



Research and
Development Center

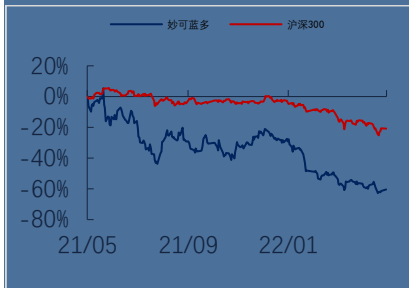
长坡厚雪好赛道，勇立潮头始争先

—妙可蓝多(600882)公司深度报告

2022年5月6日

马铮 食品饮料行业首席分析师
S1500520110001
13392190215
mazheng@cindasc.com

相关研究

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
妙可蓝多 (600882)
投资评级 **买入**
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	31.70
52 周内股价波动区间(元)	84.18-29.71
最近一月涨跌幅(%)	-9.22
总股本(亿股)	5.16
流通 A 股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	163.64

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编:100031

长坡厚雪好赛道，勇立潮头始争先

2022 年 05 月 06 日

本期内容提要：

◆**奶酪产品属性独特，蓝海空间方兴未艾。** 奶酪营养丰富、保质期长、附加值高，商业属性不可多得。奶酪行业在我国仍处成长期，产品结构的单一、再制奶酪比例的高企和人均消费量与国外的巨大差距均昭示着行业存在巨大的发展空间。

◆**本土品牌持续提升，妙可蓝多一骑绝尘。** 本土品牌基于在资本、消费者洞察和渠道方面的优势，整体市占率不断提升。而在诸多品牌中，从产能到产品，从渠道到品宣，妙可蓝多在各个方面的优势尽显，也因此取得遥遥领先的市场份额。

◆**蒙牛加持，常温加码，妙可今年将更进一步。** 从上游采购到下游品宣，从质量控制到公司治理，蒙牛全方位赋能妙可蓝多，打造蒙牛奶酪平台。低温儿童奶酪棒激战正酣，常温儿童奶酪棒涉足者寡，妙可蓝多提前布局新兴赛道，业绩今年有望更进一步。

◆**知日鉴中：我国奶酪行业将在变化中前进。** 参照日本奶酪行业和龙头雪印的发展历史，我国奶酪普及速度有望超越日本，奶酪行业或将迎来更多大单品，原制奶酪比例预计将逐步提高，而奶酪产品也将更多与中国传统相融合。

◆**投资建议：确定性高，把握机遇。** 公司以低温儿童奶酪棒为基本盘，今年将通过常温儿童奶酪棒打开第二成长曲线，叠加规模效应的显现，销售费用率有望企稳，净利润率料将逐步抬升。在蒙牛的加持下，我们预计公司目标实现概率很高。相对于公司过去及未来的预期增速，公司当下估值偏低，我们预计 2022-2024 年 EPS 为 0.88/1.52/2.18 元，给予 2022 年 55X PE，目标价 50 元，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**股价催化剂：** 常温儿童奶酪棒业务增长超预期，奶酪片业务增长超预期

◆**风险因素：** 食品安全问题，行业竞争加剧。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2,847	4,478	6,538	8,565	10,707
增长率 YoY %	63.2%	57.3%	46.0%	31.0%	25.0%
归属母公司净利润(百万元)	59	154	455	783	1,125
增长率 YoY%	208.2%	160.6%	194.5%	72.1%	43.7%
毛利率%	35.9%	38.2%	41.1%	42.0%	43.0%
净资产收益率 ROE%	4.0%	3.4%	9.2%	13.6%	16.4%
EPS(摊薄)(元)	0.15	0.33	0.88	1.52	2.18
市盈率 P/E(倍)	393.79	168.67	35.98	20.90	14.54
市净率 P/B(倍)	15.73	6.41	3.29	2.85	2.38

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 05 月 05 日收盘价

目录

1.投资逻辑.....	5
2.奶酪: 品类丰富, 附加值高.....	6
3.奶酪行业: 蓝海空间, 妙可领先.....	8
3.1 乳业轮到奶酪登场, 蓝海空间方兴未已.....	8
3.2 妙可蓝多一骑绝尘, 本土势力整体提升.....	13
4.妙可蓝多: 聚焦奶酪, 多长板打造综合实力.....	16
4.1 公司概况.....	16
4.2 低温做精, 常温做广.....	20
4.3 渠道快速拓展, 体系管控有力.....	23
4.4 紧抓儿童心智, 树立品牌定位.....	25
4.5 与竞品的比较: 多长板打造综合实力.....	27
5.估值与投资评级.....	28
5.1 盈利预测.....	28
5.2 估值.....	29
6.风险因素.....	30
7.附录: 从日本看我国奶酪行业可能的发展路径.....	31
7.1 日本奶酪行业: 起步与中国相似, 长期保持增长.....	31
7.2 雪印的奶酪策略: 把握时代潮流, 持续推动消费者教育.....	34
7.3 从日本看我国奶酪市场可能的发展路径.....	37

表目录

表 1: 原制奶酪与再制奶酪的区别.....	6
表 2: 奶酪及乳制品保质期的对比.....	7
表 3: 奶酪营养价值丰富.....	7
表 4: 南北区域划分数据.....	12
表 5: 奶酪的产品特性有利于蒙牛伊利进入该行业.....	14
表 6: 蒙牛控股妙可蓝多过程.....	18
表 7: 妙可蓝多低温奶酪棒与常温奶酪棒区别.....	21
表 8: 妙可蓝多当前产能.....	22
表 9: 定增项目详情.....	23
表 10: 汪汪队动画播放量超两百亿.....	25
表 11: 妙可蓝多产品力强劲.....	27
表 12: 妙可蓝多营收及毛利预测 (单位: 百万).....	28
表 13: 妙可蓝多管理费用率预测 (单位: 百万).....	29
表 14: 可比公司估值表.....	29
表 15: 中日乳制品发展阶段对照.....	31

图目录

图 1: 部分原制和再制奶酪的生产工艺.....	6
图 2: 按制作方法, 奶酪可分为原制和再制两类.....	6
图 3: 餐饮端奶酪应用.....	7
图 4: 零售端奶酪应用.....	7
图 5: 奶酪 C 端高端品逻辑, B 端大众品逻辑.....	8
图 6: 乳业增速自 2011 年后渐次放缓.....	8
图 7: 奶酪体量仍然较小.....	8
图 8: C 端奶酪在乳制品行业中增速一枝独秀.....	9
图 9: 我国乳制品消费结构并不均衡.....	9
图 10: 我国奶酪人均消费量远远落后于其他国家和地区.....	9
图 11: 我国奶酪零售消费量占比不断提升, 但仍有差距.....	10
图 12: 我国奶酪消费仍以再制奶酪为主.....	10
图 13: 我国奶酪 C 端市场规模增速迅猛.....	10
图 14: 零售端和餐饮端消费量均快速增长.....	10
图 15: 西餐扩容助推 B 端奶酪需求.....	11
图 16: 再制奶酪是 C 端增长的主要动力.....	11
图 17: 再制奶酪中奶酪棒是主要单品.....	11
图 18: 中国烘焙市场不断扩容.....	11
图 19: 新式茶饮市场容量与市场增速兼备.....	11
图 20: 奶酪总消费量测算.....	13
图 21: 亚洲国家和地区 C 端奶酪均价相对较高.....	13

图 22: 妙可蓝多市占率超越百吉福.....	13
图 23: 多方势力蜂拥入局.....	13
图 24: 中国内资市占率 (CR5) 将提升.....	14
图 25: 多数品类竞争格局已被蒙牛伊利所控制.....	15
图 26: 恒天然中国餐饮业务过去几年节节攀升.....	15
图 27: 安佳产品线丰富.....	15
图 28: 公司业务以奶酪为主.....	16
图 29: 奶酪业务中以即食营养系列为主.....	16
图 30: 奶酪中奶酪棒产量最高.....	16
图 31: 妙可蓝多发展历程.....	17
图 32: 妙可蓝多股权结构图 (2021 年年报).....	19
图 33: 蒙牛奶酪产品矩阵.....	19
图 34: 妙可蓝多产品矩阵.....	20
图 35: 公司大力投入资金研发新品.....	21
图 36: 奶酪片以早餐作为消费场景.....	22
图 37: 奶酪零食形态多样.....	22
图 38: 我国零食市场体量庞大.....	22
图 39: 头部零食品牌零售额可达百亿.....	22
图 40: 公司产能与产量快速增长.....	23
图 41: 妙可蓝多渠道架构图.....	24
图 42: 零售端经销商和网点数增速迅猛.....	24
图 43: 线上渠道收入占比不断提高.....	24
图 44: 妙可蓝多存货周转率较好.....	25
图 45: 汪汪队 IP 依然排名靠前.....	26
图 46: 汪汪队与宝可梦 IP.....	26
图 47: 定位奶酪=妙可蓝多.....	26
图 48: 妙可蓝多主打分众传媒.....	26
图 49: 销售费用率增长放缓.....	27
图 50: 产品生命周期中销售费用率的变化.....	27
图 51: 日本 GDP 走势.....	31
图 52: 日本乳制品消费量跟随 GDP 走势.....	31
图 53: 日本奶酪人均消费量增长并不受制于 GDP 停滞.....	32
图 54: 奶酪在乳制品中占比不断攀升.....	32
图 55: 学校午餐法中加入奶酪.....	32
图 56: 日本首家麦当劳于 1971 年开业.....	32
图 57: 日本冰箱的普及为 C 端奶酪提供了机遇.....	33
图 58: 切片芝士走入日本家庭.....	33
图 59: C 端持续发力, 再次拉动人均消费量上升.....	33
图 60: 奶酪成为居家饮酒的零食.....	33
图 61: 2021 年日本乳制品市场三足鼎立.....	34
图 62: 2021 年奶酪行业雪印一骑绝尘.....	34
图 63: 雪印营收与增长平稳.....	34
图 64: 乳制品是雪印营收占比较重的板块之一.....	34
图 65: 乳制品贡献了最多的经营利润.....	35
图 66: C 端奶酪收入不断提高.....	35
图 67: 雪印于 1952 年引入自动灌装机.....	35
图 68: 6P 奶酪成为日本奶酪行业一大超级单品.....	35
图 69: 1960-1980 年代雪印不断丰富奶酪产品矩阵.....	36
图 70: 雪印深化健康功能概念.....	37
图 71: 雪印提供 6P 奶酪的烹饪食谱.....	37
图 72: 韩国奶酪普及速度更快.....	37
图 73: 雪印在零食端和餐饮端拥有多款畅销产品.....	37
图 74: 雪印产品结构非常均衡.....	38
图 75: “雪印北海道 100”原制奶酪品牌市占率第一.....	38
图 76: 奶酪在口味和菜肴上与日本融合.....	38

1. 投资逻辑

妙可蓝多作为新晋的奶酪赛道龙头，当下却因低温儿童奶酪棒空间有限、奶酪赛道未来发展路径不清晰而被投资者所担忧。我们通过对奶酪产品、中国奶酪行业、妙可蓝多自身以及日本奶酪行业进行深入研究，认为妙可蓝多成长空间仍然巨大，理由如下。

首先，奶酪行业的发展空间巨大是确定的。从产品属性上讲，奶酪作为乳制品行业内的升级产品，其高钙、高蛋白和低乳糖的营养特性决定了其在中国各层消费人群中的光明前景。从发展阶段上讲，奶酪行业在中国起步较晚，当下仍处成长期，人均消费量仅 0.17kg，不到邻国日韩的 1/10，在乳制品整体消费中占比也远远偏低。从产品结构上讲，C 端奶酪市场当下除低温儿童奶酪棒外再无其他大单品，产品结构非常单一。对比邻国日本，奶酪产品百花齐放，不仅在零食端涌现出手撕奶酪棒、6P 奶酪、切块奶酪等诸多畅销产品，更是在家庭餐桌端将切片奶酪、奶酪碎和奶酪粉与家庭菜肴融合，产品结构均衡而丰富。因此，我们预计奶酪行业远期空间有望达到近 850 亿元。

其次，竞争格局上看，妙可蓝多已确立绝对领先地位，优势难以撼动。根据今年 2 月份的凯度数据，妙可蓝多的市占率已达 38%，领先第二名百吉福（18-19%）近 20% 的市场份额，领先地位进一步巩固。奶酪的主要销售渠道是商超 KA 和流通两大类，公司在产品与产能已具备优势、自身渠道已初步全国化的情况下，叠加控股股东蒙牛的支持，领头羊的位置很难被竞争对手所撼动。

第三，从公司自身看，妙可蓝多今年将更进一步。从产能端看，公司以近百条产线的规模遥遥领先竞争对手，常温儿童奶酪棒产线更拥有排他协议。从产品端看，除开已经形成领先优势的低温儿童奶酪棒品类，公司率先发力常温儿童奶酪棒，今年有望在流通渠道上打开下线市场的规模。此外，公司也关注其他奶酪产品品类，在今年积极培育奶酪片和奶酪零食，B 端也将开拓更多客户。从品牌端看，随着规模效应的不断扩大，公司的销售费用率有望企稳，为净利润率的提升创造良好条件。从渠道端看，公司将利用常温儿童奶酪棒产能和产品的基础性优势以及公司先前积累的经销商口碑，不断吸纳经销商，有望在今年铺设至 100 万家常温网点。

因此，在当前 22 年估值仅 36X、三年内营收大概率翻番、剔除激励摊销费用后净利润三年复合增速有望达 61% 的情况下，妙可蓝多仍然是食品饮料行业中不可多得的增长股之一。

2. 奶酪：品类丰富，附加值高

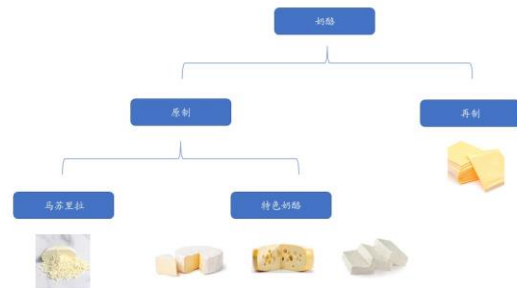
奶酪工艺复杂，品类十分丰富。 奶酪，又名芝士，是一种将生鲜乳中的蛋白质通过不同方式凝乳后制作而成的乳制品，添加或不添加不同菌种发酵，其形态、质地及风味十分丰富。奶酪历史悠久，最早可追溯到公元前 1200 年埃及古墓中发现的样品。据不完全统计，世界上当前共有超过 1800 种奶酪。根据制作方法，奶酪通常分为原制和再制两大类，原制奶酪指通过生鲜乳直接制成的奶酪，再制奶酪则指将原制奶酪再加工而形成的奶酪。原制奶酪中，马苏里拉是产量最大的一种，通常用于披萨制作。根据 Statista 和欧睿数据，2020 年，马苏里拉在美国的奶酪消费占比达 49.77%。其他奶酪则包含高达（Gouda）、蓝纹（Blue）、瑞士（Swiss）、布里（Brie）等多种奶酪。再制奶酪是通过向原制奶酪中加入部分乳化盐和其他成分而形成的奶酪，常见的品类如麦当劳汉堡中的奶酪片。

图 1: 部分原制和再制奶酪的生产工艺



资料来源：利乐，信达证券研发中心整理

图 2: 按制作方法，奶酪可分为原制和再制两类



资料来源：信达证券研发中心整理

表 1: 原制奶酪与再制奶酪的区别

	原制干酪	再制干酪
原料	生牛乳	干酪
乳化盐	不添加	添加
保质期	较短	较长
延展性	一般	较好
风味	丰富	更加丰富

资料来源：干酪和再制干酪国标，信达证券研发中心

保质期各异，营养价值丰富。 奶酪保质期因品种而异，含水量高的软质及半软奶酪保质期相对较短，一般仅为数周；而半硬或硬质奶酪保质期则较长，常见的马苏里拉奶酪保质期可达 6 个月，部分硬质奶酪保质期可达 1 年以上。另一方面，由于奶酪由生鲜乳去水制成，其营养价值更为浓缩，以马苏里拉奶酪为例，其蛋白质含量为牛奶的 7 倍，钙含量为牛奶的近 5 倍，而亚洲人普遍不耐受的乳糖含量只有牛奶的 1/2。

表 2: 奶酪及乳制品保质期的对比

产品	保质期
鲜奶	7-15 天
酸奶	21 天左右
硬质奶酪 (如 Parmesan Cheese)	1 年以上
半硬奶酪 (如 Cheddar Cheese)	3-6 个月
软质奶酪 (如 Cottage Cheese)	数周
奶粉	2 年

资料来源: 利乐, 信达证券研发中心

表 3: 奶酪营养价值丰富

成分/100g	马苏里拉奶酪	全脂牛奶	达能 Activia 酸奶
蛋白质	22.2g	3.2g	4g
碳水化合物	2.2g	4.8g	9g
脂肪	22.4g	3.3g	3g
钾	116 mg	132mg	200mg
钙	505mg	113mg	150mg
钠	627mg	43mg	40mg

资料来源: USDA 等, 信达证券研发中心整理

产品与消费场景丰富。 奶酪是乳制品中非常重要的一大品类。从**餐饮端看**, 奶酪主要用作各种中西式食物的配料, 如奶酪蛋糕、披萨、面包、芝士焗饭及奶盖奶茶等。从**零售端看**, 奶酪则可用于多个场景, 可作为奶酪片配面包食用, 可作为奶酪棒零食食用, 也可作为奶酪酱蘸酱食用, 甚至可以作为奶酪风味膨化食品的其中一种配料。

图 3: 餐饮端奶酪应用

图 4: 零售端奶酪应用

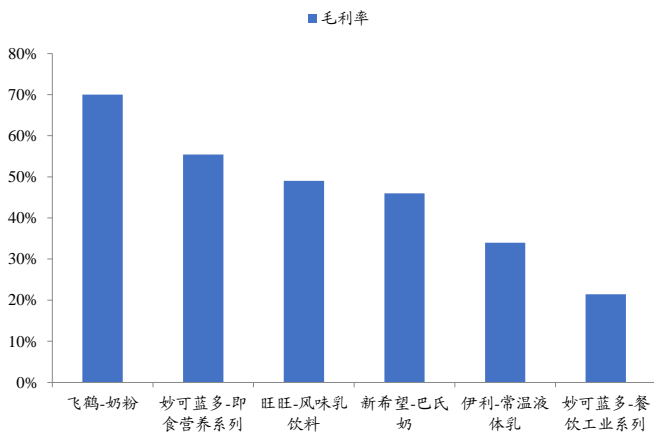

资料来源: 信达证券研发中心整理

资料来源: 信达证券研发中心整理

C 端高端品逻辑, B 端大众品逻辑。 中国奶酪市场仍处发展初期, 市场渗透率低, 消费者教育尚不充分。同时, 由于奶酪属于原奶的高级形态, 产品可变化的空间相对于原奶更大, 因此容易形成高附加值。因此, C 端的奶酪厂家普遍选择高端品路线, 产品毛利率相对较

高。另一方面，对于餐饮端而言，厂家追求的是走量，而客户更注重性价比，因此产品毛利率相对较低，更偏向于普通意义上的大众品。

图 5: 奶酪 C 端高端品逻辑, B 端大众品逻辑



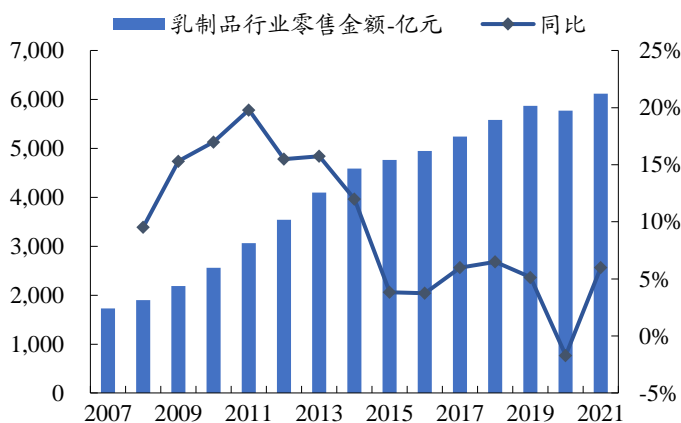
资料来源: WIND, 信达证券研发中心

3. 奶酪行业: 蓝海空间, 妙可领先

3.1 乳业轮到奶酪登场, 蓝海空间方兴未已

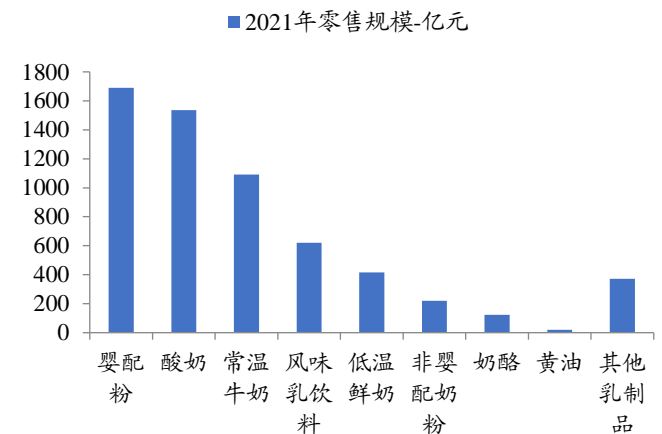
行业增速逐步放缓, 乳业轮到奶酪登场。2011 年后, 我国乳制品行业增速开始逐步回落, 根据欧睿数据, 2015 年后行业增速已回落至个位数。分品类来看, 在诸多乳制品细分品类中, C 端奶酪却一枝独秀, 并未随其他品类一同回落, 而是始终维持每年 20% 以上的增速, 是当下乳制品行业中增速最快的品类。

图 6: 乳业增速自 2011 年后渐次放缓

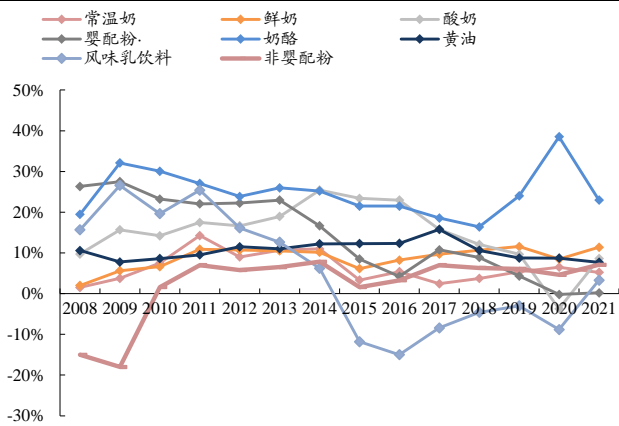


资料来源: 欧睿国际, 信达证券研发中心

图 7: 奶酪体量仍然较小

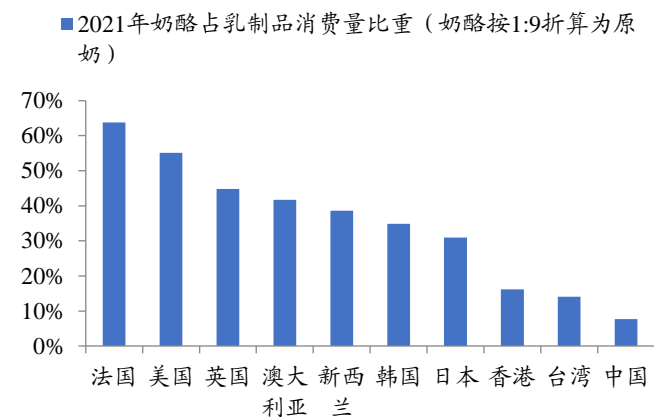


资料来源: 欧睿国际, 信达证券研发中心

图 8: C 端奶酪在乳制品行业中增速一枝独秀


资料来源：欧睿国际，信达证券研发中心

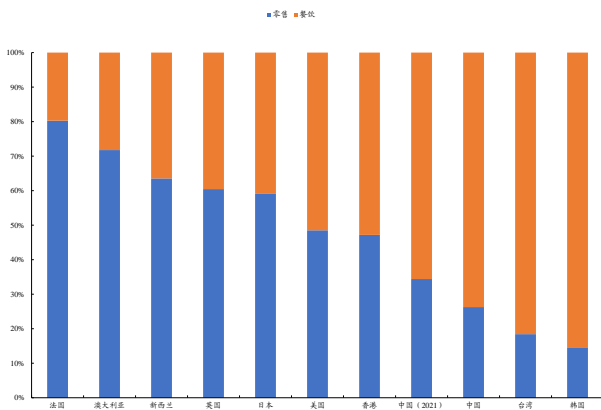
海外市场业已成熟，我国市场差距较大。从品类结构上看，尽管我国已有多年消费乳制品的历史，但我国乳制品消费结构并不均衡。欧美国家中，干酪按 1:9 折算成原奶后在整个乳制品消费量中占比均在 30% 以上，而在亚洲，仅日韩两国占比超 20%，中国仅 8%。从人均消费量上看，我国差距巨大。欧美等国普遍在 8kg/人/年以上，亚洲国家中日韩消费在 2kg/人/年左右，而我国目前仅为 0.17kg/人/年。从消费渠道上看，我国零售渠道产品占比持续提升。欧美国家及亚洲国家和地区中的日本、香港零售渠道产品占比均在 50% 以上，而中国则随着奶酪棒单品的不断热卖，近年来零售渠道占比持续攀升。从原制/再制比例上看，我国奶酪消费仍然较为初级。由于原制奶酪成分更为简单天然，欧美国家普遍以原制奶酪消费为主，再制奶酪消费普遍低于 10%，而亚洲国家则消费大量再制奶酪，比例均高于 40%，我国则高达 65%。

图 9: 我国乳制品消费结构并不均衡


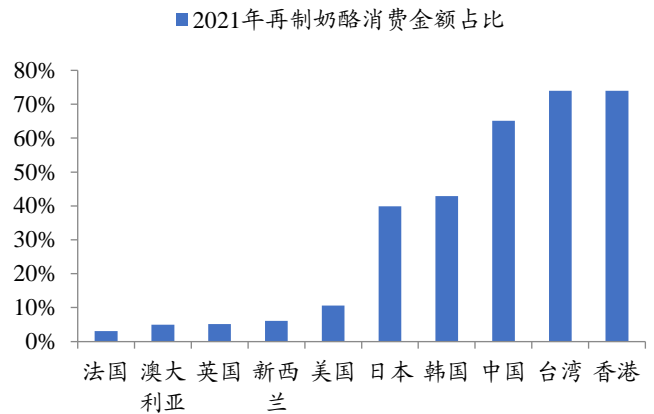
资料来源：欧睿国际，信达证券研发中心

图 10: 我国奶酪人均消费量远远落后于其他国家和地区


资料来源：欧睿国际，信达证券研发中心

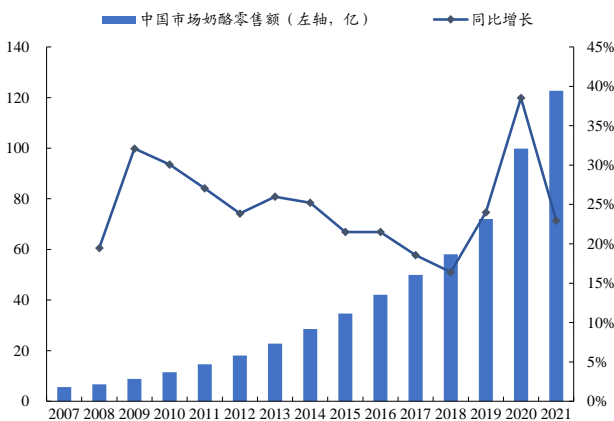
图 11: 我国奶酪零售消费量占比不断提升, 但仍有差距


资料来源: 欧睿国际, 信达证券研发中心

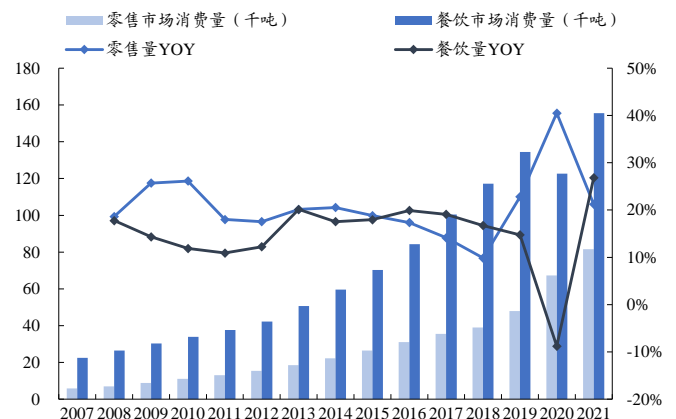
图 12: 我国奶酪消费仍以再制奶酪为主


资料来源: 欧睿国际, 信达证券研发中心

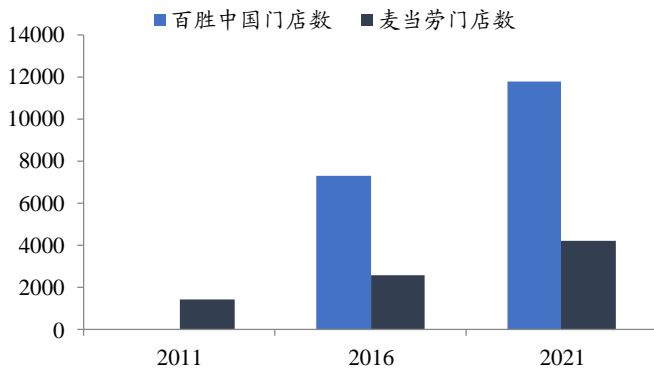
BC 端齐发力, 市场快速增长。我国奶酪市场在过去几年经历高速增长, 从 C 端看, 市场零售额由 2010 年的 11.5 亿攀升至 2021 年的 123 亿, 增速长期维持在 20% 以上。**C 端的主要增长来自于大单品儿童奶酪棒的推动**, 涵盖儿童奶酪棒的再制奶酪品类在奶酪各子品类中增速最快, 也成为了 C 端奶酪零售额的主要增长动力。从 B 端看, 尽管缺乏具体销售额的数据, 但餐饮市场消费量也增长迅猛, 增速常年接近 20%, 并在绝对体量上远超零售端, 在 2021 年达到 155600 吨。以市售安佳马苏里拉芝士碎 (45.83 元/kg) 和妙可蓝多马苏里拉奶酪碎 (41.67 元/kg) 的平均价 43.75 元/kg 计算, **则 B 端 2021 年的规模约为 68 亿。西餐餐饮、烘焙和茶饮的扩容是 B 端增长的主要动力。**西餐餐饮方面, 麦当劳在中国大陆的门店数由 2011 年的 2157 家增长至 2021 年的 4200 余家, 而包含肯德基和必胜客的百胜中国在中国大陆的门店数则由 2016 年的 7292 家增长至 2021 年的 11788 家。烘焙方面, 奶酪是烘焙食品中不可或缺的上游原料, 疫情前中国烘焙食品市场持续多年双位数增长, 对奶酪的需求也不断提升。茶饮方面, 自 2017 年喜茶在恒天然的帮助下推出奶盖茶后, 茶饮对奶酪的需求开始飙升, 2018 年和 2019 年, 恒天然所售的奶盖原材料分别可制作奶盖茶 5 亿杯和 6 亿杯。茶饮市场的巨大容量和快速增长使奶酪在餐饮端发掘出一个全新的增长点。

图 13: 我国奶酪 C 端市场规模增速迅猛


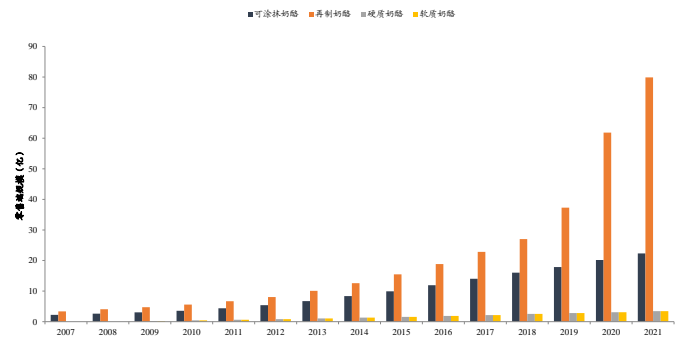
资料来源: 欧睿国际, 信达证券研发中心

图 14: 零售端和餐饮端消费量均快速增长


资料来源: 欧睿国际, 信达证券研发中心

图 15: 西餐扩容助推 B 端奶酪需求


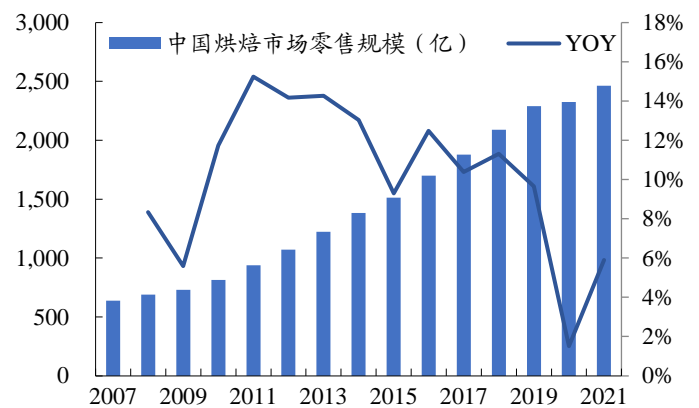
资料来源：公司年报等，信达证券研发中心整理

图 16: 再制奶酪是 C 端增长的主要动力


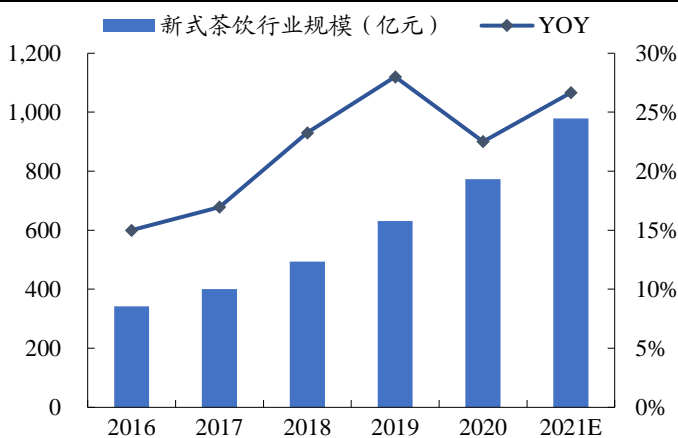
资料来源：欧睿国际，信达证券研发中心

图 17: 再制奶酪中奶酪棒是主要单品


资料来源：AI 财经社，信达证券研发中心

图 18: 中国烘焙市场不断扩容


资料来源：欧睿国际，信达证券研发中心

图 19: 新式茶饮市场容量与市场增速兼备


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

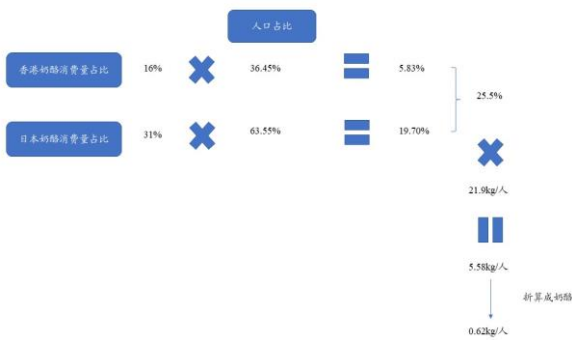
远期行业空间测算：C端5倍，B端近3倍。奶酪消费具有地域性，在我国北方人均消费比南方多，在亚洲国家和地区中，日韩的人均消费也高于台湾和香港。参考日韩和港台的纬度，我们以长江为界，将我国人口分为南北两区，其中南区包括云南、贵州、湖南、江西、浙江、上海、广西、广东、福建和海南，人口共计5.1亿人。北区人口共计9亿人。首先，估测总消费量，北区以日本为标准，其奶酪消费量占乳制品总消费量（折算回原奶）的31%；南区以香港为标准，其奶酪消费量占乳制品总消费量（折算回原奶）的16%，测算得我国当前7.7%的占比将上升至25.5%。因此，我国当前0.17kg的人均消费量将上升至0.62kg。其次，估算零售和餐饮端消费量占比，香港零售量占比为51%，日本为65%，而欧美也普遍在50%以上，我们以50%为假设，则零售端人均消费量为0.31kg，餐饮端人均消费量为0.31kg。第三，估算零售端吨价，我国零售端吨价2018年后维持在148元/kg左右，且对比其他主要国家，与日韩相近，考虑到奶酪C端的高端品特性，我们假设其吨价将维持在150元/kg。第四，估算餐饮端吨价，我们以使用量最大的马苏里拉奶酪为标准，参考安佳及妙可蓝多餐饮端马苏里拉奶酪碎的价格（分别为45.83元/kg和41.67元/kg），推算餐饮端吨价为43.75元/kg。因此，远期零售端市场体量预计为651亿（150元/kg*0.31kg/人*14亿），对应到出厂口径约为434亿（651亿/1.5）；餐饮端市场体量为190亿（43.75元/kg*0.31kg/人*14亿）。

表4：南北区域划分数据

分区	省份	人口(万人)	人口占比	日本奶酪消费量 占乳制品总消费量 (折算回原奶)	香港奶酪消费量 占乳制品总消费量 (折算回原奶)	中国奶酪消费量 占乳制品总消费量 (折算回原奶)
北区	新疆、西藏、青海、四川、甘肃、宁夏、重庆、陕西、湖北、山西、河南、安徽、江苏、山东、河北、天津、北京、辽宁、内蒙古、吉林、黑龙江	89721	63.55%	31.0%	16.0%	25.5%
	云南、贵州、湖南、江西、浙江、上海、广西、广东、福建、海南			51457	36.45%	

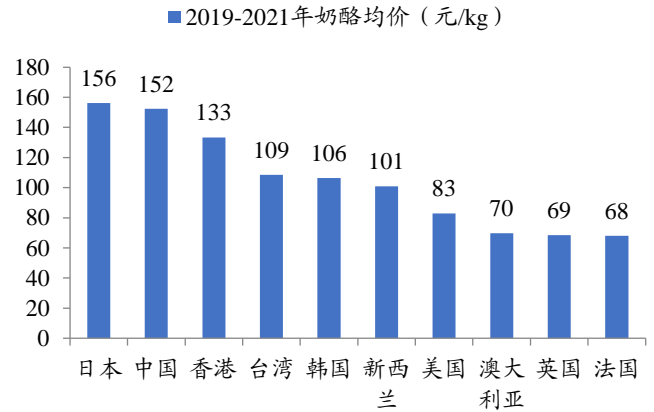
资料来源：欧睿国际，国家统计局，信达证券研发中心估算

图 20: 奶酪总消费量测算



资料来源: 信达证券研发中心

图 21: 亚洲国家和地区 C 端奶酪均价相对较高

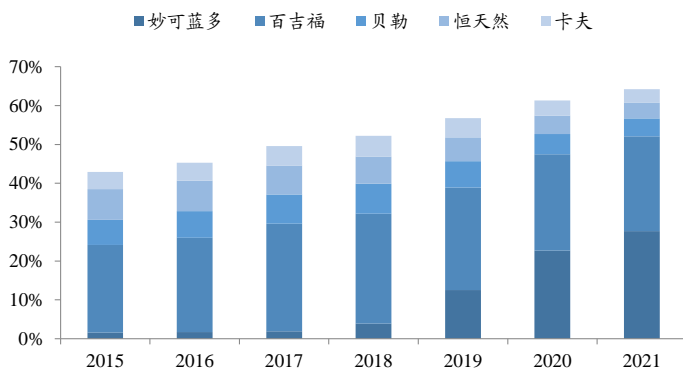


资料来源: 欧睿国际, 信达证券研发中心

3.2 妙可蓝多一骑绝尘, 本土势力整体提升

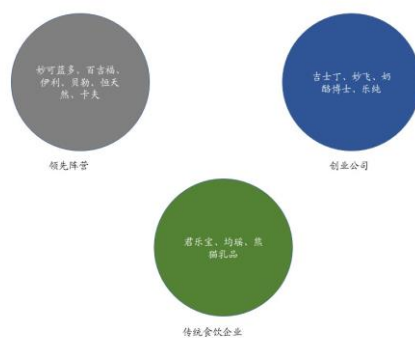
C 端格局: 各方势力蜂拥入局, 妙可蓝多一骑绝尘。根据欧睿数据, 在 2018-2021 年, 受益于大单品儿童奶酪棒的兴起, 妙可蓝多市占率突飞猛进, 于 2021 年底达到 28%, 首次超越百吉福, 位列 C 端奶酪市场第一。此外, 根据凯度的最新数据, 截止 2022 年 2 月, 妙可蓝多市占率为 38%, 百吉福 18%-19%, 伊利位居第三, 市占率为 10-11%。考虑到当下妙可蓝多在产能、产品、品宣及渠道方面的优势, 公司市占率在中短期内仍然有望扩大。另一方面, 由于行业新兴且利润率较高, 近几年也吸引了不少创业企业入局, 如妙飞、吉士汀、奶酪博士、乐纯等, 这些企业当前市占率普遍低于 5%。第三, 不少传统食品饮料企业也蜂拥入局, 包括均瑶、君乐宝等。

图 22: 妙可蓝多市占率超越百吉福



资料来源: 欧睿国际, 信达证券研发中心

图 23: 多方势力蜂拥入局

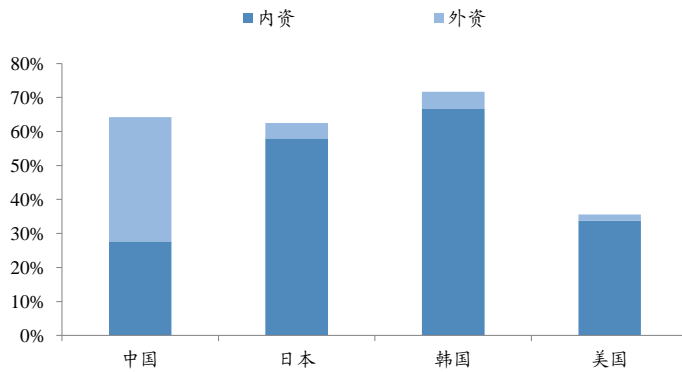


资料来源: 信达证券研发中心整理

观未来: 内资市占率将持续提升, 乳业寡头或将再次对垒。无论是东亚还是美国, C 端奶酪市场均被本土企业所主导。这主要是本土企业无论在产品创新还是渠道方面均更有优势。因此, 随着 C 端奶酪市场在中国的发展, 本土企业也将逐步提升市占率份额。事实上, 最近几年妙可蓝多和伊利市占率的提升便是该趋势的写照。另一方面, 考虑到 C 端奶酪高毛

利、强商超 KA+流通渠道、保质期较长、市场空间较大等特性，长期来看蒙牛和伊利或将再次利用其奶源和渠道端的优势在 C 端奶酪市场上进行争夺。

图 24: 中国内资市占率 (CR5) 将提升

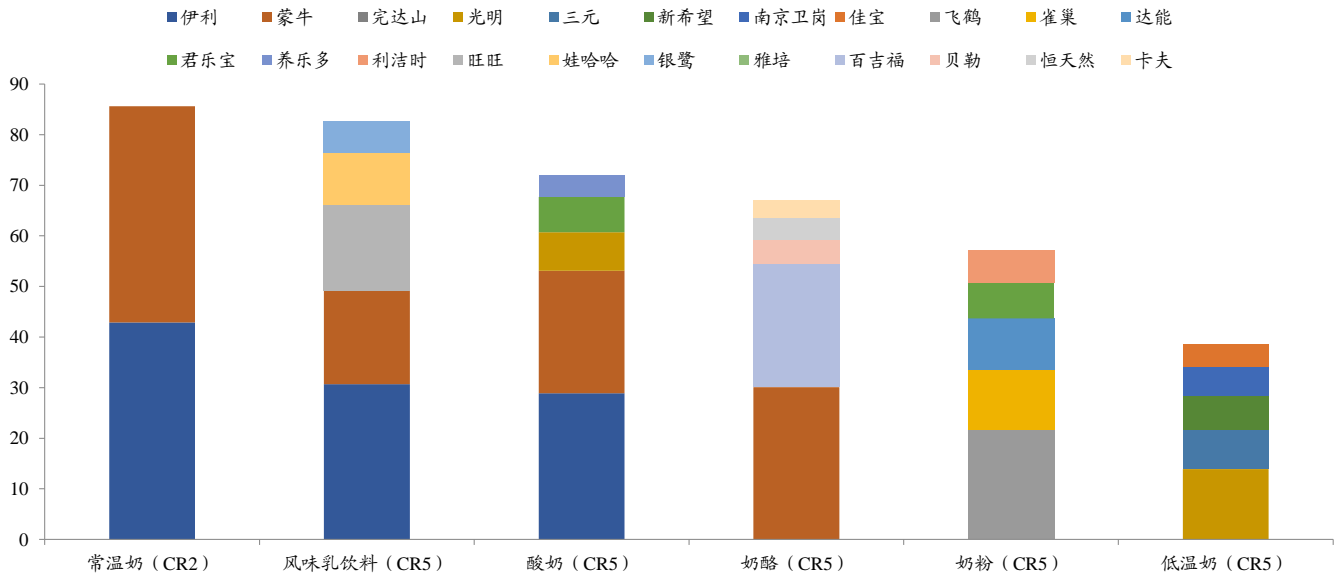


资料来源:欧睿国际, 信达证券研发中心

表 5: 奶酪 C 端高毛利、强商超 KA+流通渠道、保质期较长、市场空间较大特性有利于蒙牛伊利进入该行业

品类	现代+传统渠道占比	市场规模	毛利率	保质期	冷链要求
常温奶	92.10%	1092	34%	6 个月	不需要
常温酸奶	92.50%	700	34%	6 个月	不需要
风味乳饮料	92.10%	620	49%	>6 个月	不需要
低温酸奶	92.50%	600-800	21%	21 天	中
奶酪	83.10%	123	45%	>3 个月	中低/不需要
奶粉	18.90%	1690	40-70%	2 年	不需要
巴氏奶	92.10%	415	43%	7-15 天	高

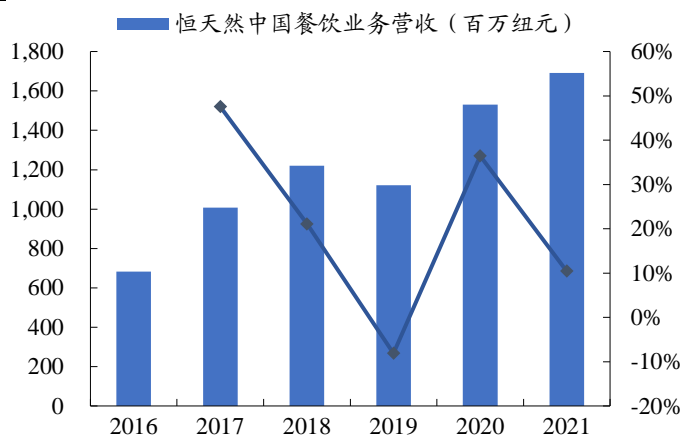
资料来源:欧睿国际, 公司公告, 信达证券研发中心估算 注: 渠道占比: 巴氏奶、常温酸奶和乳饮料均采用欧睿 drinking milk product 数据; 常温酸奶和低温酸奶均采用欧睿 yoghurt 数据; 市场规模: 低温酸奶由伊利数据估测; 毛利率: 常温来自于伊利, 乳饮料来自于旺旺, 低温酸奶来自于天润低温, 奶酪来自于妙可蓝多, 奶粉来自于伊利和飞鹤, 巴氏奶来自于新希望低温。奶酪保质期各异, 我们选取再制、半硬、硬质奶酪为参考。

图 25: 多数品类竞争格局已被蒙牛伊利所控制


资料来源: 欧睿国际, 信达证券研发中心

B 端: 安佳品牌领先, 优势或将持续。2020 年, 中国乳制品餐饮市场规模约为 200-300 亿元, 根据我们先前的测算, 餐饮奶酪市场 2021 年约为 68 亿。该市场中的玩家构成复杂, 既包括长期深耕中国的外资品牌安佳, 也包括新进的中外合资品牌 Arla Pro, 同时还有本土品牌伊利专业餐饮和妙可蓝多等。目前, 恒天然旗下的安佳品牌在中国餐饮奶酪市场份额领先。恒天然于 2001 年进入中国市场, 依靠传统经销商模式在国内销售, 效率低下, 无法跟随扩张的需求。2016 年, 恒天然安佳推出“安佳专业乳品专业伙伴”, 并自建销售渠道和物流系统, 有效提高了运营效率和营收规模, 当下服务超 390 座城市和超 80000 家网点。产品方面, 安佳为中国超过一半的披萨提供马苏里拉奶酪, 并成为喜茶、奈雪的茶等多家茶饮的供应商。

由于恒天然地处新西兰, 拥有奶价和原制奶酪技术双重优势, 同时餐饮端生意模式具备一定黏性, 因此中短期内其市场份额优势或将持续。

图 26: 恒天然中国餐饮业务过去几年节节攀升


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 27: 安佳产品线丰富

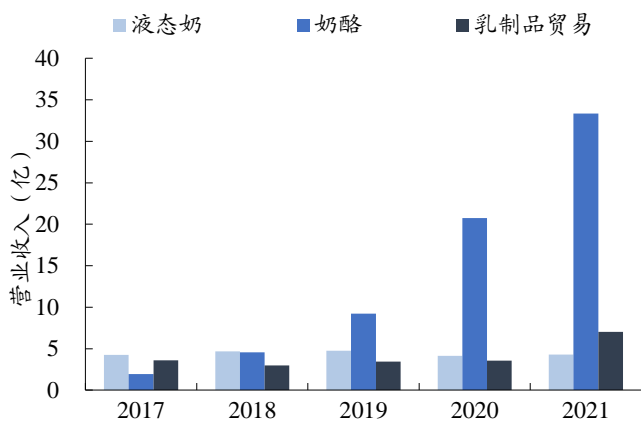

资料来源: 安佳官网, 信达证券研发中心

4. 妙可蓝多：聚焦奶酪，多长板打造综合实力

4.1 公司概况

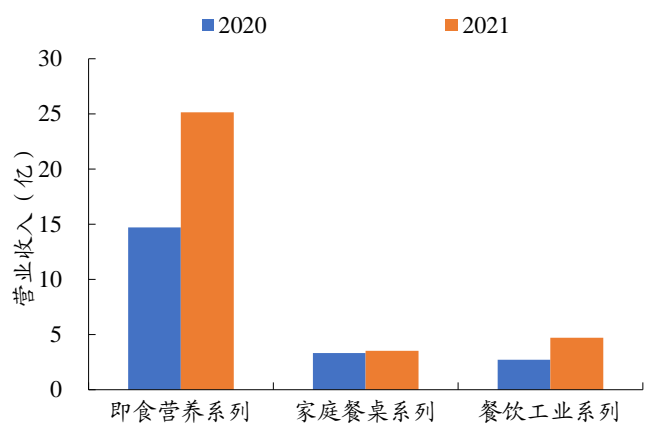
公司业务聚焦奶酪。妙可蓝多是 A 股目前唯一一家以奶酪为主业的公司，因儿童奶酪棒的崛起，奶酪业务收入由 2017 年的不足 2 亿飙升至 2021 年的 33 亿。除儿童奶酪棒外，公司第二大单品为马苏里拉奶酪，既在 C 端销售，也在 B 端销售。其次，公司拥有液态奶业务，为避免与大股东蒙牛的同业竞争，公司计划在未来 3 年之内通过资产处置的方式退出液态奶业务。第三，公司也参与乳制品贸易业务，一方面拓宽公司原材料采购渠道，稳定原材料价格；另一方面累积乳制品行业资源，助力公司可持续发展。

图 28：公司业务以奶酪为主



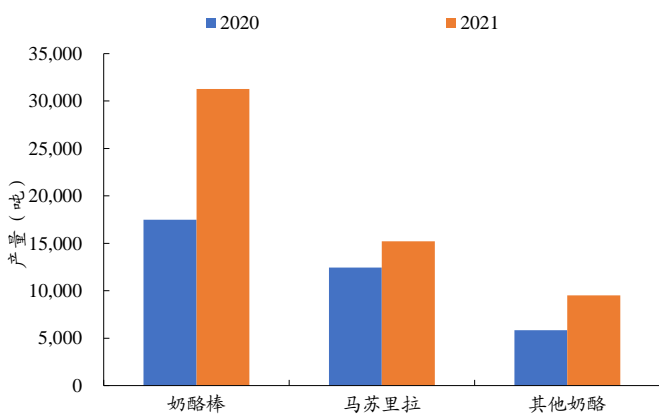
资料来源：WIND，信达证券研发中心

图 29：奶酪业务中以即食营养系列为主



资料来源：WIND，信达证券研发中心

图 30：奶酪中奶酪棒产量最高

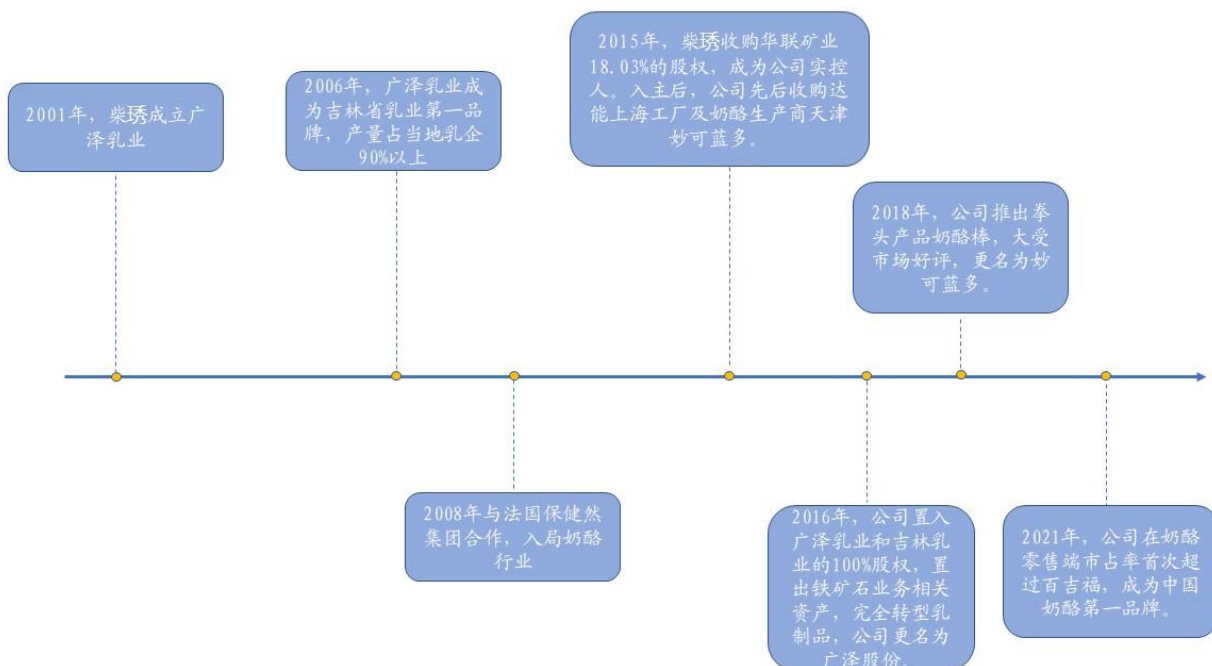


资料来源：WIND，信达证券研发中心

历史复盘：从区域乳企到中国奶酪第一品牌。2001 年，柴琇成立广泽乳业。广泽乳业前期聚焦液态奶业务，在柴琇的带领下，公司在不到 5 年的时间内，从吉林省内 5 家乳企脱颖

而出，生产量占到吉林省当地乳品企业总和的 90%以上，成为吉林省乳业的第一品牌。2008 年，柴琬看到奶酪市场在中国的机会，选择和法国乳业巨头保健然集团合作，入局奶酪行业。2015 年，柴琬收购上市公司华联矿业 18.03%的股权，成为公司实控人。入主后，公司坚定转型奶酪业务，先后收购达能上海工厂及奶酪生产商天津妙可蓝多。2016 年，公司通过置入广泽乳业和吉林乳业的 100%股权，置出铁矿石业务相关资产，完成主营业务向乳制品的转型，公司更名为广泽股份。2018 年，公司推出拳头产品奶酪棒，大受市场好评，公司也开启品牌建设，更名为妙可蓝多。2021 年，公司在奶酪零售端市占率首次超过百吉福，成为名副其实的中国奶酪第一品牌。

图 31: 妙可蓝多发展历程



资料来源：WIND 等，信达证券研发中心整理

强强联合，蒙牛成为控股股东。2020 年年初，蒙牛先被公司引入成为战略投资者，受让公司 5%的股份，同时对妙可蓝多子公司吉林科技进行增资扩股。随后蒙牛多次增持，并于 2021 年 6 月完成非公开发行，成为公司控股股东。一方面，柴琬作为卓越的企业家，1996 年下海经商，从成功创立吉林第一乳企广泽乳业，到成功打造中国奶酪第一品牌，始终追求第一，战功赫赫；另一方面，蒙牛作为行业寡头，乳制品产业链资源丰富，看中奶酪市场的巨大空间，可有效赋能妙可蓝多。

妙可蓝多成蒙牛的奶酪平台，未来或将并表蒙牛。根据双方协议，蒙牛将把妙可蓝多作为其奶酪运营平台，并在控股 2 年内将蒙牛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妙可蓝多。同时，为避免同业竞争，妙可蓝多也将在蒙牛控股 3 年内通过资产处置等方式退出液奶业务。在蒙牛 2021 年业绩说明会上，蒙牛管理层明确表示未来希望妙可蓝多能够并表蒙牛。

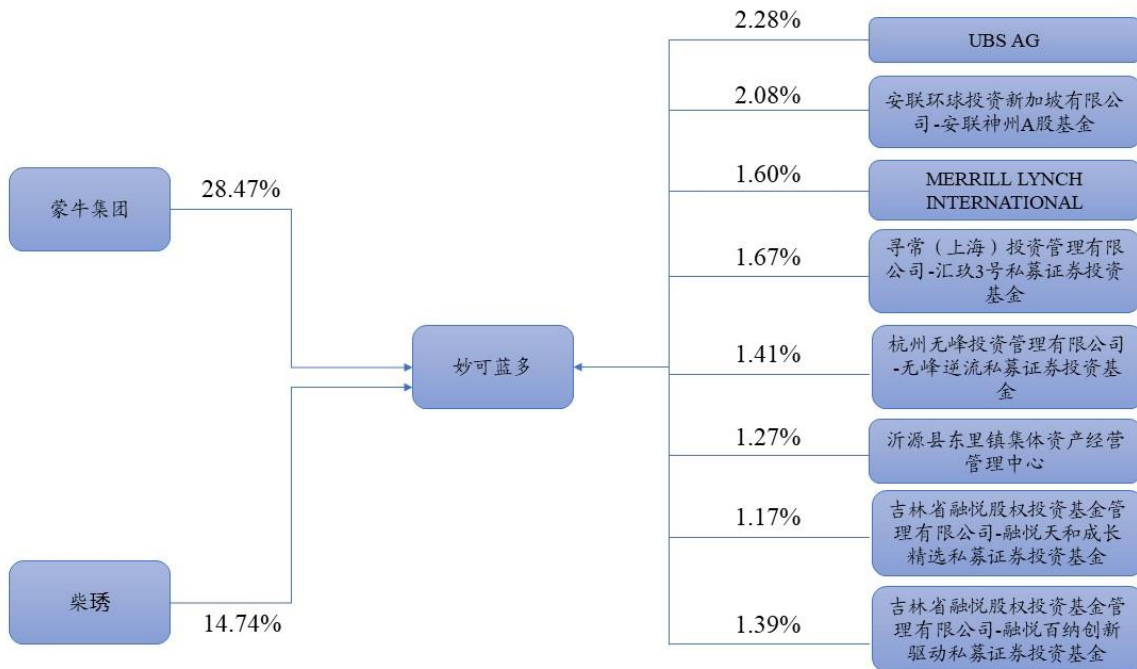
事实上，蒙牛自身奶酪业务也发展良好，蒙牛于 2018 年设立奶酪事业部，当下拥有蒙牛和爱氏晨曦两大奶酪品牌，其产品同样覆盖零售端和餐饮端，零售端拥有 0 添加儿童奶酪棒、有机儿童奶酪棒、常温儿童奶酪棒等奶酪棒产品和芝士三角、芝士奶条和芝士莓莓等奶酪零食产品，餐饮端则与 Arla Pro 合作，开拓乳品专业餐饮市场，开发出纯乳脂奶基底、稀奶油、奶油干酪等产品，并与盒马、大喜来、多乐之日等完成联名推广。蒙牛奶酪业务的注入将进一步增强妙可蓝多的实力。

蒙牛为妙可蓝多提供多方位协同。在采购方面，蒙牛拥有强大的全球产业链资源，为妙可蓝多在原料采购方面提供很大的帮助。上游奶源方面，蒙牛掌握现代牧业和中国圣牧两大牧场，同时与多家牧场实行战略合作，年收奶量达 600 万吨，可为妙可蓝多未来扩产，特别是制作原制奶酪，提供坚实基础。产品及研发方面，蒙牛合作伙伴遍布全球，阿拉更是欧洲领先的乳制品生产商，与蒙牛联合成立中丹乳品技术中心，可为妙可蓝多提供多元的产品创意和研发及技术支持。在质量方面，蒙牛协助妙可蓝多在 2021 年组建质量部，打造先进的奶酪产品质量管理体系。在公司治理层面，蒙牛向妙可蓝多董事会中派驻 3 人，并派驻了财务总监，提升公司整体管理能力及公关相关经验。在生产方面，蒙牛在 2020 年首次战略合作后已将部分业务交由妙可蓝多代工，在 2021 年定增后的两年内将奶酪相关业务注入妙可蓝多，两方分工将更加均衡。在信息化方面，蒙牛也通过其派驻的人员协助妙可蓝多，打造 SAP 系统，推进数智妙可的建设。在渠道方面，蒙牛也拥有乳制品行业内数一数二的渠道体系，并不断精进，可为妙可蓝多快速铺货提供绝对支持。在品牌宣传方面，蒙牛更是每年投入巨资在各个维度进行品牌宣传，可为妙可蓝多在品牌宣传方面节省大量开支。

表 6：蒙牛控股妙可蓝多过程

时间	事件
2020/1/5	蒙牛受让妙可蓝多 5% 股份，同时对子公司吉林科技增资并持有其 42.88% 的股权
2020/12/24-2020/12/29	蒙牛通过二级市场增持 1.38% 股份
2020/12/30-2021/1/29	蒙牛通过二级市场增持 1.73% 股份
2021/03/11 -2021/03/25	蒙牛通过二级市场增持 1.14% 股份
2021/7/14	蒙牛通过非公开发行成为控股股东，持股比例上升至 28.46%
2022/1/10-2022/1/28	蒙牛通过二级市场增持 1.52% 股份，持股 29.99%

资料来源：WIND，信达证券研发中心

图 32: 妙可蓝多股权结构图 (2021 年年报)


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 33: 蒙牛奶酪产品矩阵


资料来源: 蒙牛官网, 信达证券研发中心

4.2 低温做精，常温做广

公司产品线丰富。在公司主营的奶酪板块当中，即食营养系列占比达 75%，其中以儿童奶酪棒为主要单品，也包括芝士棒、儿童奶酪杯等产品。奶酪棒中，公司一方面开拓低温奶酪棒的销售，另一方面力推常温奶酪棒的上架。家庭餐桌系列中，公司既拥有原先的主力单品马苏里拉奶酪，也有当前主推的早餐芝士片。餐饮工业系列，公司产品则以大包装为主，主要面向各类中西餐饮客户。

图 34: 妙可蓝多产品矩阵



资料来源：WIND，公司官网，京东，信达证券研发中心

常温做广，低温做精。公司今年最重要的看点来自于常温奶酪棒的铺市。2018 年低温奶酪棒推出以来，一方面公司在低温渠道快速拓展，60 多万家网点中多数是低温网点；另一方面行业竞争日趋激烈，多家企业推出低温奶酪棒分享市场红利。因此，公司历时两年多时间，在配方、产线及包材等多方面推进研发与合作，于 2021 年 9 月推出常温儿童奶酪棒。通常情况下，奶酪需要在冷藏 4 度左右的环境下储存，避免奶酪腐败变质，因此海外并不存在常温奶酪品类。但是，公司通过创新灭菌和包装工艺，所生产的产品可在常温下存储 6 个月的时间，极大拓展了儿童奶酪棒的消费场景和消费半径。公司今年计划通过常温渠道，特别是流通渠道铺市，开拓下线市场，利用常温渠道的 100 万家网点，达到常温做广的目的。低温方面，公司聚焦于做精产品，提升产品结构，推出诸如 0 添加奶酪棒及 51% 干酪含量的金装奶酪棒，力图拉高均价。

常温奶酪棒空间或至少达 200 亿。考虑到近几年零售端规模变化较大的仅有儿童奶酪棒一个品类，我们以欧睿数据中再制奶酪约等于儿童奶酪棒规模为假设，可得 2021 年儿童奶酪

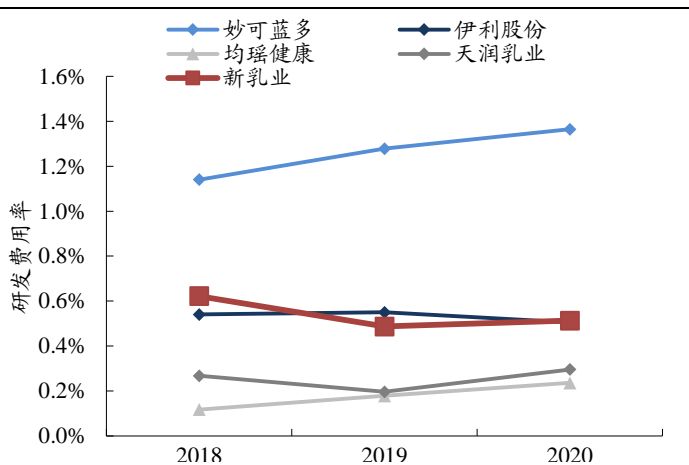
棒市场规模约为 80 亿元（实际数据可能略小）。全国有 70 余万家低温网点，以妙可蓝多覆盖面代表所有公司覆盖面为假设，同时假设妙可蓝多 2021 年覆盖的 60 万家网点中有一半为低温，而常温网点多达 200-300 万家，因此仅以推测的低温覆盖比例 43% 估算，未来常温网点覆盖数将达 85-135 万家。假设单点卖力不变，则未来常温奶酪棒空间可达 227-360 亿。

表 7: 妙可蓝多低温奶酪棒与常温奶酪棒区别

	低温奶酪棒	常温奶酪棒
净重	100g	90g
价格	19.8 元	16.8 元
储存条件和保质期	2-4 度 6 个月	常温 9 个月
渠道侧重	商超 KA 等有冷链的渠道	不具备冷链的流通渠道
竞争情况	为当期多家公司主力产品，竞争激烈	受产能限制，当前尚为蓝海

资料来源：渠道调研，信达证券研发中心

图 35: 公司大力投入资金研发新品

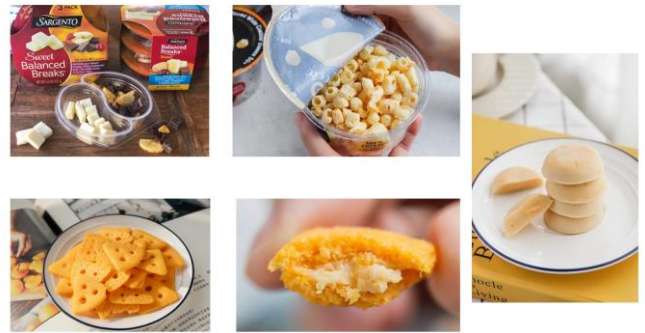


资料来源：WIND，信达证券研发中心

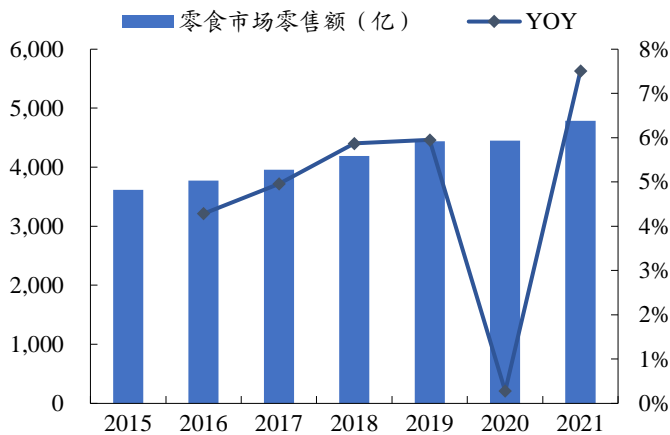
奶酪片与零食同样大有可为。除儿童奶酪棒外，公司积极拓宽 C 端奶酪应用场景，今年开始推广奶酪片及奶酪零食。相对于儿童奶酪棒，奶酪片面向所有年龄段消费人群，以早餐为消费场景，可作为辅食加入面包、面条、粥当中。仅以 5000 万人每周消费一片的体量计算，该市场就有 78 亿的体量 ($0.5 \times 52 / 7 \times 21 = 78$ 亿)。此外，我国零食市场高达 4784 亿元，从品牌体量来看，头部品牌可达 100 亿规模，且竞争格局相当分散。奶酪作为零食，形态多样，既可作为零食主体，也可作为配料调味，可形成丰富的终端产品，延伸空间巨大。

图 36: 奶酪片以早餐作为消费场景

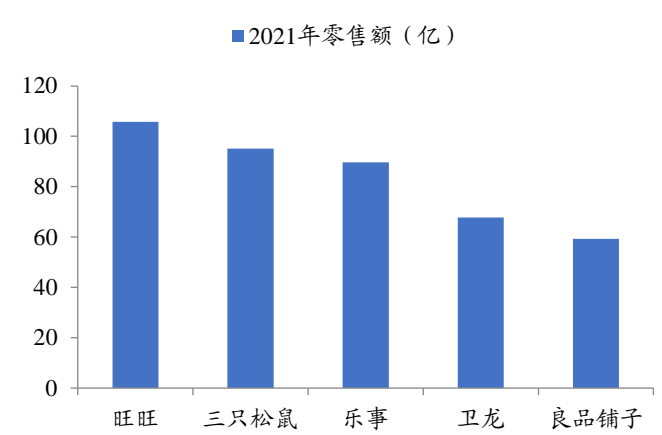

资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

图 37: 奶酪零食形态多样


资料来源: 信达证券研发中心整理

图 38: 我国零食市场体量庞大


资料来源: 欧睿国际, 信达证券研发中心

图 39: 头部零食品牌零售额可达百亿


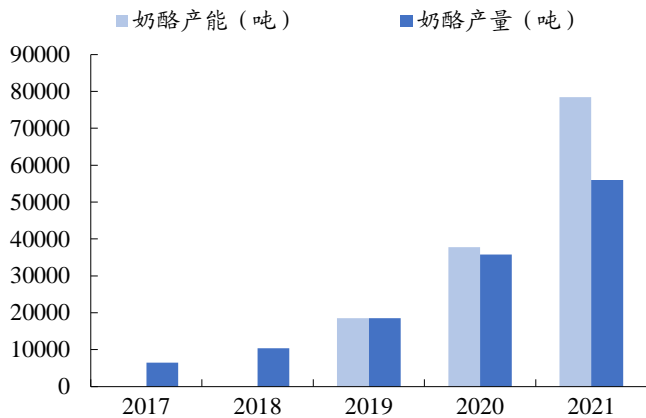
资料来源: 欧睿国际, 信达证券研发中心

产能: 配合常温, 不断提升。公司当前在上海、天津、吉林、长春四个城市拥有 5 间工厂, 2021 年总产能达 228780 吨, 其中奶酪产能 78400 吨。公司在上海拥有两座工厂, 主要生产奶酪棒等即食营养系列产品, 天津和长春主要生产餐饮端系列产品。2020 年底, 公司向蒙牛定增, 计划在吉林和上海开展三个奶酪项目的建设, 其中产能占比最大的依然是奶酪棒项目, 2021 年 4 月, 上海金山厂区已建成投产。从产线方面看, 公司当前低温产线数量占优, 常温产线正不断扩充, 以适应今年常温奶酪棒市场巨大的需求。

表 8: 妙可蓝多当前产能

品类	2021 年产能 (吨)
奶酪棒	41017
马苏里拉	23268
其他奶酪	14115
液体乳及含乳饮料	150380

资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 40: 公司产能与产量快速增长


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

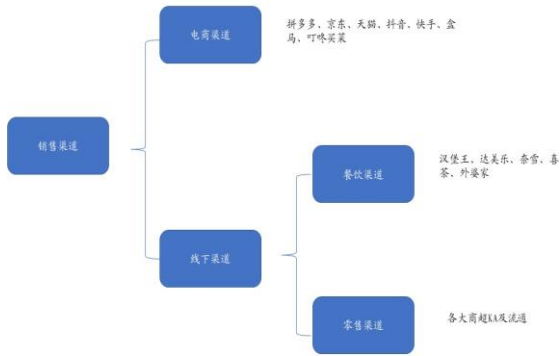
表 9: 定增项目详情

定增项目	项目投资总额 (万元)	设计产能 (吨)	具体产品及产能 (吨)	建设周期	地点
上海特色奶酪智能化生产加工项目	125,669.93	82800	奶酪棒 (62000) 马苏里拉 (10080) 芝士片 (6720) 杯装奶酪 (4000)	2 年	上海市
长春特色乳品综合加工基地项目	126,341.53	78880	原制奶酪 (30000) 原制奶酪切片 (26880) 奶酪棒 (10000) D90 乳清粉 (12000)	2 年	长春市
吉林原制奶酪加工建设项目	37,835.80	20500	烧烤奶酪 (3000) 手撕奶酪 (7500) 马苏里拉奶酪丝 (10000)	2 年	吉林市

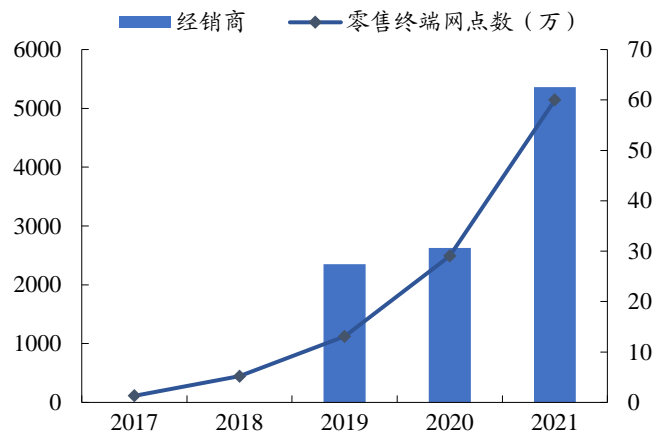
资料来源: WIND, 信达证券研发中心

4.3 渠道快速拓展, 体系管控有力

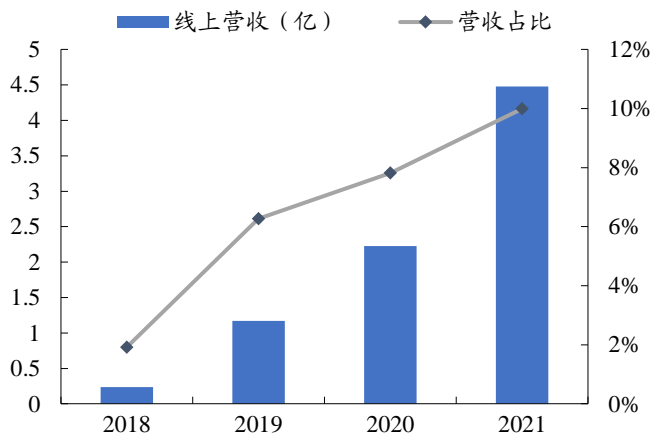
零售渠道全国化, 餐饮渠道伙伴多。线下渠道方面, 伴随 2018 年推出的拳头单品儿童奶酪棒, 公司零售渠道快速扩张, 零售终端网点数从 2018 年的 5.2 万个达到 2021 年的约 60 万个, 经销商数目也从 2019 年的 2349 家达到 2021 年的 5363 家, 其中常温 1800 家左右, 低温 3500 家左右。随着经销商数目的不断增加, 经销商管理难度上升, 公司细化战区, 将全国原先的 11 个战区扩展为 16 个战区, 同时提升信息化水平, 上线 DMS 和 SAP 系统, 来保证运营效率。**线上渠道方面,** 公司覆盖天猫、京东、拼多多等主流电商平台, 同时发力抖音和快手等新兴电商, 并积极拓展盒马鲜生、叮咚买菜等各种新兴业态。此外, **餐饮渠道方面,** 公司在终端与达美乐、汉堡王、奈雪、古茗、外婆家等多家中外餐饮商合作, 同时拥有 300 余家经销商, 并积极开拓便利店渠道, 与罗森等便利店系统深度合作, 为更广阔范围的客户提供服务。

图 41: 妙可蓝多渠道架构图


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 42: 零售端经销商和网点数增速迅猛


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 43: 线上渠道收入占比不断提高


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

低温注重商超 KA，常温开拓流通渠道。公司当前主力产品仍是低温儿童奶酪棒，因此在低温渠道铺设较广。低温渠道受冷链限制，主要集中于商超 KA，全国终端数有近 70-80 万家，考虑到低温儿童奶酪棒是其主要产品，我们估计其 60 万家网点数中的多数属于低温网点。

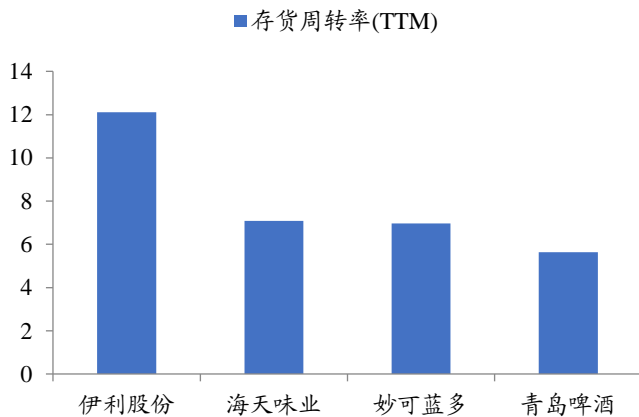
常温渠道不受冷链限制，覆盖范围更广，既包括商超 KA，也包括流通渠道，终端网点数也更多，全国有效数量约有 200-300 万家。公司自去年 9 月推出常温奶酪棒后，积极推动常温经销商的招商，主做流通渠道和下线渠道，预计今年常温网点覆盖数量有望超过低温。

调整组织架构，应对低温常温。公司先前拥有低温、常温、餐饮、电商和贸易五大事业部，为推出常温产品，并应对低温常温产品在商超 KA 渠道方面的部分重叠情况，公司调整事业部架构，于 2022 年形成了南区、北区、餐饮、电商和贸易五大事业部。区域总同时肩负常低温考核指标，并负责协调区域内常低温经销商关系，以避免常低温奶酪棒在渠道上，特别是商超 KA 上的潜在冲突。

渠道利润丰厚，严控价格体系。渠道结构上，公司渠道扁平，采用一级经销商体系，多数

经销商直供终端。渠道利润方面，奶酪棒当下利润丰厚，按行业平均水平推算，奶酪棒可以给到经销商的毛利约为 25%-30%，终端的毛利率约为 20%左右。价盘方面，公司重视产品定价，有专门的定价委员会，也加强力度打击窜货乱价行为，包括先前采取净网行动清除网上低价窜货的店铺，以及严控新零售渠道等。渠道拓展方面，公司一方面积极开拓新渠道，另一方面提升单店卖力，包括增加陈列面积、加强试吃及促销等。

图 44: 妙可蓝多存货周转率较好



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

4.4 紧抓儿童心智，树立品牌定位

精选 IP，吸引目标客户。公司在推出奶酪棒之初便灵敏地捕捉到大热 IP 汪汪队，为吸引儿童奠定了良好基础。汪汪队立大功在 2016 年首先登陆芒果 TV、百度视频、乐视等新媒体平台，次年登陆 CCTV 少儿频道、金鹰卡通等卫视少儿频道播出，截至目前系列网络播放量超两百亿，在 1-6 岁少儿群体中影响力非凡。2020 年，公司又牵手日本动漫宝可梦（皮卡丘），定位 80-90 后妈妈群体，推出金装奶酪棒，目标人群清晰。

表 10: 汪汪队动画播放量超两百亿

汪汪队立大功	上映时间	播放平台	累积播放量(亿)
第一季	2013/8/27	芒果+腾讯	135.1
第二季	2017/9/19	芒果+腾讯	109.3
第三季	2017/9/1	芒果	9.1
第四季	2017/11/1	芒果	19.3
第五季	2018/9/28	芒果	21.7
第六季	2020/6/1	芒果+腾讯	27.4
第七季	2020/12/31	芒果	10
第八季	2022/1/29	芒果+腾讯	3.6

资料来源: 念童少儿数据, 信达证券研发中心

图 45: 汪汪队 IP 依然排名靠前

排名	节目	平台	单日播放量	全网播放指数
1	汪汪队立大功第八季	多平台	388万	673
2	精灵梦叶罗丽第九季	多平台	131万	643
3	奇妙萌可 第二季	多平台	104万	605
4	熊熊帮帮团	多平台	72万	573
5	汪汪队立大功第七季	腾讯	109万	530
6	绿娜托尼全知道	优酷	---	512

资料来源: 念童少儿数据, 信达证券研发中心 注: 数据日为 2022 年 4 月 12 日

图 46: 汪汪队与宝可梦 IP


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

精心设计广告内容, 让品牌占领消费者心智。制作广告初期, 公司采用法国民谣《两只老虎》的宣传方式, 让观众认识了妙可蓝多。接下来, 公司运用定位理论, 将广告语定为“奶酪就选妙可蓝多”, 定义“奶酪=妙可蓝多”的消费者认知。此后, 妙可蓝多与特劳特咨询公司合作, 在拓展应用场景方面, 添加“放学回家来一根, 运动补充来一根, 快乐分享来一根”的广告语, 并拓展出“热销篇”和“送礼篇”等系列广告。

精选投放策略, 聚焦分众, 补充央视。公司仔细研判各方的广告投放策略, 发现只有聚焦投放渠道才能提高费效比, 因此最后决定聚焦分众传媒, 通过在分众上的饱和攻击, 让消费者认识妙可蓝多。另一方面, 公司也在央视少儿频道补充广告, 吸引儿童及家长, 在央视一套晚间时段投放广告拉高品牌势能。截止当前, 妙可蓝多已成为消费者提及最多的奶酪品牌。

图 47: 定位奶酪=妙可蓝多


资料来源: 经济网, 信达证券研发中心

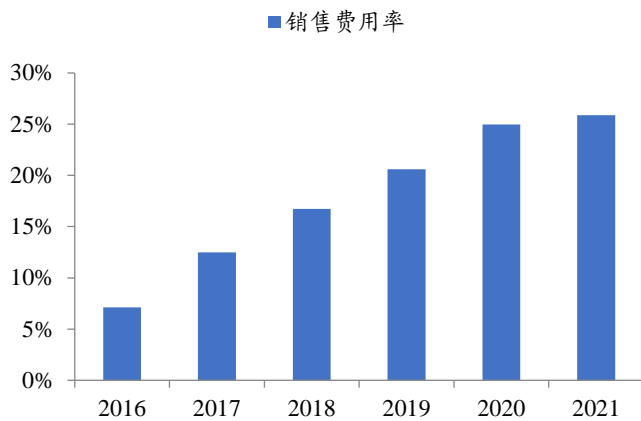
图 48: 妙可蓝多主打分众传媒


资料来源: 华商韬略, 信达证券研发中心

销售费用投入合理, 格局稳定后有望逐步下降。奶酪行业尚处成长期, 消费者对产品和品

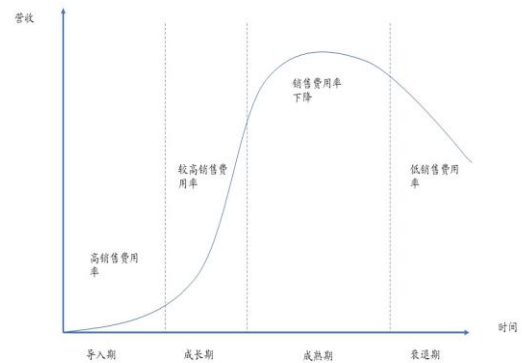
牌的认知尚不成熟。从产品周期理论来看，在此阶段大量投入费用进行消费者教育和品牌宣传显得尤为重要。妙可蓝多作为行业龙头，大量投入销售费用，既换来了自身品牌的崛起和市占率的提升，也带动了整体行业越来越被大众所熟知。当前，妙可蓝多市占率已接近40%且规模效应随营收逐步增大，其销售费用率有望稳定并逐步下降。

图 49: 销售费用率增长放缓



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 50: 产品生命周期中销售费用率的变化



资料来源: 信达证券研发中心

4.5 与竞品的比较: 多长板打造综合实力

产能、产品、品牌与渠道的组合拳构筑妙可蓝多的综合实力。从产能端看，妙可蓝多产能规模优势明显，在低温奶酪棒方面与百吉福相当，而常温奶酪棒方面由于布局较早，且与产线企业有排他协议，当下产能同样保持领先。**从产品端看**，公司精心研发，儿童奶酪棒成分搭配精细，富含蛋白质和钙，同时尽量少添加钠和香精，健康营养。**从品牌端看**，公司花费巨大的人力物力进行营销宣传，通过汪汪队 IP+代言人孙俪+分众和央视传播渠道的方式，打响了“奶酪就选妙可蓝多”的口号。**从渠道端看**，公司线上线下双渠道突破，快速构建起全国化的销售网络，同时在常温流通渠道上更进一步，把握先机。

表 11: 妙可蓝多产品力强劲

产品	奶基	蛋白质 (g/100g)	脂肪 (g/100g)	碳水化合物 (g/100g)	钙含量 (mg/100g)	钠含量 (mg/100g)	食用香精
奶酪博士 A2 金装棒棒 (≥51%干酪含量)	干酪+生牛乳	8.0	17.6	16.3	600	300	有
百吉福特浓棒棒奶酪 (≥51%干酪含量)	干酪	8.0	17.1	13.6	378	334	有
伊利儿童奶酪棒 (≥51%干酪含量)	干酪	6.0	17.5	13.9	580	410	有
妙可蓝多 0 添加奶酪棒 (≥51%干酪含量)	干酪+生牛乳	8.0	17.5	16.0	595	305	无
妙飞成长儿童奶酪棒 (≥51%干酪含量)	干酪	7.1	18.2	20.5	428	308	有

资料来源: 渠道调研, 信达证券研发中心

5. 估值与投资评级

5.1 盈利预测

收入端：考虑到公司 2020 年股权激励中所提到的 40/60/80 亿元的营收目标和 2021 年超额完成的情况，以及今年常温奶酪棒的铺市，我们认为公司在 2022/2023/2024 年营收预计为 65.38/85.65/107.07 亿元，增速为 46%/31%/25%。

毛利端：公司 2019/2020/2021 年毛利率分别为 31.55%/35.91%/38.21%，**毛利率的提升主要来自于奶酪棒大单品（2021 年毛利率为 55%）占比的提升和奶酪片（预计其毛利率可达 60%）的推广。**伴随今年常温奶酪棒的铺市、低温奶酪棒的升级和奶酪片的营销，我们预计奶酪棒的业务占比将进一步提升，2022/2023/2024 年毛利率预计为 41.10%/42.00%/43.00%。

表 12：妙可蓝多营收及毛利预测（单位：百万）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营收	2846.81	4478.31	6538.33	8565.22	10706.52
yoy	63.20%	57.31%	46.00%	31.00%	25.00%
总毛利率	35.91%	38.21%	41.10%	42.00%	43.00%
液态奶	413.47	430.01	400.00	400.00	400.00
yoy	-13.31%	4.00%	-6.98%	0.00%	0.00%
毛利率	17.92%	13.73%	13.73%	13.73%	13.73%
奶酪	2074.26	3334.88	5251.00	6856.00	8650.00
yoy	125.15%	60.77%	57.46%	30.57%	26.17%
毛利率	45.37%	48.51%	49.45%	50.88%	51.78%
即食营养系列	1471.59	2513.48	4000.00	5205.00	6500.00
yoy		70.80%	59.14%	30.13%	24.88%
毛利率	53.00%	55.00%	55.00%	56.00%	57.00%
家庭餐桌系列	330.63	351.48	551.00	751.00	970.00
yoy		6.31%	56.77%	36.30%	29.16%
毛利率	34.17%	35.15%	44.00%	50.00%	53.00%
餐饮工业系列	272.04	469.92	700.00	900.00	1180.00
yoy		72.74%	48.96%	28.57%	31.11%
毛利率	16.34%	21.45%	22.00%	22.00%	22.00%
乳制品贸易	357.41	703.99	887.33	1309.22	1656.52
yoy		96.97%	26.04%	47.55%	26.53%
毛利率	1.98%	3.90%	4.00%	4.10%	4.20%

资料来源：WIND，信达证券研发中心

费用端：**销售费用方面**，随着公司营收规模的不断扩大所带来的规模效应及市占率的不断上升，销售费用率有望维持平稳并持续下降，预计 2022/2023/2024 年销售费用率为 25.50%/24.90%/24.80%。**管理费用方面**，考虑到公司 2020 年推出的股权激励计划所需逐年摊销的费用，我们预计 2022/2023/2024 年管理费用率为 6.78%/5.68%/5.15%。**财务费用方面**，由于公司 2021 年募集资金到位，账上资金充裕，因此将无利息支出，财务费用率 2022/2023/2024 年预计为 -0.50%/-0.40%/-0.30%。**研发费用方面**，预计公司将继续加大研发

投入，在奶酪零食等新品上投入费用，2022/2023/2024 年研发费用率预计为 0.90%/0.90%/0.90%。

表 13: 妙可蓝多管理费用率预测 (单位: 百万)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营收	2846.81	4478.31	6538.33	8565.22	10706.52
基础管理费用率			4.91%		
基础管理费用	139.78	219.89	321.03	420.55	525.69
激励摊销费用	0.4163	122.75	122.07	66.19	25.42
管理费用	140.19	342.64	443.10	486.74	551.11
管理费用率	4.92%	7.65%	6.78%	5.68%	5.15%

资料来源: WIND, 信达证券研发中心

综上，预计公司在 2022/2023/2024 年营收预计为 65.38/85.65/107.07 亿元，增速为 46%/31%/25%，归母净利润为 4.55/7.83/11.25 亿元，增速为 195%/72%/44%。

5.2 估值

我们采用 PEG 法进行估值测算。

PEG 法: 剔除激励费用摊销的影响，则公司 2021 年归母净利润为 2.77 亿元，预计 2022/2023/2024 年分别为 5.77/8.49/11.51 亿元，增速分别为 108%/47%/36%，三年平均增速为 61%。我们选取食品饮料行业成长性较好的三家公司作为参照，22 年 PEG 均值为 1.13，考虑到妙可蓝多利润增速远高于这三家公司，PEG 应给予一定折扣，以 PEG=0.90 为锚，那么 PE=55，对应 22 年目标价为 50 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 14: 可比公司估值表

	PE			净利润增速			PEG		
	22	23	24	22	23	24	22	23	24
百润股份	27.39	21.36	18.39	26.59%	28.24%	16.16%	1.03	0.76	1.14
安井食品	41.45	32.25	25.91	40.37%	28.50%	24.49%	1.03	1.13	1.06
东鹏饮料	33.27	25.8	20.79	24.87%	28.95%	24.09%	1.34	0.89	0.86
均值	34.04	26.47	21.70	30.61%	28.56%	21.58%	1.13	0.93	1.02

资料来源: WIND, 信达证券研发中心 注: 数据均来自 WIND 一致预期, 获取时间为 2022 年 5 月 6 日

6. 风险因素

行业竞争加剧。奶酪行业尚处成长期，行业潜在空间巨大，C端产品利润率高，导致很多大中小型企业进入该赛道，引发激烈竞争。若行业竞争激烈程度超出预期，公司应对竞争或需要投入更多费用，利润增速可能因此不及预期。

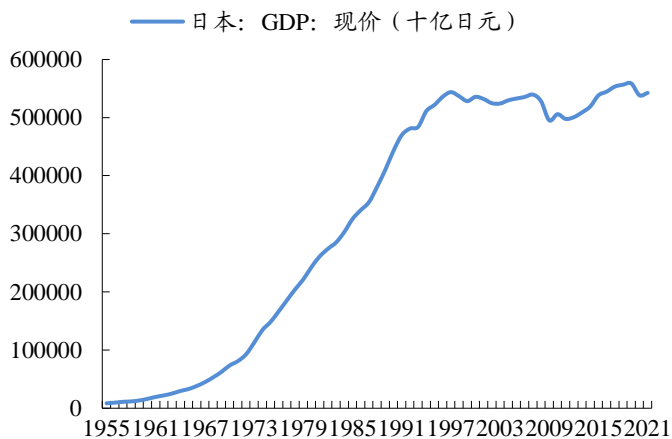
食品安全问题。公司所处乳制品产业链较长，且参与者众多，具有食品安全事件爆发的可能性。公司作为行业内龙头企业，易受行业内部负面新闻影响，导致营收不及预期。

7. 附录：从日本看我国奶酪行业可能的发展路径

7.1 日本奶酪行业：起步与中国相似，长期保持增长

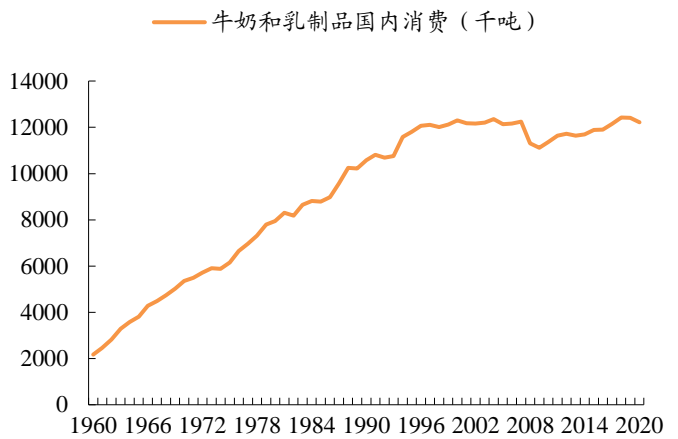
乳制品行业历经蓬勃发展，受经济影响当前维持稳态。回顾过去 50 年日本乳制品的发展历史，从消费量上看，主要分为两个阶段。第一阶段是增量阶段（1964-1996），乳制品消费量从 1964 年的 3580 千吨增长至 1996 年 12073 千吨。第二阶段是存量阶段（1996-2020），受日本经济见顶影响，乳制品消费量自 1995 年起整体维持稳态，2020 年达 12215 千吨。

图 51：日本 GDP 走势



资料来源：WIND，信达证券研发中心

图 52：日本乳制品消费量跟随 GDP 走势



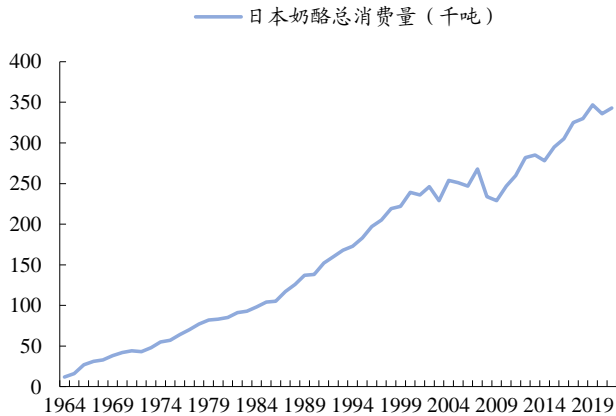
资料来源：日本农林水产省，信达证券研发中心

日本奶酪起步阶段与中国类似，但经济见顶后仍持续增长。从乳制品行业发展阶段来看，日本奶酪起步阶段与中国类似，均是液态奶人均消费量达到 15kg 左右时的产物。1964 年，日本液态奶人均消费量达 16.94kg，而奶酪人均消费量仅为 0.12kg。参照我国，2021 年我国饮用奶人均消费量为 14.2kg，而奶酪人均消费量为 0.17kg。另一方面，日本奶酪增长持续性强。在乳制品行业增量阶段（1964-1995），奶酪消费量从 1964 年的 12 千吨增长至 1995 年的 183 千吨，增幅达 14.25 倍，而同时期液态奶消费量增幅仅为 3.13 倍。在 90 年代日本经济见顶后，奶酪消费量未随乳制品行业总消费量维持稳态，而是继续攀升，从 1995 年的 183 千吨上升至 2021 年的 343 千吨，增幅近一倍。

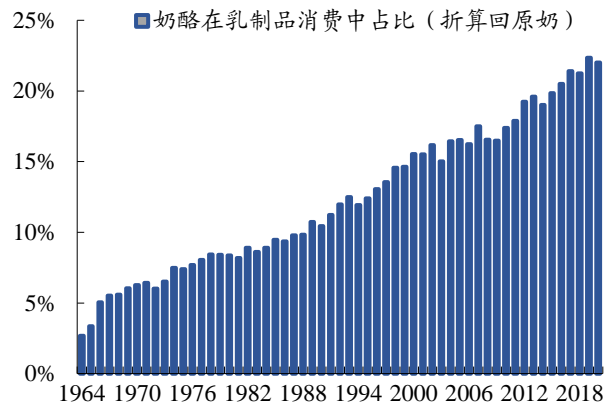
表 15：中日乳制品发展阶段对照

	日本 (1964)	中国 (2021)
液态奶人均消费量 (kg)	16.9	14.1
奶酪人均消费量 (kg)	0.12	0.17

资料来源：USDA，欧睿国际，国家统计局，日本统计局，信达证券研发中心

图 53: 日本奶酪人均消费量增长并不受制于 GDP 停滞


资料来源: 美国农业部, 信达证券研发中心

图 54: 奶酪在乳制品中占比不断攀升


资料来源: 日本农林水产省, 美国农业部, 信达证券研发中心

回顾历史, 政府意志推动奶酪普及。1950 年代中期, 日本政府开始大力提升在乳制品产品方面的购买力度, 并于 1954 年通过了《学校午餐法》, 将乳制品纳入中小学生学习午餐体系。1963 年, 奶酪凭借其极高的营养价值, 吸引到日本政府的注意, 并被纳入该午餐体系, 使得几代日本人从小学阶段起便接触到奶酪这一乳制品品类。

国际化浪潮打开日本 B 端奶酪市场。1964 年日本举办东京奥运会, 因需要招待各国运动健儿, 西餐作为标准菜肴在日本广泛宣传, 而奶酪作为西餐中的传统配料被广为人知, 1970 年大阪世博会更加强了这一趋势。1970 年代, 麦当劳、必胜客等知名西餐连锁陆续进入日本, 带动奶酪成为日本人餐饮场景下的传统食物。

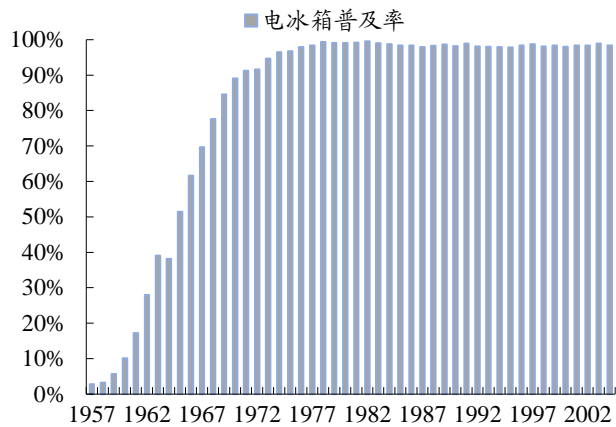
冷链普及和新品推出助推 C 端奶酪消费的崛起。伴随日本经济的腾飞, 冰箱在日本家庭的普及率飞速上升, 为 C 端奶酪的存放提供了便利条件。同时, 多款奶酪产品在 70 年代后推出, 包括家庭常用的切片芝士、大单品可撕奶酪棒等, 助推 C 端奶酪消费真正崛起。

图 55: 学校午餐法中加入奶酪


资料来源: 日本市立日光小学, 信达证券研发中心

图 56: 日本首家麦当劳于 1971 年开业


资料来源: 日经亚洲, 信达证券研发中心

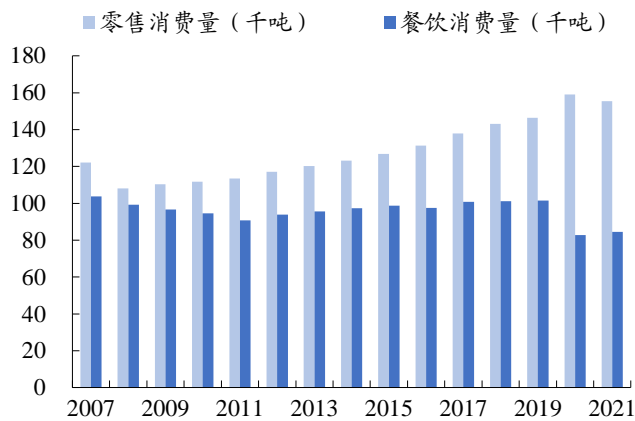
图 57: 日本冰箱的普及为 C 端奶酪提供了机遇


资料来源: 日本内阁府, 信达证券研发中心

图 58: 切片芝士走入日本家庭


资料来源: 雪印广告, 信达证券研发中心

C 端持续发力, 推动奶酪消费在经济见顶后继续上升。1995 年, 在日本 GDP 增长陷入停滞, 日本奶酪消费量也出现了接近十年的慢速增长。C 端奶酪消费发生了两个显著的变化, 一是红酒的消费拉动了奶酪的消费, 特别是天然奶酪; 二是奶酪零食化成为消费者新的消费方向, 例如居家饮酒所带来的奶酪零食消费需求的提升。因此, 奶酪 C 端消费量从 2009 年后再次提升, 带动奶酪消费持续上升。

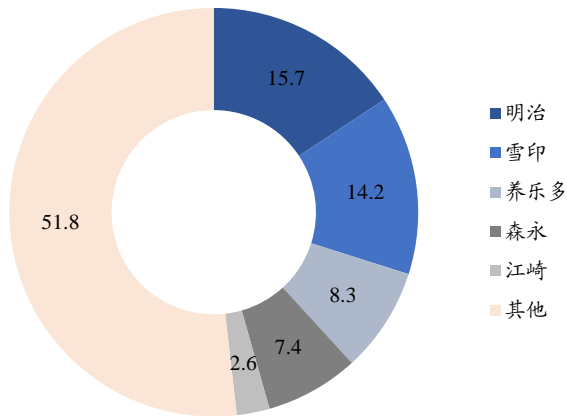
图 59: C 端持续发力, 再次拉动人均消费量上升


资料来源: 欧睿国际, 信达证券研发中心

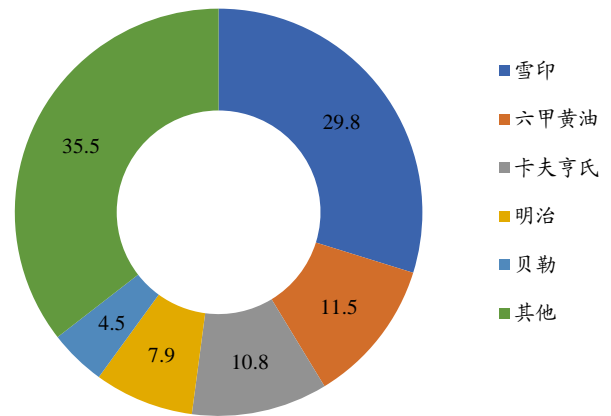
图 60: 奶酪成为居家饮酒的零食


资料来源: 一读, 信达证券研发中心

竞争格局一超多强, 本土品牌占领相对优势。不同于日本整体乳制品行业三足鼎立的竞争格局, 在奶酪细分赛道中, 雪印一骑绝尘, 2021 年市占率达 29.8%, 领先第二名六甲黄油 18.3% 的市场份额, 长期维持一超多强的竞争格局。此外, 尽管奶酪属于地道的舶来品, 但在长期的发展中, 日本本土品牌通过产品创新与消费者洞察, 逐步占据市场份额上相对于外资品牌的优势。

图 61: 2021 年日本乳制品市场三足鼎立


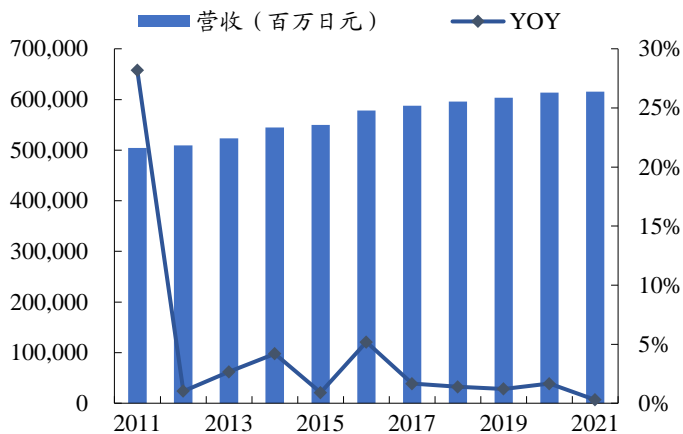
资料来源：欧睿国际，信达证券研发中心 注：雪印是雪印惠乳业株式会社的简称，下同

图 62: 2021 年奶酪行业雪印一骑绝尘


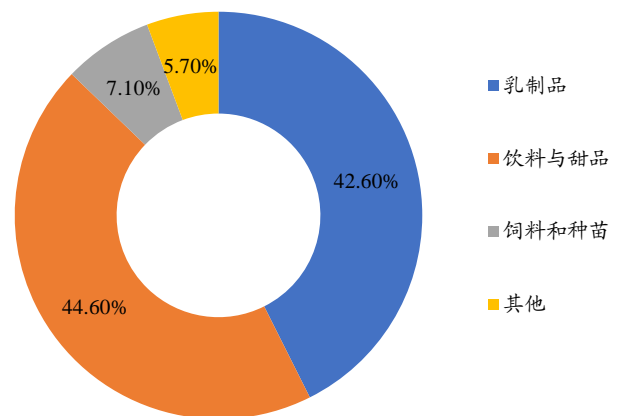
资料来源：欧睿国际，信达证券研发中心

7.2 雪印的奶酪策略：把握时代潮流，持续推动消费者教育

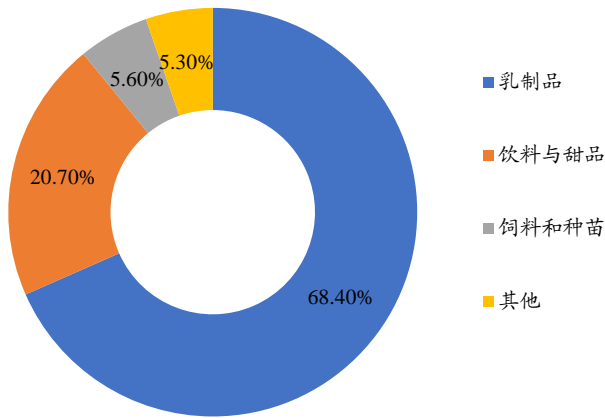
雪印是日本三大乳制品巨头之一，奶酪行业龙头。雪印的前身是 1925 年创立的北海道乳业销售协会，于 1925 年推出雪印北海道黄油，1928 年开始大规模生产奶酪，在近 100 年的历史中在日本首创多款畅销奶酪，包括 6P 奶酪、手撕奶酪棒等。当下，公司拥有 4 块主营业务，包括乳制品、饮料和甜点、饲料和种子及营养品，乳制品是其最主要的板块之一，2020 年乳制品营收占比 42.6%，经营利润占比 68.4%。

图 63: 雪印营收与增长平稳


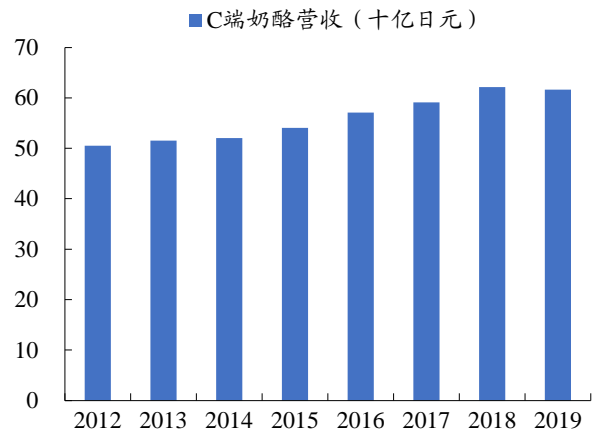
资料来源：BLOOMBERG，信达证券研发中心

图 64: 乳制品是雪印营收占比较重的板块之一


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 65: 乳制品贡献了最多的经营利润


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 66: C 端奶酪收入不断提高


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

发展初期 (1925-1960): 提升自动化水平, 打造 6P 奶酪大单品。公司在 1935 年即开发出 6P 奶酪的原型产品。然而, 受制于自动化水平低下, 6P 奶酪初期均由手工包装完成, 每日仅能生产 400 箱, 限制了其产能的扩张。二战后的 1952 年, 公司为 6P 奶酪引入自动灌装机, 成功提升该产品产能, 在二战后日本物资匮乏的背景下, 将其发展成为日本奶酪行业的一大超级单品。

图 67: 雪印于 1952 年引入自动灌装机


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

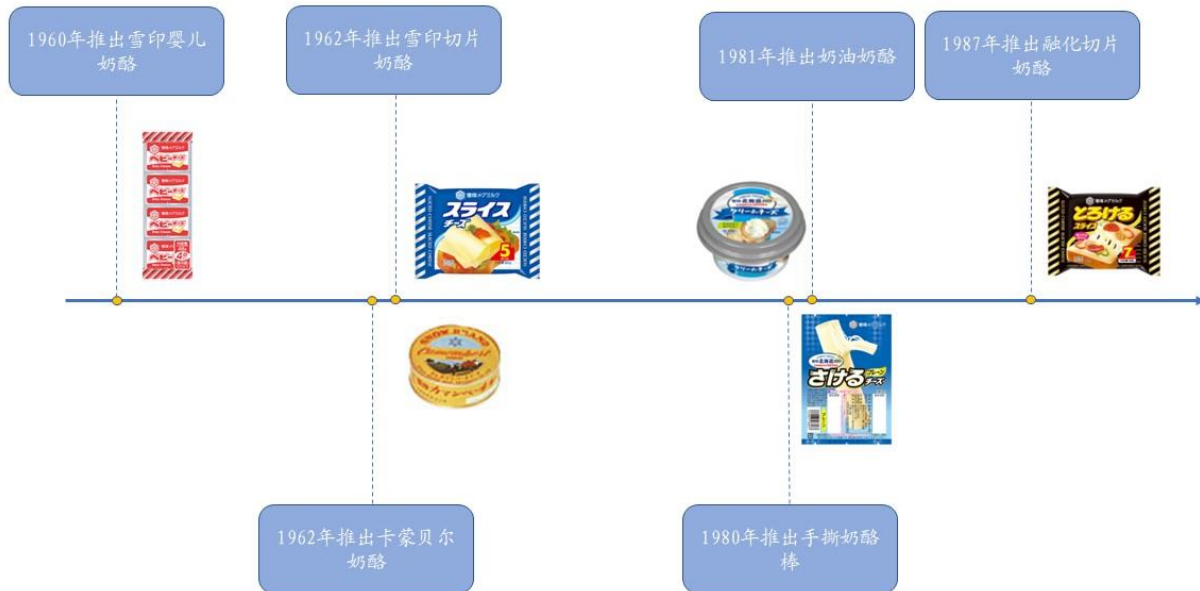
图 68: 6P 奶酪成为日本奶酪行业一大超级单品


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

发展中期 (1960-1990): 多维度拓宽产品矩阵, 适应本地化需求, 普及消费者教育。自 1960 年代起, 公司不断从多个维度拓宽产品矩阵, 以满足日本经济逐步进入黄金时代后人们对奶酪的旺盛需求。从包装体量上, 公司于 1962 年推出雪印切片奶酪, 于 1963 年推出雪印棒状奶酪; 从消费者年龄段上, 公司于 1960 年推出雪印婴儿奶酪; 从口味上, 公司在切片奶酪、婴儿奶酪和 6P 奶酪中不断添加芥末、胡椒、酱油等多种特色口味; 从产品功能上, 公司于 1981 年推出多功能的雪印奶油芝士, 于 1987 年推出雪印融化切片奶酪。另一方面, 公司也于 1979 年在山梨县成立奶酪研究所, 研发适应日本本地口味的奶酪。研究所于 1980 年推出适应日本人口味的手撕奶酪棒, 成为风靡至今的大单品。消费者教育方面, 公司则利用电视在日本的普及, 大量投放电视广告, 推广雪印系列产品。广告不仅展示出

雪印的品牌，更展现出奶酪的食用方法、奶酪的美味以及奶酪食材的便捷性，普及对初代消费者的奶酪教育。

图 69: 1960-1980 年代雪印不断丰富奶酪产品矩阵



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

发展后期（1990 至今）：关注人口结构变化，深化健康功能概念，持续强化消费者教育。

伴随 1990 年代后期日本社会老龄化程度的加剧，雪印也开始向健康功能方向加码，于 1996 年成立营养科学研究所，并于该时期先后开发出可提升骨质密度的每日骨太乳饮料和可减少内脏脂肪的惠乳酸菌酸奶饮料。具体到奶酪业务，公司于 2007 年成立新的奶酪品牌“雪印北海道 100”，将卡蒙贝尔奶酪、手撕奶酪棒、融化切片奶酪等畅销产品归入旗下，主打 100%北海道原产，突出新鲜与天然。另一方面，公司则将 MBP（成骨牛奶蛋白）加入奶酪蛋糕和婴儿奶酪，打造可提升骨质密度的功能性奶酪产品。消费者教育方面，公司则进一步创新教育方式，在其网站上开辟了烹饪食谱专栏，内含大量与雪印系列产品相关的烹饪食谱，仅奶酪部分就多达 1232 种，帮助日本的家庭主妇运用好奶酪食材，同时进一步提升奶酪消费量。

图 70: 雪印深化健康功能概念



包含MBP的奶酪产品

图 71: 雪印提供 6P 奶酪的烹饪食谱



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

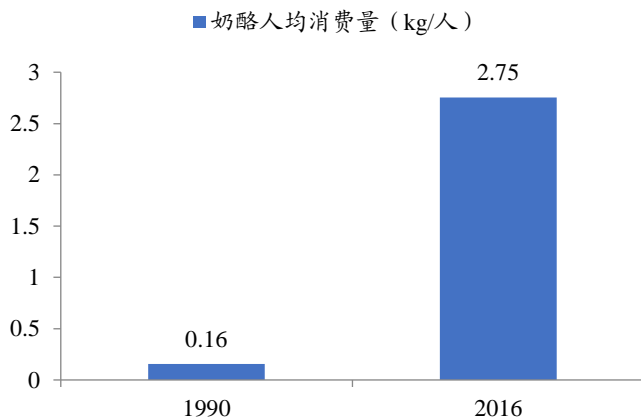
资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

7.3 从日本看我国奶酪市场可能的发展路径

从硬件条件看, 我国奶酪的普及速度可能会快于日本。日本奶酪兴起于 1960 年代, 从 1964 年的人均消费量 0.12kg 提升至 2020 年的 2.66kg, 耗时 56 年。日本奶酪兴起的背景是日本上世纪 60 年代起的经济腾飞, 但当时的生产设备自动化水平、家庭冰箱渗透率、互联网渗透率及物流发达程度均与当下中国差距较大。因此, 相较于日本人均消费量年化 5.6% 的增长率, 我国奶酪人均消费量的增速有望在长期快于这一速度。一个可以参考的例子是韩国, 1990 年韩国奶酪人均消费量为 0.16kg, 至 2016 年该数值增长至 2.75kg, 仅耗时 26 年。

儿童奶酪棒并非最终形态, 成人奶酪大单品有望出现。当下我国 C 端奶酪市场仍然以儿童奶酪棒这一大单品为主, 其他产品占比很小。反观日本, C 端应用场景一方面集中于与面包、吐司及三明治的搭配, 另一方面则集中于零食。与面包的搭配使得各种口味的切片奶酪、黄油和奶油奶酪成为大单品, 而零食端则涌现出手撕奶酪棒、6P 奶酪、婴儿奶酪等大单品, 行业产品结构较为均衡。因此, 当下的儿童奶酪棒并非我国奶酪行业的最终形态, 无论是在零食端还是家庭餐桌端, 未来都将有更多大体量单品涌现。

图 72: 韩国奶酪普及速度更快

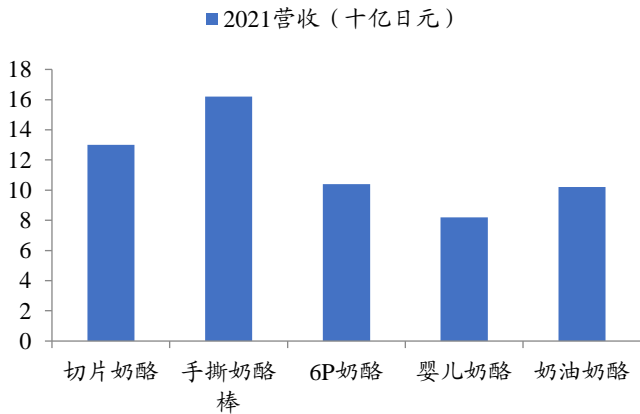


资料来源: 韩国统计局, IMF, 信达证券研发中心

图 73: 雪印在零食端和餐饮端拥有多款畅销产品



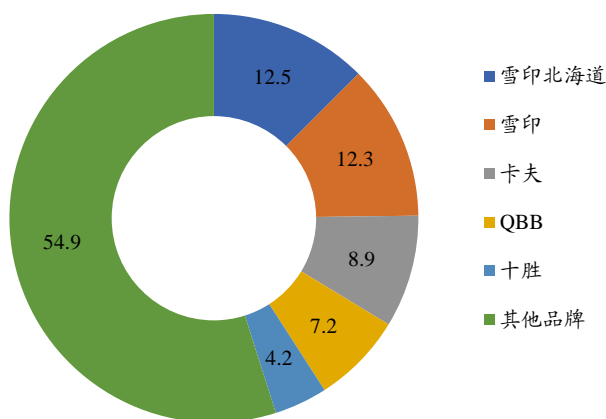
资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

图 74: 雪印产品结构非常均衡


资料来源: 欧睿国际, 信达证券研发中心

原制奶酪比例将上升, 国内厂商充满机遇。经过多年发展, 日本当前原制奶酪比例已提升至 60%, 超越再制奶酪成为主要品类。其中, 雪印更是整合旗下畅销奶酪产品, 成立新品牌“雪印北海道 100”, 主打 100% 北海道鲜牛乳制作, 品牌市占率高居日本奶酪市场首位。对照中国, 当下我国原制奶酪比例仅占 35%, C 端多数产品仍是再制奶酪, 因此适合中国人口味的原制奶酪空间非常广阔。当下, 尽管国内多数厂商在儿童再制奶酪棒领域激战正酣, 却鲜有厂商涉足原制奶酪。究其原因, 主要还是研发技术上的落后, 特别是乳清处理的问题。因此, 未来能够攻克原制奶酪技术难题, 并以成本可控的方式生产原制奶酪的厂商, 将有机会获得更进一步的市场份额。

奶酪本地化将是未来发展重点之一。回顾日本的奶酪发展历史, 奶酪作为西方的舶来品, 其在日本的普及离不开与日本本土特色的融合。首先是口味上的融合, 无论是包括芥末、酱油、烟熏和胡椒口味的切片奶酪、6P 奶酪和婴儿奶酪, 还是质地经过改良的手撕奶酪棒。其次是潮流趋势上的融合, 日本后期存在推崇功能性食品的风潮, 直接催生了含有 MBP (成骨牛奶蛋白) 的奶酪蛋糕和婴儿奶酪。第三是菜肴上的融合, 部分厨师将奶酪应用于寿司当中, 产生了意想不到的良好效果。因此, 关注中国的特色口味及饮食趋势, 将其应用于奶酪产品, 或将是我国奶酪行业未来发展重点之一。

图 75: “雪印北海道 100” 原制奶酪品牌市占率第一


资料来源: 欧睿国际, 信达证券研发中心

图 76: 奶酪在口味和菜肴上与日本融合


资料来源: 信达证券研发中心整理

附:公司财务预测表

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	1,178	3,884	3,503	3,918	4,734	
货币资金	567	2,436	1,790	1,944	2,493	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	116	96	140	183	229	
预付账款	114	127	176	228	280	
存货	270	523	686	844	1,003	
其他	110	702	711	720	729	
非流动资产	1,915	2,813	4,056	4,851	5,596	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	630	1,024	1,813	2,574	3,299	
无形资产	100	97	97	97	97	
其他	1,185	1,691	2,147	2,180	2,200	
资产总计	3,092	6,697	7,559	8,769	10,330	
流动负债	911	1,433	1,841	2,268	2,704	
短期借款	275	350	350	350	350	
应付票据	90	121	158	204	251	
应付账款	237	287	399	515	633	
其他	309	675	933	1,199	1,470	
非流动负债	349	357	357	357	357	
长期借款	299	0	0	0	0	
其他	49	357	357	357	357	
负债合计	1,260	1,791	2,198	2,625	3,061	
少数股东权益	347	395	395	395	395	
归属母公司股东权益	1,486	4,512	4,966	5,749	6,874	
负债和股东权益	3,092	6,697	7,559	8,769	10,330	

重要财务指标

重要财务指标		单位:百万				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	2,847	4,478	6,538	8,565	10,707	
同比(%)	63.2%	57.3%	46.0%	31.0%	25.0%	
归属母公司净利润	59	154	455	783	1,125	
同比(%)	208.2%	160.6%	194.5%	72.1%	43.7%	
毛利率(%)	35.9%	38.2%	41.1%	42.0%	43.0%	
ROE%	4.0%	3.4%	9.2%	13.6%	16.4%	
EPS(摊薄)(元)	0.15	0.33	0.88	1.52	2.18	
P/E	393.79	168.67	35.98	20.90	14.54	
P/B	15.73	6.41	3.29	2.85	2.38	
EV/EBITDA	116.49	93.49	23.77	14.19	9.68	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	2,847	4,478	6,538	8,565	10,707	
营业成本	1,825	2,767	3,851	4,968	6,103	
营业税金及附加	14	20	33	43	54	
销售费用	710	1,159	1,667	2,133	2,655	
管理费用	140	343	443	487	551	
研发费用	39	40	59	77	96	
财务费用	29	-31	0	0	0	
减值损失合计	-29	-11	0	0	0	
投资净收益	14	7	0	0	0	
其他	23	54	56	74	92	
营业利润	97	230	541	932	1,339	
营业外收支	-2	3	0	0	0	
利润总额	95	233	541	932	1,339	
所得税	21	39	87	149	214	
净利润	74	194	455	783	1,125	
少数股东损益	15	39	0	0	0	
归属母公司净利润	59	154	455	783	1,125	
EBITDA	201	290	641	1,064	1,502	
EPS(当年)(元)	0.15	0.33	0.88	1.52	2.18	

现金流量表

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金	267	437	753	1,154	1,549	
净利润	74	194	455	783	1,125	
折旧摊销	63	103	156	206	255	
财务费用	43	25	0	0	0	
投资损失	-14	-7	0	0	0	
营运资金变动	72	133	142	166	169	
其它	30	-11	0	0	0	
投资活动现金流	-432	-1,159	-1,400	-1,000	-1,000	
资本支出	-356	-616	-1,400	-1,000	-1,000	
长期投资	0	-550	0	0	0	
其他	-76	7	0	0	0	
筹资活动现金流	298	2,599	0	0	0	
吸收投资	457	3,089	0	0	0	
借款	370	617	0	0	0	
支付利息或股息	-36	-19	0	0	0	
现金流净增加额	134	1,876	-647	154	549	

研究团队简介

马铮, 食品饮料首席分析师, 厦门大学经济学博士, 资产评估师, 6 年证券研究经验, 曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题 (国家社科基金) 研究, 关注宏观、地产、财税问题。2015 年入职国泰君安证券, 具有销售+研究从业经历, 聚焦突破行业及个股, 对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪, 重视估值和安全边际的思考。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券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并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深 300 指数(以下简称基准); 时间段:报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 20%以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5%~20%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5% 之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。