

妙可蓝多 (600882)

25Q3 业绩点评：BC 共驱奶酪主业加速，盈利持续改善

买入（维持）

2025 年 10 月 31 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	5,322	4,844	5,419	6,239	7,235
同比（%）	10.20	(8.99)	11.87	15.15	15.96
归母净利润（百万元）	60.07	113.62	249.58	367.53	483.34
同比（%）	(56.35)	89.16	119.66	47.26	31.51
EPS-最新摊薄（元/股）	0.12	0.22	0.49	0.72	0.95
P/E（现价&最新摊薄）	213.22	112.72	51.32	34.85	26.50

投资要点

■ **事件：**公司披露 2025 年三季报，1-9 月实现营收 39.57 亿元，同比增长 10.09%；实现归属上市公司股东净利润 1.76 亿元，同比增长 106.88%，均较上半年提速。2025Q3 实现营收 13.90 亿元，同比增长 14.22%，Q3 归属上市公司股东净利润 4,297 万元，同比增长 214.67%，Q3 扣非归母净利润 1,728 万元，同比增长 224.22%。

■ **聚焦奶酪主业，营收成长提速。**公司收入成长主要由奶酪主业驱动，1-9 月奶酪业务收入 33.02 亿元，同比增长 17.42%，其中 7-9 月奶酪业务收入 11.66 亿元，同比增长 22.44%，而 Q3 贸易和液态奶业务均出现高个位数下滑，既反映了传统液奶需求压力和小型液奶企业的竞争状态，更反映了公司聚焦主业和发力主业基本战略。25 年前三季度奶酪业务于主营收入占比约为 83.4%，较 24 年同期提高 5.2pct.，其中 25Q3 奶酪业务占比 83.9%，奶酪占比仍在进一步提升态势当中。

■ **BC 共进驱动奶酪业务快速成长，直营高速增长。**2025 上半年奶酪业务收入同比增速为 14.85%，Q3 奶酪业务增长提速，我们分析在 ToB 餐饮工业系列保持高速增长的同时，ToC 即食营养系列增长有所改善，公司整合蒙牛奶酪业务后，ToB 端马苏里拉、奶酪片、奶油及稀奶油产品组合竞争力显著提升，收入放量明显。Q3 公司在 BC 端均推进了“店效倍增计划”，ToC 终端样板店打造取得了良好效果并持续复制，三季度公司加强品牌和电商营销投入（相较于上半年销售费用的同比下降，Q3 营销费用同比增幅 9.19%），对直营（主要是电商）助力明显。1-9 月直营收入 6.96 亿元，同比增长 94.04%，单 Q3 直营收入 2.77 亿元，同比增长高达 157.78%。抖音渠道新品儿童成长杯和奶酪三角均表现不俗。

■ **极致成本战略+注重费效比，盈利持续改善可期。**公司奶酪主业持续成长可期，其中 B 端综合竞争力持续强化，C 端重拾升势，尤其电商推新和规模成长效果显著，配合渠道整合和终端拉动，C 端成长有望迎来明显改善。25Q3 公司主营毛利率 28.15%，同比提升 1.14pct.，环比略降 2.0pct.，主要系相对低毛利率的餐饮工业系列增长更快。Q3 销售费用率 17.48%，同比下降 0.81pct.，环比回落 0.41pct.，公司注重费效比并落到实处，投费更加精准。Q3 管理费用率同比提升 0.84pct.至 6.49%，主要系股权激励费用增加所致。我们认为公司已经进入盈利改善通道。

■ **盈利预测与投资评级：**公司主业聚焦，B 端增长势头强劲，C 端亦通过增强产品研发丰富矩阵，满足各类人群和多场景消费需求实现突破。我们略上修 2025/26/27 年公司营收为 54.2/62.4/72.4 亿元（前值 53.7/61.6/71.2 亿元），略下修归母净利润至 2.50/3.68/4.83 亿元（前值 2.82/3.83/4.86 亿元），当前市值对应 2026/27 年 PE 为 34.9x/26.5x，基于细分龙头地位强化和盈利高成长，仍维持评级“买入”。

■ **风险提示：**宏观需求持续疲弱；食品安全问题；原材料价格波动影响原制奶酪发展风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	25.11
一年最低/最高价	15.94/33.46
市净率(倍)	2.77
流通 A 股市值(百万元)	12,807.45
总市值(百万元)	12,807.45

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.06
资产负债率(%，LF)	45.40
总股本(百万股)	510.05
流通 A 股(百万股)	510.05

相关研究

《妙可蓝多(600882)：2025 年中报点评：BC 双驱，成长确立》

2025-08-22

《妙可蓝多(600882)：2025 年一季度点评：协同效应释放，净利率提升超预期》

2025-04-22

妙可蓝多三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,631	4,406	5,402	6,523	营业总收入	4,844	5,419	6,239	7,235
货币资金及交易性金融资产	2,573	3,211	4,074	4,988	营业成本(含金融类)	3,473	3,795	4,401	5,138
经营性应收款项	332	406	427	500	税金及附加	27	31	35	40
存货	574	630	729	850	销售费用	922	941	977	1,063
合同资产	0	0	0	0	管理费用	269	325	356	362
其他流动资产	152	160	172	185	研发费用	48	55	51	51
非流动资产	4,090	4,079	4,033	3,962	财务费用	50	64	71	83
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	48	49	50	51
固定资产及使用权资产	2,215	2,186	2,133	2,054	投资净收益	54	60	69	72
在建工程	154	157	160	166	公允价值变动	17	16	18	21
无形资产	202	189	177	164	减值损失	(8)	1	2	2
商誉	384	381	378	375	资产处置收益	0	1	1	1
长期待摊费用	262	276	290	304	营业利润	164	333	488	644
其他非流动资产	874	891	896	900	营业外净收支	(3)	0	2	0
资产总计	7,721	8,485	9,435	10,486	利润总额	161	333	490	644
流动负债	2,147	2,365	2,687	3,035	减:所得税	47	83	123	161
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,359	1,561	1,761	1,961	净利润	114	250	368	483
经营性应付款项	374	401	465	542	减少少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	86	81	87	94	归属母公司净利润	114	250	368	483
其他流动负债	327	323	375	437	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.22	0.49	0.72	0.95
非流动负债	1,165	1,465	1,725	1,945	EBIT	143	396	561	728
长期借款	683	883	1,063	1,223	EBITDA	397	686	875	1,064
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	28.29	29.96	29.46	28.98
租赁负债	391	491	571	631	归母净利率(%)	2.35	4.61	5.89	6.68
其他非流动负债	91	91	91	91	收入增长率(%)	(8.99)	11.87	15.15	15.96
负债合计	3,312	3,830	4,412	4,980	归母净利润增长率(%)	89.16	119.66	47.26	31.51
归属母公司股东权益	4,409	4,655	5,023	5,506					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	4,409	4,655	5,023	5,506					
负债和股东权益	7,721	8,485	9,435	10,486					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	531	414	643	735	每股净资产(元)	8.61	9.13	9.85	10.79
投资活动现金流	(2,009)	(439)	(396)	(393)	最新发行在外股份 (百万股)	510	510	510	510
筹资活动现金流	195	449	399	350	ROIC(%)	1.52	4.12	5.26	6.15
现金净增加额	(1,294)	421	646	692	ROE-摊薄(%)	2.58	5.36	7.32	8.78
折旧和摊销	253	289	313	337	资产负债率(%)	42.89	45.14	46.77	47.49
资本开支	(350)	(241)	(240)	(241)	P/E (现价&最新股本摊薄)	112.72	51.32	34.85	26.50
营运资本变动	132	(121)	(8)	(59)	P/B (现价)	2.92	2.75	2.55	2.33

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(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,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>