



妙可蓝多(600882)

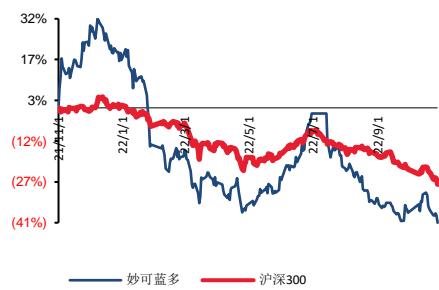
目标价：35

昨收盘：27.96

食品饮料 饮料乳品

## 妙可蓝多：疫情扰动业绩承压，期待奶酪业务重回高增

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	516/409
总市值/流通(百万元)	14,432/11,444
12个月最高/最低(元)	63.13/27.96

### 相关研究报告：

妙可蓝多(600882)《妙可蓝多：家庭餐桌高速增长，疫情扰动利润承压》--2022/08/19

### 事件：

公司发布2022年三季报，2022前三季度营业收入38.3亿元(+21.8%)，归母净利润1.4亿元(+0.2%)，扣非归母净利润0.9亿元(-38.1%)。2022Q3营业收入12.4亿元(+14.7%)，归母净利润0.1亿元(-63.0%)，扣非归母净利润-0.3亿元(-186.2%)。

### 点评：

#### 收入分析：疫情多地散发下奶酪业务增速放缓

22前三季度，公司实现营收38.3亿元，同比+21.8%（Q1：+35.2%，Q2：+17.2%，Q3：+14.7%），疫情影响下收入增速放缓。

- 1) 分业务：2022Q3，奶酪收入9.2亿(+20.7%)，疫情影响下部分线下消费场景消失，令即食营养系列增速下降，但家庭餐桌及餐饮工业系列实现同比翻倍增长。液态奶收入0.9亿(-13.8%)，贸易收入2.2亿(+6.3%)；
- 2) 分地区：2022Q3，北区、中区、南区收入增速+9.9%/+15.8%/+21.7%；
- 3) 经销商：公司Q3新增经销商857家，由于主动优化经销商结构、增加大商比例，经销商数量减少1194家，期末经销商数量达5101家(+20.7%)。

#### 盈利分析：产品结构变化及原材料成本上涨令盈利承压

2022Q3，公司毛利率为30.3%(-3.8pct)，毛利率的下降主要是：1) Q3高毛利产品增速放缓，产品结构变化；2) 原辅材料价格上涨。期间，公司销售费用率24.5%(+0.1pct)，管理费用率6.5%(-1.2pct)，研发费用率1.2%(+0.2pct)，财务费用率0.7%(+2.5pct，主要为结构性存款收益和远期购汇收益同比大幅增加所致)。综上，公司归母净利率0.9%(-2.0pct)，扣非归母净利率-2.2%(-5.2pct)。

#### 22年展望：全年60亿元收入目标颇具挑战

- 1) 收入端：公司9-10月加大常温奶酪棒的铺货，预计将促进Q4即食营养系列收入增长。同时，公司下半年针对奶酪片、马苏里拉等新品投放东方卫视、分众等媒体，我们预计这将促进家庭餐桌及餐饮工业系列收入保持高增。截至22年前三季度，公司营收实现38.3亿元，

我们认为全年 60 亿收入股权激励目标颇具挑战。**2) 利润端：**我们认为随着高毛利即食营养系列产品收入增速提升，产品结构将得到优化，Q4 公司毛利率环比或有提升。

**长期展望：**赛道发展空间大，公司行业市占率第一，未来有望高速增长。赛道来看，奶酪为乳制品行业中高景气度赛道，我国人均奶酪消费量有较大提升空间，零售端零食及家庭奶酪发展空间巨大，大单品有待培育，同时市场参与者不断增加，有望共同加强奶酪品类的消费者教育。公司能力来看，公司在奶酪市场市占率稳居行业第一，产品矩阵完善并持续推新、渠道全方位布局、品牌深入人心，未来将继续扩大领先优势，引领奶酪行业的发展。生命周期来看，中国奶酪行业发展尚属早期，公司目前亦处于成长前期，随着市场培育以及消费者教育不断增强，公司核心高毛利的奶酪业务将取得高速增长，带动公司盈利能力不断提升。

**盈利预测与估值：**我们看好公司作为奶酪行业龙头未来的成长潜力，但由于疫情影响下公司奶酪业务增速下滑，短期内该影响因素仍存，所以我们下调公司的盈利预测，预计公司 2022-2024 年收入增速分别为 21%（调整前 35%）、40%（调整前 34%）、30%（调整前 33%），归母净利润增速分别为 59%（调整前 96%）、85%（调整前 95%）、66%（调整前 67%），EPS 分别为 0.47、0.88、1.46 元/股，按照 2023 年业绩给予 40X 估值，一年目标价 35 元，维持公司“增持”评级。

**风险提示：**疫情反复风险、原材料价格波动、市场竞争加剧、运营管理风险。

#### ■ 主要财务指标

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4478	5405	7567	9871
增长率 (%)	57%	21%	40%	30%
净利润(百万元)	154	245	454	754
增长率 (%)	161%	59%	85%	66%
摊薄每股收益(元)	0.30	0.47	0.88	1.46
P/E	93	59	32	19

资料来源：Wind, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩贊阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafzl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES



### 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

### 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。