

## 公司研究

## 奶酪王者长成中

## ——妙可蓝多 (600882.SH) 跟踪报告

## 要点

## 奶酪市场，当下空间几何

本篇报告中，我们再度尝试探讨奶酪这一品类在中国的市场空间。我国奶酪市场早在上世纪90年代便开始萌芽，目前奶酪已成为乳制品中增速最快的细分品类。根据欧睿，2020年我国奶酪消费量达到20万吨，预计2025年达到35万吨。根据我们的测算，2020年我国奶酪零售市场规模达到88亿元，餐饮端在61-87亿元之间，整体规模在149-175亿元之间。

## 展望未来市场，奶酪市场千亿可期

参考人均奶酪消费量更高的邻国日韩，我们看到日本在零售C端、韩国在餐饮B端奶酪品类均有不错的表现。日本企业通过打造网红零食大单品不断拓宽C端的产品矩阵做大市场，韩国品牌则通过将奶酪和本土餐饮融合，不断做大B端市场。以妙可蓝多为代表的国内奶酪领导品牌通过推出C端大单品+B端与中餐融合，持续打开着自身的成长空间。

展望未来市场空间，我们认为中国的奶酪消费情况，在餐饮端会更接近日本人均消费每年0.57Kg的水平，而在零售端会更接近韩国人均消费每年0.36Kg的水平；若考虑中国餐饮/零售端分别达到每年0.5/0.3Kg的水平，餐饮端价格约为零售端价格的30%-40%，则餐饮端的市场空间约为346-492亿元，而零售端奶酪的市场规模有望达713亿元，其中大单品奶酪棒有望达到百亿级规模；预计中国的奶酪市场的整体规模在1059-1206亿元之间。

## 定增事项落地，妙可蓝多有望加速成长

2021年4月19日，妙可蓝多发布公告，证监会发审委审核通过公司非公开发行股票的申请。根据公司此前发布的非公开发行预案，公司拟以29.71元/股的价格向内蒙蒙牛发行不超过1亿股，募集不超过30亿元用于公司生产项目；定增完成后，预计蒙牛将持有妙可蓝多近30%股份，为公司第一大股东、实控人。定增事项落地后，公司有望进一步加速成长。为解决同业竞争问题，蒙牛未来将把旗下奶酪业务资产注入上市公司，妙可蓝多作为蒙牛旗下境内奶酪业务的唯一平台，公司有望在B端和C端得到蒙牛的资源支持和品牌背书；此外，随着定增事项的落地，公司治理体系更加规范，投资人对公司的信心将进一步增强。

**盈利预测、估值与评级：**我们维持2020-2022年净利润预测分别为0.63/2.53/5.16亿元。蒙牛入股后公司的中长期空间进一步被打开，公司卡位的奶酪细分市场增速快且具备较大空间，我们看好公司的长期潜力，维持“买入”评级。

**风险提示：**产能释放不及预期；新品增长低于预期；原材料价格上涨；食品安全。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,226	1,744	2,791	4,082	5,986
营业收入增长率	24.82%	42.32%	60.01%	46.24%	46.66%
净利润(百万元)	11	19	63	253	516
净利润增长率	148.69%	80.72%	230.07%	297.90%	104.30%
EPS(元)	0.03	0.05	0.15	0.49	1.00
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.87%	1.52%	4.78%	16.20%	26.13%
P/E	2,845	1,573	475	148	73

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-04-23

注：2021-2022年EPS按定增完成后总股本折算。

## 买入（维持）

当前价：72.58元

## 作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

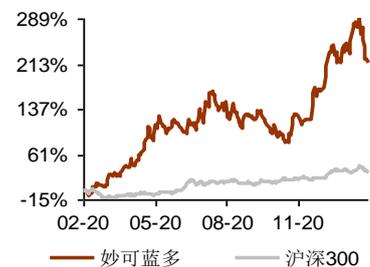
021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	4.15
总市值(亿元)	306.79
一年最低/最高(元)	24.01/75.56
近3月换手率	78.51%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	22.86	30.48	156.20
绝对	27.11	21.76	190.54

资料来源：Wind

## 相关研报

营收符合预期，大单品奶酪棒继续支撑公司高速增长——妙可蓝多 (600882.SH) 2020 年度业绩预告点评 (2021-01-13)

公司中长期增长空间进一步被打开——妙可蓝多 (600882.SH) 跟踪报告 (2020-12-14)

奶酪棒高增态势良好，毛利率持续改善——妙可蓝多 (600882.SH) 2020 年三季度报点评 (2020-10-30)

# 目 录

<b>1、 奶酪市场空间测算，未来几何？</b> .....	<b>4</b>
1.1、 BC 端齐发力、快速成长的奶酪王国 .....	4
1.2、 观日韩市场：奶酪 BC 端的不同演变 .....	7
1.3、 奶酪空间测算 .....	9
1.4、 明星单品奶酪棒空间测算 .....	11
<b>2、 妙可蓝多公司概况</b> .....	<b>13</b>
2.1、 公司发展历程 .....	13
2.2、 定增落地，未来可期 .....	14
<b>3、 总结与讨论</b> .....	<b>15</b>
3.1、 远期空间，千亿可期 .....	15
3.2、 份额尚能集中，龙头有望加速受益 .....	15
<b>4、 投资建议</b> .....	<b>16</b>
<b>5、 风险提示</b> .....	<b>16</b>

## 图目录

图 1: 2006-2025 年中国奶酪市场规模及增速 (按销量计算) .....	4
图 2: 2008-2020 年中国奶酪进口量及增速 (单位: 千吨) .....	4
图 3: 2006-2025 年中国奶酪零售市场规模及增速 (按销量计) .....	4
图 4: 2006-2025 年中国奶酪零售市场规模及增速 (按零售额计) .....	4
图 5: 2006-2025 年中国奶酪餐饮市场规模及增速 (按销量计) .....	5
图 6: 2020 年中日韩三国奶酪市场零售/餐饮占比 (按销量计) .....	7
图 7: 2006-2025 年中日韩三国奶酪市场零售/餐饮占比 (按销量计) .....	7
图 8: 雪印 6P 奶酪和切片奶酪 .....	8
图 9: 雪印手撕奶酪 .....	8
图 10: 必胜至尊芝士披萨 .....	10
图 11: 本土化大单品奶酪棒 .....	10
图 12: 妙可蓝多发展史 .....	13
图 13: 妙可蓝多微信公众号上的南瓜芝士吐司介绍 .....	14
图 14: 妙可蓝多赞助厨艺大赛 .....	14

## 表目录

表 1: 零售端主要品牌主力产品价格统计 .....	5
表 2: 当前奶酪市场空间测算 .....	6
表 3: 市占率 TOP10 奶酪品牌情况 (按 2020 年市占率排序) .....	6
表 4: 日韩主要使用场景与驱动因素 .....	7
表 5: 近年来中国市场热门使用场景梳理 .....	8
表 6: 2020 年中日韩三国奶酪市场情况对比 .....	9
表 7: 2020 年中日韩三国奶酪零售端市场情况对比 .....	10
表 8: 2020 年中日韩三国奶酪餐饮端市场情况对比 .....	10
表 9: 中国奶酪市场远期空间预测 .....	11
表 10: 奶酪棒儿童市场空间测算: 参照养乐多 .....	12
表 11: 奶酪棒儿童市场空间测算: 参照果冻 .....	13
表 12: 奶酪行业当前市场空间和远期市场空间对照表 .....	15

# 1、奶酪市场空间测算，未来几何？

## 1.1、BC 端齐发力、快速成长的奶酪王国

我国奶酪市场早在上世纪 90 年代便开始萌芽，目前奶酪已成为乳制品中增速最快的细分品类。

**从量的维度看：**根据欧睿数据，2020 年我国奶酪消费量达到 20 万吨，预计 2025 年达到 35 万吨，2010-2020 年复合增速 CAGR 为 16.09%。由于奶酪产量无法满足日益增长的需求，我国奶酪进口量较大，2020 年为 12.9 万吨，占整体奶酪消费量的 64.50%。

图 1：2006-2025 年中国奶酪市场规模及增速（按销量计算）



资料来源：Euromonitor

图 2：2008-2020 年中国奶酪进口量及增速（单位：千吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

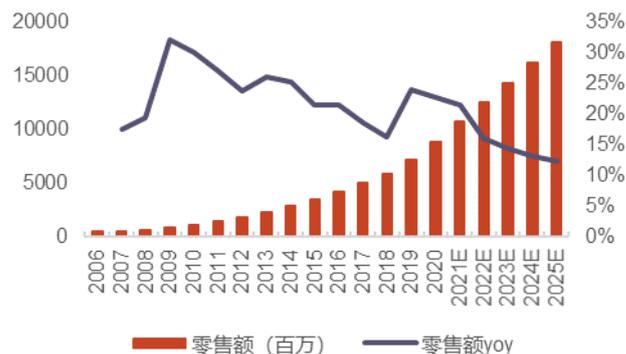
- 零售端，根据欧睿的数据，按销量计的 2020 年我国奶酪零售市场规模达到 5.87 万吨，2010-2020 近十年的 CAGR 为 18.12%。按零售额计的 2020 年奶酪零售市场规模为 88.43 亿元，预计 2025 年将达到 181.2 亿元。

图 3：2006-2025 年中国奶酪零售市场规模及增速（按销量计）



资料来源：Euromonitor

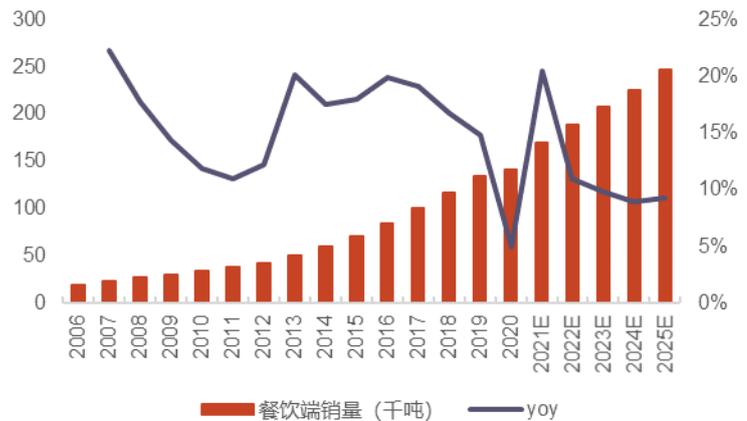
图 4：2006-2025 年中国奶酪零售市场规模及增速（按零售额计）



资料来源：Euromonitor

- 餐饮端，根据欧睿的数据，按销量计的 2020 年我国奶酪餐饮市场规模达到 14.1 万吨，2010-2020 近十年的 CAGR 为 15.34%。

图 5：2006-2025 年中国奶酪餐饮市场规模及增速（按销量计）



资料来源：Euromonitor

### 从价格维度看：

- **1) 零售端价格：**我们将分品类讨论零售端价格，2020 年中国奶酪零售端的市场规模为 88.43 亿元，而零售端最主要产品为奶酪棒、马苏里拉和芝士片。

奶酪棒品类中，我们预计妙可蓝多 2020 年奶酪棒的收入约为 12 亿元，而百吉福奶酪棒收入估计将高于妙可蓝多，在 14 亿元左右。按两家龙头企业市占率 70% 计算，奶酪棒的市场规模在 35-36 亿元。假设马苏里拉和芝士片在零售市场中占比分别为 25% 和 35% (奶酪棒零售端规模占比约 40%)，二者市场规模在 22 亿元和 32 亿元左右。

在淘宝旗舰店选择五家奶酪零售龙头企业百吉福/妙可蓝多/伊利/安佳/吉士汀的三个品类里的主力产品进行测算，奶酪棒/马苏里拉/芝士片的价格在 19.67/14.92/9.58 万元/吨，整体均价在 14.95 万元/吨，该价格可以作为零售端的参考价格。

表 1：零售端主要品牌主力产品价格统计

品牌	奶酪棒		芝士片		马苏里拉	
	规格	折算均价 (元 /Kg)	规格	折算均价 (元 /Kg)	规格	折算均价 (元 /Kg)
百吉福	25.9 元/100g	259.00	109 元/900g	121.11	129 元/3Kg	43.00
妙可蓝多	18.9/120g	157.50	33.8 元/300g	112.67	69.9 元/500g	139.80
伊利	69/450g	153.33	89.8 元/500g	180.32	80 元/900g	88.89
安佳	20.9/90g	232.22	41 元/250g	164.00	120 元/2kg	60.00
吉士汀	21.8/120g	181.67	16.8 元/100g	168.00	29.51 元/200g	147.55
均价 (元/Kg)		196.74		149.22		95.85
吨价 (万元/吨)		19.67		14.92		9.58
市场空间占比		40%		25%		35%
整体吨价 (万元 /吨)				14.95		

资料来源：百吉福/妙可蓝多/伊利/安佳/吉士汀淘宝旗舰店

数据统计截至：2021 年 4 月 21 日

- 2) **餐饮端价格**：餐饮端的价格会低于零售端，考虑到在餐饮端马苏里拉和芝士片是奶酪使用的主要产品。根据 1688 网站数据，选取按销售额计前五大马苏里拉和芝士片商品，马苏里拉均价为 4.35 万元/吨，芝士片为 6.19 万元/吨，该两种产品可以作为餐饮端吨价范围的参照

我们通过零售端和餐饮端的价格和销量分析，测算当前中国奶酪市场规模在零售端为 88 亿元，接近欧睿口径下的 88.43 亿元，餐饮端的规模在 61-87 亿元之间。因此，全国奶酪的市场空间约为 149-175 亿元。

表 2：当前奶酪市场空间测算

	价格 (万元/吨)	人均消费量 (Kg/年)	销量 (万吨)	市场规模 (亿元)
零售端	14.95	0.04	5.87	87.76
餐饮端	4.35-6.19	0.1	14.13	61.47-87.46
<b>合计</b>	<b>7.46-8.76</b>	<b>0.14</b>	<b>20.00</b>	<b>149-175</b>

资料来源：Euromonitor，光大证券研究所整理

从市场竞争格局来看，2015-2020 年龙头企业的市占率变化情况可以看出，市占率第一的百吉福和市占率第二的妙可蓝多进一步巩固了自身优势获得了份额的提升。特别是妙可蓝多抓住了奶酪赛道扩张带来的红利，市占率从 2015 年的 1.6% 快速增长到 2020 年的 19.8%。

表 3：市占率 TOP10 奶酪品牌情况（按 2020 年市占率排序）

品牌	2015 (市占率, %)	2020 (市占率, %)
百吉福	22.5	25
<b>妙可蓝多</b>	<b>1.6</b>	<b>19.8</b>
乐芝牛	6.5	5.9
安佳	7.9	5.2
卡夫	4.4	4.5
总统	4.1	3.2
<b>多美鲜</b>	<b>3.3</b>	<b>2.9</b>
<b>蒙牛</b>	<b>2.8</b>	<b>1.8</b>
Bridel	1.3	0.9
<b>光明</b>	<b>1.1</b>	<b>0.8</b>
其他	44.5	30
合计	100	100

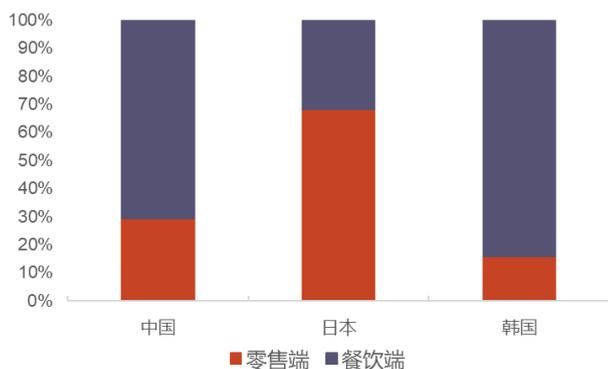
资料来源：Euromonitor

注：浅灰色底色的为国产品牌

## 1.2、 观日韩市场：奶酪 BC 端的不同演变

奶酪按渠道划分可以分为餐饮端和零售端。日本零售端占比更高，相对 B 端占比持续提升；韩国餐饮端占比更高，且相对 C 端占比持续提升。

图 6：2020 年中日韩三国奶酪市场零售/餐饮占比（按销量计）



资料来源：Euromonitor

图 7：2006-2025 年中日韩三国奶酪市场零售/餐饮占比（按销量计）



资料来源：Euromonitor

- **餐饮 B 端**：以韩国为例，可以看到韩国企业通过将奶酪和本土餐饮融合创新，成功打开了奶酪在餐饮端的空间。韩国在二战前后就将芝士和本地食品融入，受气候和地理位置影响，芝士类食品可以为韩国在其有限的农业条件下提供充分的营养。二战后部队火锅开始在韩国流行，其中芝士的融入为部队火锅改善了口感，从火锅开始，韩国餐饮端出现了芝士鸡翅、芝士年糕等特色品类，芝士成为韩国餐饮文化中重要的组成部分。
- **零售 C 端**：以日本为例，日本本土食品品牌通过创新产品的研发，推出了一系列适合国民口味的奶酪零食。1980 年代，雪印乳业专门成立了产品研发中心，根据日本人口味研发新品。并随之推出了一款国民网红大单品：“Sakeru Cheese”，即手撕奶酪，“Sakeru Cheese”的优势是口味温和，并且奶酪形态更有趣，收获了消费者的好评。

表 4：日韩主要使用场景与驱动因素

国家	典型使用领域	细分场景/形态	驱动因素
日本	B 端-西式餐饮	西式正餐：佐酒奶酪、佐餐奶酪 西式快餐：如在汉堡王、赛百味、必胜客中使用等	二战后日美经济合作、军事交流增多，西式饮食文化开始传入
	B 端-本土餐饮	日料场景：芝士焗虾	
	C 端-家庭餐桌	早餐/烘焙：切片奶酪 火锅用奶酪	1964 年奥运会后，西风东渐，西食东传日趋明显，日本国际交流机会增多，西式餐饮成为零食奶酪：手撕奶酪、奶酪甜品、奶酪棒风尚；
	C 端-即时营养	组合食品：毛豆奶酪、火腿奶酪、明太子奶酪等 特色形态：奶酪粉、酸奶奶酪、芝士布丁、奶酪杯	日本对于健康的追求：1963 年日本政府将奶酪列入“学校给食”食谱
	韩国	B 端-西式餐饮	西式正餐：佐酒奶酪、佐餐奶酪

	西式快餐：如在汉堡王、赛百味、必胜客流较多，韩国较早受到美国的中使用等	饮食文化的影响
B 端/C 端-本土餐饮	火锅用奶酪：部队火锅	
	佐餐奶酪：芝士烤肉/鸡翅火锅)	
C 端-即时营养	经典奶酪：奶酪块、干酪、6P 奶酪	受韩国地理位置、气候影响，奶酪可以在有限的农业条件下提供充足的营养和热量，韩国餐饮从业者不断对奶酪产品进行创新
	零食奶酪：奶酪条、奶酪甜点、奶酪棒	
	组合食品：芝士鳕鱼肠、芝士年糕	
	特色形态：芝士球、芝士玉米卷、芝士饼干、芝士鱼饼	

资料来源：Fooddaily 每日食品网，光大证券研究所整理

图 8：雪印 6P 奶酪和切片奶酪



资料来源：雪印官网

图 9：雪印手撕奶酪



资料来源：雪印官网

回顾中国奶酪市场在过去几年的快速发展，可以看到类似邻国日韩的 **B 端与本土餐饮融合+C 端零食大单品“奶酪棒”** 出现：

- **餐饮端：**一方面，欧美和日韩品牌的餐厅、零食进入中国市场带来了奶酪消费的增量。例如在披萨这一经典品类中，必胜客在中国市场把至尊披萨和芝士鸡肉球的拉丝作为卖点，受到了中国消费者的认可。

另一方面，相比日韩，中国人口更多，饮食习惯更为丰富，存在更多奶酪和本土食物的交流而产生新品种的可能性。以芝士奶茶为例：当芝士进入特定的消费场景，中国消费者对于芝士类食品的认可度可能会得到明显提高，例如受到年轻人追捧的芝士奶茶。

- **零售端：**除了传统的奶酪块、干酪外，近几年奶酪棒成为快速崛起的明星大单品，以妙可蓝多、百吉福为代表的品牌踩准了这一大单品扩容带来的机会，获得了快速增长。

表 5：近年来中国市场热门使用场景梳理

典型使用领域	细分场景
B 端-餐饮中直接使用	如西式正餐，或以芝士为主题的西餐厅 (CheesecakeFactory) (1) 火锅/烤肉类：部队火锅，芝士火锅、芝士鸡翅火锅、烤肉等
B 端-餐饮中作为食品调料/佐料使用	(2) 西式快餐：汉堡、披萨、三明治、热狗 (3) 西式特色餐饮：披萨、意大利面、焗饭 (4) 小食类：芝士蛋糕、面包、章鱼烧、生煎等 (5) 茶饮类，奶茶/奶盖
C 端-家庭端烹饪使用	在早餐中常见、用于三明治等
C 端-家庭端作为零食使用	在儿童零食中常见，如奶酪棒、儿童烘焙类零食

资料来源：必胜客官方网站，妙可蓝多官方网站，光大证券研究所整理

### 1.3、 奶酪空间测算

对比中日韩三国奶酪人均消费量,可以看到我国奶酪的人均消费情况远低于邻近的日本和韩国,我国奶酪市场发展潜力巨大。

- 根据欧睿的数据,可以看到中国奶酪人均消费量仅为 0.14kg/年,远低于日本的 1.8 kg/年和韩国的 2.23 kg/年;

表 6: 2020 年中日韩三国奶酪市场情况对比

	中国	日本	韩国
人口 (百万)	1446.1	126.5	51.6
奶酪消费量 (千吨, 欧睿)	200	228.2	114.8
人均奶酪消费量 (kg, 欧睿)	0.14	1.80	2.23
零售价格 (元/kg, 欧睿)	151	179	120

资料来源: Euromonitor, Wind, 光大证券研究所整理

#### 那么快速增长的中国奶酪市场, 长期空间有多大?

复盘日本奶酪消费增长的主要路径, 我们看到奶酪在日本的发展背后有几个主要推动力:

- **外部环境的催化:** 1964 年日本奥运和 1970 年日本大阪世博会召开后, 日本国际交流机会增多, 西方食物迅速进入日本并引领风尚; 此外也受日本经济景气影响, 人均收入提高带动消费升级;
- **产品本土化:** 日本国内企业在 70 年代后抓住机会, 推出多种简易零食品类, 提高市场份额, 日本最初的奶酪也依赖进口, 但是雪印和明治等本土企业更能打造本土化产品, 顺应消费者习惯, 在奶酪的基础上推出了奶酪蛋糕等零食品类;
- **本土消费者的养成:** 日本奶酪的发展还在于日本政府对于国民健康的重视, 1964 年奥运会前, 日本将奶酪列入“学校给食”食谱, 为一代中小培养学生培养起食用奶酪的习惯, 随着这代中小生长大, 日本在 70 年代迎来了第一批真正意义上的本土奶酪消费者, 这批消费者较为认同奶酪作为健康食品的定位, 此后雪印、明治等龙头企业在经历食品安全风波后加大了对质量的把控, 产品不断向营养、健康方向升级。

在当前的中国奶酪市场, 我们看到了类似的趋势: 西餐在中国不断发展教育了消费者, 本土化零食大单品奶酪棒出现, 在丰富 C 端产品品类的同时也在培育新一代奶酪消费者的食用习惯。

图 10: 必胜至尊芝士披萨



资料来源: 必胜客中国官网

图 11: 本土化大单品奶酪棒



资料来源: 淘宝

- **零售端空间预测:** 根据欧睿数据, 2020 年中国/日本/韩国在零售端目前的奶酪人均消费量为 0.04Kg/1.23kg/0.36Kg/年, 当前中国在餐饮端消费量为 5.87 万吨。考虑到日本奶酪零食发展较早, 并且日本政府在 1964 年奥运会后就对全国学生进行普及, 且对消费者完成教育的时间较早, 我们认为中国的零售端奶酪消费量在远期与韩国较为接近, 预计将在远期达到人均 0.3Kg/年, 总消费量接近 43.38 万吨。

表 7: 2020 年中日韩三国奶酪零售端市场情况对比

	中国	日本	韩国
人口 (百万)	1446.1	126.5	51.6
零售奶酪规模 (亿元)	88.4	278.9	22.1
零售奶酪消费量 (千吨)	58.7	156	18.4
零售价格 (元/kg)	151	179	120
人均零售奶酪消费量 (kg)	0.04	1.23	0.36

资料来源: Euromonitor, Wind, 光大证券研究所整理

- **餐饮端空间预测:** 根据欧睿数据, 2020 年中国/日本/韩国在餐饮端目前的奶酪人均消费量为 0.1Kg/0.57kg/0.87Kg/年, 当前中国在餐饮端消费量为 14.12 万吨。考虑到韩国本身发展芝士餐饮较早, 芝士已经成为韩餐的重要组成部分, 我们认为中国餐饮端的奶酪消费量在远期与日本较为接近, 预计将在远期达到人均 0.5Kg/年, 总消费量接近 72.31 万吨。

表 8: 2020 年中日韩三国奶酪餐饮端市场情况对比

	中国	日本	韩国
人口 (百万)	1446.1	126.5	51.6
餐饮端奶酪消费量 (千吨)	141.2	72.2	96.4
餐饮端人均奶酪消费量 (kg)	0.10	0.57	1.87

资料来源: Euromonitor, Wind, 光大证券研究所整理餐饮端+零售端市场空间预测

### 中国奶酪市场整体空间预测：

从价格看，在欧睿口径下，近 5 年来在价格上保持温和上升趋势，从 2015 年的 13.08 万元/吨上升至 2020 年的 15.07 万元/吨，CAGR+2.87%。由于近年来始终保持单位数的增长，我们预计奶酪行业整体价格在远期还有 10% 的上涨空间。按前文测算的价格计算，零售端将从 14.95 万元/吨上升至 16.45 万元/吨，餐饮端将从 4.35 万元/吨-6.1 万元/吨上升至 4.79 万元/吨-6.81 万元/吨。

因此，根据我们的测算，中国奶酪市场零售端的远期市场空间约在 713 亿元，餐饮端约在 346-492 亿元，整体奶酪市场规模在 1059-1206 亿元左右，相比现在约有 7-8 倍提升空间。

表 9：中国奶酪市场远期空间预测

	价格 (万元/吨)	人均消费量 (Kg/年)	销量 (万吨)	市场规模 (亿元)
零售端	16.45	0.3	43.38	713.44
餐饮端	4.79-6.81	0.5	72.31	345.98-492.33
<b>合计</b>	<b>9.16-10.42</b>	<b>0.8</b>	<b>116</b>	<b>1059-1206</b>

资料来源：光大证券研究所测算

## 1.4、明星单品奶酪棒空间测算

2011 年百吉福旗下奶酪棒开始进入中国市场，2018 年 5 月，国产品牌妙可蓝多奶酪棒推出。目前这两个品牌已成长为奶酪棒的核心参与者，我们估算 2020 年奶酪棒整体市场规模约为 35-36 亿元左右。

2018 年，妙可蓝多购买了知名动画片《汪汪队立大功》的版权，《汪汪队立大功》长期位于爱奇艺等主流视频网站播放量前列位置，在儿童群体中知名度较高。妙可蓝多利用“汪汪队”IP 进行灵活营销，每个奶酪棒上，不同口味对应不同的“汪汪队”卡通形象，非常吸引儿童消费者。同时妙可蓝多奶酪棒包装小巧，一袋有五根奶酪棒，方便儿童群体在伙伴之间进行分享，这让产品在儿童中具备了一定的社交属性。

从产品本身看，中国消费者对于再制干酪的接受度更高，妙可蓝多等厂商在奶酪棒这一品类上对于传统的奶酪进行了改良，口味偏甜，更具零食属性。从品牌塑造看，随着本土厂商的加入，奶酪棒的品牌形象在儿童群体中深入人心，这一品类的渗透率也在持续提高。参考其他零食产品，可以为测算奶酪棒远期的市场空间提供思路。

### 方法一：对比养乐多

养乐多是儿童零食中的大单品，自 2002 年引入中国以来风靡全国。2019 年养乐多乳酸菌产品在中国日均销售 760 万瓶，年收入额达 65 亿元，若考虑税收因素，该单品在中国整体销售规模约为 80 亿元。自下而上看，假设养乐多在儿童群体中渗透率为 20%，消费者每年人均消费 60 瓶（养乐多包装通常每盒 5 瓶，按每月消费 1 盒计算），则养乐多在儿童市场的规模约为 61 亿元。

奶酪棒和养乐多同样具备包装小巧，食用方便，营养丰富的特点，考虑到饮品的消费接受度和渗透率会高于食品零食，养乐多进入中国市场的时间更早和养乐多单价较奶酪棒更低等因素，预计远期奶酪棒渗透率为养乐多渗透率的 30%，奶酪棒的渗透率达到 6%，则奶酪棒在远期具备 95 亿元的市场规模。

表 10: 奶酪棒儿童市场空间测算: 参照养乐多

	奶酪棒- 当前市场空间	养乐多- 当前市场空间	奶酪棒 远期市场空间 (参照养乐多)
总人口 (亿人)		14.46	
3-14 岁人口比例		13.96%	
3-14 岁人口数量 (亿人)		2.02	
渗透率	2.5%	20.0%	6.0%
渗透人口(万人)	504.85	4038.79	1211.64
人均一年消费袋 (瓶) 数			
其中:			
奶酪棒按每袋 5 根奶酪棒, 每月消费 3 袋计算;	36	60	36
养乐多按每盒 5 瓶, 每个 月消费 1 盒计算			
每袋 (瓶) 价格 (元)	19.8	2.5	21.8 (假设价格长期有 10%的 上涨空间)
每年人均消费金额 (元)	713	150	784
总消费金额 (亿元)	35.99	60.68	95.00
<b>远期奶酪零售市场规模(亿 元)</b>		<b>713.44</b>	
奶酪棒占比		13.32%	

资料来源: 光大证券研究所测算, 人口数据来自 countrymeter 人口时钟, 统计时间为 2021 年 4 月 13 日, 人口比例来自国家统计局

### 方法二: 对比果冻

果冻是儿童零食中的经典品类, 发展历史更为悠久。自 1992 年喜之郎进入果冻市场以来, 果冻这一零食品类逐渐受到全国市场的认可。据新思界数据, 2020 年果冻市场已经发展到 300 亿元的市场空间。果冻覆盖的消费者范围更广, 不同消费者消费频率差异较大。从忠实消费者的角度看, 若果冻在儿童群体中渗透率为 30%, 按忠实消费者平均每月消费 1 袋, 每袋 15 元计算, 则果冻在儿童群体中市场规模为 109 亿元。

奶酪棒和果冻都有可以融入不同口味的市场潜力, 在消费升级的趋势下奶酪棒有望成为儿童下一种喜爱的零食, 但考虑到果冻价格更低, 发展历史更久, 若奶酪棒渗透率水平在远期对标果冻, 达到果冻渗透率的 30%, 则奶酪棒在 9%的渗透率下远期具备 143 亿元的市场规模。

表 11: 奶酪棒儿童市场空间测算: 参照果冻

	奶酪棒 当前市场空间	果冻 当前市场空间	奶酪棒 远期市场空间 (参照果冻)
总人口 (亿人)		14.46	
3-14 岁人口比例		13.96%	
3-14 岁人口数量 (亿人)		2.02	
渗透率	2.5%	30.0%	9.0%
渗透人口(万人)	504.85	6058.18	1817.45
人均一年消费袋数			
其中:			
奶酪棒按每袋 5 根奶酪棒, 每月 消费 3 袋计算;	36	12	36
果冻按每月 1 袋消费量计算;			21.8
每袋 (瓶) 价格 (元)	19.8	15.0	(假设价格长期有 10% 的 上涨空间)
每年人均消费金额 (元)	713	180	784
总消费金额 (亿元)	35.99	109.05	142.50
<b>远期奶酪零售市场规模 (亿元)</b>		<b>713.44</b>	
奶酪棒占比		19.97%	

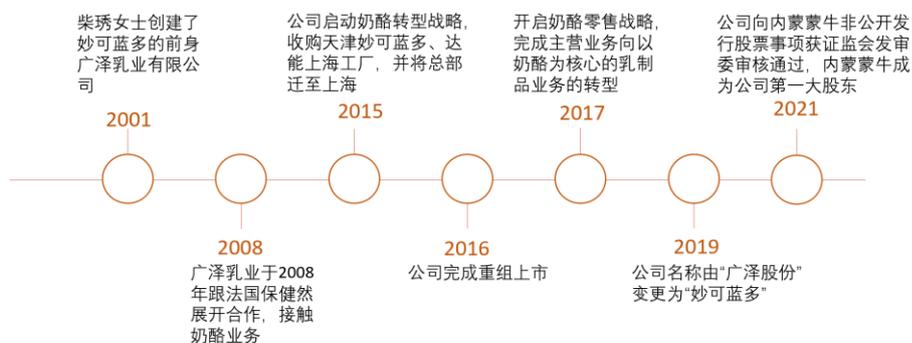
资料来源: 光大证券研究所测算, 人口数据来自 countrymeter 人口时钟, 统计时间为 2021 年 4 月 13 日, 人口比例来自国家统计局

## 2、妙可蓝多公司概况

### 2.1、公司发展历程

公司是以奶酪为核心业务的乳制品企业。前身为 2001 年创建的广泽乳业有限公司, 创始人为柴琬女士。广泽乳业于 2008 年跟法国保健然展开合作, 接触奶酪业务。2015 年, 公司启动奶酪转型战略, 收购天津妙可蓝多、达能上海工厂, 并将总部迁至上海。2016 年完成重组上市, 2017 年开启奶酪零售战略, 完成主营业务向以奶酪为核心的乳制品业务的转型。2019 年 3 月, 公司名称由“广泽股份”变更为“妙可蓝多”。

图 12: 妙可蓝多发展史



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

目前, 奶酪棒是公司产品中最值得关注的品类。公司在 2018 年推出的现象级“奶酪棒”大单品, 结合渠道渗透及品牌营销, 快速抢占市场。奶酪棒品类主要面向 3-12 岁儿童。该细分品类经过一定的前期教育, 切入难度相对较低, 妙可蓝多通过奶酪棒迅速抢占市场。2019 年奶酪棒实现收入 4.96 亿元, 我们估计 2020 年奶酪棒的收入约为 12 亿元左右, 2021 年妙可有望超过百吉福成为奶酪棒市场的龙头企业。

除奶酪棒以外, 妙可蓝多还注重奶酪食品本土化的融合。在公司微信公众号上, 公司经常发布芝士和本土食物相结合的创新应用, 如南瓜芝士和粤菜中的蚝油牛肉芝士饭等创新品类, 不断在消费者心目中强化可以多场景应用的芝士产品形象; 此外, 妙可蓝多还通过赞助 HOTELEX 中国创新与传统中餐厨艺大赛的方式, 为厨师搭建芝士应用的交流平台, 探索芝士在中餐中的应用。

图 13: 妙可蓝多微信公众号上的南瓜芝士吐司介绍



资料来源: 妙可蓝多微信公众号

图 14: 妙可蓝多赞助厨艺大赛



资料来源: 搜狐网

## 2.2、定增落地, 未来可期

2021 年 4 月 19 日, 妙可蓝多发布公告, 证监会发审委审核通过公司非公开发行股票的申请。根据公司此前发布非公开发行预案, 公司拟以 29.71 元/股的价格向内蒙蒙牛集团发行不超过 1 亿股, 募集不超过 30 亿元用于公司生产项目; 本次定增完成后, 预计蒙牛将持有妙可蓝多近 30% 股份, 为公司第一大股东、实控人。**定增落地预计会给公司带来以下影响:**

- **强强联手, 竞争格局边际改善:** 蒙牛入主后, 妙可面对的竞争格局有望优化。为解决同业竞争问题, 蒙牛承诺在交易完成之日起 2 年内将旗下奶酪业务资产注入上市公司。蒙牛旗下奶酪业务与爱氏晨曦合作, 2020 年实现收入 8.1 亿元。妙可蓝多预计在 2020 年实现收入 27.5-28.5 亿元, 其中奶酪收入约为 20 亿元。蒙牛入主后, 妙可蓝多奶酪业务将实现和爱氏晨曦的强强联合, 根据欧睿数据, 2020 年奶酪行业中妙可蓝多目前市占率为 19.8%, 蒙牛目前奶酪的市占率为 1.8%, 若考虑蒙牛入主的因素, 2020 年公司市占率约为 21.6%, 而百吉福为 25%, 公司从总量上看未来有望参与中国奶酪行业第一名的竞争。
- **B 端资源充分, 有望赋能妙可长期发展:** 蒙牛入主后, 妙可蓝多作为蒙牛旗下境内奶酪业务的唯一平台, 预计将得到蒙牛集团的重点资源投入。其中, 在零售端, 蒙牛渠道资源丰富, 在渠道上奶酪和低温奶具有重合之处, 蒙牛的低温奶网点数目前在 60 万-70 万家。在餐饮端, 在蒙牛资源加持和品牌背书下, 公司在餐饮端的信任度将进一步增强。2021 年 1 月, 公司就与

内蒙蒙牛集团订立战略合作协议，双方一致同意开展各类奶酪产品的开发和推广，并进行销售渠道共建、营销资源共享、产能布局提升等多方面、多维度的业务合作。预计定增落地后，公司在餐饮端的大客户资源将更加充分。

- **蒙牛背书，投资者信任度增加：**蒙牛入主后，公司治理体系更加规范。蒙牛将控制董事会，同时可派 1 名财务总监，公司治理、财务规范性将改善提升。并且根据此前定增方案，蒙牛入主后至少 3 年内保持现有管理层稳定。公司管理层目前具备战略洞察力和管理执行力，在蒙牛管理体系下，预计公司治理将更加规范，投资人信心可以得到进一步增强。

## 3、总结与讨论

### 3.1、远期空间，千亿可期

参考日韩的奶酪消费水平和使用场景演变，综合考虑中国实际消费情况，**长期看，我们预计奶酪市场有 7-8 倍提升空间，远期规模有望达到 1059-1206 亿元。**我们认为，未来随着人均收入提升、消费持续升级，再加上中西饮食文化的不断融合发展，中国消费者对于奶酪的接受度将会持续提高，进而打开整体奶酪市场的空间。

自下而上看，市场空间增长的源泉是：**1) B 端消费场景的开拓，特别是奶酪与中餐的融合；2) C 端开发出本土消费者接受的零食大单品。**此外，行业内部企业灵活的营销策略和持续进行的消费者教育，都有望增加消费者对奶酪的认可和消费。

表 12：奶酪行业当前市场空间和远期市场空间对照表

当前空间				
场景	价格 (万元/吨)	人均消费量 (Kg/年)	销量 (万吨)	市场规模 (亿元)
零售端	14.95	0.04	5.87	87.76
餐饮端	4.35-6.19	0.1	14.13	61.47-87.46
<b>合计</b>	<b>7.46-8.76</b>	<b>0.14</b>	<b>20</b>	<b>149-175</b>
远期空间				
场景	价格 (万元/吨)	人均消费量 (Kg/年)	销量 (万吨)	市场规模 (亿元)
零售端	16.45	0.3	43.38	713.44
餐饮端	4.79-6.81	0.5	72.31	345.98-492.33
<b>合计</b>	<b>9.16-10.42</b>	<b>0.8</b>	<b>116</b>	<b>1059-1206</b>

资料来源：光大证券研究所整理

### 3.2、份额尚能集中，龙头有望加速受益

从竞争格局看，头部企业市占率有望进一步提升，龙头企业妙可蓝多的优势有望持续巩固。随着蒙牛定增妙可蓝多事项落地，借助蒙牛的渠道资源+妙可在奶酪品类的积淀，公司的长期成长空间将进一步被打开。蒙牛的入主并非市占率的简单求和，在餐饮端，妙可蓝多将享受到蒙牛的品牌背书，获客难度有望降低，在零售端妙可蓝多将充分享受蒙牛多年以来在渠道领域积淀的优势，这将助力妙可蓝多在奶酪市场中收获更大的市场份额，进而持续巩固其龙头地位。

## 4、投资建议

我们维持 2020-2022 年净利润预测分别为 0.63/2.53/ 5.16 亿元。蒙牛入股后公司的中长期空间进一步被打开，公司卡位的奶酪细分市场增速快且具备较大空间，我们看好公司的长期潜力，维持“买入”评级。

## 5、风险提示

### 产能释放不及预期；

由于公司近年来销售收入增长较快，产能端会承受一定的压力，产能释放通常需要一定的时间。若公司面临资金无法及时投入生产端或因施工原因导致的产能滞后问题，公司的产量将受到较大影响。

### 新品增长低于预期

公司业绩的快速增长基于核心奶酪业务的顺利推进。若不利情况产生，如市场需求低迷、产品竞争激烈及渠道铺设速度不及预期，则对公司收入端及利润端都会造成较大压力。

### 原材料价格上涨

原材料费用占公司乳制品生产成本的主要比重，而公司并未掌握强势的终端定价权。原材料价格波动将压缩公司利润率。

### 食品安全问题

食品安全是食品企业生产命脉，如果食品安全问题出现，公司生产经营将受到冲击，同时亦有可能产生负面溢出效应波及至行业层面。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,226	1,744	2,791	4,082	5,986
营业成本	895	1,194	1,735	2,389	3,333
折旧和摊销	41	53	72	83	96
税金及附加	9	10	20	29	42
销售费用	205	359	726	1,020	1,497
管理费用	97	111	178	260	382
研发费用	14	22	42	61	90
财务费用	57	58	34	45	62
投资收益	30	0	0	0	0
营业利润	-3	20	73	301	617
利润总额	-2	23	76	303	620
所得税	-12	3	13	51	104
净利润	11	19	63	253	516
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	11	19	63	253	516
EPS(元)	0.03	0.05	0.15	0.49	1.00

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	87	292	112	264	525
净利润	11	19	63	253	516
折旧摊销	41	53	72	83	96
净营运资金增加	314	-42	335	437	624
其他	-278	262	-359	-509	-711
投资活动产生现金流	-80	62	-159	-325	-300
净资本支出	-125	-123	-250	-250	-250
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	45	184	91	-75	-50
融资活动现金流	-171	-577	327	384	252
股本变化	-1	0	6	101	0
债务净变化	-14	-385	363	454	418
无息负债变化	10	91	202	180	283
净现金流	-164	-223	281	323	476

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	27.0%	31.6%	37.8%	41.5%	44.3%
EBITDA 率	5.3%	8.7%	6.5%	10.6%	13.1%
EBIT 率	1.9%	5.5%	4.0%	8.6%	11.4%
税前净利润率	-0.1%	1.3%	2.7%	7.4%	10.4%
归母净利润率	0.9%	1.1%	2.3%	6.2%	8.6%
ROA	0.4%	0.8%	2.1%	6.4%	10.2%
ROE (摊薄)	0.9%	1.5%	4.8%	16.2%	26.1%
经营性 ROIC	-9.1%	4.6%	3.8%	9.5%	14.6%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	55%	48%	57%	60%	61%
流动比率	1.04	1.13	1.08	1.04	1.11
速动比率	0.90	0.95	0.93	0.90	0.96
归母权益/有息债务	1.10	1.76	1.23	1.02	1.01
有形资产/有息债务	1.86	2.52	2.24	2.11	2.21

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 2021-2022 年 EPS 按定增完成后总股本折算。

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	2,690	2,443	3,072	3,937	5,054
货币资金	636	417	698	1,020	1,497
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收帐款	154	174	279	408	598
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	157	7	3	4	6
存货	163	142	206	283	395
其他流动资产	50	70	111	162	236
流动资产合计	1,189	880	1,469	2,088	2,999
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	572	593	616	654	698
在建工程	66	67	155	222	271
无形资产	114	107	155	201	247
商誉	455	429	429	429	429
其他非流动资产	29	58	117	117	117
非流动资产合计	1,501	1,563	1,603	1,849	2,055
总负债	1,471	1,177	1,743	2,378	3,079
短期借款	273	353	627	1,081	1,499
应付账款	154	165	240	330	460
应付票据	0	79	115	159	221
预收账款	13	55	89	129	190
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	1,140	777	1,364	2,002	2,707
长期借款	295	355	355	355	355
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	26	25	22	20	16
非流动负债合计	331	401	379	376	372
股东权益	1,218	1,266	1,329	1,559	1,974
股本	410	409	415	516	516
公积金	1,764	1,764	1,765	1,689	1,741
未分配利润	-920	-891	-833	-628	-265
归属母公司权益	1,218	1,266	1,329	1,559	1,974
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	16.74%	20.60%	26.00%	25.00%	25.00%
管理费用率	7.93%	6.38%	6.38%	6.38%	6.38%
财务费用率	4.63%	3.32%	1.20%	1.11%	1.03%
研发费用率	1.14%	1.28%	1.50%	1.50%	1.50%
所得税率	799%	15%	17%	17%	17%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	0.00	0.05	0.20	0.40
每股经营现金流	0.21	0.71	0.27	0.51	1.02
每股净资产	2.97	3.09	3.20	3.02	3.82
每股销售收入	2.99	4.26	6.72	7.91	11.59

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	2845	1573	475	148	73
PB	24.8	23.9	23.1	24.5	19.3
EV/EBITDA	480.8	207.4	173.9	91.4	51.3
股息率	0.0%	0.0%	0.1%	0.3%	0.5%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b> A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE