

2022 年 8 月 1 日



## 妙可蓝多 (600882.CH) 中国奶酪的破局者

买入

首次覆盖

中国乳制品行业，是中国消费领域为数不多同时受益于长期消费趋势演变及国家发展政策的消费板块。我们认为，中国乳制品行业主要具备四大优势：1) 人均销量处于较低水平，未来增长空间大；2) 受益于消费者健康意识提升与消费升级等趋势；3) 高度契合国家战略发展方向，长期受国家政策支持；4) 行业持续整合，竞争逐渐改善。这四大优势赋予了中国乳制品行业极高的长期增长确定性。我们首次覆盖妙可蓝多 (600882.CH)，给予“买入”评级。

林闻嘉 (消费分析师)  
richard\_lin@spdbi.com  
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA (助理分析师)  
serena\_sang@spdbi.com  
(852) 2808 6439



欢迎关注  
浦银国际研究

# 目录

妙可蓝多（600882.CH）：中国奶酪的破局者 .....	3
从默默无闻到新晋第一的征程 .....	5
妙可蓝多打赢第一保卫战的优势 .....	7
盈利预测 .....	18
目标价与估值 .....	21
风险提示 .....	21
SPDBI 乐观与悲观情景假设 .....	23
公司背景 .....	24

# 妙可蓝多 (600882.CH): 中国奶酪的破局者

凭借爆款奶酪棒单品，妙可蓝多打破了中国奶酪市场多年由外企主导的市场格局。我们认为，在奶酪细分市场强大的品牌力、产能和全面的产品布局，是公司未来可持续健康发展的基石。我们首次覆盖妙可蓝多 (600882.CH)，给予“买入”评级。

- 乳制品新赛道的新晋领军者：**作为高速扩张的奶酪市场中的新晋领军者，妙可蓝多的成功，与对奶酪市场的前瞻布局及审时度势推出爆款单品密不可分。公司自 2018 年爆发式增长，收入 4 年复合增长率达 46.1%，在 2021 年成功突破外资的层层夹击，市占率提升至 27.7%，一跃成为中国奶酪市场第一玩家。
- 不惜成本树立品牌形象：**因中国消费者对奶酪认知尚浅，公司定制化地向不同受众投放广告，树立品牌形象并进行奶酪教育，赢得了高辨识度。我们认为广告费用率高企虽暂时令利润率受损，但随着规模效应加强，公司广告费用率将稳步降低，带动利润率提升。
- 背靠蒙牛拓渠道、扩产能：**通过定向增发，蒙牛持有妙可蓝多 30% 股权，并支持公司建成全国最多的奶酪生产线，为未来增长提供动能。蒙牛渠道深耕多年，也协助公司拓展更多的渠道资源，我们相信，公司常温渠道的铺排将快于竞争对手，带来更多变现空间。
- 爆款单品为核心，打造全场景产品矩阵：**公司崛起虽依赖网红单品低温奶酪棒，但产品布局不止于此：**1)** 大力布局潜力巨大的常温市场，成为公司增长第二曲线；**2)** 发展家用和餐饮端奶酪市场，拓展使用场景；**3)** 2 年内吸纳蒙牛自身产品，完善产品矩阵。
- 估值：**考虑到中国奶酪市场正处于快速扩容阶段，叠加妙可蓝多拓展常温奶酪的决心和投入，及蒙牛日后对公司资源的支持，为完整地捕捉公司未来的快速增长，我们采取 DCF 估值，基于 10.0%WACC 与 3% 的永久增长率，得到目标价 50 港元，对应 33x2023E P/E 及 20x 2023E EV/EBITDA。首予“买入”评级。
- 投资风险：**（1）整体行业需求放缓；（2）常温奶酪市场接受度低于预期；（3）原材料价格上涨高于预期；（4）食品安全问题；（5）奶酪市场竞争加剧；（6）供应链受阻影响产量。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,847	4,478	6,267	8,383	10,971
同比变动 (%)	63.2%	57.3%	40.0%	33.8%	30.9%
股东应占净利	59	154	345	716	1,133
同比变动 (%)	208.2%	160.6%	123.5%	107.5%	58.2%
PE (X)	273	119	53	26	16
ROE (%)	2.7%	4.0%	7.5%	13.2%	18.8%

E=浦银国际预测；资料来源：公司公告、浦银国际

完整报告:《中国乳制品行业: 健康意识提升与消费升级驱动长期可持续增长》

林闻嘉

消费分析师

richard\_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

桑若楠

助理分析师

serena\_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

2022 年 8 月 1 日

## 评级

买入

目标价 (人民币)	50.0
潜在升幅/降幅	+26.3%
目前股价 (人民币)	39.6
52 周内股价区间 (人民币)	28-64.7
总市值 (人民币)	19,759
近 3 月日均成交额 (人民币)	223.9

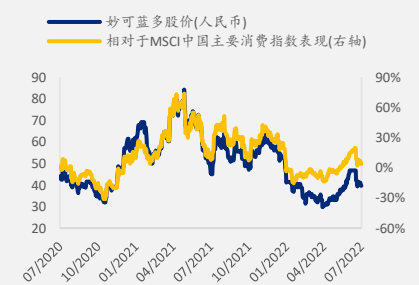
## 市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源：Bloomberg、浦银国际

## 股价表现



注：截至 2022 年 7 月 28 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

# 财务报表分析与预测 - 妙可蓝多

## 利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>2,847</b>	<b>4,478</b>	<b>6,267</b>	<b>8,383</b>	<b>10,971</b>
同比	63.2%	57.3%	40.0%	33.8%	30.9%
营业成本	-1,825	-2,767	-3,803	-4,774	-6,036
<b>毛利润</b>	<b>1,008</b>	<b>1,691</b>	<b>2,436</b>	<b>3,571</b>	<b>4,886</b>
毛利率	35.4%	37.8%	38.9%	42.6%	44.5%
销售费用	-710	-1,159	-1,549	-2,086	-2,704
管理费用	-140	-343	-396	-414	-468
其他经营收入及收益	-39	-40	-56	-75	-98
<b>经营利润</b>	<b>118</b>	<b>149</b>	<b>436</b>	<b>996</b>	<b>1,616</b>
经营利润率	4.2%	3.3%	6.9%	11.9%	14.7%
营业外收入	6	6	8	11	15
营业外支出	-8	-3	-3	-3	-3
其他营业收入(支出)	-37	74	81	85	100
<b>利润总额</b>	<b>95</b>	<b>233</b>	<b>528</b>	<b>1,096</b>	<b>1,734</b>
所得税	-21	-39	-95	-197	-312
所得税率	-22.4%	-16.7%	-18.0%	-18.0%	-18.0%
<b>净利润</b>	<b>74</b>	<b>194</b>	<b>433</b>	<b>899</b>	<b>1,422</b>
减: 少数股东损益	15	39	88	182	289
<b>归母净利润</b>	<b>59</b>	<b>154</b>	<b>345</b>	<b>716</b>	<b>1,133</b>
归母净利率	2.1%	3.4%	5.5%	8.5%	10.3%
同比	208.2%	160.6%	123.5%	107.5%	58.2%

## 资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	567	2,436	2,325	2,524	3,205
应收票据及应收账款	116	96	148	198	259
预付款项	114	127	178	237	311
其他应收款	8	20	20	20	20
存货	270	523	545	684	865
其他流动资产	102	682	732	832	932
<b>流动资产合计</b>	<b>1,178</b>	<b>3,884</b>	<b>3,948</b>	<b>4,496</b>	<b>5,592</b>
固定资产	630	1,024	1,457	1,909	2,382
在建工程	217	362	362	362	362
无形资产	100	97	94	91	87
商誉	401	391	391	391	391
递延所得税资产	104	114	114	114	114
其他非流动资产	463	825	922	1,020	1,121
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,915</b>	<b>2,813</b>	<b>3,339</b>	<b>3,886</b>	<b>4,456</b>
短期借款	275	350	368	386	405
应付票据及应付账款	327	408	505	634	801
合同负债	74	96	96	96	96
应付职工薪酬	43	70	97	130	170
应交税费	50	81	81	81	81
其他应付款	117	403	403	403	403
其他流动负债	25	26	26	26	26
<b>流动负债合计</b>	<b>911</b>	<b>1,433</b>	<b>1,576</b>	<b>1,756</b>	<b>1,983</b>
长期借款	299	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	49	357	373	389	406
<b>非流动负债合计</b>	<b>349</b>	<b>357</b>	<b>373</b>	<b>389</b>	<b>406</b>
股本	2,246	5,118	5,118	5,118	5,118
储备	-761	-606	-261	455	1,588
少数股东权益	347	395	482	665	954
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,833</b>	<b>4,906</b>	<b>5,339</b>	<b>6,238</b>	<b>7,660</b>

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

## 现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	74	194	433	899	1,422
固定资产折旧	52	69	99	133	171
无形资产摊销	8	8	8	9	9
财务费用	43	25	39	43	58
存货的减少	-130	-251	-22	-139	-181
经营性应收项目的减少	-11	-29	-103	-110	-134
经营性应付项目的增加	212	283	125	162	208
其他	20	140	-13	-52	-39
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>267</b>	<b>437</b>	<b>565</b>	<b>945</b>	<b>1,514</b>
资本开支	-356	-616	-665	-731	-804
投资支付的现金	0	-1,660	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0	0	0	0	0
其他	-76	1,117	10	10	10
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-432</b>	<b>-1,159</b>	<b>-655</b>	<b>-721</b>	<b>-794</b>
吸收投资收到的现金	457	3,089	0	0	0
取得借款收到的现金	370	617	18	18	19
收到其他与筹资活动有关的现金	0	0	0	0	0
偿还债务支付的现金	-492	-831	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-36	-19	-39	-43	-58
其他	-2	-257	0	0	0
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>298</b>	<b>2,599</b>	<b>-21</b>	<b>-25</b>	<b>-39</b>
现金及现金等价物净增加额	134	1,876	-111	199	681
期初现金及现金等价物余额	409	543	2,436	2,325	2,524
<b>期末现金及现金等价物余额</b>	<b>543</b>	<b>2,419</b>	<b>2,325</b>	<b>2,524</b>	<b>3,205</b>

## 财务和估值比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
摊薄每股收益	0.15	0.33	0.74	1.54	2.44
每股销售额	6.97	9.63	13.47	18.02	23.59
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>同比变动</b>					
收入	63.2%	57.3%	40.0%	33.8%	30.9%
经营溢利	150.8%	26.0%	192.6%	128.7%	62.2%
归母净利润	208.2%	160.6%	123.5%	107.5%	58.2%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	35.4%	37.8%	38.9%	42.6%	44.5%
经营利润率	4.2%	3.3%	6.9%	11.9%	14.7%
归母净利率	2.1%	3.4%	5.5%	8.5%	10.3%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	2.7%	4.0%	7.5%	13.2%	18.8%
平均资产回报率	1.5%	2.8%	5.5%	9.8%	28.3%
<b>资产效率</b>					
应收账款周转天数	18.6	18.6	8.6	8.6	8.6
库存周转天数	41.2	41.2	52.3	52.3	52.3
应付账款周转天数	57.1	57.1	48.5	48.5	48.5
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	1.3	2.7	2.5	2.6	2.8
速动比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
现金比率 (x)	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3
负债/ 权益	0.7	0.4	0.4	0.3	0.3
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	273.1	119.3	53.4	25.7	16.3
市销率 (x)	5.7	4.1	2.9	2.2	1.7
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



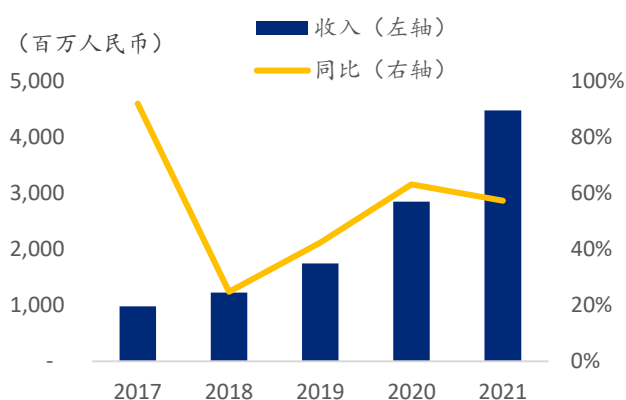
# 妙可蓝多 (600882.CH): 中国奶酪的破局者

## 从默默无闻到新晋第一的征程

由于奶酪制造技术繁复、市场规模较小，中国乳企将更多的精力放在液态奶赛道，导致中国奶酪市场长期被外资企业占据。近年来，随着消费者对乳制品高端化、健康化需求增长，越来越多的中国乳企关注到奶酪市场的潜力，希望成为公司发展的新增量。

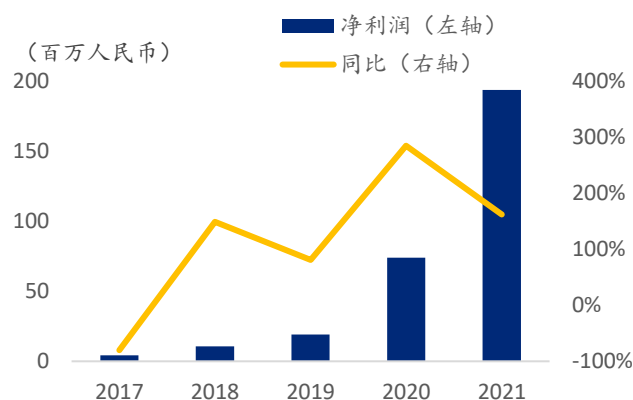
妙可蓝多作为中国奶酪第一品牌，经历了多年沉浮，自 2018 年起开始发力。过去 4 年间，妙可蓝多经历了高速的增长，公司收入与净利润的复合增长率分别达到 46% 及 159%，从默默无闻的边缘玩家，成长为中国奶酪市场的龙头企业。

图表 2: 妙可蓝多收入以及同比增长



资料来源: 公司数据、浦银国际

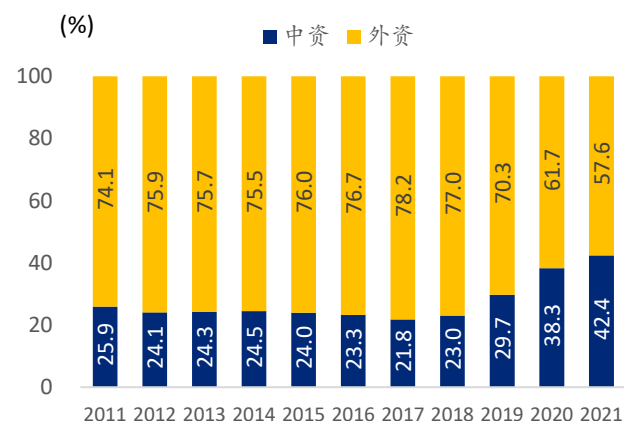
图表 3: 妙可蓝多净利润以及同比增长



资料来源: 公司数据、浦银国际

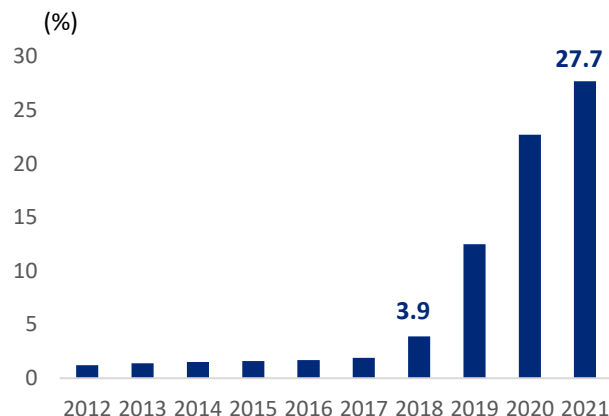
2021 年，妙可蓝多的市场份额从 2018 年的 3.9% 增长至 27.7%，超越百吉福，成为市场占有率第一的品牌。妙可蓝多的高速增长，也带动了中国品牌在奶酪行业的市占率逐年提升。

图表 4：奶酪市场外资、中资乳企市场份额变化



资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 5：妙可蓝多市场份额，2012-2021



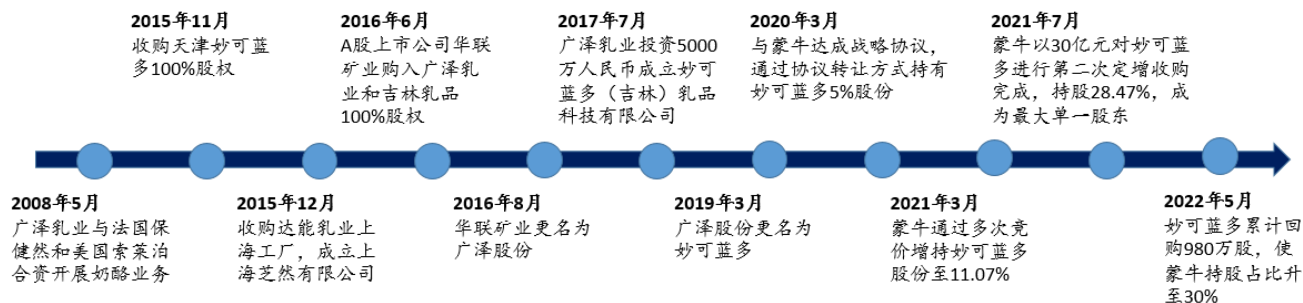
资料来源：Euromonitor、浦银国际

我们认为，妙可蓝多的迅速崛起，得益于专注奶酪业务的前瞻视野。早在2008年，妙可蓝多的前身广泽乳业就与欧美两间乳制品企业合作开展奶酪业务，成为当时少数拥有奶酪生产线的中国乳企。2016年，公司正式将“发展乳酪”纳入经营策略中，也在当年成功上市，成为中国奶酪第一股。

妙可蓝多的儿童奶酪棒在2018年成为爆款单品，当年市场份额提升至3.9%。随即，公司推出了聚焦乳酪的战略。

妙可蓝多的优异表现，成功地引起了乳业巨头蒙牛的关注。2020年起，蒙牛通过多次增持和定增入股妙可蓝多。截至2022年5月末，蒙牛共持有妙可蓝多30%的股份，是妙可蓝多最大单一股东。蒙牛的入股，协助妙可蓝多确立了专注奶酪业务的发展方向，蒙牛也承诺，在2024年前将自身奶酪产品注入妙可蓝多，将妙可蓝多转型成为蒙牛的奶酪运营平台。

图表 6：妙可蓝多发展历程



资料来源：浦银国际整理

# 妙可蓝多打赢第一保卫战的优势

我们认为，妙可蓝多短短四年内取得的成功，很大程度上归功于其在奶酪赛道的先发优势，以及通过巨大的市场投入所建立起来的品牌认知度。

然而，随着越来越多的乳制品企业加入战局，未来中国奶酪行业的竞争将愈演愈烈，新晋第一的保卫战也已开启。我们认为，妙可蓝多能够在竞争中捍卫第一地位的优势主要是来自于以下四个方面：

## 1. 妙可蓝多的品牌效应

重金塑造的品牌形象，在激烈竞争中将带来强大的品牌效应，而广告投放已成规模，精准触及目标客群，未来推广费用率维持稳定。

## 2. 显著优于竞争对手的奶酪产能

新建工厂提升奶酪产能，可超额满足终端对现有产品的需求，为未来产品线持续扩张提供可能性。

## 3. 提前布局常温奶酪市场

先于竞争对手提前布局潜力巨大的常温奶酪潜在市场，叠加蒙牛在常温渠道深耕多年，助力妙可蓝多顺利打通常温渠道，抢占先机。

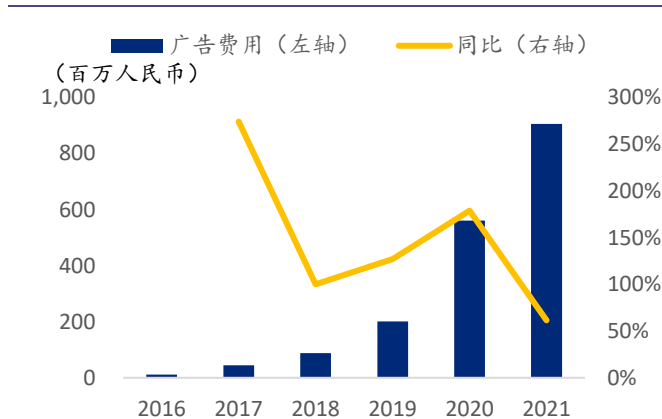
## 4. 专注奶酪的全场景产品矩阵

细化奶酪使用场景，叠加“1+N+X”的奶酪新品推出计划，为产品线扩张带来更大的想象空间。

## ● 重金塑造品牌形象，提升品牌效应

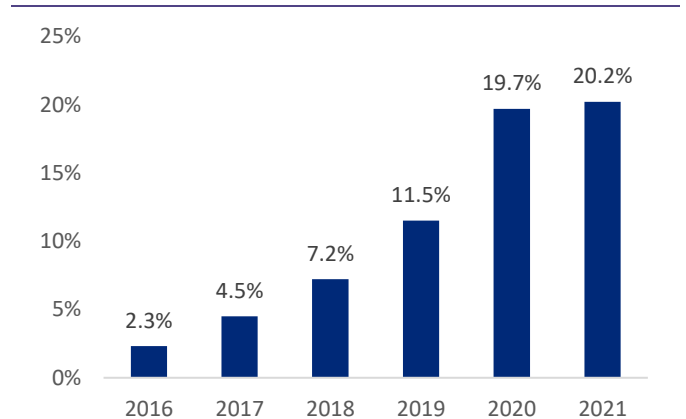
由于中国消费者对奶酪认识尚浅，亟待消费者教育。妙可蓝多复制伊利、蒙牛等中国乳企的营销经验，近年来持续重金推广品牌，同时也希望通过对消费者的教育，使其养成食用奶酪的习惯。但这也令公司的广告费用率高企，近两年保持在 20% 左右，拉低了公司利润率水平。

图表 7：妙可蓝多广告费用及同比变化



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 8：妙可蓝多广告费用率



资料来源：公司数据、浦银国际

但是，在市场培育阶段的营销投入是必须的。妙可蓝多持续的营销活动、广告投放和对比赛赞助冠名，教育了消费者奶酪对健康的益处，培养了消费习惯，也让公司成为辨识度最高的中国奶酪企业。

## 多渠道、多媒介的品牌建设

妙可蓝多用“广撒网、多敛鱼”的营销战略，针对不同的营销场景，采取定制化的方式进行品牌投入，让“奶酪就选妙可蓝多”的品牌形象深入人心。

在电视广告投放上，公司分析各时段观看人群，选择春节档和暑期档，集中在央视、卫视和儿童频道投放广告。电梯广告是公司营销策略的重要一环，秉持着“高频、低干扰”的原则，对两只老虎歌词进行改编，在 16 个一线城市的写字楼和居民校区的广告屏上滚动播放。精准受众、高频次的投放也令妙可蓝多的广告词被益普索公布选为 2020 年年度认知度排名第三的广告语。



图表 9:《2020 年中国广告语盘点》高辨识度广告语

排名	公司	广告语
1	猿辅导	上网课，用猿辅导
2	唯品会	品牌特卖，就是超值
3	妙可蓝多	奶酪就选妙可蓝多
4	元气森林	0 糖，0 脂，0 卡
5	作业帮	好成绩，有人帮
6	京东金融	一个懂金融的朋友，理财就上京东金融
7	梵蜜琳	乘风破浪就要赢，姐姐都涂梵蜜琳
8	九牧王	全球销量领先的男裤专家

资料来源：Ipsos、浦银国际

图表 10:妙可蓝多电梯广告



资料来源：搜狐、浦银国际

为加强与消费者的互动，公司在数字媒体方面上也下足功夫，在抖音、小红书等社交平台上与网红及 KOL 建立品牌合作关系，提高品牌知名度。也在微信公众号中向消费者推送奶酪知识和奶酪菜谱，为消费者创造多种奶酪应用场景，加快实现奶酪走进中餐餐桌的目标。

## 区分受众的品牌形象营造

起初，妙可蓝多就明确了按照儿童端和家长端区分化营销的销售策略，因为儿童奶酪棒除了要赢得孩子们的心外，还要打动为他们付费的父母。

儿童的消费热情，多与鲜艳的外包装和孩子们关注的热点紧密联系，公司儿童端的营销策略，是与热门动画形象联名制作产品包装。妙可蓝多推出第一款奶酪棒时，就与国内动画片播放量第二高的《汪汪队立大功》合作并延续至今。

家长端的营销，公司选择了在年轻父母心中形象好、人气高的孙俪作为品牌代言人，借助代言人和影视剧的热度，加深妙可蓝多在消费者心中印象，提升品牌形象。2020 年，公司推出了父母们喜爱的卡通形象——皮卡丘联名金装奶酪棒，也将干酪含量升至 40%，完成了包装和产品的双重升级。

图表 11: 妙可蓝多与汪汪队联名产品



资料来源: 苏宁易购、浦银国际

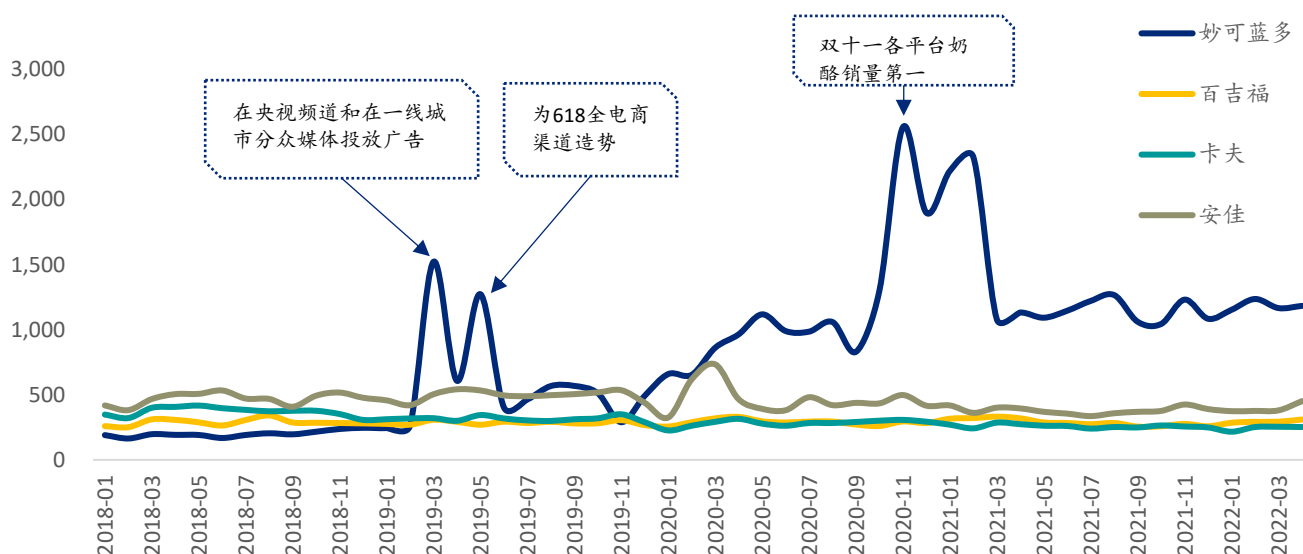
图表 12: 孙俪代言妙可蓝多



资料来源: 妙可蓝多微博、浦银国际

妙可蓝多利用热门动画形象和品牌代言人的大力营销，在奶酪市场玩家中属实少见。此前霸占行业第一的百吉福，线上线下的营销力度均较小，而安佳的也仅限于 IP 合作。由此可见，妙可蓝多另辟蹊径的营销方式，在较短的时间内打造了业内首屈一指的知名度。

图表 13: 奶酪企业百度指数，2018 年-2022 年 4 月



资料来源: 浦银国际整理

多线并行的推广模式，为公司带来了高辨识度，也向消费者进行了奶酪普及教育。虽然这令广告费用率居高不下，但助力公司在近年来快速抢占市场份额，协助释放利润。

我们认为，公司在广告费用上的投入已覆盖了目标客群的观看场景，并已成规模，在当前阶段广告费用上升空间较少。同时，随着公司收入规模扩大，以及借用蒙牛签约的 IP 资源进行品牌营销，广告费用率有望稳步下降。

## ● 联手蒙牛加速产能扩张与渠道拓展

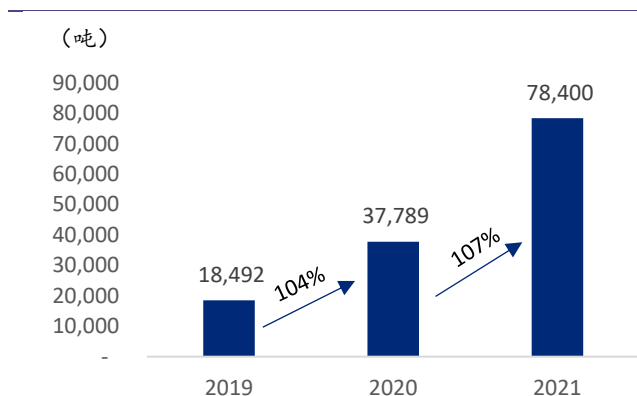
蒙牛自 2020 年初通过多次公开市场竞价及定增的方式，已持有妙可蓝多 30% 的股权，并成为公司的战略伙伴。2021 年初蒙牛完成的定增，在资金上支持了妙可蓝多增建新产能，满足存量及增量的市场需求。同时，蒙牛在中国乳制品市场深耕多年，也将协助妙可蓝多加快渠道拓展的步伐。

### 行业第一的产能带来更多可能性

五年间，妙可蓝多由“小透明”成为新晋第一，奶酪销量增长之迅速无需赘言，但工厂产能饱和、供不应求等问题也随之而来，2019 年，产能利用率更是超过 100%。

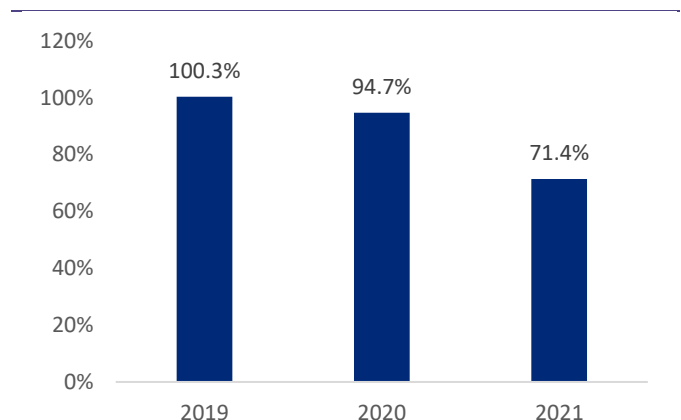
随着上海的第二间工厂在 2021 年正式投产，公司奶酪总产能提升至 7.8 万吨，奶酪生产线升至 100 条，缓解产能不足的问题（产能利用率下降至 71%），妙可蓝多也成为中国外资及中资企业中拥有最多奶酪生产线的企业。

图表 14：妙可蓝多奶酪产能增长



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 15：妙可蓝多奶酪产能利用率



资料来源：公司数据、浦银国际

蒙牛的增持，在资金上支持了妙可蓝多加建工厂和生产线改建，扩大奶酪产能。参照目前公司的在建计划，各类生产线改建和新建项目将额外释放 5.3 万吨产能，为市场需求增加和未来新产品的铺排提供更大保障。

图表 16：妙可蓝多奶酪业务在建工程

项目名称	奶酪产能（万吨）	工程进展
长春特色乳品产业升级改造项目	1.25	35.01%
吉林原制奶酪加工建设项目	1.55	20.47%
切丝车间奶酪加工项目	1.25	31.36%
吉林中新食品区创业园项目	1.25	21.90%
总计	5.3	-

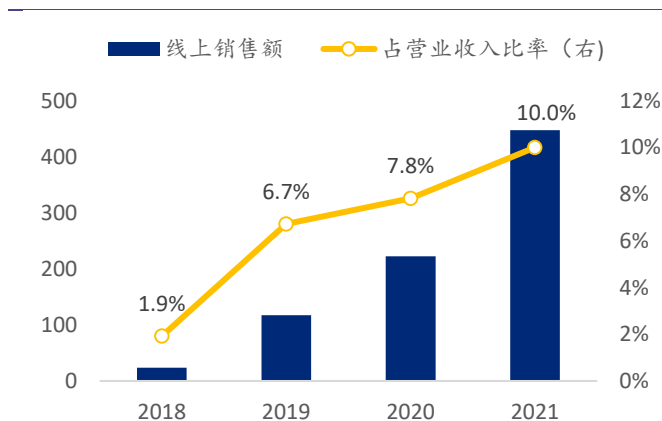
资料来源：公司公告，浦银国际整理

## 线上线下全域布局，蒙牛带领常温渠道发力

受惠于妙可蓝多品牌力的提升和市场的高度认可，妙可蓝多渠道的建设愈加完善。过去五年，经销商增至 5,363 家，零售网点提升增长 60 倍至 60 万个（其中常温、低温网点分别约为 20 万及 40 万个），已覆盖全国超 90% 的城市和地区。

公司也实现了线上渠道的全布局，分别在天猫和京东等传统电商，以及拼多多、快手和抖音等新平台设立旗舰店，线上销售占比逐年提升。在 2021 年“双十一”和“618”购物促销活动期间，妙可蓝多各平台奶酪品类的销售额都名列第一。

图表 17：妙可蓝多线上销售占比



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 18：2021 年双十一妙可蓝多在各平台奶酪品类均名列第一



资料来源：天猫、京东、拼多多、抖音、浦银国际

蒙牛的入股，也助力妙可蓝多更加顺利的拓展渠道。作为中国乳制品龙头企业之一，蒙牛所掌握的渠道资源是主要竞争对手不可比拟的。同时，近年来蒙牛“镇村通”项目打通的下沉市场渠道网络，也正是与妙可蓝多竞争的外资企业较为缺乏的渠道资源。随着低线城市的消费升级趋势持续，这一片广阔的市场，也是妙可蓝多与外资奶酪企业进一步拉开差距的战略要地。



与此同时，在妙可蓝多大力开展常温奶酪业务的当下，蒙牛也利用深耕 20 余年的常温渠道资源，为妙可蓝多布局常温渠道铺平道路，在外资染指较少的下沉市场独放异彩。随着蒙牛与妙可蓝多加强协同，我们相信，蒙牛会与妙可蓝多共享更多的渠道资源，协助妙可蓝多在常温奶酪这一蓝海快速拓展市场，抢占先机。

● “1+N+X” 全场景覆盖奶酪产品矩阵

妙可蓝多参照“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——即以零售端的网红爆款单品奶酪棒作为奶酪业务的基础（“1”），叠加餐饮端及家庭餐桌产品线，让使用场景更加丰富（“N”），以及未来还将推出奶酪零食、中老年奶酪等多种新品（“X”）。

蒙牛也表示，将在 2024 年前将自身奶酪业务注入妙可蓝多，届时，妙可蓝多产品矩阵将进一步扩大，也避免了双方的内部竞争。

图表 19：妙可蓝多产品矩阵

即食奶酪	小酪牛奶酪棒	0添加奶酪棒	金装奶酪棒	奶酪棒	儿童成长奶酪	酪鲜生（芝士棒）	新金装奶酪棒
							
家庭餐桌	煎烤奶酪	烘焙奶酪	马苏里拉奶酪	奶油芝士	芝士片		
							
工业餐饮	精制马苏里拉奶酪	车达奶酪酱	高熔点奶酪丁	黄车达奶酪丝			
							

资料来源：浦银国际整理

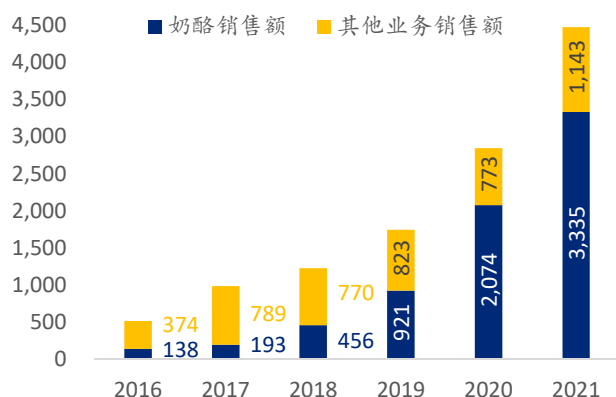
低温奶酪棒：大单品迭代创新，扩大影响力

在很长一段时间，妙可蓝多一直受制于企业和市场规模较小，消费者对奶酪的认知较浅，因而，在市场内并未激起太大浪花。

随着外资乳酪企业在中国市场的不断尝试，针对新一代父母营养均衡观念增强，妙可蓝多在 2018 年推出了强调高营养价值的奶酪棒、儿童成长奶酪等产品，一经推出，便获得了巨大成功。自奶酪棒上市，公司的收入和毛利率均迅速提升。

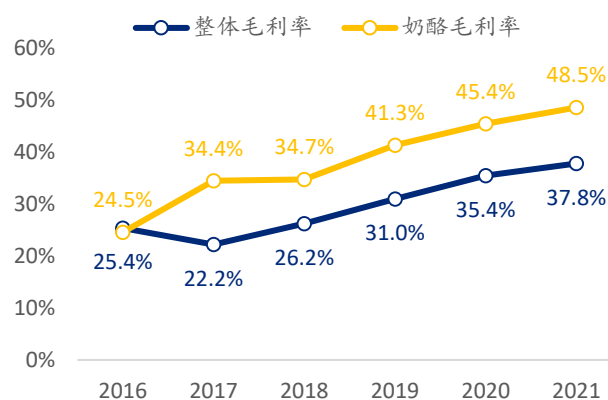


图表 20：妙可蓝多奶酪销售额趋势



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 21：公司整体和奶酪业务毛利率水平



资料来源：公司数据、浦银国际

奶酪棒的迭代主要依靠口味创新及提升营养价值来进行高端化。上市至今，妙可蓝多奶酪棒已推出香草冰激凌、果粒、巧克力等 6 种口味，满足儿童口味上的多样化需求。

2020 年，干酪含量超 40%的金装奶酪棒面世，带领公司走上营养升级的高端化道路。2021 年，又升级金装奶酪棒干酪含量至超 50%、推出高端零添加奶酪棒，拓展对营养价值有更高追求的消费群体。

对比竞品，妙可蓝多奶酪棒的高性价比有很大的竞争优势。公司儿童奶酪棒定价处于市场中位数水平，产品中钙和蛋白质含量也数一数二，尤其是新品金装奶酪棒干酪含量升级后，竞争力进一步提升。

图表 22：各品牌奶酪棒营养价值对比

品牌	产品	价格(元/500g)	钙含量 (毫克/100g)	蛋白质含量 (g/100g)
妙可蓝多	普通奶酪棒	59	357	7.9
	新金装奶酪棒	79	588	7.6
爱氏晨曦	高钙奶棒	108	460	8
	0 添加奶棒	64.5	460	8
伊利	儿童奶酪棒	71	580	6.5
百吉福	棒棒奶酪	73	426	6.9
安佳	高钙奶酪棒	111	338	7.5

资料来源：京东，浦银国际整理

但由于各品牌奶酪棒同质性较强，消费者认为奶酪棒的可替代性较高。2020 年开始，奶酪棒市场掀起了一波价格战，妙可蓝多也在洪流中被迫加入。根据市场调研，目前商超和线上渠道奶酪棒均有各类促销活动，整体折扣力度约在 5-8 折区间。

我们认为，价格战虽会压低公司的盈利水平，但在宏观层面有利于培养消费者的消费习惯，扩大市场规模。消费习惯养成后，我们认为，消费者会回归到产品本身，行业龙头妙可蓝多将会是更大的受益者。

我们也相信，妙可蓝多强大的品牌力，为其提供了可根据产品升级而提升产品单价的空间，逐步走向高端化。一方面，公司收益水平将随之进一步提升，另一方面，也可尽快跳出同质化较高的普通奶酪棒市场，减少价格战愈演愈烈所带来的负面影响。

### 常温奶酪棒：与蒙牛协作开拓广阔新赛道

妙可蓝多备战常温奶酪棒赛道已有三年之久。经过公司不断调整生产工艺和产品配方，妙可蓝多解决了常温杀菌、棒型包装调整、保持奶酪棒常温低温口感一致的问题。并于 2021 年 9 月推出常温奶酪棒，打造在旅游、课间垫饥的多元场景，为奶酪棒提供新的增长势能，也成为了奶酪市场首批进入常温赛道的企业。

图表 23：妙可蓝多常温奶酪



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 24：妙可蓝多常温奶酪：小酪牛奶酪棒



资料来源：天猫、浦银国际

公司关注常温产品，主要是由于历经常温奶 20 余年对常温渠道的开垦，中国消费者和终端都对常温产品更加熟悉。据市场调研，目前常温市场终端达 500-600 万个，约为低温的 7-8 倍，对于奶酪产品而言，市场开拓空间巨大。

对妙可蓝多来说，常温产品的储存和运输条件要求较低，终端网点不再局限于商超，如母婴店等不具备低温保存能力的终端也可进行覆盖，令产品的消费场景更加丰富，也带动可触达的消费者越来越广泛。尤其对于冷链物流及仓储体系并不健全的下沉市场，常温奶酪不再受运输中温度的限制，在拓宽销售场景的同时，也可享受消费升级中的下沉市场红利。

目前，公司常温产品的布局仍以复刻低温产品为主，虽然配方有所改变，但依然保持了妙可蓝多低温奶酪棒的蛋白质和干酪含量的水准，甚至有一定程度的提升。

图表 25：妙可蓝多常温、低温奶酪棒营养价值对比

产品类别	产品	钙含量 (毫克/100g)	蛋白质含量 (g/100g)	保存条件	保质期
常温	小酪牛奶酪棒	595	8.2	<25 摄氏度	6 个月
	常温奶酪棒	580	8.3	<25 摄氏度	6 个月
	奶酪棒	357	7.9	2-6 度冷藏	9 个月
低温	0 添加奶酪棒	595	8	2-8 度冷藏	90 天
	新金装奶酪棒	588	7.6	2-8 度冷藏	6 个月

资料来源：京东，浦银国际整理

当然，常温奶酪市场的广阔前景，也不仅仅只被妙可蓝多所关注。伊利和蒙牛也在 2021 年推出常温产品，但产品定位更多是成人奶酪零食。其他奶酪品牌虽然也在布局常温产品，但不论是品牌知名度，抑或渠道掌控，目前都无法与妙可蓝多相匹敌。

我们认为，未来更多竞争对手将会布局常温赛道，但由于常温奶酪的生产存在一定壁垒，需要时间进行前期投产准备。在此之前，妙可蓝多有一定先发优势，可以做好产品升级和消费者培育，在短期内仍有较强的竞争力。此外，如上文所述，我们相信蒙牛强大的常温渠道运作能力，也可带动妙可蓝多常温产品在全国常温渠道更加迅速和顺畅地铺排及渗透。

## 家庭餐桌和工业餐饮系列：融入中餐，走进千家万户

目前，中国奶酪消费额约有 70% 来自餐饮端，相较零售端的市场更为宽广，是妙可蓝多无法放弃的城池。公司的奶酪产品发展策略，也在 2020 年转至全场景布局，产品线已包含大部分餐饮企业使用的奶酪产品。

在过去两年疫情的大背景下，家庭餐桌和工业餐饮系列互相弥补。疫情令外出就餐受限，消费者在家烹饪的热情提升，公司的家庭餐桌系列也在 2020 年增加 109%。同时，随着疫情逐渐常态化，2021 年餐饮需求回升，带动工业餐饮系列逆势增长 73%。

参照与中国饮食习惯更加相似的日韩两国的奶酪餐饮发展历程，中国奶酪市场规模的扩张，必将经历产品本土化的转型，与中式餐饮相结合。为助力这一趋势，妙可蓝多在微信公众号中，定时发布奶酪和中式菜肴相结合的食谱，并赞助多个中餐厨艺竞赛，以期打开奶酪和中式饮食结合的新模式。公司合作企业已不仅限于西式快餐和烘焙糕点等头部企业，还包含了外婆家等中餐企业。

本土化的奶酪应用中各类现制茶饮品牌的奶盖系列是优秀示范案例，也是奶酪在中国应用场景不断拓展的证明。妙可蓝多的定制化奶酪供应服务也使其与多家头部茶饮企业，如奈雪、古茗等展开合作。

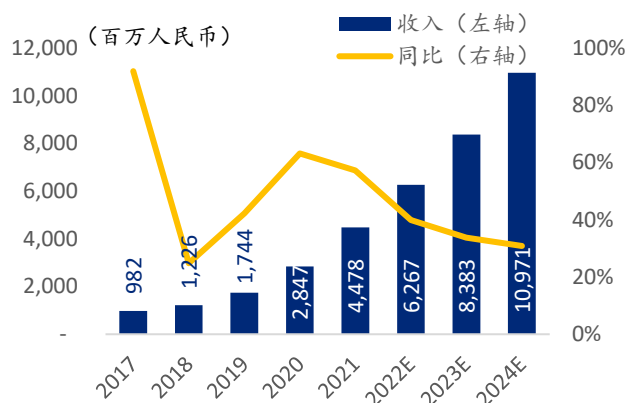
图表 26：与妙可蓝多合作的餐饮企业

餐饮类别	企业名	餐饮类别	企业名
西式快餐	达美乐	茶饮	奈雪
	汉堡王		古茗
	萨莉亚	西式烘焙	85 度 C
	赛百味	中餐	外婆家
	星巴克		海底捞

资料来源：浦银国际整理

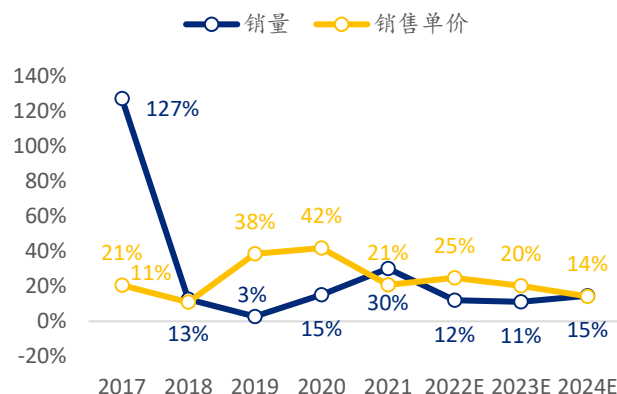
## 盈利预测

图表 27: 妙可蓝多收入与同比增速, 2017-2024E



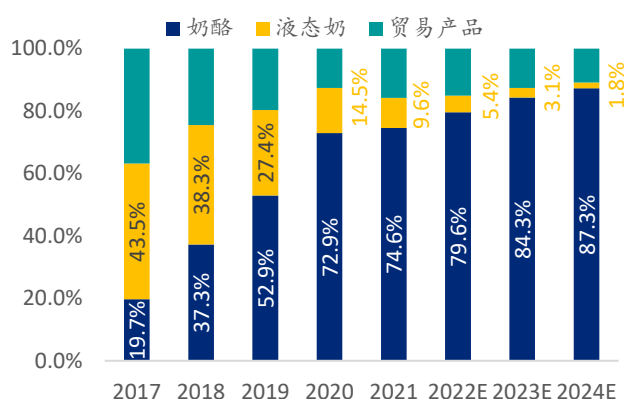
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 28: 销量与平均销售单价同比变化, 2017-2024E



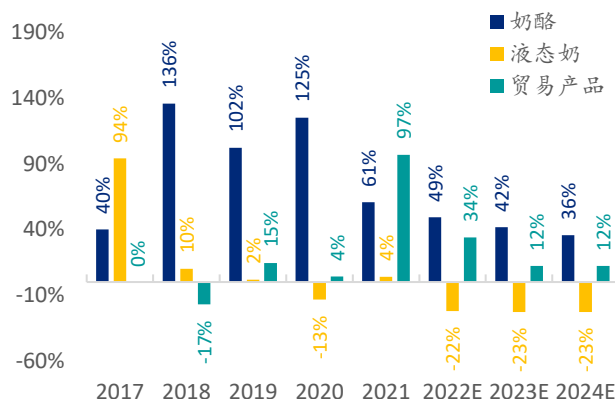
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 29: 收入按品类分布, 2017-2024E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 30: 各品类收入同比增长, 2017-2024E



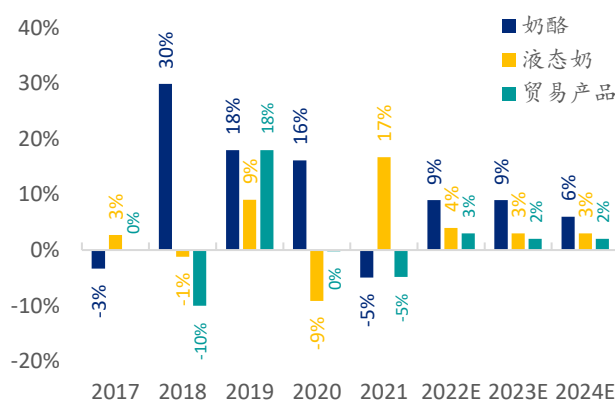
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 31: 各品类销量同比变化, 2017-2024E;



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

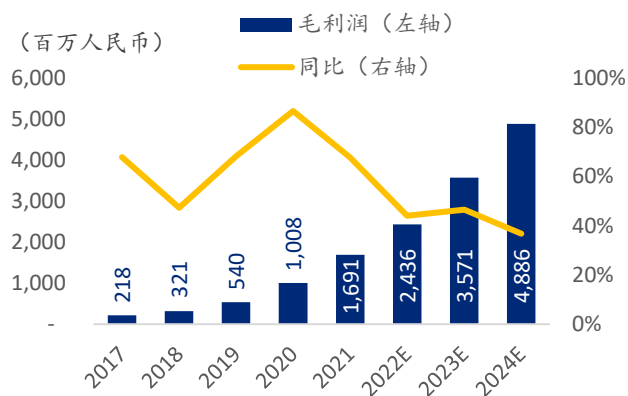
图表 32: 各品类平均销售单价同比变化, 2017-2024E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

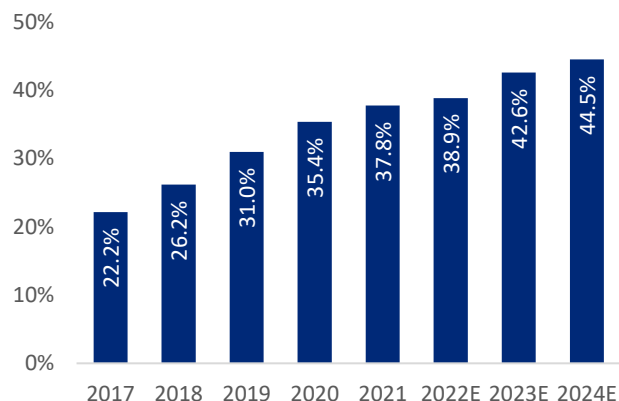


图表 33: 妙可蓝多毛利与同比增速, 2017-2024E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 34: 妙可蓝多毛利率, 2017-2024E



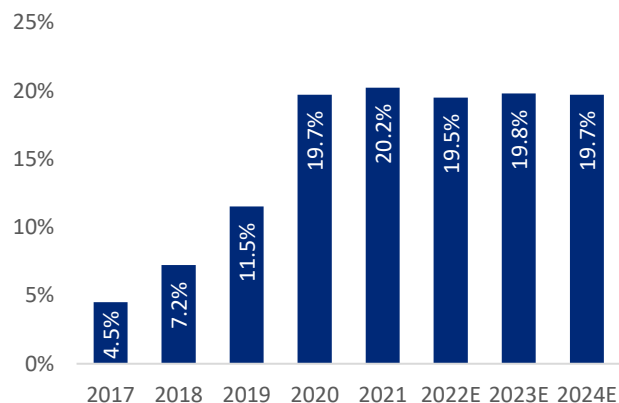
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 35: 妙可蓝多销售费用率, 2017-2024E



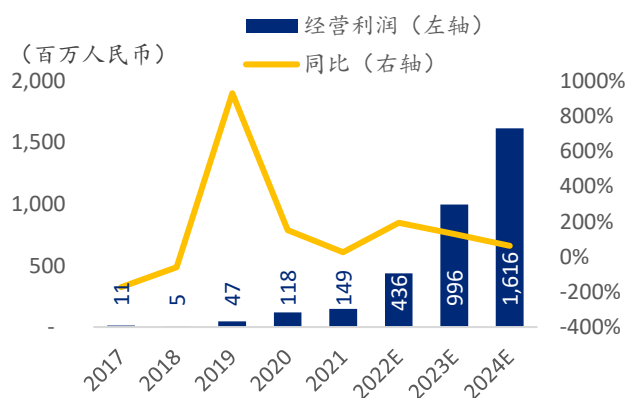
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 36: 妙可蓝多广告宣传推广费用率, 2017-2024E



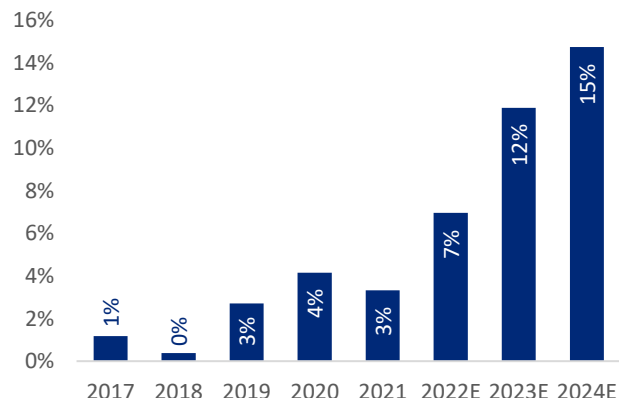
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 37: 妙可蓝多核心经营利润与同比增速, 2017-2024E



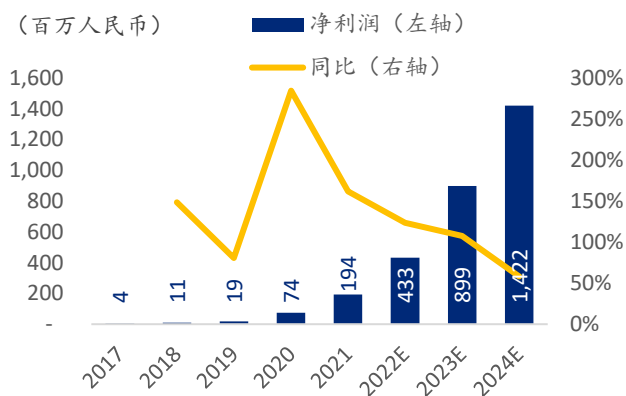
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 38: 妙可蓝多核心经营利润率, 2017-2024E



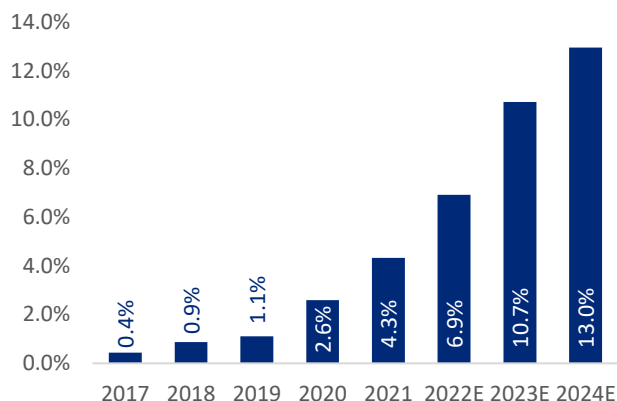
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 39: 妙可蓝多核心净利润与同比增速, 2017-2024E;



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 40: 妙可蓝多核心净利率, 2017-2024E



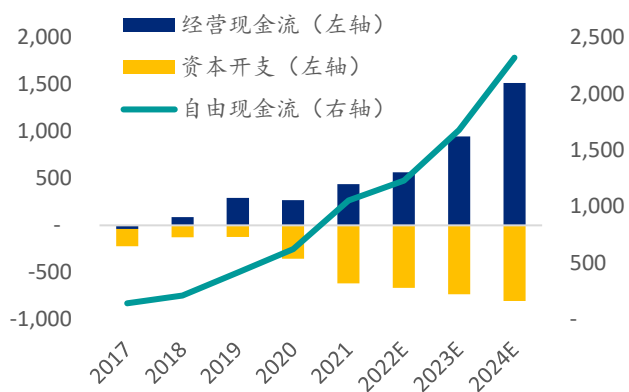
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 41: 杜邦净资产收益率 (ROE) 分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
毛利率	26%	31%	35%	38%	39%	43%	45%
销售、管理费用率	26%	28%	31%	34%	32%	31%	30%
EBIT 利润率	0%	3%	4%	3%	7%	12%	15%
税前利润/EBIT	-33%	48%	81%	156%	121%	110%	107%
净利润/税前利润	-699%	85%	78%	83%	82%	82%	82%
净利润率	1%	1%	3%	4%	7%	11%	13%
资产周转率	48%	63%	58%	64%	80%	91%	109%
财务杠杆	223%	207%	179%	145%	136%	135%	133%
ROE	1%	1%	3%	4%	8%	13%	19%

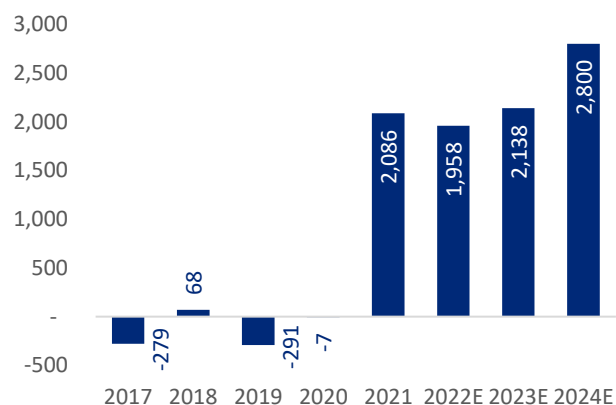
资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 42: 妙可蓝多的经营现金流、资本开支与自由现金流



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 43: 妙可蓝多净现金



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据, 浦银国际

## 目标价与估值

考虑到中国奶酪市场正处于快速扩容阶段，叠加妙可蓝多拓展常温奶酪的决心和投入，及蒙牛日后对公司资源的支持，为完整地捕捉公司未来的快速增长，我们采取 DCF 估值，基于 10.0%WACC 与 3%的永久增长率，得到目标价 50.0 港元，对应 33x2023E P/E 及 20x 2023E EV/EBITDA。潜在升幅 26.3%。我们首次覆盖妙可蓝多（600882.CH），给予“买入”评级。

## 风险提示

- 1) 整体行业需求放缓；
- 2) 常温奶酪市场接受度低于预期；
- 3) 原材料价格上涨高于预期；
- 4) 食品安全问题；
- 5) 奶酪市场竞争加剧；
- 6) 供应链受阻影响产量。

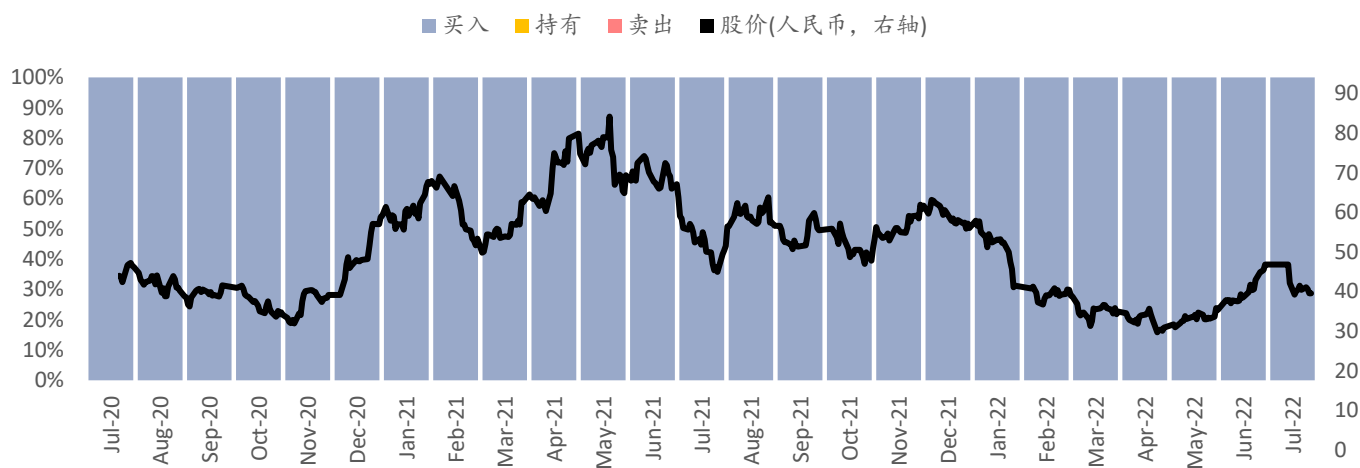
图表 44: SPDBI 目标价: 妙可蓝多



资料来源: Bloomberg、浦银国际

# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 45：妙可蓝多市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 46：妙可蓝多 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：62.5 港元

概率：25%

- 2023 年公司奶酪单价提升超 15%；
- 2023 年公司毛利率水平同比提升 400bps；
- 2023 年销售费用率下降 20bps。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：40.0 港元

概率：20%

- 2023 年公司奶酪单价同比持平；
- 2023 年公司毛利率水平同比提升不及 100bps；
- 2023 年销售费用率同比增长超 50bps。

资料来源：浦银国际



# 公司背景

## ● 公司介绍

妙可蓝多的前身广泽乳业创立于 2001 年，总部设于吉林。2015 年广泽乳业借壳华联矿业在 A 股上市（股票代码：600882.SH），成为国内唯一一家以奶酪为核心业务的 A 股上市公司。2019 年，广泽股份正式更名为“妙可蓝多”，并将总部迁至上海。公司在国内设有 5 家工厂，其中两间位于上海，其余分别位于天津、长春和吉林。公司的主营业务包含液态奶、奶酪和贸易。

妙可蓝多的核心业务奶酪产品覆盖即食营养系列、家庭奶酪系列以及餐饮工业系列。其中奶酪棒和马苏里拉奶酪已成为明星爆款产品。主要产品包含：

### ● 即食营养系列：

- 低温：儿童奶酪棒、0 添加奶酪棒、金装奶酪棒、酪鲜生奶酪棒、儿童成长奶酪
- 常温：常温奶酪棒、小酪牛奶酪棒

### ● 家庭奶酪：煎烤奶酪、烘焙奶酪、马苏里拉、奶油芝士

### ● 餐饮工业：车达奶酪酱、马苏里拉奶酪、黄车达奶酪丝

财务上，公司 2021 年收入 44.8 亿元人民币，按地方区域看，北区贡献收入 45%，中区贡献 36%，南区贡献 19%。2021 年公司归母净利润 1.54 亿元，归母净利率 3.4%。

## ● 前十大股东

图表 47: 妙可蓝多主要股东

	主要股东	占比(%)
1	Inner Mongolia MN Dairy	29.99
2	Chai Xiu	14.74
3	Allianz SE	2.31
4	UBS AG	2.28
5	AEGON	2.16
6	HUIJIU NO3 PRI INV FD	1.67
7	Merrill Lynch & Co Inc	1.60
8	WUFENG NILIU PRI SEC	1.41
9	RONGYUE BAINA INNO DRI PRI	1.39
10	Huatai-PineBridge Fund Management Co	1.32

\*截至 2022 年 7 月 26 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

## ● 公司历史

图表 48：妙可蓝多发展里程碑

时间	里程碑
1988	妙可蓝多品牌创立
2001	吉林广泽成立
2003	广泽品牌产品上市，以“广泽牛奶、新鲜到家”的理念开拓市场
2008	广泽乳业与法国和美国企业合资涉足奶酪业务
2015	广泽股份全面转型，成为以奶酪为核心业务的 A 股上市公司
2018	联手动画片“汪汪队立大功”上市联名系列奶酪棒
2019	广泽股份正式更名为妙可蓝多
2020	蒙牛以现金方式认购妙可蓝多股份，持股 9.93%
2021	蒙牛对妙可蓝多进行第轮定增收购，持股增至 28.47%

资料来源：公司公告、浦银国际

## ● 公司管理层

图表 49：妙可蓝多管理层

姓名	职位	履历
卢敏放	董事长	现任公司董事长，内蒙古牛董事、总经理，蒙牛乳业执行董事兼总裁，雅士利国际控股有限公司董事会主席兼非执行董事及中国现代牧业控股有限公司董事会主席兼非执行董事。卢敏放先生亦为国际乳品联合会董事。获委任为雅士利董事会主席之前，卢敏放先生为雅士利总裁兼执行董事。卢敏放先生亦曾为以下雅士利子公司的董事：雅士利国际有限公司、雅士利国际集团有限公司、新欧香港国际有限公司及施恩国际集团有限公司。卢敏放先生曾担任达能早期生命营养品公司大中华区副总裁，服务达能集团及多美滋婴儿食品有限公司超过 10 年。加入达能集团前，卢敏放先生曾在强生（中国）有限公司任职达 9 年，并在美国通用电气（中国）服务近 4 年。
柴琇	副董事长、总经理	现任公司副董事长、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、执行总经理	现任公司董事、执行总经理，吉林芝然董事，吉林科技董事长兼总经理，上海芝然监事，长春市联鑫投资咨询有限公司董事，吉林省嘉德置地有限公司监事，妙可食品监事。曾任广泽投资控股集团有限公司副总裁，广泽乳业总经理等。
张平	董事	现任公司董事，内蒙古牛董事，蒙牛乳业董事、副总裁、首席财务官，亦分别为香港上市公司雅士利、中国现代牧业以及中国圣牧有机奶业有限公司的非执行董事。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。
蒯玉龙	董事、财务总监	现任公司董事、财务总监，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 项目总经理等职务。
郭永来	董事、副总经理	现任公司董事、副总经理，北区事业部负责人，吉林市九牛乳业发展有限责任公司董事。曾任广泽投资控股集团有限公司办公室主任，广泽农牧科技有限公司总经理，广泽乳业有限公司总经理等。

资料来源：公司年报、浦银国际

## ● 财务报表

图表 50: 妙可蓝多利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,847	4,478	6,267	8,383	10,971
同比	63.2%	57.3%	40.0%	33.8%	30.9%
营业成本	-1,825	-2,767	-3,803	-4,774	-6,036
毛利润	1,008	1,691	2,436	3,571	4,886
毛利率	35.4%	37.8%	38.9%	42.6%	44.5%
销售费用	-710	-1,159	-1,549	-2,086	-2,704
管理费用	-140	-343	-396	-414	-468
其他经营收入及收益	-39	-40	-56	-75	-98
经营利润	118	149	436	996	1,616
经营利润率	4.2%	3.3%	6.9%	11.9%	14.7%
营业外收入	6	6	8	11	15
营业外支出	-8	-3	-3	-3	-3
其他营业收入(支出)	-37	74	81	85	100
利润总额	95	233	528	1,096	1,734
所得税	-21	-39	-95	-197	-312
所得税率	-22.4%	-16.7%	-18.0%	-18.0%	-18.0%
净利润	74	194	433	899	1,422
减: 少数股东损益	15	39	88	182	289
归母净利润	59	154	345	716	1,133
归母净利率	2.1%	3.4%	5.5%	8.5%	10.3%
同比	208.2%	160.6%	123.5%	107.5%	58.2%

资料来源: 公司数据、浦银国际预测



图表 51: 妙可蓝多资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	567	2,436	2,325	2,524	3,205
应收票据及应收账款	116	96	148	198	259
预付款项	114	127	178	237	311
其他应收款	8	20	20	20	20
存货	270	523	545	684	865
其他流动资产	102	682	732	832	932
<b>流动资产合计</b>	<b>1,178</b>	<b>3,884</b>	<b>3,948</b>	<b>4,496</b>	<b>5,592</b>
固定资产	630	1,024	1,457	1,909	2,382
在建工程	217	362	362	362	362
无形资产	100	97	94	91	87
商誉	401	391	391	391	391
递延所得税资产	104	114	114	114	114
其他非流动资产	463	825	922	1,020	1,121
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,915</b>	<b>2,813</b>	<b>3,339</b>	<b>3,886</b>	<b>4,456</b>
短期借款	275	350	368	386	405
应付票据及应付账款	327	408	505	634	801
合同负债	74	96	96	96	96
应付职工薪酬	43	70	97	130	170
应交税费	50	81	81	81	81
其他应付款	117	403	403	403	403
其他流动负债	25	26	26	26	26
<b>流动负债合计</b>	<b>911</b>	<b>1,433</b>	<b>1,576</b>	<b>1,756</b>	<b>1,983</b>
长期借款	299	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	49	357	373	389	406
<b>非流动负债合计</b>	<b>349</b>	<b>357</b>	<b>373</b>	<b>389</b>	<b>406</b>
股本	2,246	5,118	5,118	5,118	5,118
储备	-761	-606	-261	455	1,588
少数股东权益	347	395	482	665	954
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,833</b>	<b>4,906</b>	<b>5,339</b>	<b>6,238</b>	<b>7,660</b>

资料来源: 公司数据、浦银国际预测

图表 52：妙可蓝多现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	74	194	433	899	1,422
固定资产折旧	52	69	99	133	171
无形资产摊销	8	8	8	9	9
财务费用	43	25	39	43	58
存货的减少	-130	-251	-22	-139	-181
经营性应收项目的减少	-11	-29	-103	-110	-134
经营性应付项目的增加	212	283	125	162	208
其他	20	140	-13	-52	-39
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>267</b>	<b>437</b>	<b>565</b>	<b>945</b>	<b>1,514</b>
资本开支	-356	-616	-665	-731	-804
投资支付的现金	0	-1,660	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0	0	0	0	0
其他	-76	1,117	10	10	10
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-432</b>	<b>-1,159</b>	<b>-655</b>	<b>-721</b>	<b>-794</b>
吸收投资收到的现金	457	3,089	0	0	0
取得借款收到的现金	370	617	18	18	19
收到其他与筹资活动有关的现金	0	0	0	0	0
偿还债务支付的现金	-492	-831	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-36	-19	-39	-43	-58
其他	-2	-257	0	0	0
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>298</b>	<b>2,599</b>	<b>-21</b>	<b>-25</b>	<b>-39</b>
现金及现金等价物净增加额	134	1,876	-111	199	681
期初现金及现金等价物余额	409	543	2,436	2,325	2,524
<b>期末现金及现金等价物余额</b>	<b>543</b>	<b>2,419</b>	<b>2,325</b>	<b>2,524</b>	<b>3,205</b>

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 53：浦银国际消费行业公司覆盖

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	66.4	买入	92.8	2022 年 4 月 21 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	88.6	买入	119.0	2022 年 4 月 18 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.9	买入	1.1	2022 年 5 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	6.5	买入	8.5	2022 年 6 月 30 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	5.8	持有	6.0	2022 年 3 月 30 日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	56.2	买入	70.0	2022 年 3 月 25 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	126.1	买入	150.0	2022 年 4 月 6 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	23.7	买入	31.0	2022 年 2 月 24 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	80.0	买入	74.6	2022 年 4 月 29 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	100.5	持有	91.2	2022 年 4 月 29 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	8.5	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	36.8	买入	47.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	36.5	买入	47.0	2022 年 8 月 1 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	12.4	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	7.0	持有	7.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	6.4	持有	6.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	39.6	买入	50.0	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	1.1	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	3.0	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品

截至 2022 年 7 月 28 日收盘价 资料来源：Bloomberg，浦银国际整理

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 周文頌

tallan\_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 陈岑

angel\_chen@spdbi.com

852-2808 6475

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

