

与蒙牛协同效应显现，利润表现亮眼

核心观点

妙可蓝多与蒙牛协同效应显现，上半年餐饮、家庭端收入增长36.26%、28.44%，休闲营养持续拓展品类与场景实现企稳。C端持续推新丰富产品矩阵，B端强化连锁客户合作，逐渐形成BC双轮驱动格局。上半年，公司降本增效效果显著，销售费用率下降2.26pcts，推出员工持股计划和股票期权激励计划激活组织活力。毛利率提升叠加费用优化，上半年净利率提升+2.18pcts。

事件

公司发布2025年半年度报告。

2025年上半年公司实现营业总收入25.67亿元（+7.98%）；实现归母净利润1.33亿元（+86.27%）；实现扣非后归母净利润1.02亿元（+80.10%）；

其中Q2实现营业总收入13.34亿元（+9.62%）；实现归母净利润0.51亿元（+53.06%）；实现扣非后归母净利润0.38亿元（+44.3%）。

简评

与蒙牛协同效应显现，餐饮与家庭端发力

分品类看，25H1奶酪、贸易、液奶营收分别21.36亿元、2.30亿元、1.87亿元，分别同比增长14.85%、3.69%、0.63%。奶酪主业占比进一步提升，达到83.67%（同比+0.65pcts）。其中，25Q2奶酪业务收入11.06亿元，占比83.35%。

今年以来，与蒙牛奶酪在渠道、品类上的协同效应开始凸显，奶酪棒市场复苏仍较慢，妙可与蒙牛的渠道协同在餐饮与家庭端表现亮眼。25H1，公司休闲营养、餐饮工业、家庭餐桌三大系列分别实现收入10.83亿元、8.16亿元、2.36亿元，同比分别增长0.62%、36.26%、28.44%。餐饮工业与爱氏晨曦渠道协同，推进B端国产化替代，黄油、稀奶油增长态势向好；家庭端随着使用场景日益丰富，马苏里拉与奶酪片、黄油等品类表现均较强。

分渠道看，25H1经销、直营收入分别为19.19亿元、4.04亿元；25Q2经销、直营收入分别为9.59亿元、2.39亿元。

妙可蓝多(600882.SH)

维持

增持

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

010-56135266

SAC 编号:S1440518060003

SFC 编号:BOT242

夏克扎提·努力木

xiakezhatinulimu@csc.com.cn

010-56135272

SAC 编号:S1440524070010

发布日期：2025年08月23日

当前股价：27.18元

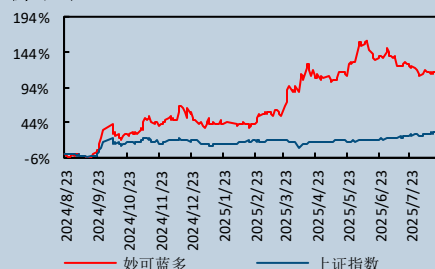
目标价格 0元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1个月	3个月	12个月
-5.06/-12.54	-0.26/-13.19	107.80/73.87
12月最高/最低价(元)		32.69/11.78
总股本(万股)		51,205.36
流通A股(万股)		51,205.36
总市值(亿元)		139.18
流通市值(亿元)		139.18
近3月日均成交量(万)		804.28
主要股东		
内蒙古蒙牛乳业(集团)股份有限公司		36.63%

股价表现



贸易和液态奶拉升整体毛利率，费用优化进一步提升盈利能力

2025H1 公司毛利率 30.81%，同比+0.91pcts，归母净利率 5.18%，同比+2.18pcts；25Q2 毛利率 30.18%，同比-0.9pcts，归母净利率 3.79%，同比+1.08pcts。

毛利率方面，25H1 奶酪、贸易、液奶毛利率分别为 35.52%、4.73%、8.78%，分别同比-1.50pcts、+3.12pcts、+1.63pcts。液奶得益于国内奶价低位，奶酪毛利率下滑预计系进口乳制品价格提升和 B 端占比提升。此外，其他业务毛利率提升显著。

费用端，2025H1 销售费用率 17.37%，同比-2.26pcts，管理费用率 5.66%，同比+0.46pcts；2025Q2 销售费用率 17.89%，同比-1.88pcts，管理费用率 6.29%，同比+0.99pcts。上半年，公司根据奶酪棒市场趋势进一步降本增效，25H1 减少广告促销费用 8.91%至 2.32 亿元，销售人员薪酬减少 2.69%至 1.33 亿元。

双品牌协同提效，C 端巩固优势蓄力增长，B 端推进国产替代

C 端方面，从依赖奶酪棒逐渐向成人奶酪渗透，持续提升消费者培育，完善休闲零食产品矩阵，持续占领消费者心智。家庭端，持续拓展消费场景，以高性价比产品挖掘烘焙、早餐等场景需求。B 端方面，与爱氏晨曦渠道协同，推进“两油一酪”国产化替代，看好 B 端业务持续成长性。公司组织方面，3 月推出员工持股和股票期权激励计划，双品牌启动之际，激活员工积极性，BC 驱动拓市场。

盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现收入 53.27、61.91、72.31 亿元，实现归母净利润 2.19、3.48、5.11 亿元，对应 EPS 为 0.43、0.68、1.00 元，对应 25-27 年 PE 为 65.31X、41.06X、27.98X，维持“增持”评级。

风险提示：

- 1、奶酪行业竞争加剧风险：随着奶酪行业的迅速发展，包括大型乳企在内的入局者不断涌入，市场竞争的加剧或将对公司市场占有率的提升产生阻碍，影响公司产品销售增长。
- 2、销售费用率上行风险：市场竞争等因素若造成公司销售策略的变化，将使得公司的费用投入增长，对公司盈利水平产生影响。
- 3、需求修复缓慢致使公司净利润不及预期：奶酪竞争由于具有较强可选属性，目前仍处于缓慢修复阶段。如需求恢复持续缓慢，公司净利润或不及预期。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,049.03	4,843.75	5,326.64	6,190.80	7,230.54
YoY(%)	-16.16	19.63	9.97	16.22	16.79
净利润(百万元)	63.44	113.62	218.83	348.09	510.84
YoY(%)	-53.15	79.10	92.60	59.07	46.76
毛利率(%)	29.24	28.29	29.10	30.20	31.25
销售净利率(%)	1.57	2.35	4.11	5.62	7.06
ROE(%)	1.47	2.58	4.73	7.00	9.31
EPS(摊薄/元)	0.12	0.22	0.43	0.68	1.00
P/E(倍)	225.28	125.78	65.31	41.06	27.98
P/B(倍)	3.32	3.24	3.09	2.87	2.60

资料来源: iFinD, 中信建投证券

分析师介绍

安雅泽

食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020 年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

夏克扎提·努力木

南开大学学士、硕士，2022 年 7 月加入中信建投食品饮料团队，研究白酒、乳品、调味品。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk