

进入 BC 双轮驱动发展新阶段

2025 年 07 月 03 日

核心观点

- 妙可蓝多是国内奶酪行业市占率第一的企业。公司在前期经历了以儿童奶酪棒大单品为主导的 C 端业务爆发式增长和调整的发展过程。2024 年-2025Q1 公司 C 端业务企稳，整合蒙牛奶酪业务后 B 端业务实力增强，呈加速增长趋势。当前时点，我们推荐公司的理由：
- **国内奶酪行业面临加速发展的契机：**奶酪是一个长生命周期产业。参照与我们饮食习惯相似的日本，日本奶酪市场穿越其超长经济低迷期、在长达 60 年的时间里持续成长，年消费量翻 20 倍至 300 万吨+。中国奶酪产业仍处于起步期，年进口量（含原料干酪）仅约 18 万吨，未来成长空间大。目前，国内生鲜乳供应过剩、奶价较低，我们认为国产奶酪行业面临加速发展的契机，包括：B 端市场加速发展的契机，国产原制奶酪发展的契机，以及促消费政策推动奶酪市场加速发展的可能性。妙可蓝多作为奶酪行业龙头，将受益和引领国内奶酪行业发展。
- **公司发生积极变化：**2018-2021 年儿童奶酪棒产品爆发式成长驱动公司奶酪业务规模快速扩张，成为国内奶酪行业领头羊。经历 2022-2023 年调整期之后，公司呈现积极变化，包括：①产品端创新加速。公司的即食产品线从儿童产品拓展至成人休闲零食，家庭餐桌和餐饮工业产品线也明显丰富，公司整体进入新品驱动增长的阶段。②B 端业务实力增强。一方面，公司原制奶酪业务有所突破，产业链本土化会为公司 B 端产品和服务创新提供更多的可能性；另一方面，公司收购整合蒙牛奶酪业务之后，预计在 B 端业务方面在工艺技术、供应链、产品丰富度、大客户销售等方面会有明显的协同作用。③盈利能力提升。2024 年以来公司整体净利率水平有所提升，我们预计未来将保持提升趋势，原因在于：成熟产品的市场竞争减弱，公司 C 端业务进入新品驱动的发展阶段；B 端业务规模快速增长，盈利能力有提升空间；加深融入蒙牛体系之后，公司内部管理强化，外部也受益于低成本环境。
- **投资建议：**我们看好国内奶酪行业的长期成长空间，当前行业也面临加速发展的契机；妙可蓝多作为行业龙头，一方面将引领和受益于行业发展；另一方面自身经历调整后进入 BC 双轮驱动的发展新阶段，我们判断公司投资价值提升。预计 2025-27 年 EPS 0.46/0.69/0.96 元，2025/7/3 收盘价 30.04 元对应 P/E 分别为 66/44/31 倍。首次覆盖，考虑估值，给予“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**新品销售不及预期的风险，成熟产品销售下滑的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4843.75	5369.39	6279.87	7264.23
收入增长率%	-8.99	10.85	16.96	15.67
归母净利润(百万元)	113.62	234.06	351.13	490.07
利润增速%	89.16	106.01	50.01	39.57
毛利率%	28.29	29.12	29.74	31.05
摊薄 EPS(元)	0.22	0.46	0.69	0.96
PE	135.38	65.72	43.81	31.39
PB	3.49	3.32	3.08	2.81
PS	3.18	2.86	2.45	2.12

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

妙可蓝多 (600882.SH)

谨慎推荐 首次评级

分析师

刘来珍

☎：021-2025-2647

✉：liulaizhen_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523040001

市场数据

2025-07-03

股票代码	600882
A 股收盘价(元)	30.04
上证指数	3461.15
总股本(百万)	512
实际流通 A 股(百万)	512
流通 A 股市值(亿元)	154

相对沪深 300 表现图

2025-07-1



资料来源：中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、公司简介和推荐逻辑	3
二、国内奶酪行业面临加速发展契机	4
(一) 日本的经验：奶酪是一个长生命周期行业	4
(二) 国内奶酪行业加速发展的契机	6
三、公司发生积极变化	9
(一) 产品端创新加速	9
(二) B 端业务实力增强	10
(三) 盈利能力提升	11
四、投资建议	12
五、风险提示	13

一、公司简介和推荐逻辑

公司前身是广泽乳业，是吉林省一家地方乳企，创始人柴琬女士。2015 年公司确立“聚焦奶酪”发展战略，收购天津妙可蓝多公司和达能乳业上海工厂。彼时，妙可蓝多是国内拥有再制奶酪生产牌照的 6 家厂商之一，年产量约 2 千吨、营业收入 7-8 千万元，产品包括精制马苏里拉丝、工业奶酪、奶油芝士等，主要用户为家庭烘焙、中小餐饮企业和食品加工企业。2018 年初，公司成立零售渠道事业部，推出儿童奶酪棒产品，后续成为行业爆款产品，推动公司奶酪业务规模从 2017 年 1.9 亿元快速扩张至 2022 年 38.7 亿元，5 年 CAGR+82%；2020 年妙可蓝多超越外资品牌百吉福成为中国奶酪零售市场第一品牌；2022 年下半年开始受消费环境、行业竞争以及产品生命周期等因素公司奶酪业务规模有所萎缩。2021 年 7 月蒙牛乳业通过参与公司定增成为公司控股股东。2024 年 7 月公司收购蒙牛奶酪子公司，成为蒙牛乳业旗下唯一的奶酪业务平台。

公司前期经历了以儿童奶酪棒大单品为主导的 C 端业务爆发式增长和调整的发展历程。2024 年公司 C 端业务企稳，整合蒙牛奶酪业务后 B 端业务实力增强；2025Q1 公司 B 端餐饮工业和家庭餐桌奶酪业务呈加速增长趋势。当前时点，我们推荐公司的理由：

第一，我们看好国内奶酪行业的长期发展空间，当前行业面临有利的外部环境和可能的政策催化，有加速发展的契机。妙可蓝多作为奶酪行业龙头，将受益和引领行业发展。

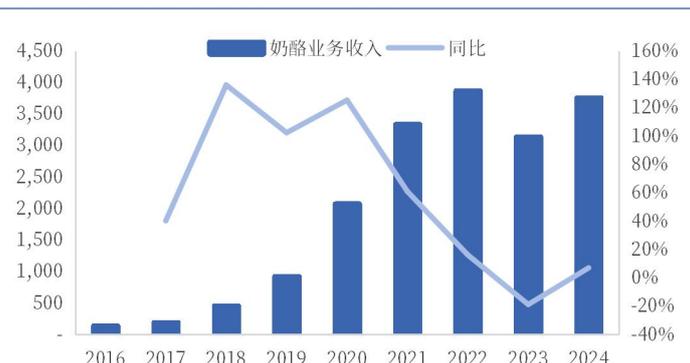
第二，公司经历调整后呈现新的变化，包括：产品端创新加速，B 端业务实力增强，以及盈利能力提升。我们判断公司投资价值提升。

图 1：妙可蓝多公司收入和利润（百万元）



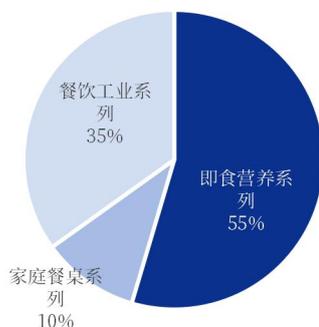
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 2：妙可蓝多奶酪业务收入（百万元）



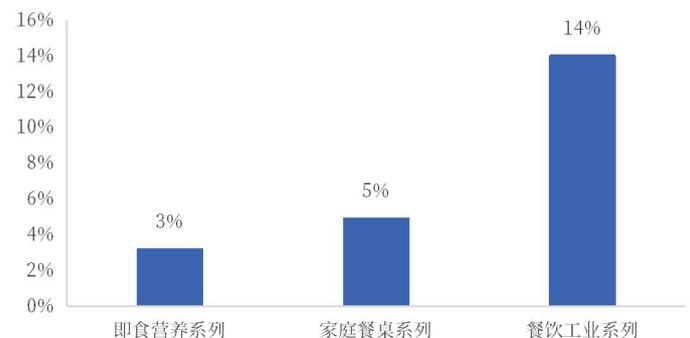
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 3：2024 年妙可蓝多奶酪业务分产品收入占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 4：2024 年妙可蓝多奶酪分产品收入同比增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

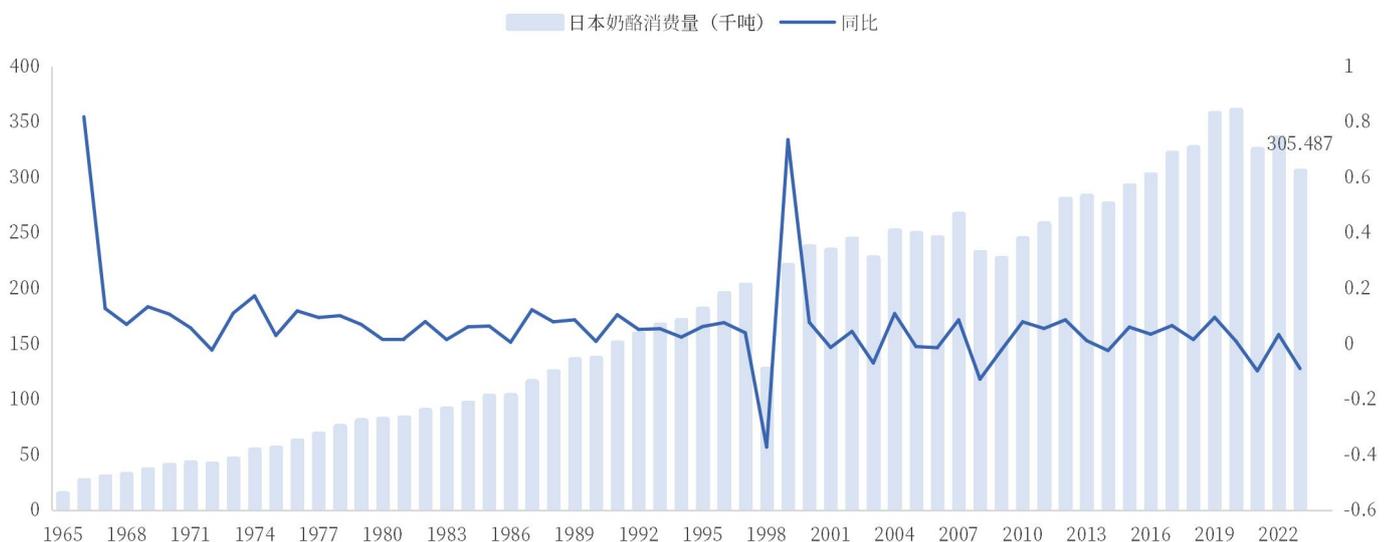
二、国内奶酪行业面临加速发展契机

（一）日本的经验：奶酪是一个长生命周期行业

日本与中国同属东亚文化圈，饮食结构相似。日本经历了从液态奶到固态奶的消费升级过程。对比之下，2020年中国人均奶酪消费量仅0.28kg，与日本1966年水平相当，而日本通过60年发展将人均消费量提升至2.6kg（2021年），增长近13倍。因此，中国奶酪市场未来发展前景广阔，并可以参照日本提供的发展路径。

日本奶酪产业的历史可追溯至上世纪20年代。早期，由于奶酪产品独特的风味、类似肥皂的外观以及运输成本带来的高昂价格，导致其在日本国内市场的接受度并不高。然而，**1964年东京奥运会成为了奶酪产业发展的关键转折点**。在奥运会期间，与西方运动员的近距离接触，使长期受身高问题困扰的日本民众直观地察觉到东西方人群在身高方面的显著差异。而奶酪作为欧美地区重要的高营养食品，由此引起了日本民众的广泛关注。与此同时，日本宏观经济在这一时期呈现出快速发展的态势，先后经历了“岩户景气”“奥林匹克景气”以及“伊奘诺景气”等三大经济扩张周期。在这一过程中，日本人均可支配收入以及人均GDP实现了高速增长，这为进口奶酪市场规模的持续扩张提供了有力的经济支撑。随着居民奶酪饮食习惯的逐渐养成，**日本本土奶酪企业在20世纪80年代之后开始崭露头角**。例如，明治乳业的单个工厂平均每日可处理原奶130吨，并能生产干酪5吨，其干酪生产量占到全国总量的50%。在本土厂商快速扩产以及进口量持续攀升的双重作用下，日本奶酪市场规模保持了持续快速增长的态势：从1980年到2000年，日本奶酪消费量由8.3万吨增长到23.9万吨，年复合增长率达到5.43%。**进入21世纪以来**，日本奶酪行业已逐步进入成熟发展阶段。尽管在此期间经历了国内经济的停滞不前以及重大食品安全事件等不利因素的冲击，但在2010年以后，日本奶酪行业重新赢得了消费者的信任，并实现了稳步增长。

图5：近60年日本奶酪消费总量



资料来源：USDA，中国银河证券研究院

日本奶酪产业的快速增长可归因于以下三个关键因素。首先，**政策引导与教育渗透发挥了市场启动的基石作用**。东京奥运会闭幕后的次年，日本奶酪行业的领军企业雪印乳业迅速推出“冠军奶酪”产品，并在同一年使其成功入选“学校给食”菜谱体系，借此契机着力培养中小學生群体食用奶酪的日常习惯。1965年，学校午餐计划正式将奶酪纳入其餐单范畴，这一举措在儿童群体中逐步培育起食用奶酪的习惯，而到了20世纪70年代，当初参与该计划的儿童群体逐渐成长为日本本土

的第一代奶酪消费主力军。1994年，日本政府进一步发力，推动实施“农村奶酪普及计划”，这在很大程度上加速了奶酪产品在家庭消费场景中的渗透进程。其次，西餐文化的广泛普及与日本经济的腾飞呈现出同步发展的态势。在1970-1990年代这段日本经济高速腾飞的时期，西方饮食文化在日本国内迅速流行开来，诸如三明治、意大利面等西式食品纷纷入驻便利店等零售渠道，而作为西餐制作中不可或缺的重要辅料，奶酪也随之在日本市场风靡一时，并且此后逐步实现了在全国范围内的广泛渗透。最后，企业层面的持续创新有效降低了消费者对奶酪产品的接受门槛。以雪印乳业为例，该企业曾连续推出荷兰达式奶酪、法式浓味奶酪、农家奶酪等近50余种不同口感及味道的奶酪产品，极大地丰富了消费者的选择。同时，雪印乳业还创新性地推出了形如糖果的颗粒式包装奶酪以及棒状包装奶酪，将其定位为儿童营养食品推向市场。凭借这些创新举措，至1980年，雪印乳业的干酪产值已攀升至368亿日元的高度。

从消费场景来看，日本奶酪市场呈现出鲜明的“B端主导、C端崛起”格局。1970年代至1990年代餐饮端（To B）占据80%以上的消费量，核心场景包括披萨、烘焙及茶饮。伴随1997年经济停滞导致餐饮外卖率见顶，本世纪初期B端占比降至75%-80%，而C端升至20%-25%，便利店渠道扩张及即食奶酪产品（如明治切片奶酪）的兴起成为C端增长的关键推手。近十几年来，老龄化、少子化及独居人口增加进一步催化便捷食品需求，“零食化革命”促进C端占比提升至25%-30%，增速显著高于B端，这一阶段的产品创新和渠道下沉成为核心动力。森永2023年推出的“手工鱼奶酪”彻底颠覆传统认知，以咸鲜风味精准匹配日本啤酒文化，上市三个月销量突破200万份；奶酪棒更占据零售市场70%份额，雪印的“6P奶酪棒”通过添加北海道蜜瓜汁降低盐度，成为儿童零食爆款。渠道方面，从高端百货到街边自动贩卖机，奶酪以多元形态渗透日常生活。雪印在中小学校园铺设专用冷藏柜，供应小份装手撕奶酪；明治则联合JR东日本在车站开设“奶酪冰淇淋快闪店”，将十胜奶酪制成冰淇淋，单日销量达3万支。这种“毛细血管式”渠道网络，使奶酪从奢侈舶来品转变为唾手可得的日常食品。

图6：日本主要奶酪企业的创新产品与技术特点

雪印北海道奶酪

以北海道牛奶为基础，采用膜过滤技术，去除牛奶中的杂质，提高奶酪的纯度，注重奶酪的品质和口感。



明治北海道十胜奶酪

拥有自主研发的乳酸菌菌种，用于奶酪的发酵，赋予奶酪独特的风味和质地。并开发功能性奶酪系列，成为40岁以上人群健康食品



森永啤酒奶酪

开发出咸鲜风味的即食奶酪，完美适配啤酒佐餐场景。通过降低盐度、增加鲜味（如昆布提取物），成为居酒屋和家庭聚会的热门零食。



六甲黄油昆布奶酪

将日本传统昆布（海带）的鲜味与奶酪结合，开发出咸甜交织的风味奶酪。这款产品通过提取昆布中的天然鲜味成分，降低奶酪的盐度，使其更适配日本家庭的白米饭食用场景，成为早餐和便当的新选择。



资料来源：雪印、明治、森永公司官网，中国银河证券研究院

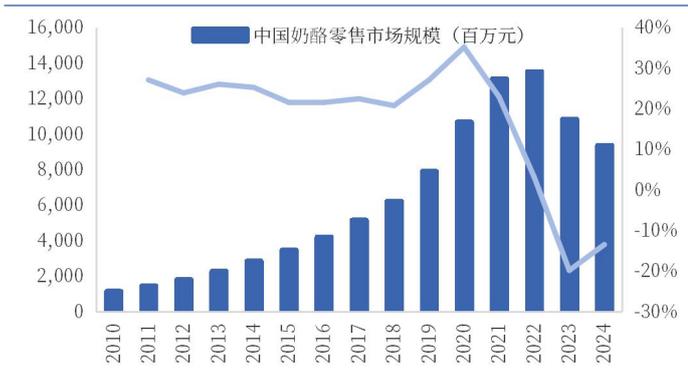
近年来，日本奶酪行业在政策红利消退后仍保持5%的同比增长率，核心在于消费场景的自主创造能力。首先，零食化产品使消费脱离餐饮场景限制，促进C端增长，比如森永的“啤酒奶酪条”匹配居酒屋文化，年销量增速达12%，成功将奶酪转化为休闲社交载体。其次，更具本土特色的是文化场景再造：北海道那须市每年都会举办“奶酪乳清节”，游客可体验传统奶酪窖熟成工艺，并参与DIY烟熏奶酪工作坊；东京涩谷的“奶酪图书馆”则以订阅制提供全球小众奶酪品鉴课程，培育年轻消费文化。这类活动年均吸引超50万人次，间接带动零售端销量提升18%。最后，技术驱

动不仅提升体验，更开辟增量市场：明治依托自研菌株库（如 LG21、R-1）开发功能性奶酪系列：LG21 奶酪通过临床验证可抑制幽门螺杆菌，成为 40 岁以上人群健康食品；R-1 乳酸菌奶酪则瞄准免疫力提升需求，在流感季销量激增 30%。这种内生性增长的本质，是通过消费形态的自我进化（如零食化、功能化、文化体验化）与技术赋能的供给侧革新（如 AI 设计、菌株研发、副产物高值化），使奶酪脱离外部依赖，成为自我维持的增长引擎。即便在乳业整体停滞期，日本奶酪仍以高于行业平均 3 倍的速度扩张，印证了其内生动力的可持续性。

（二）国内奶酪行业加速发展的契机

国内奶酪市场整体上仍处于起步阶段，但消费需求有韧性。据我们测算，在国内乳品消费结构中（以各品类消耗原奶量为统一口径），奶酪消费量占比不足 5%，而这一比例在日本约 25%+。若远期达到该占比，结合欧睿数据，则国内奶酪市场规模将达到 700 亿元+。由于国内奶酪目前仍以再制奶酪为主，即通过从海外进口干酪原材料复配其他原辅料制作成符合国人口味的再制奶酪，因此奶酪进口量数据是国内奶酪消费量的有效观测指标。从历史发展来看，2019-2021 年奶酪棒在零售市场的火爆推动奶酪进口量加速上升；2021 年之后奶酪棒产品消费热度下降使奶酪进口量有所萎缩，但 2024 年又恢复至超过 2021 年高点，2025 年至今保持增长态势，这反映了市场发展的韧性。

图 7：中国奶酪市场规模



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图 8：中国奶酪进口量



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

当前国内原奶供应过剩，国内生鲜乳价格已低于海外，我们认为国产奶酪乳脂行业面临加速发展的契机：

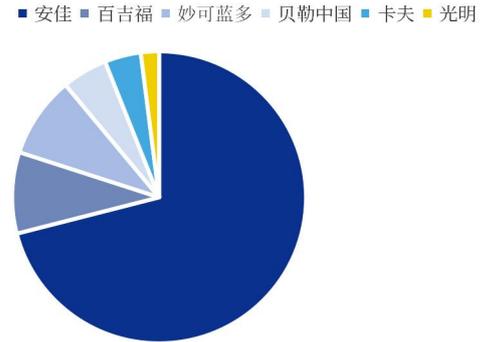
第一，B 端市场加速发展的契机。奶酪乳脂品类 2B 产品主要包括马苏里拉、奶酪芝士、奶油、黄油等，下游客户主要包括西餐厅、烘焙行业、茶饮行业等。根据欧睿数据及妙可蓝多公司估算，2024 年 2B 奶酪乳脂类产品出厂端市场规模约 285 亿元。需求端，现制茶饮行业的快速扩容，竞争加剧背景下产品创新压力驱动奶酪乳脂在茶饮和烘焙行业的渗透率提升，以及动物奶油替代植物奶油的应用趋势，驱动国内奶酪乳脂 B 端市场规模持续扩张。供给端，国产替代成为一个趋势。由于先发优势和工艺技术壁垒，目前 B 端市场整体仍以外资品牌供应商为主，排名前二的安佳和百吉福两个外资品牌占据 B 端市场规模的约 80%。但是部分品类近两年呈现明显的国产替代趋势，例如稀奶油。由于国产厂商技术工艺水平提升，低奶价背景下使国产产品具备性价比优势，以及充分发挥本土供应商的服务优势，国产稀奶油加速替代进口产品。黄油等其他品类也陆续呈现此趋势。

图 9: 中国餐饮渠道分产品消费量 (万吨)



资料来源: 妙可蓝多, 中国银河证券研究院

图 10: 中国奶酪 B 端市场竞争格局



资料来源: 智研咨询, 中国银河证券研究院

第二, 国产原制奶酪发展的契机。原制奶酪又称天然奶酪, 即由鲜奶制作而成的奶酪, 区别于再制奶酪以进口干酪为原料添加其他辅料制作而成。由于保质期、价格、口感、生产加工工艺等因素限制, 国内消费的奶酪以再制奶酪为主, 原制奶酪消费量仅占 10% 左右。由于国内消费者对乳制品的消费理念方面比较追求新鲜原料和纯净配方, 例如过往无论在国标层面还是市场层面都推动实现“灭菌乳”对“复原乳”的替代, 飞鹤借助于国产新鲜原奶制作而成的婴幼儿奶粉“更适合中国宝宝”理念蚕食了高端进口婴幼儿奶粉市场份额, 我们认为国产原制奶酪具备发展空间, 当前低价也使国产原制奶酪具备发展基础。头部厂商已采取行动, 妙可蓝多在 2023 年在吉林工厂投产了其原制奶酪生产线, 2024 年产能达 2 万吨、产量 8424 吨, 生产马斯卡彭、布里、原制马苏里拉等高端产品, 其中马斯卡彭产品在专业餐饮渠道的渗透率已达行业前三。法国兰特黎斯集团在 2023 年对其在江苏兴化的生产基地进行增资, 将全套进口产线引入国内, 法国专家团队驻厂研发, 生产软奶酪、新鲜马苏里拉等天然奶酪。

表 1: 原制奶酪与再制奶酪对比

维度	原制奶酪	再制奶酪
定义/原料	牛/羊奶直接发酵制成的天然乳制品, 生乳占比超过 90%, 高钙 (每 100g 含 700mg+)、天然乳脂	以原制奶酪 (超过一半) 为基料+添加剂 (水和乳化盐) 重组加工, 钙流失 (加工损失)、钠含量通常更高
生产工艺	生牛乳→离心分离→标准化→巴氏杀菌→冷却→凝乳→发酵→凝块切割→分离乳清→装模→压榨→成熟 (数月-数年)	粉碎原制奶酪→加乳化盐/水→加热搅拌 (80-95°C) →定型冷却 (数小时至 1 天)
口感风味	质地有软质 (布里)、半硬 (高达)、硬质 (帕玛森); 风味具有复杂层次 (坚果/泥土/果香等), 随熟成变化	质地统一柔软、易涂抹, 加热后流动性稳定; 风味单一、工业化调味 (如烟熏、蒜香)
保质期	短 (软质 1-4 周, 硬质 6-12 月), 严格控温控湿 (2-8°C)	长 (常温 6-12 月, 冷藏 18-24 月), 常温或冷藏均可 (添加剂防腐)
售价	较高 (进口帕玛森¥200 元+/kg), 熟成仓储成本高	较低 (奶酪片¥50-80 元/kg), 规模化生产降本
举例		

资料来源: 国际奶酪协会, FDA 食品标准, 中国乳制品工业协会 2024 年报告, 中国银河证券研究院

第三, 政策推动奶酪市场加速发展的可能性。当前国内生鲜乳供应过剩, 下游乳制品需求增长乏力。目前国内乳制品消费仍以液态奶和奶粉为主, 这些品类在消费者触达渗透方面已足够充分,

消费频次的变化也是相对缓慢的。产品品类的创新是推动乳制品消费增长的长期力量，创新大方向是发展以奶酪为代表的固态乳制品，推动消费者行为从喝奶向吃奶转变。如此，把相当比例的乳糖不耐受人群（亚洲人群中乳糖不耐受人群占比 30-40%）扩充进入乳品消费群体；同时奶酪国产化生产也可以明显提升生鲜乳消耗量。

截止目前，仍然是以企业为主体的纯市场化行为在推动国内奶酪市场的发展。我们认为未来存在政府出台政策推动奶酪市场发展的可能性，原因在于：去年至今各地政府为促进内需消费，已针对家电、汽车、3C 电子产品等一些耐用消费品，以及餐饮、文娱、体育等服务消费项目出台补贴政策。2025 年 4 月 7 日，商务部国家卫生健康委等 12 部门关于印发《促进健康消费专项行动方案》，其中提到“提升健康饮食消费水平，加强优质农产品产销衔接，实施促进营养健康专项行动”等内容。奶酪作为营养健康品类，且产业仍在发展初期，我们预计后续有望得到更为明确的政策支持。我们预计可能的政策包括两个方向：第一，促进需求端扩容，例如推动“奶酪进校园”。参照历史经验，2000 年原农业部等七部门联合启动国家“学生饮用奶计划”，推广牛奶进校园，使学生奶市场规模从日均供应 50 万份发展到去年的接近 3000 万份，预计今年将达到 3200 万份；以及日本的经验，1961 年实施《学校供餐法》将奶酪纳入学校供餐体系，为日本奶酪市场培养了第一代的主力消费人群，对奶酪产业在日本的起步发展起到了关键作用。第二，供给端的支持政策。国内奶酪等乳制品深加工技术尚不成熟，生产过程中产生的副产品也缺乏销路，还需要相关的政策支持补贴技术和产业链的发展。

表 2：“学生饮用奶计划”介绍

分类	学生饮用奶计划
推出背景	2000 年前我国中小学生营养不良率高达 26.9%（男）和 38.3%（女），钙摄入量严重不足，日均乳制品消费仅 100 克（仅为膳食推荐量 300 克的 1/3）；国务院批准七部委（农业部、教育部等）联合启动，旨在通过课间奶改善青少年体质，呼应“健康中国”战略雏形；参考日本等 62 国“学生奶”经验，将牛奶定位为“营养干预工具”，纳入《国务院关于基础教育改革与发展的决定》。
核心内容	实施原则是“政府引导+学生自愿+安全第一”，禁止强制征订，由家长自主选择；原料需为 100%生牛乳，禁用复原乳；产品专供校园，印“学”字标识，价格低于市售同类产品。运营机制为定点生产企业审批制（如伊利、蒙牛），建立 HACCP 质量体系及体细胞检测标准，课间集中饮用，强化习惯养成与营养吸收效率。
实施效果	2000 年启动初期覆盖 5 个试点城市（北京、天津、上海、广州、沈阳）的学校，日均供应量为 50 万份左右。截止 2023 年，国家“学生饮用奶计划”已覆盖我国 31 个省、自治区、直辖市的 10 万多所学校和幼儿园，惠及 3200 多万名学生，渗透率 17%，在校日均供应量 2775 万份，其中结合营养改善计划供应占比 46%，自主征订占比 54%。

资料来源：农业农村部、中国奶业协会，中国银河证券研究院

三、公司发生积极变化

(一) 产品端创新加速

大单品驱动了妙可蓝多奶酪业务第一轮快速发展。妙可蓝多奶酪业务从 2018 年之前年收入不足 2 亿元，到 2024 年收入规模增长至 38 亿元（去除并表蒙牛奶酪业务之后原有收入约 25 亿元），期间奶酪棒产品从 0 发展至年销售收入约 20 亿元的大单品，构成主要贡献。公司奶酪棒产品经历了爆发式增长到高位回落的发展过程，高峰期在 2021 年年销售收入约 25 亿元，2022 年下半年开始结束此前高增长态势转入下滑，2023 年收入进一步回落，到 2024 年进入年销售收入 20 亿元左右的稳定状态，终端网点数拓展至 80 万家。公司围绕奶酪棒产品做了诸多创新，包括 2021 年 9 月推出常温奶酪棒旨在拓展更多的消费场景和销售网点，以及陆续推出的 0 添加奶酪棒、有机奶酪棒等升级产品。目前来看“奶酪棒”形态的儿童即食营养产品进入成熟期。

图 11: 妙可蓝多产品矩阵

C 端	儿童即食营养	成人奶酪休闲
	家庭餐桌系列	蒙牛奶酪 C 端系列
B 端	餐饮工业系列	爱氏晨曦 B 端系列

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

产品创新加速，有望驱动公司新一轮发展。长期角度，我们看好奶酪作为营养健康品类在日常消费中渗透率会不断提升。但是作为非必需消费品，将主要依靠供给端的产品创新吸引新增消费需求，从而做大品类市场规模。所幸，奶酪本身是一个 SKU 极为丰富的品类，创新空间较足，国内奶酪的产品形态仍处于初阶状态。2023-2024 年，公司的产品创新明显加速，主要包括几个方向：

1) 即食产品方面，从儿童即食营养产品拓展至成人奶酪休闲食品，陆续推出慕斯奶酪杯、奶酪小粒、常温休闲零食芝士时光系列产品、花酪棒、鳕鱼奶酪、手撕奶酪、奶酪小三角等新品。与儿童即食营养系列相比，成人系列的产品更加休闲零食化，产品形态更加多样化，营销手段上同样使用了 IP 化方式。展望成人系列产品未来销售趋势，我们认为由于产品可选属性更强、覆盖的消费人群和消费场景更为广泛，不同于儿童营养系列单品引爆的发展路径，成人系列产品更可能呈现多个小爆品不断驱动整体业务稳步增长的发展路径。

2) 家庭餐桌和餐饮工业奶酪方面，创新推出了哈路蜜煎烤奶酪、涂抹奶油奶酪、稀奶油、马斯卡彭奶酪、黄油、布里奶酪等产品，相较于此前以马苏里拉、芝士片为主，产品丰富度大幅提升。理论上，奶酪作为原料融入博大精神的中餐料理，奶酪作为小食参与到中国人的饮食饮酒等消费场景中，有很大的可探索空间，而本土厂商相较于海外厂商也会更有优势。该业务产品或应用方案创

新驱动的属性更强，目前来看，公司开发的国产原制马斯卡彭奶酪在技术和市场层面均得到较高认可，具备增长潜力。

图 12: 全球奶酪主要产品分类



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(二) B 端业务实力增强

据我们观察，妙可蓝多自身的 B 端业务实力在明显加强。这包括两个方面：

第一，原制奶酪业务的突破。以往，国产原制奶酪受生产工艺技术、原料成本、消费者接受度等因素限制基本处于未起步状态；现阶段在国内生鲜乳价格低于国际的背景下，妙可蓝多原制奶酪业务有突破性进展。2007 年，妙可蓝多成为中国乳制品行业首批掌握原制奶酪生产技术的企业之一；2022 年开始妙可蓝多加大在原制奶酪领域的研发和生产，吉林工厂成为中国原制奶酪研发和生产的核心基地之一；2023 年新开发出了国产原制马斯卡彭奶酪，在终端客户中得到高度认可；此后推出了布里、原制马苏里拉等原制奶酪产品。虽然此前公司有面向 C 端市场推出原制奶酪手撕条产品，但国内消费者对原制奶酪口感接受度较低，未打开市场；面向 B 端市场的原制奶酪马斯卡彭产品在烘焙产品中应用广泛，具备国产替代的潜力。我们认为原制奶酪业务的突破是产业成熟度提升的一个标志，产业链本土化会为公司 B 端产品和服务创新提供更多的可能性，也建立了公司的竞争壁垒。

图 13: 妙可蓝多马斯卡彭产品及应用



资料来源: 妙可蓝多微信公众号, 中国银河证券研究院

第二，收购整合蒙牛奶酪业务，成为集团唯一的奶酪业务平台。为解决同业竞争问题，妙可蓝多在 2024 年 6 月以 4.48 亿元（约 1×P/B）现金收购了蒙牛奶酪公司 100% 股权。蒙牛奶酪公司成立于 2018 年底，旗下拥有天津爱氏晨曦乳制品公司和爱氏晨曦乳制品进出口公司两家全资子公司，2023 年实现 12.7 亿元收入、归母净利润-337 万元。我们分析收购整合之后的意义在于：1) 在集团业务中的战略重要性提升。国内乳业未来发展趋势是从“喝奶”向“吃奶”转变，而妙可蓝多作为蒙牛乳业集团旗下唯一的奶酪业务平台，在集团整体业务布局中的战略重要性提升，也因此会得到更多的来自集团方面的资源支持，例如公司与蒙牛在 IP 权益使用方面的合作。2) B 端业务实力增强。蒙牛奶酪包含 B 端和 C 端业务，由于妙可蓝多自身在 C 端市场发展较为领先，我们认为并购后 C 端增益不大；但是在 B 端业务方面在工艺技术、供应链、产品丰富度、大客户销售等方面会有明显的协同作用。

图 14：蒙牛奶酪主要财务指标

单位：元		
项目	2024 年 3 月 31 日	2023 年 12 月 31 日
资产总计	635,431,427.57	707,107,794.63
负债合计	200,229,671.13	268,953,851.59
净资产	435,201,756.44	438,153,943.04
项目	2024 年 1-3 月	2023 年
营业收入	211,486,111.87	1,273,692,376.52
归属于母公司所有者的净利润	-2,952,541.65	-3,373,924.97

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 15：蒙牛奶酪产品线



资料来源：蒙牛爱氏晨曦专业乳品微信公众号，中国银河证券研究院

（三）盈利能力提升

过往公司净利率水平较低，原因在于：在 2018-2021 年 C 端业务迅猛发展驱动公司奶酪业务规模快速扩张的过程中，营销驱动是其中的关键因素，其中包括了奶酪棒作为新品类的消费者教育投入，应对竞争确保公司品牌心智占位第一的品牌宣传投入，公司第一轮的销售网络扩张投入，以及在行业无序竞争中的折价损耗等。因此，在商业模型“0-1”的形成过程中，销售费用投入过高。展望未来，我们判断公司盈利能力将呈提升趋势，原因包括：

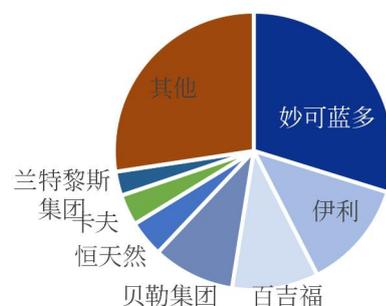
第一，市场竞争减弱，公司 C 端业务进入新的发展阶段。儿童奶酪棒市场走向成熟，需求价格弹性减弱，行业竞争格局稳固，小厂商退出使无序竞争损耗减少。2023 年行业规模收缩，公司也大幅缩减了销售费用投入，销售费用额同比-23%、费用率同比-2.1pcts。目前妙可蓝多 C 端业务进入到新品驱动业务增长的发展阶段，缺乏研发能力的小厂商很难跟进竞争，因此 C 端业务盈利能力将保持或逐步提升。

图 16：公司销售费用率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 17：2024 年奶酪零售市场份额



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

第二，B 端业务盈利能力提升。B 端奶酪市场面临更为有序的行业竞争格局，以外资品牌为主，盈利能力较好，例如 2024 年恒天然在中国区的 2B 奶酪食品业务毛利率 22.4%、EBIT 11.8%。妙可蓝多 B 端业务规模在快速增长，而且公司 B 端产品线更偏向于高毛利的深加工产品、而非低毛利

的原料产品供应，2024 年餐饮工业毛利率较 2023 年提升 4.8pcts，我们预计随着规模扩大公司 B 端业务毛利率将继续提升，对公司整体净利率水平也有正向贡献。

图 18: 恒天然公司中国业务财务指标

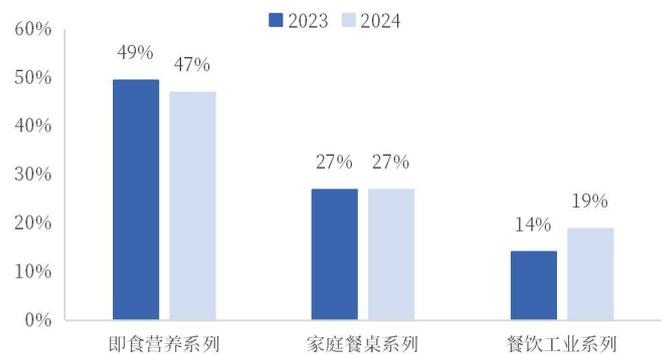
Greater China performance

For the year ended 31 July	Total Greater China ¹			Ingredients		Foodservice		Consumer	
	2023	2024	Δ% ²	2023	2024	2023	2024	2023	2024
NZD million	21023	21024		21023	21024	21023	21024	21023	21024
Sales volume ('000 MT)	978	944	(3)%	632	579	274	292	72	73
Sales volume (million kgMS)	469	449	(4)%	332	298	124	137	13	14
Revenue	7,072	6,369	(10)%	4,460	3,598	2,236	2,377	376	394
Cost of goods sold	(6,356)	(5,493)	14%	(4,226)	(3,361)	(1,836)	(1,844)	(294)	(288)
Gross profit	716	876	22%	234	237	400	533	82	106
Operating expenses	(346)	(375)	(8)%	(62)	(78)	(137)	(170)	(147)	(127)
Other ³	-	2	-	-	1	-	-	-	1
EBIT ⁴	370	503	36%	172	160	263	363	(65)	(20)
Net finance costs and tax expense	(86)	(91)	(6)%	(39)	(32)	(60)	(64)	13	5
Profit after tax	284	412	45%	133	128	203	299	(52)	(15)
Gross margin	10.1%	13.8%		5.2%	6.6%	17.9%	22.4%	21.8%	26.9%
EBIT margin	5.2%	7.9%		3.9%	4.4%	11.8%	15.3%	(17.3)%	(5.1)%

1. Greater China performance is prepared on a continuing operations basis and includes sales to other segments. Considerable information has been reorganized for consistency with the current period.
 2. Percentages as shown in table may not align to the calculation of percentages based on numbers in the table due to rounding of figures.
 3. Consists of other operating income, net foreign exchange gains/losses and share of profit or loss of equity accounted investees.
 4. Includes corporate costs for Total, Ingredients, Foodservice and Consumer of \$61m, \$27m, \$36m and \$5m, respectively.

资料来源: 恒天然公司财报, 中国银河证券研究院

图 19: 妙可蓝多分产品毛利率 (合并蒙牛奶酪)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

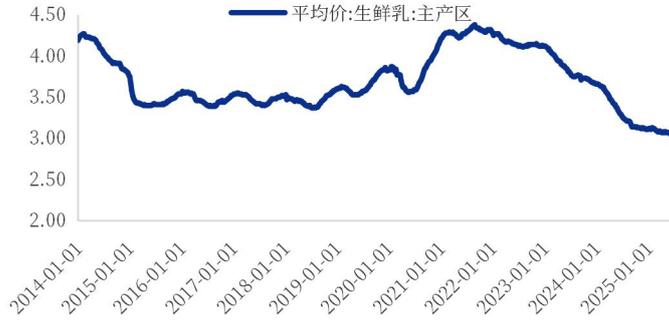
第三，**内部管理强化，外部成本下降**。内部，2024 年中妙可蓝多收购整合蒙牛奶酪业务之后，进一步加深融入蒙牛乳业集团，包括多位蒙牛系高管加入妙可蓝多公司管理层。公司管理得到强化，整合蒙牛资源提升产供销协同效率，通过“极致成本培训”全链条优化成本控制，实现 1+1>2 的协同效应，预计将提升公司整体盈利能力。外部，国内生鲜乳价格处于历史低位，随着公司原制奶酪业务的发展将推进成本端国产原料替代，有助于公司毛利率水平提升。

图 20: 进口 Cheddar 平均价格 (美元/公吨)



资料来源: GDT, 中国银河证券研究院

图 21: 主产区生鲜乳价格 (元/公斤)



资料来源: 农业农村部, 中国银河证券研究院

四、投资建议

我们看好国内奶酪行业的长期成长空间，当前行业也面临加速发展的契机；妙可蓝多作为行业龙头，一方面将引领和受益于行业发展；另一方面自身经历调整后进入 BC 双轮驱动的发展新阶段，我们判断公司投资价值提升。预计 2025-27 年 EPS 0.46/0.69/0.96 元，2025/7/3 收盘价 30.04 元对应 P/E 分别为 66/44/31 倍。首次覆盖，考虑估值，给予“谨慎推荐”评级。

五、风险提示

- 1、新品销售不及预期的风险。公司进入新品驱动发展的新阶段，新品能否被市场接受存在较大不确定性。
- 2、成熟产品销售下滑的风险。奶酪棒渗透率已经较为充分，低温产品依赖冷柜销售，商超客流量波动将导致低温产品销售受到影响。

图表目录

图 1: 妙可蓝多公司收入和利润 (单位: 百万元)	3
图 2: 妙可蓝多奶酪业务收入 (单位: 百万元)	3
图 3: 2024 年妙可蓝多奶酪业务分产品收入占比	3
图 4: 2024 年妙可蓝多奶酪分产品收入同比增速	3
图 5: 近 60 年日本奶酪消费总量	4
图 6: 日本主要奶酪企业的创新产品与技术特点	5
图 7: 中国奶酪市场规模	6
图 8: 中国奶酪进口量	6
图 9: 中国餐饮渠道分产品消费量	7
图 10: 中国奶酪 B 端市场竞争格局	7
图 11: 妙可蓝多产品矩阵	9
图 12: 全球奶酪主要产品分类	10
图 13: 妙可蓝多马斯卡彭产品及应用	10
图 14: 蒙牛奶酪主要财务指标	11
图 15: 蒙牛奶酪产品线	11
图 16: 公司销售费用率	11
图 17: 2024 年奶酪零售市场份额	11
图 18: 恒天然公司中国业务财务指标	12
图 19: 妙可蓝多分产品毛利率 (合并蒙牛奶酪)	12
图 20: 进口 Cheddar 平均价格 (美元/公吨)	12
图 21: 主产区生鲜乳价格 (元/公斤)	12
表 1: 原制奶酪与再制奶酪对比	7
表 2: “学生饮用奶计划” 介绍	8

附录:

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3630.57	4166.72	4743.59	5294.59
现金	1104.85	1568.75	2001.29	2405.53
应收账款	129.05	143.33	170.60	198.15
其它应收款	24.55	28.49	34.54	42.98
预付账款	202.80	228.74	270.48	308.54
存货	573.67	601.77	671.04	735.86
其他	1595.64	1595.64	1595.64	1603.53
非流动资产	4090.33	3899.61	3839.58	4051.52
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1851.91	1713.86	1647.65	1545.46
无形资产	201.86	192.54	295.79	290.77
其他	2036.56	1993.21	1896.14	2215.28
资产总计	7720.90	8066.33	8583.17	9346.10
流动负债	2147.08	2215.86	2309.71	2482.14
短期借款	1234.95	1234.95	1234.95	1234.95
应付账款	341.52	377.74	440.99	504.90
其他	570.62	603.18	633.77	742.29
非流动负债	1164.58	1165.14	1165.14	1165.14
长期借款	683.43	683.43	683.43	683.43
其他	481.15	481.71	481.71	481.71
负债合计	3311.66	3381.01	3474.85	3647.28
少数股东权益	0.00	48.07	119.94	220.37
归属母公司股东权益	4409.24	4637.25	4988.37	5478.45
负债和股东权益	7720.90	8066.33	8583.17	9346.10

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	530.73	621.74	747.86	1003.46
净利润	113.62	282.14	423.00	590.50
折旧摊销	253.40	309.62	333.63	353.91
财务费用	64.38	82.94	82.94	82.94
投资损失	-53.53	-54.67	-55.82	-57.03
营运资金变动	132.39	-4.61	-50.49	33.56
其它	20.46	6.33	14.61	-0.43
投资活动现金流	-2008.54	-69.90	-232.38	-516.28
资本支出	-349.81	-93.81	-288.20	-164.55
长期投资	-1715.23	0.00	0.00	-408.76
其他	56.50	23.91	55.82	57.03
筹资活动现金流	194.73	-81.89	-82.94	-82.94
短期借款	240.29	0.00	0.00	0.00
长期借款	260.23	0.00	0.00	0.00
其他	-305.80	-81.89	-82.94	-82.94
现金净增加额	-1293.94	466.24	432.54	404.24

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4843.75	5369.39	6279.87	7264.23
营业成本	3473.44	3805.97	4412.34	5008.70
营业税金及附加	27.21	26.85	31.40	36.32
营业费用	921.97	885.95	941.98	1053.31
管理费用	268.78	300.69	326.55	363.21
财务费用	50.20	54.34	62.56	72.91
资产减值损失	-2.43	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	17.08	0.00	0.00	0.00
投资净收益	53.53	54.67	55.82	57.03
营业利润	163.53	347.66	556.88	757.17
营业外收入	11.27	33.16	10.35	31.01
营业外支出	13.81	18.92	24.99	31.05
利润总额	160.99	361.90	542.24	757.13
所得税	47.37	79.76	119.24	166.63
净利润	113.62	282.14	423.00	590.50
少数股东损益	0.00	48.07	71.87	100.43
归属母公司净利润	113.62	234.06	351.13	490.07
EBITDA	396.52	725.86	938.43	1183.96
EPS (元)	0.22	0.46	0.69	0.96

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	-8.99%	10.85%	16.96%	15.67%
营业利润	201.80%	112.59%	60.18%	35.97%
归属母公司净利润	89.16%	106.01%	50.01%	39.57%
毛利率	28.29%	29.12%	29.74%	31.05%
净利率	2.35%	4.36%	5.59%	6.75%
ROE	2.58%	5.05%	7.04%	8.95%
ROIC	1.48%	4.56%	6.25%	7.96%
资产负债率	42.89%	41.92%	40.48%	39.02%
净负债比率	30.13%	18.48%	8.48%	0.51%
流动比率	1.69	1.88	2.05	2.13
速动比率	1.27	1.45	1.59	1.66
总资产周转率	0.63	0.68	0.75	0.81
应收账款周转率	40.13	39.43	40.01	39.40
应付账款周转率	9.26	10.58	10.78	10.59
每股收益	0.22	0.46	0.69	0.96
每股经营现金	1.04	1.21	1.46	1.96
每股净资产	8.61	9.06	9.74	10.70
P/E	135.38	65.72	43.81	31.39
P/B	3.49	3.32	3.08	2.81
EV/EBITDA	26.47	22.92	17.27	13.35
P/S	3.18	2.86	2.45	2.12

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘来珍 上海交通大学金融学硕士，8年以上食品饮料和其他消费品行业证券研究经验。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn