

工业餐饮业务高速增长，单品类毛利率仍有较大提升空间

核心观点

- 公司发布 2025 年半年报，上半年实现营业收入 25.7 亿元，同比+8.0%；实现归母净利润 1.3 亿元，同比+86.3%。单二季度来看，公司实现营业收入 13.3 亿元（+9.6%），实现归母净利润 0.5 亿元（+53.1%），符合此前市场预期。
- **黄油/稀奶油等抢夺进口份额，餐饮工业增速亮眼。**分品类来看，25H1 即食营养系列实现收入 10.8 亿元（yoy+7%），主要因经济疲软下奶酪棒大单品增速放缓，但公司凭借强创新研发能力，陆续推出奶酪小丸子、奶酪小三角等小爆款新品，有望成为新的增长点。餐饮工业业务收入同比增长 81% 至 8 亿元，增速亮眼，主要得益于黄油、稀奶油等产品快速拓展 B 端业务；当前黄油/稀奶油等产品收入基数尚低，凭借产品优良品质、高性价比及公司强大的拓客能力、定制化研发能力，预计公司 B 端业务将继续抢占进口品牌份额，预计未来几年餐饮工业业务将持续实现高速增长。
- **结构下移导致综合毛利率下降，受益国产原料替代，单品类毛利率有较大提升空间。**25H1 公司综合毛利率同比降低 3.9pct 至 35.5%，主要因低毛利的餐饮工业占比提升。分品类来看，即食营养毛利率同比下降 1.9pct 至 47.9%，预计主要因奶酪棒占比降低导致产品结构下移；家庭餐桌、餐饮工业业务毛利率均同比增加 0.5pct，主要受益国产干酪原材料替代。预计当前公司干酪原材料中国产占比低，往后仍有较大国产替代空间，预计单品类毛利率有较大提升空间。

盈利预测与投资建议

- 维持预测公司 2025-2027 年每股收益为 0.46、0.63、0.83 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	231.7	122.5	59.6	43.3	32.9
市净率	2.9	3.2	2.7	2.6	2.4

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08月22日）	27.18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）	13,918
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025年08月23日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	0.37	-4.87	1.76	111.03
相对表现%	-3.81	-11.16	-10.1	78.89
沪深300%	4.18	6.29	11.86	32.14



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

原制奶酪或成为妙可蓝多新增长极	2025-07-22
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

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,396	1,105	1,120	1,297	1,496	营业收入	5,322	4,844	5,602	6,485	7,482
应收票据、账款及款项融资	112	129	155	186	222	营业成本	4,051	3,473	3,959	4,568	5,257
预付账款	341	203	224	259	299	销售费用	1,019	922	1,028	1,148	1,295
存货	725	574	670	791	931	管理费用	185	269	297	335	359
其他	542	1,620	1,614	1,620	1,624	研发费用	54	48	56	65	75
流动资产合计	4,115	3,631	3,783	4,153	4,573	财务费用	24	50	74	62	49
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	3	8	6	6	6
固定资产	1,663	1,852	2,056	2,204	2,238	公允价值变动收益	(27)	17	25	25	25
在建工程	269	154	107	93	73	投资净收益	52	54	60	60	60
无形资产	215	202	187	173	159	其他	41	20	32	28	23
其他	1,278	1,883	1,826	1,815	1,358	营业利润	54	164	299	414	549
非流动资产合计	3,424	4,090	4,176	4,285	3,828	营业外收入	35	11	11	11	11
资产总计	7,540	7,721	7,959	8,437	8,401	营业外支出	7	14	3	3	3
短期借款	995	1,235	801	832	338	利润总额	82	161	307	423	557
应付票据及应付账款	574	374	417	469	527	所得税	3	47	74	101	134
其他	481	538	467	531	545	净利润	79	114	233	321	424
流动负债合计	2,050	2,147	1,685	1,832	1,409	少数股东损益	19	0	0	0	0
长期借款	423	683	683	683	683	归属于母公司净利润	60	114	233	321	424
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.12	0.22	0.46	0.63	0.83
其他	326	481	459	470	464						
非流动负债合计	749	1,165	1,143	1,153	1,148	主要财务比率					
负债合计	2,799	3,312	2,828	2,985	2,557		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	514	512	512	512	512	营业收入	10.2%	-9.0%	15.7%	15.8%	15.4%
资本公积	4,775	4,332	4,821	4,821	4,821	营业利润	-76.1%	201.8%	82.8%	38.7%	32.5%
留存收益	(548)	(435)	(201)	120	511	归属于母公司净利润	-56.3%	89.2%	105.4%	37.6%	31.9%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	4,741	4,409	5,131	5,452	5,844	毛利率	23.9%	28.3%	29.3%	29.6%	29.7%
负债和股东权益总计	7,540	7,721	7,959	8,437	8,401	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%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	37.1%	42.9%	35.5%	35.4%	30.4%
净利润	79	114	233	321	424	净负债率	0.0%	21.3%	8.4%	5.5%	0.0%
折旧摊销	144	241	185	209	228	流动比率	2.01	1.69	2.24	2.27	3.24
财务费用	24	50	74	62	49	速动比率	1.65	1.42	1.85	1.84	2.58
投资损失	(52)	(54)	(60)	(60)	(60)	营运能力					
营运资金变动	(124)	247	(103)	(94)	(159)	应收账款周转率	45.1	40.1	39.5	38.1	36.7
其它	193	(68)	(16)	(30)	(23)	存货周转率	5.7	5.3	6.4	6.3	6.1
经营活动现金流	264	531	313	408	459	总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.8	0.9
资本支出	(360)	(455)	(302)	(302)	(202)	每股指标(元)					
长期投资	0	(423)	0	0	423	每股收益	0.12	0.22	0.46	0.63	0.83
其他	1,775	(1,131)	82	87	85	每股经营现金流	0.51	1.04	0.61	0.80	0.90
投资活动现金流	1,416	(2,009)	(220)	(215)	306	每股净资产	9.26	8.61	10.02	10.65	11.41
债权融资	451	333	(58)	14	10	估值比率					
股权融资	372	(445)	489	0	0	市盈率	231.7	122.5	59.6	43.3	32.9
其他	(1,493)	307	(507)	(31)	(575)	市净率	2.9	3.2	2.7	2.6	2.4
筹资活动现金流	(670)	195	(77)	(16)	(566)	EV/EBITDA	59.3	29.0	23.6	19.2	15.9
汇率变动影响	(2)	(11)	-0	-0	-0	EV/EBIT	168.5	61.6	35.4	27.7	22.0
现金净增加额	1,008	(1,294)	16	177	199						

资料来源：东方证券研究所

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。

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。