

妙可蓝多(600882)

报告日期: 2025 年 04 月 21 日

## 25Q1 业绩高增，实现开门红

### ——妙可蓝多 25 年一季报点评

#### 事件

根据并表蒙牛奶酪业务调整后的数据来看，公司 25Q1 实现营业收入 12.3 亿元（同比+6.3%），归母净利润 0.8 亿元（同比+114.9%），扣非归母净利润 0.6 亿元（同比+110.2%）。

#### 投资要点

- 我们预计，25Q1 公司奶酪业务或实现双位数增长，其中即食营养正增，家庭餐桌和餐饮工业收入增速或更快

分产品：奶酪/贸易/液态奶分别实现收入 10.3/1.0/0.9 亿元，我们预计 25Q1 即食营养中的奶酪棒收入止跌回升；

分销售渠道：经销/直营/贸易渠道分别实现收入 9.6/1.7/1.0 亿元；

分地区：北区/中区/南区分别实现收入 4.6/5.1/2.5 亿元；

经销商数量：截止 25 年 3 月 31 日，共有经销商 8046 个，同比净增加 249 个，其中北区/中区/南区分别有经销商 3662/2424/1960 个，同比净增加 111/106/32 个。

- 25Q1 毛利率同比显著提升，净利率提升更快

毛利率端：B 端原材料进口替代成本红利+产品结构优化，双因素驱动毛利率提升

费用率&净利率端：收入放大后费用规模效应凸显、费用率下降，净利率提升更多。

25Q1 毛利率 31.5%（同比+2.8pct），净利率 6.7%（同比+3.4pct）；销售费用率 16.8%（同比-2.7pct），管理费用率 5.0%（同比-0.1pct），研发费用率 0.9%（同比-0.1pct），财务费用率 1.5%（同比+0.8pct）。

- 盈利预测与估值

展望 25 年，一方面公司在 BC 业务收入端均有望贡献增量，另一方面 B 端业务有望通过原材料国产替代+产品结构优化双因素贡献利润弹性，同时费用端使用效率有望提升，因此业绩弹性可期。

预计公司 2025-2027 年公司营业收入分别为 54.8、61.8、70.1 亿元；归母净利润分别为 2.1、3.1、4.2 亿元；维持买入评级。

- 风险提示

原料市场波动风险；新品表现不及预期。

#### 投资评级：买入(维持)

分析师：杨骥

执业证书号：S1230522030003

yangji@stocke.com.cn

分析师：孙天一

执业证书号：S1230521070002

suntianyi@stocke.com.cn

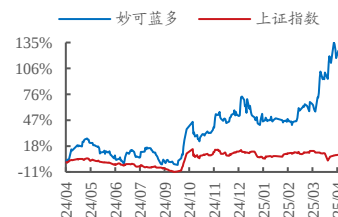
#### 基本数据

收盘价 ¥27.47

总市值(百万元) 14,066.11

总股本(百万股) 512.05

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《24 年业绩符合预期，期待 25 年弹性》 2025.04.11
- 2 《24Q2 奶酪收入转正，持续丰富产品矩阵》 2024.09.01
- 3 《2023 年业绩承压，2024 年关注 C 端新品和 B 端拓展》 2024.03.31

#### 财务摘要

| (百万元)     | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 4,844  | 5,478  | 6,184  | 7,010  |
| (+/-) (%) | -8.99% | 13.09% | 12.89% | 13.37% |
| 归母净利润     | 114    | 211    | 307    | 415    |
| (+/-) (%) | 89.16% | 85.70% | 45.47% | 35.30% |
| 每股收益(元)   | 0.22   | 0.41   | 0.60   | 0.81   |
| P/E       | 123.80 | 66.67  | 45.83  | 33.87  |

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

| (百万元)          | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 3,631 | 3,495 | 3,996 | 4,607 |
| 现金             | 1,105 | 479   | 1,103 | 1,266 |
| 交易性金融资产        | 1,468 | 1,468 | 1,468 | 1,468 |
| 应收账款           | 129   | 126   | 164   | 170   |
| 其它应收款          | 25    | 166   | 112   | 193   |
| 预付账款           | 203   | 285   | 308   | 327   |
| 存货             | 574   | 844   | 713   | 1,055 |
| 其他             | 127   | 127   | 127   | 127   |
| <b>非流动资产</b>   | 4,090 | 3,976 | 3,859 | 3,740 |
| 金融资产类          | 214   | 214   | 214   | 214   |
| 长期投资           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 1,852 | 1,729 | 1,604 | 1,479 |
| 无形资产           | 202   | 202   | 202   | 202   |
| 在建工程           | 154   | 163   | 171   | 176   |
| 其他             | 1,669 | 1,669 | 1,669 | 1,669 |
| <b>资产总计</b>    | 7,721 | 7,471 | 7,855 | 8,347 |
| <b>流动负债</b>    | 2,147 | 1,986 | 2,064 | 2,140 |
| 短期借款           | 1,235 | 835   | 935   | 735   |
| 应付款项           | 374   | 527   | 498   | 695   |
| 预收账款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 538   | 624   | 630   | 709   |
| <b>非流动负债</b>   | 1,165 | 865   | 865   | 865   |
| 长期借款           | 683   | 383   | 383   | 383   |
| 其他             | 481   | 481   | 481   | 481   |
| <b>负债合计</b>    | 3,312 | 2,851 | 2,928 | 3,004 |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 归属母公司股东权益      | 4,409 | 4,620 | 4,927 | 5,342 |
| <b>负债和股东权益</b> | 7,721 | 7,471 | 7,855 | 8,347 |

### 现金流量表

| (百万元)          | 2024   | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 531    | 156   | 583   | 410   |
| 净利润            | 114    | 211   | 307   | 415   |
| 折旧摊销           | 253    | 164   | 167   | 170   |
| 财务费用           | 64     | 93    | 78    | 76    |
| 投资损失           | (54)   | (61)  | (68)  | (77)  |
| 营运资金变动         | 132    | (251) | 100   | (172) |
| 其它             | 20     | (1)   | (1)   | (1)   |
| <b>投资活动现金流</b> | (2009) | 12    | 19    | 28    |
| 资本支出           | (350)  | (49)  | (49)  | (49)  |
| 长期投资           | (1715) | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 56     | 61    | 68    | 77    |
| <b>筹资活动现金流</b> | 195    | (793) | 22    | (276) |
| 短期借款           | 240    | (400) | 100   | (200) |
| 长期借款           | 260    | (300) | 0     | 0     |
| 其他             | (306)  | (93)  | (78)  | (76)  |
| <b>现金净增加额</b>  | (1294) | (625) | 624   | 163   |

### 利润表

| (百万元)           | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 4,844 | 5,478 | 6,184 | 7,010 |
| 营业成本            | 3,473 | 3,827 | 4,259 | 4,779 |
| 营业税金及附加         | 27    | 29    | 33    | 38    |
| 营业费用            | 922   | 1,019 | 1,144 | 1,287 |
| 管理费用            | 269   | 318   | 352   | 393   |
| 研发费用            | 48    | 55    | 62    | 70    |
| 财务费用            | 50    | 76    | 71    | 59    |
| 资产减值损失          | (2)   | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动损益        | 17    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 54    | 61    | 68    | 77    |
| 其他经营收益          | 48    | 55    | 62    | 70    |
| <b>营业利润</b>     | 164   | 269   | 392   | 531   |
| 营业外收支           | (3)   | 1     | 1     | 1     |
| <b>利润总额</b>     | 161   | 270   | 393   | 532   |
| 所得税             | 47    | 60    | 87    | 117   |
| <b>净利润</b>      | 114   | 211   | 307   | 415   |
| 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 114   | 211   | 307   | 415   |
| EBITDA          | 397   | 449   | 562   | 683   |
| EPS (最新摊薄)      | 0.22  | 0.41  | 0.60  | 0.81  |

### 主要财务比率

|                | 2024    | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------------|---------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |         |        |        |        |
| 营业收入           | (8.99%) | 13.09% | 12.89% | 13.37% |
| 营业利润           | 201.80% | 64.80% | 45.64% | 35.39% |
| 归属母公司净利润       | 89.16%  | 85.70% | 45.47% | 35.30% |
| <b>获利能力</b>    |         |        |        |        |
| 毛利率            | 28.29%  | 30.14% | 31.12% | 31.83% |
| 净利率            | 2.35%   | 3.85%  | 4.96%  | 5.92%  |
| ROE            | 2.58%   | 4.57%  | 6.23%  | 7.77%  |
| ROIC           | 1.48%   | 3.50%  | 4.56%  | 5.74%  |
| <b>偿债能力</b>    |         |        |        |        |
| 资产负债率          | 42.89%  | 38.16% | 37.28% | 35.99% |
| 净负债比率          | 30.13%  | 27.14% | 14.82% | 6.87%  |
| 流动比率           | 1.69    | 1.76   | 1.94   | 2.15   |
| 速动比率           | 1.27    | 1.13   | 1.38   | 1.45   |
| <b>营运能力</b>    |         |        |        |        |
| 总资产周转率         | 0.63    | 0.72   | 0.81   | 0.87   |
| 应收账款周转率        | 40.13   | 43.02  | 42.66  | 41.90  |
| 应付账款周转率        | 9.26    | 10.95  | 10.68  | 10.24  |
| <b>每股指标(元)</b> |         |        |        |        |
| 每股收益           | 0.22    | 0.41   | 0.60   | 0.81   |
| 每股经营现金         | 1.04    | 0.30   | 1.14   | 0.80   |
| 每股净资产          | 8.61    | 9.02   | 9.62   | 10.43  |
| <b>估值比率</b>    |         |        |        |        |
| P/E            | 123.80  | 66.67  | 45.83  | 33.87  |
| P/B            | 3.19    | 3.04   | 2.85   | 2.63   |
| EV/EBITDA      | 26.47   | 24.57  | 18.73  | 14.87  |

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>