

# 一季度业绩承压，场景及消费力回升有望恢复增长

## 核心观点

2023年以来，商超等消费渠道客流还处于持续回升的过程，消费者的消费力也有待恢复。一季度公司产品销售仍面临较大压力，实现营收10.23亿元，同比下滑20.47%。在销量降低以及成本等因素影响下，公司毛利率水平承压明显，而费用投放有所收缩。一季度归母净利率同比降低3.35 pcts至2.37%，扣非归母净利率同比降低4.77 pcts至0.57%。

公司作为国内奶酪第一品牌，凭借产品、渠道、品牌方面的核心竞争力，近年来市场份额持续提升。公司推进“场景破圈”、“人群破圈”，2023年看好常温奶酪棒终端数量增长，以及餐饮奶酪的B端大客户开拓及供应占比提升。同时，蒙牛奶酪等业务年内也将注入公司，带来规模提升。

## 事件

4月25日，公司发布2023年一季报：实现营收10.23亿元，同比下滑20.47%；实现归母净利润0.24亿元，同比下滑67.08%；扣非净利润0.06亿元，同比下滑91.47%。

## 简评

### 一季度销售承压，消费力仍有待恢复

2023年以来，商超等消费渠道客流还处于持续回升的过程，消费者的消费力也有待恢复。一季度公司产品销售仍面临较大压力，实现营收10.23亿元，同比下滑20.47%。

分板块看，一季度公司奶酪、液态奶、贸易业务分别实现营收8.11、1.28、0.81亿元，同比-22.15%、44.83%、-46.80%。主业奶酪业务消费仍有待恢复。

分渠道看，公司一季度的奶酪及液态奶业务，在经销、直营渠道分别实现营收7.62、1.30亿元，同比-17.64%、-36.44%。直销渠道销售下滑相对更大。

分区域看，北区、中区、南区一季度公司分别实现营收4.41、3.41、2.39亿元，同比-30.71%、-8.51%、-12.98%。北区市场受影响相对严重。

### 毛利率承压明显，费用水平收缩

在销量降低以及成本等因素影响下，公司毛利率水平承压明显。

## 妙可蓝多(600882.SH)

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

SAC 编号:S1440518060003

SFC 编号:BOT242

营成广

jianchengguang@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521020003

SFC 编号:BPB626

发布日期：2023年04月25日

当前股价：26.08元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现(%)

1个月	3个月	12个月
-11.89/-11.87	-22.70/-22.70	-20.99/-26.76
12月最高/最低价(元)		46.80/26.08
总股本(万股)		51,569.01
流通A股(万股)		51,205.36
总市值(亿元)		134.49
流通市值(亿元)		133.54
近3月日均成交量(万)		707.13
主要股东		
内蒙古蒙牛乳业(集团)股份有限公司		35.03%

### 股价表现



### 相关研究报告

- 2023-03-23 【中信建投饮料乳品】妙可蓝多(600882):市场份额稳步提升,家庭、餐饮奶酪快速增长
- 2022-10-30 【中信建投食品饮料】妙可蓝多(600882):疫情压制奶酪增速,携手蒙牛

一季度毛利率为 32.69%，同比降低 6.13pcts。后续随干酪等原材料价格下行，有望对公司毛利率水平起到正向影响。

费用投放有所收缩，一季度公司销售费用金额同比下滑 22.27%至 2.48 亿元，销售费用率同比降低 0.56pcts 至 24.25%。管理费用方面，一季度费用率为 5.72%，同比降低 1.00pcts，费用控制明显。但在毛利率明显下滑的情况下，公司一季度归母净利率同比降低 3.35 pcts 至 2.37%，扣非归母净利率同比降低 4.77pcts 至 0.57%。

### 稳居奶酪市占率第一，看好常温奶酪棒及餐饮奶酪增长

公司作为国内奶酪第一品牌，凭借产品、渠道、品牌方面的核心竞争力，近年来市场份额持续提升。根据凯度数据，2022 年中国奶酪品牌销售额中妙可蓝多占有率超过 35%，奶酪棒占有率超过 40%，公司稳居行业第一并持续扩大领先优势，且行业集中度也在不断提升。

公司不断推出新品，进行产品的破圈发展。在业内率先推出技术含量较高的常温奶酪棒，实现“场景破圈”，拓展了奶酪棒销售场景。2023 年常温奶酪收入有望随着铺货网点数提升而增长。公司也在丰富奶酪品类，常温产品每日吸奶酪、妙同学常温奶酪棒实现“人群破圈”。家庭餐桌奶酪方面开启营养早餐工程，主打奶酪“早餐”应用场景，持续进行创新升级。2022 年公司餐饮奶酪实现较高增长，2023 年有望在 B 端餐饮工业持续开拓大客户并提升在客户供给体系内的比重，C 端家庭餐桌则通过加强消费者教育实现持续增长，维持板块较高水平的收入增速。

蒙牛乳业于 2021 年 4 月出具《关于进一步避免同业竞争的承诺函》，将以妙可蓝多作为奶酪业务运营平台，2 年内将奶酪及相关原材料（即黄油、植物油脂、奶油及奶油芝士）贸易在内的奶酪业务注入。预计 2023 年内完成，对公司收入规模带来正向影响。

**盈利预测：**预计 2023-2025 年公司实现收入 64.37、80.20、96.87 亿元，实现归母净利润 3.15、5.24、6.93 亿元，对应 EPS 为 0.61、1.02、1.34 元，对应 23-25 年 PE 为 43X、26X、19X，维持“买入”评级。

### 风险提示：

- 1、产能投放低于预期：公司持续推动产能布局与建设，产能的释放将助力公司产品销售迅速提升，若产能建设因各类因素无法按期投产，公司业绩或不及预期。
- 2、奶酪行业竞争加剧风险：随着奶酪行业的迅速发展，包括大型乳企在内的入局者不断涌入，市场竞争的加剧或将对公司市场占有率的提升产生阻碍，影响公司产品销售增长。
- 3、销售费用率上行风险：市场竞争等因素若造成公司销售策略的变化，将使得公司的费用投入增长，对公司盈利水平产生影响。

### 重要财务指标

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,478.31	4,829.54	6,437.03	8,019.57	9,686.70
YOY(%)	57.31	7.84	33.28	24.58	20.79
净利润(百万元)	154.43	135.40	315.06	524.32	692.66
YOY(%)	160.60	-12.32	132.68	66.42	32.11
EPS(摊薄/元)	0.30	0.26	0.61	1.02	1.34
P/E(倍)	87.09	99.33	42.69	25.65	19.42

资料来源：Wind，中信建投证券

## 分析师介绍

### 安雅泽

食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020 年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

### 菅成广

华东政法大学法学硕士，2021 年 2 月加入中信建投食品饮料团队，曾就职于国泰君安证券、光大证券，财务分析能力较强，拥有多领域研究经验。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
 座 12 层  
 电话：(8610) 8513-0588  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南  
 塔 2103 室  
 电话：(8621) 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交  
 汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：(86755) 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：(852) 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk