

妙可蓝多 (600882)

蒙牛协同更上层楼，奶酪龙头再启新篇

买入 (首次)

2024年12月10日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 周韵

执业证书: S0600524080009

zhouyun@dwzq.com.cn

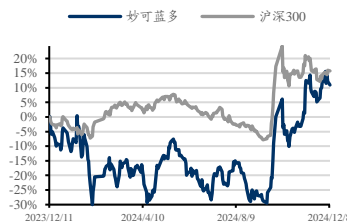
盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	4830	4049	4908	5433	6251
同比 (%)	7.84	(16.16)	21.23	10.68	15.07
归母净利润 (百万元)	137.61	63.44	102.73	235.15	389.98
同比 (%)	(10.89)	(53.90)	61.93	128.91	65.85
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.27	0.12	0.20	0.46	0.76
P/E (现价&最新摊薄)	68.84	149.32	92.22	40.29	24.29

关键词: #行业整合 #进口替代

投资要点

- **中国奶酪第一股，蒙牛助力更上层楼。**公司于2001年成立，2016年借壳上市，2021年内蒙蒙牛成为公司控股股东，2022年公司纳入蒙牛乳业并表范围，2024Q3公司全面收购蒙牛奶酪业务，蒙牛的奶酪战略更加清晰和坚定，协同将进一步深化。蒙牛赋能下公司治理持续优化，2021-2022年公司积极回购，未来公司激励有望再上台阶。2024年11月公司完成董事会换届，未来有望和控股股东步调一致、齐心发展。
- **奶酪品类渗透空间广阔，C端格局鼎定，妙可将持续领跑。**1) 空间:乳品消费升级+西式饮食习惯渗透，推动我国奶酪市场快速扩容至2022年的135亿元，但受消费力疲软等因素影响，2023年至今行业承压。对标海外，我国奶酪人均消费量较低，发展潜力较大，预计24-28年我国奶酪零售规模CAGR=3.1%。2) 格局:凭借大单品奶酪棒+蒙牛协同深化，2021年公司市占率反超外资品牌百吉福，成为奶酪龙头；近年来行业遇冷导致进入者减少，竞争格局改善，2023年公司市占率25.3%，领先百吉福7.5pct，龙头地位稳固。
- **三力俱佳，成功实现消费者心智占有，核心竞争力持续强化。**1) 产品:公司坚持产品创新，2018年拳头产品低温奶酪棒全面上市后持续迭代升级，并于2021年在业内率先推出常温奶酪棒，目前公司产品BC端、常低温布局完善且领先。2) 品牌:公司早期采取高举高打的品牌营销策略，携手分众、央视快速打响品牌，近年来通过多元营销成为品类代表；2024年5月启用王一博为品牌代言人，品牌从儿童奶酪升级到全民奶酪。3) 渠道:公司早期通过农村包围城市、扁平化的渠道策略快速追赶百吉福，2021年实行“低温做精、常温做广”战略，逐步完成全国化布局，2023年以来强化渠道精耕，并积极拥抱量贩零食等新渠道，同蒙牛奶酪业务合并后，常温铺市有望加速，带来增量可观。
- **合并蒙牛奶酪+发力国产原制，开启发展新纪元。**1) 收入端:2024年7月公司合并蒙牛奶酪，开启外延发展新阶段，公司和蒙牛奶酪的产品、品牌矩阵互补性较强，未来随着协同深化，公司有望借力蒙牛加速C端下沉和B端开发。2) 利润端:我国正处于原奶低价窗口期，利好国产原制奶酪加速进口替代，2023年以来公司发力原制奶酪，有望降低供应链风险、享受原奶成本红利，从而提振毛利率；公司逐步进入品牌收获期，未来有望与蒙牛实现营销资源共享，优化销售费用率。
- **盈利预测与投资评级:**基本面已经见底，协同效应和规模效应释放可期，业绩弹性乐观。我们预计2024-2026年营收49.1/54.3/62.5亿元，分别同比+21.2%/+10.7%/+15.1%；预计归母净利润为1.03/2.4/3.9亿元，同比+62%/+129%/+66%，对应PE分别为92/40/24倍。考虑到公司25-26年PEG低于可比公司平均值，且成长性较强，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:**并购整合不及预期；竞争再度加剧风险；食品安全问题；原材料价格波动风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.50
一年最低/最高价	11.00/19.52
市净率(倍)	2.16
流通A股市值(百万元)	9,472.99
总市值(百万元)	9,472.99

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.55
资产负债率(% ,LF)	43.36
总股本(百万股)	512.05
流通A股(百万股)	512.05

相关研究

内容目录

1. 中国奶酪第一股，蒙牛助力更上层楼	5
1.1. 主业转型奶酪一飞冲天，引入蒙牛强强联手	5
1.2. 聚焦奶酪勇夺行业第一，22 年以来业绩承压	7
2. 奶酪行业：品类渗透空间广阔，C 端格局鼎定	10
2.1. 当前奶酪消费市场规模稳步扩容至百亿以上	10
2.2. C 端格局鼎定，蒙牛加持妙可乘势而上	12
3. 核心竞争力：后发先至，三力俱佳实现消费者心智占有	13
3.1. 产品：大单品产品力强劲，创新迭代完善产品矩阵	13
3.2. 品牌：高举高打一鸣惊人，多元营销夯实品牌力	16
3.3. 渠道：全国化布局完成，渠道管理逐步精细化	17
4. 成长性：合并蒙牛奶酪+发力国产原制，开启发展新纪元	19
4.1. 收入端：补齐产品、品牌矩阵，加速 C 端下沉和 B 端开发	19
4.2. 利润端：发力国产原制优化原料供应链，规模效应放大进入收获期	22
5. 盈利预测与投资建议	25
6. 风险提示	27

图表目录

图 1:	妙可蓝多发展历程.....	5
图 2:	公司股权结构 (截止到 2024H1)	6
图 3:	2016-2024 前三季度公司收入及同比	8
图 4:	2016-2024 前三季度公司归母净利润及同比	8
图 5:	2017-2024H1 公司分业务收入占比	8
图 6:	2017-2024H1 公司奶酪业务中各品类收入占比	8
图 7:	2019-2024H1 公司各业务毛利率	9
图 8:	2019-2024H1 公司奶酪业务中各品类毛利率	9
图 9:	2019-2024 年前三季度公司盈利能力变化	9
图 10:	2019-2024H1 可比公司净利率对比	9
图 11:	乳制品营养金字塔.....	10
图 12:	我国奶酪行业发展历程.....	11
图 13:	2009-2028E 我国奶酪市场规模及同比.....	11
图 14:	2009-2028E 我国奶酪市场量价同比增速.....	11
图 15:	2021 年主要国家奶酪人均消费量 (kg/人/年)	12
图 16:	2019-2022 年国内奶酪渗透率	12
图 17:	2021-2023 年奶酪各形态产品销售额占比	12
图 18:	2020-2023 年我国奶酪市场格局 (零售额计)	13
图 19:	2015-2024 年前三季度各年成立的奶酪企业数量	13
图 20:	公司产品矩阵.....	14
图 21:	主要奶酪品牌奶酪棒包装营销对比.....	16
图 22:	2019-2024H1 可比公司销售费用率对比	16
图 23:	2018-2024H1 广告费用及占销售费用比重	16
图 24:	2018 年-2024 年 9 月主要奶酪企业和奶酪品类百度指数对比	17
图 25:	2024H1 王一博成为公司品牌形象代言人.....	17
图 26:	2024 年 Chnbrand 中国奶酪棒/条品牌力指数.....	17
图 27:	2019-2024H1 公司各地区期末经销商数量 (家)	18
图 28:	2017-2024H1 公司终端网点数量 (万个)	18
图 29:	2016-2024H1 公司营收区域结构占比	18
图 30:	2020-2024H1 可比公司应收账款占总资产比重	18
图 31:	公司 2023 年双十一战报.....	19
图 32:	2023 年 10 月公司与万辰集团达成战略合作.....	19
图 33:	2023-2024Q1 蒙牛奶酪收入及归母净利润 (亿元)	20
图 34:	23-24Q1 蒙牛奶酪总资产/总负债/净资产 (亿元)	20
图 35:	公司常低温网点数量 (万个)	21
图 36:	2024 年妙可和蒙牛网点数量对比 (万个)	21
图 37:	2018-2024E 我国西式快餐市场规模及同比.....	21
图 38:	2018-2028E 我国现制茶饮市场规模及同比.....	21
图 39:	2021 年全球主要国家奶酪结构占比.....	23
图 40:	2015-2023 年我国奶酪进口量和产量对比 (万吨)	23
图 41:	2019.01-2024.11 干酪平均中标价 (GDT) 及同比	23
图 42:	2011Q1-2024Q3 我国生鲜乳均价及同比.....	23

图 43: 2023 年全国主要乳企旗下规模牧场对比.....	24
图 44: 2023 年以来公司国产原制产品陆续上市.....	24
图 45: 2018-2024H1 公司广告促销费及占收入比重.....	24
图 46: 2012-2023 年伊利/蒙牛/新乳业广宣费用 (亿元).....	24
表 1: 2020-2023 年内蒙蒙牛增持妙可蓝多过程.....	6
表 2: 公司董事会及高管履历 (截止到 2024Q3 末).....	6
表 3: 公司 2017 年/2021 年股权激励及完成情况.....	7
表 4: 2017 年-2024H1 公司产品创新历程.....	14
表 5: 主要奶酪品牌奶酪棒产品参数对比.....	15
表 6: 合并蒙牛奶酪补全公司产品价格带.....	20
表 7: 稀奶油/黄油/马苏里拉/奶酪片主要 B 端企业价格对比.....	22
表 8: 2022-2026E 公司收入 (百万元) 及毛利率预测.....	25
表 9: 2022-2026E 公司费用率及归母净利润 (百万元) 预测.....	26
表 10: 可比公司估值对比 (截止到 2024 年 12 月 9 日).....	27

1. 中国奶酪第一股，蒙牛助力更上层楼

1.1. 主业转型奶酪一飞冲天，引入蒙牛强强联手

前瞻布局，积极加码，区域乳企成为奶酪龙头。公司创始人柴琇于 2001 年创立广泽乳业，作为区域乳企，企业前期聚焦液态奶业务。2007 年公司 与法国保健然集团开展奶酪业务合作，逐步积累奶酪生产和运营经验。2015 年公司收购天津妙可蓝多食品科技有限公司，加码主业转型力度，并于 2016 年实现借壳华联矿业上市更名广泽股份，成为国内首家以奶酪为核心业务的 A 股主板上市公司。2018 年妙可蓝多系列奶酪棒上市，通过积极的广告营销和市场扩张策略，实现大单品快速成长，公司于 2019 年更名为妙可蓝多。2021 年内蒙蒙牛成为公司控股股东，2024 年三季度公司全面收购蒙牛奶酪业务，进一步深化协同效应。目前公司坚定“聚焦奶酪”的总体战略，紧密围绕“产品引领、品牌占位、渠道精耕、管理升级”四大核心策略，持续夯实奶酪业务的领先优势。

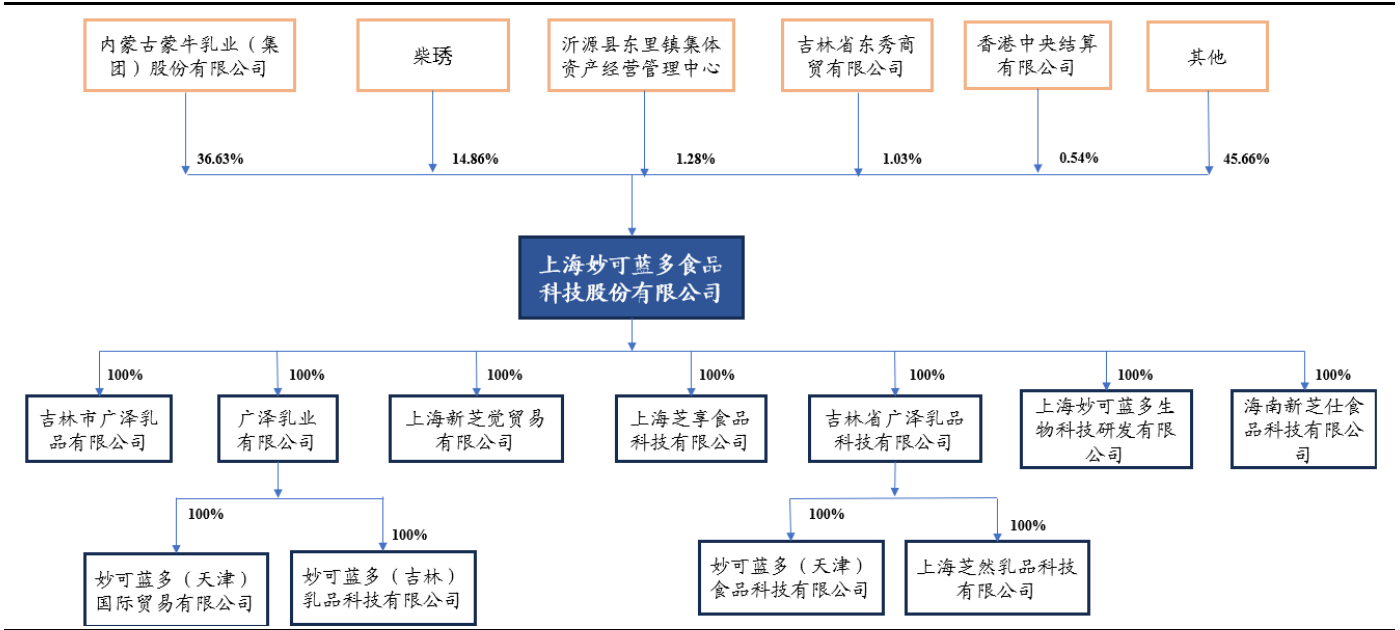
图1：妙可蓝多发展历程



数据来源：公司公告，公司官网，蒙牛乳业年报，东吴证券研究所

股权集中，蒙牛控股强化赋能。公司股权较为集中，截止到 2024H1，中国蒙牛乳业通过内蒙蒙牛持有公司股权占比 36.63%，为控股股东；公司创始人柴琇则直接持有公司 14.86%股权。自 2020 年起，蒙牛多次增持公司股份，2021 年内蒙蒙牛成为公司控股股东，2022 年公司纳入蒙牛乳业并表范围，2024 年公司收购蒙牛奶酪 100%股权，解决奶酪同业竞争问题，进一步强化奶酪业务核心竞争力。随着蒙牛和公司董事会调整先后完成，蒙牛各项战略，尤其奶酪战略更加清晰，后续合作预计更加深入，在供应链管理、产品研发、生产质控、品牌渠道等方面对妙可蓝多赋能持续强化。

图2: 公司股权结构 (截止到 2024H1)



数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所

表1: 2020-2023 年内蒙蒙牛增持妙可蓝多过程

时间	事件	内蒙蒙牛累计持股比例
2020 年 1 月	内蒙蒙牛受让妙可蓝多 5% 股权	5%
2020 年 12 月 24 日-2021 年 3 月 4 日	内蒙蒙牛通过二级市场增持妙可蓝多 5% 股权	9.93%
2021 年 3 月 11 日-2021 年 3 月 25 日	内蒙蒙牛通过二级市场增持妙可蓝多 1.14% 股权	11.07%
2021 年 7 月	妙可蓝多以 29.71 元/股价格向内蒙蒙牛定增募资 30 亿元	28.46%
2022 年 1 月 10 日-2022 年 1 月 28 日	内蒙蒙牛通过二级市场增持妙可蓝多 1.52% 股权	29.99%
2022 年 10 月 18 日至 2022 年 11 月 16 日	内蒙蒙牛发起要约收购, 要约价格为 30.92 元/股	35.01%
2023 年 9 月 1 日-2023 年 10 月 19 日	二级市场增持+妙可回购注销推动内蒙蒙牛增持妙可蓝多 1.12% 股权	36.13%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

团队经验丰富, 蒙牛赋能优化管理, 24 年顺利完成换届。公司创始人柴琬品牌战略卓越, 产品思维领先, 管理经验丰富, 带领妙可蓝多成功转型并迅速成长为奶酪龙头; 执行总经理任松深耕行业配合多年, 公司管理层整体较为稳定。蒙牛控股后, 蒙牛系 CFO、董事、生产品控等进入公司董事会及管理层, 实现了管理优化和提升, 匹配公司规模的进一步扩张。2024 年 11 月公司顺利完成董事会换届, 未来有望和控股股东步调一致, 齐心发展。

表2: 公司董事会及高管履历 (截止到 2024Q3 末)

姓名	职务	简介
陈易一	董事长, 董事	现任蒙牛乳业副总裁、战略管理负责人, 现代牧业非执行董事、战略及发展委员会成员, 上海蒙牛生物技术研发有限公司等蒙牛乳业下属公司董事

柴琬	副董事长, 总经理	曾任广泽投资控股集团有限公司总裁, 广泽国际发展有限公司行政总裁等。
任松	董事, 首席执行官, 执行总经理	曾任广泽控股副总裁, 广泽乳业总经理等。现任公司董事、总经理, 吉林芝然乳品科技有限公司董事, 吉林省广泽乳品科技有限公司董事兼总经理, 上海芝然乳品科技有限公司监事, 长春市联鑫投资咨询有限公司董事, 妙可蓝多(天津)食品科技有限公司监事。
蒯玉龙	董事, 财务总监	内蒙古自治区会计领军人才, 曾任蒙牛乳业助理副总裁, 常温事业部财务管理中心总经理兼战略管理负责人, 集团财务部负责人, 财务运营高级总监,SAP项目总经理等
张平	董事	现任蒙牛乳业副总裁、首席财务官, 曾就职于太古饮料公司, 历任内审及系统发展经理, 财务总监, 装瓶厂总经理, 及可口可乐装瓶商生产控股有限公司首席执行官
付玉贵	董事	曾任吉林省东力综合投资集团有限公司副总经理、财务总监, 吉林省乳业集团有限公司企业管理部部长等, 现任广泽投资控股集团有限公司企业管理中心副总经理, 吉林省洋润融资担保有限公司监事、副总经理, 长春国兴融资担保投资有限公司监事, 吉林广泽现代农业产业有限公司监事, 吉林省广泽牧业发展有限公司监事, 吉林市九牛乳业发展有限责任公司董事兼总经理
谢毅	董事会秘书	曾任职于李宁有限公司, 上海龙宇燃油股份有限公司, 甘肃刚泰控股(集团)股份有限公司及运盛(上海)医疗科技股份有限公司

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

激励机制灵活, 未来股权激励有望再上台阶。公司于2017年、2021年发布股权激励计划, 覆盖公司董事、高管、中层以及核心技术人员, 其中2017-2019年及2021年业绩考核目标均完成, 2022-2023年受宏观经济疲软影响, 业绩考核目标未达标。2021年公司推出回购计划用于股权激励计划或员工持股计划, 截止到2022年9月公司实际回购1000万股, 占公司回购完成时股份总数比1.94%, 未来公司有望持续推出股权激励, 充分调动员工积极性。

表3: 公司2017年/2021年股权激励及完成情况

时间	激励对象	拟授出权益数量	考核目标	完成情况
2017年3月	公司董事及高级管理人员、中层管理人员以及核心技术(业务)人员62人	限制性股票1136.00万股(授予价格5.52元/股)	2017年主营业务收入不低于8亿元	均达标
			2018年主营业务收入不低于12亿元	
			2019年主营业务收入不低于16亿元	
2021年1月	公司董事及高级管理人员、中层管理人员以及核心技术(业务)人员219人	股票股权600万股(行权价格34.45元/股) 限制性股票600万股(授予价格17.23元/股)	2021年营业收入不低于40亿元	达标
			2022年营业收入不低于60亿元	未达标
			2023年营业收入不低于80亿元	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.2. 聚焦奶酪勇夺行业第一, 22年以来业绩承压

奶酪棒大单品放量推动2018-2021年业绩高增, 2022年以来业绩承压。2016年公司完成借壳上市后开始以奶酪为核心业务, 2018年大单品奶酪棒面世后收入、利润均快速扩张, 2018-2021年公司营收/归母净利润CAGR分别为54%/144%。公司产品具有一定的“休闲”“可选”属性以及“消费升级”属性, 因此在2022-2024年受大环境等因素影响消费疲软, 营收或盈利持续承压, 2024年前三季度公司收入延续疲软态势, 但通过强化费用管控、提升内部效率, 归母净利润增长显著。

图3: 2016-2024 前三季度公司收入及同比

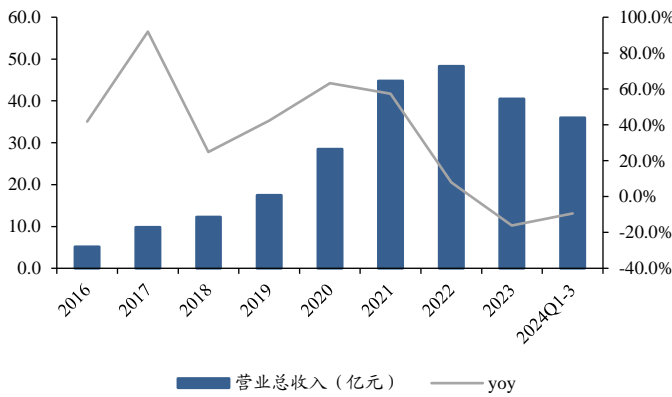
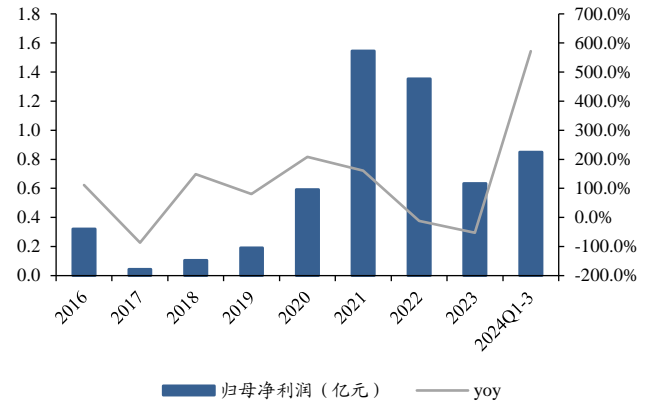


图4: 2016-2024 前三季度公司归母净利润及同比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

坚持“聚焦奶酪”战略，C端高爆发，B端稳步开拓韧性强。公司业务主要分为奶酪、液奶和贸易三大类，2015年公司提出“聚焦奶酪”战略后持续贯彻，奶酪业务收入占比从2017年的20%提升到2024H1的85%，2017-2023年液奶/奶酪/贸易业务收入CAGR分别为-4%/+59%/+8%。公司奶酪业务可以进一步细分为即食营养系列、家庭餐桌系列和餐饮工业系列，2019-2023年即食营养/家庭餐桌/餐饮工业收入CAGR分别为36%/22%/43%，2018年公司推出大单品奶酪棒后即食营养系列实现爆发式成长，2019年以来收入占比始终超过60%。近年来公司加大餐饮渠道开发，餐饮工业业务始终保持增长态势，2024H1餐饮工业收入同比逆势增长14%。C端需求疲软叠加B端强经营韧性，2022-2024H1公司即食营养系列占奶酪收入比重较2021年有所下降，B端收入占比从2021年的14%提升到2024H1的28%。

图5: 2017-2024H1 公司分业务收入占比

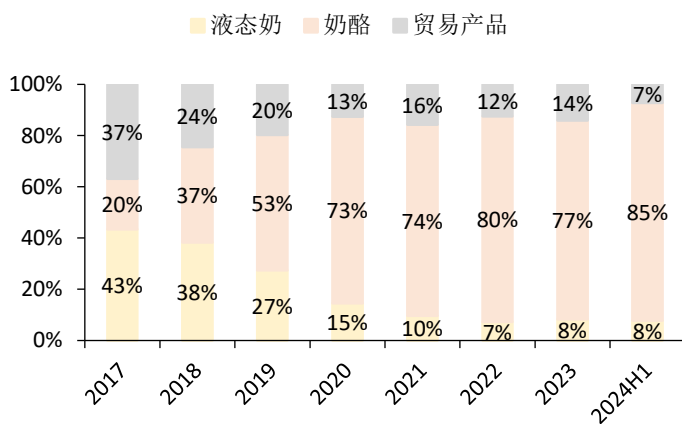
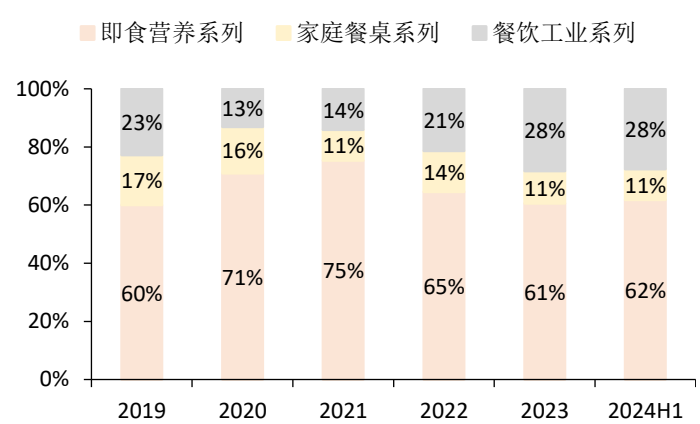


图6: 2017-2024H1 公司奶酪业务中各品类收入占比



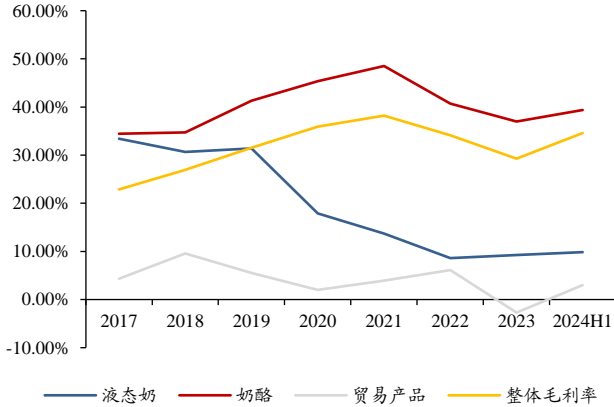
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2019-2021年产品结构升级推动毛利率提升，2022年以来毛利率表现疲软。2017年以来公司奶酪业务毛利率始终高于液奶和贸易业务，2019-2024H1奶酪业务中毛利率排序为：面向C端的即食营养系列 > 餐桌奶酪 > 餐饮工业系列。2019-2021年随着大单品

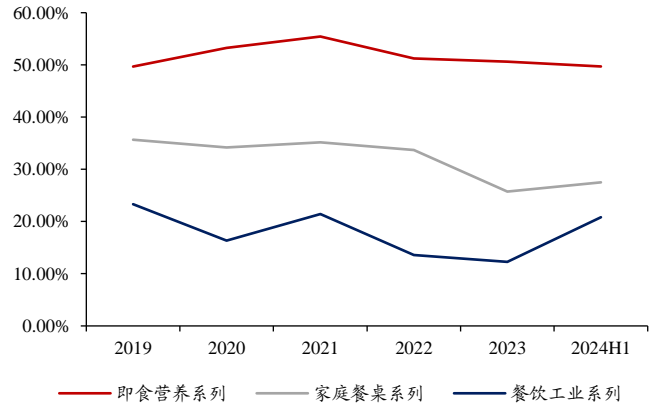
奶酪棒放量，高毛利的即食营养系列收入占比提升推动奶酪业务和公司整体毛利率改善，2022-2023 年低毛利的 B 端收入占比提升+干酪成本提升导致公司毛利率承压，2024H1 低毛利的液奶、贸易业务收缩推动公司整体结构优化，毛利率同比略有改善。

图7：2019-2024H1 公司各业务毛利率



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

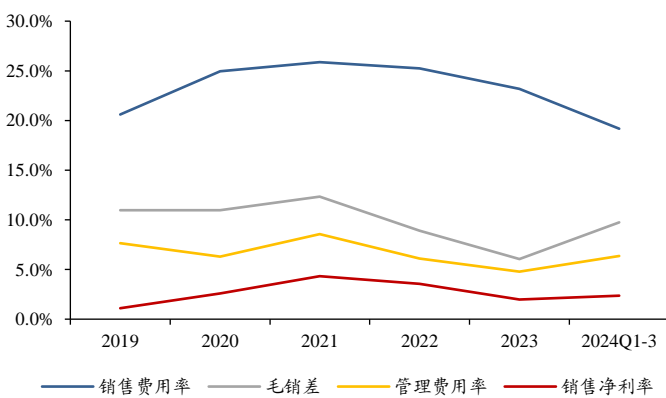
图8：2019-2024H1 公司奶酪业务中各品类毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

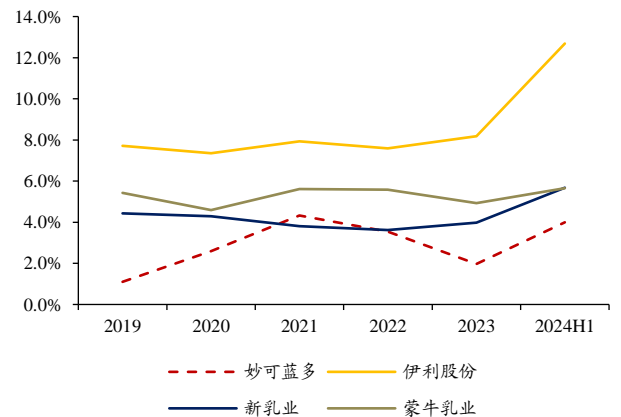
盈利能力低于可比公司，未来提升空间较大。2020-2022 年行业需求旺盛，公司高举高打发展奶酪棒大单品，销售费用率较 2019 年有所提升，2022 年以来行业需求承压，公司调整渠道策略，强化费投管控，销售费用率逐步优化，但受毛利率下降影响，公司毛销差承压。2021 年蒙牛成为公司控股股东，公司启动“数智妙可”计划，蒙牛赋能下公司内部效率优化，2021-2023 年管理费用率持续下降。综合来看，公司销售净利率于 2021 年达到近年高峰，2022 年至今持续疲软，横向对比来看，公司销售净利率低于可比公司，未来优化空间较大。

图9：2019-2024 年前三季度公司盈利能力变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2019-2024H1 可比公司净利率对比



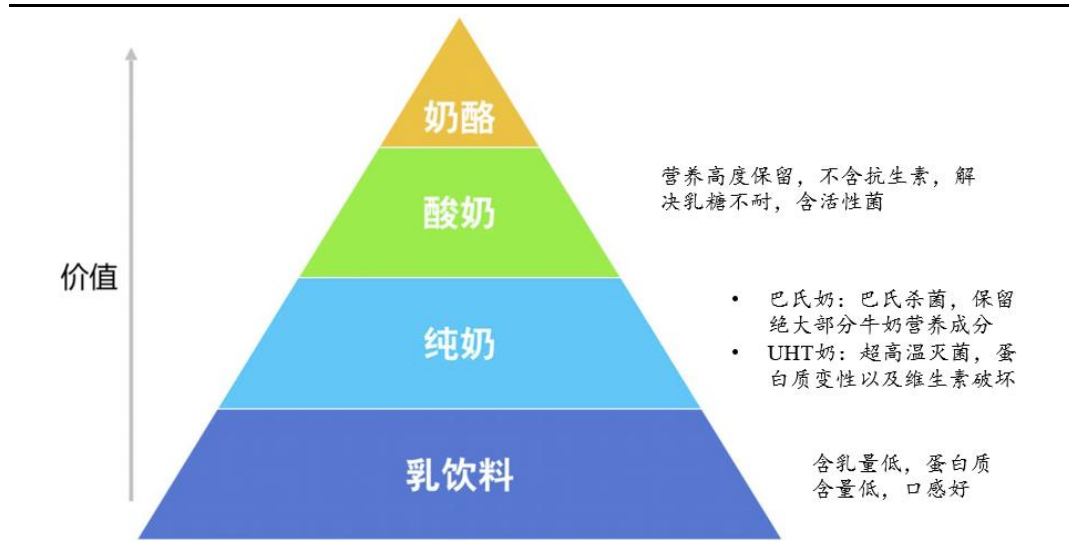
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 奶酪行业：品类渗透空间广阔，C端格局鼎定

2.1. 当前奶酪消费市场规模稳步扩容至百亿以上

国内乳制品消费遵循金字塔模型，奶酪位于乳品营养金字塔顶端。奶酪是生鲜乳在发酵剂和凝乳酶作用下发生凝固并经成熟而制成的固态乳制品，每 1 公斤奶酪约由 10 公斤牛奶浓缩而成，其蛋白质/钙含量是普通牛奶的 8.6/7.7 倍，且不会造成乳糖不耐受，更适合作为亚洲人的补钙食物之一。我们认为国内乳制品消费遵循金字塔模型，从基础乳制品（白奶，甚至更早的乳饮料）向高阶乳制品递进，其背后是营养价值的提升。

图11：乳制品营养金字塔



数据来源：兄弟伊兰公众号，东吴证券研究所

乳品消费升级必然+西式饮食习惯渗透，我国奶酪市场稳步扩容。我国奶酪市场早在上世纪 90 年代便开始萌芽，但初期发展较为缓慢，原因是整体乳制品消费量低，消费者教育尚在早期阶段。随着改革开放深入，以及 2001 年中国加入世贸组织，西方饮食习惯逐步普及，同时中国乳业迎来跨越式发展，随着乳业消费量的持续提升以及消费者乳品消费知识的持续提升，营养丰富的奶酪消费从 B 端扩散向 C 端，开始兴起，而针对儿童的奶酪棒产品推出，加快了 C 端奶酪消费的普及。近年来领先品牌不断升级奶酪产品结构，通过奶酪棒等代表 C 端产品培育消费者奶酪食用习惯，实现了休闲即食+家庭餐桌+餐饮工业多场景消费并行局面，奶酪行业从萌芽走向持续扩容阶段。

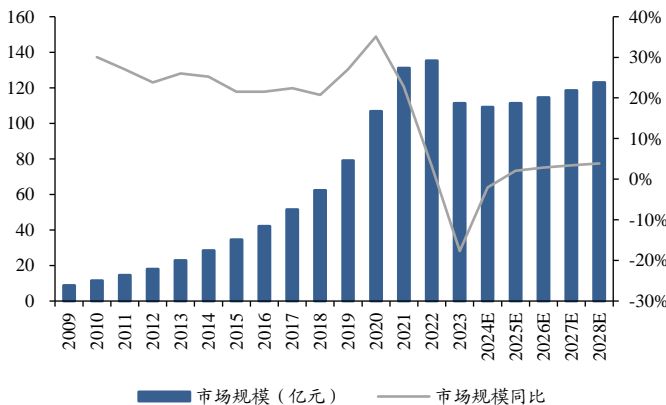
图12: 我国奶酪行业发展历程



数据来源: 欧睿, 头豹研究院, 东吴证券研究所

2018-2022 年我国奶酪市场快速成长, 2023 年以来行业承压。随着营养健康理念普及、乳企产品创新, 2018-2022 年我国奶酪市场规模快速扩容至 135 亿元, 2018-2022 年奶酪市场规模 CAGR 为 21.4%, 其中量价 CAGR 分别为+25.6%/-3.3%。但受消费力疲软等因素影响, 2023 年我国奶酪市场规模同比下滑 17.7%至 111 亿元, 预计 2024 年行业依然承压。

图13: 2009-2028E 我国奶酪市场规模及同比



数据来源: 欧睿国际, 东吴证券研究所

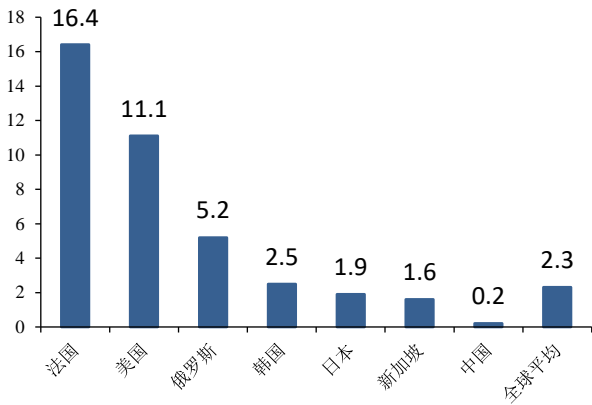
图14: 2009-2028E 我国奶酪市场量价同比增速



数据来源: 欧睿国际, 东吴证券研究所

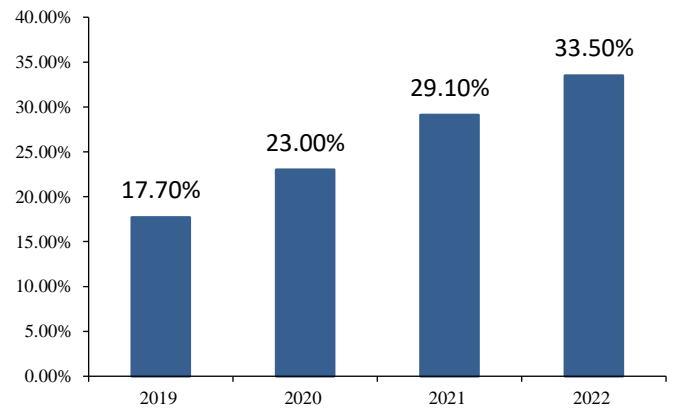
对标海外, 我国奶酪仍有较大发展空间。随着产品创新、冷链基础设施完善、消费习惯逐步培育, 我国奶酪渗透率从 2019 年的 17%迅速提升到 2022 年的 33.5%, 但横向对比海外国家, 我国奶酪人均消费量仍较低。未来随着消费复苏、健康意识提升, 我国奶酪市场发展潜力较大, 欧睿预计 2024-2028 年我国奶酪零售市场规模 CAGR=3.1%, 其中量价 CAGR 分别为+3.6%/-0.5%。

图15: 2021年主要国家奶酪人均消费量(kg/人/年)



数据来源: 欧睿国际, 东吴证券研究所

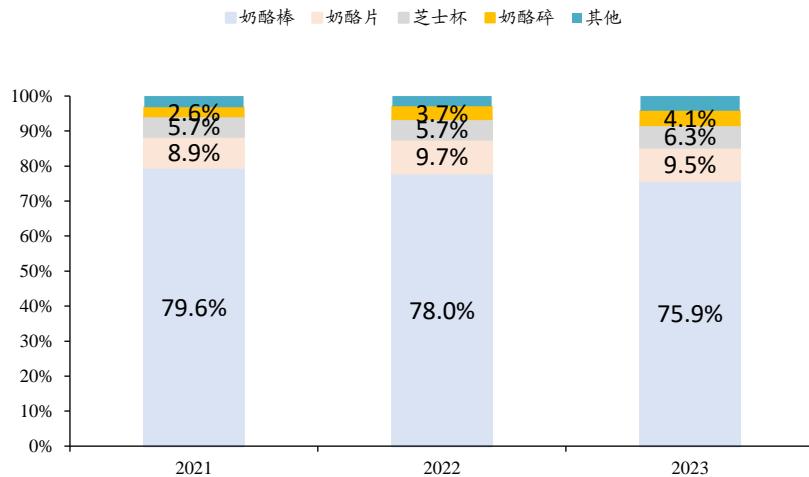
图16: 2019-2022年国内奶酪渗透率



数据来源: 凯度, 中国食品网, 东吴证券研究所

行业产品以奶酪棒为主, 产品形态逐步延展。从渠道结构来看, 目前我国奶酪消费仍以线下渠道销售为主, 23年现代渠道占比高达60%。从产品形态来看, 奶酪市场销售以奶酪棒为主, 2021-2023年奶酪棒销售额占比始终超过70%, 奶酪杯及奶酪碎当前占比较低, 但仍然保持较好增长, 其他产品中奶酪粒表现较好, 产品形态持续延展。

图17: 2021-2023年奶酪各形态产品销售额占比

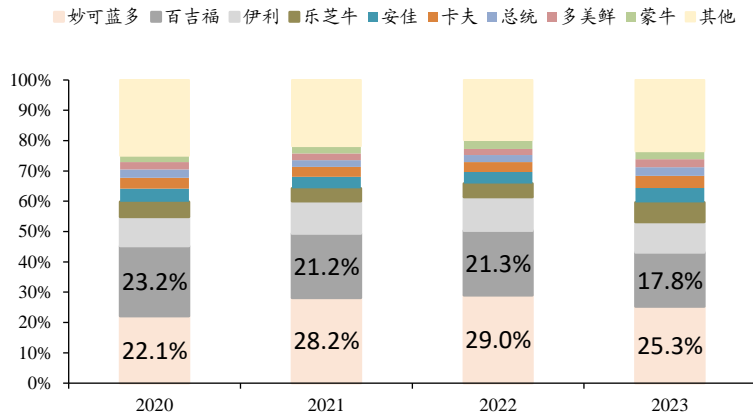


数据来源: 尼尔森, 东吴证券研究所

2.2. C端格局鼎定, 蒙牛加持妙可乘势而上

抓住消费升级机遇, 妙可蓝多站稳龙头地位。2020-2023年我国奶酪市场CR3始终超过50%, 行业格局集中。凭借大单品奶酪棒放量+蒙牛协同合作, 2021年妙可蓝多市占率反超百吉福, 成为奶酪市场龙头企业, 2023年妙可蓝多市占率25.30%, 领先第二名百吉福7.5pct, 龙头地位稳固。

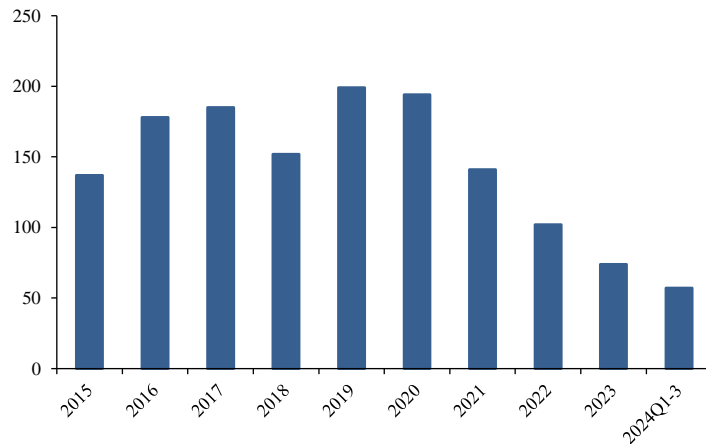
图18: 2020-2023 年我国奶酪市场格局 (零售额计)



数据来源: 欧睿国际, 东吴证券研究所

近年来行业遇冷, 新进入者减少, 行业竞争格局改善。目前我国奶酪市场主要玩家包括妙可蓝多等老牌奶酪品牌、奶酪博士等新兴奶酪品牌和伊利等传统乳企。2016-2020年我国奶酪市场进入者快速增加, 推动行业稳步扩张; 2021年以来行业需求疲软, 行业新进入者逐步减少, 且仍有企业持续退出, 竞争格局边际改善。

图19: 2015-2024 年前三季度各年成立的奶酪企业数量



数据来源: 天眼查, 东吴证券研究所

3. 核心竞争力: 后发先至, 三力俱佳实现消费者心智占有

3.1. 产品: 大单品产品力强劲, 创新迭代完善产品矩阵

奶酪产品布局完善, BC 端均有布局, 常低温满足消费者多层次需求。目前公司产品主要包括即食营养系列、家庭餐桌系列和餐饮专业工业系列, BC 端均有布局。即食营养系列按照消费人群可细分成以奶酪棒为主的儿童营养产品, 和以奶酪小粒、花酪棒

等奶酪零食为主的成人休闲营养产品；按照产品储存方式可以分为常温产品和低温产品，低温产品主打功能性和高品质，巩固妙可蓝多品牌调性，而常温产品走性价比和多口味路线，以扩大产品覆盖、加速产品渗透。家庭餐桌奶酪方面，公司紧扣“早餐”和“烘焙”的消费场景，不断进行创新升级。在餐饮工业领域，公司保持国产大包装马苏里拉奶酪的领先地位，并依托领先的技术和供应链优势，为众多餐饮终端进行产品定制。

图20: 公司产品矩阵

系列	品类	主要产品
儿童营养系列	奶酪棒、儿童成长奶酪	 奶酪棒 (低温) 金装奶酪棒 高钙奶酪棒 儿童成长奶酪
家庭餐桌美食系列	奶油芝士、奶酪片、烘焙/煎烤奶酪、马苏里拉奶酪、黄油、稀奶油	 涂抹奶油芝士 淡味黄油 金装奶酪片 奶酪片 (原味、高钙、减脂) 哈露蜜煎烤奶酪 马苏里拉奶酪 烘焙奶酪 (冷冻版/冷藏版) 稀奶油 涂抹奶油奶酪
餐饮专业工业系列	马苏里拉奶酪、奶酪条/片/丁/酱/丝、奶油芝士、稀奶油、马斯卡彭奶酪	 马苏里拉奶酪 冷冻奶酪条 干达奶酪片 奶油芝士 黄油条 高钙点奶酪丁 奶酪酱 (干达/法式) 稀奶油 马斯卡彭奶酪
成人奶酪零食系列	奶酪小粒、花酪棒、奶酪鳕鱼条、杯装奶酪等	 一口奶酪 鳕鱼奶酪条 手撕奶酪 花酪棒 奶酪小粒 慕斯奶酪杯 儿童奶酪玉米脆片 奶酪布丁 小乳酪三角

数据来源：公司官网，公司公众号，东吴证券研究所；注：截止到 2024 年 12 月

聚焦奶酪业务，坚持产品创新。2015 年公司确定“聚焦奶酪”发展战略后，积极推动产品升级。在低温即食产品方面，2018 年公司推出拳头产品低温奶酪棒，此后针对奶酪棒进行迭代升级，陆续推出金装奶酪棒、有机奶酪棒等产品；2023 年公司创新产品形态，推出慕斯奶酪杯、奶酪小粒等新品，产品矩阵丰富。在常温即食产品方面，2021 年 9 月公司在业内率先推出极具技术含量的常温奶酪棒，2023 年公司推出三支装、散称奶酪棒进零食量贩渠道，并推出芝士时光系列休闲零食产品，扩大公司产品覆盖面。在餐饮工业方面，2023 年公司开发出国产原制的马斯卡彭奶酪，夯实产品研发壁垒。

表4: 2017 年-2024H1 公司产品创新历程

	低温即食系列	常温即食系列	家庭餐桌系列	餐饮工业系列
2017 年及以前	推出新鲜奶酪、成长杯等		奶酪片等	马苏里拉奶酪等
2018	推出拳头产品奶酪棒			
2019	奶酪棒过亿			
2020	推出果果蔬奶酪棒、金装奶酪棒		推出烘焙奶酪	推出烘焙马苏
2021	推出金装奶酪棒 (51%干酪含量)、零添加奶酪棒	推出常温奶酪棒	推出香甜口味奶酪片、煎烤奶酪	
2022	推出有机奶酪棒 (干酪含量 66%)、金装奶酪棒 (干酪含量 55%，添加益生菌)	推出每日吸奶酪、妙同学常温奶酪棒、钙多多线上款常温奶酪棒	推出金装奶酪片 (60%干酪含量)、香甜牛乳和榛子花生酱口味奶酪片	

2023	推出金装奶酪棒升级款（60%干酪含量、零添加）、慕斯奶酪杯、奶酪小粒	推出三支装、散称奶酪棒，小乳酪三角、奶酪布丁、四重奶酪玉米脆片等休闲零食芝士时光系列产品	推出哈路蜜煎烤奶酪、涂抹奶油芝士	开发出国产原制马斯卡彭奶酪，升级稀奶油产品
2024H1	推出0蔗糖奶酪小粒，一口奶酪以及原制手撕奶酪	推出花酪棒、鳕鱼奶酪条以及休闲零食芝士时光系列产品	推出轻脂马苏里拉奶酪碎	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

大单品奶酪棒定位较高，产品力强。2022年市场监管总局印发通知，明确再制干酪和干酪制品生产许可要求，明确添加15%-50%干酪的产品为干酪制品，添加50%以上干酪产品为再制干酪。目前公司核心大单品奶酪棒价格带丰富，低温基础款、低温高端款、常温款等满足消费者多层次需求。横向对比来看，公司奶酪棒产品价格带整体高于竞品，但干酪含量、蛋白质含量、钙含量等均位于行业上游水平，同时打造零添加防腐剂、多种有益元素添加等卖点，顺应消费者健康化消费趋势，产品力强劲。

表5：主要奶酪品牌奶酪棒产品参数对比

产品名	妙可蓝多			百吉福	伊利		奶酪博士	
	汪汪队高钙常温奶酪棒	汪汪队奶酪棒原味	金装奶酪棒蓝莓味	棒棒奶酪原味	金护0添加奶酪棒原味	QQ星常温奶酪棒	金装奶酪棒原味	醇选常温奶酪棒
价格(元)	33	54	60	42	37	44	43	45
规格(g)	252	500	320	500	450	360	360	540
单价(元/100g)	12.90	10.72	18.72	8.38	8.18	12.11	11.92	8.33
干酪含量	≥51%	≥51%	≥60%	≥23%	≥51%	新鲜奶酪≥28%，奶油干酪≥23%	≥55%	≥51%
卖点	高钙、叶黄素酯、维生素D、维生素A	0%防腐剂，牛磺酸和益生元	0%防腐剂、甜味剂、稳定剂，高干酪含量	0%防腐剂，高钙、维生素D	0%香精、明胶、甜味剂	零添加，原生钙，海藻糖	高钙、维生素D、维生素A，添加生牛乳	高钙、维生素D、维生素A，添加生牛乳
蛋白质(g/100g)	6.3	8	8	6.7	5.1	7	6	6.5
脂肪(g/100g)	9.8	10	13.8	18.8	6.8	10.1	9.5	8.6
钙(mg/100g)	660	650	255	450	750	580	700	700
钠(mg/100g)	295	282	265	322	270	325	365	235
储藏方式	常温	冷藏 2-8°C	冷藏 2-8°C	冷藏 2-10°C	冷藏 2-8°C	2-25°C	冷藏 2-8°C	常温

数据来源：京东，淘宝，东吴证券研究所；数据截止到2024年11月19日

奶酪棒包装别具一格，IP贴近儿童喜好。2018年公司与知名动漫IP汪汪队开展深度合作，获得其在奶酪相关食品领域的授权后，公司开发了汪汪队奶酪棒，针对儿童精准营销，同时在包装上加入趣味问答，进一步强化亲子定位，差异化包装迅速获得消费者喜爱。横向对比来看，目前竞品中只有伊利奶酪棒同时拥有IP营销和趣味问答，公司奶酪棒包装营销较为突出。

图21: 主要奶酪品牌奶酪棒包装营销对比

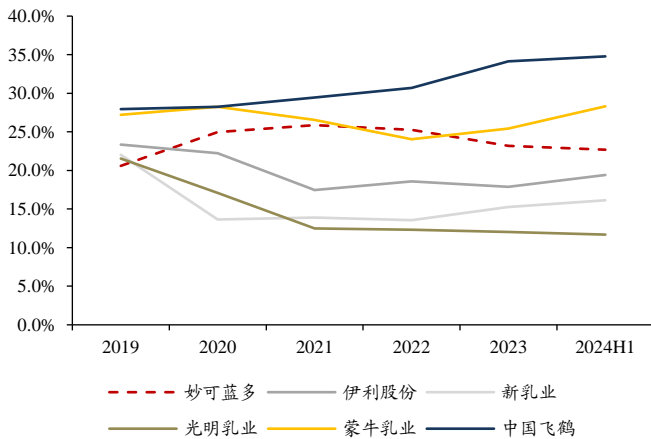
	妙可蓝多	百吉福	伊利	奶酪博士
IP	汪汪队	无	迪士尼	无
趣味问答				无
实物图				

数据来源: 天猫, 东吴证券研究所; 注: 截止到 2024 年 11 月 20 日

3.2. 品牌: 高举高打一鸣惊人, 多元营销夯实品牌力

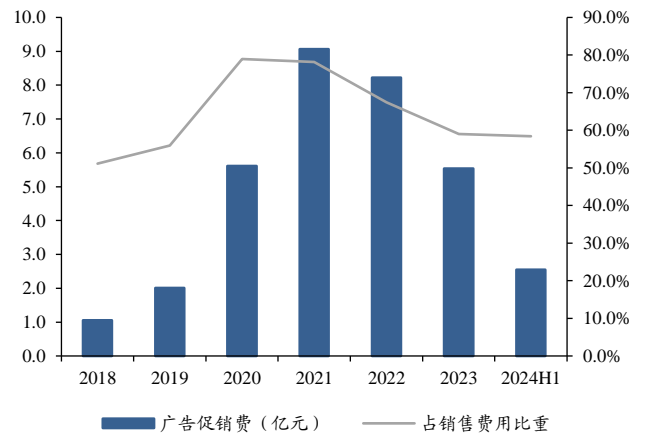
注重品牌营销, 高举高打助力后发先至。2004 年百吉福即在我国推出奶酪棒产品, 2012 年蒙牛和爱氏晨曦合作同样推出奶酪棒产品, 妙可蓝多作为奶酪棒市场后进入者, 早期采取高举高打的品牌策略抢占消费者心智, 2018-2024H1 公司广告促销费占销售费用比重始终高于 50%。横向对比来看, 2020-2024H1 公司销售费用率始终高于伊利、新乳业、光明乳业等 A 股乳企, 品牌营销力度领先行业。

图22: 2019-2024H1 可比公司销售费用率对比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图23: 2018-2024H1 广告费用及占销售费用比重

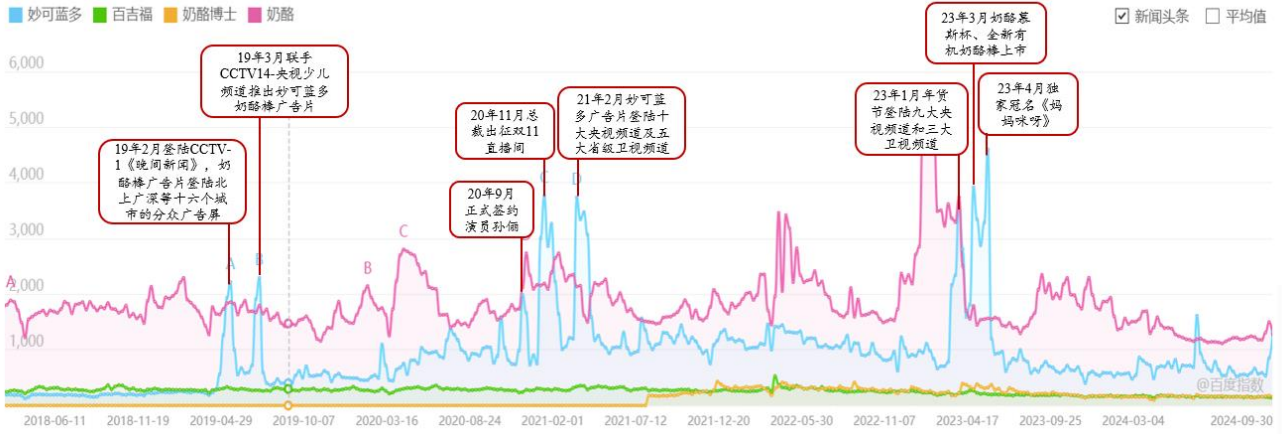


数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所

早期携手分众、央视打响品牌, 近年多元营销夯实品牌力。2019 年是公司品牌发展元年: 1) 妙可蓝多广告片登陆分众传媒, 推出“两只老虎”洗脑广告曲; 2) 登陆央视《晚间新闻》栏目内广告; 3) 2019H1 公司由广泽股份更名为妙可蓝多。强营销推动下, 2019 年“妙可蓝多”词条百度指数快速增长, 公司品牌力、市场认知度显著提升。2020 年以来公司营销逐步多元化, 如 2020 年知名演员孙俪签约成为公司品牌代言人, 强化

公司儿童奶酪定位；2021-2023 年公司抓住春节档、暑期档等营销旺季，积极和主流媒体合作，加大节目冠名、内容营销力度，持续夯实品牌力。

图24：2018年-2024年9月主要奶酪企业和奶酪品类百度指数对比



数据来源：百度指数，妙可蓝多官微、妙可蓝多官博、央视网，东吴证券研究所

代言人迭代助力品牌升级，打造品类代名词。2024年5月公司启用王一博为全新品牌代言人，正式开启从儿童奶酪到全民奶酪的品牌升级。多方位品牌投入让“奶酪就选妙可蓝多”的品牌价值诉求深入人心，2022-2024年公司在Chnbrand中国品牌力指数的奶酪棒/条品牌排行榜中均排名第一。

图25：2024H1 王一博成为公司品牌形象代言人



数据来源：妙可蓝多企业发布公众号，东吴证券研究所

图26：2024年 Chnbrand 中国奶酪棒/条品牌力指数

品牌	2024年C-BPI得分	排名	变化
妙可蓝多	589.0	1	--
蒙牛	515.1	2	+1
伊利	489.9	3	-1
百吉福	347.1	4	--
光明	331.9	5	--
奶酪博士	308.9	6	--
认养一头牛	290.6	7	+1
妙飞	278.7	8	+1

数据来源：Chnbrand，东吴证券研究所

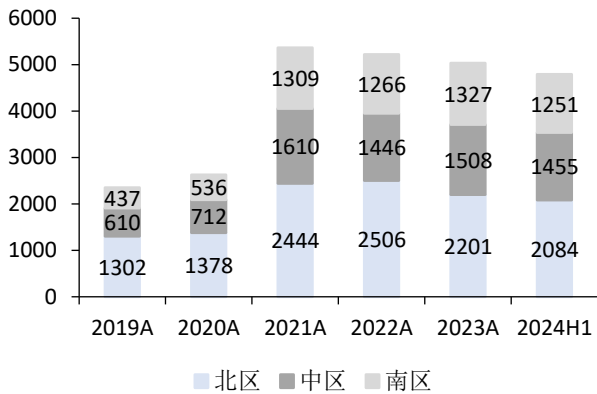
3.3. 渠道：全国化布局完成，渠道管理逐步精细化

早期差异化渠道策略推动公司快速追赶百吉福。2018-2020年公司持续夯实KA渠道，开发便利店/母婴店/烘焙店渠道，采取农村包围城市策略，快速占据三四线市场，和聚焦一二线市场的外资龙头百吉福差异化竞争。相比百吉福的省级代理大商制，公司减少中间批发环节，扁平化渠道结构下沉优势显著。差异化渠道策略下，公司快速赶超外

资奶酪龙头百吉福。

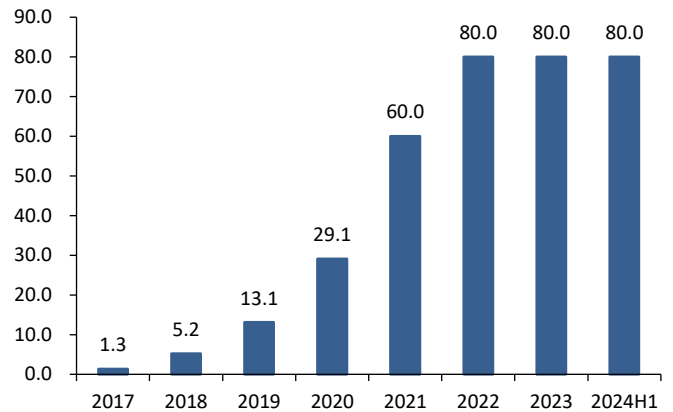
低温做精、常温做广，2021 年以来渠道管理持续精细化。2021 年公司创造性推出常温奶酪棒，开始实行“低温做精、常温做广”战略，经销商数量和终端网点数量快速提升。渠道深度方面，公司不断增加陈列面积，精耕现代渠道；渠道广度方面，公司在现有渠道基础上增加流通、特渠、烘焙等多渠道开发。2023 年以来行业整体承压，公司强化渠道精耕，2022-2024H1 公司终端网点数量稳定在 80 万个，同时推行经销商分级管理，优化经销商团队，2023 年末/2024H1 末公司经销商数量分别较 2022 年末/2023 年末减少 182/246 家，渠道管理逐步精细化。

图27: 2019-2024H1 公司各地区期末经销商数量(家)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

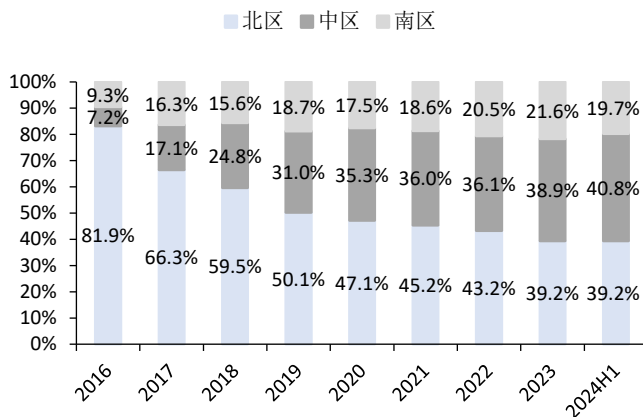
图28: 2017-2024H1 公司终端网点数量(万个)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

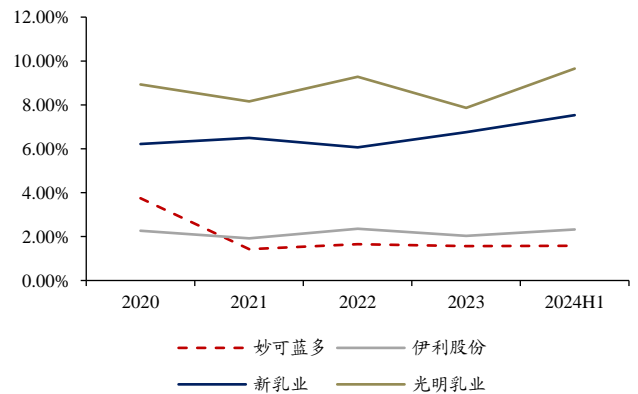
全国化布局基本完成，渠道议价能力强。公司液态奶主要在东北地区销售，早期液态奶收入占比较高时公司北区收入占比较高。2018 年以来随着奶酪业务快速发展、全国零售网络持续完善，公司区域结构逐渐均衡，2024H1 公司北区/中区/南区收入占比分别为 39%/41%/20%。2021 年末公司终端网点 60 万个，覆盖全国 96%以上地级市以及 85%以上县级市，全国化布局基本完成。公司坚持先款后货，2021 年-2024H1 应收账款占总资产比重低于可比公司，公司对渠道议价能力较强，渠道整体健康。

图29: 2016-2024H1 公司营收区域结构占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图30: 2020-2024H1 可比公司应收账款占总资产比重



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

电商渠道优势稳固，积极拥抱量贩零食等新渠道。公司持续强化在电商领域奶酪销售的领先优势，深耕天猫、京东、拼多多等传统电商平台，同时大力发展抖音、快手等兴趣电商平台，积极拓展美团、饿了么、朴朴等即时零售业态，2023 年公司线上市场份额保持第一。近年来渠道分散化趋势显著，公司大力开发烘焙、零食量贩、母婴等特殊渠道，2023 年 10 月公司与万辰集团签约战略合作，加大新零售渠道资源投入。

图31：公司 2023 年双十一战报



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图32：2023 年 10 月公司与万辰集团达成战略合作



数据来源：好想来加盟中心公众号，东吴证券研究所

4. 成长性：合并蒙牛奶酪+发力国产原制，开启发展新纪元

4.1. 收入端：补齐产品、品牌矩阵，加速 C 端下沉和 B 端开发

2024 年合并蒙牛奶酪解决奶酪同业竞争问题，开启外延发展新阶段。2021 年内蒙蒙牛成为公司控股股东，和公司承诺，后续将蒙牛乳业/内蒙蒙牛及其控制企业的包括奶酪及相关原材料贸易在内的奶酪业务注入公司；2023 年公司明确相关承诺需于 2024 年 7 月 9 日前履行完成。2024 年 7 月公司以人民币 4.5 亿元现金收购控股股东内蒙蒙牛所持有的蒙牛奶酪 100% 股权，以 23 年公司净资产为基础计算，此次收购对应的 $PB=1.02x$ ，估值较低。蒙牛奶酪早在 2008 年以前即开展奶酪业务，主要产品以奶酪棒、黄油及淡奶油、马苏里拉奶酪等为主，公司本次收购蒙牛奶酪开启了外延发展新阶段，解决了公司与控股股东的奶酪同业竞争问题，合并后奶酪业务全部由妙可蓝多统一运行，公司有望通过外延并购持续巩固奶酪龙头地位。

图33: 2023-2024Q1 蒙牛奶酪收入及归母净利润(亿元)

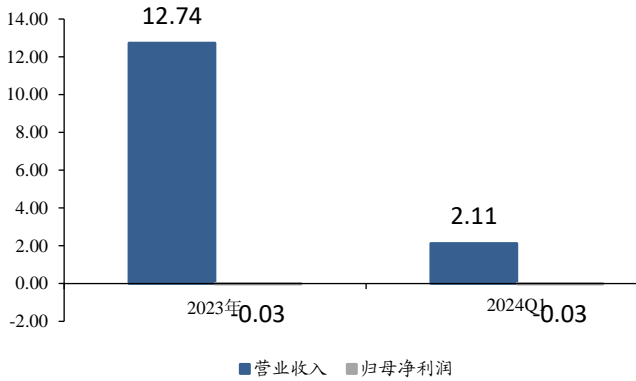
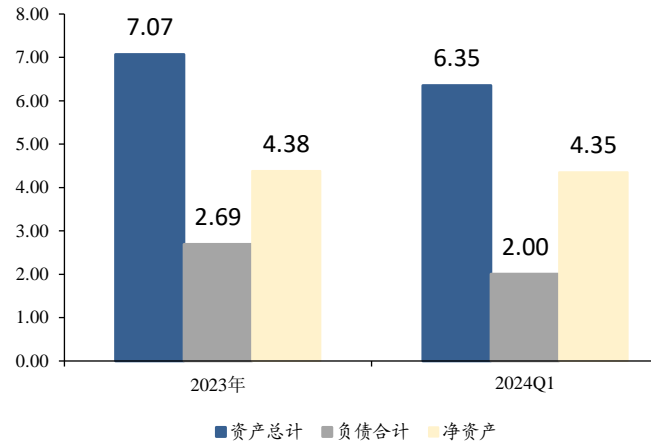


图34: 23-24Q1 蒙牛奶酪总资产/总负债/净资产(亿元)




数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

C 端主品牌发力成人奶酪, 合并蒙牛奶酪后有望实现双品牌运作。从妙可蓝多主品牌自身产品成长性来看, 此前公司奶酪棒等产品定位儿童奶酪, 2023 年以来公司发力奶酪小粒、芝士时光系列奶酪零食等成人奶酪产品, 未来随着成人奶酪产品矩阵不断完善, 公司主品牌潜力可期。蒙牛奶酪 C 端同样布局奶酪棒等产品, 对比妙可蓝多品牌产品, 蒙牛常温奶酪棒为奶酪制品, 干酪含量偏低, 但价格也低于妙可蓝多主品牌。前文所述, 妙可蓝多主品牌产品价格带高于竞品, 随着公司合并蒙牛奶酪, 我们预计公司 C 端有望实现妙可蓝多和蒙牛双品牌运作, 其中妙可蓝多主品牌延续此前深耕一二三线市场战略, 蒙牛品牌则主打下沉市场和拼多多等电商渠道。主品牌积极布局成人奶酪、合并蒙牛奶酪后双品牌运作, 我们预计公司奶酪业务 C 端有望稳健增长。

表6: 合并蒙牛奶酪补全公司产品价格带

产品名	价格(元)	规格(g)	单价(元/100g)	产品类型	储存方式	品牌展示
妙可蓝多鳕鱼奶酪条	40	126	31.67	再制干酪	常温	
妙可蓝多一口奶酪	56	180	30.83	再制干酪	低温	
妙可蓝多手撕奶酪条	49	160	30.63	原制干酪制品	低温	
妙可蓝多奶酪小粒	71	252	28.10	再制干酪	低温	
妙可蓝多金装奶酪棒蓝莓味	60	320	18.72	再制干酪	低温	
妙可蓝多芝士时光乳酪小方	22	160	13.75	冷加工糕点	常温	
妙可蓝多花酪棒	26	190	13.58	再制干酪	常温	
妙可蓝多成长奶酪杯	52	400	13.00	干酪制品/再制干酪	低温	
妙可蓝多汪汪队高钙常温奶酪棒	33	252	12.90	再制干酪	常温	
妙可蓝多钙多多常温奶酪棒	10	90	11.00	再制干酪	常温	
妙可蓝多汪汪队低温奶酪棒	54	500	10.72	再制干酪	低温	

蒙牛 NBA 联名款 CBP 成长
常温奶酪棒

60

720

8.32

奶酪制品

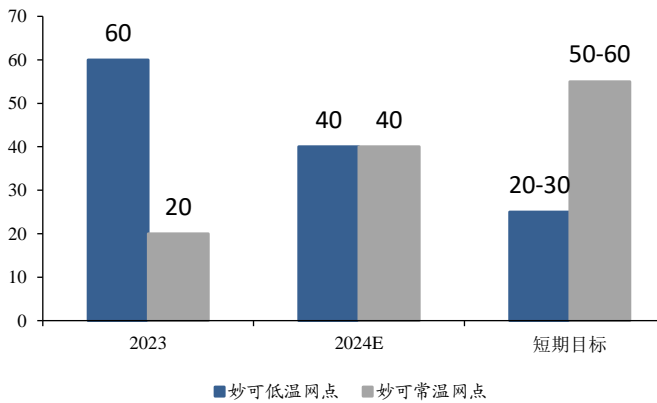
常温



数据来源：天猫旗舰店，京东自营店，东吴证券研究所；注：数据截止到 2024 年 11 月 24 日

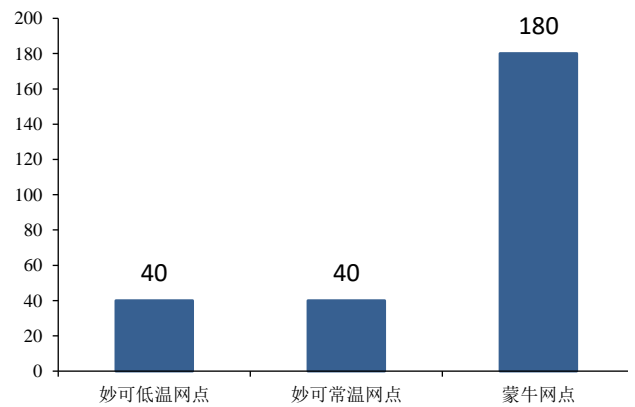
C 端协同蒙牛加速渠道下沉，中长期网点开拓空间广阔。2023 年公司常低温网点数量分别为 20/60 万个，低温网点依然为主导。未来公司有望继续深化“低温做精、常温做广”战略，通过提高低温网点标准、优化经销商团队等方式强化低温渠道精细化管理，通过渠道下沉、常低温网点转换等方式开拓常温网点，常温网点有望达到 50-60 万个。横向对比来看，2024 年蒙牛网点约为 180 万个，公司合并蒙牛奶酪后，有望借力蒙牛常温渠道优势持续渠道下沉，中长期网点开拓空间广阔。

图35：公司常低温网点数量（万个）



数据来源：公司调研，东吴证券研究所

图36：2024 年妙可和蒙牛网点数量对比（万个）



数据来源：公司调研，渠道调研，东吴证券研究所

西餐、现制茶饮等市场快速发展，奶酪 B 端需求旺盛。我国奶酪 B 端需求主要来自西餐、中餐、茶饮、烘焙等赛道，2018-2023 年我国西式快餐/现制茶饮市场规模复合增速分别为 3.7%/25.2%，预计 2024 年西式快餐/现制茶饮市场规模分别同比 +11.3%/+22.8%，下游需求旺盛，奶酪 B 端景气度较高。

图37：2018-2024E 我国西式快餐市场规模及同比

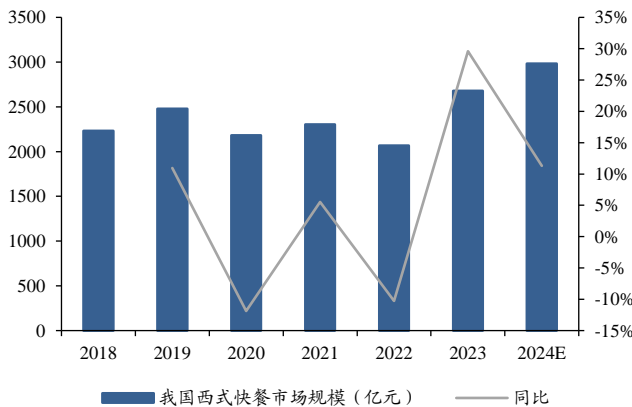
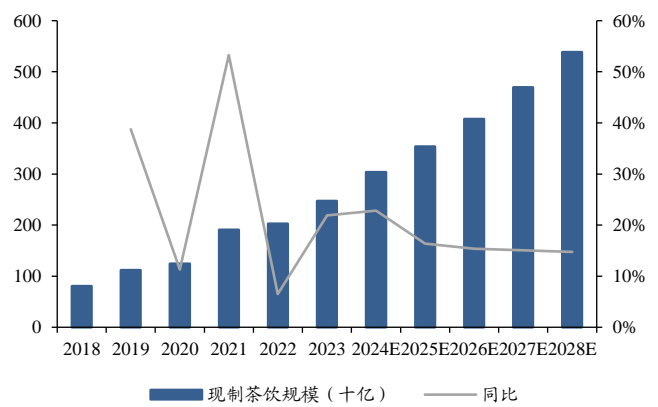


图38：2018-2028E 我国现制茶饮市场规模及同比



数据来源：红餐研究院，东吴证券研究所

数据来源：茶百道招股书、MobTech 研究院，东吴证券研究所

公司 B 端和蒙牛爱氏晨曦优势互补，未来有望享受协同效应。蒙牛奶酪 B 端品牌爱氏晨曦优势产品为稀奶油和黄油，而妙可蓝多主品牌 B 端优势产品为马苏里拉、奶酪片、原制奶酪，双方产品互补性较强。横向对比来看，爱氏晨曦、妙可蓝多优势产品价格均低于安佳、总统等竞品，产品性价比较高。2023 年公司已与萨莉亚等国内西式快餐、鲍师傅等烘焙企业、乐乐茶等茶饮咖啡连锁企业形成良好合作，而爱氏晨曦大 B 端客户包括百胜等，未来随着公司和蒙牛奶酪协同效应深化，公司有望增强现有客户合作粘性、加速 B 端客户开发进程，B 端业务有望加速发展。

表7：稀奶油/黄油/马苏里拉/奶酪片主要 B 端企业价格对比

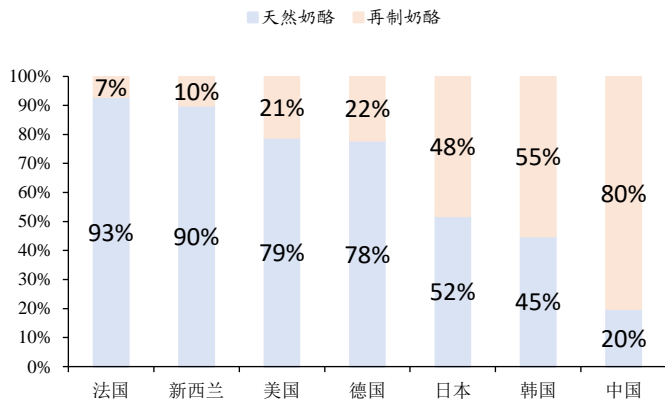
	产品名	价格(元)	规格(L/kg)	单价(元/L、kg)
稀奶油	安佳动物稀奶油	450	12	37.5
	立高稀奶油 360pro	320	12	26.7
	妙可蓝多臻制稀奶油	242	12	20.2
	爱氏晨曦淡奶油	275	12	22.9
黄油	新西兰原装安佳黄油	1895	25	75.8
	总统无盐大黄油	1020	10	102.0
	妙可蓝多黄油	1000	25	40.0
	爱氏晨曦大黄油	1127	25	45.1
马苏里拉	安佳马苏里拉芝士碎	588	12	49.0
	妙可蓝多马苏里拉芝士碎	532	12	44.3
	爱氏晨曦马苏里拉芝士碎	430	12	35.8
奶酪片	安佳芝士片	595	10.4	57.2
	妙可蓝多车达芝士片	420	7.9	53.4

数据来源：1688 网，东吴证券研究所；注：数据截止到 2024 年 11 月 24 日

4.2. 利润端：发力国产原制优化原料供应链，规模效应放大进入收获期

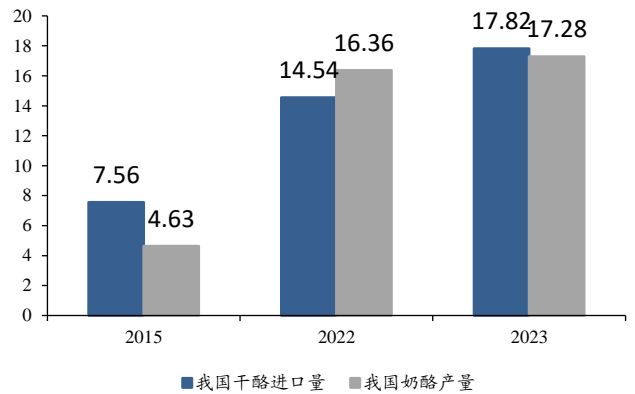
原制奶酪生产壁垒较高，我国奶酪消费以再制奶酪为主。奶酪按成分可分为天然奶酪和再制奶酪：原制奶酪以原料乳为原料，依靠乳酸菌发酵后，加热凝结除去水分制成，主要成分为酪蛋白和乳脂、无添加剂，生产壁垒较高；再制奶酪是以原制奶酪为原料，加入如乳化剂、防腐剂、香精等人工添加剂，经加热、搅拌、融化等工艺制成的产品，工艺相对简单。横向对比来看，欧美奶酪消费成熟国家原制奶酪占比 80-90%，日韩原制奶酪占比也在 40-50%，而我国奶酪消费以再制奶酪为主，结构较为初级，主因我国原制奶酪生产技术薄弱，奶酪进口依赖度较高。

图39: 2021年全球主要国家奶酪结构占比



数据来源: 华经产业研究院, 东吴证券研究所

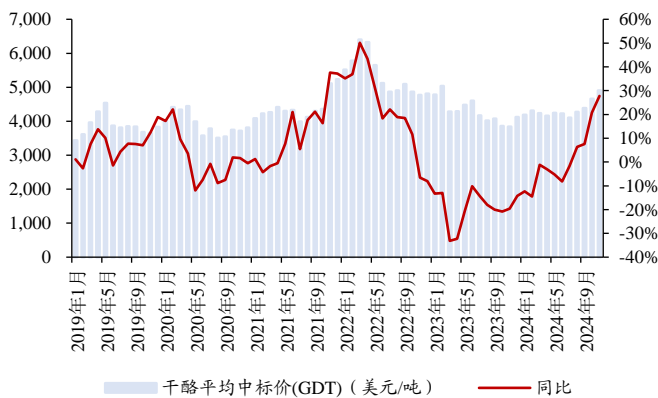
图40: 2015-2023年我国奶酪进口量和产量对比(万吨)



数据来源: 智研咨询, 中国海关, 2024年中国奶业统计资料, 东吴证券研究所

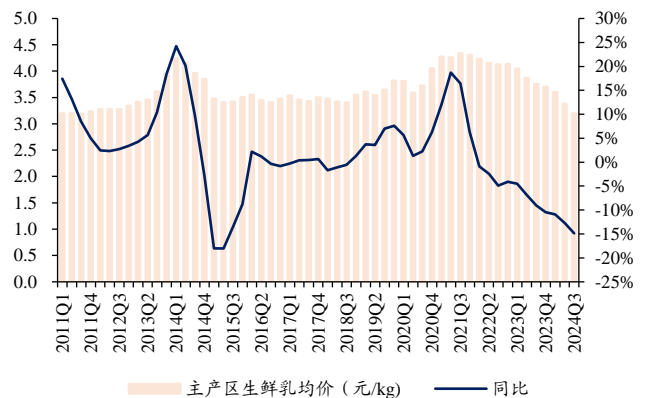
我国原奶低价窗口期利好国产替代, 推出原制奶酪降低供应链风险。公司干酪原材料同样以进口为主, 2022年干酪平均中标价为5343美元/吨, 同比+21.6%, 进口干酪价格大幅提升, 而受疫情影响, 公司出于供应链稳定性考虑, 2022年储备了较多干酪原材料, 叠加2022-2023年人民币兑美元汇率持续贬值, 公司原材料成本大幅上涨, 2022-2023年公司奶酪业务毛利率分别同比-7.8/-3.7pct, 进而导致公司毛利率持续承压, 奶酪高进口依赖度下公司供应链不确定性较高, 加大了业绩波动。2022年以来行业供过于求导致我国生鲜乳价格持续走低, 2023/2024年1-10月我国生鲜乳均价分别同比-7.7%/-13.2%, 低价原奶窗口期利好我国奶酪企业发力原制奶源, 加速国产替代。

图41: 2019.01-2024.11干酪平均中标价(GDT)及同比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图42: 2011Q1-2024Q3我国生鲜乳均价及同比



数据来源: Wind, 农业农村部, 东吴证券研究所

协同蒙牛有望深化成本红利, 发力原制奶酪有望提振毛利率。截止到2023年末, 蒙牛乳业分别持有现代牧业/中国圣牧股权占比56.36%/29.99%, 横向对比我国主要乳企旗下规模化牧场, 蒙牛乳业旗下现代牧业年产量和奶牛存栏量领先, 未来随着和蒙牛供应链协同深化, 公司有望享受低价奶源红利。2007年公司通过与法国保健然集团合作,

成为中国首批掌握原制奶酪生产技术的乳企之一，近年来公司积极在长春和吉林投资原制奶酪产线。2023 年以来公司发力原制奶酪，陆续推出原制马斯卡彭奶酪、新鲜马苏里拉奶酪球、布里、原制奶油芝士等产品，公司官微显示，2024 年 6 月公司“马斯卡彭奶酪关键技术及其相关装置的研究与应用”获得中国乳制品工业协会和国际乳品联合会中国国家委员会联合颁发的技术进步一等奖。渠道调研反馈，目前公司原制奶酪国产替代比例约为 10-15%，且国产自制的马斯卡彭奶酪毛利率较高，未来随着国产替代比例提升，公司毛利率有望优化。

图43：2023 年全国主要乳企旗下规模牧场对比

所属乳企	牧场名称	牧场数(个)	总存栏(万头)	牛奶产量(万吨)
伊利股份	优然牧业	91	58.27	302.02
	优源牧业	9	8.00	50.00
蒙牛乳业	中国圣牧	34	14.80	71.10
	现代牧业	42	45.06	255.00
光明乳业	光明牧业	25	11.60	61.30
三元食品	首农畜牧	28	9.76	56.85
新希望乳业	新希望生态牧业	12	4.83	28.44
	宁夏新希望贺兰山牧业	1	1.14	8.09
君乐宝牧业	河北乐源牧业	32	18.70	84.00

数据来源：2024 年中国奶业统计资料，优然牧业/现代牧业/中国圣牧 2023 年报，东吴证券研究所

图44：2023 年以来公司国产原制产品陆续上市



数据来源：2023 年奶酪产业创新与发展论坛，乳业在线公众号，东吴证券研究所

进入品牌收获期+蒙牛协同深化，销售费用率有望持续优化。从公司自身角度看，前文所述，公司在奶酪行业龙头地位稳固，品牌力持续领先行业，2022 年以来公司逐步进入品牌收获期，广宣费用率从 2021 年的 20.2%逐步降低到 2024H1 的 13.3%。蒙牛乳业是国内乳企双寡头之一，2012-2023 年广宣费用投放远超区域乳企新乳业，营销资源丰富，未来随着公司和蒙牛奶酪协同深化，公司有望与蒙牛实现营销资源共享，广宣效率有望提升，公司销售费用率有望持续优化，进一步释放利润。

图45：2018-2024H1 公司广告促销费及占收入比重

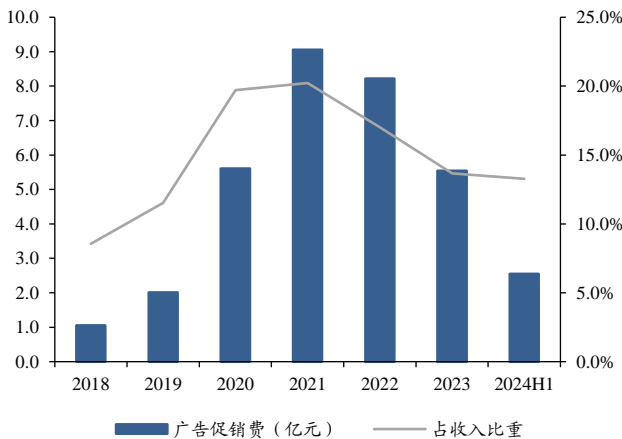
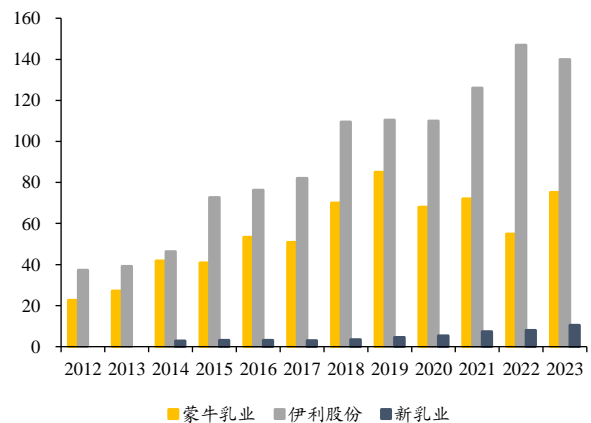


图46：2012-2023 年伊利/蒙牛/新乳业广宣费用(亿元)



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

收入及毛利率预测：

1、奶酪：

(1) C 端业务（即食营养&家庭餐桌系列）：(a) 收入：2024 年奶酪行业 C 端需求疲软，但由于合并蒙牛奶酪，预计 2024 年公司 C 端奶酪业务加速增长；随着公司和蒙牛奶酪双品牌协同深化，产品和渠道布局逐步完善，预计 2025-2026 年公司 C 端奶酪业务有望稳健增长。**(b) 毛利率：**2024 年奶酪行业 C 端需求疲软，公司毛利率略有承压，未来随着国产原制奶酪成本红利释放、产品结构优化，预计 2025-2026 年公司 C 端奶酪业务毛利率有望逐步回升。

(2) B 端业务（餐饮工业系列）：(a) 收入：2024 年奶酪行业 B 端需求稳健，公司持续深化大客户合作，叠加合并 B 端业务为主的蒙牛奶酪，预计 2024 年公司奶酪 B 端业务同比快速增长；随着和蒙牛奶酪协同深化、国产原制奶酪逐步放量，预计 2025-2026 年公司奶酪 B 端业务有望持续扩张。**(b) 毛利率：**随着和蒙牛协同深化，公司有望享受原奶价格下行红利，持续提升高毛利的国产原制奶酪占比，成本红利+国产替代有望推动公司奶酪 B 端业务毛利率持续提升。

2、液奶：1) 收入：2024 年合并蒙牛奶酪有望推动公司液奶收入同比加速增长，但考虑到公司未来有望逐步剥离液奶业务，预计 2025-2026 年液奶业务持续收缩。**2) 毛利率：**2024 年液奶行业供大于求、竞争加剧，但成本红利下公司液奶毛利率仍有望持续提升；2025-2026 年随着液奶行业供需持续改善，行业竞争缓和有望推动公司毛利率继续提升。

3、贸易：1) 收入：随着公司奶酪业务稳步发展、国产原制替代比例提升，公司未来有望持续收缩贸易业务，预计 2024-2026 年公司贸易业务逐步下滑。**2) 毛利率：**公司贸易业务以稳为主，预计 2024-2026 年毛利率较为稳定。

4、营业总收入及毛利率：综合奶酪、液奶、贸易业务表现，预计 2024-2026 年公司营收 49.1/54.3/62.5 亿元，分别同比+21.2%/+10.7%/+15.1%，预计 2024-2026 年毛利率 29.2%/31.1%/33%，分别同比持平/+1.9/+1.8pct。

表8：2022-2026E 公司收入（百万元）及毛利率预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4829.5	4049.0	4908.5	5432.6	6251.4
yoy	7.8%	-16.2%	21.2%	10.7%	15.1%
毛利率	34.2%	29.2%	29.2%	31.1%	33.0%

1、液态奶	348.9	333.8	409.5	393.3	381.5
yoy	-18.9%	-4.3%	22.7%	-4.0%	-3.0%
占收入比	7.2%	8.2%	8.3%	7.2%	6.1%
毛利率	8.6%	9.3%	9.5%	9.9%	9.9%
2、奶酪	3868.7	3137.1	3957.4	4512.1	5340.5
yoy	16.0%	-18.9%	26.1%	14.0%	18.4%
占收入比	80.1%	77.5%	80.6%	83.1%	85.4%
毛利率	40.7%	37.0%	34.8%	36.2%	37.5%
(1) 即食营养系列	2499.7	1901.6	2243.9	2580.5	3070.8
yoy	-0.5%	-23.9%	18.0%	15.0%	19.0%
占奶酪收入比	64.6%	60.6%	56.7%	57.2%	57.5%
毛利率	51.2%	50.6%	48.5%	49.0%	49.5%
(2) 家庭餐桌系列	543.9	347.5	417.0	479.6	556.3
yoy	54.7%	-36.1%	20.0%	15.0%	16.0%
占奶酪收入比	14.1%	11.1%	10.5%	10.6%	10.4%
毛利率	33.7%	25.7%	24.0%	25.0%	26.0%
(3) 餐饮工业系列	825.2	888.0	1296.5	1452.1	1713.4
yoy	75.6%	7.6%	46.0%	12.0%	18.0%
占奶酪收入比	21.3%	28.3%	32.8%	32.2%	32.1%
毛利率	13.6%	12.3%	14.6%	17.3%	19.9%
3、贸易	600.0	567.3	528.3	512.5	512.5
yoy	-14.8%	-5.4%	-6.9%	-3.0%	0.0%
占收入比	12.4%	14.0%	10.8%	9.4%	8.2%
毛利率	6.1%	-2.7%	1.6%	1.6%	1.6%

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所预测

利润端：

1) **销售费用率**：公司进入品牌收获期，未来随着和蒙牛协同深化，销售费用率有望持续优化，预计 2024-2026 年公司销售费用率分别为 21.8%/21.1%/20.5%，同比-1.4/-0.7/-0.6pct。

2) **归母净利率**：毛利率改善+费用率优化，预计 24-26 年公司归母净利率分别为 2.1%/4.3%/6.2%，分别同比+0.5/+2.2/+1.9pct。

表9：2022-2026E 公司费用率及归母净利润（百万元）预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	25.2%	23.2%	21.8%	21.1%	20.5%
管理费用率	5.0%	3.7%	3.5%	3.6%	3.6%
研发费用率	1.1%	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%
财务费用率	-0.4%	0.6%	1.0%	1.0%	1.0%
归母净利润	137.6	63.4	102.7	235.1	390.0

yoy	-10.9%	-53.9%	61.9%	128.9%	65.8%
归母净利率	2.8%	1.6%	2.1%	4.3%	6.2%

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所预测

中国奶酪第一股，首次覆盖给予“买入”评级。公司是中国奶酪第一股，通过差异化竞争打造奶酪品类代名词，当前基本面已经见底，协同效应和规模效应释放可期，业绩弹性乐观。我们预计公司 2024-2026 年营收 49.1/54.3/62.5 亿元，分别同比 +21.2%/+10.7%/+15.1%；预计归母净利润为 1.03/2.4/3.9 亿元，同比增速为 +62%/+129%/+66%。我们选取伊利股份、蒙牛乳业、新乳业、光明乳业、燕塘乳业、中国飞鹤等乳企作为可比公司，公司 25-26 年 PEG 低于可比公司平均值，且成长性较强，首次覆盖给予“买入”评级。

表10: 可比公司估值对比 (截止到 2024 年 12 月 9 日)

	归母净利润 (百万元)				PE				PEG			
	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600887.SH 伊利股份	10,429	12,077	11,374	11,876	17.6	15.2	16.1	15.4	1.7	1.0	-2.8	3.5
002946.SZ 新乳业	431	551	667	799	26.3	20.6	17.0	14.2	1.4	0.7	0.8	0.7
600597.SH 光明乳业	967	445	529	587	12.6	27.3	23.0	20.7	0.1	-0.5	1.2	1.9
002732.SZ 燕塘乳业	180	190	210	236	14.8	14.1	12.7	11.3	0.2	2.7	1.2	0.9
2319.HK 蒙牛乳业	4,809	4,300	4,838	5,323	13.0	14.6	12.9	11.8	-1.4	-1.4	1.0	1.2
6186.HK 中国飞鹤	3,390	3,752	4,004	4,203	14.1	12.7	11.9	11.4	-0.4	1.2	1.8	2.3
平均					16.4	17.4	15.6	14.1	0.2	0.6	0.5	1.7
600882.SH 妙可蓝多	63.4	102.7	235.1	390.0	149.3	92.2	40.3	24.3	-2.8	1.5	0.3	0.4

数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：数据截止到 2024 年 12 月 9 日，相关数据货币单位均为人民币，港元汇率为 2024 年 12 月 9 日的 0.924；蒙牛乳业、伊利股份为东吴证券预测数据，其余均为 wind 一致预期

6. 风险提示

并购整合不及预期。若公司和蒙牛奶酪的并购整合不及预期，公司业绩弹性可能会延迟释放。

竞争加剧风险。若竞争加大投放力度，公司费用投放策略或有调整，盈利能力将受到影响。

食品安全问题：食品安全或产品质量事件将导致公司品牌受损，销售受到冲击。

原材料价格波动较大：原材料出现市场供给短缺或价格超预期波动，公司盈利能力将承压。

妙可蓝多三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,708	4,429	5,275	6,344	营业总收入	4,049	4,908	5,433	6,251
货币资金及交易性金融资产	2,596	3,174	3,982	4,933	营业成本(含金融类)	2,865	3,475	3,741	4,189
经营性应收款项	448	503	504	564	税金及附加	27	32	35	41
存货	533	608	634	679	销售费用	939	1,069	1,145	1,280
合同资产	0	0	0	0	管理费用	148	171	194	223
其他流动资产	132	145	156	167	研发费用	46	50	50	51
非流动资产	3,124	3,199	3,111	3,009	财务费用	25	49	54	63
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	63	59	60	69
固定资产及使用权资产	1,733	1,762	1,675	1,574	投资净收益	52	54	60	63
在建工程	263	255	247	240	公允价值变动	(27)	(15)	(16)	(19)
无形资产	135	128	120	112	减值损失	(4)	(25)	(14)	(16)
商誉	384	381	378	375	资产处置收益	0	0	1	1
长期待摊费用	250	264	278	292	营业利润	84	137	304	502
其他非流动资产	359	410	413	416	营业外净收支	0	(5)	(2)	(3)
资产总计	6,833	7,628	8,387	9,353	利润总额	84	132	301	500
流动负债	1,793	2,189	2,412	2,688	减:所得税	4	29	66	110
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,045	1,316	1,516	1,716	净利润	80	103	235	390
经营性应付款项	415	492	488	512	减:少数股东损益	16	0	0	0
合同负债	45	49	54	63	归属母公司净利润	63	103	235	390
其他流动负债	289	332	353	398	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.12	0.20	0.46	0.76
非流动负债	737	1,077	1,377	1,677	EBIT	90	181	356	562
长期借款	423	623	823	1,023	EBITDA	279	409	598	819
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	29.24	29.21	31.15	32.98
租赁负债	274	374	474	574	归母净利率(%)	1.57	2.09	4.33	6.24
其他非流动负债	40	80	80	80	收入增长率(%)	(16.16)	21.23	10.68	15.07
负债合计	2,530	3,266	3,789	4,365	归母净利润增长率(%)	(53.90)	61.93	128.91	65.85
归属母公司股东权益	4,303	4,363	4,598	4,988					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	4,303	4,363	4,598	4,988					
负债和股东权益	6,833	7,628	8,387	9,353					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	279	298	470	624	每股净资产(元)	8.37	8.52	8.98	9.74
投资活动现金流	1,368	(727)	(297)	(294)	最新发行在外股份(百万股)	512	512	512	512
筹资活动现金流	(591)	533	451	441	ROIC(%)	1.36	2.22	3.94	5.58
现金净增加额	1,054	93	624	771	ROE-摊薄(%)	1.47	2.35	5.11	7.82
折旧和摊销	189	228	243	257	资产负债率(%)	37.03	42.81	45.18	46.67
资本开支	(289)	(237)	(134)	(134)	P/E(现价&最新股本摊薄)	149.32	92.22	40.29	24.29
营运资本变动	5	(42)	(29)	(56)	P/B(现价)	2.21	2.17	2.06	1.90

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>