

2025年08月21日

B端延续高增，延续净利润翻倍态势

妙可蓝多(600882)

| | | | |
|-----------|-------|----------------|-------------|
| 评级: | 买入 | 股票代码: | 600882 |
| 上次评级: | 买入 | 52周最高价/最低价(元): | 32.46/11.78 |
| 目标价格(元): | | 总市值(亿元) | 142.91 |
| 最新收盘价(元): | 27.91 | 自由流通市值(亿元) | 142.91 |
| | | 自由流通股数(百万) | 512.05 |

事件概述

公司发布25年中报，25H1实现收入25.67亿元，同比+8.0%；归母净利1.33亿元，同比+86.3%；扣非归母净利1.0亿元，同比+80.1%。25Q2实现收入13.34亿元，同比+9.6%；归母净利0.51亿元，同比+53.0%；扣非归母净利0.38亿元，同比+44.3%。符合市场预期。

分析判断:

▶ 餐饮工业高增长，贡献收入高个位数提升

25H1 奶酪实现收入 21.4 亿元，同比+14.8%，其中即食营养/餐饮工业/家庭餐桌分别实现收入 10.8/8.2/2.4 亿元，分别同比+0.6%/+36.3%/+28.4%。我们判断公司 25Q2 B 端收入环比 25Q1 继续提速，主因头部西快品牌合作的灯塔效应下有望加快 B 端品牌合作，同时已合作的牌也有望随着深度绑定增加不同品类原制/再制奶酪需求。C 端即食零售和家庭餐桌均实现收入同比正增长，我们认为随着散称、零食量贩等渠道的渗透率不断增加 C 端下半年有望环比加速。

25Q2 经销商数量净-1495 个。与蒙牛奶酪合并以来公司经销商数量猛增至高峰 8046 个，主因进入 Q2 主动进行业务战略调整和渠道优化；同时零食量贩、会员店等直营合作增加，也导致经销商数量波动明显。

▶ 剔除股权激励费用后净利润同比延续翻倍以上增长

25Q2 毛利率 30.2%，同比-0.9pct，我们判断主因毛利率相对较低的 B 端占比提高影响整体结构、但 1) B 端规模效应毛利率未来有望持续追赶；2) C 端毛利率下滑环比收窄，随渠道改革和营销动作有望逐步实现毛利率同比回正。

25Q2 销售/管理费用率分别 17.9%/6.3%，分别同比-3.5/+1.0pct，我们认为 25 年以来维持销售费用持平或减少；股权激励费用(0.19 亿元)影响管理费用增加，剔除后管理费用额基本持平；综合来看，25Q2 净利润 0.51 亿元，同比+53.0%；净利率 3.8%，同比+1.1pct；剔除股权激励费用后归母净利润 0.69 亿元，同比+109.6%；/剔除股权激励费用后归母净利润率 5.2%，同比+2.5pct，延续 Q1 的翻倍以上增长态势。

▶ 奶酪 B 端国产替代的产业逻辑方兴未艾

收入端我们看好 1) B 端国产替代蓝海市场，工艺成熟+规模化领先的龙头有望率先受益，并且避免中期产生像奶酪棒一样的内卷式竞争；2) 奶酪 B 端合作不在于品牌数量，而是合作后的多样化品类供应，从供应奶酪片、马苏到其他原制奶酪的深度绑定。利润端我们看好短期原奶成本红利，中期 B 端放量规模效应，长期运营和费用投放优化逻辑，参考恒天然餐饮服务净利率，远期展望净利率达到双位数水平。

投资建议

维持盈利预测不变，25-27 年营业收入 53/62/71 亿元；归母净利 2.4/3.5/4.5 亿元；EPS 0.48/0.68/0.88 元。2025 年 8 月 21 日收盘价 27.91 元对应 P/E 分别为 59/41/32 倍。维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济下行影响消费需求；食品安全问题；旺季需求不及预期；行业内竞争加剧等。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 5,322 | 4,844 | 5,345 | 6,161 | 7,080 |
| YoY (%) | 10.2% | -9.0% | 10.3% | 15.3% | 14.9% |
| 归母净利润(百万元) | 60 | 114 | 244 | 349 | 450 |
| YoY (%) | -56.3% | 89.2% | 115.0% | 42.7% | 29.0% |
| 毛利率 (%) | 23.9% | 28.3% | 30.6% | 31.7% | 32.5% |
| 每股收益 (元) | 0.12 | 0.23 | 0.48 | 0.68 | 0.88 |
| ROE (%) | 1.3% | 2.6% | 5.3% | 7.0% | 8.3% |
| 市盈率 | 234.54 | 123.50 | 58.50 | 41.01 | 31.79 |

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

分析师: 王厚

邮箱: wanghou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120525070002

联系电话:

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 营业总收入 | 4,844 | 5,345 | 6,161 | 7,080 | 净利润 | 114 | 244 | 349 | 450 |
| YoY (%) | -9.0% | 10.3% | 15.3% | 14.9% | 折旧和摊销 | 253 | 312 | 325 | 334 |
| 营业成本 | 3,473 | 3,707 | 4,209 | 4,781 | 营运资金变动 | 132 | -2 | -6 | 13 |
| 营业税金及附加 | 27 | 29 | 31 | 35 | 经营活动现金流 | 531 | 572 | 665 | 794 |
| 销售费用 | 922 | 917 | 1,072 | 1,267 | 资本开支 | -350 | -317 | -232 | -197 |
| 管理费用 | 269 | 326 | 327 | 333 | 投资 | -1,715 | 1,200 | 50 | 10 |
| 财务费用 | 50 | 50 | 50 | 50 | 投资活动现金流 | -2,009 | 852 | -182 | -187 |
| 研发费用 | 48 | 53 | 55 | 57 | 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -2 | 0 | 0 | 0 | 债务募资 | 551 | 1 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 54 | 0 | 0 | 0 | 筹资活动现金流 | 195 | 1 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 164 | 312 | 462 | 596 | 现金净流量 | -1,294 | 1,421 | 483 | 607 |
| 营业外收支 | -3 | 3 | 3 | 3 | 主要财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 利润总额 | 161 | 315 | 465 | 599 | 成长能力 | | | | |
| 所得税 | 47 | 71 | 116 | 150 | 营业收入增长率 | -9.0% | 10.3% | 15.3% | 14.9% |
| 净利润 | 114 | 244 | 349 | 450 | 净利润增长率 | 89.2% | 115.0% | 42.7% | 29.0% |
| 归属于母公司净利润 | 114 | 244 | 349 | 450 | 盈利能力 | | | | |
| YoY (%) | 89.2% | 115.0% | 42.7% | 29.0% | 毛利率 | 28.3% | 30.6% | 31.7% | 32.5% |
| 每股收益(元) | 0.23 | 0.48 | 0.68 | 0.88 | 净利率 | 2.3% | 4.6% | 5.7% | 6.4% |
| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 总资产收益率 ROA | 1.5% | 3.1% | 4.3% | 5.2% |
| 货币资金 | 1,105 | 2,526 | 3,009 | 3,616 | 净资产收益率 ROE | 2.6% | 5.3% | 7.0% | 8.3% |
| 预付款项 | 203 | 185 | 210 | 239 | 偿债能力 | | | | |
| 存货 | 574 | 566 | 620 | 664 | 流动比率 | 1.69 | 1.80 | 1.96 | 2.17 |
| 其他流动资产 | 1,749 | 563 | 534 | 542 | 速动比率 | 1.27 | 1.39 | 1.54 | 1.73 |
| 流动资产合计 | 3,631 | 3,841 | 4,373 | 5,061 | 现金比率 | 0.51 | 1.18 | 1.35 | 1.55 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产负债率 | 42.9% | 41.5% | 40.4% | 39.1% |
| 固定资产 | 1,852 | 2,002 | 2,014 | 1,942 | 经营效率 | | | | |
| 无形资产 | 202 | 182 | 162 | 142 | 总资产周转率 | 0.63 | 0.68 | 0.75 | 0.82 |
| 非流动资产合计 | 4,090 | 4,109 | 4,019 | 3,885 | 每股指标 (元) | | | | |
| 资产合计 | 7,721 | 7,950 | 8,392 | 8,946 | 每股收益 | 0.23 | 0.48 | 0.68 | 0.88 |
| 短期借款 | 1,235 | 1,235 | 1,235 | 1,235 | 每股净资产 | 8.61 | 9.08 | 9.76 | 10.64 |
| 应付账款及票据 | 374 | 371 | 409 | 452 | 每股经营现金流 | 1.04 | 1.12 | 1.30 | 1.55 |
| 其他流动负债 | 538 | 530 | 584 | 647 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 流动负债合计 | 2,147 | 2,135 | 2,229 | 2,333 | 估值分析 | | | | |
| 长期借款 | 683 | 683 | 683 | 683 | PE | 123.50 | 58.50 | 41.01 | 31.79 |
| 其他长期负债 | 481 | 482 | 482 | 482 | PB | 2.08 | 3.07 | 2.86 | 2.62 |
| 非流动负债合计 | 1,165 | 1,165 | 1,165 | 1,165 | | | | | |
| 负债合计 | 3,312 | 3,300 | 3,394 | 3,498 | | | | | |
| 股本 | 512 | 512 | 512 | 512 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 股东权益合计 | 4,409 | 4,650 | 4,998 | 5,448 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 7,721 | 7,950 | 8,392 | 8,946 | | | | | |

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|----------------------------------|------|---------------------------------|
| 以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。