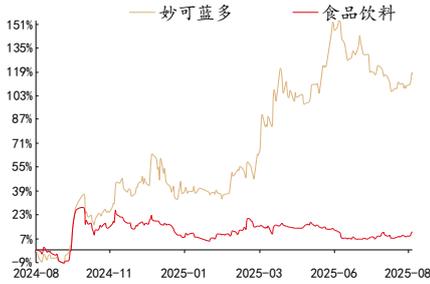




股票投资评级

增持|下调

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	27.91
总股本/流通股本(亿股)	5.12 / 5.12
总市值/流通市值(亿元)	143 / 143
52周内最高/最低价	32.69 / 11.78
资产负债率(%)	42.9%
市盈率	123.50
第一大股东	内蒙古蒙牛乳业(集团)股份有限公司

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:张子健
SAC 登记编号:S1340524050001
Email:zhangzijian@cnpsec.com

妙可蓝多(600882)

利润符合预告中枢，收入增速环比上升

● 投资要点

公司发布 2025 年中报,实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 25.67/1.33/1.02 亿元,同比+7.98%/+86.27%/+80.10%。25H1,公司毛利率/归母净利率为 30.81%/5.18%,分别同比+0.91/+2.18pct;销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 17.37%/5.66%/0.89%/1.21%,分别同比-2.26/+0.46/-0.07/0.14pct。公司上半年净利率提升主要受益于毛利率提升和销售费用率降低。其中毛利率提升主要受益于高毛利的奶酪业务增长较快,奶酪业务的增长主要得益于餐饮工业系列和家庭餐桌系列的增长。销售费用率降低主因公司广告宣传费和差旅会务费用支出减少。管理费用提升主因股权激励费用。扣除股份支付影响后,25H1 公司净利润为 1.51 亿元,同比+110.84%。

公司单 Q2 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 13.34/0.51/0.38 亿元,同比 9.62%/53.06%/44.29%。25Q2,公司毛利率/归母净利率为 30.18%/3.79%,分别同比-0.90/1.08pct;销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 17.89%/6.29%/0.84%/0.99%,分别同比-1.88/0.99/-0.06/-0.48pct。

分业务看,25H1 奶酪/贸易/液态奶分别实现营收 21.36/2.30/1.87 亿元,分别同比 14.85%/3.69%/0.63%。分板块看,25H1 即食营养/餐饮工业/家庭餐桌系列分别实现营收 10.83/8.16/2.36 亿元,分别同比 0.62%/36.26%/28.44%。餐饮工业系列高增长受益于公司供应链及专业化服务优势,家庭餐桌系列受益于渠道合作深化及整合带来的优势品项扩充。25H1 即食营养/餐饮工业/家庭餐桌系列毛利率分别为 47.87%、21.30%、28.02%,分别同比-0.49、+1.98、-0.30pct,餐饮工业系列毛利率提升主要受益于国产奶酪进程推进。截至 25H1,公司共有经销商 6551 家,较去年末减少 1246 个;销售网络覆盖约 80 万个零售终端,较去年末持平。继 25 年 5 月份在山姆推出“牛肉+再制奶酪”产品后,公司继续于 8 月份推出意式披萨风味的奶酪坚果脆,加强与势能渠道的合作。

● 盈利预测与投资建议

25 年上半年公司营收增速逐季改善,整体费用率下降明显,盈利能力提升明显。我们预计今年公司有望顺利达成股权激励目标。预计公司 2025-2027 年实现营收 56.00/65.02/78.02 亿元,同比增长 15.61%/16.11%/19.99%;实现归母净利润 2.34/3.39/4.81 亿元,同 105.95%/44.69%/42.17%,对应 EPS 为 0.46/0.66/0.94 元,对应当前股价 PE 为 61/42/30 倍,给予“增持”评级。

● **风险提示:**

食品安全风险；需求不及预期风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4844	5600	6502	7802
增长率(%)	19.63	15.61	16.11	19.99
EBITDA(百万元)	432.51	671.07	801.68	855.90
归属母公司净利润(百万元)	113.62	234.01	338.58	481.37
增长率(%)	79.10	105.95	44.69	42.17
EPS(元/股)	0.22	0.46	0.66	0.94
市盈率(P/E)	125.78	61.07	42.21	29.69
市净率(P/B)	3.24	3.08	2.87	2.62
EV/EBITDA	20.21	20.34	16.45	14.93

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	4844	5600	6502	7802	营业收入	19.6%	15.6%	16.1%	20.0%
营业成本	3473	3960	4565	5429	营业利润	94.4%	106.9%	45.4%	42.4%
税金及附加	27	33	38	46	归属于母公司净利润	79.1%	106.0%	44.7%	42.2%
销售费用	922	952	1073	1256	获利能力				
管理费用	269	325	358	406	毛利率	28.3%	29.3%	29.8%	30.4%
研发费用	48	56	65	78	净利率	2.3%	4.8%	6.0%	7.2%
财务费用	50	60	36	11	ROE	2.6%	5.0%	6.8%	8.8%
资产减值损失	-2	-2	-1	-2	ROIC	3.9%	7.6%	10.1%	14.2%
营业利润	164	338	492	700	偿债能力				
营业外收入	11	9	9	9	资产负债率	42.9%	35.6%	30.5%	26.0%
营业外支出	14	6	7	7	流动比率	1.69	2.03	2.34	2.68
利润总额	161	342	494	703	营运能力				
所得税	47	70	102	144	应收账款周转率	37.53	38.10	38.10	38.10
净利润	114	271	393	558	存货周转率	6.05	5.24	5.24	5.24
归母净利润	114	234	339	481	总资产周转率	0.63	0.77	0.89	1.03
每股收益(元)	0.22	0.46	0.66	0.94	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.22	0.46	0.66	0.94
货币资金	1105	560	650	780	每股净资产	8.61	9.07	9.73	10.67
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	129	147	171	205	PE	125.78	61.07	42.21	29.69
预付款项	203	334	388	466	PB	3.24	3.08	2.87	2.62
存货	574	755	871	1035	现金流量表				
流动资产合计	3631	3444	3755	4201	净利润	114	168	290	455
固定资产	2215	2113	2010	1906	折旧和摊销	221	270	271	142
在建工程	154	123	92	62	营运资本变动	132	-210	-58	-84
无形资产	202	195	188	182	其他	31	113	88	63
非流动资产合计	4090	3821	3549	3407	经营活动现金流净额	499	340	591	576
资产总计	7721	7265	7304	7608	资本开支	-332	0	0	0
短期借款	1235	633	380	116	其他	-1677	50	51	51
应付票据及应付账款	374	454	524	623	投资活动现金流净额	-2009	50	51	51
其他流动负债	538	606	698	831	股权融资	110	0	0	0
流动负债合计	2147	1693	1602	1570	债务融资	617	-875	-515	-486
其他	1165	891	629	406	其他	-532	-60	-36	-11
非流动负债合计	1165	891	629	406	筹资活动现金流净额	195	-935	-551	-497
负债合计	3312	2584	2231	1976	现金及现金等价物净增加额	-1326	-545	90	130
股本	512	512	512	512					
资本公积金	4821	4821	4821	4821					
未分配利润	-923	-689	-351	131					
少数股东权益	0	37	91	168					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	4409	4681	5073	5631					
负债和所有者权益总计	7721	7265	7304	7608					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们获取的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮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。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048