

消费升级与娱乐研究中心

妙可蓝多 (600882.SH) 买入 (首次评级)

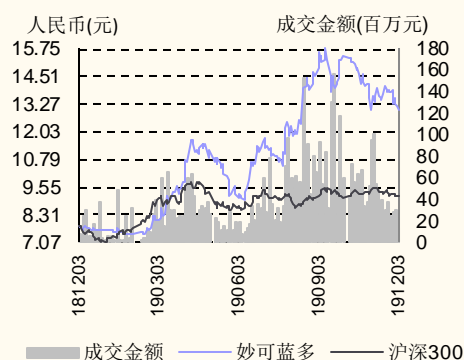
公司深度研究

市场价格 (人民币): 13.09 元

目标价格 (人民币): 17.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.09
已上市流通 A 股(亿股)	4.06
总市值(亿元)	53.30
年内股价最高最低(元)	14.05/13.02
沪深 300 指数	3851
上证指数	2885



奶酪黑马横空出世，未来龙头初具雏形

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.01	0.03	0.08	0.36	0.70
每股净资产(元)	2.87	2.97	3.10	3.46	4.16
每股经营性现金流(元)	-0.09	0.21	0.24	0.48	0.76
市盈率(倍)	871	295	161	36	19
净利润增长率(%)	-86.72%	148.69%	211.82%	344.90%	95.31%
净资产收益率(%)	0.36%	0.87%	2.62%	10.43%	16.92%
总股本(百万股)	408.54	409.76	409.36	409.36	409.36

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **奶酪行业增长潜力巨大，国产品牌有望崛起迎来份额提升。** 奶酪因其高营养价值、丰富的口感以及应用场景广泛，与乳制品消费结构升级的背景相契合。2009-2018 年，我国奶酪消费规模 CAGR 达 24.78%，凸显强劲的增长趋势。而 2018 年我国奶酪人均消费量仅为 0.15 千克，远低于其他海外国家，还有较大的提升空间。当前市场格局中虽海外品牌占据主导地位，但格局尚未固化，国产品牌具备渠道优势与本土优势，市占率有望迎来提升。
- **受益于奶酪板块爆发式推动，公司业绩快速增长：** 1) 在国内品牌中率先建立完善的奶酪产品线，为公司在产品研发铺设方面赢得先发优势；2) 奶酪棒横空出世，精准切入儿童零售市场，通过系统化营销形成了独特的品牌优势，未来仍有望快速增长；3) 高强度品牌投放+线下联动营销，建立起专业化品牌形象，迅速提升品牌认知力，为终端布局、渠道铺设打下良好的基础；4) 开展全国多元化渠道布局，2019 年终端数有望达到 10-12 万家，并计划于明年率先开始大量进驻母婴渠道，渠道精耕下沉助推公司高速增长。
- **妙可蓝多具备产品、生产、品牌、渠道先发优势，短期内受到同业竞争压力冲击的可能性较小：** 与海外品牌相比，妙可蓝多在保持渠道下沉优势的同时，同样具备丰富的奶酪生产经验，未来将进一步针对国人的不同需要研发奶酪产品，形成差异化竞争；与乳业龙头相比，妙可蓝多率先建立起了专业化品牌形象，渠道端掌握先发优势，即使伊利、蒙牛等龙头计划短时间内加大对奶酪市场的投入，也依然需要花费时间、精力去重新梳理建设自身渠道，预计短期内也难以攻克妙可蓝多建立的品牌背书和多元化渠道优势。
- **盈利能力提升空间较大。** 2019 前三季度公司净利率仅为 1.25%，盈利水平明显偏低。我们预计公司奶酪产能利用率将逐步提高，规模效应下单位生产成本有望逐步降低，奶酪毛利率有望实现持续提升，从而推动公司毛利率进一步提升。未来伴随着毛利率的逐步提升以及费用端规模效应的持续显现，净利率水平还具有较大提升空间，盈利弹性较强。

投资建议

- 预计 19-21 年公司营业收入为 17.54 亿元/24.28 亿元/32.97 亿元，分别同比 +43.1%/38.4%/35.8%；归母净利润分别为 0.33 亿元/1.48 亿元/2.88 亿元，分别同比 +211.8%/344.9%/95.3%；对应 EPS 为 0.08 元/0.36 元/0.70 元，对应 PE 分别为 161X/36X/19X，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 产能扩张过快，短期成本承压/销售费用率高于预期/行业竞争加剧/行业增长不达预期/限售股解禁风险/大股东及实控人质押比例过高/食品安全风险。

寇星 联系人
kouxing@gjzq.com.cn唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

内容目录

一、奶酪行业潜力巨大，国产品牌有望崛起迎来份额提升.....	5
1.1 乳制品迎消费升级浪潮，奶酪行业机遇应运而生.....	5
1.2 受益于零售渠道点式爆发，奶酪行业快速发展.....	7
1.3 对标日韩奶酪发展，我国奶酪市场空间仍待打开.....	9
1.4 品牌格局尚未固化，国产品牌市场份额有望提升.....	11
二、受益于奶酪板块爆发式推动，妙可蓝多驶入快速成长期.....	12
2.1 明确奶酪为核心的发展定位，业务转型持续推进.....	12
2.2 奶酪产品线日渐丰富，精准切入儿童零售市场.....	13
2.3 全球化专业采购，产能布局储备充足.....	17
2.4 渠道建设提速，线上线下营销齐发力.....	18
2.5 股权激励提振员工积极性，保障公司业绩稳步前行.....	21
三、同行业对比优势突出，盈利能力有望逐步加强.....	22
3.1 对比海外品牌与国产竞品，妙可蓝多受到冲击的可能性较小.....	22
3.2 业绩持续高速增长，盈利水平有望逐步改善.....	23
四、投资逻辑与盈利预测.....	28
4.1 投资逻辑：行业扩容+内部突出优势，持续看好公司的成长空间.....	28
4.2 盈利预测与关键假设.....	29
五、风险提示.....	30

图表目录

图表 1: 我国乳制品行业历年销售规模 (万吨, 亿元)	5
图表 2: 我国乳制品销量、销售单价历年增速	5
图表 3: 蒙牛高端白奶、高端常温酸奶收入占比迅速提升	5
图表 4: 伊利高端白奶、高端常温酸奶收入占比迅速提升	5
图表 5: 我国乳制品细分行业销售规模增速	6
图表 6: 奶酪的营养价值远高于鲜奶和酸奶	6
图表 7: 奶酪因其丰富的口感可应用于不同的消费场景	6
图表 8: 2009-2018 年我国奶酪进口及消费量 (万吨)	7
图表 9: 2018 年主要国家人均奶酪消费 (kg/年)	7
图表 10: 2018 年新开餐饮商户分品类数量分布	8
图表 11: 肯德基、麦当劳、必胜客在中国开店数 (个)	8
图表 12: 我国烘焙食品行业零售规模 (亿元)	8
图表 13: 我国面包行业零售规模 (亿元)	8
图表 14: 我国奶茶行业发展阶段	9
图表 15: 2016-2018 Q3 全国现制茶饮门店数量 (万家)	9
图表 16: 2018 年欧美日韩中主要乳制品原奶消费量占比	9
图表 17: 美国人均奶酪消费量变化 (kg/年)	9
图表 18: 日韩奶酪发展特点梳理以及与中国对比情况	10
图表 19: 我国奶酪零售市场 2018 年 CR5 市占率超过 50%, 均为海外品牌	11
图表 20: 妙可蓝多的品牌形象——“专注奶酪、专为国人”	12
图表 21: 妙可蓝多液态奶各子品牌代表产品	12
图表 22: 2017-2019 年前三季度妙可蓝多各项业务收入占比情况	13
图表 23: 妙可蓝多全系列产品一览	13
图表 24: 妙可蓝多在国产品牌中的产品体系最为完善	14
图表 25: 妙可蓝多 2019H1 零售渠道收入超过餐饮渠道收入	15
图表 26: 目前市面上主要品牌的儿童奶酪棒产品对比	16
图表 27: 2018 年以来汪汪队百度日均搜索指数保持领先	16
图表 28: 妙可蓝多投放儿童奶酪棒广告	16
图表 29: 妙可蓝多全球 6 个工厂布局	17
图表 30: 妙可蓝多吉林工厂产能情况	18
图表 31: 妙可蓝多远期规划产能预计接近 10 万吨	18
图表 32: 妙可蓝多在电商渠道优势明显	19
图表 33: 妙可蓝多各区域历年收入占比	20
图表 34: 妙可蓝多汪汪队 IP、央视、分众传媒广告投放	20
图表 35: 妙可蓝多搜索指数自 2019 年 2 月份开始超过主要竞争对手百吉福	21
图表 36: 妙可蓝多股权激励计划	21
图表 37: 妙可蓝多员工持股计划	21

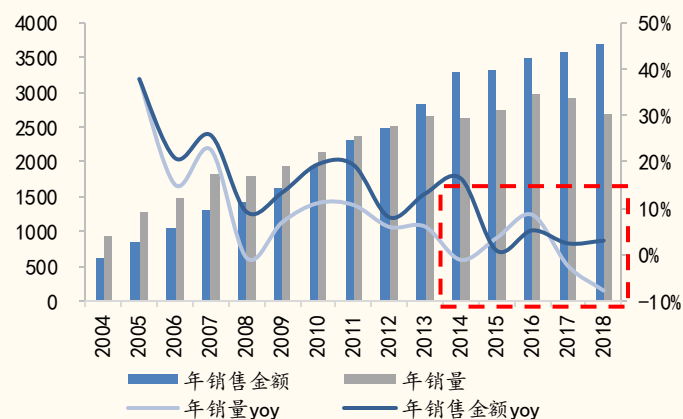
图表 38: 2018 年蒙牛奶酪业务收入占比相对较低, 仍以液态奶为主.....	22
图表 39: 妙可蓝多与百吉福对比.....	23
图表 40: 同行业公司营业收入增速对比.....	24
图表 41: 同行业公司归母净利润增速对比.....	24
图表 42: 同行业公司毛利率对比.....	24
图表 43: 同行业公司净利率对比.....	24
图表 44: 同行业公司期间费用率对比.....	25
图表 45: 同行业公司销售费用率对比.....	25
图表 46: 2019 年前三季度妙可蓝多分产品销售费用率拆分.....	26
图表 47: 同行业公司液态奶业务毛利率对比.....	26
图表 48: 卡夫食品奶酪业务步入稳定发展阶段, 经营利润率保持在 16%以上	26
图表 49: 妙可蓝多各项原材料的平均周转天数及对应最终产品的保质期.....	27
图表 50: 妙可蓝多 2018 年末存货构成.....	27
图表 51: 同行业公司存货周转天数对比.....	27
图表 52: 同行业公司应收账款周转天数对比.....	28
图表 53: 同行业公司应收账款及应收票据周转天数对比.....	28
图表 54: 妙可蓝多奶酪业务随着产量提升毛利率敏感性测算.....	29
图表 55: 妙可蓝多分业务盈利预测明细表 (百万元)	30

一、奶酪行业潜力巨大，国产品牌有望崛起迎来份额提升

1.1 乳制品迎消费升级浪潮，奶酪行业机遇应运而生

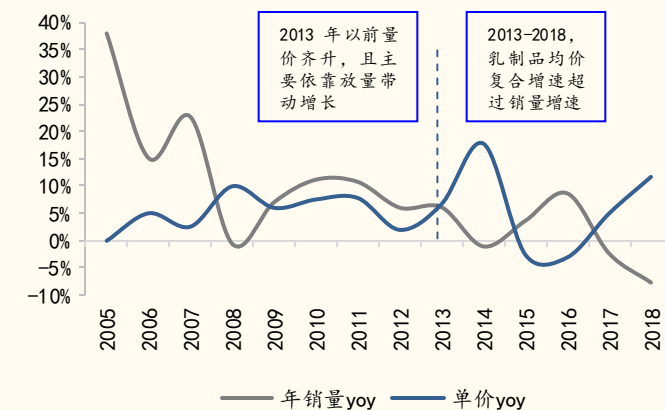
- 我国乳制品行业已由消费普及驱动增长逐步过渡至消费升级驱动增长、从量增走向价增的阶段。2013年以前，我国乳制品行业处于明显放量带动的增长阶段，除2008年受三聚氰胺事件影响导致整体销量负增长之外，其余年份乳制品销量及收入均保持了较快增长。2004-2013年乳制品行业收入年复合增速达18.27%，分拆来看，销量复合增长14.07%，单价复合增长仅有5.89%。2013年开始，我国乳制品行业增速逐步放缓，销量增长陷入停滞阶段，2013-2018年复合增速仅为0.07%，但同期销售单价CAGR仍达5.42%，由此也推动行业整体收入仍维持了5.50%的复合增速，其中单价的提升主要得益于高端白奶、高端酸奶等单价更高的产品销售占比逐步提升。以国内乳业两强为例，蒙牛的高端白奶特仑苏收入占比由2013年的8.2%提升至2018年的16.7%，同期常温高端酸奶纯甄收入占比由0.3%提升至9.6%；伊利的高端白奶金典收入占比由6.7%提升至12.7%，同期常温高端酸奶安慕希的收入占比由0.0%提升至15.2%。

图表 1：我国乳制品行业历年销售规模（万吨，亿元）



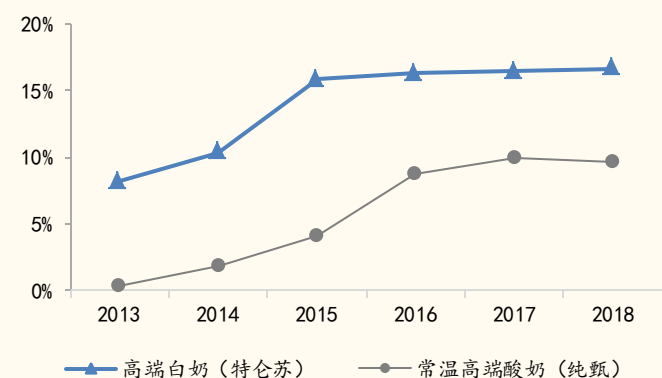
来源：wind，智研咨询，国金证券研究所

图表 2：我国乳制品销量、销售单价历年增速



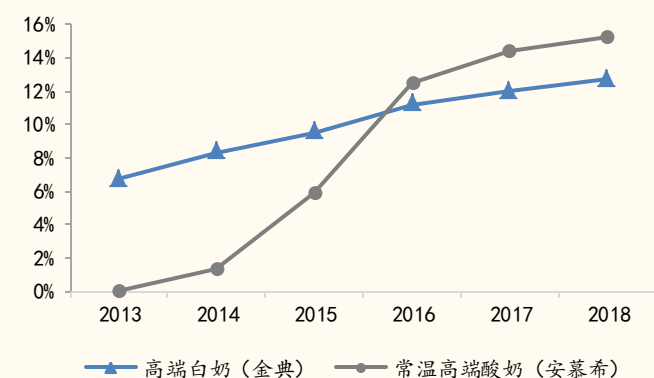
来源：wind，智研咨询，国金证券研究所

图表 3：蒙牛高端白奶、高端常温酸奶收入占比迅速提升



来源：尼尔森，国金证券研究所

图表 4：伊利高端白奶、高端常温酸奶收入占比迅速提升

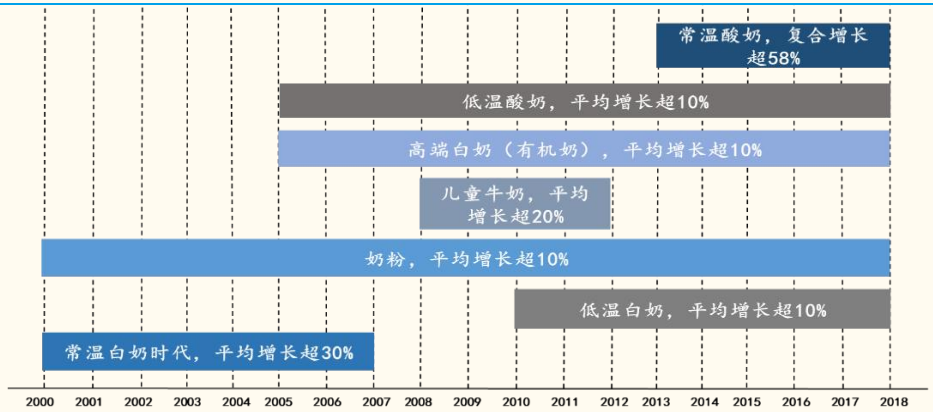


来源：尼尔森，国金证券研究所

- 在乳制品消费升级的大背景下，产品创新升级及消费场景拓展成为推动行业增长的主要驱动因素。普通常温白奶因消费场景单一而无法满足消费者的多样化消费需求，增长乏力，近5年销售收入CAGR仅为4.67%，低于同期乳制品行业整体收入增速。根据前瞻产业研究院数据，酸奶、高端白奶、低温鲜奶等产品则享受消费升级红利，获得迅速发展，近5年收入复

合增速分别达 20.42%、15.4%、13.7%。以酸奶为例，我国酸奶销售收入占乳制品行业总收入（不含奶粉）比重由 2013 年的 17.62% 跃升至 2018 年的 34.40%，其中常温酸奶 2013-2018 年 CAGR 超过 58%。酸奶消费占比提升的同时也极大地拓展了普通常温白奶时代下单一的消费场景，除了常温白奶的营养属性之外，酸奶还兼具零食化、功能化特征，可被广泛应用于休闲零食、餐后甜点等场景，目标群体拓展至健康领域，如健身型消费者、注重肠道健康消费者、女性消费者等。

图表 5：我国乳制品细分行业销售规模增速



来源：光华博思特，前瞻研究产业院，金证券研究所

- 奶酪因其高营养价值、丰富的口感以及应用场景广泛的属性，与乳制品行业消费结构升级的背景相契合，满足了新兴消费群体对餐饮产品的多样化和个性化需求。每 1 公斤奶酪约由 10 公斤生鲜乳浓缩而成，富含丰富的蛋白质、钙、脂肪、磷和维生素等营养成分，其中蛋白质、钙含量是鲜奶的八倍以上，也远远高于酸奶。同时，经过乳酸菌等微生物及酶的作用，奶酪可适合患有乳糖不耐症的消费者食用，因此十分适合应用于儿童辅食的消费场景。此外，与酸奶相似，除了丰富的营养之外，奶酪还具有十分丰富的口感，可被加工制作为“芝士奶茶”、“芝士蛋糕”以及各种休闲零食，因此亦可广泛适应休闲零食、餐后甜点及佐餐材料等各类消费场景，以满足 90 后新兴消费群体对餐饮产品多样化、个性化的追求。随着消费者消费水平的不断提升以及对餐饮多样化需求的逐步显现，具备高营养价值属性、多层次口感、丰富的产品形态的奶酪逐渐受到国内越来越多消费者的认可，行业景气度持续提升。

图表 6：奶酪的营养价值远高于鲜奶和酸奶

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
甘谷春	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
锌	毫克	6.97	0.42	0.53

来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 7：奶酪因其丰富的口感可应用于不同的消费场景

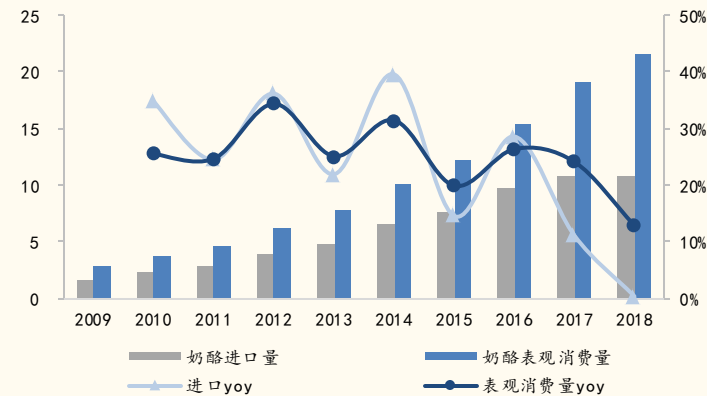


来源：公开资料，国金证券研究所

1.2 受益于零售渠道点式爆发，奶酪行业快速发展

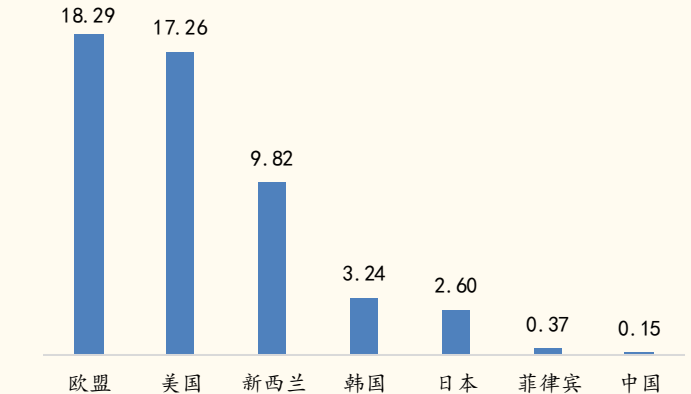
- 我国奶酪行业当前仍处于市场培育阶段，体量较小但增速较快。据海关数据，我国奶酪进口量由 2009 年的 1.7 万吨增长至 2018 年的 10.84 万吨，年均复合增速达 22.86%，消费规模由 2009 年的 2.94 万吨增长至 2018 年的 21.56 万吨，CAGR 达 24.78%，凸显强劲的增长趋势。但从人均消费水平来看，据 USDA 数据，2018 年我国人均消费量仅为 0.15 千克，远低于其他海外国家人均消费水平，还有较大的提升空间。近年来奶酪行业始终维持着较好的增长趋势，一方面得益于西式餐饮行业规模的稳步扩张，另一方面，伴随着消费者需求的逐渐多元化，消费场景不断拓展，奶酪的零售渠道也迎来爆发式增长。

图表 8：2009-2018 年我国奶酪进口及消费量（万吨）



来源：中国海关，前瞻产业研究院，国金证券研究所；注：奶酪消费量的计算公式为“奶酪进口量+奶酪产量”；2018 年进口量几乎没有增长可能是口径问题，有部分奶酪的霉菌标准可能不符合干酪的国标被放在了其他类目

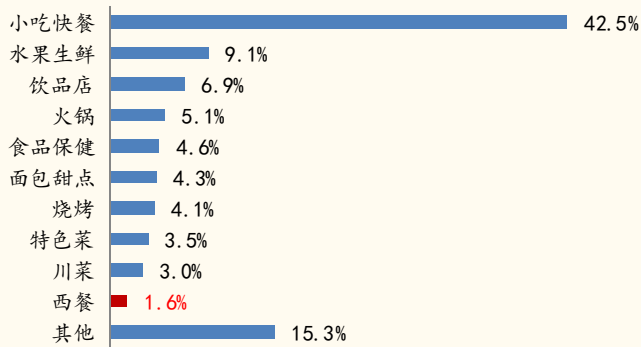
图表 9：2018 年主要国家人均奶酪消费（kg/年）



来源：wind，USDA，国金证券研究所；注：各个国家 2018 年人均奶酪消费量计算公式为：2018 年中各国奶酪总消费量 ÷ 2018 年各国家总人口

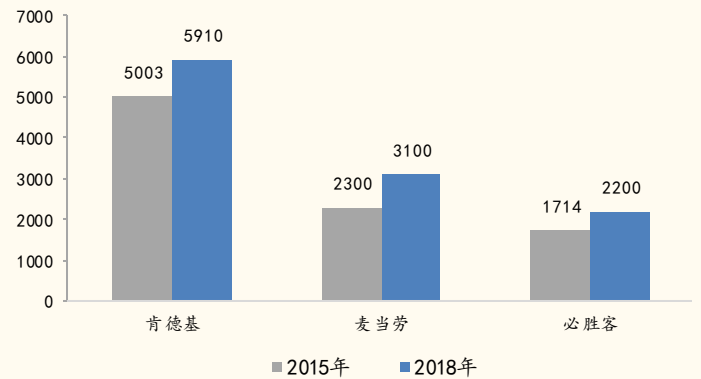
- 奶酪的下游消费分为餐饮渠道和零售渠道，其中餐饮渠道是目前的主流消费渠道，共占国内奶酪消费总量的 58% 以上。传统西餐厅行业近年来增速逐渐放缓，但一些新的奶酪餐饮消费场景（如奶茶等）迎来发展机遇，整体来看，餐饮渠道未来将继续受益于下游餐饮工业厂商的需求推动，我们预计餐饮渠道未来将会持续贡献较为稳定的增长。
- 西餐行业：传统西餐厅增速有所放缓，但西式连锁快餐店还有进一步下沉空间。根据美团研究院发布的《2019 中国餐饮商户发展报告》，2018 年各类餐饮商户新开店数量最多的是小吃快餐类，而数量最少的是西餐类（非快餐）。传统西餐厅在经历了早期的快速增长后，近年来增速有所放缓，但与之相对的，西式快餐店近年来却依然保持了较为稳定的增长。以肯德基、麦当劳、必胜客为代表的西式连锁快餐店 2018 年在中国开店数分别达到 5910 家、3100 家、2200 家，较 2015 年开店数均有大幅增长，门店主要分布于二线城市。随着国内二线城市消费水平的不断提升，西式连锁快餐店还有进一步下沉空间，开店数量仍将保持稳定增长。以麦当劳为例，其计划到 2022 年底，中国内地麦当劳餐厅从 2500 家增加至 4500 家，开设新餐厅的速度将从 2017 年每年约 250 家逐步提升至 2022 年每年约 500 家。我们预计整体西餐行业（正餐+快餐）将会维持较为稳健的增长，从而为奶酪餐饮消费提供持续的增长动力。

图表 10: 2018 年新开餐饮商户分品类数量分布



来源: 美团研究院, 国金证券研究所

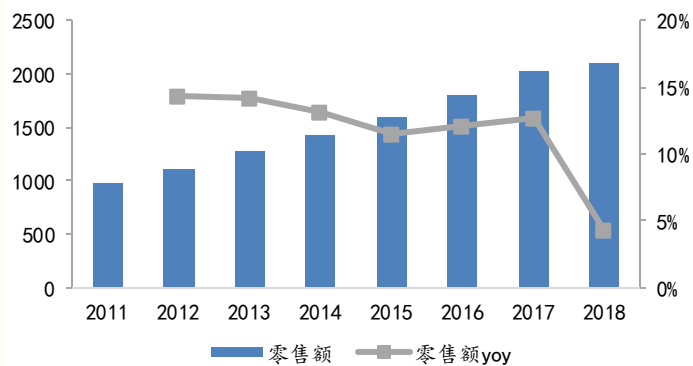
图表 11: 肯德基、麦当劳、必胜客在中国开店数 (个)



来源: 麦当劳中国官网, 百盛中国年报, 国金证券研究所; 注: 截至 2019 年 9 月麦当劳在中国开店数进一步增加, 达 3200 个

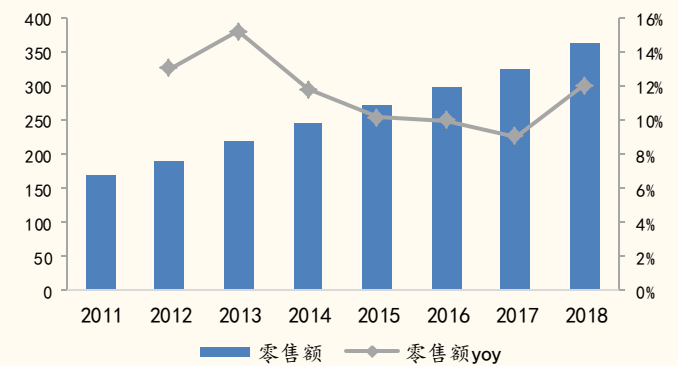
- **烘焙行业: 奶酪应用较为广泛, 近年来保持了较为稳定的增长。**为了追求口感的丰富度以及饮食的营养健康, 以往普通的烘焙过程中逐渐添加各类元素, 以奶酪、芝士为主要辅料的面包、披萨广受欢迎, 在早期奶酪市场培育阶段加强了消费者对奶酪的认知。2018 年我国烘焙食品行业零售规模达 2110 亿元, 2011-2018 年 CAGR 达 11.71%, 其中面包行业 2018 年零售规模为 364 亿元, 2011-2018 年 CAGR 为 11.58%, 披萨行业 2018 年零售规模达 245 亿元, 2011-2018 年复合增长 15.20%, 均保持了较快且稳定的增长。当前烘焙行业不断推进产品、口味创新, 奶酪应用仍有进一步空间, 预计后期增速也有望维稳。

图表 12: 我国烘焙食品行业零售规模 (亿元)



来源: 中商产业研究院, 国金证券研究所

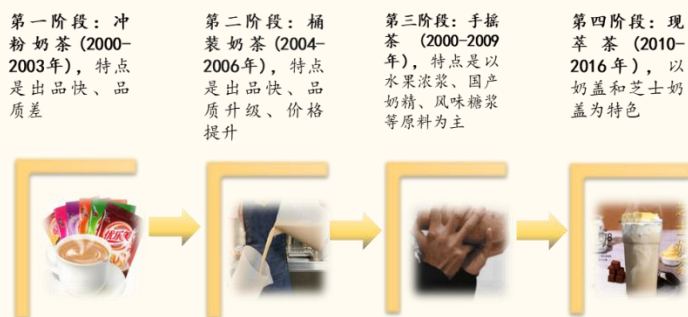
图表 13: 我国面包行业零售规模 (亿元)



来源: 智研咨询, 国金证券研究所

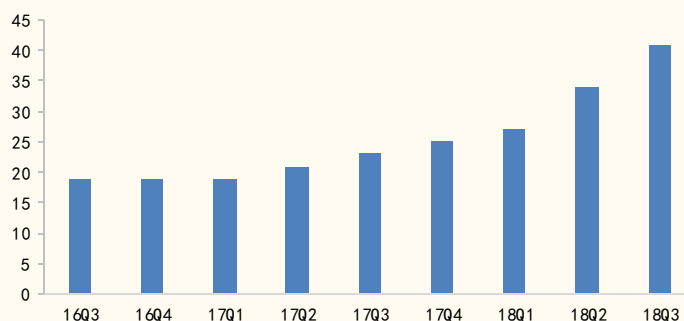
- **奶茶行业: 逐渐过渡至现制奶茶时代, 芝士奶盖的应用有利于推动奶酪的进一步发展。**据美团点评发布的《2019 中国饮品行业趋势发展报告》, 2018 年我国现制茶饮配料推荐次数排名第一的是奶盖, 我国奶茶行业已由冲泡奶茶时代逐步过渡至以芝士奶盖为特色的现制奶茶时代, 这也为奶酪消费提供了较强的增长动力。截至 2018Q3 最新数据, 全国现制茶饮门店数达到 41 万家, 较 2017Q3 增长 18 万家, 同比增长 74%, 显示出旺盛的消费增长趋势。此外, 奶茶行业主要面向 80、90 后新兴消费群体, 与奶酪的消费群体高度重合, 因此芝士奶盖的推广也有利于加强年轻消费者对奶酪的认知, 有利于奶酪消费市场的进一步培育。

图表 14：我国奶茶行业发展阶段



来源：渠道网，国金证券研究所

图表 15：2016-2018 Q3 全国现制茶饮门店数量 (万家)



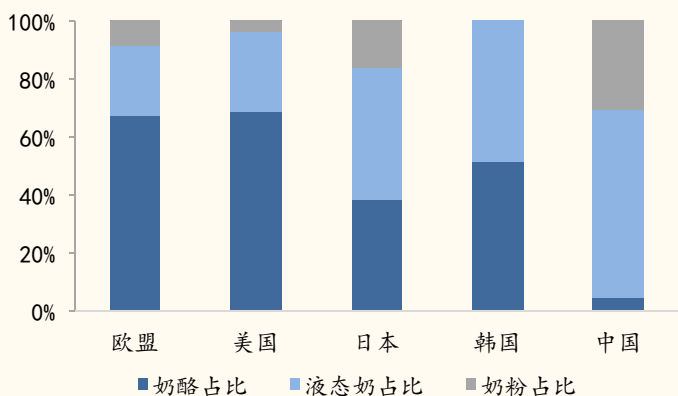
来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

- 零售渠道受益于消费场景的“点式”拓展，应用潜力巨大。目前我国奶酪消费的零售渠道占比 42%左右，奶酪正逐渐从直接食用的餐桌 1.0 时代、作为菜品配料的餐厅 2.0 时代进入零食化奶酪制品的 3.0 餐料时代。近年来，奶酪企业积极拓展母婴渠道，通过赋予产品以高钙、高蛋白质、动画 IP 属性，精确切入了儿童辅食的消费场景，相继推出儿童成长奶酪和棒棒奶酪等针对儿童的零售产品，获得了巨大成功。2017 年我国零售渠道中儿童奶酪占比高达 49%，与成人奶酪几乎持平。我们认为，与餐饮渠道受下游西式餐饮工业需求推动增长的逻辑不同，零售渠道的增长逻辑在于精准营造不同的消费场景去契合消费升级背景下消费者的新型需求，因消费场景的“点式”拓展而更有爆发性增长潜力。

1.3 对标日韩奶酪发展，我国奶酪市场空间仍待打开

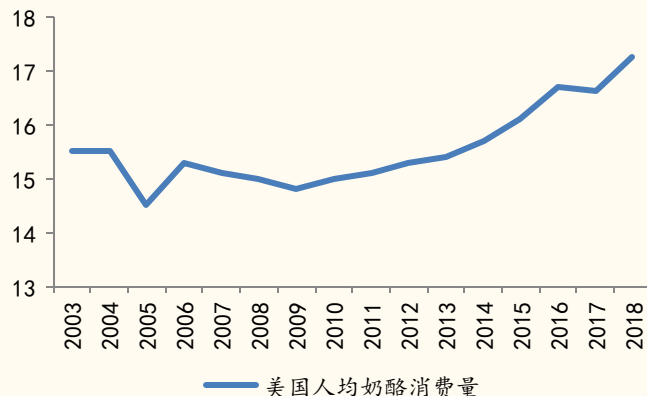
- 与海外其他国家相比，我国原奶消费中奶酪占比相对较低。液态奶、奶粉、奶酪是原奶消费的主要乳制品种，在欧美地区，奶酪占原奶消费总量（将乳制品消费量按照一定比例还原至生鲜乳）的比重远远超过液态奶和奶粉，2018 年欧盟和美国奶酪的原奶消费量占比分别达到 67.25%、68.89%（按照每 10 斤原奶生产 1 斤奶酪换算）。而与我国同处东亚的日韩，近年来的奶酪消费占比也在持续提升：2014-2018 年日本奶酪原奶消费量占比由 35% 提升至 38.05%，人均奶酪消费量由 2009 年的 1.9kg/年提升至 2018 年的 2.6kg/年；同期韩国的奶酪原奶消费量占比更是由 43.38% 提升至 51.31%，超越了液态奶成为最大的原奶消费乳制品，人均奶酪消费量由 2009 年的 1.5kg/年上升至 3.21kg/年。我国奶酪原奶消费量占比由 2014 年的 1.97% 提升至 2018 年 4.26%，但与其他国家相比，仍有很大的提升空间。

图表 16：2018 年欧美日韩中主要乳制品原奶消费量占比



来源：USDA，国金证券研究所

图表 17：美国人均奶酪消费量变化 (kg/年)



来源：USDA，国金证券研究所

- 欧美地区人均奶酪消费量较高，主要得益于其根深蒂固的“奶文化”以及长久以来的饮食习惯，对我国奶酪发展来说并不具有借鉴意义。据 USDA 数据，2018 年美国人均奶酪消费量为 17.3kg/年，欧盟人均奶酪消费量为 18.29kg/年，均处于全球前列。以美国为例，美国政府自 20 世纪初开始推崇营养饮食，尤以牛奶为主，多年以来，美国早已形成较为浓厚的乳制品饮食环境，乳制品的消费升级（液态奶—低温巴氏奶—奶酪）也进行得较为顺畅。进入 70 年代，由于人口增长、生活和工作模式变化，美国人对便利快餐如三明治、披萨、意面等需求快速增长，进而推动奶酪消费快速增长。据 USDA 统计数据，从上世纪 70 年代到 2018 年，美国国内奶酪的总消费量增长了 5 倍左右，人均消费水平从 5kg 左右提升至 17kg 以上。整体来看，美国奶酪的快速发展离不开其长期的饮食习惯打下的坚实基础，对我国奶酪发展来说可能不具有参考性。
- 日韩同为东亚非传统奶酪生产消费国家，其奶酪发展有自身的特点，但日韩的奶酪发展路径对我国来讲有一定的借鉴意义。据 USDA 数据，2018 年日本人均奶酪消耗量为 2.60kg/年，韩国人均奶酪消耗量为 3.24kg/年，分别为中国人均奶酪消耗量的 17 倍与 21 倍。通过研究日韩奶酪发展史，我们发现日韩奶酪的发展过程有以下几个共同点：1) 乳业发展受西方殖民催化，整体饮食结构逐渐西化；2) 政府推动乳制品进一步发展；3) 国土面积较小，饮食结构西式化很快成型；4) 早期的奥运会与世博会将外来奶酪饮食带入国内。而对我国来说，由于受自身国情影响，乳制品的发展进程本身相对较慢，再加上中国饮食方式非常丰富，国人对中式菜品的偏好短期内难以改变，因此我国奶酪发展具有一定的特殊性，也难以直接参考日韩。不过从发展路径来看，日韩的“从再制奶酪到天然奶酪”、“从餐饮到零售”仍然具有一定的借鉴性。对标日韩奶酪发展，我国奶酪仍处于再制奶酪以及餐饮为主的初级阶段，市场仍有很大提升空间。

图表 18：日韩奶酪发展特点梳理以及与中国对比情况

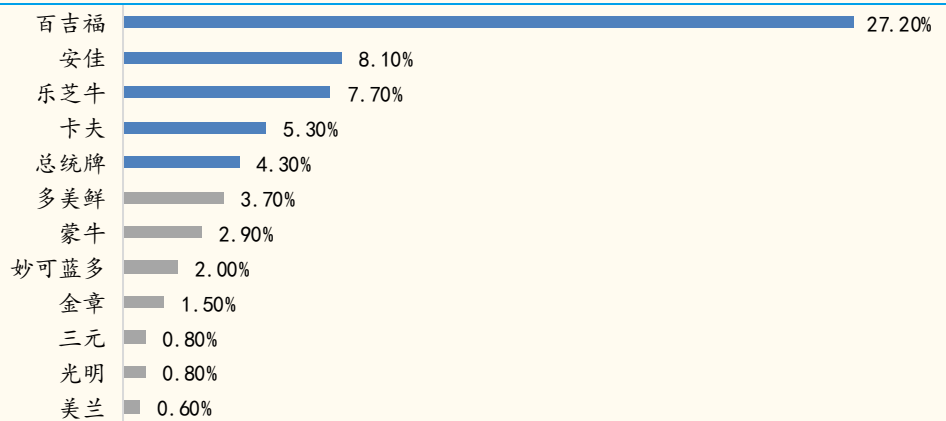
	日韩	中国
奶酪行业发展特点	日韩乳业发展受西方殖民催化：日本、韩国在 20 世纪 50 年代左右均受到美国一定程度的殖民（日本由于是二战战败国，韩国则是由于朝鲜半岛战争），学校集中供应学生餐点，整体饮食结构逐渐西化，尤其乳业文化得到了较强认知。	中国近代虽经历了较长时间的半殖民地半封建社会，但对我国饮食结构的影响却十分有限，仅在部分地区的少数人群中有所影响，且由于时间较早，西方乳制品尚未大规模发展，也无法催化我国早期对乳制品的认知，因此殖民对我国饮食结构影响较小。
	乳制品的进一步发展受政府推动：日本政府推进国家营养战略，日本乳业协会鼓励乳制品消费与畜牧业发展，进一步推动乳制品的发展；韩国政府自 60 年代制定各种法律法规，并启动乳业开发事业，乳业得到快速发展。	受历史影响，我国自古以来是农耕大国，早期并未形成对乳业以及畜牧养殖业的重视。后期政府加强对畜牧业、奶业的重视，但相对日韩来说发展较晚。
	国土面积较小，饮食结构西式化很快成型。日本与韩国两者的国土面积都相对较小，在国内饮食西化进行的较为顺利，再加上日韩原本就比较容易接纳外来文化，以及自身饮食文化根基尚不深厚，在自身饮食习惯的基础上进行一定的西式加工较为顺畅，因此饮食结构的转变也较为自然。	与日韩不同，我国幅员辽阔，国土面积较大，且不同地区饮食习惯也各有特色（形成八大菜系、四大风味），再加上我国自古以来的饮食文化，转变国人的饮食口味与习惯相对较难。
	奥运会与世博会将外来奶酪饮食带入国内：日本于 64 年举办东京奥运会，70 年举办大阪世博会；韩国于 88 年举办汉城奥运会，93 年举办大田世博会，很多国外游客将乳酪消费文化带入日韩，奶酪消费得以迅速攀升。	我国于 2008 年举办北京奥运会，2010 年举办上海世博会，虽与日韩相比时间较晚，但在此期间各国文化交流，我国奶酪消费也得到了极大地促进。
奶酪行业发展路径	从再制奶酪到天然奶酪：在奶酪市场培育初期，再制奶酪（由天然奶酪加工而成）由于可添加其他原材料以调适口感，适口性比较好，更容易被国人接受。当消费者对奶酪有更多了解之后，会因追求更高的口味和营养要求而转向天然奶酪，1993 年日本天然奶酪消费比重开始超过再制奶酪，截至 2018 年，天然奶酪消费占比近 65%。	当前我国奶酪消费仍以再制奶酪为主，2018 年我国再制奶酪占据 84.6% 的市场份额，天然奶酪仅占比 15.4%。
	从餐饮到零售：奶酪一开始的发展得益于饮食结构的逐渐西式化，在日常的餐饮、料理中加入奶酪/芝士，这部分需求是早期奶酪行业的主要贡献。随着人们需求的多样化，奶酪逐渐开发出适合零售渠道的零食化新产品，进一步推动人均奶酪消费量的提升，如日本较为出名的奶酪零食 Natori 芝士奶酪鳕鱼条、LETAO 芝士奶酪饼干、OBB 奶酪芝士块等。	目前我国奶酪行业餐饮渠道是主流渠道，分为 2B 渠道（餐饮工业）和 2C 渠道（家庭餐饮），共占国内奶酪消费总量的 58% 以上。但零售渠道潜力巨大，近年来有较快增长，其中尤以儿童奶酪市场为主。

来源：公开资料，国金证券研究所

1.4 品牌格局尚未固化，国产品牌市场份额有望提升

- **当前我国奶酪市场海外品牌占据主导地位，但格局尚未固化。**根据欧睿数据，我国奶酪零售市场 2018 年 CR5 市占率合计为 52.6%，均为海外品牌，其中百吉福市占率达 27.2%，位列第一。国产品牌中，多美鲜、蒙牛、妙可蓝多分别位居 6-8 名，市占率合计 8.6%。海外品牌当前市占率较高主要有以下几点原因：1) 奶酪发展初期受三聚氰胺事件影响，海外品牌占得先机。08 年举办北京奥运会，海外乳酪消费文化得以迅速传播，而在同年爆发三聚氰胺事件，国人普遍青睐海外品牌乳制品，海外奶酪品牌在当时具有一定的优势；2) 国内乳制品行业具有带头作用的伊利、蒙牛长期以来以液态奶尤其是常温奶为发展竞争核心，并未较早布局奶酪业务；3) 奶酪工艺流程相对较为复杂，进入门槛较高，后期更是需要大量的品牌投放去培育市场，小型乳企难以控制自身生产成本和费用，因此进入者也比较少。综上所述，国产品牌受制于部分历史原因导致当前市占率较低，但我们认为市场格局实质并未固化，我国尚处于奶酪市场培育初期，海外品牌前期虽然通过产品工艺+技术储备优势培育了部分奶酪消费者，但却并未对消费者的整体奶酪认知和零售端的需求风尚起到引领作用，亦未建立起“国民奶酪”的品牌形象，品牌格局尚不牢固。

图表 19：我国奶酪零售市场 2018 年 CR5 市占率超过 50%，均为海外品牌



来源：Euromonitor，国金证券研究所

- **国产品牌具备渠道优势与本土优势，市占率有望迎来提升。**与海外品牌相比，国内品牌在未来发展中具备两大优势：一是渠道方面具有本土优势，较海外品牌能够更为迅速地下沉深耕至市县级代理，随着渠道建设逐步完善，能够迅速地抢占市场空间更大的下线城市；二是在产品研发方面，能够有效结合国人餐饮文化和口味需求开发新型产品，随着与国外品牌的产品、技术差距逐渐缩小，专业化品牌形象逐步建立，可通过引领和拓展新型消费需求去抢食市场份额。伴随奶酪市场扩容，国产品牌将迎来较大发展机遇，市占率有望迎来持续提升。

在乳制品消费结构升级的浪潮下，奶酪因其天然具备的高营养价值和多场景应用的属性得以乘风而起，具备足够的增长动力和市场空间。在初期的市场培育阶段中，餐饮端受益于下游西式餐饮需求得以稳定增长，零售端则因消费场景的“点式”拓展而更具有爆发潜力。当前国内奶酪市场景气度较高，但市场成熟度低、规模较小，同时品牌格局尚未固化，成长空间十足。因此我们认为，现有厂商中如有能率先打造专业化品牌形象，在稳定餐饮渠道的基础上精准拓展零售渠道的消费应用场景，同时辅之以完善的渠道终端建设和丰富的产能储备布局，则有望在奶酪这片细分市场中脱颖而出。

二、受益于奶酪板块爆发式推动，妙可蓝多驶入快速成长期

2.1 明确奶酪为核心的发展定位，业务转型持续推进

- 妙可蓝多逐渐明确发展定位，率先打造专为奶酪的品牌形象。妙可蓝多前身为广泽乳业，2015 年通过剥离华联股份的铁矿石业务、置入广泽乳业和吉林乳品的资产借壳上市，之后收购天津妙可蓝多，公司逐渐形成液态奶、奶酪及乳制品贸易三大业务板块。2016 年，公司明确提出未来 3-5 年要以“稳定液奶，发展奶酪”为公司的经营发展战略，正式向以奶酪为核心的乳制品业务转型进军。2019 年公司名称直接由“广泽股份”变更为“妙可蓝多”，进一步表明了公司致力于专注发展奶酪业务的决心。

图表 20：妙可蓝多的品牌形象——“专注奶酪、专为国人”



来源：公司官网，国金证券研究所

■ 业务转型持续推进，奶酪成为公司第一大业务

- 液态奶收入保持稳定增长，营收占比呈逐步下降之势。广泽乳业是公司液态奶的生产主体，销售区域以吉林省为主，同时辐射黑龙江和辽宁省，为该区域的乳制品龙头。目前公司液奶品类主要通过“澳醇”、“广泽”、“妙可蓝多”及“长白山”四个品牌进行运作，产品定位中低端，主要包括普通白奶、含乳饮料、风味酸奶等，渠道方面主要是以超市零售渠道和日配渠道开展业务。2018 年公司液态奶业务实现营业收入 4.68 亿元，同比增长 10%，呈现稳定增长态势。但因奶酪业务发力，液态奶业务收入占比由 2017 年的 43.46% 下降至 2019 前三季度的 29.29%，呈逐步下降之势。

图表 21：妙可蓝多液态奶各子品牌代表产品



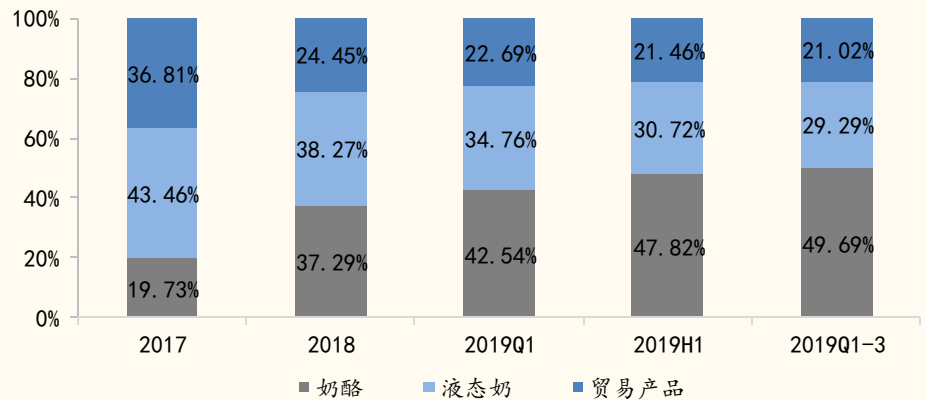
来源：公司官网，国金证券研究所

- 贸易业务辅助公司奶酪和液态奶业务开展，毛利率水平相对较低，收入占比持续下降。公司贸易业务的经营模式是向国内外乳制品供应商采购产品，再向国内客户销售，主要贸易产品包括奶粉、黄油、植物油脂等。贸易业务的开展一方面可以拓宽原材料的采购渠道，另一方

面也为公司广泛参与奶酪以及液态奶市场竞争提供奠定产品基础、积累客户资源等辅助作用，但其本身毛利率水平和利润贡献相对较低，近年来收入占比也呈现出不断下降的趋势。2018 年公司贸易业务实现营收 2.99 亿元，较上年同比下降 16.90%，毛利率仅为 9.57%，收入占比由 2017 年的 36.81% 下降至 2019 年前三季度的 21.02%。

- **资源的强力倾斜为奶酪业务的快速增长打下坚实的基础。**随着奶酪专业化品牌战略的持续推进以及内部资源的强力倾斜，公司业务转型加速，奶酪业务收入占比迅速提升，崛起成为公司第一大业务板块。2018 年妙可蓝多奶酪业务收入 4.56 亿元，占营收比重达 37.29%。截至 2019 年前三季度，公司奶酪业务收入占比达 49.69%，远超液态奶业务，奶酪板块对公司整体销售收入增长的拉动作用日益明显。

图表 22：2017-2019 年前三季度妙可蓝多各项业务收入占比情况



来源 wind，国金证券研究所

2.2 奶酪产品线日渐丰富，精准切入儿童零售市场

➤ 产品结构日趋完善，打造多品种奶酪制造商

- 2017 年以前，公司的奶酪仅局限于餐饮渠道，产品主要包括马苏里拉奶酪、芝士片、奶油芝士，其中马苏里拉奶酪在天猫同类连续三年销量第一，贡献了大部分销售收入。2017 年，公司的产品范围迅速拓宽，新开发了零售及儿童系列奶酪产品，儿童成长杯、新鲜奶酪等产品相继上市，但餐饮渠道的马苏里拉仍是公司的核心主力单品，零售渠道尚未完全打开。2018 年，公司研发出主力零售奶酪产品——儿童奶酪棒，奶酪棒的推出获得了巨大成功，成为继马苏里拉奶酪过后又一销售过亿的明星单品，同时鳕鱼奶酪、手撕奶酪等新产品也相继上市，极大丰富了公司现有的产品体系，使公司奶酪产品从马苏里拉单一品种真正发展成多品种运营，助力公司在餐饮、零售双渠道并驾齐驱。

图表 23：妙可蓝多全系列产品一览

零售渠道		餐饮渠道
<p>儿童系列</p> <p>儿童奶酪棒、儿童新鲜奶酪、儿童成长奶酪、宝宝高钙奶酪</p> 	<p>休闲零食系列</p> <p>零食芝士、新鲜奶酪、酪鲜生手撕奶酪棒、妙可蓝多鳕鱼芝士脆、妙可蓝多芝士片（零售）</p> 	<p>餐饮系列</p> <p>新鲜马苏里拉大雪球、精制马苏里拉奶酪、妙可蓝多芝士片（餐饮）、妙可蓝多奶油芝士、精制双色马苏里拉、车达奶酪酱、黄车达奶酪丝</p> 

来源：公司官网，国金证券研究所

- 在同美国品牌中，妙可蓝多产品体系最为完善，走在国产品牌的最前列。国产品牌中，仅有蒙牛和妙可蓝多建立了全产品体系，但前者每个系列下仅有 1-2 个子产品，远不如妙可蓝多的产品丰富；光明尚未推出休闲零食系列的奶酪产品；而伊利则缺乏餐饮系列的奶酪产品。完善的产品线奠定了妙可蓝多在奶酪市场的先发优势基础，与国内同类型竞争企业之间拉开了 1-2 年用以建立全产品线的时间差距。

图表 24：妙可蓝多在国产品牌中的产品体系最为完善

品牌	儿童辅食系列	休闲零食系列	餐饮系列
妙可蓝多	儿童奶酪棒  儿童新鲜奶酪  儿童成长奶酪  宝宝高钙奶酪 	零食芝士  新鲜奶酪  酪鲜生手撕奶酪棒  妙可蓝多鳕鱼芝士脆  妙可蓝多芝士片（零售） 	新鲜马苏里拉大雪球  精制马苏里拉奶酪  妙可蓝多芝士片（餐饮）  奶油芝士  精制双色马苏里拉  车达奶酪膏  黄车达奶酪丝 
蒙牛	未来星儿童成长奶酪棒  未来星儿童成长奶酪金装杯 	臻享再制干酪 	马苏里拉奶酪 
光明	“小小光明”成长奶酪棒  “小小光明”成长杯 	再制干酪芝士片  马苏里拉芝士片 	
伊利	儿童奶酪棒 		妙芝士撕新鲜奶酪 

来源：天猫商城，国金证券研究所

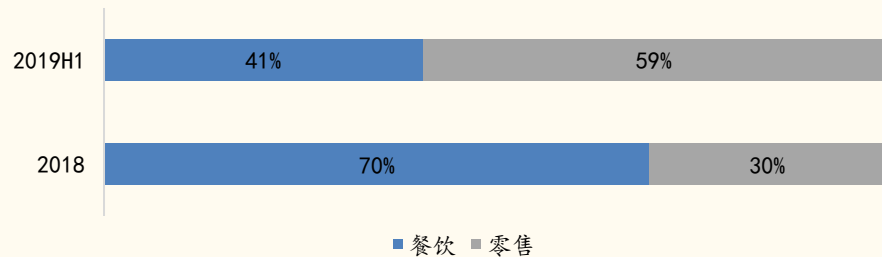
- 与海外品牌相比，尽管奶酪属于舶来品，国外品牌在原材料及工艺方面占据先天优势，但妙可蓝多在产品研发方面仍具有自身优势。
 - 1) 我国奶酪消费者对于奶酪原材料及工艺需求的敏感程度相对较低：当前我国奶酪消费市场以再制干酪为主，而再制干酪本就是为迎合本地市场消费者口味需求的产物，因此消费者对于奶酪来源及工艺的敏感程度相对较低。此外，天然奶酪消费主要集中于餐饮工业渠道，而餐饮工业厂商更追求口感，对于奶酪来源及工艺要求也不高。
 - 2) 研发更具中国特色：妙可蓝多定位于“专为国人”的奶酪生产商，在产品研发和营销上突出中国特色，与国外品牌形成差异化竞争。
 - 3) 公司具备丰富的奶酪生产技术和经验：公司现任董事、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，参与制定了食品安全国家标准《再制干酪》（GB 25192-2010）。此外，公司是国内少数同时掌握原制奶酪（天然奶酪）和再制奶酪生产技术的企业，并针对国人的不同需求研发奶酪产品，推出具有创新性的常温奶酪产品，未来将进一步努力探索与中餐的完美结合。

➢ 奶酪棒横空出世，精准切入儿童辅食消费场景

- 餐饮渠道消费形式相对较为单一，公司在推出马苏里拉奶酪后，一直致力于为客户提供个性化定制方案以及加快自身渠道建设。通过诸如全家的焗饭奶酪、悦荃的高熔点奶酪丁等定制化和细分化产品，满足客户多样化、差异化的需求，近两年餐饮渠道实现了稳定快速增长，2017、2018 年餐饮端收入增速均维持在 50% 以上。2018 年公司餐饮、零售的收入占比分

别约为 70%、30%，餐饮渠道仍是公司的主要收入来源。不过随着公司零售渠道的爆发，2019 年上半年零售渠道收入已反超餐饮渠道，占到所有奶酪类销售收入的 59%。

图表 25：妙可蓝多 2019H1 零售渠道收入超过餐饮渠道收入



来源：公司公告，国金证券研究所

- **零售渠道方面，公司于 2018 年上半年推出奶酪棒，成功切入儿童辅食的消费场景。** 奶酪棒本身具备一定的爆款产品基础，同时妙可蓝多通过与高热度动画 IP 合作、集中资源进行系统化营销形成了“儿童奶酪=妙可蓝多”这一独特的品牌背书优势，直击产品直接购买者和最终消费者的消费触点，使儿童奶酪棒成为公司的拳头产品，产品上市当年即实现销售收入超过 1 亿元。2019 年前三季度，妙可蓝多儿童奶酪棒销售收入达 2.98 亿元，同比增长 354.0%，在京东、天猫“618”活动中奶酪棒销量位列同品类第一。我们预计妙可蓝多奶酪棒将继续受益于其品牌背书优势，在奶酪棒产品市场中有望保持较强的竞争力，在儿童零售市场有望实现持续放量增长。
- **奶酪棒具备一定的爆款产品基础——高营养价值与棒类零食体验感相融合：** 与欧美、日本等以天然奶酪为主的成熟市场不同，我国目前处于以再制干酪为主的初期市场培育阶段，零食化奶酪成为爆品打造趋势。根据天猫用户画像统计，儿童奶酪的直接购买客户中 80% 为已婚已育，是以妈妈为主的消费群体，从年龄结构上看，消费者购买的年龄范围为 24 岁至 39 岁，她们重视奶酪产品的安全性和高营养价值属性。而儿童奶酪的最终消费者主要是 10 岁以下的儿童，更注重产品消费的趣味性和体验感。典型的棒类零食产品是“棒棒糖”，因其趣味性和体验感较强而极受儿童欢迎。奶酪棒则融合了奶酪营养价值高以及棒类产品消费体验感强的双重特质，从而在众多形式的奶酪零售产品中（如颗粒、三角、条形的奶酪产品）得以脱颖而出。
- **奶酪棒产品市场现状——多品牌参与竞争，产品同质化程度较高。** 目前市场上的儿童奶酪棒品牌主要有伊利、蒙牛、妙可蓝多、光明和百吉福，其中妙可蓝多定位中高端，销售单价约为 0.219 元/g，与光明奶酪棒基本相同，高于其他竞品。目前，除百吉福以外，其他品牌奶酪棒产品均绑定了深受儿童喜爱的动画 IP。整体来看，各品牌的儿童奶酪棒产品在宣传、包装、定价等方面差异并不大，产品同质化程度较高，均是以儿童消费者为中心，通过丰富包装、设计趣味答题、开发多种口味、绑定知名 IP 去吸引儿童消费者的购买欲望。
- **妙可蓝多奶酪棒的产品优势在于——塑造品牌优势吸引首次购买，高质量产品力保障持续回购：**

(1) **通过系统化营销塑造品牌优势，吸引消费群体首次购买。** 在 IP 方面，公司与知名动画 IP “汪汪队”进行合作，深受儿童消费者的喜爱，汪汪队本身的热度比其他竞品 IP 更高（略高于蒙牛的熊出没，远高于光明的托马斯、伊利的冰雪奇缘以及汽车总动员），且其特点是积极向上、宣传勇敢，配合其动物性的卡通图案包装设计对于儿童消费者而言也更具有吸引力；在广告投放方面，除在央视投放广告树立品牌形象外，公司还通过“轰炸式”的广告投放策略，通过分众传媒平台在社区、办公楼、超市的播放屏密集、滚动地投放奶酪棒广告，辅

之以改编自《两只老虎》的魔性“广告歌曲”，相比竞品的普通投放策略（百吉福也在央视投放广告）取得了更好的品牌推广效果，形成了“儿童奶酪=妙可蓝多”的长期品牌背书优势，奠定了消费者首次购买的基础；在线下推广方面，公司通过开展试吃、DIY 等线下活动，与消费者保持密切联系，通过活动分享、口碑传播等形式帮助产品延伸至了更多的消费群体。

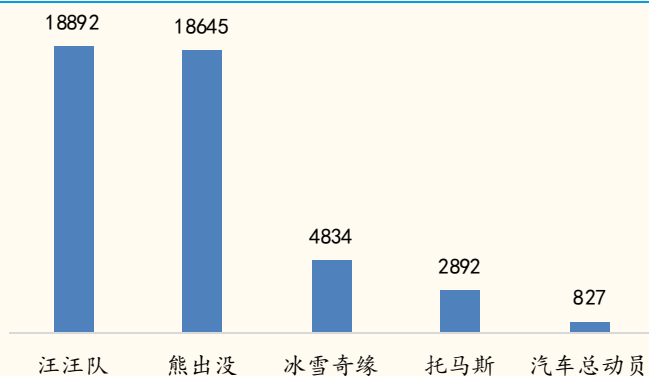
(2) 通过专业化生产打造高质量产品力，保障消费群体持续回购。妙可蓝多奶酪棒的主要原材料、包装和生产机器设备均源自进口，在食用便捷程度、口味和口感方面均优于大部分竞品。此外，公司紧抓“妈妈”群体的消费触点，突出营养属性，奶酪棒（原味）的钙、蛋白质含量较大部分竞品更高，并添加有独特的牛磺酸成分。

图表 26：目前市面上主要品牌的儿童奶酪棒产品对比

品牌	图片	线上价格（元）	规格	单价（元/g）	口味	IP	包装设计	营养物质成分
伊利		69	95g*2	0.186	原味、黄桃燕麦、牛奶巧克力味等	男孩版：汽车总动员	60款卡通图案设计； 无趣味答题； 无棒棒式包装；	蛋白质：6g/100g 钙：580mg/100g
			90g*2			女孩版：冰雪公主		
蒙牛		19.9	95g	0.209	原味、冰淇淋、水果等6种口味	熊出没	多种图案包装； 包装背后设趣味答题； 棒棒式包装；	蛋白质：6g/100g 钙：725mg/100g
妙可蓝多		21.9	100g	0.219	原味、水果、果粒、香蕉、巧克力等多种口味	汪汪队	多种图案包装； 包装背后设趣味答题； 棒棒式包装；	蛋白质：7.9g/100g 钙：357mg/100g 牛磺酸：30.3mg/100g
百吉福		24.7	120g	0.206	原味、水果、奶昔等多种口味	/	多种图案包装； 包装背后设趣味答题； 棒棒式包装；	蛋白质：7.9g/100g 钙：190mg/100g
光明		21.9	100g	0.219	原味、水果、酸奶等口味	托马斯	多种图案包装； 包装背后设趣味答题； 棒棒式包装；	蛋白质：6.8g/100g 钙：303mg/100g

来源：天猫商城，京东商城，国金证券研究所

图表 27：2018 年以来汪汪队百度日均搜索指数保持领先



来源：百度搜索指数，国金证券研究所

图表 28：妙可蓝多投放儿童奶酪棒广告



来源：公司官网，国金证券研究所

- **奶酪棒市场的竞争格局展望——品牌背书保障妙可蓝多未来仍具优势。**尽管奶酪棒市场由于产品同质化程度高，产品包装、绑定 IP、互动设计易被模仿等原因，竞争格局尚不稳固，但我们判断妙可蓝多奶酪棒在未来仍有望保持较强的竞争力。一方面，在当前竞争格局中，妙可蓝多已形成了较强的品牌认知力，成为助力公司奶酪棒产品实现长期放量增长的内推因素。母婴消费、儿童辅食是一个持续稳定的消费场景，随着广告效应的逐步释放以及对消费者培育的逐渐加强，儿童奶

酪棒仍有较大增长空间。另一方面，奶酪棒需要冷链运输保存，其渠道建设与普通常温液奶差异较大，因此即使伊利、蒙牛等行业龙头短时间内加大对奶酪棒市场的投入，也依然需要花费时间重新梳理建设自身渠道，短时间内难以攻克妙可蓝多的品牌背书优势。

- 除奶酪棒之外，鳕鱼奶酪、手撕奶酪等零售产品的推出也获得了消费者的广泛认可和好评。目前两款产品体量较小但增速较快，其中手撕奶酪引领着国产原制奶酪发展。后续，凭借着强大的奶酪研发体系支持，结合国人多样性的消费需求以及不同消费场景的拓展，妙可蓝多正积极储备多款潜力零售产品，有望明年陆续推出，从而进一步打开零售市场空间。

2.3 全球化专业采购，产能布局储备充足

- 在原材料采购方面，妙可蓝多目前建立起了覆盖欧洲、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。公司具备专业的国际采购团队，进口原料主要来自新西兰（占所有进口量的 90%），欧盟和澳洲占剩余小部分，采购品种包括乳清蛋白、酪蛋白、明乳、奶油等多个品种。一方面，广泛的采购渠道有利于公司把握市场变动趋势，减少原辅材料价格波动对生产经营的不利影响；另一方面，丰富的采购品种还可以满足下游客户的多元化需求，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。
- 产能方面，目前公司在全球一共设有 6 个工厂，奶酪年产能约 4.5 万吨，包括上海、天津、吉林、长春 4 个国内自建工厂以及 2 个在澳洲的合作工厂（间接参股）。国内工厂方面，上海工厂目前生产零售类的再制奶酪产品，主要包括奶酪棒和芝士片；吉林工厂主要生产零售类的原制奶酪产品，包括新鲜奶酪、手撕奶酪等；天津工厂主要生产餐饮类奶酪产品，主要包括马苏里拉奶酪等；长春工厂主要生产液态奶产品。

图表 29：妙可蓝多全球 6 个工厂布局



来源：创日报，国金证券研究所

- 公司产能储备充足，远期规划产能预计接近 10 万吨。其中天津工厂现有产能 1.9 万吨，基本已经满产，暂时没有扩产计划。上海工厂正处于产能爬坡期，目前改扩建项目工程进度为 69% 左右，产能约为 2.5 万吨，其中奶酪棒现有 10 条生产线，均处于满产满销状态，公司计划再引进 10 条生产线，明年将会陆续到位，届时产能有望翻倍。当前来看，妙可蓝多奶酪棒供不应求，奶酪棒产能利用率目前几乎打满，未来公司将按照计划进行产能扩张，我们预计在旺盛需求的加持下公司奶酪棒产能过剩风险较小。此外，上海工厂还有 1.5 万吨产能的芝士片产线，今年的产能利用率预计不超过 5%，随着公司餐饮客户的不断增加，芝士片产线产能利用率会逐

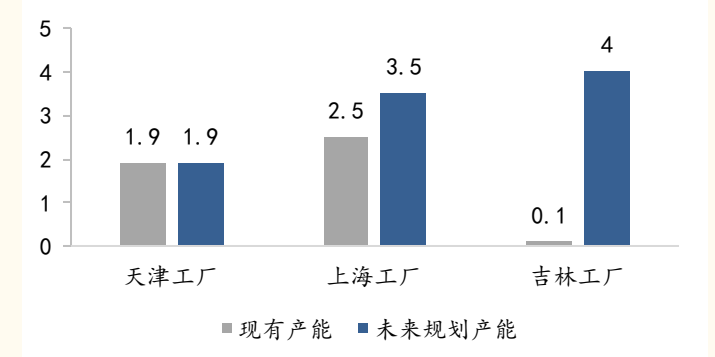
步提高。吉林工厂项目处于建设工程前期，目前工程进度为 13%左右，2018 年仅有约 0.1 万吨产能，完工后，预计总产能可达 4 万吨。从吉林工厂生产规划来看，公司储备了大量休闲奶酪产品以及特色奶酪产品，未来随着产能的逐步投放，有望为公司零售端持续放量增长提供有力支撑。

图表 30：妙可蓝多吉林工厂产能情况

产品系列	产品类型	产能规划 (万吨)
原制奶酪		1
再制奶酪	休闲奶酪	1.7
	特色奶酪	1.3
合计		4

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 31：妙可蓝多远期规划产能预计接近 10 万吨



来源：公司公告，国金证券研究所

2.4 渠道建设提速，线上线下游营销齐发力

➢ 率先开拓全国多元化渠道，餐饮、零售、电商同发力

- 渠道建设方面，公司在扩张终端数量、加速渠道下沉的同时开始优化经销商质量。2018 年，公司发力进军零售市场，零售端经销商新增 700 家，渠道终端数迅速提升至 5 万个。截至 2019 年三季度，公司经销商数量达 2153 家，较年初增加了 536 家，销售人员扩充至 260 人（线下销售人员 120 多人），覆盖了全国 80% 的地级市，终端数达 8.9 万个，年底有望增至 10-12 万个。同时，公司为防止盲目扩张，今年开始由量转质，前三季度共缩减 81 家经销商。
- 渠道结构方面，妙可蓝多继续保持电商渠道优势，电商、餐饮、零售三管齐下。
 - 在电商渠道，“妙可蓝多”品牌持续强化，进一步巩固其在电商领域奶酪销售的领军优势。公司不断夯实天猫、京东两大电商平台基础，其中天猫销售占比最大，公司天猫品牌旗舰店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，而在京东平台则连续三年荣膺“消费者最喜爱的黄油奶酪品牌”，并且为京东生鲜类目的头部合作商家。此外，2018 年公司进一步拓宽电商平台渠道，新设立了有赞妙可蓝多商城，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，持续探索新零售趋势，线上获客能力稳步提升。

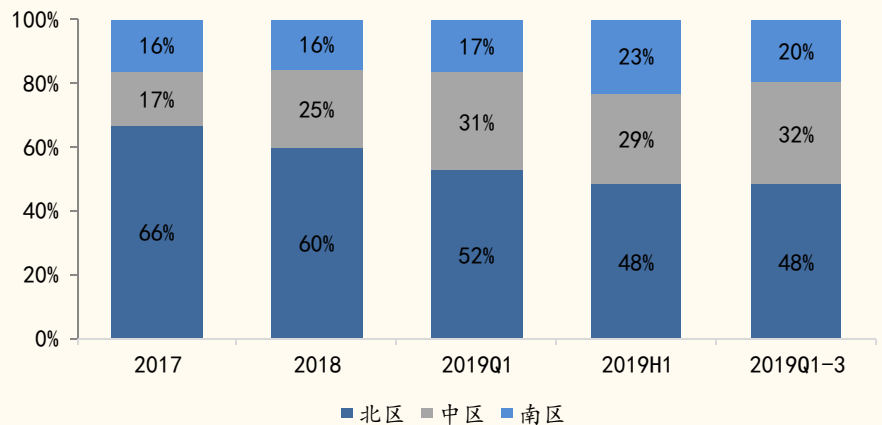
图表 32：妙可蓝多在电商通道优势明显



来源：天猫商城，京东商城，国金证券研究所

- 在餐饮渠道，公司凭借可靠的产品品质、优秀的研发能力以及个性化的定制产品服务，继续保持稳步增长。除获得萨莉亚、85度C、达美乐、海底捞、多乐之日、吉野家、全家等知名餐饮烘焙连锁青睐外，2018年妙可蓝多新开拓出了罗森、面包新语等重点客户，2019年公司又进一步开拓了瑞幸、星巴克、汉堡王等合作客户，公司在餐饮工业这一渠道持续保持稳步增长。2018年，妙可蓝多2B渠道经销商稳步增长至389个，较2017年新增124个。
- 在零售渠道，KA已基本完成覆盖，未来将着重覆盖母婴等特殊渠道、流通渠道以及社区终端。由于奶酪产品需要在低温下储存与运输，而大部分流通渠道和婴童店因为缺少冷链，产品保存受到制约，所以当前公司以KA渠道为主（占比超过50%），辅以少量的高端婴童店和流通渠道。在与家乐福、欧尚、永辉、沃尔玛以及卜蜂莲花、苏果、步步高、物美、永旺、伊藤洋华堂等全国性及区域性KA建立起良好合作的基础上，2019年公司继续下沉精耕，进驻了全家、喜士多、罗森、良友等便利店，不断增加有效终端覆盖数量。目前KA渠道已经基本完成覆盖，未来公司要着重覆盖母婴等特殊渠道、流通渠道和社区终端。母婴渠道是非常优质、稳定的渠道，目前尚未有竞争对手布局，公司可以在开展品牌宣传的同时加强母婴店冷链建设，率先建立起母婴渠道布局优势。
- 区域分布方面，公司逐渐加快在中区、南区的布局，加速全国化进程。截至2019年前三季度，公司北区、中区、南区的经销商数量分别为1207、519、427个，较2018年底分别增加263、141、132个，中区、南区增长幅度较大。随着中区、南区的经销网络逐步完善，其收入占比明显提升，从2017年的17.13%、16.38%分别提升至2019年前三季度的31.88%、19.88%。

图表 33：妙可蓝多各区域历年收入占比



来源：公司公告，国金证券研究所

➤ 线上高举高打塑造品牌形象，线下联动营销增强客户黏性

- 线上方面，公司坚持走专业化的品牌发展路线，加大品牌的宣传推广与营销投入，提高品牌影响力，旨在把“妙可蓝多”打造成全国知名、消费者耳熟能详的奶酪品牌。2018年，妙可蓝多奶酪棒携手时下火热动画IP《汪汪队立大功》，于6月1日在天猫妙可蓝多旗舰店首发；2019年为妙可蓝多品牌建设的元年，公司广告宣传片首先登陆央视，在央视少儿频道和中央一套滚动播放；此后公司又与分众传媒达成合作，“霸屏”分众的电梯媒体作为线下推广的主要方式。目前，分众传媒已经将妙可蓝多广告投放到中国106个城市，累计播放量达70亿次，观看人数达2.3亿人次。

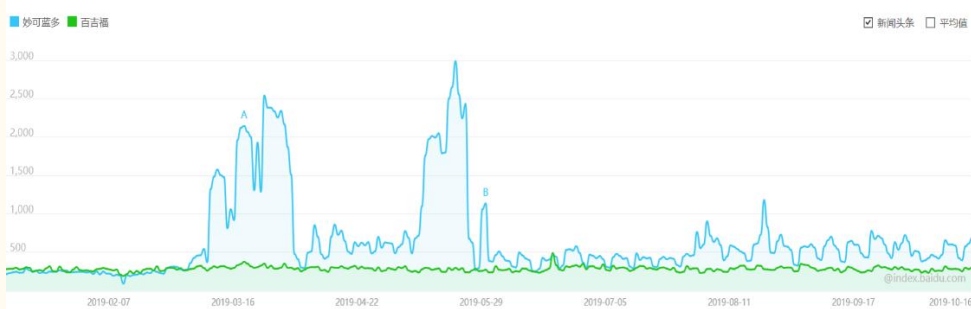
图表 34：妙可蓝多汪汪队IP、央视、分众传媒广告投放



来源：公开资料，草根调研，国金证券研究所

- 公司当前致力于提升品牌认知度以及品牌推广，同时与分众传媒和央视广告进行合作，我们预计今年费用投放力度有所加强。但对正处于快速成长期的妙可蓝多而言，我们认为高举高打的营销策略是非常有必要的，一方面有利于公司品牌形象的树立，另一方面也为后期公司渠道搭建、终端铺货打下良好的基础。目前来看，广告投放带来的品牌效应正逐步释放，自2019年2月份广告陆续投放后，妙可蓝多的百度搜索指数迅速蹿升，超过了其主要竞争对手百吉福。

图表 35: 妙可蓝多搜索指数自 2019 年 2 月份开始超过主要竞争对手百吉福



来源: 百度搜索指数, 国金证券研究所

- 线下营销方面, 通过有效陈列、培养促销员、产品试吃、定期促销等方式, 增强消费者的购买黏性。在产品陈列方面, 公司会在终端店主货架的显著位置按照消费者购买优先度陈列公司产品, 使产品陈列更加显著有效; 在促销员培养方面, 公司会为月均 POS 金额超过 1.5 万元的门店配备促销员, 通过对促销员提供定期培训和销售激励, 从而有效完成推荐转换, 提高单店产出。今年以来, 公司每个季度的线下收入环比增长均超过 30%, 其中一半源于单店的增长贡献。在产品试吃方面, 根据凯度数据, 过去一年购买并品尝过奶酪的消费者占消费人群比例只有 16%, 而通过开展产品免费试吃活动可以有效提高奶酪消费渗透率; 在促销方面, 公司会在店庆、儿童节、周末等时段定期或不定期开展促销活动, 每期活动都可以激起线下销量的小高峰。而短期促销并不会影响公司盈利水平, 公司可能会通过更换包装、升级口味实现变相提价, 进而实现整体销售均价的提升。

2.5 股权激励提振员工积极性, 保障公司业绩稳步前行

- 2017 年 3 月, 在公司业务发展转型的关键时期, 为确保公司长期稳定发展, 并进一步传达公司对奶酪业务发展的信心, 妙可蓝多同时推出了限制性股票激励计划和员工持股计划, 激励对象包括公司高管、中层管理人员、核心技术人员等。其中, 限制性股票激励计划首次授予 930 万股, 预留 206 万股, 约占公司总股本的 2.85%, 在 2017/18/19 年公司主营业务收入分别不低于 8 亿/12 亿/16 亿元的情形下可解锁。员工持股计划通过信托持股平台运行, 按照 2:1 的比例设立优先级、劣后级份额, 筹集资金总额不超过 3.6 亿元, 该集合资金信托计划最终实际持股占公司已发行总股本的 8.72%。目前, 公司股权激励计划设置的 2017、2018 年的业绩目标均已达成, 员工持股计划存续期也延长 12 个月至 2020 年 8 月 30 日, 彰显了公司管理层及员工对于公司发展的信心, 保障公司业绩稳步前行。

图表 36: 妙可蓝多股权激励计划

序号	姓名	职务	获授数量(万股)	占限制性股票总数比例	占股本总额比例
1	陈运	副总经理、董事	120	10.56%	0.30%
2	任松	副总经理、董事	75	6.60%	0.19%
3	刘宗尚	副总经理	120	10.56%	0.30%
4	胡彦超	副总经理	90	7.92%	0.23%
5	白丽君	财务总监、董事、 副总经理、董秘	75	6.60%	0.19%
6	郭永来	副总经理	60	5.28%	0.15%
中层管理人员、核心技术人员 (56 人)			390	34.33%	0.98%
预留			206	18.13%	0.52%
合计			1136	100%	2.85%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 37: 妙可蓝多员工持股计划

序号	持有人	职务	持有份额 (万份)	占持股计划的比例
1	柴琇	董事长	1,400.00	11.70%
2	白丽君	董事、副总经理、 董事会秘书、财务总监	1,400.00	11.70%
3	陈运	董事、副总经理	1,400.00	11.70%
4	任松	董事、副总经理	1,400.00	11.70%
5	郭永来	副总经理	1,400.00	11.70%
6	刘宗尚	副总经理	1,400.00	11.70%
7	胡彦超	副总经理	1,400.00	11.70%
其他员工(不超过 393 人)			2,200.00	18.30%
合计			12,000.00	100.00%

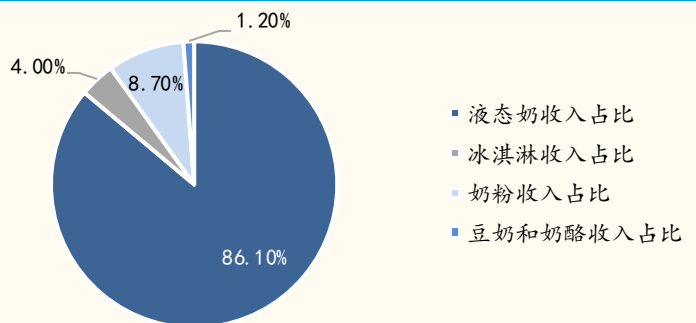
来源: 公司公告, 国金证券研究所

三、同行业对比优势突出，盈利能力有望逐步加强

3.1 对比海外品牌与国产竞品，妙可蓝多受到冲击的可能性较小

- 奶酪行业市场进入门槛较高，新进入的小型乳企难以控制自身成本费用，而大型乳企投入精力则相对有限。在奶酪市场需求端日益扩大而供给端品牌格局尚未固化的背景下，现有国产品牌中若能率先建立起产品优势、品牌优势以及渠道优势，则将在未来激烈的市场争夺中占据有利位置，可通过相对较小的获客成本迅速占领市场份额。
- 奶酪制造是一个流程较为复杂的工艺，进入门槛较高，小型乳企难以控制自身生产成本和费用。奶酪前期制作周期较长，即使发酵时间最短的鲜奶酪生产周期也需 3 个月左右，同时生产设备购买成本也较高。在制作过程中，需要全过程对温度、湿度和操作时间进行严格把控，其生产技术还要受《国家食品安全标准：干酪》、《国家食品安全标准：再制干酪》的严格规范。此外，制作完成后的冷链运输投入巨大，还将面临高额的消费者教育和渠道铺设费用。
- 大型乳企投入精力有限，未能率先打造专业奶酪生产的品牌形象，亦需耐心培育消费者。在现有的大型乳企中，蒙牛、伊利等行业龙头虽然也生产奶酪产品，但在零售市场中其主要的资源和精力都放在了液态奶业务上，尤其是常温液奶。以蒙牛为例，蒙牛 2018 年奶酪零售终端市占率为 2.90%，但其他业务收入（含 silk 美式豆奶和奶酪收入）仅占总收入的 1.2%，对市场品牌格局的塑造影响也较为有限。

图表 38：2018 年蒙牛奶酪业务收入占比相对较低，仍以液态奶为主



来源：wind，国金证券研究所

- 妙可蓝多具备产品、生产、品牌、渠道先发优势，短期内受到同业竞争压力冲击的可能性较小：
 - 1) 与海外品牌相比，妙可蓝多在保持渠道下沉优势的前提下，同样具备丰富的奶酪生产技术和经验，是国内少数同时掌握原制奶酪（天然奶酪）和再制奶酪生产技术的企业，并针对国人的不同需要研发奶酪产品，推出具有创新性的常温奶酪产品，未来将进一步努力探索与中餐的完美结合，与国外品牌形成差异化竞争。
 - 2) 与国内乳业龙头伊利、蒙牛相比，妙可蓝多率先建立起专业化品牌形象，并在渠道建设方面掌握了先发优势。2019 年前三季度公司经销商数量达 2153 家，终端覆盖数达 8.9 万家，年底终端数有望达到 10-12 万个，超过伊利蒙牛等乳业龙头数量，并计划率先完成母婴渠道布局。对于伊利、蒙牛而言，由于奶酪需要冷链运输保存，渠道结构与常温液奶有所差异，因此若二者计划短时间内加大对奶酪市场的投入，也依然需要花费时间、精力去重新梳理建设自身渠道，更为核心的是奶酪业务在伊利蒙牛架构中属于培育业务，初期给予的资源有限，难以和集中所有资源去向市场要生存发展空间的独立型公司比拼短期爆发力，因此预计短期内也难以攻克妙可蓝多建立的品牌背书和多元化渠道优势。

图表 39：妙可蓝多与百吉福对比

	妙可蓝多	百吉福
公司性质	民营上市公司，有丰厚的员工激励	外商独资企业，员工激励较少
品牌历史	国内品牌，2016 年开始转型奶酪业务	外资品牌，1997 年开始进入中国市场。
产品线	含括儿童辅食系列、家庭餐饮系列和成人休闲系列全产品线，突出适合国人口味特色，不断试水常温奶酪产品及麻辣口味的奶酪产品等。	含括儿童辅食系列、家庭餐饮系列和成人休闲系列全产品线，突出国外原产特色，有专门的欧洲系列产品
儿童奶酪棒	奶酪棒产品推出 1 年半，目前我国酪棒零售市场份额 30% 左右。	奶酪棒产品推出 15 年，目前奶酪棒零售市场份额 60% 左右。
广告投放策略	在特定时间段采取“密集轰炸式”+“洗脑广告曲”的投放策略，播放平台为央视+分众传媒。	主要在央视投放广告。
经销商	目前已全面下沉至地市一级，有 1000 多个一级经销商。	只有省级代理，省级以下只设分销商，目前逐渐有所转变。
渠道	在电商渠道具有优势，目前开始布局母婴渠道。	在零售和 2B 渠道更有优势。

来源：公开资料，国金证券研究所

- 整体来看，奶酪行业当前仍处于市场培育期，市场渗透率较低，伴随大企业逐渐加入其中，未来竞争一定会有所加剧，但仍将是与竞争者共同扩建市场的良性阶段。我们认为，妙可蓝多在行业内率先建立起产品优势、品牌优势与渠道优势，在未来的行业竞争中也有望脱颖而出。

3.2 业绩持续高速增长，盈利水平有望逐步改善

- 受奶酪板块快速增长拉动，营收增速显著高于同行业其他公司。2019 年前三季度，妙可蓝多实现营业收入 11.59 亿元，同比增长 50.77%；实现归母净利润 1449.70 万元，同比扭亏为盈（去年同期亏损 475.47 万元）。其中，奶酪板块实现收入 5.75 亿元，同比增长 114.55%。与同行业相比，妙可蓝多当前体量较小，处于快速成长期，受益于其奶酪业务板块的爆发式拉动，前三季度整体营收增速明显高于同期的伊利（12.61%）、三元（10.74%）、光明（8.25%）以及蒙牛 2019 年上半年的 15.61%。我们认为，能够支撑妙可蓝多近几年业绩高速增长的核心驱动因素有以下几点：

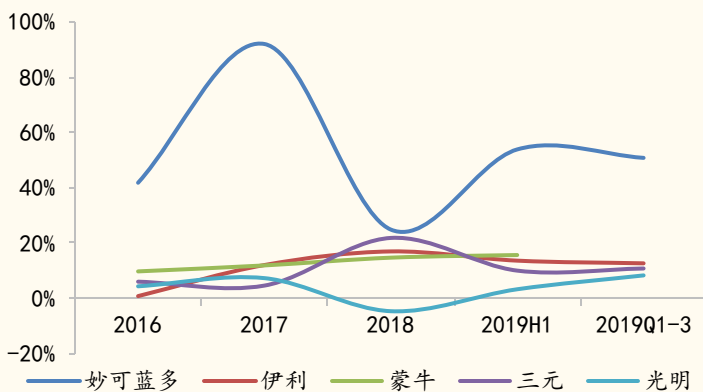
(1) 在战略方面，专业化品牌战略的坚定执行、恰当的股权激励成为妙可蓝多近年业绩高速增长的主要内生推动力；

(2) 公司业务结构调整初见成效，成功切入奶酪消费的儿童辅食场景，带动零售渠道的爆发式增长；

(3) 在营销方面，对外采取高举高打的营销策略，广告效应的逐步释放提高了妙可蓝多的品牌知名度，助推公司产品营业收入增长。

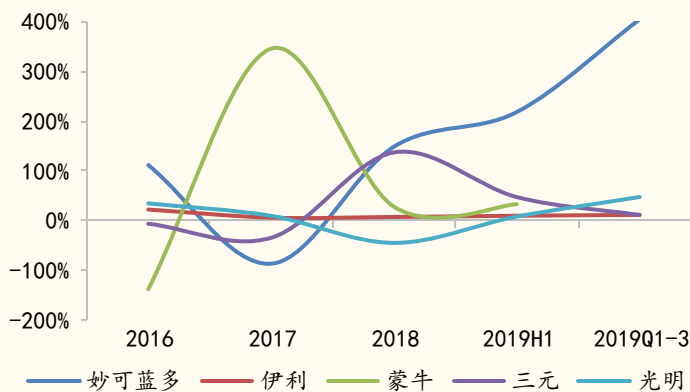
(4) 在渠道方面，公司不断增加终端售点数量，持续推进下沉精耕。截至 2019 年三季度，妙可蓝多覆盖了全国 80% 的地级市，终端数达 8.9 万个，年底有望增至 10-12 万个，渠道端的持续开拓推动收入的快速增长。

图表 40: 同行业公司营业收入增速对比



来源: wind, 国金证券研究所; 注: 除妙可蓝多外, 市场中尚无以奶酪为主营业务的上市公司, 选取的同行业公司皆为国内以液态奶生产为主, 生产少量奶酪的乳制品企业。另妙可蓝多 2016 年以前以铁矿石业务为主, 故选取 2016 年及以后年份的财务指标与其他乳制品企业进行对比

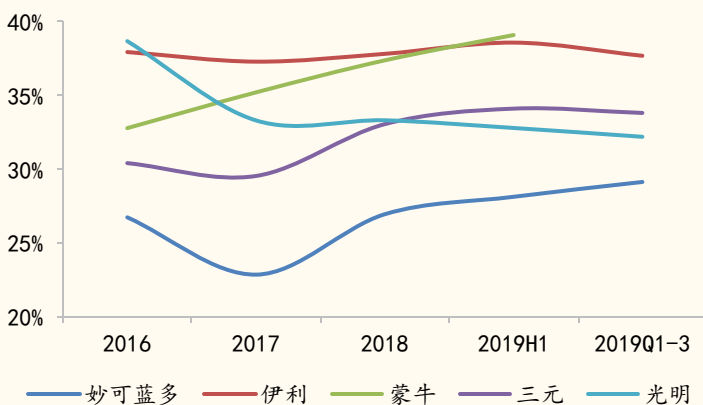
图表 41: 同行业公司归母净利润增速对比



来源: wind, 国金证券研究所

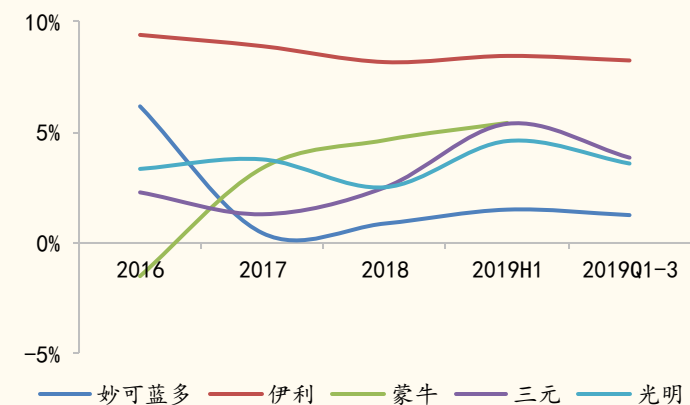
- 从毛利率端来看, 2019 年前三季度妙可蓝多的综合毛利率为 29.14%, 同比提升 3.38pct, 主要得益于其产品结构持续优化, 高端零售产品占比提升。2018 年公司的奶酪、液态奶、贸易产品毛利率分别为 34.7%、30.67%、9.57%, 而其中奶酪板块毛利率 2019H1 同比提升 10.79pct 至 39.04%。随着公司专业化战略的持续推进, 毛利率较高的奶酪板块收入占比迅速提升至 2019 前三季度的 49.69%, 而毛利率较低的贸易板块收入占比则逐步缩减, 从而推动了公司整体毛利率的提升。我们预计, 随着妙可蓝多业务结构的进一步优化, 再加上规模效应下单位成本会逐渐降低, 未来公司毛利率水平还有较大提升空间。

图表 42: 同行业公司毛利率对比



来源: wind, 国金证券研究所

图表 43: 同行业公司净利率对比



来源: wind, 国金证券研究所

- 与同行业其他公司对比, 妙可蓝多整体毛利率不在高位, 由此也拖累了公司净利率水平, 主要原因有三方面:

(1) 妙可蓝多当前仍处于业务结构优化过程中, 毛利率较低的贸易产品 2019 前三季度收入占比仍达 21.02%, 从而拉低了整体毛利率水平。但公司的贸易产品业务是辅助于公司开展奶酪、液态奶业务的补充板块, 未来收入占比预计将持续降低。

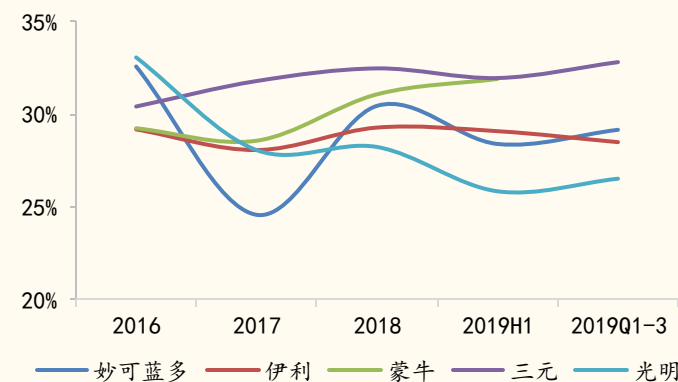
(2) 公司当前液态奶品牌力相对较弱, 产品结构以中低端为主, 主要产品为普通白奶、风味酸奶、含乳饮料等毛利率较低的产品, 导致液态奶业务毛利率偏低 (2018 年毛利率为 30.67%, 低于伊利 35.21%、光明 45.06%)。2019 年以来, 公司新推出了芝士发酵乳、果蔬儿童牛奶等售价

更高的特色液体乳，未来随着公司逐步推进液态奶产品结构升级，液奶业务板块毛利率有望得到修复。

(3) 公司近年来实施工程改造、扩建项目，上海芝然和广泽乳品的部分在建工程已经转入固定资产计提折旧，2018 年折旧额同比增加 99.48%，占营业成本的比例由 1.82% 上升至 3.07%，推动了公司营业成本的增加。其中上海芝然新增 1.5 万吨芝士片生产线，预计今年的产能使用率不超过 5%，极大地推高了奶酪业务的单位生产成本。未来随着公司营收快速增长，新建设备产能利用率逐步提高（预计芝士片产能利用率明年有望达到 20% 以上），公司单位折旧成本将会趋于降低，毛利率水平也将进一步提升。

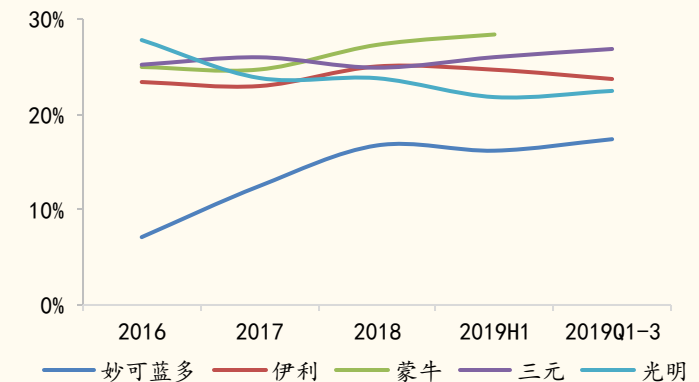
- 从费用端来看，2019 年前三季度妙可蓝多的期间费用率为 29.15%，同比下降 4.77pct。分拆来看，销售费用率为 17.40%，同比降低了 1.27pct，主要原因在于公司去年同期开始大力拓展奶酪零售渠道和区域终端铺设，导致销售人员工资及劳务费、促销管理费等大幅上升，19 年前三季度销售费用同比增长了 40.49%，但在 50.77% 的营收增速下规模效应逐渐显现；管理费用（含研发费用）率和财务费用率分别达 7.40%、4.35%，较去年同期也分别降低 2.44pct、1.06pct。

图表 44：同行业公司期间费用率对比



来源：wind，国金证券研究所

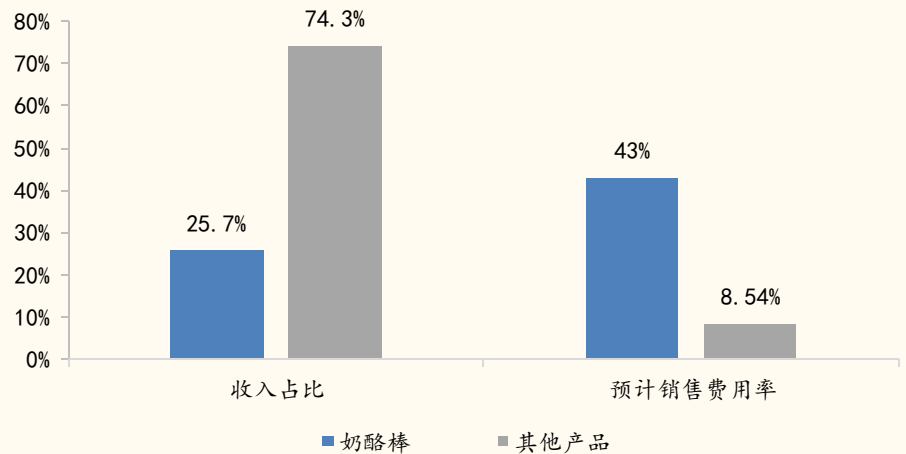
图表 45：同行业公司销售费用率对比



来源：wind，国金证券研究所

- 与同行业其他公司相比，妙可蓝多的期间费用率并不算高，其中销售费用率（17.40%）远低于同期的伊利（23.72%）、光明（22.47%）、三元（26.87%）及蒙牛 2019 上半年的 28.40%，预计主要在于妙可蓝多当前的销售费用主要投放于奶酪棒业务，而对其他非奶酪棒业务投入较少，由此拉低了公司整体业务的销售费用率。我们预计在奶酪棒产线满产满销的情况下，公司前三季度奶酪棒业务的销售费用率在 43% 左右（当前奶酪棒毛利率约为 55%，今年尚未贡献太多盈利，假设盈亏平衡）。根据测算，其他非奶酪棒业务的销售费用率在 8.5% 左右，而公司奶酪棒产品收入占比达到 25.7%，且这一占比仍将不断提升，因此公司的销售费用率走势主要受奶酪棒业务影响。随着奶酪棒渠道铺设的进一步下沉，终端网点进一步开拓，加上持续投入的高额广告费用，我们预计未来两年奶酪棒业务的销售费用额仍将维持在高位，但随着奶酪棒收入规模的迅速扩大，规模效应逐渐显现，奶酪棒业务的销售费用率可能会趋于略微下降，由此也给公司整体的销售费用率带来一定的下降空间。管理费用方面，随着公司限制性股票的相继解锁，由股权激励产生的管理费用将会逐步收敛。

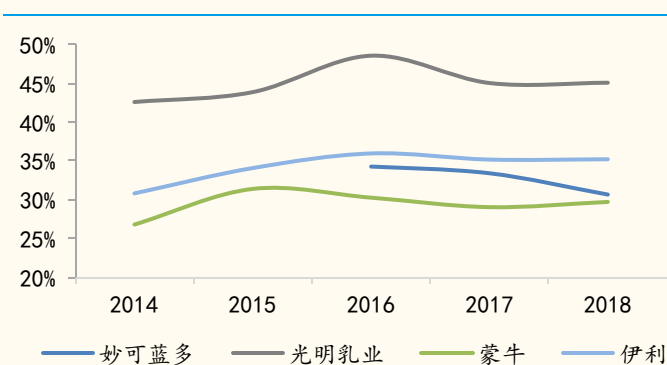
图表 46：2019 年前三季度妙可蓝多分产品销售费用率拆分



来源：wind，国金证券研究所

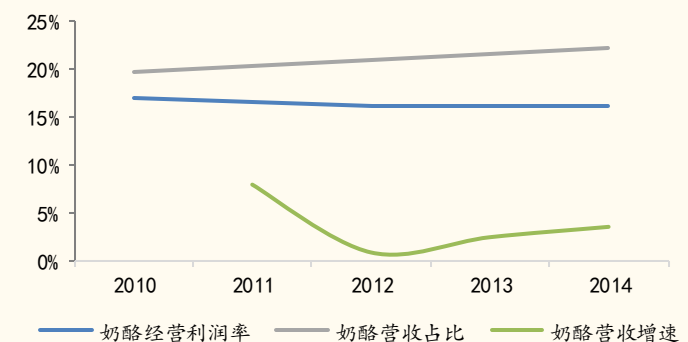
- 尽管妙可蓝多的费用率相比同行业公司而言并不在高位，但仍无法为公司盈利提供足够的空间，主要系毛销差过低所致。从净利率端来看，奶酪的附加值较高，天然具备高端品属性，因而整体利润率水平一般较液奶业务更高。以美国的卡夫食品公司为例，2010-2014 年美国奶酪行业已步入成熟阶段，卡夫食品自身的奶酪业务也步入了稳定发展期，其奶酪业务营收保持了较为稳定的个位数增长，营收占比由 2010 年的 19.82% 缓慢上升至 2014 年的 22.30%，奶酪业务的经营利润率则一直稳定保持在 16%-17% 之间。而妙可蓝多在 2019 年前三季度奶酪业务板块收入占比将近一半的情况下，整体净利率只有 1.25%（经营利润率为 1.27%）。我们预计，未来随着液奶产品结构逐步升级，液奶板块毛利率有望回升修复；而随着芝士片产品线产能利用率将逐步提高，规模效应下单位生产成本有望逐步降低，奶酪毛利率也有望实现持续提升；加上公司整体业务结构的进一步优化，三方面将共同助推公司毛利率进一步提升。未来伴随着毛利率的逐步提升以及费用端规模效应的持续显现，净利率水平还具有较大提升空间。

图表 47：同行业公司液态奶业务毛利率对比



来源：wind，国金证券研究所

图表 48：卡夫食品奶酪业务步入稳定发展阶段，经营利润率保持在 16% 以上



来源：wind，国金证券研究所；注：卡夫食品于 2015 年与亨氏合并后，不再披露各分部业务的经营利润率情况

- 存货周转天数明显高于同行，但结合奶酪产品特质来看，尚处于合理区间。2019 年前三季度妙可蓝多的存货周转天数为 50 天，与 2018 年末相比下降了 9 天，但与同期的伊利（33 天）、三元（38 天）、光明（43 天）及蒙牛 2019 上半年的 28 天相比仍然偏高。主要原因有两点：一是公司自产奶酪产品所需的干酪等主要原材料需要通过境外采购获得，相较于国内原奶

具有更长的采购周期，而公司当前处于快速发展期，因此为满足奶酪生产的需求而加大了奶酪类原材料的采购和储备；二是公司的奶酪业务占比较大，由于生产奶酪所持有原材料的保质期（12-36个月）和最终产品保质期（6-9个月）明显高于生产液态奶的原材料保质期（12个月以内）和最终产品保质期（21天-6个月），因此拉高了公司整体的存货周转天数。

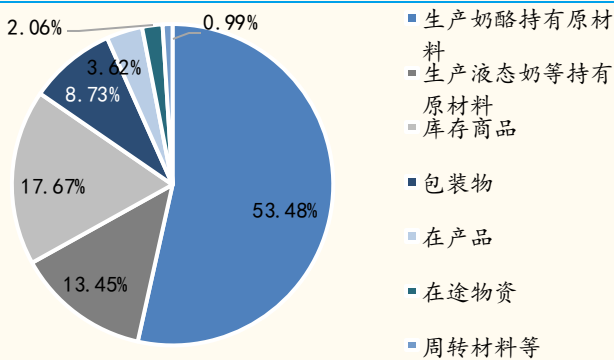
图表 49：妙可蓝多各项原材料的平均周转天数及对应最终产品的保质期

原材料项目		最终产品	平均周转天数	原材料保质期	最终产品保质期
奶酪类原材料	生产马苏里拉类奶酪持有原材料	马苏里拉类奶酪	99天	12-36个月	6-9个月
	生产奶酪棒持有原材料	奶酪棒系列	59天	12-36个月	9个月
液态奶原材料	生鲜乳	常温奶、低温奶	20天	24小时	3-6个月、21天
	添加剂、包材等其他原材料	常温奶、低温奶		12个月	

来源：公司公告，草根调研，国金证券研究所

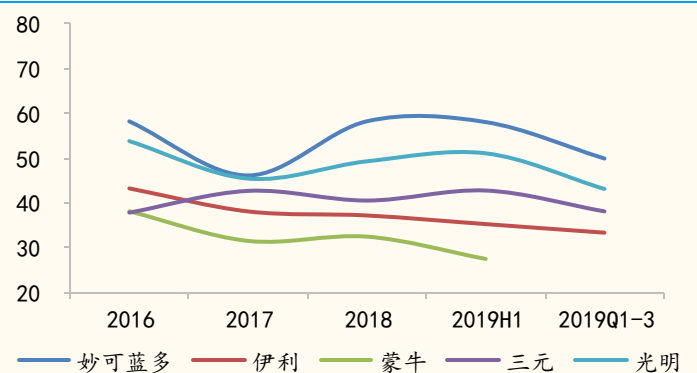
- 从 2018 年末妙可蓝多的存货构成来看，占比较大的是原材料、库存商品和包装物，累计占存货总额的 93.33%，其中生产奶酪所持有的原材料占比达 53.48%，与公司的业务结构基本保持一致，库存商品占比仅为 17.67%，反映出公司动销良好。公司 2018 年餐饮端的代表产品马苏里拉与零售端的代表产品儿童奶酪棒平均周转天数为 99 天、59 天，远低于其原材料保质期和最终产品保质期，处于合理范围。而公司液态奶产品的存货周转天数为 20 天，低于同行业平均周转天数。我们认为随着奶酪业务占比进一步提升，妙可蓝多的存货周转天数短期内下降空间不大，但考虑到奶酪业务正处于放量增长阶段，且奶酪原材料及其最终产品的保质期较液态奶更长，公司目前的存货周转天数仍处于合理范围内。

图表 50：妙可蓝多 2018 年末存货构成



来源：wind，国金证券研究所

图表 51：同行业公司存货周转天数对比



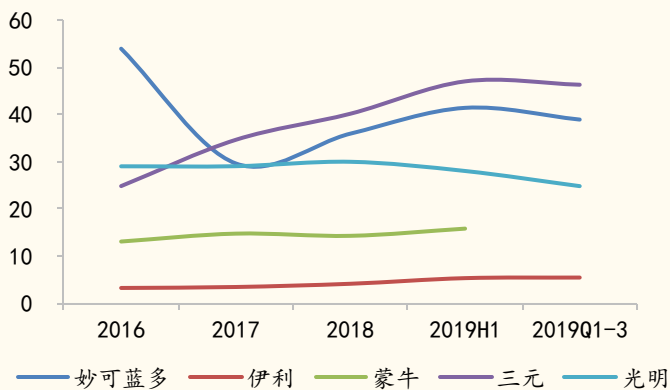
来源：wind，国金证券研究所

- 应收账款周转天数在同行业内属较高水平，主要在于经销商的收款政策较为宽松。2019 年前三季度妙可蓝多的应收账款周转天数为 39 天，在同行业中（同期伊利、光明、三元分别为 6 天、25 天、46 天，蒙牛 2019 年上半年为 16 天）属偏高水平。应收账款周转天数与企业对下游经销商的议价能力和回款政策有重要关系，通常企业规模越大，其对下游经销商的管控能力也相对更强，在同业对比中，伊利、蒙牛双巨头的应收账款周转效率也最高。妙可蓝多 2018 年才开始大力布局奶酪经销商网络，其对于经销商的收款政策较为宽松，针对大的经销商有账期设置，导致其应收账款周转天数持续攀升且处于偏高水平。但目前妙可蓝多的经销体系正逐步从被

动寻求经销商的量增阶段转向主动优化经销商的质增阶段，我们预计未来其回款政策会逐步收紧，应收账款周转效率有望逐步提升。

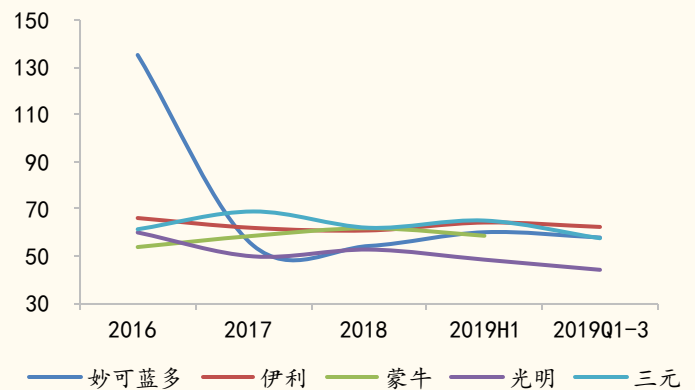
- 公司 2019 年前三季度应付账款及应付票据周转天数为 57.78 天，在同行业内属居中等水平。2016 年妙可蓝多应付账款及应付票据周转天数较高，达 135.13 天，远高于伊利（66.04 天）、蒙牛（53.76 天）、光明（59.94 天）、三元（61.29 天），预计是因为收入占比近 20% 的自产矿铁精粉业务对应的应付账款规模较大，推高了公司整体的应付账款及应付票据周转天数，因此可比意义不大。2017 年妙可蓝多剥离了剩余的自产矿铁精粉业务，成为专业的乳制品生产及贸易公司，应付账款及应付票据周转天数回落至乳制品行业公司正常水平，维持在 50-60 天左右，我们预计未来公司的应付账款及应付票据周转天数也将基本保持稳定。

图表 52：同行业公司应收账款周转天数对比



来源：wind，国金证券研究所

图表 53：同行业公司应收账款及应收票据周转天数对比



来源：wind，国金证券研究所

四、投资逻辑与盈利预测

4.1 投资逻辑：行业扩容+内部突出优势，持续看好公司的成长空间

- 我们认为，公司的主要逻辑在于行业扩容红利+公司奶酪多重优势（内部资源倾斜+精准切入儿童零售市场+高强度的品牌投放+产能储备充足+渠道下沉顺利）+外在受到冲击的可能性较小+盈利能力的上升空间较大：

（1）奶酪行业空间较大，国产品牌有望迎来份额提升。奶酪因其高营养价值、丰富的口感以及应用场景广泛，与乳制品消费结构升级的背景相契合。2009-2018 年，我国奶酪消费规模 CAGR 达 24.78%，凸显强劲的增长趋势。而 2018 年我国奶酪人均消费量仅为 0.15 千克，远低于其他海外国家，还有较大的提升空间。当前市场格局中虽海外品牌占据主导地位，但格局尚未固化，国产品牌具备渠道优势与本土优势，市占率有望迎来提升。

（2）受益于奶酪板块爆发式推动，公司业绩快速成长。1）内部资源强力倾斜：2016 年公司明确提出未来 3-5 年要以“稳定液奶，发展奶酪”为公司的经营发展战略，正式向以奶酪为核心的乳制品业务转型进军，奶酪业务收入占比迅速提升，崛起成为公司第一大业务板块；2）在国内品牌中率先建立完善的产品线，打造全产品线奶酪制造商，为公司在产品研发铺设方面赢得先发优势；3）精准切入儿童零售市场：奶酪棒产品本身具备一定的爆款产品基础，同时妙可蓝多通过选取与高热度动画 IP 合作、集中资源进行系统化营销形成了独特的品牌背书优势，未来仍有望保持快速增长，继续引领儿童奶酪消费市场；4）高强度品牌投放，率先建立起专业化品牌形象，迅速提升品牌认知力，为终端布局、渠道铺设打下良好的基础；5）渠道建设提速，率先开展全国多元化渠道布局，2019 年终端数有望达到 10-12 万家，并计划于明年率先开始大量进驻母婴渠道，获得先发优势。

（3）妙可蓝多具备产品、生产、品牌、渠道先发优势，短期内受到同业竞争压力冲击的可能性较小：1）与海外品牌相比，妙可蓝多在保持渠道

下沉优势的前提下，同样具备丰富的奶酪生产技术和经验，未来将进一步努力探索与中餐的完美结合，与国外品牌形成差异化竞争。2) 与国内乳业龙头伊利、蒙牛相比，妙可蓝多率先建立起专业化品牌形象，并在渠道建设方面掌握了先发优势。对于伊利、蒙牛而言，由于奶酪需要冷链运输保存，渠道结构与常温液奶有所差异，因此若二者计划短时间内加大对奶酪市场的投入，也依然需要花费时间、精力去重新梳理建设自身渠道，预计短期内也难以攻克妙可蓝多建立的品牌背书和多元化渠道优势。

(4) 盈利能力提升空间较大。2019 前三季度公司净利率仅为 1.25% (经营利润率为 1.27%)，与处于成熟发展周期的国际奶酪企业巨头卡夫亨氏相比，净利率水平明显偏低。我们预计，未来随着液奶产品结构逐步升级，液奶板块毛利率有望回升修复；而奶酪业务芝士片产品线产能利用率也将逐步提高，规模效应下单位生产成本有望逐步降低，整体奶酪业务毛利率也有望实现持续提升；加上公司整体业务结构的进一步优化，三方面将共同助推公司毛利率进一步提升。未来伴随着毛利率的逐步提升以及费用端规模效应的持续显现，净利率水平还具有较大提升空间。

4.2 盈利预测与关键假设

- **收入端：**公司较高的成长性主要得益于奶酪业务的高速增长，当前公司十条奶酪棒生产线已满产满销，公司已新增 10 条奶酪棒生产线，预计明年 3 月份左右可释放新增产能。此外公司芝士片产品线产能利用率在未来将会进一步提升，结合市场需求情况，我们中性预计 19-21 年奶酪业务销售量增速分别为+80%/50%/40%。此外公司近年来在不断研发新口味奶酪棒与新型零售产品，产品结构持续提升，吨价也有望维持较为稳定的提升。综合来看，我们认为当前公司奶酪体量仍然较小，在整体行业加速扩容以及公司资源强力倾斜的背景下，预计 19-21 年奶酪收入可以实现+98%/65%/52%的高速增长，从而有力推动整体收入规模的增长。
- **毛利率端：**目前公司奶酪业务毛利率水平不算高，主要是由于芝士片生产线产能利用率过低使得单位折旧较高，从而压低了奶酪业务毛利率。根据我们敏感性分析，公司奶酪业务销量提升 100 吨，毛利率将会提升 0.05pct。我们认为，随着芝士片产能的逐步释放，规模效应逐渐显现，奶酪毛利率有望呈现出不断提升的趋势，从而带动公司整体毛利率的提升。

图表 54：妙可蓝多奶酪业务随着产量提升毛利率敏感性测算

奶酪业务	2018 年	量+100 吨	量+200 吨	量+300 吨	量+400 吨	量+500 吨	量+600 吨
营业收入	455.63	459.95	464.28	468.60	472.92	477.24	481.56
营业成本	297.51	300.13	302.76	305.38	308.01	310.63	313.25
毛利率	34.70%	34.75%	34.79%	34.83%	34.87%	34.91%	34.95%
成本拆分							
材料	242.13	244.43	246.72	249.02	251.32	253.61	255.91
工资	17.56	17.72	17.89	18.06	18.22	18.39	18.56
折旧	15.37	15.37	15.37	15.37	15.37	15.37	15.37
动力	5.51	5.51	5.51	5.51	5.51	5.51	5.51
制造费用	16.94	17.10	17.26	17.42	17.58	17.74	17.90
量价拆分：							
销售量 (吨)	10542	10642	10742	10842	10942	11042	11142
单价 (元/吨)	43219	43219	43219	43219	43219	43219	43219
单位成本 (元/吨)：	28220	28202	28183	28166	28148	28131	28114
-单位材料	22967	22967	22967	22967	22967	22967	22967
-单位工资	1665	1665	1665	1665	1665	1665	1665
-单位折旧	1458	1444	1431	1418	1405	1392	1380
-单位动力	523	518	513	508	504	499	495
-单位制造费用	1607	1607	1607	1607	1607	1607	1607

来源：wind，国金证券研究所；测算基础为 2018 年奶酪业务数据，假设只改变销售量，吨价、单位材料成本、单位工资成本、总折旧成本、总动力成本不变

- **费用端**：2019 年公司开拓了大量终端网点，同时采用了央视+分众的双重投放策略，预计 19 年将是广告、营销、渠道等各方面投入较为集中的一年，费用率水平也将居于高位，我们预计 20 年之后费用端的规模效应将会持续显现，公司盈利水平也将得到进一步提升。
- 预计 19-21 年公司营业收入为 17.54 亿元/24.28 亿元/32.97 亿元，分别同比+43.1%/38.4%/35.8%；归母净利润分别为 0.33 亿元/1.48 亿元/2.88 亿元，分别同比+211.8%/344.9%/95.3%；对应 19-21 年 EPS 分别为 0.08 元/0.36 元/0.70 元，目前股价对应 19-21 年 PE 分别为 161X/36X/19X，公司当前处于高成长期，给予 20 年 47 倍 PE，对应目标价 17 元，还有 30%以上的空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 55：妙可蓝多分业务盈利预测明细表（百万元）

综合收益情况	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入：	982	1226	1754	2428	3297
综合 YOY	91.96%	24.82%	43.10%	38.42%	35.79%
营业成本：	757	895	1236	1630	2132
营业毛利	225	330	518	798	1165
毛利率	22.87%	26.96%	29.51%	32.87%	35.33%
奶酪业务					
收入占比	19.67%	37.17%	51.44%	61.31%	68.59%
营业收入	193	456	902	1489	2261
yoy	40.07%	135.85%	98.00%	65.00%	51.90%
营业成本	127	298	550	874	1299
毛利率	34.44%	34.70%	39.00%	41.28%	42.55%
销售量（吨）	5805	10542	18976	28464	39850
yoy	45%	82%	80%	50%	40%
单价（元/吨）	33280	43219	47541	52295	56740
yoy	-3.3%	29.9%	10.0%	10.0%	8.5%
液态奶业务					
收入占比	43.33%	38.19%	30.49%	25.04%	20.96%
营业收入	425	468	535	608	691
yoy	94.12%	10.00%	14.24%	13.68%	13.68%
营业成本	283	325	391	444	504
毛利率	33.41%	30.67%	26.94%	27.02%	27.13%
贸易产品业务					
收入占比	36.68%	24.42%	17.93%	13.54%	10.37%
营业收入	360	299	314	329	342
yoy	670.87%	-16.90%	5.06%	4.55%	4.03%
营业成本	345	271	293	309	327
毛利率	4.26%	9.57%	6.86%	5.88%	4.48%

来源：wind，国金证券研究所

五、风险提示

- **产能扩张过快，短期成本承压**：目前公司 10 条奶酪棒产线均处于满产满销的状态，公司预计再引进 10 条产线，同时吉林工厂产能也要新增 4 万吨，若下游开拓不力，产能扩张不达预期，将会提高产品生产成本，限制毛利率提升。
- **销售费用率高于预期**：当前公司仍处于成长期，费用投放较高，若销售费用率超出预期，将会影响公司盈利水平；

- **行业竞争加剧：**国内大型乳企加速布局奶酪市场，伊利于 2018 年设立了奶酪事业部，除现有的儿童奶酪、手撕奶酪产品外，未来将推出多种新型奶酪产品；蒙牛 2018 年与爱氏晨曦进行战略合作，致力于打造国内全面、专业性的奶酪产销平台。乳制品行业面临国内外越来越激烈的竞争，使行业利润空间可能受到一定的压缩。
- **行业增长不达预期：**我们认为公司高速成长的逻辑之一在于行业增长拥有巨大的空间，若行业陷入竞争价格战导致行业增长放缓，将会严重影响公司未来规模的扩张。
- **限售股解禁风险：**公司预计于 2020 年 1 月 31 日解禁股份 57.6 万股，占总股本的 0.14%；预计于 2020 年 6 月 1 日解禁股份 271.2 万股，占总股本的 0.66%，提示由于限售股解禁带来的股价下跌风险。
- **大股东及实控人质押比例过高：**截至 2019 年 6 月 30 日，公司大股东及实际控制人柴琬共持股 7466.36 万股，持股比例为 18.23%，其中累计被质押股份占其持股总数比例高达 96%。若公司股价急剧下跌，被质押股份有被强制平仓的风险。
- **食品安全风险：**若发生食品安全问题，将会给公司声誉带来十分恶劣的影响，进而严重影响公司的生产经营活动。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	512	982	1,226	1,754	2,428	3,297	货币资金	797	807	636	757	899	1,045
增长率		92.0%	24.8%	43.1%	38.4%	35.8%	应收账款	92	105	311	368	426	515
主营业务成本	-375	-757	-895	-1,236	-1,630	-2,132	存货	68	126	163	195	234	289
%销售收入	73.3%	77.1%	73.0%	70.5%	67.1%	64.7%	其他流动资产	60	63	79	291	308	328
毛利	137	225	330	518	798	1,165	流动资产	1,017	1,101	1,189	1,610	1,867	2,177
%销售收入	26.7%	22.9%	27.0%	29.5%	32.9%	35.3%	%总资产	46.8%	41.5%	44.2%	50.8%	53.4%	56.3%
营业税金及附加	-7	-7	-9	-12	-17	-23	长期投资	180	362	199	199	199	199
%销售收入	1.4%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	381	565	639	672	736	785
销售费用	-36	-122	-205	-319	-408	-527	%总资产	17.5%	21.3%	23.8%	21.2%	21.0%	20.3%
%销售收入	7.1%	12.5%	16.7%	18.2%	16.8%	16.0%	无形资产	565	583	575	581	587	593
管理费用	-109	-84	-97	-132	-170	-231	非流动资产	1,154	1,551	1,501	1,557	1,632	1,691
%销售收入	21.3%	8.5%	7.9%	7.5%	7.0%	7.0%	%总资产	53.2%	58.5%	55.8%	49.2%	46.6%	43.7%
研发费用	0	0	-14	-18	-24	-33	资产总计	2,171	2,652	2,690	3,168	3,499	3,869
%销售收入	0.0%	0.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	短期借款	634	250	809	1,136	1,238	1,211
息税前利润 (EBIT)	-16	11	5	37	179	351	应付款项	175	310	296	389	464	573
%销售收入	n.a	1.2%	0.4%	2.1%	7.4%	10.6%	其他流动负债	16	15	35	43	49	48
财务费用	-21	-35	-57	-37	-48	-47	流动负债	826	575	1,140	1,568	1,751	1,832
%销售收入	4.1%	3.5%	4.6%	2.1%	2.0%	1.4%	长期贷款	152	868	295	295	295	295
资产减值损失	-14	-1	-6	-2	0	-1	其他长期负债	33	33	37	37	38	38
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	1,011	1,475	1,471	1,900	2,083	2,165
投资收益	56	1	30	20	30	40	普通股股东权益	1,160	1,177	1,218	1,268	1,415	1,704
%税前利润	374.3%	-46.7%	-1993.0%	45.2%	15.2%	10.4%	其中：股本	399	411	410	409	409	409
营业利润	6	-4	-3	43	195	383	未分配利润	-935	-930	-920	-887	-739	-451
营业利润率	1.1%	n.a	n.a	2.4%	8.0%	11.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	9	1	2	2	2	2	负债股东权益合计	2,171	2,652	2,690	3,168	3,499	3,869
税前利润	15	-3	-2	44	197	384	比率分析						
利润率	2.9%	n.a	n.a	2.5%	8.1%	11.7%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	17	7	12	-11	-49	-96	每股指标						
所得税率	-110.2%	n.a	n.a	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.081	0.010	0.026	0.081	0.361	0.704
净利润	32	4	11	33	148	288	每股净资产	2.905	2.865	2.973	3.096	3.457	4.161
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.225	-0.094	0.212	0.244	0.475	0.755
归属于母公司的净利润	32	4	11	33	148	288	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	6.3%	0.4%	0.9%	1.9%	6.1%	8.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	2.78%	0.36%	0.87%	2.62%	10.43%	16.92%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	1.48%	0.16%	0.40%	1.05%	4.22%	7.45%
净利润	32	4	11	33	148	288	投入资本收益率	-1.69%	-0.72%	-1.37%	1.02%	4.54%	8.16%
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	48	32	48	48	51	56	主营业务收入增长率	41.76%	91.96%	24.82%	43.10%	38.42%	35.79%
非经营收益	37	55	22	21	30	21	EBIT 增长率	-76.86%	-172.98%	-60.17%	708.06%	384.44%	95.82%
营运资金变动	-26	-130	6	-2	-34	-56	净利润增长率	-111.72%	-86.72%	148.69%	211.82%	344.90%	95.31%
经营活动现金净流	90	-39	87	100	195	309	总资产增长率	33.22%	22.17%	1.42%	17.77%	10.45%	10.58%
资本开支	-356	-155	-125	-94	-122	-111	资产管理能力						
投资	476	-192	27	-199	0	0	应收账款周转天数	54.8	30.2	36.6	36.5	34.0	32.0
其他	13	0	18	20	30	40	存货周转天数	59.0	46.8	59.0	58.0	53.0	50.0
投资活动现金净流	134	-347	-80	-273	-92	-71	应付账款周转天数	113.2	49.2	54.2	54.0	53.0	52.0
股权募资	0	61	-4	16	0	0	固定资产周转天数	204.1	138.0	170.5	120.8	92.3	67.9
债权募资	590	418	-44	327	102	-27	偿债能力						
其他	-390	-74	-123	-49	-63	-65	净负债/股东权益	-0.86%	26.38%	38.39%	37.46%	30.71%	15.31%
筹资活动现金净流	200	405	-171	294	39	-92	EBIT 利息保障倍数	-0.7	0.3	0.1	1.0	3.7	7.4
现金净流量	424	20	-164	121	142	146	资产负债率	46.57%	55.64%	54.71%	59.98%	59.55%	55.97%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	3	3	7
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH