

妙可蓝多： 常温新征程

——妙可蓝多系列深度报告——

评级： 买入

分析师：

姓名 马莉
邮箱 mali@stocke.com.cn
执业证书编号 S1230520070002

联系人：

姓名 杨骥
邮箱 yangji@stocke.com.cn

姓名 孙天一
邮箱 suntianyi@stocke.com.cn
执业证书编号 S1230521070002

目录

CONTENTS

01

公司

蒙牛控股奶酪龙头，回购用于股权激励
收入高增业绩释放，期间费用保持稳定

02

行业

乳品消费持续升级，奶酪渗透率正提升
B C 需求双轮驱动，本土龙头强势崛起
千亿市场快速发展，巨头入场共同做大

03

优势

品牌建设深入人心，获客能力持续提升
低温平稳常温加速，中餐奶酪行稳致远
拓广加密线下渠道，持续发力线上电商

04

盈利预测

05

潜在催化

□ 公司简介

- **蒙牛控股奶酪龙头，回购用于股权激励。**截至21年7月9日，蒙牛持有1.47亿股，占比28.47%，成为公司控股股东。21年12月1日，公司发布回购公告，拟以不超过79.39元/股回购500-1000万股用于实施股权激励计划或员工持股计划。
- **收入高增业绩释放，期间费用保持稳定。**受益于奶酪棒市场的放量崛起和公司的龙头地位，公司21Q1-3收入31.4亿元，同比增长68%。业绩释放节奏稳健，公司21Q1-3实现归母净利润1.4亿元，同比增长171%。受益于高毛利奶酪的快速增长，21Q1-3公司毛利率升至37.8%，净利率升至5.0%。由于奶酪棒市场发展仍处跑马圈地阶段，公司销售费用率维持高位，21Q1-3为24.4%。公司18-21Q1-3期间费用率维持稳定，销售+管理+财务+研发费用率稳定维持在33-34%左右。

□ 行业分析

- **乳品消费持续升级，奶酪渗透率正提升。**奶酪市场增速远超乳业整体增速。预计新国标推出后，龙头企业有望进一步提升市场份额。
- **B C 需求双轮驱动，本土龙头强势崛起。**对标海外，我国奶酪C端占比有望提升。我国奶酪市场（B+C合计）中，妙可蓝多品牌市场占有率由18年的3.9%快速提升至21年8月的27.7%，超过百吉福位列行业第一。
- **千亿市场十倍空间，巨头入场共同做大。**采用人均消费量和渗透率两种方式测算，我们判断未来千亿奶酪市场可期，对应当前至少有十倍空间。采用渗透率和终端网点卖力两种方法，我们对于常+低温奶酪棒市场空间做了多情景分析测算。中性假设下：我们判断常+低温奶酪棒稳态市场空间（销售口径）约400亿，折算到报表口径约260亿。

□ 优势壁垒

- **品牌建设深入人心，获客能力持续提升。**多渠道多媒介，全方位品牌建设。分类精准营销，抢占用户心智。推行奶酪教育，拓宽消费场景。
- **低温平稳常温加速，中餐奶酪行稳致远。**低温做精，定位高端结构升级。常温做广，定位奶酪休闲零食。把握机遇，强化家庭餐桌和餐饮工业系列。
- **拓广加密线下渠道，持续发力线上电商。**推动全国布局，拓展薄弱市场。加密线下网点，持续发力线上。常低温不重叠，常温新做增量。

□ 投资建议

- 我们预计2021-2023年公司归母净利润分别为3.0、6.5、9.3亿元，增速分别为406.8%、116.2%、43.8%；EPS 分别为0.6、1.3、1.8元/股。当前股价（21年12月10日收盘价62.46元/股）对应2021-2023年PE分别为107、50、35X。我们看好公司常温奶酪棒业务打开第二成长级，维持“买入”评级。

□ 风险提示：常温产品动销不及预期；低温产品市场竞争超预期；其他奶酪产品渗透率提升不及预期。

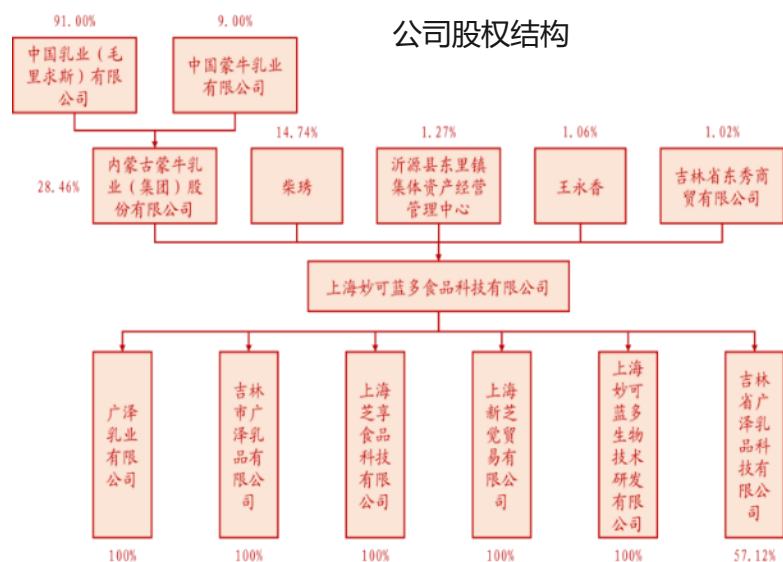
01

公司

蒙牛控股奶酪龙头，回购用于股权激励
收入高增业绩释放，期间费用保持稳定

1.1 蒙牛控股奶酪龙头，回购用于股权激励

- 国产奶酪龙头，控股股东蒙牛。**前身为吉林广泽乳业，目前已于上海（奉贤区、金山区）、天津、长春和吉林建有五家工厂，现有产能24.4万吨。根据欧睿数据，妙可蓝多品牌在奶酪行业市占率由18年的3.9%快速提升至21年8月的27.7%，超过百吉福位列行业第一。根据公司公告，妙可蓝多于2021年向内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司以29.71元/股非公开发行股票1.01亿股，截至2021年7月9日，蒙牛持有1.47亿股，占比28.47%，成为公司控股股东。此外妙可蓝多拥有多家全资子公司，同时以57.12%持股比例控股吉林省广泽乳品科技有限公司。



公司股权激励的分配情况

	授予对象	授予价格	获授的限制性股票数量(万股)
第一次股权激励 2017年5月	陈运(副总经理)		120
	任松(副总经理)		75
	刘宗尚(副总经理)		120
	胡彦超(副总经理)		90
	白丽君(财务总监、副总经理、董秘)	5.52元/股	75
	郭永来		60
	中层管理人员、核心技术(业务)人员(65人)		454
	预留		206
	合计		1200
	第二次股权激励 2021年1月	任松(董事、总经理)	
郭永来(副总经理)			45
刘大永(财务总监)		17.23元/股	20
谢毅(董事会秘书)			20
核心技术(业务人员)(31人)			445
核心技术(业务人员)(196人)		34.45元/股	600
合计			1200

公司在建、筹建奶酪项目

项目名称	工程进度	预计产能(万吨)
吉林乳品吉林中新食品区奶酪加工建设项目一期	6.86%	4.1
上海芝然乳品科技有限公司改建项目	一期100%, 二期52.45%	3.2
切丝车间奶酪加工项目	92.33%	-
特色乳品产业升级改造项目	38.62%	-
上海特色奶酪智能化生产加工项目	33.33%	8.3
长春特色乳品综合加工基地项目	-	6.7
吉林原制奶酪加工建设项目	-	2.1
合计		24.4

- 历史两次激励，回购用于激励。**（1）2017年5月，公司向激励对象首次授予限制性股票合计930万股，考核目标为2017-2019年营业收入值不低于8、12、16亿元。（2）2021年1月，公司向激励对象授予限制性股票+股票期权合计1200万股，考核目标为2021-2023年营业收入值不低于40、60、80亿元。（3）2021年12月1日，公司发布回购公告，拟以不超过79.39元/股回购500-1000万股用于实施股权激励计划或员工持股计划。

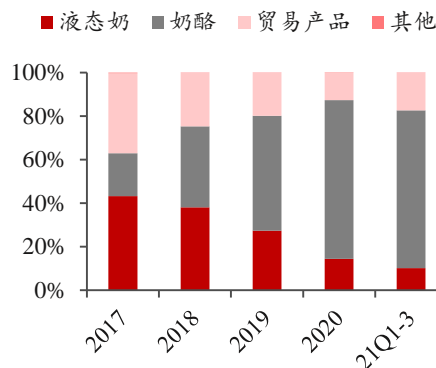
1.2 收入高增业绩释放，期间费用保持稳定

收入快速增长，业绩稳健释放。受益于奶酪棒市场的放量崛起和公司的龙头地位，公司20年收入28.5亿元，同比增长63%，21Q1-3收入31.4亿元，同比增长68%。业绩释放节奏稳健，公司20年实现归母净利润5926万元，同比增长208%，21Q1-3实现归母净利润1.4亿元，同比增长171%。

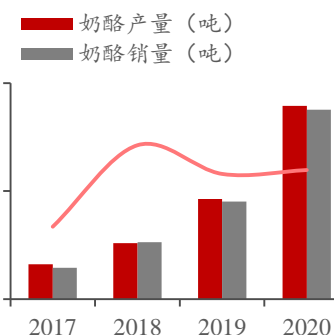


奶酪业务放量，推动营收高速。17-20年公司奶酪销量由5804吨提升至35040吨，CAGR为77.1%。20年奶酪业务实现营收20.7亿元，同比增长125.2%，占公司营收比重为72.9%；21Q1-3奶酪业务实现营收23亿元，占比72.5%。

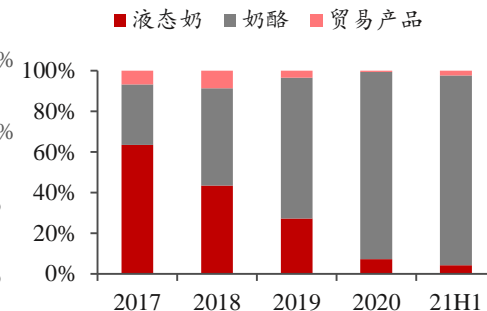
公司奶酪营收占比逐年提升



公司奶酪产销量高速增长

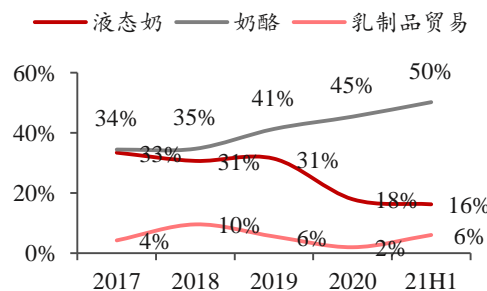


公司主营业务毛利占比

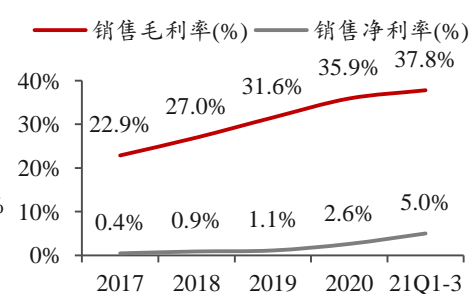


毛净利率攀升，期间费率稳定。受益于高毛利奶酪的快速增长，21Q1-3公司毛利率升至37.8%，净利率升至5.0%。由于奶酪棒市场发展仍处跑马圈地阶段，公司销售费用率维持高位，其中20年为25.0%，21Q1-3为24.4%。公司18-21Q1-3期间费用率维持稳定，销售+管理+财务+研发费用率稳定维持在33-34%左右。

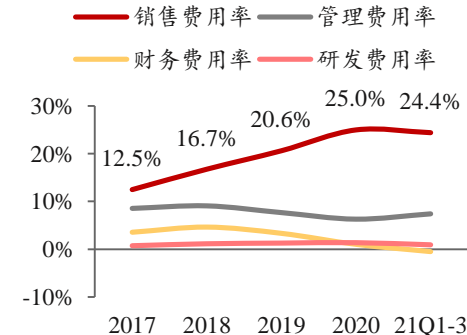
公司主营业务毛利率



公司销售净利率、毛利率变化



公司期间费用率变化



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

02

行业

乳品消费持续升级，奶酪渗透率正提升
B C 需求双轮驱动，本土龙头强势崛起
千亿市场十倍空间，巨头入场共同做大

2.1 乳品消费持续升级，奶酪消费持续渗透

- 十斤奶一斤酪，营业价值极高。奶酪也叫干酪，是指在乳中（也可以用脱脂乳或稀奶油等）加入适量的乳酸菌发酵剂和凝乳酶，使乳蛋白质（主要是酪蛋白）凝固后，排出乳清，将凝块压成的产品。每1公斤奶酪约由10公斤牛奶浓缩而成，其钙、蛋白质、维生素A含量都是牛奶的6倍以上，被誉为“奶黄金”。

奶酪、牛奶、酸奶营养成分对比（每100g）

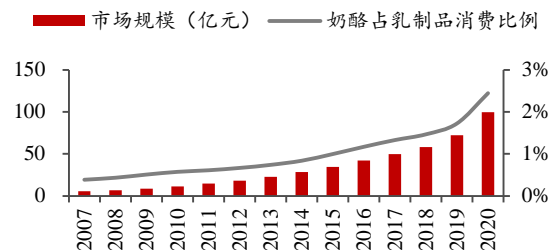
成分	热量/kcal	蛋白质/g	脂肪/g	碳水化合物/g	维生素A/ μ g	维生素B1/mg	维生素B2/mg	烟酸/mg	维生素E/mg	胆固醇/mg	钙/mg	镁/mg	铁/mg	锌/mg	磷/mg
奶酪	328	27.5	23.5	3.5	152	0.06	0.9	0.62	0.6	11	799	57	2.4	6.97	326
牛奶	54	3	3.2	3.4	24	0.03	0.14	0.1	0.21	15	104	11	0.3	0.42	73
酸奶	72	2.5	2.7	9.3	26	0.03	0.15	0.2	0.12	15	118	12	0.4	0.53	85

资料来源：苗君莅等，《我国干酪的消费现状与前景分析》《食品研究与开发》2012

- 乳品消费升级，增速远超整体。（1）**奶酪消费渗透率不断提升**。根据欧睿数据，20年我国奶酪市场规模为99.82亿元，同比增长38.53%；其中奶酪渗透率呈现加速提升趋势，20年同比提升0.72pct至2.45%。（2）**奶酪市场增速远超乳业整体增速**。根据欧睿数据，07-20年我国奶酪市场规模CAGR为22.85%。而我国液奶市场自06年之后步入成熟期，根据Wind数据，20年全国液态奶消费量为3501万吨，06-20年CAGR仅为0.40%。

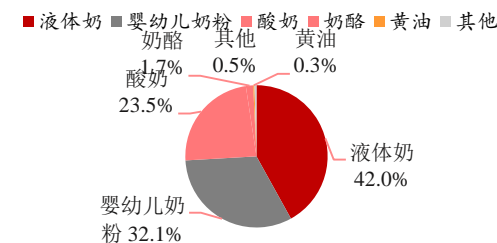
- 新国标待落地，利好行业龙头。嗅到奶酪行业尤其是儿童奶酪市场的巨大前景，不少新品牌跑步入场，主要通过贴牌与低价策略抢占份额。2020年10月，食品安全国家标准审评委员会秘书处发布《食品安全国家标准 再制干酪和干酪制品》（征求意见稿）。我们预计新国标推出后，龙头企业有望进一步提升市场份额。

我国奶酪市场规模及渗透率趋势



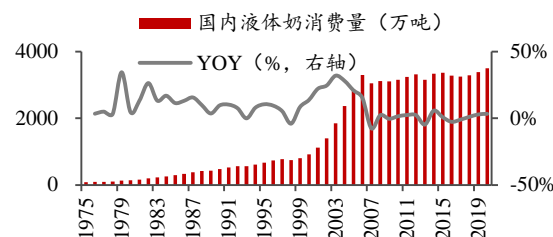
资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

2020年我国乳制品细分品类销售额占比



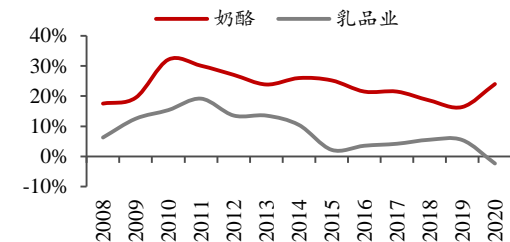
资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

我国液体奶进入成熟期，年消费量为3300万吨左右



资料来源：Wind，Euromonitor，浙商证券研究所

我国奶酪市场规模增速远超乳业整体



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

再制干酪新老国标对比

国家标准	范围	干酪含量	理化指标	微生物限量
旧 GB 25192—2010	再制干酪	大于15%	有相对应的脂肪和最小干物质含量要求	对7种微生物范围进行限量
新 GB 25192—xxxx (征求意见稿)	再制干酪 干酪制品	大于50% 15%-50%	删除 脂肪和最小干物质含量等理化指标	新增致病菌限量的规定 删除了5种微生物限量，仍对菌落总数、大肠菌群进行限量

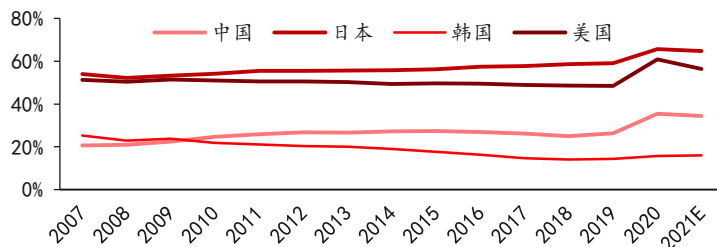
资料来源：食品安全国家标准，浙商证券研究所

2.1 BC需求双轮驱动，本土龙头强势崛起

消费持续升级，C端空间巨大。

(1) 对标海外，我国奶酪C端占比有望提升。根据欧睿数据，19年我国奶酪消费量中B：C端占比为74%：26%。海外BC端占比来看，美国B、C端占比较为平均，日本则是C端占比较高。韩国由于较好的将奶酪与本土菜系结合，因此C端占比呈现逐年下降趋势。

中美日韩奶酪零售端占比对比



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

(2) C端需求受益消费结构升级，西快、烘焙、新茶饮规模扩张拉动B端需求。根据欧睿数据，16-20年中国烘焙食品销售额CAGR为10.9%；同时近几年芝士口味的新茶饮兴起也激发奶酪消费潜力，根据CBNData数据，预计21年新茶饮行业规模同比增长8.0%。

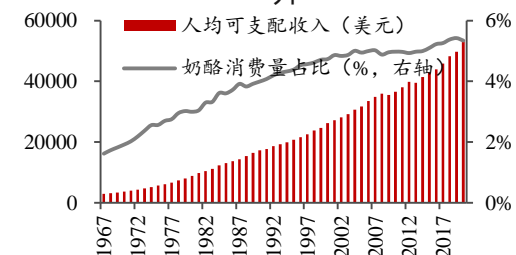
龙头集中度升，国产品牌突围。根据欧睿数据，18-20年我国奶酪市场CR3由43.6%增长至52.7%，CR5由54.4%增长至61.7%。我国奶酪市场（B+C合计）中，妙可蓝多品牌市场占有率由18年的3.9%快速提升至21年8月的27.7%，超过百吉福位列行业第一。根据公司21年中报，市场份额在国产品牌中占比为82%。

1978-2020年我国城镇居民人均可支配收入

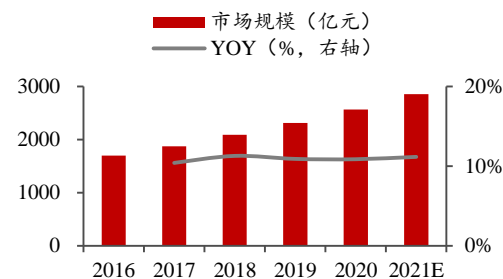


资料来源：国家统计局，美国农业部，美国经济分析局，浙商证券研究所

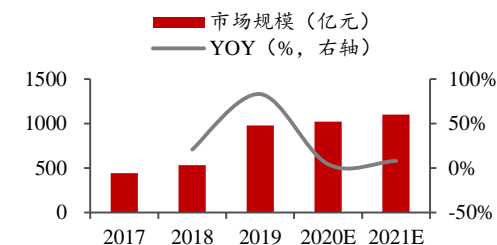
美国奶酪消费量占乳制品比例随收入增加而提升



2016-2021年我国烘焙食品销售额及YOY

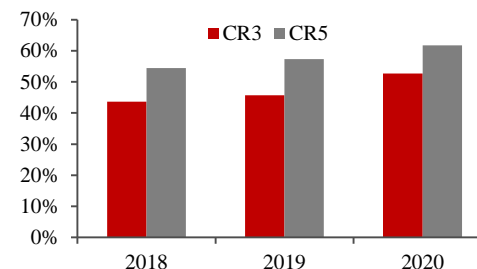


2017-2021年我国新式茶饮市场规模及YOY

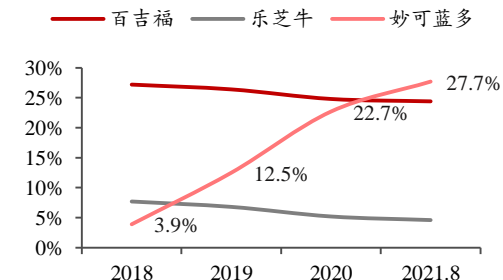


资料来源：Euromonitor，《2020新式茶饮白皮书》，浙商证券研究所

2018-2020年我国奶酪市场CR3和CR5



奶酪全市场中妙可蓝多市占率快速提升



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

2.1 千亿市场十倍空间，巨头入场共同做大

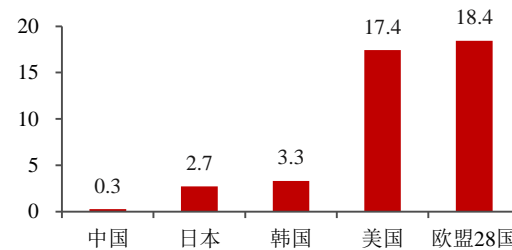
□ **乳业巨头入局，共同做大市场。** 不同于欧美奶酪多以原制奶酪为主，近年来中国奶酪市场高速发展原动力是行业共同做出了适合中国消费者的再制奶酪，比如儿童奶酪等，并有望逐步向年轻人老年人过渡。采用人均消费量和渗透率两种方式测算，我们判断未来千亿奶酪市场可期，对应当前至少有十倍空间。

(1) **蒙牛规划在下一个5年要做从喝奶到吃奶的过程，所有战略性BU至少超百亿，2025年再创一个新蒙牛。** 其中为了把握中国奶酪市场的增长机遇，控股妙可蓝多，从渠道、采购资源、供应链、质量控制、数字化升级等方面全面赋能妙可蓝多。蒙牛、期望与妙可结合后达超百亿的营收规模。目前奶酪常温化已得到渠道的认可，预计未来全中国应该有200-300万家终端适合常温铺货。

(2) **伊利规划在未来3-5年内成为奶酪领军企业。** 18年底成立奶酪事业部，上半年奶酪业务实现翻番成长，10月份推出常温奶酪系列产品。计划借助集团在常温渠道上面的巨大优势，将产品快速推向市场，实现该品类的快速发展。同时充分调动研发资源，结合对更多的消费场景和消费需求的研究，全面打造从低温到常温的产品矩阵。

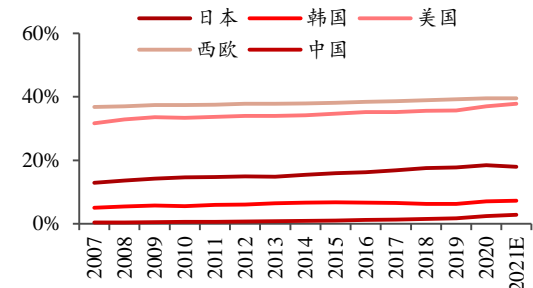
□ **中性假设下，我们判断常+低温奶酪棒市场空间约400亿。** (1) 奶酪棒不仅是国内奶酪行业的大单品之一，同时是儿童零食，因此其市场空间可以参考儿童乳饮品和果冻这两种与儿童人群密切相关的细分品类。二者市场规模约200亿、300亿。我们认为儿童乳和果冻市场空间相对有限的主要原因是主力购买人群家长们认为二者添加剂较多，不健康不营养。(2) 消费升级趋势下，奶酪棒作为更优质的乳制品，理应享受更大的市场空间。采用渗透率和终端网点卖力两种方法，我们对于常+低温奶酪棒市场空间做了多情景分析测算。**其中中性假设下：**我们判断常+低温奶酪棒稳态市场空间（销售口径）约400亿，折算到报表口径约260亿。乐观和悲观假设下，销售口径市场空间分别为500和300亿。

2020年人均奶酪消费量对比



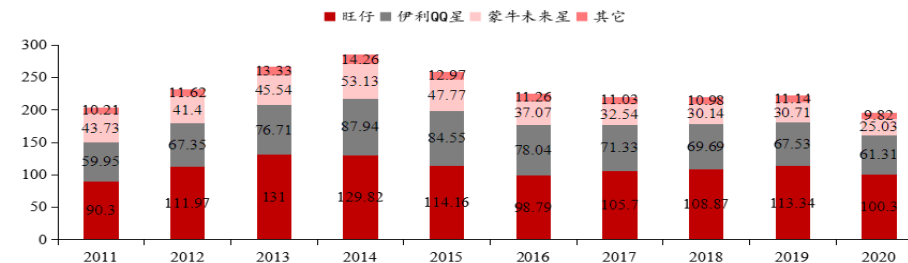
资料来源：Statista，浙商证券研究所

欧美日韩奶酪渗透率



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

2010-2020年中国儿童牛奶销售额 (亿元)



资料来源：Euromonitor，公司公告，浙商证券研究所



03

优势

品牌建设深入人心，获客能力持续提升
低温平稳常温加速，中餐奶酪行稳致远
拓广加密线下渠道，持续发力线上电商

3.1 品牌：品牌建设深入人心，获客能力持续提升

多渠道多媒介，全方位品牌建设。

(1) 公司在央视等主流媒介和直播带货等新媒体同步宣传，slogan“奶酪就选妙可蓝多”深入人心。同时采取多种方式提升品牌知名度：开设“妙可蓝多”高铁专列，赞助各类美食、烘焙大赛，提升品牌出镜率，塑造良好品牌形象。

(2) 凭借覆盖电梯这一核心场景，以“主流、必经、高频、低干扰”的优势抓住线下流量入口。用《两只老虎》改编的歌曲广告曾以每天15秒、480次的高频率滚动播放，强势霸屏北上广深等十六个城市数十万写字楼的分众电梯广告屏，“妙可蓝多奶酪棒之歌”已成为小朋友们脱口而出的童年歌谣。

(3) 公司广告促销费逐年提升，20年为5.61亿元，同比增长178.9%，占销售费用比重为78.9%。

分类精准营销，抢占用户心智。

(1) 20年聘请孙俪代言，定位宝妈，赋予品牌超强传播力。

(2) IP选择强调消费者心智，对于不同产品做出精准的市场定位：1-6岁孩子非常喜欢汪汪队，80、90后妈妈们更喜欢宝可梦。市场部每天通过看动画来评估小朋友最喜欢的动画片，若后续有新的核心IP出来，公司可能也会跟进。

(3) 未来在合适的时候或将打造妙可蓝多的IP。

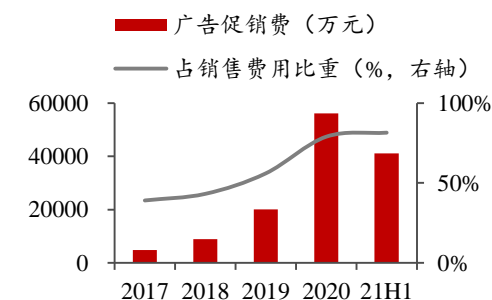
推行奶酪教育，拓宽消费场景。

推行奶酪教育，用供给创造需求。设立线上奶酪课堂，介绍奶酪相关的菜谱、知识，瞄准餐饮、家庭全场景、不同人群布局，加快实现奶酪进中餐的目标。

妙可蓝多电梯广告



广告促销费逐年提升



孙俪代言妙可蓝多



与知名动漫IP汪汪队深度合作



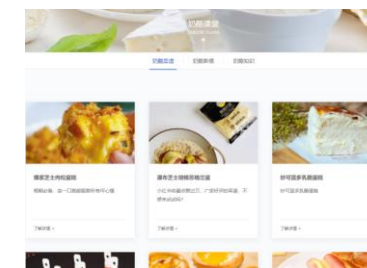
与知名动漫IP精灵宝可梦深度合作



消费场景打造



开设奶酪课堂





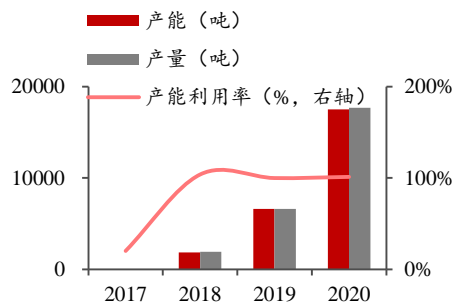
3.2.1 产品：儿童奶酪结构升级，低温平稳常温加速

细分奶酪棒子行业：儿童奶酪零食是奶酪零售市场近几年增速最快的细分品类，奶酪棒实现现象级增长，毛利率高。公司对于常低温奶酪棒定位不同的发展方向。

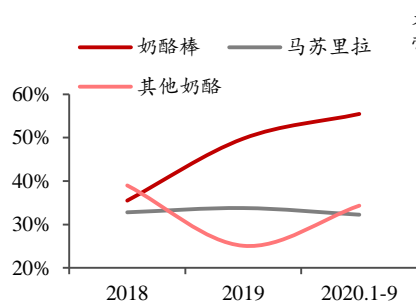
低温做精，定位高端结构升级

- 以汪汪队IP低温奶酪棒为例：保质期9个月，5支装（20g*5）建议零售价19.8元，储存条件为2-8摄氏度，钙钠比为1。
- 直面竞争，低温奶酪业务平稳发展。公司21Q3奶酪业务7.6亿收入中：经我们线上线下调研综合判断，预计21Q3低温奶酪棒收入环比+10%左右。
- 产品结构不断提升。公司奶酪棒单价处于中上水平，但根据《2020天猫美食消费趋势报告》，父母为孩子购买零食主要以天然/健康为导向，其次是营养、保质期、品牌，价格并不是主要关心因素。因此我们认为儿童奶酪棒市场产品结构升级趋势明确。公司近期新推出0添加奶酪棒，预估毛利率可达70+%。

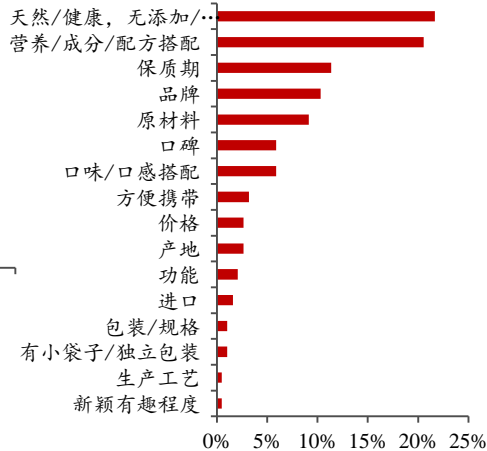
2017-2020年奶酪棒产量迅速提升



奶酪棒毛利率高于其他细分品类



购买零食时考虑的因素



即食营养线

产品名称	产品包装	产品特点	产地	规格	储存条件	保质期	预估毛利率
0添加奶酪棒		干酪含量≥51%，甄选优质奶源，0防腐剂、0香精、0色素	上海市	100克（20克*5支）、320克（20克*16支）	冷藏2-8℃保存	3个月	7-80%
金装奶酪棒		≥40%干酪，高钙源自乳钙，添加牛磺酸	上海市	399克（21克/支 x19支）	冷藏2-8℃保存	6个月	60%
新 金装奶酪棒 320g		干酪含量≥51%，纯牛乳强化配方，添加维生素D、牛磺酸、益生元。金装奶酪棒，成长魔法棒。	上海市	320克（20克*16支）、100克（20克*5支）	冷藏2-8℃保存	6个月	60%
奶酪棒100g		甄选100%优质乳源，富含牛奶的浓缩营养，优质高钙，纯香美味，助力孩子活力成长每一天。	上海市	100克（20克*5支）、500克（20克*25支）	冷藏2-8℃保存	9个月	55-60%

常温做广，定位奶酪休闲零食

- 以汪汪队IP常温奶酪棒为例：保质期6个月，5支装(18g*5)建议零售价16.8-18.8元，储存条件为25摄氏度以下，钙钠比提升至2，与低温渠道区隔，主攻流通渠道。
- 领先面市，常温奶酪业务节奏加快。据我们渠道草调反馈常温经销商供货供不应求，产业链调研显示常温产线落地节奏或加快。
- 产能充足，先发产品+产能优势明确，有利于进一步夯实先发优势。预计到年底进厂近30条常温产线。

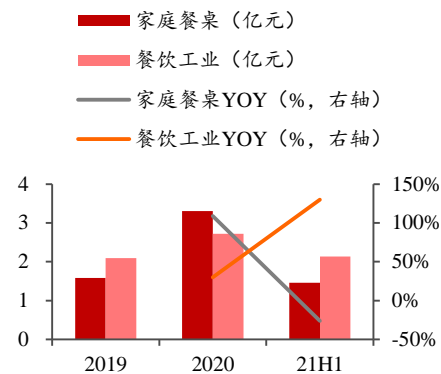
资料来源：公司公告，《2020天猫美食消费趋势报告》，《中国奶酪市场分析研究》，浙商证券研究所

3.2.2 产品：奶酪中餐化行稳致远，把握新机遇行则将至

其他奶酪细分子行业：把握机遇，强化家庭餐桌和餐饮工业系列。公司的奶酪产品已经从针对儿童发展到了瞄准餐饮、家庭的全场景布局，践行“让奶酪进入每一个家庭”的使命，推出家庭餐桌和餐饮工业系列。（1）家庭餐桌方面，20年因疫情限制外出就餐，家庭烹饪热情高涨，家庭餐桌系列实现营收3.3亿元，同比增长108.8%；21年上半年疫情逐步得到控制，家庭餐桌系列营收在高基数情况下有所回落。（2）餐饮工业方面，19-21H1收入持续增长，2020年在餐饮受疫情影响下逆势增长；21年上半年餐饮回暖，公司成功开拓近300个新客户，实现营收2.1亿元，同比增长130.0%。

对标日韩，奶酪本土化是必经之路。日本历经50年时间，通过持续的消费者教育和打造本土化产品，将舶来的奶酪打造为流行的国民食品，90年代奶酪吐司面包就已成为早餐常客，佐酒奶酪、零食奶酪等新品层出不穷。同样韩国奶酪的引入历史可以追溯到1967年，如今也有芝士排骨、部队芝士火锅、芝士年糕等家喻户晓的本土化结合食物。因此，奶酪产业若在国内持续成长，与中餐传统饮食结合是必由之路。

19-21H1家庭餐桌、餐饮工业奶酪



专业领域

产品名称	产品包装	产品特点	产地	规格	储存条件	保质期
精制马苏里拉奶酪 3kg		甄选优质奶源，奶香浓郁，口感顺滑，色泽淡黄，拉丝效果绵长细密。	天津市	3kg/袋	-18℃冷冻储藏	9个月
车达奶酪 1kg		纯正的切达风味，质地柔滑，百变应用，使用方便快捷。	天津市	1kg/袋	2℃-4℃冷冻运输及储藏	6个月
高熔点奶酪丁 3kg		出色的高温耐受性能，烘烤后颗粒可见，口感柔滑。	天津市	3kg/袋	-18℃冷冻储藏	9个月
黄车达奶酪丝 2kg		纯正浓郁的切达口味，橙色碎条状奶酪，颗粒均匀，上色均匀亮丽，增添菜品色泽和食欲感。	天津市	2kg/袋	-18℃冷冻储藏	9个月

家庭奶酪线

产品名称	产品包装	产品特点	产地	规格	储存条件	保质期	适合制作
烘焙奶酪		马苏里拉结合车达，带来强劲拉丝效果和咸香口味，引领lifestyle新时尚！	吉林省长春市	200克(50克x4)袋	-18℃及以下冷冻保存	180天	披萨、焗饭、韩式年糕、火锅、土司、小食、芝士排骨等
精制马苏里拉奶酪125g		甄选优质奶源，奶香浓郁，口感顺滑，色泽淡黄，拉丝效果绵长细密。	天津市	125克/袋	-18℃保存	9个月	披萨、焗饭、韩式年糕、火锅、芝士排骨等
精制马苏里拉奶酪450g		甄选优质奶源，奶香浓郁，口感顺滑，色泽淡黄，拉丝效果绵长细密。	天津市	450克/袋	-18℃保存	9个月	披萨、焗饭、韩式年糕、火锅、芝士排骨等
马苏里拉奶酪		甄选100%优质奶源，奶香浓郁，口感柔和，卓越的拉丝效果。	吉林省长春市	228克/袋	-18℃至-16℃冷冻保存	180天	披萨、炒饭、焗饭、烘焙馅料等
奶油芝士		甄选优质奶源，奶香浓郁，质地细腻，色泽乳白，百搭吃法，唇齿留香。	天津市	240克/盒	2-8℃保存	6个月	芝士蛋糕、奶酪包、沙拉等
芝士片		甄选100%优质乳源，口味纯正，浓香醇厚，绵密奶香在唇齿间环绕，质感细腻柔滑。	上海市	170克/袋(10片装)	2-8℃冷藏	9个月	三明治、汉堡、中国式餐品、各式烘烤、日韩料理等

赞助2021中国创新与传统中餐厨艺大赛



第22届中国国际食品与饮料展中餐展台

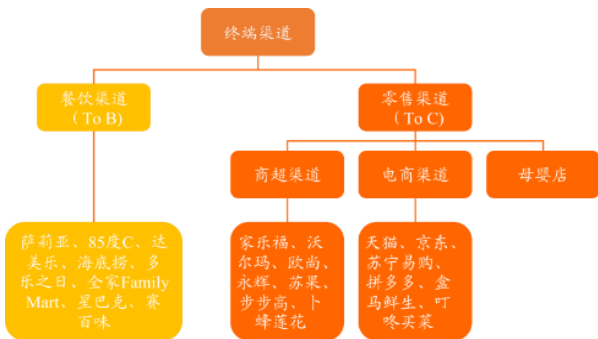


资料来源：2017全球食品&饮料创新品鉴论坛，公司官网，公司公告，浙商证券研究所

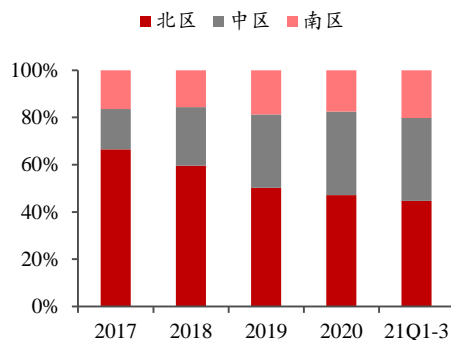
3.3 渠道：拓广加密线下渠道，持续发力线上电商

- 推动全国布局，拓展薄弱市场。过去公司的销售收入主要集中于北区，近年来公司持续加快对中区、南区的渠道建设。17-21Q3，中区、南区销售占比从33.5%提升至55.3%。目前公司已经覆盖全国95%以上地级市和80%以上县级市。

公司终端渠道分布情况

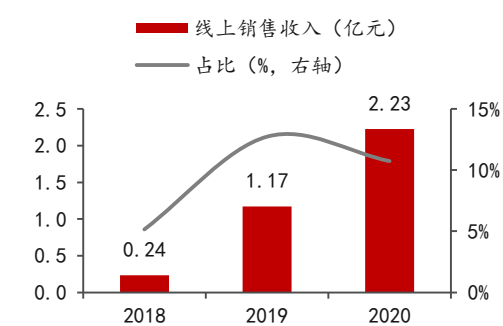
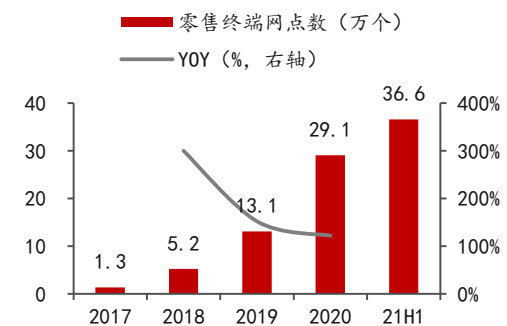


17-21Q3公司分地区营收占比变化



截至6月底全国零售终端网点数36.3万个

18-20年公司线上销售收入占比持续提升



- 加密线下网点，增强渠道掌控。截至21Q3，经销商数量达4226家，较去年底增长61%；截至21H1，全国零售终端网点数达36.3万个。公司采取厂商主导、扁平化的渠道管理模式，有效提升渠道下沉力和终端感知力，加强渠道优势。
- 持续发力线上，开辟新增长点。公司成立了电商事业部专注电商渠道，全面布局天猫、京东、拼多多等主流电商平台。18-20年公司线上销售收入从0.24亿元升至2.23亿元。21年“双十一”电商节中，公司在多平台奶酪类目中销量第一，竞争力持续提升。
- 常低温不重叠，常温新做增量。公司规划常温奶酪棒经销商和渠道均不与低温重叠，新增招募高毛利休闲零食经销商，常低温区隔，分区投放主打增量。截至Q3，预计常温经销商近1000家。

草根调研观察到常温奶酪棒摆放在高毛利休闲零食区，铺货、动销良好



资料来源：公司公告，妙可蓝多Milkground公众号，浙商证券研究所

我们模型对公司2021-2023年盈利预测做如下假设：

(1) 公司2021-2023年收入分别为46.6、70.5、89.3亿元，增速分别为63.7%、51.3%、26.6%，增长主要来自于常低温奶酪棒放量；

我们根据产线扩张规划，结合产能利用率和不同市场竞争阶段产销率的假设测算出销量，老品单价基本保持稳定，新品产品结构提升单价上行，因此模型中假设：

低温奶酪棒2021-2023年收入分别为26.9、37.1、44.3亿元，增速分别为82.7%、38.0%、19.4%；常温奶酪棒2021-2023年收入分别为3.2、14.7、23.3亿元，2022-2023年增速分别为353.6%、58.3%。

其他奶酪产品2021-2023年收入分别为5.9、8.0、11.0亿元，增速分别为-2.5%、36.1%、37.5%。

(2) 公司2021-2023年毛利率分别为39.4%、42.8%、44.0%，我们判断原材料成本较为稳定，毛利率小幅增长主要原因是产品结构持续提升（高毛利新品占比提升）。

(3) 公司2021-2023年销售费用率为24.4%、24.0%、23.0%，管理费用率为5.0%、5.0%、5.0%，所得税率为22.4%、22.4%、22.4%。

综上，我们预计2021-2023年公司归母净利润分别为3.0、6.5、9.3亿元，增速分别为406.8%、116.2%、43.8%；EPS 分别为0.6、1.3、1.8元/股。当前股价（21年12月10日收盘价62.46元/股）对应2021-2023年PE分别为107、50、35X。我们看好公司常温奶酪棒业务打开第二成长级，维持“买入”评级。

模型收入拆分

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2847	4661	7051	8926
液态奶	413	419	419	419
YOY		1.5%	0.0%	0.0%
奶酪	2074	3601	5979	7855
YOY		73.6%	66.1%	31.4%
低温奶酪棒	1472	2689	3710	4429
YOY		82.7%	38.0%	19.4%
常温奶酪棒		324	1469	2325
YOY			353.6%	58.3%
其他奶酪产品	603	588	800	1100
YOY		-2.5%	36.1%	37.5%
贸易产品	357	638	650	650
YOY		78.6%	1.8%	0.0%
其他业务	2	3	3	3
YOY		26.6%	0.0%	0.0%

资料来源：浙商证券研究所

6 潜在催化

- 1、蒙牛奶酪业务并入，协同增强；
- 2、员工激励计划落地；
- 3、常温奶酪棒、家庭餐桌奶酪、餐饮工业奶酪市场规模及公司发展超预期。

7 风险提示

- 1、常温产品动销不及预期：若常温新品推向市场后动销情况不及预期，或影响公司未来收入和业绩展望。
- 2、低温产品市场竞争超预期：若低温产品市场竞争超预期加剧，营销费用或超预期加大或收入不及预期，或影响公司未来收入和业绩展望。
- 3、其他奶酪产品渗透率提升不及预期：若消费者见效缓慢，导致家庭餐桌和餐饮工业奶酪渗透率提升不及预期，或影响公司未来收入和业绩展望。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1178	4477	5081	6162	营业收入	2847	4661	7051	8926
现金	567	3211	3527	4255	营业成本	1825	2823	4033	4996
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	14	29	41	51
应收账款	116	424	570	630	营业费用	710	1135	1692	2053
其它应收款	5	195	105	174	管理费用	140	233	353	446
预付账款	114	145	233	286	研发费用	39	56	85	108
存货	270	423	560	727	财务费用	29	8	(13)	(22)
其他	105	79	86	90	资产减值损失	27	4	(5)	28
非流动资产	1915	2724	3097	3331	公允价值变动损益	1	15	15	15
金融资产类	0	66	22	29	投资净收益	14	14	14	14
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	19	23	22	21
固定资产	630	824	1035	1234	营业利润	97	424	916	1316
无形资产	100	85	70	56	营业外收支	(2)	(2)	(2)	(2)
在建工程	217	962	1095	1110	利润总额	95	423	914	1314
其他	968	787	874	901	所得税	21	94	204	294
资产总计	3092	7201	8178	9493	净利润	74	328	710	1020
流动负债	911	1482	1747	2042	少数股东损益	15	28	60	87
短期借款	275	300	310	295	归属母公司净利润	59	300	649	934
应付款项	327	523	765	923	EBITDA	181	485	970	1379
预收账款	0	66	108	88	EPS (最新摊薄)	0.11	0.58	1.26	1.81
其他	309	593	564	737	主要财务比率				
非流动负债	349	343	346	346	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	299	299	299	299	成长能力				
其他	49	44	46	47	营业收入增长率	63.20%	63.72%	51.28%	26.60%
负债合计	1260	1825	2092	2388	营业利润增长率	55.44%	337.29%	115.71%	43.71%
少数股东权益	347	375	435	522	归属于母公司净利润增长率	-4.33%	406.77%	116.20%	43.79%
归属母公司股东权益	1486	5001	5650	6584	获利能力				
负债和股东权益	3092	7201	8178	9493	毛利率	35.91%	39.43%	42.79%	44.03%
					净利率	2.60%	7.04%	10.06%	11.43%
					ROE	3.83%	8.33%	11.33%	14.15%
					ROIC	4.41%	5.74%	11.01%	13.77%
					偿债能力				
					资产负债率	40.73%	25.34%	25.59%	25.15%
					净负债比率	47.61%	43.30%	32.70%	28.96%
					流动比率	1.29	3.02	2.91	3.02
					速动比率	1.00	2.74	2.59	2.66
					营运能力				
					总资产周转率	1.03	0.91	0.92	1.01
					应收账款周转率	19.63	17.62	14.81	15.51
					应付账款周转率	9.08	8.68	8.31	8.01
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.11	0.58	1.26	1.81
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.52	0.60	1.44	1.89
					每股净资产 (最新摊薄)	3.63	9.69	10.94	12.75
					估值比率				
					P/E	544.18	107.38	49.67	34.54
					P/B	17.21	6.45	5.71	4.90
					EV/EBITDA	131.02	62.32	30.76	21.18

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	267	307	744	977
净利润	74	328	710	1020
折旧摊销	63	56	72	89
财务费用	29	8	(13)	(22)
投资损失	(14)	(14)	(14)	(14)
营运资金变动	181	(112)	240	89
其它	(66)	41	(251)	(185)
投资活动现金流	(432)	(1062)	(335)	(278)
资本支出	(187)	(986)	(407)	(293)
长期投资	0	(66)	44	(7)
其他	(245)	(10)	28	22
筹资活动现金流	298	3398	(93)	29
短期借款	(78)	25	9	(15)
长期借款	(55)	0	0	0
其他	432	3373	(102)	44
现金净增加额	133	2644	316	728

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券食品饮料团队
Thank you for listening