

2025 年 03 月 26 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩符合预期，期待双品牌协同发展

—妙可蓝多（600882.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

 sunss@cfsc.com.cn

联系人：肖燕南 S1050123060024

✉ xiaovn@cfsc.com.cn

2025年3月21日，妙可蓝多发布2024年年报。

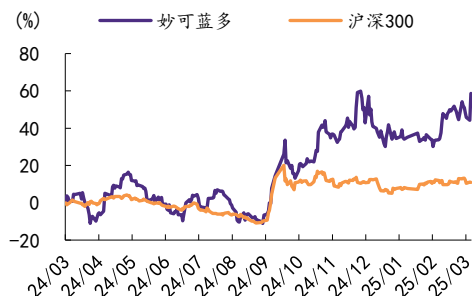
投资要点

基本数据

2025-03-25

当前股价（元）	21.04
总市值（亿元）	108
总股本（百万股）	512
流通股本（百万股）	512
52 周价格范围（元）	11.78-21.18
日均成交额（百万元）	113.71

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《妙可蓝多 (600882)：发布股票期权与员工持股计划，充分彰显信心》2025-03-06
- 2、《妙可蓝多 (600882)：利润弹性释放，业绩实现高增》2025-01-27
- 3、《妙可蓝多 (600882)：淡季营收承压，二季度奶酪恢复增长》2024-08-25

■ 业绩符合预期，利润加速释放

业绩符合前期预告，利润释放明显。2024 年总营收/归母净利润分别为 48.44/1.14 亿元，分别同比-9.0%/+89.2%（调整后口径，下同）；毛利率/净利率分别为 28.99%/2.35%，同比+2/+1.2pcts。销售费用率保持稳定，管理费用率因低基数增长明显。2024 年销售/管理费用率分别为 19.03%/5.55%，分别同比-0.1/+2.1pcts。完成蒙牛奶酪业务并表，现金流表现较佳。2024 年经营净现金流为 5.31 亿元，同比+101.3%。

■ 顺利整合蒙牛奶酪，双品牌协同发展可期

2024 年奶酪/液态奶/贸易产品营收分别为 37.57/4.01/5.31 亿元，分别同比 +7%/+4%/-35%；毛利率分别同比 -0.4/+2/+4pcts 至 35.04%/7.03%/2.76%。2024 年公司完成与蒙牛奶酪合并，渠道建设方面，针对零售线下渠道进一步整合双品牌的渠道优势，改善经营效率；管理方面，启动管理融合，奶酪业务深度协同，进一步巩固奶酪品类领导者地位。细分来看，2024 年即食营养/餐饮工业/家庭餐桌营收分别为 20.50/13.13/3.95 亿元，分别同增 3%/14%/5%；毛利率分别为 47%/19%/27%，分别同比 -2/+5/-0.04pcts。其中，即食系列中，新品“奶酪小粒”市场占有率实现快速突破；家庭系列中，黄油产品国产化持续推进，奶酪片和马苏里拉市场占有率进一步提升。随着国产原制奶酪占比提升，双品牌深度协同发展，整体盈利能力提升可期。

渠道持续纵深发展，全国化稳定推进

分渠道看，2024 年经销/直营/贸易渠道营收分别为 36.73/4.85/5.31 亿元，分别同比+9%/-10%/-35%，经销渠道持续稳固，公司目前拥有 7797 家经销商及近 80 万家终端网点，净增加 488 家经销商。**分区域看**，2024 年北区/中区/南区营收为 18.04/18.67/10.19 亿元，分别同比-10%/+9%/+1%；中区占比提升 4pcts 至 39.82%。

盈利预测

我们看好公司作为奶酪龙头企业，开拓常温奶酪棒系列产品

挖掘市场新增量，关注公司与蒙牛奶酪整合后的业务协同与效率提升，随着产能爬坡/费用管控效果释放，盈利能力预计进一步改善，激励目标有望兑现。我们预计 2025-2027 年 EPS 为 0.42/0.62/0.80 元，当前股价对应 PE 分别为 50/34/26 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、常温奶酪棒推广不及预期、奶酪板块增长不及预期、市场竞争加剧、整合效果低于预期风险、股权激励和员工持股进度和效果低于预期风险等。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	4,844	5,459	6,131	6,853
增长率（%）	-9.0%	12.7%	12.3%	11.8%
归母净利润（百万元）	114	214	319	411
增长率（%）	89.2%	88.5%	49.0%	28.8%
摊薄每股收益（元）	0.22	0.42	0.62	0.80
ROE（%）	2.6%	4.6%	6.5%	7.7%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：					营业收入	4,844	5,459	6,131	6,853
现金及现金等价物	1,105	1,590	2,330	3,105	营业成本	3,473	3,821	4,218	4,667
应收款	154	135	134	131	营业税金及附加	27	38	38	41
存货	574	740	700	645	销售费用	922	1,010	1,116	1,234
其他流动资产	1,798	1,776	1,785	1,773	管理费用	269	218	221	233
流动资产合计	3,631	4,241	4,949	5,654	财务费用	50	51	43	30
非流动资产：					研发费用	48	55	61	69
金融类资产	1,468	1,448	1,478	1,498	费用合计	1,289	1,334	1,441	1,565
固定资产	1,852	1,821	1,736	1,635	资产减值损失	-2	0	0	0
在建工程	154	62	25	10	公允价值变动	17	-4	-2	-1
无形资产	202	192	182	172	投资收益	54	28	24	20
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	164	318	481	620
其他非流动资产	1,883	1,883	1,883	1,883	加：营业外收入	11	10	7	5
非流动资产合计	4,090	3,957	3,825	3,700	减：营业外支出	14	6	4	3
资产总计	7,721	8,198	8,775	9,354	利润总额	161	322	484	622
流动负债：					所得税费用	47	84	121	149
短期借款	1,235	1,185	1,235	1,265	净利润	114	238	363	472
应付账款、票据	374	317	291	284	少数股东损益	0	24	44	61
其他流动负债	452	452	452	452	归母净利润	114	214	319	411
流动负债合计	2,147	2,043	2,062	2,085					
非流动负债：					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	683	1,064	1,314	1,464	成长性				
其他非流动负债	481	481	481	481	营业收入增长率	-9.0%	12.7%	12.3%	11.8%
非流动负债合计	1,165	1,546	1,796	1,946	归母净利润增长率	89.2%	88.5%	49.0%	28.8%
负债合计	3,312	3,589	3,858	4,030	盈利能力				
所有者权益					毛利率	28.3%	30.0%	31.2%	31.9%
股本	512	512	512	512	四项费用/营收	26.6%	24.4%	23.5%	22.8%
股东权益	4,409	4,609	4,917	5,324	净利率	2.3%	4.4%	5.9%	6.9%
负债和所有者权益	7,721	8,198	8,775	9,354	ROE	2.6%	4.6%	6.5%	7.7%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	42.9%	43.8%	44.0%	43.1%
净利润	114	238	363	472	营运能力				
少数股东权益	0	24	44	61	总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
折旧摊销	195	134	131	125	应收账款周转率	31.5	40.6	45.6	52.1
公允价值变动	17	-4	-2	-1	存货周转率	6.1	5.2	6.1	7.3
营运资金变动	205	-199	30	83	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	531	193	566	740	EPS	0.22	0.42	0.62	0.80
投资活动现金净流量	-2009	143	91	96	P/E	94.8	50.3	33.8	26.2
筹资活动现金净流量	1963	292	246	114	P/S	2.2	2.0	1.8	1.6
现金流量净额	485	629	903	950	P/B	2.4	2.3	2.2	2.1

资料来源：Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业 and 个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。