

原制奶酪或成为妙可蓝多新增长极

核心观点

- **原制奶酪有望实现国产替代、行业渗透率提升，妙可蓝多为核心受益者。市场可能尚未重视原制奶酪对妙可蓝多的潜在业绩贡献**，主要因 1、对国产替代逻辑存疑，不清楚背后核心驱动力；2、居民对原制奶酪认知度低、口味接受度低，原制奶酪行业规模较小，即使国产替代也难对业绩有明显贡献。**我们认为国牌具备多方位优势，国产替代将逐步推进；原制奶酪行业当前规模虽小，但餐饮端/零售端渗透率提升空间较大，行业空间不容忽视。国产替代逻辑：**部分头部国产品牌已掌握主流原制奶酪（马苏/马斯卡彭/布里等）规模化生产技术。对比国外品牌，国牌优势在于奶源便宜且充足、物流运输成本低、产品更新鲜、定制化研发速度快。目前原制奶酪国产率预计仅不到 20%。**行业渗透率提升逻辑：**我国原制奶酪行业规模仅 80 亿左右，人均消费量远低于日/美，行业增长空间大。原制奶酪渗透率提升底层逻辑在于消费者的健康化追求；类比如茶鲜奶化，预计未来几年原制奶酪在餐饮/茶饮行业渗透率将明显提升；预计营养摄入需求将初步推动原制奶酪渗透率提升，此后随着口味本土化改良及普及率提升，消费者对原制奶酪口感接受度也将提升。国产奶酪品牌近两年参与进原制奶酪赛道，有助于提升消费者的原制奶酪认知度。
- **妙可蓝多技术储备、奶源、客户渠道、定制化研发实力构成强壁垒，决定了公司能成为国产替代龙头。技术：**妙可蓝多是国内为数不多掌握规模化生产原制奶酪技术的公司之一。**奶源：**生产原制奶酪需要大量优质原奶，拥有自有优质牧场的企业具备决定性优势，包括妙可、伊利等。**渠道：**与蒙牛奶酪合并实现餐饮端客户资源共享；同时公司积极开拓客户，与众多西餐/茶咖/烘焙品牌建立合作关系，有助于原制奶酪产品开展销售。**研发创新：**公司高度重视研发，研发费用率以及研发人员数量占比处于较高水平；已与必胜客/KFC 等专业客户合作，体现定制化研发实力强大。

盈利预测与投资建议

我们提高原制奶酪对公司收入贡献的预期，上调公司 25-27 年收入预期；考虑股权激励费用，上调管理费用率。预测公司 2025-2027 年每股收益为 0.46、0.63、0.83 元（原预测 25-27 年为 0.47、0.64、0.84 元）。我们延续 FCFF 估值方法，计算公司权益价值为 169 亿元，对应目标价 32.95 元，维持买入评级。

风险提示：

行业竞争加剧、消费力恢复不及预期、原制奶酪市场接受度提升不及预期。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,322	4,844	5,602	6,485	7,482
同比增长(%)	10.2%	-9.0%	15.7%	15.8%	15.4%
营业利润(百万元)	54	164	299	414	549
同比增长(%)	-76.1%	201.8%	82.8%	38.7%	32.5%
归属母公司净利润(百万元)	60	114	233	321	424
同比增长(%)	-56.3%	89.2%	105.4%	37.6%	31.9%
每股收益(元)	0.12	0.22	0.46	0.63	0.83
毛利率(%)	23.9%	28.3%	29.3%	29.6%	29.7%
净利率(%)	1.1%	2.3%	4.2%	5.0%	5.7%
净资产收益率(%)	1.3%	2.5%	4.9%	6.1%	7.5%
市盈率	244.1	129.0	62.8	45.6	34.6
市净率	3.1	3.3	2.9	2.7	2.5

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

买入（维持）

股价（2025年07月21日）	28.63 元
目标价格	32.95 元
52 周最高价/最低价	33.46/11.63 元
总股本/流通 A 股（万股）	51,205/51,205
A 股市值（百万元）	14,660
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025 年 07 月 21 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	1.6	-2.52	4.22	107.01
相对表现%	-0.09	-8.73	-3.73	91.57
沪深 300%	1.69	6.21	7.95	15.44



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
姚晔	yaoye@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524090006
燕斯娴	yansixian1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524080004

相关报告

深化整合蒙牛渠道，期待业绩弹性	2025-04-17
奶酪棒需求承压，预计盈利边际好转	2024-03-09

目录

一、原制奶酪行业趋势：国产替代与行业规模提升	4
1.1 原制奶酪国产替代将逐步推进	4
1.2 原制奶酪市场刚起步，发展空间大	5
二、技术储备、奶源、客户渠道、定制化研发实力构成强壁垒	9
2.1 原制奶酪技术壁垒较高，公司在国产企业中具备优势	9
2.2 原制奶酪对原奶质量、数量要求高，公司充分受益蒙牛系奶源保障	9
2.3 蒙牛餐饮端渠道赋能，研发强大满足定制化需求	10
三、盈利预测与投资建议	11
3.1 盈利预测：预计餐饮工业系列增速最快，其中原制奶酪也将成为重要一环	11
3.2 投资建议	12
四、风险提示	13

图表目录

图 1：中国原奶价格已低于新西兰奶价(元/kg)	5
图 2：中国原制奶酪人均消费量（kg/人）远低于日、美	6
图 3：中国原制奶酪销量占比低于日、美	6
图 4：小圆奶酪可用于制作美味餐点/宝宝辅食	7
图 5：德亚手撕奶酪提供多样化健康食谱	7
图 6：日本天然奶酪消费量（吨）在 1990-2000 年快速提升	8
图 7：日本天然奶酪消费量占比超过 50%	8
图 8：原制奶酪生产工艺流程复杂	9
图 9：现代牧业是我国第二大规模牧场企业	10
图 10：我国国产干酪价格已低于进口干酪价格	10
图 11：2024 年妙可蓝多研发费用率在乳企中处于较高水平	11
图 12：2024 年妙可蓝多研发人员数量占比在乳企中处于较高水平	11
表 1：对比再制奶酪，原制奶酪配料成分更干净，营养价值更高，生产工艺难度更高	4
表 2：国产企业原制奶酪产线陆续投产，产能仍处于低位	4
表 3：估算 2025 年我国原制奶酪市场规模约 80 亿，其中餐饮端 55 亿	5
表 4：奶酪中所含蛋白质、钙含量远高于牛奶，原制奶酪蛋白质含量远高于再制奶酪	7
表 5：日本原制奶酪发展离不开持续的消费者培育、本土化口味改良、上行经济刺激	8
表 6：妙可蓝多在 B/C 端均具备原制奶酪产品储备	10
表 7：公司 WACC 计算主要参数设定	12
表 8：股权价值计算结果	13
表 9：FCFF 目标价敏感性分析表	13

一、原制奶酪行业趋势：国产替代与行业规模提升

1.1 原制奶酪国产替代将逐步推进

原制奶酪又名天然奶酪，直接由生牛乳、盐、发酵剂、凝乳酶等天然原料制成，不含香精、色素等。原制奶酪自带天然风味，口感多样化，一般来说带有微苦或酸涩感。按质地和水分含量分类，原制奶酪又分为软质奶酪、半软质奶酪、硬质奶酪等，其中偏软质的马苏里拉奶酪、布里奶酪、马斯卡彭、切达奶酪等及偏硬质的帕马森奶酪等在我国相对受到消费者青睐。

表 1：对比再制奶酪，原制奶酪配料成分更干净，营养价值更高，生产工艺难度更高

	原制奶酪	再制奶酪
成分及配料	配料成分较少（直接由生乳发酵、凝乳、排乳清制成），基本不含添加剂	以原制奶酪为基底（≥50%），添加乳化盐、调味料等加工而成
营养价值	蛋白质、钙含量高，基本不含添加剂，营养价值高	蛋白质、钙含量通常低于原制奶酪，含有添加剂
风味	复杂（因菌种/熟成产生坚果、花果香等）	单一（人工调味主导，如草莓、烧烤味）
消费场景	高端西餐（沙拉、意面、红酒配餐）、健身食用、餐饮等	快餐/家庭烹饪（汉堡、三明治、芝士火锅等）
储存条件	需冷藏，保质期短	可常温或冷藏保存，保质期长
生产工艺及技术	技术复杂，依赖高品质奶源，依赖微生物发酵与熟成时间（数月甚至数年）	技术难度不高

数据来源：乳业财经、东方证券研究所

国外原制奶酪发展工艺、技术较为成熟，国内原制奶酪受制工艺发展、设备限制，国内掌握原制奶酪生产技术的企业极少，且产能较低。目前我国 B 端市场原制奶酪主要依赖进口，包括恒天然安佳、总统等品牌。国内能够生产原制奶酪的企业包括妙可蓝多、伊利股份、奶酪博士、乐芙娜等。国产品牌原制奶酪产能在 22、23 年开始陆续启动，当前产能处于低位，在原制奶酪行业占比预计不到 20%。在成本优势下，预计原制奶酪在餐饮端国产替代空间极大。

表 2：国产企业原制奶酪产线陆续投产，产能仍处于低位

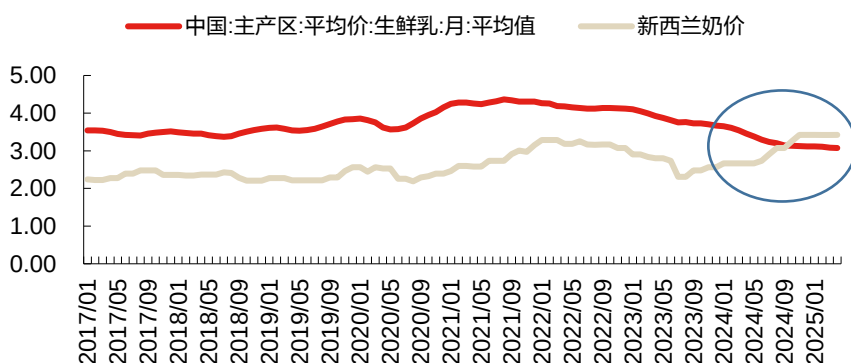
企业	原制奶酪产能
妙可蓝多	① 22 年以来，吉林工厂原制奶酪产能提升 200%，其中马斯卡彭在专业餐饮渠道渗透率已达行业前三。25 年研发推出国产原制马苏，预计当前产能小几百吨。②吉林原制奶酪加工项目预计于 26 年投产，规划年产 4212 吨手撕奶酪、4100 吨马苏奶酪丝、9720 吨奶酪棒。③长春特色乳品加工项目预计于 26 年投产，主要生产原制奶酪、酶凝酪蛋白、稀奶油、新鲜奶酪等。
伊利股份	生产原制奶酪为主的现代智慧健康谷奶酪智造标杆基地三期计划于 25 年 4 月开始试产。25 年推出原制马斯卡彭。
奶酪博士	安徽滁州超级工厂在 22 年底投产，同时生产原制、再制奶酪等，年产值约 80 亿。
乐芙娜	华东松江工厂 24 年底投产，半数产线已正式投运，预计年内将创造产值超 5 亿元，产品系列涵盖干酪制品、再制奶酪、原制奶酪、成熟型干酪等。

数据来源：五谷财经、上观、小食代、中国财富网、东方证券研究所

我国原制奶酪行业国产替代将逐步推进，主要因以下几个关键因素：

- **我国头部企业在马苏、马斯卡彭等原制奶酪方面技术攻克**，进口依赖程度将大幅下降。目前妙可蓝多、伊利等头部企业在原制马苏、马斯卡彭等生产工艺方面已趋于成熟，且口感经过本土化改良，更适合国人口味。
- **国产奶源充足且便宜，国产替代的原制奶酪性价比在近两年内逐渐凸显**。受益国内奶价走低，25 年 5 月国内奶价比新西兰奶价低 10%，进而 25 年 6 月国产干酪价格比进口干酪价格低 11%。我国上游牧场荷兰斯坦奶牛存栏达 600 多万头，原奶供给相对过剩；且以规模化牧场为主，奶牛去化意愿不强，预计未来几年内奶价大幅上涨的概率较低，为原制奶酪国产替代提供坚实原料基础。

图 1：中国原奶价格已低于新西兰奶价(元/kg)



数据来源：Wind、东方证券研究所（以新西兰元兑人民币汇率 4.5 计算）

- **国产原制奶酪运输距离短，物流成本低且产品更新鲜。**①**物流成本低**。海外品牌恒天然主要在新西兰设厂，奶酪速冻后再出口至中国，冷链运输费用导致成本偏高。国产原制奶酪节省了跨国冷链运输费用。②**口感新鲜**。对讲究口感的餐饮企业来说，产品新鲜度也是个重要的选择因素。马苏里拉、马斯卡彭等软质奶酪通常口感与新鲜度关联度较高，例如 24 小时内的新鲜马苏里拉奶酪口感似奶冻，带有清甜乳香；妙可蓝多的马斯卡彭奶酪在出厂 7 天内为风味巅峰时期。

1.2 原制奶酪市场刚起步，发展空间大

目前我国原制奶酪在 B 端应用包括披萨、火锅、茶饮、汉堡等餐饮店，C 端包括原制奶酪类零食等；当前我国原制奶酪仍以 B 端市场为主，C 端规模极小，主要因我国居民对原制奶酪口感接受度尚低。我们估算 25 年原制奶酪市场规模约 80 亿。根据欧睿，25 年我国原制奶酪零售额预计约 31 亿；扣除渠道加价，预计工厂出货端规模 25 亿。B 端市场规模约 55 亿。

表 3：估算 2025 年我国原制奶酪市场规模约 80 亿，其中餐饮端 55 亿

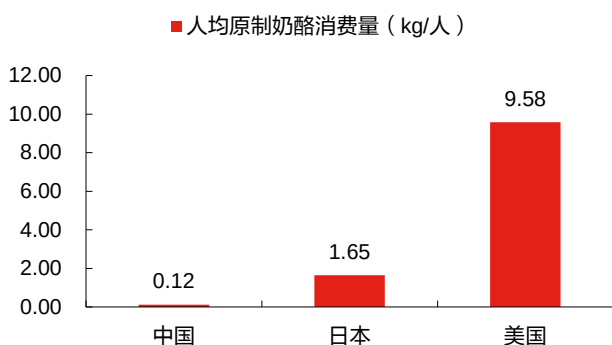
	餐饮规模	零售规模	总规模
原制奶酪	55	25	80
再制奶酪	16	46	62
总规模	71	71	142

数据来源：萝卜投资、欧睿、东方证券研究所

对比日美，我国原制奶酪人均消费量极低，行业增长潜力大。2025 年我国原制奶酪人均消费量仅 0.12kg/人，远低于日本 1.65kg/人（2022 年数据）及美国 9.58kg/人。

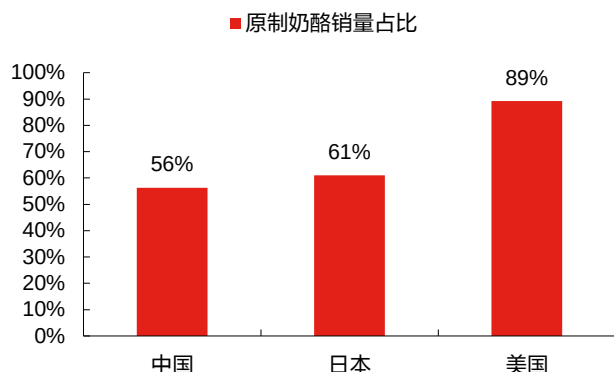
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 2：中国原制奶酪人均消费量（kg/人）远低于日、美



数据来源：欧睿、萝卜投资、东方证券研究所（中国、美国为 2025E 数据，日本为 2022 年数据）

图 3：中国原制奶酪销量占比低于日、美



数据来源：欧睿、萝卜投资、东方证券研究所（中国、美国为 2025E 数据，日本为 2022 年数据）

我国原制奶酪在餐饮端、零售端使用比例提升的潜在原因：

① 餐饮端：健康化趋势下，定调偏高端的餐饮门店、茶饮门店使用原制奶酪的倾向提升

以往奶茶主要使用奶茶粉、香精、植脂末，但现在使用鲜奶的奶茶品牌比比皆是，包括一点点、霸王茶姬、茶百道等，头部奶茶品牌均推出鲜奶奶茶产品。背后主要是：本身奶茶具备成瘾性，在压力大的时候往往喜欢来一杯，就像消费者喝惯咖啡后无法离开咖啡，因此奶茶对许多年轻人来说属于相对刚性的消费；消费者离不开奶茶的同时，也担忧奶茶中有害物质损害身体健康，这样的健康化趋势导致奶茶中鲜奶占比持续提升。

我们认为现在餐饮、烘焙甜品类似于多年前的奶茶，当前很多茶饮快餐品牌更多使用再制奶酪，原制奶酪占比极低，主要是因为：1、部分品类再制奶酪口感略好一些；2、再制奶酪更便宜，节省成本；3、国内厂家受制于原制奶酪生产技术、设备等，原制奶酪国产化率极低，导致国内厂家缺乏原制奶酪宣传的意愿，进而消费者对原制、再制奶酪缺乏分辨意识。

当前我国健康化升级趋势已经非常明显，尤其体现在奶茶鲜奶化这一案例。随着我国奶酪企业逐步掌握原制奶酪生产技术，提升原制奶酪产能，国内企业将有意愿进一步提升原制奶酪消费者认知度，且国产化将降低原制奶酪使用成本，则预计原制奶酪在餐饮、茶饮行业使用量占比将明显提升。目前，茉莉奶白已开始使用原制马斯卡彭奶酪制作蛋糕奶茶，也将进一步推动行业迈向原料健康化。

② 零售端：尽管我国居民对原制奶酪口感接受度较低，但小孩、老人对营养摄入等需求也将驱动原制奶酪行业增长。

牛奶是较受认可的补充营养元素的品类，但同等重量下，实际上奶酪中所含蛋白质、钙含量远高于牛奶。定位高端的金典纯牛奶每 100ml 含蛋白质 3.6g、含钙 120mg；再制奶酪、原制奶酪每 100g 含钙 500mg 以上，蛋白质含量相较牛奶至少翻倍。对比再制奶酪，原制奶酪因干酪含量接近 100%，蛋白质含量也是远高于再制奶酪，例如奶酪博士的奶酪小圆、妙可蓝多手撕奶酪等产品每 100g 蛋白质含量均高于 20g。

家庭普遍重视儿童和老年人的营养摄入、身体健康程度，原制奶酪直击痛点。奶酪博士的奶酪小圆主打儿童补钙长身高、健康发育，以及烹饪做宝宝辅食等场景。妙可蓝多手撕奶酪除了主打运动后补充能量，也强调了对于老年人的健康功能性价值，手撕奶酪营养价值高、易于消化且口感

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

佳，且适量摄入奶酪能有效改善老年人的肌肉量、力量和身体功能，直击老年人提升健康程度的需求。

表 4：奶酪中所含蛋白质、钙含量远高于牛奶，原制奶酪蛋白质含量远高于再制奶酪

原制奶酪（每 100g）			
	奶酪博士奶酪小圆	妙可蓝多手撕奶酪	德亚手撕奶酪
蛋白质	22.9g	21.5g	25.7g
钙	861mg	508mg	568mg
再制奶酪（每 100g）			牛奶（每 100ml）
	妙可蓝多奶酪棒	妙可蓝多原味奶酪小三角	金典纯牛奶
蛋白质	7.5g	6.0g	3.6g
钙	650mg	535mg	120mg

数据来源：京东、东方证券研究所

③ 我国居民对原制奶酪的口感接受度将逐步提升。

原制奶酪口味本土化改良有利于提升接受度。一方面，国产品牌对原制奶酪进行本土化口味改良，例如尝试使用不同种类的乳酸菌和发酵工艺来改良奶酪口味，或是使用羊奶、水牛奶等原料改进口感；相比直接进口的原制奶酪，更符合国人口味。另一方面，随着国产品牌参与到原制奶酪行业，有助于开发出各种符合国人口味的食谱/食用方法，比如奶酪牛肉饼、菌菇奶酪面、焗红薯、奶酪玉米杯等，逐渐提升国人对原制奶酪口感的接受度。

图 4：小圆奶酪可用于制作美味餐点/宝宝辅食



数据来源：京东、东方证券研究所

图 5：德亚手撕奶酪提供多样化健康食谱



数据来源：京东、东方证券研究所

我国与日本口味相近，且奶酪对于两国来说都是舶来品，因此具备较高可比性。

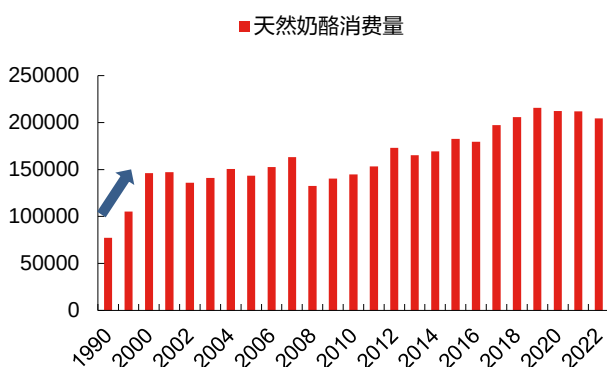
1964-1980 是日本奶酪产业大力进行消费者培育的阶段，而 1980 年后再制/原制奶酪持续进行口味本土化改良，以及泡沫经济的刺激，推动奶酪行业快速发展；尤其是健康需求推动原制奶酪销量占比提升至 50%以上。

- ① 发展初期：1875-1963 年，奶酪刚进入日本市场，不符合消费者口味，销量低迷。
- ② 萌芽阶段：1964-1980 年，随着东京奥运会举办，日本居民意识到奶酪背后的高营养价值，有意识开始摄入奶酪，学校也将奶酪加入中小生菜谱；1970 年代，大量平价西餐连锁品牌

进入日本，奶酪在餐饮行业渗透率提升，日本居民对奶酪应用于餐饮的接受度提升。国产奶酪厂商大力推进消费者培育，消费者对奶酪认知度快速提升。

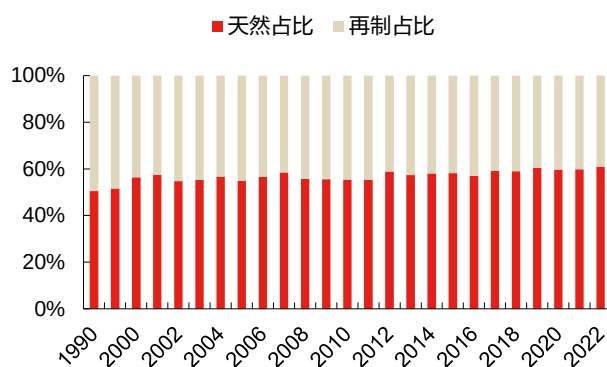
- ③ 快速发展阶段：1980年至今，随着日本奶酪厂商对奶酪进行本土化口味改良，推出“Sakeru”手撕奶酪等明星再制奶酪产品，居民对奶酪接受度进一步提升。1980年代末和1990年代初，日本以“泡沫经济”为特征，经济高速增长、支出增加，推动奶酪消费量快速增长。1990年左右，日本经济泡沫破裂，奶酪消费场景由餐饮逐渐转向家庭，零售奶酪崛起；经济下行促进消费向“刚性需求+健康细分”倾斜，保健品、功能性食品受到青睐，原制奶酪同步受益。1990-2000年，日本天然奶酪销量增长近90%，消费量占比超过50%。

图 6：日本天然奶酪消费量（吨）在 1990-2000 年快速提升



数据来源：日本农林水产省、东方证券研究所

图 7：日本天然奶酪消费量占比超过 50%



数据来源：日本农林水产省、东方证券研究所

表 5：日本原制奶酪发展离不开持续的消费者培育、本土化口味改良、上行经济刺激

时间	日本奶酪行业发展历程
1875	奶酪刚进入日本市场，不符合消费者口味，销量长期处于低位
1964	东京奥运会上，奶酪作为欧美人重要的高营养食物，引起日本民众注意
1970 年代	大量平价西餐连锁品牌进入日本
1973	11 家日本本地奶酪生产商联合组建“日本奶酪促进委员会”
1980	雪印乳业推出“Sakeru Cheese”手撕奶酪，为本土消费者量身定制产品，成为明星产品
1990	日本经济泡沫破裂，餐饮增速放缓，奶酪消费场景由餐饮逐渐转向家庭，零售奶酪崛起
1992	“日本奶酪日”被设立，每年为期 2 天
1993	天然奶酪成为日本奶酪消费中的重要一环；奶酪厂商开始重视天然奶酪的生产
1994	发起“农村奶酪普及”，让奶酪深入农村
2000 年后	日本奶酪口味本土化、多元化发展，佐酒奶酪、零食奶酪等层出不穷

数据来源：蓝鲸新闻、Foodtalks、虎嗅、东方证券研究所

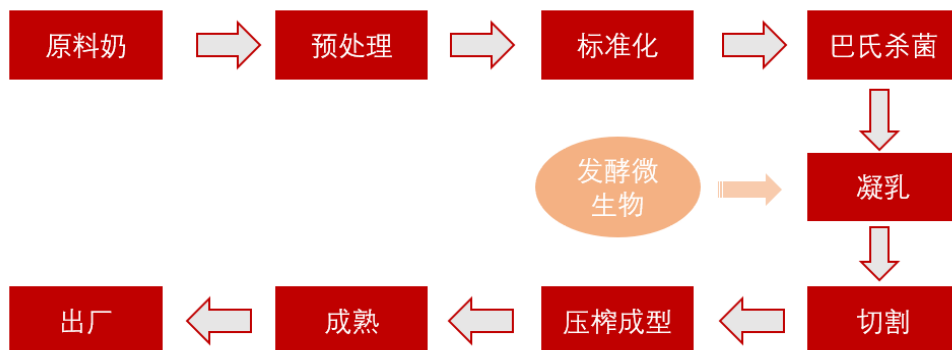
我国原制奶酪行业发展的潜在催化：国产品牌加大消费者培育力度，国产品牌对原制奶酪口味进行本土化改良，宏观经济触底回升。对比日本，当前我国奶酪产业仍处于消费者培育阶段，处于产业萌芽阶段。西式连锁快餐品牌已在我国普及多年，消费者对奶酪具备一定的认知度，但是对于再制/原制奶酪的区分认知度不高；近两年我国国产奶酪品牌逐步参与到原制奶酪赛道，推出多

样化原制奶酪产品，例如手撕奶酪/奶酪小圆等，有望加速消费者培育。国产奶酪品牌对于原制奶酪口味的本土化改良也将提升消费者接受度。

二、技术储备、奶源、客户渠道、定制化研发实力构成强壁垒

2.1 原制奶酪技术壁垒较高，公司在国产企业中具备优势

图 8：原制奶酪生产工艺流程复杂



数据来源：今日头条、东方证券研究所绘制

原制奶酪工艺难点在于原料-工艺-设备-成本的闭环突破：既要解决奶源标准化、酶制剂国产化等基础问题，又需通过智能化控制（水分/凝乳强度）和材料创新（胶体/低盐）提升产品稳定性，规模化生产具备难度。

原制奶酪风味差异化较大，由原料、工艺精度、生化路径、环境时间等多重因素共同决定。奶源差异奠定风味基底，发酵与脱水塑造质地与初始风味，酶与菌种分解生成数百种风味化合物，温湿度与时间调控代谢方向与强度。目前国内原制奶酪生产工艺仍处于初期发展阶段，目前缺乏本土菌种库，主要依赖进口；规模化生产较难实现风味一致性。

副产物高值化利用存在技术缺口。奶酪生产中每 1 吨原料奶仅产出 100 公斤奶酪，剩余 90% 为乳清。乳清含有乳糖、乳清蛋白等高价成分，但需即时处理以避免污染。国内缺乏乳清脱盐（D90 粉）、乳铁蛋白提纯等深加工技术，导致副产物浪费或低价处理。

公司通过全球战略合作和内生型技术研发，率先成为国内掌握原制奶酪生产技术的企业。截至目前，公司已陆续推出国产原制马苏里拉、马斯卡彭奶酪、手撕奶酪、哈路蜜煎烤奶酪、布里等原制奶酪产品，打破原制奶酪的进口依赖，在国产奶酪企业中具备技术优势。

2.2 原制奶酪对原奶质量、数量要求高，公司充分受益蒙牛系奶源保障

国内奶价下行为原制奶酪国产化提供优良条件。历史上来看，进口干酪价格在长区间内具备较高性价比，进口价格低于国产干酪原料成本。我国原奶价格自 21 年 Q3 进入下行区间，主产区生鲜

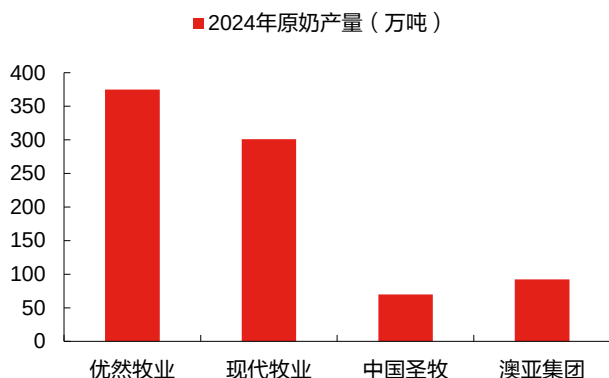
乳价格从 4.3 元/kg 降至当前 3~3.1 元/kg；近一年以来，随着国产原奶和新西兰原奶价格倒挂，国产原制奶酪具备原料成本优势，国产替代可行性大幅提升。

原制奶酪的制作需要大量优质原奶作为原材料，一般来说 10 斤原奶可制作 1 斤奶酪；另一方面，原制奶酪口感主要受到奶源优劣的影响，其中奶源蛋白质、脂肪等成分含量是影响奶酪口感是否浓郁的重要因素。拥有优质自有牧场的乳企具备奶源优势，包括蒙牛（妙可）、伊利等。

早在 2021 年，蒙牛认购妙可蓝多 1.01 亿股，成为其控股股东，截至 25Q1 末持股比例 36.63%；妙可蓝多于 24 年 6 月收购蒙牛奶酪 100% 股权，完成奶酪业务整合，显示了蒙牛将妙可蓝多作为集团奶酪业务唯一运营平台的信心。整合后，妙可蓝多可借助蒙牛集团多元化资源优势，包括 TOB 业务产品、渠道、客户，及奶源、IP 等。

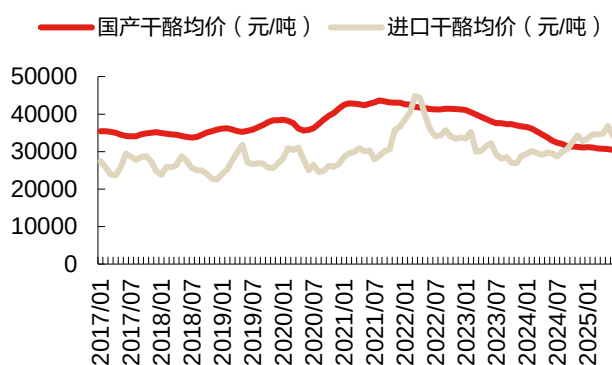
上游奶源方面，蒙牛持有现代牧业约 56% 股权，为其控股股东；现代牧业作为第二大规模牧场，24 年底奶牛存栏达 49 万头，其中有机奶牛存栏达 4.2 万头；全年产奶量近 300 万吨，有机原奶产量近 11.5 万吨。近一年来，蒙牛系奶源成为妙可蓝多奶源供应商之一，为妙可蓝多优质奶源供应提供保障。

图 9：现代牧业是我国第二大规模牧场企业



数据来源：各公司公告、东方证券研究所（中国圣牧为年度销量数据）

图 10：我国国产干酪价格已低于进口干酪价格



数据来源：Wind、东方证券研究所（国产干酪价格以生鲜乳均价*10 计算，进口干酪价格按美元兑人民币汇率 7 换算）

2.3 蒙牛餐饮端渠道赋能，研发强大满足定制化需求

公司原制奶酪业务采取从新鲜原制到发酵原制，从 TOB 端客户为主逐渐渗透到 TOC 端家庭用户。产品端，公司目前在 B 端主打马苏里拉、马斯卡彭等新鲜原制奶酪产品；新鲜原制的特点在于质地柔软湿润，风味清爽温和，更符合国人口味。C 端主打原制手撕奶酪，主要面向运动场景。

渠道端，受益与蒙牛奶酪合并，实现餐饮端客户资源共享；同时公司积极开拓客户，公司当前与众多西餐客户、新兴茶咖、烘焙品牌建立合作关系，有助于原制奶酪产品在餐饮端开展销售。

表 6：妙可蓝多在 B/C 端均具备原制奶酪产品储备

品牌	妙可蓝多		安佳		伊利	
产品	原制马苏里拉	原制马斯卡彭	原制马苏里拉	蓝纹干酪	原制马苏里拉	原制马斯卡彭
产品图片						
保质期	180 天	6 个月	12 个月	182 天	6 个月	90 天

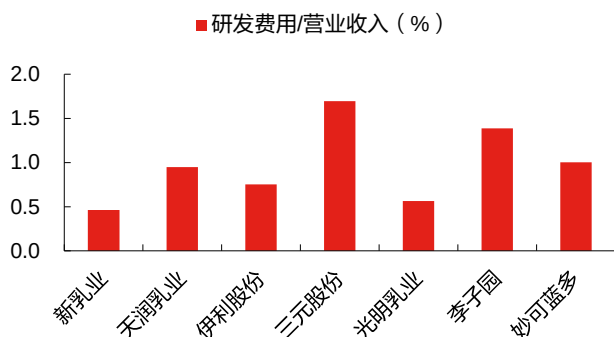
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

京东售价	55 元/500g	30 元/500g	55 元/500g	500 元/500g	74 元/500g	70 元/500g
品牌	妙可蓝多	德亚		奶酪博士	妙飞	
产品名称	手撕奶酪	手撕奶酪	小圆奶酪	小圆奶酪	原制奶酪棒	
产品图片						
保质期	6 个月	4 个月	4 个月	6 个月	9 个月	
价格	40 元/100g	20 元/100g	27 元/100g	35 元/100g	43 元/100g	

数据来源：公司公告、京东、东方证券研究所（上方为 B 端产品，下方为 C 端产品。B 端产品京东价格仅作为参考）

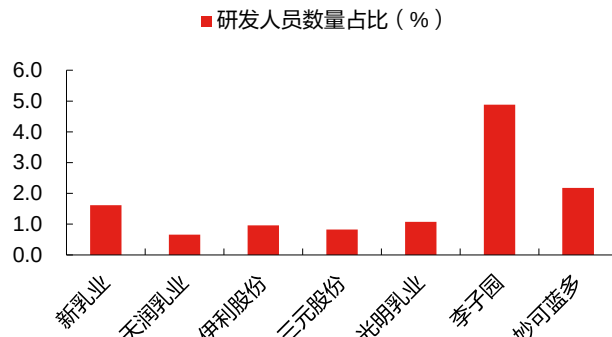
创新能力、满足客户定制化需求的能力也是判断奶酪企业竞争力的重要因素。比如部分烘焙店可能要求芝士夹心能爆浆，冷藏后不能塌陷；川菜连锁店需要麻辣奶酪锅底；茶饮企业可能要求芝士奶盖带有特殊味道等。**满足客户定制化要求的因素在于：**1、企业把研发放在重要位置，拥有强大的研发实力；2、研发中心与客户距离不能过远，方便双方持续沟通需求与进度。**研发实力而言**，妙可蓝多早在 2021 年就设立了奶酪营养与创新研究中心，研发费用率以及研发人员数量占比在乳品行业中都处于较高水平，显示公司对研发的高度重视。公司已经赢得 B 端类似肯德基、必胜客等挑剔的专业客户的青睐，足见定制化研发实力强大。**地理位置而言**，国产品牌在研发定制化产品方面具备优势，主要因与客户距离不远，方便沟通需求进度，方便随时试样，同时也更了解国人口味；进口品牌在提供定制化产品方面存在一定劣势。

图 11：2024 年妙可蓝多研发费用率在乳企中处于较高水平



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 12：2024 年妙可蓝多研发人员数量占比在乳企中处于较高水平



数据来源：Wind、东方证券研究所

三、盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测：预计餐饮工业系列增速最快，其中原制奶酪也将成为重要一环

我们对公司 2025-2027 年盈利预测做如下假设：

- 我们认为未来几年公司收入增长主要由餐饮工业系列奶酪、家庭餐桌系列奶酪、即食营养系列奶酪共同驱动，其中餐饮工业系列增速将更快，预计黄油、稀奶油、原制奶酪等品类将展现较快增速。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

- 2) 公司 25-27 年毛利率分别为 29.3%、29.6% 和 29.7%。预计干酪国产替代将驱动毛利率进一步提升。
- 3) 公司 25-27 年销售费用率为 18.4%、17.7% 和 17.3%，管理费用率为 5.3%、5.2% 和 4.8%。

盈利预测核心假设

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
奶酪					
销售收入（百万元）	3,513.7	3,757.0	4,504.0	5,362.7	6,337.6
增长率	-9.2%	6.9%	19.9%	19.1%	18.2%
毛利率	35.4%	35.0%	35.1%	34.6%	34.1%
液态奶					
销售收入（百万元）	386.9	401.4	381.3	381.3	381.3
增长率	10.9%	3.8%	-5.0%	0.0%	0.0%
毛利率	5.4%	7.0%	8.9%	8.9%	8.9%
贸易					
销售收入（百万元）	816.1	530.7	546.7	557.6	568.7
增长率	36.0%	-35.0%	3.0%	2.0%	2.0%
毛利率	-0.9%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
其他业务					
销售收入（百万元）	605.5	154.6	170.1	183.7	194.7
增长率	4971.8%	-74.5%	10.0%	8.0%	6.0%
毛利率	2.2%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%
合计	5,322.2	4,843.8	5,602.0	6,485.3	7,482.4
增长率	10.2%	-9.0%	15.7%	15.8%	15.4%
综合毛利率	23.9%	28.3%	29.3%	29.6%	29.7%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

3.2 投资建议

我们提高原制奶酪对公司收入贡献的预期，上调公司 25-27 年收入预期；考虑股权激励费用，上调管理费用率。预测公司 2025-2027 年每股收益为 0.46、0.63、0.83 元（原预测 25-27 年为 0.47、0.64、0.84 元）。我们延续 FCFF 估值方法，计算公司权益价值为 169 亿元，对应目标价 32.95 元，维持买入评级。

WACC 计算：以表中参数为基础，我们计算得出公司 WACC 为 8.79%。

表 7：公司 WACC 计算主要参数设定

参数	数值
所得税率	25%
目标债务比率	10%
剔除杠杆调整 Beta	1.04
无风险收益率 Rf	1.66%
市场风险溢价 Rm-Rf	6.94%
市场回报率 Rm	8.60%
债务成本 Kd	3.50%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

WACC

8.79%

资料来源：Wind、东方证券研究所

股权价值计算结果：我们假设公司永续增长率为 3%，计算得出公司每股权益价值为 32.95 元。

表 8：股权价值计算结果

项目	数值
永续增长值率	3.00%
预测期自由现金流现值（百万元）	4547
永续自由现金流现值（百万元）	11580
企业价值（百万元）	16127
权益价值（百万元）	16871
每股权益价值（人民币）	32.95

资料来源：Wind、东方证券研究所

表 9：FCFF 目标价敏感性分析表

FCFF 目标价敏感性分析		永续增长率 Gn(%)				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	6.79%	37.54	43.32	52.14	67.27	99.28
	7.29%	34.20	38.84	45.64	56.57	77.03
	7.79%	31.37	35.15	40.52	48.71	62.76
	8.29%	28.93	32.06	36.37	42.68	52.84
	8.79%	26.82	29.43	32.95	37.93	45.54
	9.29%	24.97	27.17	30.08	34.08	39.96
	9.79%	23.33	25.21	27.64	30.91	35.54
	10.29%	21.88	23.49	25.55	28.25	31.97
	10.79%	20.59	21.98	23.73	25.99	29.03

资料来源：Wind、东方证券研究所（目标价单位：元/股）

四、风险提示

行业竞争加剧风险。奶酪行业高增长潜力吸引了多家龙头乳企的关注，若其他公司加大费用投放或推动价格战等导致行业竞争加剧，可能对公司的营收盈利增长、市场份额提升造成不利影响。

消费力恢复不及预期风险。消费升级是支持奶酪行业增长的基本动力，若消费力恢复不及预期，可能导致收入增速承压，对公司业绩表现带来不利影响。

原制奶酪市场接受度提升不及预期。若消费者始终无法接受原制奶酪口味，可能导致原制奶酪市场规模提升不及预期，进而影响公司收入增速。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,396	1,105	1,120	1,297	1,496
应收票据、账款及款项融资	112	129	155	186	222
预付账款	341	203	224	259	299
存货	725	574	670	791	931
其他	542	1,620	1,614	1,620	1,624
流动资产合计	4,115	3,631	3,783	4,153	4,573
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,663	1,852	2,056	2,204	2,238
在建工程	269	154	107	93	73
无形资产	215	202	187	173	159
其他	1,278	1,883	1,826	1,815	1,358
非流动资产合计	3,424	4,090	4,176	4,285	3,828
资产总计	7,540	7,721	7,959	8,437	8,401
短期借款	995	1,235	801	832	338
应付票据及应付账款	574	374	417	469	527
其他	481	538	467	531	545
流动负债合计	2,050	2,147	1,685	1,832	1,409
长期借款	423	683	683	683	683
应付债券	0	0	0	0	0
其他	326	481	459	470	464
非流动负债合计	749	1,165	1,143	1,153	1,148
负债合计	2,799	3,312	2,828	2,985	2,557
少数股东权益	0	0	0	0	0
实收资本（或股本）	514	512	512	512	512
资本公积	4,775	4,332	4,821	4,821	4,821
留存收益	(548)	(435)	(201)	120	511
其他	0	0	0	0	0
股东权益合计	4,741	4,409	5,131	5,452	5,844
负债和股东权益总计	7,540	7,721	7,959	8,437	8,401

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	79	114	233	321	424
折旧摊销	144	241	185	209	228
财务费用	24	50	74	62	49
投资损失	(52)	(54)	(60)	(60)	(60)
营运资金变动	(124)	247	(103)	(94)	(159)
其它	193	(68)	(16)	(30)	(23)
经营活动现金流	264	531	313	408	459
资本支出	(360)	(455)	(302)	(302)	(202)
长期投资	0	(423)	0	0	423
其他	1,775	(1,131)	82	87	85
投资活动现金流	1,416	(2,009)	(220)	(215)	306
债权融资	451	333	(58)	14	10
股权融资	372	(445)	489	0	0
其他	(1,493)	307	(507)	(31)	(575)
筹资活动现金流	(670)	195	(77)	(16)	(566)
汇率变动影响	(2)	(11)	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	1,008	(1,294)	16	177	199

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,322	4,844	5,602	6,485	7,482
营业成本	4,051	3,473	3,959	4,568	5,257
销售费用	1,019	922	1,028	1,148	1,295
管理费用	185	269	297	335	359
研发费用	54	48	56	65	75
财务费用	24	50	74	62	49
资产、信用减值损失	3	8	6	6	6
公允价值变动收益	(27)	17	25	25	25
投资净收益	52	54	60	60	60
其他	41	20	32	28	23
营业利润	54	164	299	414	549
营业外收入	35	11	11	11	11
营业外支出	7	14	3	3	3
利润总额	82	161	307	423	557
所得税	3	47	74	101	134
净利润	79	114	233	321	424
少数股东损益	19	0	0	0	0
归属于母公司净利润	60	114	233	321	424
每股收益（元）	0.12	0.22	0.46	0.63	0.83

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	10.2%	-9.0%	15.7%	15.8%	15.4%
营业利润	-76.1%	201.8%	82.8%	38.7%	32.5%
归属于母公司净利润	-56.3%	89.2%	105.4%	37.6%	31.9%
获利能力					
毛利率	23.9%	28.3%	29.3%	29.6%	29.7%
净利率	1.1%	2.3%	4.2%	5.0%	5.7%
ROE	1.3%	2.5%	4.9%	6.1%	7.5%
ROIC	1.2%	2.4%	4.3%	5.3%	6.5%
偿债能力					
资产负债率	37.1%	42.9%	35.5%	35.4%	30.4%
净负债率	0.0%	21.3%	8.4%	5.5%	0.0%
流动比率	2.01	1.69	2.24	2.27	3.24
速动比率	1.65	1.42	1.85	1.84	2.58
营运能力					
应收账款周转率	45.1	40.1	39.5	38.1	36.7
存货周转率	5.7	5.3	6.4	6.3	6.1
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.8	0.9
每股指标（元）					
每股收益	0.12	0.22	0.46	0.63	0.83
每股经营现金流	0.51	1.04	0.61	0.80	0.90
每股净资产	9.26	8.61	10.02	10.65	11.41
估值比率					
市盈率	244.1	129.0	62.8	45.6	34.6
市净率	3.1	3.3	2.9	2.7	2.5
EV/EBITDA	62.6	30.6	25.0	20.3	16.8
EV/EBIT	178.0	65.1	37.4	29.2	23.3

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。