

公司研究

常温奶酪棒开启新篇章

——妙可蓝多（600882.SH）投资价值分析报告

要点

妙可蓝多，以奶酪棒为切入口快速成长的奶酪之王。今年 6 月妙可蓝多市占率超越百吉福成为 C 端奶酪第一品牌，我们认为妙可蓝多在短期内快速崛起主要由于：1) 公司以品类中销售额增速最快的奶酪棒为切入口，实现品牌=品类，占住消费者心智，从而快速获得市场份额；2) 采取“农村包围城市”战略，首先进入低线级市场，避免了和国际品牌的正面竞争，再反攻一线不断扩大覆盖范围。

通过复盘日本奶酪市场的发展历史，我们发现：1) 作为舶来品，消费者教育是奶酪行业发展的关键驱动因素；2) 日本企业通过打造零食大单品不断拓宽 C 端的产品矩阵做大市场；3) 由于本土企业拥有更强渠道力、更了解本土消费者，日本奶酪销售额 CR5 中 3 家为本土企业。参考奶酪在日本的发展路径，我们认为未来我国有望通过持续推出大单品打开 C 端。另一方面，占据渠道优势、了解本土消费者的国产品牌有望持续获取市场份额，占据市场领先地位。

竞争加剧，妙可蓝多率先破局。高成长、高毛利的奶酪棒细分市场吸引了大量参与者进入，低温奶酪棒竞争日趋激烈。在这样的背景下：1) 妙可蓝多通过和蒙牛强强联手，进一步增强了自身实力：蒙牛的渠道、营销、研发资源可以赋能妙可蓝多；2) 妙可蓝多率先推出常温奶酪棒，打开第二成长曲线：由于产品、产线的打磨均需时间，占据先发优势的妙可蓝多可以率先占据市场稳住自身优势。

妙可蓝多在常温奶酪棒上的核心优势在于：1) **产品力强：**公司率先推出常温奶酪棒产品，且产品口感保持和低温奶酪棒一致水准；2) **生产设备优势：**公司前期与设备供应商共同合作进行研发，并签订了排他协议。当前已提前布局充分产能，拥有一定的产能壁垒。

奶酪千亿市场空间可期，奶酪棒为超级大单品。我们认为到 2025 年奶酪市场规模约 448 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 24.6%；2030 年奶酪市场规模约 1273 亿元，其中 C 端约有 927 亿元，C 端 2020-2030 年 CAGR 为 26.6%，其中大单品奶酪棒市场空间预计可达 500 亿元，奶酪棒中低温奶酪棒市场空间预计 200 亿元，常温奶酪棒预计 300 亿元。

盈利预测、估值与评级：常温奶酪棒推出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。我们维持妙可蓝多 2021-2023 年归母净利润预测分别为 3.10/6.45/10.91 亿元，折合 2021-2023 年 EPS 分别为 0.60/1.25/2.11 元，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 89x/43x/25x，维持“买入”评级，综合绝对估值和相对估值结果，给予目标价 75 元。

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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,744	2,847	4,555	6,523	8,858
营业收入增长率	42.32%	63.20%	60.02%	43.20%	35.79%
净利润（百万元）	19	59	310	645	1,091
净利润增长率	80.72%	208.16%	423.41%	108.07%	69.11%
EPS（元）	0.05	0.14	0.60	1.25	2.11
ROE（归属母公司）（摊薄）	1.52%	3.99%	6.46%	11.85%	16.69%
P/E	1,143	371	89	43	25
P/B	17.4	14.8	5.8	5.1	4.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-11（注：2021 年因股权激励、增发和回购增加股本 1.07 亿股）

买入（维持）

当前价/目标价：53.70/75.00 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

联系人：汪航宇

021-52523877

wanghangyu@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

021-52523658

lijq@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.16
总市值(亿元):	277.20
一年最低/最高(元):	31.59/84.50
近 3 月换手率:	90.64%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.70	0.31	26.99
绝对	3.59	-3.52	29.34

资料来源：Wind

相关研报

上半年业绩超预期，持续扩大领先优势——妙可蓝多（600882.SH）2021 年中报业绩点评（2021-08-11）

奶酪王者长成中——妙可蓝多（600882.SH）跟踪报告（2021-04-26）

投资聚焦

关键假设

1) **奶酪业务**：奶酪属于乳制品行业中增速最快的子行业，常温奶酪棒的推出有望成为公司第二增长曲线，我们认为 2021-23 年奶酪业务仍将快速增长。销量提升对固定费用产生摊薄，将显著改善业务利润率。我们预计公司奶酪业务 2021-23 年的收入分别为 37.49/56.97/80.11 亿元，同比增速分别为 80.7%/52.0%/40.6%，毛利率分别为 48.4%/48.6%/48.3%。

2) **液态奶业务**：公司重心在奶酪业务上，预计液奶业务 2021-2023 年收入维持在 4.13 亿元，与 2020 年持平，毛利率维持在 17.9%。

3) **其他乳制品业务**：主要为乳制品贸易业务，我们预计公司乳制品贸易 2021-23 年的收入分别为 3.93/4.13/4.33 亿元，同比增速分别为 10%/5%/5%，毛利率基本维持在 2%。

我们区别于市场的观点

市场担忧奶酪棒竞争加剧、竞争格局恶化将影响妙可蓝多的行业地位和盈利能力。我们认为：1) **行业地位层面**，一方面妙可蓝多和蒙牛强强联手后，蒙牛能为妙可蓝多从渠道、营销、研发资源角度赋能，进一步增强妙可蓝多实力；另一方面妙可蓝多率先推出常温奶酪棒，由于产品、产线的打磨均需时间，占据先发优势的妙可蓝多可以率先占领市场稳住自身优势。2) **盈利能力层面**，高毛利行业竞争加剧不可避免，但公司将推出更高端的低温奶酪棒改善毛利率，且新推出的常温奶酪毛利率与当前低温奶酪棒毛利率相当，综合来看公司毛利率水平还有提升空间。费用方面，公司持续提升费用投放效率，在收入快速增长的规模效应下，费用率整体可控。

市场担忧妙可蓝多会经历短暂辉煌后，被伊利蒙牛快速超越。我们认为不会发生，妙可蓝多在蒙牛入主之后，公司产品、营销、渠道等可能存在的短板将被补长。

1) **产品创新**：公司一直在推动产品创新。在研发层面，公司重视研发投入，2018-2020 年研发费用率持续提升。2) **广告营销**：这是妙可蓝多的强项，蒙牛入股后，妙可蓝多可以和蒙牛一起与广告方签订合同，提高议价能力，降低营销成本。3) **渠道建设**：随着常温奶酪的推出，公司的渠道空间进一步打开，而且借助蒙牛的渠道优势，未来面对与伊利的竞争也更有底气。

股价上涨的催化因素

1) 消费品提价信号出现。2) 常温奶酪棒铺货情况超出预期。

估值与评级

常温奶酪棒推出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。我们维持妙可蓝多 2021-2023 年归母净利润预测分别为 3.10/6.45/10.91 亿元，折合 2021-2023 年 EPS 分别为 0.60/1.25/2.11 元，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 89x/43x/25x，维持“买入”评级，综合绝对估值和相对估值结果，给予目标价 75 元。

目 录

1、妙可蓝多，快速成长的奶酪之王	6
2、观中日市场，寻相似轨迹	8
2.1、日本市场：奥运会契机下，开启消费者奶酪启蒙	8
2.2、中国市场：奶酪棒激活 C 端消费	11
3、竞争加剧，妙可蓝多率先破局.....	12
3.1、低温奶酪棒竞争进入白热化阶段	12
3.2、破局之一：联手蒙牛，形成全产业链协同	14
3.3、破局之二：推出常温奶酪零食，探索新蓝海.....	16
4、探一探奶酪市场空间	18
4.1、奶酪行业千亿空间可期.....	18
4.2、低温奶酪棒预计 200 亿市场空间	20
4.3、常温奶酪零食市场空间有望 1.5 倍于低温奶酪棒	21
4.3.1、从渠道空间看常温奶酪零食的规模空间.....	21
4.3.2、从常温酸奶发展路径看常温奶酪零食规模空间	22
5、盈利预测、估值与评级	23
5.1、盈利预测	23
5.2、绝对估值	24
5.3、相对估值	26
5.4、估值结论与投资评级	26
6、风险提示.....	27

图目录

图 1: 妙可蓝多主要发展历程	6
图 2: 妙可蓝多快速超越外资品牌成为 C 端市场第一的原因	6
图 3: 妙可蓝多分众传媒广告	7
图 4: 妙可蓝多与热门 IP 汪汪队合作	7
图 5: 2017-2021H1 妙可蓝多终端网点数	7
图 6: 妙可蓝多经销商数	7
图 7: 妙可蓝多看点	8
图 8: 中日奶酪市场发展轨迹	8
图 9: 1960-2020 年日本奶酪消费量及增速	9
图 10: 雪印再制奶酪系列产品	9
图 11: 日本奶酪消费以原制奶酪为主	10
图 12: 日本奶酪主要在零售端进行消费	10
图 13: 日本 2020 年奶酪市场竞争格局 (按销售额)	10
图 14: 2008-2020 年零售端&餐饮端奶酪销量同比增速	11
图 15: 2011-2020 年奶酪市场竞争格局 (按销售额)	11
图 16: 中国儿童奶酪棒发展历程	11
图 17: 低温奶酪棒竞争加剧, 妙可蓝多率先破局	12
图 18: 8 月线上价格战	14
图 19: 2018 年 7 月-2021 年 8 月淘宝、天猫等平台奶酪均价及同比增速	14
图 20: 蒙牛入股为妙可蓝多发展带来诸多利好	15
图 21: 2018-2020 年妙可蓝多研发费用及研发费用率	16
图 22: 妙可蓝多 6 大口味奶酪棒和金装奶酪棒	16
图 23: 妙可蓝多广告语	16
图 24: 孙俪代言妙可蓝多	16
图 25: 妙可蓝多常温奶酪棒优势	17
图 26: 妙可蓝多常温奶酪棒包装	18
图 27: 妙可蓝多低温奶酪棒包装	18
图 28: 奶酪市场规模测算结果	18
图 29: 2007-2020 年酸奶市场规模	23

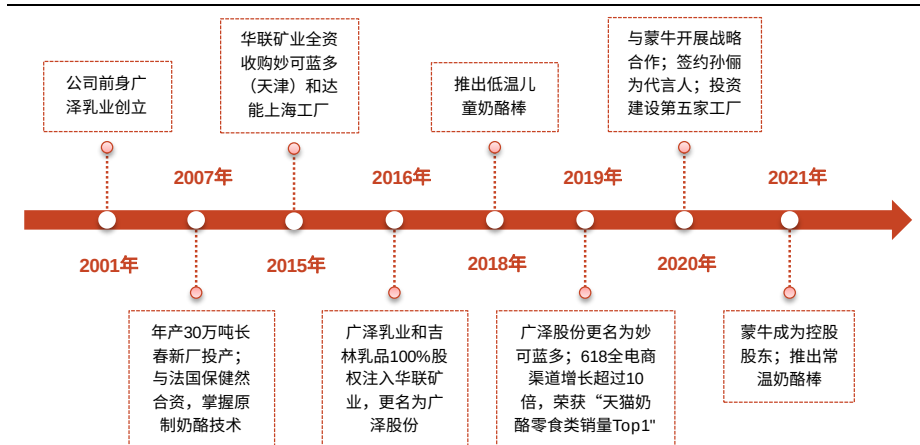
表目录

表 1: 原制奶酪与再制奶酪的区别	10
表 2: 近期奶酪市场融资情况	12
表 3: 2021 年 2 月影院视频广告花费 TOP20 品牌	13
表 4: 2021 年 7 月电梯 LCD 广告花费 TOP10 品牌	13
表 5: 2021 年 1-6 月妙可蓝多梯媒投放情况	13
表 6: 妙可蓝多常温奶酪棒和低温奶酪棒对比	17
表 7: 中国奶酪市场 2020 年规模, 及 2025、2030 年空间预测	19
表 8: 低温奶酪棒儿童市场空间测算: 参照养乐多	20
表 9: 低温奶酪棒儿童市场空间测算: 参照果冻	21
表 10: 2019 年城镇居民食品人均消费支出及 2012 年城镇居民乳制品人均消费支出	22
表 11: 妙可蓝多分项业务收入、归母净利润、费用率和毛利率预测 (百万元)	24
表 12: 绝对估值核心假设表	25
表 13: 现金流折现及估值表	25
表 14: 敏感性分析表	25
表 15: 各类绝对估值法结果汇总表	26
表 16: 妙可蓝多可比公司估值表	26

1、妙可蓝多，快速成长的奶酪之王

妙可蓝多前身为广泽股份，后于 2016 年确立以奶酪为核心业务，2019 年正式更名。公司是 A 股中唯一以奶酪为主业的上市公司，在奶酪这个外资品牌主导的行业，通过奶酪棒这一核心大单品迅速成长，销售额市占率由 2017 的 2% 增长至 2021 年 6 月的 34%，超过百吉福成为市占率第一的品牌。

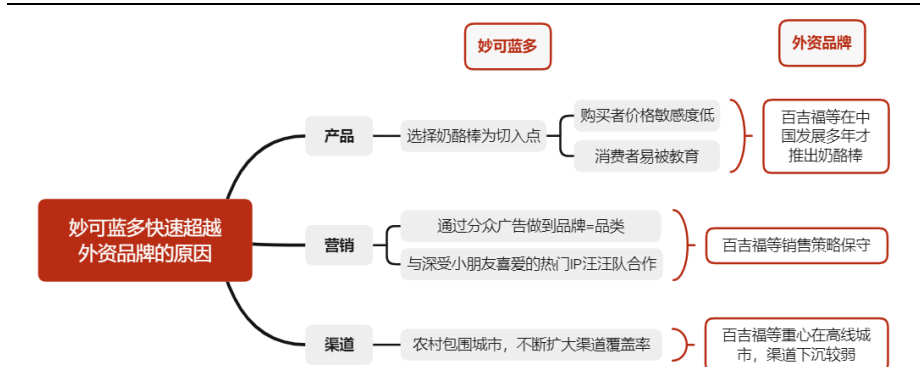
图 1：妙可蓝多主要发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，光大证券研究所

我们认为妙可蓝多得以快速成长为 C 端奶酪第一品牌，得益于几方面原因：1) 公司正确的选择以奶酪棒为切入点：儿童易被教育且价格敏感度低；2) 公司的出色营销实现了品牌=品类，占住了消费者心智；3) 渠道方面采取“农村包围城市”的战略，作为小品牌先进入低线市场，避免了和国际品牌的正面竞争，随后再反攻一线城市，不断扩大整体覆盖范围。

图 2：妙可蓝多快速超越外资品牌成为 C 端市场第一的原因



资料来源：光大证券研究所绘制

1) 产品端：以儿童零食为切入口，消费者价格敏感性低且较易于被教育。

- **购买者价格敏感度低**：奶酪相较于其他零食有更高的蛋白质和钙含量，父母愿意为子女的健康买单，因而价格敏感度较低。
- **消费者易被教育**：奶酪作为舶来品，并非我国传统餐桌饮食的一部分，消费者需要被教育以养成饮食习惯。相较于成人，儿童的饮食口味尚未定型，更容易接受新品类。妙可蓝多以儿童奶酪为切入点，更容易获得消费者；此外，儿童的消费习惯形成后，公司可以绑定消费者持续推出产品以满足

其不同阶段的需求。在对邻国日本奶酪市场的回溯中，我们也可以看到，奶酪进入日本市场亦是以儿童作为切入点。

2) 营销端：通过广告宣传抓住消费者心智，做到品牌=品类。

- 妙可蓝多作为新品牌，通过在分众传媒进行大规模的广告投放，在消费者心中立起品牌认知，并逐步做到品牌=品类。此外，公司通过与深受小朋友喜欢的热门 IP 汪汪队合作，进一步增强了小朋友的喜爱度。
- 妙可蓝多在分众传媒的广告投放亦是循序渐进的，分阶段强调妙可蓝多是谁、建立销量第一的领导品牌认知、强化品类教育，以上三个步骤让妙可蓝多快速抢占消费者心智。

图 3：妙可蓝多分众传媒广告



资料来源：公司官网，光大证券研究所

图 4：妙可蓝多与热门 IP 汪汪队合作

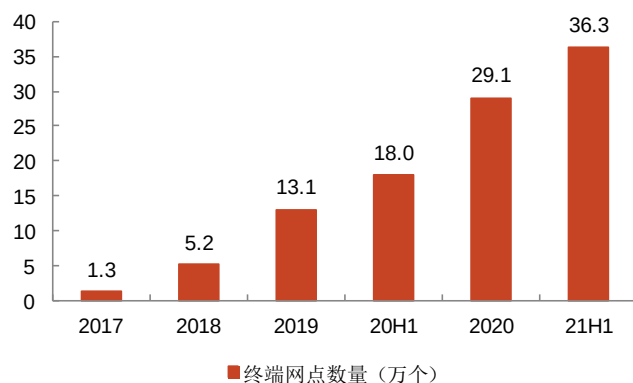


资料来源：公司官网，光大证券研究所

3) 渠道端：通过“农村包围城市”的方式，从二三线城市入手到反攻一线城市，不断扩大渠道覆盖率。

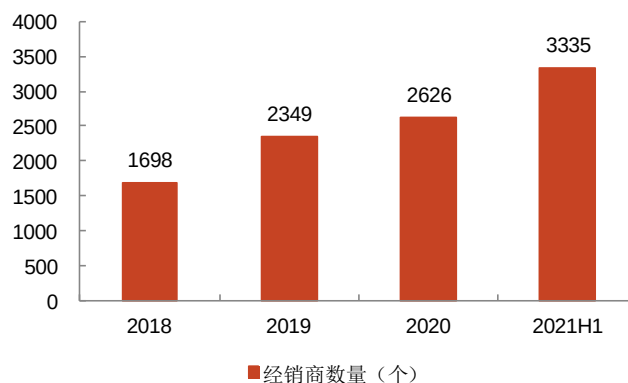
- 此前在一线城市，外资奶酪品牌牢牢占住市场，妙可蓝多作为新兴品牌很难直接与其抗衡。因此公司选择了先攻入二三线城市，在积累了一定消费者认可之后再进入一线市场。当前，妙可蓝多在北京和上海的销售额市占率均超过百吉福。
- 在渠道扩展方面，截至 2021 年 6 月底，公司已覆盖了 36.3 万零售终端。以全国约 50-60 万低温终端网点计算，覆盖网点比例达 60% 以上。在扩张渠道的同时，妙可蓝多亦通过导购地推不断进行产品教育，持续增强单网点的售卖力。

图 5：2017-2021H1 妙可蓝多终端网点数



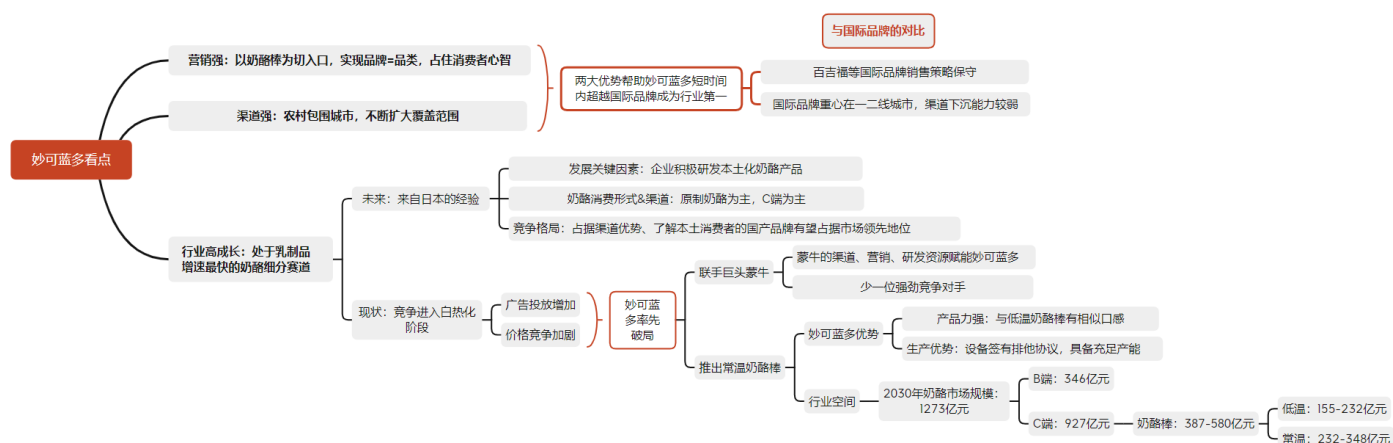
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 6：妙可蓝多经销商数



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 7：妙可蓝多看点



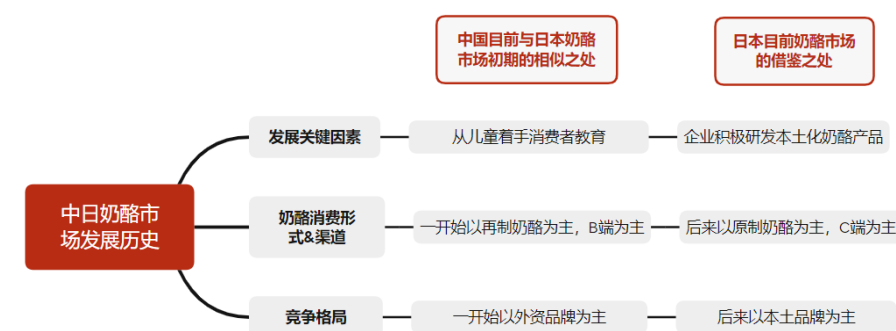
资料来源：光大证券研究所整理及测算

2、观中日市场，寻相似轨迹

妙可蓝多所处的奶酪行业在中国尚处于成长期，通过对邻国日本奶酪市场的复盘，有助于我们判断行业&公司的发展方向。

中日具有相似的饮食习惯，我们通过复盘中日奶酪市场的发展历史，发现两者具有相似的轨迹。1) 作为舶来品，消费者教育是奶酪行业发展的关键驱动因素；2) 日本企业通过打造零食大单品不断拓宽 C 端的产品矩阵做大市场；3) 由于本土企业拥有更强渠道力、更了解本土消费者，日本奶酪销售额 CR5 中 3 家为本土企业。参考奶酪在日本的发展路径，我们认为未来我国有望通过持续推出大单品打开 C 端。另一方面，占据渠道优势、了解本土消费者的国产品牌有望持续获取市场份额，占据市场领先地位。

图 8：中日奶酪市场发展轨迹



资料来源：《适应亚洲胃，奶酪在日本经历了什么》（钟成、沃煊皓），光大证券研究所绘制

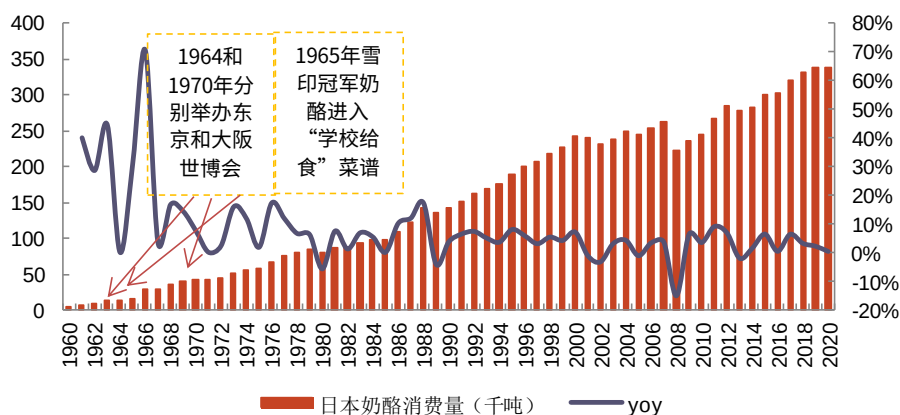
2.1、日本市场：奥运会契机下，开启消费者奶酪启蒙

日本现代奶酪产业开始于 1875 年，但直到 20 世纪 60-70 年代的奥运会和世博会后，日本奶酪才开始了真正的发展。

1) 1964 年的东京奥运会和 1970 年的大阪世博会是日本奶酪的发展契机。

- 1964 年的东京奥运会开启了日本消费者的奶酪启蒙教育。奥运会期间政府大力推广奶酪的食用方法；除此之外，政府还将奶酪加入日本中小学的“学校给食”菜谱，让日本消费者从小养成食用奶酪的习惯。
- 1970 年大阪世博会后，快餐、西餐大量进入日本，快餐店的蓬勃发展推动了奶酪 B 端消费。例如 1971 年麦当劳进入日本，1973 年必胜客进入日本，为消费者提供更多消费西式奶酪的机会。为了抓住消费者红利，1973 年日本本土乳企组建了“日本奶酪促进委员会”，积极开展奶酪推介活动。

图 9：1960-2020 年日本奶酪消费量及增速



资料来源：日本农林水产省，光大证券研究所

2) 随着从小食用奶酪的中小生长大，日本奶酪企业积极研发本土化奶酪产品，进一步扩大消费人群。

- To C 端的休闲零食：1980 年代，日本乳企推出各种再制干酪的休闲零食，扩大了消费人群。例如当时雪印推出的口味温和的手撕奶酪“Sakeru Cheese”成为了网红产品。二十一世纪之后，雪印推出更多本土化奶酪产品，如佐酒奶酪、零食奶酪等。

图 10：雪印再制奶酪系列产品



资料来源：雪印官网，光大证券研究所

- To C 端的家庭餐桌：到了二十世纪 90 年代，企业推出速食披萨、速食意面，将奶酪的消费场景从餐厅引向餐桌，消费者能够从商超购买到这些产品，增加了便捷性和消费频次。

从奶酪消费形式和奶酪消费渠道来看，日本目前以原制奶酪和 C 端消费者为主，若将日本奶酪市场目前的情况作为中国奶酪市场终局的参考，对中国奶酪企业的

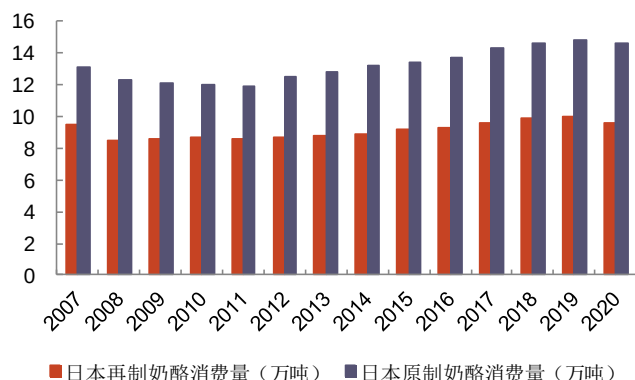
启示是：1) 当奶酪渗透率提高到一定程度，应逐渐增加原制奶酪的生产。妙可蓝多即将推出的“51%干酪含量奶酪棒”也是在向这一趋势逐步靠拢。2) 企业应该加强对于零售端的布局，未来奶酪行业的增量也会主要来自于 C 端。

表 1：原制奶酪与再制奶酪的区别

	原制奶酪	再制奶酪
原料	原奶（包括牛奶、羊奶、水牛奶、牦牛奶）、凝乳酶、乳酸菌	原制奶酪（新国标要求干酪含量>51%）、奶粉、乳化盐等
工艺过程	发酵、排乳清、撒盐、成熟	加热、搅拌、乳化等加工过程
代表产品	马苏里拉、切达奶酪、高达奶酪、艾蒙塔尔奶酪、卡蒙贝尔奶酪等	儿童奶酪棒、再制干酪芝士片、涂抹奶酪块

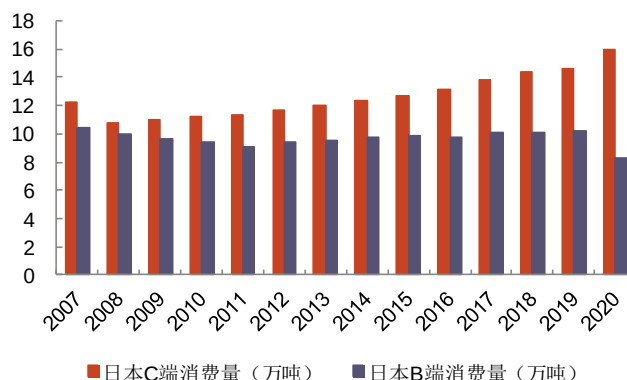
资料来源：《广泽股份非公开发行股票募集资金投资项目的可行性分析报告（二次修订稿）》，光大证券研究所整理

图 11：日本奶酪消费以原制奶酪为主



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

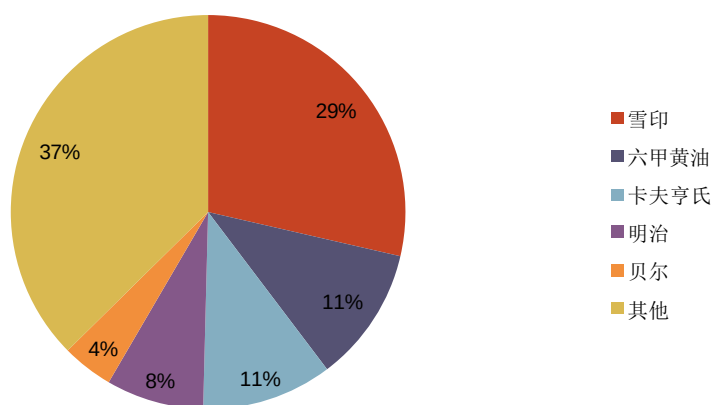
图 12：日本奶酪主要在零售端进行消费



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

从日本奶酪竞争格局来看，日本奶酪市场集中度高，且由本土企业主导。市占率最高的奶酪企业是日本本土企业雪印，2020 年销售额 CR3 为 51%，其中日本企业占 2 家；销售额 CR5 为 63%，其中日本企业占 3 家。

图 13：日本 2020 年奶酪市场竞争格局（按销售额）



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

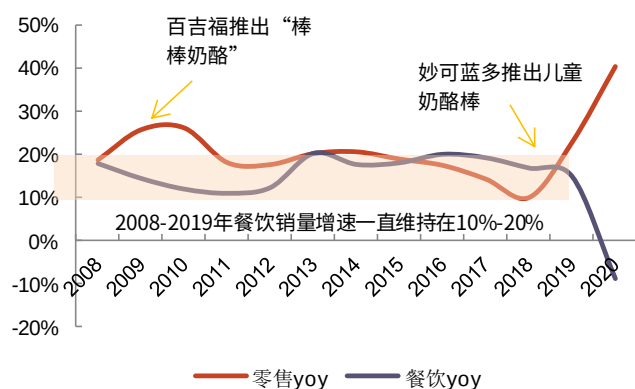
2.2、 中国市场：奶酪棒激活 C 端消费

与日本类似,早期奶酪在中国市场发展缓慢,主要靠着西式快餐的发展逐步渗透,早期的大单品是芝士片和马苏里拉芝士。

国内奶酪 C 端市场此前一直由国外品牌主导,国内乳企巨头在奶酪板块表现稍弱:蒙牛于 2008 年起开始涉及奶酪业务;伊利原本于 2014 年计划在广州惠州新建年产 4.2 万吨发酵乳项目,最终因市场变化并未投产。

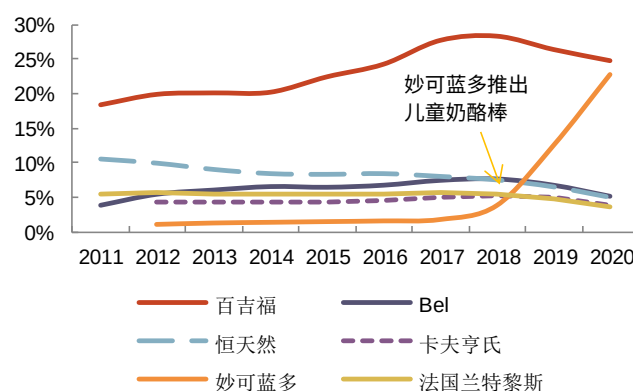
中国奶酪市场发展的契机在于 2018 年妙可蓝多推出儿童奶酪棒,配合高频的营销和消费者教育,C 端奶酪消费量于 2019 年起高双位数增长。

图 14: 2008-2020 年零售端&餐饮端奶酪销量同比增速



资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所

图 15: 2011-2020 年奶酪市场竞争格局 (按销售额)



资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所

在儿童奶酪零食的快速增长和较高的毛利率的吸引下,新老品牌入局奶酪市场,布局儿童奶酪棒产品线。

➢ 乳企老品牌加注儿童奶酪棒业务。

图 16: 中国儿童奶酪棒发展历程



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所

➤ **新奶酪品牌快速融资。**

- ✓ **妙飞：**成立于 2019 年，妙飞创始人陈运曾先后担任伊利奶酪事业部总经理、妙可蓝多副总裁等职务。2019 年旗下奶酪棒上市，2020 年获得两轮融资，其中 B 轮融资获近亿元，融资方有钟鼎资本、经纬中国和高瓴资本。
- ✓ **奶酪博士：**成立于 2019 年，2020 年推出儿童奶酪棒，已获得红杉中国种子基金、挑战者资本等投资机构投资。

表 2：近期奶酪市场融资情况

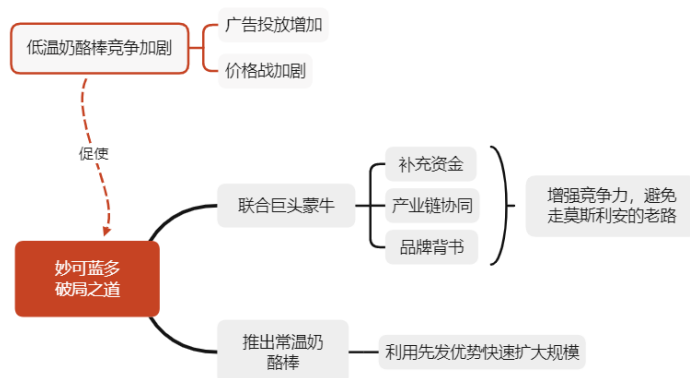
品牌	融资轮次	金额	投资机构	成立时间
妙飞	B 轮	近亿元	钟鼎资本、经纬中国、高瓴资本	2019 年
奶酪博士	-	-	红杉中国种子基金、挑战者资本等	2019 年
妙可蓝多	上市后定增	30 亿元	蒙牛乳业	2001 年

资料来源：各公司公告，妙可蓝多官网，光大证券研究所整理（数据截至 2021 年 8 月 31 日）

3、竞争加剧，妙可蓝多率先破局

随着参与者增多，奶酪市场的竞争也逐渐加剧。妙可蓝多作为市场领导者率先从两方面进行破局。一是联合巨头蒙牛，增强产业链等的协同；二是推出常温奶酪棒，覆盖更广阔的渠道，开辟新的蓝海市场。

图 17：低温奶酪棒竞争加剧，妙可蓝多率先破局



资料来源：光大证券研究所

3.1、低温奶酪棒竞争进入白热化阶段

今年以来低温奶酪棒竞争进入白热化阶段，主要体现在行业内广告投放增加，以及价格竞争更加激烈。

➤ **增加广告投放。**

- ✓ **百吉福：**今年 2 月百吉福加大广告投入，首次进入了 2021 年 2 月影院视频广告月度花费 TOP20 品牌排名，并位于第 19 位，贡献了当月食品行业在影院视频广告投放 31.2% 的花费。百吉福作为很少进行大量广告投放的公司，其年初的行为释放了奶酪行业竞争加剧的信号。

表 3： 2021 年 2 月影院视频广告花费 TOP20 品牌

排名	品牌	环比	排名	品牌	环比
1	欧米茄	New	11	伊利	154.6%
2	蒙牛	56.3%	12	椰树	-28.4%
3	戴森	New	13	暴龙	-16.4%
4	三星	New	14	劲牌	>1000%
5	北京现代	71.3%	15	凯迪拉克	New
6	支付宝	New	16	别克	New
7	抖音	-20.9%	17	宝格丽	397.2%
8	沃尔沃	New	18	上汽大众	134.9%
9	BOSS 直聘	New	19	百吉福	New
10	快手	150.5%	20	贪玩游戏	New

资料来源：CTR 媒介智讯，光大证券研究所整理

- ✓ **妙飞**：在今年 6 月的品牌发布会上，妙飞宣布与分众传媒达成战略合作，并宣布刘涛为品牌代言人，将斥资数亿元广告投放。根据 CTR 数据，2021 年 7 月妙飞梯媒广告花费排名第一，2021 年 8 月第一周妙飞在北京、上海商务楼宇进行大规模广告视频投放，位列北京/上海第 1/2 位。

表 4： 2021 年 7 月电梯 LCD 广告花费 TOP10 品牌

7 月排名	6 月排名	品牌	同比 2021.7vs2020.7	环比 2021.7vs2021.6
1	-	妙飞	New	New
2	24	元气森林	10.8%	606.5%
3	-	唱吧	New	New
4	6	农夫山泉	300.6%	17.4%
5	-	贝拉米	New	New
6	-	智联招聘	New	New
7	-	安踏	New	New
8	-	康恩贝	New	New
9	1	蒙牛	61.5%	-64.0%
10	5	东鹏	New	-27.9%

资料来源：CTR 媒介智讯，光大证券研究所整理

- ✓ **妙可蓝多**：今年上半年，妙可蓝多保持着梯媒的高投放力度，除 3 月份外，均保持在梯媒广告花费前 10 名。今年 8 月妙可蓝多赞助了代言人孙俪主演的电视剧《理想之城》，在东方卫视、CCTV8、爱奇艺播出。

表 5： 2021 年 1-6 月妙可蓝多梯媒投放情况

	2021.01	2021.02	2021.03	2021.04	2021.05	2021.06
妙可蓝多梯媒 投放额较 2020 年同比	227.50%	>1000%	-	217.40%	893%	427.60%
妙可蓝多梯媒 投放费用排名	1	1	33	2	9	9

资料来源：CTR 媒介智讯，光大证券研究所整理

➤ 价格竞争更加激烈。

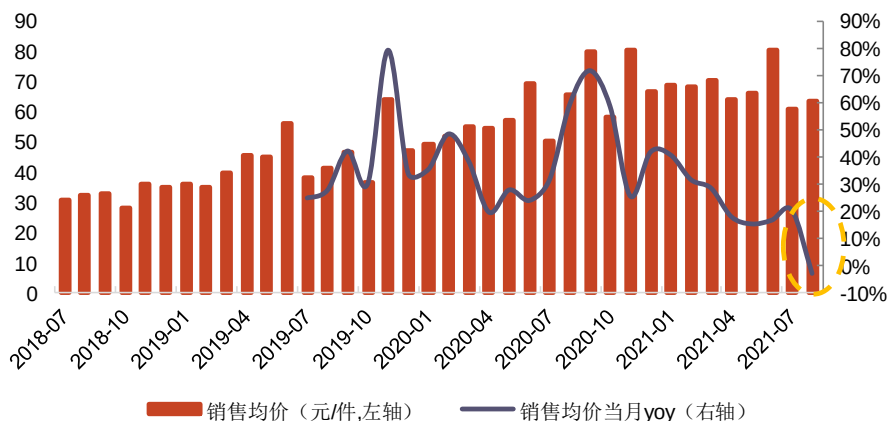
- ✓ 8月下旬，百吉福、妙可蓝多、妙飞、伊利天猫旗舰店折扣均在5折左右，单根奶酪棒约2.5元。从第三方数据库抓取淘宝、天猫等平台公开数据来看，今年8月奶酪均价同比下降3%。

图 18：8 月线上价格战



资料来源：天猫商城，光大证券研究所（价格时间为2021.8.22）

图 19：2018 年 7 月-2021 年 8 月淘宝、天猫等平台奶酪均价及同比增速



资料来源：第三方数据库抓取淘宝、天猫等平台公开数据，光大证券研究所

以上可以看出，低温奶酪棒进入了白热化的竞争阶段，妙可蓝多要想保持现有地位，必须寻找破局之道。

3.2、破局之一：联手蒙牛，形成全产业链协同

在行业竞争加剧之时，通过联手蒙牛，妙可蓝多有望进一步巩固自身优势：蒙牛的渠道、营销、研发资源可以赋能妙可蓝多，同时对妙可蓝多而言，亦减少了一个强劲竞争对手。

首先是定增融得 30 亿元，资金有望支持产能进一步扩张。2019/2020 年公司总产能分别为 1.85/3.78 万吨，综合产能利用率分别为 100.3%/94.7%，亟需扩产。定增完成后，公司将把 30 亿资金（约为 2020 年货币资金的 5 倍）投向上海特色奶酪智能化生产加工项目（年产 8.28 万吨）、长春特色乳品综合加工基地项

目、吉林原制奶酪加工建设项目等。产能的提升将进一步匹配公司成长速度，帮助扩大市场份额。

其次妙可蓝多与蒙牛全产业链形成协同：

1) 上游原材料：蒙牛拥有国内外优质奶源，可以有效保障自身及妙可蓝多的生产原料供应。通过蒙牛的规模优势与供应商集中采购，可以提高采购效率并降低成本。

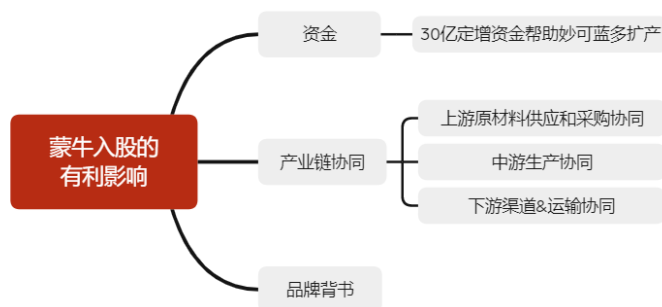
2) 中游生产：未来两家企业在产能利用等方面可产生充分的成本节约效应，此外妙可蓝多还能向蒙牛工厂租赁车间，进行全国性生产，有效节省生产、运输、仓储成本。

3) 下游销售：运输端，妙可蓝多大部分产品需要低温运输，而蒙牛与阿里天鲜配合作，拥有完善的冷链运输和鲜奶到户的配送模式，未来双方形成协同后有望提升妙可蓝多运输配送效率。此外，蒙牛在常温 and 低温终端铺设方面全国领先，拥有众多大型餐饮合作企业，也有望为妙可蓝多赋能。

最后，妙可蓝多还能获得品牌背书，提高市场认可度。蒙牛入股是对妙可蓝多综合实力和奶酪产业的认可，未来应对更激烈的市场竞争，妙可蓝多也更有底气。

目前妙可蓝多与蒙牛在品控、公共关系等管理上，已展开合作协同；渠道营销方面的协同正在整合中。

图 20：蒙牛入股为妙可蓝多发展带来诸多利好



资料来源：公司公告，光大证券研究所

当前市场上对妙可蓝多有两点担忧：一是蒙牛过往的并购整合并不都十分顺利，对妙可经营的稳定性有一定担忧；二是担心伊利一旦发力奶酪，妙可蓝多将被超越。我们认为以上情形不会发生。

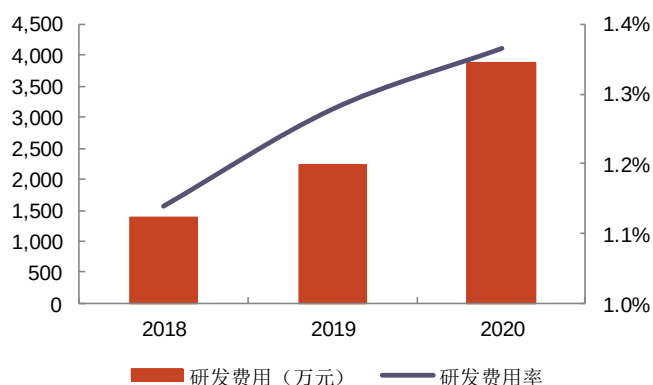
一是并购整合方面，此次收购双方签订了协议，蒙牛控股后，现有经营管理层将维持稳定。自蒙牛取得上市公司控制权之日起 36 个月内，由柴总负责妙可蓝多的经营管理。若 2021-2023 年妙可蓝多收入复合增长率高于奶酪行业平均水平（以凯度消费者指数为基准），妙可蓝多高管将继续任职 36 个月。有效保障了妙可蓝多经营的连贯性和稳定性。

二是有投资者可能会担忧妙可蓝多会经历短暂辉煌后，被伊利蒙牛快速超越。我们认为不会发生，妙可蓝多在蒙牛入主之后，产品、营销、渠道等可能存在的短板将被补长。

1) 产品创新：公司一直在推动产品创新。在研发层面，公司重视研发投入，2018-2020 年研发费用率持续提升。2021 年位于上海金山的国内领先的研发中心也将落成投入使用。在新品推出方面，目前奶酪棒已有 6 种

口味，2020 年推出干酪含量大于 40%的金装新品，2021 年也推出了芝士棒新包装。

图 21：2018-2020 年妙可蓝多研发费用及研发费用率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 22：妙可蓝多 6 大口味奶酪棒和金装奶酪棒



资料来源：妙可蓝多官网，光大证券研究所

- 2) **广告营销**：广告营销是妙可蓝多的强项，奶酪棒上市之初靠着《两只老虎》歌词改编的广告迅速占据消费者心智，逐步做到品牌=品类。2020 年 9 月，妙可蓝多也首次启用明星代言，签约孙俪。蒙牛入股后，妙可蓝多可以和蒙牛一起与广告方签订合同，提高议价能力，降低营销成本。

图 23：妙可蓝多广告语



资料来源：妙可蓝多官网，光大证券研究所

图 24：孙俪代言妙可蓝多



资料来源：妙可蓝多官网，光大证券研究所

- 3) **渠道建设**：妙可蓝多已经建立起全国性的渠道网络，在全国 50-60 万个低温终端中，公司已占到 36.3 万个，渠道拓展速度快。随着常温奶酪的推出，公司的渠道空间进一步打开，而且借助蒙牛的渠道优势，未来面对与伊利的竞争也更有底气。

对于未来竞争格局的预测，我们认为未来有望形成一超两强的格局，若参照欧睿 2020 年日本 CR3 的数据，预计中国未来 CR3 有望达 50% 以上，行业第一企业有望取得 30% 左右的市场份额。目前妙可蓝多已经是行业第一，有了蒙牛加持后，我们认为未来妙可蓝多依然会保持行业第一的地位。

3.3、破局之二：推出常温奶酪零食，探索新蓝海

妙可蓝多提早多年进行常温奶酪棒的研究，今年 7 月南北区合并后成立了专门的常温事业部，由原来的南区负责人负责，并于今年 9 月上市常温奶酪棒。第一批常温奶酪棒产品主要在山东、河南、河北、江苏、上海销售。常温奶酪棒只

是公司进入常温领域的第一步，未来公司还会推出更多常温奶酪零食，丰富产品矩阵。

目前常温奶酪棒还是蓝海，仅均瑶推出过常温奶酪棒，由于产品和产线研发需要时间，我们认为妙可蓝多至少可以享受为期半年的常温奶酪棒舒适期，利用先发优势快速扩大规模。

妙可蓝多在常温奶酪棒上的核心优势在于：

1) 产品力强：公司经过 2-3 年的研究，解决了核心配方问题，使得常温奶酪棒拥有和低温奶酪棒相似的口味和口感，这是很多竞品公司一直在攻关的，但还没有解决的问题。因为常温下蛋白质容易变质，常温奶酪棒口味难以和低温产品一样。

2) 生产设备优势：公司对生产技术进行升级，解决了常温下杀菌消毒，以及产品不掉棒的问题。目前国内拥有常温设备的企业数量不多，公司与设备提供方签订了排他协议，竞品短期内较难赶上。

3) 产能储备优势：公司目前拥有充足的产能储备，能满足今年到明年的需求，竞品补产线需要一定周期。

图 25：妙可蓝多常温奶酪棒优势



资料来源：公司 2021 年中报业绩交流，光大证券研究所

常温奶酪棒从战略定位及渠道铺设方面会与低温奶酪棒相区分：

1) 定位差异：低温产品定位高端，未来会推出有机、51%干酪含量等更高端的产品，提升整体毛利率；常温产品定位功能性，定价略低于低温产品，但毛利率与低温产品相当。

2) 渠道差异：公司会对常低温产品的销售区域作区隔，常温产品会更多覆盖流通渠道，低温产品更多覆盖 KA 等小店渠道。根据公司业绩会交流的数据，全国常温渠道有 500-600 万个终端，对妙可蓝多有效的终端大约 200-300 万个。有了常温产品，公司能够快速抢占更多市场份额。

表 6：妙可蓝多常温奶酪棒和低温奶酪棒对比

差异点	常温奶酪棒	低温奶酪棒
定位	功能性	高端
定价	16.8 元 (18g*5 根)、 10.8 元 (18g*3 根)	19.9 元 (20g*5 根)
毛利率	常温虽定价低于低温，但由于节省了冷链运输费用，GPM 预计和低温一致。	
渠道规模	200-300 万个	60-70 万个

渠道主要覆盖城市	低线城市	高线城市
主要渠道类型	流通渠道	KA 等小店渠道

资料来源：公司 2021 年中报业绩交流，光大证券研究所整理

图 26：妙可蓝多常温奶酪棒包装



资料来源：公司官网，光大证券研究所

图 27：妙可蓝多低温奶酪棒包装

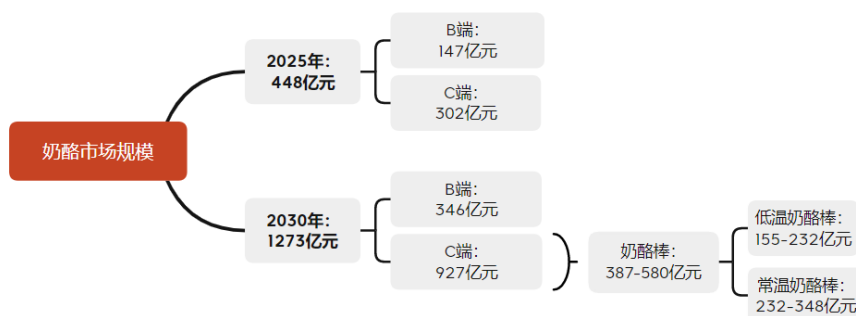


资料来源：公司官网，光大证券研究所

4、 探一探奶酪市场空间

参考前篇报告《奶酪王者长成中——妙可蓝多（600882.SH）跟踪报告》的测算结果，2020 年奶酪市场规模约为 149 亿元，其中餐饮端市场规模约为 61 亿元，零售端市场规模约为 88 亿元。我们通过测算，认为到 2025 年奶酪市场规模约为 448 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 24.6%；2030 年奶酪市场规模约为 1273 亿元，其中 C 端约有 927 亿元，C 端 2020-2030 年 CAGR 为 26.6%，其中大单品奶酪棒市场空间预计可达 500 亿元，奶酪棒中低温奶酪棒市场空间预计 200 亿元，常温奶酪棒预计 300 亿元。

图 28：奶酪市场规模测算结果



资料来源：光大证券研究所测算

4.1、 奶酪行业千亿空间可期

2030 年奶酪市场规模：

➤ 零售端：

- ✓ 前篇报告《奶酪王者长成中——妙可蓝多（600882.SH）跟踪报告》中，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 2030 年达到人均 0.3Kg/年，总消费量接近 43.38 万吨；并预计零售端

奶酪价格由 2020 年的 14.95 万元/吨温和上升至 2030 年的 16.45 万元/吨 (CAGR 为 1%，低于 2016-2020 年 CPI 的 CAGR4.9%)，测算出 2030 年零售端奶酪规模约为 713.44 亿元。

- ✓ 常温奶酪零食的推出，一方面增加了奶酪零食的铺货渠道，预计在原来 60-70 万个渠道空间的基础上增加 200-300 万个渠道终端；另一方面提高了消费人群的覆盖和渗透率，拓宽了零售端奶酪市场规模的空间，因此我们上调之前对零售端奶酪的规模预测至 927.47 亿元，上调幅度为 30%。结合前篇报告的测算，2020 年零售端奶酪市场规模为 87.76 亿元，则 2020-2030 年 CAGR 为 26.59%。
- **餐饮端：**我们参考前篇报告的预测结果的下限值，2030 年餐饮端奶酪市场规模为 345.98 亿元，2020 年市场规模为 61.47 亿元，则 2020-2030 年 CAGR 为 18.86%。
- **总市场规模：**综合来看 2030 年奶酪市场规模为 1273.45 亿元，2020-2030 年 CAGR 为 23.91%。

2025 年奶酪市场规模：

- **零售端：**根据前篇报告测算，2020 年奶酪棒市场规模约 35-36 亿元，零售端奶酪市场规模为 87.76 亿元，则奶酪棒约占零售端奶酪的 40%。
 - ✓ 奶酪棒：结合后文测算的 2021 年低温奶酪棒市场规模为 84 亿元，则低温奶酪棒 2021 年增速为 134%-141%。
 - ✓ 非奶酪棒：主要包括家庭使用的马苏里拉和芝士片，增长平稳。参考 Euromonitor 数据，预计 2021 年非奶酪棒销售规模增速与奶酪棒快速放量前的零售端奶酪市场规模增速接近，约为 20%。
 - ✓ 整体：2021 年零售端奶酪市场规模增速预计可达 66%-68%。考虑到零售端奶酪规模提升之后，高基数下增长速度会略有下降，但行业整体增速在乳制品行业中仍处于高速增长态势，预计 2020-2025 年市场规模 CAGR 为 28%，2025 年零售端规模为 301.54 亿元。
- **餐饮端：**参考 Euromonitor 数据，过去几年餐饮端奶酪销量增速一直保持在 18%左右，价格端假设每年增长 1%（低于 2016-2020 年 CPI 的 CAGR4.9%），则预计 2020-2025 年餐饮端规模 CAGR 为 19%，2025 年餐饮端规模为 146.69 亿元。
- **总市场规模：**综合来看 2025 年奶酪市场规模为 448.23 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 24.60%。

表 7：中国奶酪市场 2020 年规模，及 2025、2030 年空间预测

2020A		2025E		2030E	
	市场规模（亿元）	市场规模（亿元）	2020-2025CAGR	市场规模（亿元）	2020-2030CAGR
零售端	87.76	301.54	28%	927.47	26.59%
餐饮端	61.47	146.69	19%	345.98	18.86%
合计	149.23	448.23	24.60%	1273.45	23.91%

资料来源：光大证券研究所测算

4.2、低温奶酪棒预计 200 亿市场空间

从产品端看，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 2030 年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。2020 年养乐多乳酸菌产品在中国日均销售 700 万瓶，年收入额约 64 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约 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 59 亿元。考虑到奶酪棒营养价值更高，适口性好，深受父母和儿童喜爱，我们假设奶酪棒消费量高于养乐多。

低温奶酪棒和养乐多同样具备包装小巧，营养丰富，需要冷链运输的特点。假设 2030 年低温奶酪棒渗透率为养乐多渗透率的 75%（考虑低温奶酪棒在中国市场上市的时间更短和低温奶酪棒单价更高等因素，低温奶酪棒覆盖人数更少，低温奶酪棒渗透率会略低于养乐多），即低温奶酪棒的渗透率达到 15%，则低温奶酪棒在 2030 年具备 155 亿元的市场规模。

表 8：低温奶酪棒儿童市场空间测算：参照养乐多

	低温奶酪棒- 2021 年市场规模	养乐多- 2020 年中国市场规模	低温奶酪棒 2030 年市场空间 (参照养乐多)
总人口 (亿人)		14.12	
3-14 岁人口比例		13.96%	
3-14 岁人口数量 (亿人)		1.97	
渗透率	9.0%	20.0%	15.0%
渗透人口(万人)	1,774	3,942	2,956
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 2 袋计算；	24	60	24
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)	475	150	523
总消费金额 (亿元)	84	59	155

资料来源：光大证券研究所测算，统计时间为 2021 年 9 月 11 日，人口数据来自国家统计局

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。假设果冻普及度高于养乐多，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 106 亿元。同样考虑到奶酪棒营养价值更高，适口性好，深受父母和儿童喜爱，我们假设奶酪棒消费量高于果冻。

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。若低温奶酪棒渗透率水平在 2030 年对标果冻，达到果冻渗透率的 75%（考虑低温奶酪棒在中国市场上市的时间更短和低温奶酪棒单价更高等因素，低温奶酪棒覆盖人数更少，低温奶酪棒渗透率会略低于果冻），则低温奶酪棒在 22.5% 的渗透率下 2030 年具备 232 亿元的市场规模。

表 9：低温奶酪棒儿童市场空间测算：参照果冻

	低温奶酪棒- 2021 年市场规模	果冻- 2020 年中国市场规模	低温奶酪棒 2030 年市场空间 (参照养乐多)
总人口 (亿人)		14.12	
3-14 岁人口比例		13.96%	
3-14 岁人口数量 (亿人)		1.97	
渗透率	9.0%	30.0%	22.5%
渗透人口(万人)	1,774	5,913	4,434
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 2 袋计算；	24	12	24
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）	475	180	523
总消费金额（亿元）	84	106	232

资料来源：光大证券研究所测算，统计时间为 2021 年 9 月 11 日，人口数据来自国家统计局

综合来看，预计 2021 年低温奶酪棒市场规模为 84 亿元，2030 年来看市场规模 155-232 亿元，中间值约为 200 亿元。

4.3、 常温奶酪零食市场空间有望 1.5 倍于低温奶酪棒

4.3.1、从渠道空间看常温奶酪零食的规模空间

低温奶酪棒主要在 KA 渠道及电商渠道进行销售，也涉及部分 BC 类超市、休闲食品连锁门店、母婴渠道等，由于需要冷链运输及冷藏，渠道较常温食品受限。而常温奶酪零食相匹配的渠道更广泛，售卖形式更丰富，例如收银台单支插盒陈列、收银台挂条陈列、货架排面等。

我们按照消费人数、产品定价、消费频次三个变量的差异来确定常低温奶酪零食规模的倍数差异。

1) 从消费人数来看，我们以常低温终端数量为参考，根据上市公司交流给出的数据，全国低温渠道终端大约 60-70 万个，截至 2021 年 6 月底妙可蓝多占 36.3 万个；全国常温渠道大约 500-600 万个，有效渠道大约 200-300 万个。从渠道数量对比来看，常温渠道是低温渠道的 3-4 倍。

2) 从产品定价来看，常温奶酪棒比低温奶酪棒价格低大约 20%。

3) 从消费频次来看，我们以城乡人均消费支出为参考。考虑到常温渠道中低线城市占比更高，低温渠道中一二线城市占比更高，两者消费频次会有差异。2019 年城镇居民食品人均消费支出排名后十省份的平均值是排名前十省份的平均值的 63%，2012 年城镇居民乳制品人均消费支出排名后十省份的平均值是排名前

十省份的平均值的 53%，因此假设低线城市奶酪人均消费频次是高线城市的 55%。

综合来看，常温奶酪零食的潜在市场空间与低温奶酪棒市场空间倍数的下限为 $3 \times 0.8 \times 0.55 = 1.32$ 倍，上限为 $4 \times 0.8 \times 0.55 = 1.76$ 倍，中值约为 1.5 倍。根据前面的测算低温奶酪棒市场空间约 200 亿元，因此常温奶酪零食潜在市场空间可达约 300 亿元。

表 10：2019 年城镇居民食品人均消费支出及 2012 年城镇居民乳制品人均消费支出

城市	2019 年城镇居民食品人均消费支出前十 (元)	城市	2019 年城镇居民食品人均消费支出后十 (元)	城市	2012 年城镇居民乳制品人均消费支出前十 (元)	城市	2012 年城镇居民乳制品人均消费支出后十 (元)
上海	11,273	湖北	4,154	上海	494	海南	145
广东	10,757	河南	5,550	北京	421	湖南	147
浙江	10,162	黑龙江	5,814	西藏	399	吉林	159
天津	9,719	吉林	5,841	天津	325	贵州	170
西藏	9,682	宁夏	5,859	安徽	324	黑龙江	180
福建	9,537	河北	6,024	重庆	318	广西	190
北京	8,951	陕西	6,376	江苏	304	河北	204
海南	8,690	广西	6,578	浙江	284	青海	205
四川	8,279	江西	6,604	陕西	273	山西	210
重庆	8,035	内蒙古	6,688	四川	270	河南	214
平均值	9,509	平均值	5,949	平均值	341	平均值	182

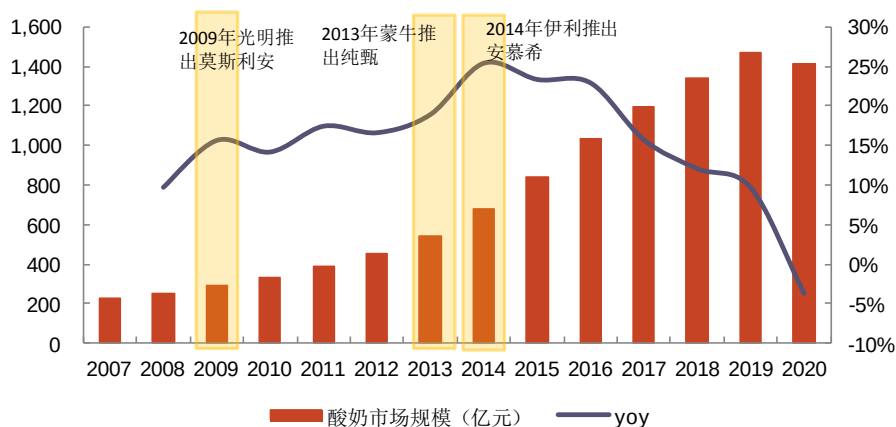
资料来源：国家统计局，光大证券研究所整理

4.3.2、从常温酸奶发展路径看常温奶酪零食规模空间

常温奶酪零食的推出，使得产品可以不受冷链运输体系的限制，在运输与存储上具备优势，终端能够触达到三四线甚至四五线市场，这与当年的常温酸奶有异曲同工之妙。

2009 年常温酸奶莫斯利安推出后，酸奶整体市场增速快速提升，到 2013/2014 年蒙牛&伊利推出各自的常温酸奶品牌后，行业增速迈上新的台阶。类似的，我们可以预测，常温奶酪棒等常温奶酪产品上市之后，奶酪行业增速也有望进一步提升。根据 AC 尼尔森数据，2020 年常温酸奶/低温酸奶市场零售额分别为 530/361 亿元，大约是 1.5 倍的差距。根据欧睿数据，常温牛奶和低温牛奶零售额的差距则更大，2020 年常温牛奶市场零售额约为低温牛奶市场零售额的 2.5 倍。常温酸奶比常温牛奶发展时间短，规模倍数还未处于稳态，我们预计未来常温奶酪零食市场零售额至少为低温奶酪棒市场规模的 1.5 倍。由此算出的常温奶酪零食潜在市场空间至少为 300 亿元。

图 29：2007-2020 年酸奶市场规模



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

综合前面两个角度的测算，短期内常温奶酪零食 2030 年规模约有 300 亿元，2030 年常低温奶酪零食市场规模合计约 500 亿元。2020 年奶酪零食销售规模约占奶酪零售规模的 40%，考虑到奶酪零食占比还在不断提升，若假设 2030 年 500 亿元的奶酪零食销售规模占奶酪零售规模的 50%，则零售端奶酪规模约 1000 亿元，与测算结果 927 亿元的零售端奶酪规模较为接近。

5、盈利预测、估值与评级

5.1、盈利预测

公司作为国内奶酪行业的领先企业，产能布局广泛、客户资源充沛。2021 年公司率先推出常温奶酪棒，预计将显著受益于行业整体景气度提升。基于公司目前的生产经营情况，我们做出以下关键假设。

1) 奶酪业务：奶酪属于乳制品行业中增速最快的子行业，常温奶酪棒的推出有望成为新的增长曲线，我们认为 2021-23 年奶酪业务仍将快速增长。销量提升对固定费用产生摊薄，将显著改善业务利润率。我们预计公司奶酪业务 2021-23 年的收入分别为 37.49/56.97/80.11 亿元，同比增速分别为 80.7%/52.0%/40.6%，毛利率分别为 48.4%/48.6%/48.3%。其中预计即食营养系列 2021-23 年收入分别为 30.20/48.32/70.06 亿元，同比增速分别为 105%/60%/45%；家庭餐桌系列 2021-23 年收入分别为 4.30/5.36/6.44 亿元，同比增速分别为 30%/25%/20%；餐饮工业系列 2021-23 年收入分别为 2.99/3.29/3.62 亿元，同比增速分别为 10%/10%/10%。

2) 液态奶业务：公司重心在奶酪业务上，预计液奶业务 2021-2023 年收入维持在 4.13 亿元，与 2020 年持平，毛利率维持在 17.9%。

3) 其他乳制品业务：主要为乳制品贸易业务，我们预计公司乳制品贸易 2021-23 年的收入分别为 3.93/4.13/4.33 亿元，同比增速分别为 10%/5%/5%，毛利率基本维持在 2%。

4) 销售费用率：在行业格局未定的背景下，公司持续加大费用投放扩大市场份额，但在收入高增长的基础上，预计销售费用率基本保持稳定，预计 2021-23 年销售费用率分别为 25%/25%/24.5%。

5) **管理费用率**：2021 年公司开展股权激励计划，未来 4 年会有逐年递减的股票期权和限制性股票摊销成本，但由于公司收入增速较快，规模效应下预计 2021-23 年管理费用率分别为 7.0%/5.3%/3.8%。

6) **研发费用率**：研发费用率预计在收入的规模效应下略有下降，预计 2021-23 年研发费用率分别为 1.24%/1.21%/1.16%。

7) **财务费用率**：预计 2021-23 年财务费用率分别为-0.2%/0.1%/0.3%。

表 11：妙可蓝多分项业务收入、归母净利润、费用率和毛利率预测（百万元）

业务	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入					
奶酪	921	2074	3749	5697	8011
yoy	102.2%	125.2%	80.7%	52.0%	40.6%
即食营养系列	554	1,472	3,020	4,832	7,006
yoy		166%	105%	60%	45%
家庭餐桌系列	158	331	430	536	644
yoy		109%	30%	25%	20%
餐饮工业系列	209	272	299	329	362
yoy		30%	10%	10%	10%
液态奶	477	413	413	413	413
yoy	1.90%	-13.31%	0%	0%	0%
其他乳制品	343	357	393	413	433
yoy	14.5%	4.2%	10%	5%	5%
总计	1,744	2,847	4,555	6,523	8,858
yoy	42.3%	63.2%	60.0%	43.2%	35.8%
毛利率					
奶酪	41.3%	45.4%	48.4%	48.6%	48.3%
液态奶	31.4%	17.9%	17.9%	17.9%	17.9%
其他乳制品	5.6%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
总计	31.6%	35.9%	41.4%	43.6%	44.5%
费用率					
销售费用率	20.6%	25.0%	25.0%	25.0%	24.5%
管理费用率	6.4%	4.9%	7.0%	5.3%	3.8%
研发费用率	1.28%	1.37%	1.24%	1.21%	1.16%
财务费用率	3.3%	1.0%	-0.2%	0.1%	0.3%
归母净利润					
归母净利润	19	59	310	645	1,091

资料来源：wind，光大证券研究所预测

综合来看，我们维持 2021-23 年收入预测为 45.55/65.23/88.58 亿元，归母净利润预测分别为 3.10/6.45/10.91 亿元。

5.2、绝对估值

1、长期增长率：参考液态奶行业目前有小个位数增长，假设奶酪行业及公司的长期增长率为 2%；

- 2、β值选取：采用申万二级行业分类-乳品的行业β作为公司无杠杆β的近似；
- 3、无风险收益率：采用十年期国债收益率作为无风险收益率；
- 4、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 17.00%。

表 12：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.17%
$\beta(\beta_{\text{levered}})$	0.80
$R_m - R_f$	4.33%
$K_e(\text{levered})$	6.61%
税率	17.00%
Kd	3.89%
Ve	23785.28
Vd	599.42
目标资本结构	2.46%
WACC	6.55%

资料来源：光大证券研究所预测

表 13：现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	447.48	1.17%
第二阶段	10546.70	27.55%
第三阶段 (终值)	27285.69	71.28%
企业价值 AEV	38279.87	100.00%
加：非经营性净资产价值	2295.78	6.00%
减：少数股东权益 (市值)	729.53	-1.91%
减：债务价值	599.42	-1.57%
总股本价值	39246.71	102.53%
股本 (百万股)	516.29	
每股价值 (元)	76.02	
PE (隐含)	126.54	
PE (动态)	96.38	

资料来源：光大证券研究所预测

表 14：敏感性分析表

WACC/长期增长率	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
5.55%	83.80	91.39	101.10	114.01	131.99
6.05%	74.04	79.80	86.99	96.21	108.45
6.55%	66.07	70.55	76.02	82.84	91.58
7.05%	59.44	62.99	67.24	72.43	78.90
7.55%	53.85	56.70	60.07	64.11	69.03

资料来源：光大证券研究所预测

表 15：各类绝对估值法结果汇总表

估值方法	估值结果	估 值 区 间	敏感度分析区间
FCFF	76.02	54 — 132	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	74.47	52 — 131	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所预测

根据我们的假设和预测，采用 FCFF/APV 两种绝对估值法得到妙可蓝多的每股价值分别为 76.02/74.47 元。

5.3、相对估值

公司以奶酪业务为战略核心，涵盖液态乳生产销售及乳制品贸易。我们参照全国乳制品龙头伊利、蒙牛、光明及区域型乳企均瑶健康的估值水平，可比公司 2021/22 年平均估值为 29x/24x PE。

表 16：妙可蓝多可比公司估值表

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	2017-2020 年归母净 利润 CAGR	EPS (元)				P/E (倍)			
					2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600887.SH	伊利股份	2,400.64	39.47	5.7%	1.17	1.44	1.68	1.96	33.74	27.48	23.44	20.16
2319.HK	蒙牛乳业	1,551.37	39.24	19.8%	0.90	1.35	1.64	1.98	43.75	29.12	23.92	19.80
600597.SH	光明乳业	173.26	14.15	-0.5%	0.50	0.55	0.64	0.73	28.30	25.60	22.26	19.37
605388.SH	均瑶健康	75.77	17.62	-1.8%	0.56	0.52	0.63	0.76	31.46	33.83	28.16	23.24
	平均值								34.31	29.01	24.45	20.64
	中位数								32.60	28.30	23.68	19.98
600882.SH	妙可蓝多	277.20	53.70	140.1%	0.14	0.60	1.25	2.11	370.92	89.39	42.96	25.40

资料来源：wind，光大证券研究所（注：妙可蓝多 2021-2023 年 EPS 为光大预测，可比公司 2021-2023 年 EPS 为 wind 一致预期，股价日期为 2021 年 10 月 11 日，汇率为 1 港币=0.8297 人民币）

我们认为公司业绩高速增长下应该给予高估值，业绩的高速增长主要来自：1) 奶酪行业增速快：公司以奶酪业务为经营核心，核心业务为乳制品细分行业中增速最快的优质新兴赛道。根据 Euromonitor 数据，奶酪/乳制品/液态奶/酸奶行业 2017-2020 年销售额 CAGR 分别为 26%/3%/1%/6%，奶酪复合增速为其他板块的 4 倍以上。2) 市占率持续提升：公司 2018 年推出低温儿童奶酪棒，2021 年 6 月 C 端奶酪市占率已超过百吉福成为市场第一，蒙牛入股及常温奶酪棒率先推出后，龙头地位有望进一步稳固，公司业绩有望继续保持高速增长。考虑以上原因，我们认为公司享有一定的估值溢价，参考可比公司估值，给予妙可蓝多 2022 年的合理估值区间为 50-60x PE。

5.4、估值结论与投资评级

常温奶酪棒推出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。我们维持妙可蓝多 2021-2023 年归母净利润预测分别为 3.10/6.45/10.91 亿元，折合 2021-2023 年 EPS 分别为 0.60/1.25/2.11 元，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 89x/43x/25x，维持“买入”评级，综合绝对估值和相对估值结果，给予目标价 75 元。

6、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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,744	2,847	4,555	6,523	8,858
营业成本	1,194	1,825	2,667	3,679	4,913
折旧和摊销	53	60	122	228	296
税金及附加	10	14	32	46	62
销售费用	359	710	1,138	1,630	2,169
管理费用	111	140	318	349	335
研发费用	22	39	56	79	102
财务费用	58	29	-8	10	28
投资收益	0	14	0	0	0
营业利润	20	97	387	781	1,312
利润总额	23	95	391	786	1,317
所得税	3	21	67	126	211
净利润	19	74	325	660	1,106
少数股东损益	0	15	15	15	15
归属母公司净利润	19	59	310	645	1,091
EPS(按最新股本计)	0.05	0.14	0.60	1.25	2.11

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	292	267	233	766	1,296
净利润	19	59	310	645	1,091
折旧摊销	53	60	122	228	296
净营运资金增加	97	520	1,126	-616	1,101
其他	123	-372	-1,325	509	-1,193
投资活动产生现金流	62	-432	-1,532	-1,495	-300
净资本支出	-123	-356	-1,420	-1,420	-250
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	184	-76	-112	-75	-50
融资活动现金流	-577	298	3,088	-10	-22
股本变化	0	0	107	0	0
债务净变化	-385	-118	68	-7	-2
无息负债变化	91	201	102	239	308
净现金流	-223	134	1,789	-739	974

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	31.6%	35.9%	41.5%	43.6%	44.5%
EBITDA 率	8.7%	8.0%	10.9%	15.6%	18.5%
EBIT 率	5.5%	5.8%	8.2%	12.1%	15.1%
税前净利润率	1.3%	3.3%	8.6%	12.0%	14.9%
归母净利润率	1.1%	2.1%	6.8%	9.9%	12.3%
ROA	0.8%	2.4%	4.9%	8.8%	12.4%
ROE (摊薄)	1.5%	4.0%	6.5%	11.8%	16.7%
经营性 ROIC	3.6%	4.1%	5.4%	10.3%	14.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	48%	41%	22%	22%	22%
流动比率	1.13	1.29	3.03	2.22	2.68
速动比率	0.95	1.00	2.67	1.81	2.23
归母权益/有息债务	1.76	2.48	7.20	8.25	9.93
有形资产/有息债务	2.52	4.12	8.97	10.33	12.43

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	2,443	3,092	6,593	7,485	8,898
货币资金	417	567	2,357	1,618	2,592
交易性金融资产	0	0	10	15	20
应收帐款	174	116	185	266	361
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	7	8	9	12	17
存货	142	270	396	547	730
其他流动资产	70	102	151	208	275
流动资产合计	880	1,178	3,334	2,955	4,361
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	593	630	1,730	2,869	2,871
在建工程	67	217	368	379	292
无形资产	107	100	147	194	240
商誉	429	401	401	401	401
其他非流动资产	58	232	501	501	501
非流动资产合计	1,563	1,915	3,259	4,531	4,537
总负债	1,177	1,260	1,430	1,662	1,969
短期借款	353	275	273	271	269
应付账款	165	237	346	478	638
应付票据	79	90	132	181	242
预收账款	55	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	777	911	1,099	1,329	1,628
长期借款	355	299	294	289	289
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	25	28	34	41	50
非流动负债合计	401	349	331	333	341
股东权益	1,266	1,833	5,163	5,824	6,930
股本	409	409	516	516	516
公积金	1,764	1,910	4,840	4,905	4,997
未分配利润	-891	-831	-552	29	1,028
归属母公司权益	1,266	1,486	4,802	5,447	6,538
少数股东权益	0	347	362	376	391

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	20.60%	24.96%	24.99%	24.99%	24.49%
管理费用率	6.38%	4.93%	6.99%	5.35%	3.78%
财务费用率	3.32%	1.02%	-0.18%	0.15%	0.32%
研发费用率	1.28%	1.37%	1.24%	1.21%	1.16%
所得税率	15%	22%	17%	16%	16%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.71	0.65	0.45	1.48	2.51
每股净资产	3.09	3.63	9.30	10.55	12.66
每股销售收入	4.26	6.96	8.82	12.64	17.16

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	1143	371	89	43	25
PB	17.4	14.8	5.8	5.1	4.2
EV/EBITDA	155.3	107.1	58.5	28.6	17.8
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

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。
基准指数说明：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的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所载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