

2022-12-02



妙可蓝多：奶酪行业龙头，未来成长可期

分析师：李鑫鑫

证书编号：S1190519100001

研究助理：况英

证书编号：S1190122080015

证券研究报告：妙可蓝多深度报告

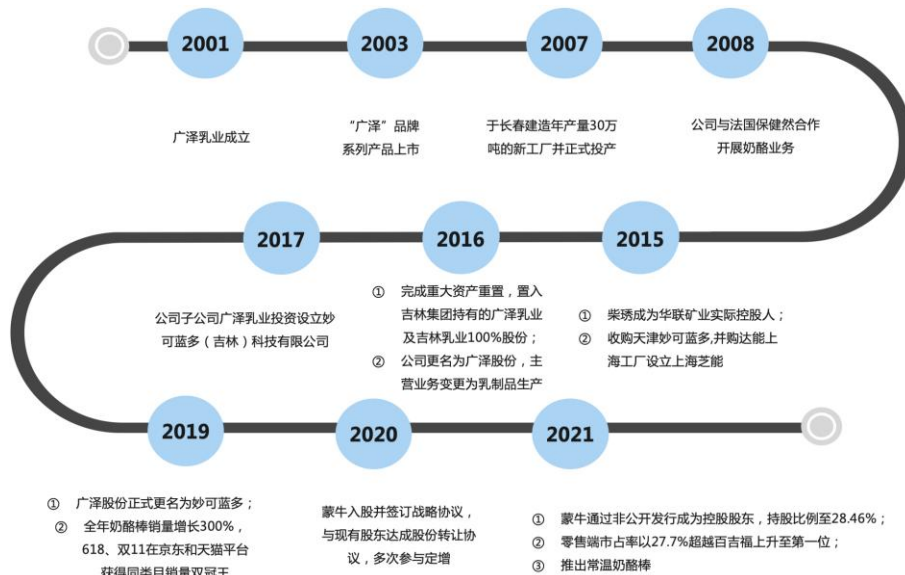
- **公司概况：**公司2016年确定以奶酪作为公司核心业务，2018年上半年推出重点产品奶酪棒，奶酪业务持续高增。2021年内蒙蒙牛正式成为控股股东，同年公司推出常温奶酪棒，迅速成为公司在即食营养奶酪系列的第二增长极，在21年公司零售端以28.2%的市占率超越百吉福成为奶酪行业第一。2018-2021年营收、归母净利润的CAGR为54.0%、143.9%，归母净利率从2018年的0.9%提升至2021年3.4%。
- **行业分析：**1) 我国人均奶酪消费量低，未来有极大提升空间。2) 中国奶酪市场规模2021年为131亿元，行业集中度不断提升，妙可市占率第一且份额不断提升，22年6月市占率约达36.4%。
- **公司逻辑：**
 - **1) 短期：**盈利环比改善，成本压制因素（物流、原辅材料成本上涨、产品结构变化）逐步在明年改善。
 - **2) 中期：**渠道开拓、产品迭代。
 - ✓ 渠道，公司终端网点的目标：低温（目标60万，现在40多万），常温（总数400-500万，目标100万），常温网点渠道提升空间大。
 - ✓ 产品，低温奶酪棒翻1-2倍空间可期，常温奶酪棒随着渠道扩张产品不断放量，奶酪棒产品有望迎来又一次高速增长；此外，奶酪片、马苏有望成为公司除奶酪棒以外的大单品。
 - **3) 长期：**行业空间大，市占率提升。公司目标25年前市占率提升至50%，结合行业空间公司2025年收入有望达到150亿（为2021年的3.3倍），规模提升下利润率不断释放，我们预计公司归母净利润21-24CAGR：70%；
- **投资建议：**公司今年来市占率不断提升，蒙牛入主后将在渠道、品牌、供应链、公司治理及管理等方面给公司赋能，我们预计公司凭借自身优势未来市占率将不断提升，叠加行业不断扩容，公司成长空间巨大。我们预测公司22-24年归母净利润分别为2.4、4.5、7.5亿元，考虑到公司未来的高速增长，我们按照2023年业绩给予45X估值，一年目标价40元，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**疫情反复、渠道开拓不及预期、原材料价格波动、行业竞争加剧、新品销售不及预期等。

目录

- 一、公司概况：高速成长的奶酪行业龙头企业
- 二、行业分析：我国奶酪消费渗透率低，行业成长空间大
- 三、公司逻辑：
 - ✓ 短期：盈利环比改善
 - ✓ 中期：渠道开拓、产品迭代
 - ✓ 长期：行业空间大，市占率不断提升
- 四、盈利预测
- 五、风险提示

- ▶ **妙可蓝多概况：**公司成立于2001年，2015年开始研发奶酪产品，2016年确定以奶酪作为公司核心业务，2018年上半年推出重点产品奶酪棒，赢得市场强烈反响。2019年公司更名为妙可蓝多，品牌全面升级，产品销量不断创新高，奶酪棒销量增长近300%。2020年公司与蒙牛开展战略合作，2021年内蒙蒙牛正式成为控股股东，持股比例达到28.46%，同年公司推出常温奶酪棒，迅速成为公司在即食营养奶酪系列的第二增长极，在21年公司零售端以28.2%的市占率超越百吉福成为奶酪行业第一。






图表：公司的发展历程



资料来源：公司财报，太平洋证券研究院整理

➤ **公司奶酪产品矩阵丰富。**公司奶酪产品可以分为即食营养系列、家庭餐桌系列和餐饮工业系列，各产品系列中即食营养系列毛利率水平最高，家庭餐桌系列次之。公司奶酪产品中奶酪棒、奶酪片和马苏里拉奶酪作为核心产品是公司业绩快速增长的主要驱动因素。

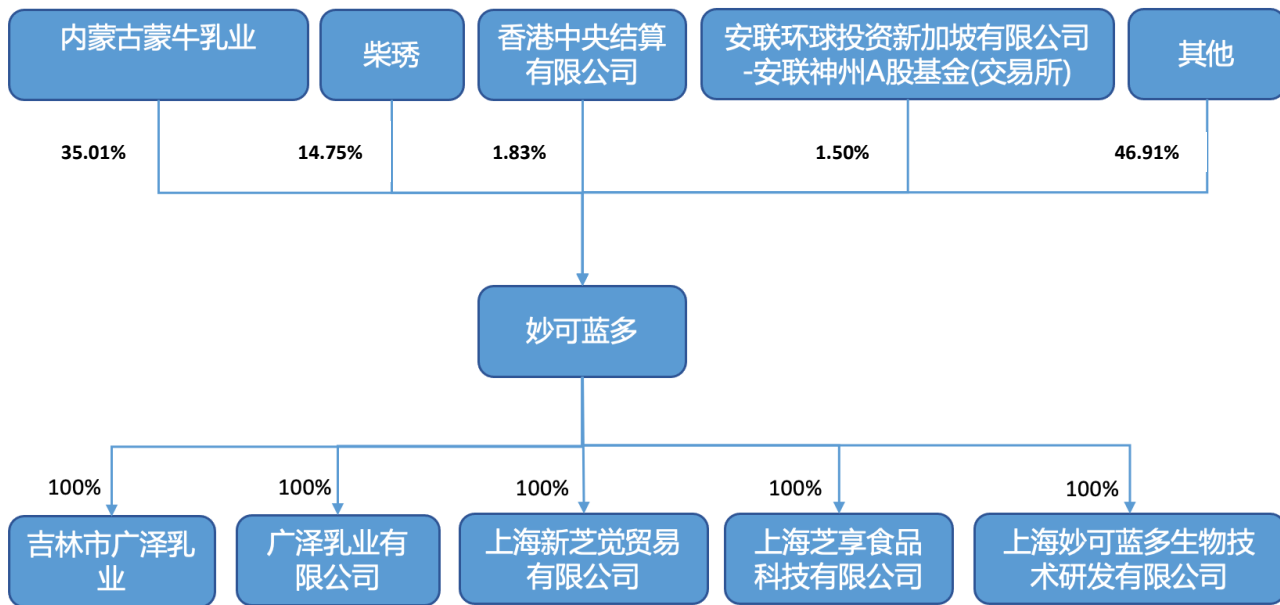
图表：公司奶酪业务主要产品

即食营养系列	奶酪棒、 儿童成长奶酪						
		小酪牛奶酪棒 90g+540g	0添加奶酪棒 (新) 金装奶酪棒 100g+320g	奶酪棒 399g	儿童成长奶酪 100g+500g	酪鲜生 (芝士棒) 100g	80g
家庭餐桌系列	马苏里拉奶酪、 煎烤奶酪、 烘焙奶酪、 芝士片、 奶油芝士						
		马苏里拉奶酪 228g	精制马苏里拉奶酪 125g+450g	煎烤奶酪 150g	烘焙奶酪棒 200g	芝士片 166g	奶油芝士 166g
餐饮工业系列	马苏里拉奶酪、 奶酪酱、 奶酪丁、 奶酪丝						
		精制马苏里拉奶酪 3kg	丰达奶酪酱 1kg	高熔点奶酪丁 3kg	黄丰达奶酪丝 2kg		

资料来源：公司财报，太平洋证券研究院整理

- **蒙牛为公司控股股东。**截至22年11月末，蒙牛持股比例为35.01%。原实控人柴琬为公司第二大股东，持股比例为14.75%。
- **蒙牛赋能妙可蓝多，资源全方位协同共享。**蒙牛成为妙可蓝多控股股东后，将在采购、生产、研发、供应链、品牌（营销资源共享）、渠道、管理、信息化建设等多维度赋能妙可蓝多，且未来预计将妙可蓝多作为蒙牛奶酪业务的唯一运营平台。

图表：股权结构



资料来源：wind，太平洋证券研究院整理

- **股权激励效果显著。**公司自2017年起进行股权激励。2017年第一轮股权激励中授予对象共计62人，限制性股票数量为930万股，授予价格5.52元/股，考核目标为17-19年营业收入值不低于8、12、16亿元，实际营收9.82、12.26、17.44亿元；2020年第二轮股权激励中授予对象219人，包括股票期权600万份及限制性股票600万股，授予价格分别为34.45、27.23元/股，考核目标为21-23年营业收入值不低于40、60、80亿元，21年实际营收44.78亿元，目前21年之前的收入目标都已超额完成，激励效果明显。

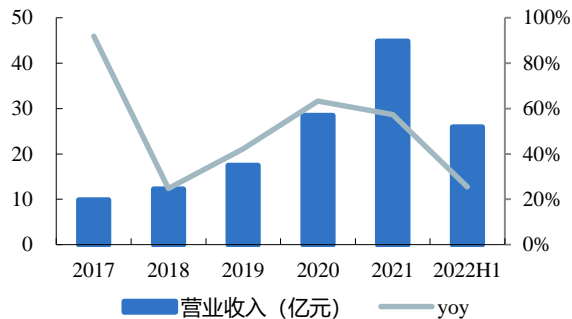
图表：股权激励计划考核目标

行权期/解除限售期	2017年股权激励计划				2020年股权激励计划			
	年份	考核目标 (亿元)	实际营收 (亿元)	实际/考核	年份	考核目标 (亿元)	实际营收 (亿元)	实际/考核
第一个行权期/解除限售期	2017年	8	9.82	123%	2021年	40	44.78	112%
第二个行权期/解除限售期	2018年	12	12.26	102%	2022年	60		
第三个行权期/解除限售期	2019年	16	17.44	109%	2023年	80		

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

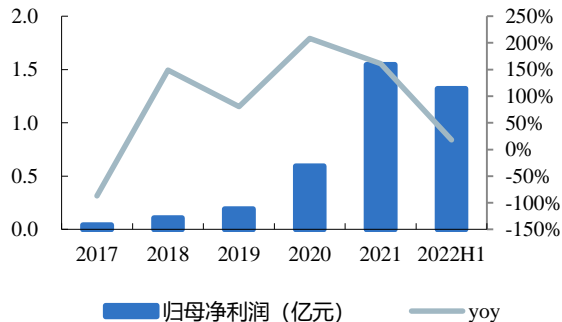
- **营收高速增长。**2018年、2019年、2020年和2021年，公司营业收入分别为12.3、17.4、28.5、44.8亿元，2018-2021年营收CAGR为54.0%。
- **盈利能力不断提升。**公司归母净利润从2018年的10.6百万元增长至2021年的1.5亿元，CAGR为143.9%；归母净利率从2018年的0.9%提升至2021年3.4%，未来或每年提升1-2pct，提升空间较大。

图表：营业收入及增速



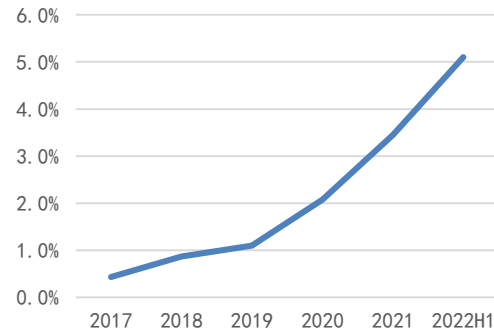
资料来源：公司财报，太平洋证券研究院整理

图表：归母净利润及增速



资料来源：公司财报，太平洋证券研究院整理

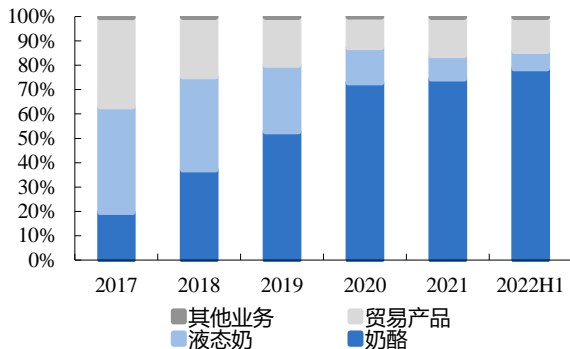
图表：归母净利率



资料来源：公司财报，太平洋证券研究院整理

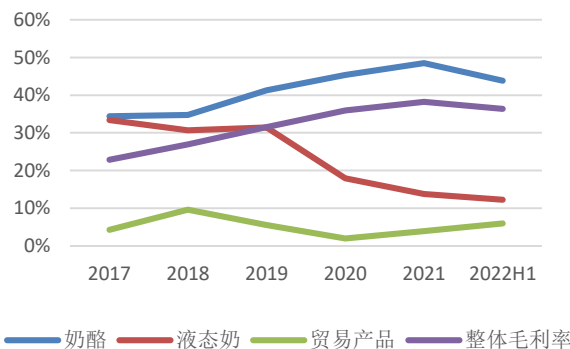
- **坚持“聚焦奶酪”战略，奶酪占比持续提升。**公司业务以奶酪为核心，同时也从事液态奶及乳制品贸易。2016年公司业务转型以来，奶酪业务高速增长，2016-2021年收入的CAGR为89.1%，22H1收入占比已提升至78.7%，液奶及贸易业务逐渐收缩。
- **奶酪业务毛利率不断提升。**公司奶酪业务规模不断扩大，规模效应逐步显现，叠加产品不断迭代升级、品质提升（低温、常温奶酪棒分别于2018、2021年推出），奶酪业务毛利率不断提升，2021年毛利率达48.5%。
- **奶酪业务中即食营养系列毛利率最高。**公司奶酪业务分为即食营养系列、家庭餐桌系列和餐饮工业系列，各产品系列中即食营养系列毛利率水平最高，家庭餐桌系列次之，餐饮工业系列最低。公司奶酪生产产品中奶酪棒、奶酪片和马苏里拉奶酪作为核心产品是公司业绩快速增长的主要驱动因素。

图表：公司业务结构变化



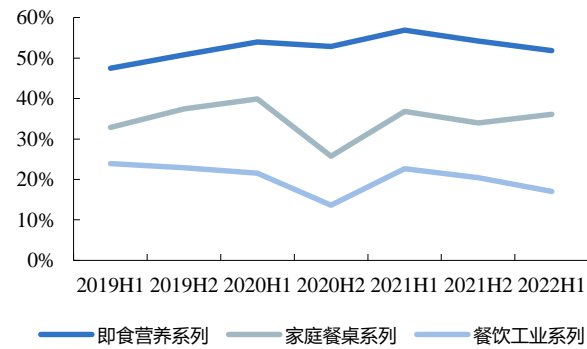
资料来源：公司财报，太平洋证券研究院整理

图表：公司各业务毛利率情况



资料来源：公司财报，太平洋证券研究院整理

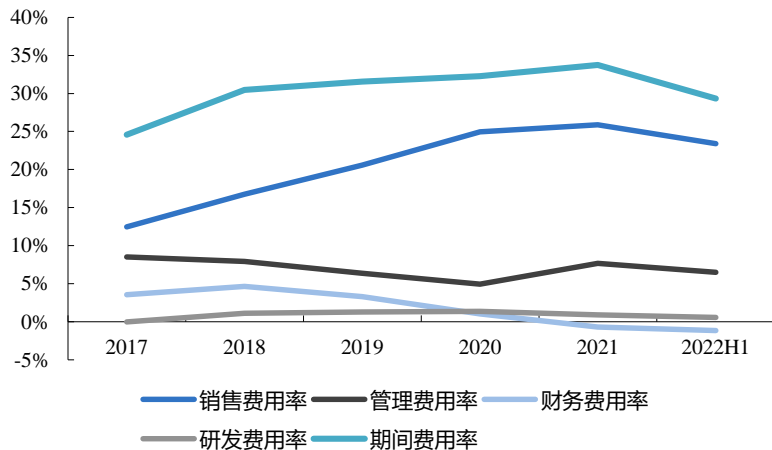
图表：奶酪业务毛利率拆分



资料来源：公司财报，太平洋证券研究院整理

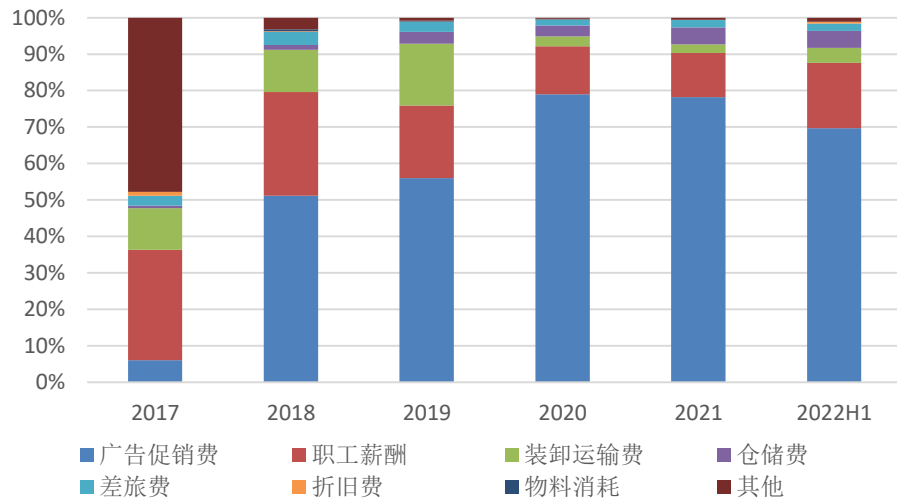
- 期间费用30%上下波动，销售费用率逐年提升，近期趋于稳定。** 公司期间费用率22H1为29.3%，较为稳定。期间费用中销售费用率逐年提升，近期趋于稳定且小幅下降，22H1销售费用率达23.4%，同比-1.0pct，疫情期间略有下滑。其他三费整体呈下降趋势。
- 销售费用中广告促销费占比最高。** 公司广告宣传费用投入持续增加，主要由于奶酪行业需要消费者教育，22H1广告宣传费占比达69.7%，同比-11.7pct，疫情期间占比有所下降。

图表：期间费用率情况



资料来源：公司财报，太平洋证券研究院整理

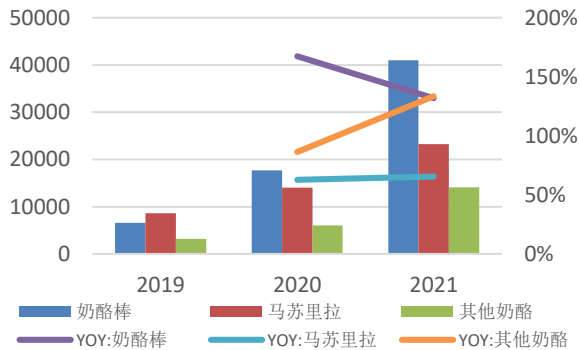
图表：公司销售费用拆分



资料来源：公司财报，太平洋证券研究院整理

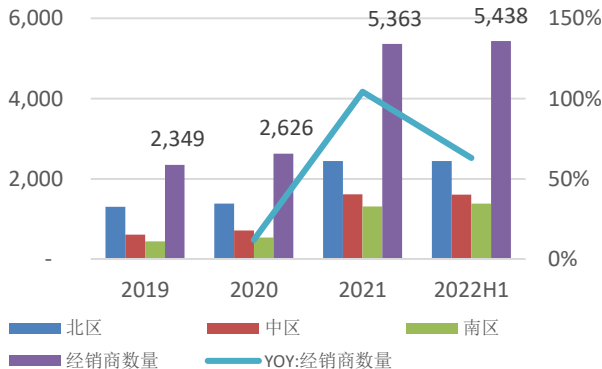
- **产能高速扩张，利用率稍有下降。** 2019年至2021年公司产能逐年增长，2021年整体产能同比增长107%，产能利用率稍有下降，2021年为71%。
- **经销商数量稳步增长。** 22H1，公司经销商数量达5438个，同比增长63.1%，经销商数量稳步增长。
- **零售终端覆盖数量高速增长。** 22H1公司零售终端覆盖数量已达70万个，同比增长92.8%，零售终端覆盖数量高速增长。

图表：公司产能情况



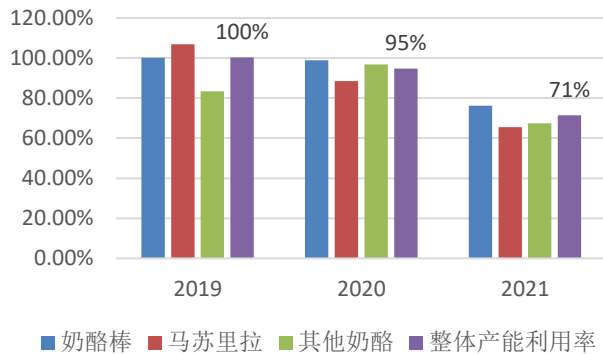
资料来源：公司财报，太平洋证券研究院整理

图表：公司经销商数量



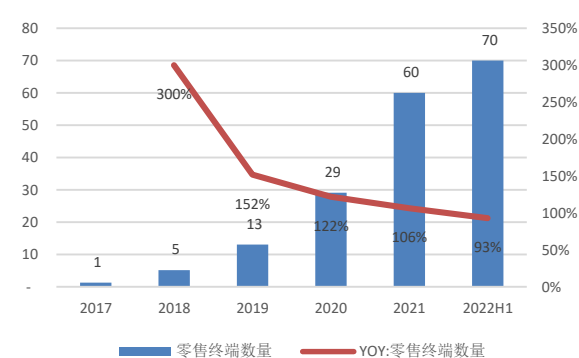
资料来源：公司财报，太平洋证券研究院整理

图表：公司产能利用率情况



资料来源：公司财报，太平洋证券研究院整理

图表：公司零售终端数量（万个）



资料来源：公司财报，太平洋证券研究院整理

目录

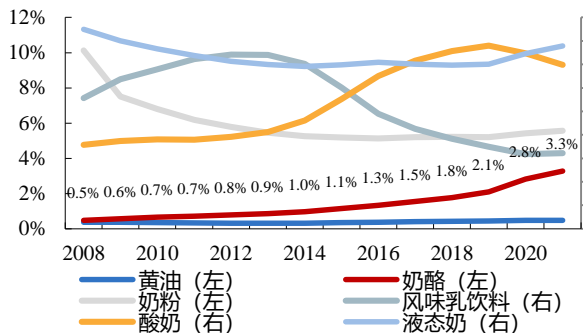
- 一、公司概况：高速成长的奶酪行业龙头企业
- 二、行业分析：我国奶酪消费渗透率低，行业成长空间大
- 三、公司逻辑：
 - ✓ 短期：盈利环比改善
 - ✓ 中期：渠道开拓、产品迭代
 - ✓ 长期：行业空间大，市占率不断提升
- 四、盈利预测
- 五、风险提示

1. 我国奶酪行业正处于发展前期，未来增长空间大

➤ **乳制品消费升级趋势：奶粉-液态乳-固态乳。**我国液态奶销量自2019年以来增速趋缓，而奶酪受益于乳品消费升级，正处于早期快速增长阶段，预计将成为未来乳制品行业的主要增长点。

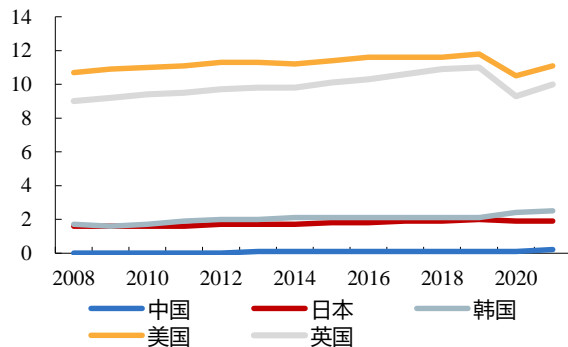
➤ **我国奶酪人均消费量及占比均有极大提升空间。**2021年我国人均奶酪消费量仅为0.2kg，而同期美国可达到11.1kg，饮食相近的日韩两国为1.9及2.5kg，是中国的数倍。从奶酪在乳制品的占比看，2021年中国乳制品消费中奶酪占比近3.3%，仍远低于欧美日韩等国。站在现在这个时点，中国奶酪消费市场还具有巨大潜在增长空间。

图表：中国乳品零售市场各产品销售份额



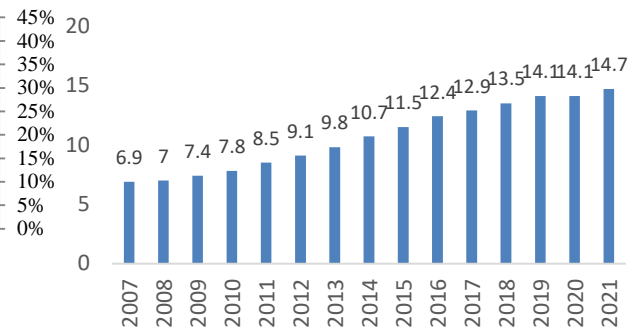
资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理

图表：各国奶酪人均消费量 (kg/人)



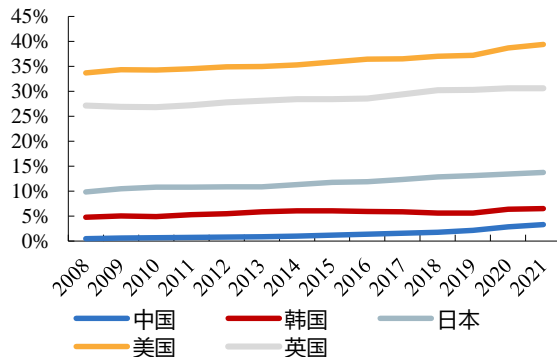
资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理

图表：中国液奶人均消费量 (kg/人)



资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理

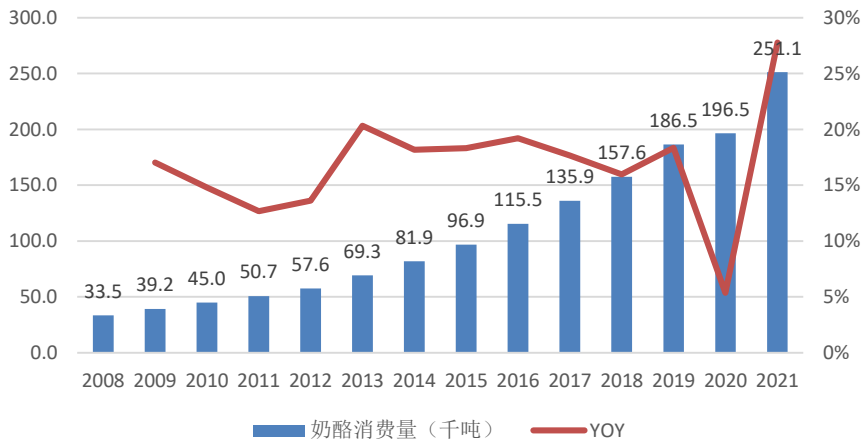
图表：各国奶酪在乳制品消费结构占比



资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理

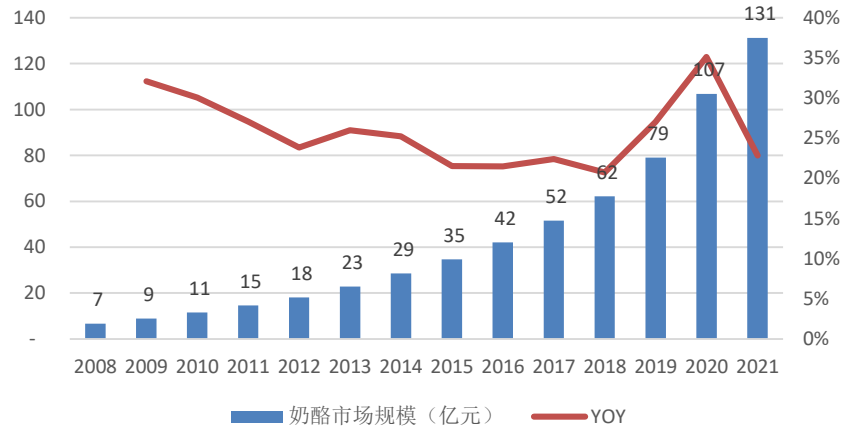
政策推动奶酪行业的发展。2022年2月16日，农业农村部发布《“十四五”奶业竞争力提升行动方案》，提出“鼓励企业开展奶酪加工技术攻关，加快奶酪生产工艺和设备升级改造，提高国产奶酪的产出率，研发适合中国消费者口味的奶酪产品”。随着消费者教育的逐步深入，国内奶酪的市场规模有望进一步扩大。2022年9月5日，中国奶业协会发布《奶酪创新发展助力奶业竞争力提升三年行动方案（2023-2025年）》，加强消费宣传引导，并提出目标：2025年全国奶酪产量达到50万吨，全国奶酪零售规模突破300亿元。2021年我国奶酪市场消费量为25.1万吨，零售规模为131亿元，若目标达成，至2025年奶酪市场较2021年翻一倍有余，2021-2025年奶酪市场规模CAGR为23.0%。

图表：中国奶酪零售市场规模（千吨）及增速



资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理

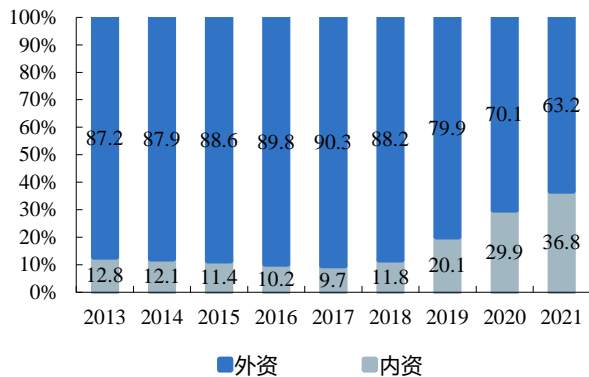
图表：中国奶酪零售市场规模（亿元）及增速



资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理

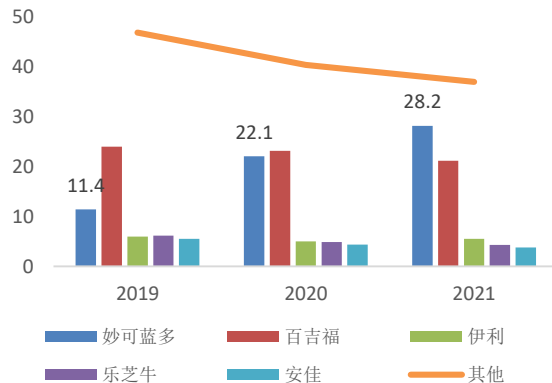
- 国内奶酪市场现在由外国品牌主导，国内品牌提升空间巨大。目前国内奶酪市场大部分份额由外国品牌包揽，包括曾经的市占率第一百吉福、乐芝牛、安佳等，但自2019年以来，国内品牌市占率迅速提升，至2021年占比达36.8%，同比提升6.9pct，未来还有巨大提升空间。
- 奶酪市场集中度不断提升，妙可蓝多市占率第一。中国奶酪市场集中度不断提升，至2021年CR5达63.0%。2021年中国奶酪市场市占率前三分别为妙可蓝多、百吉福、伊利，2022年以来，市占率第二的百吉福份额不断下降，市占率第一的妙可蓝多份额不断提升，6月市占率达36.4%，不断拉开与其他对手的差距。

图表：中国奶酪市场top10品牌市场份额



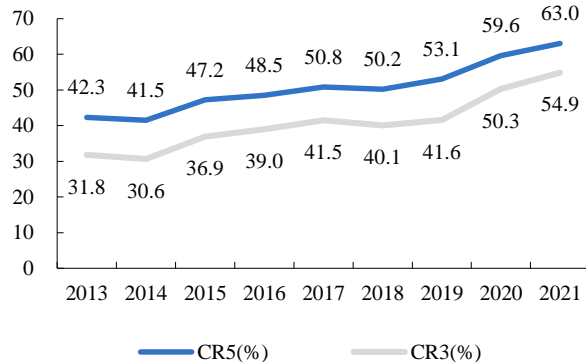
资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理

图表：中国奶酪零售品牌市占率(%)



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：中国奶酪行业集中度



资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理

➤ **奶酪棒市场竞争激烈，产品趋向同质化，龙头企业有望凭借品牌、渠道优势不断提升市占率。**

奶酪棒赛道热度提升，因此众多企业纷纷入局。对比来看，头部企业多与知名IP合作扩大品牌影响力。产品口味上，妙可蓝多及百吉福奶酪棒口味更加丰富，奶酪博士以高端奶酪为主；蒙牛和妙可蓝多达成战略合作，目前产品以高钙奶酪棒为主，整体奶酪棒市场同质化水平较高，线上线下折扣力度较大，价格竞争趋于激烈，龙头企业有望凭借品牌、渠道优势不断进行整合，行业集中度有望不断提升。

图表：中国奶酪市场奶酪棒产品对比

品牌	规格	线上价格(元)	单价 (元/g)	线下价格	口味	IP	营养价值/100g
百吉福	500g (20g×25)	67	0.134	7.2-8折	原味、混合水果味、香草冰淇淋味等	哆啦A梦	蛋白质: 6.9g 钙: 0.426g
妙可蓝多	500g (25g×20)	44 (69-15) 第二件半价	0.088 (0.138)	7.5-8折	混合水果味, 原味, 果粒味, 果果蔬味等	汪汪队	蛋白质: 7.9g 钙: 0.357g
伊利	450g (18g×20)	45 (79-34)	0.100 (0.176)	7.5-8折	原味、混合水果味、草莓味	冰墩墩	蛋白质: 6.5g 钙: 0.300g
蒙牛	500g (25g×20)	55.7 (61.9) 两件九折	0.111 (0.124)	-	原味、混合水果味	变形金刚	蛋白质: 5.7g 钙: 0.600g
妙飞	500g (25g×20)	69.9	0.140	8折	原味、混合水果味、草莓味	飞行总动员	蛋白质: 6.6g 钙: 0.381g
奶酪博士	450g (18g×25)	59 (99-40)	0.131 (0.22)	7-7.5折	原味, 混合水果味	-	蛋白质: 8.5g 钙: 0.680g

图表：中国奶酪品牌休闲零食品类

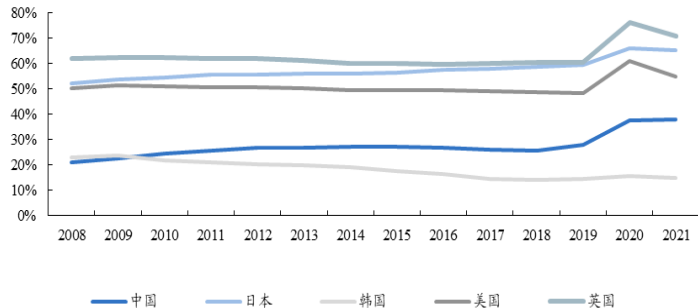
资料来源：天猫旗舰店、京东旗舰店、线下调研，太平洋证券研究院整理

品牌	妙可蓝多	百吉福	蒙牛	伊利	妙飞	奶酪博士
奶酪棒	经典系列 0蔗糖系列 0添加系列 (51%) 金装系列 (55%) 高钙系列	经典系列 51%系列 果心系列	高钙系列	经典系列 56%系列	经典系列 55%系列 0蔗糖系列 果然心动系列	金装系列 (55%) A2β白金系列 (66%)
休闲零食	手撕奶酪棒	即食奶酪块 即食奶酪杯	奶酪酥 芝士三角 奶酪条	即食奶酪块 可吸奶酪	—	即食奶酪块 奶酪脆 奶酪夹心海苔

资料来源：天猫旗舰店、京东旗舰店、线下调研，太平洋证券研究院整理

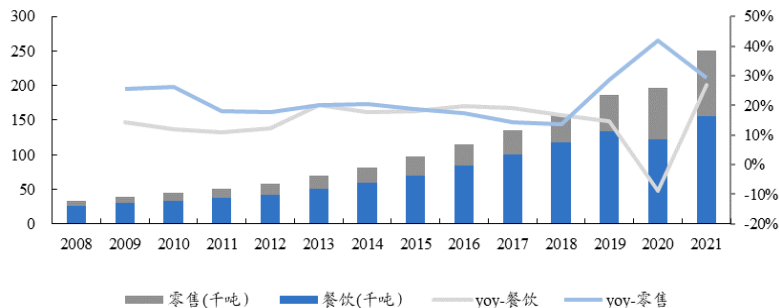
- 餐饮端向零售端转变，远期零售端规模有望接近餐饮端，成为第二增长力。** 对标海外国家，欧美市场以零售端为主要渠道，占比高于50%，日本市场以零售及餐饮渠道双边驱动，我国奶酪市场以餐饮端为主，截至2021年，餐饮渠道消费量占比高达62%，同比-0.4pct，增速逐渐低于零售渠道，消费场景逐渐由餐饮端向零售端延伸，目前零售端奶酪产品日益丰富，以奶酪棒为核心产品，推动了市场规模的快速扩容，增速提高，零售端长期有望对标日本，形成餐饮+零售渠道双轮驱动消费模式。
- 2C端家庭餐桌系列中以妙可蓝多及百吉福为主。** 随着各品牌产品在渠道布局中不断完善，在家庭餐桌系列中的奶酪品类也不断延伸，但目前妙可蓝多和百吉福在市占率及产品丰富度上依然占优，产品以马苏里拉奶酪及芝士片为主，未来有望成为大单品。
- 2B端目前外企占主导，未来国产品牌有望崛起。** 工业餐饮奶酪产品主要包括马苏里拉奶酪、奶酪酱、奶酪丁、奶酪丝等，2B端奶酪市场规模主要由下游西餐、烘焙及茶饮规模增长持续推动，我国餐饮端占主导，需求量大，对企业供给能力稳定性有较高要求，行业目前以安佳一家独大，未来国产品牌市占率有望提升取代外资企业成为龙头。

图表：中国奶酪零售端消费占比



资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理

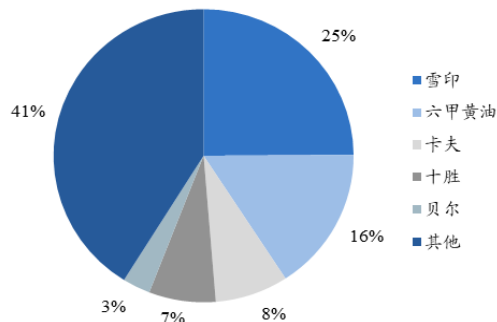
图表：中国奶酪渠道消费量及增速



资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理

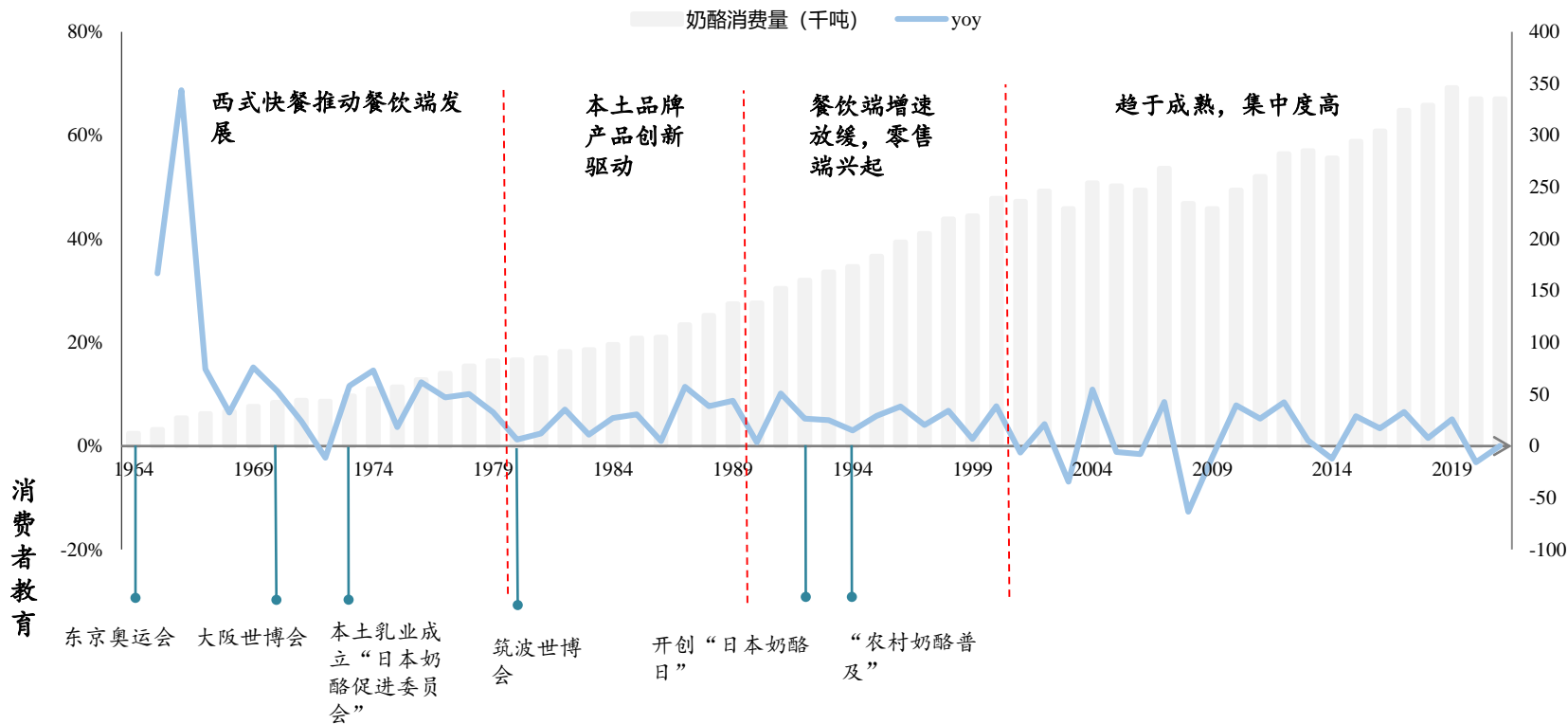
- **消费者教育促进奶酪行业快速发展。**1963年日本政府将奶酪列入“学校给食”食谱，培养新一代中小学生食用奶酪的习惯，1964年东京奥运会和1970年大阪世博会期间，西式餐饮的普及，其中大量被使用的奶酪被消费者所认知，日本人均奶酪消费量从1964年的0.12kg提高到1970年的0.41kg。同时，在1973年日本本土奶酪生产商联合组建的日本奶酪促进委员会，积极宣传奶酪的高蛋白、高钙含量，**持续的营销和消费者教育**使得日本人均奶酪消费量不断提升，至2021年已达1.9kg。
- **奶酪行业的竞争格局趋向于一超多强，本土企业更具优势。**日本的奶酪品牌市场高度集中，由本土企业主导，雪印公司多年来一直处于领先地位，2021年的市场份额为25%。此外，在奶酪长期的本地化发展中，日本本土品牌通过产品创新与消费者培育，在产品和渠道上逐渐比外国厂商拥有更大的优势。
- **奶酪龙头需通过本土化的产品创新、消费者教育巩固行业地位。**自1960年代起，日本奶酪雪印公司相继推出切片奶酪、棒状奶酪、婴儿奶酪，以满足人们对奶酪的旺盛需求。1979年，公司在山梨县成立奶酪研究所，研发适应本土消费者口味的奶酪，并于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，普及对消费者的奶酪教育。

图表：日本奶酪公司市场份额占比



资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理

日本奶酪发展情况



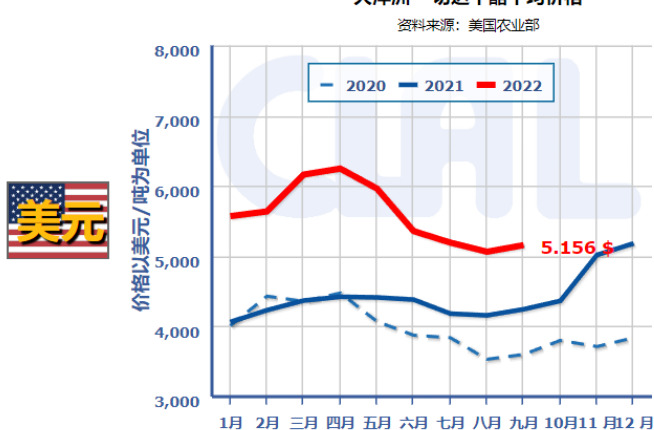
资料来源: USDA, 太平洋证券研究院整理

目录

- 一、公司概况：高速成长的奶酪行业龙头企业
- 二、行业分析：我国奶酪消费渗透率低，行业成长空间大
- 三、公司逻辑：
 - ✓ 短期：盈利环比改善
 - ✓ 中期：渠道开拓、产品迭代
 - ✓ 长期：行业空间大，市占率不断提升
- 四、盈利预测
- 五、风险提示

- **疫情影响下物流成本上涨、原辅材料成本上涨、产品结构变化等因素影响公司毛利率水平。** 2022Q1-Q3，公司毛利率为34.4%（-3.4pct），毛利率下降的原因：1) 疫情影响下物流运费增长；2) 原辅材料（酪蛋白、车达、脱脂粉等）成本大幅上涨；3) 毛利率相对较高的即食营养系列受疫情影响收入占比有所下降。
- **成本压制因素有望在23年缓解，明年盈利水平环比改善。** 1) 物流方面，疫情影响逐步减弱，物流运费已回归相对合理状态；2) 原辅材料方面，部分原辅材料成本有所回落，同时公司通过增加备货、有计划上调产品出厂价积极应对原材料价格上涨的影响；3) 产品结构方面：**在疫情后随着商超客流恢复，预计以奶酪棒为代表的高毛利率的即食营养系列产品也将迎来需求复苏，进而带动整体毛利率的改善。** 综上，我们预计公司明年毛利率水平将环比改善。

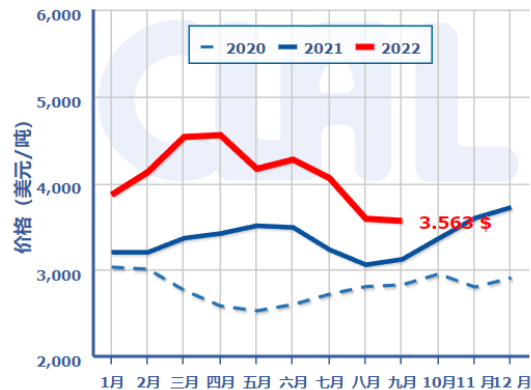
图表：车达价格走势



资料来源：美国农业部，太平洋证券研究院整理

图表：脱脂奶粉价格走势

大洋洲 - 脱脂奶粉的价格
脱脂奶粉，1.25%乳脂
来源：美国农业部



资料来源：美国农业部，太平洋证券研究院整理

➤ **渠道扩张空间未到天花板，零售终端覆盖数量提升空间大。**

- ① 22H1，公司零售终端数量约为70万个，与伊利、农夫山泉相比，公司零售终端覆盖数量还有较大提升空间。
- ② 公司终端网点的目标：低温（目标60万，现在40+万），常温（总数400-500万，目标100万），正常情况下23年可以完成。
- ③ 蒙牛为公司控股股东，能够为公司渠道网点扩张提供支持。

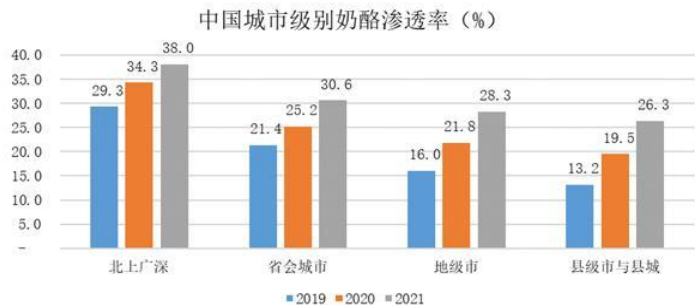
➤ **公司将成为蒙牛的奶酪业务的唯一运营平台，蒙牛作为公司控股股东有望赋能公司渠道开拓。** 2021年4月，公司与蒙牛签订了《关于进一步避免同业竞争的承诺函》，内容指出蒙牛将在成为公司控股股东后的2年内将蒙牛乳业的奶酪业务注入公司，公司在交易完成之日起3年内通过资产处置等方式退出液奶业务，集中资源与精力去发展奶酪业务。预计蒙牛于2023年7月将奶酪业务全部注入妙可，蒙牛的渠道资源进一步助力公司渠道开拓。

图表：各企业零售终端覆盖数量（万个）

	零售终端 网点数量（万个）
农夫山泉	237
伊利液态奶	191
妙可蓝多	70
-农夫/妙可	3.4
-伊利液态奶/妙可	2.7

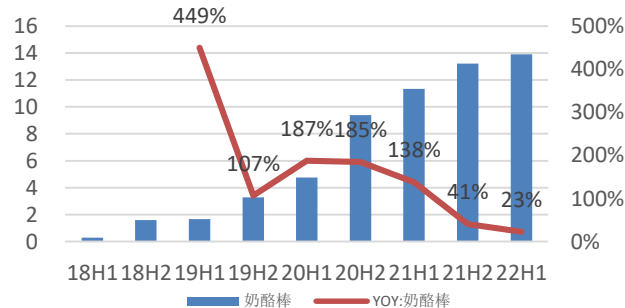
- **不断创新的奶酪产品促进奶酪市场渗透率提升。**近几年，以公司为主的乳制品企业不断研发创新，推出更适合中国消费者饮食习惯和消费场景的各类奶酪产品，逐渐打开了国内奶酪零售市场，奶酪在中国的整体渗透率逐步提升。
- **“1+N+X”产品发展战略下，产品矩阵不断完善。**公司制定了“1+N+X”的发展战略，计划在2025年以前打造全场景覆盖的产品矩阵。具体看，公司奶酪业务分为三大系列：即食营养系列、家庭餐桌系列和餐饮工业系列。即食营养系列：
- **奶酪棒形式的奶酪产品获得高速增长。**即食营养系列的核心大单品为奶酪棒，自2018年上半年推出后获得高速增长，至2021年收入体量近25亿元，21年前奶酪棒收入主要为低温奶酪棒贡献，公司**预计未来低温奶酪棒翻1-2倍空间可期。**
- **常温奶酪棒产品有望接力低温奶酪棒获得又一高速发展。**公司2021年9月推出常温奶酪棒新品，帮助拓展未配备冷藏设施的终端零售网点，加快下沉市场拓展。我们**预计常温奶酪棒将在未来发力**，受益于广阔的渠道空间，随着渠道扩张产品不断放量；
- **公司奶酪棒百亿规模可期。**适宜中国消费者饮食习惯和消费场景的奶酪棒获得高速增长，公司**预计未来奶酪棒规模可达100亿。**

图表：中国城市级别奶酪渗透率



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：公司奶酪棒产品收入及增速 (亿元)



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

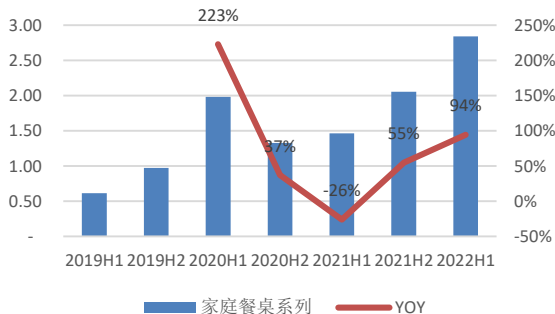
➤ 家庭餐桌系列&餐饮工业系列：

➤ **奶酪片有望成为公司除奶酪棒以外的又一大单品。** 22H1，家庭餐桌系列、餐饮工业系列收入分别达2.8亿元、3.4亿元，同比+94.3%、+59.3%，主要由于公司持续强化家庭餐桌系列和餐饮工业系列奶酪产品，加大以奶酪片为核心的营养早餐的宣传推广，推出“妙可蓝多奶酪片，营养早餐加一片”的主题广告，同时疫情期间社区团购业务的开展，加速了消费者教育，促进了家庭餐桌及餐饮工业系列产品的高增。我们认为奶酪进餐桌的发展趋势下，奶酪片有望成为公司除奶酪棒以外的又一大单品，公司在家庭餐桌、2B餐饮领域的布局及新品推出中长期有望获得高速增长。

图表：奶酪片广告

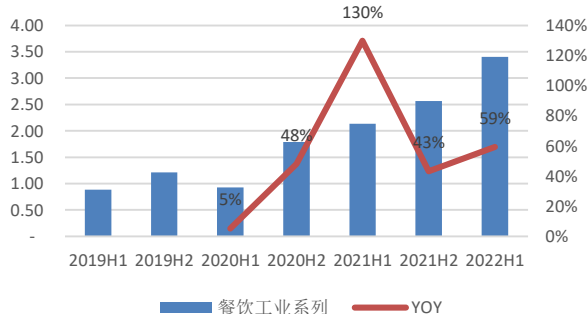


图表：家庭餐桌系列收入及增速（亿元）



资料来源：公司财报，太平洋证券研究院整理

图表：餐饮工业系列收入及增速（亿元）



资料来源：公司财报，太平洋证券研究院整理

3. 长期逻辑：行业空间大，市占率不断提升

我国的奶酪行业目前正处于早期快速增长阶段，人均奶酪消费量有较大提升空间。根据中国农业科学院农业信息研究所预测，2028年中国人均奶酪消费量有望达到0.5kg，长期看我国奶酪人均消费有望超过2kg，较当前拥有巨大的成长空间。

- **2025年规模有望达300亿元**：2021年中国奶酪零售市场约为131亿元，若达到中国奶业协会发布2025年全国奶酪零售规模突破300亿元的目标，则行业至2025年规模能翻一倍有余，21-25年规模的CAGR为23.0%；
- **2028年人均奶酪消费量有望达到0.5kg**：2021年中国人均奶酪消费量0.2kg，若达到中国农业科学院2028年0.5kg的人均奶酪消费量预测值，21-28年市场规模的CAGR为19.6%；
- **长期有10倍左右的成长空间**：2021年中国人均奶酪消费量0.2kg，相较于台湾1.5kg，日韩的2.0kg+，理论上市场长期有10倍左右的成长空间。

图表：我国奶酪行业空间测算（标黄为假设值）

	2021	2025	2028	远期	21-25CAGR	21-28CAGR	25-28CAGR
人均奶酪消费量 (kg)	0.2	0.4	0.5	2.0	18.8%	15.8%	11.9%
中国奶酪销售量 (万吨)	25.1	50.0	70.0	280.0	18.8%	15.8%	11.9%
奶酪单价 (万元/吨)	5.2	6.0	6.5	6.5			
YOY		3.5%	3.0%				
奶酪市场规模(亿元)	131	299	458	1,832	23.0%	19.6%	15.2%

资料来源：公司公告，公开材料，太平洋证券研究院整理

在巨大的行业空间下，我国奶酪行业的竞争格局相对清晰，22年6月妙可蓝多以36.4%的市占率位居第一。

- **公司已定下远期50%的市占率目标：**公司预计在今年下半年启动三年市占率提升目标，2022年底市占率有望达到40%，三年内挑战完成50%的市占率。
- **公司未来成长空间：**
 - ✓ **1) 市占率提升下收入增长：**2025年行业规模如达到300亿元，公司市占率提升至50%的情况下，公司于2025年有望达到150亿元的收入体量，是2021年45亿元收入的3.3倍；
 - ✓ **2) 利润率水平提升：**公司22H1扣非归母净利率4.5%，参考欧美日韩龙头企业15%左右的利润率水平，公司的利润率水平比较低，主要是由于奶酪行业的发展前期需大量投入营销费用做消费者教育所致，我们预计随着公司规模不断提升，稳态后销售费用率将逐步下降，利润空间得到释放。同时，我们预计在公司未来保持行业龙头、做到50%市占率后，两位数的利润率会比较稳定。
- ✓ **公司管理不断规范：**蒙牛成为控股股东后，有权提名一名董事候选人，派驻财务管理人员，这将有助于提升公司经营的规范性，助力公司长期稳健的经营发展。

目录

- 一、公司概况：高速成长的奶酪行业龙头企业
- 二、行业分析：我国奶酪消费渗透率低，行业成长空间大
- 三、公司逻辑：
 - ✓ 短期：盈利环比改善
 - ✓ 中期：渠道开拓、产品迭代
 - ✓ 长期：行业空间大，市占率不断提升
- 四、盈利预测
- 五、风险提示

1.收入预测

整体上，行业21-25年有望以23.0%增速成长，公司作为行业龙头，市占率将不断提升，故我们预计公司收入增速将高于行业平均。

- 对于奶酪业务，1) 即食营养系列（主要为奶酪棒）受疫情影响，22年增速有所下滑，我们预计23年随着疫情缓解，低温奶酪棒增速修复，叠加常温奶酪棒的发力，该系列增速反弹；2) 家庭餐桌系列随着马苏、奶酪片的持续推广以及去年低基数，今年及以后增速保持较高水平；3) 餐饮工业随着线下餐饮的恢复，客户扩张，预计也将快速增长。
- 整体上，我们预计公司2022-2024年收入CAGR为35.1%（2018-2021:54.0%），2024年收入达98.7亿元。

图表：收入预测（亿元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	28.5	44.8	54.0	75.7	98.7
奶酪	20.7	33.3	42.8	64.1	87.9
即食营养系列	14.7	25.1	30.9	41.7	52.2
家庭餐桌系列	3.3	3.5	5.3	10.5	17.9
餐饮工业系列	2.7	4.7	6.6	11.8	17.8
液态奶	4.1	4.3	3.4	2.9	1.5
贸易产品	3.6	7.0	7.7	8.5	9.3
YOY	63.2%	57.3%	20.69%	40.00%	30.45%
奶酪	125.2%	60.8%	28.24%	49.94%	37.02%
即食营养系列	165.9%	70.8%	23.00%	35.00%	25.00%
家庭餐桌系列	108.8%	6.3%	50.00%	100.00%	70.00%
餐饮工业系列	29.9%	72.7%	40.00%	80.00%	50.00%
液态奶	-13.3%	4.0%	-20.00%	-15.00%	-50.00%
贸易产品	4.2%	97.0%	10.00%	10.00%	9.00%

资料来源：公司财报，太平洋证券研究院整理

2.盈利预测

我们预测公司毛利率从2021年的38.2%，下降至2022年的35.9%（疫情影响），而后逐步提升至2024年的36.5%。费用端：

- 销售费用：我们预计公司将持续进行广告投放，广告促销费的绝对金额有一定增长，但占比逐步下降，整体销售费用率从2021年的25.9%下降至2024年的20.9%。
- 管理、研发费用：预计公司管理、研发费用率随规模效应费率小幅下降，从2021年的7.7%、0.9%不断下降至2024年的4.3%、0.4%的水平；

综上，我们预测公司归母净利润从2021年的1.5亿元增至2024年的7.5亿元（21-24CAGR：70%），归母净利润从2021年的3.4%提升至2024年的7.6%。

图表：盈利预测（亿元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用	7.10	11.59	13.1	16.4	20.6
广告促销费	5.61	9.06	10.1	13.2	17.1
销售费用率	25.0%	25.9%	24.2%	21.7%	20.9%
管理费用率	4.9%	7.7%	4.3%	5.2%	4.3%
研发费用率	1.4%	0.9%	0.6%	0.5%	0.4%
归母净利润	0.6	1.5	2.4	4.5	7.5
归母净利率	2.1%	3.4%	4.5%	6.0%	7.6%

资料来源：公司财报，太平洋证券研究院整理

3.估值

- 公司今年来市占率不断提升，蒙牛入主后将在渠道、品牌、供应链、公司治理及管理等方面给公司赋能，我们预计公司凭借自身优势未来市占率将不断提升，叠加行业不断扩容，公司成长空间巨大。
- 估值上，我们挑选乳制品同业进行比较，公司在乳制品行业的利润规模处于偏下水平，但未来增速远高于同业平均水平，可比同业2023年预计市盈率平均为23X，公司当前股份对应2023年P/E为34X，考虑到公司未来成长空间，我们按照2023年业绩给予45X估值，一年目标价40元，维持公司“买入”评级。

图表：可比公司估值情况（除公司外的企业未来盈利预测为wind一致预期，时间截至2022年12月1日）

代码	简称	最新价 (元)	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)						P/E			
				2021	2022E	2023E	2024E	22-24CAGR	2021	2022E	2023E	2024E	
600887.SH	伊利股份	29.9	1,914	87.0	96.5	113.5	131.7	16.9%	22	20	17	15	
600597.SH	光明乳业	10.6	146	5.9	6.1	7.0	8.1	15.1%	25	24	21	18	
600429.SH	三元股份	5.1	77	2.5	2.0	2.5	3.1	24.8%	32	38	31	25	
600419.SH	天润乳业	16.0	51	1.5	2.0	2.5	3.1	25.9%	34	26	21	16	
300898.SZ	熊猫乳品	21.2	27	0.8	0.7	0.9	1.2	30.6%	34	39	28	23	
002946.SZ	新乳业	12.2	106	3.1	4.0	5.2	6.4	26.7%	34	27	20	17	
	行业平均		387	16.8	18.5	21.9	25.6	23.3%	30	29	23	19	
600882.SH	妙可蓝多	30.0	155	1.5	2.4	4.5	7.5	75.4%	100	63	34	21	

资料来源：公司财报，wind，太平洋证券研究院整理

目录

- 一、公司概况：高速成长的奶酪行业龙头企业
- 二、行业分析：我国奶酪消费渗透率低，行业成长空间大
- 三、公司逻辑：
 - ✓ 短期：盈利环比改善
 - ✓ 中期：渠道开拓、产品迭代
 - ✓ 长期：行业空间大，市占率不断提升
- 四、盈利预测
- 五、风险提示

- **疫情反复风险。**疫情影响公司收入增长及盈利能力，我们预计疫情的影响逐步趋弱，若疫情发展不及预期，将显著影响公司的业绩情况。
- **渠道开拓不及预期。**我们预计公司常温网点渠道空间广阔，但若公司渠道开拓不及预期，将显著影响公司的成长。
- **原材料价格波动风险。**若原材料价格大幅上升，公司的盈利能力将受到不利影响。
- **宏观经济下行情况下消费力疲软。**若消费需求持续疲软，将影响公司产品销售，收入增速或有所放缓。
- **行业竞争加剧。**奶酪棒赛道热度提升，众多企业纷纷入局，若存在持续的价格战将影响公司盈利能力。
- **新品销售不及预期。**我们认为公司中长期看，新品放量尤为重要，若新品销售不及预期，公司成长性将受到不利影响。
- **管理风险。**随着公司规模扩大，管理难度持续提升，若管理跟不上扩张，公司将面临较大风险。

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com

► 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下

► 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。