

2020 年 05 月 14 日

休闲零食系列深度（五）：

中小盘研究团队

小小奶酪棒，撬动奶酪千亿市场需求

——中小盘主题

任浪（分析师）

renlang@kysec.cn

证书编号：S0790519100001

孙金钜（分析师）

sunjinju@kysec.cn

证书编号：S0790519110002

● 奶酪棒撬动乳制品消费加速升级，奶酪市场迎来加速发展

国内乳制品消费已进入低速增长的成熟期，核心的液态奶消费量已基本稳定在 3300 万吨左右，消费结构正由液态奶向更加营养、健康的酸奶和奶酪等升级。西式餐饮文化的普及带来了奶酪消费场景增加，国内奶酪行业规模迅速从 2004 年的 4.03 亿元增长至 2018 年的 65.49 亿元，CARG 达 22.04%。近年奶酪行业推出了再制奶酪和儿童零食的大单品奶酪棒，并且获得了快速的发展。作为再制奶酪，奶酪棒更加适合国人的口味；作为儿童零食，奶酪棒从儿童开始培育奶酪的消费习惯。同时奶酪棒的快速放量也提升了奶酪在 C 端消费者中的认知，将推动奶酪消费由 B 端向 C 端加速渗透。奶酪棒的快速放量正在加速我国乳制品的消费升级，驱动奶酪行业进入加速发展期。

● 外资品牌主导，本土化口味和下沉渠道优势助力国内品牌实现赶超

外资品牌凭借原材料干酪和产品先发优势，目前占据市场主导地位，龙头百吉福的市占率达 22.7%（其中奶酪棒单品的市占率超 50%）。由于奶酪属于舶来品，国内消费者初期不适应海外主流的天然奶酪，而更偏好于口感柔和、味道多样化的再制奶酪。同时由于奶酪需要低温储存运输，目前以一二线城市的成熟销售渠道为主。随着奶酪棒等普适品种的放量以及奶酪常温化和消费习惯的逐步养成，市场渠道将快速下沉。国内厂商正凭借对国人消费偏好的理解以及对下沉渠道开拓的优势快速崛起，有望实现对外资品牌的赶超。

● 对标日本：奶酪市场千亿可期，亟待国内龙头崛起

日本乳制品行业同样经历了液态奶到酸奶和奶酪消费升级的过程，奶酪消费同样以再制奶酪为主。1966 年日本奶酪的人均消费量仅 0.27kg（和国内目前水平相当），但经过 50 多年的发展，目前人均消费量已达到人均 2.32kg。日本奶酪占乳制品（不含奶粉）消费的比例目前已达 18%并且仍处于持续提升的过程中。虽然目前我国奶酪行业仅百亿水平，但随着我国乳制品行业规模的稳步提升以及乳制品消费向奶酪的升级，国内奶酪市场规模千亿可期。借鉴日本奶酪行业发展历史，同样经历了由进口主导到本土品牌崛起的发展历程，最终前四大奶酪品牌雪印、六甲黄油、森用、明治均为本土品牌。其中龙头雪印虽然在发展过程中经历了多次合并和分拆，且一度出现过严重的食品安全问题，但在其确立品牌先发优势之后龙头地位持续稳固，行业强者恒强趋势显著。目前国内奶酪行业仍处于发展初期，以外资产品和品牌主导，但国内品牌如妙可蓝多正借助奶酪棒这一大单品和本土化的下沉渠道开拓优势快速崛起。传统乳企巨头蒙牛、伊利也相继开始在奶酪领域发力，推动国内品牌的崛起。

● 受益标的：妙可蓝多——国内奶酪第一品牌

● 风险提示：食品安全问题、行业增长不及预期、疫情在全球范围内扩散等风险。

相关研究报告

《中小盘主题-休闲零食系列（四）：百草味 50 亿嫁入百事，休闲零食龙头价值凸显》-2020.2.23

《中小盘主题-休闲零食系列深度（三）：休闲零食第一大品类，烘焙行业跑马圈地正当时》-2020.1.9

《中小盘主题-休闲零食系列深度（二）：海外借鉴，国内亟待龙头崛起》-2019.12.13

目 录

1、乳制品行业渐入成熟期，消费升级驱动奶酪市场发展.....	4
1.1、乳制品行业渐入成熟期，消费结构优化升级趋势明确.....	4
1.2、西餐文化普及及叠加乳制品消费结构升级驱动奶酪市场发展.....	6
2、本土品牌占据口味和下沉市场优势，未来崛起可期.....	7
3、对标日本，国内奶酪市场千亿可期，亟待本土品牌崛起.....	8
3.1、复盘日本奶酪行业百年发展历程，国内奶酪市场千亿可期.....	8
3.2、借鉴日本百年奶酪龙头雪印，亟待本土品牌崛起.....	12
3.2.1、北海道乳制品合作社时期（1925-1941 年）.....	13
3.2.2、北海道河野工业株式会社时期（1941-1950 年）.....	14
3.2.3、雪印乳业公司时期（1950-2003 年）.....	14
3.2.4、雪印麦格乳业集团时期（2003-至今）.....	15
3.3、国内借鉴：奶酪行业品牌先发优势作用显著，亟待本土品牌崛起.....	17
4、受益标的：妙可蓝多——国内奶酪第一品牌.....	17
4.1、国内奶酪第一厂商，本土龙头品牌雏形初现.....	17
4.2、战投蒙牛入驻，助力国产奶酪龙头崛起.....	18
5、风险提示.....	20

图表目录

图 1：国内乳制品行业已逐渐步入增速稳定的成熟期.....	4
图 2：国内乳制品行业 CR5 与发达国家基本一致.....	4
图 3：国内液态奶消费量已基本维持在 3300 万吨左右.....	4
图 4：酸奶与奶酪在乳制品行业中市场份额不断提升.....	5
图 5：乳制品行业内消费结构不断升级趋势明确.....	5
图 6：西式餐饮文化普及，奶酪下游烘焙行业快速发展.....	6
图 7：奶酪行业市场规模十年增长近 8 倍.....	6
图 8：奶酪市场规模增速位列乳制品行业内第一名.....	7
图 9：国内奶酪产品进口依赖程度依旧较高.....	7
图 10：国内奶酪市场仍为外资品牌主导.....	7
图 11：国内消费者偏好仍然倾向于再制奶酪.....	8
图 12：日本奶酪消费量在过去的 54 年中增长了 22.5 倍.....	9
图 13：日本乳制品存在持续的消费升级的过程.....	9
图 14：国内奶酪人均消费量仅相当于日本 1966 年水平.....	9
图 15：1965-1980 日本奶酪进口量 CARG 达 14.3%.....	10
图 16：1965-1980 年日本奶酪消费量 CAGR 达到 11.6%.....	10
图 17：80 年代后日本本土奶酪产量快速提升.....	11
图 18：1980-2000 年日本奶酪进口量持续快速增长.....	11
图 19：1980-2000 年日本奶酪消费量持续稳步增长，CAGR 达 5.43%.....	11
图 20：2010 年后日本奶酪消费量重回稳定增长轨道.....	12
图 21：日本奶酪市场目前仍保持 5%左右的稳定增长.....	12
图 22：日本奶酪行业市场集中度较高且本土品牌主导.....	12
图 23：国内奶酪人均消费量与日本存 10 倍成长空间.....	12

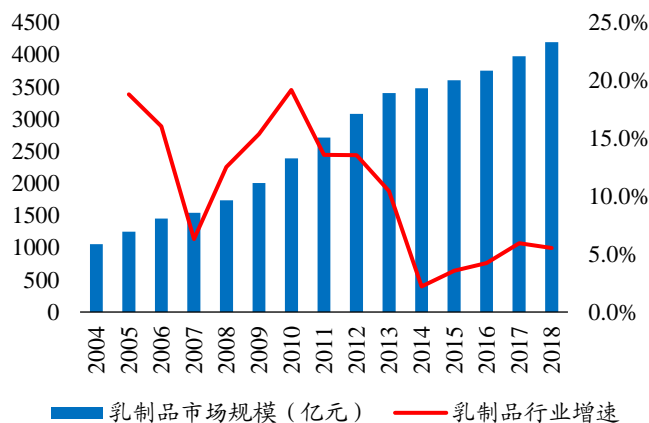
图 24:	2018 年日本雪印乳业营收总额已达到 365.4 亿元.....	13
图 25:	2018 年雪印乳制品销售占比为 39.9%.....	13
图 26:	2018 年雪印已在多个子行业内达到市占率第一.....	13
图 27:	1950-1975 年雪印资本金快速扩大.....	14
图 28:	1950-1980 年代公司产品矩阵不断丰富.....	14
图 29:	截至上世纪 80 年代,雪印乳业已基本完成全国化的产能布局.....	15
图 30:	日本干酪的对外依存度一直在 60%以上.....	15
图 31:	雪印建立了全球化的原材料供应体系.....	15
图 32:	雪印乳业虽经历过多次合并和分拆,但持续保持着奶酪的龙头地位.....	16
图 33:	雪印的酸奶和奶酪收入占比不断提升.....	17
图 34:	雪印奶酪收入保持持续增长.....	17
图 35:	公司紧抓国内乳制品消费升级趋势,转型为以奶酪为核心的乳制品企业.....	18
图 36:	公司奶酪营收平均每年以翻倍以上的增速增长.....	18
图 37:	奶酪业务市占率快速提升,国内龙头雏形初现.....	18
图 38:	战投蒙牛入驻,五大维度助力公司龙头崛起.....	19
图 39:	增发完成后,蒙牛将成为上市公司第二大股东.....	19
表 1:	奶酪又称“奶黄金”,蛋白质和钙含量是牛奶的 8-10 倍.....	5

1、乳制品行业渐入成熟期，消费升级驱动奶酪市场发展

1.1、乳制品行业渐入成熟期，消费结构优化升级趋势明确

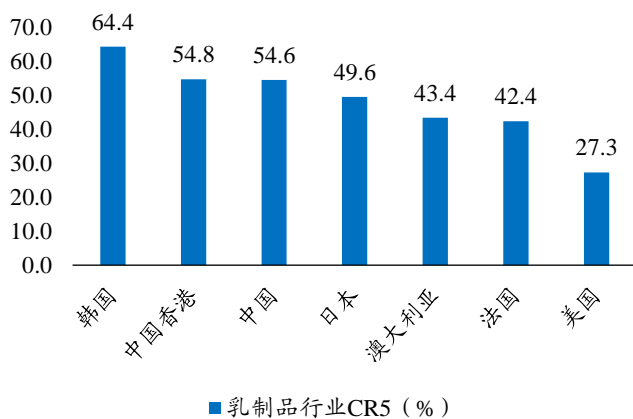
国内乳制品行业已逐渐步入成熟期，CR5 达 54.6%，核心消费品类液态奶年消费量已稳定在 3300 万吨左右。乳制品按照其零售形态的不同大致可分为三类，依次为奶粉（包括全脂乳粉、脱脂乳粉等）、液态奶（包括常温奶、巴氏杀菌奶、酸乳等）以及其他干制乳品（炼乳、奶酪等）。近年来，国内乳制品（不含奶粉，以下同）行业逐步由快速增长的成长期过渡至低速增长期。从乳制品市场规模来看，2008 年之后乳制品市场规模增速逐渐震荡下行，近年来增速稳定至 5% 左右。从乳制品市场集中度来看，2019 年国内乳制品行业 CR5 达到 54.6%，与中国香港（54.8%）、韩国（64.4%）、日本（49.6%）、澳大利亚（43.4%）等发达地区相差不大。液态奶作为乳制品市场的主流消费品种，近年来逐步进入成熟期，年消费量基本稳定在 3300 万吨左右。

图1：国内乳制品行业已逐渐步入增速稳定的成熟期



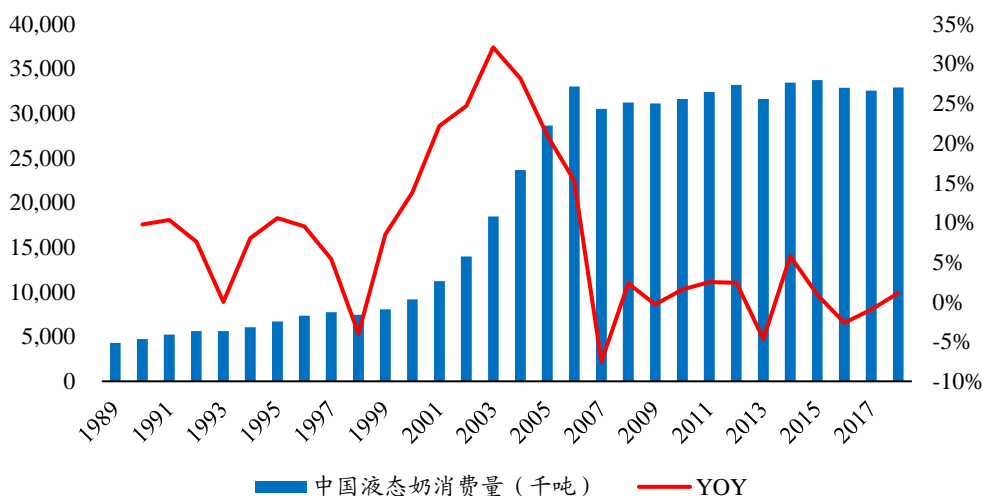
数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图2：国内乳制品行业 CR5 与发达国家基本一致



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图3：国内液态奶消费量已基本维持在 3300 万吨左右



数据来源：USDA、开源证券研究所

乳制品消费结构持续向巴氏奶、酸奶、奶酪等高营养价值品类升级。随着人均可支配收入的不断提升以及冷链物流体系的日益发达，国内消费者对于乳制品的需求逐

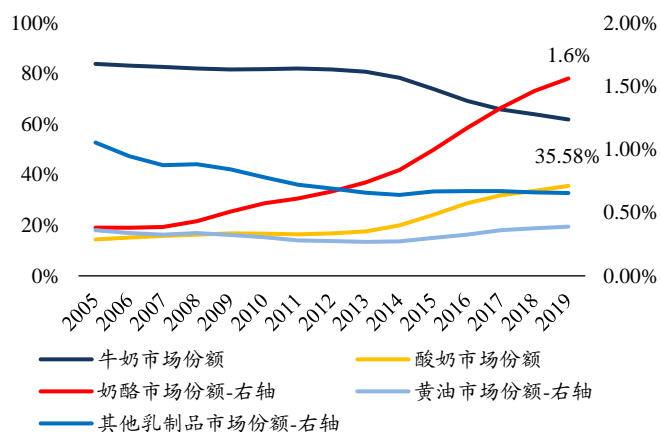
渐向短保质期、零添加剂、高营养价值的品类过渡。具体而言，液态奶中存在由常温奶向巴氏奶升级的趋势。巴氏奶即采用巴氏杀菌法加工而成的牛奶，相比较常温奶所采用的超高温瞬时灭菌保留了部分有益菌，更大程度的保持牛奶内的营养物质。在液态奶逐步由常温奶向巴氏奶消费升级的同时，酸奶、奶酪等更具营养价值的乳制品亦逐渐迅速崛起。2009 年，光明推出中国首款常温酸奶—莫斯利安，随后伊利与蒙牛快速跟进，分别推出各自的常温酸奶品牌安慕希与纯甄，酸奶在国内乳制品行业内的市场份额由 2009 年的 16.8%快速增长至 2019 年的 35.6%。而有“奶中黄金”之称的奶酪，虽为舶来品，也凭借其极高的营养价值含量正逐步为国内广大消费者所接受。奶酪蛋白质含量是牛奶的 8-10 倍，钙、镁、铁、锌含量是牛奶的 5-15 倍。经过乳酸菌等微生物及酶的发酵之后，奶酪更易被人体消化吸收且适合患有乳糖不耐症的消费者食用。由于富含蛋白质和钙，奶酪适合的消费人群包含了从儿童到老年人的全部消费人群，潜在消费人群超过了液态奶，在海外属于普食性的产品。目前，国内奶酪占乳制品消费的比例从 2009 年的 0.5%增长至 2019 年的 1.6%，比例提升超过 3 倍，并且还处于持续快速提升过程之中。

表1: 奶酪又称“奶黄金”，蛋白质和钙含量是牛奶的 8-10 倍

	奶酪	酸奶	牛奶	奶粉
热量（卡）	328	72	54	54
蛋白质（克）	27.5	2.5	3	3
脂肪（克）	23.5	2.7	3.2	3.2
碳水化合物（克）	3.5	9.3	3.4	3.4
维生素 A（微克）	152	26	24	24
维生素 B（毫克）	0.06	0.03	0.03	0.03
维生素 E（毫克）	0.6	0.12	0.21	0.21
钙（毫克）	799	118	104	104
镁（毫克）	57	12	11	11
铁（毫克）	2.4	0.4	0.3	0.3
锌（毫克）	6.97	0.53	0.42	0.42
磷（毫克）	326	85	73	73

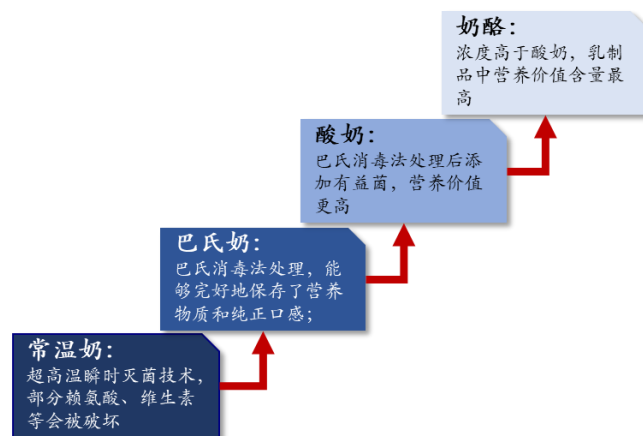
数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

图4: 酸奶与奶酪在乳制品行业中市场份额不断提升



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图5: 乳制品行业内消费结构不断升级趋势明确

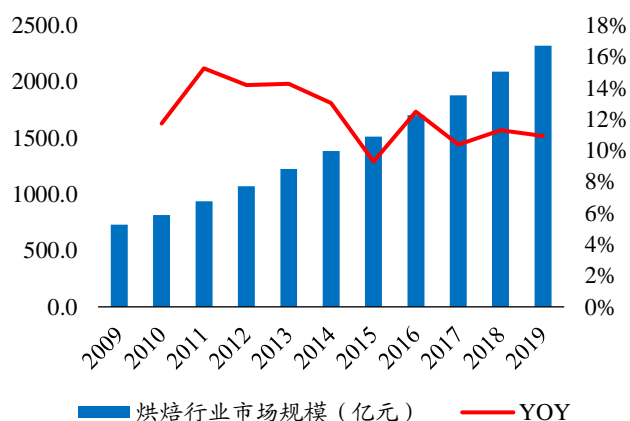


资料来源：开源证券研究所

1.2、西餐文化普及叠加乳制品消费结构升级驱动奶酪市场发展

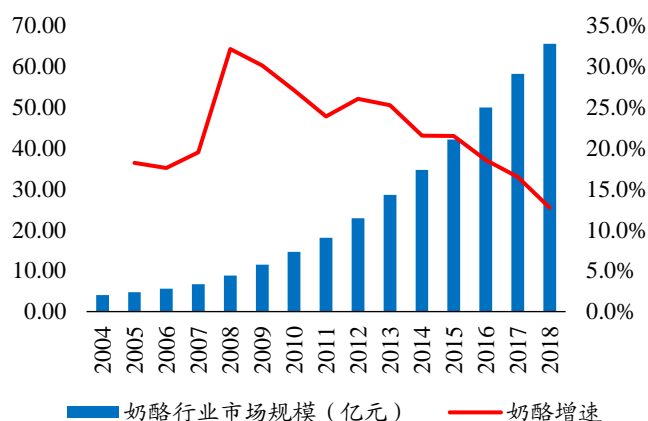
消费升级背景下，西式餐饮文化快速普及叠加乳制品消费结构升级驱动国内奶酪行业规模迅速扩张，增速位列乳制品行业内第一。奶酪是西方国家的传统食品，距今已有几千年历史。根据加工的程度不同奶酪大致可分为天然奶酪和再制奶酪；根据奶酪的含水量不同也可分为半软质奶酪、软质奶酪、半硬质奶酪以及硬质奶酪。奶酪的制作多由牛乳、绵羊乳等经过杀菌、发酵、加热搅拌、压榨等一系列工艺浓缩而成。平均每公斤奶酪需要大约 10 公斤的原料乳，因此营养含量极高。由于奶酪对生牛乳用量及品质要求较高、加工工艺复杂，加之国民饮食习惯等因素，在 90 年代末国内乳制品行业发展的初期，国内鲜有乳制品厂商涉足奶酪生产（彼时仅有三元食品拥有奶酪自主加工生产技术）。因此当时奶酪多以进口为主且价格昂贵，难以在广大消费者之间进行普及。2003 年中国加入世贸组织，奶酪进口税率由此前的 60% 下降至 12%，进口奶酪价格大幅下降，这一定程度上推动了国内奶酪行业的发展。近年来，西式餐饮文化的逐渐普及，西餐厅、烘焙糕点、奶茶等奶酪下游行业亦随之快速发展。根据 Euromonitor 数据统计，2009-2019 年烘焙行业市场规模复合增长率达到 12.3%。拥有肯德基、必胜客、塔可钟等多个知名餐饮品牌的百胜餐饮集团，2019 年在中国的门店已接近 10000 家。下游西式餐饮行业的快速发展、乳制品消费向更健康营养的方向升级以及奶酪的产品和口味创新，正在驱动我国奶酪行业的快速发展。根据 Euromonitor 数据统计，我国奶酪行业市场规模已从 2004 年的 4.03 亿元增长至 2018 年的 65.49 亿元，CARG 达 22.04%。虽然近年来乳制品行业整体增速有所下行，但奶酪行业规模增速仍然保持在 15% 左右的快速增长，领跑乳制品的各品类。近年来行业推出了更适合国人口味的再制奶酪儿童零食——奶酪棒。作为再制奶酪，奶酪棒更加适合国人的口味；作为儿童零食，奶酪棒从儿童开始培育奶酪的消费习惯。奶酪棒一经推出就风靡全国，快速成长为了国内奶酪行业的第一大单品，我们预计目前市场规模已超 20 亿元。奶酪棒的快速放量提升了奶酪在我国 C 端消费者中的认知，将推动奶酪消费由 B 端向 C 端加速渗透。在奶酪棒这一大单品快速放量的驱动下，我国奶酪行业增长出现了进一步的加速。

图6：西式餐饮文化普及，奶酪下游烘焙行业快速发展



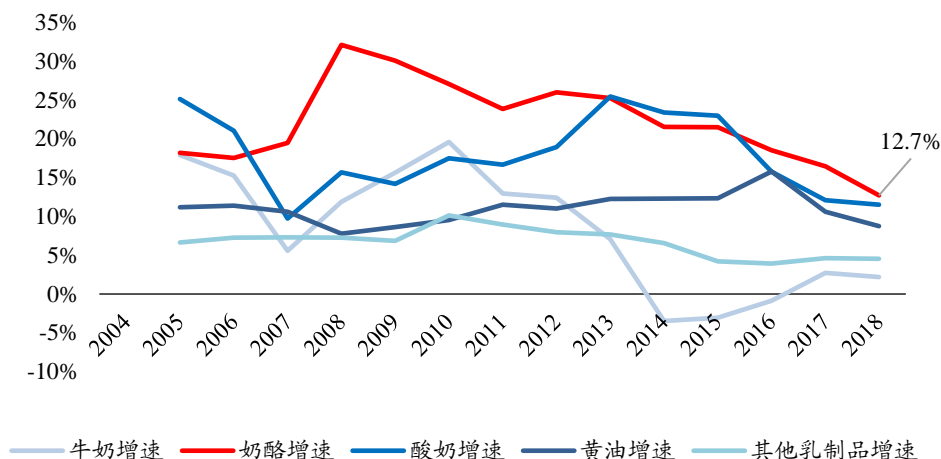
数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图7：奶酪行业市场规模十年增长近8倍



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图8: 奶酪市场规模增速位列乳制品行业内第一名

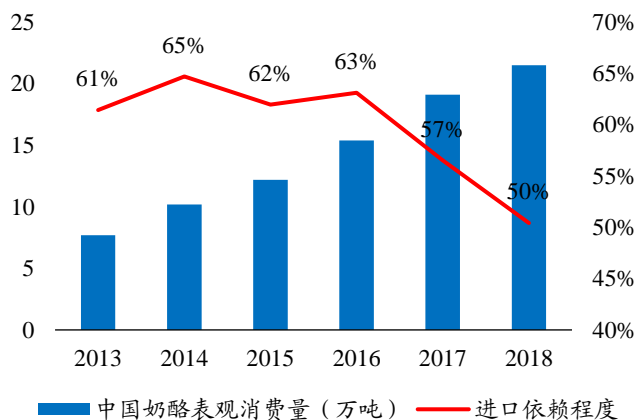


数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

2、本土品牌占据口味和下沉市场优势，未来崛起可期

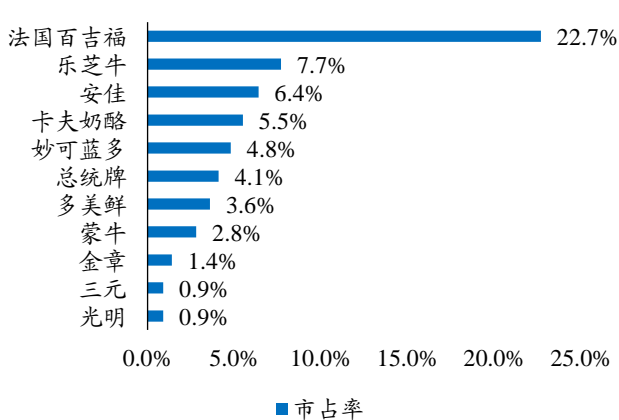
国内奶酪市场进口依赖度较高，目前外资品牌占据主导地位。从生产端看，2000 年以前国内的大型乳制品厂商中仅有三元食品涉足奶酪生产。直到 2008 年之后，伊利、蒙牛、光明等乳制品龙头才逐步开始涉及奶酪生产。因此，一直以来国内消费的奶酪均以进口为主。虽然近年来随着国内乳制品厂商逐渐涉足奶酪生产领域，国内奶酪产品的进口依赖度（进口数量/表观消费量）逐年下降，但自主品牌仍旧较少，仅有的产能也多在为外资品牌代加工。2018 年，国内所消费的奶酪产品中，仍有约 50% 的占比源自于海外进口。而根据 Euromonitor 数据统计，2019 年国内奶酪市场 CR3 为 36.78%且均为外资品牌，分别为法国百吉福（22.7%）、乐芝牛（7.7%）、安佳（6.4%）。国内厂商来看，妙可蓝多市占率最高，市占率达到 4.8%（随着近两年妙可蓝多奶酪业务均是翻倍以上的增长，市占率已达 10%左右），传统乳制品龙头蒙牛、光明、三元则分别为 2.8%、0.9%、0.9%。

图9: 国内奶酪产品进口依赖程度依旧较高



数据来源: USDA、开源证券研究所

图10: 国内奶酪市场仍为外资品牌主导

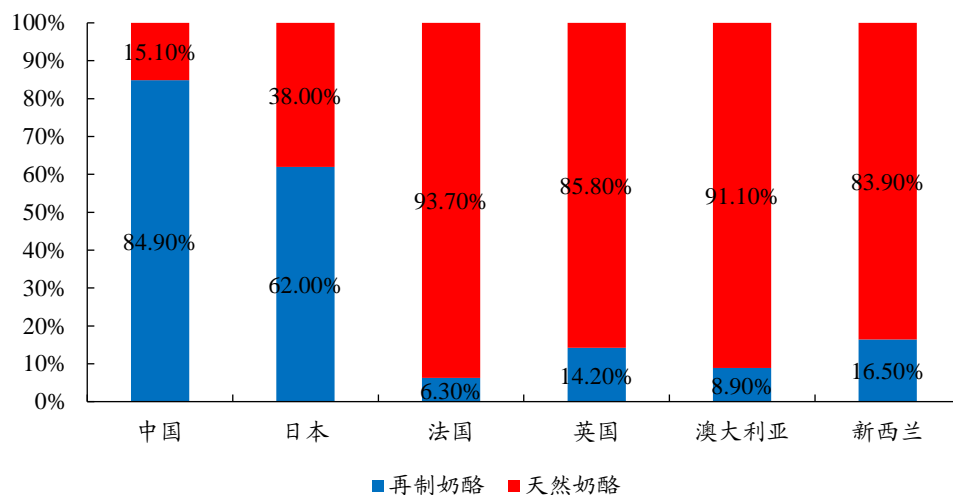


数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

本土品牌在消费者偏好的理解能力、下沉市场渠道的开拓能力等方面更具优势，亟待国内奶酪厂商龙头崛起。在对国人奶酪消费习惯的培育过程中，本土品牌有望凭借对消费者需求和口味更深的理解来逐步提升其品牌忠诚度及市场份额，从而扭转

以外资品牌为主导的市场格局。不同于海外，国内消费者偏好于口感柔和、味道多样化的再制奶酪，根据 Euromonitor 数据统计，2019 年国内奶酪市场中再制奶酪的销量占比高达 84.9%。而法国、英国、澳大利亚、新西兰等海外市场则以天然奶酪为主流消费品种，其销量占比均高达 80%以上。在目前国内外奶酪消费偏好存在较大差异的背景下，本土品牌有望凭借对国内消费者需求和口味更深的理解，推出更适合国内消费者的产品，从而实现快速崛起。此外，从渠道拓展的角度来看，外资品牌多注重于一、二线城市渠道的开拓，主要是国内一二线城市的渠道建设较为成熟，产品铺设难度较低且外资品牌知名度较高。而对于渠道网络更为复杂、管控能力要求更高的下沉市场而言，本土品牌则具备显著的优势。借鉴同为舶来品的烘焙食品在国内的发展历程来看，起初也是以起步较早的曼可顿、好丽友、宾堡等外资品牌占据市场主导地位，但随后达利、桃李等国内厂商借助各自发达的下沉渠道网络及供应链体系迅速崛起，时至今日已分别成长为国内烘焙市场长保和短保的龙头。虽然目前国内奶酪市场由于原料依赖进口仍以外资品牌为主导，但我们认为未来国内厂商有望凭借本土优势崛起，并且目前已经看到了国内厂商正在快速赶超。

图11：国内消费者偏好仍然倾向于再制奶酪



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

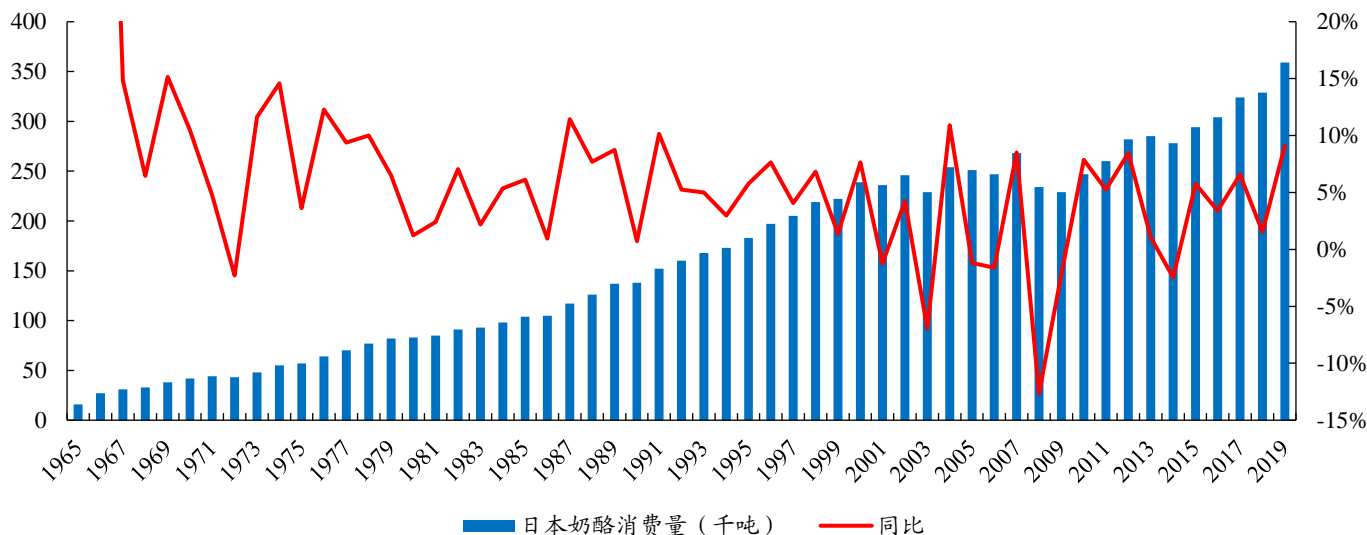
3、对标日本，国内奶酪市场千亿可期，亟待本土品牌崛起

3.1、复盘日本奶酪行业百年发展历程，国内奶酪市场千亿可期

日本与国内饮食结构相似，在乳制品行业发展的进程中亦存在由液态奶到奶酪的消费升级过程，因而对国内奶酪行业的未来发展具备很好的借鉴意义。奶酪对于日本同样属于舶来品，日本对奶酪的消费同样以再制奶酪为主，目前再制奶酪的消费占比仍高达 62%。时至今日，日本奶酪的总消费量已从 1965 年的 1.6 万吨增长至 2019 年的 36 万吨，54 年的时间内增长了 22.5 倍，CARG 达 5.93%。其中 1965-2000 年日本奶酪行业均处于持续快速增长的阶段，35 年内消费量增长了接近 15 倍，CARG 达 8.03%，而后 2000-2008 年经历了一段时间的调整之后继续迎来持续增长。目前在日本乳制品行业基本不增长的背景下奶酪消费量仍旧保持着 5%左右的稳定增长。竞争格局来看，日本奶酪行业 CR5 已达到 60%以上，其中前四大品牌雪印、六甲黄油、森永、明治均是本土品牌。回顾日本乳制品行业的发展历史，同样存在由牛奶向营养价值更高、更加健康的奶酪消费升级的过程。根据日本农林水产省统计数据，1985 年

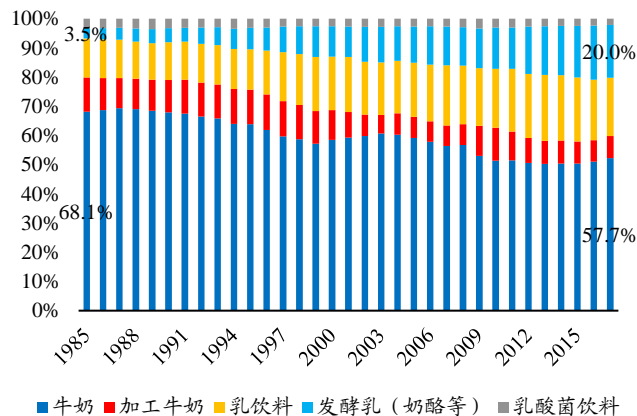
日本乳制品生产结构中牛奶产量的占比为 68.1%，而到 2017 年该占比已下降到 57.7%。相反，在这期间发酵乳（酸奶、奶酪等）的产量占比从 1985 年的 3.5% 增长到 2017 年的 20%（日本奶酪部分依赖进口，实际酸奶、奶酪的消费量高于产量）。目前，国内液态奶消费量已基本趋于稳定，而奶酪行业正处于快速发展的萌芽阶段，奶酪人均消费量 0.28kg，仅相当于日本 1966 年的水平，且正处在由液态奶向奶酪的消费升级过程中。复盘发展历程类似的日本奶酪行业，将对国内奶酪行业未来发展趋势具有很好的借鉴意义。

图12：日本奶酪消费量在过去的 54 年中增长了 22.5 倍



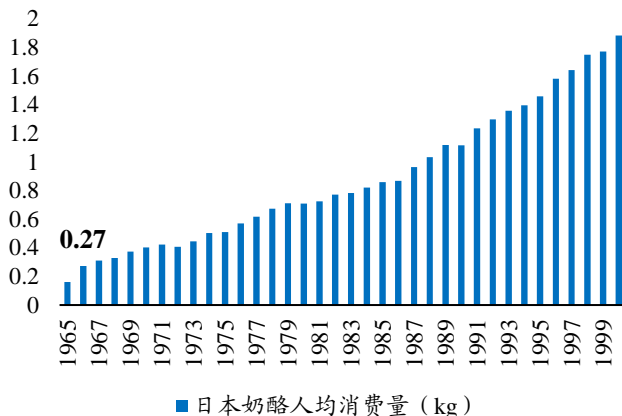
数据来源：USDA、开源证券研究所

图13：日本乳制品存在持续的消费升级的过程



数据来源：日本农林水产省、开源证券研究所

图14：国内奶酪人均消费量仅相当于日本 1966 年水平

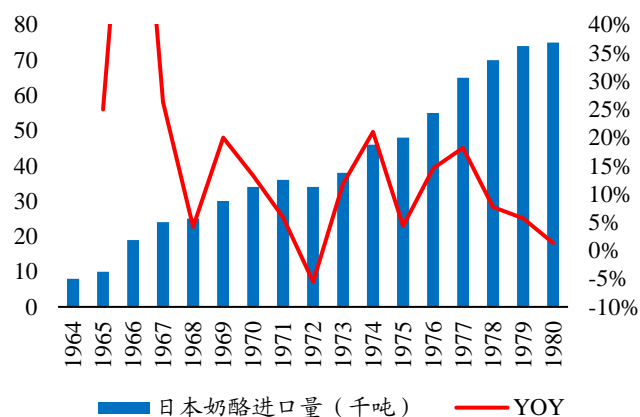


数据来源：日本统计局、日本农林水产省、开源证券研究所

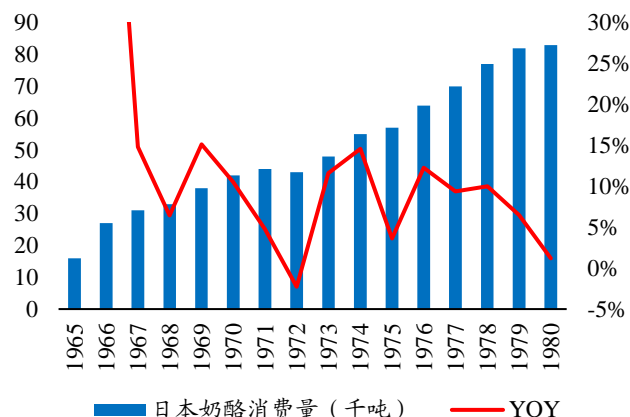
回顾日本奶酪行业的发展历程来看，大致可分为进口导入期、本土厂商扩产期和成熟期三个阶段：

- (1) 进口导入期（1950-1980 年）：受西方文化影响，日本奶酪消费习惯逐渐建立，进口奶酪驱动市场规模持续扩张。1907 年，北海道垦殖局和 Nanae Kangyo 测试站尝试制作炼乳和奶酪的原型，开始了日本的成熟奶酪生产。第二次世界大战后，日本在美国的援助下经济快速恢复，同时奶酪、烘焙等西式餐饮食品也逐步

在日本本土开始普及。日本消费者对于奶酪食品的认知度逐渐提升，奶酪进口量及消费量快速增长，1965-1980 年日本奶酪进口量和消费量 CAGR 分别达到 14.3% 和 11.6%。同时叠加日本宏观经济的快速发展，接连经历“岩户景气”、“奥林匹克景气”、“伊奘诺景气”三大经济扩张周期，人均可支配收入及人均 GDP 高速增长。收入的增长、西式饮食习惯推广，驱动了这一时期奶酪消费的快速发展。不过这一时期奶酪行业的增长主要依赖的是进口产品的驱动，国产奶酪的产量基本没有增长。

图15: 1965-1980 日本奶酪进口量 CAGR 达 14.3%


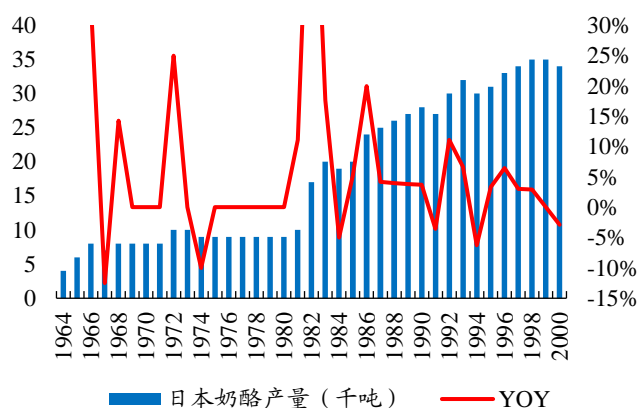
数据来源: USDA、开源证券研究所

图16: 1965-1980 年日本奶酪消费量 CAGR 达到 11.6%


数据来源: USDA、开源证券研究所

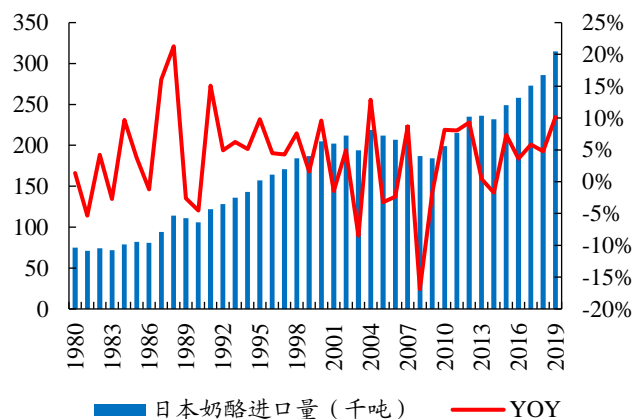
- (2) **本土厂商扩产期 (1981-2000 年):** 日本本土乳业龙头纷纷加码扩产，在本土品牌加码和进口量持续攀升的背景下，奶酪市场规模持续快速增长。经历了进口导入期之后，日本国民对于奶酪的消费习惯逐步建立，国内奶酪市场逐渐打开，明治乳业、雪印乳业等本土乳制品龙头纷纷发力奶酪品类。明治乳业在上世纪 80 年代大力加强工厂机械化程度以及管理效率，每个工厂下设生产科、酪农科、后勤科，其中生产科负责生产技术、产品质量、设备等环节；酪农科主要负责管理奶源，在每个区域内设立酪农协会对酪农户进行统一管理；后勤科则负责生产用物等管理。在高效的管理体系下，明治乳业单个工厂平均每日可处理原奶 130 吨、生产干酪 5 吨，干酪生产量占比达到全国的 50%。日本另一大乳制品龙头雪印乳业则连续推出荷兰达式奶酪、法式浓味奶酪、农家奶酪等近 50 余种不同口感及味道的奶酪，同时还推出了形如糖果的颗粒式包装奶酪与棒状包装奶酪供作儿童营养食品。至 1980 年雪印的干酪产值已达到 368 亿日元。在各大乳制品龙头相继加码奶酪市场的背景下，日本本土的奶酪产能快速扩张，1980 年至 2000 年日本奶酪产量增长超过 3 倍。同时，这一时期奶酪进口量继续保持增长，由 1980 年的 7.5 万吨提升到了 2000 年的 20.5 万吨，CAGR 为 5.16%。在本土厂商快速扩产和进口量持续攀升的背景下，日本奶酪市场规模保持持续快速增长，消费量由 1980 年的 8.3 万吨增长到 2000 年的 23.9 万吨，CAGR 达 5.43%。

图17: 80年代后日本本土奶酪产量快速提升



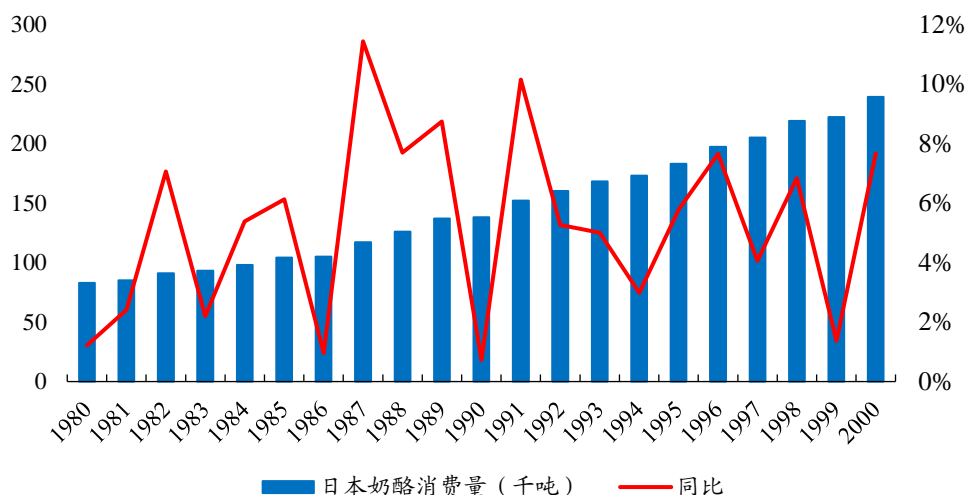
数据来源: USDA、开源证券研究所

图18: 1980-2000年日本奶酪进口量持续快速增长



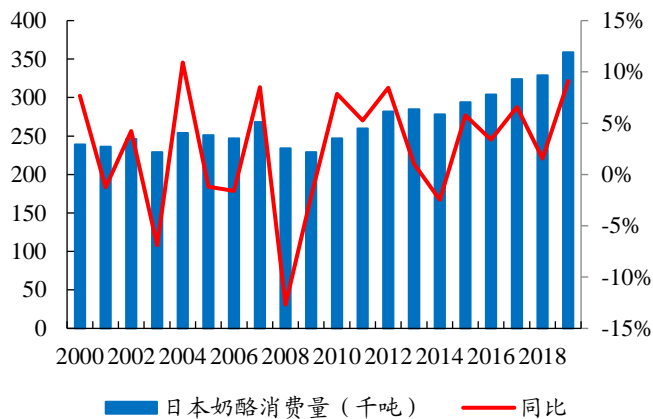
数据来源: USDA、开源证券研究所

图19: 1980-2000年日本奶酪消费量持续稳步增长, CAGR 达 5.43%

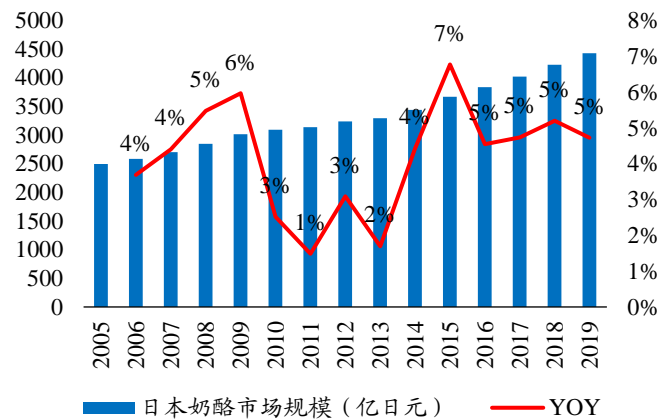


数据来源: USDA、开源证券研究所

- (3) **成熟期 (2000-至今):** 日本乳制品消费结构持续升级, 奶酪消费量经历调整之后再次步入稳健增长阶段。2000-2010年, 日本本身经济处于不增长甚至衰退的阶段。同时日本奶酪龙头雪印在2003年爆发了重大食品安全事件, 当年所生产的乳制品造成了14780位消费者食物中毒, 品牌形象遭遇前所未有的重创。2000-2010年期间日本奶酪消费量基本停止增长, 仅依靠价格的提升保持行业的增长。2010年之后, 随着奶酪龙头雪印、明治乳业等大力整治食品安全问题, 消费者信心逐步恢复, 日本奶酪消费量重回增长轨道。根据Euromonitor数据统计2005至2019年间日本奶酪行业市场规模基本保持在5%左右的增速持续稳健增长, 行业逐渐步入成熟期。

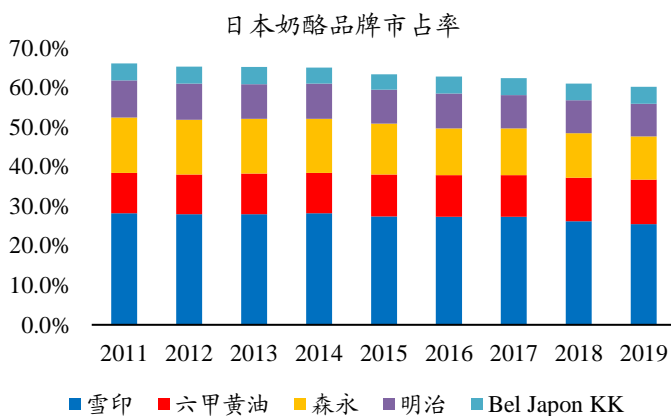
图20: 2010年后日本奶酪消费量重回稳定增长轨道


数据来源: USDA、开源证券研究所

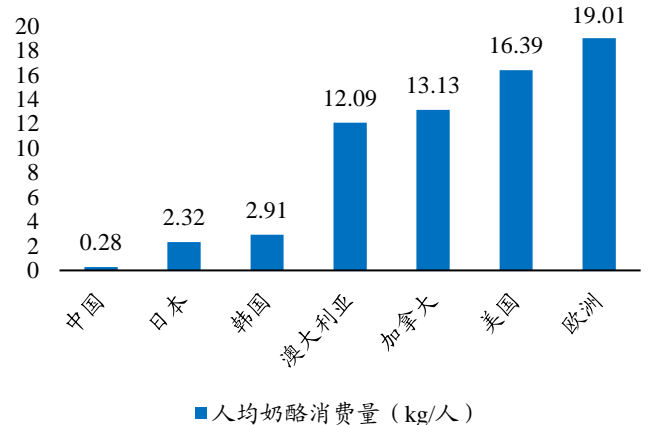
图21: 日本奶酪市场目前仍保持5%左右的稳定增长


数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

对标日本，国内奶酪行业仍处于行业发展的萌芽期，消费升级驱动下未来千亿市场可期。从人均消费量和行业竞争格局来看，我国奶酪行业目前对应日本奶酪行业发展的进口导入期。2018年我国奶酪的人均消费量仅0.28kg，与日本1966年相近，同时行业主要品牌仍以外资品牌为主。根据Euromonitor数据统计，2019年日本奶酪行业市场规模为4430亿日元，约占乳制品行业市场规模的18%左右（2019年日本乳制品（不包含奶粉）行业市场规模为24573亿日元），并且还处于持续提升的过程中。2019年国内乳制品行业（不含奶粉）市场规模为4196.3亿元，以奶酪品类18%的市场规模占比粗略估算，待国内奶酪消费习惯形成后（假设奶酪占乳制品消费的比例达到日本的水平），国内市场规模有望达到908亿元。而从人均消费量角度来看，与日本当下水平（2.32kg）同样存在10倍的提升空间。考虑到国内乳制品行业目前每年仍保持着5%左右的稳健增长，未来随着乳制品行业规模的持续提升以及奶酪市场份额占比的提升，国内奶酪市场千亿市场规模可期。

图22: 日本奶酪行业市场集中度较高且本土品牌主导


数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

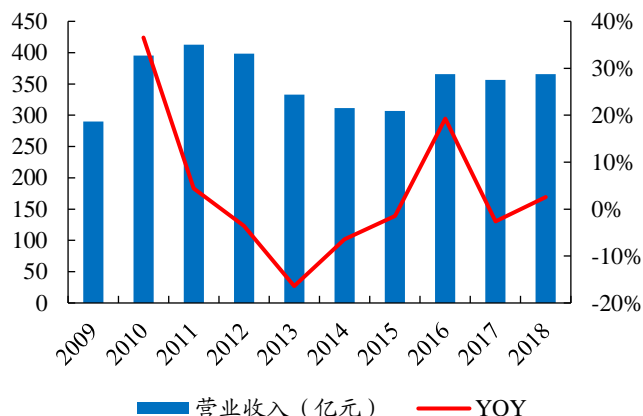
图23: 国内奶酪人均消费量与日本存10倍成长空间


数据来源: OECD、开源证券研究所

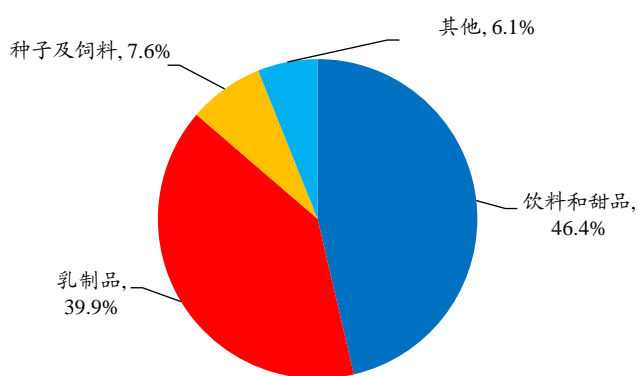
3.2、借鉴日本百年奶酪龙头雪印，亟待本土品牌崛起

雪印乳业以黄油及奶酪业务起家，在逐渐布局乳制品行业全品类的同时不断深耕奶酪领域，历经近百年的发展历程，现已成为日本奶酪行业中的绝对龙头。在雪印乳业的百年发展历程中，其先后经历了由“北海道乳制品合作社”到“北海道乳业有限

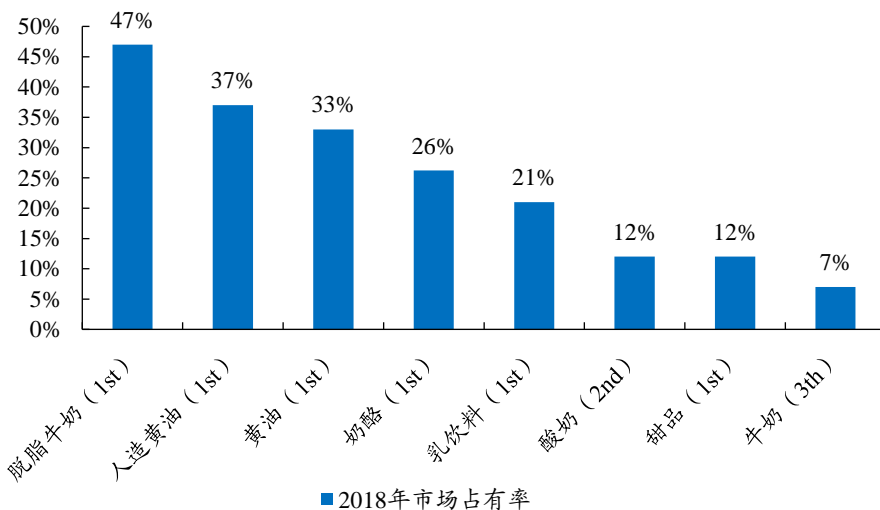
公司”的股份制改革，从“北海道乳业有限公司”到“雪印乳业公司”的业务分离，以及从“雪印乳业公司”至“雪印麦格乳业集团”的再次合并。2018 年雪印乳业营业收入达到 365.43 亿元，主营产品包含饮料和甜品（果汁、酸奶等）、乳制品（黄油、奶酪等）、饲料种子及其他相关食品四大类，营收占比分别达到 46.4%、39.9%、7.6%、6.1%。雪印在日本乳制品行业中市场占有率已达到 14%，排名第二；在日本奶酪行业中市场占有率达 26.2%，排名第一。从日本奶酪行业的发展进程来看，同样存在着由进口产品主导到本土品牌崛起的过程，并且经过多年的发展，以雪印为首的本土品牌已占据了绝大部分市场份额。

图24：2018 年日本雪印乳业营收总额已达到 365.4 亿元


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图25：2018 年雪印乳制品销售占比为 39.9%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图26：2018 年雪印已在多个子行业内达到市占率第一


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2.1、北海道乳制品合作社时期（1925-1941 年）

雪印以黄油产品打开本土及海外市场渠道，随后借鉴西方国家经验率先尝试奶酪的研制及销售，并建立先发优势，为日后的龙头地位奠定基础。1923 年关东大地震后日本经济与民生遭遇重创，此时政府取消乳制品进口关税，炼乳、脱脂奶粉、黄油等海外乳制品大量流入日本本土，使得大量本土乳制品厂商的市场份额遭到冲击。在此背景下，1925 年全北海道的奶农和乳业公司共同成立了北海道乳制品合作社（酪

联)，并同时开始尝试生产和销售黄油。次年，酪联在札幌设立中央工厂并确立“雪印”黄油品牌，随后将该业务从北海道拓展至东京地区并建立第一个分公司。1928年，酪联的黄油业务已逐步渗透至日本本土全境以及中国的大连、上海等城市，此时开始引进丹麦奶酪制造技术，建立北海道奶酪工厂并尝试奶酪的生产与销售。1934年，酪联所推出的块状奶酪产品已逐渐供不应求，为解决奶酪产能问题，酪联新建户佐工厂（面积达到 1680 m²）。该工厂为日本当时第一家大型奶酪工厂，由此也为酪联在奶酪领域建立了先发优势，为日后的龙头地位奠定基础。

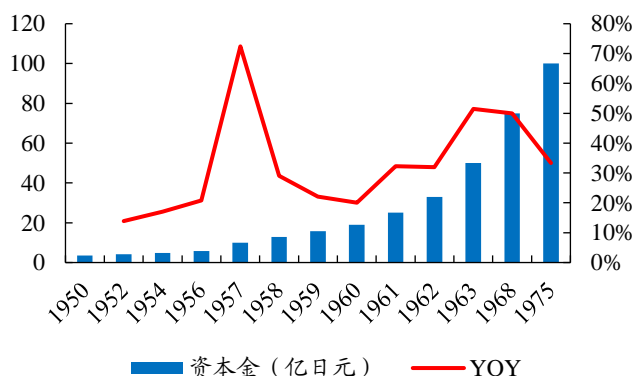
3.2.2、北海道河野工业株式会社时期（1941-1950 年）

太平洋战争爆发后，酪联被迫进入战时体制，与其他 5 家股东（森永乳业、明治乳业、农林中央金库、北海道厅、北海道拓殖银行）共同成立了北海道河野工业株式会社，并对北海道所有的乳制品生产工厂进行了整合，强化肉类、皮革、农产品加工等业务。随着战争的结束，河野工会实现股份民主化，更名为北海道乳业公司（北乳业）。当时北乳业在全国范围内产乳量达到 4445.2 万吨，且黄油品类的市占率高达 70%，因而受当时《反对过度集中经济法》制约，在 1950 年被迫分割成北海道黄油有限公司（后三叶草乳业）和雪印乳业有限公司，并同时成立了雪印种子公司和雪印食品公司（主营种子、肉食加工等业务）。

3.2.3、雪印乳业公司时期（1950-2003 年）

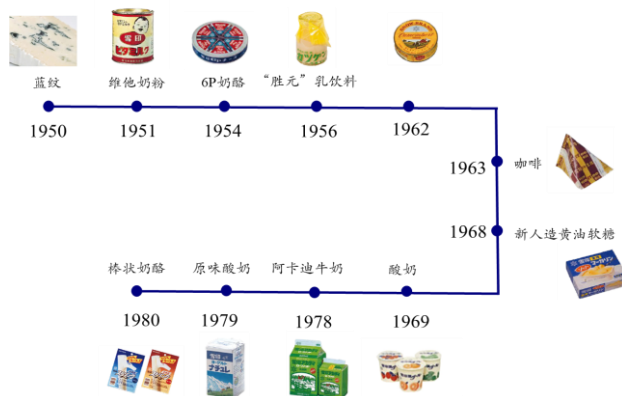
在经历了股份民主化改革分拆后，雪印乳业公司在东京交易所上市，1950-1980 年间借助资本市场力量大力推进产能建设和产品研发等，并逐步完成全国化的布局。雪印公司在东京证券交易上市后次年即发行了一亿日元债券，借助资本市场力量开启了雪印奶酪的全国化扩张之路。1950-1980 年间雪印共计进行 11 次大规模增资，资本金在 1975 年增加到了 100 亿日元，得到资本助力后公司分别从生产效率、产能建设、产品研发等多方面发力。生产效率方面，雪印乳业连续引入黄油生产机、自动包装机、机械奶酪桶和自动灌装机等机械设备，逐步实现生产车间的机械自动化。产能建设方面，公司逐步由北海道大本营地区向本土的中部和南部地区扩张，在青森、津山、秋田、福山、长崎等地相继扩建工厂。同时，在 1959 年北海道黄油公司重新并入雪印乳业后，公司已在全国范围内建立了 35 个分支机构、18 个屠宰场、196 个生乳收集厂以及 98 家乳制品加工厂，基本完成了全国化的产能布局。产品研发方面，公司不断推出新的产品和品类，积极开拓了糖果、奶粉、酸奶、乳酸菌饮料等业务，并同时深耕黄油和奶酪领域，推出“6P 奶酪”、“雪印奶酪棒”等经典产品。

图27：1950-1975 年雪印资本金快速扩大



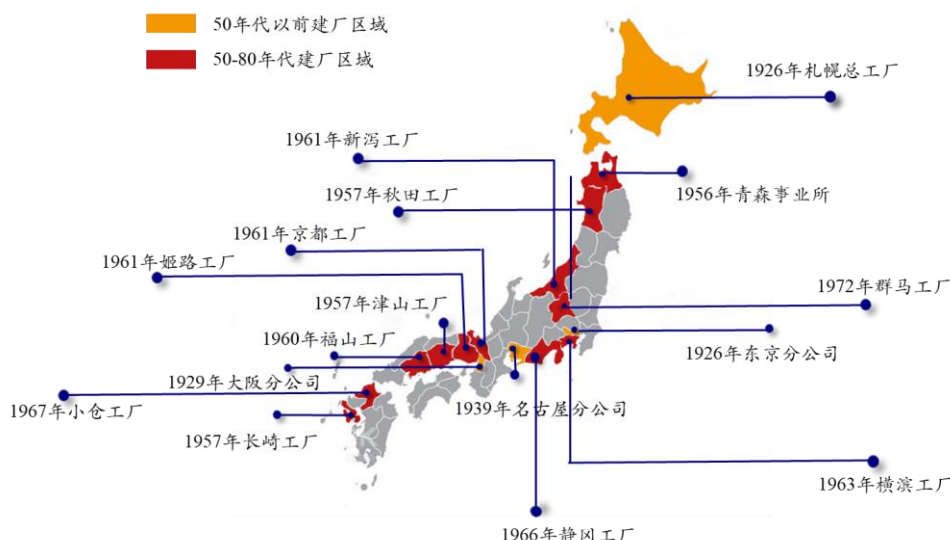
数据来源：《雪印乳业沿革史 1985》、开源证券研究所

图28：1950-1980 年代公司产品矩阵不断丰富



资料来源：公司公告、开源证券研究所

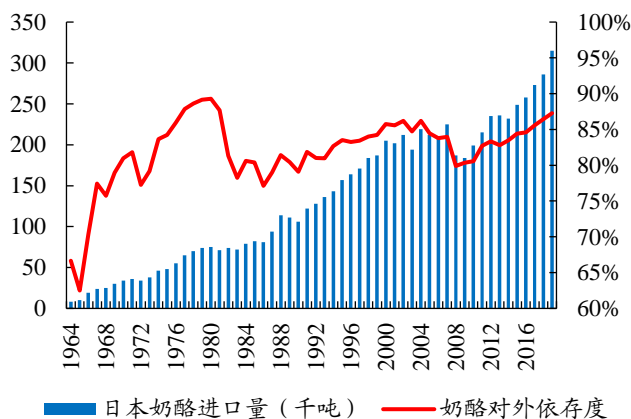
图29：截至上世纪 80 年代，雪印乳业已基本完成全国化的产能布局



资料来源：公司公告、开源证券研究所

时至 80 年代，雪印乳业开启全球化布局，在全球范围内寻求稳定的乳制品原料供应商。日本同样以再制奶酪产品为主，而原材料干酪持续依赖进口，对外依存度从 1964 年以来持续保持在 60% 以上。在此背景下，为确保原料的充足且稳定，雪印开启了全球化战略，逐步与法、德、美、澳等多个国家的乳制品原料厂商建立合作。时至今日，公司已在中国、马来西亚、印度尼西亚、澳大利亚、美国等多个国家和地区建立工厂并销售产品，同时也已从欧洲、北美、大洋洲获有持续且稳定的乳制品原料供应。

图30：日本干酪的对外依存度一直在 60% 以上



数据来源：USDA、开源证券研究所

图31：雪印建立了全球化的原材料供应体系



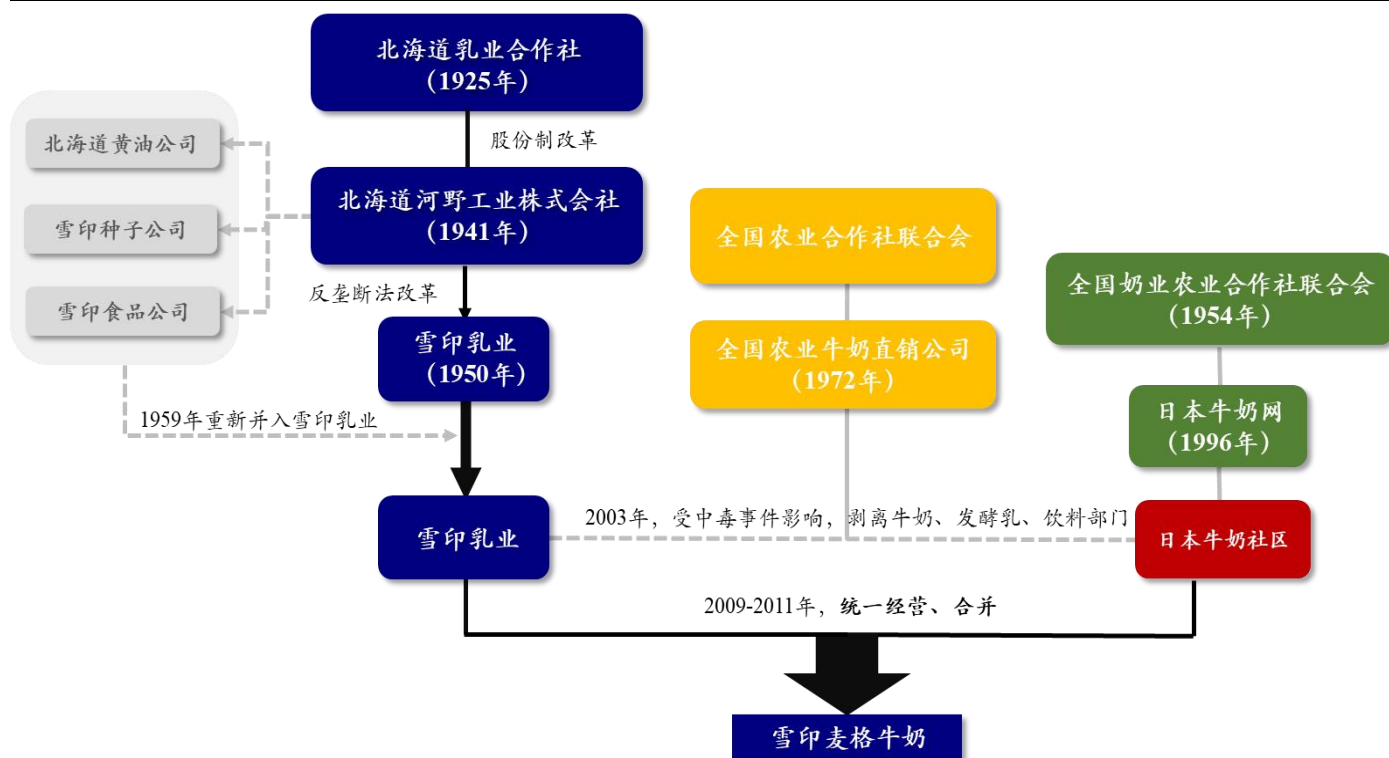
资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.2.4、雪印麦格乳业集团时期（2003-至今）

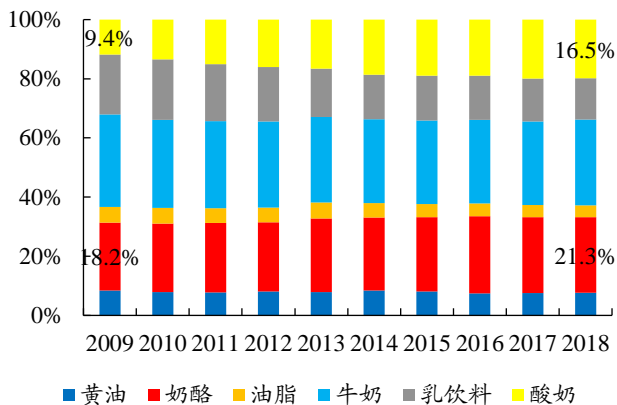
食品安全事件驱动公司组织结构变革，四大事业部推动公司营收重回上升通道。1995-2002 年，雪印乳业接连爆发脱脂奶粉中毒、低脂牛奶中毒、伪造进口牛肉三起重大食品安全问题事件，接踵而至的食品安全问题使得雪印的品牌形象跌落谷底，由此造成了超过千亿日元的经济损失。2003 年，公司为最大化降低品牌形象崩塌所带来的影响，从旗下业务中分离牛奶、发酵乳、饮料三大业务，与全国性农业合作社、日本牛奶网共同建立了日本牛奶社区有限公司，并重新创立“梅格牛奶”品牌。日本

牛奶社区有限公司承接了此前雪印的经销网络，继续开展乳制品的生产及销售业务。同时为恢复企业品牌形象，雪印乳业在该事件后亦采取一系列整改措施，包括增设客户服务中心、成立顾客监督机构、组织工厂开放参观日、制定企业行为准则等。在历经了近十年的品牌形象重塑后，2009-2011 年雪印乳业与日本牛奶社区再次合并，成立雪印麦格乳业。合并之后公司共下属乳制品、城市牛奶、营养品、饲料及种子四大事业部，通过加码海外市场以及优化产品结构推动公司营收重回上升通道。具体而言，乳制品事业部不断推进以奶酪产品为核心的乳制品出海战略，合并其澳大利亚和印尼的子公司以此加强亚太市场的管控能力。而城市牛奶事业部则紧抓国内乳制品消费结构变革的趋势，持续发力酸奶等高营养价值的乳制品，在新建多个工厂扩大产能的同时不断推出“Gasseri SP 菌株酸奶”等新品上市。可以看到近年来雪印乳制品营收结构中酸奶和奶酪的占比不断提升，分别由 2009 年的 9.4% 和 18.2% 增长至 2018 年的 16.5% 和 21.3%。其中奶酪的收入保持持续增长，从 2005 年的 525 亿日元持续增长到 2018 年的 758 亿日元。

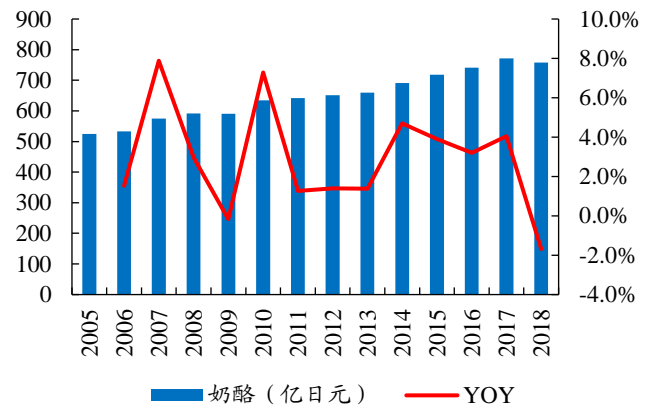
图32：雪印乳业虽经历过多次合并和分拆，但持续保持着奶酪的龙头地位



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图33：雪印的酸奶和奶酪收入占比不断提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图34：雪印奶酪收入保持持续增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.3、国内借鉴：奶酪行业品牌先发优势作用显著，亟待本土品牌崛起

先发优势显著、龙头品牌强者恒强，本土品牌凭借本土化优势将最终主导市场。纵观雪印乳业百年发展历史可以看到，虽然雪印在发展过程中先后经历了多次的重组合并和分拆，但其在奶酪行业中品牌先发优势一旦确立后龙头地位一直稳固。即使雪印在出现了重大食品安全问题事件后，品牌形象快速下降，但通过内部整改和管理，品牌重塑后依旧获得了消费者的认可，继续保持了国内龙头的地位。同样，日本奶酪市场在发展的初期同样以外资产品和品牌为主，但本土品牌很快发力赶上，凭借本土化的优势持续占据着主导地位。国内市场而言，目前奶酪行业正处于发展的初期，对应日本 1950-1980 年的进口导入期，同样以适合亚洲人口味的再制奶酪为主，外资产品和品牌占据主导市场，原材料干酪依赖进口。同样国内本土品牌如妙可蓝多正在借助对本土的消费者口味和需求理解优势以及本土化下沉渠道的开拓优势快速崛起。蒙牛、伊利等传统乳企也相继开始在奶酪领域发力，推动本土奶酪品牌的崛起。

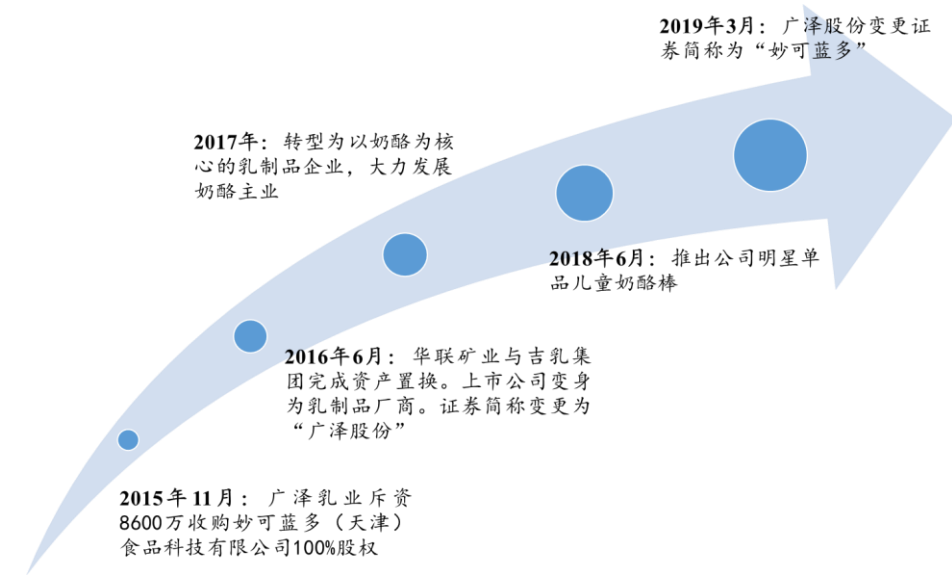
4、受益标的：妙可蓝多——国内奶酪第一品牌

4.1、国内奶酪第一厂商，本土龙头品牌雏形初现

主业聚焦奶酪蓝海，每年保持翻倍以上增长，市场占有率已达国产品牌首位，行业龙头雏形初现。2015 年广泽乳业斥资 8600 万收购妙可蓝多（天津）食品科技有限公司 100% 股权及达能乳业（上海）有限公司位于上海市奉贤区金汇镇的工厂。2016 年 8 月，华联矿业置出其铁矿石业务相关资产，置入广泽乳业和吉林乳业 100% 股权，变身乳制品生产商。公司主营产品包括马苏里拉奶酪、奶酪棒、芝士片、液态奶、风味发酵乳、酸奶饮品及贸易产品等，拥有“妙可蓝多”、“广泽”、“澳醇牧场”等国内知名品牌。2017 年公司紧抓国内乳制品消费升级趋势，战略聚焦奶酪主业。2018 年儿童节，公司携手知名动画 IP《汪汪队立大功》推出明星单品儿童奶酪棒，大力拓展零售市场。2019 年 3 月为扩大品牌知名度，公司将证券简称更名为“妙可蓝多”。2017 年战略聚焦于奶酪品类以后，公司迎来快速发展，奶酪业务营收规模每年保持着翻倍以上的增长，营收占比从 2015 年的 3.6% 快速提升至 2019 年的 52.8%，达到 9.21 亿元。目前公司是 A 股市场唯一一家专注于奶酪研发、生产和销售的企业。根据 Euromonitor 数据统计，2018 年公司奶酪业务在行业内市场占有率即已达 4.8%，位

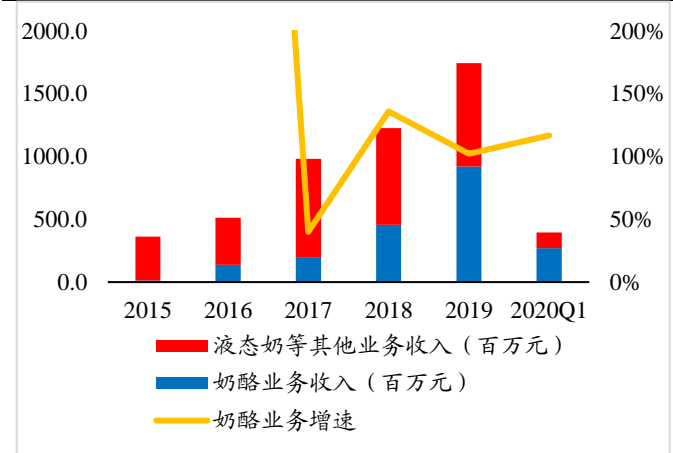
列国产奶酪品牌市场占有率首位，“妙可蓝多”也逐步发展成为了全国知名的奶酪品牌。2020年，随着公司明星单品奶酪棒的持续快速放量，公司市场份额将进一步提升，国内奶酪龙头的雏形初现。

图35：公司紧抓国内乳制品消费升级趋势，转型为以奶酪为核心的乳制品企业



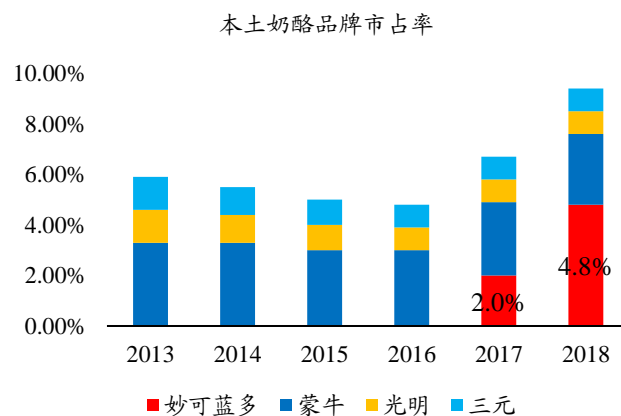
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图36：公司奶酪营收平均每年以翻倍以上的增速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图37：奶酪业务市占率快速提升，国内龙头雏形初现



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

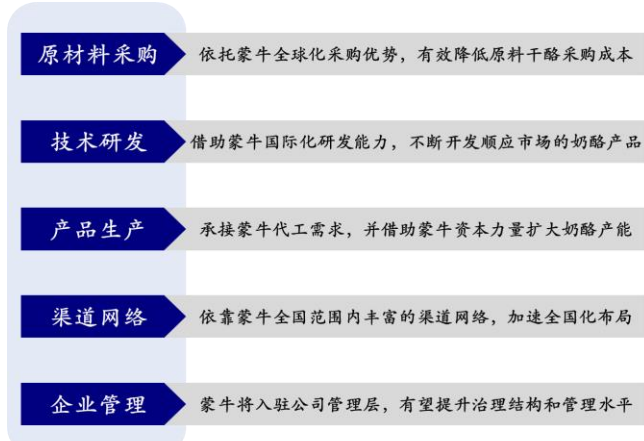
4.2、战投蒙牛入驻，助力国产奶酪龙头崛起

公司通过股权转让、增资扩股和定增等方式引入战略投资者蒙牛，将在原料采购、技术研发、产品生产、渠道网络以及企业管理等多方面助力公司实现奶酪龙头的崛起。2020年1月6日，公司股东沂源县东里镇集体资产经营管理中心、王永香、刘木栋、沂源华旺投资有限公司以每股14元的价格向内蒙古蒙牛转让了5%的股份，合计对价2.87亿元。同时，蒙牛拟以现金4.58亿元对公司全资子公司吉林科技进行增资扩股，增资事项完成后，蒙牛将占吉林科技增资后注册资本的42.88%。此外，未来24个月蒙牛有权将持有的子公司吉林科技全部股权转让为上市公司的股份或其他权益工具，也即实现股权上翻。2020年3月25日，公司发布非公开发行预案，实控人控制的东秀实业和内蒙蒙牛分别以15.16元/股的价格认购5.75亿元和3.15亿元的定

向增发股份。假设增发完成后，蒙牛持有上市公司股份比例将达到 8.81%，同时还持有上市公司旗下子公司吉林科技 42.88%的股权，假设未来股权上翻的话蒙牛持有上市公司的股份比例将超过 10%。蒙牛作为国内乳业的两大寡头之一，成为公司战投之后将在原材料采购、技术研发、产品生产、渠道网络以及企业管理等多方面给予公司助力。

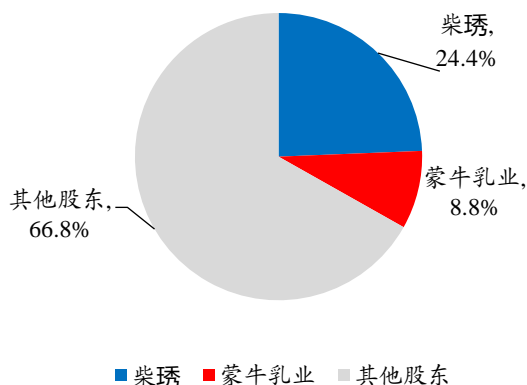
- (1) **原材料采购：**蒙牛拥有丰富的全球性网络及资源和领先的集采平台，已将奶源地延伸至丹麦、澳大利亚、新西兰等地的黄金奶源带，与北欧、大洋洲和南美洲的众多大型企业开展奶源战略合作，并于 2019 年相继完成对澳洲乳企龙头 Bellamy's 和 Lion Dairy & Drinks 的收购。未来公司将充分利用蒙牛的全球化采购优势，在原料干酪进口依赖度较高的背景下有效降低采购成本。
- (2) **技术研发：**蒙牛具备全球领先的研发实力。自 1999 年成立国内研发中心及团队以来，已经形成以“中国-丹麦乳品技术合作中心”、蒙牛达能研发中心、美国营养健康创新研究院为主的三大海外研发中心。未来公司可与战投方蒙牛在奶酪研发方面展开深度合作，借助战略投资方国际化的研发能力和经验，不断开发顺应市场需求的奶酪产品，丰富产品梯队。
- (3) **产品生产：**公司控股子公司在 2018-2019 年已为内蒙蒙牛及其下属子公司开展了有关奶酪产品代工业务，合计加工金额为 2039.97 万元。未来双方在生产端将进一步深化合作，公司可以承接更多蒙牛的代工需求。同时，在 2020 年的定增扩产项目中，蒙牛认购 3.15 亿元助力公司扩大奶酪产能。
- (4) **渠道网络：**蒙牛作为国内液态奶龙头厂商，拥有常温奶、低温奶等多个品类的强大分销能力，拥有遍布全国各个省市及乡镇的渠道网络。目前公司依靠爆品奶酪棒已初步打开全国零售市场，但主要零售终端仍集中于山东、浙江、上海等华北、华中和华东地区，对于西北、东北、华南、西南等地区的终端开拓仍有不足。公司有望依靠蒙牛在行业内成熟的渠道网络，加速全国化布局，提升产品渗透率，扩大市场份额。
- (5) **企业管理：**蒙牛将有权向妙可蓝多委派 2 名董事、1 名监事，提名 1 名财务总监，并且有权向妙可蓝多（天津）食品科技有限公司提名一位财务人员作为财务副总监。蒙牛入驻妙可蓝多管理层后，将有望为公司治理结构和管理水平带来提升，降低企业管理风险。

图38：战投蒙牛入驻，五大维度助力公司龙头崛起



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图39：增发完成后，蒙牛将成为上市公司第二大股东



数据来源：公司公告、开源证券研究所

5、风险提示

食品安全风险，行业增长不及预期、市场竞争加剧，疫情在全球范围内扩散等风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835