

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

妙可蓝多 (600882)

投资评级 买入

上次评级 买入

赵雷 食品饮料行业分析师
执业编号: S1500524100003
邮箱: zhaolei@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号
金隅大厦 B 座

邮编: 100031

Q1 开局优异，期待趋势持续

2025 年 4 月 22 日

事件：公司发布 2025 年一季报。25Q1，公司实现营业收入 12.33 亿元，同比+6.26%；归母净利润 8240 万元，同比+114.88%；实现扣非归母净利润 6494 万元，同比+110.23%。

点评：

- **收入增速良好，奶酪主业占比持续提升。**分产品看，公司液态奶、奶酪和乳制品贸易收入分别为 9484 万元、10.30 亿元和 1.01 亿元，奶酪业务占总收入达 83.53%，高于去年同期未经调整的 67.61%，我们推测奶酪主业增速快于整体。分区域看，北区、中区和南区收入分别为 4.64 亿元、5.14 亿元和 2.48 亿元。分渠道看，经销、直营和贸易收入分别为 9.59 亿元、1.65 亿元和 1.01 亿元。经销商数量方面，受蒙牛奶酪并表影响，25Q1 经销商数量达 8046 个，远高于去年同期。
- **毛利率提升，销售费用率下降，净利润同比大增。**公司 Q1 毛利率为 31.49%，同比+2.83cpt，核心系产品结构优化且奶酪收入较上年同期增加所致。费用端，公司积极降本增效，销售费用率显著下降，Q1 达 16.80%，同比-2.68pct。管理费用率、研发费用率和财务费用率同比分别-0.12pct、-0.08pct 和+0.81pct。此外，公司政府补助较同期增长，其他收益占收入达 0.86%，同比+0.49pct。公司 Q1 归母净利润率 6.68%，同比+3.38pct，净利润同比大增。
- **合力不断提升，渠道不断精耕。**自去年整合蒙牛奶酪以来，公司持续展现出强大的经营势能。产品端，公司推出马斯卡彭国产原制奶酪，充分实现国内原奶利用；品牌端，公司启用全新品牌代言人，助力奶酪产品破圈；渠道端，公司整合双品牌渠道优势，针对线下零售渠道，大力开发烘焙、零食量贩、母婴、会员店等势能渠道，针对 B 端餐饮渠道，持续推动由产品销售商向专业乳品服务商转型升级。
- **盈利预测与投资评级：全年开局优异，期待趋势持续。**公司一季度实现优异的开门红，展现出整合后的发展动能。根据海外经验，奶酪赛道长坡厚雪，公司成长空间充分。成本端看，当前行业仍由海外奶酪原料主导，随着工艺的不断成熟，原料端国产替代有望逐步实现。公司作为行业市占率第一的公司，有望在此过程中，取得长远发展并享受行业红利。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 为 0.41/0.57/0.82 元，分别对应 2025-2027 年 64X/46X/32X PE，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：食品安全问题，行业竞争加剧**

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5,322	4,844	5,380	6,120	7,050
增长率 YoY %	10.2%	-9.0%	11.1%	13.8%	15.2%
归母净利润(百万元)	60	114	212	292	421
增长率 YoY%	-56.3%	89.2%	86.6%	37.9%	44.0%
毛利率%	23.9%	28.3%	30.5%	30.4%	30.8%
净资产收益率ROE%	1.3%	2.6%	4.6%	5.9%	7.9%
EPS(摊薄)(元)	0.12	0.23	0.41	0.57	0.82
市盈率 P/E(倍)	135.04	79.20	63.90	46.35	32.19
市净率 P/B(倍)	1.74	2.08	2.93	2.76	2.54

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 4 月 22 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	4,115	3,631	3,795	4,545	4,713	
货币资金	2,396	1,105	649	1,191	1,159	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	112	129	137	161	185	
预付账款	341	203	224	298	341	
存货	725	574	766	873	1,000	
其他	542	1,620	2,019	2,022	2,027	
非流动资产	3,424	4,090	4,745	4,785	4,823	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	1,663	1,852	1,958	1,910	1,853	
无形资产	215	202	272	282	302	
其他	1,547	2,037	2,515	2,594	2,667	
资产总计	7,540	7,721	8,540	9,330	9,536	
流动负债	2,050	2,147	2,774	3,274	3,062	
短期借款	995	1,235	1,820	2,203	1,851	
应付票据	165	33	41	47	53	
应付账款	409	342	388	442	506	
其他	481	538	525	583	652	
非流动负债	749	1,165	1,145	1,142	1,139	
长期借款	423	683	673	663	653	
其他	326	481	472	479	486	
负债合计	2,799	3,312	3,919	4,416	4,201	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东	4,741	4,409	4,621	4,914	5,334	
负债和股东权益	7,540	7,721	8,540	9,330	9,536	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	5,322	4,844	5,380	6,120	7,050	
同比(%)	10.2%	-9.0%	11.1%	13.8%	15.2%	
归母净利润	60	114	212	292	421	
同比(%)	-56.3%	89.2%	86.6%	37.9%	44.0%	
毛利率(%)	23.9%	28.3%	30.5%	30.4%	30.8%	
ROE(%)	1.3%	2.6%	4.6%	5.9%	7.9%	
EPS(摊薄)(元)	0.12	0.23	0.41	0.57	0.82	
P/E	135.04	79.20	63.90	46.35	32.19	
P/B	1.74	2.08	2.93	2.76	2.54	
EV/EBITDA	28.46	26.47	32.93	26.54	20.16	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	5,322	4,844	5,380	6,120	7,050	
营业成本	4,051	3,473	3,739	4,258	4,878	
营业税金及附加	27	27	30	34	39	
销售费用	1,019	922	1,017	1,108	1,199	
管理费用	185	269	288	306	353	
研发费用	54	48	54	61	71	
财务费用	24	50	57	73	81	
减值损失合计	-12	-2	-2	-2	-2	
投资净收益	52	54	54	61	71	
其他	52	59	27	35	40	
营业利润	54	164	274	374	539	
营业外收支	28	-3	-2	1	1	
利润总额	82	161	272	375	540	
所得税	3	47	60	82	119	
净利润	79	114	212	292	421	
少数股东损益	19	0	0	0	0	
归母净利润	60	114	212	292	421	
EBITDA	267	397	482	592	764	
EPS(当年)(元)	0.12	0.23	0.41	0.57	0.82	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	264	531	307	466	629	
净利润	79	114	212	292	421	
折旧摊销	209	253	230	240	253	
财务费用	44	64	71	86	86	
投资损失	-2	-52	-54	-54	-61	
营运资金变动	-87	-154	-25	11	5	
其它	34	128	188	104	58	
投资活动现金流	-643	-1,069	-753	-211	-132	
资本支出	-643	-789	-754	-209	-129	
长期投资	0	-280	-1	-1	-1	
其他	0	0	1	-1	-2	
筹资活动现金流	146	531	411	-272	-232	
吸收投资	147	0	0	0	0	
借款	31	1,049	433	-217	-192	
支付利息或股息	-57	-81	-52	-56	-50	
现金净增加额	-196	-194	86	-65	93	

研究团队简介

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深入研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深入研究百龙创园、嘉必优）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深入研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深入研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深入研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

王雪骄，美国康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深入研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、饮料（深入研究农夫山泉、东鹏饮料、欢乐家）、低度酒（深入研究百润股份）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,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人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,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,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。