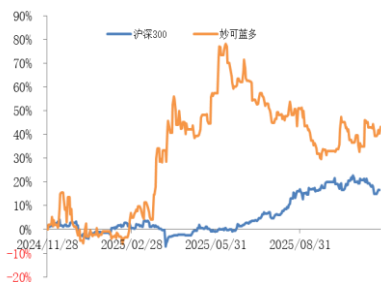


品牌破圈，国产替代加速

核心要点：

公司评级：买入（维持）

近十二个月公司表现



%	1 个	3 个月	12 个月
相对收益	11.5	-26.4	66.4
绝对收益	9.2	-12.4	99.2

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：李育文

证书编号：S0500523060001

Tel: 021-50295328

Email: liyw3@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

□ 携手蒙牛，龙头地位再夯实

2015 年公司全面转型升级，将业务重心聚焦于奶酪领域确立“聚焦奶酪”发展战略，收购天津妙可蓝多公司和达能乳业上海工厂。2021 年之后与蒙牛订立股份认购协议，通过整合打通产业链上下游、双品牌运作，协同效应显现。2021 年之后，妙可蓝多奶酪市占率稳居市场第一。根据妙可蓝多 2023 年年报数据，在 2023 年中国奶酪品牌销售额中，妙可蓝多奶酪市场占有率超过 35%，奶酪棒市场占有率更超过 40%，公司稳居行业第一并持续扩大领先优势。

□ 品牌破圈，成人+B 端市场放量打开增长空间

公司坚持“聚焦奶酪”核心战略，构建即食营养、家庭餐桌、餐饮工业三大产品矩阵，SKU 接近百款。

即食营养系列以奶酪棒为核心，逐步切入新场景。2025 年推出“成长酪乳”锁定 8-14 岁青少年；同时上市深色调“牛肉+再制奶酪”、奶酪小三角、哪吒 IP“奶酪酥酥”等健康零食，切入成人休闲、健身、户外消费场景，实现品牌受众破圈。

餐饮工业系列面向茶饮、烘焙及连锁餐饮提供马苏里拉、奶酪酱、厚乳芝士等定制原料，根据公司 2024 年年报，2024 年实现营收 13.13 亿元，同比+14.07%，占奶酪板块 34.94%，占比扩大，且毛利率呈回升趋势。

量价方面，根据公司 2024 年年报，2024 年公司奶酪销量 8.03 万吨，同比+39.39%；销售收入 37.57 亿元，同比+19.76%；吨价 4.68 万元，同比-14.08%，以高性价比加速渗透，形成“量增价优”的良性扩张通道。

□ 我国奶酪处于增量阶段，国产化替代加速推进

渗透率低，市场空间大。根据妙可蓝多 2022 年年报及中国经营报数据，2022 年全国奶酪零售规模 143 亿元，预计 2022-2026 年增速将维持在 14.5%。根据马赢及东方财富网，我国奶酪渗透率仍不足乳制品大盘的 3%，提升弹性大。

我国人均奶酪消费量远低于全球平均水平，但低基数亦孕育高增长。根据欧赛斯咨询数据，2021 年中国人均 0.2kg，不足全球均值 2.3kg 的十分之一；2017-2021 年人均复合增速 18.9%，远高于日韩及欧美国家的增速。

行业集中度高，国产替代加速。根据前瞻产业研究院及妙可蓝多 2023 年年报数据，2023 年 CR3 为 53.2%、CR5 为 64.4%、CR10 为 77.1%，龙头妙可蓝多市占率超过 35%，连续三年第一，中腰部品牌以低价快速切入，国产替代加速。

□ 投资建议

公司凭产品硬实力稳居市占率首位，多场景破圈提速，增量空间有望再扩大；叠加与蒙牛奶酪深度融合，协同效应进一步增强。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 54.35、61.93、71.00 亿元，同比增长 12.22%、13.94%、14.64%。归母净利润分别为 2.41、3.57、4.71 亿元，同比增长 112.10%、48.20%、31.86%。EPS 分别为 0.47、0.70、0.92 元。维持公司“买入”评级。

□ 风险提示

新品销售不及预期；渠道建设不及预期；消费恢复不及预期；原材料价格波动风险；食品安全问题；市场竞争加剧。

财务预测	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4843.75	5435.66	6193.39	7100.10
同比	19.63%	12.22%	13.94%	14.64%
归母净利润	113.62	240.99	357.13	470.90
同比	79.10%	112.10%	48.20%	31.86%
毛利率	28.29%	28.00%	27.72%	27.01%
ROE	2.58%	5.07%	6.92%	8.25%
每股收益（元）	0.22	0.47	0.70	0.92
PE	117.93	55.60	37.52	28.45

资料来源：ifind、湘财证券研究所

正文目录

1 国内奶酪龙头：破圈增长，	3
1.1 品牌：聚焦奶酪，资源整合拓展市场	3
1.2 产品：打破圈层，抢滩成人增量市场	4
1.3 渠道：线上线下全域协同，B 端 C 端全面布局	5
1.4 财务分析：增长势头强劲，毛利率稳步提升	6
1.5 奶酪量增主导，B 端占比稳步扩大	8
2 行业：增量市场持续扩容，国产化替代加速推进	10
2.1 消费基数低+渗透提速，人均消费量高速攀升	10
2.2 场景与客群双线扩张	12
2.3 竞争格局：妙可蓝多引领，加速国产替代	13
3 盈利预测与投资建议	16
4 风险提示	17

图表目录

图 1 妙可蓝多股权结构	4
图 2 妙可蓝多产品矩阵	5
图 3 公司零售终端网点数量	6
图 4 公司经销商数量	6
图 5 公司线上销售收入表现情况	6
图 6 公司营收及增速	7
图 7 公司归母净利润及增速	7
图 8 公司毛利率	7
图 9 公司营收结构（分产品）	7
图 10 公司毛利率（分产品，%）	7
图 11 公司营收结构（分地区）	8
图 12 公司毛利率（分地区，%）	8
图 13 公司奶酪板块营收及增速（分产品系列，亿元）	8
图 14 公司奶酪板块毛利率（分产品系列，%）	8
图 15 公司奶酪板块营收结构（分产品系列）	9
图 16 公司奶酪销量及增速	9
图 17 公司奶酪销售收入及增速	9
图 18 公司奶酪单价	10
图 19 世界奶酪出货量（万吨）	10
图 20 世界奶酪零售渠道零售额（亿美元）	10
图 21 我国奶酪市场销售规模及增速	11
图 22 我国奶酪需求量	11
图 23 我国消费者乳制品消费支出结构	11
图 24 2021 年全球部分国家人均奶酪消费量	12

图 25 2023 年我国奶酪类目新品 TOP100 产品类型分布情况	12
图 26 奶酪品类全渠道销售份额	13
图 27 我国奶酪行业品牌	13
图 28 我国奶酪行业集中度	14
图 29 我国奶酪市场占有率排名情况	14
图 30 我国奶酪棒市场占有率排名情况	14
图 31 我国奶酪消费结构（按渠道）	15
表 1 我国奶酪行业品牌排名（按零售价值）	15
表 2 分产品盈利预测（百万元）	17
附表 1 妙可蓝多财务报表以及相应指标	18

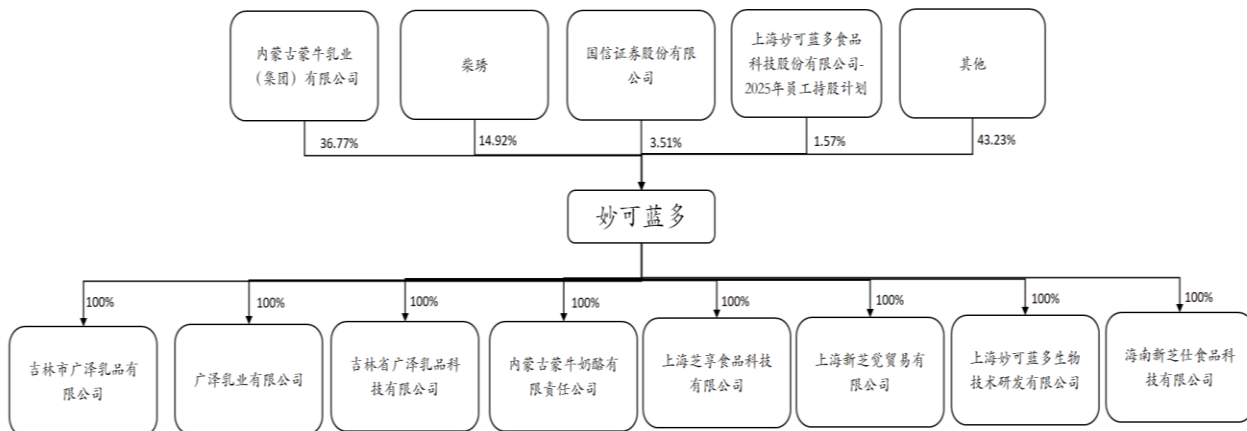
1 国内奶酪龙头：破圈增长，

1.1 品牌：聚焦奶酪，资源整合拓展市场

妙可蓝多的前身为 2001 年成立的吉林广泽，主要聚焦液态奶业务。2007 年公司与法国保健然集团合作，正式开启奶酪业务，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。2015 年，公司全面转型升级，将业务重心聚焦于奶酪领域确立“聚焦奶酪”发展战略，收购天津妙可蓝多公司和达能乳业上海工厂。2016 年，妙可蓝多成功在上海证券交易所上市，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，以妙可蓝多奶酪棒为代表的零售产品全面上市。2020 年，妙可蓝多引入战略投资人内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司，同年成为中国奶酪零售市场的第一品牌。2021 年，完成向内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司 30 亿元定增发行，内蒙蒙牛成为妙可蓝多控股股东。

与蒙牛奶酪业务完成整合，协同效应逐步显现。根据蒙牛官网，2021 年，蒙牛认购妙可蓝多 1.01 亿股，成为其控股股东，同时蒙牛承诺，将旗下奶酪业务注入妙可蓝多。2024 年 6 月，妙可蓝多以 4.48 亿元收购蒙牛奶酪 100% 股权。至此，蒙牛奶酪和妙可蓝多如约完成整合，解决了公司与蒙牛乳业及内蒙蒙牛在奶酪业务上存在的同业竞争问题，并进一步增强公司盈利能力及核心竞争力，巩固公司奶酪品类领导者地位。蒙牛奶酪业务主要包括蒙牛奶酪及“爱氏晨曦”奶制品品牌，这次收购为妙可蓝多打开了成人奶酪市场。通过整合打通产业链上下游、双品牌运作，公司奶酪品类领导者地位进一步巩固。奶酪行业进一步向头部集中，蒙牛奶酪业务“双品牌战略”成效显著，与蒙牛整合后形成“妙可蓝多+蒙牛奶酪+爱氏晨曦”的多品牌矩阵，市场占有率稳居行业第一。

图 1 妙可蓝多股权结构



资料来源：Wind、湘财证券研究所制作（截至 2025.11.24）

1.2 产品：打破圈层，抢滩成人增量市场

妙可蓝多秉持“让奶酪进入每一个家庭”的使命，依托近几年的高速扩张，已在国内奶酪赛道建立先发优势。公司坚定推行“聚焦奶酪”战略，集中资源发展更具成长前景的奶酪产品业务。

目前，公司已搭建起“即食营养、家庭餐桌、餐饮工业”三大产品矩阵，SKU 接近百款。即食营养系列把奶酪做成休闲零食，推出奶酪棒、手撕奶酪条、鳕鱼奶酪条、慕斯奶酪杯、每日吸奶酪、芝士时光等爆款；家庭餐桌系列覆盖日常烹饪场景，主打马苏里拉、奶酪片、涂抹奶油奶酪、黄油、煎烤奶酪；餐饮工业系列则面向烘焙、茶饮及连锁餐饮，提供马苏里拉、稀奶油、厚乳芝士、奶酪酱、原制奶酪等定制原料。液态奶板块有巴氏杀菌乳、发酵乳与常温液态乳，形成对奶酪主业的补充。

在消费端，妙可蓝多基本盘在儿童市场，并逐步切入成人市场。公司以奶酪棒为大单品，并推出“成长酪乳”等高蛋白新品，精准匹配 8-14 岁青少年需求，带动即食营养系列重回正增长。与此同时，妙可蓝多主动撕掉“只懂儿童奶酪”的标签，2025 年 5 月，深色调现实主义包装的“牛肉+再制奶酪”草原风味零食登陆山姆会员店，正式切入成人休闲赛道；随后上市的奶酪小三角、哪吒 IP 款“奶酪酥酥”等健康零食，把消费场景延伸到办公室、健身、户外等成人时刻，以“高蛋白+高钙”直击新生代对健康零食的核心诉求。

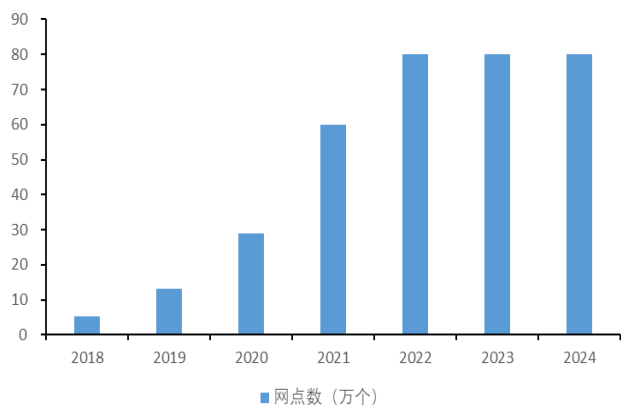
图 2 妙可蓝多产品矩阵

C 端	儿童即食营养	成人奶酪休食
		
B 端	家庭餐桌系列	蒙牛奶酪 C 端系列
		
B 端	餐饮工业系列	爱氏晨曦 B 端系列
		

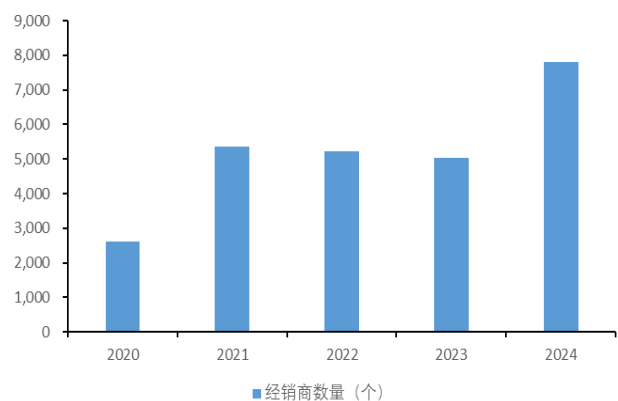
资料来源：妙可蓝多 2024 年年报、湘财证券研究所制作

1.3 渠道：线上线下全域协同，B 端 C 端全面布局

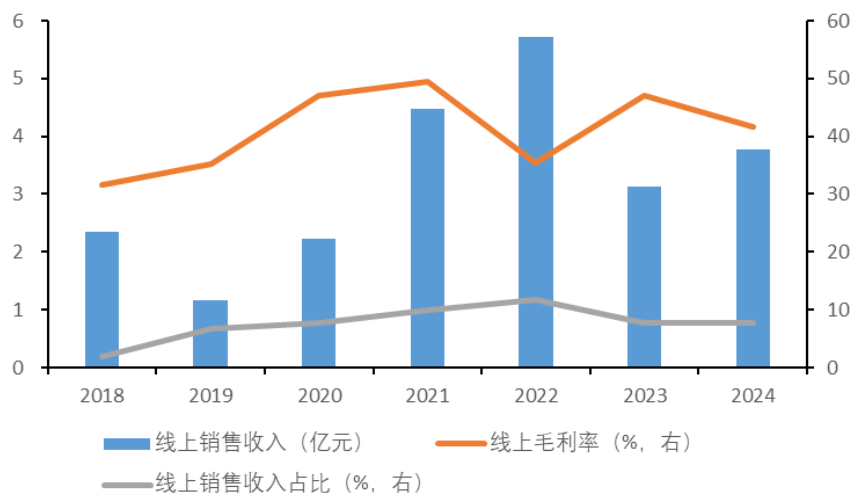
公司渠道网络不断拓展，公司零售渠道线上线下全域协同，B 端 C 端全面布局。公司销售渠道分为线下渠道和电商渠道，其中线下渠道包括零售渠道和餐饮工业渠道，目前公司已建立起覆盖全国的渠道网络。零售渠道方面，公司与经销商、大型商超、便利店、母婴店、零食量贩、会员店等渠道伙伴，共同搭建了多维协作、纵深发展的全国销售网络；餐饮工业渠道方面，公司积极布局西餐、烘焙、茶饮咖啡、工业及中餐渠道。电商渠道方面，公司持续强化在电商领域奶酪销售的领先优势，深耕天猫、京东、拼多多等传统电商平台；大力发展抖音、快手等兴趣电商平台；同时积极拓展美团、饿了么等即时零售业态。截至 2024 年 12 月 31 日，公司共有经销商 7797 家，销售网络覆盖约 80 万个零售终端。

图 3 公司零售终端网点数量


资料来源：妙可蓝多年报（2022-2024 年）、湘财证券研究所

图 4 公司经销商数量


资料来源：妙可蓝多年报（2020-2024 年）、湘财证券研究所

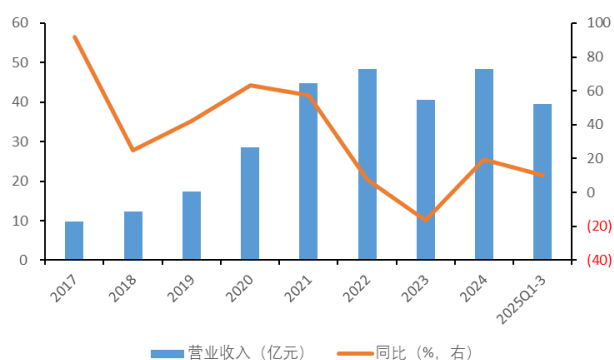
图 5 公司线上销售收入表现情况


资料来源：妙可蓝多年报（2018-2024 年）、湘财证券研究所

1.4 财务分析：增长势头强劲，毛利率稳步提升

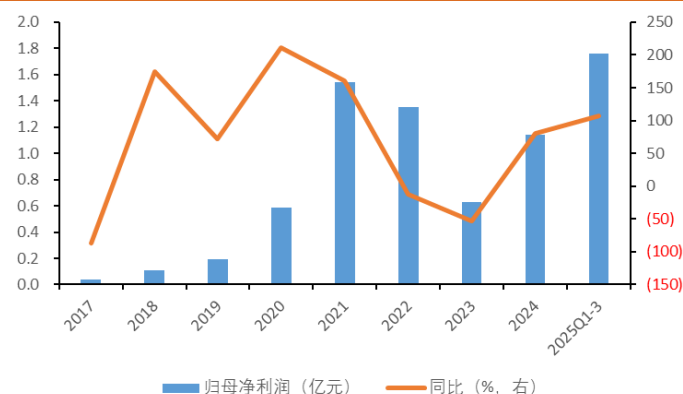
公司保持高速增长，快速提升在国内奶酪市场份额。2021 年之前，公司营收及净利润保持高速增长，毛利率快速增加，市场份额逐步扩大，在 2021 年中国奶酪品牌销售额中，妙可蓝多市占率跃居第一。2022 年受国内整体消费环境影响，营收及净利润增速有所下降，与 2024 年逐步回暖。

图 6 公司营收及增速



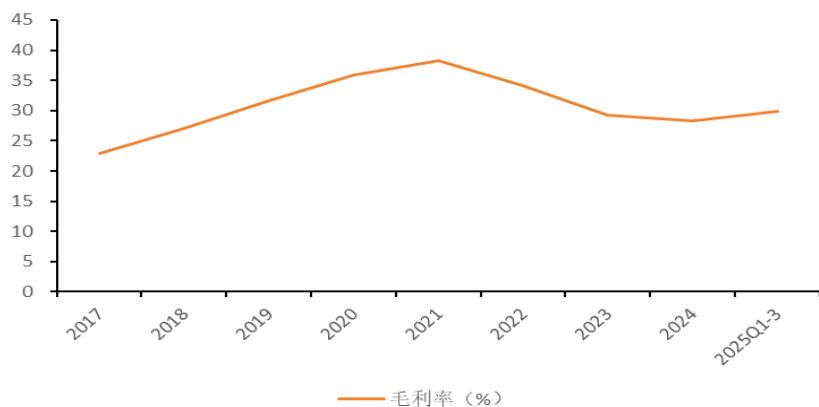
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 7 公司归母净利润及增速



资料来源：Wind、湘财证券研究所

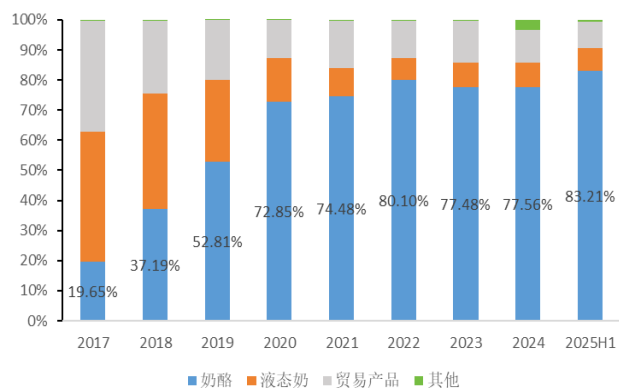
图 8 公司毛利率



资料来源：Wind、湘财证券研究所

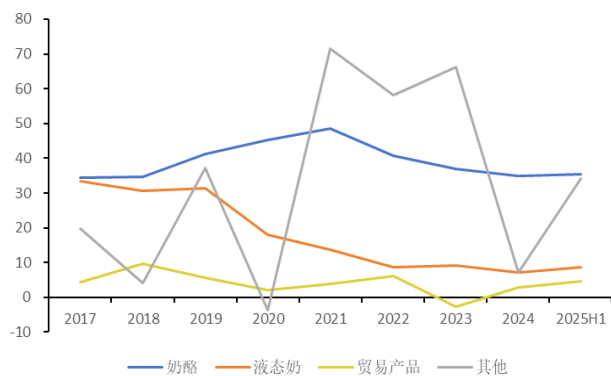
分产品看，公司聚焦奶酪主业，奶酪收入占比逐步提升。2025H1 公司奶酪收入占比达 83.21%，液态奶及贸易产品收入占比逐步减小。毛利率端，奶酪毛利率显著高于液态奶及贸易产品。2025H1，分地区看，公司业务主要分布在中区和北区，南区市场有待进一步打开。

图 9 公司营收结构（分产品）



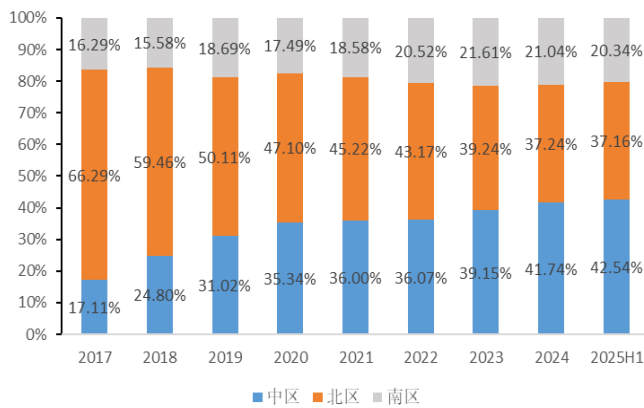
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 10 公司毛利率（分产品，%）



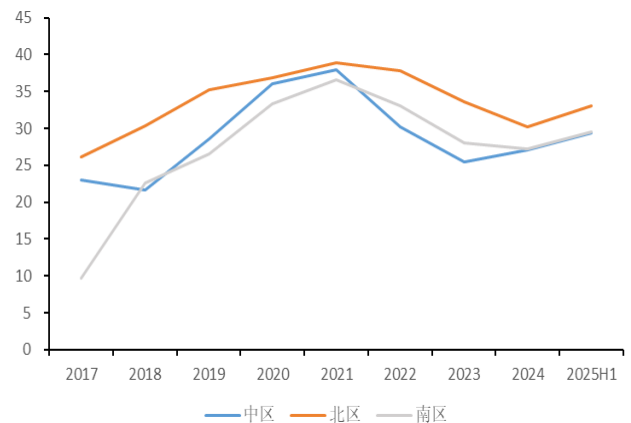
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 11 公司营收结构（分地区）



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 12 公司毛利率（分地区，%）

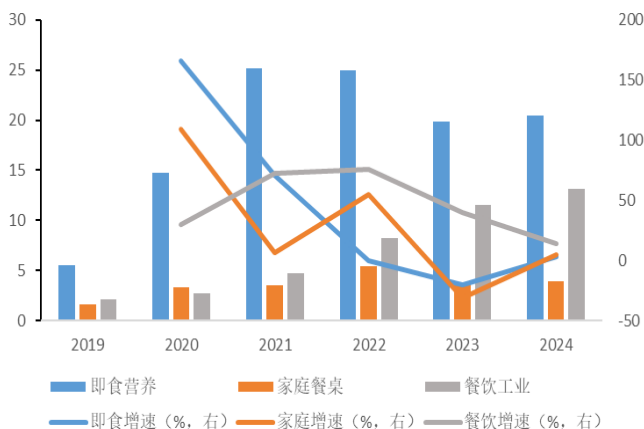


资料来源：Wind、湘财证券研究所

1.5 奶酪量增主导，B 端占比稳步扩大

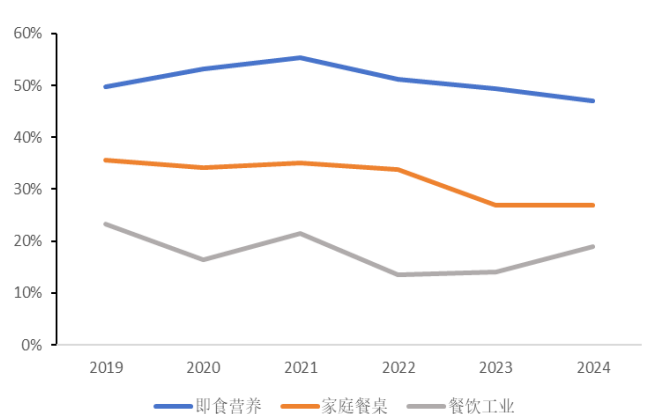
B 端产品占比扩大，毛利率逐步改善。2021 年之后，公司奶酪板块中餐饮工业系列营收增速超越即食营养系列，占比逐步扩大。2024 年餐饮工业系列营收达 13.13 亿元，同比+14.07%，在奶酪板块中占比达 34.94%。即食营养系列在奶酪板块中的占据主要份额，但整体份额趋势向下，2024 年占比为 54.56%。毛利率方面，即食营养系列毛利率大于家庭餐桌系列产品，餐饮工业系列毛利率最低，但今年 B 端产品毛利率趋势向上。

图 13 公司奶酪板块营收及增速（分产品系列，亿元）



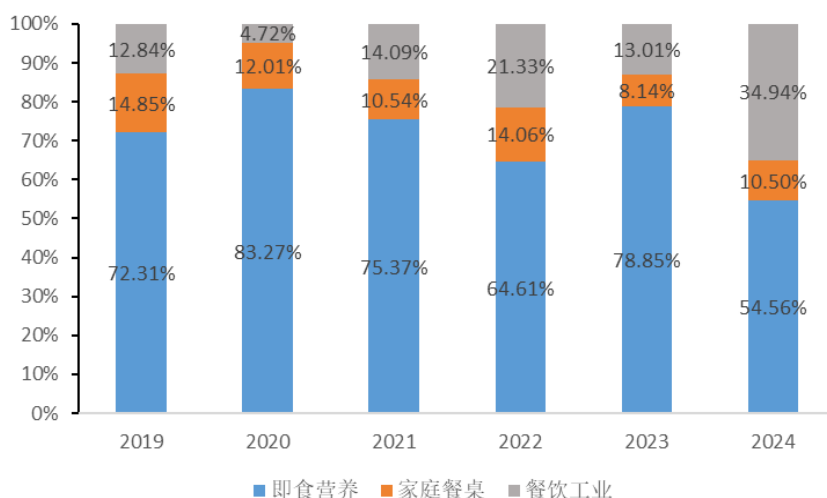
资料来源：妙可蓝多年报（2019-2024 年）、湘财证券研究所

图 14 公司奶酪板块毛利率（分产品系列，%）



资料来源：妙可蓝多年报（2019-2024 年）、湘财证券研究所

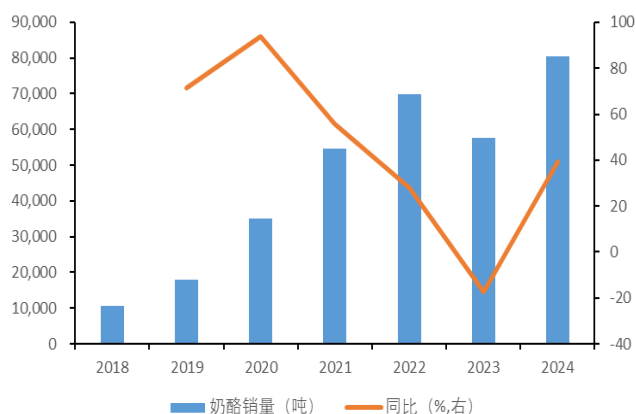
图 15 公司奶酪板块营收结构（分产品系列）



资料来源：妙可蓝多年报（2019-2024 年）、湘财证券研究所

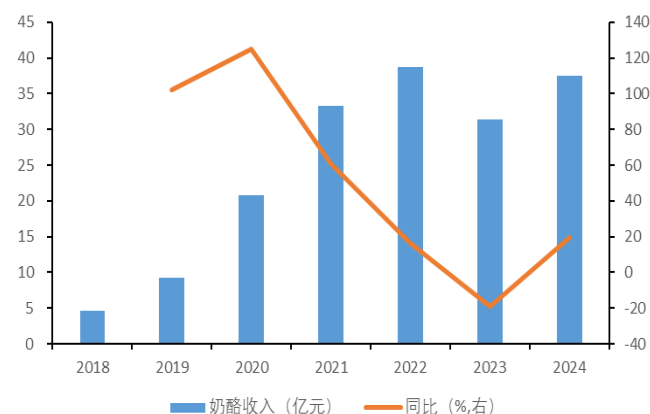
公司奶酪销售量维持较高增速，奶酪销售收入逐步回暖。2024 年公司奶酪销售收入达 37.57 亿元，同比+19.76%，增速回暖。从量上来看，公司奶酪销量整体不断扩大，2024 年公司奶酪销量为 8.03 万吨，同比+39.39%。从价上来看，2021 年之后奶酪单价逐步下滑，2024 年公司奶酪单价为 4.68 万元/吨，同比-14.08%，符合当下消费追求质价比的趋势。

图 16 公司奶酪销量及增速



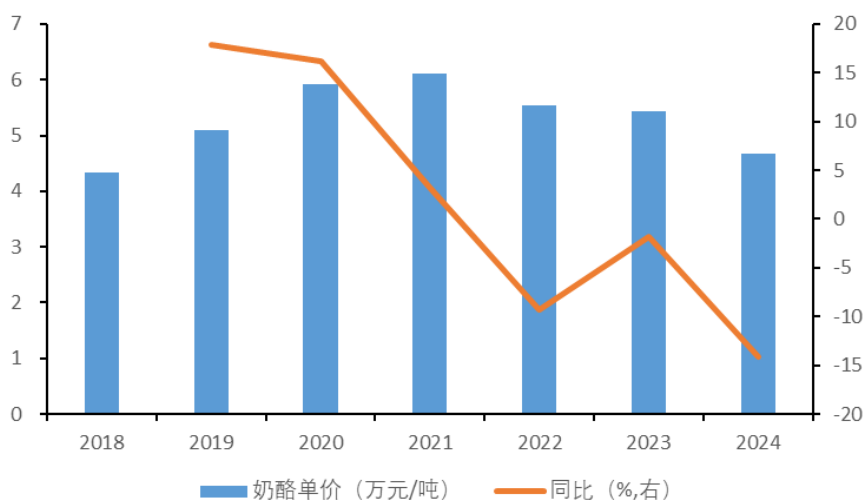
资料来源：妙可蓝多年报（2018-2024 年）、Wind、湘财证券研究所

图 17 公司奶酪销售收入及增速



资料来源：妙可蓝多年报（2018-2024 年）、Wind、湘财证券研究所

图 18 公司奶酪单价



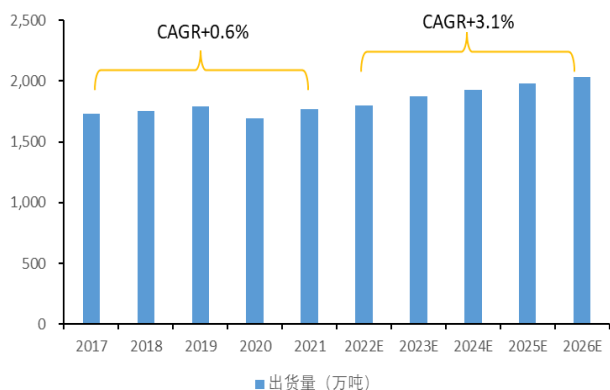
资料来源：妙可蓝多年报（2018-2024 年）、Wind、湘财证券研究所

2 行业：增量市场持续扩容，国产化替代加速推进

2.1 消费基数低+渗透提速，人均消费量高速攀升

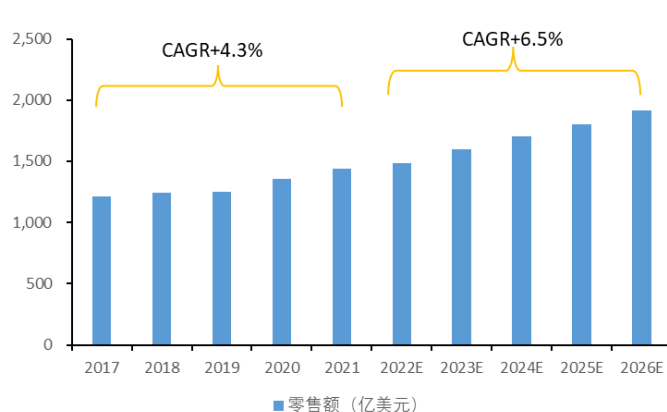
全球奶酪市场呈量稳价升的温和扩张态势。从出货量来看，2017-2021 年，全球奶酪出货量从 1732 万吨增长至 1771 万吨，年复合增速为 0.6%，预计 2022-2026 年年复合增长率小幅抬升至 3.1%。从零售额来看，2017-2026 年，世界奶酪零售渠道零售额从 1212 亿美元增长至 1436 亿美元，年复合增速为 4.3%，预计 2022-2026 年年复合增长率达 6.5%，价格贡献显著高于销量。

图 19 世界奶酪出货量（万吨）



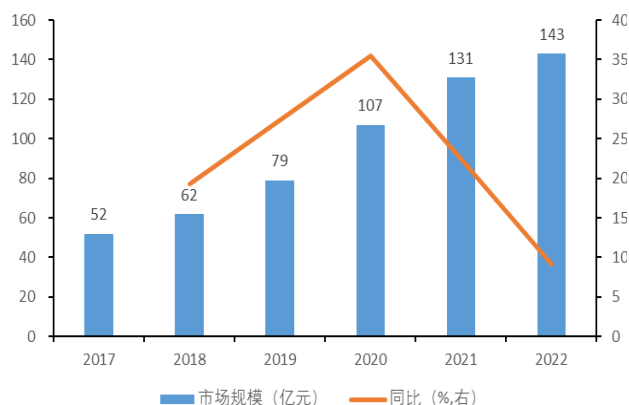
资料来源：欧赛斯咨询、湘财证券研究所

图 20 世界奶酪零售渠道零售额（亿美元）

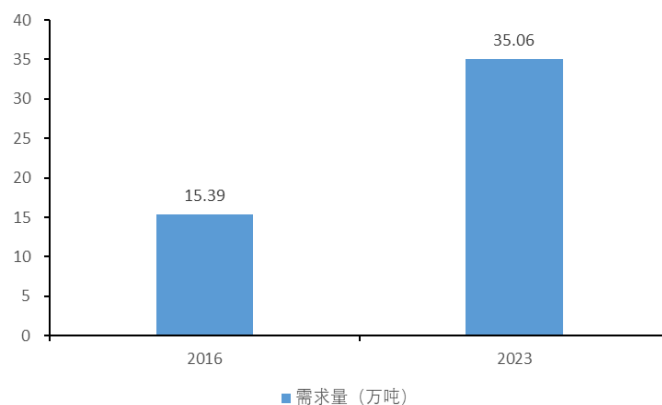


资料来源：欧赛斯咨询、湘财证券研究所

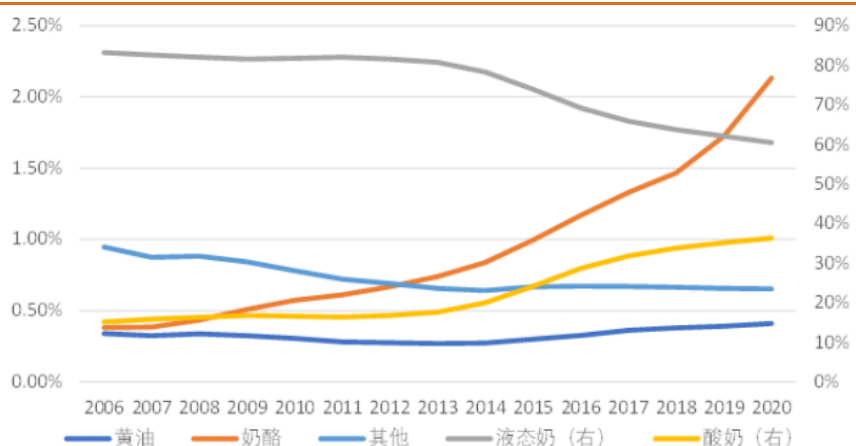
我国奶酪市场规模快速扩张，但在整个乳制品行业中的占比仍然偏低。从需求量来看，我国奶酪的需求量从2016年的15.39万吨增长至2023年的35.06万吨。从市场规模来看，根据妙可蓝多2022年年报及中国经营报数据，2017年我国奶酪市场规模仅为52亿元，2022年达143亿元，预计2022-2026年增速将维持在14.5%。中国奶业协会此前发布的《奶酪创新发展助力奶业竞争力提升三年行动方案（2023-2025年）》，提出到2025年，全国奶酪产量达到50万吨，全国奶酪零售市场规模突破300亿元。目前，奶酪在乳制品类目中的市场份额占比约3%，我国奶酪消费渗透率仍较低。

图 21 我国奶酪市场销售规模及增速


资料来源：妙可蓝多2022年年报、湘财证券研究所

图 22 我国奶酪需求量


资料来源：中研网、湘财证券研究所

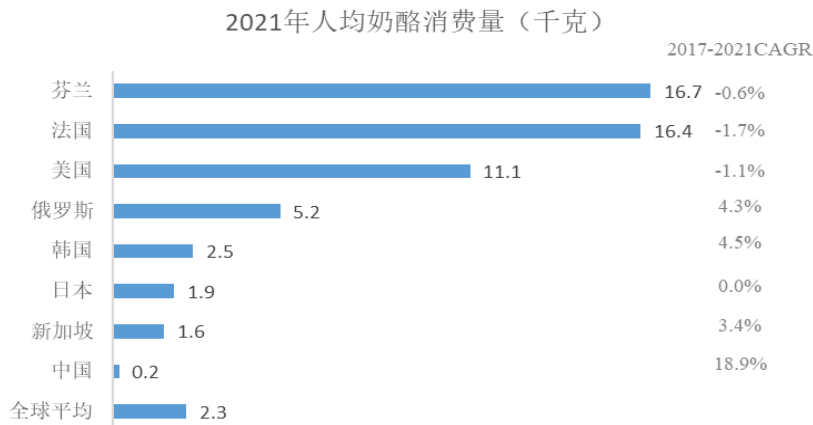
图 23 我国消费者乳制品消费支出结构


资料来源：妙可蓝多2022年年报、湘财证券研究所

我国人均奶酪消费量远低于全球平均水平，但低基数亦孕育高增长。从人均消费量来看，2021年，人均消费量较高的芬兰为16.7千克，美国为11.1千克，韩国为2.5千克，日本为1.9千克，而中国仅为0.2千克，不足全球平

均水平 2.3 千克的十分之一。2017-2021 年，我国人均奶酪消费量年复合增长率达 18.9%，远高于日韩及欧美国家的增速。

图 24 2021 年全球部分国家人均奶酪消费量



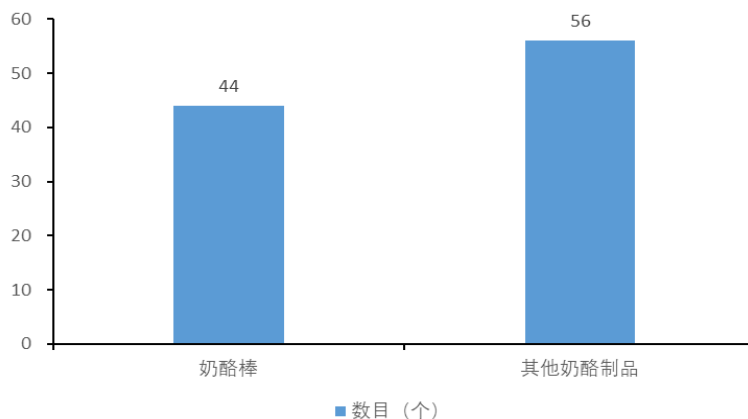
资料来源：欧赛斯咨询、湘财证券研究所

2.2 场景与客群双线扩张

我国奶酪消费端主要分为餐饮端和零售端。餐饮端主要应用于西式餐厅、新式茶饮、烘焙等场景，零售端主要通过线上的电商、线下的商超、便利店等销售渠道触达消费者。

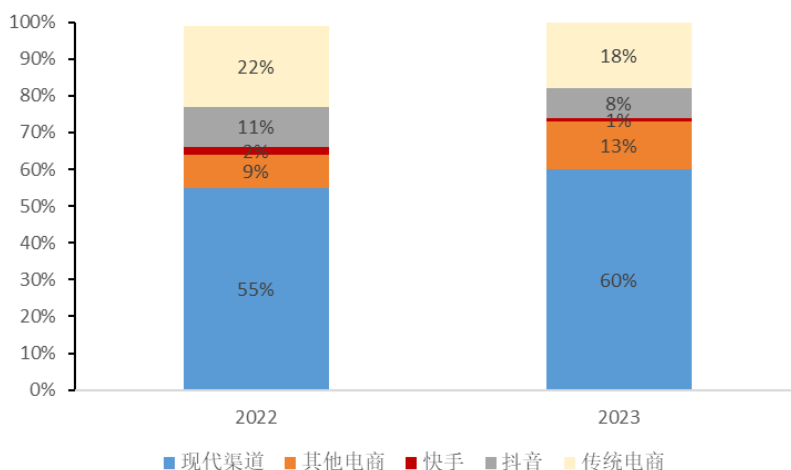
在产品品类方面，奶酪棒仍是顶流。根据马上赢数据，2023 年销售 TOP25 的奶酪产品中，奶酪棒占据 23 款，其中妙可蓝多占 14 款；在 TOP100 新品中，44 款为奶酪棒，余下 56 款覆盖切片、涂抹、马苏等多元形态，呈现“奶酪棒主导、多元补充”的产品格局。渠道方面，线下销售渠道仍占据主导地位。2023 年市场销售线下占比高达 60%。

图 25 2023 年我国奶酪类目新品 TOP100 产品类型分布情况



资料来源：马上赢、湘财证券研究所

图 26 奶酪品类全渠道销售份额



资料来源：欧赛斯咨询、湘财证券研究所

2.3 竞争格局：妙可蓝多引领，加速国产替代

从我国奶酪行业的竞争格局来看，市场参与者主要分为国际品牌与国产品牌两大阵营。其中，国际品牌包括百吉福、乐芝牛、安佳、卡夫食品、Président、Bridel、Mainland 等；国产品牌则主要有妙可蓝多、伊利、蒙牛、光明、三元等。

图 27 我国奶酪行业品牌

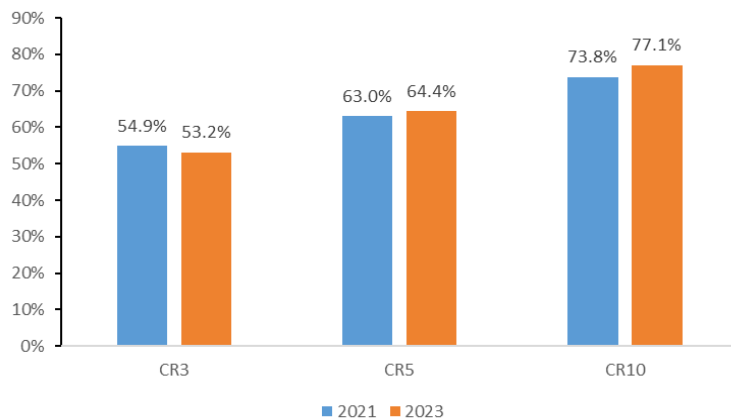


资料来源：前瞻产业研究院、湘财证券研究所

我国奶酪行业集中度较高，市场集中度明显高于全球。2023 年 CR3 为 53.2%，CR5 为 64.4%，CR10 为 77.1%。从趋势上来看，CR5、CR10 有

所提升，中腰部品牌低价走量抢占市场份额，行业集中度仍具提升空间，国产替代远未触顶。全球奶酪行业的集中度相对较低，市场较为分散，根据乳业在线数据，全球奶酪市场 CR5 小于 25%，主要来自欧美地区的主要乳制品企业。

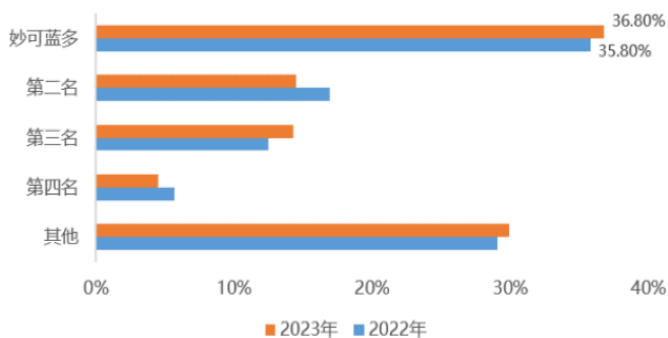
图 28 我国奶酪行业集中度



资料来源：前瞻产业研究院、湘财证券研究所

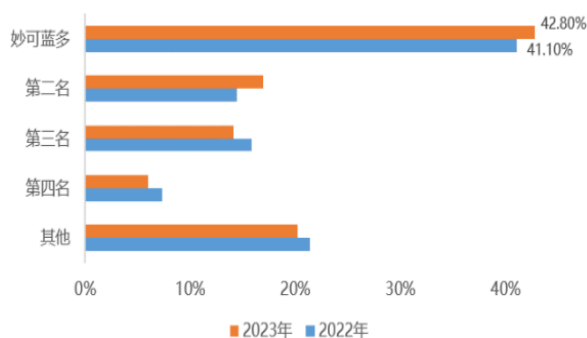
2021 年之后，妙可蓝多稳居市场第一。从 2020 年 12 月内蒙蒙牛与上海妙可蓝多订立股份认购协议后，蒙牛乳业与妙可蓝多之间的协同效应更加明显，双方发挥各自优势，在产品生产研发、销售渠道建设、营销资源整合、产能布局优化等多方面深化合作，提升双方的盈利能力和综合竞争力。根据妙可蓝多 2023 年年报数据，在 2023 年中国奶酪品牌销售额中，妙可蓝多奶酪市场占有率超过 35%，奶酪棒市场占有率更超过 40%，公司稳居行业第一并持续扩大领先优势。中国奶酪零售市场品牌市场占有率中，2023 年妙可蓝多持续保持排名第一。

图 29 我国奶酪市场占有率排名情况



资料来源：妙可蓝多 2023 年年报、湘财证券研究所

图 30 我国奶酪棒市场占有率排名情况



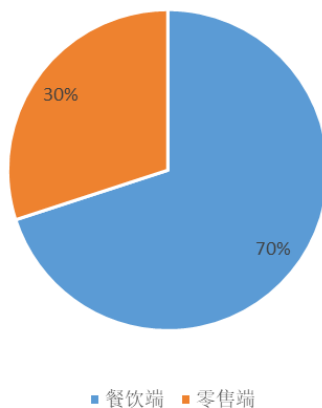
资料来源：妙可蓝多 2023 年年报、湘财证券研究所

表 1 我国奶酪行业品牌排名（按零售价值）

排名	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1	百吉福	百吉福	百吉福	百吉福	百吉福	妙可蓝多	妙可蓝多
2	安佳	乐芝牛	乐芝牛	妙可蓝多	妙可蓝多	百吉福	百吉福
3	乐芝牛	安佳	安佳	乐芝牛	伊利	伊利	伊利
4	伊利	卡夫食品	伊利	伊利	乐芝牛	乐芝牛	安佳
5	卡夫食品	伊利	卡夫食品	安佳	安佳	安佳	乐芝牛
6	President	President	President	卡夫食品	卡夫食品	卡夫食品	卡夫食品
7	多美鲜	多美鲜	妙可蓝多	President	蒙牛	President	多美鲜
8	蒙牛	蒙牛	多美鲜	多美鲜	President	蒙牛	President
9	光明	妙可蓝多	蒙牛	蒙牛	多美鲜	多美鲜	光明
10	Bridel	Bridel	Bridel	Bridel	光明	光明	蒙牛

资料来源：前瞻产业研究院、湘财证券研究所

我国奶酪消费以餐饮端为主，零售端产品日渐丰富。根据乳业在线数据，我国奶酪消费中餐饮端占比七成，零售端占比三成，与欧美国家相比呈现倒置现象。消费者往往通过披萨、汉堡等西式快餐首次触达奶酪，随后向零售端的多元品类延伸。餐饮渠道的应用场景持续扩容，已由传统西餐、烘焙渗透到茶饮、轻食、火锅等更多细分赛道；零售端则加速迭代，产品在儿童奶酪棒之外，相继推出低脂、高蛋白、手撕、即食等适配成人、健身及家庭场景的细分新品，品类矩阵日渐丰富。

图 31 我国奶酪消费结构（按渠道）


资料来源：乳业在线、湘财证券研究所

3 盈利预测与投资建议

奶酪产品：公司奶酪销量维持高增速，单价下行符合当下消费追求质价比的趋势，预计 2025-2027 年销量增速分别为 25.00%、20.00%、15.00%，预计单价增速分别为-12.00%、-8.00%、-4.00%，预计奶酪收入增速分别为 10.00%、10.40%、10.40%，毛利率分别为 35.00%、34.00%、34.00%。

液态奶：公司聚焦奶酪主业，液态奶整体规模变动较小，随着乳制品消费逐步回暖，预计 2025-2027 年均保持 10.00%的收入增速，毛利率保持在 8.00%。

贸易产品：贸易产品收入变动较小，预计 2025-2027 年收入增速分别为 4.00%、5.00%、5.00%，毛利率为 4.50%、4.50%、4.50%。

其他：2024 年公司其他产品收入增速较高，预计后续逐步下降，毛利率维持稳定。预计 2025-2027 年收入增速分别为 100.00%、80.00%、60.00%，毛利率为 5.00%、5.00%、5.00%。

公司凭产品硬实力稳居市占率首位，多场景破圈提速，增量空间有望再扩大；叠加与蒙牛奶酪深度融合，协同效应进一步增强。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 54.35、61.93、71.00 亿元，同比增长 12.22%、13.94%、14.64%。归母净利润分别为 2.41、3.57、4.71 亿元，同比增长 112.10%、48.20%、31.86%。EPS 分别为 0.47、0.70、0.92 元。维持公司“买入”评级。

表 2 分产品盈利预测（百万元）

		2024	2025E	2026E	2027E
奶酪产品	营业收入	3757.00	4132.70	4562.50	5037.00
	同比 (%)	19.76	10.00	10.40	10.40
	毛利率	35.04%	35.00%	34.00%	34.00%
液态奶	营业收入	401.40	441.54	494.52	563.76
	同比 (%)	20.25	10.00	10.00	10.00
	毛利率	7.03%	8.00%	8.00%	8.00%
贸易产品	营业收入	530.73	551.96	579.56	608.54
	同比 (%)	-6.45	4.00	5.00	5.00
	毛利率	2.75%	4.50%	4.50%	4.50%
其他	营业收入	154.62	309.24	556.63	890.61
	同比 (%)	1331.67	100.00	80.00	60.00
	毛利率	7.08%	5.00%	5.00%	5.00%
总计	营业收入	4843.75	5435.44	6193.21	7099.91
	同比 (%)	19.63	12.22	13.94	14.64
	毛利率	28.29%	28.00%	27.72%	27.01%

资料来源：ifind、湘财证券研究所

4 风险提示

新品销售不及预期；渠道建设不及预期；消费恢复不及预期；原材料价格波动风险；食品安全问题；市场竞争加剧。

若假设公司实际营业收入较预测值减少 1%，则公司归母净利润率较预测值减少 0.65pct。

若假设公司实际原材料成本较预测值增长 1%，则公司归母净利润率较预测值减少 0.65pct。

附表 3 妙可蓝多财务报表以及相应指标

资产负债表 单位:百万元					利润表 单位:百万元				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1104.85	983.91	1892.34	2392.17	营业收入	4843.75	5435.66	6193.39	7100.10
应收票据及账款	129.05	142.67	164.01	187.85	营业成本	3473.44	3913.68	4476.58	5182.37
预付账款	202.80	324.48	383.10	386.77	税金及附加	27.21	29.35	32.21	35.50
其他应收款	24.55	32.21	32.42	38.41	销售费用	921.97	869.71	929.01	923.01
存货	573.67	746.29	808.58	926.73	管理费用	268.78	250.04	278.70	312.40
其他流动资产	1595.64	1290.33	1102.82	1368.73	研发费用	48.47	55.44	63.17	72.42
流动资产总计	3630.57	3519.90	4383.26	5300.66	财务费用	50.20	66.45	21.49	4.66
固定资产	2214.50	1777.60	1336.68	891.74	资产减值损失	-2.43	-3.26	-3.72	-3.55
在建工程	154.04	128.36	102.69	77.02	信用减值损失	-6.00	-2.06	-2.14	-4.65
无形资产	201.86	154.07	106.28	58.49	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1258.10	931.89	976.89	1053.89	投资收益	53.53	55.02	53.68	54.08
非流动资产合计	4090.33	3122.84	2522.55	2081.14	资产处置收益	0.01	0.15	0.20	0.12
资产总计	7720.90	6642.74	6905.81	7381.80	其他收益	47.66	48.75	53.15	49.85
应付票据及账款	374.35	449.00	547.98	595.82	营业利润	163.53	349.59	493.41	665.60
其他流动负债	537.79	594.46	650.51	771.57	营业外收入	11.27	9.24	7.91	9.47
流动负债合计	2147.08	1043.46	1198.49	1367.39	营业外支出	13.81	7.05	8.14	9.67
长期借款	1074.05	709.40	384.21	117.17	利润总额	160.99	351.77	493.18	665.40
其他非流动负债	90.53	101.20	81.30	61.40	所得税	47.37	72.33	90.06	151.37
非流动负债合计	1164.58	810.60	465.51	178.57	净利润	113.62	279.45	403.13	514.03
负债合计	3311.66	1854.06	1664.00	1545.96	少数股东损益	0.00	38.46	46.00	43.13
股本	512.05	512.05	512.05	512.05	EPS(元)	0.22	0.47	0.70	0.92
资本公积	4820.57	4920.57	4970.57	5050.57	主要财务比率				
留存收益	-923.38	-682.40	-325.27	145.63	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
归属母公司权益	4409.24	4750.22	5157.35	5708.25	成长能力				
少数股东权益	0.00	38.46	84.46	127.59	营收增长率	19.63%	12.22%	13.94%	14.64%
归属母公司权益	4409.24	4788.69	5241.81	5835.84	营业利润增长率	94.43%	113.77%	41.14%	34.90%
少数股东权益	7720.90	6642.74	6905.81	7381.80	EBIT 增长率	93.44%	98.04%	23.06%	30.19%
股东权益合计	374.35	449.00	547.98	595.82	EBITDA 增长率	55.91%	128.05%	9.48%	2.46%
负债和股东权益	537.79	594.46	650.51	771.57	归母净利润增长率	79.10%	112.10%	48.20%	31.86%
现金流量表 单位:百万元					经营现金流增长率	90.12%	42.23%	35.49%	-1.64%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	盈利能力				
税后经营利润	113.62	195.15	315.82	433.80	毛利率	28.29%	28.00%	27.72%	27.01%
折旧与摊销	253.40	641.28	645.30	518.41	净利率	2.35%	5.14%	6.51%	7.24%
财务费用	50.20	66.45	21.49	4.66	营业利润率	3.38%	6.43%	7.97%	9.37%
投资损失	-53.53	-55.02	-53.68	-54.08	ROE	2.58%	5.07%	6.92%	8.25%
营运资金变动	132.39	-198.89	-12.90	-0.67	ROA	1.47%	3.63%	5.17%	6.38%
其他经营现金流	34.64	105.88	106.71	103.84	ROIC	2.83%	8.29%	11.87%	17.20%
经营性现金净流	530.73	754.85	1022.73	1005.96	估值倍数				
资本支出	331.84	-10.67	19.90	19.90	P/E	117.93	55.60	37.52	28.45
其他投资现金流	38.54	779.59	252.28	-214.53	P/S	2.77	2.47	2.16	1.89
投资性现金净流	-2008.54	790.26	232.38	-234.43	P/B	3.04	2.82	2.60	2.35
短期借款	240.29	-1234.95	0.00	0.00	EV/EBIT	41.39	29.16	21.86	15.38
长期借款	376.58	-364.65	-325.19	-267.04	EV/EBITDA	18.81	11.51	9.70	8.67
资本公积增加	111.91	100.00	50.00	80.00	EV/NOPLAT	85.72	36.91	26.74	19.91
其他筹资现金流	-532.31	-166.45	-71.49	-84.66					
筹资性现金净流	194.73	-1666.05	-346.68	-271.70					
现金流量净额	-1293.94	-120.94	908.43	499.83					

资料来源: ifind, 湘财证券研究所

分析师声明

本人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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。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。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

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%以上；

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。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，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书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，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，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。