

2025年04月23日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

利润释放超预期，双品牌成效初显

—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
xiaoyan@cfsc.com.cn

2025年4月21日，妙可蓝多发布2025年一季度报。

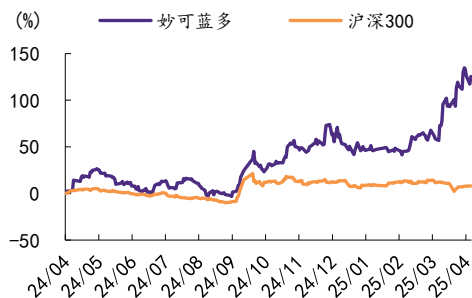
投资要点

基本数据

2025-04-22

当前股价（元）	26.46
总市值（亿元）	135
总股本（百万股）	512
流通股本（百万股）	512
52周价格范围（元）	11.78-28.59
日均成交额（百万元）	154.76

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《妙可蓝多（600882）：业绩符合预期，期待双品牌协同发展》2025-03-26
- 《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
- 《妙可蓝多（600882）：利润弹性释放，业绩实现高增》2025-01-27

利润加速释放，费用率优化明显

利润表现超预期，盈利能力增强。2025Q1 总营收/归母净利润分别为 12.33/0.82 亿元，分别同增 6.3%/114.9%（调整后口径，下同），其中，归母净利润大幅增加系奶酪业务收入增加，毛利率改善、广告促销费较同期下降及政府补助和投资收益增加。2025Q1 毛利率/净利率分别为 31.49%/6.68%，同比+2.8/+3.4pcts。费用率整体优化，降本增效效果显著。2025Q1 销售/管理费用率分别为 16.80%/4.97%，分别同比下降 2.7/0.1pcts，较去年同期减少广告费用投入，销售费用率优化显著。蒙牛奶酪业务并表效果显现，一季度现金流略承压。2025Q1 经营净现金流为 1.20 亿元，同比-29.7%。

奶酪业务快速增长，双品牌效应初显

以下同比数据为并表前 2024Q1 数据，基数效应下增速较快。2025Q1 奶酪/贸易/液态奶产品营收分别为 10.30/1.01/0.95 亿元，分别同比+31%/+23%/+17%；营收占比分别同比+1/-0.4/-1pcts 至 84.02%/8.24%/7.74%。奶酪业务仍保持快速增长，产品创新力度加大。新品奶酪小三角采取独立包装，口味多样，丰富零食消费场景，扩大消费人群；成都春糖会主推儿童成长酪乳，持续扩大儿童产品矩阵；蒙牛奶酪推出新品奶酪酥酥，借助《哪吒 2》IP 联名进行品牌宣发，添加玉米粉和奶酪粉；妙可蓝多与蒙牛双品牌协同发力，差异化布局奶酪业务，并表后效应显著。

经销渠道较为稳固，区域结构优化

分渠道看，2025Q1 经销/直营/贸易渠道营收分别为 9.59/1.65/1.01 亿元，分别同比增加 31%/26%/23%，其中经销商数量稳定增加，公司目前拥有 8046 家经销商，净增加 249 家。分区域看，2025Q1 北区/中区/南区营收为 4.64/5.14/2.48 亿元，分别同比增加 24%/33%/32%；中区/南区占比分别提升 1/0.5pcts 至 41.93%/20.20%，中区与南区成为基本盘，区域协同效应明显。

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 63/42/33 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
流动资产:				
现金及现金等价物	1,105	1,590	2,330	3,105
应收款	154	135	134	131
存货	574	740	700	645
其他流动资产	1,798	1,776	1,785	1,773
流动资产合计	3,631	4,241	4,949	5,654
非流动资产:				
金融类资产	1,468	1,448	1,478	1,498
固定资产	1,852	1,821	1,736	1,635
在建工程	154	62	25	10
无形资产	202	192	182	172
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	1,883	1,883	1,883	1,883
非流动资产合计	4,090	3,957	3,825	3,700
资产总计	7,721	8,198	8,775	9,354
流动负债:				
短期借款	1,235	1,185	1,235	1,265
应付账款、票据	374	317	291	284
其他流动负债	452	452	452	452
流动负债合计	2,147	2,043	2,062	2,085
非流动负债:				
长期借款	683	1,064	1,314	1,464
其他非流动负债	481	481	481	481
非流动负债合计	1,165	1,546	1,796	1,946
负债合计	3,312	3,589	3,858	4,030
所有者权益				
股本	512	512	512	512
股东权益	4,409	4,609	4,917	5,324
负债和所有者权益	7,721	8,198	8,775	9,354

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	114	238	363	472
少数股东权益	0	24	44	61
折旧摊销	195	134	131	125
公允价值变动	17	-4	-2	-1
营运资金变动	205	-199	30	83
经营活动现金净流量	531	193	566	740
投资活动现金净流量	-2009	143	91	96
筹资活动现金净流量	1963	292	246	114
现金流量净额	485	629	903	950

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,844	5,459	6,131	6,853
营业成本	3,473	3,821	4,218	4,667
营业税金及附加	27	38	38	41
销售费用	922	1,010	1,116	1,234
管理费用	269	218	221	233
财务费用	50	51	43	30
研发费用	48	55	61	69
费用合计	1,289	1,334	1,441	1,565
资产减值损失	-2	0	0	0
公允价值变动	17	-4	-2	-1
投资收益	54	28	24	20
营业利润	164	318	481	620
加:营业外收入	11	10	7	5
减:营业外支出	14	6	4	3
利润总额	161	322	484	622
所得税费用	47	84	121	149
净利润	114	238	363	472
少数股东损益	0	24	44	61
归母净利润	114	214	319	411

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	-9.0%	12.7%	12.3%	11.8%
归母净利润增长率	89.2%	88.5%	49.0%	28.8%
盈利能力				
毛利率	28.3%	30.0%	31.2%	31.9%
四项费用/营收	26.6%	24.4%	23.5%	22.8%
净利率	2.3%	4.4%	5.9%	6.9%
ROE	2.6%	4.6%	6.5%	7.7%
偿债能力				
资产负债率	42.9%	43.8%	44.0%	43.1%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	31.5	40.6	45.6	52.1
存货周转率	6.1	5.2	6.1	7.3
每股数据(元/股)				
EPS	0.22	0.42	0.62	0.80
P/E	119.2	63.3	42.4	33.0
P/S	2.8	2.5	2.2	2.0
P/B	3.1	3.0	2.8	2.6

■ 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。