

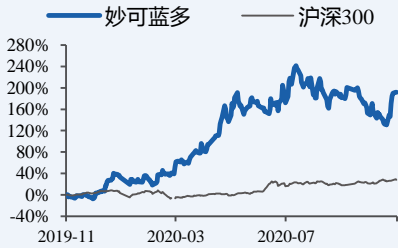
中性（首次）

妙可蓝多（600882.SH）

蓄势待发，国民奶酪先行者妙可蓝多

 所属行业：食品饮料
 当前价格(元)：40.36
 合理区间(元)：34.70-41.00

证券分析师
吴春来
 资格编号：S0120519050001
 电话：021-68761616-8502
 邮箱：wucl@tebon.com.cn

联系人
市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	15.31	1.15	-8.48
相对涨幅(%)	9.89	-5.77	-13.89

资料来源：德邦研究所

投资要点

- 妙可蓝多，国民奶酪先行者，专注制造适合国人的奶酪。**公司是国产奶酪领军品牌，公司主营业务为以奶酪为核心的特色乳制品的研发、生产和销售，是国内最大的奶酪生产企业，2020H1 奶酪收入占比高达 73%。
- 奶酪行业具备蓝海属性，公司业绩呈现快速增长。**奶酪是乳制品行业为数不多的蓝海市场，2019 年奶酪市场（零售口径）规模同比增长 12.6% 达 65.5 亿元，成为乳制品中增速最快的细分品类，但从体量和人均消费量来看仍有较大的提升空间，根据欧睿预测，2024 年我国奶酪市场有望达 100 亿元左右；公司在国内品牌中先一步建立起完善的奶酪产品线，先后从餐饮端发力零售端，推出爆款产品儿童奶酪棒，通过积极进行产品升级和渠道下沉，并加持高强度的品牌投放，截止 2020Q3 实现营业收入 18.76 亿元，同比增长 62%；归母净利润分别为 0.53 亿元，同比增长 348%，公司业绩呈现快速增长。
- 公司具备先发优势，“产品+渠道+产能”共筑护城河。**奶酪配方较难复刻，行业拥有一定的技术壁垒，公司在奶酪行业深耕多年，具备较强的先发优势；
 - 产品精耕：**公司从原材料把关，不断丰富产品结构并加大品牌建设投入，公司近期联名日本人气 IP 精灵宝可梦，推出联名高钙金装款，价格提升+38%/g。
 - 渠道拓宽：**截止 2020H1 公司终端门店数突破 18.8 万家，今年目标 25 万家，中长期计划 30-50 万家，同时公司加快产品在三、四线城市终端的陈列，奶酪利润贡献点高，经销商销售动力较强，公司有望加快实现渠道铺设和下沉加速抢占市场份额。
 - 产能拓展：**公司目前产能约 3.5-4 万吨，规划年产能 10.8 万吨，产能目前相对充足。
- 盈利预测及投资建议。**目前公司处在快速成长期，基于奶酪行业呈现出高增长，大需求的态势，公司积极提升自身市场占有率，我们预计公司 2020-2022 年营业收入实现 27.1/41.8/61.8 亿元，同比增长 58.5%/56.1%/40.3%；归母净利润为 1.14/2.55/5.02 亿元，同比增长 468.3%/133.5%/96.9%；对应 EPS 分别为 0.27/0.63/1.24 元，当前股价对应市盈率为 129/55/28 倍；同时我们认为伴随其他企业开始在奶酪行业布局，公司将面临同业竞争带来的成长曲线，考虑到公司具备先发优势，业绩弹性强健，长期来看公司在奶酪领域的发展仍有望赶超市场预期。首次覆盖，给予“中性”评级。
- 风险提示：**产能投放不及预期；行业竞争加剧；原材料价格上涨；食品安全问题。

股票数据

总股本(百万股)：	409.31
流通 A 股(百万股)：	408.78
52 周内股价区间(元)：	12.83-47.20
总市值(百万元)：	16,519.71
总资产(百万元)：	3,035.04
每股净资产(元)：	3.61

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,226	1,744	2,764	4,362	6,141
(+/-)YOY(%)	24.8%	42.3%	58.5%	57.8%	40.8%
净利润(百万元)	11	19	109	257	506
(+/-)YOY(%)	148.7%	80.7%	468.3%	135.6%	96.6%
全面摊薄 EPS(元)	0.03	0.05	0.27	0.63	1.24
毛利率(%)	27.0%	31.6%	38.8%	40.8%	42.9%
净资产收益率(%)	0.9%	1.5%	7.7%	15.3%	22.7%

资料来源：公司年报（2018-2019），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润



内容目录

1. 奶酪享有奶黄金美誉，位于乳制品金字塔顶端，国内奶酪市场呈现快速增长趋势.....	5
1.1. 奶酪享“奶黄金”美誉，营养附加值较高，是乳制品消费升级方向.....	5
1.2. 行业现状及趋势：乳制品消费结构升级趋势明显，奶酪成明星品类.....	6
1.2.1. 市场规模：高增速、大空间，奶酪成业内为数不多的蓝海市场	6
1.2.2. 消费偏好：奶酪生产工艺复杂，细分品类丰富，我国以再制奶酪消费为主	7
1.3. 行业驱动：餐饮渠道稳定渗透，零售渠道快速发展	7
1.3.1. 餐饮渠道稳定渗透，西式餐饮、烘焙和新式茶饮等下游领域的兴起带来奶酪 新增量	8
1.3.2. 零售渠道以儿童产品为切入点，疫情催化家庭乳制品消费习惯发生质变，有 望迎来新增长.....	10
1.3.3. 政策鼓励叠加经销商积极性，提升奶酪销售动力	11
1.4. 竞争格局：海外品牌主导，国内品牌加速崛起，龙头雏形初现.....	11
2. 国产奶酪先行者妙可蓝多	13
2.1. 公司简介及业务介绍	13
2.2. 股权结构清晰，股权激励调动管理层积极性	14
2.3. 国内奶酪领军品牌，公司财务指标优异	15
3. 产品+渠道+产能搭建护城河，专注奶酪厚积薄发.....	16
3.1. 产品端：积极进行产品升级，加大消费者培育投入，增强公司产品力	16
3.1.1. 公司奶源质量有保障，研发实力领先	16
3.1.2. 积极进行产品迭代升级，改善产品结构，延伸产品消费场景	17
3.2. 渠道端：渠道网络继续下沉精耕，线上线下均显著强化.....	19
3.3. 产能端：公司具备先发优势，产能充足供需求	21
3.4. 战略投资者蒙牛入股，携手开拓未来可期	21
4. 盈利预测与投资建议.....	23
4.1. 盈利预测	23
4.2. 估值及投资建议	24
4.2.1. 绝对估值法计算结果.....	25
5. 风险提示.....	25

图表目录

图 1：乳制品消费发展三阶段.....	5
---------------------	---

图 2: 我国奶酪市场（零售口径）规模	6
图 3 奶酪成乳制品中增速最快的细分品类	6
图 4: 2019 年乳制品细分品类销售额占比	6
图 5: 各国（地区）人均奶酪消费量	6
图 6: 奶酪制作工艺复杂	7
图 7: 各国天然奶酪与再制奶酪消费占比	7
图 8: 2019 年奶酪消费量渠道占比	8
图 9: 2010-2019 我国奶酪零售渠道细分销售占比变化	8
图 10: 2013-2019 我国餐饮端奶酪销量及增速	8
图 11: 2016-2019 肯德基、必胜客、麦当劳门店扩张情况	8
图 12: 2009-2019 我国烘焙行业市场规模	9
图 13: 乐乐茶、喜茶主打奶酪茶饮产品一览	9
图 14: 消费者可接受奶茶价格统计	9
图 15: 大陆消费者奶茶消费量有待提升	9
图 16: 我国奶茶行业发展所经四个阶段	9
图 17: 2019.07-2020.07 淘系平台奶酪销量和销售均价	10
图 18: 2019.07-2020.07 淘系平台奶酪销售额（亿元）	10
图 19: 公民摄入乳制品行为有所提升	10
图 20: 公民摄入乳制品量、种类提升	10
图 21: 2019 年奶酪发展高峰论坛	11
图 22: 2019 年国内奶酪市场品牌市占率一览	12
图 23: 2010-2019 国内奶酪市场 CR5 市占率变化	13
图 24: 2010-2019 国内奶酪市场本土品牌市占率变化	13
图 25: 1956-2019 日本奶酪消费量及增长率变化	13
图 26: 2011-2019 日本奶酪行业市场集中度变化	13
图 27: 妙可蓝多发展历程	13
图 28: 公司 2015-2020H1 主营构成变化	14
图 29: 2019 年公司产品占比	14
图 30: 公司主要股东明细	15
图 31: 公司 2016-2020H1 营收（百万元）	15
图 32: 公司 2016-2020H1 归属母公司净利润（百万元）	15
图 33: 公司 2016-2020H1 毛利率与净利率变化	16
图 34: 公司 2016-2020H1 三费变化	16

图 35: 公司销售费用明细拆分.....	16
图 36: 公司 2017-2020H1 研发支出与研发费用率.....	17
图 37: 公司携手著名影星孙俪加深亲子品牌定位.....	19
图 38: 公司 2017-2020H1 个地区销售收入占比变化.....	20
图 39: 公司 2017-2020H1 终端网点数变化.....	20
图 40: 公司渠道终端详细情况.....	20
图 41: 公司奶酪板块各产品系列营业收入和毛利率情况.....	21
图 42: 公司 2020H1 期间线上品台所获荣誉.....	21
图 43: 公司 2017-2020H1 资产负债率变化.....	22
表 1: 乳制品营养成分对比.....	5
表 2: 我国奶酪消费渠道及其代表.....	8
表 3: 公司 2017-2019 年股权激励计划见效良好.....	15
表 4: 公司主要产品概览.....	17
表 5: 市面主要品牌儿童奶酪棒明细.....	18
表 6: 市面上主要奶酪品牌 IP 介绍及联名包装一览.....	18
表 7: 公司产能情况.....	21
表 8: 收入及毛利预测.....	24
表 9: 可比公司估值比较.....	24
表 10: 可对比公司估值比较.....	25
表 11: WACC 计算指标.....	25
表 12: DCF 估值.....	25

1. 奶酪享有奶黄金美誉，位于乳制品金字塔顶端，国内奶酪市场呈现快速增长趋势

1.1. 奶酪享“奶黄金”美誉，营养附加值较高，是乳制品消费升级方向

奶酪享有“奶黄金”的美誉，其营养价值远高于其他乳制品细分品类。奶酪 (cheese)，又称乳酪、干酪、芝士或起司，是以生鲜乳或者脱脂乳、稀奶油作为原料，在发酵剂与凝乳酶作用下发生凝固后制成的固态乳制品，每 1 公斤奶酪制品都是由 10 公斤的牛奶浓缩而成。就工艺而言，奶酪是发酵的牛奶；就营养而言，奶酪是浓缩的牛奶。

奶酪营养附加值高，是人体优质的膳食补充物。每 100 克奶酪所含的蛋白质含量较生鲜乳高出约 9 倍左右，钙、铁等人体所需的营养素含量则是生鲜乳的 5 至 10 倍左右，并且胆固醇含量较低；奶酪同酸奶一样是发酵的牛奶制品，其蛋白质经过酶和微生物的作用，人体吸收率可达 96% 至 98%，可供人体保健的活性乳酸菌较酸奶更为丰富，有助于改善人体肠道菌群，提高免疫力，此外奶酪几乎不含乳糖，非常适合乳糖不耐受的消费者食用。

表 1：乳制品营养成分对比

100g/营养成分	奶酪	奶粉	酸奶	牛奶
热量/kcal	328	478	72	54
蛋白质/g	25.7	20.1	2.5	3
脂肪/g	23.5	21.2	2.7	3.2
碳水化合物/g	3.5	51.7	9.3	3.4
钙/mg	799	676	118	104
铁/mg	2.4	1.2	0.4	0.4
维生素 A/ μ g	152	141	26	24
维生素 B2/mg	0.91	0.73	0.15	0.14
维生素 E/mg	0.6	0.48	0.12	0.21

资料来源：《中国食物成分表》，德邦研究所

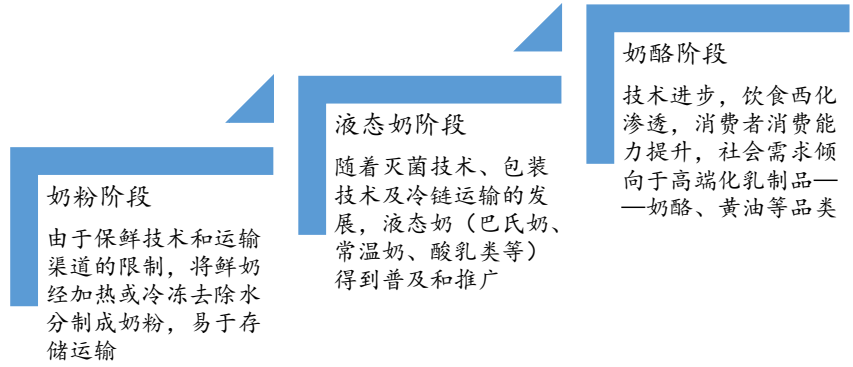
奶酪位于乳制品结构金字塔的顶端，是乳制品消费升级的主要方向之一。奶酪营养附加值高、口感丰富并且应有场景广泛，但不易储存，受限于社会的储存条件、包装水平等因素，是物流、技术、生活水平发展到一定阶段的产物，是乳制品消费的最高形态。乳制品消费的发展历程可以分为奶粉、液态奶、奶酪三个阶段：

1) 奶粉阶段：上游牧场与下游城市距离较远，包装技术落后、冷链运输不发达，通过加热或冷冻的方式去除新鲜原奶中的水分制成干燥粉末，易于储存、便于运输，需要用水（液体）冲调食用。

2) 液态奶阶段：随着灭菌技术、包装技术及冷链运输的发展，消费者健康意识增强，液态奶，即巴氏杀菌奶、常温灭菌奶、酸乳类等乳品得到普及推广。

3) 奶酪阶段：技术进步并得以完善，饮食西化渗透，消费者消费能力提升，消费需求倾向于营养附加值高、消费场景广阔的高端化乳制品。

图 1：乳制品消费发展三阶段



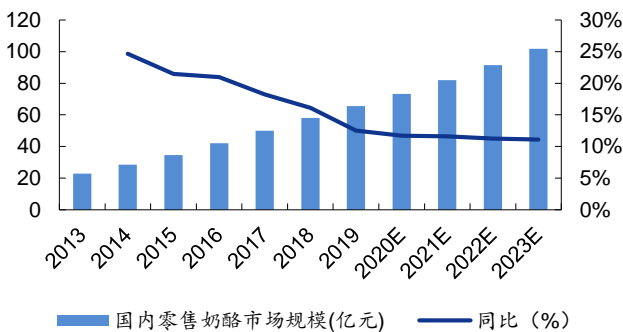
资料来源：中国食品工业协会，德邦研究所

1.2.行业现状及趋势：乳制品消费结构升级趋势明显，奶酪成明星品类

1.2.1.市场规模：高增速、大空间，奶酪成业内为数不多的蓝海市场

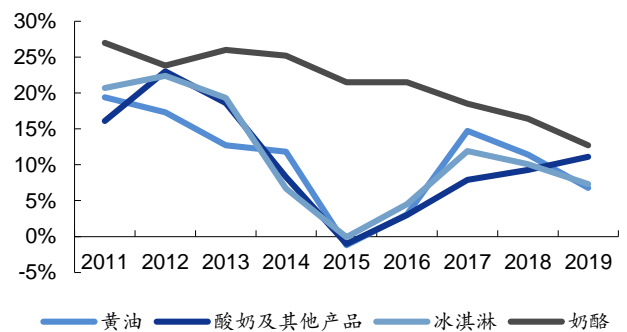
从增量来看，伴随技术发展以及居民收入的不断增加，乳制品消费结构由液态奶向更为营养、健康的酸奶和奶酪等品类的升级趋势愈发显著，2019年我国奶酪市场（零售口径）规模达到65.5亿元，同比增长12.7%，成为乳制品中增速最快的细分品类，是目前乳制品行业中为数不多的蓝海市场；从体量来看，2019年我国奶酪零售总额仅占我国乳制品消费总额的2%，国内人均消费量仅为0.28kg/人，相比日、韩等饮食同源的国家有较大的提升空间。国内乳制品市场尤其是液态奶消费近二十年来获得了长远的发展，但以奶酪为代表的发酵类干乳制品仍有较大的发展潜力和空间，根据欧睿预测，2024年我国奶酪市场（零售口径）规模将同比增长8.18%至100亿元左右。

图2：我国奶酪市场（零售口径）规模



资料来源：欧睿咨询，德邦研究所

图3 奶酪成乳制品中增速最快的细分品类



资料来源：欧睿咨询，德邦研究所

图4：2019年乳制品细分品类销售额占比

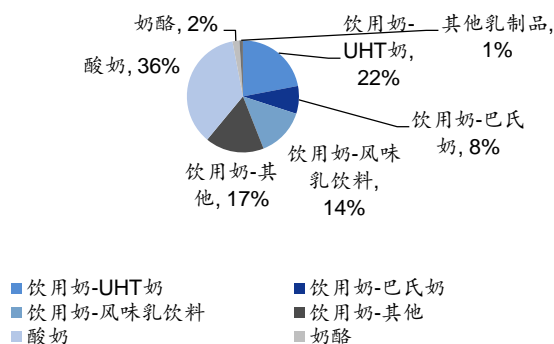
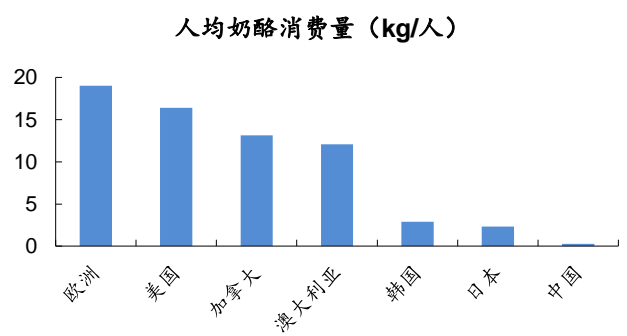


图5：各国（地区）人均奶酪消费量



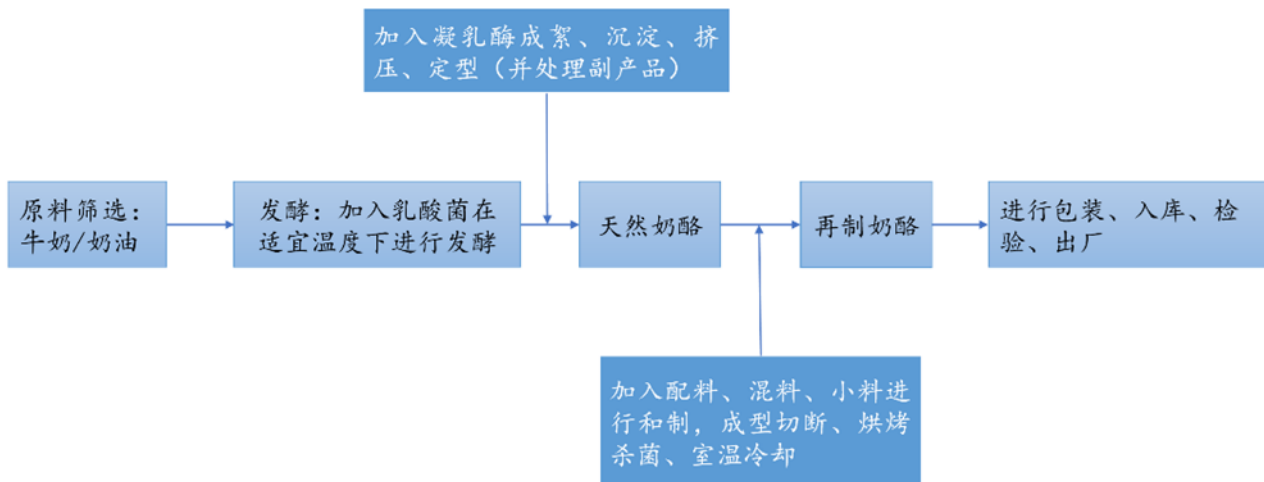
资料来源：中国产业信息网，德邦研究所

资料来源：OECD，德邦研究所

1.2.2.消费偏好：奶酪生产工艺复杂，细分品类丰富，我国以再制奶酪消费为主

奶酪生产工艺复杂，细分品类较为丰富，可根据其加工方式分为天然奶酪与再制奶酪。天然奶酪由新鲜原乳直接制成，天然奶酪又可以根据其含水量细分为硬奶酪、半硬奶酪、半软奶酪、软奶酪；再制奶酪是以两种以上不同成熟度的天然奶酪为主要原料，经粉碎后添加乳化剂、稳定剂融化而成的制品，在其加工过程中可根据不同口味需求添加香辛料、调味料，最后经冷却包装而成。

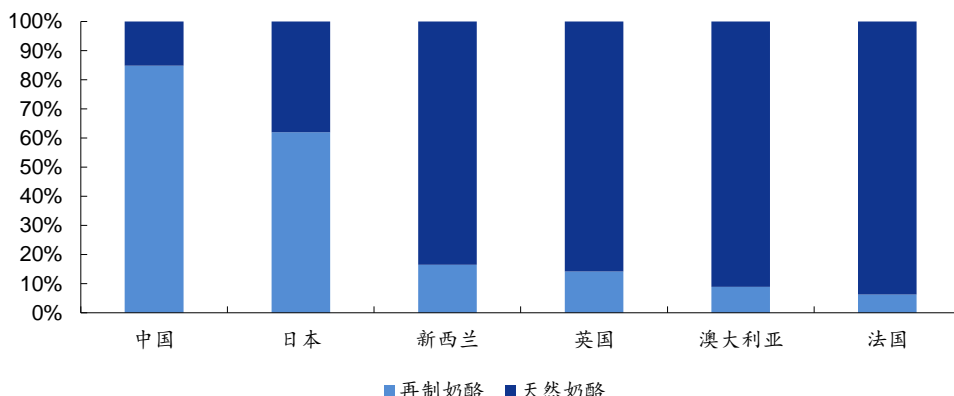
图 6：奶酪制作工艺复杂



资料来源：公开资料整理，德邦研究所

从消费偏好来看，不同于西方国家的居民偏好，我国居民更加偏爱口感多样柔和的再制奶酪，2019 年我国再制奶酪销量占总销量的 84.9%，再制奶酪气味较柔和，口感丰富多样，更符合我国消费者饮食习惯。

图 7：各国天然奶酪与再制奶酪消费占比



资料来源：欧睿咨询，德邦研究所

1.3.行业驱动：餐饮渠道稳定渗透，零售渠道快速发展

我国奶酪销售渠道可以分为餐饮和零售两大端口，餐饮渠道占比奶酪消费总量的 64.9%，占主导地位，其应用场景主要包括西式餐饮、烘焙和新式茶饮；零售渠道占比 35.1%左右，零售渠道细分传统零售渠道（大卖场、超市、食品烟酒专卖、独立小型杂货店）和电商渠道，相比传统零售渠道占比逐年降低，电商渠道销售占比由 2010 年的 4.39% 增长至 2019 年的 34.2%，零售渠道主要应用场景为

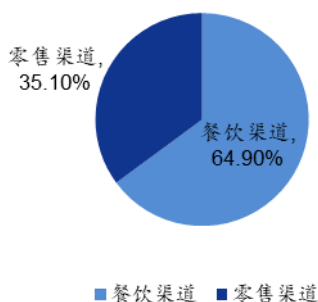
即食产品（儿童奶酪、成人奶酪）、家庭烘焙和休闲食品。

表 2：我国奶酪消费渠道及其代表

端口	场景	代表企业	代表产品	主要细分品类
餐饮端	西餐	麦当劳、肯德基、必胜客等	披萨、焗饭、汉堡夹层等	马苏里拉、切片奶酪、奶油奶酪等
	烘焙	85 度 C、巴黎贝甜等、面包新语	芝士蛋糕、面包等	
	新式茶饮	喜茶、奈雪的茶、乐乐茶等	现萃茶芝士奶盖原料	
零售端	即时产品	生产商：妙可蓝多、百吉福、蒙牛等	儿童奶酪、成人奶酪、低脂奶酪等	天然/再制奶酪棒、条；马苏里拉、奶酪片、奶酪酱等
	家庭烹饪	生产商：恒健然（法国）、妙可蓝多等	家庭烹饪、烘焙；披萨、焗饭、三明治夹层	

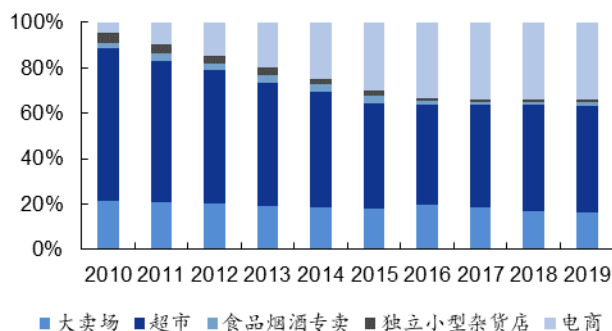
资料来源：公开资料整理，德邦研究所

图 8：2019 年奶酪消费量渠道占比



资料来源：《2019 年中国奶酪市场消费与实现途径》，德邦研究所

图 9：2010-2019 我国奶酪零售渠道细分销售占比变化

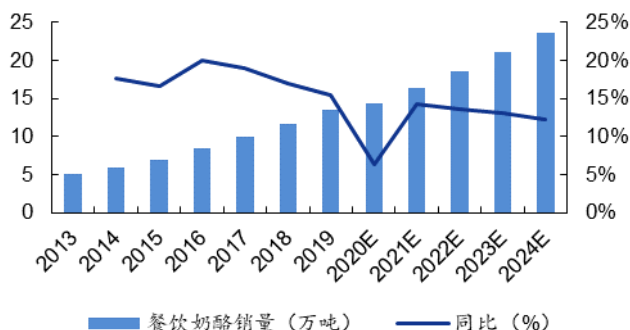


资料来源：欧睿咨询，德邦研究所

1.3.1. 餐饮渠道稳定渗透，西式餐饮、烘焙和新式茶饮等下游领域的兴起带来奶酪新增量

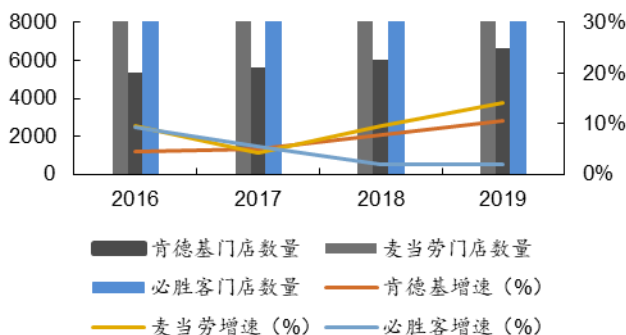
2019 年我国餐饮渠道奶酪消费量为 13.5 万吨，同比增长 14.8%，保持稳健增长。奶酪作为舶来品，是西餐中不可或缺的一部分，随着城镇化推进，以肯德基、麦当劳、必胜客等品牌为代表的著名连锁西式快餐店在二、三线城市得到渗透和扩张，叠加饮食西化对消费者的影响，进一步促进了餐饮奶酪消费的增长，根据欧瑞数据以及我们的预测，2024 年我国餐饮奶酪消费量有望达到 24 万吨。

图 10：2013-2019 我国餐饮端奶酪销量及增速



资料来源：欧睿咨询，德邦研究所测算

图 11：2016-2019 肯德基、必胜客、麦当劳门店扩张情况

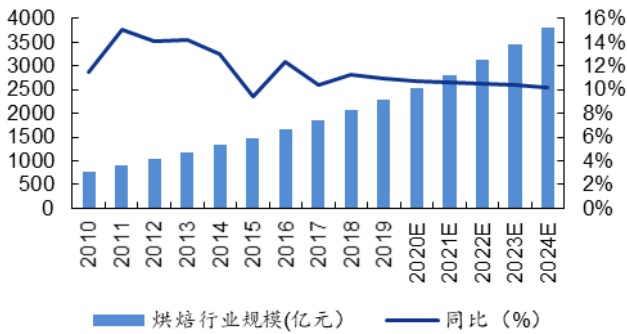


资料来源：中国饭店协会，德邦研究所

烘焙行业和新式茶饮行业亦是我国乳业重要的下游驱动力，餐饮行业的繁荣带动了烘焙、新式茶饮行业的发展。2019 年我国烘焙行业市场规模达 2297 亿元，同比增长 11%，根据欧睿数据预测，2024 年这一规模将达 3813 亿元，实现千亿元级别的增长，奶酪千层、芝士蛋糕等以奶酪为制作原料，主打绵软浓厚口感的烘

焙产品深受消费者喜爱；奶茶，即新式茶饮，则迈入以芝士奶盖为主要配料的现萃茶阶段，少糖、营养、健康成为消费者新风方向，如喜茶、奈雪の茶、乐乐茶等著名网红品牌均推出了以奶酪为添加原料的多类茶饮产品，通过不同甜度的牛奶或者不同口味的奶酪制品调节产品口感层次，追求更为健康化、现代化的茶饮，根据中国报告大厅的数据，2019年国内消费者每人每年奶茶消费量达到4.1杯，北京、上海、杭州等一线或新一线城市平均每人每年消费量达到30杯，且52%的消费者可接受价格在15-25元，相比台湾省人均200杯以及香港150杯，奶茶的量与价仍有较大的提升空间。烘焙行业及新式茶饮行业的快速发展将对整个乳业起到促进作用，伴随居民收入水平的提升和消费需求健康化、高端化的发展，尤其将利好细分品类多、营养价值高、应用性强的奶酪。

图 12：2009-2019 我国烘焙行业市场规模



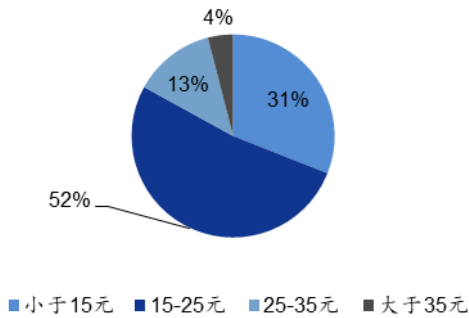
资料来源：欧睿咨询，德邦研究所

图 13：乐乐茶、喜茶主打奶酪茶饮产品一览



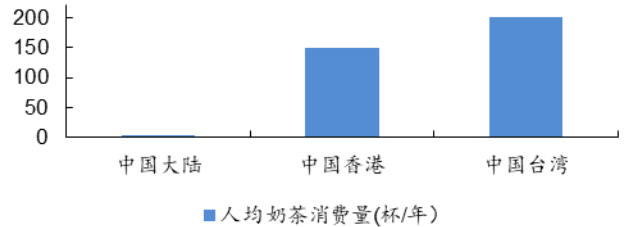
资料来源：互联网公开资料，德邦研究所

图 14：消费者可接受奶茶价格统计



资料来源：中国报告大厅，德邦研究所

图 15：大陆消费者奶茶消费量有待提升



资料来源：中国报告大厅，德邦研究所

图 16：我国奶茶行业发展所经四个阶段



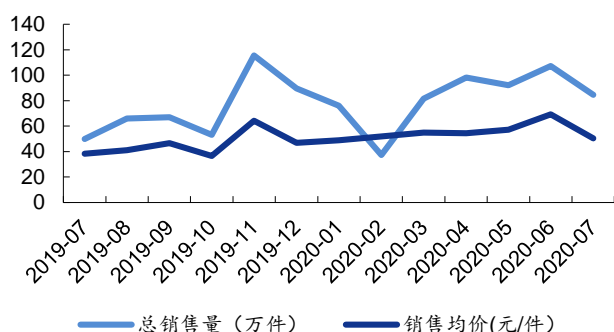
资料来源：前瞻研究院，德邦研究所

1.3.2.零售渠道以儿童产品为切入点，疫情催化家庭乳制品消费习惯发生质变，有望迎来新增长

我国奶酪零售渠道以再制奶酪为主，儿童产品为切入点，儿童奶酪产品拥有较高的利润，2020年7月淘系平台奶酪销售额同比提升112.87%至0.43亿元，其中销售量同比增长69.45%，销售均价同比增长31.52%，实现量价齐升。相比原制奶酪，再制奶酪更适合儿童食用，从营养价值来看，原制奶酪所含菌群较多，但儿童的肠胃更敏感，过多菌群会对儿童的胃肠产生一定的刺激，而再制奶酪通过高温灭菌使得部分菌群被杀掉，钙、蛋白质等营养成分依然得以保存，因此更适宜儿童食用；从口感来说，再制奶酪经过处理口感更加丰富多样、柔和，相比原制奶酪更易于儿童接受。2020年中国奶商指数为62.7%，同比增长了两个百分点，其中摄入乳品行为贡献最大，受新冠肺炎疫情的影响，居民对均衡营养、提升免疫力的关注有了较高的提升，超过96%的公众认为乳制品对提升免疫力作用很大，已婚已育群体的认可度更高，50%左右的公民不仅增加了摄入量，也增加了摄入种类。

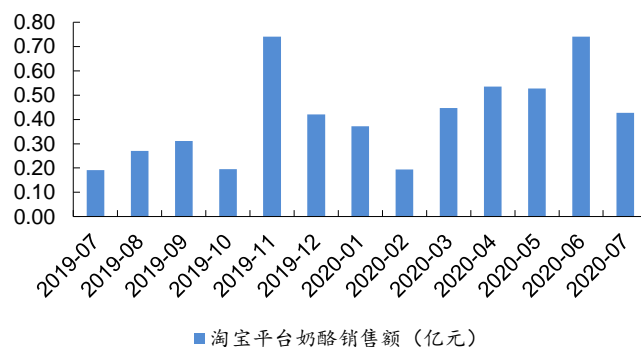
奶酪是营养丰富的舶来品，相较于成年人，儿童的消费习惯更容易养成，需求端儿童群体庞大，加上二胎政策的推动、家庭消费水平和健康意识的提升，未来儿童奶酪消费市场广阔可寻，家庭奶酪消费也有望持续提升。

图 17：2019.07-2020.07 淘系平台奶酪销量和销售均价



资料来源：淘数据，德邦研究所

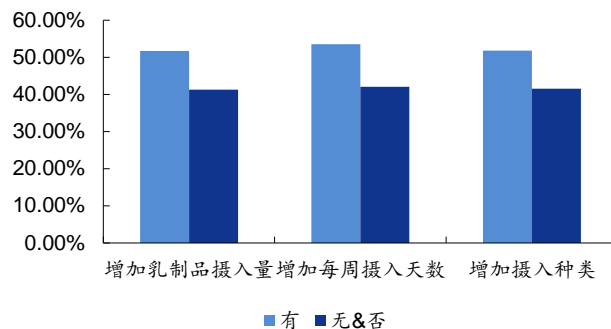
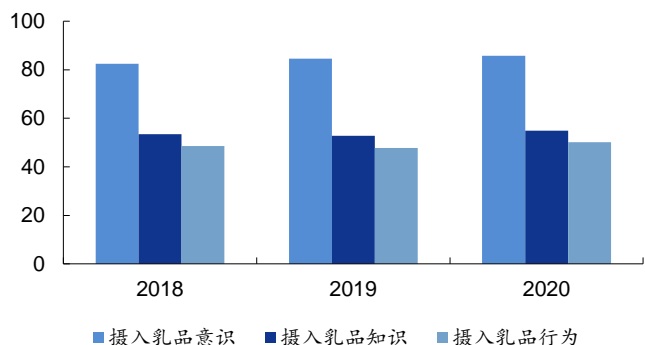
图 18：2019.07-2020.07 淘系平台奶酪销售额 (亿元)



资料来源：淘数据，德邦研究所

图 19：公民摄入乳制品行为有所提升

图 20：公民摄入乳制品量、种类提升



资料来源：《2020年中国奶商指数报告》，德邦研究所（注，行为权重40%）

资料来源：《2020年中国奶商指数报告》，德邦研究所

1.3.3. 政策鼓励叠加经销商积极性，提升奶酪销售动力

从宏观角度来看，奶酪是调优乳制品、促进奶业振兴、增加乳品消费的重要突破口。2018年6月，国务院办公厅印发《关于推进奶业振兴保障乳品质量安全的意见》，明确指出要优化乳制品产品结构，统筹发展液态乳制品和干乳制品；2019年5月，奶酪发展高峰论坛在北京举办，论坛以“奶酪——奶业振兴新动能”为主题，展示了优质奶酪产品，就奶酪与中国传统餐饮的创新融合、加快培育奶酪产业、提升奶酪消费等话题进行了深入探讨，论坛指出“一杯牛奶强壮一个民族，一块奶酪兴盛一个产业”，论坛强调要深入贯彻落实《国务院办公厅关于推进奶业振兴保障乳品质量安全的意见》，牢牢抓住奶酪发展的关键机遇期，从生产端和消费端同时发力，加快推动奶酪发展上台阶、提水平，为全面振兴中国奶业作出新的更大贡献。

从微观层面来看，奶酪拥有高产业链加成特性，利润贡献度高，终端经销商积极性强。奶酪产品同低温奶、酸奶一样需要冷链运输护航，但与其他需要冷运、低温保存的产品不同的是，奶酪营养价值高且保质期一般维持在6至12个月不等，其引入并不会大幅增加经销商渠道运营的费用，相反能为经销商带来十分可观的利润，因此伴随品牌对消费者培育的投入以及消费者需求的牵动，销售动力逐渐加强。

图 21：2019 年奶酪发展高峰论坛



资料来源：互联网公开资料，德邦研究所

1.4. 竞争格局：海外品牌主导，国内品牌加速崛起，龙头雏形初现

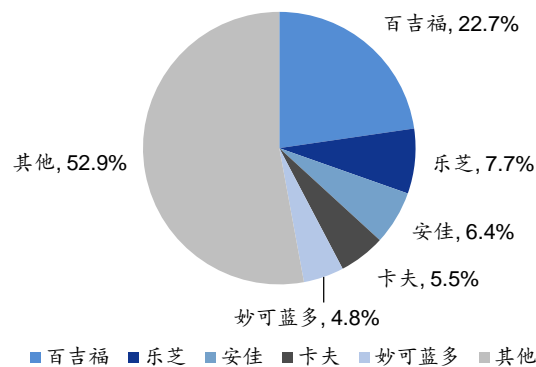
当前我国奶酪市场海外品牌占据主导地位。2019年我国奶酪零售市场 CR5 市占率合计为 47.1%，第一梯队前四名百吉福、乐芝、安佳、卡夫均为海外品牌，

第五名则是国产奶酪品牌妙可蓝多，其中百吉福市占率达 22.5%，位列第一。海外品牌当前市占率较高主要有以下几点原因：

- 1) 三聚氰胺时间过后，国民对国产乳制品品牌信心大减，加之 08 年奥运会带动了外资品牌潮流。
- 2) 奶酪在西方国家拥有较长的发展史，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资本投入去培育市场，小型乳企难以控制自身生产成本和费用，因此进入者较少，而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。

综上，海外品牌在奶酪领域凭借成熟的技术工艺，先发的市场布局优势，在市场份额上占据了主导地位。

图 22：2019 年国内奶酪市场品牌市占率一览



资料来源：欧睿咨询，德邦研究所

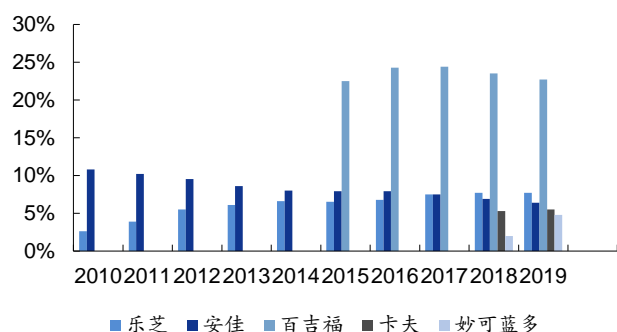
国产品牌开始加码奶酪市场，有望赶超海外品牌。随着消费者对奶酪的认知程度和需求逐渐提升，以及奶酪市场规模的加速增长，国产品牌也对准机遇加快了奶酪产业上的布局，国产奶酪第一品牌妙可蓝多于 2016 年开始从事奶酪业务，2018 年奶酪业务初具规模，得益于对儿童市场的布局和下沉，市场占有率由 2017 年的 1.9% 增长为 2019 年的 4.8%；2018 蒙牛设立奶酪事业部发展奶酪业务，奶酪业务收入 5.8 亿元，占蒙牛总收入的 1.2%，同比增长了 0.2 个百分点，2020 年蒙牛投资 20 亿元扩张低温产品产能，其中低温酸奶工厂和奶酪工厂设计产能均为亚洲第一。相比海外品牌，我国本土的奶酪品牌竞争优势为：

- 1) 渠道优势：海外品牌更加注重在一线城市的产品投放和渠道铺设，本土品牌得益于渠道本土化，相比海外品牌能够更快地下沉至二、三线等低线市场，快速抢占市场份额。
- 2) 产品优势：本土奶酪企业更加了解中国消费者的需求和口味偏好，可以更好地结合我国饮食习惯进而对产品进行研发，亦能结合中式餐饮延伸奶酪消费场景，从而提升自身品牌力。

日本饮食结构与国内饮食结构具有相似性，日本乳制品行业亦经历了由液态奶到奶酪的乳制品消费升级历程，奶酪消费量由 1965 年的 1.6 万吨增长至 2019 年的 36 万吨，增长了约 23 倍。而奶酪行业也经历了由海外品牌主导到本土品牌崛起的过程，目前日本奶酪市场 CR5 市占率约为 60%，前四名雪印、六甲黄油、森用、明均为本土品牌，市占率合计超过 50%，占据主导地位。

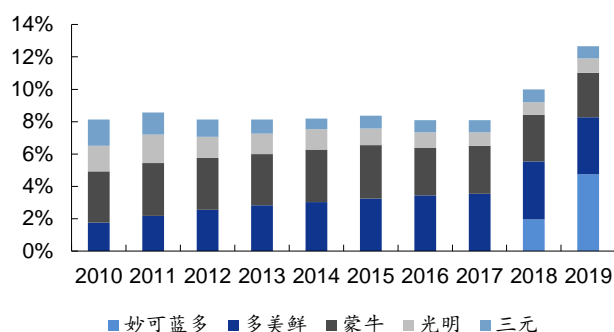
综上，伴随我国奶酪消费量的提升以及本土乳制品企业在奶酪领域的布局，市场占有率有望进一步得到提升，国产品牌有望赶超海外品牌。

图 23: 2010-2019 国内奶酪市场 CR5 市占率变化



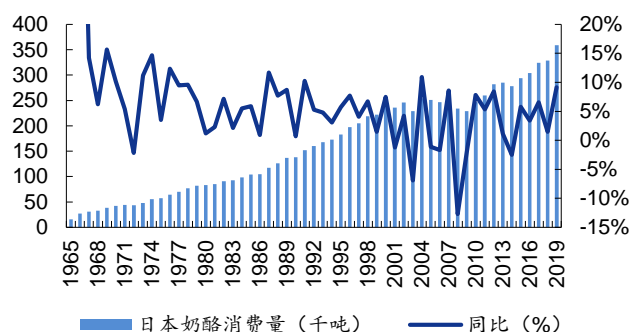
资料来源: 欧睿咨询, 德邦研究所

图 24: 2010-2019 国内奶酪市场本土品牌市占率变化



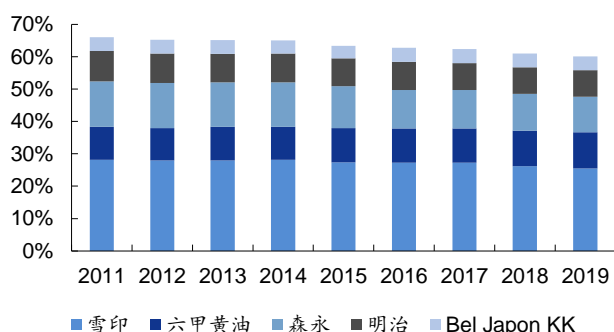
资料来源: 欧睿咨询, 德邦研究所

图 25: 1956-2019 日本奶酪消费量及增长率变化



资料来源: USDA, 德邦研究所

图 26: 2011-2019 日本奶酪行业市场集中度变化



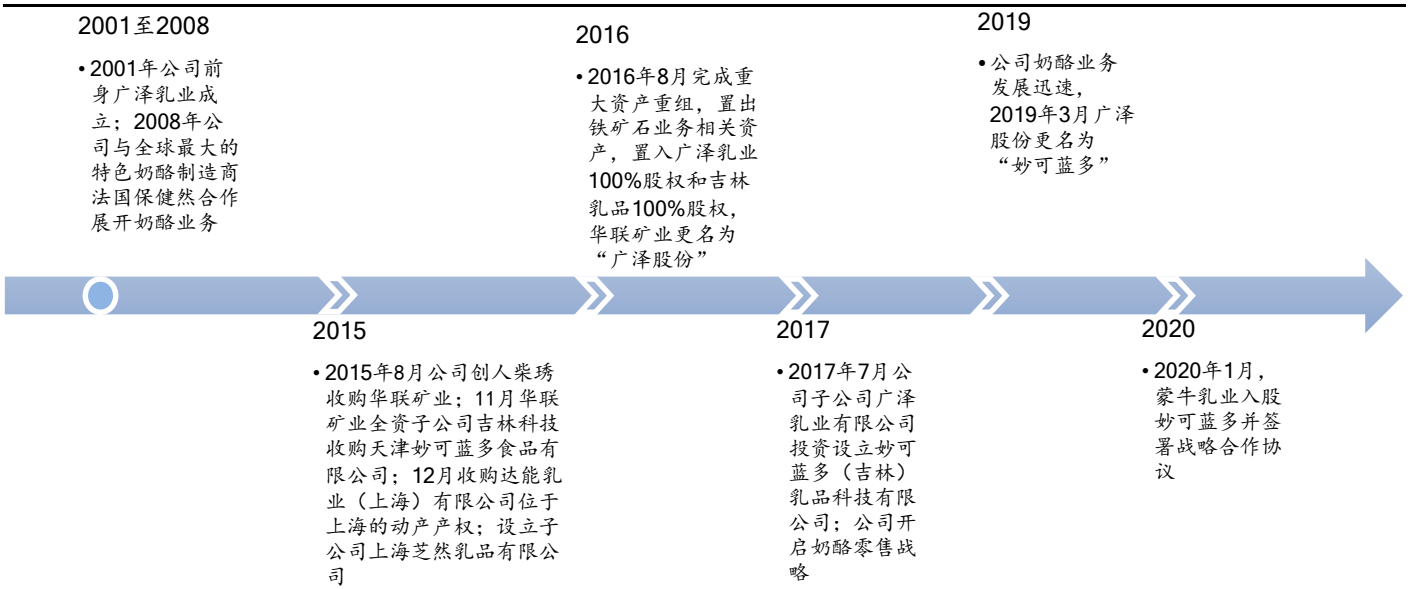
资料来源: 欧睿咨询, 德邦研究所

2. 国产奶酪先行者妙可蓝多

2.1. 公司简介及业务介绍

妙可蓝多是以奶酪为核心业务的 A 股上市公司, 是国民奶酪的先行者与领军品牌。公司前身为 2001 年创建的一家吉林省液态奶乳企——广泽乳业, 2008 年公司与全球最大的特色奶酪制造商法国保健然合作展开奶酪业务; 2015 年公司创始人柴琬收购华联矿业成为控股股东及实际控制人, 并开启一系列重大资产重组计划; 2016 年公司完成重大资产重组借壳上市, 实现自矿产类企业向以奶酪为核心的乳制品企业的转型; 2019 年公司证券名称由“广泽股份”变更为“妙可蓝多”, 2020 年蒙牛入股妙可蓝多, 双方签订战略协议。

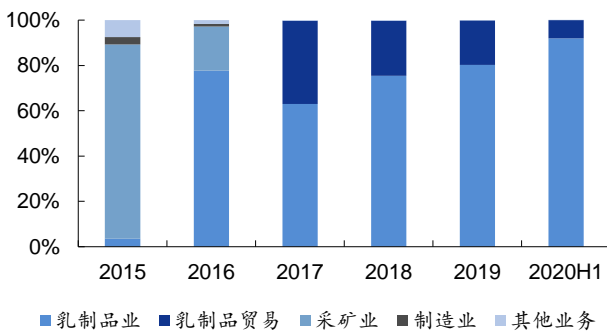
图 27: 妙可蓝多发展历程



资料来源：公司公告，德邦研究所

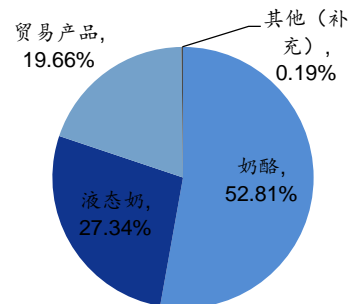
妙可蓝多主营业务为以奶酪为核心的特色乳制品的研发、生产和销售，同时也从事液态奶的研发、生产和销售，以及以奶粉、黄油为主的乳制品贸易业务；公司以“发展奶酪，稳定液奶”为总体战略，以“专注奶酪、专为国人”为品牌发展路线，逐步成长为全国性奶酪品牌，是国内最大的奶酪生产企业。

图 28：公司 2015-2020H1 主营构成变化



资料来源：Wind，德邦研究所

图 29：2019 年公司产品占比



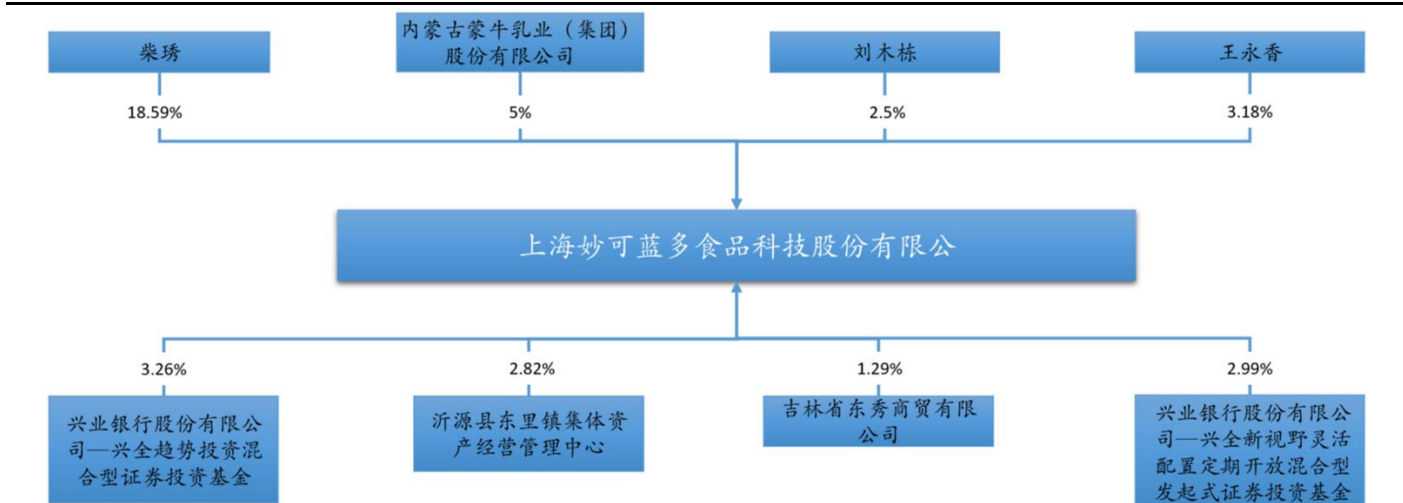
资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

2.2. 股权结构清晰，股权激励调动管理层积极性

妙可蓝多实际控制人为广泽乳业创始人柴琇。截止 2020 年三季度报告期，公司第一大股东是柴琇女士，持股比例为 18.95%，实际控制人控制权稳定，保障公司稳定发展；第二大股东是国内液态奶龙头企业——蒙牛乳业，持股比例为 5%。

公司于 2017 年 5 月推出了限制性股票激励计划，以此调动管理层积极性。2017 年公司实施股权激励计划，并规定了相应的公司层面及个人层面业绩考核要求，被授予限制性股票的激励对象共 62 名，包括公司高层、中高层管理人员、核心技术（业务）人员。公司 2017 年限制性股票激励计划首次授予部分的最后一期已在今年 5 月解锁，6 月出售完毕并终止，公司制定的考核目标也已超额完成；公司于 2020 年 11 月 18 日发布公告，推出了新一轮股权激励计划，瞄准高增长，本次新推股权激励计划涉及对象共计 219 人，其中核心技术（业务）人员涉及 196 人，本次起草的股权激励计划同样分为三期实施并制定了相应的业绩考核目标——2021/2022/2023 年分别实现营业收入（不低于）40/60/80 亿元，公司业绩目标基本符合市场预期，员工积极性有望进一步提高。

图 30：公司主要股东明细



资料来源：德邦研究所

表 3：公司 2017-2019 年股权激励计划见效良好

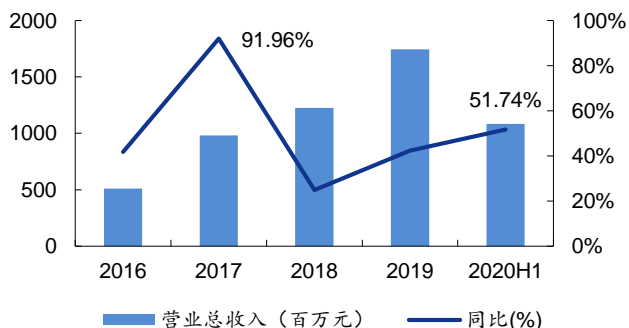
解除限售期安排	目标营收	实际营收
首次授予的限制性股票第一个解除限售期	2017 年公司主营业务收入不低于 80000 万元	98199.81 万元
首次授予的限制性股票第二个解除限售期	2018 年公司主营业务收入不低于 120000 万元	122568.99 万元
首次授予的限制性股票第三个解除限售期	2019 年公司主营业务收入不低于 160000 万元	174434.91 万元

资料来源：公司公告，德邦研究所

2.3. 国内奶酪领军品牌，公司财务指标优异

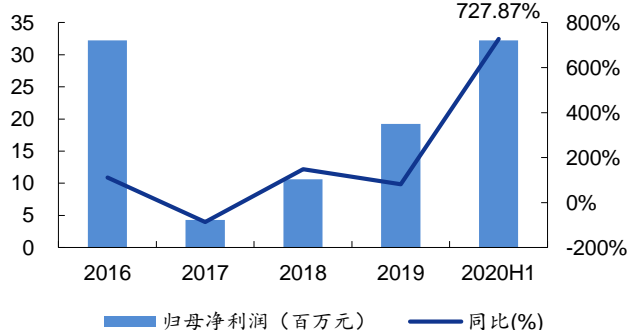
妙可蓝多前身广泽乳业是吉林省区域性乳企龙头，公司面对国内液态奶竞争格局相对稳固的局面，将矛头对准乳制品蓝海市场——奶酪，2016 年完成重大资产重组后，利用差异化战略充分发挥自身行业优势，从餐饮端再切入零售端在奶酪行业进行深耕，大力发展奶酪业务实现了公司业绩的快速增长以及市场份额的不断提升。2020 年上半年，公司实现营业总收入 10.83 亿元，同比增长 51.74%；归母净利润 3222 万元，同比增长 727.87%。

图 31：公司 2016-2020H1 营收（百万元）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 32：公司 2016-2020H1 归属母公司净利润（百万元）

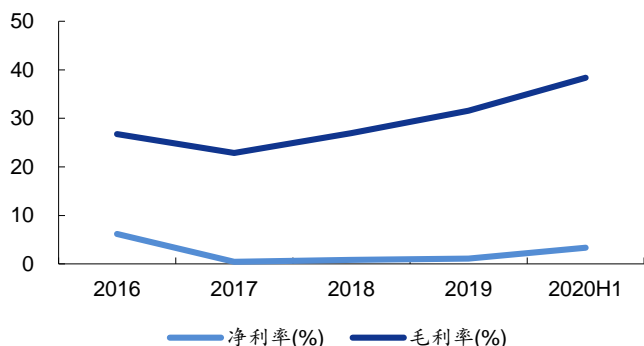


资料来源：Wind，德邦研究所

加大儿童奶酪产品投放、加大品牌建设费用投放，推动盈利能力提升。随着近年来公司进攻儿童市场持续投放奶酪棒大单品，叠加销售投入，公司盈利水平得到了明显改善，毛利率从 2017 年的 22.87% 增长至 2020H1 的 38.39%，与去年同期相比增加了 10.27 个百分点，净利率从 2017 年的 0.44% 增长至 2020H1

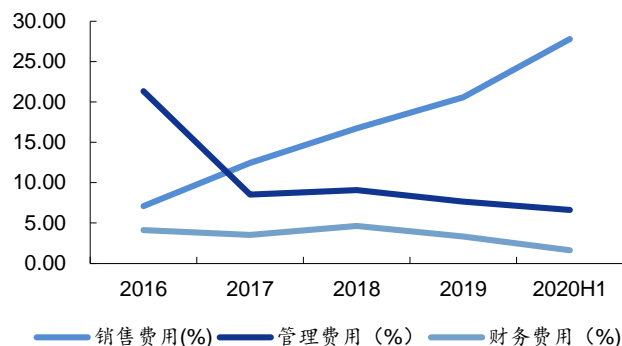
的 3.34%，与去年同期相比增长了 2.79 个百分点；公司近三年销售费用投放持续增加，主要系公司不断加大市场营销推广和渠道铺设，以进行消费者培育和扩大市场份额，公司销售费用率从 2017 年的 12.47% 上升至 2020H1 的 27.78%，与去年同期相比增长了 11.59 个百分点，而公司管理费用和财务费用稳定改善。

图 33：公司 2016-2020H1 毛利率与净利率变化



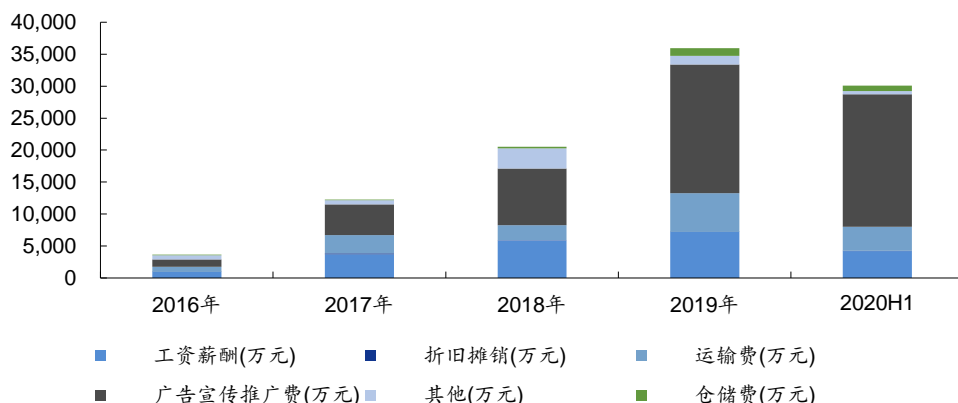
资料来源：Wind，德邦研究所

图 34：公司 2016-2020H1 三费变化



资料来源：Wind，德邦研究所

图 35：公司销售费用明细拆分



资料来源：Wind，德邦研究所

3. 产品+渠道+产能搭建护城河，专注奶酪厚积薄发

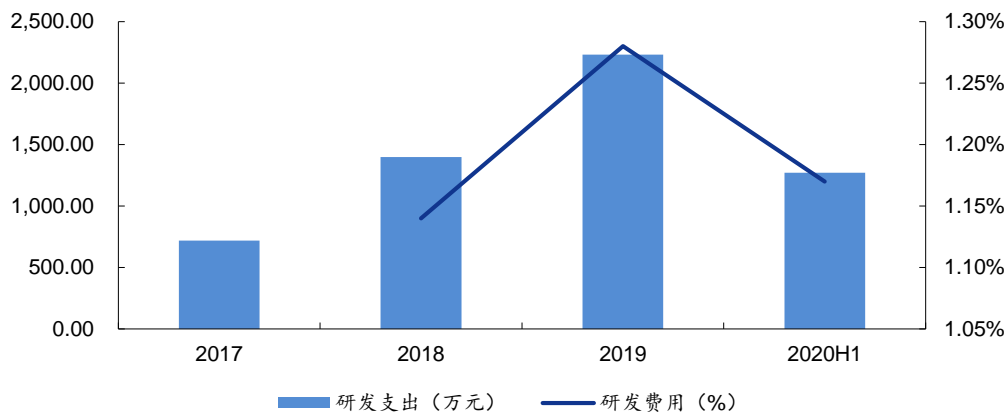
3.1. 产品端：积极进行产品升级，加大消费者培育投入，增强公司产品力

妙可蓝多恪守“用工匠精神 打造完美产品”的理念，精心为消费者打造每一款产品，打造适合国人的奶酪产品，公司产品质量有保障，产品体系健全。

3.1.1. 公司奶源质量有保障，研发实力领先

乳业制胜关键在于上游，原奶质量是产品品质的基调。在原材料方面，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，同时在吉林省建有万头奶牛生态牧场，奶牛全部为进口澳洲的荷斯坦牛，质量达到欧盟标准，奶源品质有保障；在生产研发方面，公司在上海、天津均设有研发中心，研发团队由“中国奶酪第一人”刘宗尚先生带头，同时聘请了一批国内外资深专家，确保人才厚度，保证实力领先，并且公司在生产设备和技术上与来自欧洲、澳洲的奶酪公司展开合作，已与全球十多个国家就技术和产品达成了战略合作意向。

图 36：公司 2017-2020H1 研发支出与研发费用率



资料来源：Wind，德邦研究所

3.1.2. 积极进行产品迭代升级，改善产品结构，延伸产品消费场景

公司坚持产品力第一的原则，主要产品针对不同的应用场景进一步细分为即食营养系列、家庭餐桌系列和餐饮工业系列。其中，即时营养系列核心产品又可以精准细分为以儿童成长奶酪棒、鳕鱼奶酪等为代表的儿童奶酪产品，以酪先生芝士棒、雪域芝士脆为代表的成人奶酪产品，在开拓儿童群体市场的同时也不断探索和延伸成人产品；公司不断进行产品升级，改善产品结构，可满足不同应用场景各类客户需求。

表 4：公司主要产品概览

即时营养系列 (2C)				
				
奶酪棒	儿童成长奶酪棒	鳕鱼奶酪	酪先生芝士棒	鳕鱼芝士脆
家庭餐桌系列 (2C)				
				
精制马苏里拉	马苏里拉奶酪	奶酪芝士	芝士片	黄金双酪马苏里拉 (新)
				
妙可蓝多淡奶油				
餐饮工业系列 (2B)				



精制马苏里拉奶酪



妙可蓝多车达芝士片 (SOS)



奶油芝士



澳醇牧场马苏里拉奶酪



妙可蓝多纯牛奶



妙可蓝多卷边披萨专用奶酪



车达奶酪酱



黄车达奶酪丝



高熔点奶酪丁

资料来源：公司公告，公司官网，德邦研究所

妙可蓝多于 2018 推出重点零售产品奶酪棒，进攻儿童零食细分场景，产品定位“更适合中国宝宝口味”，与婴幼儿奶粉龙头品牌飞鹤“更适合种宝宝体质的奶粉”产品定位异曲同工，妙可蓝多儿童奶酪棒有以下优势：

- 1) 口味改良，营养丰富，定价合理：从口味方面来看，与海外品牌相比妙可蓝多口感更为顺滑柔和，口味更加清淡，适合国人饮食习惯；从营养方面来看，儿童奶酪蛋白质含量高且钙钠比适宜是比较好的选择，妙可蓝多奶酪棒采用高钙配方并添加独有的牛磺酸，与其他竞品相比，妙可蓝多第一配是生牛乳，蛋白质含量以及钙含量均高于其他竞品；从价格来看，六款市面上主要品牌儿童奶酪棒产品单价均值约为 0.207 元/克，妙可蓝多单价处在中上水平。综合来说，妙可蓝多性价比较其他竞品更高。

表 5：市面主要品牌儿童奶酪棒明细







品牌	蛋白质含量 (g/100g)	第一配料及钙钠比	规格及价格	单价
妙可蓝多	24.1	生牛乳；(678/590) 1.15	25 支装 500 克，99 元	0.198
百吉福	5.8	水；(303/303) 1	30 支装 600 克，120 元	0.200
安佳	1.4	饮用水；(300/214) 1.4	20 支装 360 克，79 元	0.219
伊利	6.3	奶油干酪；(580/430) 1.35	25 支装 450 克，79.9 元	0.178
蒙牛	5.0	奶油；(600/628) 0.96	16 支装 320 克，79.9 元	0.250
光明	7.9	稀奶油；(148/230) 0.64	25 支装 500 克，98 元	0.196

资料来源：天猫旗舰店，德邦研究所

- 2) 热门 IP 形象新颖、定位亲子品牌形象持续投入广告营销：目前儿童奶酪棒市场产品同质化较为严重，通过不同的包装和广告宣传占领市场是各品牌差异化战略之一。妙可蓝多在包装上携手热门动画 IP “汪汪队”，获得其在奶酪相关食品领域的授权，通过儿童熟悉喜爱的形象以及趣味的问答设计成功吸引母子的注意力，以此促成首次购买。广告投放上，公司宣传片登陆央视和分众传媒，广告歌曲根据“两只老虎”改编，利互联网媒介渠道精准投放，迅速在主流消费群心智中占据最新定位，取得了较好的推广效果。公司于今年联名热门日本 IP 精灵宝可梦，推出了皮卡丘联名款，并且签约著名影星孙俪为品牌代言，进一步加深亲子品牌定位，加大营销力度，提升公司产品力。

表 6：市面主要奶酪品牌 IP 介绍及联名包装一览

品牌	IP 形象及首播时间	产品包装外观
----	------------	--------

妙可蓝多	汪汪队 (2013)	
	皮卡丘联名款 (1996)	
百吉福	机器猫哆啦 A 梦 (1992)	
伊利	冰雪奇缘 (2013), 赛车总动员 (2006)	
蒙牛	熊出没 (2011)	
光明	托马斯小火车 (2009)	

资料来源：淘宝，天猫，德邦研究所

图 37：公司携手著名影星孙俪加深亲子品牌定位



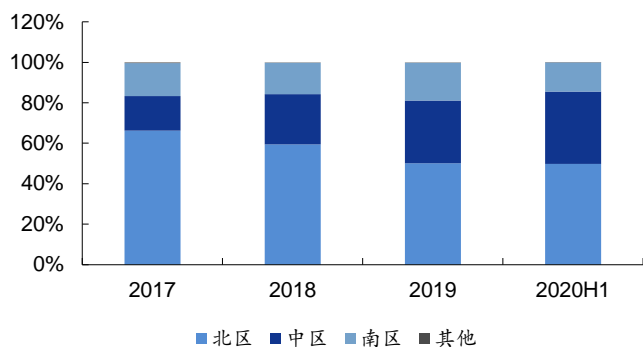
资料来源：公司官网，德邦研究所

3.2.渠道端：渠道网络继续下沉精耕，线上线下均显著强化

在渠道建设方面，总得来看，公司以发源地东北地区为主向中南部持续扩张，已初步完成全国化线下网络布局，在新疆、西藏、宁夏等相对偏远地区也开始投放产品，未来低线城市渗透率仍具备较大空间。截止 2020 年中报期，公司北区、中区、南区实现销售收入 5.39 亿元、3.87 亿元和 1.56 亿元，占比分别为 49.78%、35.75%和 14.42%，目前中南两区销售收入已合计超过北区，公司销售终端已形成以 2B 餐饮渠道和 2C 零售渠道两大渠道，其中零售渠道可以分为 KA 商超、母

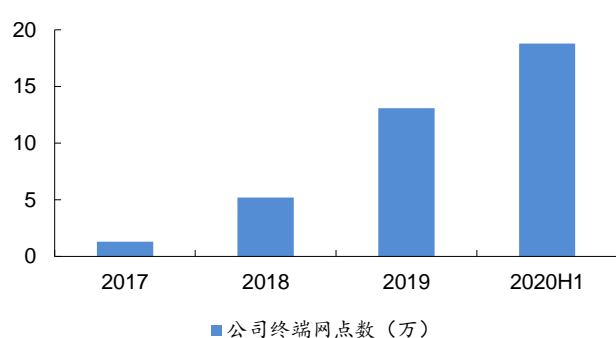
婴童、电商三个细分渠道。截止 2020 年中报期公司终端网点数量突破 18.8 万家，下一步公司计划做到 30 万家。

图 38：公司 2017-2020H1 个地区销售收入占比变化



资料来源：Wind，德邦研究所

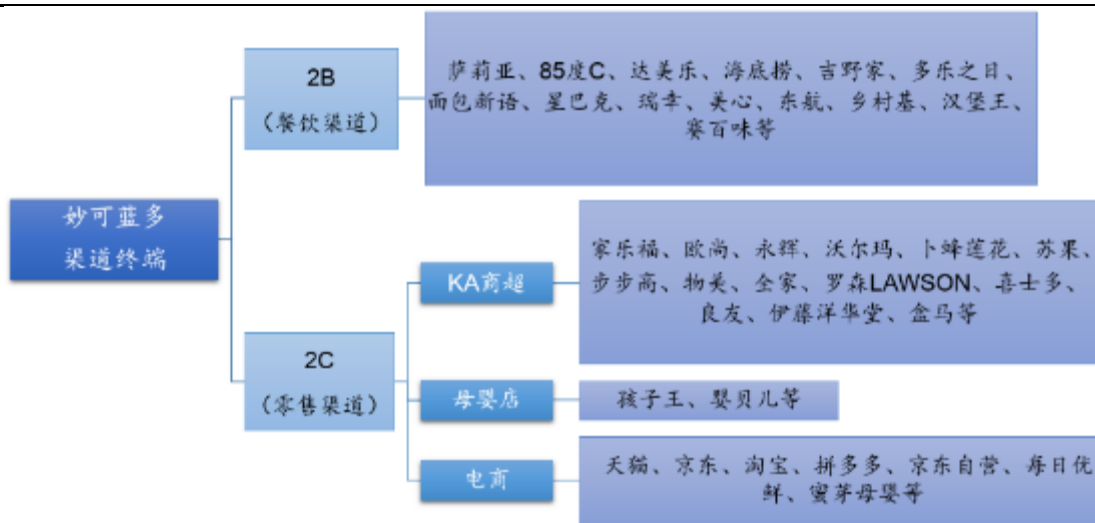
图 39：公司 2017-2020H1 终端网点数变化



资料来源：Wind，德邦研究所

1) 2B 餐饮渠道：公司主要提供餐饮工业线系列马苏里拉奶酪和芝士片等产品，客户方面公司 2020 年又新开拓了赛百味、披萨先生、鲁丰集团、荷美尔等大终端用户，同时公司启动“决胜终端、引领中餐”项目，着手中餐类产品应用开发，搭建市场开发团队，迅速布局中餐市场，不断填补空白市场。

图 40：公司渠道终端详细情况

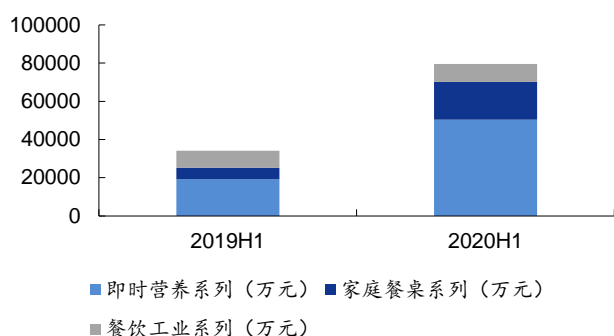


资料来源：公司公告，德邦研究所

2) 2C 零售端：公司主要向 KA 商超、母婴店、电商平台提供即食营养系列、家庭餐桌系列产品，其中以奶酪棒为代表的即食营养系列产品凭借其出色的产品力和营养健康等卖点，获得消费者高度认可。尤其在电商平台，公司线上获客能力持续提升，在完善全网多平台覆盖的同时，不断夯实天猫、京东两大电商平台基础。公司天猫品牌旗舰店 2019 年跃升至第 7 层级（天猫店铺层级由第 1 层级到第 7 层级，由低到高排序），超越大部分零食品牌，成为头部店铺，2020 年上半年，公司连续蝉联京东奶酪黄油类目第一的位置，在“618”电商购物节活动中均取得天猫芝士新类目、京东奶酪黄油类目销量双冠王等佳绩。

2020 年上半年，公司零售端成为驱动公司奶酪业务的核心因素，即时营养系列和家庭餐桌系列产品收入以及毛利率都实现了快速增长，餐饮端毛利率轻微下滑，主要系上半年疫情对餐饮行业的影响所致。公司即时营养系列销售收入为 50410 万元，同比增长 163%，毛利率同比增长 6.47 个百分点至 53.97%；家庭餐桌系列销售收入为 19788 万元，同比增长 223%，毛利率同比增长 6.98 个百分

点至 39.85%；餐饮工业系列 9291 万元，同比增长 5%，毛利率同比减少了 2.33 个百分点至 21.58%。

图 41：公司奶酪板块各产品系列营业收入和毛利率情况


资料来源：公司公告，德邦研究所

图 42：公司 2020H1 期间线上品台所获荣誉


资料来源：公司公告，德邦研究所

3.3. 产能端：公司具备先发优势，产能充足供需求

公司现有奶酪投产产能约 4 万吨，产能相对充足，2019 年公司奶酪产量 1.86 万吨，目前奶酪业务运营设计产能约 4 万吨，在建筹建项目有上海第二工厂改扩建项目、吉林中新食品区奶酪加工建设项目、泽乳业特色乳品产业升级改造项目、吉林中新食品区奶酪加工建设项目一期以及上海芝然改建项目，规划年产能分别为 2.70、1.55、1.25、4.10、1.20 万吨，合计 10.8 万吨。

表 7：公司产能情况

项目	产能 (万吨/年)	状态	建设周期
上海第二工厂改建项目	2.70	在建筹建	2 年
吉林中新食品区奶酪加工建设项目	1.55	在建筹建	1 年
广泽乳业特色乳品产业升级改造项目	1.25	在建筹建	1 年
吉林中新食品区奶酪加工建设项目一期	4.10	截止 2019.12.31, 进度 6.52%	/
上海芝然改建项目	1.20	截止 2019.12.31, 进度 78.62%	/
合计产能 约 10.8			
运营设计产能			
上海芝然改建项目	约 2.00	运营	/
天津工厂	约 1.50-2.00	运营	/
合计产能 约 3.50-4.00			

资料来源：公司公告，德邦研究所

奶酪制作工艺复杂，产能建设周期较长，公司具备先发优势。一方面，相比液态奶行业，奶酪涉及制作工序更多更复杂，通常制作需要达到灭菌温度低、时间较短的条件，因而产品成品率更低，其工业化生产具备一定技术壁垒。另一方面，生产奶酪所需厂房及设备的资本投入较大，以公司上海工厂改扩建项目举例，项目预算数 6.16 亿元，建设周期为两年。因此技术壁垒、资金壁垒、建设周期等因素在一定程度上成为了中小型企业进入奶酪行业的三大门槛，故相对来说目前国内竞争环境还较为宽松，妙可蓝多具备一定的先发优势。

3.4. 战略投资者蒙牛入股，携手开拓未来可期

公司于 2020 年 1 月 5 日与国内乳制品龙头企业内蒙蒙牛签署《战略合作协议》。内蒙蒙牛是全国领先的乳制品企业，在原材料采购、产品技术研发、渠道网络、营销资源以及企业管理等方面拥有重要的战略性资源。公司近年来奶酪业务高速增长，拥有丰富的奶酪产能和奶酪生产技术，与内蒙蒙牛在业务发展等方

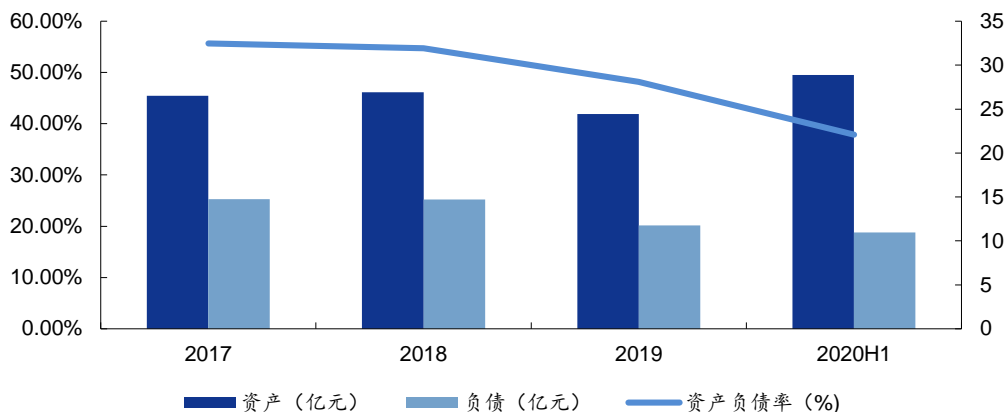
面有较高的协同效应，公司与内蒙蒙牛有意谋求双方协调互补的长期共同战略利益：

- 1) 原材料优势：内蒙蒙牛在奶源布局方面拥有较强的优势。蒙牛于今年7月认购了国内唯一符合欧盟有机标准的乳品公司中国圣牧 11.97 亿股新股，将股权扩大至 17.8% 成为其单一最大股东，同时蒙牛将奶源地延伸至丹麦、澳大利亚、新西兰等地的黄金奶源带，持续打造“Global for China”乳业产业链。截止目前，国内优质奶源被蒙牛、伊利等龙头乳企瓜分并暂告一段落，妙可蓝多可充分利用蒙牛在国内外奶源建设方面的优势，在保质保量的前提下有效降低原材料采购成本
- 2) 生产研发优势：妙可蓝多拥有中国领先的奶酪工厂，在研发方面也有较长的历史，现已为内蒙蒙牛开展奶酪产品代工业务；随着双方合作进一步加深，公司将成为内蒙蒙牛奶酪生产的重要载体，产能利用和效益有望提升；近期蒙牛宣布投资开建产能设计为亚洲第一的奶酪生产工厂，这也说明了奶酪细分品类竞争将进一步加剧，但妙可蓝多在产品力和品牌力上均具备先发优势及差异化优势，亦可利用自身产品研发能力与蒙牛携手推进双方奶酪业务的发展。
- 3) 渠道与营销：蒙牛拥有遍布全国各级省市、乡镇的渠道网络，具备成熟的营销资源（中国航天事业、上海迪士尼度假区、奥运全球 TOP 合作伙伴），同时已开发澳大利亚、新西兰、新加坡、印尼等海外市场；未来公司可利用其渠道及营销资源优势更快地打开市场，减少重复投入。
- 4) 企业管理优势：内蒙蒙牛拥有国际乳业的先进管理水平（丹麦阿拉、法国达能为战略股东），具有央企中粮集团背景。目前，蒙牛已向公司委派了董事和财务副总监，并在信息化、品牌公关、生产质量管理体系建设、实验室检验能力等生产经营管理各方面向公司提供了经验、资源的支持与分享，此项举措的落实有利于进一步优化公司管理流程、提升管理效率。

乳制品消费趋势的变迁让奶酪行业成为了乳业新星，食品安全国家标准评审委员会于 2020 年 8 月 31 日发布了关于征求对《食品安全国家标准 再制干酪和干酪》（征求意见稿）征求意见稿，要求相关单于 2020 年 10 月 20 日之前反馈。新标征求意见主要有以下几点：删除了乳化盐的描述；调整了再制干酪产品分类，为进一步提升再制干酪产品品质，要求再制干酪制作过程中干酪的使用比例由 15% 调整为大于 50%；修改产品的原辅料及工艺描述，表述更为详细；增加对粉状产品感官要求的说明（目前再制干酪有半固态、液态等，也有粉状产品）；调整为生物要求，要求更为严苛；细化标签标示要求等。我们认为，随着征求意见稿的落实，奶酪行业壁垒将更高，妙可蓝多处行业领先地位，与蒙牛协作亦能有效减少来自大型乳企的竞争冲击。

公司将继续聚焦以奶酪为核心的乳制品业务，持续优化公司经营管理能力，加速落实与蒙牛合作和协同，强化品牌建设，依托重点城市下沉开拓新的终端渠道，继续推新丰富产品线；2020 年度目标营收 30 亿元，净利润 0.6 亿元。

图 43：公司 2017-2020H1 资产负债率变化



资料来源: Wind, 德邦研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

公司截止 2020 年第三季度实现营业收入/归母净利润/扣非净利润分别为 18.76/0.53/0.39 亿元, 分别同比增长 61.92%/348.50%/105.26%, 单三季度实现营业收入/归母净利润/扣非净利润分别为 7.93/0.21/0.20 亿元, 分别同比增长 78.25%/161.36%/101.58%, 财务指标优异, 维持快速增长基本符合预期。

1) 零售奶酪即时营养系列核心大单品奶酪棒业绩维持快速增长。截止第三季度公司核心大单品奶酪棒实现收入 8.66 亿元, 同比增长 191%; 单三季度奶酪棒实现收入 3.89 亿元, 同比增长 195%, 环比增长 19.4%。公司奶酪棒产品销售态势良好: 1) Q3 公司联名精灵宝可梦推出金装高端新品, 拓宽产品线的同时奶酪棒顺利提价, 逢双节期间电商渠道促销力度有所增加但仍处在合理水平。2) Q3 经销商数量净增 112 家, 公司渠道铺设和下沉并驾齐驱, 截止第三季度经销渠道收入占总收入的 75.5%, 奶酪渠道利润贡献点高, 经销商销售动力较强, 公司 2020 年实现终端网点数 25 万家计划大概率能达成。

2) 后疫情时代, 家庭餐桌系列与餐饮工业系列奶酪产品有望互补迎来新增量。截止第三季度其他奶酪产品(家庭餐桌系列及餐饮工业系列)实现收入 4.76 亿元, 同比增长 72.1%; 单三季度实现收入 1.58 亿元, 同比增长 55.8%, 环比下降 19.7%。上半年受益于疫情期间宅家消费提升, 家庭餐桌系列实现收入 1.98 亿元, 同比增长 225%, 公司该系列马苏里拉成为热销产品, 伴随疫情受到控制宅家消费下降, 餐饮行业需求增长, 家庭餐桌系列单三季度实现收入 0.61 亿元, 同比增长 79%; 餐饮工业系列上半年实现收入 0.93 亿元, 同比增长 5%, 伴随国内疫情受到控制, 后疫情时代西式餐饮、烘焙、新式茶饮等餐饮行业需求明显恢复, 单三季度餐饮工业系列实现收入 0.84 亿元, 同比增长 46%。总的来说, 今年疫情培育了家庭消费奶酪的习惯, 也加剧了奶酪在下游行业的消费者渗透, 公司这两个系列奶酪产品有望带来稳定的红利。

3) 液态奶业务有待恢复, 贸易业务迎来新增量。公司液态奶业务主要受疫情影响, 消费者购买频次和单价均有所下降, 同时叠加液态奶消费需求高端化趋势明显, Q3 液态奶收入 1.03 亿元, 同比降低 13.9%, 环比降低 3.8%, 液态奶业务仍有待恢复。贸易业务上半年受疫情影响收入不佳, 但伴随疫情得到控制, 同时受益于第三季度黄油、奶粉等原料行情较好, 公司加大了采购量, 贸易业务实现收入 1.4 亿元, 同比增加 56.2%。

奶酪目前是乳制品行业内为数不多的明星品类, 营养附加值高、应用场景广泛、毛利率较高, 成为了乳品企业关注的重点, 同时国家也开始制定更为具体明确的新规以保障消费者食品安全问题, 我们认为公司奶酪业务具备较好的先发优

势，伴随公司品牌建设投入成效，产能扩展落地，奶酪业务将维持高增长，长期来看伴随消费者奶酪消费意识加强，终端消费者消费能力的提升，叠加公司市场渗透见效，奶酪业务整体维持高增长，液态奶业务、贸易业务今年主要受疫情及原材料价格影响有所波动，长期有望稳健提升最终趋于稳定。

表 8：收入及毛利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入 (百万元)	1226	1744	2765	4362	6140
增长率 (%)		280.3%	185.5%	102.1%	56.1%
奶酪业务 (百万元)	456	921	1941	3473	5189
增长率 (%)		102.0%	110.7%	78.9%	49.4%
-零售奶酪产品 (百万元)	137	521	1488	2959	4615
增长率 (%)		280.3%	185.5%	98.9%	56.0%
-餐饮奶酪产品 (百万元)	319	400	453	514	574
增长率 (%)		25.6%	13.1%	13.6%	11.7%
液态奶业务	468	477	472	483	492
增长率 (%)		1.9%	-1.1%	2.4%	1.9%
乳制品贸易业务	299	343	349	355	370
增长率 (%)		14.5%	1.8%	1.7%	4.1%
其他业务	3	3	3	3	4
综合毛利率 (%)	27.0%	31.6%	38.7%	40.8%	42.9%
奶酪业务 (%)	34.7%	41.3%	46.4%	46%	46.8%
液态奶业务 (%)	30.7%	31.4%	30.6%	29.7%	30.1%
乳制品贸易 (%)	9.6%	5.6%	7.2%	4.2%	4.8%

资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

4.2. 估值及投资建议

基于奶酪行业快速增长、未来提升空间大，公司在奶酪领域深耕多年，目前处于快速成长期前期，我们预计公司 2020-2022 年营业收入实现 27.1/41.8/61.8 亿元，同比增长 58.5%/56.1%/40.3%；归母净利润为 1.14/2.55/5.02 亿元，同比增长 468.3%/133.5%/96.9%；对应 2020-2022 年 EPS 分别为 0.27/0.63/1.24 元，当前股价对应市盈率为 129/55/28 倍；我们认为伴随其他企业开始在奶酪行业布局，公司将面临同业竞争带来的成长曲线，考虑到公司具备先发优势，业绩弹性强健，长期来看公司在奶酪领域的发展仍有望赶超市场预期，我们认为公司 2021 年的合理估值区间为 55-65 倍，对应价格区间为 34.7-41 元，首次覆盖给予“中性”评级。

表 9：可比公司估值比较

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	PE		EPS	
			2020E	2021E	2020E	2021E
600887.SH	伊利股份	2354.20	32.95	27.75	1.17	1.39
600597.SH	光明乳业	189.06	35.00	29.76	0.44	0.52
002946.SZ	新乳业	158.28	54.90	38.95	0.34	0.48
	可比公司平均值	900.05	40.95	32.15	0.65	0.80
600882.SH	妙可蓝多	165.20	151.17	64.16	0.27	0.63

资料来源：Wind，德邦研究所（注：总市值、股价截止 2020 年 11 月 24 日；PE、EPS 除妙可蓝多，其他公司均采用 Wind 一致预测）

奶酪行业目前处在快速增长期，妙可蓝多是国产奶酪品牌领军者，亦是 A 股上市的第一家“奶酪”厂商，产品力以及品牌影响力较强，因此我们从食品饮料板块不同细分领域中，选择了产品力、品牌影响力、成长性均较强的上市公司与妙

可蓝多进行了估值比较，可对比公司估值比较如下：

表 10：可对比公司估值比较

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	PE		EPS	
			2020E	2021E	2020E	2021E
300783.SZ	三只松鼠	208.52	82.88	62.76	0.63	0.83
603345.SH	千禾味业	244.77	81.67	62.03	0.45	0.59
603317.SH	天味食品	368.58	84.96	62.81	0.72	0.98
	可对比公司平均值	273.96	83.17	62.53	0.60	0.80
600882.SH	妙可蓝多	165.12	151.09	64.12	0.27	0.63

资料来源：Wind，德邦研究所（注：总市值、股价截止 2020 年 11 月 24 日；PE、EPS 除妙可蓝多，其他公司均采用 Wind 一致预测）

4.2.1. 绝对估值法计算结果

我们根据行业发展趋势、公司业绩数据以及近几年发展计划，对公司的营收增长率、营运资本及公司自由现金流 FCFF 永续增长率进行预测，利用 WACC 将得出的 FCFF 进行折现，得到企业价值，计算结果和绝对估值 (DCF) 结果如下：

表 11：WACC 计算指标

指标	预测值
Beta 权益	0.88
无风险利率 Rf	3.5%
风险溢价	3.5%
债务利率 Kd	5%
税率	15.2%
WACC	6.4%

资料来源：德邦研究所

表 12：DCF 估值

每股价值	40.11	TV (永续) 增长率	3%
隐含 P/E	150.26	WACC	6.4%
企业值 (公司评估总价值)	16997.08	债务	578.09
股票价值 (公司评估内在价值)	16418.99	非核心资产价值	377.25

资料来源：德邦研究所

5. 风险提示

1) 产能投放不及预期。目前公司儿童奶酪产品收到广大消费者支持，公司加快产品更新并加大投放力度，需要保持产能满足供给需求。

2) 行业竞争加剧风险。奶酪目前是乳制品行业细分品类中为数不多的蓝海市场，同业竞争者也开始加入“分蛋糕”行列，奶酪产品配方虽难以复刻，但包装、品牌营销手段大同小异，产品同质化加剧，长期来看行业格局仍是变数，公司深耕多年具备先发优势，仍需抓准机遇应对挑战保持行业内领先地位。

3) 原材料价格上涨；4) 食品安全问题。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标(元)				
每股收益	0.05	0.27	0.63	1.24
每股净资产	3.09	3.46	4.13	5.45
每股经营现金流	0.71	0.21	0.79	1.40
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	310.34	151.17	64.16	32.63
P/B	4.72	11.67	9.78	7.41
P/S	8.54	5.39	3.41	2.43
EV/EBITDA	61.35	77.80	43.34	24.64
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	31.6%	38.8%	40.8%	42.9%
净利润率	1.1%	4.0%	5.9%	8.2%
净资产收益率	1.5%	7.7%	15.3%	22.7%
资产回报率	0.8%	4.2%	8.5%	13.7%
投资回报率	2.0%	6.9%	13.3%	21.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	42.3%	58.5%	57.8%	40.8%
EBIT 增长率	930.4%	244.9%	98.9%	83.1%
净利润增长率	80.7%	468.3%	135.6%	96.6%
偿债能力指标				
资产负债率	48.2%	46.1%	44.0%	39.7%
流动比率	1.1	1.0	1.1	1.5
速动比率	0.9	0.7	0.7	1.0
现金比率	0.5	0.2	0.1	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	36.4	35.6	35.2	29.2
存货周转天数	43.3	47.8	48.1	48.4
总资产周转率	0.7	1.1	1.4	1.1
固定资产周转率	2.9	4.1	5.8	4.1

现金流量表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	19	109	257	506
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	76	55	64	74
非经营收益	31	34	23	17
营运资金变动	166	-114	-20	-24
经营活动现金流	292	84	325	572
资产	-123	-147	-140	-158
投资	180	0	0	0
其他	4	-13	-15	-17
投资活动现金流	62	-159	-155	-174
债权募资	604	-140	-160	-110
股权募资	-2	0	0	0
其他	-1,178	-35	-27	-20
融资活动现金流	-577	-175	-187	-130
现金净流量	-223	-250	-17	268

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 24 日
资料来源：公司年报（2017-2018），德邦研究所

利润表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,744	2,764	4,362	6,141
营业成本	1,194	1,693	2,582	3,508
毛利率%	31.6%	38.8%	40.8%	42.9%
营业税金及附加	10	17	26	35
营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	359	716	1,139	1,609
营业费用率%	20.6%	25.9%	26.1%	26.2%
管理费用	111	149	253	344
管理费用率%	6.4%	5.4%	5.8%	5.6%
研发费用	22	27	40	53
研发费用率%	1.3%	1.0%	0.9%	0.9%
EBIT	47	163	323	592
财务费用	58	59	61	74
财务费用率%	3.3%	2.1%	1.4%	1.2%
资产减值损失	-26	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	20	128	294	557
营业外收支	3	1	4	4
利润总额	23	129	297	561
EBITDA	102	218	387	666
所得税	3	20	40	55
有效所得税率%	14.7%	15.2%	13.4%	9.8%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	19	109	257	506

资产负债表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	417	167	150	418
应收账款及应收票据	174	270	421	491
存货	142	222	340	465
其它流动资产	148	259	288	364
流动资产合计	880	917	1,198	1,738
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	593	679	752	867
在建工程	67	128	164	185
无形资产	107	100	92	85
非流动资产合计	1,563	1,709	1,819	1,958
资产总计	2,443	2,626	3,017	3,696
短期借款	353	293	193	33
应付票据及应付账款	244	339	516	684
预收账款	55	92	135	162
其它流动负债	124	166	223	276
流动负债合计	777	890	1,068	1,156
长期借款	355	275	215	265
其它长期负债	46	46	46	46
非流动负债合计	401	321	261	311
负债总计	1,177	1,210	1,329	1,466
实收资本	409	409	409	409
普通股股东权益	1,266	1,416	1,688	2,230
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	2,443	2,626	3,017	3,696

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20 以上；
		增持	相对强于市场表现 5~20；
		中性	相对市场表现在-5~+5 之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5 以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10 与 10 之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10 以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。