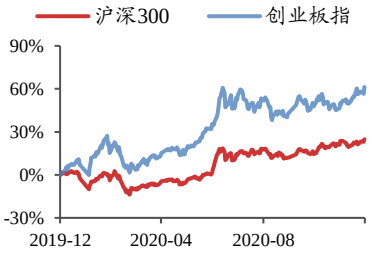
2020 年 12 月 31 日

# 开源晨会 1231

## ——晨会纪要

市场快报

**沪深 300 及创业板指数近 1 年走势**




数据来源：贝格数据

**昨日涨跌幅前五行业**

| 行业名称 | 涨跌幅(%) |
|---|---|
| 电气设备 | 2.96 |
| 食品饮料 | 2.76 |
| 有色金属 | 2.56 |
| 国防军工 | 2.14 |
| 休闲服务 | 1.99 |

数据来源：贝格数据

**昨日涨跌幅后五行业**

| 行业名称 | 涨跌幅(%) |
|---|---|
| 通信 | -0.67 |
| 房地产 | -0.34 |
| 商业贸易 | -0.28 |
| 建筑装饰 | -0.19 |
| 建筑材料 | -0.12 |

数据来源：贝格数据

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

## 观点精粹

### 总量视角

**【策略】开源金股，1 月推荐——投资策略专题-20201230**

开源金股，1 月推荐

**【策略】早春无“躁动”——投资策略点评-20201229**

我们提示抱团行情后的市场风险，周期+金融板块仍会拥有较高的相对风险与收益比，但需要面对市场不确定性的上升。投资者主要任务仍是调整结构，控制仓位，为未来周期股更好的行情做好准备。

### 行业公司

**【农林牧渔】中央农村工作会议召开，扛起粮食安全政治责任，种植链迎来利好——行业点评报告-20201230**

2020 年 12 月 28 至 29 日，中央农村工作会议在北京召开，首次强调农业科技问题，继续抓好生猪生产恢复，产能恢复持续向好，建议关注防控能力突出、成本优势领先的牧原股份，以及出栏弹性和成本下行空间都较大的正邦科技、新希望。

**【非银金融】杜绝层级重分利益，探索保险全新业态——《关于发展独立个人保险代理人有关事项的通知》点评-20201230**

2020 年 12 月 29 日，中国银保监会发布《关于发展独立个人保险代理人有关事项的通知》，突破了传统代理人架构限制，按照代理销售保险费计提佣金。

**【新能源与电气设备：宁德时代(300750.SZ)】再添百 GWh 扩产规划，景气度加速向上——公司信息更新报告-20201230**

再添百 GWh 扩产规划，景气度加速向上

**【化工：三美股份(603379.SH)】三代制冷剂将迎“黄金十年”，静待龙头引领周期反转——公司首次覆盖报告-20201230**

随着我国空调及汽车需求边际复苏、地产竣工数据回暖，目前我国及海外制冷剂需求出现边际改善。三美股份目前已具备 R32 产能 4 万吨、R125 产能 5.2 万吨、R134a 产能 6.5 万吨，市占率分别为 8.6%、16.7%、18.8%，未来有望复制二代制冷剂的长周期景气行情，公司有望充分受益于行业变革。

**【计算机：中国长城(000066.SZ)】中国长城（000066）：飞腾营收翻数倍，生态日益丰富——公司信息更新报告-20201230**

飞腾营收翻数倍，生态日益丰富

**【中小盘：妙可蓝多(600882.SH)】奶酪棒驱动加速发展，国产奶酪龙头崛起正当时——中小盘首次覆盖报告-20201230**

公司借助奶酪棒这一大单品打开了零售市场，“妙可蓝多”也快速成长为了国产奶酪的第一品牌。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 0.89/3.39/5.73 亿元，对应 EPS 为 0.22/0.83/1.40 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 238.9/62.4/36.9 倍，对应 2021 年 PEG 为 0.4，首次覆盖给予“买入”评级。

# 研报摘要

## 总量研究

**【策略】开源金股，1 月推荐——投资策略专题-20201230**

**牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001**

策略：早春无“躁动”

当下市场“一致预期”出错概率较大，市场未来的路径上面对的风险收益情况是：好的太贵，便宜的还不够好。市场趋势投资者的增多正在加强市场不稳定性，我们提示抱团行情后的市场风险，周期+金融板块仍会拥有较高的相对风险与收益比，但需要面对市场不确定性的上升。投资者主要任务仍是调整结构，控制仓位，为未来周期股更好的行情做好准备。建议投资者调整结构进入以下领域进行资产挖掘：（1）通胀和信用收缩前期，商品价格上涨带来业绩弹性的品种：铜、铝、炼化、化纤、焦煤；（2）海外需求与制造业复苏：钛白粉，照明，机械设备；（3）随经济修复，资产端质量改善的银行以及在经济复苏中资产负债端均改善的保险，同样的，配置房地产。

金工：基于行业轮动模型的 1 月行业多头

基于行业轮动模型，1 月行业多头为：休闲服务、化工、国防军工、汽车、机械设备、食品饮料、农林牧渔、电气设备、有色金属。

化工：恒力石化（600346.SH）、华鲁恒升（600426.SH）、华峰氨纶（002064.SZ）

恒力石化将充分受益 2021 年炼厂下游化工品和炼油产品景气度修复，成长性的瓶颈或将被打破。华鲁恒升是煤化工行业龙头，成本优势明显，稳定盈利，业绩将持续成长。华峰氨纶作为全球氨纶、聚氨酯领军企业，充分受益氨纶行业复苏。

石油化工：宝丰能源（600989.SH）

公司成本低盈利能力强。近期聚烯烃和焦炭价格大涨推升业绩，公司未来五年均处于产能释放期，我们持续看好公司产能扩张和低成本优势。

煤炭开采：淮北矿业（600985.SH）

华东焦煤龙头，未来产能扩张，双焦价格齐上涨，利好公司业绩增长，砂石骨料具备业绩潜力。

非银金融：中国太保（601601.SH）

保费增速改善可期，看好估值修复机会。寿险板块高度重视 2021 年开门红，长期看，中国太保转型 2.0 阶段产生效果，总体产能回暖。估值为上市险企中最低。

电气设备：中科电气（300035.SZ）

公司负极市占率逐步提升的趋势较为确定，或快速跻身一线龙头之列。

轻工制造：索菲亚（002572.SZ）

业绩增长确定性较高，估值相较其他消费品龙头较低，估值性价比将充分展现。

电子：生益科技（600183.SH）

海外订单饱满，淡季不淡，公司有望进行第三轮提价，盈利能力环比持续提升。

医疗器械：英科医疗（300677.SZ）

全产业链布局一次性防护手套引领产业变革，凭借成本、规模、渠道和品牌优势，有望成为全球最具竞争力的医疗防护手套龙头。

风险提示：国内经济下行超预期；货币超预期宽松；海外经济复苏不及预期

**【策略】早春无“躁动”——投资策略点评-20201229**

**牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001**

当下市场正在基于市场“一致预期”本身进行博弈

投资者普遍认为明年经济前高后低，只是高低幅度和持续时间有所分歧。从跨年行情走向春季躁动正在变为市场共识。但这种一致预期可能已经被 11 月以来的两类交易行为所定价：11 月，由于至少 1 季度经济本身没有问题，伴随疫苗推出买入经济复苏；12 月，由于相信 1 季度市场没问题，因此利用年底和基本面的有限变化加仓新能源和白酒。对于远期观点的一旦形成共识，就会贴现到当下资产价格中，这构成了一致预期往往错误的原因。但一致预期也曾正确，即增量资金涌入的市场，特别是趋势追逐资金涌入的市场，可以让市场投资者的观点的表达可以得到强化：以今年上半年为例，对于新能源、医药、消费的一致预期其实就是对的，因为有着 2019 年以来基金规模的大举扩容。历史经验指示，在公募重仓股 12 月大幅跑赢市场后，在随后 1 季度的收益往往为负，公募基金业绩整体也不佳。在这样的环境下，要理解过去居民入市一定程度来自于基金的赚钱效应，不可基于过去 2 年的短期靓丽数据线性外推分析居民长期入市的过程。如果市场进入平淡，负债端可能会进入波动。因此，现实情况看，一致预期出错概率较大。

“好的东西”当下不够便宜，预期收益率很低

我们需要认识到的是，“好的东西”当下不够便宜，预期收益率很低：我们在年度新共识《回归 ROE》中指出了 A 股收益率已经两年跑赢自身 ROE，有向历史中枢回归的必要，这意味着风险收益比的下降，主流赛道这一现象更为严重；同样的，我们在周报《新核心资产正待发现》中也指出了当下核心资产进入了趋势交易者定价的阶段，部分基本面投资者可能已被挤出，市场正在进入不稳定状态。

周期行情的关键在出口和制造业中

市场在 1 季度前半段还面临的一个问题，就是“便宜的东西”还不够好，至少不够好到让更多投资者认可。进入 1 季度后，由于对于国内经济前高后低与信用收缩预期的存在，即市场不会为一致预期中的高基数与国内经济驱动的复苏而定价。这就导致了高赔率的金融、周期资产很难在这一阶段可以被更广泛的投资者接受。周期行情的关键仍在于疫情后世界的贴现中，在于更不依赖于政策调控的出口和制造业中。但这一场景可能要到 1 季度后半段才会逐步出现：全球疫苗开始接种并更有效推进，冬季结束后疫情开始得到更有效控制。当然在这之前，部分供给格局更好且需求更快的周期行业会先于受益。

面对不确定性，主要任务仍是调整结构，控制仓位

市场未来的路径上面对的风险收益情况是：好的太贵，便宜的还不够好。市场趋势投资者的增多正在加强市场不稳定性，我们提示抱团行情后的市场风险，周期+金融板块仍会拥有较高的相对风险与收益比，但需要面对市场不确定性的上升。投资者主要任务仍是调整结构，控制仓位，为未来周期股更好的行情做好准备。

风险提示：疫情出现反复，经济复苏不及预期

## 行业公司

**【农林牧渔】中央农村工作会议召开，扛起粮食安全政治责任，种植链迎来利好——行业点评报告-20201230**

**陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001**

“米袋子”实行党政同责，粮食安全持续升级

2020 年 12 月 28 至 29 日，中央农村工作会议在北京召开。会议关于粮食及粮食安全的内容增加，重视程度升级。2021 年是“十四五”的开局之年，政策再次强调把握粮食安全主动权，抓紧粮食生产，将粮食生产问题由省长负责升级为党政同责。新增提出守住 18 亿亩耕地红线，保护黑土地。补贴方面，明确稳定加强种粮农户的补贴，完善最低收购价政策。2021 年国内以玉米为首的主粮饲用需求大幅增长，农业农村部玉米供需平衡表 12 月预计 2020/21 年玉米缺口达 1648 万吨，同比增长 65.79%，玉米的缺口会带动小麦等主粮价格上涨，短期内海外新冠疫情严峻叠加“拉尼娜”现象对世界粮仓美洲地区产量影响较大，进口难以弥补供给缺口。预计国内外粮食价格将同时进入上行通道，粮食价格上涨将带来种植链利润抬升，受益标的苏垦农发。

首次强调农业科技问题，坚决打好种业翻身仗

会议内容中首次加入农业科技相关内容，种子作为农业的“芯片”，政策层面不断强调生物技术的攻关及自主性。结合 2019 年开始农业农村部批准多个国内自主研发的玉米、大豆转基因转化体安全证书来看，国内转基因种子应用已经具备基础的研发能力和自主能力，种业技术革新或从转基因商业化开始。2021 年新的转基因品种审定法案或将出台，前期通过安全证书审定的品种具备完整的试验流程数据，上市进程或加快，国内有望进入主粮转基因种植元年，建议关注生物技术研发超前，品种性状优异的大北农，同时关注业绩有望改善的隆平高科。

继续抓好生猪生产恢复，产能恢复持续向好

自 2018 年非洲猪瘟爆发以来，生猪养殖相关政策在中央农村工作会议上频繁提出，内容分别为“抓好非洲猪瘟防控”、“加快恢复生猪生产”、“继续抓好生猪生产恢复”，2019 年下半年开始生猪产能开始恢复，2020 年 11 月能繁母猪及生猪存栏同比分别增长 31.2%、29.8%，预计 2021 年下半年生猪存栏量基本恢复至正常水平，猪价进入下行周期，养殖龙头企业将充分受益于此轮周期带来的行业集中度提升，建议关注防控能力突出、成本优势领先的牧原股份，以及出栏弹性和成本下行空间都较大的正邦科技、新希望。

农业供给侧结构性改革，树立品牌和标准化生产

2015 年提出农业供给侧改革，围绕生产端的成本、土地利用效率等问题展开，2020 年开始强调结构性改革，提倡农产品品质提升、品牌打造和标准化生产，符合下游消费者消费升级后对品质的要求。随着农产品品牌的持续深化，产品溢价提高，农户收入提高，实现了消费者和农户双赢的局面。

风险提示：政策风险、疫病风险、自然灾害、食品安全问题。

**【非银金融】杜绝层级重分利益，探索保险全新业态——《关于发展独立个人保险代理人有关事项的通知》点评-20201230**

**高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 吕晨雨（联系人）证书编号：S0790120100011**

事件：2020 年 12 月 29 日，中国银保监会发布《关于发展独立个人保险代理人有关事项的通知》（以下简称《通知》）。《通知》作为《保险代理人监管规定》的配套性文件，自 2021 年 1 月 1 日起施行。

点评：

突破传统代理人架构限制，直接按照代理销售保险费计提佣金

本次《通知》填补了我国关于独立个人保险代理人的空白，明确了独立个人保险代理人的概念，是推动我国保险行业高质量转型发展的一大探索，有利于形成一支更加专业化、职业化和稳定化的销售人员队伍。《通知》主要内容：(1)独立代理人是指与保险公司直接签订委托代理合同，自主独立开展保险销售的保险销售从业人员；(2)独立个人保险代理人直接按照代理销售的保险费计提佣金，不得发展保险营销团队；(3)独立个人保险代理人应具备大专以上学历，并通过相应专门培训及测试，并且应诚实守信，品行良好，未收到相关行政处罚，要求高于传统代理人；(4)鼓励独立个人保险代理人展业形式多样，既可以是传统“行商”形式，也可以按要求使用保险公司标识，通过成

立工作室等形式经营。

杜绝层级利益，佣金比例有望提升

传统个人保险代理人组织架构下，实际出单代理人获得利益为保单销售佣金、岗位/职级津贴及业务推动奖励，而其上级管理人员也将获得管理津贴、岗位津贴，同时有可能获得育成津贴、增员津贴，导致实际出单代理人收入隐性降低，部分利益向金字塔架构上方转移。而在独立个人保险代理人制度下，实际出单代理人直接按照销售保费计提佣金，无其他人员与其分配利益，对应的保险产品销售佣金率有望提升，而直接佣金比例的提升将激发独立代理人的展业积极性。

距成熟“独立”仍有距离，多家代理机制仍待摸索

独立保险代理人源自美国等保险发达市场，目前成熟市场独立个人保险代理人制度体现为两方面：(1)没有层级关系；(2)可代理多家保险公司业务。从保险发达市场经验看，美国专属代理人自八十年代后逐渐萎缩，独立代理人逐步发展，目前保险代理人规模为 34 万人，其中独立代理人 19 万人，占比 56%；保险市场份额独立代理人占比 49%，高于专属代理人的 41%。我国独立个人保险代理人制度尚未实现业务上与保险公司的“独立”，具体管理方式及责任落实仍有待摸索。

中小型保险公司借势增员，大型保险公司逐步推进

独立个人保险代理人去除了层级关系，为保险公司吸引高素质人才提供机会—自由创业、扁平化管理、充分发挥自主能动性、无上限佣金收入均对人才有较大吸引力。我们预计，中小型保险公司将充分利用独立个人保险代理人优势，吸引高素质人才，快速提升队伍规模；大型保险公司将逐步引入、推进独立代理人制度，平衡独立、传统两支队伍。长期看，随着独立个人保险代理人制度的不断成熟，行业独立代理人占比将持续提升，符合行业专业营销的长期发展趋势，有利于提升保险行业代理人素质、产能，长期利好保险行业。

风险提示：独立个人保险代理人推动较慢；传统个人保险代理人规模下降过快。

**【新能源与电气设备：宁德时代(300750.SZ)】再添百 GWh 扩产规划，景气度加速向上——公司信息更新报告-20201230**

**刘强（分析师）证书编号：S0790520010001**

再添百 GWh 扩产规划，景气度加速向上

12 月 29 日，宁德时代发布公告称将投资不超过 390 亿投建江苏基地四期（120 亿）、宁德福鼎基地一、二期（170 亿）、四川基地二、三期（100 亿）动力及储能电池项目。龙头公司纷纷加速扩产彰显行业信心。2021 年将是全球新能源车渗透率加速向上的一年，预计 2021 年上半年将迎来全面繁荣，我们看好新能源车产业链核心资产宁德时代及其供应链。此次扩产加速将进一步巩固公司国内寡头地位，同时进军全球锂电寡头地位。我们维持盈利预测不变，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 50.59/76.04/98.67 亿元，EPS 为 2.17/3.26/4.24 元，当前股价对应 PE 141.81/94.35/72.72 倍，维持“买入”评级。

产能规划全球第一，龙头地位稳固

2021 年新能源车优质供给集中释放，预计 2021/2022/2023 年全球新能源车销量分别达 436.1/587.8/794.5 万辆，同比+59.9%/+34.8%/+35.2%，作为国内动力电池寡头，公司加速扩产积极开拓全球市场，提升迎接全球新能源车大时代。公司目前有 5 大产能基地（宁德、江苏、四川、青海、德国），2020 年底年化产能预计达 80GWh+，除以上项目外，尚有在建产能 150GWh 左右，如今三大项目合计新增规划产能 100-150GWh，预计到 2023 年，公司年化产能达到 330-380GWh 左右，产能规划位于全球首位（LG 化学 2023 年产能规划达 260GWh，SKI2025 年产能规划达到 100GWh），全球锂电池格局逐渐明晰。

供应商共成长，锂电设备景气度持续

当前全球锂电池行业处全力扩产周期，锂电设备龙头先导智能 2020H1 新增订单金额同比+83.19%，赢合科技 2020H1 新增订单超 10 亿，电池厂原扩产计划基本于 2020-2021 年兑现，此番宁德时代大规模扩产带来其他动力电池厂跟随扩产预期，锂电设备景气度将持续。宁德时代此次扩产预计 100-150GWh，对应设备需求在 150-225 亿元。宁德时代设备主供先导智能等显著受益。

风险提示：新技术发展超预期、电池市场竞争加剧。

**【化工：三美股份(603379.SH)】三代制冷剂将迎“黄金十年”，静待龙头引领周期反转——公司首次覆盖报告-20201230**

**金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 龚道琳（联系人）证书编号：S0790120010015 | 张玮航（联系人）证书编号：S0790119120025**

周期底部“降本增效、开源节流”，静待龙头引领周期景气反转

周期底部，公司实行“降本增效、开源节流”经营策略。在当前时点上，制冷剂至暗时刻已过，在二代陆续退出、四代普及遥遥无期，而下游需求稳定增长的背景下，我们看好三代制冷剂有望在反转后开启未来高景气的“黄金十年”，公司作为行业龙头将有望引领周期景气反转。我们预测公司 2020-2022 年净利润分别为 2.84、5.09、8.35 亿元，EPS 分别为 0.47、0.83、1.37 元/股，在当前股价下对应 2020-2022 年 PE 为 40.8、22.8、13.9 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

三代制冷剂为未来主流制冷剂，有望在反转后开启高景气的“黄金十年”

2020 年以来，受供给端产能大幅扩张、NCP 疫情及经济下行影响，行业产业链供应链循环阶段性受阻，公司主营的氟制冷剂产品进入景气低谷。随着我国空调及汽车需求边际复苏、地产竣工数据回暖，目前我国及海外制冷剂需求出现边际改善。三美股份目前已具备 R32 产能 4 万吨、R125 产能 5.2 万吨、R134a 产能 6.5 万吨，市占率分别为 8.6%、16.7%、18.8%，目前三种品种价格及价差均已进入底部区间，而配额管理即将在立法层面落地，我们看好三者长期盈利仍将向上，未来有望复制二代制冷剂的长周期景气行情，公司有望充分受益于行业变革。

氟发泡剂 F141b（配额产品）高景气，电子级氢氟酸带来新增长极

氟发泡剂 F141b 方面，伴随着 PU 泡沫行业的淘汰计划不断深入，F141b 未来将加速缩产，供求趋紧助力 F141b 价格高位趋稳，公司具备 F141b 生产配额 2.80 万吨，市场占有率 55.05%位居首位。2020 年全年，F141b 价格保持高景气，据我们测算，F141b 每涨价 1000 元/吨，对应公司业绩弹性约为 2100 万元。

电子级氢氟酸方面，本土集成电路市场内生增长前景广阔。我国电子级氢氟酸行业处于景气上行周期中。三美浙江森田公司 1+1+2 万吨半导体级超纯蚀刻剂项目客户认证预计 1 年时间，我们预计一期 1 万吨将于 2021 年初逐步放量。未来合资公司将计划加码 1+2 万吨，高纯氢氟酸总产能将达 4 万吨，带来新增长极。

风险提示：安全生产风险、下游需求低迷、产品价格大幅下滑等。

**【计算机：中国长城(000066.SZ)】中国长城（000066）：飞腾营收翻数倍，生态日益丰富——公司信息更新报告-20201230**

**陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 应瑛（联系人）证书编号：S0790120100007**

持续受益子公司飞腾的快速发展，PK 体系不断优化升级

中国长城作为天津飞腾的第一大股东，受益飞腾 CPU 芯片的快速发展。随着 PK 体系的逐渐完善和 ARM 生态的逐渐扩展，飞腾 CPU 芯片销售量将持续受益于信创行业需求增长。此外，通过资金募集和股权激励，公司将进一步绑定优质人才，完善产品研发体系和升级，业绩增长弹性大。我们维持对公司 2020-2022 年的归母净利润的预计，分别为 9.0/11.8/14.7 亿元，EPS 为 0.31/0.40/0.50 元/股。当前股价对应的 2020-2022 年 PE 为 56X/43X/34X，维

持“买入”评级。

事件：飞腾召开生态伙伴大会，发布多终端适用的新芯片

根据飞腾官方公众号的文章，中国长城子公司飞腾于 2020 年 12 月 29 日召开伙伴大会，发布新一代桌面处理器腾锐 D2000，基于新芯片的台式机、笔记本、一体机、工控机、网安设备等终端将于 2021 年 Q1 陆续上市。

新品性能大幅提升，飞腾生态日益丰富

飞腾新品腾锐 D2000 集成了 8 个飞腾自主研发的高性能处理器内核 FTC663，兼容 64 位 ARMv8 指令集，SPECint 分值为 97.45，接近原来的 2 倍，性能大幅提升。本次伙伴大会展示了 150 多家企业基于飞腾 CPU 的应用和解决方案，产品应用日益丰富，生态多样性持续凸显。

芯片年销售突破 150 万片，多行业覆盖彰显前景

根据飞腾官方公众号的文章内数据，飞腾在 2020 年实现全年销量超 150 万片，全年营收超 13 亿元（2019 年营收 2.07 亿）的快速发展。基于飞腾 CPU 平台的产品应用已从党政办公系统往包括金融、能源在内的重点行业延伸，携手生态伙伴发布了 90 余个行业联合解决方案。此外，飞腾重视新技术方向的运用，耦合云计算、大数据、5G、AI、区块链等技术，助力行业运用。

风险提示：CPU 国产替代不及预期的风险，技术研发不及预期的风险

**【中小盘：妙可蓝多(600882.SH)】奶酪棒驱动加速发展，国产奶酪龙头崛起正当时——中小盘首次覆盖报告-20201230**

**任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 李泽（联系人）证书编号：S0790120070082**

国产奶酪第一品牌，拳头产品驱动加速发展

公司借助奶酪棒这一大单品打开了零售市场，“妙可蓝多”也快速成长为了国产奶酪的第一品牌。奶酪棒的快速放量驱动公司收入增速在 2019 年开始拐点向上。随着奶酪棒的继续放量，产能利用率的提升和营销费用的分摊，公司在 2020 年将迎来业绩增长拐点向上。同时蒙牛成为公司控股股东，将多维度助力公司实现国内奶酪龙头的崛起。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 0.89/3.39/5.73 亿元，对应 EPS 为 0.22/0.83/1.40 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 238.9/62.4/36.9 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

国内奶酪市场千亿可期，亟待本土奶酪品牌崛起

国内乳制品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，同时叠加西式餐饮文化快速普及带来的奶酪消费场景增加，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%。近两年在大单品奶酪棒快速放量的背景下，奶酪行业增长出现进一步加速。对标日本奶酪行业发展历史，目前国内奶酪人均消费量（0.28kg）仅是日本 1966 年的水平，未来存在近 10 倍的提升空间。日本乳制品行业历史上同样存在着消费升级的趋势，奶酪占乳制品消费的比例目前已达 18%并且仍处于持续提升的过程中。未来随着我国乳制品行业规模的稳步提升以及奶酪消费占比的持续提升，国内奶酪市场规模千亿可期。日本奶酪行业发展同样经历了进口主导到本土品牌崛起的发展历程，国内本土品牌有望凭借本地化的口味优势和下沉市场渠道优势实现崛起。

明星单品建立先发优势，蒙牛助力国产奶酪龙头崛起

公司明星单品奶酪棒的快速放量为公司树立了良好的品牌形象，在奶酪蓝海中建立起了先发优势。奶酪棒作为儿童休闲零食消费升级的方向，潜在单品市场规模达百亿，奶酪棒的快速放量将驱动公司进入加速发展期。同时战投蒙牛成为公司控股股东，将多维度助力公司实现国内奶酪龙头的崛起。

风险提示：食品安全风险，市场竞争加剧，产能扩充不达预期等风险。

## 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。

## 开源证券研究所

**上海**
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

**深圳**
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

**北京**
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

**西安**
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn