

证券研究报告—深度报告

食品饮料

食品

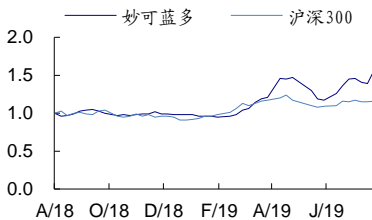
妙可蓝多(600882)

买入

合理估值: 16.7-17.4 元 昨收盘: 14.12 元 (维持评级)

2019年10月29日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	410/406
总市值/流通(百万元)	4,984/4,941
上证综指/深圳成指	2,945/9,349
12个月最高/最低(元)	12.17/6.88

证券分析师: 陈梦瑶

电话: 18520127266  
E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001

证券分析师: 郭尉

电话: 15210587234  
E-MAIL: guowei1@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518100001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

打造奶酪大单品, 成就冠军之路

● 转型奶酪成效显著, 奶酪棒单品爆发

2017年公司启动奶酪零售战略, 2018年进行全国化渠道建设, 推出重磅零售新品奶酪棒, 打造出过亿大单品, 2019年公司开启品牌全面建设。奶酪行业欣欣向荣, 加上公司聚焦奶酪发展和较为积极的战略, 奶酪棒单品获爆发增长, 使得公司业务取得快速增长。

● 奶酪行业需求空间大, 发展前景广阔

奶酪营养价值高, 将是中国未来奶制品消费升级突破口之一。目前, 全球奶酪消费最高的欧盟国家年人均消费量达 18.7 公斤。日韩人均奶酪消费量也达 2-3 公斤, 而我国年人均奶酪消费量仅 0.1 公斤, 根据 Euromonitor 预测, 2020 年我国奶酪销售规模将达到 86 亿元, 2028 年人均奶酪消费量将达到 0.5 千克。格局来看, 国内市场进口品牌占据主导, 份额仍较分散, CR5 仅 53%, 品牌化消费趋势日趋明显, 妙可蓝多等新势力品牌青睐度加强。

● 产品创新, 渠道多元渗透, 品牌力不断培育

公司奶酪业务具有先发优势, 通过加大新品开发、顺应市场需求, 优化产品结构, 进行渠道扁平化改造, 加大品牌建设投入力度, 进一步强化奶酪领域的优势。渠道端, 餐饮+零售全面拓展渠道, 线上品牌优势不断建立, 与国际知名 IP 进行深度合作、开启广告宣传, 品牌营销再上新台阶。整体产能充分, 原材料全球采购保证品质, 支撑中长期奶酪及液奶业务发展。

● 风险提示

新业务增速放缓; 行业竞争风险; 原材料价格波动风险。

● 维持“买入”评级

我们认为公司充分受益奶酪业务发展空间, 随着规模提升, 费效比及整体盈利能力有望上移, 在巩固电商渠道奶酪销售领先地位的同时, 开发多种现代化通路和面向终端零售的新型奶酪产品, 2019 年加大品牌宣传推广与营销投入, 效果有望逐步体现, 不断提高公司市场占有率和品牌影响力, 公司管理层激励充分, 限制性股票激励计划及员工持股有利于提升团队士气和积极性。维持预测 2019-2021EPS 为 0.09/0.37/0.60 元, 现价对应 161/39/24 倍 PE, 综合绝对估值及相对估值, 一年期目标估值区间 16.7-17.4 元, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,226	1,684	2,304	3,027
(+/-%)	24.8%	37.4%	36.8%	31.4%
净利润(百万元)	11	36	150	246
(+/-%)	148.7%	235.5%	319.3%	64.2%
摊薄每股收益(元)	0.03	0.09	0.37	0.60
EBITMargin	1.5%	4.9%	9.8%	11.6%
净资产收益率(ROE)	0.9%	2.8%	10.7%	14.9%
市盈率(PE)	527.3	160.9	38.6	23.5
EV/EBITDA	108.7	46.1	23.3	16.7
市净率(PB)	4.09	3.98	3.55	3.02

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 内容目录

<b>投资摘要</b> .....	<b>4</b>
估值与投资建议.....	4
核心假设与逻辑.....	4
与市场的差异之处.....	4
股价变化的催化因素.....	4
核心假设或逻辑的主要风险.....	4
<b>估值与投资建议</b> .....	<b>5</b>
绝对估值法：14.08-21.62 元.....	5
敏感性分析.....	5
相对估值法：16.7-17.4 元.....	6
投资建议.....	6
<b>公司转型奶酪战略成效显著</b> .....	<b>7</b>
<b>奶酪行业发展空间广阔</b> .....	<b>9</b>
<b>中国奶酪市场竞争格局分散</b> .....	<b>12</b>
<b>公司优势：产品创新+渠道拓展+品牌开拓</b> .....	<b>13</b>
<b>投资建议</b> .....	<b>20</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>21</b>
新业务增速放缓.....	21
行业竞争风险.....	21
原料价格波动风险.....	21
运营管理风险.....	21
公共安全事件的风险.....	21
估值风险.....	21
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	<b>22</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>23</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>23</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>23</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>23</b>

## 图表目录

图 1: 公司发展概况.....	7
图 2: 2014-2019H1 公司营业收入.....	7
图 3: 2014-2019H1 公司归母净利润.....	7
图 4: 2019H1 奶酪业务收入占比达 48%.....	8
图 5: 公司主要产品.....	8
图 6: 奶酪是乳制品消费的最高形态.....	10
图 7: 奶酪主要营养成分远高于鲜奶、酸奶等饮品.....	10
图 8: 国内奶酪人均消费量与国外差距明显.....	11
图 9: 2018 年奶酪消费占乳制品比例.....	11
图 10: 中国奶酪消费量.....	11
图 11: 2010-2018 年中国乳制品消费比例.....	11
图 12: 中国奶酪行业产量及增速.....	12
图 13: 中国奶酪进口依赖度（进口量占消费量比）.....	12
图 14: 国内奶酪市场仍较分散.....	12
图 15: 公司奶酪餐饮产品组合.....	13
图 16: 中国餐饮业营业额(亿元).....	14
图 17: 中国餐饮业餐饮营业面积(万平方米).....	14
图 18: 我国 0-14 岁人口结构占总人口比例.....	14
图 19: 公司主要零售产品.....	14
图 20: 妙可蓝多奶酪棒与竞品对比.....	15
图 21: 徐福记发展史.....	15
图 22: 喜之郎明星果冻产品.....	16
图 23: 公司营销网络.....	17
图 24: 公司取得“618”京东、天猫奶酪品类双冠王.....	17
图 25: “妙可蓝多”经销商数量.....	18
图 26: 积极品牌宣传培育市场.....	18
图 27: 妙可蓝多广告宣传战略成果显著.....	19
图 28: “妙可蓝多”产能充分.....	19
图 29: “妙可蓝多”产能充分.....	20
图 30: “妙可蓝多”产能充分.....	20
表 1: 绝对估值假设.....	5
表 2: 绝对估值假设.....	5
表 3: 敏感性分析.....	6
表 4: 估值与可比公司比较.....	6
表 5: 海外知名奶酪企业发展历程.....	16
表 6: 公司盈利预测.....	21

## 投资摘要

### 估值与投资建议

我们认为公司充分受益奶酪业务发展空间，随着规模提升，费效比及整体盈利能力有望上移，在巩固电商渠道奶酪销售领先地位的同时，开发多种现代化通路和面向终端零售的新型奶酪产品，2019年加大品牌宣传推广与营销投入，效果有望逐步体现，不断提高公司市场占有率和品牌影响力，公司管理层激励充分，限制性股票激励计划及员工持股有利于提升团队士气和积极性。维持预测2019-2021EPS为0.09/0.37/0.60元，现价对应161/39/24倍PE，综合绝对估值及相对估值，一年期目标估值区间16.7-17.4元，维持“买入”评级。

### 核心假设与逻辑

第一，公司转型奶酪战略成效显著。2017年公司启动奶酪零售战略，2018年进行全国化渠道建设，推出重磅零售新品奶酪棒，打造出过亿大单品，2019年公司开启品牌全面建设，奶酪业务欣欣向荣，助推公司业绩快速增长。

第二，奶酪行业需求空间大，发展前景广阔。奶酪营养价值高，将是中国未来奶制品消费升级突破口之一。目前，全球奶酪消费最高的欧盟国家年人均消费量达18.7公斤。日韩人均奶酪消费量也达2-3公斤，而我国年人均奶酪消费量仅0.1公斤，根据Euromonitor预测，2020年我国奶酪销售规模将达到86亿元，2028年人均奶酪消费量将达到0.5千克。格局来看，国内市场进口品牌占据主导，份额仍较分散，CR5仅53%，品牌化消费趋势日趋明显，妙可蓝多等新势力品牌青睐度加强。

第三，公司产品创新，渠道多元渗透，品牌力不断培育。公司奶酪业务具有先发优势，通过加大新品开发、顺应市场需求，优化产品结构，进行渠道扁平化改造，加大品牌建设投入力度，进一步强化奶酪领域的优势。渠道端，餐饮+零售全面拓展渠道，线上品牌优势不断建立，与国际知名IP进行深度合作、开启广告宣传，品牌营销再上台阶。整体产能充分，原材料全球采购保证品质，支撑中长期奶酪及液奶业务发展。

### 与市场的差异之处

市场认为公司奶酪棒单品增速爆发增长后可能面临发展瓶颈，持续性不足。我们通过分析妙可蓝多开发奶酪棒多种现代化通路和面向终端零售的开发策略，并以最新数据分析国内奶酪行业格局表明公司近年份额快速提升、明年有望冲击行业前3具备成为奶酪龙头或长期集聚效应，前期品牌宣传推广与营销投入效果体现，收入及业绩持续高速提升可能性较大。

### 股价变化的催化因素

奶酪棒年末旺季及春节终端动销及线上增速表现；2B奶酪业务客户拓展进度。

### 核心假设或逻辑的主要风险

新业务增速放缓；行业竞争风险；原材料价格波动风险；运营管理风险；公共安全事件的风险；估值风险。

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值法：14.08-21.62 元

我们采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，根据以下假设得出公司合理股价为 14.08-21.62 元，估值中枢为 17.17 元。

**表 1: 绝对估值假设**

估值假设	合理值	参考值
无杠杆 Beta	1.00	1.00
无风险利率	3.00%	3.00%
股票风险溢价	7.50%	7.50%
公司股价	14.65	14.65
发行在外股数	410	410
股票市值(E, 百万元)	4987	4987
债务总额(D, 百万元)	1295	1295
Kd	6.00%	6.00%
T	10.00%	10.00%
Ka	10.50%	10.50%
有杠杆 Beta	1.18	1.18
Ke	11.86%	11.86%
E/(D+E)	79.39%	79.39%
D/(D+E)	20.61%	20.61%
WACC	10.53%	10.53%

资料来源:国信证券经济研究所预测

**表 2: 绝对估值假设**

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	TV
EBIT	81.9	226.6	349.7	514.9	644.8	807.1	969.5	1,164.3	1,339.6	1,541.2	
所得税税率	30.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	
EBIT*(1-所得税率)	57.3	176.8	272.8	401.6	502.9	629.6	756.2	908.1	1,044.9	1,202.2	
折旧与摊销	64.5	68.9	74.0	79.8	86.0	92.7	99.6	113.2	129.1	139.6	
营运资金的净变动	(95.2)	(129.7)	(144.6)	(183.1)	(191.8)	(239.9)	(240.0)	(286.9)	(259.9)	(298.6)	
资本性投资	(120.0)	(120.0)	(120.0)	(121.0)	(121.0)	(121.0)	(121.0)	(121.0)	(121.0)	(121.0)	
FCFF	(93.4)	(4.0)	82.2	177.3	276.2	361.3	494.8	613.4	793.1	922.1	17,584.5
PV(FCFF)	(84.5)	(3.3)	60.9	118.9	167.6	198.4	245.9	275.8	322.7	339.6	6,475.4
核心企业价值	8,117.4										
减: 净债务	1,082.6										
股票价值	7,034.8										
每股价值	17.17										

资料来源: 国信证券经济研究所预测

### 敏感性分析

我们对公司股价进行敏感性分析，该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析，假设折现率和永续增长率变化值分别为 $\pm 0.2\%$ 。

**表 3: 敏感性分析**

<b>17.17</b>	10.1%	10.3%	<b>10.51%</b>	10.7%	10.9%
5.6%	21.62	20.36	19.20	18.14	17.16
5.4%	20.73	19.55	18.47	17.47	16.55
5.2%	19.91	18.81	17.79	16.86	15.99
<b>5.0%</b>	19.15	18.12	<b>17.17</b>	16.28	15.46
4.8%	18.45	17.48	16.59	15.75	14.97
4.6%	17.80	16.89	16.04	15.25	14.51
4.4%	17.20	16.34	15.53	14.78	14.08

资料来源: 国信证券经济研究所预测

### 相对估值法: 16.7-17.4 元

我们选取伊利股份、蒙牛乳业等液奶公司作为比较对象。从 PE 角度看公司估值, 目前可比公司 2019 年平均 PE 为 25 倍, 而公司 2019 年 PE 为 159 倍, 由于 2017-2019 年仍处于费用投入期, 奶酪棒的业务等爆发增长有望带动后续公司收入业绩的快速提升, 短期估值水平有一定波动, 看好中长期业绩快速提升, 从 PEG 的角度来看, 假如以 2019 年为基准, 我们预计妙可蓝多未来三年业绩复合增速 112%, 而伊利及蒙牛复合增速分别为 10%/13%, 则妙可蓝多/伊利/蒙牛 PEG 分别为 1.5/2.4/2.1, 从成长性来看妙可蓝多具备更大空间。综合考虑公司业绩短期爆发潜力及中长期奶酪业务的成长潜力, 我们认为给予公司 45-47 倍 PE 是合理的, 2020 年的合理价格区间为 16.7-17.4 元。

**表 4: 估值与可比公司比较**

公司名称	当前股价 2019/10/28	市值 (亿元)	投资评级	PE			EPS		
				18	19E	20E	18	19E	20E
妙可蓝多	14.15	58	买入	527.3	160.9	38.6	0.03	0.09	0.37
可比公司									
蒙牛乳业	31.95	1256	买入	36.7	27.8	24.2	0.87	1.15	1.32
伊利股份	27.61	1683	买入	26.0	23.4	21.4	1.06	1.18	1.29
可比公司平均				31.4	25.6	22.8			

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测并整理, 蒙牛乳业单位为港元

### 投资建议

综合绝对估值法及相对估值法结论, 我们认为公司股票价值在 16.7-17.4 元之间, 2020 年动态市盈率分别为 45 倍和 47 倍, 相对于公司目前股价有 18%-23% 溢价空间。我们认为, 公司以奶酪棒为代表的零售奶酪产品呈现爆发增长态势, 随着品牌建设元年全面开启以及产品力、渠道力的持续增强, “妙可蓝多”正逐步成长为中国家喻户晓的国民奶酪品牌, 随着规模提升, 费效比及整体盈利能力有望持续上移。维持“买入”评级, 建议现价买入。

## 公司转型奶酪战略成效显著

公司前身为广泽乳业，从 2008 年开与法国保健然开展合作，进军奶酪行业。2015-2016 年公司转型加大力度发展奶酪，收购天津妙可蓝多并完成重组上市，今年公司名称由“上海广泽食品科技股份有限公司”变更为“上海妙可蓝多食品科技股份有限公司”，证券简称相应由“广泽股份”变更为“妙可蓝多”，由此，公司的战略布局可见一斑。同时，在公司的一系列资产重组之后，公司的实际控制人仍然是柴琇。截至 2019 年上半年，公司第一大股东为柴琇，持股 18.22%，兴业信托计划持股 8.74%，为员工持股平台，公司治理架构清晰完善。

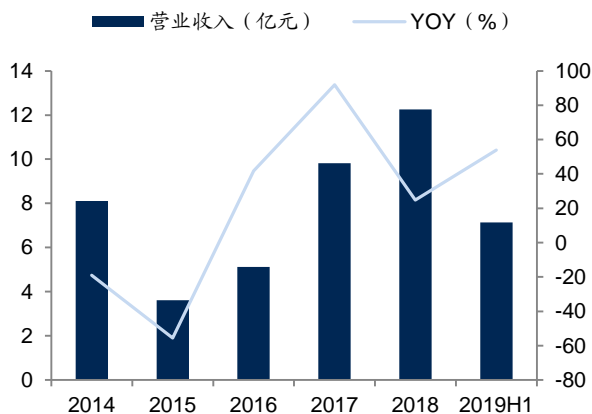
图 1：公司发展概况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

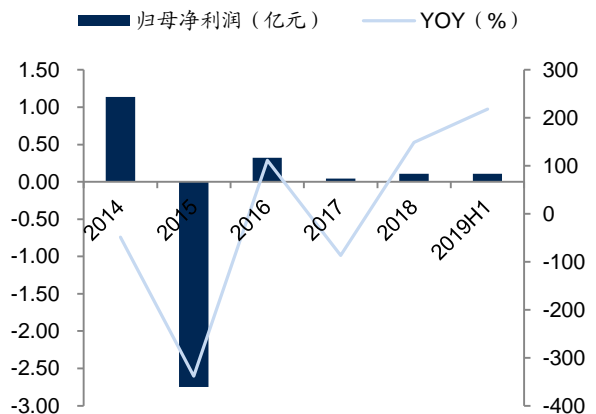
公司进军奶酪市场之后，首先发力餐饮渠道，主力产品马苏里拉奶酪由于优良特性深受客户认可，尤其在线上销售占据领先地位。2017 年公司启动奶酪零售战略，2018 年进行全国化渠道建设，加快以奶酪为核心的特色乳制品战略布局，推出重磅零售新品奶酪棒，打造出过亿大单品，2019 年公司开启品牌全面建设。奶酪行业欣欣向荣，加上公司聚焦奶酪发展和较为积极的战略，从而使公司业务取得快速增长，公司 2019 年 H1 实现营收 7.14 亿元同增 53.82%，归母净利润 1073 万元同增 218.4%，营收保持快速增长，转型战略成效显著

图 2：2014-2019H1 公司营业收入



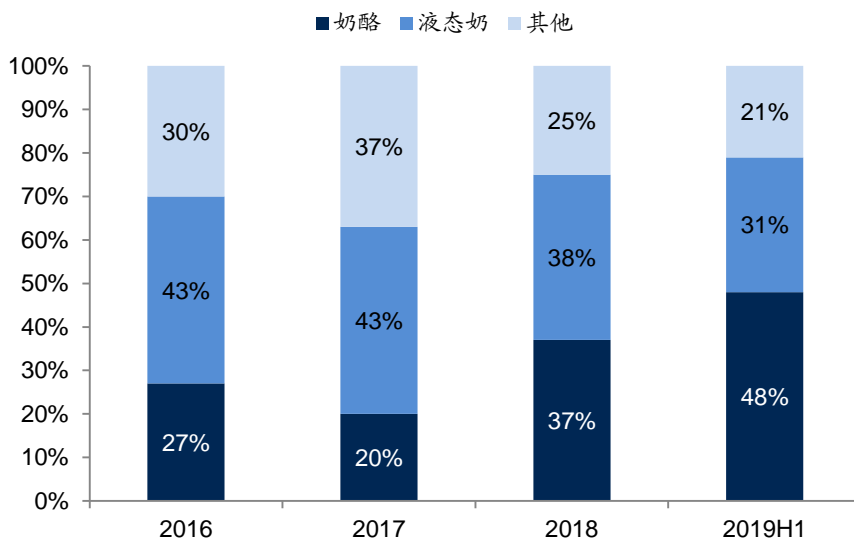
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：2014-2019H1 公司归母净利润



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 2019H1 奶酪业务收入占比达 48%



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**产品体系日趋丰富。**公司主营业务中除奶酪外，还有液态奶等特色乳制品的研发、生产和销售，同时公司也从事以奶粉、黄油为主的乳制品贸易业务。公司生产产品包括马苏里拉奶酪、新鲜奶酪、儿童成长杯、奶酪风味酸乳、芝士片、奶油芝士、奶酪酱、纯牛奶、风味发酵乳、酸奶饮品等，去年公司新推出了以奶酪棒、鳕鱼奶酪等为代表的零售及儿童系列奶酪产品，以及以手撕奶酪为代表的原制奶酪产品。公司现有产品均直接或者间接供消费者食用，其中奶酪产品可以进一步细分为即食类奶酪系列、厨房类奶酪系列和餐饮工业原料系列。公司主要贸易产品包括奶粉、黄油、奶酪、植物油脂等。

图 5: 公司主要产品

奶酪



奶酪棒  
鳕鱼奶酪、  
手撕奶酪  
等创新型  
产品





牛奶



餐饮产品



零食产品



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

## 奶酪行业发展空间广阔

奶酪是乳制品消费的最高形态。乳制品营养成分高但不易保存的特性使其发展受制于社会的物流条件、包装水平等因素，随着经济社会的发展，各国乳制品消费的发展历程大致可归纳为三个阶段：奶粉—液态奶—奶酪和黄油。中国目前仍处于以液态奶消费为主的阶段：由于我国区域发展不平衡，液态奶在不同地区的渗透率差异较大，发达城市液态奶的渗透率接近发达国家，乳制品消费形态整逐渐转向第三阶段，但大多数城市液态奶渗透率仍有提升空间。但液态奶销量明显放缓：2018 年我国液态奶消费量分为 3290 万吨，同比增 1.1%，2018 年人均液态奶消费量 23.57 千克/人，同比增 0.7%。

图 6：奶酪是乳制品消费的最高形态



资料来源：国信证券经济研究所整理

**奶酪营养丰富，消费价值高。**随着消费水平提升和对营养健康生活方式的追求，奶酪受到国内越来越多消费者的认可。奶酪又称芝士、干酪、乳酪或起司，是生鲜乳在发酵剂与凝乳酶作用下发生凝固并经成熟而制成的固态乳制品，每 1 公斤奶酪由约 10 公斤的牛奶浓缩而成，可谓“牛奶的精华”、“奶中黄金”。奶酪含有丰富的蛋白质、钙、脂肪、磷和维生素等营养成分，其蛋白质含量是牛奶的 8-10 倍，钙奶的 6-8 倍，而经过乳酸菌等微生物及酶的作用，同样适合患有乳糖不耐症的消费者食用。由于奶酪丰富的口感和使用场景，在喜茶、奈雪的茶等众多茶饮、烘焙网红产品均有包含，愈来愈多的零食产品也开始推出芝士口味，均在潜移默化地影响消费者心智。

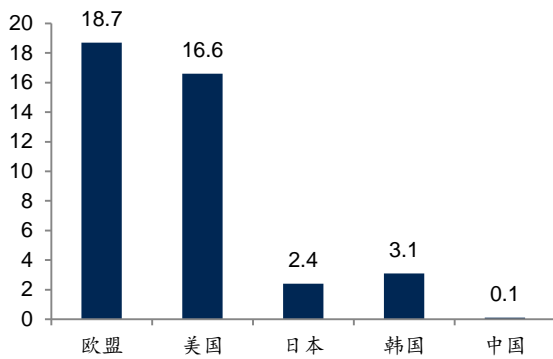
图 7：奶酪主要营养成分远高于鲜奶、酸奶等饮品

每 100g 乳品主要营养成分	单位	奶酪	鲜奶	酸奶
热量	大卡	328	54	72
蛋白质	克	25.7	3	2.5
脂肪	克	23.5	3.2	2.7
碳水化合物	克	3.5	3.4	9.3
胆固醇	毫克	11	15	15
维生素 A	微克	152	24	26
烟酸	毫克	0.6	0.1	0.2
钙	毫克	799	104	118
磷	毫克	326	73	85
钠	毫克	584.6	37.2	39.8
镁	毫克	57	11	12
钾	毫克	6.97	0.42	0.53

资料来源：国信证券经济研究所整理

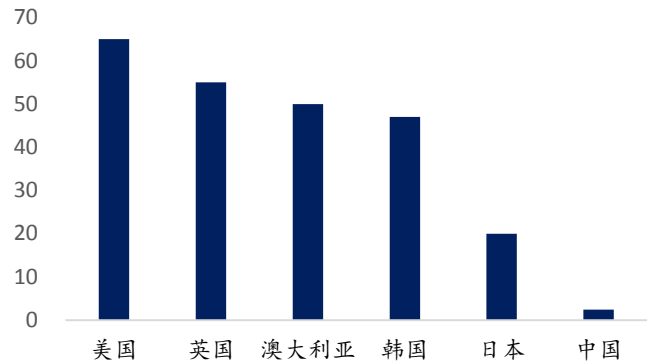
国际市场上，尤其是发达国家，奶酪消费量很大，中国的奶酪消费市场仍处于起步阶段，未来潜力巨大。与有着食用奶酪传统的西方国家相比，我国奶酪产业起步晚、规模小。目前，全球奶酪消费最高的欧盟国家年人均消费量达 18.7kg。美国奶酪人均消费量 16.6kg/人同为亚洲国家的日本和韩国，年人均奶酪消费量已分别达 2.4kg 和 3.1kg 公斤，而我国年人均奶酪消费量仅 0.1 公斤。在奶业发达国家，奶酪属于日常饮食，品种丰富多样，占乳制品消费总量的 60%，日本和韩国的奶酪消费占乳制品比例也分别达到了 20%和 47%，但中国不到 5%。

图 8: 国内奶酪人均消费量与国外差距明显



资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所整理

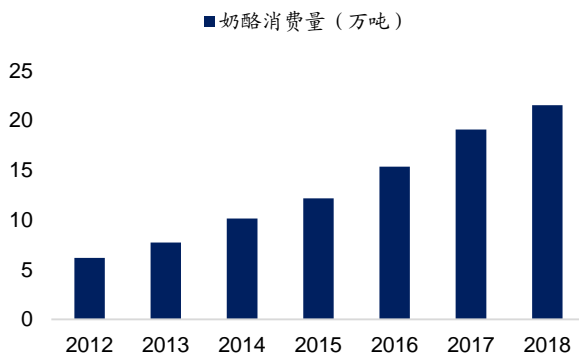
图 9: 2018 年奶酪消费占乳制品比例



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

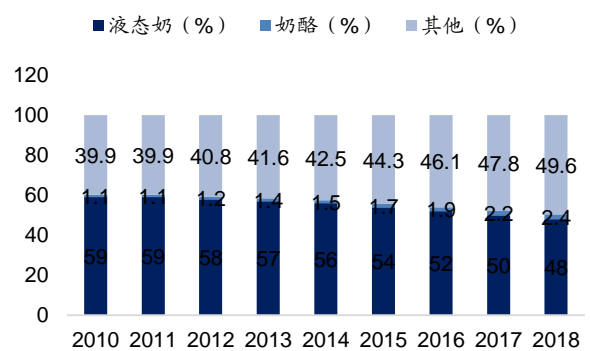
随着中国居民的消费升级，奶酪产品市场可观。目前，液态奶是中国居民的主要乳制消费品，消费量占比过半，但有逐年下降趋势；奶酪在居民乳制品消费中占比很低，但是随着居民对营养健康的重视，奶酪的消费量逐年递增，在乳制品消费占比也成上升趋势。随着经济社会的发展，中国居民的消费升级，预计未来有很大上升空间。

图 10: 中国奶酪消费量



资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图 11: 2010-2018 年中国乳制品消费比例



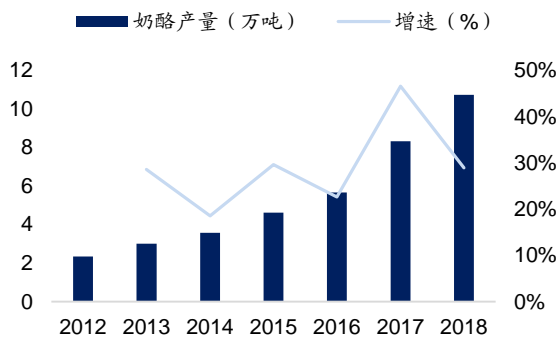
资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

我国奶酪消费局限于高端消费群体和少数民族聚居地，与国外大众化消费相比仍有很大差距。随着消费升级以及奶酪营养价值逐渐被认识，我国奶酪消费人群和人均消费量有望不断增加，国内新生代对奶酪的消费习惯正在快速培育，80、90 后父母思维方式更为开放，对子女营养补充选择更加多元，奶酪作为营养物质丰富的乳制品，非常适合儿童食用。因此，儿童奶酪也逐渐成为奶酪市场的主流发展品类。根据中国农业科学院发布的《2019-2028 年中国奶制品市场展望报告》，95 后消费新群体对奶酪、黄油等干奶制品需求量增长较快，奶酪将是中国未来奶制品消费引导的突破口之一，加上奶酪校园推广行动的实施，2028 年人均奶酪消费量有望达到 0.5 千克，是目前消费水平的 5 倍，根据 Euromonitor 预测，2020 年我国奶酪销售规模将达到 86 亿元。农业农村部副部长于康震亦表示“一杯牛奶强壮一个民族，一块奶酪兴盛一个产业”要把奶酪培育成乳制品新的消费增长点，让消费者从“喝奶”向“吃奶”转变。

## 中国奶酪市场竞争格局分散

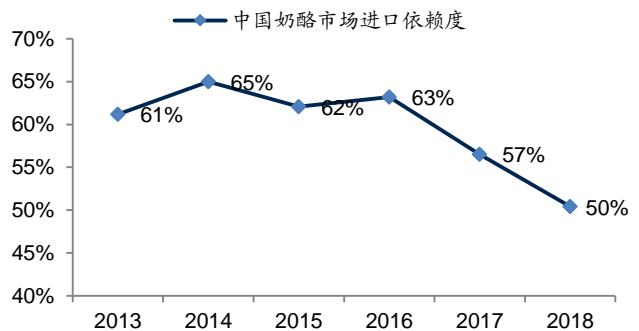
进口品牌占据主导，国产奶酪占比逐年上升。目前国产奶酪年产量虽逐年上升，但是市场上过半的奶酪消费仍依赖进口，进口连续 13 年增长，2018 年进口量达到 10.8 万吨，同比增长 0.4%，进口金额为 5.1 亿美元，同比增长 3.1%。比较而言，中国奶酪出口量极少，2018 年仅 189 吨。但是随着中国奶酪市场的打开，越来越多的中国企业进入奶酪市场，中国奶酪产量增速呈上升趋势，进口奶酪占奶酪消费量比例逐年下降，进口依赖日益减少。

图 12：中国奶酪行业产量及增速



资料来源：前瞻产业网、国信证券经济研究所整理

图 13：中国奶酪进口依赖度（进口量占消费量比）

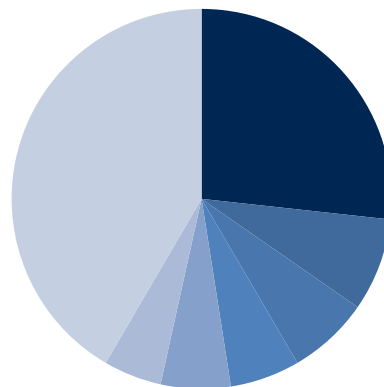


资料来源：前瞻产业网、国信证券经济研究所整理

国内有产量企业较少，格局仍较分散，妙可蓝多份额有望提升。中国奶酪市场潜力巨大，但国内有产量企业不到 20 家，奶酪消费主要依靠贴牌进口或进口加工来满足国内需求，国产奶酪厂商间竞争尚不激烈，相互合作拓展国内奶酪市场，国内奶酪行业尚处于快速成长过程中，因此市场格局比较分散，2017 年数据显示行业 CR5 仅 52.6%，市占率排名前 5 均为国外品牌，百吉福市占率 27.2% 来自法国保健然，第二安佳来自恒天然，第三乐芝牛来自法国贝勒集团，第四总统来自拉克塔利斯，第五名卡夫，妙可蓝多排名第六，经历奶酪行业 18-19 年爆发性翻倍增长，预计 2018-2019 年妙可蓝多有望进入行业前三。

图 14：国内奶酪市场仍较分散

■百吉福 ■安佳 ■乐芝牛 ■总统 ■卡夫 ■妙可蓝多 ■其他



资料来源：前瞻产业网、国信证券经济研究所整理

国有乳制品企业积极布局奶酪市场。目前，除妙可蓝多以外，包括蒙牛、光明、三元在内的多家乳企都在积极布局奶酪市场，头部企业的加入可以在零售端教

育消费者，扩大整体市场规模，以产促消。

蒙牛 2008 年就在内蒙古和林格尔布局奶酪工厂。2018 年，蒙牛在奶酪零售市场品牌占有率居国产品牌前三名，自产黄油产品居国产品牌首位。2019 年，蒙牛与欧洲最大的乳品公司阿拉成立奶酪合资公司，加大奶酪生产投入。

三元食品是国内首个拥有自主加工奶酪生产技术的厂家，在 1983 年就开展了奶酪制作培训，并于 1986 年生产出国内第一块奶酪。目前，三元食品拥有华北地区最大的奶酪生产基地，年产量达 1 万吨以上，是麦当劳、肯德基在中国区域最大的奶酪片供应商。2018 年，三元食品餐饮用奶酪销量达 5000 多吨。

**品牌化消费趋势日趋明显，新势力品牌得到青睐。**根据凯度消费者指数与贝恩咨询联合发布的《2018 年中国购物者报告》，本土奶酪新生势力品牌日益壮大，不断地从本土和外资品牌手中夺取市场份额，仅占市场份额约 6% 的本土新生势力品牌，对所属品类销售额增长的贡献高达 20%。在入围的 20 个食品饮料新势力品牌中，妙可蓝多成为奶酪品类的代表。

## 公司优势：产品创新+渠道拓展+品牌开拓

**公司奶酪业务具有先发优势，新品创新持续打开市场。**

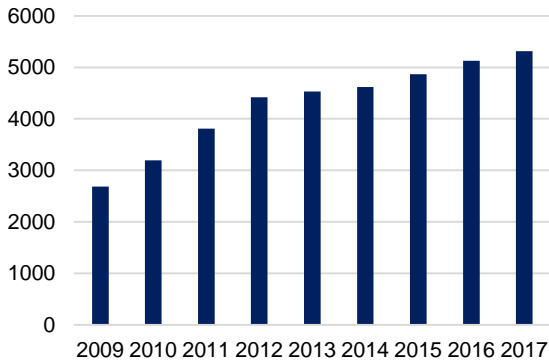
公司在餐饮渠道具备较为明显的品牌和产品优势。餐饮工业作为公司的传统优势领域，上半年继续深耕强化，在马苏里拉品类领跑的同时，公司加强了芝士片、奶油芝士、黄油、稀奶油等产品的开发及推广，不断丰富产品组合，力争为客户提供一站式采购需求，稳定的产品品质、出色的定制化能力以及领先的研发能力，极大地增强了客户粘性，继续获得诸如萨莉亚、达美乐、海底捞、全家 FamilyMart、罗森 LAWSON、面包新语、85 度 C、多乐之日、吉野家等知名餐饮烘焙连锁青睐外，19 年 H1 又新开拓出了汉堡王、星巴克、瑞幸咖啡等终端用户。未来随着人们生活消费水平的提高，西式饮食逐步渗入国内市场，据统计在我国 30 多个省市中都有西餐企业，60% 以上的地级城市也有西餐，西餐业的网点发展更是到了像云南丽江、西藏拉萨、宁夏银川等偏远地区。2018 年末，西餐厅从业人员超过 250 万人，餐饮业法人企业数超过 27000 家，营业额超过 4800 亿元，餐饮营业面积超过 6000 万平方米，预计在西式消费兴起的阶段，公司餐饮端的优势将进一步渗透巩固。

图 15：公司奶酪餐饮产品组合



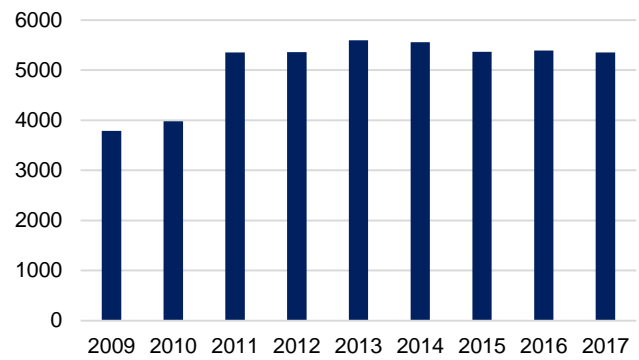
资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图 16: 中国餐饮业营业额(亿元)



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

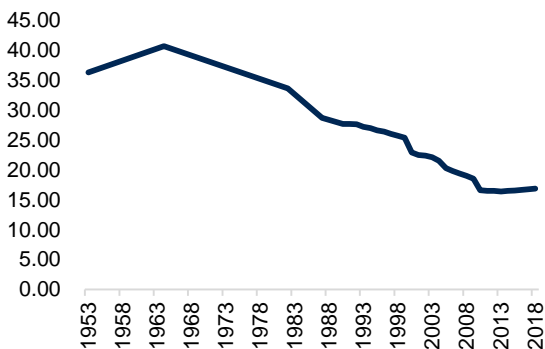
图 17: 中国餐饮业餐饮营业面积(万平方米)



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

以儿童棒棒奶酪为突破口拓展零售渠， “从小”培养奶酪消费意识。随着近年来中国人口老龄化问题的加重，国家开放二胎政策，我国 0-14 岁人口比例有所提升，在居民消费升级的大背景下，人们越来越重视新一代的营养问题。2017 年下半年公司开始以儿童棒棒奶酪为突破口拓展零售渠道， 奶酪棒、奶油芝士、芝士片、鳕鱼奶酪、手撕奶酪、稀奶油等产品也开始逐步走向全国市场，尤其是随着奶酪棒等重磅产品的推出及产品体系的丰富完善，助力公司在奶酪零售市场取得突破。

图 18: 我国 0-14 岁人口结构占总人口比例



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 19: 公司主要零售产品







资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

奶酪业务快速增长有效拉动公司业绩增长， 2018 年实现奶酪业务收入 4.56 亿元，同比增速 134.89%。2019 年上半年公司奶酪产品销售 3.4 亿同增 113.47%，占整体营收 47.8%，核心单品奶酪棒销售收入 1.66 亿元同增 449.38%，在奶酪业务中占比 48.7%；液态奶产品销售 2.19 亿，占整体营收 30.7%，剩余为贸易产品。期间内公司以奶酪棒为代表的零售奶酪产品呈现爆发增长态势，公司去年起拓展奶酪零售渠道，快速布局营销网络和人员费用，前期投入逐渐见效，H1 公司奶酪销售收入中零售占比提升至 59%，首次超过餐饮端。

奶酪棒有望成儿童零食爆款，空间依然广阔。父母们越来越注重儿童营养健康的大背景下，随着公司产品的逐步推广，预计妙可蓝多棒 3 年后会拥有 10 亿级市场。假设 2018 年奶酪棒的销售量为 1 亿，在假设我国 0-14 岁青少年消费者每年使用 50 支奶酪棒（2 袋）的情况下，2018 年妙可蓝多奶酪棒渗透率仅为 0.29%；假设妙可蓝多渗透率和消费者每人每年消费的增长速度相同，预计 2021 年，奶酪棒销售额平均可超 10 亿，而此时奶酪棒在我国青少年中的渗透率仍然不足

1%，市场前景广阔。与同类产品相比，妙可蓝多奶酪棒性价比较高。

图 20: 妙可蓝多奶酪棒与竞品对比

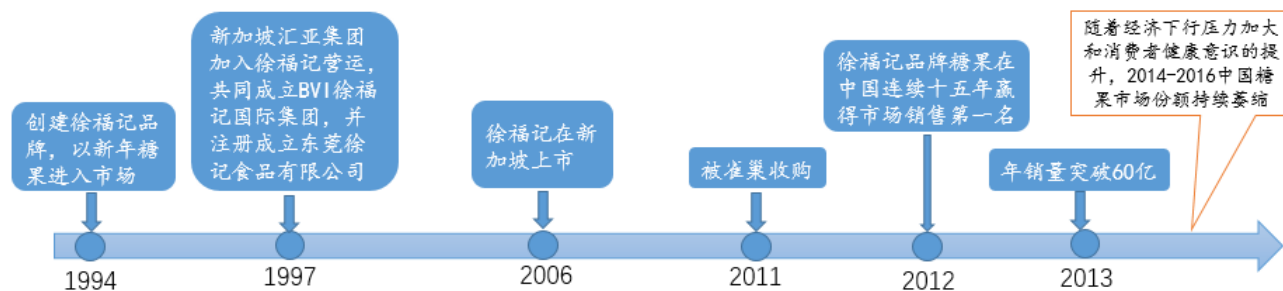
产品	价格 (元/100g)	口味	主要营养 (/100g)	备注
妙可蓝多奶酪棒	14.8	原味、巧克力、混合水果味、果粒味	蛋白质: 5-8g 钙: 250-350mg	
百吉福棒棒奶酪棒	11.3	原味、混合水果味、缤纷莓子味、酸奶+果粒、香芒奶昔味	蛋白质: 4-7g 钙: 250-350mg	
光明棒棒奶酪棒	13.18	原味、水果味、酸奶味、混合莓椰果、混合桃椰果	蛋白质: 7-8g 钙: 150-190mg	
蒙牛未来星奶酪棒	22.19	原味、草莓味、菠萝味、两果一蔬	蛋白质: 8.5g 钙: 725mg	

资料来源: 天猫官网、国信证券经济研究所整理

除奶酪棒外，公司进行产品转型升级，推出芝士发酵乳、果蔬儿童牛奶等特色液态乳或市场好评，公司产品较好切入空间广袤的儿童零食消费市场，参考其他儿童零食品牌爆款的发展过程，我们认为公司在该赛道耕耘空间广阔：

徐福记利用新年糖果卖点，成为国内糖果巨头。徐福记 1992 年在中国创立，1994 年“徐福记”品牌注册诞生，全面进军中国糖点领域。公司重视儿童糖果消费市场，利用节日的传统，重视春节传统的营销卖点，研制出了专为中国传统新年设计的“新年糖”产品，将各种畅销糖果混合包装成设计喜庆、极具年味的糖桶和糖包，从此打开儿童零食市场，成为国内糖果巨头，同时“徐福记”一度成为了“新年糖”的代名词。利用自 1998 年以来，在儿童糖果市场上的销售额与占有率都稳居国内第一名。徐福记凭借糖果产品连续 17 年登上我国糖果销量第一的位置，年收入销量最高可达 80 亿。

图 21: 徐福记发展史



资料来源: 网页整理，国信证券经济研究所整理

**喜之郎果冻的成功之路：大胆营销，聚焦儿童。**喜之郎成立于 1992 年，创始人筹资 40 万，进入尚处于萌芽状态的果冻产业。公司注重产品的质量，巨资引进大批国内外先进设备。1996 年，喜之郎在中央电视台耗巨资投放广告，把将近 90% 的预算全都投放在电视媒体上。“喜之郎”在儿童家长中的综合知名度最高，提及率达到 90%。1998 年初，借助《泰坦尼克号》热度，推出“水晶之恋”，“水晶之恋”迅速成为少男少女的时尚信物。2001 年，“喜之郎”的销售额已比创业初翻了几千倍，达到 15 亿之巨。2007 年，喜之郎切入奶茶市场，2013 年超过 18 亿人次喝过优乐美奶茶，销售额突破 30 亿。目前，喜之郎主营业务是生产和销售果冻布丁、海苔、奶茶及巧克力饼干四大系列产品，拥有“喜之郎”、“优乐美”、“水晶之恋”、“美好时光”和“开心时间”等多个品牌，在全国设立了 40 多个分公司、办事处，拥有 1000 多个经销商，上万个分销商，建立了遍布全国的、健全的销售网络，产品同时远销欧洲、北美以及东南亚等海外市场，年销售规模超 100 亿元。

图 22: 喜之郎明星果冻产品



资料来源：网页整理，国信证券经济研究所整理

从海外经验来看，大部分海外奶酪龙头均为基本以奶酪黄油或者奶酪黄油的相关业务业务起家，并逐渐向其他业务拓展，可见专门的奶酪制品企业在乳制品市场上亦有天然的优势。基于奶酪产品的发展，公司在液态奶等其他领域也有望获联动提升作用。

表 5: 海外知名奶酪企业发展历程

海外公司	公司发展全解	财务指标	备注
日本雪印	<ol style="list-style-type: none"> <li>1926 年成立，现代化的工厂建成后，开始全面销售北海道黄油。</li> <li>1928 年，开始研究和试销奶酪。</li> <li>1933 年，在北海道的汤浅建立了奶酪工厂，并开始生产。</li> <li>1934 年，奶酪产品上市，受到消费者热烈欢迎，并经常缺货。</li> <li>1950 年雪牌乳品有限公司成立</li> <li>日本牛奶社区有限公司与雪诺品牌牛奶制品有限公司合并成立联合控股公司 Megmilk Snow Brand Co.Ltd.</li> </ol>	2018 年，奶酪和黄油的销售额约为 160 亿元，销售利润约为 8 亿元	2018 年市占率约 27%，日本奶酪市场占有率第一
卡夫食品	<ol style="list-style-type: none"> <li>1903 年由詹姆斯·卡夫在芝加哥创立的奶酪批发配送业务。</li> <li>1906 年，开始加工奶酪</li> <li>1930 年，被国家乳制品公司收购</li> <li>1976 年更名为 Kraft, Inc..</li> <li>1988 年，卡夫被烟草巨头菲利普莫里斯公司收购，后者在 1985 年收购了通用食品公司，在 2000 年收购了纳贝斯克控股公司并将两家公司法人业务被并入了卡夫食品旗下的一家大型企业。</li> <li>2007 年卡夫食品收购了法国达能集团的饼干部门。</li> <li>2010 年，卡夫食品收购了英国糖果公司吉百利。</li> <li>2015 年卡夫母公司与亨氏控股公司合并。卡夫食品成为新成立的企业集团中的一个部门和品牌。</li> </ol>	2018 年，奶酪和乳制品销售占比 21%，销售额约 400 亿元	2018 年市占率约 25%，美国市占率第一
欧洲拉克塔利斯集团	<ol style="list-style-type: none"> <li>1933 年，安德烈·贝尼埃创办了一家小型奶酪制造公司。</li> <li>1990 年，该公司收购在 60 个国家拥有业务的 Bridel 集团(法国第四大乳制品集团)。1992 年，该公司收购美国奶酪公司索伦托。</li> <li>1999 年，法国兴业银行成为比利时控股公司下的拉克塔利斯集团。</li> <li>2006 年，拉克塔利斯收购意大利集团加尔巴尼，2008 年收购瑞士奶酪制造商贝尔，2011 年，收购濒临破产的意大利帕玛拉特集团，2013 年，索伦托和宝莱宝在美国更名为加尔巴尼，索伦托拉克塔利斯分部更名为拉克塔利斯美国集团。</li> </ol>		2018 你那东欧市占率约 6%，西欧市占率约 10.2%，欧洲市占率第一



- 6、2015年，拉克塔利斯收购了土耳其乳制品公司80%的股份。
- 7、2017年，达能集团宣布同意将旗下石田农场出售给拉克塔利斯。

资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

### 餐饮+零售全面拓展渠道，线上品牌优势不断建立。

公司营销网络分为传统线下渠道和电商渠道，其中传统线下渠道可进一步细分为餐饮渠道、工业渠道和零售渠道，目前公司已初步建立起覆盖全国的网络渠道。公司目前在河南、湖南、广东、福建等地全面铺开，从2018年5万终端提升到当前7-8万终端，2019年随新品的开发将着重提升经销商单体规模，明年预计将进一步大规模招商，目标终端数达到10万。

图 23: 公司营销网络



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

线上稳重有升，强化领军优势。“妙可蓝多”不断拓展线上平台，索新零售趋势，设立有赞妙可蓝多商城，开设拼多多品牌店、下厨房旗舰店，进入苏宁自营、每日优鲜等平台，进驻蜜芽等母婴电商；获得2018年京东最受消费喜爱的奶酪品牌，并为京东生鲜类目的头部合作商家，不断夯实天猫、京东两大电商平台基础。据天猫数据显示，妙可蓝多马苏里拉奶酪在2016年-2018年连续三年处于天猫渠道马苏里拉奶酪品类销售领先地位。在京东平台，妙可蓝多连续三次荣膺“最受消费者喜爱的黄油奶酪品牌”。公司天猫品牌旗舰店2019上半年跃升至最高层级，超越大部分零食品牌，成为头部店铺，二季度开始则连续蝉联京东奶酪黄油类目第一的位置，“618”电商年中大促更是取得京东、天猫双冠王的不俗战绩。

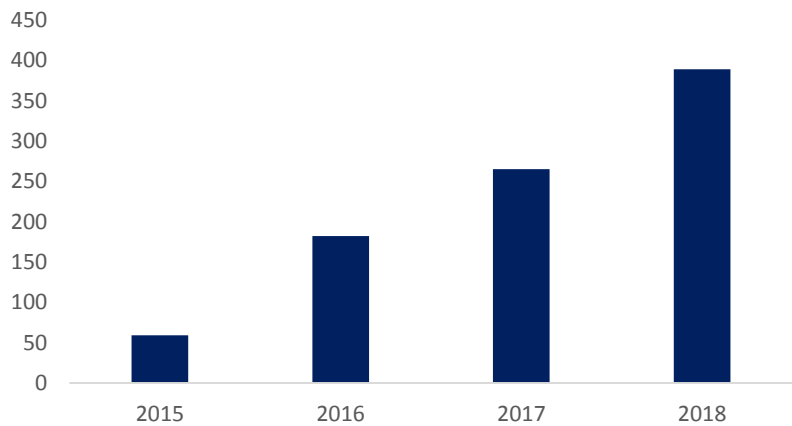
图 24: 公司取得“618”京东、天猫奶酪品类双冠王



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

线下寻求多方合作，经销商数量稳步提升。餐饮工业渠道方面，公司凭借优秀的研发能力、强大的定制产品及应用研发服务，通过诸如全家的焗饭奶酪、悦荟的高熔点奶酪丁等定制化和细分化产品，满足了客户多样化、差异化的需求，为其提供整体解决方案，赢得萨莉亚、85度C、达美乐、海底捞、吉野家、多乐之日、全家 Family Mart 众多连锁大客户的认可，19H1 新开拓星巴克、瑞幸咖啡、汉堡王等知名客户。零售渠道方面，公司已初步完成全国化线下网络布局，在与家乐福、欧尚、永辉、沃尔玛、苏果、步步高、物美等全国性及区域性 KA 建立起良好合作的基础上，2019 上半年继续下沉精耕，进驻全家、喜士多、罗森、良友等便利店渠道，不断增加有效终端覆盖。

图 25：“妙可蓝多”经销商数量



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

与国际知名 IP 进行深度合作、开启广告宣传，品牌营销再上台阶。

公司与知名动漫 IP 汪汪队进行深度合作，获得其在奶酪相关食品领域的授权，利于公司奶酪产品对目标人群的精准营销。同时，公司还开展了社群营销、地面推广、试吃品鉴等多种线上线下活动，并参加国际烘焙展、中食展、婴童展等具有广泛影响力的展会，成为 2018 味道中国鼎厨大赛官方赞助商，通过一系列的营销推广活动，公司品牌影响力显著提升，不断占领消费者心智。公司广告宣传片陆续登陆央视和分众传媒，开启品牌全面建设元年。

图 26：积极品牌宣传培育市场



资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

线上线下齐发力，打造“中国奶酪第一品牌”。2019 年初，妙可蓝多开始在高端

媒体大面积投入广告，有正对性地培养终端客户的消费认知：1) 妙可蓝多奶酪棒广告于 2019 年 2 月 18 日在 CCTV 1 综合频道黄金时段上线。该广告片时长 30 秒，其中借用了几代人耳熟能详的儿歌改编而成，不仅朗朗上口受到小朋友的喜爱，更唤起了宝爸、宝妈们儿时的记忆；2) 分众传媒于 2019 年 2 月 25 日起，在全国包括北、上、广、深等一线城市在内的 100 多个城市，覆盖数十万楼宇，全天候 24 小时不间断播出，有 70 亿次的播放量，观看人数达 2.3 亿。从百度指数来看，从 2019 年 3 月份起，妙可蓝多的百度搜索量急速攀升，远高于百吉福，宣传效果显著。

图 27: 妙可蓝多广告宣传战略成果显著



资料来源: 百度指数、国信证券经济研究所整理

**产能充分，原材料全球采购保证品质。**

产能储备充分，规模效应明显。公司分别在上海、天津、长春（液奶工厂）和吉林（小产品）建有 4 间奶酪和液态奶加工厂，总产能近 15 万吨，其中奶酪产能约 4 万吨，是国内最大的奶酪生产企业。同时，“妙可蓝多”持续投入建设奶酪产能，主要项目包括上海工厂和吉林工厂产能的扩张。预计全部项目投产后，公司全部产能可达约 9 万吨，规模效应显著。

图 28: “妙可蓝多”产能充分

工厂	产能 (万吨/年)	远期产能 (万吨/年)	主要产品
上海工厂	1.5-2.0	4.2	奶酪棒、芝士片等
天津工厂	1.5	-	马苏里拉、成长杯、奶油芝士等
吉林工厂	0.2	4.1	手撕奶酪、鳕鱼奶酪、马苏里拉（零售渠道）等

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**上海工厂:** 2018 年底上海芝然扩建工程已投入约 3 亿元, 在建工程进度 68.71%。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。

**图 29：“妙可蓝多”产能充分**

产品类型	销售渠道	规划产能（万吨/年）
再制奶酪	零售	1.7
	餐饮	1.5
合计		3.2

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**吉林工厂：**未来，公司计划重点建设吉林工厂的奶酪加工项目，大幅提升吉林工厂的产能，预计总投资 6.36 亿元，目前项目经进展 12.98%，预计投产后奶酪产能可达 4.1 万吨。

**图 30：“妙可蓝多”产能充分**

产品类型	销售渠道	规划产能（万吨/年）
再制奶酪		1.0
原制奶酪	休闲奶酪	1.8
	特色奶酪	1.3
合计		4.1

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**技术先进，品质保证。**公司聘请了一批资深专家加盟，在上海、天津设立了研发中心，并与来自欧洲、澳洲的奶酪公司展开合作，引进了国际先进的生产设备和技术。采购端，公司建立起了覆盖欧洲、美洲、大洋洲的全球采购网络，具有全球乳制品交易平台（GDT）竞拍资格。为从根本上保证产品品质，公司在吉林省建有万头奶牛生态牧场，奶牛全部为进口自澳洲的荷斯坦奶牛，奶质已达欧盟标准。广泛的采购渠道一方面有利于公司自身原辅材料的采购，把握市场变动趋势，保证自身乳制品加工板块原辅材料的供应，减少原辅材料价格波动对生产经营的不利影响。另一方面，可以增加公司产品销售的种类，满足下游客户的相关需求，为公司广泛参与乳制品行业竞争奠定产品基础、积累客户资源。

## 投资建议

公司以奶酪棒为代表的零售奶酪产品呈现爆发增长态势，公司去年起拓展奶酪零售渠道，快速布局营销网络和人员费用，前期投入逐渐见效，H1 公司奶酪销售收入中零售占比提升至 59%，首次超过餐饮端。在餐饮工业等传统领域上半年继续深耕强化，加强了芝士片、奶油芝士、黄油、稀奶油等产品的开发及推广，新开拓出了汉堡王、星巴克、瑞幸咖啡等终端用户，助力餐饮渠道保持增长。渠道渗透亦带动液奶业务获取新客户持续增长，公司进行产品转型升级，推出芝士发酵乳、果蔬儿童牛奶等特色液态乳或市场好评。公司未来三到五年以“稳定液奶、发展奶酪”为总体战略，积极拓展销售网络，各区域均衡发展。看好公司明星零售产品奶酪棒继续爆发式增长，随着品牌建设元年全面开启以及产品力、渠道力的持续增强，“妙可蓝多”正逐步成长为中国家喻户晓的国民奶酪品牌，凭借奶酪业务先发优势和长期快速发展空间，随着规模提升，费效比及整体盈利能力有望持续上移，维持预测 2019-2021EPS 为 0.09/0.37/0.60 元，对应 161/39/24 倍 PE，综合绝对估值法及相对估值法结论，公司一年期目标估值为 16.7-17.4 元，维持“买入”评级。

**表 6: 公司盈利预测**

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,226	1,684	2,304	3,027
(+/-%)	24.8%	37.4%	36.8%	31.4%
净利润(百万元)	11	36	150	246
(+/-%)	148.7%	235.5%	319.3%	64.2%
摊薄每股收益(元)	0.03	0.09	0.37	0.60
EBITMargin	1.5%	4.9%	9.8%	11.6%
净资产收益率(ROE)	0.9%	2.8%	10.7%	14.9%
市盈率(PE)	527.3	160.9	38.6	23.5
EV/EBITDA	108.7	46.1	23.3	16.7
市净率(PB)	4.09	3.98	3.55	3.02

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测并整理

## 风险提示

### 新业务增速放缓

若经济出现大幅波动, 消费需求下降, 可能导致奶酪业务增速放缓。另外奶酪棒经历前两年爆发性增长后, 随着渠道渗透率及消费者基数放大, 增速有可能自高位回落, 若其他新品无法承接增长, 有可能影响整体公司增速。

### 行业竞争风险

随着海外奶酪品牌大举进军中国、国内大型乳制品企业纷纷关注奶酪领域, 未来市场竞争可能存加剧风险。从体量规模、资金实力或者品牌渠道影响力上, 公司还难与乳业巨龙抗争, 若竞合关系不达预期, 有可能产生市场份额快速被龙头切分, 影响公司赛道上的议价力及固有优势。

### 原料价格波动风险

公司奶酪产品的主要原料采购自国际市场, 国际大宗原料市场的价格波动直接影响产品利润以及公司现金流, 国内通胀及原奶价格面临周期性上涨趋势, 对成本亦产生间接压力。

### 运营管理风险

随公司规模快速扩张很容易出现管理滞后的现象, 造成公司管理效率降低, 竞争力下降。公司的快速发展需要高效的运营管理及内部协同, 为此需要不断打通边界, 强化和完善各类管理制度, 规范和优化业务流程, 并通过信息化手段, 构建管理自动化体系, 提高信息流、物流与资金流的周转效率, 形成较为科学、完善的内部流转系统, 对公司规模快速扩张形成强力支撑。

### 公共安全事件的风险

如果出现行业性事件, 如行业内其他企业经营不规范造成食品质量安全事件, 也可能对本企业造成影响。公司将通过加大品牌建设等方式, 树立良好安全的品牌形象, 严格保证自身产品的质量安全。

### 估值风险

本文综合采用了绝对估值法及相对估值法对公司进行估值, 从公司成长性角度, 通过 PE 及 PEG 的分析得出公司长期增长空间。由于公司近年市场投入及核心业务增速仍不稳定, 估值范围波动较大, 若未来核心业务成长不及预期, 将可能面临估值下调风险。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	636	712	681	736	营业收入	1226	1684	2304	3027
应收款项	304	415	568	746	营业成本	895	1172	1547	1983
存货净额	163	216	288	372	营业税金及附加	9	13	18	24
其他流动资产	86	118	161	212	销售费用	205	286	346	454
<b>流动资产合计</b>	<b>1189</b>	<b>1461</b>	<b>1698</b>	<b>2066</b>	管理费用	97	131	166	216
固定资产	639	699	755	805	财务费用	57	47	51	51
无形资产及其他	114	110	105	100	投资收益	30	10	10	10
投资性房地产	748	748	748	748	资产减值及公允价值变动	(6)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	11	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2690</b>	<b>3017</b>	<b>3306</b>	<b>3719</b>	营业利润	(3)	45	186	309
短期借款及交易性金融负债	809	1000	1000	1000	营业外净收支	2	6	6	6
应付款项	154	200	267	345	<b>利润总额</b>	<b>(2)</b>	<b>51</b>	<b>192</b>	<b>315</b>
其他流动负债	177	231	301	391	所得税费用	(12)	15	42	69
<b>流动负债合计</b>	<b>1140</b>	<b>1431</b>	<b>1569</b>	<b>1736</b>	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	295	295	295	295	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>11</b>	<b>36</b>	<b>150</b>	<b>246</b>
其他长期负债	37	38	39	40					
<b>长期负债合计</b>	<b>331</b>	<b>332</b>	<b>333</b>	<b>334</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>1471</b>	<b>1764</b>	<b>1902</b>	<b>2070</b>	净利润	11	36	150	246
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	5	0	0	0
股东权益	1218	1254	1404	1649	折旧摊销	41	64	69	74
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2690</b>	<b>3017</b>	<b>3306</b>	<b>3719</b>	公允价值变动损失	6	0	0	0
					财务费用	57	47	51	51
					营运资本变动	(127)	(95)	(130)	(145)
					其它	(5)	(0)	(0)	(0)
					<b>经营活动现金流</b>	<b>(69)</b>	<b>5</b>	<b>89</b>	<b>175</b>
					资本开支	(106)	(120)	(120)	(120)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(106)</b>	<b>(120)</b>	<b>(120)</b>	<b>(120)</b>
					权益性融资	(4)	0	0	0
					负债净变化	(573)	0	0	0
					支付股利、利息	(81)	0	0	0
					其它融资现金流	1316	191	0	0
					<b>融资活动现金流</b>	<b>4</b>	<b>191</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>(171)</b>	<b>76</b>	<b>(31)</b>	<b>55</b>
					货币资金的期初余额	807	636	712	681
					货币资金的期末余额	636	712	681	736
					企业自由现金流	(322)	(93)	(4)	82
					权益自由现金流	421	65	(44)	43

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.03	0.09	0.37	0.60
每股红利	0.20	0.00	0.00	0.00
每股净资产	2.97	3.06	3.43	4.03
ROIC	-8%	3%	7%	11%
ROE	1%	3%	11%	15%
毛利率	27%	30%	33%	35%
EBIT Margin	2%	5%	10%	12%
EBITDA Margin	5%	9%	13%	14%
收入增长	25%	37%	37%	31%
净利润增长率	149%	236%	319%	64%
资产负债率	55%	58%	58%	56%
息率	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	527.3	160.9	38.6	23.5
P/B	4.1	4.0	3.6	3.0
EV/EBITDA	108.7	46.1	23.3	16.7

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

---

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032