

日期：2021年04月16日

行业：食品饮料



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

分析师：周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518070002

奶酪正处黄金期，国产品牌崛起

■ 主要观点

奶酪是乳制品消费升级受益品类。奶酪高蛋白、高钙，富含营养价值，是乳制品高阶品类。顺应消费升级趋势，我国奶酪消费快速增长，2012-20年国内奶酪产量、消费量 CAGR 为 24%、19%，奶酪是增长最快的乳品之一。但我国人均奶酪消费量仍偏低，仅约为 0.18kg，参考日、韩约 2kg 的消费水平，我国人均奶酪消费量尚有 10 倍左右的提升空间。

海外成熟市场经验：(1) 奶酪的黄金发展期 20-30 年+平稳增长期 10-20 年，整个产业增量阶段可看 40-50 年。日本上世纪 60-80 年代（黄金期）奶酪消费量高个位数增长（9.4%）、90 年代（平稳期）中个位数增长（5.4%）、2010-20 年（成熟期）零售奶酪市场复合增速 3-4%。(2) 先餐饮后零售：西餐文化渗入促使日本奶酪率先在餐饮端兴起、培育年轻一代食用习惯，90 年代零售奶酪取代餐饮奶酪成为主流，且因多元化、零食化而具备长期增长潜力。(3) 成熟时行业集中度高（日本 CR5>60%），本土企业主导，雪印为日本奶酪绝对龙头、市占率 28%。

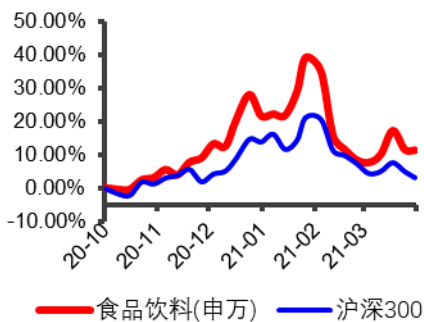
奶酪处于发展黄金期，国产品牌崛起

B、C 端需求共振：(1) B 端先从西餐、烘焙等领域兴起，近几年中西餐融合背景下，新茶饮、中餐成为奶酪应用新场景，打开餐饮渠道成长空间。安佳奶酪在餐饮市场占优。(2) 儿童奶酪棒成为零售奶酪突破口，2020 年我国零售奶酪市场规模约 88.4 亿元，10-20 年 CAGR 达 22.6%，其中量、价复合增速分别为 18.1%、3.8%。零售奶酪未来可在家用佐餐奶酪、休闲奶酪、针对特定人群（如孕妈、低龄儿童）的奶酪等方面继续挖掘销售增量，且随着成分升级，市场价格带有上移空间。以妙可蓝多为代表的国产品牌市占率在提升（2020 年前十名中国产品牌占 23%，其中妙可蓝多占 19.8%/+7.3pct），参照日韩本土龙头企业合计 50-70% 左右的份额占比，我国国产品牌份额存在结构性上升机会。国产品牌在本土化研制、渠道开拓与下沉等方面有独特打法，且通过新媒体营销等方式、品牌势能也在不断增强。

■ 投资建议

我们认为，国内奶酪市场类似于 20 年前的常温奶市场，正处于需求升级驱动下的黄金发展期，我们估算 2020 年零售+餐饮奶酪市场合计 150-180 亿元，预计到 2025 年将增至 300-400 亿元，未来 5 年行业空间有望翻倍，复合增速达到 15% 左右，人均奶酪消费量增长将贡献主要增长动能。参考日韩经验，奶酪成熟期本土企业凭借本土化研制和更广更深的渠道布局将占据主导地位，我国国产品牌份额趋势向上。妙可蓝多作为国产奶酪领导品牌，领先同行发力品牌和渠道建设，抢占了品类先机，规模迅速扩大、市占率大幅提升，盈利也迎来拐点。伊利奶酪产品线逐步完善，且有望借助强大的渠道优势实现快速铺货。建议关注：妙可蓝多、伊利股份。

近 6 个月行业指数与沪深 300 比较



■ 风险提示

食品安全风险、行业竞争加剧风险、原料市场波动风险、疫情反复风险、第三方数据偏差风险等。

目 录

一、顺应乳品消费升级，奶酪消费快速增长	6
1.1 奶酪营养价值高，顺应乳品消费升级趋势	6
1.2 奶酪消费快速增长，人均水平提升空间仍广	8
二、纵观美日成熟市场，看奶酪发展演变	9
2.1 美国：奶酪市场成熟，卡夫亨氏一家独大	9
2.2 日本：餐饮先行、零售接力，行业一超多强	10
2.3 他山之石的经验	15
三、奶酪正处黄金期，国产品牌崛起	16
3.1 餐饮奶酪应用边界延展，新茶饮和中餐提供增量	16
3.2 儿童奶酪成为突破口，零售奶酪蓬勃发展	20
3.3 未来 5 年行业空间有望翻倍，奶酪正处黄金期	23
3.4 奶酪行业集中度提升，国产品牌崛起	24
3.4.1 妙可蓝多：国产奶酪领导品牌	25
3.4.2 伊利：产品线逐步完善，渠道优势强大	28
四、投资建议	30
五、风险提示	30

图

图 1 乳制品行业发展三阶段.....	6
图 2 2020 年各国乳制品消费结构比较 (%)	6
图 3 我国奶酪消费以再制奶酪为主.....	8
图 4 我国人均奶酪消费量逐年增加 (kg)	9
图 5 我国人均奶酪消费量偏低 (2020 年)	9
图 6 历年美国人均奶酪消费量 (磅)	10
图 7 美国奶酪零售市场规模及增速 (亿美元)	10
图 8 美国奶酪市场卡夫亨氏一家独大 (2020 年)	10
图 9 卡夫亨氏奶酪和乳制品业务收入 (亿美元)	10
图 10 日本奶酪消费量 (千吨)	12
图 11 日本奶酪消费场景格局 (%)	12
图 12 日本奶酪零售市场规模 (亿日元)	13
图 13 日本零售奶酪市场的量、价变化 (%)	13
图 14 日本奶酪市场集中度高 (2020 年)	13
图 15 雪印乳业的奶酪产品矩阵.....	14
图 16 雪印乳业的乳制品业务收入 (亿日元)	14
图 17 雪印乳业的乳制品经营利润 (亿日元)	14
图 18 雪印乳业的收入结构 (2019 财年, %)	15
图 19 雪印乳业的奶酪产品收入 (亿日元)	15
图 20 我国奶酪消费量零售: 餐饮约为 3:7.....	16
图 21 代表性西式快餐企业国内门店数量 (家)	17
图 22 我国面包、蛋糕及糕点市场规模 (亿元)	17
图 23 喜茶采用咸芝士的原创芝士茗茶.....	17
图 24 我国现制茶饮市场规模快速增长 (亿元)	17
图 25 中餐是我国最大的菜式类型 (2020 年)	18
图 26 呷哺呷哺明星产品爆料芝士虾球.....	18
图 27 我国餐饮奶酪消费量持续较快增长 (万吨)	18
图 28 我国餐饮奶酪品种结构 (%)	18
图 29 恒天然旗下“安佳专业乳品专业伙伴”品牌四大餐饮服务 渠道.....	19
图 30 安佳面向 B 端餐饮推出的中西融合奶酪产品	19
图 31 恒天然大中华区餐饮和零售业务收入 (百万新西兰元)	19
图 32 恒天然大中华区餐饮和零售业务毛利率 (%)	19
图 33 恒天然大中华区餐饮业务 EBIT 及利润率 (百万新西兰 元)	20
图 34 我国奶酪零售市场规模快速增长 (亿元)	20
图 35 我国奶酪零售消费量及均价变化.....	20
图 36 我国零售奶酪产品的主要分类.....	22
图 37 2015-2020 年我国零售奶酪行业集中度稳步提升.....	24
图 38 2020 年我国零售奶酪市场格局 (%)	24
图 39 妙可蓝多奶酪收入高速增长 (百万元)	26
图 40 妙可蓝多各奶酪产品收入 (百万元)	26

图 41 妙可蓝多奶酪棒广告片	26
图 42 2019-2020 年妙可蓝多广告费大幅增加（百万元）	26
图 43 妙可蓝多销售渠道多元化	27
图 44 妙可蓝多零售终端网点快速增加（万个）	27
图 45 妙可蓝多经销商数量及单体规模持续增长	27
图 46 妙可蓝多奶酪业务及分产品的毛利率水平（%）	28
图 47 伊利的奶酪产品线逐步完善	29
图 48 伊利经销商数量（个）	30
图 49 2015-2019 年伊利乡镇村网点迅速增长（万家）	30

表

表 1 各类乳制品的营养物质含量比较（100g）	6
表 2 原制奶酪和再制奶酪的区别	7
表 3 我国奶酪产量、净进口量及消费量变化（万吨）	8
表 4 日本奶酪发展历史	11
表 5 国内儿童奶酪棒代表性品牌比较	21
表 6 安佳餐饮奶酪产品及售价	23
表 7 我国奶酪整体市场规模预测（亿元）	24
表 8 我国与日韩零售奶酪竞争格局比较（%）	24
表 9 奶酪国产品牌 vs 外资品牌比较	25

一、顺应乳品消费升级，奶酪消费快速增长

1.1 奶酪营养价值高，顺应乳品消费升级趋势

奶酪俗称“奶黄金”，营养价值高。奶酪是生鲜乳在发酵剂和凝乳酶作用下发生凝固并经成熟而制成的固态乳制品。每1公斤奶酪约由10公斤牛奶浓缩而成，奶酪的钙含量是牛奶的6-8倍、蛋白质含量是牛奶的5-8倍、维生素A含量是牛奶的6倍、锌铁含量更是超过牛奶的10倍，奶酪可谓“牛奶的精华”，且经过乳酸菌等微生物及酶的作用，奶酪适用于患有乳糖不耐症的消费者。

表 1 各类乳制品的营养物质含量比较 (100g)

	蛋白质	脂肪	钠	钙
奶酪	20.75-23.24	27.68-29.68	0.56-1.15	0.18-0.67
乳饮料	0.28-5.87	0.97-2.17	0.039-0.095	0.069-0.19
常温白奶	1.0-15.0	4.5-11.0	0.01-0.15	0-0.3
巴氏奶	2.7-6.0	6.0-7.0	0.12-0.32	0.03-0.15
酸奶	3.0-6.0	1.80-4.99	0.035-0.20	0.10-0.12
黄油	0.28-8.20	21.00-99.48	0.002-0.64	0.004-0.027

数据来源：USDA，上海证券研究所

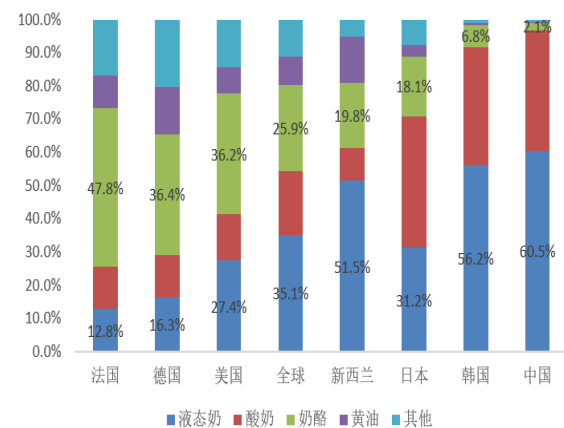
奶酪是乳制品消费升级受益品类，份额提升空间大。乳制品行业发展普遍按照“奶粉—液态奶—奶酪”的路径实现消费升级，美欧的法国、德国、美国的乳品消费以奶酪为主，占比在36-48%，全球范围内奶酪的消费份额达到25.9%，奶酪属于舶来品的亚洲地区日本、韩国的奶酪份额则分别为18.1%和6.8%。而我国仍处于以液态奶为主的发展阶段，液态奶占比高达60.5%，奶酪仅为2.1%，参考全球范围及日韩的奶酪消费比例，我国奶酪份额提升空间较大。2010年前后，随着西式餐饮文化不断渗透、人们消费水平提高及健康意识增强，奶酪作为乳制品消费升级品类需求日益增长。

图 1 乳制品行业发展三阶段



数据来源：公司公告，上海证券研究所

图 2 2020 年各国乳制品消费结构比较 (%)



数据来源：欧睿，上海证券研究所

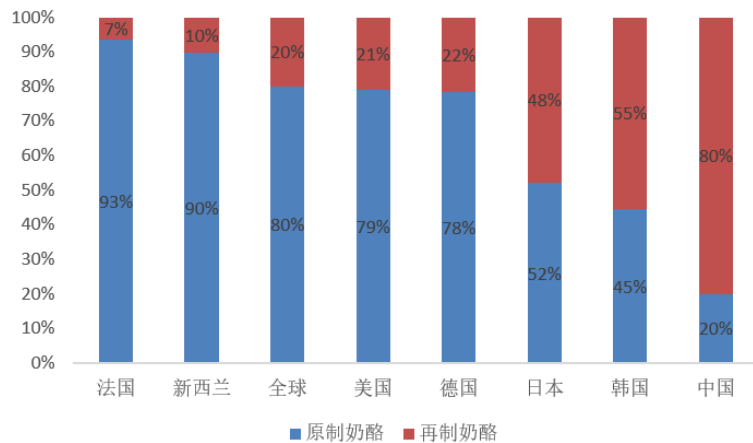
奶酪按照原料成分、加工工艺不同可分为原制奶酪(天然奶酪)和再制奶酪，我国以再制奶酪为主。原制奶酪以鲜奶为原料，依靠乳酸菌发酵后，加热凝结除去水分制成，主要成分为酪蛋白和乳脂、无添加剂，常见的如马苏里拉奶酪、切达奶酪等。原制奶酪按照水分含量从高到低可以分为软质、半硬质、硬质和特硬质，其保质期也相应从短到长。再制奶酪是以原制奶酪为原料，加入人工添加剂（如乳化剂、防腐剂、色素、香精、调味剂等）经加热、搅拌、融化等工艺制成的产品。我国再制干酪 2010 年版国标中规定再制干酪使用主要原料干酪的比例为大于 15%，但随着我国再制干酪行业发展及消费者的品质需求提升，2020 年版再制干酪和干酪制品的征求意见稿中将干酪的使用比例调整为大于 50%（基本与美国 FDA 规定天然奶酪添加比例大于 51% 的标准齐平），并将“原料”修改为“原辅料”，同时明确“再制干酪也可称为再制奶酪”。全球来看，奶酪消费成熟国家以原制奶酪为主，占比约 80-90%，相邻的日本、韩国原制奶酪占比在 40-50% 左右，而我国奶酪消费仍处于起步阶段，以再制奶酪为主，占比达 80%。

表 2 原制奶酪和再制奶酪的区别

	原制奶酪	再制奶酪
原材料	生鲜乳	原制奶酪(2020 年征求意见稿要求大于 50%) + 添加剂
形态	长块、切片、小块和碎粒碎条、圆柱形、扇形等	切片为主，或者酱类
保质期	新鲜奶酪几天到两周，软奶酪 1 周，半硬质 2-3 周，硬质 5 周，特硬质 10 周	一般情况 3-4 周
储存方式	需要冷藏	不一定需要冷藏
优势	成分简单天然、营养含量更高	营养丰富均衡、风味多样化、更易储存、保质期长
主要用途	做奶酪拼盘，搭配红酒等	小粒装，方便食用；做汉堡、三明治等
代表品种	马苏里拉、切达等	奶油奶酪等

数据来源：上海证券研究所

图 3 我国奶酪消费以再制奶酪为主



数据来源：欧睿，上海证券研究所

1.2 奶酪消费快速增长，人均水平提升空间仍广

我国奶酪消费量快速增长，自给率提升。2020 年全国干乳制品产量同比下降 3.09%，我们参考该数据预计 2020 年全国奶酪产量约为 12.75 万吨，此外进口量 12.93 万吨、出口量为 0.04 万吨，合计总消费量为 25.6 万吨（欧睿数据为 20 万吨），2012-2020 年奶酪消费量 CAGR 为 19%。供应量的增长主要来自于国内产量的提升，2012-2020 年国内奶酪产量由 2.34 万吨增至 12.75 万吨，期间复合增速高达约 24%，我国奶酪的自给率（国内产量/国内总消费量）由 2012 年的 38% 提高至 2020 年的 50%。

表 3 我国奶酪产量、净进口量及消费量变化（万吨）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	12-20 CAGR
奶酪产量	2.34	3.01	3.57	4.63	5.68	8.32	10.74	13.16	12.75	24%
奶酪进口量	3.88	4.73	6.60	7.56	9.72	10.80	10.84	11.49	12.93	16%
奶酪出口量	0.04	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.03	0.01	0.04	0%
奶酪总消费量	6.18	7.73	10.16	12.18	15.39	19.10	21.55	24.64	25.64	19%
奶酪自给率	38%	39%	35%	38%	37%	44%	50%	53%	50%	

数据来源：wind，智研咨询，上海证券研究所

人均奶酪消费量偏低，提升空间广阔。根据以上奶酪总消费量，我们假设 2020 年全国人口与 2019 年持平，为 14 亿人，则我国奶酪人均消费量约为 0.183kg，是 2012 年 0.046kg 的 4 倍，2012-2020 年人均奶酪消费量 CAGR 约为 19%。但和成熟国家相比，美欧人均奶酪消费量超过 10kg、韩国 2.2kg、日本 1.8kg，我国的人均奶酪消费量仍然偏低，对标饮食习惯相近的日韩来看，尚有 10 倍左右的提升空间，量增成为当前我国奶酪行业扩容的核心驱动力。

图 4 我国人均奶酪消费量逐年增加 (kg)

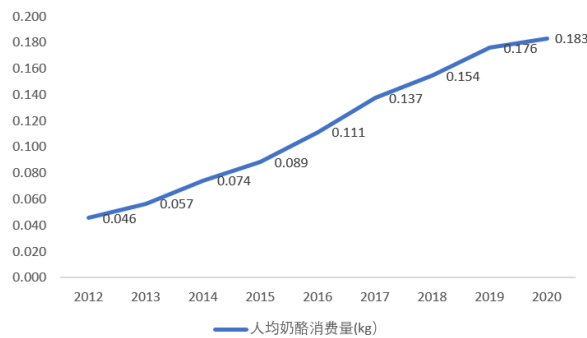
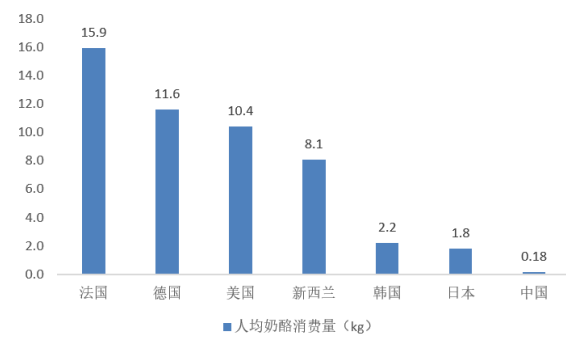


图 5 我国人均奶酪消费量偏低 (2020 年)



数据来源: wind, 上海证券研究所 (人均奶酪消费量= 数据来源: 欧睿, wind, 上海证券研究所
国内奶酪总消费量/当年全国总人口数)

二、纵观美日成熟市场，看奶酪发展演变

2.1 美国：奶酪市场成熟，卡夫亨氏一家独大

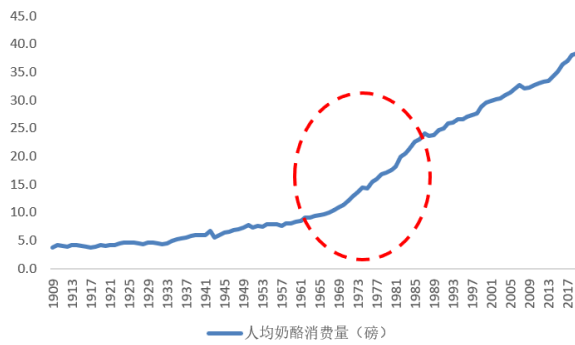
奶酪在美国已有百年历史：

➢ 20 世纪上半叶：美国奶酪消费增长缓慢，1909-1950 年人均消费量仅从 3.8 磅提高至 7.7 磅。

➢ 20 世纪 60-80 年代：迎来 20-30 年的黄金发展期。随着人们生活水平提升（1978 年人均 GDP 突破 1 万美元）、工作节奏加快及快餐饮食兴起（麦当劳门店数从 1955 年的 9 家迅速增长至 1988 年的 10000 家），披萨、汉堡、三明治、意面等食品销量增加，人们的奶酪消费也与日俱增，人均消费量分别于 1967 年突破 10 磅、1983 年突破 20 磅，期间 CAGR 为 4.6%。

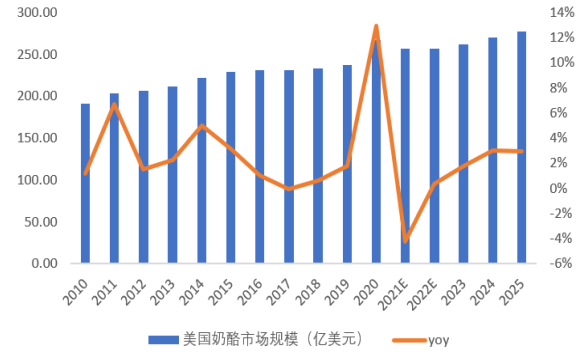
➢ 20 世纪 90 年代-至今：低速增长的成熟市场。2002 年美国人均奶酪消费量突破 30 磅，随后奶酪消费增速逐渐放缓。2020 年美国奶酪零售市场规模为 267.65 亿美元，同比增长 12.9%，为近十年增速最高的一年，主要系疫情助推了奶酪食品消费，2010-2020 年 CAGR 为 3.4%，与同期美国 GDP 复合增速持平，预计到 2025 年增至 277.66 亿美元，2020-2025 年 CAGR 为 0.7%，其中疫情影响减退后的 2023-2025 年 CAGR 约为 3.0%。

图6 历年美国人均奶酪消费量(磅)



数据来源: USDA, 上海证券研究所

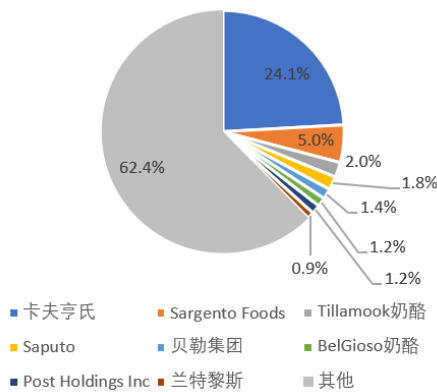
图7 美国奶酪零售市场规模及增速(亿美元)



数据来源: 欧睿, 上海证券研究所

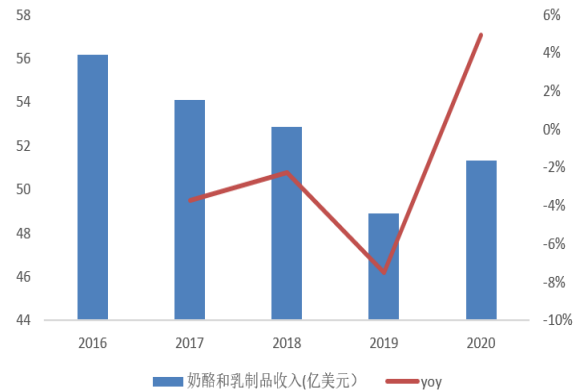
奶酪市场集中度较低, 卡夫亨氏一家独大。2020年美国奶酪零售市场 CR3 为 31.1%, 行业集中度较低, 其中卡夫亨氏市占率为 24.1%, 远高于第二名 Sargento Foods 的 5.0% 和第三名 Tillamook 奶酪的 2.0%, 呈现出一家独大的格局。2016-2019 财年卡夫亨氏的奶酪和乳制品业务收入逐年下滑, 2020 财年受疫情刺激奶酪和乳制品业务收入止跌回升至 51.31 亿美元, 同比增长 4.9%, 占总收入的 20%。近期卡夫亨氏拟将旗下天然奶酪等部分奶酪业务出售给法国乳业巨头兰特黎斯集团的美国子公司, 该部分业务 2020 年营业额约 18 亿美元, 交易作价 32 亿美元, 预计在 2021 年上半年完成, 主要用于偿还公司债务。

图8 美国奶酪市场卡夫亨氏一家独大(2020年)



数据来源: 欧睿, 上海证券研究所

图9 卡夫亨氏奶酪和乳制品业务收入(亿美元)



数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

2.2 日本: 餐饮先行、零售接力, 行业一超多强

日本的奶酪产业真正起步于 20 世纪:

20 世纪上半叶: 奶酪消费量低位徘徊, 开启国产化。由于奶酪的风味较为独特, 日本民众最初接受度较低, 1875 年引入境内后消费量长期处在低位, 1934 年人均奶酪消费量也不足 0.002kg。但本土乳企已开始涉足奶酪产业, 明治乳业和雪印乳业的前身明治制菓馆山工场和北海道制酪组合联合会分别于 1919 年和 1929 年开始制作奶酪, 奶酪开启国产化。

请务必阅读尾页重要声明

20 世纪 50 年代-80 年代: 奶酪产业飞速发展, 餐饮奶酪占主导, 厂商享受行业红利。50 年代奶酪在日本重获进口, 奶酪日渐成为时髦食物。60 年代东京奥运会举办, 大量使用奶酪的西餐菜肴通过广播电视在日本传播, 奶酪借此完成了第一次全国性的消费者教育。同时, 奶酪凭借高营养价值在 1963 年入选日本“学校给食”菜谱, 在中小學生群体中快速普及。70-80 年代随着大阪、冲绳世博会召开及肯德基 (1970 年)、麦当劳 (1971 年)、必胜客 (1973 年) 等西式快餐连锁品牌进入日本境内, 奶酪消费持续攀升, 且餐饮市场成为奶酪重要的消费场景。日本奶酪消费量从 1965 年的 1.6 万吨增至 1989 年的约 13.7 万吨, CAGR 为 9.4%, 人均奶酪消费量在 1987 年达到 1kg 左右。这一时期日本乳制品企业一方面成立“日本奶酪促进委员会”, 加大奶酪在全国的宣传推广, 另一方面纷纷与国际企业战略合作 (如日本森永和卡夫、明治和波顿、味之素和达能等), 提高了奶酪制作的工艺和配方, 雪印乳业在 80 年代推出专门根据日本人口味研发的 Sakeru Cheese, 大受市场欢迎, 本土化研制获得成功。

20 世纪 90 年代: 餐饮市场增速放缓, 零售奶酪兴起。90 年代初日本经济泡沫破灭后, 餐饮业增速显著放缓, 人们外食化率下降, 另一方面, 速食披萨、速食意面等方便食品销量快速增长, 使得奶酪的消费场景由餐饮逐渐转移到家庭, 购买渠道转战到商超, 2000 年日本商超渠道销售的奶酪产品占奶制品总销量的比例最高达到 70%。日本奶酪消费量从 1990 年的 13.8 万吨增至 1999 年的 22.2 万吨, CAGR 为 5.4%, 零售奶酪兴起。同时, 日本发起“农村奶酪普及”活动, 促进奶酪从城市进一步向农村地区渗透。

21 世纪至今: 奶酪市场消费成熟, 行业集中度高。2000-2020 年日本奶酪消费量从 23.9 万吨增至 2020 年的 34.4 万吨, CAGR 为 1.9%, 人均消费量为 1.8kg, 行业接近饱和、增长缓慢。产品呈现出多元化、零食化的趋势, 出现了针对成人的佐酒奶酪、零食奶酪等新品, 零售奶酪消费量占到整个市场的 68%。根据欧睿数据, 2020 年日本奶酪零售市场规模为 4644 亿日元, 10-20 年 CAGR 为 4.1%, 其中销售量 CAGR 为 3.4% (vs 餐饮奶酪销售量 CAGR 为 -2.7%)、均价 CAGR 为 0.7%。日本奶酪市场集中度高, CR5=62.4%, 呈现出一超多强的格局, 龙头雪印市占率 28.1%, 其次是 Rokko Butter (11.3%)、卡夫亨氏 (10.7%)、明治 (8.4%) 和法国 Bel Group (4.0%)。

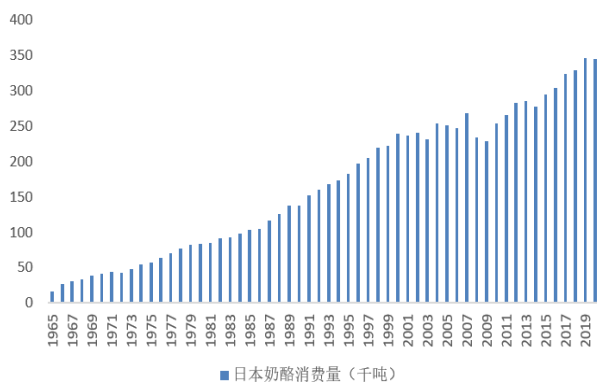
表 4 日本奶酪发展历史

20 世纪上半叶	20 世纪 50-80 年代	20 世纪 90 年代	21 世纪-至今
----------	----------------	-------------	----------

宏观背景	40年代末恢复到战前水平	经济高速增长, 60-80年 CAGR=15%, 81年人均 GDP 突破1万美元	经济泡沫破灭, 90-99年 CAGR=2%, 人均 GDP 在3-4万美元 (95年高点4.3万美元)	几乎无增长, 10年代中低个位数增长, 人均 GDP 在3-4万美元
驱动因素		50年代奶酪重获进口, 60年代东京奥运会、入选“学校给食”菜谱, 70年代大阪、冲绳世博会召开、西式快餐品牌进入	餐饮业增速放缓、外食化率下降; 速食披萨、速食意面等方便食品推动了奶酪在家庭端渗透	奶酪消费成熟, 多元化、零食化 (如针对成人的佐酒奶酪、零食奶酪)
奶酪消费量	长期处于低位, 1934年人均消费量不足0.002kg	1965-89年奶酪消费量 CAGR=9.4%, 人均消费量于1987年达到1kg	1990-99年奶酪消费量 CAGR=5.4%	2000-2020年奶酪消费量 CAGR=1.9%, 20年人均消费量1.8kg
产品结构	再制奶酪为主	再制奶酪为主	1993年天然奶酪取代再制奶酪占据主导	20年天然: 再制=52:48
消费场景		餐饮奶酪为主	零售奶酪兴起	零售奶酪为主, 20年疫情扰动下约为7:3。10-20年零售奶酪市场规模 CAGR=4.1%, 其中量增3.4%、价升0.7%
奶酪厂商	本土化生产 (明治、雪印)	70年代成立“日本奶酪促进委员会”并与国际企业合作、80年代本土化研制成功 (雪印 Sakeru Cheese)	94年“农村奶酪普及”活动, 奶酪从城市向农村渗透	20年 CR5=62.4%, 行业集中度高, 一超多强格局 (龙头雪印+Rokko Butter、卡夫亨氏、明治、Bel Group)

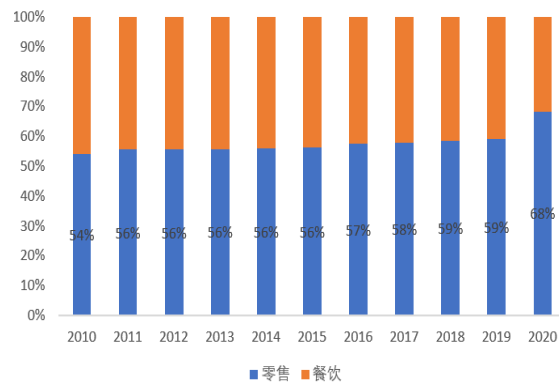
数据来源: USDA, 欧睿, 上海证券研究所

图 10 日本奶酪消费量 (千吨)



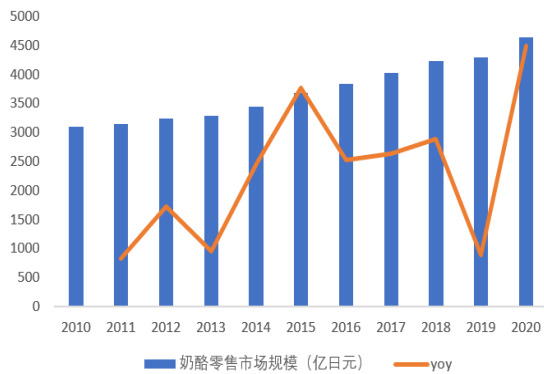
数据来源: USDA, 上海证券研究所

图 11 日本奶酪消费场景格局 (%)



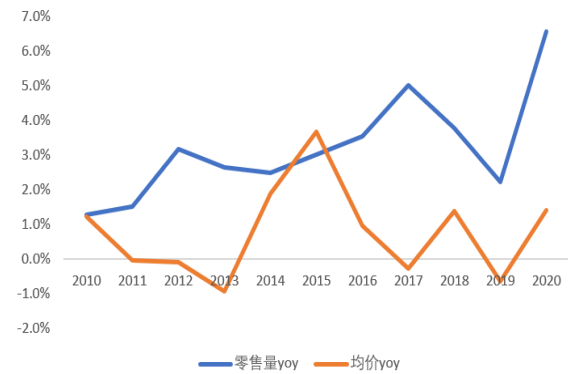
数据来源: 欧睿, 上海证券研究所

图 12 日本奶酪零售市场规模 (亿日元)



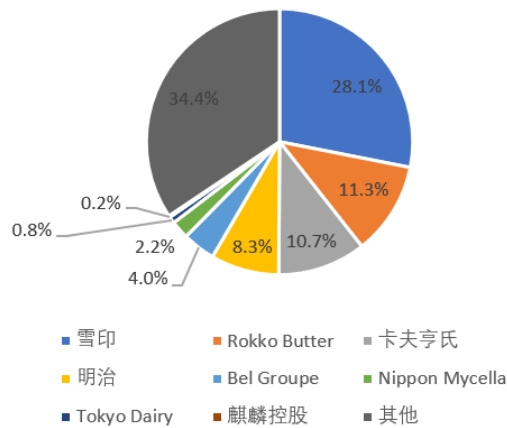
数据来源: 欧睿, 上海证券研究所

图 13 日本零售奶酪市场的量、价变化 (%)



数据来源: 欧睿, 上海证券研究所

图 14 日本奶酪市场集中度高 (2020 年)



数据来源: 欧睿, 上海证券研究所

雪印乳业是日本最大的奶酪生产商，致力于生产适合日本人口味的奶酪。公司创立于 1925 年，以黄油和奶酪业务起家，1929 年正式涉足奶酪业务，1933 年北海道奶酪工厂开始生产、推出第一款奶酪产品，1950 年雪印集团成立，1954 年推出 6P 奶酪、1962 年推出卡蒙贝尔奶酪 (Camembert cheese)、1980 年专门针对日本人口味的 Sakeru Cheese 奶酪棒上市，三大产品畅销至今，并随着功能细分衍生出更多的 SKU，如 6P 奶酪有 25% 减盐产品，且口味愈发多元化、零食化，奶酪棒推出清酒芝士、烤大蒜、培根、黄油酱油等多种风味。同时，公司近几年大力推广切片奶酪产品，并上市婴儿奶酪新品，推出“1 岁起的奶酪”品牌，建议将奶酪作为 1 岁儿童的零食，具有补钙、补铁的功能，进一步延伸奶酪消费人群。

图 15 雪印乳业的奶酪产品矩阵



数据来源：公司官网，上海证券研究所

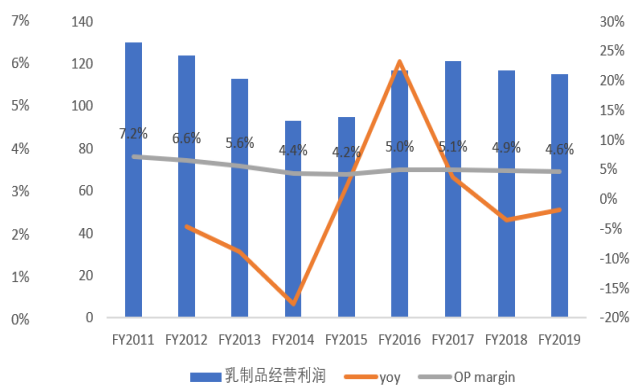
以黄油、人造黄油、奶酪为主的乳制品业务是雪印乳业的重要组成部分。2019 财年雪印的乳制品业务营收为 2490 亿日元，同比增长 3.3%，2011-2019 财年 CAGR 为 4.1%，占总收入的 40.6%。2019 财年乳制品业务经营利润为 115 亿日元，同比下降 1.7%，2011-2019 财年 CAGR 为 -1.5%，OP margin 由 2011 财年的 7.2% 降至 2019 财年的 4.6%。具体看，2019 财年奶酪的营收为 746 亿日元，同比下降 1.6%，2011-2019 财年 CAGR 为 2.1%，长期占到乳制品业务的 30% 以上。

图 16 雪印乳业的乳制品业务收入 (亿日元)



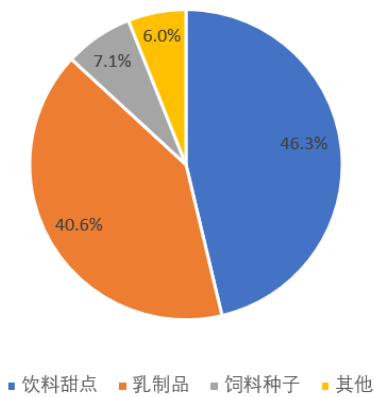
数据来源：公司公告，上海证券研究所

图 17 雪印乳业的乳制品经营利润 (亿日元)



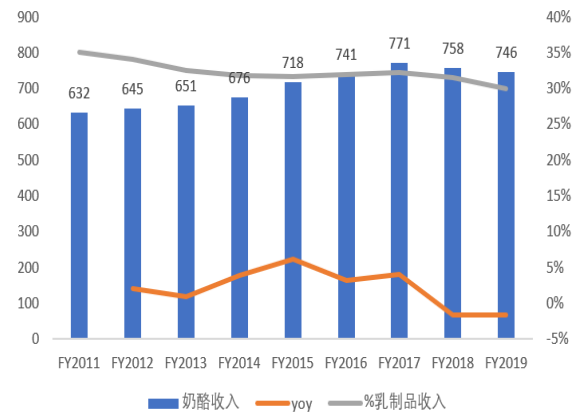
数据来源：公司公告，上海证券研究所

图 18 雪印乳业的收入结构 (2019 财年, %)



数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 19 雪印乳业的奶酪产品收入 (亿日元)



数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

2.3 他山之石的经验

从美国、日本奶酪消费成熟的国家发展历程来看:

第一, 奶酪的黄金发展期 20-30 年+平稳增长期 10-20 年, 整个产业增量阶段可看 40-50 年。日本和美国的奶酪黄金发展期都集中于上世纪 60-80 年代前后 (20-30 年), 驱动因素主要是西式餐饮在全球的扩张和传播, 此外日本还受益于政策促进。黄金发展期时饮食相近的日本奶酪消费量保持高个位数的复合增长 (9.4%)。90 年代奶酪行业逐步进入到平稳增长期 (10-20 年), 日本奶酪消费量以中个位数复合增长 (5.4%)。进入 21 世纪 10 年代, 美国和日本零售奶酪市场复合增速约在 3-4% 左右, 行业已处于成熟阶段。

第二, 先餐饮后零售, 餐饮培育食用习惯、零售具备长期增长潜力。奶酪在日本属于舶来品, 伴随西式快餐渗入, 因此先在餐饮渠道完成消费者普及、培育年轻一代食用奶酪的习惯。随着年轻一代成长及在家用餐比例升高, 90 年代零售渠道开始取代餐饮渠道成为奶酪主要的消费场景, 并且在奶酪发展成熟阶段, 得益于多元化、零食化的 SKU 不断丰富, 零售奶酪消费量仍有 3-4% 的增长, 长期增长潜力较大。

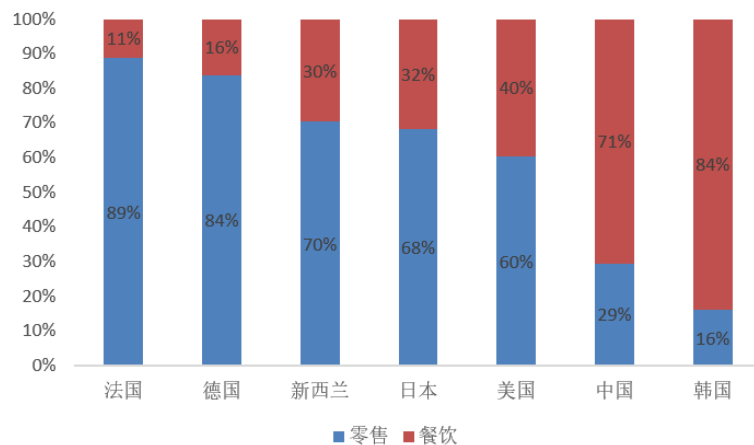
第三, 对标日本来看, 稳定时行业集中度高, 本土企业占据龙头。日本奶酪成熟期行业 CR5 > 60%, 集中度高, 龙头雪印乳业开创专门针对日本人口味的奶酪产品, 本土化成就了公司差异化优势, 公司长年占据行业龙头地位, 市场份额高达 28.1%。

三、奶酪正处黄金期，国产品牌崛起

3.1 餐饮奶酪应用边界延展，新茶饮和中餐提供增量

西餐助推我国奶酪消费率先在餐饮渠道兴起。根据欧睿数据，2020年我国奶酪消费量中零售:餐饮约为 29:71，而成熟国家零售奶酪消费量占比普遍在 60-80%左右，韩国则与我国相似，餐饮奶酪占比高达 84%。我国奶酪消费率先在餐饮渠道兴起主要系：(1) 西餐文化借由北京奥运会、上海世博会、杭州 G20 峰会等国际盛事在全国大力传播；(2) 麦当劳、肯德基、必胜客等西式快餐连锁品牌加快在全国开店，披萨等产品大受欢迎，培育了年轻一代消费者食用奶酪的习惯；(3) 奶酪作为高阶的乳制品，零售价格较高，早期民众消费力不足导致对零售奶酪的接受度较低。

图 20 我国奶酪消费量零售：餐饮约为 3:7



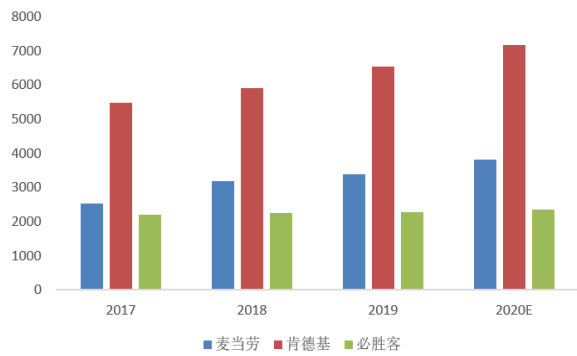
数据来源：欧睿，上海证券研究所

餐饮奶酪常用于西式快餐、烘焙等场景，随着新茶饮、中餐等领域快速发展，餐饮奶酪的应用场景边界不断延展。

➢ 西式快餐：奶酪是热销的披萨、汉堡等西式快餐产品的主要原料之一，随着西式快餐企业加快在我国的开店节奏，奶酪销量也有望快速增长。麦当劳中国 2017 年私有化后开店提速，计划从 2017 年的每年约 250 家新店逐步提升至 2022 年每年约 500 家，预计 2020 年将新增约 430 家餐厅；2020 年肯德基、必胜客在国内分别净增 632 家、74 家门店，新开店数较 2018 年明显增加。

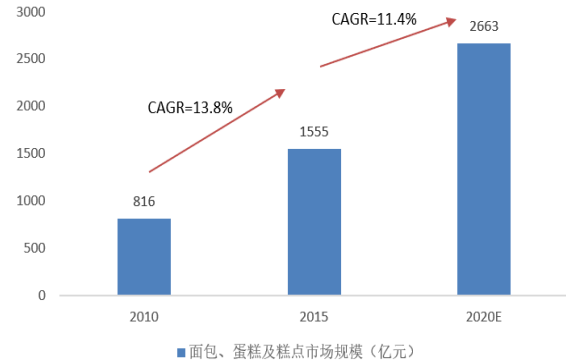
➢ 烘焙：奶酪是面包、蛋糕等烘焙产品的常用原料之一。根据沙利文数据，2020 年我国面包、蛋糕及糕点市场规模约 2663 亿元，2015-2020 年 CAGR 为 11.4%。下游市场的较快增长有助于拉动上游奶酪的消费量。

图 21 代表性西式快餐企业国内门店数量 (家)



数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 22 我国面包、蛋糕及糕点市场规模 (亿元)



数据来源: 沙利文, 上海证券研究所

➤ 新茶饮: 自喜茶开创奶盖茶以来, 以奶酪为重要原料的奶盖茶销量迅速增长, 根据恒天然数据, 2017 年使用旗下安佳奶酪产品制作的奶盖茶销量为 2 亿杯、2018 年增至 5 亿杯、2020 年预计超过 6 亿杯。规模不断扩大的新茶饮市场正成为餐饮奶酪的重要消费场景之一。2020 年我国现制茶饮市场规模约 1136 亿元, 2015-2020 年 CAGR 为 21.9%, 预计 2025 年达到 3400 亿元, 2020-2025 年 CAGR 为 24.5%。新茶饮的快速扩容将有效促进奶酪的使用量提升。

图 23 喜茶采用咸芝士的原创芝士茗茶



数据来源: 公司官网, 上海证券研究所

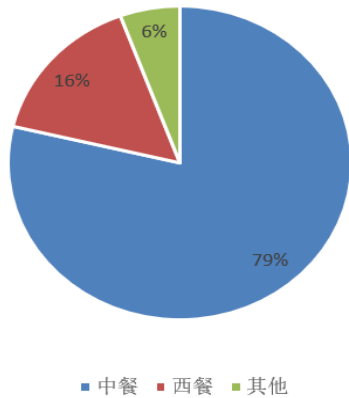
图 24 我国现制茶饮市场规模快速增长 (亿元)



数据来源: 灼识咨询, 上海证券研究所

➤ 中餐: 我国餐饮业按菜式可分为中餐、西餐和其他菜式三大类, 中餐占到餐饮市场的 79%。随着芝士火锅、芝士年糕、芝士排骨、芝士虾滑、焗饭等产品诞生, 奶酪作为西式食材的一种与中式菜肴相互融合, 拓展了奶酪在中餐场景中的使用范围, 打开了餐饮奶酪的成长空间, 同时也有助于奶酪借由中餐渗透进消费者的家庭生活中。

图 25 中餐是我国最大的菜式类型 (2020 年)



数据来源: 国家统计局, 沙利文, 上海证券研究所

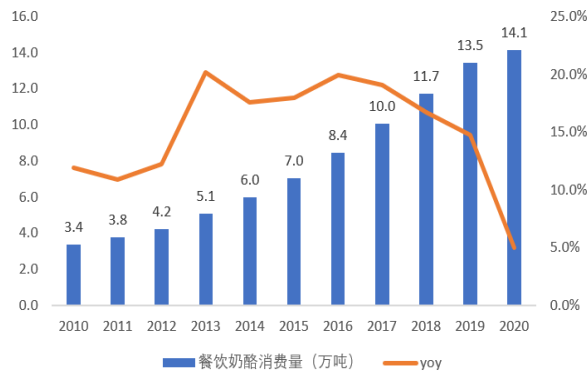
图 26 呷哺呷哺明星产品爆料芝士虾球



数据来源: 公司官网, 上海证券研究所

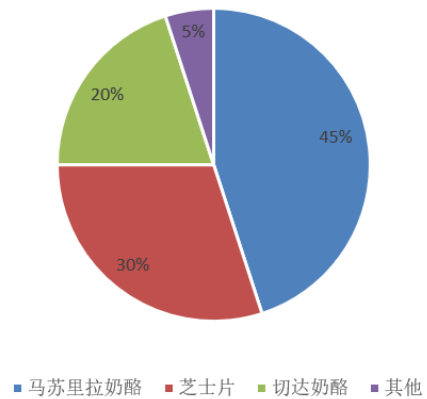
受益于场景丰富化, 我国餐饮奶酪消费量持续较快增长。根据欧睿数据, 2010-2020 年我国餐饮奶酪消费量从 3.4 万吨增至 14.1 万吨, CAGR 为 15.3%, 2020 年受疫情影响同比增速降至 5.0%。品种来看, 马苏里拉奶酪占 45%、芝士片占 30%、切达奶酪占 20%。

图 27 我国餐饮奶酪消费量持续较快增长 (万吨)



数据来源: 欧睿, 上海证券研究所

图 28 我国餐饮奶酪品种结构 (%)



数据来源: 安佳, 上海证券研究所

恒天然旗下安佳品牌在餐饮市场占据领先地位。2001 年恒天然正式进入国内市场, 通过经销商进行分销, 但渠道覆盖和下沉效果不明显。2016 年 5 月公司推出了“安佳专业乳品专业伙伴”餐饮品牌, 商业模式从单纯卖进口黄油和奶酪产品转变成成为餐饮行业提供定制化的解决方案, 同时大力进行通路变革, 包括自建并扩充销售团队、完善备货、建立冷链分销中心、搭建冷链配送系统、建立采购和订单系统、组建物流团队等。2019 年安佳启动“中式餐饮西式融合”战略, 加大在中餐渠道的布局, 陆续推出安芯福团大福系列、冰面包系列、芝士月饼、奶盖啤酒、芝士虾滑等产品, 并和新茶饮品牌紧密合作。目前安佳餐饮业务已触达国内 372 个城市, 服务超过 78000 个餐饮网点, 形成了覆盖全国绝大部分地区的强大业务网

络，其奶酪产品在国内披萨市场占有率超过 50%。

图 29 恒天然旗下“安佳专业乳品专业伙伴”品牌四大餐饮服务渠道 图 30 安佳面向 B 端餐饮推出的中西融合奶酪产品

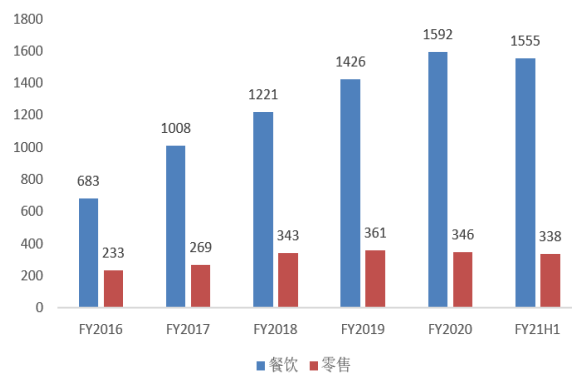


数据来源：公司官网，上海证券研究所

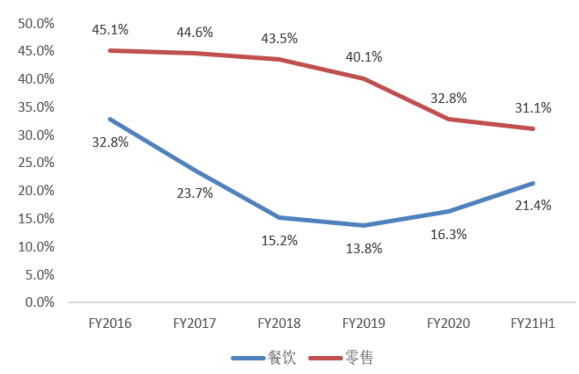
数据来源：公司官网，上海证券研究所

安佳餐饮服务收入强劲增长，盈利水平回升。在通路变革、乳脂升级、中西融合应用等促进下，安佳在烘焙、餐食、饮品等渠道快速发展、收入增长强劲，2020 财年恒天然大中华区餐饮服务收入 15.92 亿新西兰元，同比增长 33.1%，2016-2020 财年 CAGR 为 23.6%，21 财年上半年收入 15.55 亿新西兰元。2016-2019 财年毛利率从 32.8% 降至 13.8%，主要受进口原料采购价上涨及产品结构变化（鲜奶油等产品占比上升）影响，2020 财年起毛利率逐渐改善，20-21H1 分别为 16.3%、21.4%。受益于毛利率改善，EBIT 利润率由 2019 财年的 8.0% 增至 2020 财年及 21H1 的 10.6%、14.7%。

图 31 恒天然大中华区餐饮和零售业务收入（百万新西兰元） 图 32 恒天然大中华区餐饮和零售业务毛利率（%）

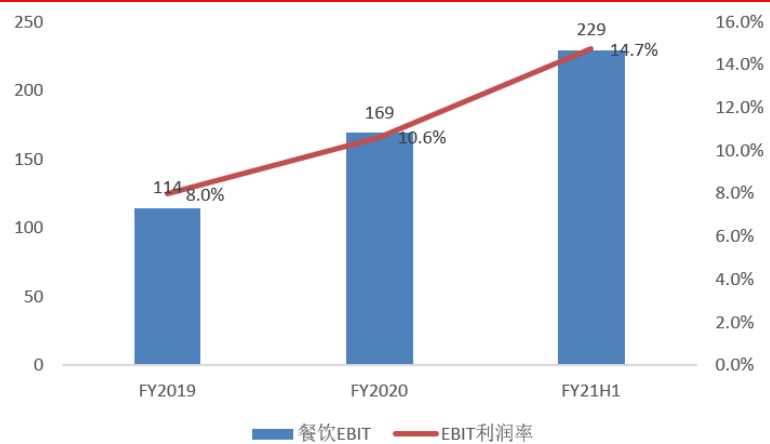


数据来源：公司公告，上海证券研究所



数据来源：公司公告，上海证券研究所

图 33 恒天然大中华区餐饮业务 EBIT 及利润率 (百万新西兰元)

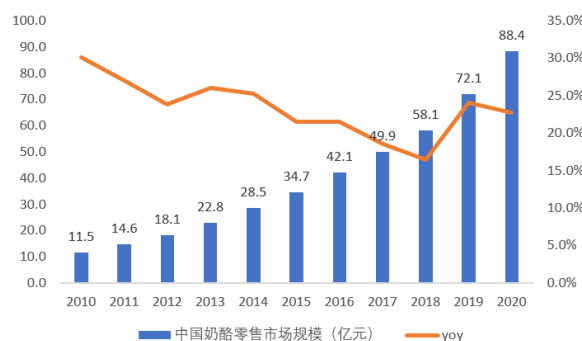


数据来源：公司公告，上海证券研究所

3.2 儿童奶酪成为突破口，零售奶酪蓬勃发展

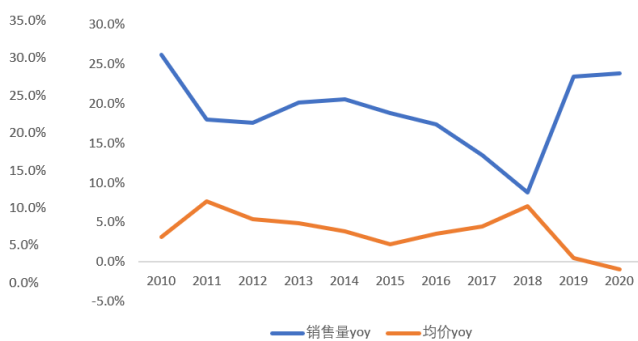
儿童奶酪成为突破口，国内零售奶酪蓬勃发展。儿童群体正处于成长阶段，奶酪能够为其提供丰富的钙、蛋白质及维生素等营养元素，并添加了多种水果等改善口感，兼具营养和美味，且相较于成人来说，儿童群体更易培养消费习惯。儿童奶酪成功引爆零售奶酪市场，根据安佳数据，儿童奶酪约占奶酪零售市场的 62%，成为主流品类，其中儿童奶酪棒为代表性的大单品。根据欧睿数据，2020 年我国奶酪零售市场规模约为 88.4 亿元，同比增长 22.7%，2010-2020 年 CAGR 为 22.6%，其中销售量、均价复合增速分别为 18.1%、3.8%。

图 34 我国奶酪零售市场规模快速增长 (亿元)



数据来源：欧睿，上海证券研究所

图 35 我国奶酪零售消费量及均价变化



数据来源：欧睿，上海证券研究所

国产奶酪品牌占据一席之地，产品升级推升价格带。以儿童奶酪棒大单品为例，目前行业第一梯队主要是法国进口品牌百吉福和国产品牌妙可蓝多，奶酪棒体量达到 10 亿级；第二梯队包括伊利、蒙牛（20 年奶酪业务整体约 8 亿，不仅是儿童奶酪）、光明等传统乳企及妙飞（20 年销售额约 2 亿元）、奶酪博士等新锐品牌。国产奶酪品牌凭借本土化的研发优势和更深入覆盖的渠道优势抢占了一席之地。我们比较了市面上儿童奶酪棒代表性品牌的产品，总的

请务必阅读尾页重要声明

来看：(1) 营养价值普遍高于牛奶，100g 奶酪棒的蛋白质均在 6g 以上，高端产品可以超过 8g，蛋白质含量是牛奶的 2-3 倍；钙含量绝大多数高于 300mg，高端产品可以达到 500mg 以上，钙含量是牛奶的 3-4 倍；钙钠比基本高于 1.0，高端产品可达 2.0。(2) 大多品牌每 100g（原味）均价在 14-15 元左右，奶酪博士旗下高端的 A2 白金奶酪棒由于干酪含量、蛋白质、钙含量均较高，售价达到 26.3 元。随着奶酪棒成分升级，未来市场价格带仍有上移空间。

表 5 国内儿童奶酪棒代表性品牌比较

品牌	产品类型	口味	IP	每 100g（原味）					
				能量 (KJ)	蛋白质 (g)	脂肪 (g)	钙 (mg)	钙钠比	均价 (元)
百吉福	再制干酪	原味、混合水果味、冰淇淋&香芒、缤纷莓子味、酸奶味+果粒、冰糖葫芦味	哆啦 A 梦	1071	6.8	19.7	303	1.0	14.8
妙可蓝多	再制干酪	原味、混合水果味、果粒味、巧克力味、果果蔬味	汪汪队	965	7.9	13.5	357	1.0	14.2
蒙牛 (爱氏晨曦)	再制干酪 (升级版 0 添加防腐剂香精)	原味、草莓味、香草冰淇淋味、缤纷莓子味、混合水果味、2 果 1 蔬、菠萝味	熊出没	962	8.2	13.5	458	0.9	12.3
伊利	再制干酪 (干酪含量 ≥40%)	原味、混合水果味、森林草莓味、黄桃燕麦味、香草冰淇淋味、牛奶巧克力味	冰雪奇缘、赛车总动员	1012	6.3	17.6	580	1.3	14.2
光明	再制干酪	原味、酸奶味、水果味、混合莓椰果、混合桃椰果	托马斯小火车	1038	7.9	17.8	190	0.8	15.9
安佳	再制干酪 (0 添加白砂糖)	原味、混合莓果味、草莓味、蓝莓味		890	6.9	14.9	300	1.4	15.0
妙飞	再制干酪	原味、混合水果味、草莓味、香蕉冰淇淋味	超级飞侠	1076	6.9	16.5	326	1.0	13.8
认养一头牛	再制干酪	原味		965	7.9	13.5	357	1.0	16.6
奶酪博士	再制干酪	原味 (A2 白金奶酪棒干酪含量 ≥51%、A2 生牛乳添加量 ≥26%)		982	8.3	16.9	599	2.0	26.3

吉士汀	再制干酪 (干酪含量>15%)	原味、混合水果味、 草莓味、香草冰淇淋 味+果粒、芒果味	1057	6.3	19.2	438	1.3	14.0
恩泽宝 (新希 望)	再制干酪 (干酪含量>25%)	原味、水果味、芒果 味、凤梨椰子味、草 莓味	1115	7.6	18	308	1.6	13.6

数据来源：天猫，上海证券研究所

除儿童奶酪外，我国零售奶酪在以下领域仍有极大的挖掘空间：

➢ 家用佐餐奶酪：家庭烘焙热度上升、早餐搭配食用等加快了家用佐餐奶酪的渗透，马苏里拉奶酪、芝士片等销量增加。安佳数据显示，18-35 岁的女性是家用佐餐奶酪的主要购买者，其中芝士片主要受一二线单身贵族/小夫妻的欢迎，而马苏里拉奶酪主要由中高收入的有孩家庭购买。家用佐餐奶酪约占零售奶酪的 34%。

➢ 休闲奶酪：面向成人或儿童开发偏休闲零食属性的奶酪产品，不断丰富奶酪食用场景。妙可蓝多推出了酪鲜生芝士棒、鳕鱼芝士脆，伊利推出了妙芝口袋芝士（slogan 为大人的点心时刻）。休闲奶酪约占零售奶酪的 3-4%。

➢ 特定人群的奶酪：用户群体进一步细分，针对特定人群的特殊需求提供专属性产品，如孕妈、低龄儿童等。女性在孕期和哺乳期每日推荐的钙摄入量为 1000mg，奶酪博士对此推出无糖高钙和低盐高钙的小园奶酪（原制奶酪）产品，每 100g 奶酪含蛋白质 35.3g、钙 1206mg，约是牛奶的 12 倍，能够为孕妈提供充足的营养。雪印在日本推出面向 1 岁起儿童的奶酪产品，主打补钙和补铁，人群的精准细分为公司拓宽了用户范围，我国奶酪企业也可参照雪印对目标客群进行拆分、并推出针对性产品满足客户需求，从而扩大企业的消费群体基数。

图 36 我国零售奶酪产品的主要分类



数据来源：安佳，上海证券研究所

3.3 未来 5 年行业空间有望翻倍，奶酪正处黄金期

餐饮市场：（1）量：采用欧睿数据，2020 年我国餐饮奶酪消费量 14.1 万吨，预计到 2025 年增至 24.7 万吨，期间复合增速约为 11.8%；（2）由于安佳在我国餐饮奶酪市场占据领先地位，我们参考安佳的售价对餐饮奶酪的均价进行预测。安佳的餐饮奶酪主要包括马苏里拉、切达干酪和奶油干酪，根据“安佳在线”官网数据，三大产品的平均售价约为 4.7 万元/吨、6.6 万元/吨、4.2 万元/吨，假设三大产品权重一样，安佳餐饮奶酪的平均售价约为 5.2 万元/吨。我们取该平均售价上、下各浮动 20% 估算 2020 年我国餐饮奶酪市场规模约为 60-90 亿元。参考欧睿对我国零售奶酪价格未来 5 年增速的预测值（3.2%），我们假设未来 5 年餐饮奶酪的售价年均复合增速约为 3%，以安佳价格为中枢测算 2025 年我国餐饮奶酪平均售价约为 6.0 万元/吨，上、下各浮动 20% 估算 2025 年我国餐饮奶酪市场规模约为 120-180 亿元。

表 6 安佳餐饮奶酪产品及售价

品类	产品	售价 (万元/吨)	平均售价 (万元/吨)
马苏里拉	安佳碎条状马苏里拉干酪/芝士 (超强拉丝&经典, 1x12kg)	4.6	4.7
	安佳块状马苏里拉干酪/芝士	4.5	
	安佳碎条状马苏里拉干酪/芝士 (超强拉丝, 6x2kg)	5.0	
切达干酪	安佳再制切达干酪/芝士(米色、橙色, 176片)	5.0	6.6
	安佳再制切达干酪/芝士(米色、橙色, 84片)	5.5	
	安佳再制切达干酪/芝士(高熔点)	7.1	
	安佳切达干酪/芝士(橙色)	8.0	
	安佳切达干酪/芝士(米色)	7.6	
奶油干酪	安佳奶油干酪/芝士(1x20kg)	3.7	4.2
	安佳奶油干酪/芝士(4x5kg)	3.7	
	安佳奶油干酪/芝士(12x1kg)	5.3	
餐饮奶酪合计			5.2

数据来源：安佳在线，上海证券研究所

零售市场：采用欧睿数据，2020 年我国零售奶酪市场规模约为 88.4 亿元，预计到 2025 年增至 181.2 亿元，期间复合增速约为 15.4%，其中量增 11.9%、价升 3.2%。

综上所述，我们估算 2020 年我国奶酪市场规模合计约为 150-180 亿元，预计到 2025 年将增至 300-400 亿元，未来 5 年行业空间有望翻倍，复合增速达到 15% 左右。奶酪成为增长最快的乳制品品类之一，人均奶酪消费量增长将贡献主要增长动能。我们认为

请务必阅读尾页重要声明

当前奶酪行业正处于发展黄金期，可类比 20 年前的常温奶市场：技术升级（利乐包装）突破运输半径限制，供给侧伊利、蒙牛两强加大常温奶在全国的铺货，促使需求侧人均饮奶量持续快速提升，推动 2000-2010 年常温奶市场复合增速达到两位数以上，同期伊利营收复合增速高达 35%，行业扩容红利下龙头企业增长动能强劲。

表 7 我国奶酪整体市场规模预测（亿元）

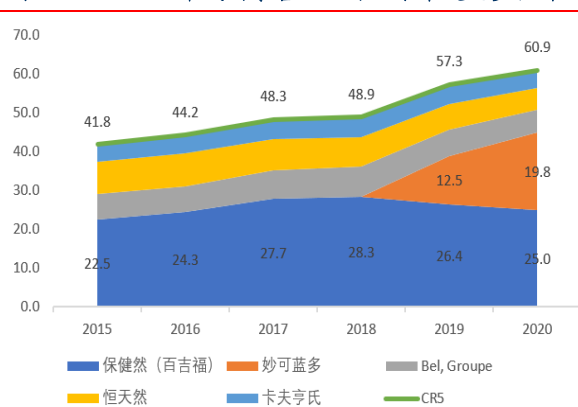
	2020 年			2025 年 (E)		
	销售量 (万吨)	均价 (万元/吨)	市场规模 (亿元)	销售量 (万吨)	均价 (万元/吨)	市场规模 (亿元)
餐饮奶酪	14.1	5.2	60-90	24.7	6	120-180
零售奶酪	5.9	15.1	88.4	10.3	17.6	181.2
奶酪总体	20	8-9	150-180	35	10-11	300-400

数据来源：欧睿，安佳在线，上海证券研究所

3.4 奶酪行业集中度提升，国产品牌崛起

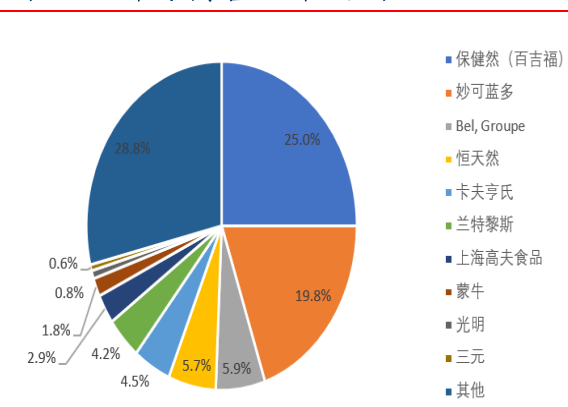
奶酪行业集中度提升，国产品牌份额向上。2020 年我国零售奶酪 CR5 为 60.9%，同比提高 3.6pct，行业集中度进一步提升。其中，国产品牌妙可蓝多异军突起，2020 年市场份额达到 19.8%、仅次于百吉福（25.0%），同比提高 7.3pct。参考饮食同源的日本、韩国的竞争格局，目前我国奶酪行业集中度基本与成熟国家持平，但存在结构性变化机会，日本和韩国奶酪行业均体现出本土企业占主导的结果：日本市场前五名中 3 家为本土乳企、份额合计占 47.7%，且绝对龙头是日本的雪印乳业；韩国市场前五名中前四名均为本土乳企、份额合计占 71.6%，前三大各占 20% 左右。而我国奶酪行业目前仍以外资品牌为主，仅妙可蓝多进入前五，其次为蒙牛（1.8%）、光明（0.8%）、三元（0.6%），前十名中国品牌仅占 23%，国产品牌存在较大的份额提升空间。

图 37 2015-2020 年我国零售奶酪行业集中度稳步提升



数据来源：欧睿，上海证券研究所

图 38 2020 年我国零售奶酪市场格局 (%)



数据来源：欧睿，上海证券研究所

表 8 我国与日韩零售奶酪竞争格局比较 (%)

请务必阅读尾页重要声明

	CR1	CR3	CR5	竞争格局
中国	25.0	50.7	60.9	两强多散,前五名中仅妙可蓝多一家本土企业、占 19.8%,仅次于百吉福
日本	28.1	50.1	62.4	一超多强,本土乳企雪印为绝对龙头,前五名中 3 家日本本土企业、份额合计 47.7%
韩国	22.5	64.8	77.0	三寡头格局、前三大各占 20%左右,前四名均为韩国本土企业、份额合计 71.6%

数据来源:欧睿,上海证券研究所

外资品牌和国产品牌相比,在奶源、生产技术、资金、品牌等方面优势,但国产品牌在本土化研制、渠道开拓与下沉等方面有独特打法,且通过新媒体营销等方式、品牌势能也在不断增强。

表 9 奶酪国产品牌vs外资品牌比较

	外资品牌	国产品牌
代表企业	保健然(百吉福)、贝勒集团(乐芝牛)、卡夫亨氏、总统、恒天然(安佳)等	妙可蓝多、蒙牛爱氏晨曦、伊利、妙飞等
奶源	在海外(如法国、新西兰、美国等地)拥有大规模的牧场,鲜奶质量高且供给充足	奶源基本依赖进口
生产技术	奶酪业务运作时间悠久(保健然 1956 年、总统 1968 年、恒天然 1886 年),生产技术领先,尤其是原制奶酪生产技术	再制奶酪生产技术较为成熟,掌握原制奶酪生产技术的企业较少,妙可蓝多同时掌握再制奶酪和原制奶酪生产技术
品牌	进入国内市场较早(百吉福 1998 年、恒天然 2001 年、乐芝牛 2007 年),早期通过电视广告建立了品牌认知(如百吉福于 2012-2013 年在全国进行电视广告投放)	19-20 年妙可蓝多在分众、央视等主流媒介投放广告片加强品牌建设,使“奶酪就选妙可蓝多”的品牌价值深入人心,国产品牌势能增强
研发	大多企业的奶酪产品直接从国外进口(如恒天然、兰特黎斯、Arla Food 等),本土化研发程度较低,其中百吉福 1997 年在天津建产,属于外资品牌的本土化发展	妙可蓝多专为国人,针对国人的不同需求研发奶酪产品,本土化研发程度较高,奶酪业务带头人参与 2010 年版再制干酪国标制定
渠道	大多企业通过大经销商进行分销,层层分销模式效率较低,如贝勒集团、恒天然(2016 年通路变革)、总统等,渠道下沉效果不佳	妙可蓝多深度分销为主、渠道扁平化,20Q3 经销商达 2573 个,20H1 全国网点超过 18 万个,率先建立起全国化销售网络;妙飞 21 年 3 月网点数约 5.2 万家,进入全国大部分省份

数据来源:公开资料整理,上海证券研究所

3.4.1 妙可蓝多: 国产奶酪领导品牌

妙可蓝多是国产奶酪领导品牌,奶酪业务飞速发展。公司 2008 年跟法国保健然集团合作开始发展奶酪业务,2015 年开启奶酪转型战略,收购天津妙可蓝多 100% 股权及上海达能工厂,2016 年完成资产重组,2017 年开始奶酪零售业务,2018 年推出爆款儿童奶酪

棒产品，2019-2020 年在品牌建设和渠道开拓加持下，奶酪业务规模迅速扩大，奶酪棒成为 10 亿级大单品，此外还拥有马苏里拉奶酪（餐饮渠道大单品）、芝士片等潜力产品，确立了自身奶酪行业头部企业的地位。2016-2019 年公司奶酪收入从 1.38 亿元增至 9.21 亿元，CAGR 为 88.3%，2020 年前三季度奶酪收入 13.43 亿元，同比增长 133.6%。其中，奶酪棒自 2018 年面市后以三位数高速增长，2020 年前三季度收入达 8.67 亿元，超过 2019 年全年。

图 39 妙可蓝多奶酪收入高速增长（百万元）

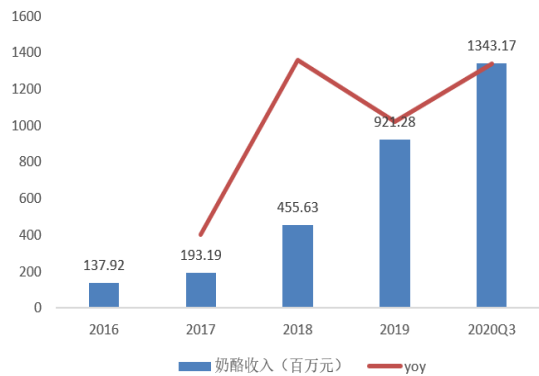
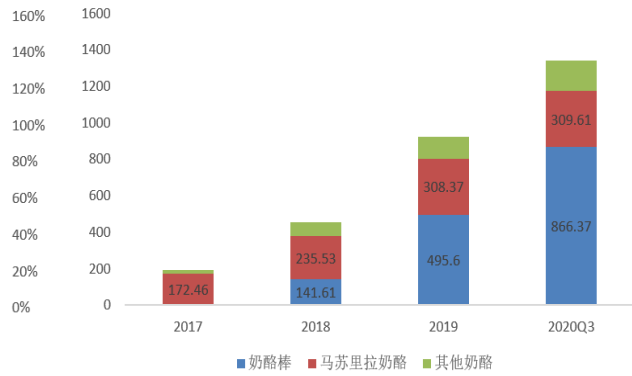


图 40 妙可蓝多各奶酪产品收入（百万元）



数据来源：公司公告，上海证券研究所

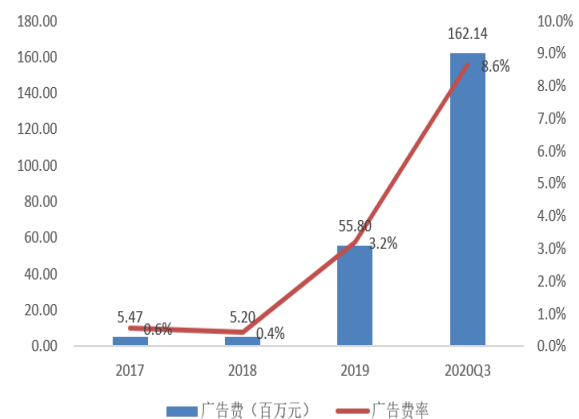
数据来源：公司公告，上海证券研究所

公司胜在品牌力和渠道力建设领先同行。(1) 品牌：伴随零售市场发力，公司加大品牌建设，2019 年开始通过在分众传媒、央视等主流媒介投放广告片，对目标客群（如年轻白领妈妈等）进行了精准营销，2020 年签约孙俪成为全品牌代言人，“奶酪就选妙可蓝多”的宣传语逐渐深入人心。在奶酪品类兴起的风口，公司通过大力度、大范围的宣传推广，成功打造成全国性的奶酪知名品牌。

图 41 妙可蓝多奶酪棒广告片



图 42 2019-2020 年妙可蓝多广告费大幅增加（百万元）



数据来源：公司公告，上海证券研究所

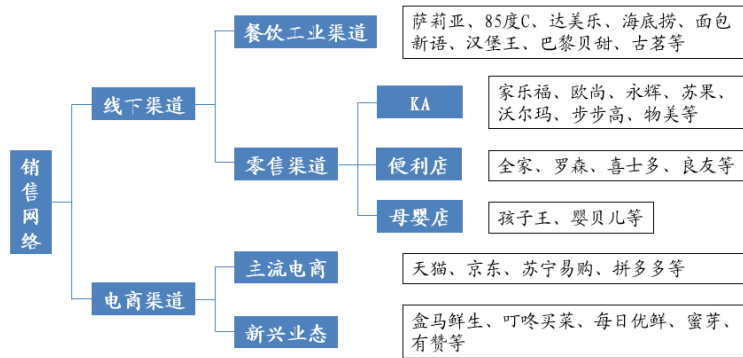
数据来源：公司公告，上海证券研究所

(2) 渠道：公司 2017 年便开始零售渠道建设，目前已初步完成全国化的线下网络布局。零售端拥有全国性及区域性 KA、便利店、母婴店等多元化的销售渠道，2020 年 6 月全国零售终端网点达到 18.8 万个 (vs 21 年 3 月妙飞 5.2 万个)。截止 20Q3，公司经销商

请务必阅读尾页重要声明

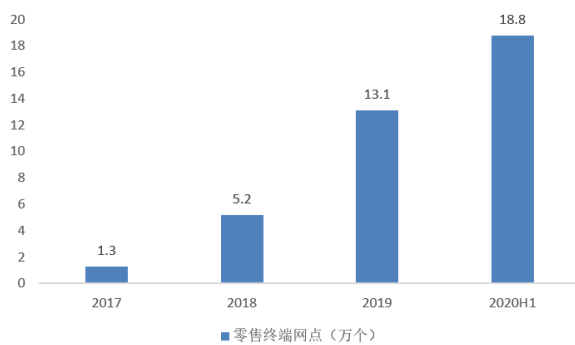
数量达到 2573 个，经销收入为 14.16 亿元，单个经销商销售额约 55 万元、规模稳步增长。同时，公司餐饮工业渠道拥有萨莉亚、85 度 C、达美乐、海底捞、面包新语、汉堡王、巴黎贝甜、古茗等大型连锁客户。凭借“妙可蓝多”品牌优势加强在电商领域的奶酪销售，产品覆盖天猫、京东、苏宁易购、拼多多等主流平台，并积极拓展盒马鲜生、叮咚买菜、每日优鲜、蜜芽、有赞等新兴业态。

图 43 妙可蓝多销售渠道多元化



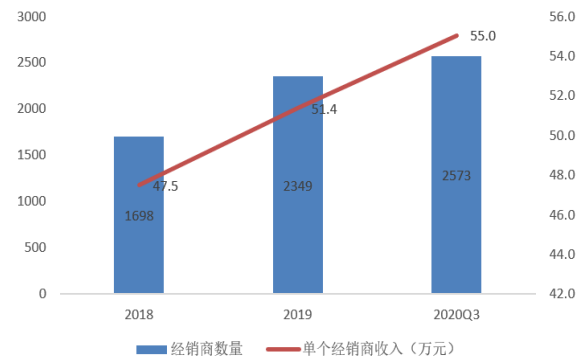
数据来源：公司公告，上海证券研究所

图 44 妙可蓝多零售终端网点快速增加（万个）



数据来源：公司公告，上海证券研究所

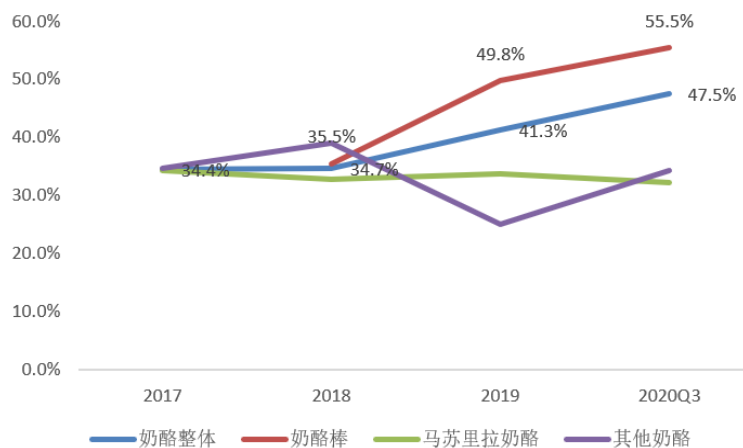
图 45 妙可蓝多经销商数量及单体规模持续增长



数据来源：公司公告，上海证券研究所

奶酪业务规模效应显现，毛利率显著提升。2018-2020Q3 奶酪棒的毛利率分别为 35.5%、49.8%、55.5%，销量迅速攀升下、盈利能力也逐年改善；以餐饮渠道为主的马苏里拉奶酪毛利率稳定在 33% 左右。受益于占比高的奶酪棒产品毛利率提升，公司奶酪业务毛利率由 2017 年的 34.4% 上升至 2020Q3 的 47.5%。随着规模效应释放，公司盈利迎来拐点，2020 年公司扣非归属净利润预计为 4900 万元-6900 万元，去年同期则亏损 1219 万元。

图 46 妙可蓝多奶酪业务及分产品的毛利率水平 (%)



数据来源：公司公告，上海证券研究所

蒙牛谋求控股权，未来协同效应可期。2020年1月蒙牛通过协议转让获得公司5%股份，随后在二级市场集中竞价增持，截止2021年3月25日，蒙牛持有公司11.07%股份。公司拟定增募资不超过30亿元用于上海、长春、吉林三地的奶酪加工建设项目，蒙牛将以现金认购，若交易完成，届时蒙牛持股比例约为28.68%，成为公司的控股股东。交易完成后，公司将成为蒙牛唯一的奶酪业务运营平台，交易完成之日起2年内蒙牛将包括奶酪及相关原材料（即黄油、植物油脂、奶油及奶油芝士）贸易在内的奶酪业务注入公司体内，且公司3年内将逐步退出液态奶业务，未来公司专注于奶酪业务。蒙牛入主后，双方有望在多方面发挥协同效应：

(1) 内部治理改善。蒙牛控股后，以柴琬（现任控股股东）为代表的公司核心管理层将继续负责经营管理，蒙牛则有权提名推荐9名董事会成员中的4名非独董+2名独董、1名财务总监及其他内控、合规、质量等中高层管理人员。

(2) 奶源。蒙牛的奶源地涵盖丹麦、澳洲、新西兰等地的黄金奶源带，并与北欧、大洋洲和南美洲的众多大型企业开展奶源战略合作，公司利用蒙牛的全球化采购优势，可有效降低采购成本。

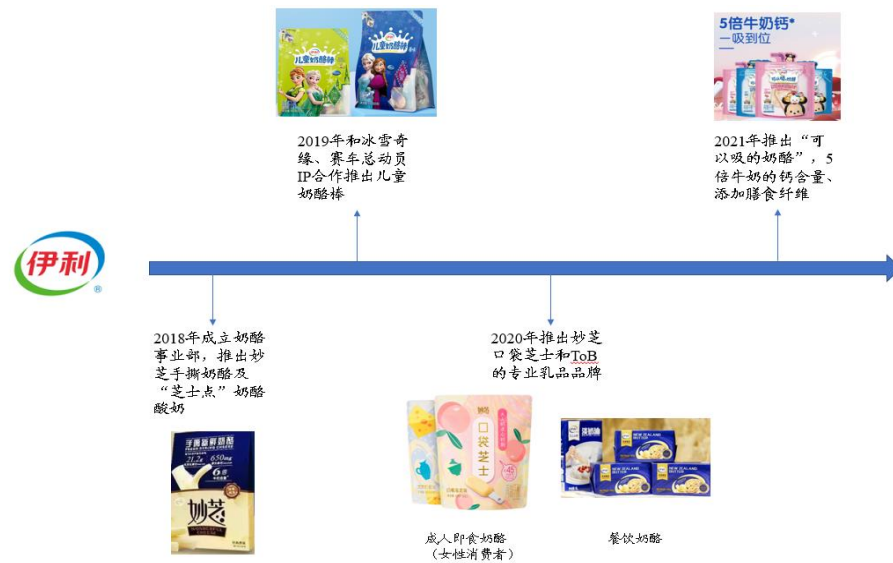
(3) 销售与营销。蒙牛拥有遍布全国各级省市及乡镇的渠道网络，拥有常温、低温及冰品等各个品类的强大分销能力，且拥有成熟的营销资源，如2018年世界杯全球官方赞助商、中国航天事业战略合作伙伴、奥运全球TOP合作伙伴、博鳌亚洲论坛指定乳品供应商等，公司有望借助蒙牛强大的渠道网络和营销资源优势更快地打开市场。

3.4.2 伊利：产品线逐步完善，渠道优势强大

伊利奶酪产品线逐步完善。2018年伊利成立了奶酪事业部，并

推出了妙芝手撕奶酪及奶酪芝士酸奶“芝士点”。2019 年和冰雪奇缘、赛车总动员两大知名 IP 合作推出了儿童奶酪棒。2020 年妙芝发布新品——口袋芝士，有芝芝奶盖、白桃乌龙两种口味，瞄准成人即食奶酪市场，专为成年女性消费者打造，同年发布 to B 的“专业乳品”品牌，推出东方灵感和环球臻选两大系列新品，为餐饮烘焙市场提供淡奶油、黄油及马苏里拉芝士碎等高品质的乳品原料。2021 年新推出“可以吸的奶酪”，直接用吸管享用、独立小袋包装，“吃奶”更具趣味，且含有 5 倍牛奶的钙、添加了膳食纤维帮助肠胃消化。

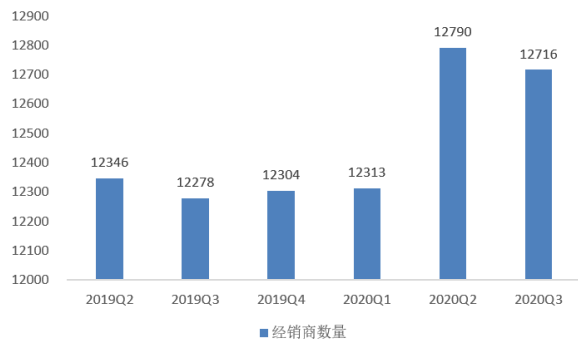
图 47 伊利的奶酪产品线逐步完善



数据来源：上海证券研究所

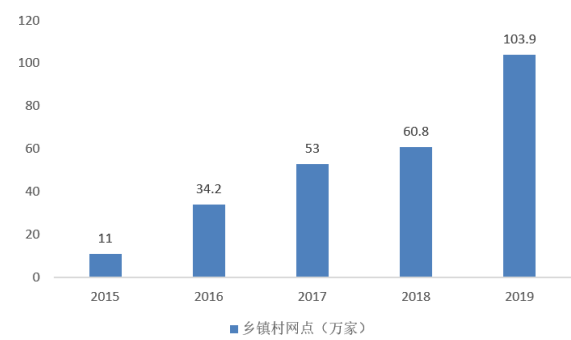
作为国内乳企龙头，伊利拥有强大的渠道优势。伊利在渠道开拓和精耕方面运营有 20 余年，截止 2020Q3，公司全国经销商数量达到 1.27 万个，全国销售网点超过 500 万个。同时，公司通过 2006 年的织网行动、2007 年商务部的万村千乡活动率先在低线城市及农村市场布局，2015 年开始加速向县乡镇渠道渗透，直控村级网点从 2015 年的 11 万个增加到 2019 年的 103.9 万个。公司采用深度分销制，渠道扁平化，对终端的掌控力强。奶酪需要冷链配送，与低温奶业务可共用渠道，借助公司强大的销售网络，奶酪有望实现快速铺货。

图 48 伊利经销商数量 (个)



数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 49 2015-2019 年伊利乡镇村网点迅速增长 (万家)



数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

四、投资建议

我们认为,国内奶酪市场类似于 20 年前的常温奶市场,正处于需求升级驱动下的黄金发展期,我们估算 2020 年零售+餐饮奶酪市场合计 150-180 亿元,预计到 2025 年将增至 300-400 亿元,未来 5 年行业空间有望翻倍,复合增速达到 15%左右,人均奶酪消费量增长将贡献主要增长动能。参考日韩经验,奶酪成熟期本土企业凭借本土化研制和更广更深的渠道布局将占据主导地位,我国国产品牌份额趋势向上。妙可蓝多作为国产奶酪领导品牌,领先同行发力品牌和渠道建设,抢占了品类先机,规模迅速扩大、市占率大幅提升,盈利也迎来拐点。伊利奶酪产品线逐步完善,且有望借助强大的渠道优势实现快速铺货。建议关注:妙可蓝多、伊利股份。

五、风险提示

食品安全风险:如若行业内某些企业因经营不规范造成食品安全事件,除了对企业本身不利,还可能对奶酪的产品形象及其他企业的生产经营产生重大负面影响,如导致消费者对奶酪的需求下降等情况。

行业竞争加剧风险:奶酪属于高毛利产品、盈利能力较强,且品类正处于快速发展阶段,吸引众多企业参与其中,行业竞争趋势加剧,或引发价格战等降低企业盈利水平的行为。

原料市场波动风险:国内奶酪厂商的原料主要来自国际市场采购,国际大宗原料市场供应量和价格的波动将直接影响国内企业产品产量、利润及现金流。

疫情反复风险:新冠疫情尚未完全结束,若出现反复,可能会对企业复工复产及消费者购物、餐饮企业经营等产生不利影响。

第三方数据偏差风险:本文对于奶酪消费量、价格及市场规模

请务必阅读尾页重要声明

等的测算主要基于第三方机构，如若数据来源有偏差，可能会对本文的预测值造成影响。

分析师声明

周菁

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。