

MDLZ.O 亿滋国际(MONDELEZ INTL)

美股

审慎增持（首次）

全球领先的零食“巨无霸”

2022年12月21日

市场数据

日期	2022.12.20
收盘价(美元)	65.85
总股本(亿股)	13.66
总市值(亿美元)	899
净资产(亿美元)	266.7
总资产(亿美元)	680.4
每股净资产(美元)	19.5

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

主要财务指标

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿美元)	287.2	306.2	315.6	326.7
营业成本(亿美元)	174.7	188.2	193.0	199.0
毛利润(亿美元)	112.5	118.0	122.6	127.7
毛利率	39.2%	38.5%	38.8%	39.1%
归母净利润(亿美元)	43.0	41.9	47.1	49.9
归母净利率	15.0%	13.7%	14.9%	15.3%
EPS(美元)	3.04	3.01	3.40	3.63

数据来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理及预测

相关报告

分析师:

张博

zhangboyjs@xyzq.com.cn

SFC:BMM189

SAC: S0190519060002

联系人:

张悦

zhangyue20@xyzq.com.cn

SAC: S0190522080006

请注意: 张悦并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

投资要点

- **亿滋国际是全球领先的零食企业。**公司主营饼干、巧克力、糖果等业务, 通过并购等方式逐步拥有奥利奥、焙朗、吉百利、妙卡、炫迈等知名品牌。各品类产品矩阵丰富, 满足消费者不同需求, 并覆盖不同价格带。公司在全球饼干、巧克力、糖果&口香糖市场份额均排名前二。
- **2022Q3 收入稳健增长, 毛利率受到原材料成本上涨的影响:** 2021 年亿滋国际营收为 287.2 亿美元, 净利润 43.1 亿美元。2022Q3, 公司营收同比增长 12.1% 至 77.63 亿美元, 其中, 价格增长贡献了 11.4%, 销量增长贡献了 0.7%。公司为应对持续上涨的成本压力, 在欧洲等市场上调产品价格, 但公司毛利率仍略有下降, 2022Q3 公司毛利率为 33.7%, 较 2021Q3 下降 5.6 pcts, 较上一季度下降 2.6 pcts。2022Q3 公司净利率为 6.9%, 较 2021Q3 下降 10.7 pcts, 较上一季度下降 3.4 pcts。排除外汇、收购等因素的影响, Non-GAAP 净利率为 13.1%, 较 2021Q3 下降 0.8 pct, 较上一季度增长 0.4 pct。
- **糖果和口香糖营收保持较高增速:** 2022Q3, 饼干品类收入增长 11.5%, 奥利奥、趣多多、Ritz、Triscuit 和 Club Social 等品牌都实现了显著增长; 巧克力收入增长超过 9%, 吉百利牛奶、三角巧克力、Lacta 和 Bis 收入增速达到双位数; 糖果和口香糖收入增速超过 22%。饼干、巧克力、糖果&口香糖品类收入占总收入的比例分别为 51%、29% 和 11%, 合计占 91%, 同比增长 0.9 pct。
- **新兴市场营收增速较快:** 2022Q3, 新兴市场收入增长 24.4%, 其中销量贡献 8.0 pcts; 发达市场增长 5.2%。北美以外的市场收入占比达到 67.8%, 较上一季度下降 1.4 pcts。
- **投资建议:** 我们预计公司 2022/2023/2024 年营收为 306.2/315.6/326.7 亿美元, 归母净利润为 41.9/47.1/49.9 亿美元。首次覆盖给予“审慎增持”评级, 目标价为 75.3 美元, 对应 2022 年 25 倍 PE, 对应 2023 年 22 倍 PE, 建议投资者关注。

风险提示: 食品安全问题; 超预期激烈的市场竞争; 原材料成本超预期。

报告正文

亿滋国际是全球领先的零食企业。公司主营饼干、巧克力、糖果等业务，通过并购等方式逐步拥有奥利奥、培朗、吉百利、妙卡、炫迈等知名品牌。各品类产品矩阵丰富，满足消费者不同需求，并覆盖不同价格带。公司在全球饼干、巧克力、糖果&口香糖市场份额均排名前二。

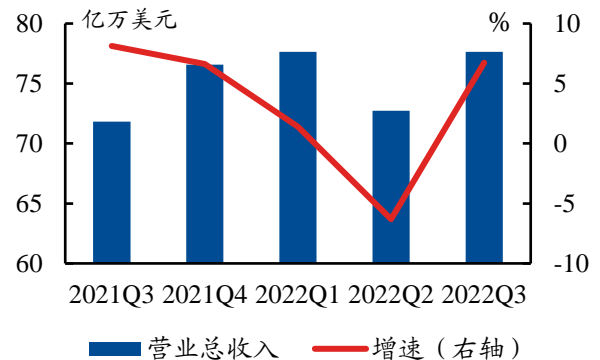
2022Q3 收入稳健增长，毛利率同比略升：2021 年亿滋国际营收为 287.2 亿美元，净利润 43.1 亿美元。2022Q3，公司营收同比增长 12.1%至 77.63 亿美元，其中，价格增长贡献了 11.4%，销量增长贡献了 0.7%。公司为应对持续上涨的成本压力，在欧洲等市场上调产品价格，但公司毛利率仍略有下降，2022Q3 公司毛利率为 33.7%，较 2021Q3 下降 5.6 pcts，较上一季度下降 2.6 pcts。2022Q3 公司净利率为 6.9%，较 2021Q3 下降 10.7 pcts，较上一季度下降 3.4 pcts。排除外汇、收购等因素的影响，Non-GAAP 净利率为 13.1%，较 2021Q3 下降 0.8 pct，较上一季度增长 0.4 pct。

图 1、亿滋国际拥有的部分品牌



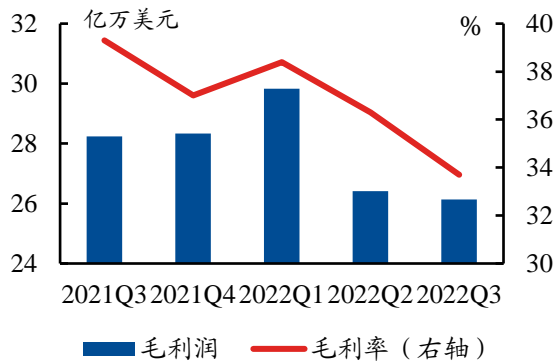
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、公司营业收入及增速



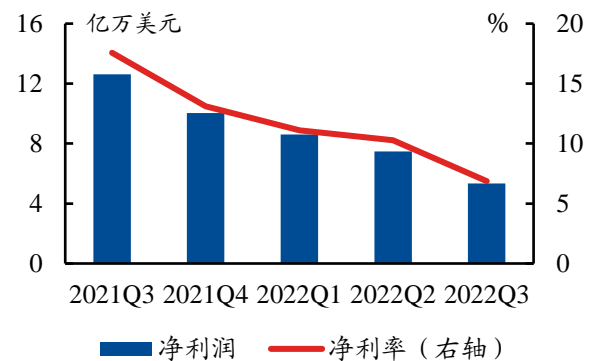
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、公司毛利润及毛利率



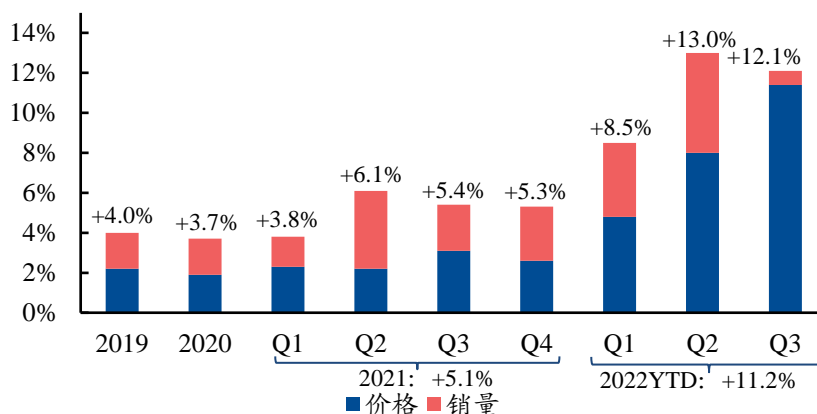
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、公司净利润及净利率



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、收入增长驱动量价拆分



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

糖果和口香糖营收保持较高增速：2022Q3，饼干品类收入增长 11.5%，奥利奥、趣多多、Ritz、Triscuit 和 Club Social 等品牌都实现了显著增长；巧克力收入增长超过 9%，吉百利牛奶、三角巧克力、Lacta 和 Bis 收入增速达到双位数；糖果和口香糖收入增速超过 22%。饼干、巧克力、糖果&口香糖品类收入占总收入的比例分别为 51%、29%和 11%，合计占 91%，同比增长 0.9 pct。

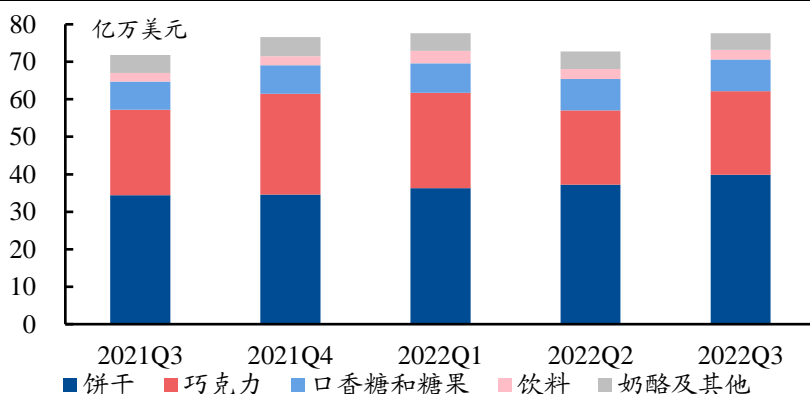
国际市场收入占比高，新兴市场营收增速较快：2022Q3，新兴市场收入增长 24.4%，其中销量贡献 8.0 pcts；发达市场增长 5.2%。北美以外市场的收入占比达到 67.8%，较上一季度下降 1.4 pcts，同比下降 3.1pcts。

表 1、亿滋国际收购史

年份	事件
2000 年	收购纳贝斯克，包括奥利奥、趣多多和乐之等品牌，使饼干成为营收占比 15% 的新业务，全球市占率提升至 13%。
2007 年	收购达能旗下饼干业务，包括达能、王子、闲趣、优冠等品牌，饼干业务规模扩大 70%，饼干占营收比重提升至 22%。
2010 年	收购吉百利，包括怡口莲、荷氏、炫迈等，糖果业务规模扩大 88%，全球市占率提升至 13.5%。
2015 年	收购健康食品公司 Enjoy Life Foods，获得高端曲奇品牌。
2018 年	收购 Tate's Bake Shop，继续扩大饼干业务。
2019 年	收购能量棒品牌 Perfect Snacks，敲开冷藏零食市场大门。
2021 年	收购烘焙品牌 Give & Go、巧克力品牌 Hu、蛋白棒品牌 Grenade 和澳大利亚饼干公司 Gourmet Food，实现营收增长 8pcts。
2022 年	收购 Chipita

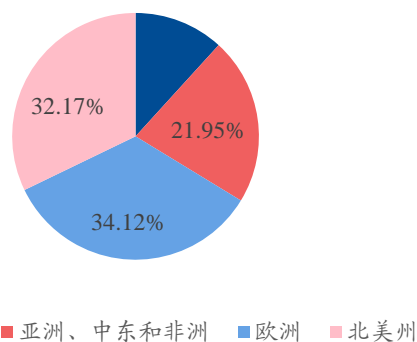
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、公司分部收入



资料来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、2022Q3 公司分地区收入



资料来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资建议: 我们预计公司 2022/2023/2024 年营收为 306.2/315.6/326.7 亿美元, 归母净利润为 41.9/47.1/49.9 亿美元。首次覆盖给予“审慎增持”评级, 目标价为 75.3 美元, 对应 2022 年 25 倍 PE, 对应 2023 年 22 倍 PE, 建议投资者关注。

● **风险提示:**

- 1)、产品安全问题;
- 2)、超预期激烈的市场竞争;
- 3)、原材料成本超预期。

附表

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	10342	7218	7703	11377
现金	3546	1192	1378	672
应收账款	3188	3477	3693	5445
存货	2708	1712	1796	4423
其他流动资产	900	837	837	837
非流动资产	56750	57434	57503	57580
机器设备厂房	8658	7979	8183	8395
商誉和无形资产	40269	42329	42194	42059
权益法投资	5289	4498	4498	4498
其他非流动资产	1525	1550	1550	1550
资产合计	67092	64651	65206	68957
流动负债	14008	11754	13152	14739
应付和应计负债	9649	8616	9114	9801
非流动负债	24761	24916	23272	24428
长期借款	17550	17826	16326	17626
负债合计	38769	36670	36424	39167
实收资本	32097	32116	32116	32116
留存收益	30806	32469	35070	37729
负债及权益合计	67092	64651	65206	68957

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流量	4141	4523	5707	2107
投资活动现金流量	-26	-2789	-1010	-1029
融资活动现金流量	-4069	-3927	-4511	-1784
现金净变动	-97	-2361	185	-706
现金的期初余额	3650	3553	1192	1378
现金的期末余额	3553	1192	1378	672

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	28720	30624	31561	32671
营业成本	17466	18823	19304	19902
毛利润	11254	11801	12257	12770
营业费用	6476	6846	7005	7245
营业利润	4653	4298	4880	5145
税前利润	4369	4163	4722	4974
所得税	1190	916	1039	1094
归母净利润	4300	4193	4712	4992
EPS (美元)	3.04	3.01	3.40	3.63

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	8.0%	6.6%	3.1%	3.5%
归母净利润增长率	16.0%	-2.5%	12.4%	5.9%
盈利能力				
毛利率	39.2%	38.5%	38.8%	39.1%
归母净利润率	15.0%	13.7%	14.9%	15.3%
偿债能力				
资产负债率	57.8%	56.7%	55.9%	56.8%
流动比率	0.7	0.6	0.6	0.8
运营能力(次)				
资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
估值比率(倍)				
PE	21.6	21.9	19.3	18.2
PB	5.6	4.6	4.2	3.7

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及其有关联公司在过去十二个月内与华立大学集团有限公司、旷世控股有限公司、宁波旷世智源工艺设计股份有限公司、尚晋（国际）控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、建发物业发展集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、涪博医疗控股有限公司、郑州航空港兴港投资集团有限公司、和誉开曼有限责任公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、河南铁路投资有限责任公司、青岛开发区投资建设集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、环龙控股有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、交运燃气有限公司、镇江国有投资控股集团集团有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、绍兴市城市建设投资集团有限公司、东台市交通投资建设集团有限公司、江苏皋开投资发展集团有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、珠海华发实业股份有限公司、泰兴市智光环保科技有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、淮安市投资控股集团集团有限公司、周口市城建投资发展有限公司、丹阳投资集团有限公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、青岛胶州湾发展集团有限公司、绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司、兴业银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、珠海华发集团有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司、中原证券股份有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、湖州吴兴经开建设投资发展集团有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司、临沂投资发展集团有限公司、江苏腾海投资控股集团集团有限公司、集友银行有限公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、南京未来科技城经济发展有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司、泰兴市襟江投资有限公司、南洋商业银行有限公司、中国长城资产（国际）控股有限公司、China Great Wall International Holdings VI Limited.、岳阳市城市建设投资集团有限公司、浙江长兴金融控股集团集团有限公司、兰溪市交通建设投资集团有限公司、重庆市南岸区城市建设发展（集团）有限公司、淮安市交通控股集团集团有限公司、四海国际投资有限公司、无锡恒廷实业有限公司、重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、长沙金霞新城城市发展有限公司、太原国有投资集团有限公司、山东高速集团有限公司、Coastal Emerald Limited、新奥能源控股有限公司、新奥天然气股份有限公司、湖州燃气股份有限公司、溧源国际有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、临沂城市发展国际有限公司、临沂城市发展集团有限公司、成都经开产业投资集团有限公司、青岛城市建设投资（集团）有限责任公司、香港国际（青岛）有限公司、西安市灞桥投资控股集团集团有限公司、山东仙境控股有限公司、蓬莱阁（烟台市蓬莱区）旅游有限责任公司、宁波市海曙开发建设投资集团有限公司、恒源国际发展有限公司、济南高新控股集团集团有限公司、绍兴市柯桥区建设集团集团有限公司、江苏句容投资集团有限公司、广州产业投资基金管理有限公司、Higher Key Management Limited、镇江交通产业集团有限公司、天津滨海新区建设投资集团有限公司、北海投资(BVI)有限公司、漳州圆山发展有限公司、山海（香港）国际投资有限公司、连云港港口集团、厦门象屿集团有限公司、香港象屿投资有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、邵东市城市发展集团有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、郑州城建集团投资有限公司、镇江文化旅游产业集团有限责任公司、晋城市国有资本投资运营有限公司、郑州地产集团有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任公司、江苏中关村控股集团（国际）有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团集团有限公司、百德医疗投资控股有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、政金金融国际（BVI）有限公司、润歌互动有限公司、东方资本有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、铜陵市国有资本运营控股集团集团有限公司、历城国际发展有限公司、济南历城控股集团集团有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、多想云控股有限公司、嵊州市交通投资发展集团有限公司、长沙先导投资控股集团集团有限公司、新昌县交通投资集团有限公司、龙口市城乡建设投资发展有限公司、XL (BVI) INTERNATIONAL DEVELOPMENT LIMITED、杭州上城区国有资本运营集团有限公司、Zhejiang Kunpeng (BVI) Company Limited、CICC Hong Kong Finance 2016 MTN Limited、中国国际金融（国际）有限公司、中国国际金融股份有限公司、上饶投资控股国际有限公司、上饶投资控股集团集团有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、中原资产管理有限公司、国晶资本 bvi 有限公司、中国国新控股有限责任公司、国贸控股（香港）投资有限公司、厦门国贸控股集团集团有限公司、东台市国有资产经营集团有限公司、德阳发展控股集团集团有限公司、交银租赁管理香港有限公司、交银金融租赁有限责任公司、台州市黄岩经济开发集团

有限公司、澳门国际银行股份有限公司、成都陆港枢纽投资发展集团有限公司、泰兴市中兴国有资产经营投资有限公司、平度市城市开发集团有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元
邮编：200135	邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn
深圳	香港（兴证国际）
地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼	地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035	传真：（852）35095929
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：ir@xyzq.com.hk