



妙可蓝多 (600882.CH): 收入尚未出现起色, 毛利率大幅承压, 但经营效率有所提升

妙可蓝多 3Q23 录得归母净利润人民币 531 万元, 同比下降 54%。核心经营利润与税前利润依然分别录得 1829 万元与 1343 万元的亏损。3Q23 收入同比下降 18%, 环比小幅收缩 3%。庆幸的是, 公司 3Q23 与 9M23 的经营现金流都同比转正, 且远高于公司的归母净利润, 体现了公司的经营效率有所提升。

- **奶酪收入下降, 但餐饮端销售环比稳健:** 3Q23 奶酪收入同比下滑 16%。我们估计低温奶酪棒需求的降低依然是收入下跌的主要因素。然而, 据我们了解, 常温奶酪棒取得了较可观的正增长。同时, 家庭餐桌与餐饮工业两者的总收入依然保持稳健。尤其是餐饮工业收入环比有显著的增长。液态奶与贸易产品的收入同比分别下跌 12% 与 30%。
- **高毛利产品占比下降和原材料成本上涨令毛利率承压:** 3Q23 毛利率同比大幅收缩 4.7ppt, 环比更是大幅收缩 7.7ppt。我们认为毛利率收缩主要有以下两大原因: (1) 奶酪棒收入贡献同比环比皆大幅下降, 导致产品结构持续恶化 (奶酪棒毛利率远高于家庭餐桌与餐饮工业), (2) 原材料价格上涨以及汇率所带来的负面影响导致采购成本大幅上升。我们预计这一趋势大概率会在四季度维持, 但四季度一些即食奶酪新品的推出有望在明年对产品结构带来正向的帮助。
- **动态调整销售费用率来抵消毛利率压力:** 为了应对收入下降以及毛利率的大幅收缩, 公司在 3Q23 选择大幅缩减了销售与管理费用。在收入同比大幅下跌的情况下, 销售费用率与管理费用率分别同比下降 4.4ppt 与 1.0ppt, 抵消了毛利率下滑对利润带来的影响, 从而帮助 3Q23 的核心经营亏损同比降低 37%。然而, 我们并不认为 3Q23 的费用投入以及费用率是可持续的。我们预计进入 4Q23 后, 公司为了配合新产品的上市一定会适当加大市场营销投入。
- **2024 年业绩有望出现转机。下调盈利预测以及目标价, 维持“买入”评级:** 我们预测 4Q23 无论是收入还是毛利率依然会环比基本维持 3Q23 的水平, 且费用率或将环比扩大。进入 2024 年以后, 随着新产品的推出与低温奶酪棒需求的企稳, 收入、产品结构和毛利率有望在一定程度上得到改善。然而, 面对行业结构性调整, 我们预计公司最快会在 2025 年才能重新步入高速增长的轨道。我们大幅下调 2023/2024/2025 的收入和净利润。考虑到短期的业绩波动, 我们认为 P/E 已经不适合用于对妙可蓝多的估值。因此, 我们改用 DCF 对公司估值 (WACC 9%; 永续增长率 5%), 并下调目标价至 19.8 人民币。
- **投资风险:** 行业需求放缓、国内品牌竞争大于预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,478	4,830	4,097	4,642	5,519
同比变动 (%)	57.3%	7.8%	-15.2%	13.3%	18.9%
归母净利润	154	135	13	111	175
同比变动 (%)	160.6%	-12.3%	-90.2%	731.6%	58.0%
PE (X)	52.0	64.3	664.2	79.9	50.5
ROE (%)	4.0%	3.3%	0.4%	2.8%	4.4%

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

消费助理分析师

serena_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

2023 年 10 月 30 日

评级

买入

目标价 (人民币)	19.8
潜在升幅/降幅	+15.2%
目前股价 (人民币)	17.2
52 周内股价区间 (人民币)	16.1-38.5
总市值 (百万人民币)	8,822
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	83.1

注: 截至 2023 年 10 月 30 日收盘价

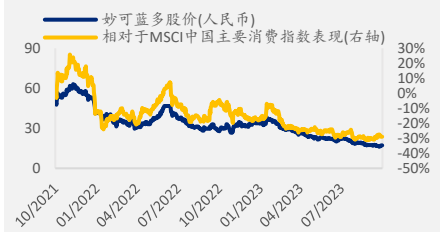
市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,478	4,830	4,097	4,642	5,519
同比	57.3%	7.8%	-15.2%	13.3%	18.9%
营业成本	-2,767	-3,180	-2,865	-3,077	-3,600
毛利润	1,691	1,624	1,210	1,540	1,889
毛利率	37.8%	33.6%	29.5%	33.2%	34.2%
销售费用	-1,159	-1,219	-998	-1,147	-1,351
管理费用	-343	-243	-234	-258	-287
其他经营收入及收益	-40	-51	-41	-46	-55
经营利润	149	110	-63	90	197
经营利润率	3.3%	2.3%	-1.5%	1.9%	3.6%
营业外收入	6	13	6	7	8
营业外支出	-3	-4	-4	-4	-4
其他营业收入(支出)	74	109	65	85	83
利润总额	233	236	11	185	292
所得税	-39	-65	11	-37	-58
所得税率	-16.7%	-27.5%	100.0%	-20.0%	-20.0%
净利润	194	171	22	148	234
减: 少数股东损益	39	36	9	37	58
归母净利润	154	135	13	111	175
归母净利润率	3.4%	2.8%	0.3%	2.4%	3.2%
同比	160.6%	-12.3%	-90.2%	731.6%	58.0%

资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,436	1,358	1,324	1,323	1,361
应收票据及应收账款	96	123	112	127	151
预付款项	127	257	218	247	294
其他应收款	20	39	20	20	20
存货	523	702	552	593	694
其他流动资产	682	1,900	1,900	1,900	1,900
流动资产合计	3,884	4,379	4,126	4,210	4,419
固定资产	1,024	1,156	1,299	1,449	1,604
在建工程	362	452	452	452	452
无形资产	97	144	188	229	267
商誉	391	391	391	391	391
递延所得税资产	114	111	111	111	111
其他非流动资产	825	803	790	777	764
非流动资产合计	2,813	3,058	3,232	3,408	3,589
短期借款	350	1,356	1,356	1,424	1,495
应付票据及应付账款	408	292	315	338	396
合同负债	96	99	99	99	99
应付职工薪酬	70	59	50	56	67
应交税费	81	30	30	30	30
其他应付款	403	331	200	200	200
其他流动负债	26	36	36	36	36
流动负债合计	1,433	2,202	2,086	2,184	2,323
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	357	358	373	388	405
非流动负债合计	357	358	373	388	405
股本	5,118	4,917	4,917	4,917	4,917
储备	-606	-471	-458	-347	-171
少数股东权益	395	430	439	476	535
所有者权益合计	4,906	4,877	4,899	5,047	5,280

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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	194	171	22	148	234
固定资产折旧	69	107	126	147	171
无形资产摊销	8	10	13	16	19
财务费用	25	39	-37	-17	-19
存货的减少	-251	-180	150	-41	-101
经营性应收项目的减少	-29	-113	69	-44	-71
经营性应付项目的增加	283	-238	-116	30	68
其他	140	0	-18	-16	-14
经营活动产生的现金流量净额	437	-205	210	223	287
资本开支	-616	-507	-340	-368	-399
投资支付的现金	-1,660	-6,399	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	1,117	5,304	59	59	59
投资活动产生的现金流量净额	-1,159	-1,602	-281	-309	-340
吸收投资收到的现金	3,089	1,450	0	0	0
取得借款收到的现金	617	0	0	68	71
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	-831	-445	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-19	-26	37	17	19
其他	-257	-281	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	2,599	699	37	85	90
现金及现金等价物净增加额	1,876	-1,101	-34	-1	38
期初现金及现金等价物余额	543	2,419	1,358	1,324	1,323
期末现金及现金等价物余额	2,419	1,318	1,324	1,323	1,361

财务和估值比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.33	0.27	0.03	0.21	0.34
每股销售额	9.63	9.52	7.94	8.99	10.69
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
同比变动					
收入	57.3%	7.8%	-15.2%	13.3%	18.9%
经营溢利	26.0%	-26.1%	-157.7%	-241.2%	120.2%
归母净利润	160.6%	-12.3%	-90.2%	731.6%	58.0%
费用与利润率					
毛利率	37.8%	33.6%	29.5%	33.2%	34.2%
经营利润率	3.3%	2.3%	-1.5%	1.9%	3.6%
归母净利润率	3.4%	2.8%	0.3%	2.4%	3.2%
回报率					
平均股本回报率	4.0%	3.3%	0.4%	2.8%	4.4%
平均资产回报率	2.7%	2.3%	0.3%	1.9%	5.8%
资产效率					
应收账款周转天数	8.6	8.3	10.0	10.0	10.0
库存周转天数	52.3	70.3	70.3	70.3	70.3
应付账款周转天数	48.5	40.1	40.1	40.1	40.1
财务杠杆					
流动比率 (x)	2.7	2.0	2.0	1.9	1.9
速动比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
现金比率 (x)	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
负债/权益	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
估值					
市盈率 (x)	52.0	64.3	664.2	79.9	50.5
市销率 (x)	1.8	1.8	2.2	1.9	1.6
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

图表 2：妙可蓝多 2023 年 1-3 季度经营表现

百万人民币	1Q22	1Q23	YoY	2Q22	2Q23	YoY	3Q22	3Q23	YoY
营业收入	1,286	1,023	-20%	1,308	1,043	-20%	1,235	1,009	-18%
营业成本	-787	-688	-13%	-865	-696	-20%	-861	-750	-13%
毛利润 (税金前)	499	334	-33%	443	348	-22%	374	259	-31%
毛利率 (税金前)	38.8%	32.7%		33.9%	33.3%		30.3%	25.6%	
税金及附加	-8	-6	-21%	-7	-6	-10%	-5	-7	41%
毛利润 (税金后)	492	328	-33%	436	341	-22%	369	252	-32%
毛利率 (税金后)	38.2%	32.1%		33.3%	32.7%		29.9%	24.9%	
销售费用	-319	-248	-22%	-287	-282	-2%	-303	-203	-33%
占收入比例	24.8%	24.3%		22.0%	27.0%		24.5%	20.1%	
管理费用	-86	-59	-32%	-82	-59	-27%	-80	-55	-31%
占收入比例	6.7%	5.7%		6.2%	5.7%		6.5%	5.5%	
研发费用	-5	-11	134%	-11	-13	17%	-15	-11	-25%
占收入比例	0.4%	1.1%		0.8%	1.2%		1.2%	1.1%	
经营利润	81	11	-87%	56	-13	-123%	-29	-18	-37%
经营利润率	6.3%	1.1%		4.3%	-1.2%		-2.3%	-1.8%	
财务费用	16	0	-98%	13	-7	-150%	-9	-10	14%
投资净收益	3	15	413%	9	9	3%	19	9	-54%
其他	7	14	104%	7	8	16%	30	4	-86%
营业利润	108	40	-63%	85	-2	-103%	12	-15	-229%
营业利润率	8.4%	3.9%		6.5%	-0.2%		1.0%	-1.5%	
营业外收入	2	3	80%	4	0	-90%	6	2	-70%
营业外支出	-1	0	-81%	-2	-3	52%	-1	0	-64%
利润总额	109	43	-61%	87	-5	-106%	17	-13	-177%
所得税	-27	-8	-69%	-20	16	-179%	3	19	n.a.
净利润	81	34	-58%	68	11	-84%	20	5	-74%
净利率	6.3%	3.4%		5.2%	1.0%		1.6%	0.5%	
少数股东损益	8	10	32%	9	6	-32%	9	0	-100%
归母净利润	74	24	-67%	58	4	-93%	12	5	-54%
归母净利率	5.7%	2.4%		4.5%	0.4%		0.9%	0.5%	

E=浦银国际预测；

资料来源：公司数据，浦银国际

图表 3: SPDBI 财务预测变动

(百万人民币)	2023E	2024E	2025E
营业收入			
旧预测	6,053	7,524	8,887
新预测	4,097	4,642	5,519
变动	-32.3%	-38.3%	-37.9%
净利润			
旧预测	268	410	512
新预测	13	111	175
变动	-95.0%	-72.9%	-65.7%

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 妙可蓝多 (600882.CH)



注: 截至 2023 年 10 月 30 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: SPDBI 消费行业覆盖公司

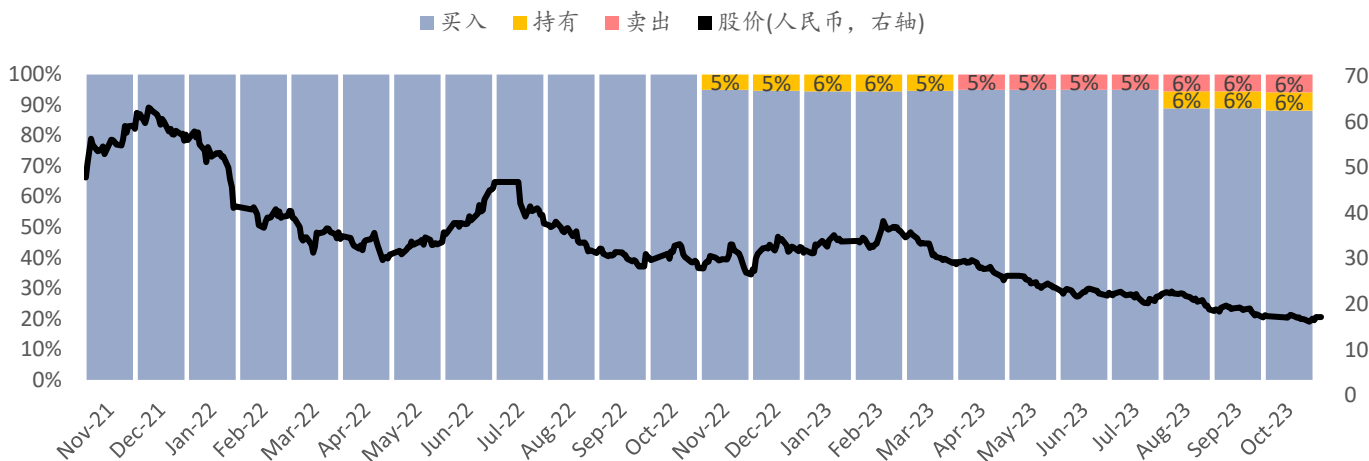
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331.HK Equity	李宁	24.5	买入	34.8	2023年10月26日	运动服饰品牌
2020.HK Equity	安踏体育	90.7	买入	110.5	2023年10月18日	运动服饰品牌
3813.HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	0.8	2023年8月14日	运动服饰零售
6110.HK Equity	滔搏	6.6	买入	8.4	2023年10月20日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	4.0	买入	10.0	2023年4月3日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	52.5	买入	77.2	2023年8月1日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	416.4	买入	601.8	2023年8月1日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	20.1	持有	24.9	2023年8月30日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	13.4	买入	21.1	2023年9月5日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	8.6	买入	17.1	2023年8月23日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	43.1	买入	56.9	2023年8月20日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	83.0	买入	115.9	2023年8月17日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	15.4	持有	19.9	2023年8月3日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	59.5	买入	81.7	2023年10月30日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	83.8	持有	98.2	2023年10月30日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	10.4	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	26.7	买入	32.6	2023年8月29日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	26.1	买入	32.2	2023年8月31日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	9.5	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.8	持有	5.4	2023年8月30日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.7	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	17.2	买入	19.8	2023年10月30日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.5	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.8	买入	1.3	2022年8月1日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	9.7	买入	7.8	2023年9月13日	新零售

注: 截至 2023 年 10 月 30 日收盘价。

资料来源: Bloomberg、浦银国际。

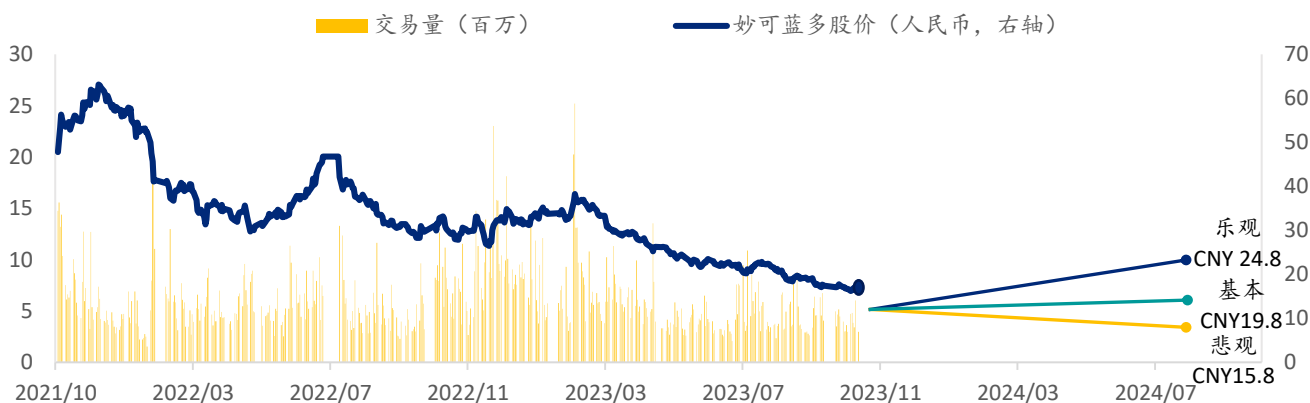
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6: 妙可蓝多 (600882.CH) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 妙可蓝多 (600882.CH) 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: 24.8 元

概率: 25%

- 2024 年公司奶酪销量同比提升 25%;
- 公司 2024 年毛利率水平同比提升 420bps;
- 销售费用率 2024 年同比持平。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 15.8 元

概率: 20%

- 2024 年公司奶酪销量同比持平;
- 2024 年公司毛利率水平同比提升 300bps;
- 销售费用率 2024 年同比提升 60bps。

资料来源: 浦银国际

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,日后可作修改而不另通知,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(巨星传奇 6683.HK)在过去 12 个月内有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

