

公司研究

BC 两端齐发力，收入利润持续改善

——妙可蓝多（600882.SH）2025 年三季报点评

买入（上调）

当前价：25.11 元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebscn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebscn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

021-52523808

nieboya@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.10
总市值(亿元):	128.07
一年最低/最高(元):	15.88/33.46
近 3 月换手率:	86.14%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.76	-10.21	-23.20
绝对	3.25	3.25	-2.11

资料来源：Wind

相关研报

B 端业务表现亮眼，利润显著改善——妙可蓝多（600882.SH）2025 年半年报业绩点评（2025-08-22）

奶酪消费趋势向好，25H1 归母净利实现高增——妙可蓝多（600882.SH）2025 年半年报预告点评（2025-07-12）

要点

事件：妙可蓝多 2025 年前三季度实现营业收入 39.57 亿元，同比+10.09%；归母净利润 1.76 亿元，同比+106.88%；扣非归母净利润 1.20 亿元，同比+92.44%。其中，25Q3 实现营业收入 13.90 亿元，同比+14.22%；归母净利润 0.43 亿元，同比+214.67%；扣非归母净利润 0.17 亿元，同比+224.22%。

奶酪主业增长稳健，B 端业务延续高增。1) 分产品看，25Q3 公司奶酪/液态奶/贸易业务收入分别为 11.66/1.30/0.87 亿元，分别同比+22.4%/+36.8%/-38.0%。2) 分地区看，25Q3 北区/中区/南区实现营业收入 4.83/6.00/3.00 亿元，同比+9.2%/+26.0%/+11.4%。从经销商数量来看，截至 25Q3 末，公司共有 5873 个经销商，Q3 净减少 678 家，其中北区/中区/南区分别净减少 322/262/94 家。3) 分渠道看，25Q3 经销渠道收入 9.76 亿元，同比+3.8%；直营渠道收入 2.77 亿元，同比+157.8%；贸易渠道收入 1.30 亿元，同比-7.3%。

25Q3 产品结构优化带动毛利率和净利率提升。1) 25 年前三季度/25Q3 公司毛利率分别为 29.88%/28.18%，同比+0.95/+5.73pcts，主要系产品结构优化，高毛利率奶酪产品收入占比提升。2) 25 年前三季度/25Q3 公司销售费用率分别为 17.41%/17.48%，同比-1.76/+2.37pcts，主要系新品上市加大推广力度。公司于 25 年 9 月成为中国国家队官方合作伙伴，10 月成为 NBA 中国官方市场合作伙伴，预计销售费用仍将维持高位。3) 25 年前三季度/25Q3 管理费用率分别为 5.95%/6.49%，同比+0.6/+1.37pcts，主要系公司于 25 年 3 月实施股权激励计划和员工持股计划，并确认相关股份支付费用。4) 综合来看，25 年前三季度/25Q3 公司销售净利率达到 4.45%/3.09%，同比+2.08/+2.6pcts。

B 端大客户开发顺利，C 端新品类与新渠道打开增量空间。公司坚定执行“聚焦奶酪”和“BC 双轮驱动”战略。B 端，公司受益于与爱氏晨曦的业务协同，形成“两油一酪”的产品组合优势，向客户提供一站式解决方案。凭借增强的综合服务能力，公司在 B 端客户拓展上取得实质性突破，已进入百胜中国等国际西餐连锁的供应链，并与乐乐茶等茶饮品牌展开合作。2025 年 5 月，公司荣获百胜中国颁发的“卓越供应链奖”。

C 端，公司推行“奶酪+”零食化战略，面向成人市场推出奶酪小丸子、奶酪小三角、奶酪脆片等一系列创新产品。公司于 25 年 7 月发布“参情酪意”新品系列，每盒添加超 2.9g 长白山人参，在抢占功能性食品蓝海的同时，率先把握银发经济发展机遇；同年 8 月推出奶酪坚果脆，强势入驻山姆会员店。渠道上，公司积极拥抱新兴业态，大力发展零食量贩、会员店等高势能渠道，并推出渠道定制化产品。

随着资本退潮和行业洗牌加剧，部分中小奶酪品牌已逐步退出市场，行业集中度显著提升，行业龙头地位稳固。公司于 2025 年推出的股权激励计划，设定了 2025-2027 年累计营收近 200 亿、累计净利润近 10 亿的目标，彰显了管理层对公司长期高质量发展的坚定信心，也为未来业绩增长提供了强劲的内在动力。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司 BC 两端业务发展态势持续向好，利润率回升速度快，我们上调公司 2025 年归母净利润预测至 2.35 亿元（上调 9%），维持 2026-2027 年归母净利润预测分别为 3.24/4.57 亿元，折合 2025-2027 年 EPS 分别为 0.46/0.64/0.90 元，对应 PE 分别为 55x/40x/28x。公司 C 端奶酪龙头地位稳固，奶酪行业增长空间较大，公司业务逐步回归正轨，我们上调至“买入”评级。

风险提示：新品增长低于预期；原材料价格上涨；食品安全问题。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,049	4,844	5,430	6,214	7,222
营业收入增长率	-16.16%	19.63%	12.10%	14.45%	16.22%
归母净利润（百万元）	63	114	235	324	457
归母净利润增长率	-53.15%	79.10%	106.71%	37.98%	41.09%
EPS（元）	0.12	0.22	0.46	0.64	0.90
ROE（归属母公司）（摊薄）	1.47%	2.58%	5.06%	6.53%	8.43%
P/E	203	113	55	40	28
P/B	3.0	2.9	2.8	2.6	2.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-10-30（注：2023-2027 年总股本数分别为 5.14/5.12/5.10/5.10/5.10 亿股）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,049	4,844	5,430	6,214	7,222
营业成本	2,865	3,473	3,851	4,354	5,003
折旧和摊销	141	195	200	222	239
税金及附加	27	27	30	35	41
销售费用	939	922	948	1,064	1,220
管理费用	148	269	328	357	386
研发费用	46	48	49	56	65
财务费用	25	50	48	50	42
投资收益	52	54	60	45	40
营业利润	84	164	309	426	601
利润总额	84	161	317	432	610
所得税	4	47	83	108	152
净利润	80	114	235	324	457
少数股东损益	16	0	0	0	0
归属母公司净利润	63	114	235	324	457
EPS(元)	0.12	0.22	0.46	0.64	0.90

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	279	531	357	476	600
净利润	63	114	235	324	457
折旧摊销	141	195	200	222	239
净营运资金增加	-270	135	233	-319	292
其他	346	87	-311	248	-388
投资活动产生现金流	1,368	-2,009	-9	-255	-260
净资本支出	-289	-350	-450	-250	-250
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	1,657	-1,659	441	-5	-10
融资活动现金流	-591	195	175	-607	-138
股本变化	-2	-2	-2	0	0
债务净变化	88	575	226	-557	-96
无息负债变化	-119	207	46	70	87
净现金流	1,054	-1,294	524	-386	202

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	29.2%	28.3%	29.1%	29.9%	30.7%
EBITDA 率	6.3%	7.7%	9.0%	10.4%	11.5%
EBIT 率	2.3%	3.2%	5.3%	6.8%	8.2%
税前净利润率	2.1%	3.3%	5.8%	7.0%	8.4%
归母净利润率	1.6%	2.3%	4.3%	5.2%	6.3%
ROA	1.2%	1.5%	2.9%	4.0%	5.4%
ROE (摊薄)	1.5%	2.6%	5.1%	6.5%	8.4%
经营性 ROIC	2.2%	2.3%	4.1%	6.4%	8.4%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	37%	43%	44%	38%	36%
流动比率	2.07	1.69	1.76	2.09	2.31
速动比率	1.77	1.42	1.50	1.72	1.88
归母权益/有息债务	2.93	2.16	2.05	2.90	3.36
有形资产/有息债务	4.06	3.30	3.18	4.09	4.58

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	6,833	7,721	8,225	8,061	8,509
货币资金	2,396	1,105	1,629	1,243	1,444
交易性金融资产	200	1,468	1,476	1,484	1,492
应收账款	108	129	145	166	192
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	19	25	28	32	37
存货	533	574	636	719	826
其他流动资产	113	119	119	119	119
流动资产合计	3,708	3,631	4,257	4,016	4,403
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,482	1,852	2,100	2,121	2,132
在建工程	263	154	131	113	92
无形资产	135	202	247	292	336
商誉	384	384	384	384	384
其他非流动资产	44	113	113	113	113
非流动资产合计	3,124	4,090	3,968	4,045	4,107
总负债	2,530	3,312	3,583	3,095	3,086
短期借款	995	1,235	1,455	893	792
应付账款	250	342	379	428	492
应付票据	165	33	36	41	47
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	4	10	10	10	10
流动负债合计	1,793	2,147	2,413	1,921	1,906
长期借款	423	683	688	693	698
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	40	84	84	84	84
非流动负债合计	737	1,165	1,170	1,175	1,180
股东权益	4,303	4,409	4,642	4,966	5,423
股本	514	512	510	510	510
公积金	4,779	4,896	4,919	4,952	4,997
未分配利润	-472	-510	-299	-7	405
归属母公司权益	4,303	4,409	4,642	4,966	5,423
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	23.18%	19.03%	17.45%	17.12%	16.89%
管理费用率	3.66%	5.55%	6.05%	5.75%	5.35%
财务费用率	0.63%	1.04%	0.89%	0.80%	0.59%
研发费用率	1.12%	1.00%	0.90%	0.90%	0.90%
所得税率	5%	29%	26%	25%	25%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.54	1.04	0.70	0.93	1.18
每股净资产	8.37	8.61	9.10	9.74	10.63
每股销售收入	7.88	9.46	10.65	12.18	14.16

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	203	113	55	40	28
PB	3.0	2.9	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	55.2	39.5	27.9	20.2	15.5
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP