

妙可蓝多深度报告： 新一轮产业趋势，盈利向上周期开启

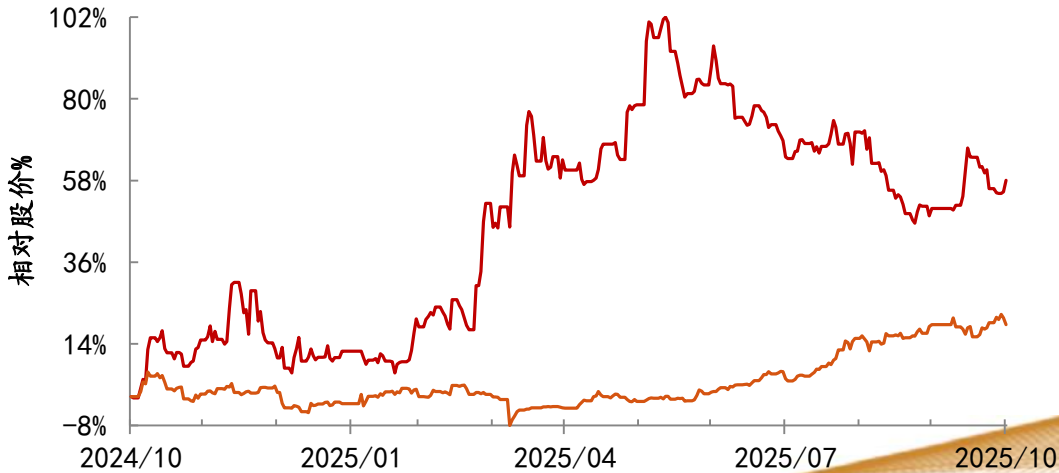
— 妙可蓝多 — 沪深300

评级：
上次评级：
目标价格：
最新收盘价：

股票代码：
52 周最高价/最低价：
总市值(亿)
自由流通市值(亿)
自由流通股数(百万)

买入
买入
25.6

600882
33.46/15.88
130.57
130.57
510.05



分析师：寇星
邮箱：kouxing@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520040004
联系电话：

分析师：王厚
邮箱：wanghou@hx168.com.cn
SAC NO: S1120525070002
联系电话：
相关研究

1. 【华西食品饮料】妙可蓝多点评报告：B端延续高增，延续净利润翻倍态势
2025. 08. 21
2. 【华西食品饮料】妙可蓝多点评报告：业绩预增略超预期，看好新一轮收入加速及净利率提升周期
2025. 07. 14
3. 【华西食品饮料】妙可蓝多点评报告：业绩提升趋势明确，股权激励激发信心
2025. 04. 02

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

- 乳制品发展至今，从常温到低温到奶粉再到奶酪，国产龙头持续在既定的发展路线上前进，竞合之中驱动行业持续成长。从2020年后进入奶酪时代，这是一个全球来看都是从喝牛奶到吃牛奶的必然跨越。但在亚洲及中国，这一步跨越都需要若干天时地利人和，本质是舶来品的本土化。
- 舶来品的本土化，从产品到渠道再到品牌，均要重新定义和塑造，才能适应大众人群——需要的是一个企业强大的战略定力和营销能力，尤其是国产替代趋势。**C端最佳之路就是核心消费人群的精准营销到拓圈再到全国化；而b端最佳之路就是质优价低产品开路下的一路达成合作和本身结构提升之路。**这都需要龙头的持续坚定推动，才有望复制当年国产奶粉逆势份额提升的趋势。
- 而当前此妙可已非彼妙可：**当年奶酪棒一骑绝尘、带动市场预期和股价一路飙升的年代已过去；现在已进入新的发展时期。与此前不同——这次是b端国产奶酪产业趋势真正开启。背后三大要素：**供给端推力——原奶价格环境支撑国产原料替代+需求端推力——内需疲弱环境下b端下游降本增效诉求提高，推动合作；企业端推力——龙头增长找寻新增长点，迎合行业趋势。**
- 当前产业趋势已经开启，公司作为龙一将进入收入端之b端高速增长之路和c端疫情/内需疲软后修复改革之路，进入利润端净利率持续提升之路——c端竞争放缓下规模效应提升+b端逐步结构提升和原料规模效应驱动。我们看好未来国产奶酪有望占据国内奶酪市场半壁江山，国产龙头有望占据国产奶酪大部分市场，而妙可不考虑竞争风险下作为目前龙一乐观下有望占据国产奶酪一半市场。
- 对一个几百亿产业趋势向上的市场、及龙一已开启了业绩拐点的公司，我们有很大必要坚定推荐。产业趋势是保证企业确定性最大的条件，龙头属性也加强了其他条件。作为奶酪龙头唯一上市公司，我们坚定看好，推荐投资者阅读我们本篇报告，未尽之处，可关注我们后续报告。

主要观点：格局优化助力盈利提升+BC双轮驱动国产替代产业趋势开启，买入评级

- ① **供需角度**：供给端未来有望保持性价比原奶环境，助力下游乳制品产业链深加工方向发展；需求端从全球来看液体乳朝向固体乳制品发展是必然。
- ② **格局角度**：c端奶酪棒品牌+渠道持续提升推动份额第一，国标+疫情帮助淘汰了部分长尾低质品牌，行业近年弱增长下龙头费效比不佳也逐步放缓脚步，竞争格局相对5年前奶酪棒单品大热时期有明显改善；b端主要占比最高是外资品牌和产品，国内占比较低。
- ③ **改善角度**：战略角度聚焦BC联动和供应链改善，成本角度原奶价格低位+国产设备/原材料替代，报表和战略25年都是底部反转改善。
 - **核心逻辑**：行业增长确定（人均奶酪量提升+渗透提升）+份额提升确定（C端格局优化+B端持续突围）+大龙头加持确定（蒙牛逐步加强管理全方位提升竞争力）+利润率优化确定（C端格局向好+B端收入扩大后成本规模效应及结构优化空间）+股权激励绑定确保积极性。
 - **看好长期空间**：我们看好趋势下长期国产奶酪占据国内奶酪空间一半，妙可蓝多占据国产奶酪一半，因此估算存在百亿收入增量空间。
 - **根据三季报调整盈利预测**，25-27年营业收入由53/62/71亿元上调至54/63/72亿元；归母净利润由2.4/3.5/4.5亿元调整至2.4/3.2/4.3亿元；EPS由0.48/0.68/0.88元调整至0.47/0.63/0.85元。2025年10月31日收盘价25.6元对应PE分别为55/41/30倍。维持“买入”评级。
 - **风险提示**：需求减弱、新品上市不及预期、行业竞争加剧的风险、食品安全问题等。

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,322	4,844	5,444	6,290	7,181
YoY (%)	10.2%	-9.0%	12.4%	15.6%	14.2%
归母净利润（百万元）	60	114	239	321	434
YoY (%)	-56.3%	89.2%	110.5%	34.3%	35.0%
毛利率 (%)	23.9%	28.3%	30.4%	31.3%	32.0%
每股收益（元）	0.12	0.23	0.47	0.63	0.85
ROE	1.3%	2.6%	5.1%	6.5%	8.0%
市盈率	211	111	54.81	40.82	30.22

目录

contents

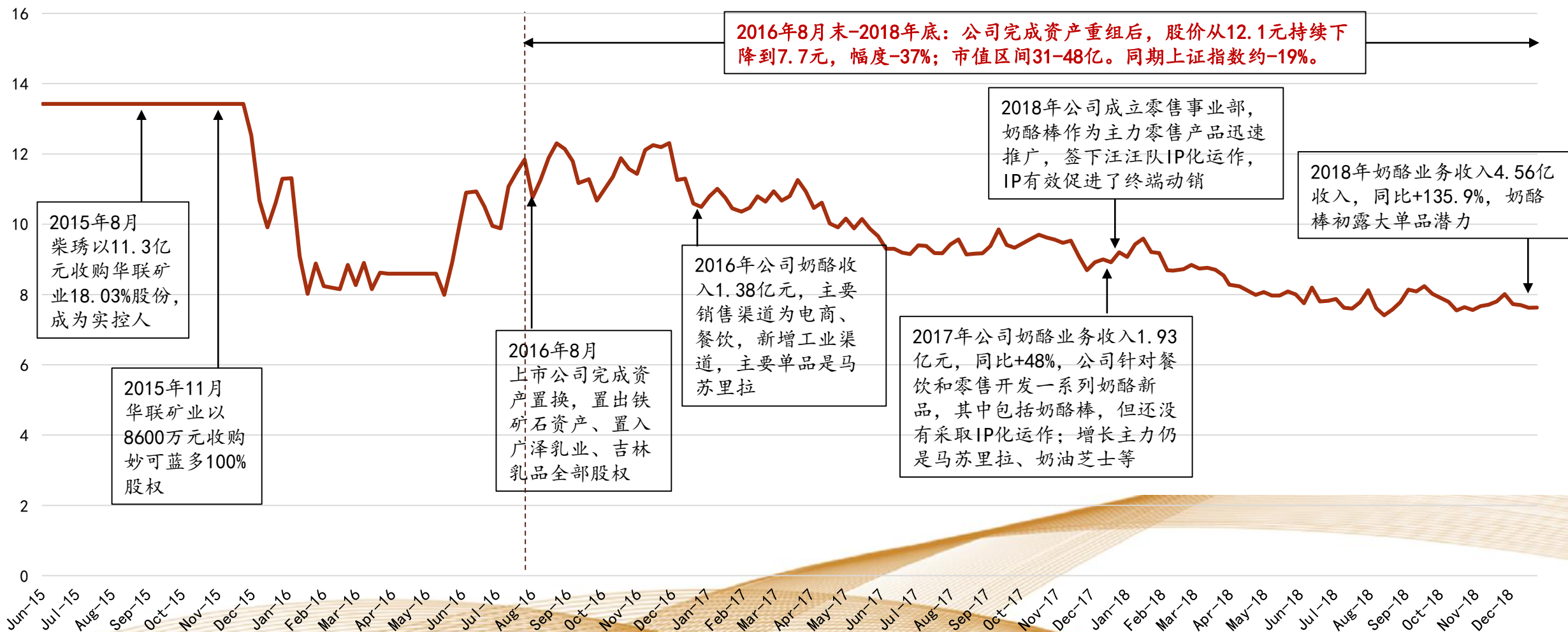
- 01 股价复盘：探寻奶酪棒带动的经营起伏
- 02 行业逻辑：看好B端带动未来需求渗透
- 03 公司逻辑：思路清晰的战略改革
- 04 盈利预测和风险提示



01 股价复盘：探寻奶酪棒带动的经营起伏

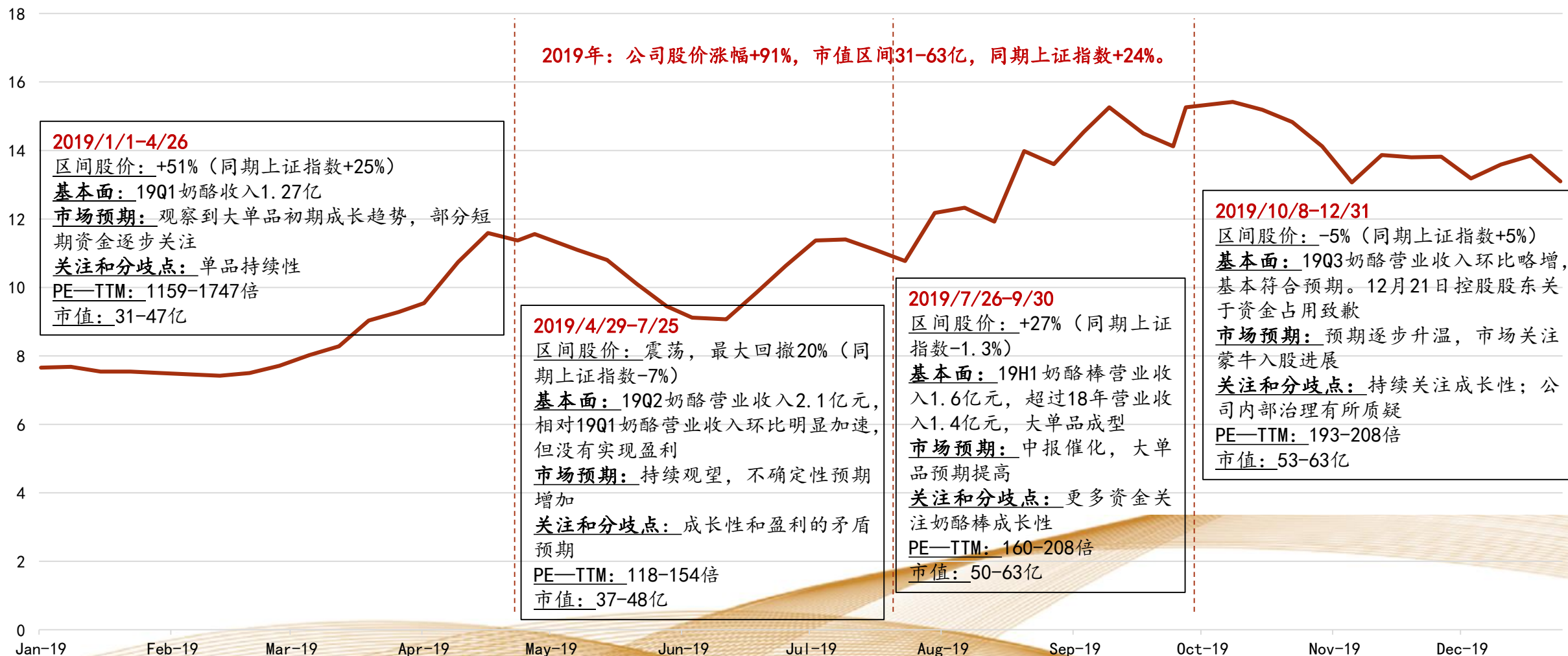
1.1 股价复盘：16-18年重组调整后奶酪棒上市

图1: 妙可蓝多16-18年收盘价(元)



1.1 股价复盘：19年大单品成型，市场关注度提升

图2: 妙可蓝多19年收盘价(元)



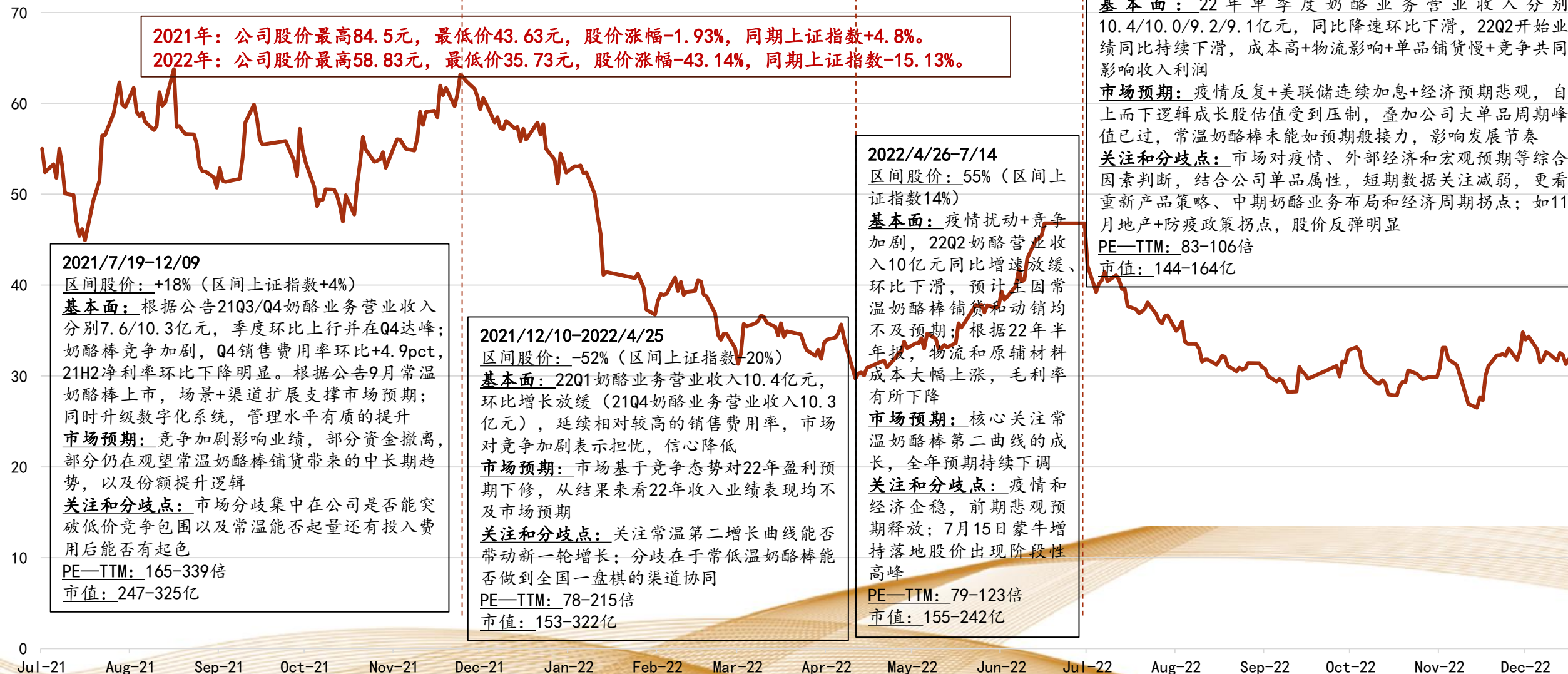
1.1 股价复盘：20-21年蒙牛入股+股权激励，股价大涨

图3: 妙可蓝多20-21上半年收盘价(元)



1.1 股价复盘：21年-22年单品达峰+疫情影响预期下降

图4: 妙可蓝多21下半年至22年收盘价(元)



1.1 股价复盘：23-24年6月深度调整

图5: 妙可蓝多23年至24年6月收盘价(元)



1.1 股价复盘：24年6月至今蒙牛奶酪收购落地，产业升级方向确认

图6: 妙可蓝多24年7月至今收盘价(元)



1.2 奶酪棒单品复盘：从大单品周期看产业成长阶段

• 18-21年奶酪棒单品爆发规模高速增长得益于：

- 1) 厚积薄发，奶酪行业高增延续：根据Euromonitor数据，中国奶酪行业经过海外品牌培育后自17年规模突破50亿元，19-20年维持30%左右的增速快速增长，并于20年规模突破百亿；
- 2) 扬长避短，站在巨人的肩膀上：百吉福作为奶酪棒产品的先行者，率先进行了品类培育和产品属性教育，妙可在此基础上通过强化组织运作（销售人员和零售终端激增）+携手汪汪队IP+梯媒广告轰炸（广告宣传推广费用明显增加）等，带动了大单品爆量。

我们认为20年前市场正处于“渠道为王”的生意模式中，抢占渠道铺货+高营销费用+高渠道利润打造大单品的成功率较高。20年12月的蒙牛定增，以及21年9月的常温奶酪棒上市支撑了渠道信心并且品类规模，但这种大单品策略在22年疫情加剧影响后，妙可也被迫进入了2年左右的调整期。

图7:妙可蓝多奶酪对比行业规模（亿元）

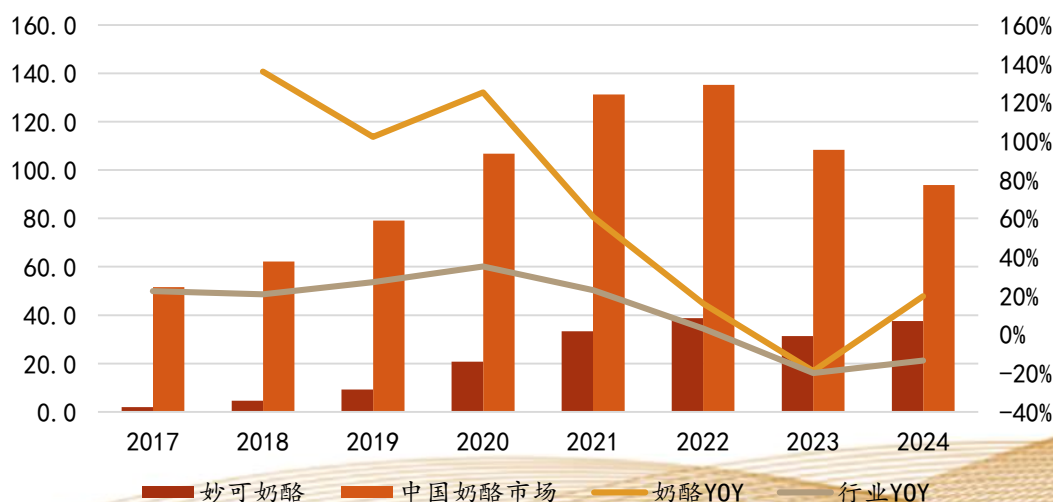


表1:妙可蓝多营销投入增加

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
销售人员（人）	95	178	257	218	316	651	811	702	652
零售终端（万个）	-	1.3	5.2	13.1	29.1	60.0	80.0	80.0	80.0
广告宣传推广费用（亿元）	0.1	0.5	0.9	2.0	5.6	9.1	8.2	5.5	5.0
销售费用率（%）	7.1%	12.5%	16.7%	20.6%	25.0%	25.9%	25.2%	23.2%	19.0%

1.2 奶酪棒单品复盘：从大单品周期看产业成长阶段

• 22-23年努力调整产品/战略，但增长没有延续：

- 1) 行业进入成熟期，传统渠道铺货动销增长乏力：根据公司年报凯度消费者指数家庭样组和Euromonitor数据口径均显示，22-23年妙可蓝多奶酪市占率保持行业第一，在行业规模下滑（Euromonitor数据）的状态下常温带动的增量有限；
- 2) 忽视新零售渠道改革：正如上文所讲，铺货+营销手段下的大单品模式在经济和行业调整期反而增加了业绩压力，单季度维度收入/业绩分别在22Q4/22Q2开始同比下滑；同时除奶酪棒外，慕斯杯、芝士时光系列和煎烤奶酪等新品均没有成为第二增长曲线，在单品不断试错的过程中没有重视疫情改变消费习惯带来的小型、生鲜、折扣等新零售渠道变革机会，导致奶酪业务面临2年左右的深度调整；
- 3) 消费人群减少，存量竞争内卷：我们认为20年开始新生儿数量断崖式下跌，行业进入存量市场，同时许多企业看到妙可蓝多19-21年的高增长纷纷加入内卷，叠加消费者对于再制干酪含量认知度较低，导致渠道在下线市场渗透的阶段进入低价内卷。在这种环境下妙可高增长带来的渠道下沉不够扎实，内部战略调整寻找方向+外部竞争激烈分身乏术。

图8：妙可蓝多市场份额

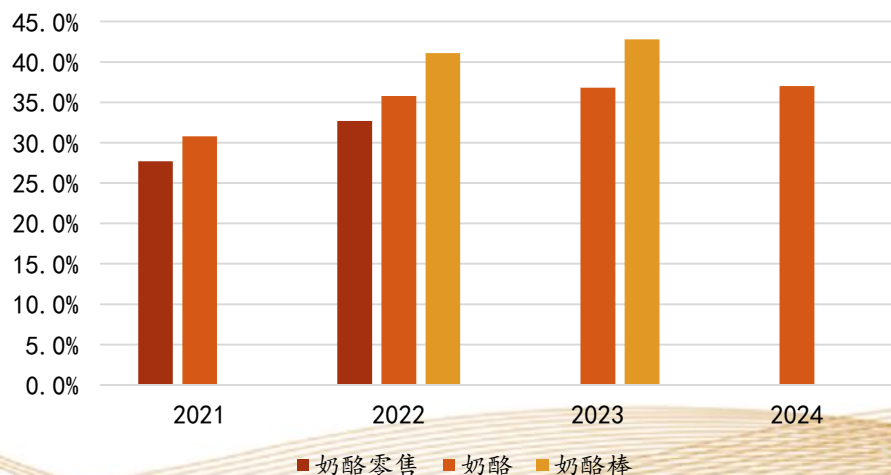


图9：快销品全渠道重要性

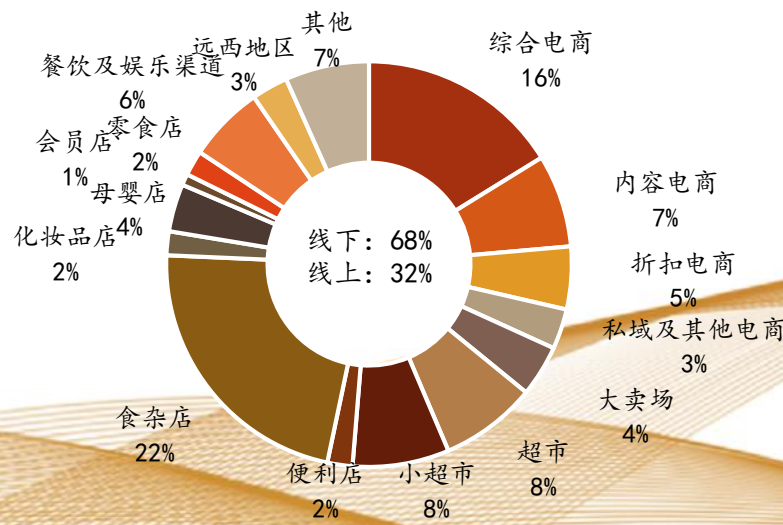
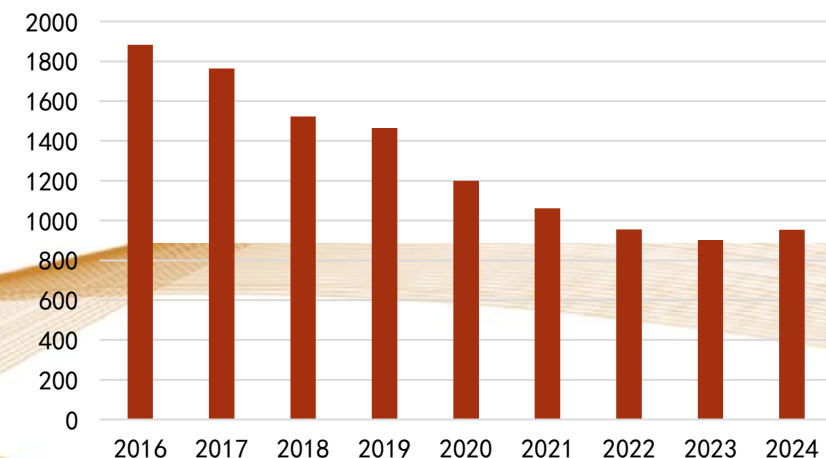


图10：新生儿数量（万人）



1.2 奶酪棒单品复盘：从大单品周期看产业成长阶段

- 24-25年行业洗牌+收购蒙牛奶酪，BC联动+国产替代战略再次起航

1) 再制干酪含量标准改变，贡献妙可市占率提升。22年12月30日《食品安全国家标准—干酪》的实施，将10年《食品安全国家标准—再制干酪》（GB25192-2010）中的标准更新，“干酪制品”为添加15%-50%干酪的产品，添加50+干酪的产品明确为“再制干酪”。新标准明确了产品配料含量，唤醒健康回归，叠加疫情反复奶酪棒品类规模下滑，低端产品价格逐渐被淘汰结束内卷，反而贡献妙可的常温奶酪棒在上市2年铺货和沉淀后，补充因低价产品退出产生的下线渗透空间，市占率逆势提升。

2) 24年4月蒙牛换届，24年6月蒙牛奶酪并购落地，战略重塑。我们认为换届促进了控股股东蒙牛对于奶酪中长期发展战略的重塑，①把握成本周期低位机遇，蒙牛背书BC联动加速国产替代逻辑落地；②拥抱渠道变革，需求导向渠道核心推出新品；③坚定乳制品深加工产业方向，长期主义奶酪人均消费提升。

图11: 食品安全国家标准更新

市场监管总局办公厅关于明确再制干酪和干酪制品生产许可有关事项的通知

市监食生函〔2022〕1705号

各省、自治区、直辖市和新疆生产建设兵团市场监管局（厅、委）：

新修订的《食品安全国家标准 再制干酪和干酪制品》（GB 25192—2022，以下称新标准）将于2022年12月30日实施。为做好执行新旧标准的衔接，严格再制干酪和干酪制品生产许可，现将有关事项通知如下：

一、关于生产许可分类

新标准按照原料干酪的比例，将原《食品安全国家标准 再制干酪》（GB 25192—2010）规定的再制干酪类产品划分为再制干酪和干酪制品。新标准对仅添加15%~50%干酪的产品明确为干酪制品，对添加50%以上干酪的产品明确为再制干酪。根据新标准有关要求，将《市场监管总局关于修订公布食品生产许可分类目录的公告》（国家市场监督管理总局公告2020年第8号）中食品类别“乳制品”下的品种明细“再制干酪”调整为“再制干酪和干酪制品”。自2022年12月30日起，乳制品生产许可相关工作按照调整后的品种明细执行。

图12: 蒙牛24年全年业绩简报

奶酪份额优势持续扩大，把握品类黄金发展机遇

- 奶酪市场份额向头部企业集中，渗透率提升空间依然很大
- 持续完善奶酪产品矩阵，进一步巩固奶酪品类领导者地位，C端B端双轮驱动
- 升级品牌战略，构建“欢乐、营养、专业、健康”四位一体的核心价值体系
- 持续精耕优势渠道，大力发展势能渠道，充分发挥双品牌渠道优势
- 年内完成蒙牛奶酪业务整合，提质增效协同发展，盈利能力显著提升

1.3 大单品成长股框架三大阶段论

- 我们认为食品饮料三种牛股类型，其中一种就是大众品的品类/大单品成长股。理解此类型牛股框架，对于理解其中的成长股有重要意义，尤其是在投资上。从过往来看，大众品成长股往往每年仅1-2个，以细分行业龙头起势或大单品起势为开始。比如妙可蓝多奶酪棒爆发、百润股份RIO和强爽爆发，重庆啤酒乌苏爆发、燕京啤酒U8发展趋势向上，东鹏特饮爆发等。
- 三大阶段论：
 - ✓ **第一阶段：**单品/品类成长之初，估值一路上升到合理。随后价值资金逐渐撤退，风险偏好更高的资金推高估值，股价震荡式上涨，如遇到更好资金面配合将成倍市值增加。比如19-20年牛市下的妙可；
 - ✓ **第二阶段：**关注度激增品类破圈，但单品/品类的壁垒被打破，进入第二阶段竞争内卷期。众多新品牌将进入，公司收入利润将逐步下降，比如22-24年妙可的财报表现；
 - ✓ **第三阶段：**竞争缓解，行业内品牌数量和龙头费用率下降，比如25H1的妙可。第三阶段买入公司的利润率提升逻辑，如果此时行业天花板仍有打破重塑可能性，那么收入依然有成长空间。

图13: 妙可蓝多PE-Band





02 行业逻辑：看好B端带动未来需求渗透

2.1 复盘国内奶酪历史：为什么长期依赖进口？

问题1:复盘国内奶酪历史，为什么奶酪产业在过去很长一段时间大量依赖进口？

1) 资源制约:我国牧业资源分布不均匀，历史上仅有新疆、西藏、内蒙、云南等地存在长时间的奶酪生产和消费习惯，内陆大众化奶酪消费源自于91年麦当劳进入中国，三元食品作为麦当劳股东成为奶酪供应商之一，本土供应商+连锁快餐标准化模式培育大众化奶酪消费习惯；

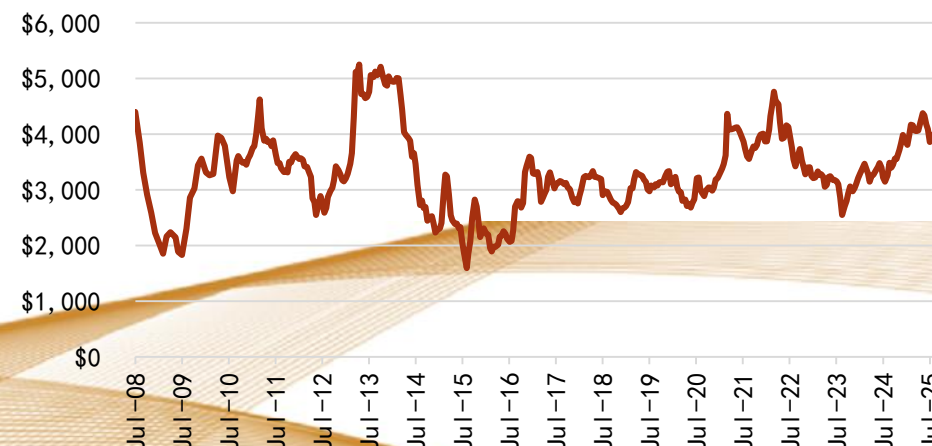
2) 成本制约:原奶价格高昂导致奶酪国产化进程缓慢，长周期数据来看由于疫情催化以及牧业集中度增强，近几年开始海内外原奶周期相关性逐渐减弱，国内原奶价格自24年8月起低于海外原奶价格，在此之前进口奶酪凭借低成本和成熟工艺的优势，国产奶酪完全无法与之竞争；

3) 工艺制约:①过去原材料生鲜乳质量差距较大，牧业养殖集中化、规模化程度不够高，经过近20年的追赶当前中国奶业蛋白质、脂肪、体细胞、菌落总数等核心指标的总体水平优于欧盟标准（根据华夏时报）；②由于成本和需求等前置条件限制，国产制造业对于乳制品深加工所需的设备（如冷却、离心、搅拌等）研发和储备不足，设备工艺等大量依赖进口。

图14:国内与新西兰原奶价格对比（元/公斤）



图15:恒天然全脂奶粉拍卖价（美元/公吨）



2.1 复盘国内奶酪历史：如何推动国产替代？

问题2：目前来看国产奶酪的生产壁垒是什么？哪些进步推动了奶酪产业的国产化替代？

1) 需求端：

- 乳业初加工产品需求逐步放缓，产业竞争也基本进入到双寡头垄断的相对稳定竞争格局，品牌寻求差异化赛道竞争突围；
- 我国消费趋势发生转变，B端从植物油脂转向动物油脂，“奶酪+”产品种类不断提升，带动口味渗透明显提高，奶酪正成为烘焙、茶饮、咖啡、餐饮等领域的“准刚需”原料，B端的奶酪渗透率提升通过消费场景教育反向带动C端家庭及个人对奶酪的认知与需求；

2) 供给端：疫情催化国内牧业扩群增产、降低了大包粉等初阶原料的进口依赖，24年8月至今原奶价格低位（10月21日大包粉拍卖价还原生鲜乳价格约3.19元/公斤，10月23日主产区生鲜乳价格3.04元/公斤）打破了优质原奶高成本的困境；

3) 政策端：18年国务院办公厅“支持发展奶酪、乳清粉、黄油等干乳制品，增加功能型乳粉、风味型乳粉生产”、24年农村农业部“扶持企业发展奶酪、乳清生产线，有效提升婴幼儿配方奶粉第一大主料乳清粉自主供应能力，防范原料奶市场价格波动风险”、24年8月中国商务部发布“关于对原产于欧盟的进口相关乳制品进行反补贴立案调查”的公告，政策明确驱动，叠加供需双向改善，推动奶酪产业深加工工艺和设备国产化。

图16: 月度进口大包粉量 (万吨)

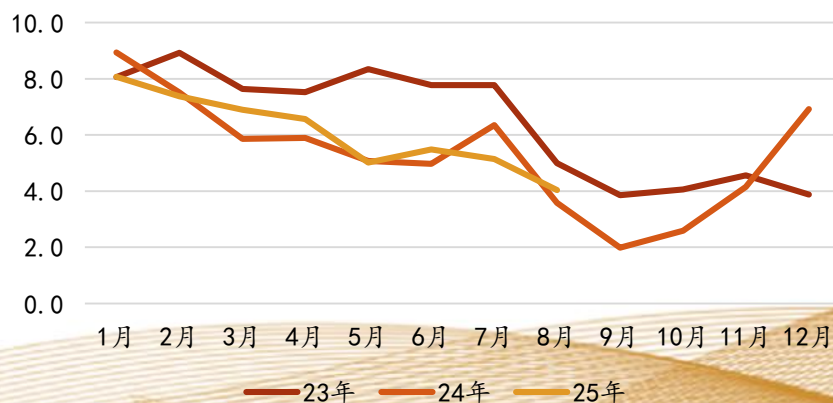
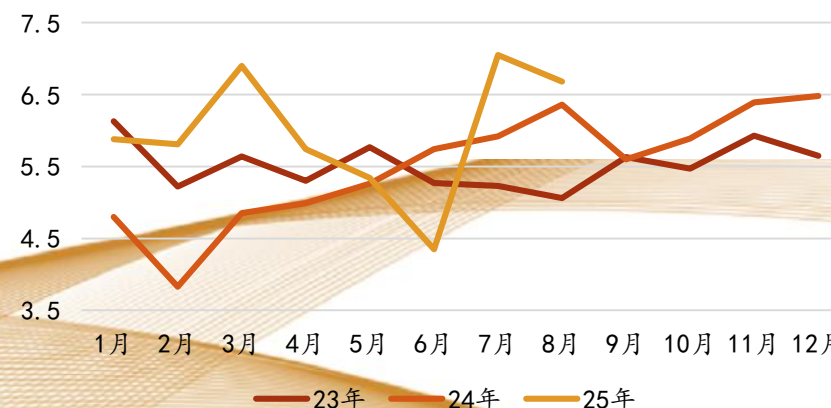


图17: 月度进口乳清粉量 (万吨)



2.1 复盘国内奶酪历史：如何推动国产替代？

4) 工艺端

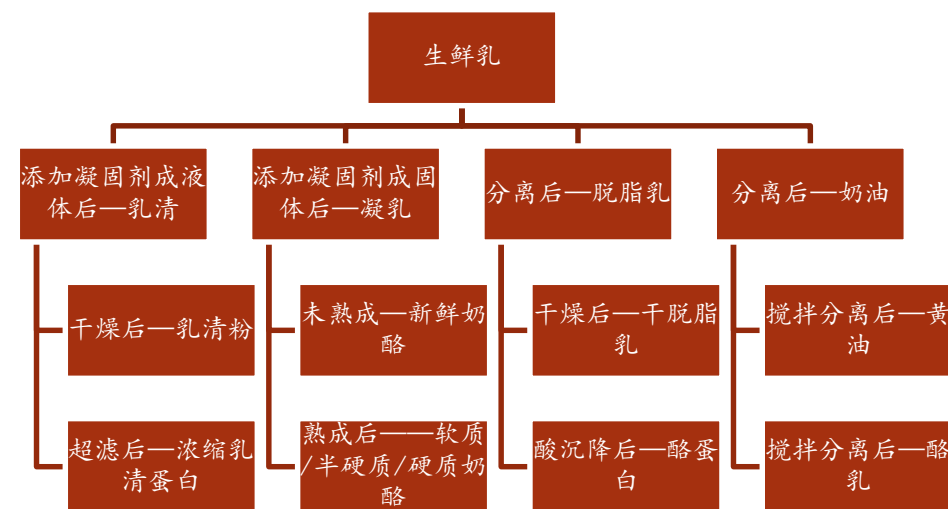
①原奶质量决定产品上限：

- 区别于饮料主要为水中添加物，奶酪在工艺的核心为原料奶的浓缩发酵，因此原材料的质量对成品品质高低有举足轻重的影响；
- 得益于常温乳制品带动的液态奶消费习惯快速在全国渗透覆盖，下游龙头乳企加码对上游牧业从股权到固定资产投资的增加，极大程度促进了上游产业从原本供小于求的分散竞争格局，转变为如今的供大于求；
- 上游竞争格局改变进一步促进牧业CR10份额集中，也促进了原料奶质量（脂肪球大小均匀、体细胞数量低、微量元素含量高等）逐渐向新西兰/欧盟靠拢。

②工艺稳定决定产品下限：

- 简单回顾乳制品深加工工艺，我们认为难点在于：离心/发酵/凝乳/熟成，以及这一系列工序的高效性和稳定性；
- 过去降温、离心、温控、红外检测、凝乳等设备均依赖进口，一方面自动化程度较低，另一方面规模化生产稳定性较差；目前奶酪生产设备基本可以实现国产替代，很大程度摆脱了进口设备依赖，同时生产设备的投资成本也大幅下降，生产成本大幅度下降。

图18:乳制品深加工简要流程



2.2 怎么看待C端奶酪的未来

问题3:那么基于以上对奶酪产业的分析和过去几年的消费者教育，我们怎么看待奶酪C端的未来？

1) 消费者教育任重道远：

- 现状：复盘中国奶酪历史从奶酪片开始建立认知，到奶酪棒打开C端零食场景消费，到22年末国家对“干酪”标准更新，奶酪消费普及任重道远，大部分消费者对产品区分的认知仅停留在再制干酪含量、产品形态或口感方面。当前市面畅销的奶酪产品一种是干酪含量较高的奶酪棒不同形态（如芝士片、芝士碎、奶酪小丸子等），另一种是奶酪风味的零食（如牛肉奶酪等）；
- 突破：干酪标准重定义+奶酪棒品类热度消退被动出清了“杂牌”和“价格战”，重新回归了以品牌口碑和产品质量为主的良性市场竞争；那么，在消费者对奶酪品种和应用产生主观认知之前，通过B端培育佐餐或奶酪口味零食产品是必不可少的。

图19: 奶酪行业规模（亿元）

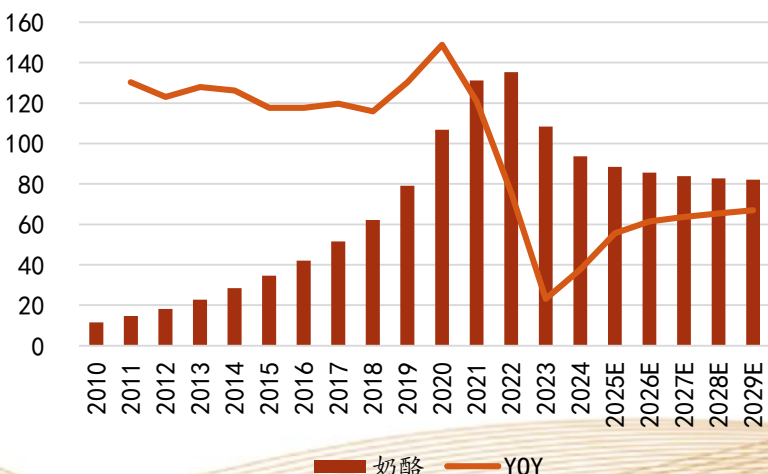


图20: 中国奶酪C端市场份额（%）

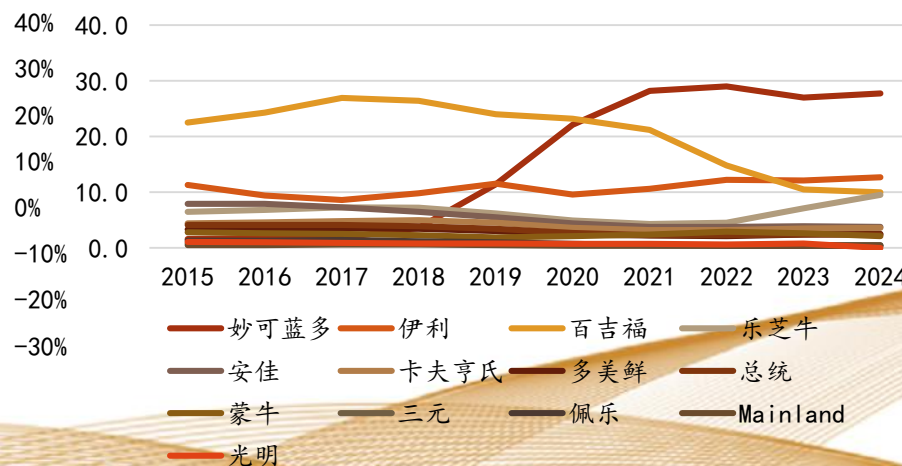


图21: 妙可好想来新品



2.2 怎么看待C端奶酪的未来

2) 简单复制海外成功单品的方法不可取，配合中国消费者习惯增加产品应用多样性

- 现状：到目前为止妙可蓝多即食营养系列中最重要的单品是奶酪棒，公司曾推出多种零食/佐餐类产品未能做火（如哈路蜜煎烤奶酪、鳕鱼奶酪条等），主因爆品打造与经济状态、消费习惯转变和营销广告投入都有关。当前消费弱复苏的环境下打造接力爆品所需时间和试错成本较高，可以与提升供应链能力优先抢占B端国产替代市场并行，还可通过口味培育助力C端口味渗透，徐徐图之；
- 突破：利用国内原奶价格周期与国外关联度降低的背景，核心提高成本管控和供应链效率的优势；马苏里拉在家庭餐桌的应用可成为下一个可能的爆品。

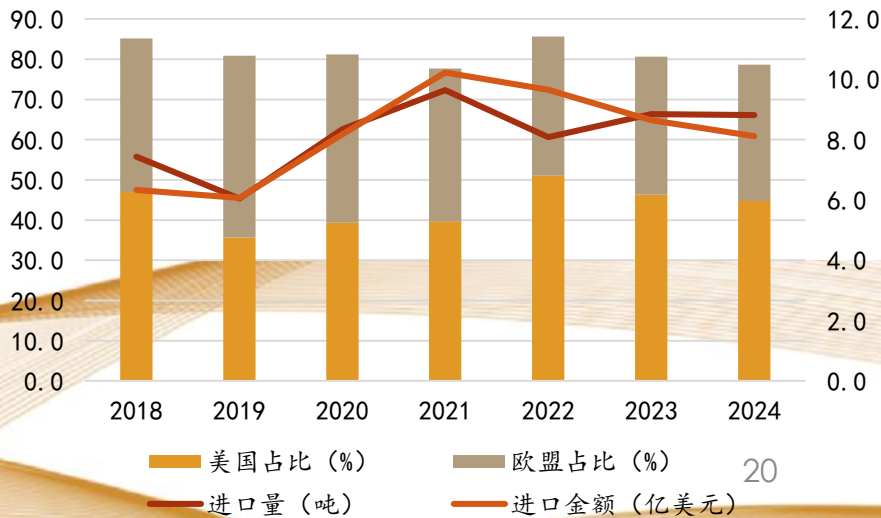
3) 乳清等副产物进口替代，同时符合“大健康”的国家政策方向

- 现状：乳清蛋白是奶酪的副产物，由于中国几乎不生产原制奶酪因此主要依赖进口，美国、德国和法国三个国家的出口量占据了全球贸易总量的四成；国内市场的主要参与者是阿拉、恒天然、哥伦比亚营养、菲仕兰等；
- 突破：在国务院指导意见下，以妙可为首的部分厂家已经开始自建乳清产能，根据进口金额估算乳清上游应用市场规模有望接近百亿元（24年进口金额8.1亿美元+乳清蛋白粉国内市场规模19.4亿元+奶粉等其他产业估算），国内产能增加有望缓解进口替代需要。

表2: 京东休闲奶酪类目中食品奶酪排行榜

排名	品牌	商品名称	规格 (g)	价格 (元)	单价 (元 /g)
1	妙可蓝多	马苏里拉	450	26.8	0.06
2	KIRI	烘焙奶油奶酪芝士	1000	89	0.09
3	百吉福	芝士片	300	24.9	0.08
4	KIRI	烘焙奶油奶酪芝士	200	26.9	0.13
5	安佳	切达干酪奶酪芝士片	250	24.8	0.10
6	安佳	马苏里拉芝士碎	208	20.8	0.10
7	伊利	马苏里拉芝士碎	400	22.9	0.06
8	KIRI	甜心小酪缤纷果味礼盒	300	89.9	0.30
9	安佳	马苏里拉芝士碎	624	59.2	0.09
10	奶酪博士	小圆奶酪	225	79	0.35

图22: 进口乳清类数据



2.3 B端破局是必经之路

问题4:B端有哪些方面的应用?怎么展望空间?

1) 乳制品深加工在B端的应用比较广泛,但目前在国内更多延伸为佐餐风味,应用在茶饮、烘焙、餐饮场景,以下为测算:

- 方法A: 假设1—以第三方统计数据2025年上半年的西快、烘焙、茶饮门店为基数,在门店数量不增加的条件下;
假设2—3种情景假设估计单店每年黄油、奶酪、奶油等消耗吨量;假设3—根据妙可蓝多24年年报披露的奶酪均价;得出中性假设下国内B端餐饮出厂口径销量约107吨/年,根据妙可均价估算后市场规模有望达到500亿元。同时,如果拟合不同门店数量增速市场规模有望继续突破。

图23:2019年至今头部西快、奶茶咖啡门店数量(家)

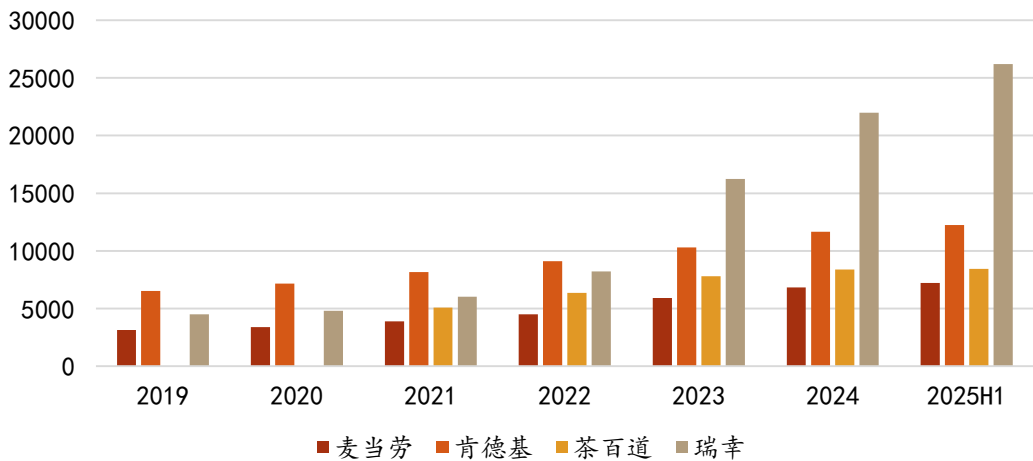


表3:B端规模测算情景假设

	单位: 万家	悲观假设	中性假设	乐观假设
西式快餐门店数	32.5	0.5	1.0	1.5
烘焙门店数	33.8	0.8	1.3	1.8
茶饮门店数	42.6	0.3	0.8	1.3
销量(万吨)		52	107	161
单吨(元/吨)		4.68		
收入(亿元)		244	499	754

2.3 B端破局是必经之路

- 方法B：由于餐饮渠道当前竞争格局为外资龙头恒天然控制绝大部分市场份额，同时根据2025年财报，其大中华区餐饮服务渠道收入33.87亿新西兰元（约合138亿元人民币），同比+22.2%。假设按Euromonitor数据中恒天然黄油市占率41%粗略估计为恒天然在B端市占率，当前B端市场规模约337亿元人民币。叠加前文估算乳清百亿级别市场规模，合计约为500亿级别体量，基本符合方法A得到的结果。

因此，国内B端渠道是500亿元左右规模的生意，并且有客群规模增加和应用场景丰富逻辑的，有未来收入业绩空间想象能力。

图24: B/C端奶酪市场规模及增速（万吨）

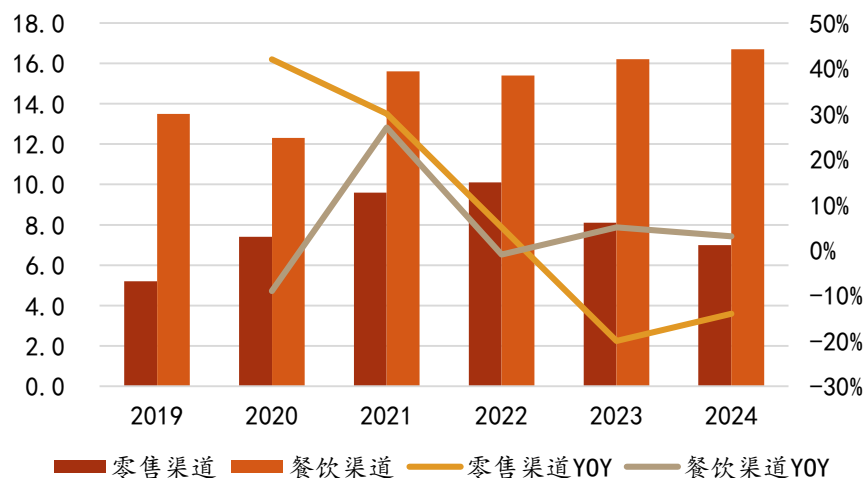


图25: 分析师估计B端不同种类规模占比 (%)

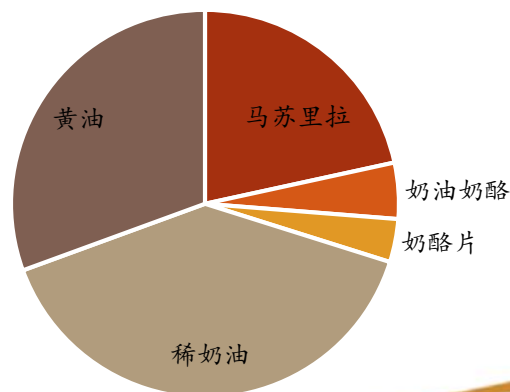
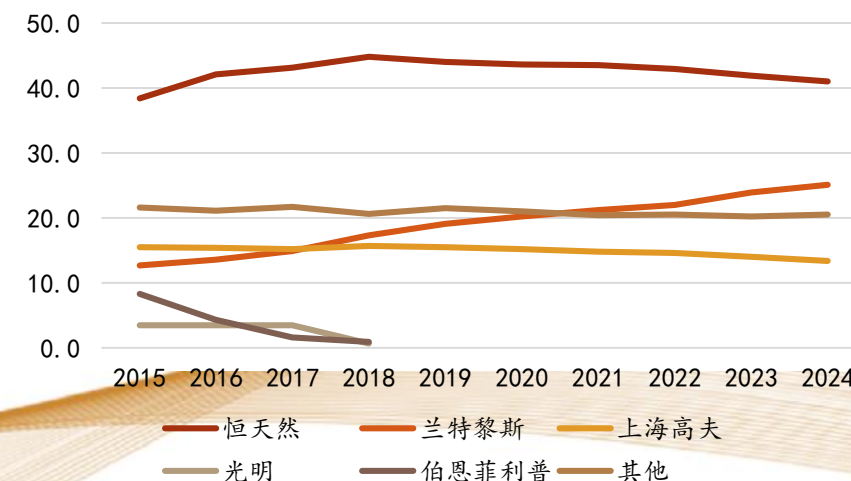


图26: 黄油市占率 (%)



2.3 B端破局是必经之路

问题5：怎么扩大奶酪B端竞争优势并形成护城河？

既然B端是既能提升现有消费者奶酪口味认知，又具备广阔市场空间的渠道，那么只有通过供应链优化+品质成本可控+强品牌背书，才能在抢占国外品牌市场份额的同时，击败国内虎视眈眈的对手。

➤ 首先，品质/成本可控是B端选择供应商最关注的要素，也是评估企业竞争力强弱的基石；

1) 品质可控：妙可作为乳制品深加工产业核心玩家之一，结合蒙牛黄油和稀奶油工艺和妙可蓝多马斯卡彭创新热罐装工艺等，从奶源品质、技术研究、设备调教、工艺稳定等多方面都是国内领先的规模企业；

2) 成本可控：仅粗略测算国内原价价格相当于恒天然大包粉拍卖价还原乳95折，再叠加依托蒙牛成本优势的原价价格、叠税节约、供应链优化和规模效应等，实际妙可作为供应商的成本比进口同质性价比优势明显；

3) 价格可控：依托蒙牛上游资源优势，原奶价格周期性波动的情况下，一定程度保障原材料价格稳定，并且有望在未来成本上涨时受益。

➤ 其次，品牌背书是大B端与供应商合作的重要敲门砖，也是妙可背靠蒙牛快速拓展B端合作的有力支撑；

1) 战略合作：与百胜中国深度合作，定制化研发和产品创新（根据华商网）；

2) 常规合作：通过经销商或其他第三方链接合作，构建西快、烘焙、奶茶等产业的餐饮供应合作机会。

➤ 最后，基于如何成为品质/成本可控+品牌背书的优质供应商，那么需要做到供应链优化；

1) 从计划、生产、销售实现全链路管理，通过数智化升级进一步提升供应链管理效率，以及妙可作为奶酪产业先行者以稳定、高质量、高效率的状态保证B端大规模需要的供应链稳定；

2) 国产原料/设备替代计划完善公司供应链体系，提高主要原材料供应的稳定性与安全性；

3) B端服务响应效率高，从提案到研发到样品到量化生产提效，高效率一站式解决方案。



03 公司逻辑：思路清晰的战略改革

3.1 战略改革复盘——从高歌猛进到深度思考

表4: 战略改革复盘

时间	年度大事	战略描述	代表性产品	分析师解读
2016-2019	完成资产重组和上市 奶酪棒单品爆发	- 以奶酪为战略核心，通过新增设备，扩大产能等方式奶酪业务产销量增加（16年年报） - 拓展销售网络、完善全国化布局，开发多种现代化通路和面向终端零售的新型奶酪产品（17年年报） - 汪汪队IP合作、拓展新渠道等一系列营销推广活动，品牌影响力显著提升（18年年报） - 零售端大单品战略为核心，渠道网络继续下沉精耕（19年年报）	- 拓展零售产品线（16年年报） - 新鲜奶酪、成长奶酪、高钙奶酪等（17年年报） - 奶酪棒、鳕鱼奶酪、手撕奶酪等（18年年报） - 常温奶酪（19年年报）	16-19年妙可完成了在奶酪领域从0到1的蜕变 16年主要完成了资产重组 17年完成了组织和销售网络搭建并确定了奶酪棒为核心战略大单品 18年IP合作及系列营销活动扩大了单品知名度 19年大单品的成功更加坚定了公司通过增资扩产实现高歌猛进目标的方式
2020-2021	蒙牛入股成为控股股东 第一次股权激励	- 增加设备引进、改进生产工艺等措施提升奶酪产能，延续渠道网络下沉精耕和加强品牌建设（20年年报） - 产品引领、品牌占位、渠道精耕、管理升级（21年年报）	- 金装奶酪棒、烘焙奶酪等（20年年报） 0添加奶酪棒、常温奶酪棒、奶酪条等（21年年报）	蒙牛的入股给了妙可在奶酪赛道继续深耕强有力的信心，彼时疫情刚刚开始，战略思路仍然延续大单品、全渠道、高渗透的传统思路，等待疫情结束需求恢复后的爆发
2022-2024H1	-	- 聚焦奶酪业务（液态奶业务比例缩减）、“人群破圈”和“场景破圈”角度完善奶酪产品矩阵（22年年报） “低温做精，常温做广”的产品策略，拓展休闲零食产品布局零食量贩渠道（23年年报）	- 有机奶酪棒、金装奶酪片等（22年年报） - 慕斯奶酪杯、奶酪小粒、芝士时光系列（23年年报）	彼时对疫情恢复和消费信心的不确定持续影响着市场预期，妙可一方面努力维持基本盘的相对稳定，另一方面仍然聚焦C端大单品的战略思路，单品试错成本高时间周期长+对渠道和需求变化不敏锐导致进入2年半的深度调整期
2024H2-至今	并购蒙牛奶酪落地 第二次股权激励	- 精耕现代渠道、大力开发势能渠道、利用明星和联动等新营销模式加速品牌年轻化（24年年报） - BC双轮驱动、“极致成本”战略落实降本增效（25年中报）	- 鳕鱼奶酪条、国产黄油等（24年年报） - 黄油、稀奶油、奶酪小三角等（25年中报）	转向重视B端和C端零食化战略思维，营销、渠道和组织都从大单品逻辑转变为零食化的渠道需求逻辑

3.2 产品改革复盘——视角决定产品定位

经过战略复盘为什么22-24年也尝试推出了很多新品，但直到25年才看到成功单品跑出？

关于宏观经济和外部环境近几年的变化不做过多赘述，近几年经济和消费一直处于缓慢弱复苏的状态中，同时22年末“干酪”国标更新（具体见前文）也帮助产业淘汰了很多低质长尾品牌。那么剔除需求环境和经济状态的变化这些重要因素对外部环境的影响，我们认为公司对产业深度的理解和未来战略发展方向思考的转变才是推动产品成功的重要因素；

✓ 产业深度理解：

- 过去是大单品思路，慕斯杯、鳕鱼奶酪等产品思路学习上海外成熟成功经验；
- 现在是零食化思路，小丸子、三角配合零食渠道和散称健康化等营销。

✓ 战略发展方向：

- 过去是高端化思路，认为疫情恢复后传统消费回归到“大单品量价齐升”的逻辑，因此高端化、品牌化思路根深蒂固；
- 现在是全渠道供应链思路，得益于蒙牛奶酪品牌的注入，K型品牌矩阵成型，以优化供应链、以需定产的角度中低端性价比和高端低温市场两手抓。

✓ 产品定位改革：

- 过去是C端为核心B端为补充，慕斯杯、鳕鱼奶酪等产品思路学习上海外成熟成功经验；
- 现在是BC双轮驱动，马苏里拉、黄油、奶酪片成为蒙牛背书下进入B端供应链的敲门砖，清洁标签、供应链国产替代高性价比和联合蒙牛旗下小马宝莉等IP营销成为C端产品成功的锦上添花。

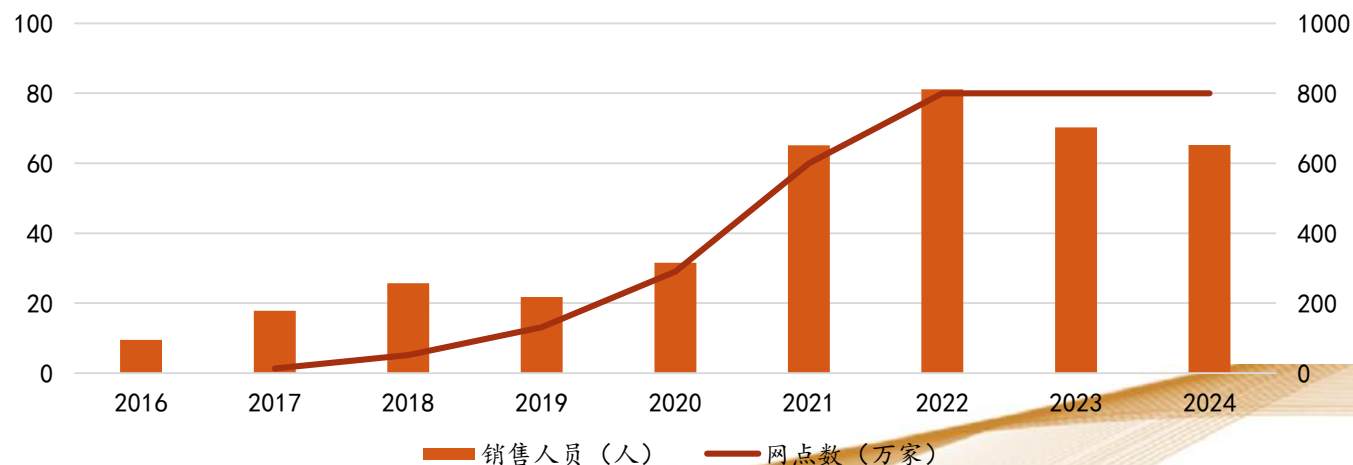
总结：产品改革核心是公司战略视角的转变改变了对新品方向的定位，同时叠加与蒙牛的深度核心增加了渠道资源和品牌营销资源的堆叠。

3.3 渠道改革复盘——从网点渗透到积极拥抱新零售

核心仍然是战略改革，21年及以前还有“渠道精耕”/“网点下沉”等渠道战略，22年以来转变为“布局零食量贩渠道”和“精耕现代渠道”等，基本说明了公司对于渠道布局方面改革的考量。

- **历史渠道打法：**上一轮快消品周期是占山为王的生意，比拼产品嗅觉和赛道创新，因此自18年奶酪棒单品爆火后妙可的战略思路更多集中在如何把奶酪棒单品的受众人群和铺货面积撒的更广，具体操作上即全国渠道渗透率增加、终端网点数量提升等方面的动作；
- **改革后渠道打法：**本轮快消品周期是渠道为王的生意，比拼需求匹配和供应链效率，经历过21-22年奶酪棒赛道产品同质化的激烈竞争，以及23-24年妙可因对终端市场的变化改革不够彻底公司进入深度调整期，24年6月收购蒙牛奶酪业务后，1) 可以放开手脚做K型价格带布局的双品牌运作；2) 蒙牛B端资源导入战略上更加重视B端产业链和供应链资源对接。

图27:公司销售人员（右轴）和网点数量（左轴）



3.4 组织改革复盘——扁平化、需求导向

- 2025年1月16日公告，公司审议通过《关于调整公司组织架构的议案》、以及部分高管聘任公告。
 - 根据总经理职责，整体组织调整以消费群体需求导向为核心；
 - 引入新管理层级“首席战略官”，整体架构变得更加扁平化，提升决策效率；
 - 整合并集中资源推动核心业务发展，为战略实施提供实质性支持。

表5:25年公司组织架构调整后的部分副总经理职责和履历

姓名	职位	履历
任松	副总经理兼首席战略官	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。曾任吉林省嘉德置地有限公司监事，广泽投资控股集团有限公司副总裁，广泽乳业有限公司总经理等
王宇新	副总经理	曾任德国保利卡北京代表处销售经理、北美投资集团沈阳分公司能源事务部主管、荷兰ZNNOBUS 公共汽车制造厂企划分析等职务
高文	副总经理	曾任内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司奶酪事业部奶酪业务负责人、奶酪事业部爱氏晨曦零售公司销售管理中心总经理、低温事业部销售管理中心大区负责人、销售管理中心大区行销管理部经理、及常温营销中心城市经理
李辉	副总经理	历任公司子公司广泽乳业有限公司销管部营销总监、公司零售事业部营销总监、副总经理、低温事业部业务一部总经理，曾任北京绿铭伟业有限公司销售部销售代表职务
刘扬	副总经理	曾任上海卫龙美味事业部总经理、达利食品集团有限公司营销总监、统一企业（中国）投资有限公司营销总监
付学飞	副总经理	曾任益海嘉里食品营销有限公司专业副总监、新乡良润全谷物食品有限公司联合创始人、金石易服（北京）科技有限公司董事长秘书兼项目总监等职务

3.5 BC双轮驱动战略促进下事半功倍

- **双轮驱动，高效互补：**B端夯实奶酪“美食刚需”属性，C端强化“健康零食”体验，双轮驱动让品类的美食价值与零食价值形成合力，加速奶酪渗透率提升。
 - 采购端共享核心原料体系，依托规模化采购与国产替代策略，共同摊薄成本；
 - 研发上双向反哺，B端餐饮定制经验为C端即食产品提供创新思路，C端研发储备为B端客户定制提供参考；
 - 品控执行统一标准，既满足C端零售的极致要求，也保障B端餐饮的品质稳定性；
 - 场景创新方面更显联动，C端积累的家庭餐桌、零食等场景需求反哺B端产品开发，B端在餐饮场景验证的刚需属性为C端拓展提供参考。

图28：妙可蓝多部分产品矩阵





04 盈利预测和风险提示

4.1 股权激励业绩目标

2025年3月21日公司公告股权激励计划及员工持股计划，其中明确2025-2027年收入利润考核触发值和目标值。

- 收入：增速角度，2026-2027年触发值和目标值收入增速一致；年化角度，触发值/目标值CAGR分别13.2%/17.2%；
- 业绩：净利率角度，触发值和目标值要求净利率一致，均为每年提升1+pct；剔除股权激励摊销费用后，业绩释放速度前快后慢；年化角度，叠加收入增速影响后计算净利润触发值/目标值CAGR分别53.9%/59.4%。

表6:股权激励考核目标

单位：亿元	触发值				目标值		
	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	48.44	50.40	58.50	70.20	56.00	65.00	78.00
YOY		4.1%	16.1%	20.0%	15.6%	16.1%	20.0%
净利润	1.14	1.89	2.88	4.14	2.10	3.20	4.60
YOY		66.3%	52.4%	43.8%	84.8%	52.4%	43.8%
净利率	2.3%	3.8%	4.9%	5.9%	3.8%	4.9%	5.9%
YOY		1.4%	1.2%	1.0%	1.4%	1.2%	1.0%
净利润（剔除摊销成本）	1.14	2.43	3.43	4.45	2.64	3.75	4.91
YOY		113.6%	41.3%	29.8%	132.1%	42.2%	31.0%
净利率（剔除摊销成本）	2.3%	4.8%	5.9%	6.3%	4.7%	5.8%	6.3%
YOY		2.5%	1.0%	0.5%	2.4%	1.1%	0.5%
单位：万元	2025	2026	2027	2028			
股票期权摊销成本	2277	2561.65	1473.49	380.96			
员工持股计划总费用	3090.7	2924.53	1628.43	332.33			

表7:激励对象名单及拟授出权益分配情况

姓名	职务	获授的股票期权数量(万份)	占本激励计划拟授出全部权益数量的比例	占本激励计划草案公布日股本总额的比例
蒯玉龙	董事、行政总经理、财务总监	10	1.25%	0.02%
任松	董事、首席战略官、副总经理	10	1.25%	0.02%
高文	董事、副总经理	10	1.25%	0.02%
谢毅	董事会秘书	10	1.25%	0.02%
蒋洪波	副总经理	10	1.25%	0.02%
王宇新	副总经理	10	1.25%	0.02%
李辉	副总经理	10	1.25%	0.02%
刘扬	副总经理	10	1.25%	0.02%
付学飞	副总经理	10	1.25%	0.02%
核心骨干人员（198人）		710.00	88.75%	1.39%
合计		800.00	100.00%	1.56%

4.2 格局优化+报表改善，成长股想象空间充足

- ① **供需角度：**供给端未来有望保持性价比原奶环境，助力下游乳制品产业链深加工方向发展；需求端从全球来看液体乳朝向固体乳制品发展是必然。
- ② **格局角度：**c端奶酪棒品牌+渠道持续提升推动份额第一，国标+疫情帮助淘汰了部分长尾低质品牌，行业近年弱增长下龙头费效比不佳也逐步放缓脚步，竞争格局相对5年前奶酪棒单品大热时期有明显改善；b端主要占比最高是外资品牌和产品，国内占比较低。
- ③ **改善角度：**战略角度聚焦BC联动和供应链改善，成本角度原奶价格低位+国产设备/原材料替代，报表和战略25年都是底部反转改善。
 - **核心逻辑：**行业增长确定（人均奶酪量提升+渗透提升）+份额提升确定（C端格局优化+B端持续突围）+大龙头加持确定（蒙牛逐步加强管理全方位提升竞争力）+利润率优化确定（C端格局向好+B端收入扩大后成本规模效应及结构优化空间）+股权激励绑定确保积极性。
 - **看好长期空间：**我们看好趋势下长期国产奶酪占据国内奶酪空间一半，妙可蓝多占比国产奶酪一半，因此估算存在百亿收入增量空间。
 - **根据三季报调整盈利预测，**25-27年营业收入由53/62/71亿元上调至54/63/72亿元；归母净利由2.4/3.5/4.5亿元调整至2.4/3.2/4.3亿元；EPS由0.48/0.68/0.88元调整至0.47/0.63/0.85元。2025年10月31日收盘价25.6元对应P/E分别为55/41/30倍。维持“买入”评级。

表8: 盈利预测拆分

分类	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
即食营养	554	1472	2513	2500	1987	2050	2662	2852	3036
YOY		166%	71%	-1%	-21%	3%			
家庭餐桌	158	331	351	544	376	395	9%	7%	6%
YOY		109%	6%	55%	-31%	5%			
餐饮工业	209	272	470	825	1151	1313	1823	2433	3094
YOY		30%	73%	76%	39%	14%	39%	33%	27%
液态奶	477	413	430	349	387	401	321	273	246
YOY		-13%	4%	-19%	11%	4%	-20%	-15%	-10%
贸易业务	343	357	704	600	816	531	637	732	806
YOY		4%	97%	-15%	36%	-35%	20%	15%	10%
合计	1744	2847	4478	4830	5322	4844	5444	6290	7181
YOY		63%	57%	8%	10%	-9%	12%	16%	14%

4.3 BC双轮驱动发力，25Q3奶酪超预期增长

- 25Q1-3实现收入39.6亿元，同比+10.1%；归母净利润1.8亿元，同比+106.9%；25Q3实现收入13.9亿元，同比+14.2%；归母净利润0.4亿元，同比+214.7%；收入超过市场预期，利润符合市场预期；
- BC双轮驱动发力**：25Q3奶酪/贸易/液态奶分别同比+22.4%/+36.8%/-28.0%，我们判断BC端分别实现同比40+%/10+%增长，环比提速超过市场预期；
- B端毛利率改善+结构效应贡献业绩超预期增长**：25Q3毛利率同比+1.1pct，主因1）毛利率较高的奶酪业务占比提升；2）B端放量以及家庭餐桌系列高增长带动单业务毛利率改善；25Q3销售/管理费用率分别同比-0.8/+0.8pct，销售费用率下降符合预期。我们判断在扣除2kw左右的股权和期权摊销成本后管理费用相对平稳；综上，25Q3净利率同比+2.0pct至3.1%；
- 经营改善仍在进行，BC驱动蓄势待发**：25Q3经销商数量同比-678家，我们判断主因主动经营调整和经销商梳理，同时有效合并原蒙牛BC端经销商，以及释放新兴渠道合作带来的增量；原蒙牛奶酪并表1年整，B端深度绑定以及C端网点效益增加认为刚刚开始，我们继续看好BC双轮渠道带来的整体经营改善。

图29：分业务收入拆分（百万元）

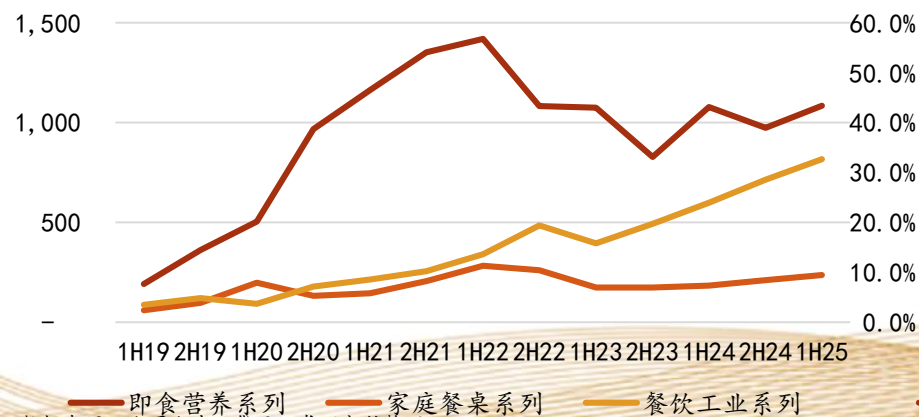


图30：分业务毛利率（%）

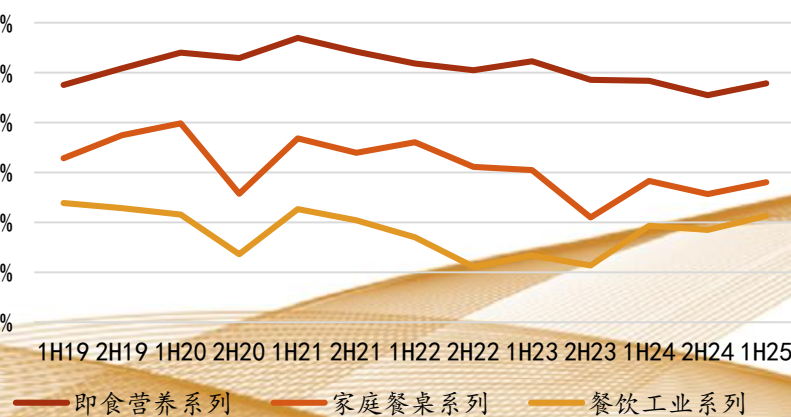
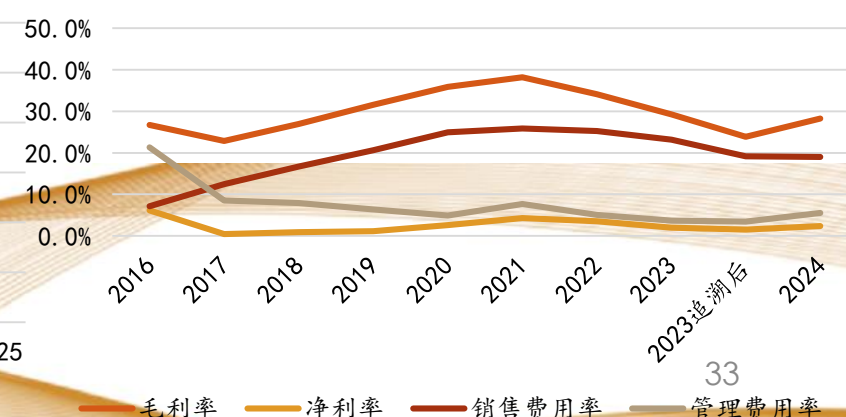


图31：报表盈利能力和费用率（%）



4.4 风险提示

- **需求减弱：**消费需求弱复苏持续时间较长，公司所处赛道为可选消费品，可能受到大环境的影响经营恶化。
- **新品上市不及预期：**快消品依赖产品迭代和资源投放，存在新品上市表现不及市场预期或者资源投放后对收入贡献不及预期的情况。
- **行业竞争加剧的风险：**食品饮料行业竞争仍然十分激烈，未来仍有其他企业加大投放，加剧行业竞争的风险。
- **食品安全问题等。**

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,844	5,444	6,290	7,181
YoY (%)	-9.0%	12.4%	15.6%	14.2%
营业成本	3,473	3,789	4,323	4,881
营业税金及附加	27	33	38	43
销售费用	922	936	1,069	1,214
管理费用	269	316	377	409
财务费用	50	60	60	60
研发费用	48	54	57	57
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	54	0	0	0
营业利润	164	306	411	557
营业外收支	-3	3	3	3
利润总额	161	309	414	560
所得税	47	69	93	126
净利润	114	239	321	434
归属于母公司净利润	114	239	321	434
YoY (%)	89.2%	110.5%	34.3%	35.0%
每股收益	0.23	0.47	0.63	0.85
现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	114	239	321	434
折旧和摊销	253	312	325	334
营运资金变动	132	-6	-6	15
经营活动现金流	531	563	637	780
资本开支	-350	-317	-232	-197
投资	-1,715	1,200	50	10
投资活动现金流	-2,009	852	-182	-187
股权募资	0	0	0	0
债务募资	551	1	0	0
筹资活动现金流	195	1	0	0
现金净流量	-1,294	1,413	455	593

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,105	2,518	2,972	3,565
预付款项	203	189	216	244
存货	574	579	636	678
其他流动资产	1,749	567	538	545
流动资产合计	3,631	3,853	4,363	5,032
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,852	2,002	2,014	1,942
无形资产	202	182	162	142
非流动资产合计	4,090	4,109	4,019	3,885
资产合计	7,721	7,962	8,382	8,917
短期借款	1,235	1,235	1,235	1,235
应付账款及票据	374	379	420	461
其他流动负债	538	538	596	657
流动负债合计	2,147	2,152	2,251	2,352
长期借款	683	683	683	683
其他长期负债	481	482	482	482
非流动负债合计	1,165	1,165	1,165	1,165
负债合计	3,312	3,317	3,416	3,518
股本	512	512	512	512
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4,409	4,645	4,966	5,400
负债和股东权益合计	7,721	7,962	8,382	8,917

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-9.0%	12.4%	15.6%	14.2%
净利润增长率	89.2%	110.5%	34.3%	35.0%
盈利能力 (%)				
毛利率	28.3%	30.4%	31.3%	32.0%
净利率	2.3%	4.4%	5.1%	6.0%
总资产收益率ROA	1.5%	3.1%	3.9%	5.0%
净资产收益率ROE	2.6%	5.1%	6.5%	8.0%
偿债能力 (%)				
流动比率	1.69	1.79	1.94	2.14
速动比率	1.27	1.38	1.51	1.70
现金比率	0.51	1.17	1.32	1.52
资产负债率	42.9%	41.7%	40.8%	39.4%
经营效率 (%)				
总资产周转率	0.63	0.69	0.77	0.83
每股指标 (元)				
每股收益	0.23	0.47	0.63	0.85
每股净资产	8.61	9.07	9.70	10.54
每股经营现金流	1.04	1.10	1.24	1.52
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	110.93	54.81	40.82	30.22
PB	2.08	2.82	2.64	2.43

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。