%
净利润	74	194	199	470	661
减:少数股东损益	15	39	40	95	134
归母净利润	59	154	159	375	527
归母净利率	2.1%	3.4%	3.1%	5.7%	6.5%
同比	208.2%	160.6%	2.8%	135.9%	40.6%

资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	567	2,436	2,109	1,901	1,867
应收票据及应收账款	116	96	120	156	190
预付款项	114	127	144	188	228
其他应收款	8	20	20	20	20
存货	270	523	475	601	726
其他流动资产	102	682	732	832	932
流动资产合计	1,178	3,884	3,599	3,697	3,963
固定资产	630	1,024	1,457	1,909	2,382
在建工程	217	362	362	362	362
无形资产	100	97	94	91	87
商誉	401	391	391	391	391
递延所得税资产	104	114	114	114	114
其他非流动资产	463	825	922	1,020	1,121
非流动资产合计	1,915	2,813	3,339	3,886	4,456
短期借款	275	350	368	386	405
应付票据及应付账款	327	408	440	556	672
合同负债	74	96	96	96	96
应付职工薪酬	43	70	79	103	125
应交税费	50	81	81	81	81
其他应付款	117	403	403	403	403
其他流动负债	25	26	26	26	26
流动负债合计	911	1,433	1,492	1,651	1,808
长期借款	299	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	49	357	373	389	406
非流动负债合计	349	357	373	389	406
股本	2,246	5,118	5,118	5,118	5,118
储备	-761	-606	-448	-73	454
少数股东权益	347	395	435	530	665
所有者权益合计	1,833	4,906	5,105	5,576	6,237

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	74	194	199	470	661
固定资产折旧	52	69	99	133	171
无形资产摊销	8	8	8	9	9
财务费用	43	25	34	29	27
存货的减少	-130	-251	48	-126	-125
经营性应收项目的减少	-11	-29	-41	-81	-74
经营性应付项目的增加	212	283	41	141	138
其他	20	140	-74	-82	-69
经营活动产生的现金流量净额	267	437	314	493	738
资本开支	-356	-616	-665	-731	-804
投资支付的现金	0	-1,660	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0	0	0	0	0
其他	-76	1,117	40	40	40
投资活动产生的现金流量净额	-432	-1,159	-625	-691	-764
吸收投资收到的现金	457	3,089	0	0	0
取得借款收到的现金	370	617	18	18	19
收到其他与筹资活动有关的现金	0	0	0	0	0
偿还债务支付的现金	-492	-831	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-36	-19	-34	-29	-27
其他	-2	-257	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	298	2,599	-16	-10	-8
现金及现金等价物净增加额	134	1,876	-327	-208	-33
期初现金及现金等价物余额	409	543	2,436	2,109	1,901
期末现金及现金等价物余额	543	2,419	2,109	1,901	1,867

财务和估值比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.15	0.33	0.34	0.80	1.13
每股销售额	6.97	9.63	10.89	14.24	17.32
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
同比变动					
收入	63.2%	57.3%	13.1%	30.7%	21.6%
经营溢利	150.8%	26.0%	-21.8%	340.7%	49.6%
归母净利润	208.2%	160.6%	2.8%	135.9%	40.6%
费用与利润率					
毛利率	35.4%	37.8%	34.2%	36.3%	36.7%
经营利润率	4.2%	3.3%	2.3%	7.7%	9.5%
归母净利率	2.1%	3.4%	3.1%	5.7%	6.5%
回报率					
平均股本回报率	2.7%	4.1%	3.7%	8.0%	10.6%
平均资产回报率	1.5%	2.8%	2.7%	5.9%	15.7%
资产效率					
应收账款周转天数	18.6	18.6	8.6	8.6	8.6
库存周转天数	41.2	41.2	52.3	52.3	52.3
应付账款周转天数	57.1	57.1	48.5	48.5	48.5
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.3	2.7	2.4	2.2	2.2
速动比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
现金比率 (x)	0.2	0.4	0.3	0.3	0.2
负债/权益	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4
估值					
市盈率 (x)	254.8	112.0	108.9	46.1	32.8
市销率 (x)	5.3	3.8	3.4	2.6	2.1
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

图表 2: SPDBI 财务预测变动

(百万人民币)	2022E	2023E	2024E
营业收入			
旧预测	6,267	8,383	10,971
新预测	5,067	6,624	8,056
变动	-19.2%	-21.0%	-26.6%
净利润			
旧预测	433	899	1,422
新预测	159	375	527
变动	-63.3%	-58.3%	-62.9%

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

图表 3: SPDBI 目标价: 妙可蓝多



注: 截至 2023 年 2 月 20 日收盘价
资料来源: Bloomberg、浦银国际

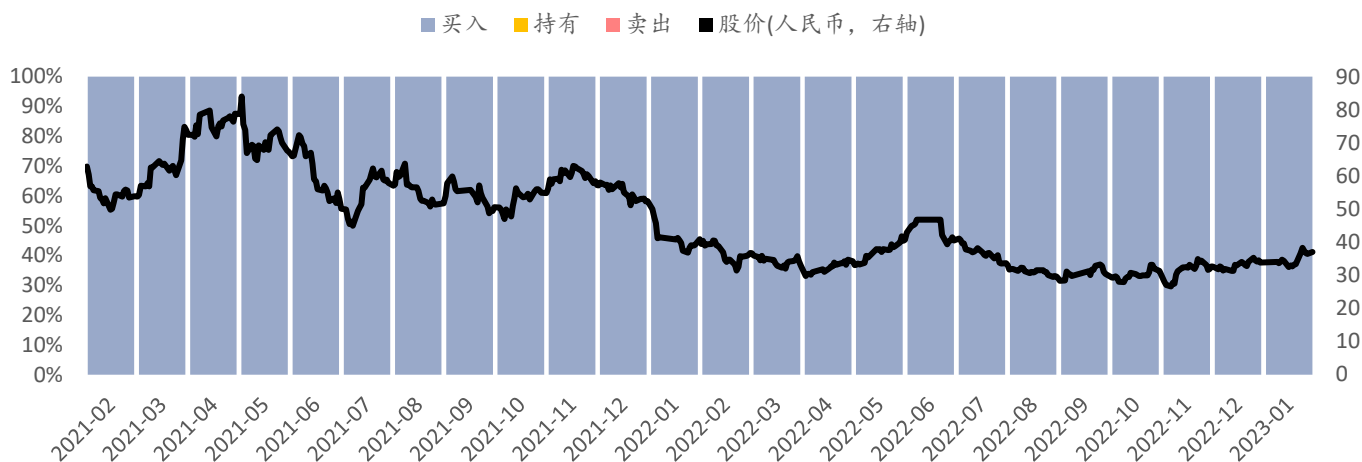
图表 4: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	70.5	买入	87.6	2023 年 1 月 9 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	106.0	买入	131.0	2023 年 1 月 11 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.9	买入	1.1	2023 年 2 月 15 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	7.1	买入	9.5	2023 年 2 月 1 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	6.8	持有	6.6	2023 年 2 月 7 日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	58.7	买入	75.6	2023 年 2 月 8 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	136.5	买入	159.6	2023 年 1 月 30 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	23.3	持有	20.0	2022 年 10 月 27 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	77.5	买入	96.0	2022 年 8 月 29 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	107.7	持有	115.0	2022 年 8 月 29 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	13.4	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	31.4	买入	39.4	2023 年 1 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	36.8	买入	45.6	2023 年 1 月 12 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	10.9	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	6.7	持有	7.6	2022 年 12 月 7 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	4.7	持有	6.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	37.0	买入	42.8	2023 年 2 月 20 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	2.0	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	1.1	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2023 年 2 月 20 日收盘价。

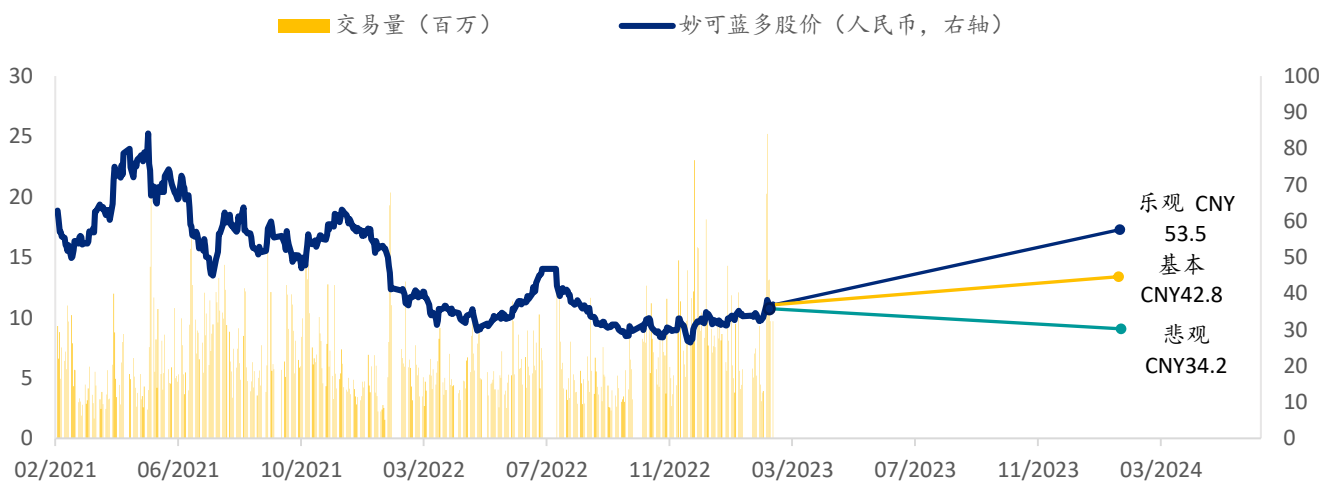
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5: 妙可蓝多市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 妙可蓝多 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入和利润率增长好于预期

目标价: 53.5 元

概率: 25%

- 2023 年公司奶酪销量提升超 50%;
- 公司 2023 年毛利率水平同比提升 250bps;
- 销售费用率 2023 年同比下降 300bps。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 34.2 元

概率: 20%

- 2023 年公司奶酪销量同比提升 20%;
- 公司 2023 年毛利率水平同比提升不及 150bps;
- 销售费用率 2023 年同比下降 10bps。

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际预测

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼