

妙可蓝多 (600882.SH)

奶酪第一股，转型正当时

核心观点：

- **战略转型成就行业龙头，蒙牛赋能协同发展。**公司巧妙选择奶酪赛道避开与伊利、蒙牛直接竞争，2018年推出儿童奶酪棒引爆市场，市占率稳居行业第一。引入战略投资人蒙牛后整合双方业务补足B端短板，实现双品牌、多渠道协同发展。
- **行业潜力广阔，格局优化妙可持续受益。**目前奶酪行业增长空间大，中国人均奶酪消费量仅0.2kg，渗透率较低，对标日韩仍有较大成长空间。2023-2024年行业短期承压，但长期受益消费升级+西式饮食渗透，潜力较大。同时行业CR5从2015年50.3%升至2024年66.2%，竞争格局持续优化。2024年妙可蓝多市占率29.8%，大幅领先外资龙头百吉福19.8pct，未来有望随着内部效率提升，市占率进一步提升。
- **产品、品牌、渠道多维发力，战略升级正当时。**(1) **产品力：**奶酪棒大单品引领行业发展，现已经实现高低温、全场景矩阵多元覆盖；(2) **品牌力：**早期通过高传播力的广告“奶酪就选妙可蓝多”和IP合作快速占领心智，2024年签约王一博推动品牌年轻化，广告费用率大幅下降，现已进入品牌收获期；(3) **渠道力：**在渠道布局上，公司加大与B端餐饮的深度绑定的同时加速渗透新零售高潜力渠道，重点发力烘焙食品、零食量贩店、母婴用品及会员制仓储超市等具有增长势能的细分领域，通过渠道多元化策略拓展市场覆盖，创造多元增长极。
- **盈利预测及投资建议。**公司积极推进品类创新及渠道拓展，预计2025-2027年公司营业收入分别为54.86/63.03/72.14亿元，同比+13.3%/+14.9%/+14.4%；预计对应归母净利润分别为2.20/3.29/4.35亿元，同比+93.9%/+49.3%/+32.2%，对应PE估值59/39/30倍。参考公司历史PE估值及可比公司估值，随经营业绩改善，我们给予公司2026年45倍PE估值，合理价值29.02元/股，给予“增持”评级。
- **风险提示。**食品安全问题、产业发展不及预期、市场竞争加剧、原材料价格波动风险、渠道及产品发展不及预期。

盈利预测：

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,049	4,844	5,486	6,303	7,214
增长率 (%)	-16.2%	19.6%	13.3%	14.9%	14.4%
EBITDA	277	405	616	801	991
归母净利润	63	114	220	329	435
增长率 (%)	-53.1%	79.1%	93.9%	49.3%	32.2%
EPS (元/股)	0.12	0.22	0.43	0.64	0.85
市盈率 (P/E)	130.1	80.7	58.5	39.2	29.6
ROE (%)	1.5%	2.6%	4.8%	6.7%	8.2%
EV/EBITDA	26.3	24.6	21.7	16.4	13.0

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

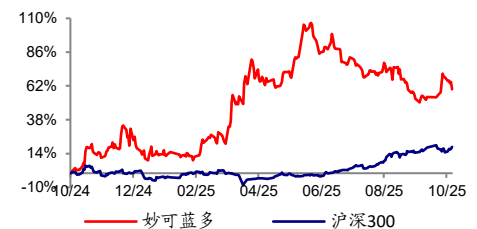
增持

当前价格	25.25 元
合理价值	29.02 元
报告日期	2025-10-24

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	510.05/510.05
总市值/流通市值 (百万元)	12878.85/12878.85
一年内最高/最低 (元)	32.69/15.81
30 日日均成交量/成交额 (百万)	8.51/217.41
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	-9.50/-3.52

相对市场表现



分析师：符蓉



SAC 执证号：S0260523120002

SFC CE No. BWC944



021-38003552



furong@gf.com.cn

分析师：吴思颖



SAC 执证号：S0260523120012



021-38003556



wusiyang@gf.com.cn

请注意，吴思颖并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

目录索引

一、公司概况：奶酪龙头，产业趋势引领者.....	5
（一）历史沿革：差异化突围，转型奶酪龙头.....	5
（二）股权激励：业绩考核目标超预期，员工积极性充分调动.....	7
（三）业务概况：业务产品结构持续升级，降本增效持续向好.....	8
二、行业：C端集中度提升，B端需求火热.....	11
（一）对标日本：消费习惯仍需启蒙，行业前景大有可为.....	11
（二）市场规模：奶酪市场方兴未艾，B端餐饮增长火热.....	13
（三）竞争格局：中国乳企占据主导，市场集中度持续提升.....	15
三、展望：多维发力，战略升级正当时.....	18
（一）产品：从单一爆品向系统化产品矩阵转型.....	18
（二）营销：品牌价值与IP引领共筑壁垒.....	19
（三）渠道：全渠道协同开发，B端C端双轮驱动.....	21
四、盈利预测及投资建议.....	24
五、风险提示.....	27

图表索引

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司股权架构示意图	6
图 3: 2017-2025 年 H1 分业务营业收入 (单位: 亿元)	8
图 4: 2017-2025 年 H1 公司分业务收入占比	8
图 5: 2019-2024 年公司分业务毛利率	9
图 6: 2017-2025H1 奶酪业务营业收入和 yoy	9
图 7: 2019-2024 年分系列营业收入 (单位: 亿元)	9
图 8: 2019-2024 年分系列营业收入占比	9
图 9: 2019-2024 年妙可蓝多分系列毛利率变化	10
图 10: 可比公司 2019-2024 年销售费用率变化	10
图 11: 2016-2024 年公司费用率变化	10
图 12: 2016-2024 年公司费用 (亿元)	11
图 13: 2016-2024 年公司广告费变化 (亿元)	11
图 14: 1964-1980 年日本奶酪产量 (千吨)	11
图 15: 1964-1980 年日本进口数量 (千吨)	11
图 16: 1964-1980 年日本奶酪总消费量 (千吨)	12
图 17: 1981-2000 年日本奶酪产量 (千吨)	12
图 18: 1981-2000 年日本奶酪总消费量 (千吨)	12
图 19: 手撕奶酪棒 “Sakeru Cheese”	12
图 20: “明治北海道十胜” 系列奶酪	12
图 21: 2001-2025 年日本奶酪总消费量 (千吨)	13
图 22: 日本奶酪零售市场规模 (单位: 十亿日元)	13
图 23: 2024 年日本奶酪市场市占率	13
图 24: 日本奶酪行业 CR3 和 CR5	13
图 25: 各国人均消费量 (单位: 公斤/人)	14
图 26: 中国奶酪市场零售价值 (单位: 亿元)	14
图 27: 中国现制茶饮全品类市场规模 (单位: 亿元)	15
图 28: 中国现制茶饮原材料市场规模 (单位: 亿元)	15
图 29: 中国奶酪总消费量 (单位: 千吨)	15
图 30: 2015 年中国奶酪市场市占率格局	16
图 31: 2024 年中国奶酪市场市占率格局	16
图 32: 2024 年奶酪市场市占率	16
图 33: 中国奶酪进口单价 (单位: 美元/吨)	17
图 34: 中国奶酪零售市场 CR3, CR5 (单位: %)	17
图 35: 妙可蓝多存货周转天数 (天)	17
图 36: 2018-2024 年奶酪行业新增企业数 (家)	17
图 37: 中国主产区生鲜乳均价	19
图 38: 妙可蓝多奶酪集市	20
图 39: 小红书妙可蓝多 “奶酪的 100 种吃法” 专题	20
图 40: 2019-2024 年公司餐饮工业系列营收	21
图 41: 2019-2024 年公司家庭餐桌系列营收	22

图 42: 妙可蓝多和山姆渠道合作新品	23
图 43: 25 年妙可推出奶酪小三角、奶酪小丸子新品	23
图 44: 公司 2017-2024 年零售终端网点数 (单位: 万个)	23
图 45: 2020-2024 年分地区经销商数量 (单位: 个)	23
图 46: 妙可蓝多历史 PE-Band (收盘价: 元/股)	26
表 1: 蒙牛持股妙可蓝多变化	6
表 2: 公司管理层结构	7
表 3: 妙可蓝多三次股权激励情况	8
表 4: 妙可蓝多和百吉福策略对比	16
表 5: 妙可蓝多产品矩阵	18
表 6: 2021-2025 年 7 月公司部分新品	22
表 7: 妙可蓝多盈利预测假设	25
表 8: 可比公司估值	26

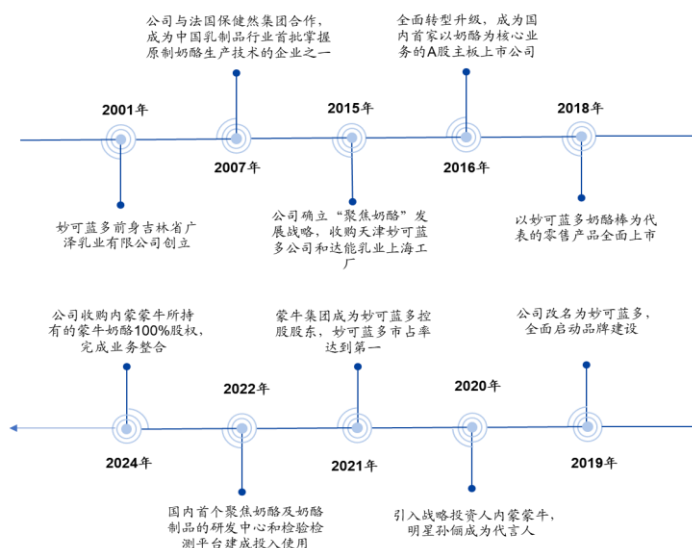
一、公司概况：奶酪龙头，产业趋势引领者

（一）历史沿革：差异化突围，转型奶酪龙头

传统乳业增长面临瓶颈，寻求差异化转型。妙可蓝多前身为创始人柴琬在2001年成立的吉林省广泽乳业有限公司，以传统乳制品为主营业务。2007年，公司开始布局奶酪的早期准备，与法国保健然集团合作，成为中国乳制品行业首批掌握原制奶酪生产技术的企业之一。随着乳制品行业蒙牛、伊利两大龙头主导的格局显现，公司开始寻求转型：一方面当时因饮食习惯和文化问题，中国人对奶酪的认知程度不高。另一方面奶酪本身营养含量较高，符合国内健康生活、消费升级的大趋势，市场潜能充足。同时，大多企业在奶酪领域有所涉及但并未深入，并没有绝对龙头的存在。于是公司开始积极转型之路。

小品牌横空出世，大单品撬动市场。2015年，公司正式确立“聚焦奶酪”战略，陆续收购天津妙可蓝多公司及达能乳业在上海的工厂，推出过马苏里拉奶酪、奶酪棒和芝士片，在B端和C端同时尝试打开市场；2016年，公司借壳上市，成为国内首家以奶酪为核心业务的A股主板上市公司；2018年，公司改名为妙可蓝多，以儿童奶酪棒为代表的零售产品全面上市，开创了国内儿童即食奶酪的先河。面对奶酪行业这一片蓝海市场，为了快速教育消费者、抢占市场份额，公司投入大量资金，签下当时热播儿童动画IP汪汪队，实现对目标人群的精准营销。同时公司以“奶酪就选妙可蓝多”广告词，借《两只老虎》旋律改编，朗朗上口，通过高频次、多渠道循环投放，快速占领消费者心智，迅速在乳制品零售市场掀起热潮，带动了品牌在C端的快速出圈和市占率的稳步攀升，为确立行业龙头地位奠定基础；2019年，公司全面启动品牌建设，广告宣传片进入分众传媒、央视等主流媒体，效果良好，同年奶酪业务营业收入达4.6亿元，同比+135.8%。据商业评论及公司财报数据，2020年，公司在广告投放上继续加码，邀请知名明星孙俪代言，同年零售终端网点达到29万家，电商渠道增长超过10倍。

图1：公司发展历程



数据来源：妙可蓝多官网，广发证券发展研究中心

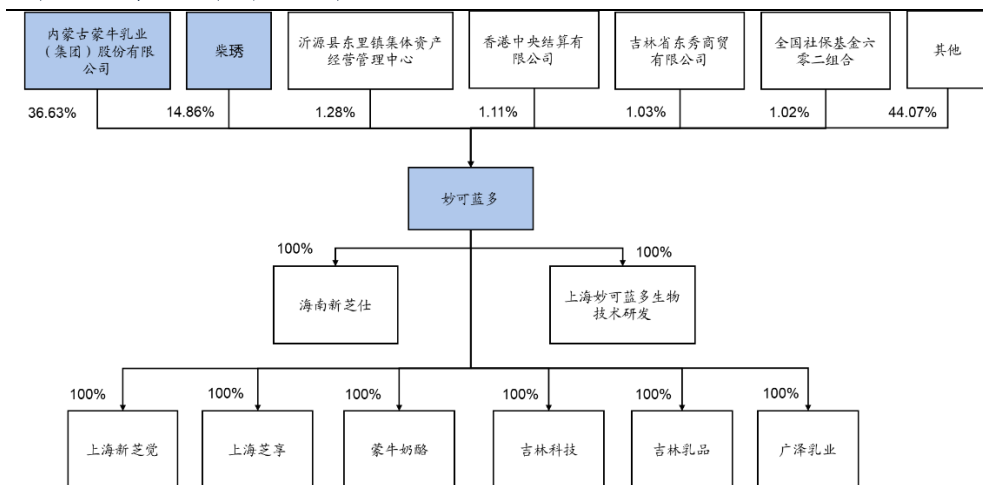
蒙牛加盟协同发展，奶酪龙头地位稳固。在妙可蓝多通过激进的营销策略快速开拓市场后，作为一个高速增长的赛道，奶酪行业受到乳业巨头的关注，但随后产品同质化问题也开始显现，行业市场格局并非绝对稳定。2020年公司引入战略投资人蒙牛乳业，于2021年完成控股权交接。为进一步整合资源，2022年7月，妙可蓝多将蒙牛原有奶酪业务整体纳入公司体系，2024年妙可蓝多以现金收购内蒙蒙牛所持有的蒙牛奶酪100%股权，完成业务整合，解决同业竞争问题。整体来看，蒙牛的加入让妙可蓝多缓解了在资金、内控、业绩等多方面压力，实现了产品、渠道、供应链的全面融合，通过整合蒙牛建设成熟的产品线，弥补了公司在B端拓展的不足，品类和覆盖面显著提升。据凯度消费者指数家庭样本组，在2021年中国奶酪品牌销售额中，公司以30.8%的市场占有率位居第一。同年，公司在餐饮端加大研发和投入力度，并成立常温事业部，着手布局成人奶酪系列。2022年国内首个聚焦奶酪及奶酪制品的研发中心和检验检测平台建成投入使用。

表 1：蒙牛持股妙可蓝多变化

时间阶段	累计持股比例	方式
2020年1月	5%	蒙牛首次通过 协议转让方式 以2.87亿元对价受让妙可蓝多5%股份，成为第二大股东。同年，蒙牛还增资妙可蓝多子公司吉林科技，持股42.88%，并约定未来将奶酪业务注入妙可蓝多
2020年12月-2021年3月	9.93%	通过集中竞价收购5%的股份
2021年3月-2021年3月	11.07%	通过二级市场增持1.14%的股份
2021年7月	28.46%	蒙牛全额 参与妙可蓝多定增 ，以29.71元/股的价格认购近30亿元，成为控股股东
2020年3月-2020年3月	30.0%	通过二级市场增持0.01%的股份
2022年10月-2022年11月	35.01%	以30.92元/股的价格 要约收购 妙可蓝多2580.9万股，进一步巩固控股地位
2023年9月1日	35.41%	通过二级市场增持0.24%的股份
2023年9月-2023年10月	36.13%	通过二级市场增持0.73%的股份
2023年10月-2024年3月	36.51%	通过二级市场增持0.38%的股份

资料来源：Wind，公司要约收购报告书、简式权益变动书，非公开发行情况报告书，广发证券发展研究中心

图2：公司股权架构示意图



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心，截至 2025 年 10 月 12 日

董事会换届，赋能管理新动力。2024年11月18日，在蒙牛控股后，公司顺利完成董事换届，蒙牛乳业副总裁、战略管理负责人陈易一任妙可蓝多董事长，蒙牛系CFO张平、奶酪业务负责人高文、多位董事进入妙可蓝多董事会，赋能公司管理、生产、运营、人事等方面，蒙牛与妙可蓝多达成深度绑定。公司创始人柴琬女士具备敏锐的商业嗅觉和丰富的管理经验，任松执行总经理深耕行业多年，各事业部负责人均有丰富的相关从业经验，妙可蓝多管理层结构稳定，利益统一。

表 2：公司管理层结构

姓名	年龄	学历	现任职务	主要工作经历
陈易一	51	本科	董事长	蒙牛乳业公司副总裁、战略管理负责人 ，现代牧业非执行董事、战略及发展委员会成员。加入中国蒙牛乳业有限公司前，先后服务于雀巢、利乐西得乐等公司，并分别担任全国商务经理、战略副总裁，总裁及执行董事等高级管理职务。
柴琬	60	硕士	副董事长、总经理	曾任广泽投资控股集团有限公司总裁，广泽国际发展有限公司行政总裁等。
蒯玉龙	49	硕士	董事、财务总监、行政总经理	曾任蒙牛乳业助理副总裁、集团财务部负责人 、财务运营高级总监、集团 SAP 项目总经理、常温事业部财务管理中心总经理兼战略管理部负责人等职务。
任松	60	本科	董事、首席战略官、副总经理	吉林芝然董事，广泽乳品董事长兼总经理，上海芝然监事，联鑫投资咨询董事，妙可蓝多（天津）监事。曾任广泽控股副总裁，广泽乳业总经理等。
张平	61	硕士	董事	内蒙蒙牛董事、首席财务官，蒙牛乳业副总裁、首席财务官 。曾就职于太古饮料公司，历任内审及系统发展经理、财务总监，及可口可乐装瓶商生产控股有限公司首席执行官等。
高文	41	硕士	董事、副总经理	公司子公司内蒙蒙牛奶酪总经理、爱氏晨曦乳制品进出口有限公司经理， 曾任内蒙蒙牛奶酪事业部奶酪业务负责人、奶酪事业部爱氏晨曦零售公司销售管理中心总经理、低温事业部销售管理中心大区负责人、及常温营销中心城市经理。
谢毅	49	本科	董事会秘书	曾任职于李宁有限公司，上海龙宇燃油股份有限公司等公司。
李辉	44	大专	副总经理	现任零售低温事业部总经理，历任公司子公司广泽乳业销管部营销总监、公司零售事业部营销总监、副总经理、低温事业部业务一部总经理。
刘扬	45	本科	副总经理	现任零售常温事业部总经理，曾任上海卫龙美味事业部总经理、达利食品集团有限公司营销总监、统一企业(中国)投资有限公司营销总监。
付学飞	39	硕士	副总经理	现任公司电商事业部总经理，曾任益海嘉里食品营销有限公司专业副总监、新乡良润全谷物食品有限公司联合创始人、金石易服(北京)科技有限公司董事长秘书兼项目总监等职务。
王宇新	46	硕士	副总经理	历任公司采购部采购总监、计划部供应链总监、国际业务部总经理，曾任德国保利卡北京代表处销售经理、北美投资集团沈阳分公司能源事务部主管等职务。

资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）股权激励：业绩考核目标超预期，员工积极性充分调动

员工持股计划落地，股权激励计划登记完成。公司于 2017/2021/2025 年发布股权激励计划，并在 2025 年增加员工持股计划。其中 2017-2019 年及 2021 年业绩考核目标均完成，2022-2023 年受宏观经济下行影响，未达成目标。2025 年股权激励计划拟授予股票期权数量 800 万份，占总股本的 1.56%，激励对象为 207 位高管及核心骨干，行权价格为每份 15.83 元。2025 年员工持股计划拟持有股票数量不超过 800 万股，占总股本的 1.56%，资金总额不超过 7920 万元，激励对象覆盖公司董事、高级管理人员以及核心技术人员，初始持有人总数不超过 209 人。2024 年公司营业收入 48.4 亿元，归母净利润 1.1 亿元，完成 2025/2026/2027 年考核目标需营业收入同比

+15.7%/+16.1%/+20.0%，归母净利润+90.9%/+52.4%/+43.8%。妙可蓝多股权激励计划设计日趋成熟，逐步扩大覆盖范围，有效提升核心团队凝聚力和企业核心竞争力，有效地结合股东、公司和核心团队三方利益，吸引和留住公司优秀人才，充分调动其积极性和创造性，保证公司发展活力。

表 3：妙可蓝多三次股权激励情况

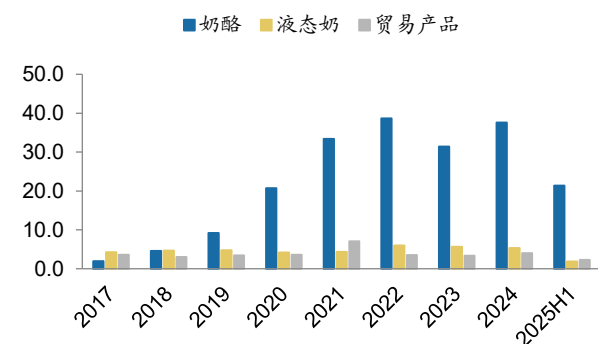
年份	计划类型	授予对象	授予结构（类型/份额）	行权 / 购买价格	考核条件	完成情况
2017	限制性股票激励计划	62 名董事、高管及核心员工	限制性股票 1,136 万股（授予价 5.52 元/股）	5.52 元/股	2017-2019 年营业收入目标依次为 8/12/16 亿元；全部达标后解除限售	全部达标，按期解锁，激励兑现良好
2021	股票期权 + 限制性股票激励计划	219 名董事、高管及核心技术/业务人员	股票期权 600 万份，行权价 34.45 元；限制性股票 600 万股，授予价 17.23 元	期权 34.45 元/份，限售股 17.23 元/股	2021-2023 年营收目标分别为 40/60/80 亿元	仅 2021 年达标，2022/2023 年未完成，部分激励已注销回购
2025	股票期权激励计划	207 名高管与核心骨干	股票期权 800 万份（9 人各 10 万份，198 人共享其余 710 万份）	行权价 15.83 元/份	2025 年营业收入≥56 亿元/净利≥2.10 亿元。 2025-26 年营收累计≥121 亿/净利≥5.30 亿。 2025-27 年营收累计≥199 亿/净利≥9.90 亿。	触发值分别为目标的 90% /
2025	员工持股计划	不超过 209 人（含 11 名高管与 198 名核心骨干）	拟持有不超过 800 万股（总资金 7920 万元），实际参与 209 人	购买价 9.90 元/股	绩效挂钩同上期权计划	/

资料来源：Wind，公司年报，广发证券发展研究中心

（三）业务概况：业务产品结构持续升级，降本增效持续向好

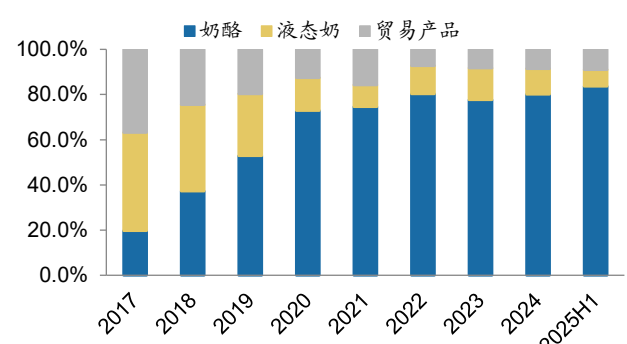
奶酪业务企稳向好，业务结构不断优化。公司主要商品类型包含奶酪、液奶、贸易和其他。2015年，公司正式确立“聚焦奶酪”战略，奶酪业务在2019-2021年高速发展，2022-2023年因消费降级和市场竞争加剧业绩承压，2024年企稳向好。奶酪业务营业收入占比2015-2025年CAGR为32.6%，近三年奶酪业务均在80%左右浮动。按照“聚焦奶酪”的整体战略规划，公司专注奶酪赛道，集中发展奶酪业务，扩大高毛利奶酪产能，持续降低液态奶营业收入和毛利率占比，2017-2024年液体奶营业收入占比CAGR为-29.8%。贸易业务全部为公司乳制品生产相关的原辅料贸易，帮助公司开拓原材料采购渠道，保障供应和稳定价格，同时为公司在乳制品行业中奠定产品基础、积累客户资源，利于后续可持续发展。总体而言，公司稳步推进业务结构优化，主营业务发展方向愈发明确。

图3：2017-2025年H1分业务营业收入（单位：亿元）



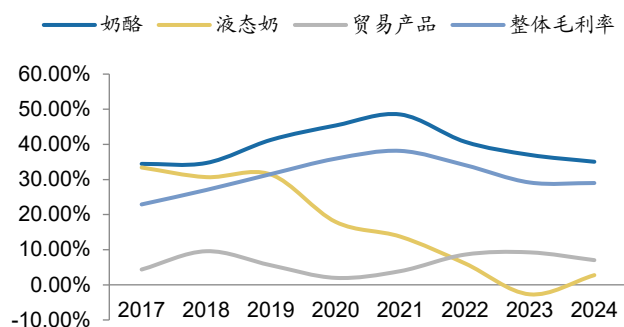
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图4：2017-2025年H1公司分业务收入占比



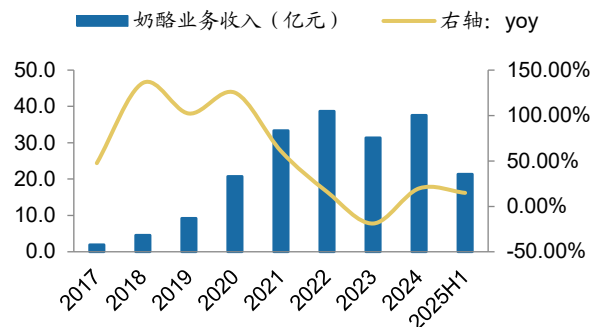
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图5：2019-2024年公司分业务毛利率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

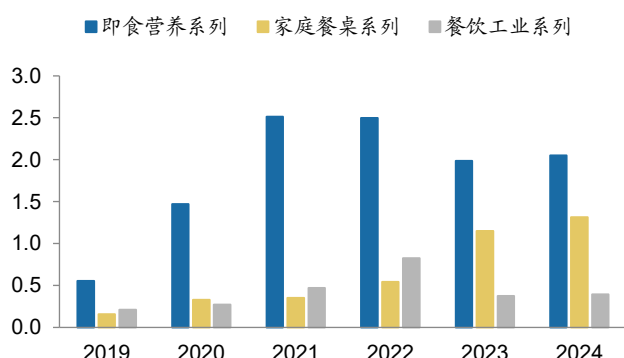
图6：2017-2025H1 奶酪业务营业收入和 yoy



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

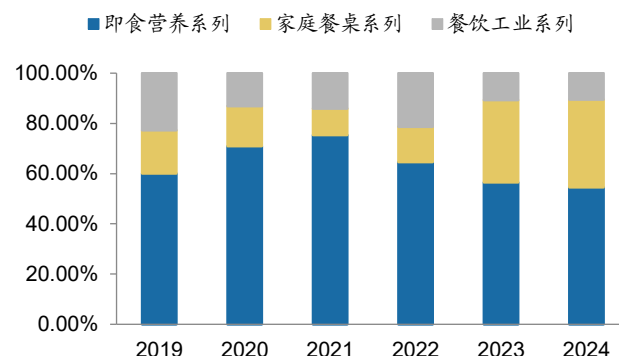
三大系列均企稳回升，产品结构升级。奶酪业务可进一步细分为即食营养、家庭餐桌和餐饮工业系列，2019-2024 年即食营养/家庭餐桌/餐饮工业收入 CAGR 分别为 30.0%/52.8%/13.2%。即食营养系列2019-2021年快速增长，2022-2023年略微下滑，2024年企稳，主要波动系儿童奶酪棒市场快速增长后行业竞争加剧、同质化内卷严重，带来销量下滑，目前公司积极拓展常温零食和成人奶酪等细分领域产品，有望带动即食营养系列重回增长。家庭餐桌系列2022年以后营业收入及占比快速提升，主要因公司紧扣“早餐”和“烘焙”场景，推出马苏里拉奶酪碎、奶酪片和黄油等产品，持续创新并教育消费者。公司收购内蒙蒙牛奶酪业务赋能B端产品矩阵，已经与众多餐饮终端合作、提供“定制化”服务。据乳业时报数据，目前我国奶酪、黄油等固态乳制品在餐饮、烘焙、茶饮等B端场景需求激增，预计2028年市场规模将突破703亿元，年复合增长率达14.3%，成为行业核心增长点，因此，餐饮工业系列有望成为公司新增长极。

图7：2019-2024年分系列营业收入（单位：亿元）



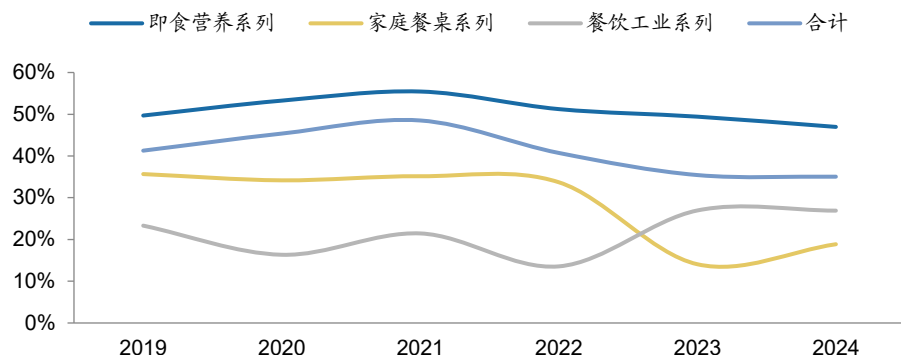
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图8：2019-2024 年分系列营业收入占比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

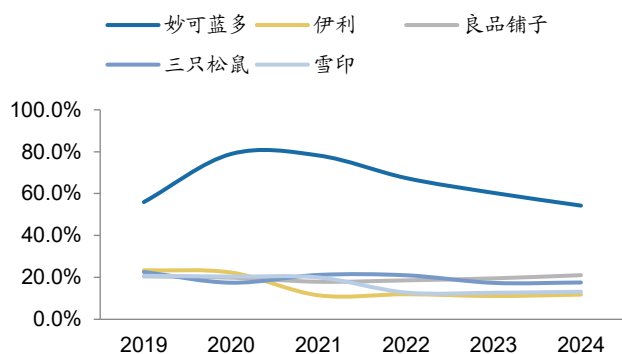
图9： 2019-2024年妙可蓝多分系列毛利率变化



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

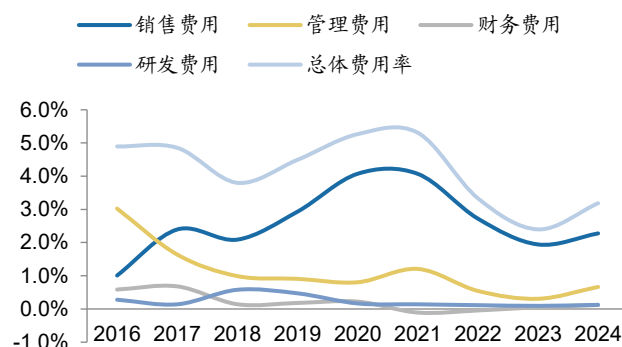
广宣费用逐步降低，降本增效成果显著。2019-2021年公司大力开展品牌建设，邀请孙俪代言，广告投放渠道包括电视台、电商、网红直播等。据长江商报及凯度数据，2021年，妙可蓝多奶酪零售市场市占率为30.5%，位居第一，前期高额投放进入收获期，同时奶酪市场已接近峰值，广告费用开始下降，转向精准渠道投放，在微博、小红书、抖音等多个社交媒体平台，进行多维度品牌营销，拓展消费场景。2024年公司代言人更换为王一博，加速品牌年轻化，助力奶酪破圈。2022-2024年，公司广告宣传费用别同比-9.3%/-31.1%/-11.7%，虽广宣费用有所下降，但品牌建设良好，保持龙头地位，市占率稳居第一。同时，奶酪市场从快速扩张进入存量竞争时代，竞争焦点从规模扩张转向供应链控制与产品创新，公司同步推进各项降本增效措施，优化产品结构，不断完善供应链全过程管理体系，总体费用率下降明显，2022-2024年分别为33.75%/29.24%/26.62%，叠加中国奶价处于10年来低位，原材料采购成本下降及国产替代进程加速推动成本优化，不断释放净利润增长空间。

图10：可比公司2019-2024年销售费用率变化



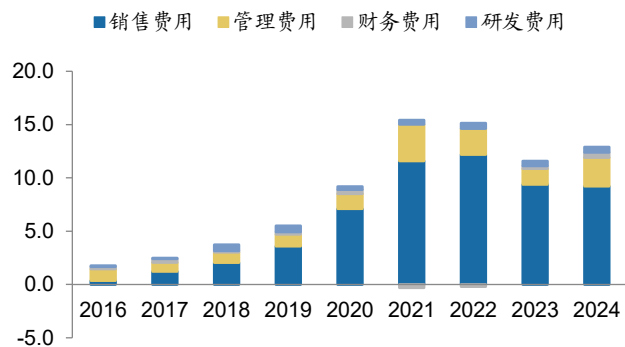
数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

图11：2016-2024年公司费用率变化



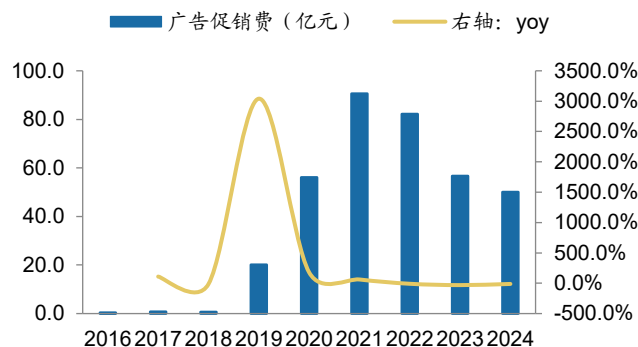
数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

图 12: 2016-2024 年公司费用 (亿元)



数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 13: 2016-2024 年公司广告费变化 (亿元)



数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

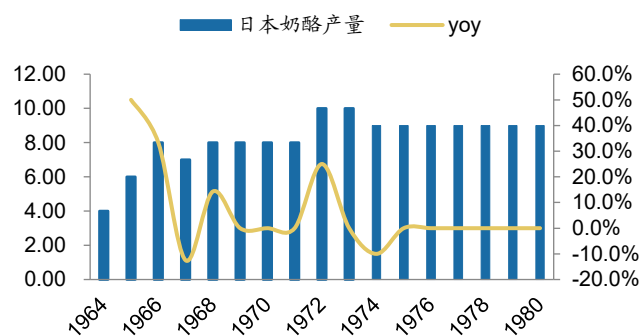
二、行业: C 端集中度提升, B 端需求火热

(一) 对标日本: 消费习惯仍需启蒙, 行业前景大有可为

日本与中国饮食结构相似, 奶酪对于两国都属舶来品, 回顾日本奶酪行业的发展历程对中国有较好的借鉴意义。

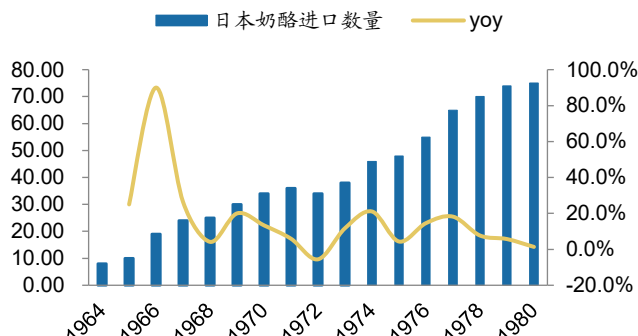
第一阶段 (1960 年-1980 年): 奶酪市场开始培养, 外资进口占据主导。19 世纪初, 奶酪就已经开始进入日本, 1928 年, 雪印乳业开始研究并尝试销售奶酪, 但市场反应平平。第二次世界大战后, 日本经济在美国的帮助下开始复苏, 宏观经济快速发展, 同时通过 1964 年的东京奥运会和 1970 年的大阪世博会, 大量使用奶酪的西餐在日本开始传播。1963 年, 奶酪被日本政府纳入“学校给食”的菜谱, 培养了年轻一代的奶酪饮食习惯。1970 年后, 西式快餐连锁品牌大量入驻日本, 人们拥有更多更便捷的渠道接触到奶酪。在这一时期, 收入增长和消费者教育推动了奶酪在日本的启蒙, 进口量快速提升, 市场主要为外资乳企主导, 日本乳企开始引入欧美奶酪技术, 准备切入市场。

图 14: 1964-1980 年日本奶酪产量 (千吨)



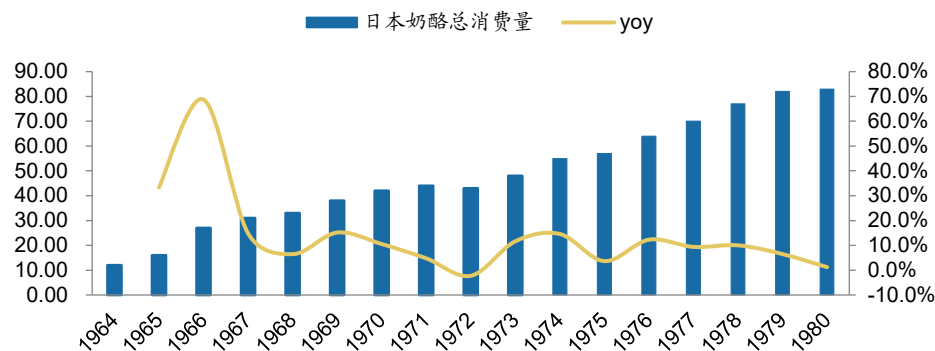
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 15: 1964-1980 年日本进口数量 (千吨)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

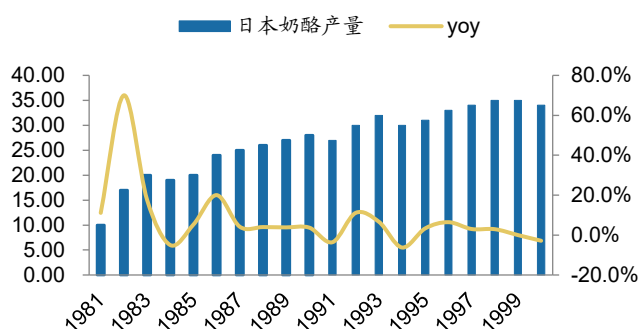
图16: 1964-1980年日本奶酪总消费量 (千吨)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

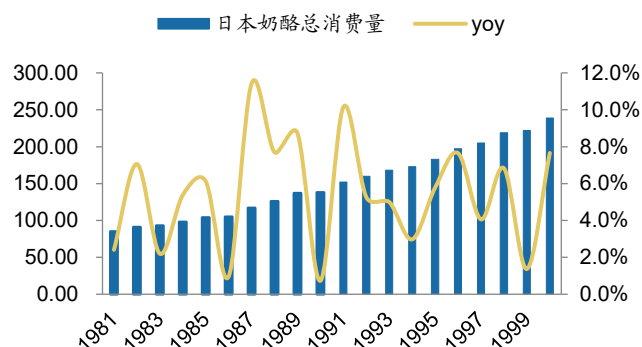
第二阶段 (1981年-2000年): 本土乳企开始崛起, 国产奶酪突破市场。在经过前期消费者教育后, 日本奶酪市场逐渐步入快速增长期, 日本乳企开始纷纷布局奶酪行业, 推出国产原制奶酪。1980年, 雪印乳业设立了奶酪产品研发中心, 开发更贴近日本消费者口味的奶酪, 例如手撕奶酪棒“Sakeru Cheese”, 此后雪印奶酪不断加强奶酪本土化, 提升适口性。明治乳业与美国波登公司合作, 进口天然奶酪原料并提升再制奶酪自动化能力, 1992年推出“明治北海道十胜切片奶酪”和“明治北海道十胜卡芒贝尔奶酪”, 标志着明治制作原制奶酪能力的突破。

图17: 1981-2000年日本奶酪产量 (千吨)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图18: 1981-2000年日本奶酪总消费量 (千吨)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图19: 手撕奶酪棒“Sakeru Cheese”



数据来源: 雪印乳业官网, 广发证券发展研究中心

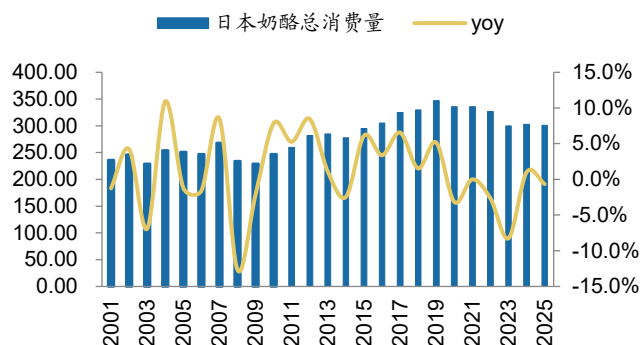
图20: “明治北海道十胜”系列奶酪



数据来源: 明治乳业官网, 广发证券发展研究中心

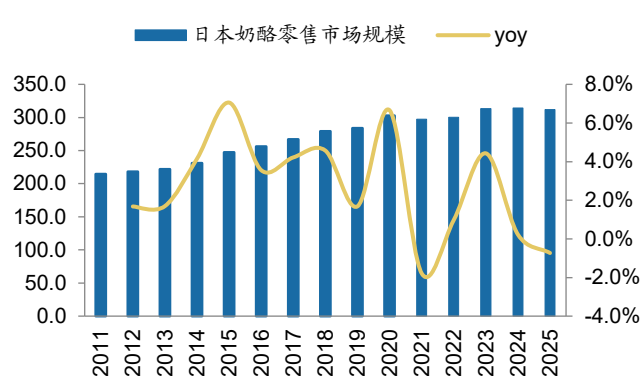
第三阶段（2001年至今）：市场逐步进入成熟期，竞争格局稳定。在经历快速增长后，日本奶酪行业到达成熟期。2000年奶酪龙头雪印乳业发生严重的安全问题，近15000人中毒，1人死亡，为品牌带来沉重打击，叠加宏观经济下行，奶酪消费量进入波动阶段。在2010年后，日本经济复苏，各大乳企迎合消费者对健康的需求，同时加强食品安全管理，明治乳业推出北海道十胜减盐奶酪、低脂奶酪，雪印推出6P减盐奶酪，适合追求健康的年轻人群和老年人群，顺应日本老龄化趋势。雪印乳业也开拓奶酪食用场景，推出毛豆奶酪、佐酒奶酪等，便携零食化。因此，日本消费者信心恢复，奶酪行业进入稳定增长阶段。

图21：2001-2025年日本奶酪总消费量（千吨）



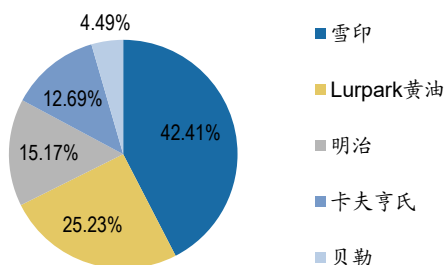
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图22：日本奶酪零售市场规模（单位：十亿日元）



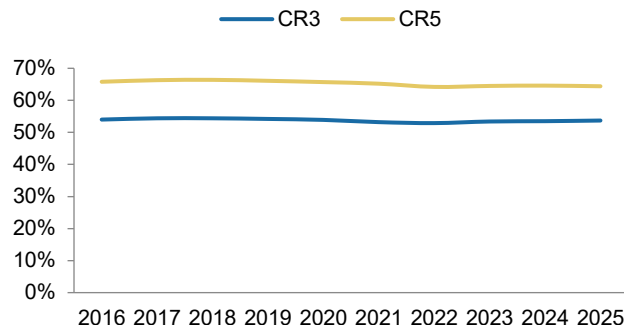
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图23：2024年日本奶酪市场市占率



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图24：日本奶酪行业CR3和CR5



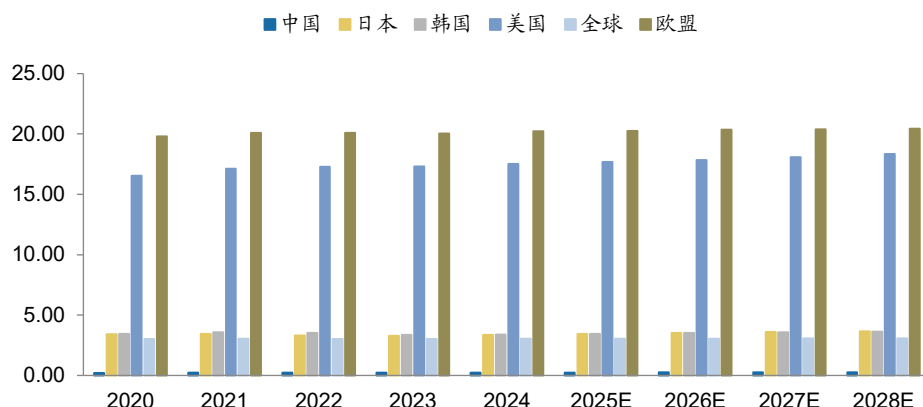
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

（二）市场规模：奶酪市场方兴未艾，B端餐饮增长火热

人均消费量、渗透率低，潜力有待挖掘。据新乳业公众号及中国食品报数据，近年来，随着产品不断创新和消费习惯培育，我国奶酪渗透率从2019年17.7%迅速提升到2022年33.5%，人均消费量也逐步增加，横向对比饮食文化相近的日、韩两国和奶酪行业成熟的欧美国家，我国奶酪行业增长潜力仍有待挖掘，目前中国奶酪人均消费量仅为0.2千克每人，不足全球平均水平的1/10，渗透率也具备较大提升空间。相较日本，我国奶酪主要集中在儿童奶酪棒和低温品类，针对成年和老年人群的奶酪仍存在缺口，常温奶酪和零食类奶酪具备较大潜力。随着消费者教育的进一步加强和食用场景的多元拓展，叠加本土企业研发能力增强，奶酪适口性提升，中国奶

酪市场有望迎来扩容。

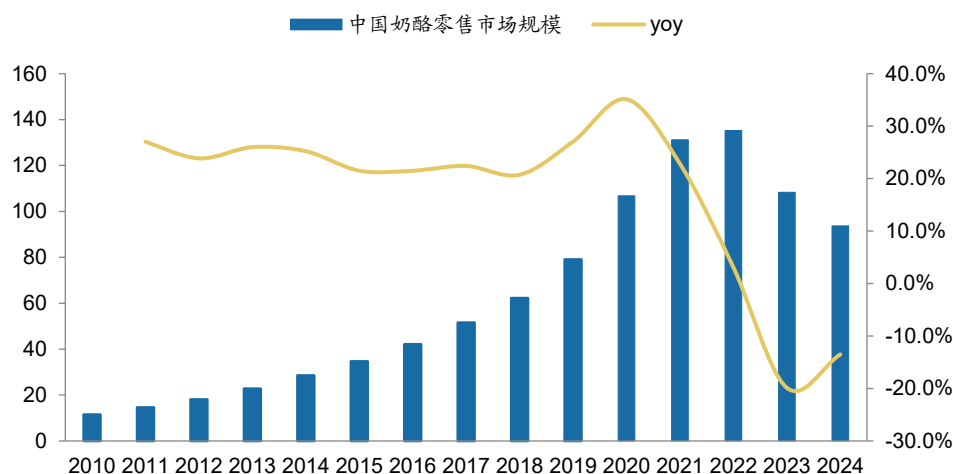
图25: 各国人均消费量 (单位: 公斤/人)



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心, 注: 2025-2028 为 iFind 预测数据

西式饮食方式逐步渗透, C端未来仍有增长空间。2019-2020年赛道火热, 大量乳企进入奶酪行业, 奶酪产品品类过于单一, 主要为儿童奶酪棒, 而儿童零食可替代性较强, 不具备刚需性, 叠加消费不及预期和新生儿出生率下降的影响, 市场中产生了阶段性供给过剩, 2023-2024年奶酪销售额下滑。但是目前政策鼓励品质消费、生育和健康管理; 在零售端, 奶酪零食等产品持续教育消费者, 推动渗透率增长。现阶段C端市场核心消费群体集中在儿童和年轻家庭, 但随着健康饮食理念普及和西式餐饮本土化创新加速, 奶酪消费正从儿童零食向烹饪佐餐、家庭早餐等日常场景延伸, “喝奶”与“吃奶”并行的消费趋势明显。据弗若斯特沙利文数据, 我国奶酪消费目前以餐饮端 (70%) 为主, 零售端 (30%) 为辅, 与欧美国家呈现倒置现象, C端依旧具备成长空间。

图26: 中国奶酪市场零售价值 (单位: 亿元)



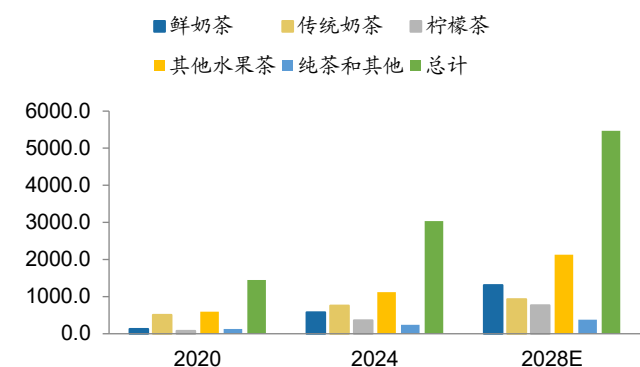
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

B端迎来快速增长, 茶饮赛道火热。随着西方饮食渗透, 我国消费趋势发生转变: 家庭和餐饮都从植物油脂转向动物油脂, 黄油需求猛增, 零食企业甚至中式餐饮创新菜品中都使用黄油和稀奶油, “奶酪+”产品种类不断提升, B端目前可达双位数增长。妙可蓝多在收购蒙牛奶酪业务后补足B端短板, 构建起较为完整的产品矩阵, 研

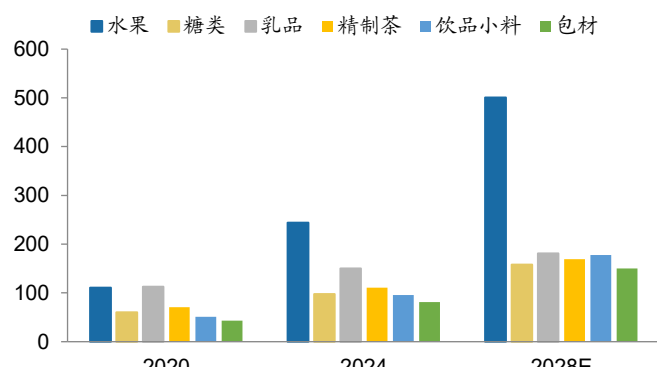
发技术领先，开发国产原制系列“两油一酪”，同时公司重点提升大客户开发和服务能力，引领B端市场开拓。另一方面，奶酪正成为烘焙、茶饮、咖啡等领域的“准刚需”原料，应用比例持续提升。例如，中国现制茶饮的市场规模快速扩张，特别是鲜奶茶品类，饮品小料顶料中奶盖、芝士的使用比例提升，分层茶饮满足消费者多重需求，茶饮品牌喜茶、茉莉奶白等在饮品中加入奶酪元素。此外，长期来看，B端的奶酪渗透率提升通过消费场景教育反向带动C端家庭及个人对奶酪的认知与需求。

图27：中国现制茶饮全品类市场规模（单位：亿元）

图28：中国现制茶饮原材料市场规模（单位：亿元）



数据来源：CIC 灼识咨询，广发证券发展研究中心



数据来源：CIC 灼识咨询，广发证券发展研究中心

图29：中国奶酪总消费量（单位：千吨）



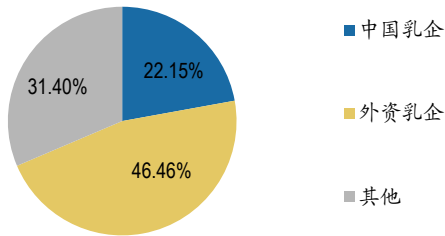
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）竞争格局：中国乳企占据主导，市场集中度持续提升

国内乳企迅速崛起，外资品牌节节衰退。国内奶酪品牌能够后来居上的关键在于中国乳企的果断策略与创新能力。妙可蓝多在2019年通过儿童奶酪棒快速激活了奶酪市场，除了激进的营销外，妙可蓝多重点进攻被外资乳企忽略的三、四线城市，避免了一、二线城市的高端市场与经营多年的外资巨头竞争，通过重点发力渠道下沉，快速铺货并打开知名度。同时，妙可蓝多对奶酪口味有所调整，与外资品牌突出国外原产特色比，妙可蓝多强调适口性，减少奶酪咸味，增强甜味。此外公司减少中间批发环节，直接对接更贴近零售市场的经销商，快速发展出经销商团队，降低产品成本，更为灵活、信息通达。此后，国内崛起了很多新兴奶酪品牌，如乐纯、奶酪博士等，国内乳企龙头蒙牛、伊利也开始发展奶酪类产品，进一步瓜分外资奶企的

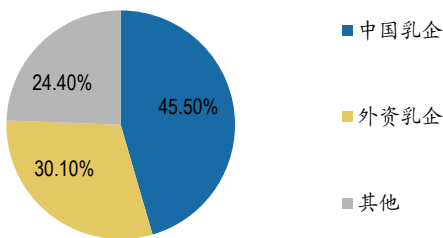
市场。2018-2024年,妙可蓝多的市占率从1.6%快速攀升至29.8%，稳居行业首位。相比之下，原有龙头百吉福的市占率从22.5%下滑至10.0%，但保持外资乳企市占率第一，目前国内乳企的市占率为45.5%，而外资企业为30.1%。

图30：2015年中国奶酪市场市占率格局



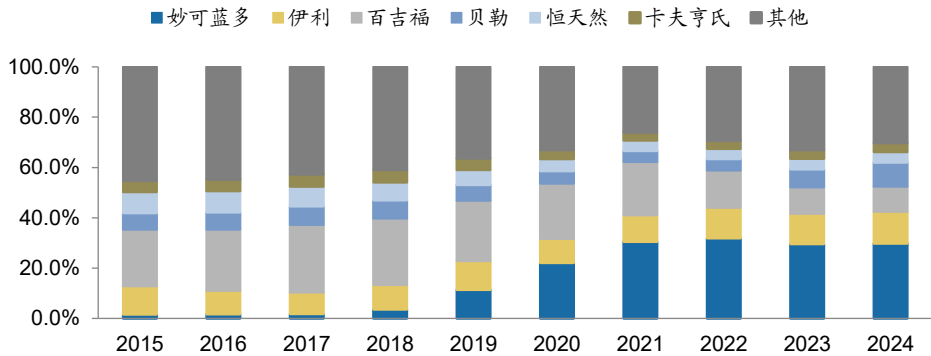
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 31：2024 年中国奶酪市场市占率格局



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图32：2024年奶酪市场市占率



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

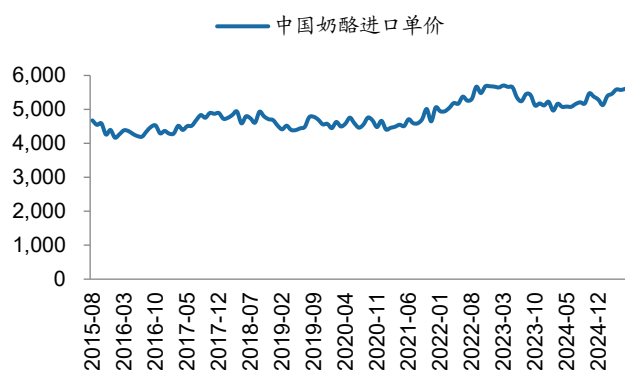
表 4：妙可蓝多和百吉福策略对比

项目	妙可蓝多	百吉福
历史	民营上市公司，2015 年确定“聚焦奶酪”战略	外资企业，1998 年正式进入中国
产品	2018 年推出大单品儿童奶酪棒，后建立即食营养、家庭餐桌和餐饮工业三大系列，不断丰富产品矩阵，积极拓展成人零食、常温奶酪品类，针对国人口味特色进行适口性改造	早期按照西方胃口制作奶酪，主打进口高端天然奶酪。后续跟随妙可蓝多拓展产品品类，目前分设儿童奶酪零食系列、全家畅享系列、年轻人纯享芝士系列和天然奶酪
营销	营销策略激进，前期投入大量资金，与热播动画汪汪队 IP 合作，精准定位消费人群，“奶酪就选妙可蓝多”广告词，借《两只老虎》旋律改编，朗朗上口；孙俪代言提升信任感，和分众传媒合作，通过高频次、多渠道循环投放，快速打出“品类=品牌”的认知	主要在央视投放广告，反应较为平淡，2020 年推出棒棒奶酪哆啦 A 梦版，已错过消费者心智占领最佳阶段
渠道	对零售终端分级分类运营，减少中间批发环节，直接对接零售市场经销商，通过经销商快速铺货，终端网点数量 2018/2020/2024 为 5.2/29/80 万家，线下零售网络全面铺开，在目前奶酪销售主体渠道占据主动权	因原材料进口和冷链配送限制，成本较高，缺乏价格竞争力，定位高端人群，集中在一、二线城市，忽略三、四、五线城市；入驻 KA 卖场，不进入夫妻店和县级市场连锁

资料来源：各公司公众号，各公司官网，广发证券发展研究中心

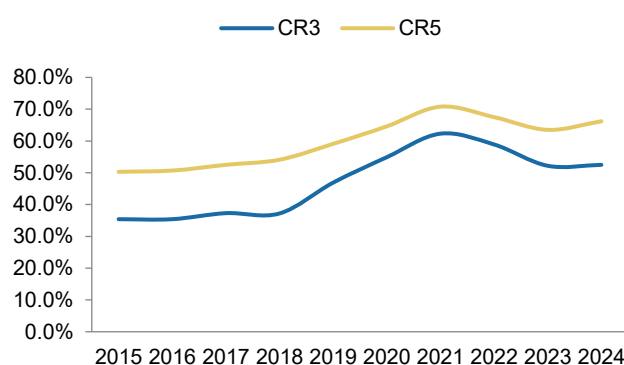
行业集中度提升，新进者减少，竞争格局改善。近年来，中国奶酪市场集中度呈现明显上升趋势，2015-2024年，CR3和CR5均提升约15cpt，行业加速向头部企业集中。奶酪行业集中度的提升，主要系2019年奶酪市场需求被激活后，大量新品牌涌入推动市场规模快速扩张，由此带来同质化竞争，随后2021年受疫情影响，行业增速放缓，竞争加剧，叠加中国奶酪进口价格上行，国内乳企依靠进口天然奶酪后加工制成再制干酪出售，原材料成本增加，进一步压缩利润空间，没有品牌溢价能力的小品牌盈利艰难，退出市场，新增企业数量锐减，行业格局逐渐清晰。2023年C端市场进一步恶化，企业经历了去库存、产品升级等措施应对。这种优胜劣汰的市场机制，正在推动行业向更健康、更可持续的方向发展。发展至今，当前奶酪市场主要参与者可分为三类：一是以百吉福为代表的老牌专业外资奶酪品牌；二是奶酪博士、乐纯等主打高端细分市场的新锐品牌；三是妙可蓝多、伊利等目前国内龙头。长期来看，国内龙头品牌受益于品牌、渠道及原材料等优势，市占率有望进一步提升。

图33：中国奶酪进口单价（单位：美元/吨）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图34：中国奶酪零售市场 CR3，CR5（单位：%）



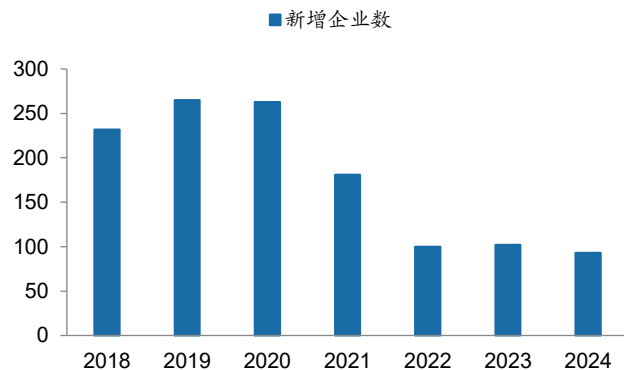
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图35：妙可蓝多存货周转天数（天）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图36：2018-2024年奶酪行业新增企业数（家）



数据来源：iFinD，Bloomberg，广发证券发展研究中心

三、展望：多维发力，战略升级正当时

（一）产品：从单一爆品向系统化产品矩阵转型

从单一爆品策略转向多SKU运营模式，产品创新力度加大。在产品布局方面，公司加快推进多SKU产品体系建设，在多个消费场景和细分人群中实现突破。

（1）即食营养奶酪系列：公司持续优化经典款产品，并通过创新研发主攻品质升级，推出多款限定口味，相继推出奶酪小粒、奶酪小三角等新品，并且几款核心产品的增长远超预期。据零售商业评论数据，奶酪小三角通过抖音平台实现话题播放量突破2亿次，成功引爆社交媒体关注；而哪吒联名款奶酪酥酥更以现象级表现上市首周售出20万箱。常温奶酪产品则侧重市场渗透，推出1.5到2元单支的乡村装、散装量贩款及节庆礼盒，强化礼赠属性，拓展消费场景，推动渠道下沉。

（2）家庭餐桌系列：公司围绕早餐与烘焙应用推出奶酪片、马苏里拉等多款新品，并基于本地化饮食习惯持续优化产品结构。

（3）餐饮工业系列：公司持续推进国产替代战略，开发马斯卡彭、黄油和稀奶油等产品，同时借助季节限定新品提升B端客户黏性，自主研发的马斯卡彭奶酪凭借巴氏杀菌工艺在新鲜度和口感上获得市场认可，虽然定价不低但供不应求。公司正在构建覆盖即食、常温、家庭餐桌及餐饮工业等多元品类的奶酪产品矩阵，实现对多年龄层、全家庭消费需求的精准覆盖，持续拓展产品生命周期和市场空间。

表 5：妙可蓝多产品矩阵

系列	产品
儿童营养系列	
家庭餐桌系列	
成人休闲营养系列	
餐饮工业系列	

蒙牛奶酪 C 端系列



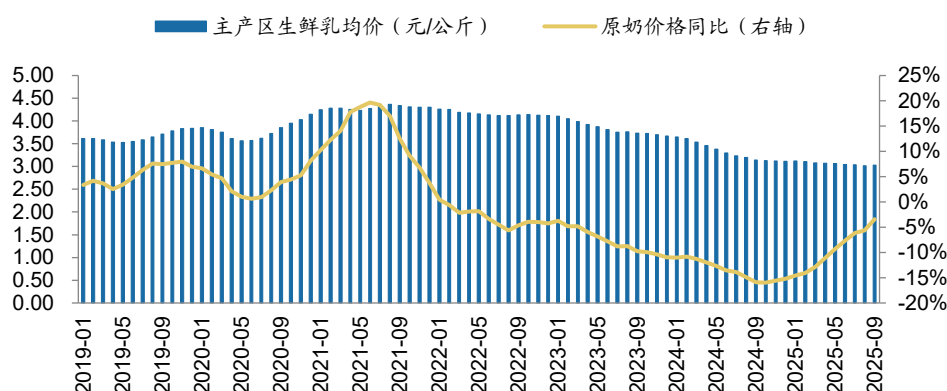
爱氏晨曦 B 端系列



数据来源：2024 年妙可蓝多可持续发展报告，广发证券发展研究中心

打造国产奶酪供应链，增长动能不断释放。此前公司超90%原料来自进口，国际奶价和汇率的波动为成本控制带来难度，叠加近期贸易壁垒频发，物流和原料成本上涨也为公司带来压力。据公司投资者接待活动记录表，为此，公司不断推进“奶酪国产化”，启动“黄金奶源带计划”，打破国内优质奶源主要集中在头部乳企手中的困境，逐渐实现原制奶酪原料国产替代。此外，据长春新闻，长春原制奶酪工厂预计2026年投产，与伊利等企业的产能加码形成本土供应链竞争。除了自身战略推动，国际和国内环境也利于妙可蓝多的国产供应链计划：从材料角度考虑，目前欧美传统产区因老龄化面临产能收缩，而中国乳业产能持续提升，这导致国际乳制品价格上升，国内价格则趋于下行，形成了有利于国产替代的“价格剪刀差”。具体到奶酪行业，汇率波动和大宗商品涨价显著抬高了进口成本，促使下游企业加速转向国产供应；同时国内奶源品质已实现突破，在新鲜奶酪等品类凭借短供应链优势和定制化工艺实现了“成本更低、品质更优”的替代条件。目前奶酪棒仍以进口原料为主，但创新产品已开始采用国产配方。这种差异化替代策略既保障了主力产品的市场表现，又通过新品快速验证国产配方的商业价值。作为行业内少数具备全产业链能力的企业，国产替代不断推进，逐渐改变上游原料高度依赖进口、原材料成本大幅上涨、供应链不确定性等现象，公司在上游奶源控制到终端产品创新上的优势正在持续释放，这种增长动能预计未来几年仍将延续。

图37：中国主产区生鲜乳均价



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(二) 营销：品牌价值与 IP 引领共筑壁垒

从“卖产品”到“卖理念”，构建奶酪生活方式认知。2019年爆火的广告词“妙可蓝多，妙可蓝多，奶酪棒，奶酪棒，高钙又营养，陪伴我成长……”专注于儿童奶酪棒本身，虽然切实当时的公司需求，但是只提供了单一价值。2022年公司奶酪片广

告“营养早餐加一片，面包加一片，煎蛋加一片，喝粥、吃面，加一片...”则兼顾了产品推广和食用场景拓展的两种作用，让“吃奶”的理念逐步进入消费者心智，使西方奶酪迈上中国餐桌。近年妙可蓝多正在进行系统化品牌战略升级，构建“欢乐、营养、专业、健康”四位一体的核心价值体系，包括邀请粉丝群体主要为年轻人的王一博作为代言人、与其他品牌开启跨界合作和营销重点IP等。例如，奶酪市集IP曾横跨10省6市，举行100+场次，其中设有“妙趣营养站”、“妙趣搭子”等摊位，包括产品铺设、免费试吃和互动体验等活动，有助于持续传播奶酪文化，努力做好品类教育，改变大众关于奶酪“价格高，味道差”的偏见。妙可蓝多正在形成年轻时尚，积极向上的品牌形象，倡导让产品为身体提供营养与能量，而品牌则提供积极向上的情绪价值满足。

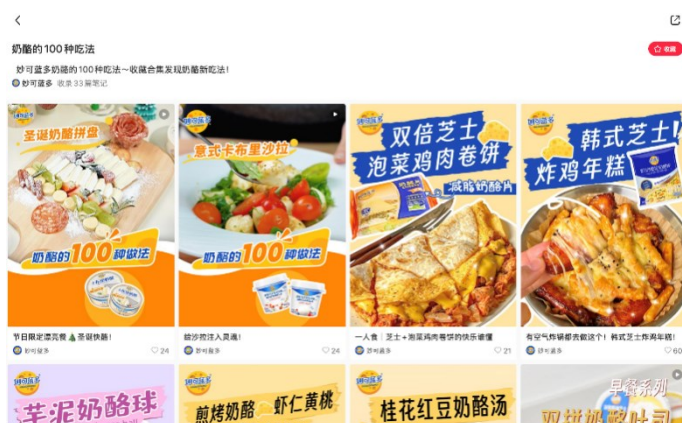
图38：妙可蓝多奶酪市集



数据来源：妙可蓝多微信公众号，广发证券发展研究中心

从“渠道发声”到“用户共鸣”，从单向传播到社群化运营。随着各类社交平台的兴起，消费者决策链条发生显著变化，信息不再由品牌单向输出作为主导，而是依赖于消费者之间的互动与口碑。在品牌早期阶段，公司曾大量依靠母婴渠道、KA商超等传统零售体系发声，通过在货架和终端投放广告强化认知。但随着奶酪品类逐步普及，品牌间的界限模糊，单纯依靠渠道势能已难以持续驱动增长。因此，妙可蓝多开始将重点转向社群运营和用户情感连接。例如，妙可蓝多在小红书设有“奶酪的100种吃法”，分享网友对奶酪的做法，以场景化的内容与消费者积极互动来提高品牌认知度与美誉度，带动了大量用户UGC的自然扩散，巩固妙可蓝多奶酪品类在消费者心中的地位，占领心智。

图39：小红书妙可蓝多“奶酪的100种吃法”专题

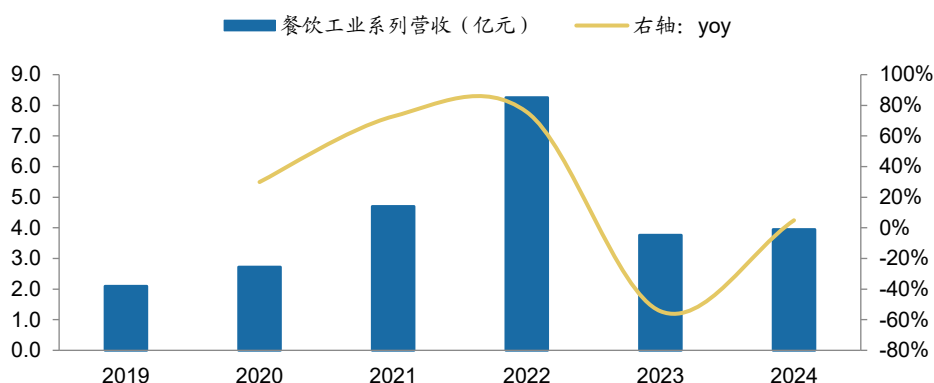


数据来源：妙可蓝多小红书账号，广发证券发展研究中心

（三）渠道：全渠道协同开发，B端C端双轮驱动

把握B端结构性变革期，重点提升大客户开发与服务能力。目前餐饮烘焙行业的蓬勃兴起为奶酪在B端的发展带来机遇，特别包括新中餐和新茶饮等，数量众多的门店对马苏里拉、黄油、稀奶油等产品的高频运用使得需求不断上升，虽然B端业务爆发力不如C端，但凭借中国奶酪市场尚处早期渗透阶段，叠加当前国产替代的历史性机遇，其增长更具确定性和持续性。在C端消费疲软，内卷严重的背景下，公司力求在B端实现扩大市场占有，成为业务收入的新增长点。据公司财报及中国企业家杂志报道，公司为B端单独设立专业化团队，配备具有应用创新服务能力的CMO，专注于为餐饮客户提供定制化解决方案，通过深度服务与客户共同开发奶酪应用场景。就销售体系而言，B端设有专门的用户事业部负责餐饮工业渠道。在餐饮工业奶酪系列，公司针对B端大客户需要开发了国产原制系列“两油一酪”的产品，将产品和供应链、技术服务结合在一起，提高产品定制能力，深度服务大客户，据公司财报数据，25H1取得超过30%的增速，显示出公司在餐饮端市场的拓展成效。虽然当前B端主要竞争来自恒天然等国际品牌，但随着国产供应链能力提升，这种进口主导的格局有望被重塑。

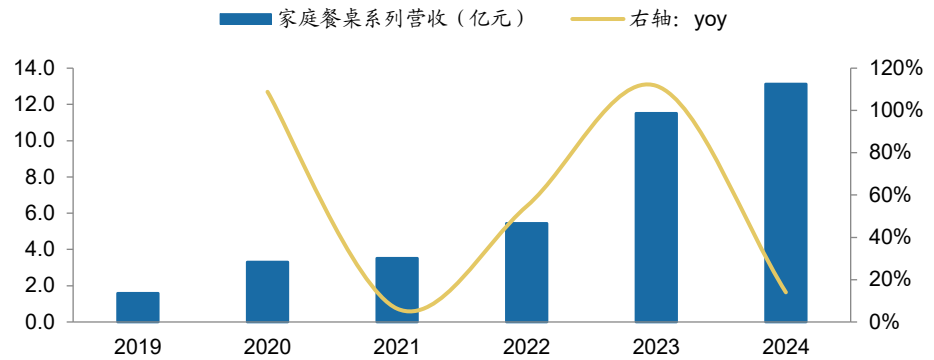
图40：2019-2024年公司餐饮工业系列营收



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

C端定位家庭共享食品，常温品类布点加快。公司正实现从儿童零食向家庭共享食品的战略延展，使奶酪兼顾家庭、职场等多场景需求，建立覆盖全年龄段、全场景的立体产品矩阵。公司与山姆开展合作，上线奶酪坚果脆和“牛肉+再制奶酪”，进一步抢占成人零食市场。奶酪坚果脆定位为年轻人零食产品，受到消费者广泛欢迎，可望成为下一个大单品，“牛肉+再制奶酪”凭借健康配方主要面向注重优质蛋白和脂肪的正统饮食人群。面向中老年群体，公司开发人参酪产品，添加牛磺酸和人参，打开药食同源的新赛道。针对零售渠道，公司坚持“低温做精、常温做广”，公司通过常温奶酪品类继续推进渠道下沉和深耕，加强终端覆盖力度。常温奶酪在运输和储存上不再受温度限制，可在全渠道进行推广，为在三四线城市及偏远地区的产品铺设提供条件。此外，常温奶酪能随时食用，消费场景受到更少的限制，解决了品类发展在渠道、场景和市场上的痛点。公司在2021年成立常温事业部，率先推出常温奶酪棒，并在近两年加大在常温产品方面的创新，新品迭出，并受到消费者的广泛欢迎。在C端，公司已实现常温与低温齐头并进，成为奶酪休闲零食的引领者。

图41： 2019-2024年公司家庭餐桌系列营收



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表 6： 2021-2025年7月公司部分新品

品类	2021	2022	2023	2024	2025
儿童	低温 金装奶酪棒、0 添加奶酪棒	有机奶酪棒、金装奶酪棒	金装奶酪棒升级款	0 添加防腐剂奶酪棒	奇炫奶酪棒
	常温 常温奶酪棒	钙多多奶酪棒、每日吸奶酪、妙同学奶酪棒	三支装奶酪棒、散称奶酪棒	/	成长酪乳
成人	低温 “每日芝食” 奶酪条	/	慕斯奶酪杯	0 蔗糖奶酪小粒、手撕奶酪、一口奶酪、冻梨奶酪棒	奶酪小三角
	常温 /	/	休闲零食芝士时光系列：小乳酪三角、奶酪布丁、四重奶酪玉米脆片；常温春节礼盒	花酪棒、鳕鱼奶酪条	嚼！奶酪棒、云朵芝士、奶酪小丸子、奶酪坚果脆、“牛肉+再制奶酪”
家庭餐桌	低温 芝士片	金装奶酪片	哈路蜜煎烤奶酪、再制涂抹奶油芝士	涂抹奶酪迷你杯	
	常温 /	/	/	/	/

资料来源：公司年报，妙可蓝多微信公众号，广发证券发展研究中心

新兴渠道快速放量，山姆商超表现亮眼。公司营销网络分为线下渠道和电商渠道，其中线下渠道可进一步细分为零售渠道和餐饮工业渠道，目前公司已建立起覆盖全国的渠道网络。针对零售线上渠道，公司进行线上双品牌布局，在传统电商平台持续深耕，大力发展抖音、快手等电商平台，积极拓展即时零售平台。据公司财报数据，2024年，妙可蓝多线上销售实现3.8亿元，毛利率41.6%。

2025年公司继续推进与各大平台合作，并在原有商超体系逐步承压的背景下，主动将资源投向如山姆会员店等量贩与万辰等零食连锁渠道，持续精耕现代渠道，改善经营效率。其中，好想来渠道的奶酪小丸子凭借小马宝莉IP款实现市场突破。8月22日，妙可蓝多官宣旗下新产品“奶酪坚果脆”正式进驻全国山姆系统开售，该产品以奶酪为主料，其上覆盖各类坚果，口感香脆，打破了奶酪传统吃法，市场反馈良好。长期来看有望进一步提升公司的运营效率与产品竞争力，巩固在奶酪赛道的领先优势：（1）山姆渠道为公司带来了价值升级、用户破圈和产品反馈，山姆严格的选品标准树立了高品质的形象，入驻山姆利于提升公司品牌的认可度；（2）山姆拥有忠诚度较高、消费力强、价格敏感度低的会员群体，提供了稳定且优质的客源；（3）

山姆会通过消费数据和用户反馈赋能产品研发与优化，更好地捕捉消费趋势和动向，助力打造爆款大单品。

图42：妙可蓝多和山姆渠道合作新品



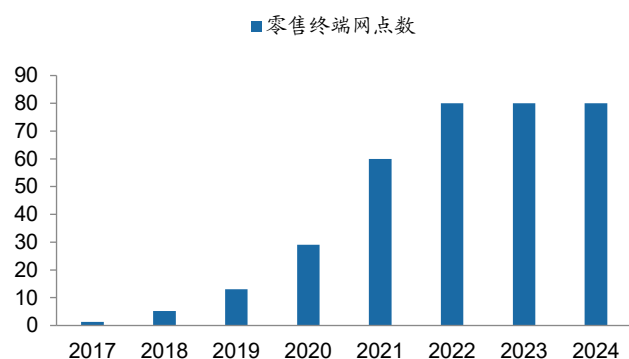
数据来源：FBIF，广发证券发展研究中心

图 43： 25 年妙可推出奶酪小三角、奶酪小丸子新品



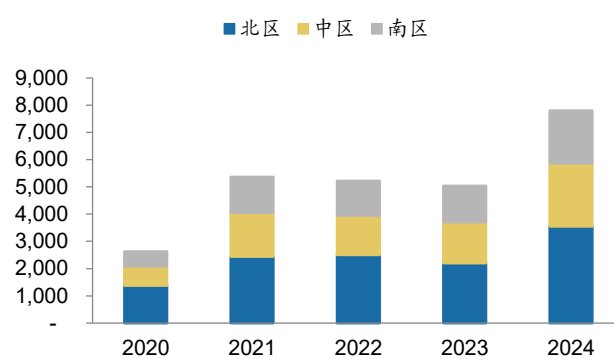
数据来源：妙可蓝多公众号，广发证券发展研究中心

图44：公司2017-2024年零售终端网点数(单位：万个)



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 45： 2020-2024 年分地区经销商数量 (单位：个)



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

四、盈利预测及投资建议

基于以下关键假设，我们对公司进行盈利预测：

1. 奶酪业务

收入端：（1）**即食营养系列**。受益于公司在产品上积极推出奶酪小粒、奶酪小三角及奶酪小丸子等新品，同时积极拓展多元渠道，有望实现稳健复苏。预计2025-2027年收入增速为12.3%/10.2%/8.5%；（2）**餐桌奶酪系列**。其中，家庭餐桌奶酪系列：通过优化传统商超渠道的陈列布局、积极拓展新兴零售渠道，并创新推出原制涂抹奶油奶酪迷你杯等特色品类，家庭餐桌奶酪系列成功实现了销售覆盖范围与消费场景的双重突破，进一步提升了市场渗透力与消费者体验。预计2025-2027年收入端保持稳中有增的良好态势。餐饮工业系列：**B端**奶酪产业趋势放量，公司实现强劲发展。一方面积极拓展新客户群体，成功与西餐连锁、新兴茶咖及烘焙品牌建立战略合作；另一方面与蒙牛奶酪的资源协同，通过客户共享机制有效带动业务增量，实现双赢发展，预计未来保持高增。因此，整体而言，我们预计2025-2027年公司BC餐桌奶酪业务收入分别同比+29.3%/+25.2%/+24.2%。

毛利率：随着渠道拓展带来规模优势及产品结构优化带来盈利质量改善，叠加原材料国产替代带来的原料成本下降，产品毛利率有望逐渐改善，预计2025-2027年分别为36.1%/36.6%/36.7%。

2. 液奶及贸易业务

公司未来有望战略性收缩低毛利的贸易等业务，因此该类业务并非公司未来核心发展方向，预计收入及毛利率保持平稳，变化幅度有限。

3. 费用端

（1）**销售费用**：未来，公司通过精细化管理和供应链整合，有望显著降低运营成本，提升内部组织效率。同时，与蒙牛合作实现资源共享，减少重复投入，同时通过数字化营销（如抖音、小红书）提升费效比。预计2025-2027年公司销售费用率分别为17.5%/17.2%/16.8%，对应毛销差为13.3%/14.5%/15.3%。

（2）**管理费用**：2025年或因股权激励费用增加而同比上升，但26年开始摊销成本逐渐下降，因此预计2025-2027年公司管理费用率分别为7.2%/7.0%/6.7%。同时研发费用率保持稳中略降。

表 7: 妙可蓝多盈利预测假设

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
液奶收入 (百万元)	334	401	409	417	425
yoy	-4.3%	20.2%	2.0%	1.9%	1.8%
毛利率	9.2%	7.0%	7.8%	7.5%	7.3%
销量 (吨)	50436	76598	77364	78137	78919
yoy	-3.0%	51.9%	1.0%	1.0%	1.0%
价格 (元/吨)	6618	5240	5293	5340	5383
yoy	-1.4%	-20.8%	1.0%	0.9%	0.8%
奶酪收入 (百万元)	3,514	3,757	4,510	5,303	6,189
yoy	-9.2%	6.9%	20.0%	17.6%	16.7%
毛利率	43.8%	35.0%	36.1%	36.6%	36.7%
——即食营养系列 (百万元)	1,987	2,050	2,303	2,539	2,755
yoy	-20.5%	3.2%	12.3%	10.2%	8.5%
销量 (吨)	22,762	24,000	27,336	29,967	32,585
价格 (元/吨)	87,275	85,411	84,973	84,683	84,520
——餐桌奶酪系列 (百万元)	1527	1707	2207	2764	3434
yoy	11.5%	11.8%	29.3%	25.2%	24.2%
销量 (吨)	34880	56350	72127	89438	110009
价格 (元/吨)	43783	30295	30598	30904	31213
贸易产品 (百万元)	567	531	547	563	580
yoy	-5.4%	-6.4%	3.0%	3.0%	3.0%
其他收入 (百万元)	907	155	20	20	20
合计					
收入 (百万元)	4,049	4,844	5,486	6,303	7,214
yoy	-16.2%	19.6%	13.3%	14.9%	14.4%
毛利率	29.2%	28.3%	30.8%	31.7%	32.1%

资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

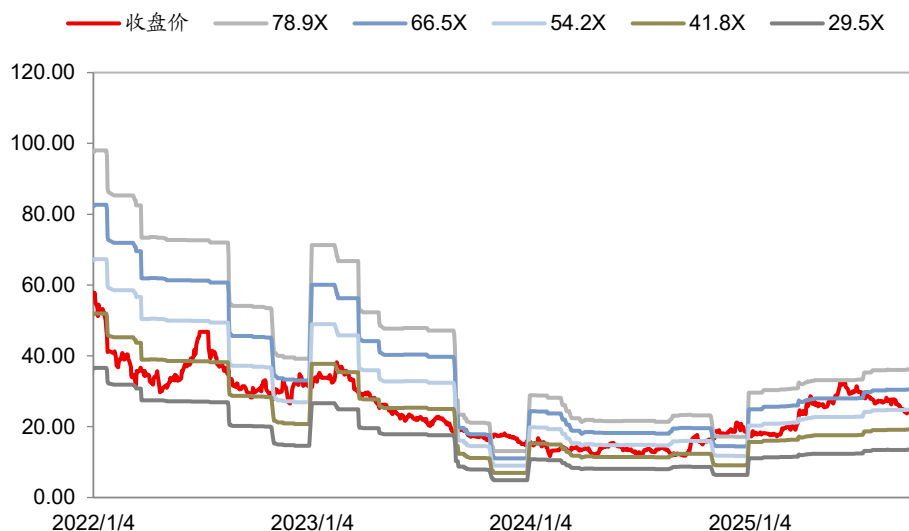
投资建议: 随着公司积极推进品类创新及渠道拓展, 预计2025-2027年妙可蓝多营业收入分别为54.86/63.03/72.14亿元, 同比+13.3%/+14.9%/+14.4%; 利润端随着公司持续推进供应链本土化和“两油一酪”国产替代, 预计对应归母净利润分别为2.20/3.29/4.35亿元, 同比+93.9%/+49.3%/+32.2%, 对应PE估值59/39/30倍。

估值层面: 一方面, 参考公司近3年PE估值中枢约52倍, 处于行业内较高估值水平; 另一方面, 结合前文所述, 乳制品行业正加速向高附加值、固态化方向转型, 奶酪作为营养密度更高的细分品类, 在国内市场仍处于渗透率快速提升阶段, 未来增长空间广阔。作为A股市场唯一的奶酪全产业链上市公司, 妙可蓝多凭借“产品+渠道+供应链”的三重优势, 构建了显著的竞争壁垒。公司B端餐饮工业渠道与C端家庭消费业务形成协同增长, 通过“奶酪棒”爆品战略抢占儿童零食心智, 同时拓展家庭烘焙、餐饮定制等多元场景, 产品矩阵持续丰富。在蒙牛资源赋能下, 公司管理层激励计划设定的三年复合增长率目标, 与渠道下沉 (覆盖县域市场)、新品迭代 (如低温

奶酪、功能性奶酪）及规模效应带来的利润弹性释放形成共振，业绩成长可期。

考虑到妙可蓝多属于A股市场唯一奶酪全产业链上市企业，与其他企业主业存在一定差异，综合考虑下我们选择乳制品行业龙头、低温奶等细分赛道龙头及高成长属性赛道企业为可比公司。相较蒙牛、伊利、光明等传统乳品企业，妙可蓝多所属的奶酪品类更具差异性及零食属性，发展更为早期，未来行业增速有望显著快于常温奶等传统品类，作为高成长性赛道稀缺标的，应享受一定估值溢价。因此，随经营业绩改善，我们给予公司2026年45倍PE估值，合理价值29.02元/股，给予“增持”评级。

图46：妙可蓝多历史PE-Band（收盘价：元/股）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 8：可比公司估值

公司	EPS（元/股）			PE（倍）		
	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
伊利股份	1.3	1.8	1.9	21	15	14
蒙牛乳业	0.0	1.1	1.3	480	13	11
新乳业	0.6	0.8	1.0	28	21	18
三元股份	0.0	0.1	0.1	124	62	49
光明乳业	0.5	0.4	0.4	17	24	21
天润乳业	0.1	0.2	0.5	74	43	19
李子园	0.6	0.6	0.7	22	20	18
熊猫乳品	0.8	0.8	0.9	32	32	28
一鸣食品	0.1	0.1	0.2	299	209	105

资料来源：Wind，广发证券发展研究中心 注：均采用截至2025年10月23日wind一致预期

五、风险提示

（一）食品安全问题

若行业突发食品质量安全事件，或公司在生产、仓储、物流及终端销售等环节出现产品品质管控疏漏，均可能引发品牌声誉危机，进而对市场销售业绩造成显著冲击。

（二）产业发展不及预期

受宏观经济环境及产业升级进程影响，乳制品行业整体转型步伐可能滞后于预期，进而延缓奶酪产业的高速发展进程。同时，当前奶酪产业链在原料供应、技术研发、冷链物流等环节仍存在短板，亟待完善优化。若行业经营环境发生剧烈波动，将导致产能利用率下降，公司将面临一定的市场风险。

（三）市场竞争加剧

随着中国奶酪市场持续扩容，海外品牌正加速布局中国市场，本土乳企亦纷纷加码奶酪赛道，市场竞争格局或将进一步加剧。行业竞争格局快速变化，市场竞争加剧。若公司不能及时把握市场变化机遇，增强企业竞争优势，将在未来的市场竞争中处于不利地位，影响公司业绩表现。

（四）原材料价格波动风险

公司奶酪产品的原奶等原材料主要来自国际市场采购，受汇率、奶牛生长周期、存栏量、市场供求等多重因素影响，存在一定波动性，如果奶价大幅上涨，将公司奶酪产品利润释放造成一定压力。

（五）渠道及产品发展不及预期

随着公司规模扩张，逐渐拓展B端等领域，若渠道扩张推进受阻，将影响收入、业绩增长。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	3,708	3,631	3,620	3,764	4,222
货币资金	2,396	1,105	1,050	1,120	1,480
应收及预付	448	332	338	355	377
存货	533	574	612	670	748
其他	332	1,620	1,620	1,619	1,617
非流动资产总额	3,124	4,090	3,790	3,954	4,111
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,482	1,852	2,020	2,187	2,304
在建工程	263	154	114	84	64
使用权资产	251	363	363	363	363
无形资产	135	202	237	268	312
其他	993	1,520	1,056	1,053	1,069
资产总额	6,833	7,721	7,409	7,718	8,332
流动负债总额	1,793	2,147	1,964	2,031	2,286
短期借款	995	1,235	1,023	1,007	1,181
应付及预收	459	461	526	622	681
其他	339	452	415	402	423
非流动负债总额	737	1,165	875	789	713
长期借款	423	683	500	400	300
应付债券	0	0	0	0	0
其他	314	481	375	389	413
负债总额	2,530	3,312	2,839	2,820	2,999
股本	514	512	510	510	510
其他	3,789	3,897	4,060	4,389	4,823
归母权益合计	4,303	4,409	4,570	4,899	5,334
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	6,833	7,721	7,409	7,718	8,332

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,049	4,844	5,486	6,303	7,214
营业成本	2,865	3,473	3,797	4,305	4,895
营业税金及附加	27	27	31	35	40
销售费用	939	922	958	1,085	1,215
管理费用	148	269	394	444	483
研发费用	46	48	55	57	63
财务费用	25	50	70	60	56
资产信用减值损失	-4	-8	-2	-2	-2
公允价值变动收益	-27	17	10	10	10
投资收益	52	54	55	54	54
营业利润	84	164	294	434	575
营业外收支	0	-3	0	5	5
利润总额	84	161	294	439	580
所得税费用	4	47	73	110	145
合并净利润	80	114	220	329	435
少数股东损益	16	0	0	0	0
归母净利润	63	114	220	329	435
EPS (元/股)	0.12	0.22	0.43	0.64	0.85

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	279	531	585	685	817
合并净利润	80	114	220	329	435
折旧摊销	189	253	316	369	422
营运资金变动	64	132	44	-8	-31
其他	0	0	-3	-1	1
投资活动现金流净额	1,368	-2,009	66	-470	-510
资本性开支	-289	-350	-479	-537	-563
投资	1,593	-1,715	420	0	2
其他	64	56	125	67	51
融资活动现金流净额	-591	195	-680	-145	54
股本融资	0	0	-58	0	0
债权融资	86	551	-524	-94	103
股利分配与偿付利息	-15	-25	-66	-56	-56
其他	-661	-332	-32	5	6
现金净增加额	1,054	-1,294	-28	70	360
期初现金余额	1,318	2,372	1,078	1,050	1,120
期末现金余额	2,372	1,078	1,050	1,120	1,480

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	-16.2%	19.6%	13.3%	14.9%	14.4%
营业利润增长率	-62.8%	94.4%	79.6%	47.6%	32.6%
归母净利润增长率	-53.1%	79.1%	93.9%	49.3%	32.2%
获利能力					
毛利率	29.2%	28.3%	30.8%	31.7%	32.1%
净利率	2.0%	2.3%	4.0%	5.2%	6.0%
ROE	1.5%	2.6%	4.8%	6.7%	8.2%
偿债能力					
资产负债率	37.0%	42.9%	38.3%	36.5%	36.0%
有息负债率	20.8%	24.8%	20.6%	18.2%	17.8%
流动比率	2.1	1.7	1.8	1.9	1.8
利息保障倍数	2.1	2.8	4.6	7.7	10.2
营运能力					
应收账款周转率	35.1	41.0	42.4	45.0	46.2
存货周转率	5.4	6.1	6.2	6.4	6.5
应付账款周转率	11.5	10.2	11.4	11.0	10.8
每股指标					
每股收益	0.12	0.22	0.43	0.64	0.85
每股净资产	8.37	8.61	8.96	9.60	10.46
每股经营现金流	0.54	1.04	1.15	1.34	1.60
估值比率					
PE	130.1	80.7	58.5	39.2	29.6
PB	1.9	2.1	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	26.3	24.6	21.7	16.4	13.0

广发食品饮料研究小组

符 蓉：首席分析师，金融学硕士，8 年证券与基金投研经验。

郝 宇 新：资深分析师，金融学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

吴 思 颖：资深分析师，金融学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

胡 慧：资深分析师，金融学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

廖 承 帅：资深分析师，工程学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

殷 卓 龙：高级分析师，管理学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

周 源：高级分析师，理学硕士，2025 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。