



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2023-03-23

公司点评报告

买入/维持

妙可蓝多(600882)

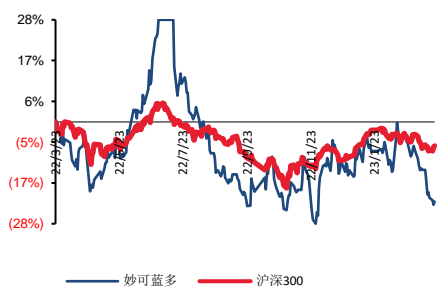
目标价: 37

昨收盘: 29.99

食品饮料 饮料乳品

妙可蓝多：疫情影响业绩承压，盈利有望逐步修复

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	516/512
总市值/流通(百万元)	15,466/15,356
12个月最高/最低(元)	46.80/26.50

相关研究报告：

妙可蓝多(600882)《妙可蓝多：购买资产或以其他方式进行，经营依旧稳健》--2023/01/16

妙可蓝多(600882)《妙可蓝多：奶酪行业龙头，未来成长可期》--2022/12/02

妙可蓝多(600882)《妙可蓝多：低温弹性大，常温渠道广，成长空间可期》--2022/11/29

证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

研究助理：况英

电话：021-58502206

E-MAIL: kuangying@tpyzq.com

事件：

公司发布 2022 年年报，2022 年营业收入 48.3 亿元 (+7.84%)，归母净利润 1.35 亿元 (-12.32%)，扣非归母净利润 0.67 亿元 (-45.15%)。2022Q4 营业收入 10.00 亿元 (-25.01%)，归母净利润-0.08 亿元 (-174.56%)，扣非归母净利润-0.21 亿元 (+2.59%)，业绩不及预期。

点评：

收入分析：奶酪市占率依旧领先，疫情下餐桌系列高增。

2022 年公司实现营收 48.3 亿元，同比+7.84% (Q1: +35.24%; Q2: +17.17%; Q3: +14.68%; Q4: -25.01%)，Q4 受疫情影响较大，但全年仍实现个位数增长。

- 1) 分业务：**2022 年，公司奶酪业务占比不断提升，同时规模持续扩大，根据凯度的数据，截至 22 年年底，公司奶酪市占率超 35%，奶酪棒超 40%。奶酪收入 38.69 亿 (+16.0%)，占收入 80.11% (+5.64pct)，液态奶收入 3.49 亿 (-18.9%)，贸易收入 6.00 亿 (-14.8%)；22Q4，奶酪收入 9.10 亿，同比-13.6%，液态奶业务收入同比-31.7%至 0.76 亿，贸易业务受疫情影响最大，收入 0.12 亿 (-92.6%)；
- 2) 核心奶酪业务板块：**2022 年，即食营养系列、家庭餐桌系列和餐饮工业系列奶酪产品分别实现收入 25.00、5.44、8.25 亿元，同比-0.55%、54.73%、75.60%，即食营养系列受商超人流下滑影响明显，家庭餐桌和餐饮工业高速增长，其中奶酪片增长得益于宣传推广加强了消费者教育，餐饮工业凭借供应链优势，把握对国外品牌的进口替代，实现明显增长。
- 3) 经销商：**截至 2022Q4 末经销商数量环比增加 117 家至 5218 家，经销商数量逆势增加，经销商活跃度逐步提升。

盈利分析：受疫情、原辅材料成本上涨、物流费用增加影响，22 年毛利率下降 4.04pct。

2022 年，公司毛利率为 34.09% (-4.04pct)，奶酪毛利率为 40.73% (-7.78pct)，其中即食营养系列受原材料涨价、物流影响较大，导致产品毛利率-4.21pct，家庭餐桌系列由于推出高毛利率奶酪片和原材料上涨对冲，毛利率仅-1.44pct，餐饮工业系列由于受原材料价格影响更直接，毛利率-7.89pct。期间费用方面，2022 年，公司销售

执业资格证书编码：S1190122080015

费用率 25.24% (-0.63pct)，管理费用率 5.04% (-2.63pct)，研发费用率 1.06% (+0.16pct)，财务费用率 -0.42% (+0.27pct)，费用控制得当。综上，期内公司归母净利率 2.80% (-0.65pct)，扣非归母净利率 1.39% (-1.33pct)。

2022Q4，公司毛利率为 33.27% (-5.90pct)，毛利率下降主要受原材料成本大幅上涨影响（原材料价格在 22 年 9-12 月高位震荡）。销售费用率 30.99% (+1.64pct)，管理费用率 -0.51% (-8.79pct)，研发费用率 2.06% (+1.22pct)，财务费用率 0.08% (+1.21pct)。综上，公司归母净利率 -0.83% (-1.66pct)，扣非归母净利率 -2.15% (-0.58pct)。

23 年展望：奶酪业务稳步扩大，费用率下降下盈利能力有望提升。

1) 收入端：公司将继续深耕奶酪市场，市占率稳居行业第一的同时进一步扩大领先优势。即食营养系列中，低温奶酪收入有望回升至 21 年水平，常温奶酪有望依托渠道扩张实现高速增长，23 年渠道覆盖数量有望达 100 万。同时，新品如有机奶酪棒、慕斯杯、妙同学等产品有望实现场景、人群破圈，推动收入高增。餐桌系列 23 年有望延续 22 年的高增态势，2C 加强消费者教育提升渗透率，2B 有望借助大股东资源开拓新客户，同时已有客户不断提升供应等级。**2) 成本端：**毛利率方面，主要影响因素为原材料价格和产品结构变化，预计毛利率 23Q1 环比 22Q4 改善，整体上预计 23 年毛利率环比有提升。费用投放方面，23 年费效比持续优化，费用投放绝对额与 22 年相近。**3) 利润端：**受益于规模持续增长下费率下降，以及产品结构升级，预计 23 年公司盈利能力有所提升。

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景气度赛道，人均奶酪消费量有较大提升空间，赛道未来发展空间大。**公司能力来看，**公司在奶酪行业市占率稳居行业第一，且市占率呈现不断提升的趋势。公司不断丰富奶酪产品线，未来计划在再制奶酪的基础上研发生产原制奶酪加强研发优势，目标人群上从学龄儿童向全年龄段人群覆盖，实现人群破圈，核心大单品奶酪棒有潜力增长至 100 亿规模，奶酪片、马苏已经具备大单品潜质，潜在规模 5-10 亿元，看好公司各方面的竞争优势，预计公司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：预计 23 年公司即食营养系列恢复快速增长，叠加餐桌系列高增，公司奶酪业务占有率将进一步提升。我们预计公司 2023-2025 年收入增速为分别为 36%、28%、21%，归母净利润增速分别为 140%、67%、43%，EPS 分别为 0.63、1.06、1.51 元/股，按照 2024 年业绩给予 35X 估值，一年目标价 37 元，维持公司“买入”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

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4830	6562	8425	10225
增长率(%)	8%	36%	28%	21%
净利润(百万元)	135	325	544	778
增长率(%)	-12%	140%	67%	43%
摊薄每股收益(元)	0.26	0.63	1.06	1.51
P/E	114	48	28	20

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	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@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
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@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
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com



研究院

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经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

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。