

## 妙可蓝多(600882.SH)

## 聚焦奶酪，激励落地

## 推荐 (维持)

股价:27.47元

## 主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.milkground.cn
大股东/持股	内蒙古蒙牛乳业(集团)股份有限公司/36.63%
实际控制人	
总股本(百万股)	512
流通A股(百万股)	512
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	141
流通A股市值(亿元)	141
每股净资产(元)	8.77
资产负债率(%)	45.5

## 行情走势图



## 证券分析师

张晋溢	投资咨询资格编号 S1060521030001 ZHANGJINYI112@pingan.com.cn
王萌	投资咨询资格编号 S1060522030001 WANGMENG917@pingan.com.cn
王星云	投资咨询资格编号 S1060523100001 wangxingyun937@pingan.com.cn



## 事项:

公司发布2025年一季报，25Q1实现营业收入12.33亿元，同比增加6.26%；归母净利润0.82亿元，同比增长114.88%；扣非归母净利润0.65亿元，同比增长110.23%。（以上数据采用去年同期追溯调整口径。）

## 平安观点:

- 集中发展奶酪业务，不断优化结构布局。**公司继续围绕“聚焦奶酪”总体战略，大力发展奶酪业务。2025Q1奶酪板块实现收入10.30亿元，占比84.02%；贸易业务实现收入1.01亿元，占比8.24%；液态奶业务实现收入0.95亿元，占比7.74%。公司稳步推进业务结构优化，主营业务发展方向愈发明确，经营质量稳步提升，结构布局持续向好。
- 持续推进渠道精耕，打造全域协同的渠道优势。**分渠道看，25Q1公司经销渠道实现营收9.59亿元，占比78.29%；直营渠道实现营收1.65亿元，占比13.47%；贸易渠道实现营收1.01亿元，占比8.24%。针对零售线下渠道，公司整合双品牌的渠道优势，优化经销商在全国的布局，不断完善经销商服务体系。持续精耕现代渠道，大力开发烘焙、零食量贩、母婴、会员店等势能渠道。针对零售线上渠道，公司在京东、天猫、拼多多等传统电商平台持续深耕，不断优化运营效率。大力发展抖音、快手等兴趣电商平台，积极拓展美团、饿了么、朴朴等即时零售业态。
- 财务预测与估值：**根据公司2024年报、2025年一季报和公司股权激励计划，我们调整业绩预测，预计公司2025-2027年的归母净利润分别为1.99亿元（前值为2.00亿元）、3.09亿元（前值为2.36亿元）、4.19亿元（新增），对应的EPS分别为0.39/0.60/0.82元，对应4月21日收盘价的PE分别为70.7、45.5、33.6倍。考虑公司经营触底反弹，基本面环比改善确定性较强，且股权激励计划增长目标明确，我们对公司维持“推荐”评级。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,049	4,844	5,305	6,117	7,034
YOY(%)	-16.2	19.6	9.5	15.3	15.0
净利润(百万元)	63	114	199	309	419
YOY(%)	-53.1	79.1	75.0	55.5	35.5
毛利率(%)	29.2	28.3	30.6	31.7	32.5
净利率(%)	1.6	2.3	3.7	5.1	6.0
ROE(%)	1.5	2.6	4.3	6.3	7.9
EPS(摊薄/元)	0.12	0.22	0.39	0.60	0.82
P/E(倍)	221.7	123.8	70.7	45.5	33.6
P/B(倍)	3.3	3.2	3.1	2.9	2.6

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

- **风险提示：**1) 食品安全风险：公司所在的乳制品产业链参与者众多，流通环节长，若出现食品安全问题，可能会对公司声誉及业务经营产生重大不利影响，甚至波及整个行业。2) 行业竞争加剧：我国奶酪市场目前处于培育期，尤其是儿童奶酪棒行业呈现高利润率和高增速的特征，引发各方竞争者纷纷入局。虽然整体上我们认为更多的参与者加入可以共同推进消费者教育，带动整体市场规模提升，但随着奶酪行业进入成熟期，依然存在市场竞争加剧的风险。3) 销售费用率上升超预期：当前儿童奶酪棒市场竞争者费用投放力度大，这是行业发展初期的特征，未来在规模效应下费用率会逐步降低。若行业竞争加剧，或出现价格战情形，销售费用率上升存在超预期风险。4) 原材料价格波动风险：公司生产所需的主要原材料来自国际市场采购，国际大宗原料市场的价格波动将直接影响产品利润和公司现金流。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	3,631	3,327	3,597	4,308
现金	1,105	530	612	1,107
应收票据及应收账款	129	139	161	185
其他应收款	25	31	36	42
预付账款	203	317	365	420
存货	574	702	797	905
其他流动资产	1,596	1,607	1,627	1,649
<b>非流动资产</b>	4,090	3,575	3,055	2,663
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2,215	1,889	1,560	1,227
无形资产	202	168	135	101
其他非流动资产	1,674	1,517	1,361	1,335
<b>资产总计</b>	7,721	6,902	6,652	6,971
<b>流动负债</b>	2,147	1,425	1,145	1,278
短期借款	1,235	436	22	0
应付票据及应付账款	374	422	479	545
其他流动负债	538	566	644	733
<b>非流动负债</b>	1,165	837	509	209
长期借款	1,074	747	419	118
其他非流动负债	91	91	91	91
<b>负债合计</b>	3,312	2,262	1,654	1,487
少数股东权益	0	32	81	148
股本	512	512	512	512
资本公积	4,821	4,821	4,821	4,821
留存收益	-923	-725	-415	4
<b>归属母公司股东权益</b>	4,409	4,608	4,917	5,336
<b>负债和股东权益</b>	7,721	6,902	6,652	6,971

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	499	596	827	795
净利润	114	231	359	486
折旧摊销	221	516	520	393
财务费用	50	78	36	10
投资损失	-54	-55	-55	-55
营运资金变动	132	-194	-54	-61
其他经营现金流	35	22	22	22
<b>投资活动现金流</b>	-2,009	33	33	33
资本支出	332	-0	0	0
长期投资	-1,715	0	0	0
其他投资现金流	-625	33	33	33
<b>筹资活动现金流</b>	195	-1,204	-779	-333
短期借款	240	-799	-415	-22
长期借款	377	-327	-328	-300
其他筹资现金流	-422	-78	-36	-10
<b>现金净增加额</b>	-1,326	-574	81	496

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	4,844	5,305	6,117	7,034
营业成本	3,473	3,682	4,178	4,748
税金及附加	27	31	36	41
营业费用	922	1,077	1,236	1,407
管理费用	269	191	214	239
研发费用	48	56	65	75
财务费用	50	78	36	10
资产减值损失	-2	-4	-5	-6
信用减值损失	-6	-2	-2	-3
其他收益	48	49	49	49
公允价值变动收益	17	0	0	0
投资净收益	54	55	55	55
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	164	288	449	609
营业外收入	11	9	9	9
营业外支出	14	7	7	7
<b>利润总额</b>	161	290	451	612
所得税	47	60	93	126
<b>净利润</b>	114	231	359	486
少数股东损益	0	32	49	67
<b>归属母公司净利润</b>	114	199	309	419
EBITDA	433	883	1,007	1,015
EPS (元)	0.22	0.39	0.60	0.82

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	19.6	9.5	15.3	15.0
营业利润(%)	94.4	76.2	55.9	35.7
归属于母公司净利润(%)	79.1	75.0	55.5	35.5
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	28.3	30.6	31.7	32.5
净利率(%)	2.3	3.7	5.1	6.0
ROE(%)	2.6	4.3	6.3	7.9
ROIC(%)	3.9	7.3	10.4	14.8
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	42.9	32.8	24.9	21.3
净负债比率(%)	27.3	14.1	-3.4	-18.0
流动比率	1.7	2.3	3.1	3.4
速动比率	1.3	1.5	2.0	2.2
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	37.5	38.1	38.1	38.1
应付账款周转率	10.2	11.4	11.4	11.4
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.39	0.60	0.82
每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	1.16	1.61	1.55
每股净资产(最新摊薄)	8.61	9.00	9.60	10.42
<b>估值比率</b>				
P/E	123.8	70.7	45.5	33.6
P/B	3.2	3.1	2.9	2.6
EV/EBITDA	20.2	14.9	12.4	11.6

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

## 平安证券研究所投资评级:

### 股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

### 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2025版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话:4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层

#### 上海

上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼

#### 北京

北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层