

2019年07月25日

妙可蓝多 (600882.SH)

加速渠道下沉与品牌建设, 引爆儿童奶酪零售市场

■**奶酪位于乳业消费金字塔的顶端, 国内消费基础已具备。**奶酪营养附加值高, 位于乳品营养价值链顶端, 也位于乳品消费金字塔顶端。国内乳制品消费总量已高, 高端白奶和酸奶消费成熟, 结构升级成为乳品发展主旋律, 奶酪消费前景看好。目前奶酪消费在餐饮端已经稳步渗透, 零售端产品形态日趋丰富, 随着儿童奶酪的培育, 渠道下沉加快, 奶酪整体消费有加快态势。

■**公司奶酪业务先发优势明显。**公司 2017 年开始拓展零售渠道, 儿童奶酪成先锋, 2018 年儿童奶酪产能逐步加快建设和投产, 加大招商和渠道下沉, 2019 年营销投入加码, 率先投放央视和分众媒体资源。公司目前通过领先的线上布局、超前产能建设、全面的渠道下沉和强媒体投入抢先消费者心智占有, 多维度构筑起先发优势。

■**我们认为公司产品渠道品牌建设三管齐下, 品类成长期持续受益。**

1) **产品端**, 公司于 2018 年上半年切入儿童奶酪市场, 推出针对零售渠道的奶酪棒产品, 2018 年全年实现收入约 1 亿元。草根调研显示, 目前奶酪棒市场竞品不到 10 种, 促销力度较小, 妙可蓝多奶酪棒联合热门 IP 汪汪队实现产品差异化与高品牌认知度。2) **渠道端**, 公司 18 年开始推进全国化, 截至 18 年底进入 5 万个终端, 目前公司部分下线城市市场动销情况较好, 19 年公司计划进入 10 万个终端, 我们认为国产品牌渠道下沉能力强于国外品牌, 公司将持续占领奶酪市场。3) **品牌建设端**, 公司致力于成为国民奶酪品牌, 2019 年 2 月起开始聚焦央视、分众传媒投入针对性营销广告, 持续进行品牌建设。4) **产能储备方面**, 经测算, 公司规划奶酪产能合计达 10 万吨, 相较于目前的 3 万吨明显提升, 公司目前处于产能爬坡期, 随着产能逐步释放, 产品毛利率也有望上行。

■**高附加值蓝海, 竞争尚不激烈。** 1) 由于附加值高、技术壁垒高、生产可调节性大, 奶酪一定程度上独立于产业链; 2) 从海外经验来看, 大部分海外奶酪龙头均为以奶酪/黄油业务起家, 液奶企业并无明显的优势; 3) 源于奶酪行业的高进入壁垒以及其在乳制品产业链中较高的定位, 我国奶酪行业陷入大规模价格战的可能性较小; 4) 我国奶酪市场处于导入期, 企业更多承担培育消费者的作用, 共同把市场做大, 实现竞合发展。

■**投资建议:**我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.031 元/股、0.286 元/股、0.649 元/股, 2019-2020 年仍为公司市场开发阶段, 费用投放较多, 2021 年后市场开拓效果将逐步显现, 公司整体净利率提升, 我们采用 PS 估值与 DCF 估值, 合理价值 14.59 元/股, **维持买入-A 投资评级。**

■**风险提示:**巨头进入致行业竞争加剧、公司产能投放不及预期、规模效应低于预期。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	982.0	1,225.7	1,666.2	2,239.6	3,009.1
净利润	4.3	10.6	12.7	117.3	265.9
每股收益(元)	0.01	0.03	0.03	0.29	0.65
每股净资产(元)	2.87	2.97	3.29	3.48	4.18

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	1,058.6	425.7	356.9	38.6	17.0
市净率(倍)	3.8	3.7	3.4	3.2	2.6
净利润率	0.4%	0.9%	0.8%	5.2%	8.8%
净资产收益率	0.4%	0.9%	0.9%	8.2%	15.5%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-4.7%	-34.8%	3.5%	10.7%	19.1%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

乳制品

投资评级 **买入-A**

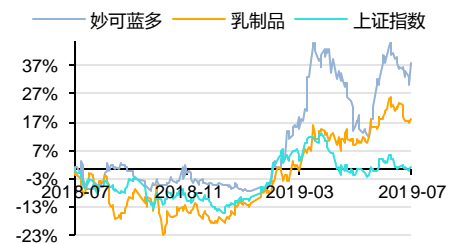
首次评级

6 个月目标价: **14.59 元**
 股价 (2019-07-25) **11.06 元**

交易数据

总市值(百万元)	4,529.28
流通市值(百万元)	4,490.43
总股本(百万股)	409.52
流通股本(百万股)	406.01
12 个月价格区间	7.45/11.73 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.29	5.44	35.96
绝对收益	-2.64	-2.81	37.05

苏斌

分析师

SAC 执业证书编号: S1450515040001
 sucheng@essence.com.cn
 021-35082778

相关报告

内容目录

1. 奶酪位于乳业消费金字塔的顶端，国内消费基础已具备	5
1.1. 奶酪简介.....	5
1.2. 奶酪是乳业消费升级的顶端.....	6
1.3. 国内奶酪消费基础已具备，消费者培育正当时.....	9
2. 公司：奶酪业务先发优势明显	12
2.1. 前身是华联矿业，转型乳制品企业.....	12
2.2. 奶酪业务进军零售端，C端增速大幅高于餐饮.....	13
2.3. 线上布局领先、产能建设超前、产品力强，构筑先发优势.....	15
3. 产品渠道品牌建设三管齐下，品类成长期持续受益	17
3.1. 切入儿童奶酪零售市场.....	17
3.2. 下线城市打开，渠道建设稳扎稳打.....	19
3.3. 高端媒体投入，持续品牌建设.....	20
3.4. 后备产能充足，未雨绸缪.....	22
4. 高附加值蓝海，竞争尚不激烈	23
5. 盈利预测与估值	26
6. 附：日本奶酪发展概览	28
7. 风险提示	32

图表目录

图 1：奶酪生产工艺概览.....	5
图 2：奶酪分类概览.....	6
图 3：奶酪位于乳业消费金字塔的最顶端.....	6
图 4：根据 USDA 数据，前十大高蛋白食物中，帕玛森奶酪蛋白质含量仅次于螺旋藻和大豆..	7
图 5：2005-2018 年美国乳制品消费结构概览.....	8
图 6：2005-2018 年澳大利亚乳制品消费结构概览.....	8
图 7：2005-2018 年英国乳制品消费结构概览.....	8
图 8：2005-2018 年日本乳制品消费结构概览.....	8
图 9：2005-2018 年韩国乳制品消费结构概览.....	8
图 10：2005-2018 年中国乳制品消费结构概览.....	8
图 11：我国目前奶酪消费以再制奶酪为主.....	9
图 12：零售渠道以儿童奶酪、零食为切入点.....	9
图 13：2018 年我国奶酪消费量为 3.84 万吨，2004-2018 年复合增速为 18.7%.....	10
图 14：我国人均奶酪消费量远低于其他国家.....	10
图 15：2018 年我国人均液态奶消费量同比增 0.7%.....	11
图 16：2018 年我国人均奶粉消费量同比下滑 12.1%.....	11
图 17：目前我国人均蛋白质摄入量逐年增加，与西方国家差距缩小.....	11
图 18：2013 年我国动物性蛋白摄入量占总体的 40.4%，显著低于西方国家及日韩.....	11
图 19：我国优质蛋白摄入占比偏低.....	11
图 20：西餐厅开店数量增加，进行消费者教育.....	11
图 21：目前我国奶酪市场由海外企业主导.....	12
图 22：公司历史沿革概览.....	12

图 23: 公司股权结构概览.....	13
图 24: 2018 年实现营业收入 12.3 亿元, 同比增 24.82%.....	14
图 25: 2018 年实现归母净利 0.11 亿元, 同比增 149%.....	14
图 26: 2018 年销售净利率为 0.87%, 同比增 0.44 个百分点.....	14
图 27: 2019Q1 奶酪收入占比超过液态奶.....	14
图 28: 淘宝网奶酪销量排名—妙可蓝多马苏里拉奶酪位列第一, 奶酪棒位列前三.....	16
图 29: 根据百度指数, 汪汪队 IP 搜索热度最高.....	19
图 30: 2018 年北区、中区、南区公司整体收入占比 59.6%、24.8%、15.6%.....	19
图 31: 2017 年北区、中区、南区公司整体收入占比 66.5%、17.1%、16.4%.....	19
图 32: 妙可蓝多在 2019 年 3 月开始搜索热度高增, 大幅高于百吉福.....	20
图 33: 妙可蓝多奶酪棒广告在中央一号晚间新闻间歇播出.....	20
图 34: 上海某小区电梯间的妙可蓝多奶酪棒广告.....	20
图 35: 妙可蓝多广在线下商超开展产品试吃等活动.....	21
图 36: 公司积极做社群推广, 联合抖音玩家带货.....	21
图 37: 2018 年妙可蓝多销售费用构成.....	21
图 38: 天津妙可奶酪生产线已基本处于满产状态.....	22
图 39: 经测算, 公司远期产能达 10 万吨 (保守假设天津妙可产能无增加).....	23
图 40: 2009-2014 年卡夫奶酪业务经营利润率高于冷冻食品及饮料, 且波动性最低.....	24
图 41: 奶酪的保质期相对较长.....	24
图 42: 美国奶酪价格增幅 VS 食品 CPI.....	25
图 43: 英国奶酪价格增幅 VS 食品 CPI.....	25
图 44: 日本奶酪价格增幅 VS 食品 CPI.....	26
图 45: 韩国奶酪价格增幅 VS 食品 CPI.....	26
图 46: 日本奶酪国内消费量在 20 世纪 60-90 年代大幅增长.....	28
图 47: 日本奶酪生产在 20 世纪 60-90 年代大幅增长.....	28
图 48: 1993 年天然奶酪消费量超过再制奶酪.....	29
图 49: 近几年日本国内天然奶酪消费量占比趋于稳定.....	29
图 50: 日本奶酪发展史.....	29
图 51: 1965 年雪印乳业开发“运动奶酪”, 引入食堂供餐.....	30
图 52: 日本粮食自给率低.....	30
图 53: 日本进口奶酪以天然奶酪为主.....	30
图 54: 1932 年雪印公司奶酪产品广告.....	31
图 55: 1934 年雪印公司奶酪产品广告.....	31
图 56: “融化芝士片”产品.....	31
图 57: “切片奶酪”产品.....	31
图 58: “奶酪糖果”产品.....	31
图 59: “醇香奶酪”产品.....	31
表 1: 奶酪的营养价值远高于其他乳制品.....	7
表 2: 2005-2018 年海外及我国乳制品消费结构比较.....	8
表 3: 公司主要产品概览.....	14
表 4: 公司目前总奶酪产能 3 万吨.....	16
表 5: 妙可蓝多奶酪棒与竞品对比.....	18
表 6: 公司子公司收入、净利润情况 (公司将销售主体进行集团归集, 子公司只作为生产主体)	

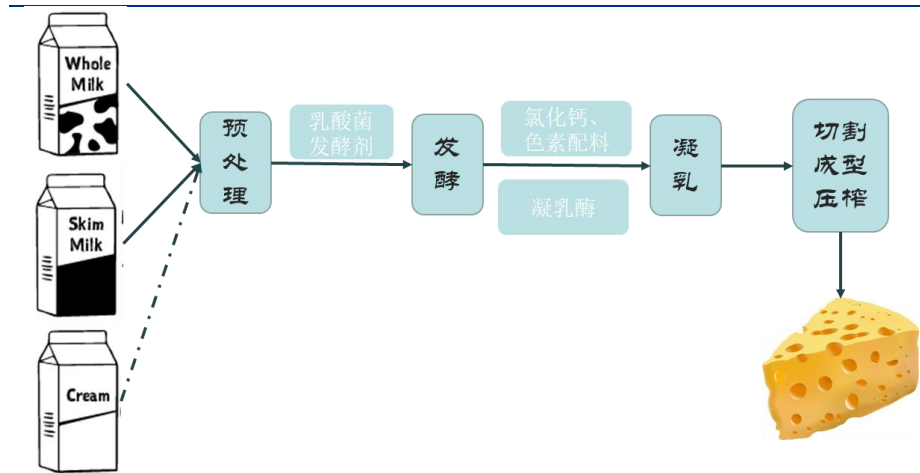
.....	22
表 7: 吉林中新项目计划总产能 4.1 万吨.....	23
表 8: 海外奶酪龙头均为以奶酪/黄油业务起家.....	24
表 9: 从全球大型乳企来看, 部分乳企奶酪业务优势并不明显.....	25
表 10: 可比公司估值表.....	27
表 11: DCF 估值法假设.....	27
表 12: 主要盈利预测与假设.....	27

1. 奶酪位于乳业消费金字塔的顶端，国内消费基础已具备

1.1. 奶酪简介

奶酪生产工艺：奶酪为成熟或未成熟的软质、半硬质、硬质或特硬质、可有涂层的乳制品，其中乳清蛋白/酪蛋白的比例不超过牛奶中相应的比例，一般情况下奶酪在凝乳酶或其他适当的凝乳剂的作用下，或通过类似的加工工艺，使乳、脱脂乳、部分脱脂乳、稀奶油、乳清稀奶油、酪乳中一种或几种原料的蛋白质凝固或部分凝固，排出凝块中的部分乳清而得到，此过程是蛋白质的浓缩过程，因此奶酪中的蛋白质含量显著高于所用原料的蛋白质含量，一般奶酪的蛋白质含量是生鲜乳的5-8倍。

图 1：奶酪生产工艺概览



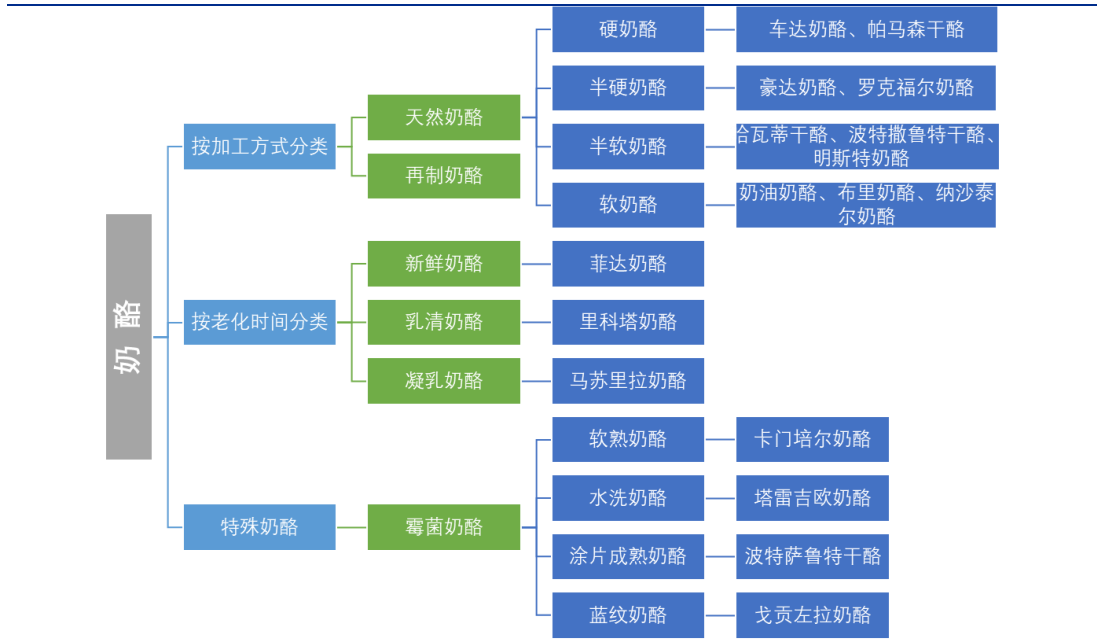
资料来源：安信证券研究中心

按照加工方式，奶酪可以分为：天然奶酪和再制奶酪，天然奶酪是用新鲜的牛羊乳直接制成，按含水量可以细分为软奶酪、半软奶酪、半硬奶酪和硬奶酪，而再制奶酪是使用两种以上的天然奶酪混合并添加乳化剂制成：

- **软奶酪：**包括奶油奶酪、布里奶酪、纳沙泰尔奶酪等，区别在于原产地、制作工艺、以及口味。
- **半软奶酪：**包括哈瓦蒂干酪、波特撒鲁特干酪、明斯特奶酪等，主产地丹麦、英国，其中哈瓦蒂干酪、波特撒鲁特干酪口味偏清淡，而明斯特奶酪有非常强烈和穿透性的气味。
- **半硬奶酪：**包括罗克福尔奶酪、豪达奶酪，其中罗克福尔奶酪由羊乳制成，具有明显的丁酸味，豪达奶酪起初口感温和，随着老化时间增长会呈现焦糖的甜味。
- **硬奶酪：**包括切达奶酪、帕马森干酪等，质地较硬、成熟期长，切达奶酪、帕马森干酪成熟期在3个月-4年不等，另外切达奶酪是世界上产量最大、功能最全的奶酪。

按照成熟时间分类，奶酪可分为新鲜奶酪、乳清奶酪、凝乳奶酪，其中国内销量最大的马苏里拉是凝乳奶酪的一种。

图 2：奶酪分类概览



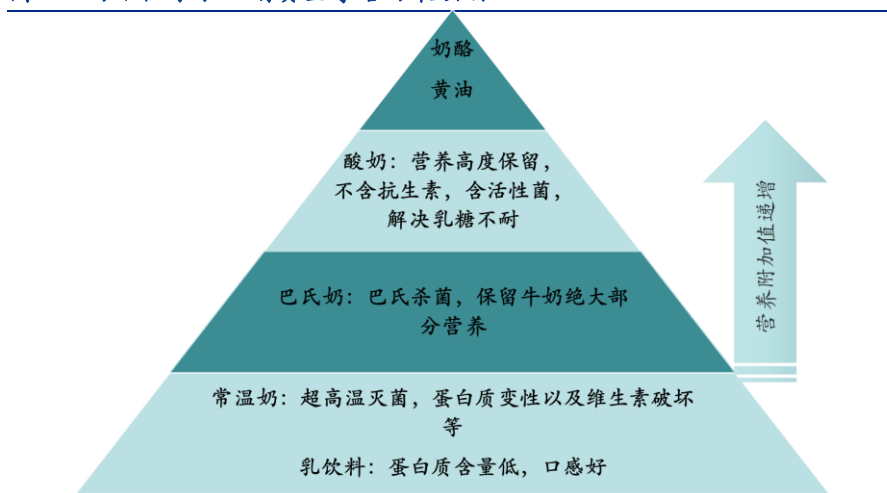
资料来源：维基百科、《食品安全导刊》、安信证券研究中心

1.2. 奶酪是乳业消费升级的顶端

奶酪营养附加值高，是物流、技术、生活水平发展至一定阶段的产物，位于乳品消费金字塔的最顶端。1 公斤奶酪用 10-12 公斤牛奶制成，蛋白质含量是牛奶的 5-8 倍、含钙量是牛奶的 5-6 倍，而根据 USDA 数据，前十大高蛋白食物中，帕玛森奶酪蛋白质含量仅次于螺旋藻和大豆，原制奶酪蛋白质含量为 20g-30g/ (100g)，营养价值高，寓言故事《谁动了我的奶酪》也体现了奶酪在食品、人民生活质量要素中的重要地位。

乳制品发展分为三个阶段，伴随物流仓储设施、包装技术、社会物质条件的发展：1) 奶粉阶段：牧场距离城市较远，由于物流条件限制，将牛奶制成奶粉供城市和农村消费；2) 液态奶阶段：杀菌、灭菌技术的发展以及包装条件的完善，液奶高速普及；3) 奶酪、黄油阶段：社会对乳制品营养要求提升，消费场景扩张，西化生活方式渗透。

图 3：奶酪位于乳业消费金字塔的最顶端



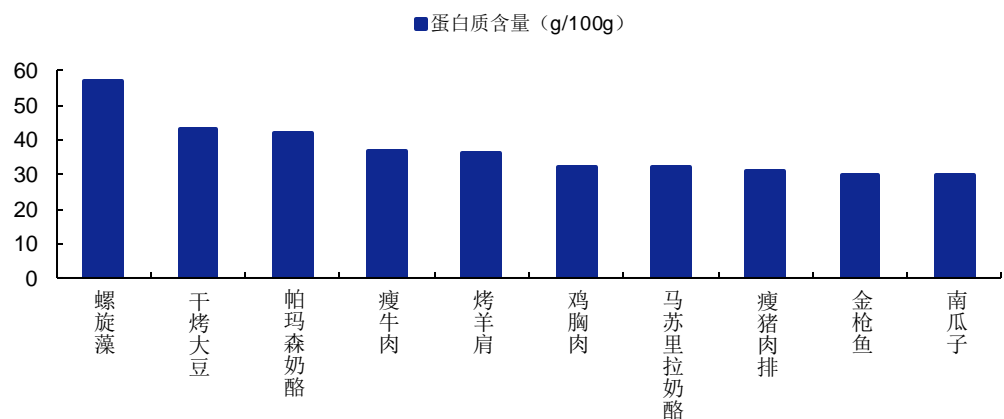
资料来源：安信证券研究中心

表 1: 奶酪的营养价值远高于其他乳制品

	蛋白质	脂肪	钠	钙
奶酪	20.75-23.24	27.68-29.68	0.56-1.15	0.18-0.67
乳饮料	0.28-5.87	0.97-2.17	0.039-0.095	0.069-0.19
常温白奶	1.00-15.00	4.50-11.00	0.01-0.15	0.00-0.30
巴氏奶	2.7-6.00	6.00-7.00	0.12-0.32	0.03-0.15
酸奶	3.00-6.00	1.80-4.99	0.035-0.20	0.10-0.12
黄油	0.28-8.20	21.00-99.48	0.002-0.64	0.004-0.027

资料来源: USDA、安信证券研究中心

图 4: 根据 USDA 数据, 前十大高蛋白食物中, 帕玛森奶酪蛋白质含量仅次于螺旋藻和大豆



资料来源: USDA、安信证券研究中心

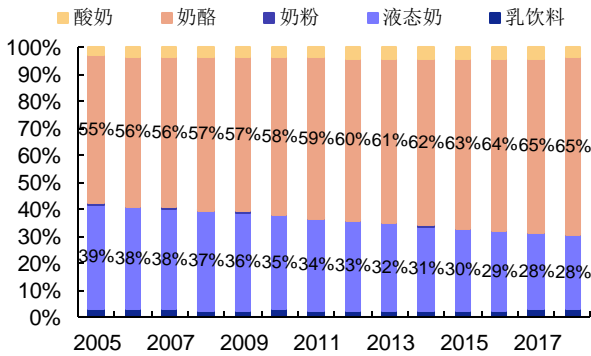
从海外国家发展来看, 将奶酪消费量*10、奶粉*8 换算成原奶消费量, 经测算, 2018 年美国、澳洲、英国奶酪消费量占原奶消费量的 50%以上, 并仍持续提升, 日本、韩国奶酪消费量占比逐年提升, 呈现超越液态奶态势:

- **美国:** 奶酪消费量占比从 2005 年的 55%提升至 2018 年的 65%, 仍持续提升, 而液态奶占比从 2005 年的 39%下滑至 2018 年的 28%, 2018 年奶粉、乳饮料、酸奶占比分别为 0.2%、2.8%、3.7%;
- **澳大利亚:** 2005-2018 年奶酪消费量占比维持在 50%附近, 总体小幅上升, 2018 年液态奶、奶粉、酸奶消费量占比为 38.4%、0.9%、5.4%;
- **英国:** 奶酪消费量占比从 2005 年的 47%提升至 2018 年的 55%, 液态奶从 05 年的 46%下滑至 18 年的 39%, 奶粉占比可忽略不计, 酸奶占比 4.3%;
- **日本:** 奶酪消费量占比从 2005 年的 22.9%提升至 2018 年的 29%, 液态奶从 05 年的 55.8%下滑至 18 年的 42.7%, 同时酸奶占比较高, 2018 年达 24.8%, 奶粉占比 1.2%;
- **韩国:** 2005 年奶酪、液态奶消费量占比分别为 54.3%、23.5%, 2018 年达 34.1%、46.7%, 奶酪占比超越液态奶成为原奶消费主力, 2018 年酸奶占比 11.5%, 奶粉占比可忽略不计;
- **中国:** 2018 年奶酪消费量占比仅为 2.4%, 同期液态奶、酸奶、奶粉、乳饮料占比 47.9%、37.2%、12.5%、26.8%。

从海外国家乳制品发展经历来看, 奶酪消费占比逐渐超过液态奶、奶粉, 成为乳制品消费的最重要成份, 即使在经济以及人口增速放缓后占比仍逐年上升, 是乳制品消费升级

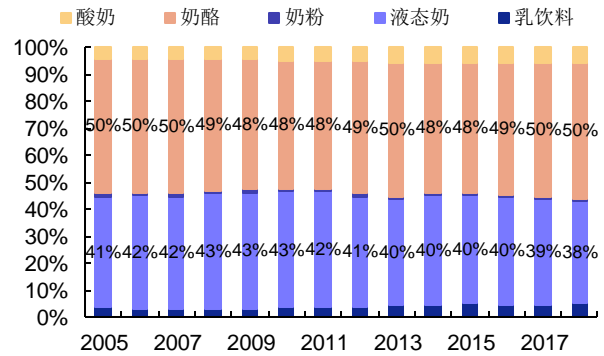
的主要方向，潜力巨大。

图5：2005-2018年美国乳制品消费结构概览



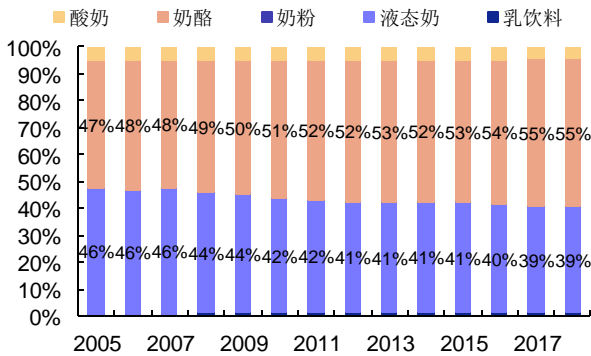
资料来源：euromonitor、安信证券研究中心

图6：2005-2018年澳大利亚乳制品消费结构概览



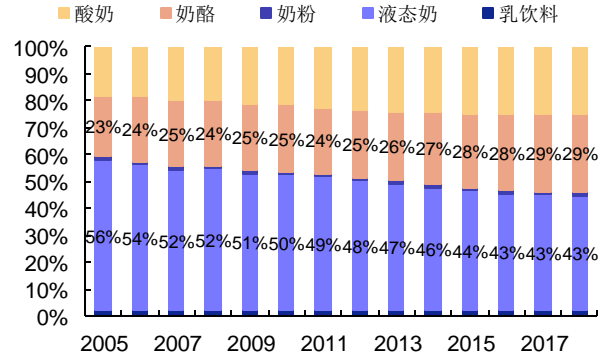
资料来源：euromonitor、安信证券研究中心

图7：2005-2018年英国乳制品消费结构概览



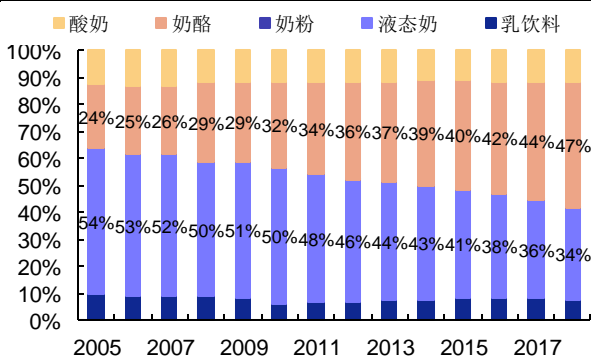
资料来源：euromonitor、安信证券研究中心

图8：2005-2018年日本乳制品消费结构概览



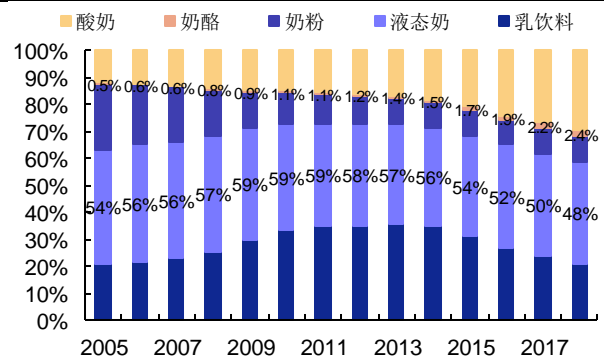
资料来源：euromonitor、安信证券研究中心

图9：2005-2018年韩国乳制品消费结构概览



资料来源：euromonitor、安信证券研究中心

图10：2005-2018年中国乳制品消费结构概览



资料来源：euromonitor、安信证券研究中心

表2：2005-2018年海外及我国乳制品消费结构比较

	2005年乳制品消费结构					2018年乳制品消费结构				
	乳饮料	液态奶	奶粉	奶酪	酸奶	乳饮料	液态奶	奶粉	奶酪	酸奶
美国	3.0%	39.0%	0.2%	54.9%	3.0%	2.8%	27.8%	0.2%	65.5%	3.7%
澳大利亚	3.5%	41.5%	1.4%	49.7%	4.0%	5.0%	38.4%	0.9%	50.4%	5.4%

英国	1.2%	46.4%	0.0%	47.4%	5.0%	1.6%	39.1%	0.0%	55.0%	4.3%
日本	2.1%	55.8%	1.3%	22.9%	17.9%	2.3%	42.7%	1.2%	29.0%	24.8%
韩国	9.6%	54.3%	0.0%	23.5%	12.6%	7.6%	34.1%	0.0%	46.7%	11.5%
中国	26.4%	53.9%	30.7%	0.5%	14.8%	26.8%	47.9%	12.5%	2.4%	37.2%

资料来源: euromonitor, 安信证券研究中心

1.3. 国内奶酪消费基础已具备，消费者培育正当时

1) 近 10 年我国奶酪市场复合增速达 22.5%，零售端产品形态日趋丰富

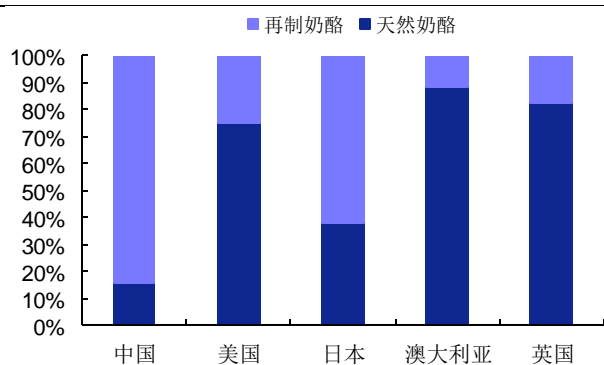
市场规模: 根据 euromonitor 统计, 2018 年我国奶酪市场规模 (零售额口径) 达 58.33 亿元, 同比增 16.8%, 2004-2018 年复合增速为 22.5%, 仍处于高速发展期, 并预计至 2023 年市场规模达 105.3 亿元。按消费量口径, 2018 年我国奶酪消费量为 3.84 万吨, 2004-2018 年复合增速为 18.7%, 至 2023 年预计为 5.58 万吨。

人均消费量: 2018 年我国人均奶酪消费量仅为 0.28 千克/人, 而美国达 16.39 千克/人、欧洲 19.01 千克/人、日本 2.32 千克/人、韩国 2.91 千克/人, 我国人均奶酪消费量仅为美国、欧洲的 60-70 分之一, 日韩的 8-10 分之一。

目前以再制奶酪为主: 2018 年我国天然奶酪、再制奶酪消费量占比分别为 15.4%、84.6%, 消费量增速分别为 9.1%、5.4%, 根据发达国家经验, 再制奶酪在消费者培育阶段起到重要作用, 当行业进入稳步成长期, 由于消费者对营养价值要求提升, 天然奶酪占比超过再制奶酪。

零售端产品形态日趋丰富: 目前奶酪消费在餐饮端已经稳步渗透, 零售端产品形态日趋丰富, 零售渠道以儿童奶酪、零食为切入点 (目前儿童奶酪占比超 50%), 目前市场上儿童奶酪有多种细分品类, 例如成长奶酪杯、奶酪棒、奶酪粒等, 口味丰富、小包装便于携带也满足零食的消费需求。

图 11: 我国目前奶酪消费以再制奶酪为主



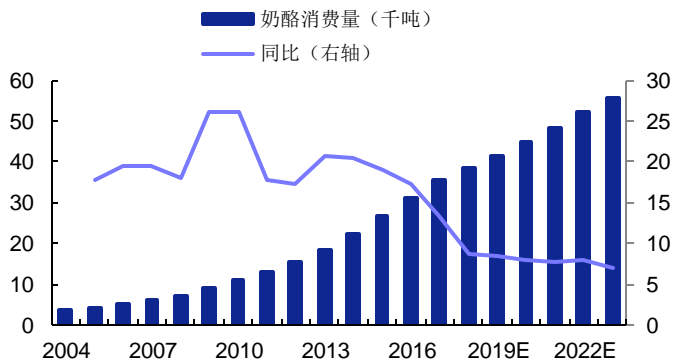
资料来源: euromonitor, 安信证券研究中心

图 12: 零售渠道以儿童奶酪、零食为切入点



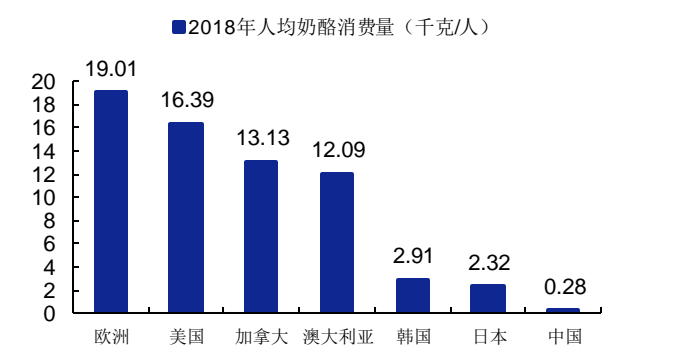
资料来源: 天猫, 安信证券研究中心

图13：2018年我国奶酪消费量为3.84万吨，2004-2018年复合增速为18.7%



资料来源：euromonitor、安信证券研究中心

图14：我国人均奶酪消费量远低于其他国家



资料来源：OECD、安信证券研究中心

2) 国内奶酪消费基础已具备，消费者培育正当时

- 液态奶、奶粉消费增速放缓，一线城市人均液态奶消费量已接近西方国家水平，结构升级成主旋律

2018年我国液态奶、奶粉（全脂奶粉）总消费量分别为3290万吨、165万吨，分别同比增1.1%、下滑11.7%，2018年人均液态奶、奶粉消费量23.57千克/人、1.18千克/人，同比增0.7%、下滑12.1%，目前我国人均液态奶、奶粉消费量增速放缓，一线城市人均液态奶消费量已经接近西方国家水平，乳制品消费结构升级成主旋律。

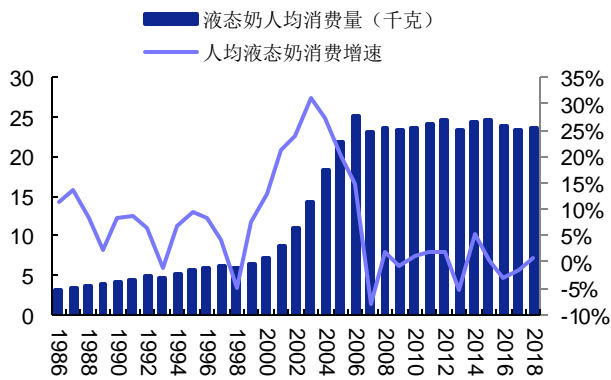
- 目前我国进入膳食结构结构性优化阶段，消费者培育正当时

目前我国人均蛋白质摄入量逐年增加，与西方国家差距缩小。根据FAO数据，2013年我国人均蛋白质摄入量为98g/天，低于美国（110g/天）、澳大利亚（106g/天）、欧洲（102g/天），与西方国家差距缩小。

摄入结构上，优质蛋白占比偏少。优质蛋白是指氨基酸组成和人体接近，人体消化率高的蛋白质，一般用PDCAAS（消化校正氨基酸计分）衡量，动物性蛋白的PDCAAS一般在0.9以上，其中蛋类、奶类PDCAAS为1，是优质蛋白。根据FAO数据，2013年我国动物性蛋白摄入量占总体的40.4%，显著低于西方国家及日韩。分结构来看，2015年肉禽类、蛋类、奶类、水产品贡献蛋白质占动物性蛋白的54.1%、14.4%、5.2%、26.3%，我国优质蛋白摄入占比偏低，而奶酪营养价值高，奶酪消费是实现我国膳食结构优化的有效手段。

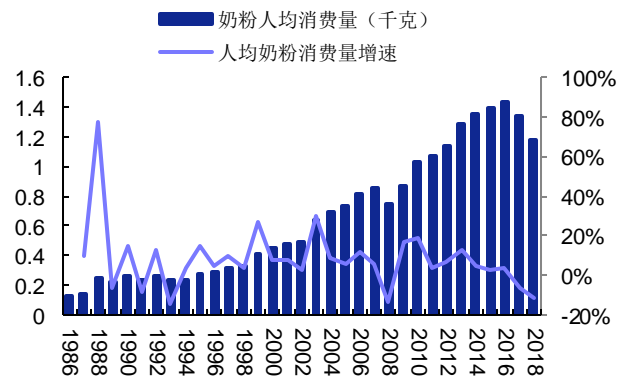
饮食西化，奶酪是西餐主要调味品之一。随着改革开放、城镇化推进，西式餐饮的持续引入和扩张，推动居民饮食西化。必胜客中国门店数量从2009年的558家增至2018年的2200余家。奶酪是西餐主要调味品之一，饮食西化起到奶酪的消费者教育作用，进一步促进奶酪消费。

图15: 2018年我国人均液态奶消费量同比增0.7%



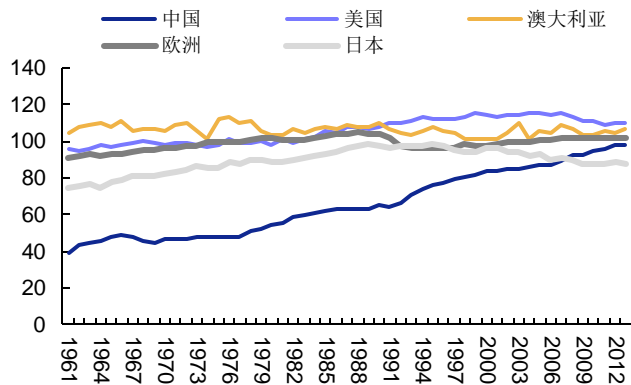
资料来源: USDA、安信证券研究中心

图16: 2018年我国人均奶粉消费量同比下滑12.1%



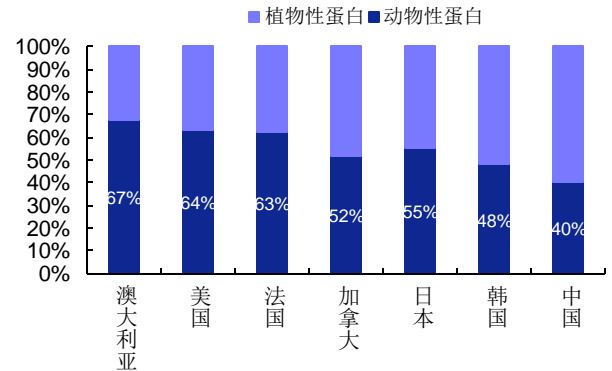
资料来源: USDA、安信证券研究中心

图17: 目前我国人均蛋白质摄入量逐年增加, 与西方国家差距缩小



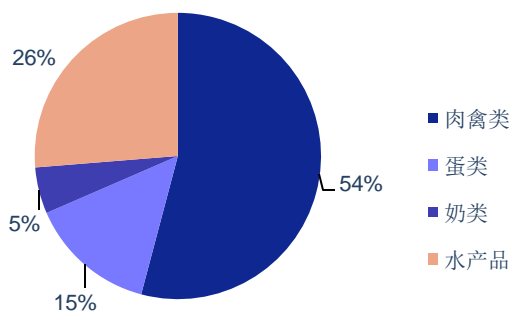
资料来源: FAO、安信证券研究中心

图18: 2013年我国动物性蛋白摄入量占总体的40.4%, 显著低于西方国家及日韩



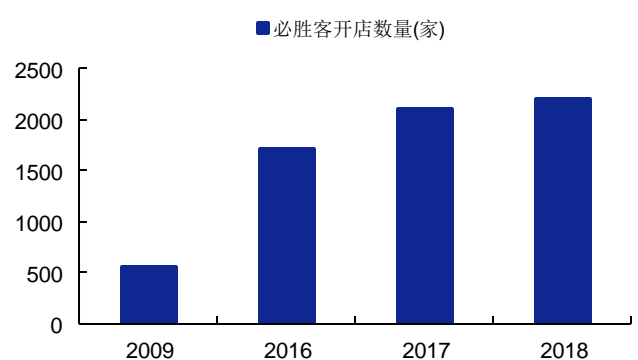
资料来源: FAO、安信证券研究中心

图19: 我国优质蛋白摄入占比偏低



资料来源: 《中国食物与营养》、安信证券研究中心

图20: 西餐厅开店数量增加, 进行消费者教育

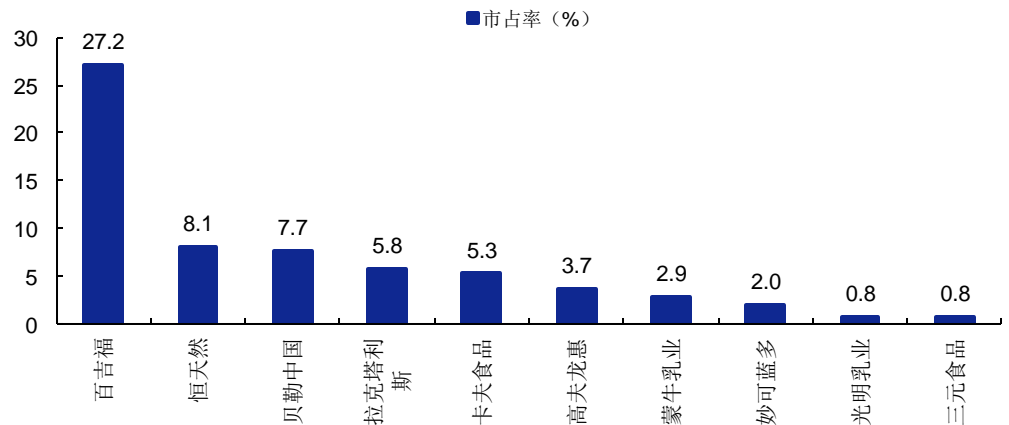


资料来源: 百胜中国年报、安信证券研究中心

3) 竞争格局方面，目前我国奶酪市场由海外企业主导

目前我国奶酪市场 CR5 为 54.1%，均为外资企业或中外合资企业，而国产品牌蒙牛、妙可蓝多、光明、三元分别位居第 7-10 名，市占率合计 6.5%。主要源于奶酪市场尚处于导入期，海外企业基于较强的产品力、品牌力，起到消费者教育作用，市占率较高。

图 21：目前我国奶酪市场由海外企业主导



资料来源：euromonitor、安信证券研究中心

2. 公司：奶酪业务先发优势明显

2.1. 前身是华联矿业，转型乳制品企业

公司前身是上市公司华联矿业，2016年6月华联矿业进行重大资产重组，置出资产为铁矿石业务相关资产，置入资产为吉乳集团持有的广泽乳业100%股权、吉林乳品100%股权，并于2016年8月更名为广泽股份，2019年3月广泽股份更名为妙可蓝多。另外，华联矿业于2015年11月收购天津妙可蓝多食品厂，同年华联矿业收购达能乳业上海工厂，成立上海芝然。

目前妙可蓝多主要产品为奶酪、液态奶以及乳制品贸易，其中奶酪生产的主体为天津妙可食品、上海芝然，液态奶的生产主体为广泽乳业。

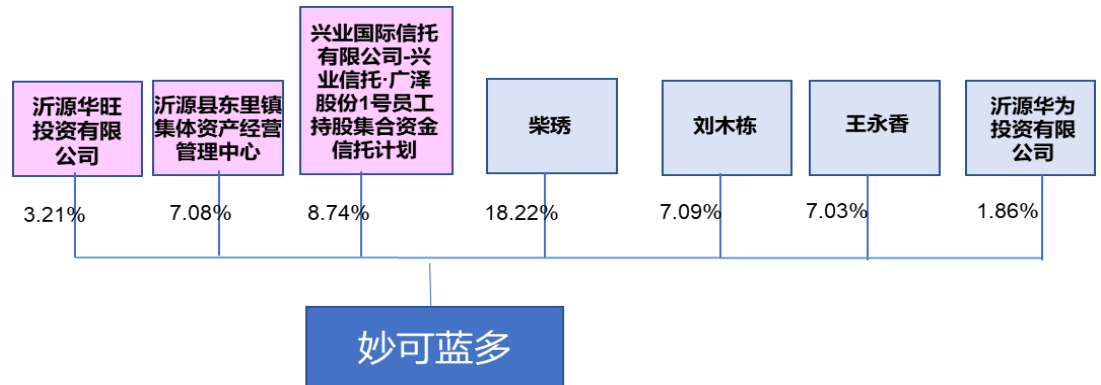
图 22：公司历史沿革概览



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

截至 19 年 3 月底，公司第一大股东为柴琇，持股 18.22%，广泽股份 1 号员工持股集合资金信托计划持股 8.74%，是公司的员工持股平台。

图 23：公司股权结构概览



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

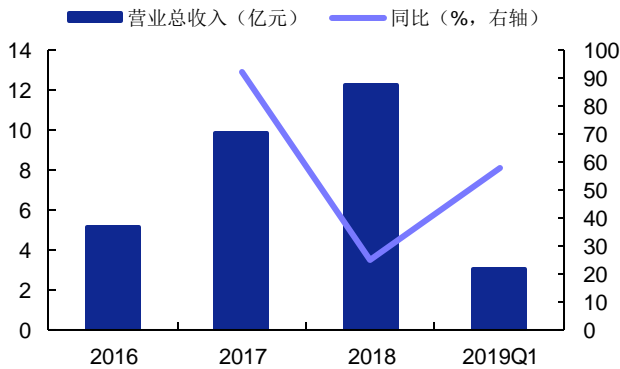
2.2. 奶酪业务进军零售端，C 端增速大幅高于餐饮

盈利方面，2018 年妙可蓝多实现营业收入、归属于母公司净利润分别为 12.26 亿元、0.11 亿元，同比增 24.82%、149%，毛利率、净利率分别为 26.96%、0.87%，同比分别上涨 4.09 个百分点、0.44 个百分点，19Q1 营业收入、归母净利分别为 2.98 亿元、38.44 万元，同比增 57.52%、扭亏为盈。

营收结构方面，公司 18 年实现奶酪、液体乳、乳制品贸易收入分别为 4.56 亿、4.68 亿、2.99 亿，分别占比 37.17%、38.19%、24.42%，19Q1 分别占比 42.54%、34.76%、22.69%，公司从 2016 年借壳后开始专注做奶酪，奶酪收入从 2016 年的 1.4 亿增至 2018 年的 4.6 亿，收入占比从 27%增至 37%，2019 年 Q1 奶酪收入达 1.3 亿，同比增 104%，占比 43%，首次超过液态奶 (35%)。

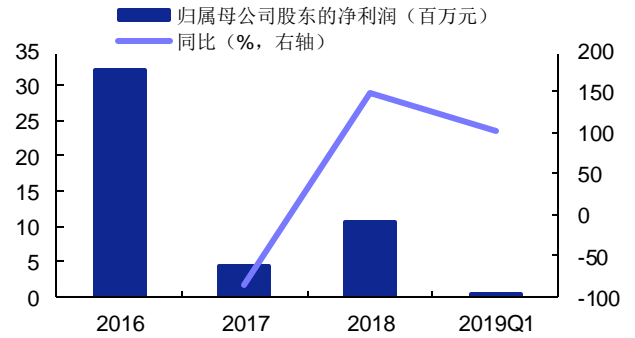
公司 16 年奶酪业务基本以餐饮渠道为主，2017 年开始决心开拓零售渠道，C 端增速大幅高于餐饮。18 年餐饮、零售渠道收入占比约 70%、30%，我们预计 19 全年零售渠道收入占比将高于餐饮。另外分产品来看，17 年及以前以马苏里拉奶酪为主（16、17 年马苏里拉收入占自产奶酪收入的 94.5%、83.4%），另有产品芝士片、奶油芝士等，同时公司 18 年上半年推出针对零售渠道的奶酪棒，同年实现收入约 1 亿元。

图24: 2018年实现营业收入12.3亿元, 同比增24.82%



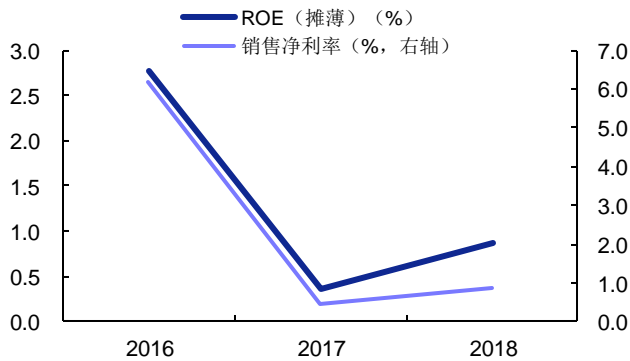
资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图25: 2018年实现归母净利润0.11亿元, 同比增149%



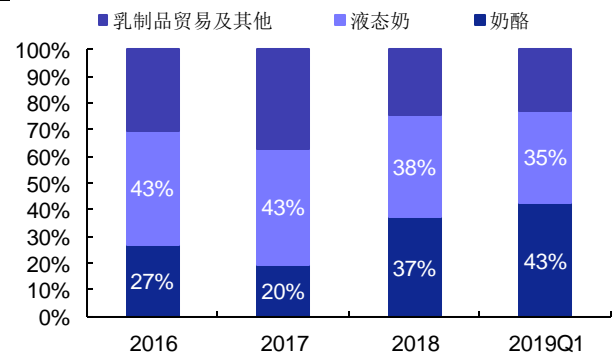
资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图26: 2018年销售净利率为0.87%, 同比增0.44个百分点



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图27: 2019Q1奶酪收入占比超过液态奶



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

表3: 公司主要产品概览

主要产品	产地	信息
马苏里拉	天津工厂	餐饮工业渠道 
车达芝士片	上海工厂	
奶油芝士	天津工厂	
高熔点奶酪丁	天津工厂	

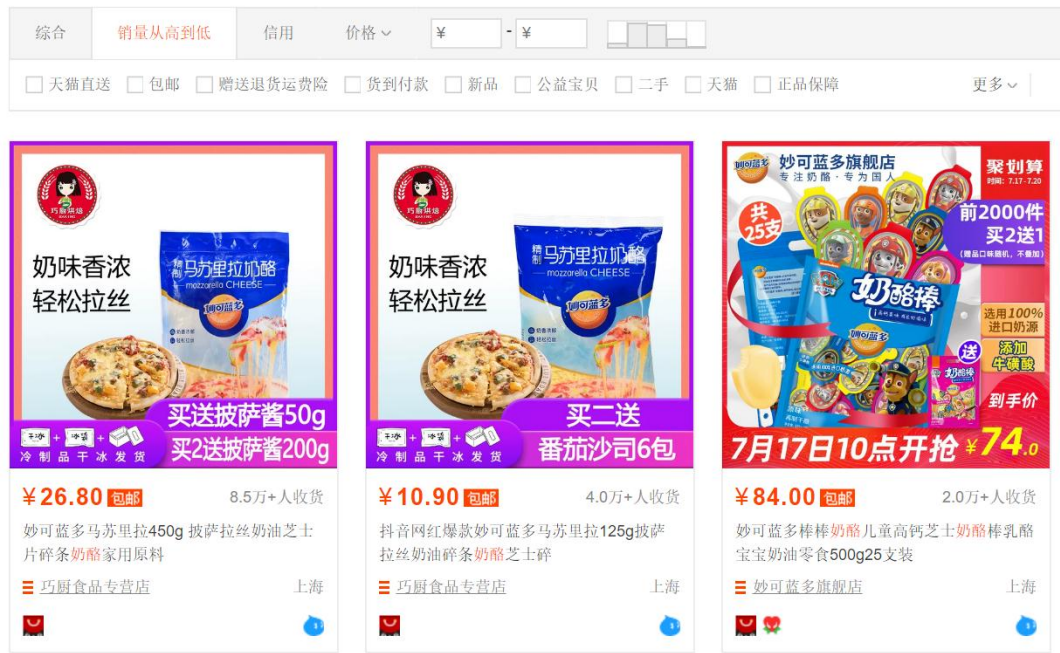
黄车达丝	天津工厂	
零售渠道		
儿童系列		
奶酪棒	上海工厂	
儿童成长奶酪	天津工厂	
时尚系列		
手撕奶酪	吉林工厂	
鳕鱼奶酪	吉林工厂	
烘焙系列		
马苏里拉	吉林工厂	
芝士片	上海工厂	

资料来源：公司公告、天猫、安信证券研究中心

2.3. 线上布局领先、产能建设超前、产品力强，构筑先发优势

线上渠道具有绝对优势：公司早在 2016 年布局线上，马苏里拉奶酪 2016-2018 连续三年位于天猫同品类销量第一，处于绝对领先地位，同时 2018 年上半年推出的奶酪棒，在 2019 年京东/天猫 618 活动中在同品类销量位列第一，截至目前天猫旗舰店奶酪棒累计销量达 41 万份。

图 28：淘宝网奶酪销量排名—妙可蓝多马苏里拉奶酪位列第一，奶酪棒位列前三



资料来源：淘宝网、安信证券研究中心

产能提前布局：奶酪的生产需要厂房建设以及进口设备支持、冷链产品要求更高，特定产品需要定制生产线，因此需要大额资本开支以及时间成本（至少两年时间）。公司在产能建设上具有先发优势：1）目前公司共有奶酪产能约 3 万吨，其中天津妙可食品 1.3-1.5 万吨，主要生产马苏里拉奶酪，上海芝然约 1.5 万吨，主要产品为芝士片（产能约 1 万吨）以及奶酪棒，吉林工厂主要生产手撕奶酪、鳕鱼奶酪、马苏里拉（零售渠道）；2）产能建设周期长，公司上海芝然于 2015 年末开始改造，2017 年底第一条生产线才投产，截至 2018 年底仍处于在建阶段，已投入 2.95 亿元，预算总投入 6.16 亿元，目前已转固 2.74 亿元，在建工程进度 65.18%；3）后备产能丰富，在建上海芝然、吉林中新项目。

表 4：公司目前总奶酪产能 3 万吨

	目前产能（万吨）	主要产品
天津妙可	1.3-1.5	马苏里拉奶酪
上海芝然	1.5	芝士片以及棒棒奶酪
吉林中新	小部分	手撕奶酪、鳕鱼奶酪、马苏里拉（零售渠道）
合计	3	

资料来源：公司公告、调研数据、安信证券研究中心

同时，产品力强，人员和技术是核心资源：奶酪生产环节较其他乳制品复杂，同时对生产温度、时间、菌种环境要求较严格，规模化生产具有技术壁垒，一方面，公司高管具备丰富的奶酪生产经验，现任公司董事、副总经理刘宗尚先生，曾任法国 Bongrain 集团（现更名为 Savencia 集团）技术中心研究技术员，保健然（天津）食品有限公司生产经理，邦士（天津）食品有限公司技术总监，并 2010 年参与制定了食品安全国家标准《再制干酪》（GB 25192-2010）；另一方面，公司在上海、天津设立研发中心，引进欧洲先进的生产设备和技术，对生产车间采用高度信息化和高透明度的管控，生产稳定性高。

3. 产品渠道品牌建设三管齐下，品类成长期持续受益

公司产品渠道品牌建设三管齐下,把握先发优势,有望持续受益于奶酪蓝海市场高增长:

- **产品端**,公司于2018年上半年切入儿童奶酪市场,推出针对零售渠道的奶酪棒产品,2018年全年即实现收入约1亿元(整体零售渠道约1.5亿元),2019年在京东天猫618活动中妙可蓝多奶酪棒位列同品类第一;同时草根调研显示,目前奶酪棒市场竞品不到10种,促销力度较小,妙可蓝多奶酪棒联合热门IP—汪汪队体现产品差异化,对儿童消费者形成较高的品牌认知度。
- **渠道端**,公司2018年开始推进全国化,截至18年底进入5万个终端,19年一季度末拥有1922个经销商(其中奶酪经销商800个),目前公司在山东、河南、湖南以及广东地区部分下线城市市场动销以及整体铺货情况较好,2019年区域扩张、渠道下沉继续推进,计划进入10万个终端,我们认为国产品牌渠道下沉能力强于国外品牌,公司将持续占领奶酪蓝海市场。另外,公司选择优质经销商(具备相关奶酪产品或冷链食品经销经验)合作,不断优化经销商结构,渠道建设稳扎稳打。
- **品牌建设端**,公司致力于成为国民奶酪品牌,2019年2月起开始聚焦央视、分众传媒投入针对性营销广告,持续进行品牌建设;
- **产能储备方面**,根据调研数据及我们测算,公司规划奶酪产能合计达10万吨,相较于目前的3万吨明显提升,另外,随着奶酪产能利用率提升,产品毛利率也有望上行。

3.1. 切入儿童奶酪零售市场

奶酪营养价值丰富,满足家长对儿童高营养摄入的需求,同时儿童的消费者教育较容易,儿童奶酪是奶酪零售市场的突破口。

妙可蓝多儿童奶酪棒快速放量:公司于2018年上半年推出奶酪棒产品,目标消费者为小朋友,主要购买群体为25-40岁的母亲,满足其为小孩提供健康营养零食的需求。在产品推出之前公司进行几千份小朋友盲测并得到较好的反馈(80%选择了公司的产品而非竞品)。2018年即实现收入约1亿元,2019年在京东天猫618活动中奶酪棒位列同品类第一。








草根调研显示,目前奶酪棒市场竞品不到10种,促销力度较小,妙可蓝多奶酪棒联合热门IP体现差异化,对儿童消费者形成较高的品牌认知度:

- **包装:**妙可蓝多购买时下最流行动画片汪汪队的IP,在每根奶酪棒上印制了汪汪队趣味问答,让小朋友在吃美味的同时,能够寓教于乐。伊利采用迪士尼IP,并分男孩版/女孩版,光明采用托马斯与朋友IP,其他竞品的包装也均采用卡通形象,均具备一定的吸引力和辨识度,但根据百度指数,汪汪队IP搜索热度最高。
- **价格:**以小包装为例,妙可蓝多商超零售价为18.8元/100g,定价相较于国产竞品处于中等水平,但是显著低于国外进口品牌。
- **促销:**根据上海地区走访门店,仅有百吉福奶酪棒原味、酸奶果粒、混合水果味等口味进行促销,整体品类促销力度尚小。

妙可蓝多新品鳕鱼奶酪、手撕奶酪规模小但增速快:公司于2018年下半年推出鳕鱼奶酪、手撕奶酪棒,目前规模小但增速快。储备产品宝宝高钙奶酪适用于常温储存环境,适用

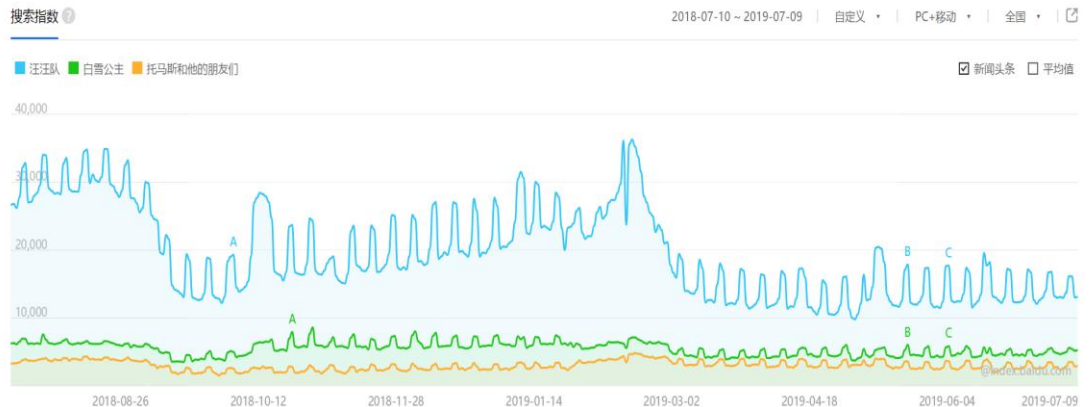
于更多消费场景。

表 5： 妙可蓝多奶酪棒与竞品对比

产品	价格	克均价格 (元/克)	包装	口味	是否促销	备注
妙可蓝多 奶酪棒	18.8 元 /100g	0.188	汪汪队 IP	巧克力、原 味、果粒、混 合水果味	否	
光明棒棒成长奶酪棒	15.7 元 /100g	0.157	托马斯 与朋友 IP	原味、酸奶 味、水果味、 混合莓椰果、 混合桃椰果	否	
伊利儿童 奶酪棒	18.5 元 /95g	0.195	迪士尼 IP	原味、燕麦黄 桃、巧克力、 混合水果	否	
百吉福棒棒	19.8 元 /120g	0.165	-	原味、酸奶果 粒、混合水果 味、香芒、莓 子	是	
蒙牛未来星再制干酪 金装棒	19.9 元 /95g	0.209	-	原味、草莓、 菠萝、两果一 蔬	否	
韩国可有可有	36 元 /74g	0.486	-	芒果等口味	否	
卓德味老虎 (德国)	37.8 元 /100g	0.378	-	香草、草莓、 原味	否	

资料来源：草根调研，安信证券研究中心

图 29：根据百度指数，汪汪队 IP 搜索热度最高



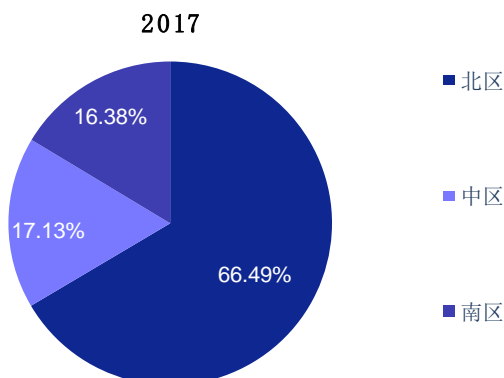
资料来源：百度搜索、安信证券研究中心

3.2. 下线城市打开，渠道建设稳扎稳打

持续全国化扩张、下线城市下沉：公司 2018 年开启全国化布局，目前在全国 300 个地级市直接覆盖的有 70%-80%，截至 2018 年已累计布局 5 万个终端，计划 2019 年至 10 万个，同时在下线城市也实现了较快的增长，目前在山东、河南、湖南以及部分广东市场动销以及整体铺货情况较好，而从收入分布来看，2018 年北区、中区、南区公司整体收入占比 59.6%、24.8%、15.6%，相较于 2017 年北区收入占比下滑 6.9 个百分点，中区和南区收入占比提升，体现公司积极全国化扩张。国产品牌相较于国外品牌具有更强的渠道下沉与渠道管理能力，我们预计公司渠道下沉至下线城市后，竞争优势将明显拉大，实现销量规模的快速增长。

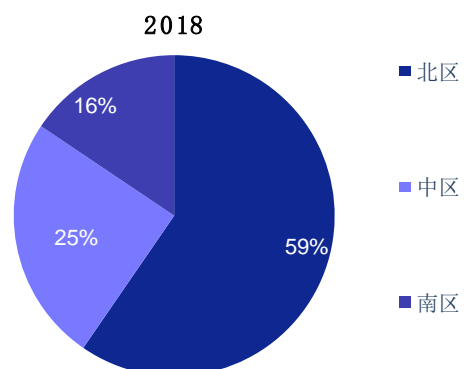
渠道建设稳扎稳打：截至 2019 年一季度，公司共有经销商 1922 个，相较于 18 年末增 224 个或 13.4%，其中奶酪业务经销商 800 个（截至 2018 年年底）。公司选择有经验与资源的优质经销商合作，一是曾经做过奶酪的，二是做过酸奶经销的，由于酸奶保质期短于奶酪，酸奶经销商有很好的动销和周转经验。公司目前尚处于市场开发阶段，19 年公司计划在渠道开拓的同时优化经销商结构，并不盲目扩张。

图 30：2018 年北区、中区、南区公司整体收入占比 59.6%、24.8%、15.6%



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 31：2017 年北区、中区、南区公司整体收入占比 66.5%、17.1%、16.4%



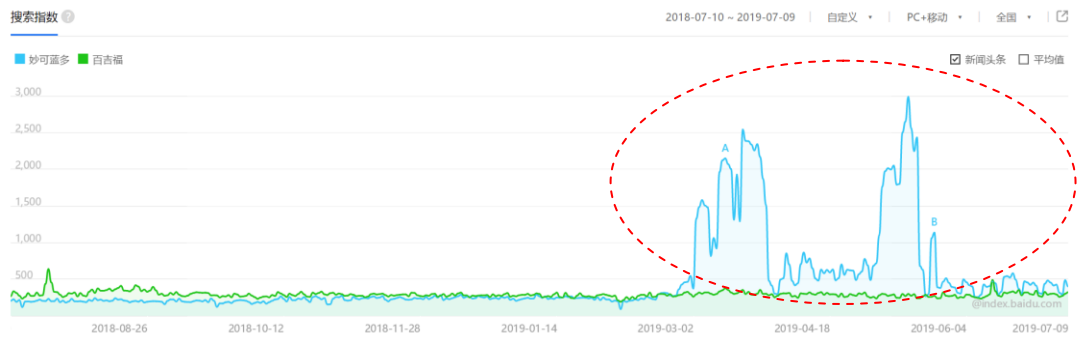
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

3.3. 高端媒体投入，持续品牌建设

2019 年公司品牌建设年，高端媒体持续投入。公司于 2019 年开始聚焦在央视以及分众传媒大面积投入广告，对主流客户进行针对性营销：

- 1) 央视：在中央一套综合频道以及中央十四套少儿频道，分别针对经销商以及目标消费群体—小朋友，于 2019 年 2 月 18 日在 CCTV1 综合频道黄金时段上线；
- 2) 分众传媒：目前已经在国内 106 个城市的电梯终端播放，有 70 亿次的播放量，观看人数达 2.3 亿；
- 3) 从百度搜索指数也可以看出妙可蓝多在 2019 年 3 月开始搜索热度高增，大幅高于百吉福。

图 32：妙可蓝多在 2019 年 3 月开始搜索热度高增，大幅高于百吉福



资料来源：百度搜索指数、安信证券研究中心

图 33：妙可蓝多奶酪棒广告在中央一号晚间新闻间歇播出



资料来源：草根调研、安信证券研究中心

图 34：上海某小区电梯间的妙可蓝多奶酪棒广告



资料来源：草根调研、安信证券研究中心

营销反馈良好：妙可蓝多奶酪棒的主要广告曲根据儿歌《两只老虎》改编，朗朗上口，可记忆性强，通过在央视、分众传媒反复“刷屏”，根据草根调研，产品辨识度好、转化率较高，目前奶酪棒销量相较于去年同期增 300%。

图 35: 妙可蓝多广在线下商超开展产品试吃等活动



资料来源: 草根调研、安信证券研究中心

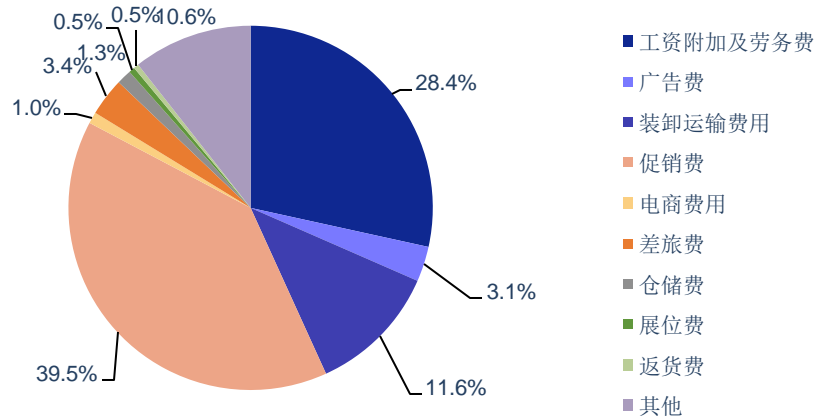
图 36: 公司积极做社群推广, 联合抖音玩家带货



资料来源: 抖音、安信证券研究中心

公司 2018 年销售费用为 2 亿元, 销售费用率 30.45%, 其中促销费占比 39.5%, 同比增 120%, 仓储费占比 1.31%, 增 204% (公司在上海、东莞、顺义、西安等地租赁仓库), 广告费占比 3.12%, 电商费用占比 1.02% (新增单列), 2019 年一季度销售费用 4199 万元, 销售费用率为 26.98%, 我们预计由于较高的广告费、进场费, 2019 年费用投放将显著增加。

图 37: 2018 年妙可蓝多销售费用构成



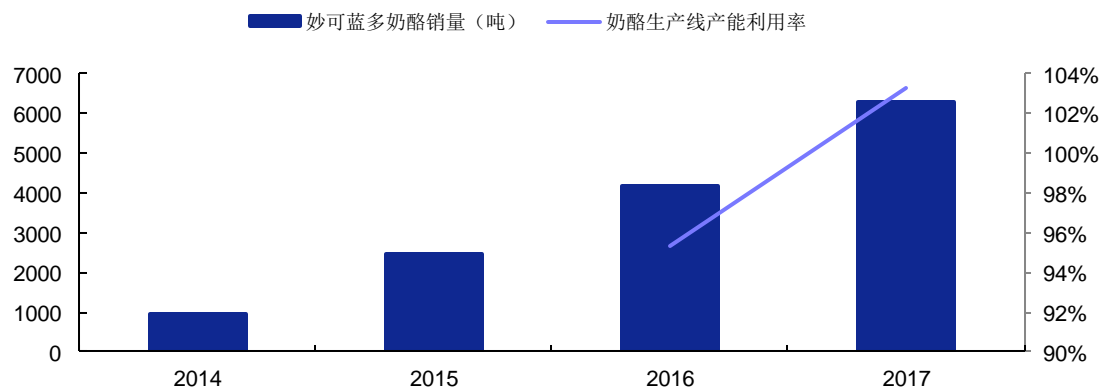
资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

3.4. 后备产能充足，未雨绸缪

1) 天津妙可基本满产

天津妙可奶酪生产线已基本处于满产状态：在 2018 年之前，公司的奶酪生产主体为天津妙可食品，2014-2017 年其奶酪销量为 980 吨、2485 吨、4191 吨、6305 吨，2016-2017 产能利用率为 95.38%、103.31%，2017、2018 年收入分别为 2.25、2.09 亿元，维持相对稳定（2018 年下滑主要源于内部结算机制变化）。

图 38：天津妙可奶酪生产线已基本处于满产状态



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 6：公司子公司收入、净利润情况（公司将销售主体进行集团归集，子公司只作为生产主体）
(亿元)

	2017		2018	
	营业收入	净利润	营业收入	净利润
妙可食品	2.25	0.07	2.09	0.08
上海芝然			1.00	-0.17

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2) 公司后备产能充足，持续放量：

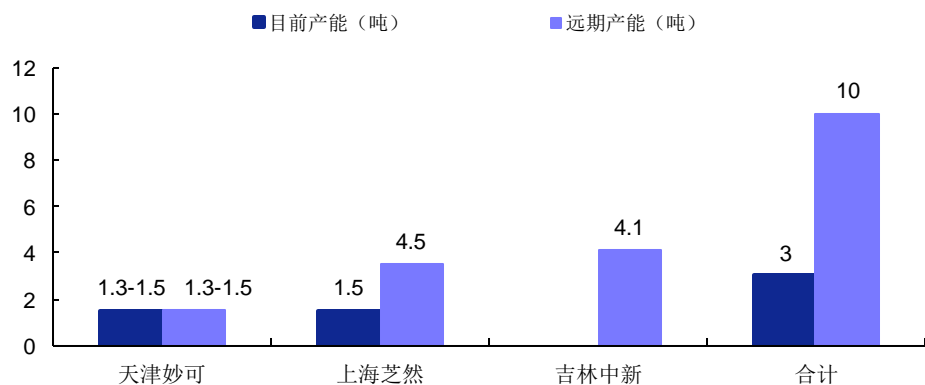
- 上海芝然：上海工厂 2017、2018 年奶酪产量分别为 140 吨、2000 吨（估计），截至 2018 年，合计已投入 2.95 亿元，预算总投入 6.16 亿元，目前已转固 2.74 亿元，在建工程进度 65.18%，处于产能爬坡期。根据调研数据及我们测算，预计中长期奶酪棒年产能超 3 万吨，另外芝士片产能约 1 万吨。
- 吉林中新：更长期看，公司计划建设吉林中新食品区奶酪加工项目，预计总投资 6.36 亿元，合计产能 4.1 万吨，目前进度较慢，但值得期待。
- 经测算，公司远期奶酪产能达 10 万吨，相较于目前的 3 万吨明显提升，公司未雨绸缪，为后期区域扩张、产品渗透率提升提供产能保障。

表 7：吉林中新项目计划总产能 4.1 万吨

产品类型	规划的实际产能（吨/年）	
原制奶酪	10500	
再制奶酪	休闲奶酪	17750
	特色奶酪	12700
合计	40950	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 39：经测算，公司远期产能达 10 万吨（保守假设天津妙可产能无增加）



资料来源：公司公告，调研数据，安信证券研究中心

3) 随着产能逐渐投放，公司毛利率有望提升

目前公司产能利用率较低（当前奶酪产能约 3 万吨，2018 年产量 1.04 万吨），在产能爬坡期折旧费、设备调试费与维修费等固定成本占比较高，后期随着公司市场开拓促进销量增长，推动产能利用率上行，毛利率有望提升。

4. 高附加值蓝海，竞争尚不激烈

1) 首先由于附加值高、技术壁垒高、生产可调节性大，奶酪一定程度上独立于产业链：

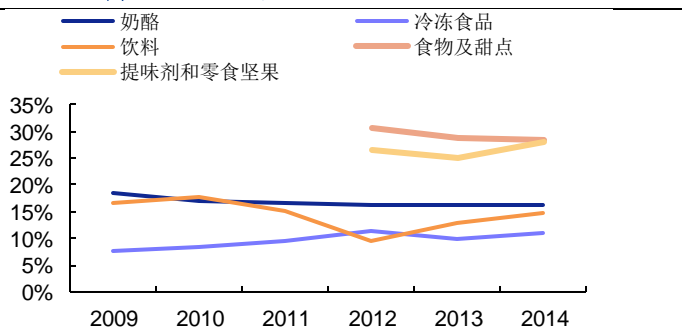
奶酪的附加值较高，天然具备高端品的属性。奶酪属于乳品营养价值/附加值金字塔顶端的品种，天然具备高端品的属性，以奶酪龙头卡夫为例，即使美国市场乳制品/奶酪市场进入稳定发展阶段，2009-2014 年卡夫的奶酪业务经营利润率维持在 16%-18% 左右的水平，高于冷冻食品及饮料业务，同时盈利波动性最小。

奶酪生产存技术壁垒，资本投入大，构筑进入壁垒。一方面，由于奶酪生产的成品率不高，鲜奶本身含有益生菌，通常制作奶酪不能采用超高温灭菌，灭菌温度降低、时间缩短，对生产稳定性产生很高要求。另外，规模生产的设备厂房资本投入较大，建设时间较长，构筑较高的进入壁垒。例如，妙可蓝多上海工厂预算总投入 6.16 亿元，计划奶酪产能 4-5 万吨，建设两年后逐步投产。

奶酪对于生鲜乳的消费可起到蓄水池的作用：1) 由于 10 公斤原奶才能产 1 公斤奶酪，奶酪产量对生鲜乳消费的弹性较大；2) 奶酪的保质期相对较长，干奶酪的保质期达 1 年，而巴氏奶保质期仅有 7 天、常温白奶也仅为 6 个月，在生鲜乳生产相对过剩的时期生产奶酪，可以解决季节性供需不平衡的问题，灵活地组织生产，对于调节生鲜乳生产、乳制品加工可起到“蓄水池”作用。

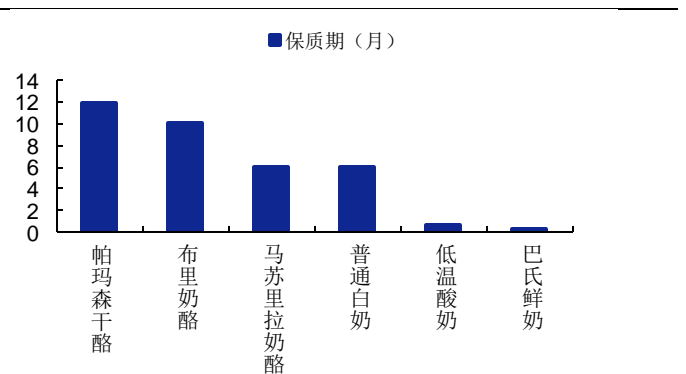
由于奶酪的附加值较高，天然具备高端品属性（毛利高，向上延伸产业链对其毛利的弹性越小），同时技术壁垒、资本壁垒高，造成其独立性强，即独立于原奶-液态奶产业链，另外，由于奶酪耗用较多的原奶以及较长的保质期，其对生鲜乳的消费可起到蓄水池的作用，进一步强化其独立性。

图 40：2009-2014 年卡夫奶酪业务经营利润率高于冷冻食品及饮料，且波动性最低



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 41：奶酪的保质期相对较长



资料来源：草根调研、安信证券研究中心

2) 从海外经验来看，大部分海外奶酪龙头均为以奶酪/黄油业务起家，液奶企业并非具有先天优势：

- 从日本、美国、欧洲来看：日本奶酪龙头雪印以销售黄油起家，1933 年起开始研制符合日本人口味的奶酪，欧洲奶酪龙头拉克塔利斯集团、美国奶酪龙头卡夫食品也均以销售奶酪起家，后期不断自建、收购兼并，成为大型乳制品/综合食品集团。
- 从全球大型乳制品企业来看，仅有拉克塔利斯、卡夫亨氏、爱氏晨曦、保健然的奶酪市占率高于乳制品整体市占率（一定程度上表明奶酪是其优势业务也是贡献收入的主要业务之一），而达能、伊利、蒙牛、雀巢、皇家菲仕兰等乳制品巨头的奶酪市占率均较低，表明其奶酪业务优势并不明显。

表 8：海外奶酪龙头均为以奶酪/黄油业务起家

公司名称	国家	2018 市场份额	发展概况	财务	营收结构	是否拥有上游资源
雪印惠乳	日本	26.9%，日本奶酪市场占有率第一	成立于 1925 年，以销售黄油起家，1933 年生产销售符合日本人口味的奶酪	2018 财年营业收入 365 亿人民币，净利润 7.81 亿人民币	2018 财年乳制品、饲料和种子、牛奶饮品营业额占比分别为 46.30%、3.50%、0.30%。	目前与 10 家牧场合作
拉克塔利斯集团	欧洲	东欧 5.8%，西欧 10.2%，欧洲市占率第一	成立于 1933 年，以制造奶酪起家，主要奶酪品牌有			以“公司+农户”的产业组织模式，公司 2010 年签订合

			总 统 (président)、 Galbani 等	同的奶农有 1.2 万。
卡夫食品	美国	25.4%，美国市 占率第一	成立于 1903 年， 以批发干酪起家， 自成立以来不断 收购，2015 年与 亨氏食品合并	2014 年营业 收入 1121 亿 元人民币，净 利润 121 亿 人民币。
				2014 年奶酪、冷 冻食品、饮料、甜 点、提味剂和坚果 营业收入占比分 别为 22.30%、 18.90% 、 14.40%、11.80% 和 11.30%。
				原料基本都来自 独立第三方

资料来源：彭博、euromonitor、公司公告、公司官网、安信证券研究中心

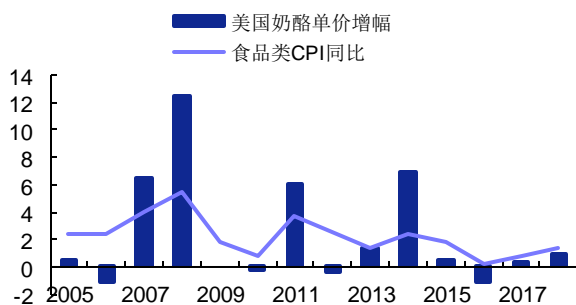
表 9： 从全球大型乳企来看，部分乳企奶酪业务优势并不明显

公司	公司总部所在 国家	2018 乳制品全球市 占率	排名	2018 奶酪全球市占 率	排名
达能	法国	4.60%	1	0.30%	31
拉克塔利斯	法国	4.00%	2	6.60%	1
伊利	中国	2.90%	3	-	-
蒙牛	中国	2.80%	4	-	-
雀巢	瑞士	2.60%	5	0.20%	33
卡夫亨氏	美国	1.70%	6	5.90%	2
皇家菲仕兰	荷兰	1.60%	7	0.60%	13
爱氏晨曦	丹麦	1.40%	8	1.90%	5
国株式会社 Yakult 本 社	日本	1.10%	9	-	-
保健然	法国	0.90%	10	3.00%	4

资料来源：euromonitor，安信证券研究中心

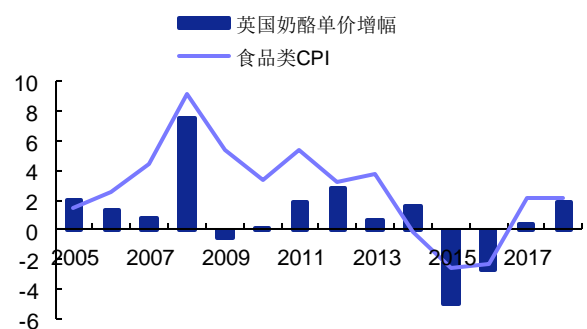
3) 进一步，我们判断我国奶酪行业陷入大规模价格战的可能性较小。参考海外，跟踪美国、英国、日本、韩国的奶酪价格，2004 年以来价格持续上升，大部分年份跑赢食品 CPI，即使在生鲜乳价格低迷的 2014 年-2017 年，奶酪价格也维持上涨态势，表明单价持续提升以及高毛利的维持，一定程度上是源于奶酪行业的高进入壁垒以及其在乳制品产业链中本身较高的定位。

图 42： 美国奶酪价格增幅 VS 食品 CPI



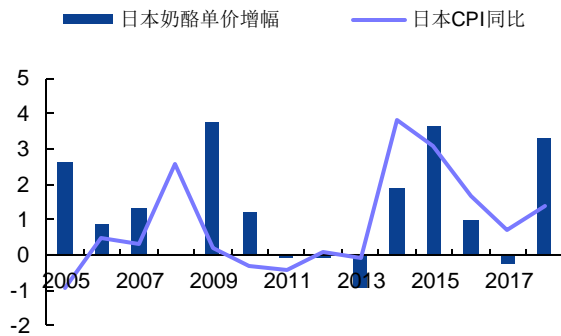
资料来源：euromonitor、美国劳工部、安信证券研究中心

图 43： 英国奶酪价格增幅 VS 食品 CPI



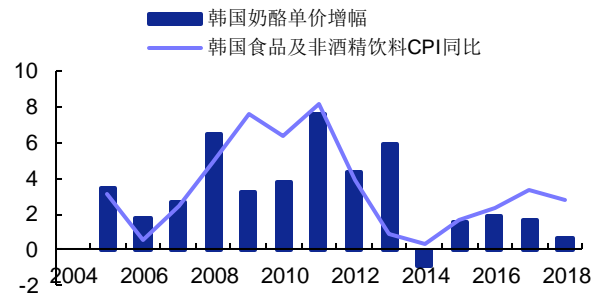
资料来源：euromonitor、英国统计局、安信证券研究中心

图44：日本奶酪价格增幅VS食品CPI



资料来源：euromonitor、日本统计局、安信证券研究中心

图45：韩国奶酪价格增幅VS食品CPI



资料来源：euromonitor、韩国统计局、安信证券研究中心

4) 最后，市场很大，企业共同培育消费者，竞合发展。目前我国奶酪行业仍处于导入期，人均消费量大幅低于欧美日韩，随着饮食西化推进（西餐厅对奶酪口味的适应起着消费者教育作用）、膳食营养结构优化（对高营养价值的奶酪需求增长），人均奶酪消费量有较大增长空间。而对于企业而言，在市场处于导入期时，企业更多承担培育消费者的作用，共同把市场做大，实现竞合发展。

5. 盈利预测与估值

妙可蓝多从 2016 年借壳后开始专注做奶酪，2019Q1 奶酪收入占比高于液态奶，零售渠道增速高于餐饮。后期公司产品渠道品牌假设三管齐下，把握先发优势，有望持续受益于奶酪蓝海市场高增长：

- 1) **产品端**，公司于 2018 年上半年切入儿童奶酪市场，推出针对零售渠道的奶酪棒产品，2018 年全年即实现收入约 1 亿元（整体零售渠道约 1.5 亿元），2019 年在京东天猫 618 活动中奶酪棒位列同品类第一；
- 2) **渠道端**，公司 2018 年开始推进全国化，截至年底进入 5 万个终端，拥有 800 个奶酪经销商，2019 年区域扩张、渠道下沉继续推进，计划进入 10 万个终端，进一步下沉至三四线城市（目前公司在山东、河南、湖南以及部分广东地区下线城市市场动销以及整体铺货情况较好）；
- 3) **品牌建设端**，公司致力于成为国民奶酪品牌，2019 年 2 月起开始聚焦央视、分众传媒投入针对性营销广告，持续进行品牌建设；
- 4) **产能储备方面**，经测算，公司远期奶酪产能达 10 万吨，相较于目前的 3 万吨明显提升，公司未雨绸缪，目前在建产能为市场扩张提供保障，另外，随着奶酪产能利用率提升，产品毛利率也有望上行。

我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.031 元/股、0.286 元/股、0.649 元/股，2019-2020 年仍为公司市场开发阶段，费用投放较多，2021 年后市场开拓效果将逐步显现，公司整体净利率有望上行。我们采用 PS 估值法和 DCF 估值法，给予公司 19 年 PS 3.5 倍，合理价值 14.23 元/股，DCF 估值法下合理价值 14.94 元/股，两者取平均，综合给予合理价值 14.59 元/股，维持买入-A 投资评级。

表 10: 可比公司估值表

证券简称	股价	PE			PS			PB
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	目前
伊利股份	32.40	30.68	27.61	23.99	2.50	2.17	1.94	7.43
天润乳业	14.40	26.12	22.34	18.94	2.04	1.74	1.48	3.25
光明乳业	11.39	40.81	29.78	26.44	0.66	0.64	0.62	2.58
蒙牛乳业	32.70	32.98	23.25	21.79	1.46	1.30	1.19	3.97
天味食品	41.39	64.14	53.60	42.86	12.10	9.83	8.05	10.57
桃李面包	40.90	41.97	35.64	29.46	5.58	4.71	3.98	8.28
平均		39.45	32.04	27.25	4.06	3.40	2.88	6.01
妙可蓝多	11.06	-	-	38.60	3.70	2.72	2.02	3.71

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心; 注: 盈利预测采用 wind 一致预期.

表 11: DCF 估值法假设

关键性假设	数值
长期增长率	2.0%
无风险利率 Rf	3.20%
Beta	1.64
风险溢价 Rm-Rf	7.5%
股票贴现率 Ke	15.50%
税率	25%
债务利率 Kd	7.00%
WACC	13.50%

资料来源: wind, 安信证券研究中心

表 12: 主要盈利预测与假设

单位 (百万元)	2017	2018	2019	2020	2021
营业收入	979	1,223	1,663	2,235	3,003
其中					
奶酪	193	456	848	1,369	2,080
同比	40%	136%	86%	61%	52%
零售渠道	8	166	468	883	1,458
同比		1923%	183%	88%	65%
奶酪棒		100	370	740	1,258
同比			270%	100%	70%
其他		66	98	143	200
同比			50%	45%	40%
餐饮渠道	185	290	380	486	622
同比	42%	57%	31%	28%	28%
液态奶	425	468	515	566	623
同比	94%	10%	10%	10%	10%
乳品贸易	360	299	299	299	299
同比		-17%	0%	0%	0%
毛利率					
奶酪	34%	35%	39%	42%	44%
液体奶	33%	31%	31%	31%	31%
乳品贸易	4%	10%	10%	10%	10%

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

6. 附：日本奶酪发展概览

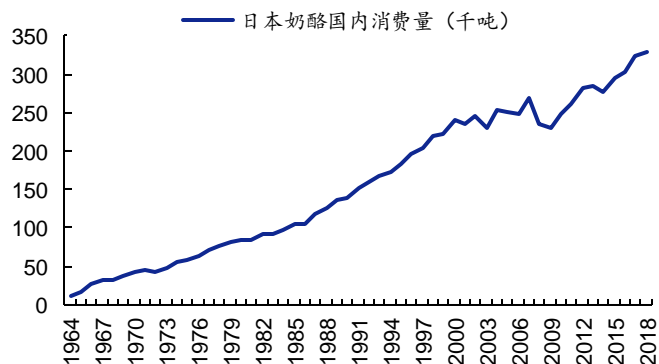
2018 年日本奶酪总消费量达 32.9 万吨，占全球奶酪消费量的 1.7%，人均消费量为 2.5 千克/人。2018 年日本奶酪自给率为 16.4%，是全球最大的奶酪进口国，占比达 23.2%。

下游消费看，零售、餐饮分别占比 41.2%、31.9%。根据《日本奶酪分布调查》，2017 年日本天然奶酪、再制奶酪分别占比 61%、39%，下游消费方面，零售、餐饮分别占比 41.2%、31.9%（餐饮仅包括烹饪食品企业、餐馆、外卖披萨），对于天然奶酪下游消费较分散，餐饮、零售业、乳品企业、糖果制造商消费量分别占比 38.4%、24.3%、10.5%，而对于再制奶酪，零售、餐饮消费占比 69%、21%。

日本奶酪生产与制作始于 1875 年，在 20 世纪 60-90 年代消费量大幅增长，近 10 年来维持相对稳定：

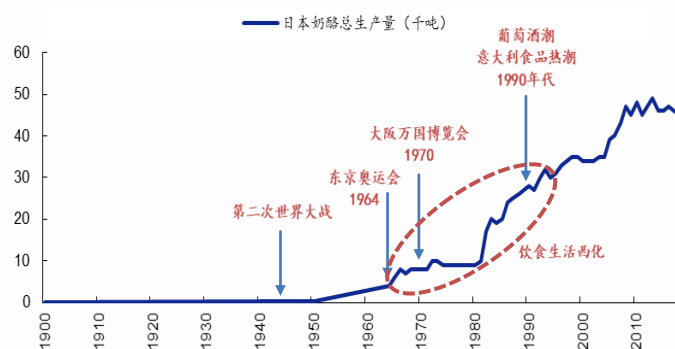
- 1875 年日本天然奶酪首次在北海道试生产。
- 20 世纪初，日本奶酪企业明治、雪印相继成立，1919 年明治乳业前身明治糖果的馆山工厂开始生产砖奶酪，1929 年雪印乳业前身北海道制酪组合联合会远浅工厂也开始生产奶酪。
- 1934 年日本开始生产再制奶酪。由于当时的日本冷藏技术、运输能力有限，需要保质期更长的产品；加上国民尚未形成奶酪消费习惯，人均年奶酪消费量仅 2g，适宜日本人口味的口感更温和的再制奶酪应运而生。
- 20 世纪 60 年代-90 年代再制奶酪、饮食西化推动日本奶酪消费。二次世界大战后日本与美国关系紧密，1964 年东京奥运会和 1970 年大阪万国博览会都使日本生活习惯逐渐西化，以及再制奶酪的推动，日本奶酪产量以及消费量均实现大幅增长。
- 90 年代后期由于对口味营养更高要求，1993 年天然奶酪消费量超过再制奶酪。
- 2018 年日本已成为全球奶酪最大的进口国，人均消费量达 2.5 千克。2018 年日本天然奶酪消费量占奶酪总消费量的 59.6%。根据日本农林省统计报告，日本国产天然奶酪主要种类有马苏里拉、切达、高达、卡门培尔等，蓝纹奶酪等气味较刺激的奶酪在日本也有一部分消费市场。

图 46：日本奶酪国内消费量在 20 世纪 60-90 年代大幅增长



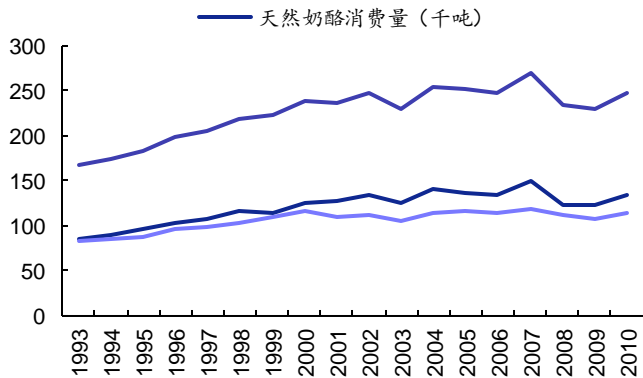
资料来源：美国农业部、安信证券研究中心

图 47：日本奶酪生产在 20 世纪 60-90 年代大幅增长



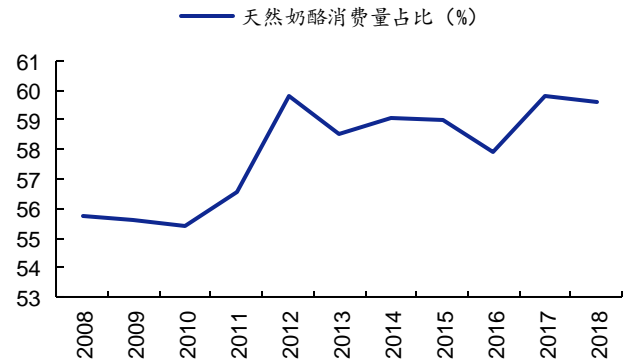
资料来源：美国农业部、安信证券研究中心

图48：1993年天然奶酪消费量超过再制奶酪



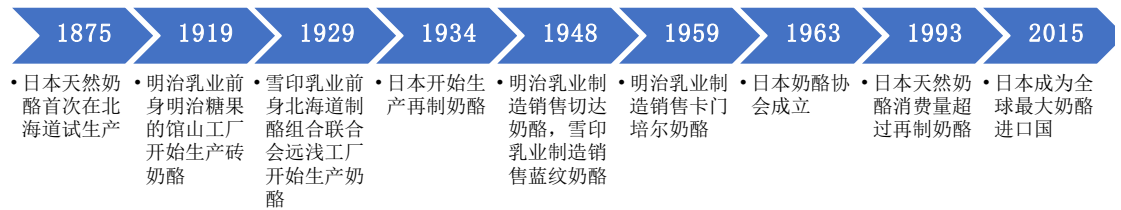
资料来源：日本奶酪协会、安信证券研究中心

图49：近几年日本国内天然奶酪消费量占比趋于稳定



资料来源：日本农林省、安信证券研究中心

图 50：日本奶酪发展史



资料来源：日本奶酪协会、《新食品工业》、安信证券研究中心

日本饮食文化发源于东方，而奶酪消费量较多主要源于：1) 明治政府推动全盘西化，包括饮食文化；2) 从儿童做起，学校供餐引入儿童奶酪；3) 日本粮食自给率低，进口食品中奶酪营养价值高，奶酪受青睐；4) 本土企业大力宣传奶酪营养价值并研制适合日本人民口味的奶酪，再制奶酪品类丰富。

- **明治政府推动：**根据日本乳业协会《牛奶和乳制品谱系在日本的传播》，明治维新时期日本政府制定国家营养战略，鼓励乳制品和肉类消费。明治5年国学家近藤芳树的《牛奶考·屠畜考》建议发展畜牧业；明治6年石黑忠惠《长生法》以天皇举例，建议国民消费肉类和乳制品；明治8年田中芳男《牧牛利用说》则建议国人从事奶农行业，并介绍瑞士奶酪的做法。
- **学校供餐引入奶酪培养奶酪饮食习惯。**1964年东京奥运会后，主要为日本学校供餐的SN食品公司创始人有吉义一认为日本与欧美运动员体格差距在于饮食内容，于1965年联合雪印乳业开发10g装小型“运动奶酪”，引入食堂供餐。

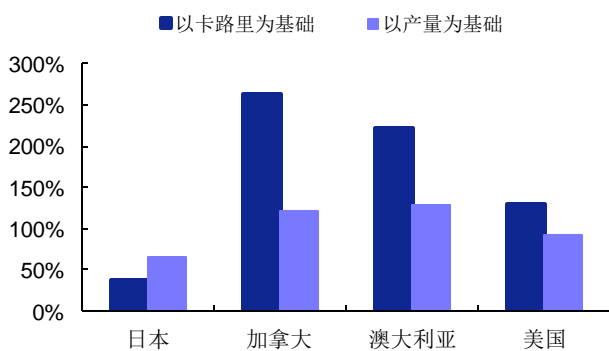
图 51：1965 年雪印乳业开发“运动奶酪”，引入食堂供餐



资料来源：SN 食品研究所、安信证券研究中心

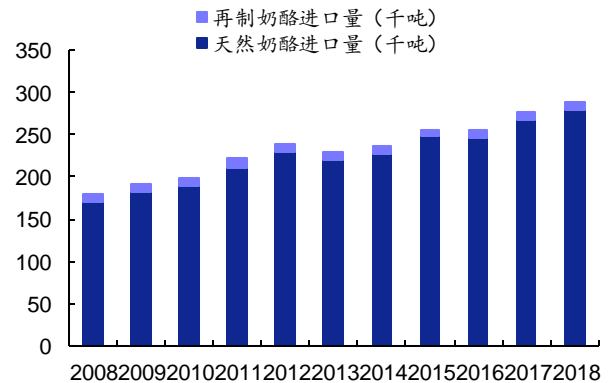
- **日本粮食自给率低。**根据日本农林省 2017 年统计年鉴和联合国粮食及农业组织调查数据，日本近 20 年以卡路里为基础的粮食自给率保持在 40%左右，以产量为基础的粮食自给率保持在 65%-70%左右。2017 年以卡路里为基础、以产量为基础的粮食自给率分别为 38%、65%，远低于加拿大的 264%、121%，澳大利亚的 223%、128%，美国的 130%、92%。另外，进口奶酪中以天然奶酪为主，主要源于日本进口再制奶酪关税极高。根据日本海关奶酪进口关税税率，作为再制奶酪原料的天然奶酪，如果其数量低于相同目的的国产奶酪产量的 2.5 倍时不征收关税，超过部分征收 29.8%关税。新鲜奶酪、冷冻奶酪和奶酪粉的进口关税是 22.4%，再制奶酪的进口关税则高达 40%。因此日本再制奶酪主要依靠进口天然奶酪如切达、高达奶酪等加工而成。

图 52：日本粮食自给率低



资料来源：日本农林省、联合国粮食及农业组织、安信证券研究中心

图 53：日本进口奶酪以天然奶酪为主



资料来源：日本农林省、安信证券研究中心

企业大力宣传奶酪并开发适合国民口味的奶酪产品。早在 20 世纪 30 年代乳日本乳业公司就在报纸上刊登奶酪产品的广告，宣传奶酪是高营养品，尤其适合儿童和用脑过度人群。另外，日本企业针对国民口味和需求开发加工本土奶酪：

- 雪印公司最早开发的“融化芝士片”，加热后比一般的切碎状奶酪更易拉丝，且保质期更长，由于 70-80 年代面包、外卖披萨等的普及，1987 年开始销售的“融化芝士片”消费量在 90 年代很快超过切碎状奶酪。
- 1995 年发售的“切片奶酪”不用刀即可轻松切片，根据日本奶酪普及协会调查，1998 年“切片奶酪”销量就超过了原本的厚奶酪，并逐渐取代其市场份额。

7. 风险提示

- 1) 行业竞争加剧，乳制品龙头聚焦奶酪行业，并发起价格战；
- 2) 公司产能投放不及预期；
- 3) 食品安全事故，影响公司品牌力。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	982.0	1,225.7	1,666.2	2,239.6	3,009.1	成长性					
减:营业成本	757.4	895.3	1,149.8	1,463.5	1,870.7	营业收入增长率	92.0%	24.8%	35.9%	34.4%	34.4%
营业税费	6.8	9.4	12.8	17.3	23.2	营业利润增长率	-174.4%	-23.3%	-478.1%	1150.3%	132.9%
销售费用	122.5	205.2	325.1	431.3	568.7	净利润增长率	-86.7%	148.7%	19.3%	824.2%	126.6%
管理费用	83.8	97.2	110.5	122.7	133.6	EBITDA 增长率	-31.0%	99.2%	35.1%	129.7%	82.8%
财务费用	34.8	56.8	41.6	31.4	28.3	EBIT 增长率	-56.0%	262.1%	68.9%	187.5%	99.8%
资产减值损失	1.1	6.3	3.0	3.0	3.0	NOPLAT 增长率	-179.2%	741.7%	-112.9%	189.3%	104.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	14.4%	29.3%	-6.4%	14.5%	4.7%
投资和汇兑收益	1.4	30.3	7.0	5.0	3.0	净资产增长率	1.4%	3.5%	10.7%	5.7%	20.1%
营业利润	-4.2	-3.2	12.1	151.4	352.6	利润率					
加:营业外净收支	1.2	1.7	2.0	2.0	2.0	毛利率	22.9%	27.0%	31.0%	34.7%	37.8%
利润总额	-2.9	-1.5	14.1	153.4	354.6	营业利润率	-0.4%	-0.3%	0.7%	6.8%	11.7%
减:所得税	-7.2	-12.2	1.4	36.0	88.6	净利润率	0.4%	0.9%	0.8%	5.2%	8.8%
净利润	4.3	10.6	12.7	117.3	265.9	EBITDA/营业收入	4.3%	6.8%	6.8%	11.6%	15.7%
						EBIT/营业收入	1.2%	3.5%	4.3%	9.2%	13.7%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	121	139	131	113	95
货币资金	807.1	635.8	769.6	713.1	849.0	流动资产周转天数	0	28	30	10	12
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动负债周转天数	388	336	267	209	176
应收账款	96.0	303.9	186.7	236.3	298.7	应收账款周转天数	34	59	53	34	32
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	36	43	43	41	39
预付账款	26.9	29.3	41.0	48.5	55.4	总资产周转天数	884	784	609	485	391
存货	126.1	163.3	232.7	271.4	373.0	投资资本周转天数	370	363	291	225	183
其他流动资产	45.3	56.4	50.9	50.9	52.7	投资回报率					
可供出售金融资产	362.3	199.0	280.7	239.8	260.2	ROE	0.4%	0.9%	0.9%	8.2%	15.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.2%	0.4%	0.4%	3.8%	7.7%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	-4.7%	-34.8%	3.5%	10.7%	19.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	371.4	572.4	642.1	758.9	821.8	销售费用率	12.5%	16.7%	19.5%	19.3%	18.9%
在建工程	193.4	66.4	83.2	141.6	95.8	管理费用率	8.5%	7.9%	6.6%	5.5%	4.4%
无形资产	121.5	114.1	107.8	101.4	95.0	财务费用率	3.5%	4.6%	2.5%	1.4%	0.9%
其他非流动资产	502.0	549.0	549.1	533.4	543.7	三费/营业收入	24.6%	29.3%	28.6%	26.1%	24.3%
资产总额	2,652.0	2,689.7	2,943.8	3,095.3	3,445.3	偿债能力					
短期债务	218.6	273.0	300.0	300.0	250.0	资产负债率	55.6%	54.7%	54.2%	54.0%	50.3%
应付账款	296.4	280.9	389.9	473.8	575.8	负债权益比	125.4%	120.8%	118.3%	117.2%	101.3%
应付票据	3.7	-	21.2	5.8	20.2	流动比率	1.92	1.04	1.21	1.16	1.36
其他流动负债	56.3	586.2	347.5	355.4	351.7	速动比率	1.70	0.90	0.99	0.92	1.05
长期借款	867.8	294.5	500.0	500.0	500.0	利息保障倍数	0.34	0.75	1.73	6.58	14.58
其他非流动负债	32.6	36.9	36.9	35.5	36.5	分红指标					
负债总额	1,475.5	1,471.5	1,595.5	1,670.5	1,734.2	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	410.6	409.8	409.8	409.8	409.8	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	826.8	844.1	938.5	1,015.0	1,301.4						
股东权益	1,176.6	1,218.2	1,348.3	1,424.8	1,711.1						

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标					
净利润	4.3	10.6	12.7	117.3	265.9	EPS(元)	0.01	0.03	0.03	0.29	0.65
加:折旧和摊销	31.2	41.7	40.8	52.2	60.4	BVPS(元)	2.87	2.97	3.29	3.48	4.18
资产减值准备	1.1	6.3	-	-	-	PE(X)	1,058.6	425.7	356.9	38.6	17.0
公允价值变动损失	-	1.2	-	-	-	PB(X)	3.8	3.7	3.4	3.2	2.6
财务费用	66.9	81.2	41.6	31.4	28.3	P/FCF	22.7	-14.2	46.2	-62.7	31.0
投资损失	-1.4	-30.3	-7.0	-5.0	-3.0	P/S	4.6	3.7	2.7	2.0	1.5
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	87.0	39.7	39.8	17.8	9.3
营运资金的变动	-190.4	-38.0	19.0	-5.1	-69.4	CAGR(%)	201.6%	192.4%	-26.2%	201.6%	192.4%
经营活动产生现金流量	-38.6	86.8	107.1	190.9	282.3	PEG	5.3	2.2	-13.6	0.2	0.1
投资活动产生现金流量	-346.8	-79.9	-45.7	-175.2	-88.4	ROIC/WACC	-0.4	-2.6	0.3	0.8	1.4
融资活动产生现金流量	405.1	-170.7	72.4	-72.3	-57.9	REP	-9.7	-0.9	13.4	3.9	2.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

苏铖声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。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, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵		
	王银银		
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣			niexin1@essence.com.cn
杨萍			
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034