

## 妙可蓝多 (600882.SH)

## 发布两项重大激励计划，未来三年利润增速有望保持 50%+

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,830	4,049	4,766	5,624	6,523
增长率 yoy (%)	7.8	-16.2	17.7	18.0	16.0
归母净利润(百万元)	138	63	114	208	325
增长率 yoy (%)	-10.9	-53.9	79.9	82.7	55.9
ROE (%)	3.5	1.7	2.9	5.1	7.4
EPS 最新摊薄(元)	0.27	0.12	0.22	0.41	0.63
P/E (倍)	72.0	156.2	86.8	47.5	30.5
P/B (倍)	2.2	2.1	2.0	2.0	1.8

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

**事件：**3月5日，妙可蓝多发布《2025年股票期权激励计划》和《2025年员工持股计划》两项重大激励计划。

#### 两项激励计划的具体安排如下：

**1)** 股票期权激励计划拟向包括公司(含分公司和控股子公司)董事、高级管理人员及核心骨干人员在内的 207 人授予合计 800 万份股票期权，合计约占公司股本总额的 1.56%；激励计划的行权价格为每份 15.83 元，安排三个行权期，自授权日起的 12-24 个月、24-36 个月、36-48 个月，分别可行权 20%、30%、50%。

**2)** 员工持股计划拟向公司(含子公司)董事、监事、高级管理人员及核心骨干人员在内的不超过 209 人，以 9.9 元/股的价格合计募集不超过 800 万股 7920 万元，安排三个解锁期，自过户日起的 12 个月、24 个月、36 个月后，分别可解锁 20%、30%、50%。

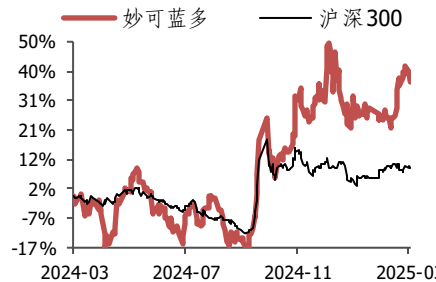
**3)** 每一个行权期/解锁期，都分别对应业绩考核目标：2025 年营收、归母净利润分别不低于 50.40 亿元、1.89 亿元，目标值分别为 56.00 亿元、2.10 亿元；2025-2026 年累计营收、归母净利润分别不低于 108.90 亿元、4.77 亿元，目标值分别为 121.00 亿元、5.30 亿元；2025-2027 年累计营收、归母净利润分别不低于 179.10 亿元、8.91 亿元，目标值分别为 199.00 亿元、9.90 亿元。只有当营收和归母净利润都至少达到最低触发值的时候，才能执行相应的行权/解锁。

## 买入 (维持评级)

## 股票信息

行业	食品饮料
2025年3月12日收盘价(元)	19.35
总市值(百万元)	9,908.24
流通市值(百万元)	9,908.24
总股本(百万股)	512.05
流通股本(百万股)	512.05
近3月日均成交额(百万元)	157.25

## 股价走势



## 作者

## 分析师 刘鹏

执业证书编号：S1070520030002

邮箱：liupeng@cgws.com

## 分析师 卢潇航

执业证书编号：S1070523110001

邮箱：luxiaohang@cgws.com

## 相关研究

- 《奶酪业务重回增长，品牌升级剑指全民消费》 2024-09-23
- 《行业回暖初现，成本端长期向好》 2024-05-08
- 《坚定卡位乳制品升级的必然趋势》 2024-03-29

图表1: 考核目标

解锁期	业绩考核目标			
	营业收入 (A)		净利润 (B)	
	目标值 (Am)	触发值 (An)	目标值 (Bm)	触发值 (Bn)
第一个解锁期	公司2025年营业收入不低于56.00亿元	公司2025年营业收入不低于50.40亿元	公司2025年净利润不低于2.10亿元	公司2025年净利润不低于1.89亿元
第二个解锁期	公司2025-2026年营业收入累计不低于121.00亿元	公司2025-2026年营业收入累计不低于108.90亿元	公司2025-2026年累计净利润不低于5.30亿元	公司2025-2026年净利润累计不低于4.77亿元
	元			
第三个解锁期	公司2025-2027年营业收入累计不低于199.00亿元	公司2025-2027年营业收入累计不低于179.10亿元	公司2025-2027年净利润累计不低于9.90亿元	公司2025-2027年净利润累计不低于8.91亿元

业绩实际达成情况	业绩完成度	公司层面解锁系数 (X)
业绩实际达成值 (A、B)	$A \geq A_m$ 且 $B \geq B_m$	$X=100\%$
	$A < A_n$ 或 $B < B_n$	$X=0\%$
	其他业绩情况下	$X = \text{MIN}[\text{MAX}[A/A_m * 100\%, B/B_m * 100\%], 100\%]$

注：1、上述“营业收入”是指经审计的上市公司合并报表营业收入，并剔除业绩考核期间上市公司因实施重大资产重组而纳入合并报表的标的公司的营业收入。

2、上述“净利润”是指经审计的上市公司合并报表归属于上市公司股东的净利润，并剔除业绩考核期间上市公司因实施重大资产重组而纳入合并报表的标的公司的归属于上市公司股东的净利润。

3、上述业绩考核目标不构成公司对投资者的业绩预测和实质承诺。

资料来源：《2025年员工持股计划（草案）》长城证券产业金融研究院

针对公司的业绩目标，以 ifind 机构一致预测为基础测算<sup>1</sup>：

1) 如果公司每年完成目标业绩，则 2025-2027 年营收增速将分别达到 17.8%/16.1%/20.0%，CAGR 为 18.0%；归母净利润增速将分别达到 81.0%/52.4%/43.8%，CAGR 为 58.3%；当前市值对应 PE 倍数为 47.2x/31.0x/21.5x，对应 PEG 为 0.58/0.59/0.49，对应 PS 为 1.77x/1.52x/1.27x；

2) 如果按照触发值测算，则 2025-2027 年营收增速将分别达到 6.0%/16.1%/20.0%，CAGR 为 13.9%；归母净利润增速将分别达到 62.9%/52.4%/43.8%，CAGR 为 52.8%；当前市值对应 PE 倍数为 52.4x/34.4x/23.9x，对应 PEG 为 0.83/0.66/0.55，对应 PS 为 1.97x/1.69x/1.41x。

3) 公司 2025-2027 年归母净利润率将分别达到 3.8%/4.9%/5.9%，较 2023 年的 1.6%和 2024E 年的 2.4%都有较大幅度的持续提升。

<sup>1</sup> 测算增长率会受 2024 年度实际财务数据影响

图表2: 业绩目标测算

	目标值			
	2024E	2025E	2026E	2027E
营收	47.53	56	65	78
归母净利润	1.16	2.1	3.2	4.6
营收 yoy	17.4%	17.8%	16.1%	20.0%
归母净利润 yoy	82.2%	81.0%	52.4%	43.8%
归母净利润率	2.4%	3.8%	4.9%	5.9%
PE	85.4	47.2	31.0	21.5
PEG	1.04	0.58	0.59	0.49
PS	2.08	1.77	1.52	1.27
	基础值			
	2024E	2025E	2026E	2027E
营收	47.53	50.4	58.5	70.2
归母净利润	1.16	1.89	2.88	4.14
营收 yoy	17.4%	6.0%	16.1%	20.0%
归母净利润 yoy	82.2%	62.9%	52.4%	43.8%
归母净利润率	2.4%	3.8%	4.9%	5.9%
PE	85.4	52.4	34.4	23.9
PEG	1.04	0.83	0.66	0.55
PS	2.08	1.97	1.69	1.41

资料来源: Find, 《2024 年度业绩预增公告》, 《2025 年股票期权激励计划(草案)》, 《2025 年员工持股计划(草案)》 长城证券产业金融研究院

公司本次推出两项重大激励计划,意在建立和完善劳动者与所有者的利益共享机制,进一步改善公司治理水平,提高员工的凝聚力和公司的竞争力,吸引和保留优秀人才和核心骨干;另外由于本次激励计划设置了较高的业绩目标,且为营收与利润的双重考核,既表示公司对消费复苏和行业持续发展的充分信心,以预期的逐步兑现消除市场对于业绩反弹持续性的担忧,也将通过较长时间的明确目标和稳定治理,为公司后续经营提供持续的优化效果。公司完成与蒙牛奶酪的合并后,在品牌、渠道、人员组织、原料供应上都有望取得协同效应,也是未来几年利润端持续改善的重要来源。

**投资建议:** 奶酪作为乳制品板块中最具成长性的赛道,顺应消费发展趋势和国家政策导向,是乳制品消费升级的必然趋势,具有远高于行业的增长速度和空间潜力。公司作为“中国奶酪第一股”,面对短期宏观压力不改方向,苦练内功,随着外部环境的逐渐改善以及公司战略逐步执行落地,业绩拐点可期。我们预测公司 2024-2026 年 EPS 为 0.22、0.41、0.63 元/股,对应当前股价 PE 分别为 86.8x、47.5x、30.5x,维持“买入”评级。

**风险提示:** 消费修复不及预期;价格走势不及预期;食品安全问题;市场波动风险。

## 财务报表和主要财务比率

## 资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	4379	4115	4363	4508	4789
现金	1358	2396	3490	3594	3979
应收票据及应收账款	123	112	159	129	213
其他应收款	39	222	0	75	55
预付账款	257	341	189	186	187
存货	702	725	205	304	136
其他流动资产	1900	320	320	220	220
<b>非流动资产</b>	3064	3424	3603	3722	3829
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1156	1663	1803	1955	2107
无形资产	144	215	219	228	241
其他非流动资产	1763	1547	1581	1539	1481
<b>资产总计</b>	7443	7540	7966	8230	8618
<b>流动负债</b>	2202	2050	2364	2440	2501
短期借款	1356	995	995	995	995
应付票据及应付账款	292	574	301	694	448
其他流动负债	555	481	1068	752	1058
<b>非流动负债</b>	358	749	718	644	563
长期借款	0	423	358	283	202
其他非流动负债	358	326	361	361	361
<b>负债合计</b>	2560	2799	3082	3083	3063
少数股东权益	430	0	29	83	167
股本	516	514	514	514	514
资本公积	4959	5294	5294	5294	5294
留存收益	-465	-548	-405	-143	266
归属母公司股东权益	4452	4741	4855	5063	5388
<b>负债和股东权益</b>	7443	7540	7966	8230	8618

## 现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	-205	279	1457	322	717
净利润	173	80	143	262	409
折旧摊销	126	159	172	199	230
财务费用	-20	25	-13	-34	-44
投资损失	-59	-52	-33	-38	-46
营运资金变动	-532	64	1126	-68	163
其他经营现金流	107	4	62	0	5
<b>投资活动现金流</b>	-1602	1368	-358	-181	-298
资本支出	507	294	291	398	437
长期投资	-1244	1593	0	0	0
其他投资现金流	149	69	-67	216	140
<b>筹资活动现金流</b>	699	-591	-4	-37	-34
短期借款	1006	-361	0	0	0
长期借款	0	423	-66	-75	-81
普通股增加	-0.1	-2.3	0	0	0
资本公积增加	20	335	0	0	0
其他筹资现金流	-327	-986	62	37	46.8
<b>现金净增加额</b>	-1101	1054	1095	103	385

## 利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	4830	4049	4766	5624	6523
营业成本	3180	2865	3255	3824	4403
营业税金及附加	26	27	26	31	37
销售费用	1219	939	1096	1209	1337
管理费用	243	148	253	298	313
研发费用	51	46	52	67	78
财务费用	-20	25	-13	-34	-44
资产和信用减值损失	-3	-4	3	2	1
其他收益	36	63	39	44	45
公允价值变动收益	5	-27	-1	-2	-6
投资净收益	59	52	33	38	46
资产处置收益	-0.001	0.442	0	0	0
<b>营业利润</b>	226	84	172	310	485
营业外收入	13	3	7	7	8
营业外支出	4	4	5	4	4
<b>利润总额</b>	236	84	174	314	488
所得税	63	4	31	51	80
<b>净利润</b>	173	80	143	262	409
少数股东损益	36	16	29	54	84
<b>归属母公司净利润</b>	138	63	114	208	325
EBITDA	345	265	332	479	674
EPS (元/股)	0.27	0.12	0.22	0.41	0.63

## 主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	7.8	-16.2	17.7	18.0	16.0
营业利润 (%)	-1.5	-62.8	104.0	80.7	56.3
归属母公司净利润 (%)	-10.9	-53.9	79.9	82.7	55.9
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	34.2	29.2	31.7	32.0	32.5
净利率 (%)	3.6	2.0	3.0	4.7	6.3
ROE (%)	3.5	1.7	2.9	5.1	7.4
ROIC (%)	2.7	1.6	2.1	3.6	5.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	34.4	37.1	38.7	37.5	35.5
净负债比率 (%)	1.2	-18.5	-41.2	-42.5	-47.7
流动比率	2.0	2.0	1.8	1.8	1.9
速动比率	1.5	1.4	1.6	1.6	1.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.5	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	44.1	34.3	35.1	39.0	38.1
应付账款周转率	11.8	8.7	10.0	10.3	10.2
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.27	0.12	0.22	0.41	0.63
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.40	0.55	2.84	0.63	1.40
每股净资产 (最新摊薄)	8.70	9.26	9.48	9.89	10.52
<b>估值比率</b>					
P/E	72.0	156.2	86.8	47.5	30.5
P/B	2.2	2.1	2.0	2.0	1.8
EV/EBITDA	25.1	33.4	23.3	16.2	10.9

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深300指数		

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层  
邮编：518033

传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层  
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层  
邮编：100044

传真：86-10-88366686