

妙可蓝多 (600882)

食品饮料

发布时间: 2020-06-16

证券研究报告 / 公司深度报告

增持

上次评级: 增持

国民奶酪第一品牌，乘行业东风快速腾飞

报告摘要:

奶酪行业进入量价齐升阶段，增长潜力巨大，国内品牌有望突围。我国乳制品消费升级趋势明显，奶酪是整个乳制品行业中增速最快的细分品类。2019 年我国奶酪市场规模达 65.5 亿，2009-2019 年 CAGR 为 22.18%，进入量价齐升阶段。Euromonitor 预计 2020 至 2024 年奶酪零售市场规模 CAGR 为 11%-12%，2024 年有望达到 113 亿。2019 年我国奶酪人均消费量仅有 0.1kg，远低于发达国家的 12.91kg，我国奶酪消费量提升空间广阔。目前我国市场以外资品牌主导，整体竞争环境较为宽松。本土品牌利用现有渠道优势和紧跟国人消费偏好，未来有望赶超海外品牌。

产品力领先&全方位营销提升品牌力，奶酪棒实现爆发式增长。妙可蓝多与万头奶牛生态牧场合作，拥有优质奶源，研发团队由“中国奶酪第一人”刘宗尚带头，实力领先。公司产品在口味、口感和食用便捷程度上超过大部分竞品。在广告营销上，妙可蓝多与高热度动画 IP 汪汪队合作，在央视和分众传媒上大力投放广告，同时积极布局内容营销，打造儿童奶酪=妙可蓝多品牌形象。突出的产品力叠加大力度的品牌营销，2018 年奶酪棒销售额达 1 亿，2019 年奶酪棒收入达 4.6 亿元，同比增长 250%。公司计划 2020 年打造 5 个过亿大单品，5 月推出新口味奶酪棒产品以及计划今年探索成人奶酪，看好未来公司奶酪棒将持续爆发。

渠道端掌握先发优势，终端持续下沉加强渠道护城河。公司 2017 年起开拓零售渠道，网点数量从 2017 年的 1.3 万家增长至 2019 年的 13.2 万家。公司渠道快速拓展主要来自于：1) 高标准选拔有经验的经销商；2) 渠道扁平化保证经销商利润；3) 给经销商提供多方面支持，保证终端动销和库存周转正常；4) 终端实行有效陈列和有效试吃。公司计划 2020 年网点数量突破 25 万家，未来目标达到 50 万家。公司凭借在渠道端掌握先发优势&渠道下沉能力强，将持续快速抢占市场，加强渠道护城河。

盈利预测：预计 2020-2022 年 EPS 为 0.30、0.51、0.92 元，对应 PE 分别为 122X、71X、40X，给予“增持”评级，后续随着品类扩张和消费群体延展，公司成长空间大，上调目标价。

风险提示：产能释放不及预期，食品安全问题

股票数据 2020/6/12

6 个月目标价 (元)	39.29
收盘价 (元)	36.44
12 个月股价区间 (元)	9.51 ~ 40.90
总市值 (百万元)	14,917
总股本 (百万股)	409
A 股 (百万股)	409
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	6

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	22%	87%	282%
相对收益	21%	86%	274%

相关报告

- 《妙可蓝多 (600882): 奶酪棒快速放量，一季度业绩超预期》 --20200501
- 《食品饮料行业周报: 茅台股东大会顺利召开，全年确定性高》 --20200614
- 《食品饮料行业周报: 白酒进入涨价潮，地摊经济拉动啤酒复苏》 --20200608
- 《食品饮料行业周报: 白酒二季度边际改善确定，坚定看好光明乳业》 --20200601

证券分析师: 李强

执业证书编号: S0550515060001
(021)20361174 liqiang@nesc.cn

联系人: 郭梦婕

执业证书编号: S0550119060039
15201989961 guomengjie@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,226	1,744	2,703	4,008	5,571
(+/-)%	24.82%	42.32%	54.96%	48.26%	39.01%
归属母公司净利润	11	19	122	210	375
(+/-)%	148.69%	80.72%	535.73%	71.85%	78.50%
每股收益 (元)	0.03	0.05	0.30	0.51	0.92
市盈率	295.07	310.37	122.02	71.00	39.78
市净率	2.58	4.72	10.75	9.33	7.56
净资产收益率 (%)	0.87%	1.52%	8.81%	13.15%	19.01%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	410	409	409	409	409

目 录

1.	公司概况：以液态奶为基，向奶酪龙头转型.....	4
1.1.	液态奶起家，奶酪业务转型顺利	4
1.2.	聚焦奶酪，产品矩阵完善	5
1.3.	营收规模快速提升，利润率持续改善.....	7
2.	奶酪行业具备高增长潜力，蓝海市场前景广阔.....	9
2.1.	奶酪营养价值丰富，行业壁垒较高.....	9
2.2.	奶酪行业量价齐升，迎来快速发展期.....	13
2.2.1.	国家政策扶持发展，奶酪行业处于加速培育阶段	13
2.2.2.	对标海外，我国奶酪市场规模提升空间广阔	14
2.3.	国内市场以海外品牌为主导，国产品牌有望实现突围	15
2.4.	儿童奶酪市场广阔，消费场景不断拓宽	17
2.4.1.	餐饮端：饮食西化&奶茶、烘焙行业兴起带动规模提升.....	18
2.4.2.	零售端：我国零售端以儿童奶酪为主，未来儿童奶酪有望迎来红利期	18
3.	品质+渠道护城河凸显，打造国民奶酪品牌形象.....	19
3.1.	产品端：产品矩阵丰富&产品力领先，打造国民儿童奶酪棒	19
3.2.	渠道端：多渠道全面发力，零售网点快速扩张	24
3.3.	营销端：打造“儿童奶酪=妙可蓝多”的品牌形象.....	28
3.4.	产能端：产能持续扩张.....	29
3.5.	引入蒙牛战略投资，形成长期利好.....	30
4.	盈利预测.....	31
5.	风险提示.....	31

图表目录

图 1:	妙可蓝多发展历程.....	4
图 2:	2020 年 5 月公司股权结构	4
图 3:	2016 年-2019 年产品占比.....	6
图 4:	2019 年产品占比（%）	6
图 5:	2016-2019 年营业总收入.....	8
图 6:	2017-2019 年净利润.....	8
图 7:	2016 年-2019 年毛利率与净利率	8
图 8:	2016-2020Q1 期间费用率销售费用率	9
图 9:	乳制品行业内消费结构不断升级.....	10
图 10:	奶酪分类.....	11
图 11:	我国消费者更偏爱再制奶酪	11
图 12:	马苏里拉制作工艺.....	12

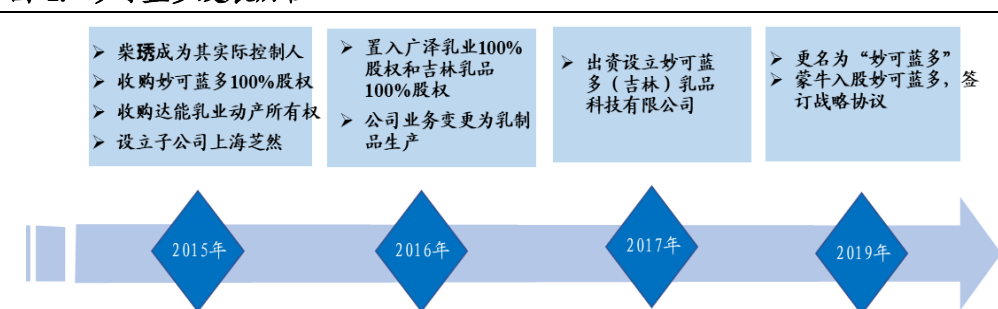
图 13: 奶酪消费量占比.....	12
图 14: 奶酪市场规模增速位列乳制品行业第一	12
图 15: 农业农村部副部长于康震发表讲话	13
图 16: 奶酪行业规模及同比.....	14
图 17: 奶酪行业增长量价拆分	14
图 18: 主要国家 2019 年奶酪人均销售量 (kg)	15
图 19: 中国、日本乳制品消费占比对比.....	15
图 20: 我国奶酪市场 CR5 市场占比	16
图 21: 百吉福公司中国地区终端销售情况	16
图 22: 中国奶酪产品进口情况.....	16
图 23: 我国奶酪市场主要国产品牌市场占比.....	17
图 24: 我国奶酪销售渠道占比	17
图 25: 我国烘焙行业零售规模 (亿元)	18
图 26: 现制奶茶迎来爆发期 (万家)	18
图 27: 奶酪棒各品牌 IP 百度搜索趋势.....	23
图 28: 新品果果蔬味奶酪棒.....	24
图 29: 妙可蓝多奶酪业务渠道分布.....	25
图 30: 妙可蓝多终端网点数量 (万家)	26
图 31: 妙可蓝多经销商个数及增速	26
图 32: 公司不断丰富餐饮工业类产品.....	26
图 33: 妙可蓝多探索母婴店新场景, 与孩子王达成合作	27
图 34: “6 18” 及 “双 11” 期间, 妙可蓝多在天猫的销量激增	27
图 35: 公司获得 2019 年 “6 18” 京东、天猫奶酪品类双冠王.....	28
图 36: 妙可蓝多汪汪队 IP	28
图 37: 妙可蓝多广告登陆央视.....	29
图 38: 妙可蓝多登陆分众传媒.....	29
表 1: 公司层面业绩考核要求及实际完成情况	5
表 2: 妙可蓝多产品矩阵.....	5
表 3: 乳制品主要营养成分对比	9
表 4: 乳制品分类.....	10
表 5: 海外及我国乳制品消费结构.....	13
表 6: 奶酪产品广泛的消费场景	19
表 7: 国内主要品牌奶酪品类.....	19
表 8: 国内各品牌奶酪棒产品品类.....	21
表 9: 市面主要品牌奶酪棒营养成分对比	22
表 10: 市面主要品牌奶酪棒产品包装对比.....	22
表 11: 妙可蓝多当前及远期产能情况 (万吨/年)	30
表 12: 2020 年定增及产能扩建情况	30

1. 公司概况：以液态奶为基，向奶酪龙头转型

1.1. 液态奶起家，奶酪业务转型顺利

液态奶起家，奶酪业务转型顺利。妙可蓝多是国内唯一上市奶酪 A 股，主营业务为奶酪及液态奶的生产及销售。公司前身为 2001 年创建的广泽乳业——一家吉林省液态奶企业。2008 年公司与法国保健然合作开展奶酪业务。2015 年公司开启战略转型，大力发展奶酪业务。2015 年 11 月公司收购妙可蓝多（天津）食品科技有限公司，总部从吉林迁至上海，2016 年资产重组完成。2017 年进军奶酪零售市场，推出奶酪棒。2019 年 3 月公司更名为妙可蓝多，2020 年蒙牛入股妙可蓝多，双方签订战略合作协议。

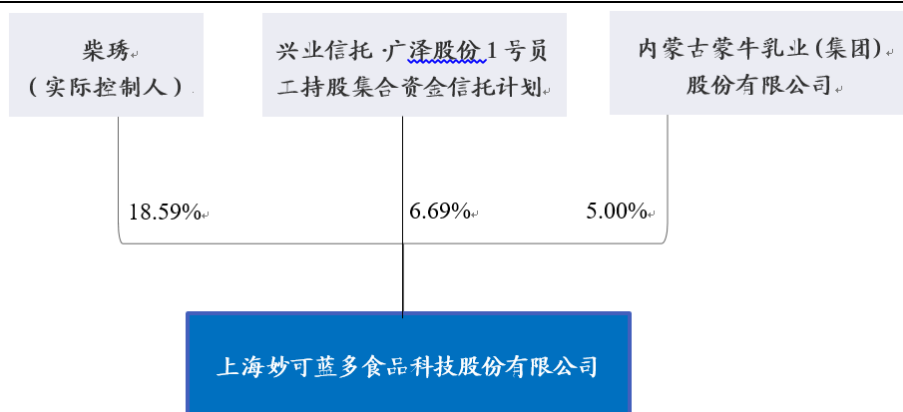
图 1：妙可蓝多发展历程



数据来源：公司公告，东北证券

股权结构清晰，股权激励调动员工积极性。自 2017 年至今，妙可蓝多的实际控制人仍为广泽乳业创始人柴琇。截至 2020 年 5 月，第一大股东柴琇持股比例为 18.59%，第二大股东为员工持股的信托计划，持股 6.69%。2019 年引入蒙牛的战略投资后，蒙牛成为第三大股东，目前蒙牛持股比例为 5%。公司股权结构清晰，管理稳定。2017 年 5 月，公司推出限制性股票激励计划。计划拟授予 1136 万限制性股票，占总股本（公布激励计划时）的 3.01%。激励对象总人数 62 人，包括董事、高管、中层以及核心骨干。此次限制性股票激励计划指标分为公司层面业绩考核和个人层面绩效考核。此次激励效果显著，调动了核心管理层的积极性，2017-2019 年公司收入超额完成公司层面限制性股票解锁条件。

图 2：2020 年 5 月公司股权结构



数据来源：公司公告，东北证券

表 1：公司层面业绩考核要求及实际完成情况

解除限售期	业绩考核目标	相应年度实际营业收入(万元)
首次授予的限制性股票第一个解除限售期	2017 年公司主营业务收入不低于 80000 万元	98,199.81
首次授予的限制性股票第二个解除限售期	2018 年公司主营业务收入不低于 120000 万元	122,568.99
首次授予的限制性股票第三个解除限售期	2019 年公司主营业务收入不低于 160000 万元	174,434.91

数据来源：公司公告，东北证券

1.2. 聚焦奶酪，产品矩阵完善

聚焦奶酪，产品矩阵丰富。公司主要业务分为奶酪、液态奶和乳制品贸易。2019 年公司奶酪、液态奶和乳制品贸易占比分别为 52.91%、27.39%和 19.69%，奶酪已经超过液态奶公司成为最主要的业务。公司奶酪产品系列丰富，包括餐饮端的马苏里拉奶酪、芝士片、稀奶油等，零售端的奶酪棒、鳕鱼奶酪、奶酪杯和手撕奶酪等，其中奶酪棒是公司最大的单品，2019 年收入占比高达 28.4%。液态奶包括纯牛奶、酸奶，乳制品贸易主要包括奶粉、黄油和植物油脂的国际贸易业务。

表 2：妙可蓝多产品矩阵

奶酪		
车达芝士片	妙可蓝多奶酪棒	马苏里拉芝士碎
		
卷边披萨专用奶酪	酪先生（芝士棒）	精制马苏里拉奶酪/马苏里拉奶酪



车达奶酪酱



鳕鱼芝士脆



芝士片



高熔点奶酪丁



儿童成长奶酪



稀奶油



黄车达奶酪丝



奶油芝士



酸奶与液态奶产品

风味调味乳



高钙风味发酵乳



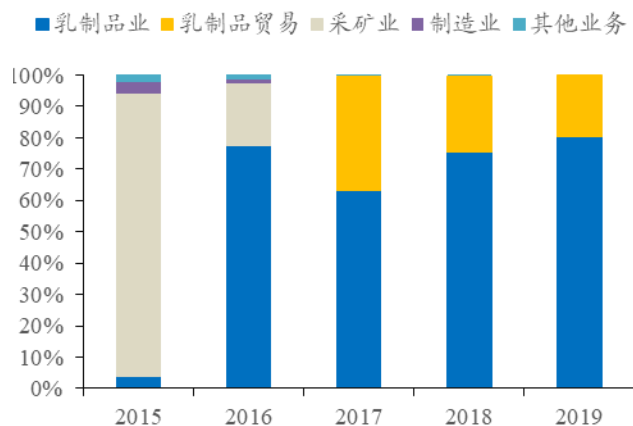
液态奶



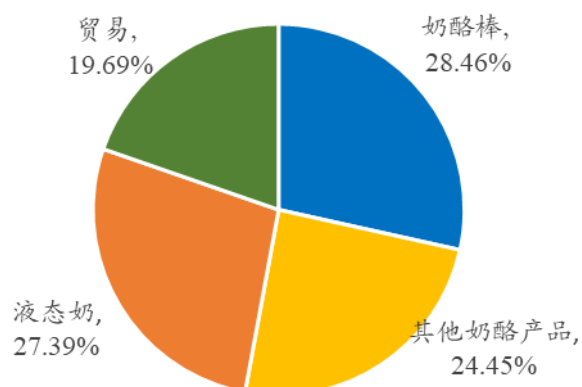
数据来源：公司官网，东北证券

图 3：2016 年-2019 年产品占比

图 4：2019 年产品占比（%）



数据来源：公司公告，东北证券

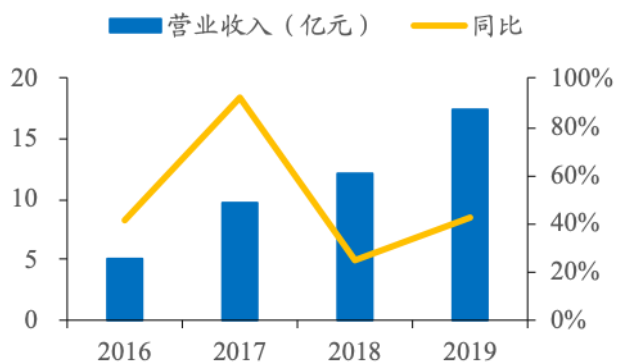


数据来源：公司公告，东北证券

1.3. 营收规模快速提升，利润率持续改善

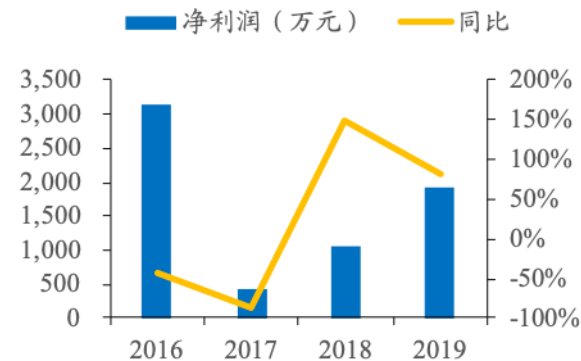
营收规模快速提高。妙可蓝多从 2017 年进军奶酪零售市场，2018 年推出奶酪棒。公司收入 2017 年的 9.82 亿上升至 2019 年的 17.44 亿，CAGR 为 33.27%。净利润从 2017 年的 427.86 万元增长至 2019 年的 1922.99 万元，CAGR 达 112%。

图 5: 2016-2019 年营业总收入



数据来源：公司公告，东北证券

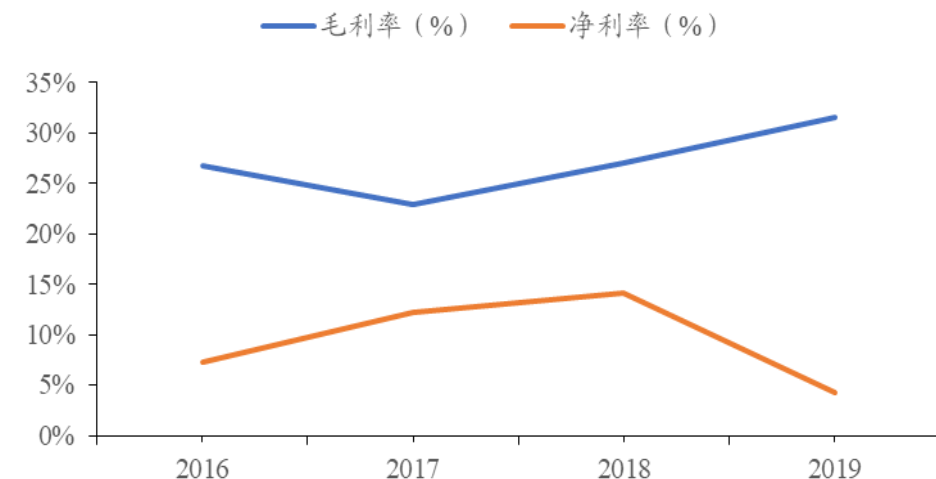
图 6: 2017-2019 年净利润



数据来源：公司公告，东北证券

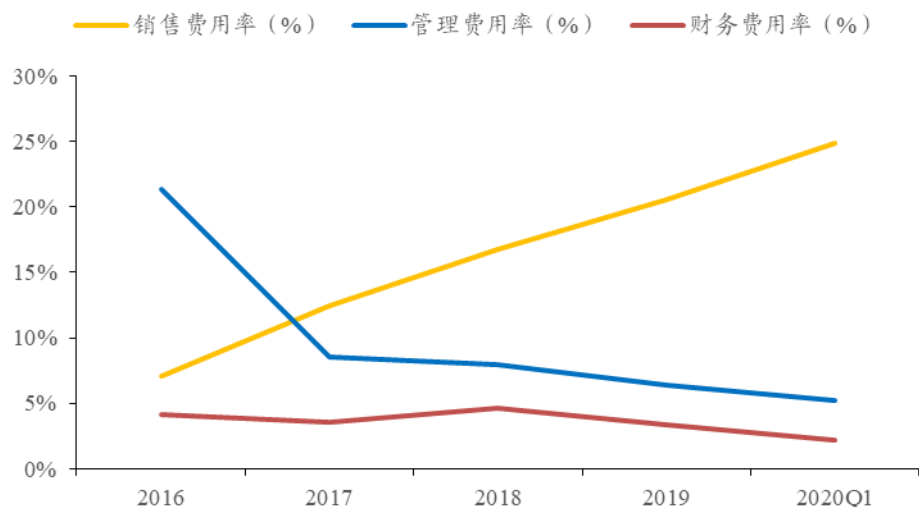
产品结构改善推动盈利能力提升，持续加大销售费用投放。随着近年来高毛利率的奶酪棒大单品快速放量，公司盈利水平明显改善，毛利率从2017年的26.75%增长至2019年的31.55%。公司近三年不断加大市场营销推广和渠道铺设，费用投放持续增加，销售费用率从2017年的12.47%上升至2019年的20.6%。

图 7: 2016 年-2019 年毛利率与净利率



数据来源：公司公告，东北证券

图 8: 2016-2020Q1 期间费用率销售费用率



资料来源: 公司公告, 东北证券

2. 奶酪行业具备高增长潜力, 蓝海市场前景广阔

2.1. 奶酪营养价值丰富, 行业壁垒较高

奶酪营养丰富, 享有“奶黄金”美誉。奶酪, 又称芝士、干酪、乳酪或起司, 是以生鲜乳或脱脂乳、稀奶油为原料, 经杀菌、添加发酵剂和蛋白质凝固制成的固态乳制品。奶酪营养成分丰富, 含有丰富的钙、磷、维生素, 蛋白质和脂肪等营养成分, 享有“黄金奶”的美誉。其中, 蛋白质含量较生鲜乳高出 10 倍, 钙、镁、铁、锌含量是生鲜乳的 5-15 倍, 且胆固醇的含量低于牛奶。奶酪还含有活性乳酸菌, 具有和酸奶相似的健康益处, 有助于提高免疫力。奶酪中的蛋白质经过酶和微生物的作用易被人体消化吸收, 消化吸收率可达到 96%-98%。此外, 奶酪中几乎不含乳糖, 适合于乳糖不耐受的消费者食用。由于奶酪制作工艺特殊, 在发酵过程中可以产生其他乳制品没有的丰富口感和风味, 可广泛应用于餐饮、甜点、茶饮、儿童零食及休闲零食等多样的消费场景, 受到越来越多国内消费者的认可。

表 3: 乳制品主要营养成分对比

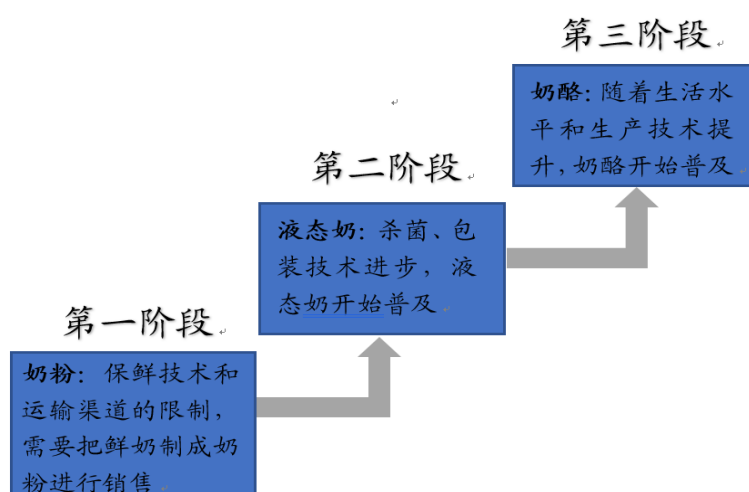
每 100g 主要营养成分	奶酪	酸奶	牛奶
热量 (kcal)	328	72	54
蛋白质 (克)	27.5	2.5	3
脂肪 (克)	23.5	2.7	3.2
碳水化合物 (克)	3.5	9.3	3.4
维生素 A (微克)	152	26	24
烟酸 (毫克)	0.62	0.2	0.1
维生素 E (毫克)	0.6	0.12	0.21
胆固醇 (毫克)	11	15	15
钙 (毫克)	799	118	104
镁 (毫克)	57	12	11
铁 (毫克)	2.4	0.4	0.3

锰（毫克）	0.16	0.02	0.03
锌（毫克）	6.97	0.53	0.42
铜（毫克）	0.13	0.03	0.02
磷（毫克）	326	85	73
硒（微克）	1.5	1.71	1.94

数据来源：中国奶业年鉴，东北证券

乳制品消费升级趋势明显，奶酪为乳制品消费的最高形态。乳制品消费的发展过程基本上分为奶粉、液态奶和奶酪黄油三个阶段：1）奶粉阶段：受保鲜技术、运输渠道限制，需要将牛奶制作成奶粉进行销售；2）液态奶阶段：随着消毒灭菌、包装技术的发展，乳企可以在灭菌之后将牛奶运往各地销售，液态奶开始普及；3）奶酪、黄油阶段：奶酪具有不易保存的特性，受限于物流和包装水平，是生产、物流发展到一定阶段的产物，是乳制品消费的最高形态。随着社会进步及生活水平提升，人们越来越重视营养价值，倾向于消费高端乳制品，奶酪销量有所提升。目前中国液态奶市场已处在成熟期，奶酪市场刚刚起步，正进入快速发展阶段。

图 9：乳制品行业内消费结构不断升级



资料来源：公开资料整理，东北证券

表 4：乳制品分类

分类	制作工艺
液体乳	杀菌乳 经巴氏杀菌处理，微生物没有全部杀死，低温冷藏，保质期 2—15 天
	灭菌乳 经灭菌处理，微生物全部杀死，不需冷藏，保质期 1—8 个月
	酸牛乳 经保加利亚乳杆菌、嗜热链球菌菌种发酵制成
乳粉	经杀菌、浓缩、喷雾干燥制成的粉状产品
炼乳	经杀菌、浓缩制成的粘稠态产品
奶酪	经杀菌、添加发酵剂和凝乳酶，使蛋白质凝

固排出乳清制成的固态产品

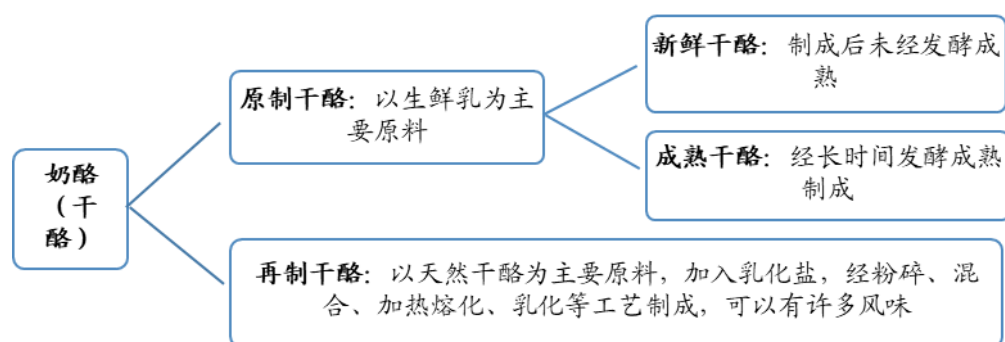
其他

奶油、干酪素、乳糖、乳清粉

数据来源：中国乳制品工业协会，东北证券

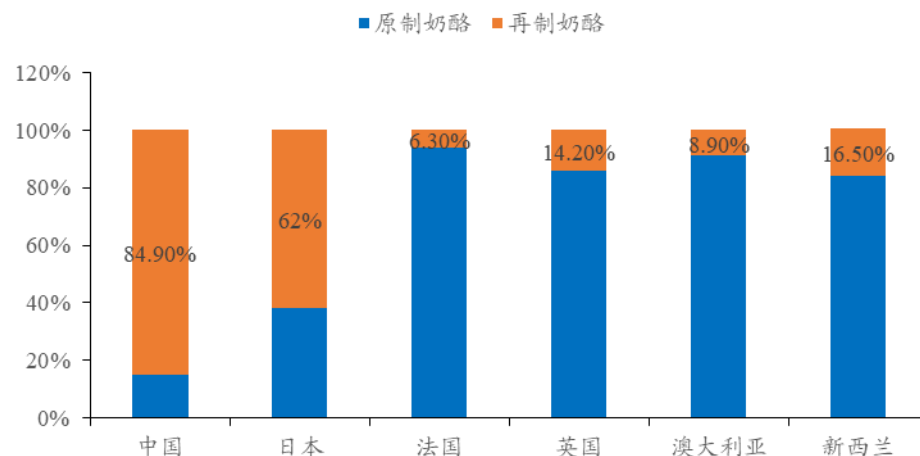
我国奶酪市场结构：奶酪消费以再制奶酪为主。按照加工方式，奶酪可以分为原制奶酪和再制奶酪，原制奶酪是由牛奶直接制作而成，营养价值更高。再制奶酪为了满足消费者对于口感等的要求，在原制奶酪的基础上再次加工，口味更为丰富。西方国家的奶酪消费以原制奶酪为主，其销量占比高达80%以上。不同于西方国家，目前我国奶酪消费以再制奶酪为主。据Euromonitor数据显示，2019年再制奶酪销量占我国奶酪市场总销量的84.9%。

图 10：奶酪分类



数据来源：中国乳制品工业协会，东北证券

图 11：我国消费者更偏爱再制奶酪

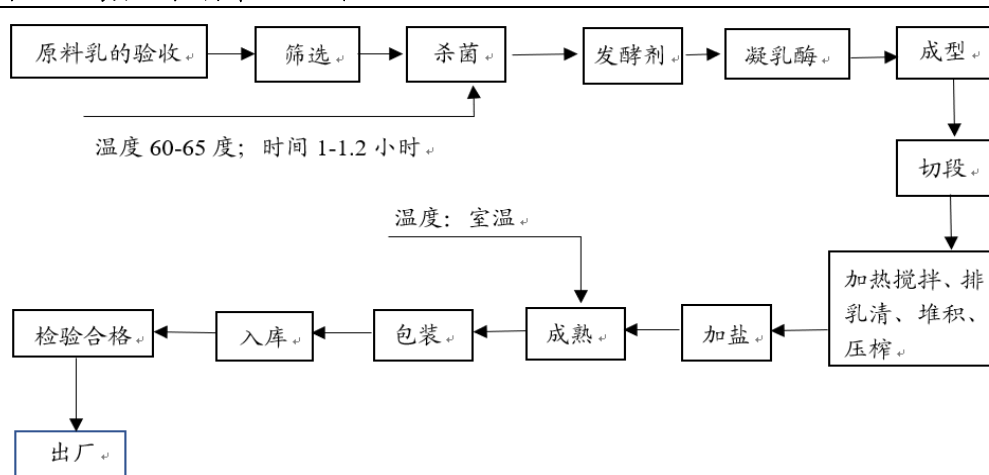


数据来源：Euromonitor，东北证券

奶酪生产工艺复杂，行业门槛较高。奶酪行业生产壁垒较高且在不断提升：1) 奶酪制作工艺复杂。奶酪生产首先需要优质的奶源，再经过降温、检测、巴氏杀菌处理、发酵凝乳、切割、排乳清、装模、压榨、脱模、储藏等生产环节才可出厂。在生产过程中，奶酪制作通常不采取超高温灭菌，低温灭菌导致产品成品率低。此外，奶酪不易保存，除了加工工艺以外，对乳企的储存条件、运输体系、包装水平也有较高要求，因此奶酪行业技术壁垒高。2) 资金壁垒。奶酪行业资本密集度高，生

产奶酪所需的厂房及机器设备的资本投入较大。3) 产能建设周期长。奶酪产能建设期一般为两年或以上。由于奶酪行业技术工艺复杂、资金投入大、产能建设期长等因素，因此奶酪行业有一定壁垒，进入门槛较高。

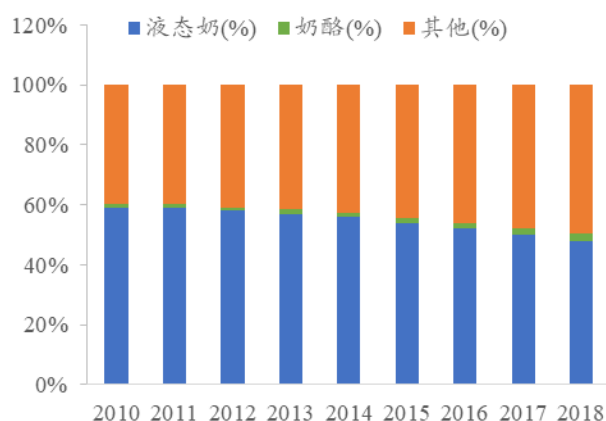
图 12: 马苏里拉制作工艺



资料来源：公开资料整理，东北证券

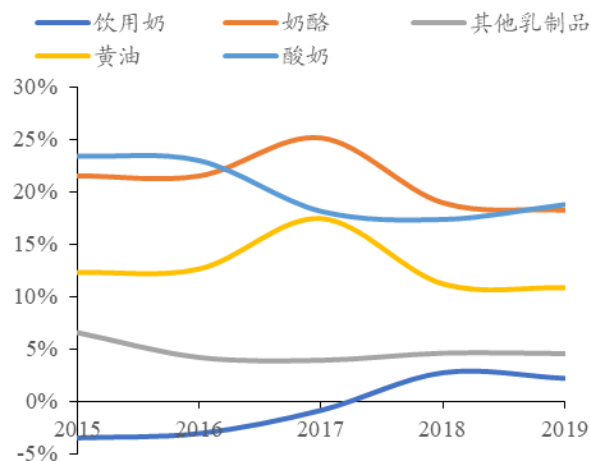
奶酪行业具备高增长潜力。在乳制品的细分品类中，奶酪、酸奶、黄油近几年的市场规模快速提升，液态白奶及其他乳制品的市场规模增速放缓。受益于消费升级，奶酪成为整个乳制品行业中增速最快的细分品类，消费量占比不断提高。从海外乳制品发展历程来看，奶酪消费占比不断提升已经成为乳制品消费升级的主要方向，美国、英国、日本、韩国等国家的乳制品消费结构的变化都体现了这一趋势。从国内乳制品市场来看，虽然目前我国乳制品消费仍处于以液态奶为主的发展阶段，但液态奶消费占比逐年下降，奶酪消费占比提升趋势明显。我国液态奶已经步入成熟阶段，增速不断放缓，增速已于 2015 年出现了高位回落，2019 年仅为 2.2%。相比之下，我国奶酪行业处于市场初期培育阶段，体量较小但增速快。虽然目前我国奶酪仅占乳制品消费的 1.5%，但随着乳品消费结构升级，奶酪行业正迅速逐渐崛起，未来发展潜力巨大。

图 13: 奶酪消费量占比



数据来源：Euromonitor，东北证券

图 14: 奶酪市场规模增速位列乳制品行业第一



数据来源：Euromonitor，东北证券

表 5: 海外及我国乳制品消费结构

	中国		美国		英国		澳大利亚		日本		韩国	
	2005	2018	2005	2018	2005	2018	2005	2018	2005	2018	2005	2018
乳饮料	26.4%	26.8%	3.0%	2.8%	1.2%	1.6%	3.5%	5%	2.1%	2.3%	9.6%	7.6%
液态奶	53.9%	47.9%	39%	27.8%	46.4%	39.1%	41.5%	38.4%	55.8%	42.7%	54.3%	34.1%
奶粉	30.7%	12.5%	0.2%	0.2%	0%	0%	1.4%	0.9%	1.3%	1.2%	0%	0%
奶酪	0.5%	2.4%	54.9%	65.5%	47.4%	55.0%	49.7%	50.4%	22.9%	29.0%	23.5%	46.7%
酸奶	14.8%	37.3%	3%	3.7%	5%	4.3%	4.0%	5.4%	17.9%	24.8%	12.6%	11.5%

资料来源：Euromonitor，东北证券

2.2. 奶酪行业量价齐升，迎来快速发展期

2.2.1. 国家政策扶持发展，奶酪行业处于加速培育阶段

受益于国家政策扶持，奶酪行业迎来发展机遇。2018 年国务院办公厅印发了《关于推进奶业振兴保障乳品质量安全的意见》，明确提出要优化乳品结构，发展奶酪制品，该政策为奶酪行业的发展带来了机遇。此外，在 2019 年奶酪发展高峰论坛上，农业农村部副部长于康震也指出，一杯牛奶强壮一个民族，一块奶酪兴盛一个产业。让消费者从“喝奶”向“吃奶”转变。随着奶酪扶持政策不断出台，我国奶酪行业有望加速发展。

图 15: 农业农村部副部长于康震发表讲话



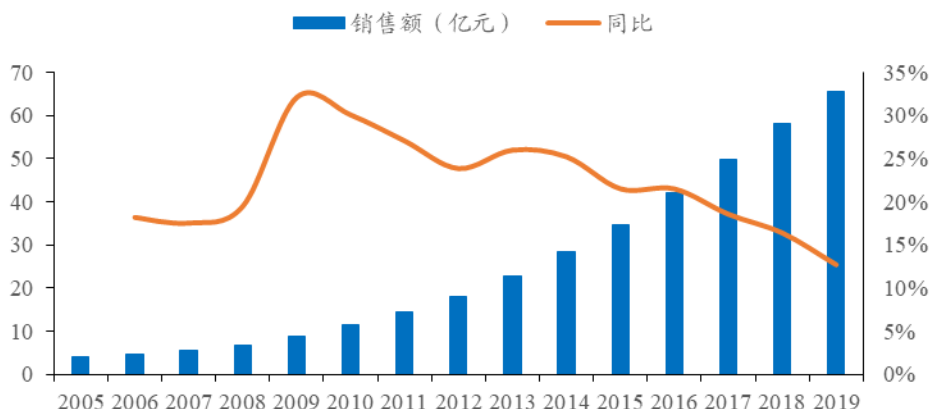
资料来源：公开资料整理，东北证券

乳制品行业由量增向价增过度，阶段性显著。我国乳制品行业已逐步完成由渗透率提升向消费升级驱动增长的过渡阶段、逐渐由量升走向价增。2013 年以前，我国乳制品行业的发展主要由放量驱动，2004-2013 年乳制品行业规模 CAGR 达 18.27%。分拆来看，销量 CAGR 为 14.07%，单价 CAGR 为 5.89%。2013 年开始，我国乳制品行业增速逐步放缓，行业规模 CAGR 达 5.50%。其中销量增长陷入停滞阶段，2013-2018 年销量复合增速仅为 0.07%，但单价 CAGR 仍达 5.42%。

奶酪行业量价齐升，2024 年规模有望破百亿。我国奶酪行业经历了由量增向量价齐升驱动的发展阶段。2009 年以前，我国奶酪行业处于明显放量带动的增长阶段。分

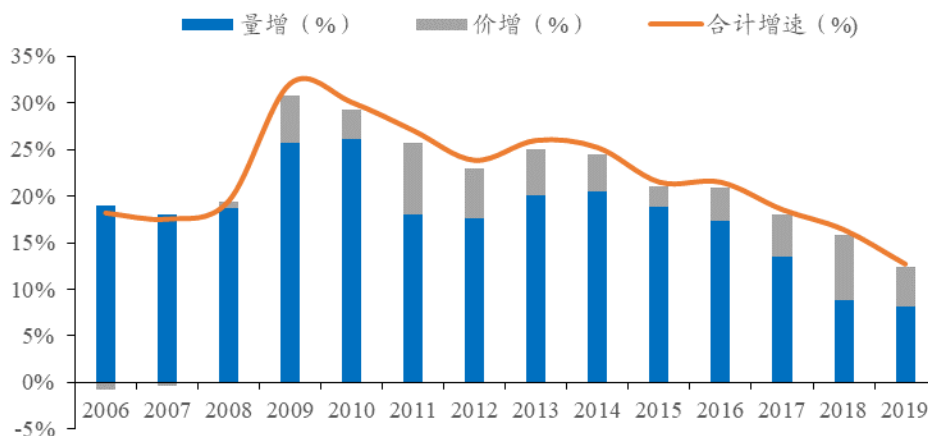
拆来看，2005-2009 年销量 CAGR 为 20.31%，同期均价 CAGR 仅为 1.14%，单价增速较低，主要由销量拉动销售规模增速保持在 21.68%。2009 年以后，价格上提升速度加快。分拆来看，2009-2019 年销售单价 CAGR 为 4.63%，销售量 CAGR 为 16.78%，2009-2019 年行业销售规模 CAGR 为 22.18%，2019 年我国奶酪市场规模达 65.5 亿元。Euromonitor 预计 2020 至 2024 年，奶酪单价 CAGR 达到 3%-4%，销量 CAGR 达到 7%-8%，奶酪零售市场规模 CAGR 将达到 11%-12%，2024 年奶酪零售市场规模有望达到 112.8 亿元。

图 16: 奶酪行业规模及同比



资料来源: Euromonitor, 东北证券

图 17: 奶酪行业增长量价拆分



资料来源: Euromonitor, 东北证券

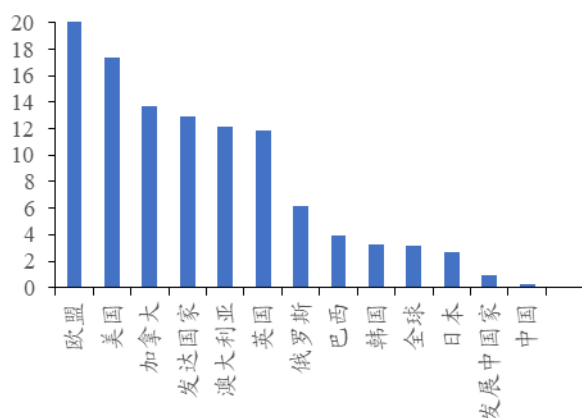
2.2.2. 对标海外，我国奶酪市场规模提升空间广阔

对标发达国家，我国奶酪市场规模提升空间广阔。2019 年我国奶酪人均消费量仅有 0.1kg，远低于发达国家人均消费量 12.91kg，也低于世界平均水平 3.13kg。对比饮食习惯相近的其他亚洲发达国家，日本和韩国的人均消费已分别达到 2.66kg 和 3.23kg。从奶酪占乳制品消费比例来看，目前我国奶酪消费仅占 1.5%，但饮食结构相似的日本和韩国已分别达到 18% 和 47%。相比之下，我国奶酪消费量提升空间广

阔。

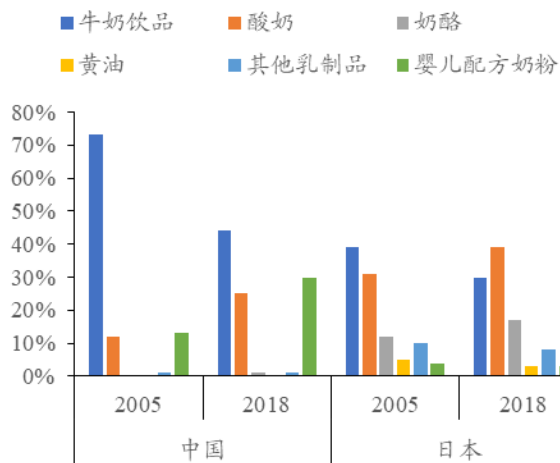
我国有望复制日本奶酪行业发展路径。我国饮食习惯和日本类似，均以再制奶酪为主。受益于日本政府推动全民饮食西化、学校食堂引入奶酪和本土品牌加码扩张奶酪市场，日本乳制品行业同样经历了从液态奶到奶酪的消费升级过程。1966 年日本奶酪的人均消费量仅 0.27kg，经历了 50 多年的发展，目前日本的人均消费量已提升至 2.32kg，奶酪占比已达到 18%。未来随着消费升级和饮食西化，我国有望复制日本奶酪行业发展路径，人均消费量预计有 10 倍提升空间。

图 18: 主要国家 2019 年奶酪人均销售量 (kg)



数据来源: OECD, 东北证券

图 19: 中国、日本乳制品消费占比对比

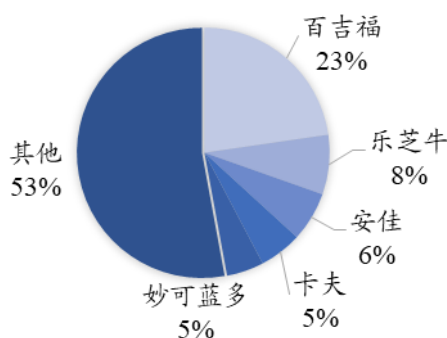


数据来源: Euromonitor, 东北证券

2.3. 国内市场以海外品牌为主导，国产品牌有望实现突围

海外品牌占据主导地位，本土品牌奶酪起步晚。2019 年中国奶酪零售市场 CR5 为 47.1%。市占率前五为百吉福、乐芝牛、安佳、卡夫、妙可蓝多，市占率分别为 22.7%、7.7%、6.4%、5.5%、4.8%。其中排名前四位均为海外品牌，国产品牌仅有妙可蓝多入围前五。其他国产品牌位列第二梯队，多美鲜、蒙牛、光明分别排名第 7、8、10，市占率分别为 3.6%、2.8%、0.9%。受国内消费者饮食习惯的影响，我国本土奶酪品牌较少且起步较晚，一方面我国乳制品龙头企业伊利、蒙牛长期以液态奶业务为发展核心，并未大力展开奶酪产业布局；另一方面奶酪制作工艺复杂、生产成本和门槛较高，本土小型企业难以进入。成熟的海外品牌在市场导入、技术工艺上有着先发优势，在市场份额上占据着主导地位。

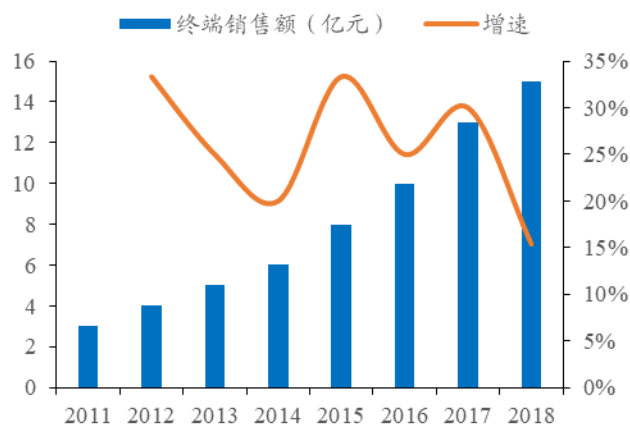
图 20: 我国奶酪市场 CR5 市场占比



数据来源: Euromonitor, 东北证券

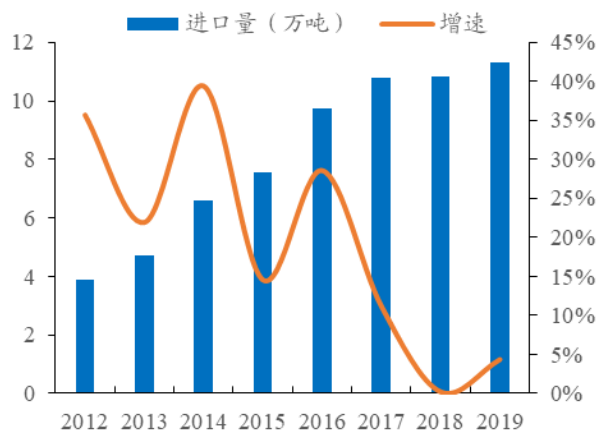
目前我国奶酪行业竞争环境较为宽松。一方面,海关总署数据显示,国内奶酪进口量自 2016 年起增速显著放缓,增速由 2016 年的 28.58% 下降至 2019 年的 4.27%,国内市场对进口奶酪的依赖度降低。占据主导地位的海外品牌并未采取激进的竞争策略,为国内品牌成长留有一定空间;另一方面,我国自主奶酪品牌较少,国内达到一定产量的奶酪企业不足 20 家,乳制品龙头并未大力布局奶酪板块,使得本土奶酪厂商之间的竞争尚不激烈,目前还处于初期共同培育市场阶段。

图 21: 百吉福公司中国地区终端销售情况



数据来源: 前瞻产业研究院, 东北证券

图 22: 中国奶酪产品进口情况

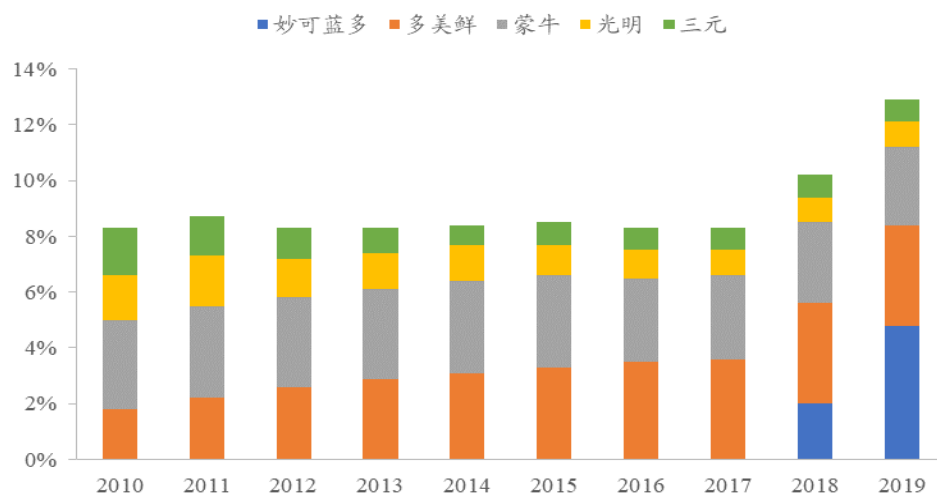


数据来源: 海关总署, 东北证券

国产品牌发力奶酪市场, 未来有望赶超海外品牌。随着市场规模快速增长、消费者对奶酪的认知程度和需求日益提升, 国产品牌也加快奶酪产业的布局。妙可蓝多受益于儿童奶酪棒快速爆发, 市场占有率由 2017 年的 1.9% 增长为 2019 年的 4.8%; 2018 年, 蒙牛设立奶酪事业部发展奶酪业务, 2018 年奶酪业务增速达 66%; 伊利也于 2018 年成立了健康饮品事业部和奶酪事业部, 并推出妙芝手撕奶酪以及奶酪芝士酸奶“芝士点”。相比海外品牌, 我国本土的奶酪品牌竞争优势为: 1) 渠道本土化, 本土品牌相比海外品牌能够更快地下沉至低线市场, 迅速抢占市场份额; 2) 本土奶酪企业更了解中国消费者的口味偏好, 可以更好地结合我国饮食习惯对产品

进行研发。日本奶酪行业经历了由海外品牌主导到本土品牌崛起的过程，最终由雪印、六甲黄油、森用、明治等本土品牌主导市场。目前日本奶酪市场 CR5 超过 60%，且均为本土品牌，其中日本奶酪龙头雪印集团市占率为 17%。未来我国有望复制日本奶酪市场发展路径，本土品牌利用现有渠道优势和紧跟国人消费偏好需求，未来有望赶超海外品牌。

图 23: 我国奶酪市场主要国产品牌市场占比



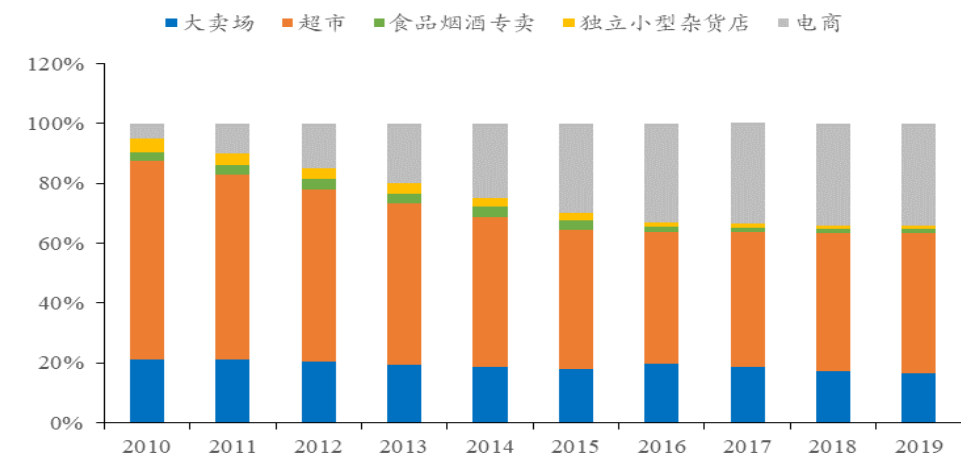
数据来源: Euromonitor, 东北证券

注: 妙可蓝多 2016 年正式开始奶酪业务, 2018 奶酪板块初具规模

2.4. 儿童奶酪市场广阔，消费场景不断拓宽

电商渠道占比提升。我国奶酪市场可下分为餐饮渠道和零售渠道，目前餐饮渠道占据奶酪消费总量的 58% 左右，零售渠道占 42% 左右。在零售渠道的细分中，传统零售渠道占比不断降低，由 2010 年的 95% 下降至 2019 年的 65.8%，电商占比逐步提升，由 2010 年的 5% 增长至 2019 年的 34.2%。

图 24: 我国奶酪销售渠道占比



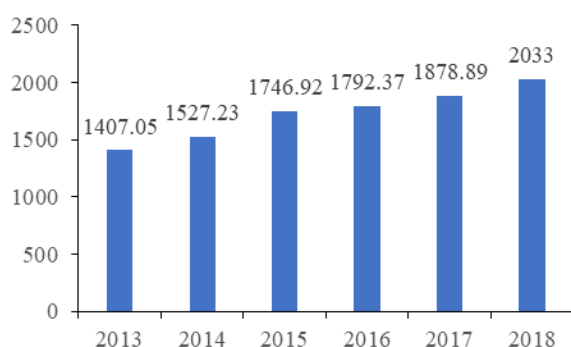
数据来源: Euromonitor, 东北证券

2.4.1. 餐饮端：饮食西化&奶茶、烘焙行业兴起带动规模提升

饮食习惯西化，带动奶酪消费量增长。西餐是奶酪的主要消费场景，奶酪是西餐厅制作汉堡、披萨等的重要食材，马苏里拉、奶油芝士、黄油、炼乳、芝士片等品类在西餐领域应用广泛。其中马苏里拉奶酪由于拉丝性较强主要应用于披萨制作中；车达切片在汉堡、三明治制作场景中应用广泛；山羊奶酪主要用于餐后甜点及点缀沙拉；柔皮奶酪主要应用场景为搭配红酒食用；随着人们对西餐的接受度提高以及消费水平的提升，将带动奶酪消费需求增长。

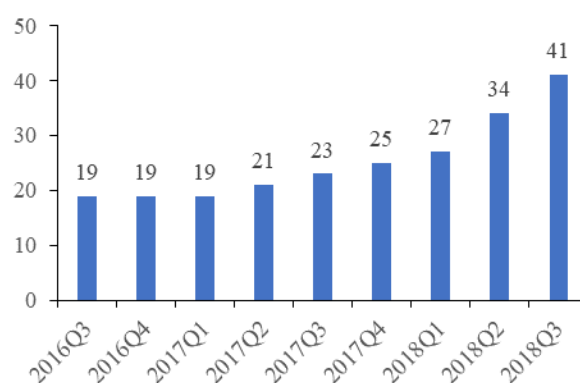
烘焙及奶茶行业兴起，贡献增量。随着烘焙及奶茶行业迎来消费升级以及口味创新，奶酪作为配料越来越多出现在面包烘焙和奶茶制作中，应用场景进一步拓宽。近年来网红茶饮和烘焙品牌快速兴起，如喜茶、乐乐茶等网红奶茶品牌广受年轻消费群体喜爱，将贡献增量。

图 25：我国烘焙行业零售规模（亿元）



数据来源：前瞻产业研究院，东北证券

图 26：现制奶茶迎来爆发期（万家）



数据来源：前瞻产业研究院，东北证券

2.4.2. 零售端：我国零售端以儿童奶酪为主，未来儿童奶酪有望迎来红利期

儿童辅食成为零售的主要消费场景，有望迎来红利期。我国奶酪零售以再制奶酪为主，儿童产品为再制奶酪零售增长的主要切入点。凯度消费者指数研究发现，截至2017年9月儿童奶酪在零售端占比高达55%。相比原制奶酪，再制奶酪更适宜儿童食用，原制奶酪含有菌群较多，但儿童的肠胃更敏感，过多菌群对孩子的胃肠有破坏性。再制奶酪通过高温灭菌使得部分菌群被杀掉，而钙、蛋白质等营养成分依然保存，因此更适宜儿童食用。奶酪是营养丰富的舶来品，相较于成年人，儿童的消费习惯更容易养成。同时儿童群体庞大，加上二胎政策的推动，未来儿童奶酪消费市场广阔。儿童奶酪的高利润也是推动品类快速发展的重要因素，儿童奶酪毛利率可高达40%，远高于普通常温白奶。未来随着家庭消费能力提升、对儿童饮食营养关注度增加以及本土企业加大布局儿童奶酪，我国儿童奶酪将迎来发展红利期。

表 6: 奶酪产品广泛的消费场景

西餐	烘焙、奶茶	儿童
		
		

数据来源：公开资料，东北证券

3. 品质+渠道护城河凸显，打造国民奶酪品牌形象

3.1. 产品端：产品矩阵丰富&产品力领先，打造国民儿童奶酪棒

产品体系完善，种类齐全。妙可蓝多专注于奶酪行业，产品体系完善。公司产品涵盖专门针对于儿童零食类的奶酪棒、成长奶酪、儿童新鲜奶酪和鳕鱼奶酪，用于家庭烘焙和餐饮渠道的马苏里拉芝士、芝士片、奶油芝士等。公司奶酪产品线丰富，同时各产品旗下拥有多种 SKU。相对于竞品，妙可蓝多产品线齐全且种类繁多，可满足消费者的不同需求。

表 7: 国内主要品牌奶酪品类

品牌	儿童系列		零食系列	家庭烘焙系列	
妙可蓝多	儿童奶酪棒	儿童新鲜奶酪	鳕鱼芝士脆	马苏里拉芝士碎	奶油芝士
					
妙可蓝多	成长奶酪	鳕鱼奶酪		芝士片	手撕奶酪
					
安佳	奶酪棒		无	芝士片	淡味黄油
					
安佳				马苏里拉芝士碎	芝士奶酪
					

					
				动物奶油	淡奶油
					
百吉福	成长奶酪	奶酪棒	乳酪布丁	马苏里拉芝士碎	芝士片
					
			芝士奶冻	芝力能量棒	小三角奶酪
					
伊利	儿童奶酪棒		无	芝士片	淡奶油
					
蒙牛	未来星奶酪棒	儿童成长奶酪	臻享即食奶酪	芝士片	马苏里拉奶酪
					
光明	儿童奶酪棒	高钙成长杯	无	芝士片	手撕芝士片
					
妙飞	超级飞侠棒棒奶酪		无	精制马苏里拉奶酪	
					

数据来源：天猫旗舰店、东北证券

奶酪棒切入儿童零食市场，定位“更适合中国宝宝口味”。妙可蓝多于 2018 年推出奶酪棒产品，切入儿童零食细分场景。产品定位于“更适合中国宝宝口味”，相较于国外进口品牌妙可蓝多口味更加清淡，适合中国人饮食习惯。高营养且美味的儿童辅食产品属性叠加全国大范围的广告营销宣传，2018 年上市一年奶酪棒即完成 1 亿的销售额。2019 年奶酪棒快速爆发，收入达到 4.6 亿元，同比增长 250%。

拥有优质奶源，研发实力领先。在产业上游，妙可蓝多与万头奶牛生态牧场合作，均是从澳洲引进最优质的荷斯坦奶牛，保证奶源品质达到欧盟标准。在原材料采购上，公司配备专业化的国际采购团队，采购网络覆盖欧洲、澳洲和美洲，其中 90% 的进口原材料来自于拥有优质奶源的新西兰。在生产研发上，公司投入高额费用从欧洲和澳洲引进国际领先的生产设备和技术，同时在上海、天津先后设立研发中心，引进和建立了以“中国奶酪第一人”刘宗尚领衔的研发团队。刘宗尚从事奶酪事业长达二十多年，其奶酪和奶油的研发技术是中国乳制品界的权威。刘宗尚曾担任法国 Bongrain 集团（现更名为 Savencia 集团）技术中心研究技术员，保健然（天津）食品有限公司生产经理。在刘宗尚的带领下，研发团队成功生产研发出了马苏里拉奶酪、奶酪棒、鳕鱼奶酪、芝士片、手撕奶酪等产品。未来公司将和各大高校和海外机构合作成立研究中心，进一步研究出适合中国人口味的原制奶酪。

表 8：国内各品牌奶酪棒产品品类

	规格（克）	单价（元/克）	价格（元）	口味
妙可蓝多	500		99	原味、水果味、果粒味、果果蔬味、巧克力味
	380	0.198	75	原味、水果味
	100		19.8	原味、水果味、果粒味、果果蔬味
百吉福	500	0.138	69	原味、水果味
	120	0.166	19.92	原味、水果味、莓子、香芒、酸奶果粒味、香草冰激凌味
伊利	475	0.178	80	原味、水果味、黄桃味、草莓味
	95	0.209	19.85	草莓味、冰激凌味、黄桃味、原味
	320	0.249	79.6	原味、莓子味、草莓味、菠萝味、水果味、香草冰激凌味、
蒙牛	95	0.209	19.85	两果一蔬味、
	500	0.196	98	原味、水果味、酸奶味、桃椰果味、莓椰果味
妙飞	500	0.198	19.8	原味、草莓味、香蕉味
	360	0.414	149	蓝莓味、混合水果味
	500	0.398	199	草莓味
安佳	360	0.553	199	原味、草莓味、蓝莓味、
	270	0.956	258	混合莓果味

数据来源：天猫旗舰店，东北证券

营养成分和性价比高，口味根据国人改良。从营养方面来看，好的儿童奶酪钙和蛋白质含量高且钙钠比合适。妙可蓝多奶酪棒采用高钙配方并添加独有的牛磺酸，与其他竞品相比，妙可蓝多钙和蛋白质含量最高，且钙钠比适宜，营养成分相对高于

其他品牌。在价格方面，妙可蓝多奶酪棒单价为 0.198 元/克，与竞品相比妙可蓝多奶酪棒价格位于中等水平，具备高性价比。在口味上，妙可蓝多针对国人口味进行改良，甜味更淡奶味香浓，更加适合中国宝宝口味。入口即化，口感接近布丁，深受消费者喜爱。从包装上来看，妙可蓝多奶酪棒外壳易撕拉，棒棒更细长方便儿童抓握，同时脱棒率低。在口味、口感和食用便捷程度上超过大部分竞品，2019 年妙可蓝多在京天猫 618 活动中奶酪棒销量位居首位。



表 9：市面主要品牌奶酪棒营养成分对比

名称	类型	钙含量 (mg/100g)	钠含量 (mg/100g)	钙钠比	蛋白质 (g/100g)	脂肪 (g/100g)	第一配料
妙可蓝多 奶酪棒	再制干 酪	678	590	1.15	24.1	23.5	生牛乳
百吉福棒 奶酪棒	再制干 酪	303	303	1	5.8	18.1	水
安佳高钙 奶酪棒	再制干 酪	300	214	1.4	6.9	14.9	饮用水
光明成长 奶酪棒	再制干 酪	148	230	0.64	7.9	17.8	稀奶油
蒙牛未来 星奶酪棒	再制干 酪	600	628	0.96	5.0	20.0	奶油
伊利儿童 奶酪棒	再制干 酪	580	430	1.35	6.3	17.6	奶油干 酪

数据来源：天猫旗舰店，京东到家，东北证券

携手热门汪汪队 IP，加大广告营销占领消费者心智。妙可蓝多奶酪棒外观色彩鲜艳，印有动物卡通图案并附有趣味问答，共有 18 种图案随机混搭。妙可蓝多与高热度动画 IP 汪汪队合作。与其他品牌 IP 相比，汪汪队 IP 热度相对较高（蒙牛使用熊出没 IP，光明采用托马斯 IP、伊利采用冰雪奇缘以及汽车总动员 IP）。在广告营销上，妙可蓝多改编自《两只老虎》的洗脑广告歌席卷大江南北，推广效果较好。在妙可蓝多于 2019 年 2 月在央视黄金时段投放广告后，妙可蓝多搜索百度指数大幅提升，远超过百吉福。

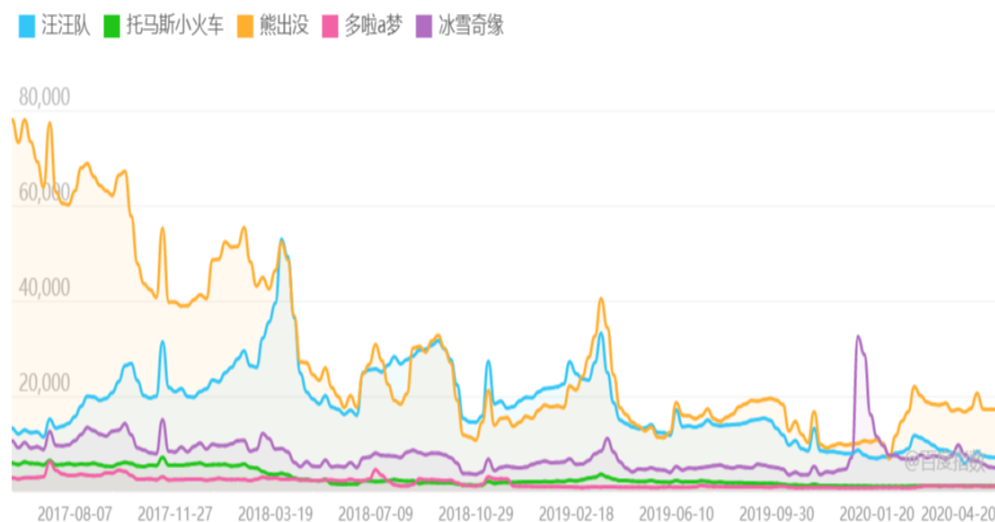
表 10：市面主要品牌奶酪棒产品包装对比

名称	IP	外观
妙可蓝多	汪汪队	
百吉福	哆啦 A 梦	

伊利	冰雪奇缘、赛车总动员	
蒙牛	熊出没	
光明	托马斯小火车	
妙飞	超级飞侠	

数据来源：天猫旗舰店，京东到家，东北证券

图 27：奶酪棒各品牌 IP 百度搜索趋势



资料来源：百度指数，东北证券

奶酪棒产品不断升级，探索成人新品。2020 年 5 月公司推出果果蔬奶酪棒新品，添加 12% 以上猕猴桃苹果黄瓜果酱，果蔬的清新搭配奶酪浓醇，在补钙的同时还能额外补充维生素。果果蔬奶酪棒上市后收到广泛好评，预计下半年会全面铺开。公司或将探索成人奶酪棒产品，并升级产品包装。消费目标群体由儿童转向了高中以上至 30 岁左右的年轻人，打造年轻人的健康零食。未来 2-3 年公司的发展重点仍将集中在奶酪新品的开拓上。产品持续升级&研发新品，将不断夯实公司产品竞争力。

图 28: 新品果果蔬味奶酪棒



资料来源：天猫旗舰店，东北证券

2020 年打造 5 个过亿大单品，看好马苏里拉和芝士片增长潜力。公司计划 2020 年打造 5 个（零售端 3 个+餐饮端 2 个）过亿的大单品。零售端大单品是奶酪棒、手撕奶酪和奶酪片，餐饮端大单品是马苏里拉和芝士片。公司马苏里拉产品竞争优势凸显，淘宝线上市占率超过 85%，自 2016 年在天猫上连续销量第一。2019 年马苏里拉收入约 3 亿，同比增速为 21%。根据渠道调研，疫情期间马苏里拉销量增长了 5 倍。疫情推动家庭烘焙习惯养成，推动马苏里拉中长期渗透率提升。芝士片由于食用方便，可用于烘焙及家庭早餐制作。芝士片在美国是销量最大的奶酪单品，目前在中国的销量较低。公司认为芝士片发展潜力巨大，对芝士片产品进行规划，将推出针对不同人群的芝士片新品。公司拥有全球最先进的芝士片生产设备，未来看好芝士片有望实现爆发。

3.2. 渠道端：多渠道全面发力，零售网点快速扩张

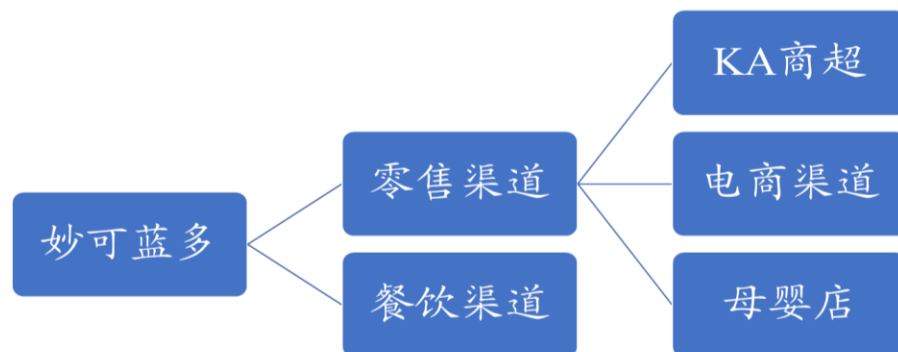
多渠道共同发力。公司在 2017 年前以餐饮渠道为主，2017 年起进军 C 端市场，开拓零售渠道，同时加大渠道上的费用投放。2017 年、2018 年及 2019 年销售费用分别为 1.22 亿元、2.05 亿元及 3.59 亿元，呈现明显上升趋势。目前公司形成了零售渠道和餐饮工业渠道两大销售渠道，其中零售渠道可分为 KA 渠道、母婴渠道、电商渠道等。2019 年零售渠道占比约 54%，餐饮端占比约 46%。

全国化布局持续推进，渠道扩张空间广阔。公司终端网点数从 2017 年的 1.3 万家增长至 2019 年的 13.2 万家，2019 年公司新增 773 个经销商，年底数量达到 2349 个。目前公司渠道已遍布全国，远至西藏、新疆等偏远地区均有布局。未来公司将持续增加经销商数量进行网点开发，推进渠道下沉，预计 2020 年底终端网点数量可突破 25 万家。理论上，销售酸奶的终端网点均可售卖奶酪产品，经估算适销的终端大约在 50 万家左右（随着冷链设备不断完善，数量不断增长）。未来公司渠道渗透率提升空间广阔。

传统渠道增速亮眼。在零售渠道中，KA 渠道约占 55%，传统渠道约占 35%，特渠及其他占 10%。目前公司与家乐福、欧尚、永辉、沃尔玛、苏果、步步高、物美等全国性 & 区域性 KA 建立起良好合作，2019 年完成了全国所有大卖场的进场，并进驻了全家、良友和罗森等便利店渠道。今年渠道扩张重点为 KA 和传统渠道。根

据渠道调研，今年年初至今，传统渠道的增速达到 300%，KA 渠道增速约 70%。

图 29：妙可蓝多奶酪业务渠道分布



资料来源：互联网，东北证券

我们认为公司渠道快速扩张，奶酪业务持续爆发的原因主要分为：高标准选拔经销商；阿米巴模式实现渠道扁平化管理；给予经销商多种支持政策；完善的考核制度；要求经销商完成有效陈列和有效试吃。

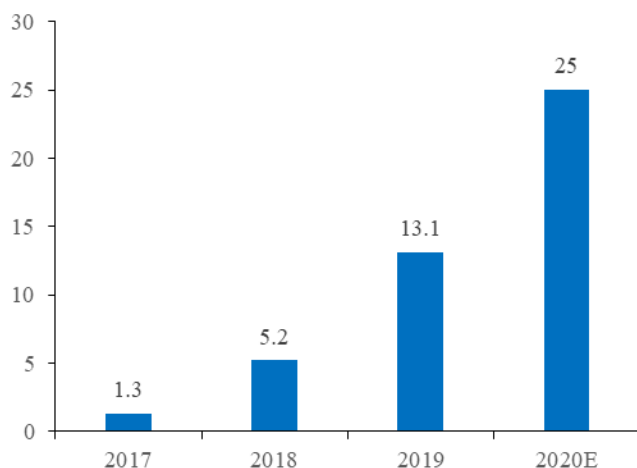
选择经验丰富的经销商，实行优胜劣汰政策。公司在选择经销商时主要考虑三个方面：（1）硬件方面，优先考虑有低温冷藏库、低温冷冻库，并且运输车辆具备冷藏冷冻条件的经销商。车辆在一个周期内将产品覆盖至全部网点也是一个必要条件。（2）考虑经销商是否有经营类似产品的经验，能否迅速将产品铺设到终端。从经销商历史情况看，公司多数经销商是原来百吉福的原经销商和原先经营酸奶的经销商，此类经销商在冷链配送方面经验丰富。（3）考察经销商的网点数量及渠道下沉能力。公司每年会对经销商进行淘汰，确保经销商团队质量。

实行阿米巴模式，渠道扁平化保证渠道和终端利润。妙可蓝多的渠道建设策略不同于竞争对手，公司注重渠道下沉，无论是大城市还是县级的经销商均采用一级代理模式。公司在渠道上采取阿米巴模式，渠道扁平化可保证经销商利润和产品终端利润。

给经销商提供多方面支持，保证终端动销和库存周转正常。公司对经销商实行年底返利政策，同时在产品陈列费和导购人员底薪方面给予资金支持。此外，公司会协助经销商解决产品滞销的问题，保证终端动销和库存周转正常。

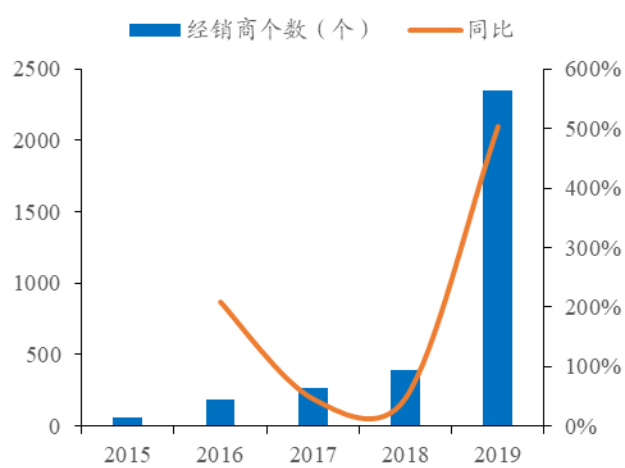
终端制胜法宝——有效陈列和有效试吃。公司要求经销商达到产品的有效陈列和有效试吃：（1）公司在指导经销商进行产品排列时，会优先把奶酪产品摆在醒目且容易拿取的位置，方便儿童进行选购。（2）推出产品试吃活动，由导购给小朋友分发试吃样品，让顾客更了解妙可蓝多奶酪棒，试吃后有利于推动后期转化为实际购买。

图 30: 妙可蓝多终端网点数量 (万家)



资料来源: 公司公告, 东北证券

图 31: 妙可蓝多经销商个数及增速



资料来源: 公司公告, 东北证券

深耕餐饮渠道, 丰富产品矩阵&开启个性化定制模式。公司深耕 B 端餐饮渠道, 截至目前公司合作企业已经超过了 300 家, 其中核心客户包括萨莉亚、达美乐、海底捞、面包新语、85 度 C、多乐之日、吉野家等知名餐饮烘焙连锁企业, 2019 年公司新增星巴克、汉堡王等客户。餐饮渠道持续开发空白市场, 经销商不断增加。2018 年公司 2B 渠道经销商数量达 389 个, 新增 124 个。同时公司不断丰富产品矩阵, 开发和推广稀奶油、奶油芝士、黄油、芝士片等新产品。公司对已有产品不断升级, 提高产品研发能力开启个性化定制模式, 为客户提供定制化方案。

图 32: 公司不断丰富餐饮工业类产品



资料来源: 公司公告, 东北证券

线上线下双轮驱动, 拓展母婴渠道新场景。在 2016 年转型升级之初, 公司即确立了线上线下双轮驱动的市场新零售战略。公司已先后和天猫、拼多多、京东、苏宁等主流电商平台建立了战略合作, 线上市场占有率与品牌知名度呈现出快速提升。双十一、双十二等线上购物节期间, 妙可蓝多在各大平台的销售量始终稳居同类奶酪品类销售榜首。公司马苏里拉奶酪自 2016 年在天猫上连续销量第一, 2019 年

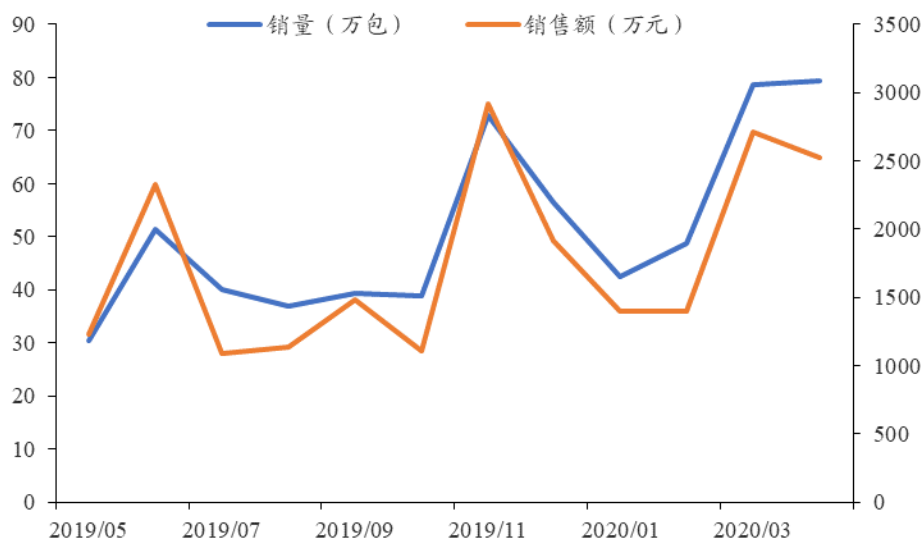
618 电商节，公司获得京东、天猫奶酪品类双冠王，奶酪棒产品单天销售量超过 10 万包。2019 年线上渠道收入实现 1.17 亿元，同比增长近 400%。公司自 2019 年下半年起进军母婴店新场景，与婴儿儿、孩子王等母婴店铺达成合作，主要负责冰柜投入，无需支付进场费。根据渠道调研，济南孩子王单店每天销售 20 包奶酪棒产品，终端动销情况较好，未来母婴店渠道有望贡献收入增量。

图 33: 妙可蓝多探索母婴店新场景，与孩子王达成合作



资料来源：互联网，东北证券

图 34: “618”及“双11”期间，妙可蓝多在天猫的销量激增



资料来源：淘数据，东北证券

图 35: 公司获得 2019 年“6·18”京东、天猫奶酪品类双冠王



资料来源：公司公告，东北证券

3.3. 营销端：打造“儿童奶酪=妙可蓝多”的品牌形象

营销定位“更适合中国宝宝口味”，加大广告营销费用投放。海外品牌百吉福、安佳向消费者宣传其卖点是进口奶源和采用欧洲工艺，妙可蓝多在宣传上主打点是“更适合中国宝宝口味”，与当初飞鹤“更适合中国宝宝体质”的宣传理念一致。公司近两年加大广告营销宣传费用投入，2018/2019 年公司销售费用达 2.05/3.59 亿元，分别同比增长 67.48%/75.11%，其中广告宣传费用为 0.87/2.01 亿元，同比增长 83%/91.67%。

联合热门 IP，开展跨界营销。2018 年，公司联合火爆中国的热门动画 IP“汪汪队”版权方达成战略合作，在奶酪棒外包上印制儿童喜爱的汪汪队动画形象，吸引儿童注意力。融入妙可蓝多品牌元素与产品信息的《汪汪队立大功》播出后，引发了全民热议。通过此次 IP 跨界，借助“汪汪队”热门动画 IP 将产品打造成爆款网红，成功提升儿童类奶酪产品的品牌辨识度，当年即实现了全年销售破亿的营销效果，同时也推动其品牌旗下其它奶酪类业务规模快速增长。

图 36: 妙可蓝多汪汪队 IP



资料来源：公司公告，东北证券

开启全面品牌战略，占领消费者心智，打造儿童奶酪=妙可蓝多品牌形象。2019 年公司开启品牌全面建设，广告宣传分为央视和分众传媒两大部分：（1）在央视宣传部分，公司广告宣传片登陆央视，以少儿频道为主，目标对象为母亲和儿童。为了提高公司的品牌认知度，公司改编经典儿童歌曲《两只老虎》作为宣传片的主题曲，打造“儿童奶酪=妙可蓝多”的品牌形象。未来公司计划在地方卫视适度投放宣传片，不断扩大在全国各省份的品牌影响力。（2）在分众传媒广告部分，公司与分众传媒进行战略合作，在全国 100 余座城市投放广告进行宣传，相关广告进驻核心城市的楼宇和商超卖场，播放量达 70 亿次。分众传媒广告面向高收入高购买力人群，实行精准定位营销，使“妙可蓝多国民奶酪”的品牌定位深入人心。营销配合渠道扩张，2019 年妙可蓝多的奶酪销售收入中零售占比提升至 54%，首次超过餐饮端。

图 37：妙可蓝多广告登陆央视



资料来源：互联网，东北证券

图 38：妙可蓝多登陆分众传媒



资料来源：互联网，东北证券

积极布局内容营销，推动品牌曝光。妙可蓝多积极开展社群粉丝运营，如开展 1 分拼团和免费试吃活动等一系列分享式营销活动，为产品积累了大量的粉丝和良好的口碑。如妙可蓝多曾与某西点品牌联合组建社群，通过发布多人拼团任务引发裂变传播，用户花 1 分钱开团并邀请 2 位好友参与拼团成功，就能获得 2 条芝士棒+1 块小面包。免费试吃活动吸引了大量用户加群。常见的裂变手段在前期为妙可蓝多积累了大量用户和曝光度，为社群粉丝运营夯实了基础。除了微信社群，妙可蓝多还在小红书、抖音、天猫社群中与达人合作，借助各平台大 V 及 KOL 的影响力进行消费者市场教育，通过网络直播、产品评鉴来引流带货。

3.4. 产能端：产能持续扩张

产能储备充足，奶酪棒产能利用率高。公司在上海、天津和吉林建有 4 个奶酪加工厂，在澳洲有 2 个间接参股的合作工厂。目前公司奶酪产能约 4.5 吨，其中奶酪棒产能约为 1.5 吨，马苏里拉产能约为 1.8-2 吨。除芝士片外，公司产能利用率达 100%。公司上海工厂奶酪棒生产线由 2018 年的 1 条扩张到 2019 年底的 12 条。2020 年一季度新增 3 条，目前产线为 15 条，满产满销。

定增募集资金，加大奶酪产能建设。2020 年 3 月 25 日公司发布定增预案，拟募集

资金不超过 8.9 亿元用于上海、吉利和天津工厂奶酪扩建项目。预计全部项目投产后，奶酪产能将增加 5.5 万吨，远期产能将达到 10 万吨。

表 11: 妙可蓝多当前及远期产能情况 (万吨/年)

工厂	现有产能	远期产能
上海工厂	2.5	4.2
天津工厂	1.5-2.0	1.2-1.7
吉林工厂	0.2	4.1

资料来源：公司公告，东北证券

表 12: 2020 年定增及产能扩建情况

项目	项目投资总额 (亿元)	拟使用募集资金 总额 (亿元)	达产后规划 产能 (万吨)	目标
上海第二工厂 改扩建项目	4.42	4.42	2.70	将妙可蓝多上海第二工厂打造成公司在华东地区的生产基地，解决公司奶酪产品结构性缺陷问题。
吉林中新食品区 奶酪加工建设项目	3.21	2.51	1.55	将吉林乳品中新食品区奶酪加工厂打造成为全国最大的原制奶酪生产基地。
广泽乳业特色乳品 产业升级改造项目	1.97	1.97	1.25	深化产品结构调整，优化产品品类，实现公司向奶酪为主营业务转型的目标。达产后主要产品包括奶酪棒、稀奶油、奶油芝士。

资料来源：公司公告，东北证券

3.5. 引入蒙牛战略投资，形成长期利好

引入蒙牛战略投资，改善外部竞争环境。公司于 1 月 7 日引入内蒙蒙牛作为战略股东，进行销售渠道和营销资源共享、产能布局提升等多方面的业务合作，实现以优势互补、合作共赢的战略目标。从竞争格局来看，公司未来最大的国内竞争对手是乳业龙头伊利和蒙牛。此次和蒙牛合作，强强联手，有利于改善外部竞争环境。

借助其渠道优势和营销资源，加快市场扩张。妙可蓝多可借助蒙牛的市场资源及渠道优势，进一步推动品牌推广和渠道下沉。蒙牛可为其带来优质客户资源推动市场快速扩张，同时联合举办营销活动有利于提高品牌知名度。

增加代工收入，降低采购成本。妙可蓝多为蒙牛提供奶酪代工，2019 年给蒙牛代工收入达 1615 万元。未来公司在保证自身产量的同时，将加大给蒙牛代工占比。同时蒙牛在原材料采购方面具备规模效应从而成本更低，2019 年 11 月蒙牛收购了澳大利亚大型乳企 LDD，可为其提供大量优质性价比高的原材料。公司目前可通过蒙牛采购更便宜且优质的奶酪原料，降低成本同时提高供应链安全性。

引入蒙牛系高管，提升管理水平。达成战略合作协议后，蒙牛将向妙可蓝多派驻董事和财务副总监，支持公司财务体系和支持信息化建设。同时妙可蓝多可以充分学习蒙牛先进的管理经验，使公司运营更加规范，提升整体管理水平。

4. 盈利预测

预计 2020-2022 年 EPS 为 0.30、0.51、0.92 元，对应 PE 分别为 122X、71X、40X，给予“增持”评级，后续随着品类扩张和消费群体延展，公司成长空间大，上调目标价。

5. 风险提示

- 1) 产能释放不及预期
- 2) 食品安全问题

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	417	363	623	968	净利润	19	122	210	375
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	21	0	0	0
应收款项	174	341	462	662	折旧及摊销	55	46	56	66
存货	142	307	402	559	公允价值变动损失	-27	0	0	0
其他流动资产	148	279	395	511	财务费用	74	45	61	78
流动资产合计	880	1,290	1,882	2,700	投资损失	0	-4	-2	-3
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	166	-291	-90	-171
长期投资净额	0	0	0	0	其他	-17	0	-2	6
固定资产	593	710	829	934	经营活动净现金流量	292	-83	233	351
无形资产	107	107	107	107	投资活动净现金流量	62	-218	-212	-221
商誉	429	429	429	429	融资活动净现金流量	-577	247	239	215
非流动资产合计	1,563	1,740	1,900	2,051	企业自由现金流	-219	286	249	542
资产总计	2,443	3,030	3,782	4,751					
短期借款	353	596	896	1,188	财务与估值指标				
应付款项	244	227	357	467		2019A	2020E	2021E	2022E
预收款项	55	67	108	146	每股指标				
一年内到期的非流动负债	10	10	10	10	每股收益 (元)	0.05	0.30	0.51	0.92
流动负债合计	777	1,191	1,733	2,327	每股净资产 (元)	3.09	3.39	3.90	4.82
长期借款	355	405	405	405	每股经营性现金流量 (元)	0.71	-0.20	0.57	0.86
其他长期负债	46	46	46	46	成长性指标				
长期负债合计	401	451	451	451	营业收入增长率	42.32%	54.96%	48.26%	39.01%
负债合计	1,177	1,642	2,184	2,778	净利润增长率	80.72%	535.73%	71.85%	78.50%
归属于母公司股东权益合计	1,266	1,388	1,598	1,973	盈利能力指标				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	31.55%	36.21%	37.86%	39.89%
负债和股东权益总计	2,443	3,030	3,782	4,751	净利率	1.10%	4.52%	5.24%	6.73%
					运营效率指标				
利润表 (百万元)					应收账款周转率 (次)	34.30	46.00	42.10	43.40
	2019A	2020E	2021E	2022E	存货周转率 (次)	46.60	65.00	58.87	60.91
营业收入	1,744	2,703	4,008	5,571	偿债能力指标				
营业成本	1,194	1,724	2,490	3,349	资产负债率	48.19%	54.19%	57.74%	58.47%
营业税金及附加	10	18	25	36	流动比率	1.13	1.08	1.09	1.16
资产减值损失	26	0	0	0	速动比率	0.86	0.76	0.78	0.85
销售费用	359	554	815	1,114	费用率指标				
管理费用	111	169	244	333	销售费用率	20.60%	20.50%	20.34%	20.00%
财务费用	58	91	141	200	管理费用率	6.38%	6.26%	6.08%	5.98%
公允价值变动净收益	28	0	0	0	财务费用率	3.32%	3.37%	3.51%	3.59%
投资净收益	0	4	2	3	分红指标				
营业利润	20	144	255	487	分红比例	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
营业外收支净额	3	1	2	-6	股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
利润总额	23	146	256	481	估值指标				
所得税	3	23	46	106	P/E (倍)	310.37	122.02	71.00	39.78
净利润	19	122	210	375	P/B (倍)	4.72	10.75	9.33	7.56
归属于母公司净利润	19	122	210	375	P/S (倍)	8.55	5.52	3.72	2.68
少数股东损益	0	0	0	0	净资产收益率	1.52%	8.81%	13.15%	19.01%

资料来源：东北证券

分析师简介:

李强: 西南财经大学金融学硕士，电子科技大学金融学本科，现任东北证券食品饮料行业组长分析师。曾任华龙证券有限责任公司研究员，南京证券股份有限公司研究员。具有10年证券研究从业经历，荣获2019年金牛奖食品饮料行业最佳分析团队第1名，2019年Wind资讯金牌分析师第5名，2018年每市食品饮料行业年度组合收益第4名，2018年投研社最受机构欢迎分析师，2018年进门财经百佳分析师，2018年食品饮料研究Wind平台影响力排行榜第7名，2018年度知丘杯金测奖最佳分析师第3名，2017年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第2名，“2016年Wind资讯第四届金牌分析师全民票选”食品饮料行业第1名。

郭梦婕: 复旦大学环境科学硕士，华东师范大学本科，现任东北证券食品饮料组研究人员。曾任平安健康互联网股份有限公司产品运营和开发，2019年加入东北证券研究所。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	15213310661	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouyingl@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wanguan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn