

**妙可蓝多 (600882.SH) 奶酪棒驱动加速发展, 国产奶酪龙头崛起正当时**

2020年12月30日

——中小盘首次覆盖报告

**投资评级: 买入 (首次)**
**任浪 (分析师)**
**李泽 (联系人)**

renlang@kysec.cn

lize@kysec.cn

证书编号: S0790519100001

证书编号: S0790120070082

日期	2020/12/29
当前股价(元)	51.70
一年最高最低(元)	52.40/13.83
总市值(亿元)	211.61
流通市值(亿元)	211.34
总股本(亿股)	4.09
流通股本(亿股)	4.09
近3个月换手率(%)	92.79

**● 国产奶酪第一品牌, 拳头产品驱动加速发展**

公司借助奶酪棒这一大单品打开了零售市场, “妙可蓝多”也快速成长为了国产奶酪的第一品牌。奶酪棒的快速放量驱动公司收入增速在2019年开始拐点向上。随着奶酪棒的继续放量, 产能利用率的提升和营销费用的分摊, 公司在2020年将迎来业绩增长拐点向上。同时蒙牛成为公司控股股东, 将多维度助力公司实现国内奶酪龙头的崛起。我们预计公司2020-2022年归母净利润为0.89/3.39/5.73亿元, 对应EPS为0.22/0.83/1.40元, 当前股价对应2020-2022年PE为238.9/62.4/36.9倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

**● 国内奶酪市场千亿可期, 亟待本土奶酪品牌崛起**

国内乳制品消费结构正由液态奶向更加营养、健康的酸奶和奶酪等升级, 同时叠加西式餐饮文化快速普及带来的奶酪消费场景增加, 国内奶酪行业规模迅速从2004年的4.03亿元增长至2018年的65.49亿元, CARG达22.04%。近两年在大单品奶酪棒快速放量的背景下, 奶酪行业增长出现进一步加速。对标日本奶酪行业发展历史, 目前国内奶酪人均消费量(0.28kg)仅是日本1966年的水平, 未来存在近10倍的提升空间。日本乳制品行业历史上同样存在着消费升级的趋势, 奶酪占乳制品消费的比例目前已达18%并且仍处于持续提升的过程中。未来随着我国乳制品行业规模的稳步提升以及奶酪消费占比的持续提升, 国内奶酪市场规模千亿可期。日本奶酪行业发展同样经历了进口主导到本土品牌崛起的发展历程, 国内本土品牌有望凭借本地化的口味优势和下沉市场渠道优势实现崛起。

**● 明星单品建立先发优势, 蒙牛助力国产奶酪龙头崛起**

公司明星单品奶酪棒的快速放量为公司树立了良好的品牌形象, 在奶酪蓝海中建立起了先发优势。奶酪棒作为儿童休闲零食消费升级的方向, 潜在单品市场规模达百亿, 奶酪棒的快速放量将驱动公司进入加速发展期。同时战投蒙牛成为公司控股股东, 将多维度助力公司实现国内奶酪龙头的崛起。

**● 风险提示:** 食品安全风险, 市场竞争加剧, 产能扩充不达预期等风险。

**财务摘要和估值指标**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,226	1,744	2,767	4,037	5,446
YOY(%)	24.8	42.3	58.6	45.9	34.9
归母净利润(百万元)	11	19	89	339	573
YOY(%)	148.7	80.7	360.7	283.0	68.8
毛利率(%)	27.0	31.6	37.2	42.5	45.0
净利率(%)	0.9	1.1	3.2	8.4	10.5
ROE(%)	0.9	1.5	6.5	20.0	25.3
EPS(摊薄/元)	0.03	0.05	0.22	0.83	1.40
P/E(倍)	1988.7	1100.4	238.88	62.37	36.95
P/B(倍)	17.4	16.7	15.6	12.5	9.3

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

中小盘研究团队

## 目 录

1、 国产奶酪第一厂商，拳头产品打开零售市场 .....	4
1.1、 聚焦奶酪蓝海，本土龙头品牌雏形初现 .....	4
1.2、 拳头产品开拓零售市场，全国化销售网络成型 .....	5
2、 乳制品消费结构升级趋势明确，奶酪千亿级市场可期 .....	7
2.1、 乳制品行业渐入成熟期，消费结构优化升级趋势明确 .....	7
2.2、 消费升级驱动奶酪市场需求，本土品牌存发展良机 .....	9
2.2.1、 消费升级背景下，西餐文化普及+乳制品结构升级驱动奶酪市场发展 .....	9
2.2.2、 本土品牌占据口味和下沉市场优势，未来崛起可期 .....	10
2.3、 对标日本，国内奶酪市场千亿可期，亟待本土品牌崛起 .....	11
3、 明星单品建立先发优势，蒙牛控股助力龙头崛起 .....	15
3.1、 明星单品树立品牌形象，奶酪蓝海先发优势显著 .....	15
3.2、 内蒙蒙牛实现控股，助力国内奶酪龙头崛起 .....	17
3.3、 产能储备充足，保障奶酪业务的快速发展 .....	18
4、 盈利预测与估值 .....	19
5、 风险提示 .....	20
附： 财务预测摘要 .....	21

## 图表目录

图 1： 公司紧抓国内乳制品消费升级趋势，转型为以奶酪为核心的乳制品企业 .....	4
图 2： 公司奶酪营收平均每年以翻倍以上的增速增长 .....	5
图 3： 核心奶酪业务市占率快速提升，国内龙头雏形初现 .....	5
图 4： 《汪汪队立大功》动画片视频热度排名位列前茅 .....	5
图 5： 妙可蓝多线上渠道单月销量迎来爆发式增长 .....	5
图 6： 截至 2018 年底，全国零售终端达到 5 万余个 .....	6
图 7： 2020Q3 公司全国范围内经销商数量达到 2573 家 .....	6
图 8： 公司已成功完成对餐饮、工业、零售三大渠道的开拓 .....	6
图 9： 国内乳制品行业已逐渐步入增速稳定的成熟期 .....	7
图 10： 国内乳制品行业 CR5 与发达国家基本一致 .....	7
图 11： 国内液态奶消费量已基本维持在 3300 万吨左右 .....	7
图 12： 酸奶与奶酪在乳制品行业中市场份额不断提升 .....	8
图 13： 乳制品行业内消费结构不断升级趋势明确 .....	8
图 14： 西式餐饮文化普及，奶酪下游烘焙行业快速发展 .....	9
图 15： 奶酪行业市场规模十年增长近 8 倍 .....	9
图 16： 奶酪市场规模增速位列乳制品行业内第一名 .....	10
图 17： 国内奶酪产品进口依赖程度依旧较高 .....	10
图 18： 国内奶酪市场仍为外资品牌主导 .....	10
图 19： 国内消费者偏好仍然倾向于再制奶酪 .....	11
图 20： 日本奶酪消费量在过去的 54 年中增长了 22.5 倍 .....	12
图 21： 日本乳制品存在持续的消费升级的过程 .....	12
图 22： 国内奶酪人均消费量仅相当于日本 1966 年水平 .....	12
图 23： 1965-1980 日本奶酪进口量 CARG 达 14.3% .....	13

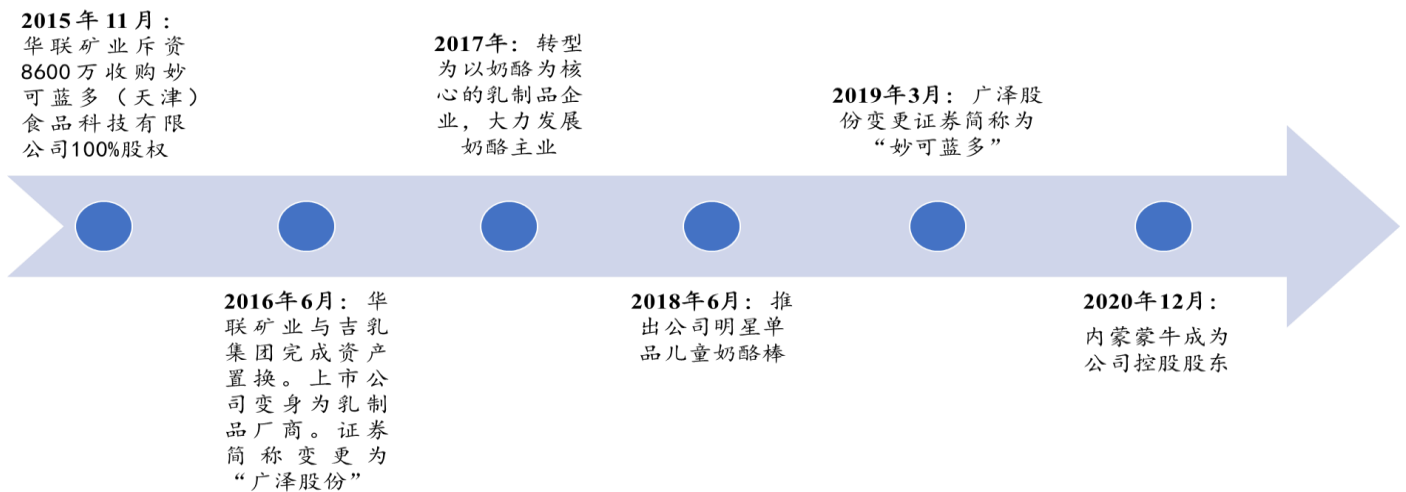
图 24: 1965-1980 年日本奶酪消费量 CAGR 达到 11.6%.....	13
图 25: 80 年代后日本本土奶酪产量快速提升 .....	13
图 26: 1980-2000 年日本奶酪消费品持续保持快速增长 .....	13
图 27: 2010 年后日本奶酪消费量重回稳定增长轨道 .....	14
图 28: 日本奶酪市场目前仍保持 5%左右的稳定增长 .....	14
图 29: 日本奶酪行业市场集中度较高且本土品牌主导.....	15
图 30: 国内奶酪人均消费量与日本存 10 倍成长空间.....	15
图 31: 公司通过电视广告等多种营销方式树立品牌形象.....	15
图 32: 公司取得“618”京东、天猫奶酪品类双冠王.....	15
图 33: 2020Q3 公司奶酪棒单季度销售额近 4 亿元.....	16
图 34: 2018 年推出的奶酪棒驱动公司收入增速拐点向上.....	16
图 35: 奶酪棒契合儿童零食高端化趋势 .....	17
图 36: 战投蒙牛入驻, 五大维度助力公司龙头崛起 .....	18
图 37: 增发完成后, 蒙牛将成为上市公司控股股东 .....	18
图 38: 公司转型聚焦奶酪业务后, 奶酪产品销售量快速增长.....	19
表 1: 奶酪营养价值极高, 蛋白质含量是牛奶的 8-10 倍 .....	8
表 2: 公司产能建设项目储备充沛, 逐步落地后公司将加速扩张.....	19
表 3: 同行业主要竞争对手估值对比 (亿元、元/股) .....	20

## 1、国产奶酪第一厂商，拳头产品打开零售市场

### 1.1、聚焦奶酪蓝海，本土龙头品牌雏形初现

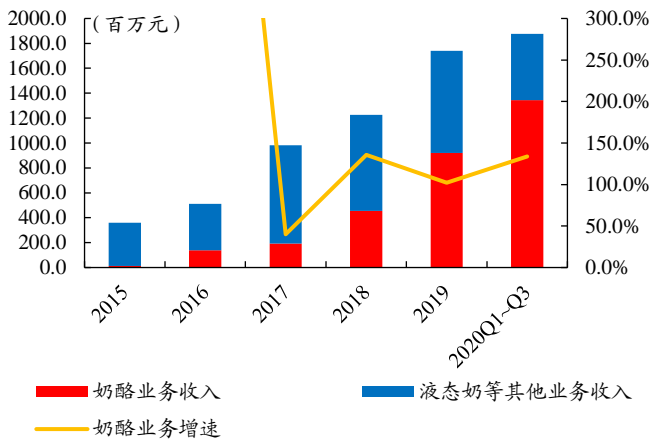
主业聚焦奶酪蓝海，每年保持翻倍以上增长，市场占有率已达国产品牌首位，行业龙头雏形初现。2015年广泽乳业斥资8600万收购妙可蓝多（天津）食品科技有限公司100%股权及达能乳业（上海）有限公司位于上海市奉贤区金汇镇的工厂。2016年8月，华联矿业置出其铁矿石业务相关资产，置入广泽乳业和吉林乳业100%股权，变身乳制品生产商。公司主营产品包括马苏里拉奶酪、奶酪棒、芝士片、液态奶、风味发酵乳、酸奶饮品及贸易产品等，拥有“妙可蓝多”、“广泽”、“澳醇牧场”等国内知名品牌。2017年公司紧抓国内乳制品消费升级趋势，战略聚焦奶酪主业。2018年儿童节，公司携手知名动画IP《汪汪队立大功》推出明星单品儿童奶酪棒，大力拓展零售市场。2019年3月为扩大品牌知名度，公司将证券简称更名为“妙可蓝多”。2017年战略聚焦于奶酪品类以后，公司迎来快速发展，奶酪业务营收规模每年保持着翻倍以上的增长，营收规模从2015年的1288.53万元快速提升至2020前三季度的13.43亿元。目前公司是A股市场唯一一家专注于奶酪研发、生产和销售的企业。根据Euromonitor数据统计，2019年公司奶酪业务在行业内市场占有率即已达19.8%，位列国产奶酪品牌市场占有率首位，“妙可蓝多”也逐步发展成为了全国知名的奶酪品牌。2020年，随着公司明星单品奶酪棒的持续快速放量以及蒙牛对其实现控股，公司市场份额将进一步提升，国内奶酪龙头的雏形初现。

**图1：公司紧抓国内乳制品消费升级趋势，转型为以奶酪为核心的乳制品企业**



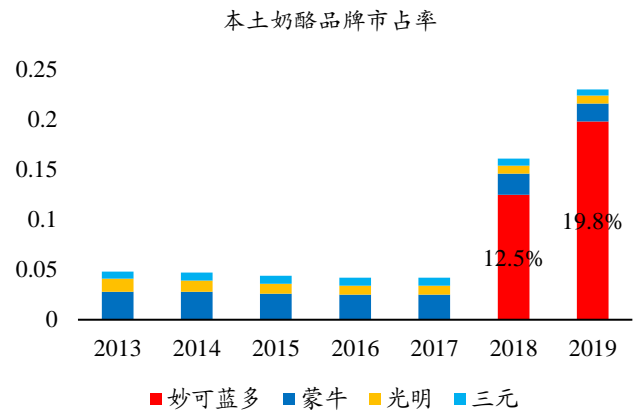
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图2：公司奶酪营收平均每年以翻倍以上的增速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：核心奶酪业务市占率快速提升，国内龙头雏形初现



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

## 1.2、拳头产品开拓零售市场，全国化销售网络成型

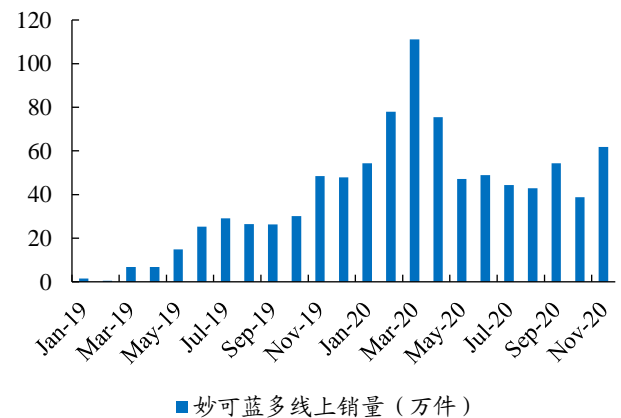
**拳头产品奶酪棒绑定知名IP，电商渠道引爆大单品。**在奶酪消费市场的培育期，西餐是其主要消费场景，也是披萨、汉堡、焗饭等不可或缺的重要食材，尤其是马苏里拉、芝士片等奶酪品类应用十分广泛。公司相关产品“精制马苏里拉奶酪”、“妙可蓝多芝士片”已深耕餐饮及工业渠道多年，获得了85℃、达美乐、海底捞、面包新语、全家、罗森等知名餐饮烘焙连锁的青睐。同时，出于零售端产品具备附加值较高、消费受众更广、品牌影响力更大等因素考虑，公司2016年起开始在线上与线下发力零售渠道。线上渠道，2017-2018年公司相继在天猫、京东两大电商平台开设旗舰店，并于2018年儿童节携手时下火热动画IP《汪汪队立大功》，在天猫妙可蓝多旗舰店首发妙可蓝多儿童奶酪棒。《汪汪队立大功》为全球知名动画IP，2016年通过芒果TV、百度视频、乐视等新媒体平台进入中国。根据2017-2019年百度视频大数据报告统计，《汪汪队立大功》在各年度百度动画片视频搜索热度排行榜中分别位列第二、第四、第三名，热度仅次于《小猪佩奇》等。此外，公司在2018年下半年通过达人社群、内容营销、粉丝经济三驾马车持续助力电商营销升级，2019年通过央视广告和分众传媒的楼宇广告继续大力推广，推动公司拳头产品奶酪棒成为奶酪爆品。在电商爆品战略下，妙可蓝多线上单月销量由2019年1月的1.5万件/月，爆发式增长至2020年3月峰值的111.1万件/月，目前稳定在月均50万件左右的销量水平。

图4：《汪汪队立大功》动画片视频热度排名位列前茅



资料来源：《百度视频大数据报告》、开源证券研究所

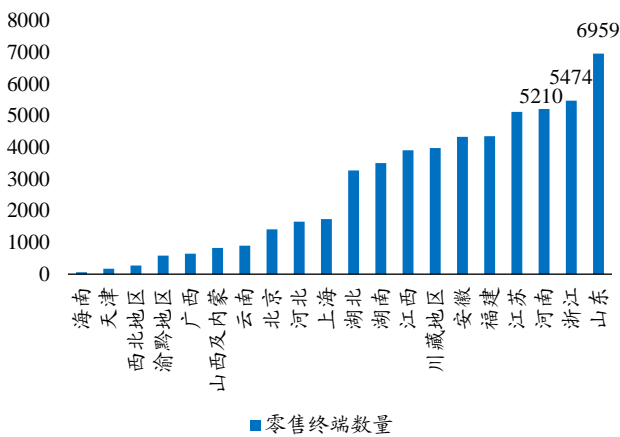
图5：妙可蓝多线上渠道单月销量迎来爆发式增长



数据来源：iFinD、开源证券研究所

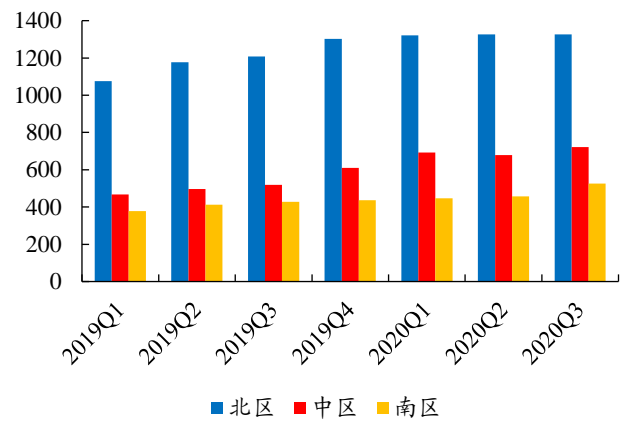
电商渠道树立品牌形象后，线下向商超、便利店、母婴等零售终端快速推进，全国化销售网络初步建立。公司在开拓零售市场的进程中，不仅在线上渠道表现优异，线下业绩同样亮眼。2017 年公司已与家乐福、永辉、欧尚等大型 KA 商超建立了良好的合作关系，成功开拓数千家优质零售终端，初步完成了除西藏、宁夏外的全国性渠道布局。2018 年上半年妙可蓝多明星单品奶酪棒在线上首发后，公司同时在全国 200 多家合作门店同时开展线下推广活动，包括产品试吃、消费者 DIY 互动、形象展示等环节，不仅为线上汪汪队奶酪棒推出后吸引了大量可转化消费者，同时也实现了 IP 资源和消费者体验线上线下的有机结合，实现线上与线下渠道的双重共振。截至 2018 年底，公司进一步拓展了沃尔玛以及卜蜂莲花、苏果、步步高、物美、永旺、伊藤洋华堂等众多商超和便利店渠道，整体零售终端已经超过 5 万余个，其中山东、浙江、河南等地终端渗透率较高。2019 年下半年公司发力于母婴渠道，逐步与孩子王等母婴连锁品牌达成战略合作，在店内安置冷链配套设施并进行有效陈列。截至 2020H1，公司零售终端已超过 18 万个；截至 2020Q3 全国北、中、南区经销商合计达到 2573 个。公司通过拳头产品奶酪棒打开线上与线下奶酪业务的零售市场，目前公司已初步在餐饮和工业、零售（线上和线下）渠道建立了覆盖全国的销售网络。

图6: 截至 2018 年底，全国零售终端达到 5 万余个



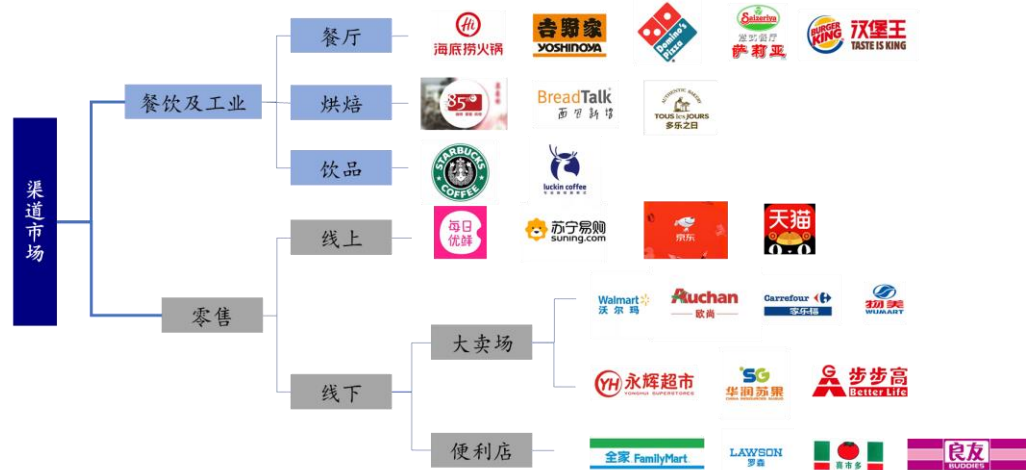
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7: 2020Q3 公司全国范围内经销商数量达到 2573 家



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8: 公司已成功完成对餐饮、工业、零售三大渠道的开拓



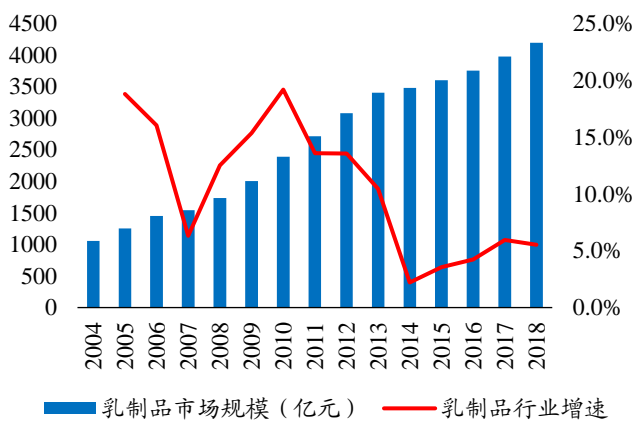
资料来源：公司公告、各公司官网、开源证券研究所

## 2、乳制品消费结构升级趋势明确，奶酪千亿级市场可期

### 2.1、乳制品行业渐入成熟期，消费结构优化升级趋势明确

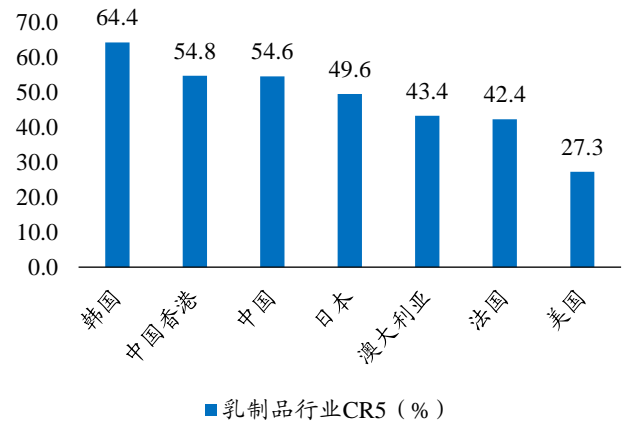
国内乳制品行业已逐渐步入成熟期，CR5 达 54.6%，核心消费品类液态奶年消费量已稳定在 3300 万吨左右。乳制品按照其零售形态的不同大致可分为三类，依次为奶粉（包括全脂乳粉、脱脂乳粉等）、液态奶（包括常温奶、巴氏杀菌奶、酸乳等）以及其他干制乳品（炼乳、奶酪等）。近年来，国内乳制品（不含奶粉，以下同）行业逐步由快速增长的成长期过渡至低速增长期。从乳制品市场规模来看，2008 年之后乳制品市场规模增速逐渐震荡下行，近年来增速稳定至 5% 左右。从乳制品市场集中度来看，2019 年国内乳制品行业 CR5 达到 54.6%，与中国香港（54.8%）、韩国（64.4%）、日本（49.6%）、澳大利亚（43.4%）等发达地区相差不大。液态奶作为乳制品市场的主流消费品种，近年来逐步进入成熟期，年消费量基本稳定在 3300 万吨左右。

图9：国内乳制品行业已逐渐步入增速稳定的成熟期



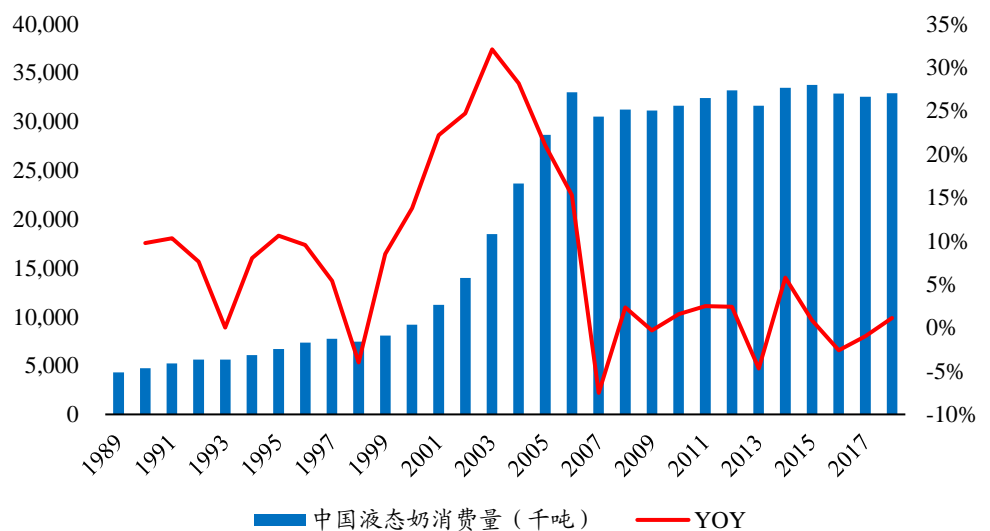
数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图10：国内乳制品行业 CR5 与发达国家基本一致



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图11：国内液态奶消费量已基本维持在 3300 万吨左右



数据来源：美国农业部、开源证券研究所

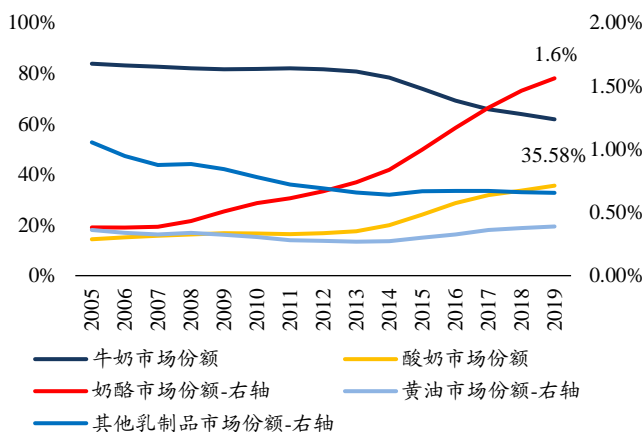
乳制品消费结构持续向巴氏奶、酸奶、奶酪等高营养价值品类升级。随着人均可支配收入的不断提升以及冷链物流体系的日益发达，国内消费者对于乳制品的需求逐渐向短保质期、零添加剂、高营养价值的品类过渡。具体而言，液态奶中存在由常温奶向巴氏奶升级的趋势。巴氏奶即采用巴氏杀菌法加工而成的牛奶，相比较常温奶所采用的超高温瞬时灭菌保留了部分有益菌，更大程度的保持牛奶内的营养物质。在液态奶逐步由常温奶向巴氏奶消费升级的同时，酸奶、奶酪等更具营养价值的乳制品亦逐渐迅速崛起。2009年，光明推出中国首款常温酸奶—莫斯利安，随后伊利与蒙牛快速跟进，分别推出各自的常温酸奶品牌安慕希与纯甄，酸奶在国内乳制品行业内的市场份额由2009年的16.8%快速增长至2019年的35.6%。而有“奶中黄金”之称的奶酪，虽为舶来品，也凭借其极高的营养价值含量正逐步为国内广大消费者所接受。奶酪蛋白质含量是牛奶的8-10倍，钙、镁、铁、锌含量是牛奶的5-15倍，经过乳酸菌等微生物及酶的发酵作用，更易消化吸收并且适合患有乳糖不耐症的消费者食用。目前，国内奶酪的市场份额已从2009年的0.5%增长至2019年的1.6%，比例提升超过3倍，并且还处于持续快速提升过程之中。

**表1: 奶酪营养价值极高，蛋白质含量是牛奶的8-10倍**

	奶酪	酸奶	牛奶	奶粉
热量(卡)	328	72	54	54
蛋白质(克)	27.5	2.5	3	3
脂肪(克)	23.5	2.7	3.2	3.2
碳水化合物(克)	3.5	9.3	3.4	3.4
维生素A(微克)	152	26	24	24
维生素B(毫克)	0.06	0.03	0.03	0.03
维生素E(毫克)	0.6	0.12	0.21	0.21
钙(毫克)	799	118	104	104
镁(毫克)	57	12	11	11
铁(毫克)	2.4	0.4	0.3	0.3
锌(毫克)	6.97	0.53	0.42	0.42
磷(毫克)	326	85	73	73

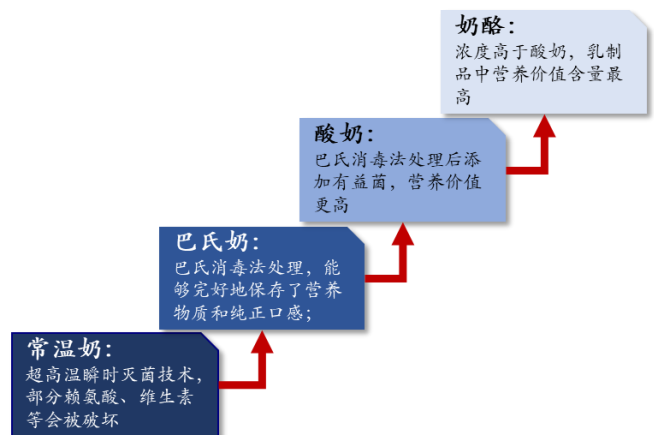
资料来源：中商产业研究院、开源证券研究所

**图12: 酸奶与奶酪在乳制品行业中市场份额不断提升**



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

**图13: 乳制品行业内消费结构不断升级趋势明确**



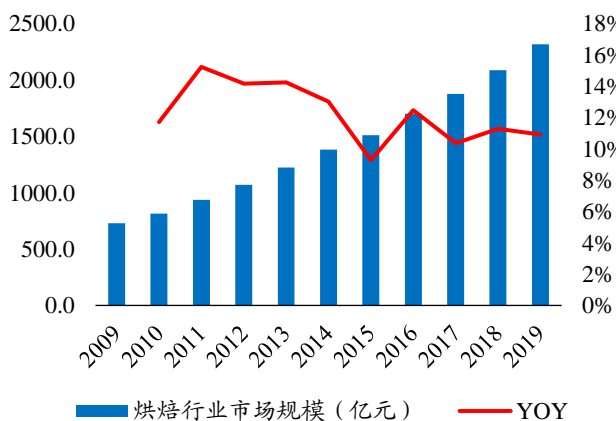
资料来源：中商产业研究院、开源证券研究所

## 2.2、消费升级驱动奶酪市场需求，本土品牌存发展良机

### 2.2.1、消费升级背景下，西餐文化普及+乳制品结构升级驱动奶酪市场发展

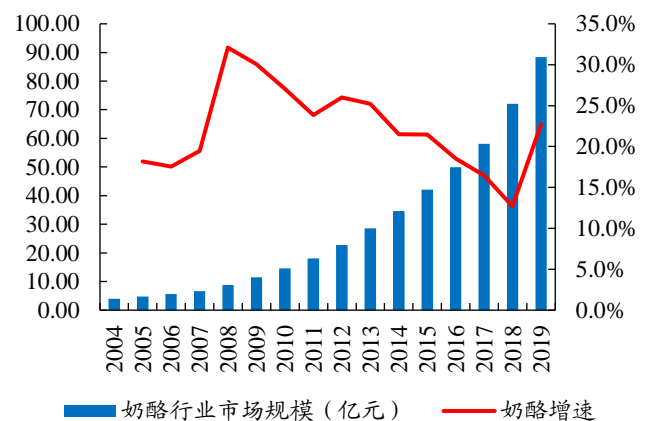
消费升级背景下，西式餐饮文化快速普及叠加乳制品结构升级驱动国内奶酪行业规模迅速扩张，增速位列乳制品行业内第一。奶酪是西方国家的传统食品，距今已有几千年历史。根据加工的程度不同奶酪大致可分为天然奶酪和再制奶酪；根据奶酪的含水量不同也可分为半软质奶酪、软质奶酪、半硬质奶酪以及硬质奶酪。奶酪的制作多由牛乳、绵羊乳等经过杀菌、发酵、加热搅拌、压榨等一系列工艺浓缩而成。平均每公斤奶酪需要大约 10 公斤的原料乳，因此营养含量极高，也被称为“奶黄金”。然而由于奶酪对生牛乳用量及品质要求较高、加工工艺复杂、国民饮食习惯等因素，在 90 年代末国内乳制品行业规模开始加速扩张的时间段内，国内鲜有乳制品厂商涉足奶酪生产（彼时仅有三元食品拥有奶酪自主加工生产技术）。因此当时奶酪多以进口为主且价格昂贵，难以在广大消费者之间进行普及。2003 年中国加入世贸组织，奶酪进口税率由此前的 60% 下降至 12%，进口奶酪价格大幅下降，一定程度上推动了国内奶酪行业的发展。近年来，西式餐饮文化的逐渐普及，西餐厅、烘焙糕点、奶茶等奶酪下游行业亦随之快速发展。根据 Euromonitor 数据统计，2009-2019 年烘焙行业市场规模复合增长率达到 12.3%；拥有肯德基、必胜客、塔可钟等多个知名餐饮品牌的百胜餐饮集团，2019 年在中国的门店也已接近 10000 家。下游西式餐饮行业的快速发展，叠加消费升级背景下人们对乳制品的需求转向更加健康、营养以及奶酪产品的口味创新，作为舶来品的奶酪正快速被国内消费者所接受。根据 Euromonitor 数据统计，奶酪行业市场规模已从 2004 年的 4.03 亿元增长至 2019 年的 88.43 亿元，CARG 达 22.86%。虽然近年来乳制品行业整体增速有所下行，但奶酪行业规模增速仍然保持在 15% 左右的快速增长，领跑乳制品的各品类。近两年在奶酪棒这一大单品在 C 端消费者中快速放量，推动奶酪消费由 B 端向 C 端加速渗透，国内奶酪行业整体增速出现了进一步的加速。

图14：西式餐饮文化普及，奶酪下游烘焙行业快速发展



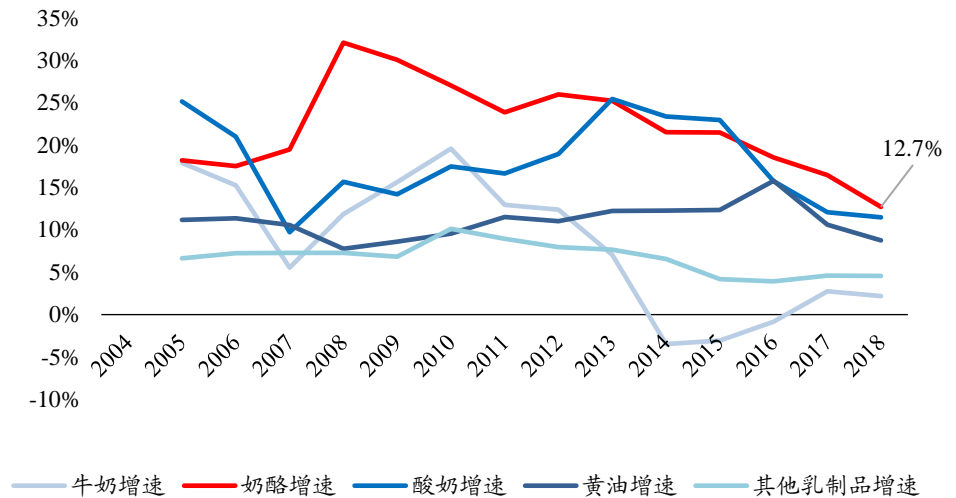
数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图15：奶酪行业市场规模十年增长近 8 倍



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图16: 奶酪市场规模增速位列乳制品行业内第一名

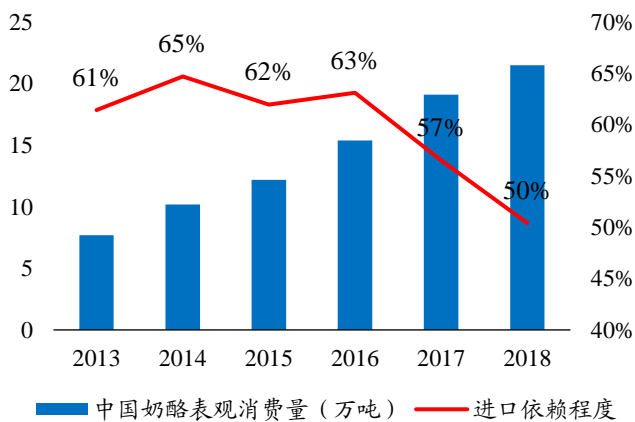


数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

### 2.2.2、本土品牌占据口味和下沉市场优势，未来崛起可期

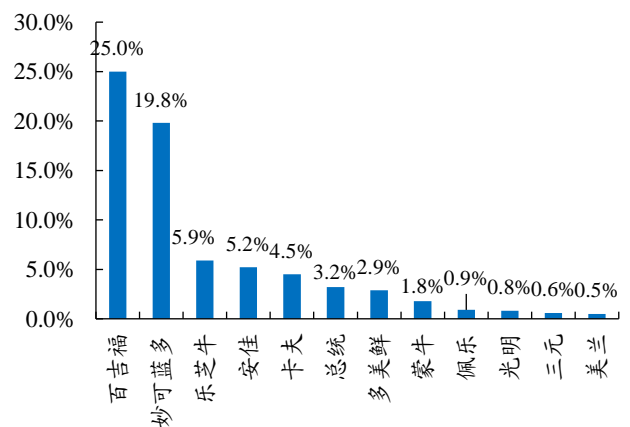
国内奶酪市场进口依赖度依然较高，目前仍以外资品牌占据主导地位。从生产端看，2000年以前国内的大型乳制品厂商中仅有三元食品涉足奶酪生产，直到2008年之后，伊利、蒙牛、光明等乳制品龙头才逐步开始涉及奶酪生产。因此，一直以来国内所消费的奶酪均以进口为主，虽然近些年随着国内乳制品厂商逐渐涉足奶酪生产领域，国内奶酪产品的进口依赖程度（进口数量/表观消费量）逐年下降，但自主研发生产的品牌较少，仅有的产能也多在为外资品牌代加工。2018年，国内所消费的奶酪产品中，仍有约50%的占比源自于海外进口。根据Euromonitor数据统计，2019年国内奶酪市场CR5为60.4%且除妙可蓝多外均为外资品牌，分别为法国百吉福（25.0%）、妙可蓝多（19.8%）、乐芝牛（5.9%）、安佳（5.2%），而传统乳制品龙头蒙牛、光明、三元则分别为1.8%、0.8%、0.6%。

图17: 国内奶酪产品进口依赖程度依旧较高



数据来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

图18: 国内奶酪市场仍为外资品牌主导

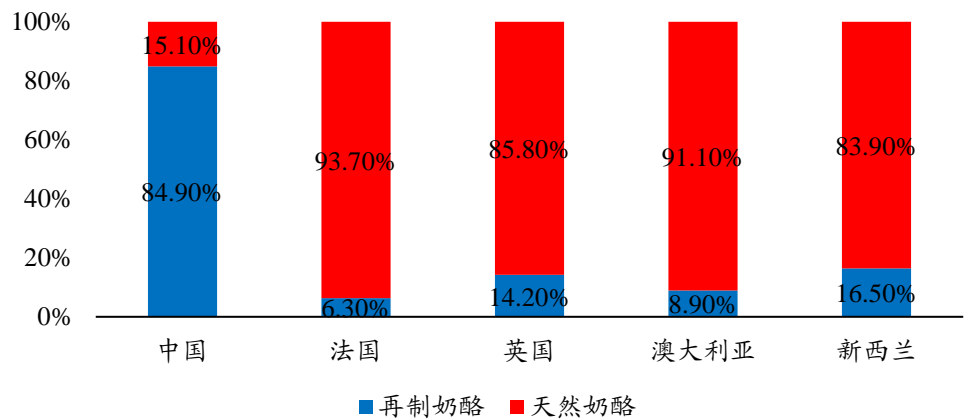


数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

本土品牌在消费者偏好的理解能力、下沉市场渠道的开拓能力等方面更具优势，亟待国内奶酪厂商龙头崛起。在对国人奶酪消费习惯的培育过程中，本土品牌有望凭借对消费者需求更深的理解逐步提升其品牌忠诚度及市场份额，从而扭转以外资品

牌为主导的市场格局。国内消费者偏好于口感柔和、味道多样化的再制奶酪，根据 Euromonitor 数据统计，2019 年国内奶酪市场中再制奶酪的销量占比高达 84.9%。而法国、英国、澳大利亚、新西兰等海外市场则以天然奶酪为主流消费品种，其销量占比均高达 80% 以上。因此，在目前国内外奶酪消费偏好存在较大差异的背景下，本土品牌有望凭借对国内消费者需求更深的理解，推出更适合国内消费者的产品，从而实现快速崛起。此外，从渠道拓展的角度来看，外资品牌多注重于一、二线城市渠道的开拓，主要是国内一二线城市的渠道建设较为成熟，产品铺设难度较低且外资品牌知名度较高。而对于渠道网络更为复杂、管控能力要求更高的下沉市场而言，本土品牌则具备显著的优势。借鉴同为舶来品的烘焙食品在国内的发展历程来看，起初也是以起步较早的曼可顿、好丽友、宾堡等外资品牌占据市场主导地位，但随后达利、桃李等国内厂商借助各自发达的下沉渠道网络及供应链迅速崛起，时至今日已分别成为国内烘焙市场长保和短保的龙头。因此我们认为，虽然目前国内奶酪市场由于依赖进口仍以外资品牌为主导，但未来国内厂商有望凭借本土优势崛起。

图19：国内消费者偏好仍然倾向于再制奶酪



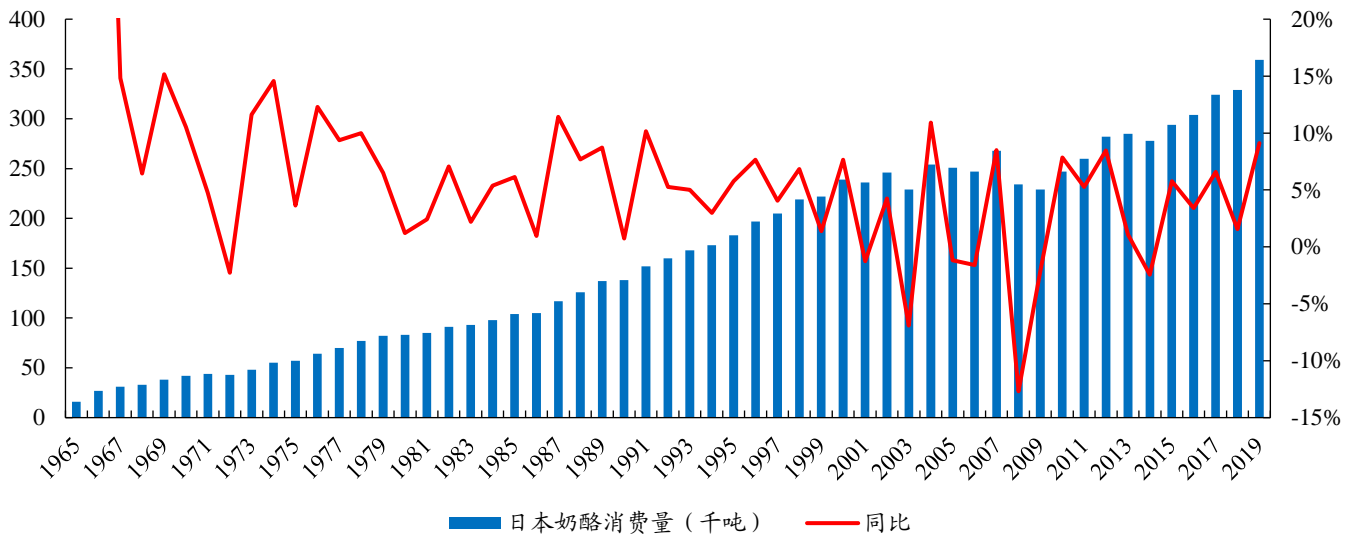
数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

### 2.3、对标日本，国内奶酪市场千亿可期，亟待本土品牌崛起

日本与国内饮食结构相似，在乳制品行业发展的进程中亦存在由液态奶到奶酪的消费升级过程，因而对国内奶酪行业的未来发展具备很好的借鉴意义。时至今日，日本奶酪的总消费量已从 1965 年的 1.6 万吨增长至 2019 年的 36 万吨，54 年的时间内增长了 22.5 倍，CARG 达 5.93%。其中 1965-2000 年处于持续快速增长的阶段，35 年内消费量增长了接近 15 倍，CARG 达 8.03%，在经历了 2000-2008 年的调整之后继续迎来持续的增长。目前在日本乳制品行业基本不增长的背景下奶酪消费量仍旧保持着 5% 左右的稳定增长。竞争格局来看，日本奶酪行业 CR5 已达到 60% 以上。回顾日本乳制品行业的发展历史，亦存在由牛奶向营养价值更高、更加健康的奶酪消费升级的过程。根据日本农林水产省统计数据，1985 年日本乳制品生产结构中牛奶产量的占比为 68.1%，而到 2017 年该占比已下降到 57.7%。相反，在这期间发酵乳（酸奶、奶酪等）的产量占比从 1985 年的 3.5% 增长到 2017 年的 20%（日本奶酪部分依赖进口，因此实际奶酪的消费量占比高于产量占比）。目前，国内液态奶消费量已基本趋于稳定，而奶酪行业正处于快速发展的萌芽阶段，奶酪人均消费量 0.28kg，仅相当于日本 1966 年的水平，乳制品行业同样正处在由液态奶向奶酪的消费升级过程中。因此，我们认为，复盘发展历程类似的日本奶酪行业，将对国内奶酪行业未来

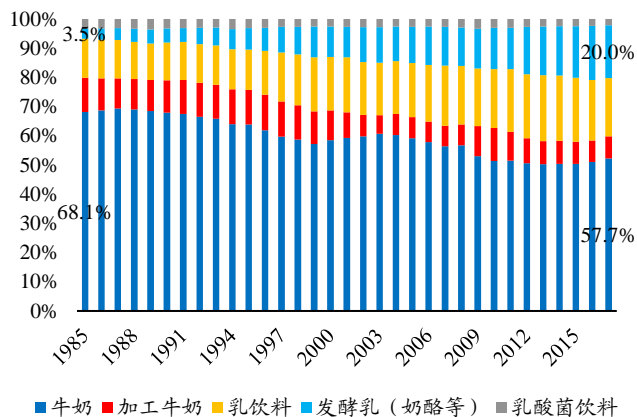
发展趋势的判断具有很好的借鉴意义。

图20: 日本奶酪消费量在过去的 54 年中增长了 22.5 倍



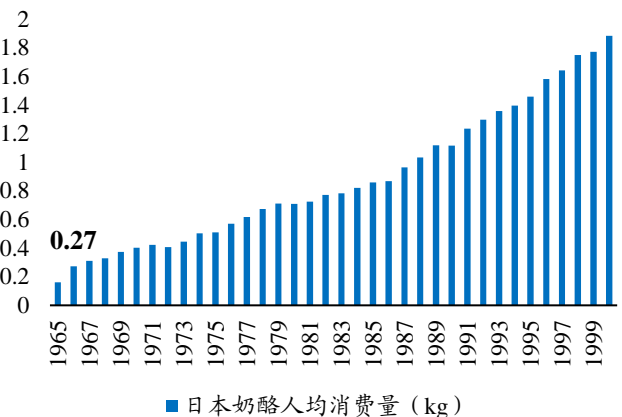
数据来源: USDA、开源证券研究所

图21: 日本乳制品存在持续的消费升级的过程



数据来源: 日本农林水产省、开源证券研究所

图22: 国内奶酪人均消费量仅相当于日本 1966 年水平

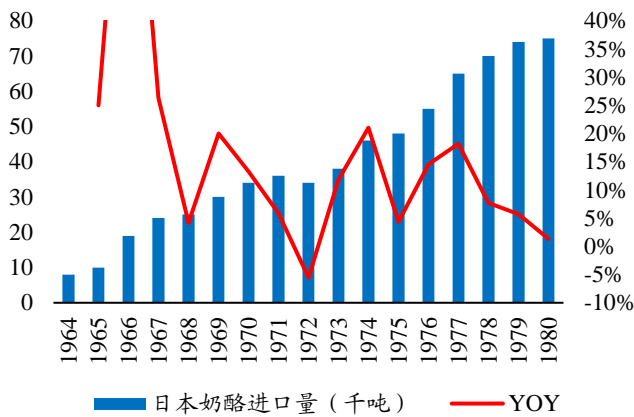


数据来源: 日本统计局、日本农林水产省、开源证券研究所

回顾日本奶酪行业的发展历程来看，大致可分为进口导入期、本土品牌成长期和成熟期三个阶段：

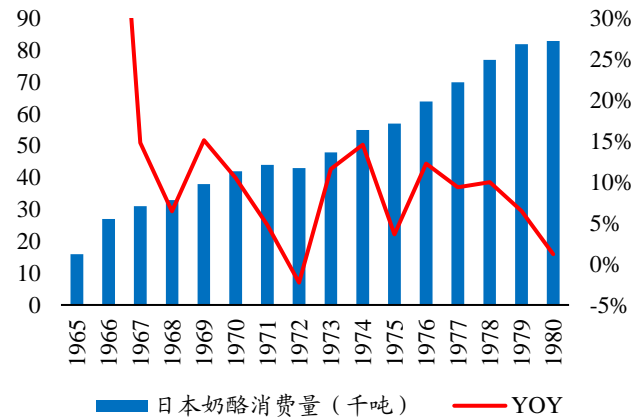
- (1) **进口导入期（1950-1980 年）：**受西方文化影响，日本奶酪消费习惯逐渐建立，进口奶酪驱动市场规模快速扩张。1907 年，北海道垦殖局和 Nanae Kangyo 测试站尝试制作炼乳和奶酪的原型，开始了日本的成熟奶酪生产。第二次世界大战后，日本在美国的援助下经济快速恢复，同时奶酪、烘焙等西式餐饮食品也逐步在日本本土开始普及。日本消费者对于奶酪食品的认知度逐渐提升，奶酪进口量及消费量快速增长，1965-1970 年日本奶酪进口量和消费量 CAGR 分别达到 14.3% 和 11.6%。同时叠加日本宏观经济的快速发展，接连经历“岩户景气”、“奥林匹克景气”、“伊奘诺景气”三大经济扩张周期，人均可支配收入及人均 GDP 高速增长。奶酪行业的增长主要依赖的是进口产品的驱动，这一期间国产奶酪的产量基本没有增长。

图23: 1965-1980 日本奶酪进口量 CARG 达 14.3%



数据来源: USDA、开源证券研究所

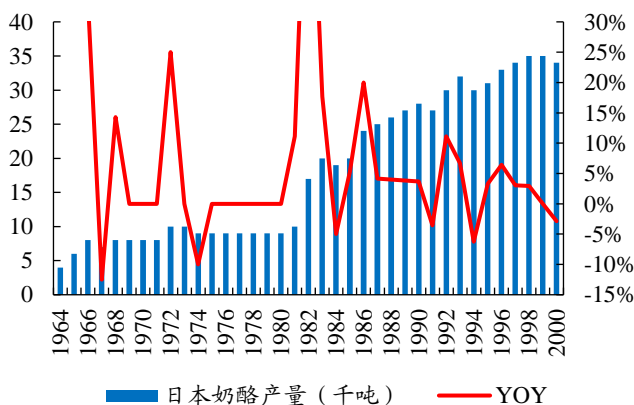
图24: 1965-1980 年日本奶酪消费量 CAGR 达到 11.6%



数据来源: USDA、开源证券研究所

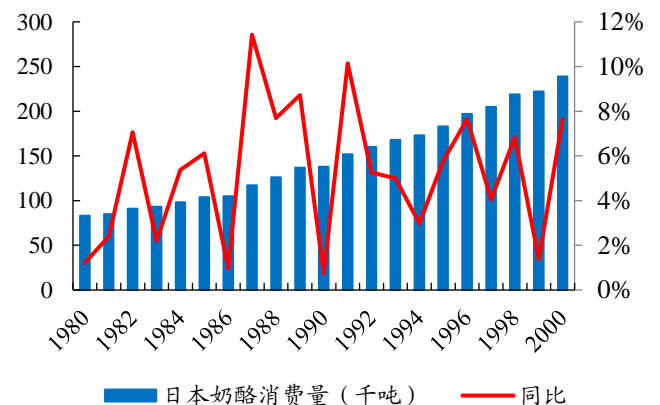
(2) **本土品牌成长期 (1981-2000 年):** 日本本土乳业龙头纷纷加码奶酪市场, 在日本加码生产和进口量不断攀升的背景下, 奶酪市场规模持续快速增长。经历了进口导入期之后, 日本国民对于奶酪的消费习惯逐步建立, 国内奶酪市场逐渐打开, 明治乳业、雪印乳业等本土乳制品龙头纷纷发力奶酪品类。明治乳业在上世纪 80 年代大力加强工厂机械化程度以及管理效率, 每个工厂下设生产科、酪农科、后勤科, 其中生产科负责生产技术、产品质量、设备等环节; 酪农科主要负责管理奶源, 在每个区域内设立酪农协会对酪农户进行统一管理; 后勤科则负责生产用物等管理。在高效的管理体系下, 明治乳业单个工厂平均每日可处理原奶 130 吨、生产干酪 5 吨, 干酪生产量占比达到全国的 50%。日本另一大乳制品龙头雪印乳业则连续推出荷兰达式奶酪、法式浓味奶酪、农家奶酪等近 50 余种不同口感及味道的奶酪, 同时推出形如糖果的颗粒式包装奶酪与棒状包装奶酪供作儿童营养食品, 1980 年其干酪产值已达到 368 亿日元。在各大乳制品龙头相继加码奶酪市场的背景下, 日本本土的奶酪产能快速扩张, 1980 年至 2000 年日本奶酪产量增长超过 3 倍。在本身厂商快速扩产和进口量持续攀升的背景下, 日本奶酪市场规模保持持续快速增长, 本土奶酪品牌实现崛起。

图25: 80 年代后日本本土奶酪产量快速提升



数据来源: USDA、开源证券研究所

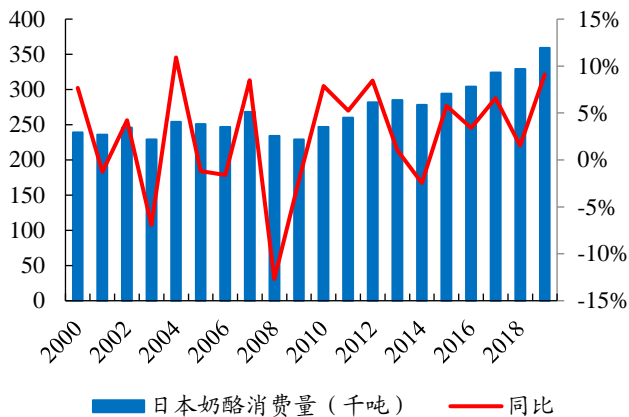
图26: 1980-2000 年日本奶酪消费量持续保持快速增长



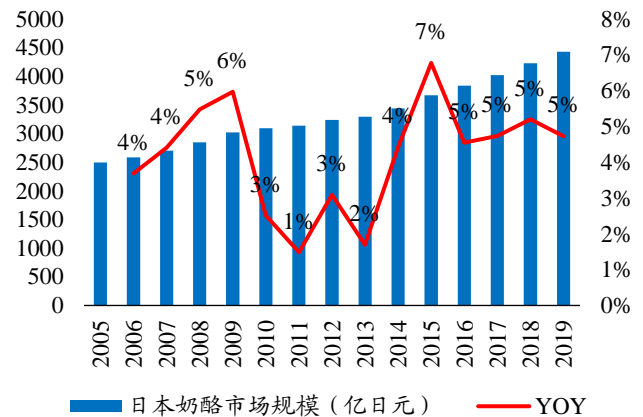
数据来源: USDA、开源证券研究所

(3) **成熟期 (2000-至今):** 日本乳制品消费结构持续升级, 奶酪消费量经历调整之后再次步入稳健增长阶段。2000-2010 年, 日本本身经济处于不增长甚至衰退的阶段。同时日本奶酪龙头雪印在 2003 年爆发了重大食品安全事件, 当年所生产的

乳制品造成了 14780 位消费者食物中毒，品牌形象遭遇前所未有的重创。因而在此期间日本奶酪消费量基本停止增长，仅依靠价格的提升保持行业的增长。2010 年之后，随着奶酪龙头雪印、明治乳业等大力整治食品安全问题，消费者信心逐步恢复，日本奶酪消费量重回增长轨道。根据 Euromonitor 数据统计 2005 至 2019 年间日本奶酪行业市场规模基本保持在 5% 左右的增速持续稳健增长，行业逐渐步入成熟期。

**图27：2010年后日本奶酪消费量重回稳定增长轨道**


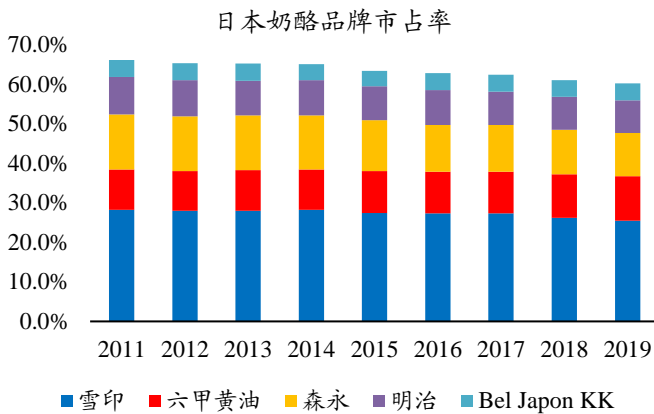
数据来源：USDA、开源证券研究所

**图28：日本奶酪市场目前仍保持5%左右的稳定增长**


数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

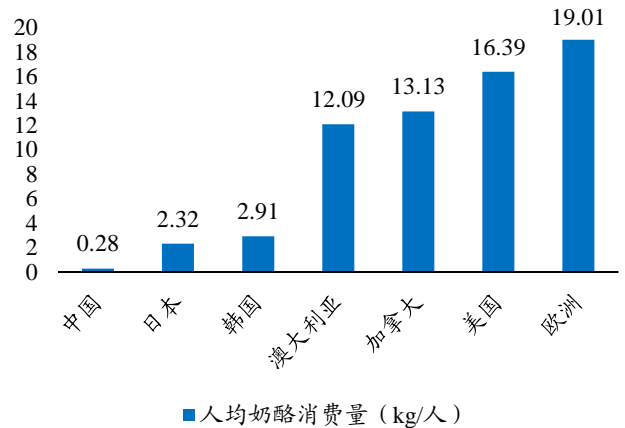
**对标日本：（1）国内奶酪行业仍处于行业发展的萌芽期，本土品牌未来成长空间广阔。**从行业市场份额角度来看，日本奶酪行业的 CR5、CR3 已分别稳定至 62% 和 50% 左右，行业内市场份额前三依次为雪印、六甲黄油、森永，且均为本土品牌。可以看到，日本奶酪行业经历了由进口产品主导到本土品牌崛起的发展历程。反观国内市场，2019 年 CR5 为 47.1%、CR3 为 36.8%，市场集中度相较于日本仍存在一定的差距，同时本土品牌中市场占有率最高的妙可蓝多其份额也仅为 19.8%，本土厂商存在非常大的发展空间。**（2）以奶酪棒等再制奶酪产品培育国民消费习惯，乳制品消费升级趋势下国内奶酪市场千亿可期。**日本奶酪行业发展初期，龙头厂商通过推出口味更易接受的再制奶酪产品来培育国民消费习惯。例如雪印乳业在 80 年代初相继推出荷兰达式奶酪、法式浓味奶酪、农家奶酪等近 50 余种不同口感及味道的奶酪，同时推出形如糖果的颗粒式包装奶酪与棒状包装奶酪供作儿童营养食品，用来在下一代消费群体中培养奶酪消费习惯。而目前国内方面亦是如此，妙可蓝多、百吉福、妙飞等头部厂商已相继推出奶酪棒等产品，并以此加速国内乳制品消费结构向营养价值更高的奶酪品类升级。根据 Euromonitor 数据统计，2019 年奶酪行业市场规模为 4430 亿日元，约占乳制品行业市场规模的 18% 左右（2019 年日本乳制品（不包含奶粉）行业市场规模为 24573 亿日元），并且还处于持续提升的过程中。2019 年国内乳制品行业（不含奶粉）市场规模为 4196.3 亿元，以奶酪品类 18% 的市场规模占比粗略估算，待国内奶酪消费习惯形成后，国内市场规模有望达到 755 亿元。而从人均消费量角度来看，2018 年国内奶酪人均消费量仅为 0.28kg，仅相当于日本 1966 年的水平，与日本当下水平（2.32kg）存在 10 倍的提升空间。同时考虑到国内乳制品行业目前每年仍保持着 5% 左右的稳健增长，未来随着乳制品行业规模的持续提升以及国民奶酪消费习惯的逐步建立（疫情期间进一步加速了奶酪制品在家庭餐饮场景的应用），国内奶酪市场千亿市场规模可期。

图29: 日本奶酪行业市场集中度较高且本土品牌主导



数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

图30: 国内奶酪人均消费量与日本存10倍成长空间



数据来源: OECD、开源证券研究所

### 3、明星单品建立先发优势，蒙牛控股助力龙头崛起

#### 3.1、明星单品树立品牌形象，奶酪蓝海先发优势显著

明星单品奶酪棒的推出为公司树立良好的品牌形象，同时在奶酪蓝海中逐步建立起了先发优势。目前，公司以“稳定液奶、发展奶酪”为总体战略，以品牌建设和市场扩张为主旋律，致力于把“妙可蓝多”打造成为全国知名、消费者耳熟能详的奶酪品牌。2018年公司推出明星单品一儿童奶酪棒，并同时通过电商营销（在天猫、京东等电商平台开设旗舰店）、电视广告（公司于2019年2月18日起在CCTV1、CCTV少儿等频道播放妙可蓝多奶酪棒广告）、楼宇广告（携手分众传媒，电梯广告覆盖全国16个主要城市内的数十万楼宇）、线下推广（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）、网红直播带货等多种营销方式大幅推广，叠加产品本身的营养价值及口感契合当前消费升级趋势下消费者的需求，2018年奶酪棒上市的首个季度即实现销售额3022万元。2019-2020H1则蝉联京东奶酪黄油类目第一的位置，并且在“618”电商年中大促中更是取得京东、天猫双冠王的不俗战绩。时至2020年第三季度奶酪棒单季度销售额已达到3.89亿元，占公司核心奶酪业务收入的比例达71%，同时推动公司营收增速开启拐点向上。此外，大单品战略的成功，使得公司“妙可蓝多”品牌逐步脱颖而出，成为了奶酪的本土第一品牌，建立起了先发的品牌优势。

图31: 公司通过电视广告等多种营销方式树立品牌形象

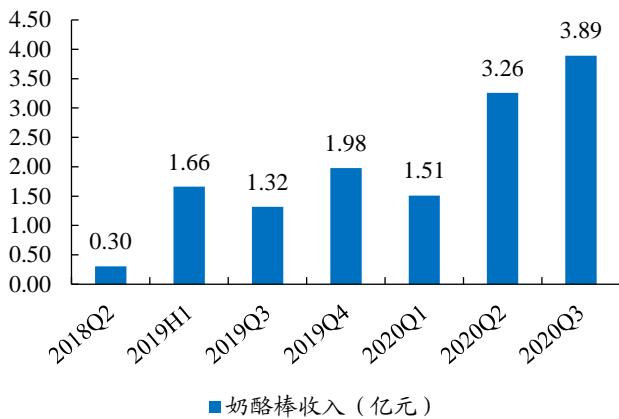


资料来源: 公司官网

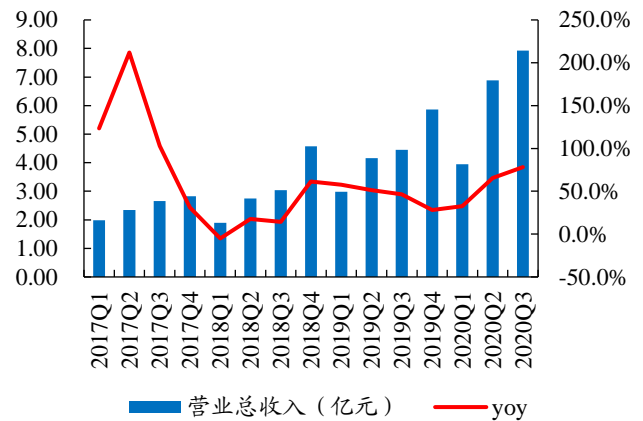
图32: 公司取得“618”京东、天猫奶酪品类双冠王



资料来源: 公司公告

**图33: 2020Q3 公司奶酪棒单季度销售额近 4 亿元**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图34: 2018 年推出的奶酪棒驱动公司收入增速拐点向上**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

对标喜之郎果冻、旺仔牛奶等传统明星单品，儿童零食消费升级的背景下，奶酪棒有望成长为百亿大单品。对于尚处于发展初期的奶酪行业而言，大单品战略的推行，不但能有效的汇聚公司主要资源，为公司奶酪蓝海中树立起品牌形象，同时当明星单品经受市场验证之后也将具备极高的客户粘性，从而使得该产品在未来一段时间能够持续放量。回顾国内传统儿童零食品牌喜之郎果冻、旺仔牛奶等明星单品，均是在得到市场验证后经久不衰。中国果冻第一品牌喜之郎成立于 1993 年，在公司发展初期专注于打造“果冻布丁喜之郎”的品牌概念，1993-1998 年喜之郎品牌一路高歌猛进，在国内果冻行业中市场份额一度达到 70% 以上。2001 年，喜之郎果冻销售额超过 15 亿元。2019 年，公司营业收入已近百亿元，而其中喜之郎果冻仍然贡献近半数的营业收入，占据果冻行业（约 200 亿规模）约 25% 的市场份额。再如 1992 年旺旺集团所推出的旺仔牛奶，以其独特的口味和耳熟能详的宣传语迅速成为儿童乳饮料中的爆款产品。2013 年旺仔牛奶年销售额突破百亿元。虽然随着近年来行业竞争的进一步加剧，旺仔牛奶市场份额有所下降，但在 2018 年仍然有 87.6 亿元的收入，占据旺旺集团乳制品销售额的 90%。可以看到，儿童零食领域中的大单品经过市场验证后具备极长的产品生命周期。目前儿童休闲零食也正逐步向更加安全、健康的方向升级。2018 年 10 月，徐福记“自然食客”推出了一款针对儿童消费群体的零食盒子产品，将坚果、果干、蔬菜脆、小饼、巧克力等食材，通过科学配比混合成“零食盒子”，解决孩子的挑食问题。2019 年初，简爱推出了专为 0-3 岁宝宝研发的“父爱配方”酸奶，该产品中加入了宝宝更易吸收的乳清蛋白，有助于补充更多蛋白质。2019 年 10 月，肉食加工龙头双汇集团推出首款“智趣多”儿童成长鳕鱼肠，进军高端儿童零食领域。我们认为，公司所推出的儿童奶酪棒正契合儿童零食高端化的趋势。其健康、营养的产品定位解决了儿童零食购买者家长的顾虑，而其卡通的包装、酸甜的口味也符合儿童消费者的口味偏好。在此背景下，我们认为奶酪棒未来将持续放量，有望接力喜之郎果冻与旺仔牛奶成长为儿童零食领域的百亿单品。奶酪棒作为行业的大单品，快速放量不仅驱动了行业整体增长加速，同时长期看培育了下一代人的奶酪消费习惯，为未来奶酪消费渗透率的提升打下了坚实的基础。

图35: 奶酪棒契合儿童零食高端化趋势



资料来源: 天猫

### 3.2、内蒙蒙牛实现控股，助力国内奶酪龙头崛起

战略投资者蒙牛成为公司控股股东，将在原料采购、技术研发、产品生产、渠道网络以及企业管理等多方面助力公司实现奶酪龙头的崛起。2020年1月6日，公司股东沂源县东里镇集体资产经营管理中心、王永香、刘木栋、沂源华旺投资有限公司以14元/股的价格向内蒙蒙牛转让了5%的股份，合计对价2.87亿元。同时，蒙牛拟以现金4.58亿元对公司全资子公司吉林科技进行增资扩股，增资事项完成后，蒙牛将占吉林科技增资后注册资本的42.88%。2020年12月14日，公司拟以29.71元/股的价格向内蒙蒙牛非公开发行不超过1.01亿股，募集不超过30亿元，用于上海特色奶酪智能化生产加工等4个项目。按照发行数量上限1.01亿股计算，则内蒙蒙牛将持有妙可蓝多1.21亿股，持股比例将达到23.80%，成为公司控股股东。蒙牛作为国内乳业的两大寡头之一，成为公司战投之后将在原材料采购、技术研发、产品生产、渠道网络以及企业管理等多方面给予公司助力。

- (1) **原材料采购:** 蒙牛拥有丰富的全球性网络及资源和领先的集采平台，已将奶源地延伸至丹麦、澳大利亚、新西兰等地的黄金奶源带，与北欧、大洋洲和南美洲的众多大型企业开展奶源战略合作，并于2019年相继完成对澳洲乳企龙头Bellamy's和Lion Dairy & Drinks的收购。未来公司将充分利用蒙牛的全球化采购优势，在原料干酪进口依赖度较高的背景下有效降低采购成本。
- (2) **技术研发:** 蒙牛具备全球领先的研发实力。自1999年成立国内研发中心及团队外，已经形成以“中国-丹麦乳品技术合作中心”、蒙牛达能研发中心、美国营养健康创新研究院为主的三大海外研发中心。未来公司可与战投方蒙牛在奶酪研发方面展开深度合作，借助战略投资方国际化的研发能力和经验，不断开发顺应市场需求的奶酪产品，丰富产品梯队。
- (3) **产品生产:** 公司控股子公司在2018-2019年已为内蒙蒙牛及其下属子公司开展

了有关奶酪产品代工业务，合计加工金额为 2039.97 万元。未来双方在生产端将进一步深化合作，公司可以承接更多蒙牛的代工需求。

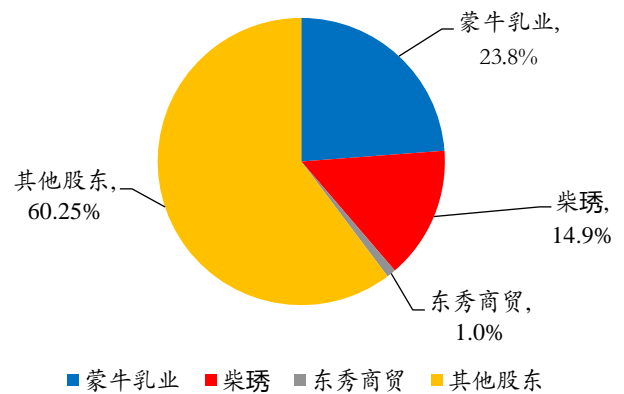
- (4) **渠道网络**：蒙牛作为国内液态奶龙头厂商，拥有常温奶、低温奶等多个品类的强大分销能力，拥有遍布全国各个省市及乡镇的渠道网络。目前公司依靠爆品奶酪棒已初步打开全国零售市场，但主要零售终端仍集中于山东、浙江、上海等华北、华中和华东地区，对于西北、东北、华南、西南等地区的终端开拓仍有不足。公司有望依靠蒙牛在行业内成熟的渠道网络，加速全国化布局，提升产品渗透率，扩大市场份额。
- (5) **企业管理**：蒙牛实现对公司的控股后，可进一步入驻妙可蓝多管理层，将有望为公司治理结构和管理水平带来提升，降低企业管理风险。

图36: 战投蒙牛入驻，五大维度助力公司龙头崛起



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图37: 增发完成后，蒙牛将成为上市公司控股股东



数据来源：公司公告、开源证券研究所

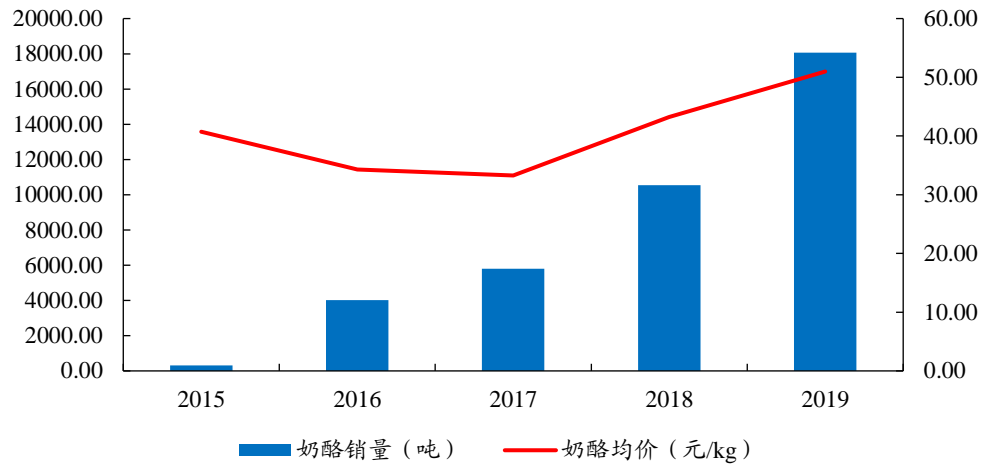
### 3.3、产能储备充足，保障奶酪业务的快速发展

上海、天津、吉林三大生产基地产能储备充足，保障公司奶酪业务的快速发展。公司自战略转型聚焦奶酪业务以来，奶酪整体销量增长迅猛，已从 2015 年收购妙可蓝多之初的 316.37 吨增长至 2019 年的 18069.66 吨，且明星产品奶酪棒自上市后始终处于供不应求的状态。为了保障快速增长的奶酪业务需求，公司分别于 2018 年 4 月和 2020 年 12 月非公开发行募资进行奶酪扩产。目前来看，公司主要有上海、吉林、天津三个生产基地，目前奶酪主要由上海和天津工厂生产。

上海工厂自 2016 年 7 月开始扩建，规划产能为 3.2 万吨（2018 年定增募投项目，主要生产奶酪棒以及芝士片），目前已投产超过 2 万吨。并且在 2020 年 12 月的定增募投项目中规划有上海特色奶酪智能化生产加工项目，致力于将上海芝享（该项目实施主体）打造成公司在华东地区的第二生产基地，达产后主要产品包括奶酪棒、马苏里拉、芝士片等。天津工厂主要生产马苏里拉、车达、成长杯、奶油芝士等产品，设计产能 1.5-2 万吨，目前接近满产。吉林工厂目前生产量不大，主要生产手撕奶酪、天然马苏里拉等，扩建项目于 2017 年 4 月开工，总体规划产能 4.1 万吨，截至 2020H1 项目总体进度为 6.52%。此外公司在 2020 年 12 月发起的定增项目中，还包括长春特色乳品综合加工基地项目以及吉林原制奶酪加工建设项目，分别规划投资 12.63 亿元和 3.78 亿元。公司目前上海和天津奶酪的投产产能已达 4 万吨左右，未来上海、天津、吉林三大生产基地所有扩产项目全部投产后预计产能规模将至少达到 13 万吨以上（部分项目未披露具体规划产能）。充足的产能规划和扩产计划，一方面将保障公

司奶酪业务的快速增长，另一方面也彰显了公司对奶酪业务发展的信心。

**图38: 公司转型聚焦奶酪业务后，奶酪产品销售量快速增长**



数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表2: 公司产能建设项目储备充沛，逐步落地后公司将加速扩张**

产能建设项目	2017	2018	2019	2020H1	2020E	预计总规划产能 (吨)
吉林中新食品区奶酪加工建设项目一期 (2017年4月开工)	2.64%	6.04%	6.52%	6.52%	建设中	40950
上海芝然公司改扩建项目(2016年7月开工)	39.89%	65.18%	78.62%	92.88%	建设中	32000
天津妙可蓝多工厂			已投产	已投产	已投产	15000
妙可乳品中新食品区创业园项目		60.60%	68.73%	建设中	建设中	未披露
上海特色奶酪智能化生产加工项目 (建设期2年)					筹建中	27000
长春特色乳品综合加工基地项目 (建设期2年)					筹建中	未披露
吉林原制奶酪加工建设项目(建设期2年)					筹建中	15500
合计产能	12765	23331	42303			> 130450

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 4、盈利预测与估值

国内奶酪行业仍处于行业发展初期，近年来在奶酪棒等爆品的带动下迎来了加速发展。对比日本，在乳制品逐步由液态奶向酸奶和奶酪消费升级的背景下，我国奶酪市场潜在规模达千亿，并且本土品牌有望借助本土的口味和下沉市场渠道优势逐步取代外资品牌成长为行业真正的龙头。公司借助奶酪棒这一大单品打开了零售市场，“妙可蓝多”也快速成长为了国产奶酪的第一品牌。奶酪棒的快速放量驱动公司收入增速在2019年开始拐点向上。随着奶酪棒的继续放量，产能利用率的提升和营销费用的分摊，公司在2020年将迎来业绩增长拐点向上。同时战投蒙牛成为公司控股股东，将多维度助力公司实现奶酪本土品牌的龙头崛起。我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为0.89/3.39/5.73亿元，对应EPS为0.22/0.83/1.40元，当前股价对应2020-2022年PE分别为238.9/62.4/36.9倍（2020年估值较高主要系公司将迎来业绩快速增长向上的拐点），对应2021年的PEG为0.4，首次覆盖给予“买入”评级。

**表3: 同行业主要竞争对手估值对比 (亿元、元/股)**

公司	代码	EPS			PE			总市值	现价
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E		
伊利股份	600887.SH	1.19	1.40	1.60	35.28	29.99	26.21	2546.80	41.87
光明乳业	600597.SH	0.44	0.52	0.62	37.65	32.02	27.00	203.39	16.61
三元股份	600429.SH	0.07	0.10	0.12	73.85	48.58	42.15	74.43	4.97
天润乳业	600419.SH	0.55	0.65	0.74	26.68	22.58	19.62	39.16	14.58
平均		0.56	0.67	0.77	43.36	33.29	28.75		
妙可蓝多	600882.SH	0.22	0.83	1.40	238.88	62.37	36.95	211.61	51.70

数据来源: 除妙可蓝多外盈利预测均为 Wind 一致预期、开源证券研究所

## 5、风险提示

食品安全风险, 市场竞争加剧, 产能扩充不达预期等风险。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1189	880	1300	1302	2121
现金	636	417	241	259	411
应收票据及应收账款	154	174	346	413	611
其他应收款	157	7	253	126	385
预付账款	29	71	88	144	169
存货	163	142	302	291	474
其他流动资产	50	70	70	70	70
<b>非流动资产</b>	1501	1563	1947	2387	2856
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	572	593	957	1377	1829
无形资产	114	107	93	78	64
其他非流动资产	814	863	897	931	963
<b>资产总计</b>	2690	2443	3247	3689	4977
<b>流动负债</b>	1140	777	1490	1597	2333
短期借款	273	353	758	748	1181
应付票据及应付账款	154	244	335	439	560
其他流动负债	713	179	397	410	591
<b>非流动负债</b>	331	401	403	398	378
长期借款	295	355	357	352	332
其他非流动负债	37	46	46	46	46
<b>负债合计</b>	1471	1177	1893	1995	2710
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	410	409	409	409	409
资本公积	1693	1694	1694	1694	1694
留存收益	-849	-820	-731	-392	181
归属母公司股东权益	1218	1266	1354	1694	2266
负债和股东权益	2690	2443	3247	3689	4977

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	87	292	-185	591	370
净利润	11	19	89	339	573
折旧摊销	42	55	60	90	124
财务费用	57	58	33	50	60
<b>投资损失</b>	-30	0	0	0	0
营运资金变动	-4	163	-367	112	-387
其他经营现金流	12	-4	0	0	0
投资活动现金流	-80	62	-445	-530	-593
<b>资本支出</b>	125	123	384	440	469
长期投资	27	180	0	0	0
其他投资现金流	72	365	-61	-90	-124
筹资活动现金流	-171	-577	49	-34	-58
短期借款	54	80	0	0	0
长期借款	-573	60	3	-5	-21
<b>普通股增加</b>	-1	-0	0	0	0
<b>资本公积增加</b>	7	1	0	0	0
其他筹资现金流	342	-718	47	-29	-37
<b>现金净增加额</b>	-164	-223	-580	27	-281

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	1226	1744	2767	4037	5446
营业成本	895	1194	1738	2322	2996
营业税金及附加	9	10	18	26	35
营业费用	205	359	719	1009	1361
管理费用	97	111	138	202	272
研发费用	14	22	34	49	67
财务费用	57	58	33	50	60
资产减值损失	6	-26	0	0	0
其他收益	25	24	20	20	20
公允价值变动收益	0	28	0	0	0
投资净收益	30	0	0	0	0
资产处置收益	0	-0	-0	0	0
<b>营业利润</b>	-3	20	106	399	674
营业外收入	2	3	4	0	0
营业外支出	1	1	6	0	0
<b>利润总额</b>	-2	23	104	399	674
所得税	-12	3	16	60	101
<b>净利润</b>	11	19	89	339	573
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	11	19	89	339	573
EBITDA	57	110	200	539	858
EPS(元)	0.03	0.05	0.22	0.83	1.40

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	24.8	42.3	58.6	45.9	34.9
营业利润(%)	23.3	716.3	438.2	275.8	68.8
归属于母公司净利润(%)	148.7	80.7	360.7	283.0	68.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	27.0	31.6	37.2	42.5	45.0
净利率(%)	0.9	1.1	3.2	8.4	10.5
ROE(%)	0.9	1.5	6.5	20.0	25.3
ROIC(%)	-4.6	2.3	4.6	13.0	15.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	54.7	48.2	58.3	54.1	54.5
净负债比率(%)	40.5	25.7	72.9	57.7	55.6
流动比率	1.0	1.1	0.9	0.8	0.9
速动比率	0.8	0.8	0.6	0.5	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.7	1.0	1.2	1.3
应收账款周转率	10.0	10.6	10.6	10.6	10.6
应付账款周转率	6.6	6.0	6.0	6.0	6.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.03	0.05	0.22	0.83	1.40
每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	0.71	-0.45	1.44	0.90
每股净资产(最新摊薄)	2.98	3.09	3.31	4.14	5.54
<b>估值比率</b>					
P/E	1988.7	1100.4	238.9	62.4	36.9
P/B	17.4	16.7	15.6	12.5	9.3
EV/EBITDA	379.5	195.5	110.7	41.1	26.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

**法律声明**

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

**开源证券股份有限公司****上海**

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

**深圳**

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

**北京**

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

**西安**

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn