

奶酪再提速，26Q1 收入超预期

妙可蓝多 (600882. SH)

核心观点

妙可蓝多与蒙牛协同效应显现，在 B 端和家庭端形成合力快速增长，C 端零食类产品与渠道优化逐步企稳回升，带动 2025 年和 26Q1 公司收入增速分别为 16.29%、31.81%，预计核心业务奶酪类销售表现更强。2025 年受到减值影响利润增速放缓，26Q1 亦受到股权支付相关费用影响。展望 2026 年，妙可持续发力 B 端场景，拓展客户数量，推动 B 端乳制品国产化替代，已经形成较强势能，全年奶酪类业务有望维持高速增长态势。

事件

公司发布 2025 年年度报告。

2025 年公司实现营业总收入 56.33 亿元 (+16.29%)；实现归母净利润 1.18 亿元 (+4.29%)；实现扣非后归母净利润 1.58 亿元 (+235.94%)；

其中 Q4 实现营业总收入 16.76 亿元 (+34.13%)；实现归母净利润-0.57 亿元（同期为+0.29 亿元）；实现扣非后归母净利润 0.38 亿元（同期为-0.15 亿元）。

公司发布 2026 年一季度业绩快报。

2026 年一季度，公司实现营业总收入 16.26 亿元 (+31.81%)；实现归母净利润 0.76 亿元 (-8.30%)；实现扣非后归母净利润 0.64 亿元 (-1.48%)；

简评

BC 端发力带动奶酪业务提速，25Q4、26Q1 表现超预期

分品类看，2025 年奶酪、贸易、液奶营收分别 46.15 亿元、6.23 亿元、3.65 亿元，分别同比增长 22.8%、17.4%、-9.1%。奶酪主业占比进一步提升 2.25pcts 至 82.37%。分季度看，25Q4 奶酪业务收入 13.13 亿元，同比增长 39.0%，表现亮眼。

2025 年，B 端在妙可蓝多与爱氏晨曦形成协同，提供一站式奶酪解决方案，推出国产高端原制马苏里拉，发力西餐、烘焙、茶咖、工业及中餐等渠道，预计引领整体增速。C 端家庭端，贴合家庭场景完善产品矩阵，扩大市场铺市，马苏里拉奶酪、奶酪片、国产淡味黄油需求起量。C 端零食品类，持续优化消费者年龄结构，经过 2 年市场调整，预计 25Q4 重回正增长。

调升

买入

杨骥

yangji@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525110001

夏克扎提·努力木

xiakezhatinulimu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070010

发布日期：2026 年 04 月 13 日

当前股价：17.55 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
-17.80/-10.57	-30.19/-27.95	-25.45/-41.27
12 月最高/最低价 (元)		32.69/17.55
总股本 (万股)		51,005.36
流通 A 股 (万股)		51,005.36
总市值 (亿元)		89.51
流通市值 (亿元)		89.51
近 3 月日均成交量 (万)		555.05
主要股东		
内蒙古蒙牛乳业(集团)股份有限公司		37.77%

股价表现



26Q1, C 端、B 端业务同比均有超 20% 增长。其中，C 端常温、低温、电商板块同比均有较好增长，B 端主要为餐饮、大客户增长。

分渠道看，2025 年经销、直营、贸易收入分别为 34.45 亿元、10.35 亿元、6.23 亿元，分别同比增长 7.4%、113.3%、17.4%，直营渠道高增长预计主要系爱氏晨曦 B 端直营客户并表与 B 端客户持续深挖。

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

2025 年公司毛利率 28.95%，同比+0.66pcts，归母净利率 2.1%，同比-0.24pcts，扣非归母净利率 2.8%，同比+1.83pcts；25Q4 毛利率 26.76%，同比+0.31pcts，归母净利率-3.43%，同比-5.72pcts；26Q1 归母净利率 4.65%，同比-2.03pcts，扣非归母净利率 3.94%，同比-1.33 pcts。

毛利率方面，2025 年奶酪、贸易、液奶毛利率分别为 33.81%、4.06%、8.34%，分别同比-1.23pcts、+1.30pcts、+1.31pcts。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。

费用端，2025 年销售费用率 17.76%，同比-1.27pcts，管理费用率 5.15%，同比-0.4pcts；2025Q4 销售费用率 18.59%，同比-0.05pcts，管理费用率 3.26%，同比-2.85pcts。公司优化费用投效比，稳定广告促销费用。

25Q4 公司利润下滑的主要原因为针对合资成立并购基金计提减值，产生相关公允价值变动收益-1.62 亿元。

盈利预测： 预计 2026-2028 年公司实现收入 65.51 亿元、76.78 亿元、90.21 亿元，实现归母净利润 3.20 亿元、4.77 亿元、6.20 亿元，对应 PE 为 30.53X、20.49X、15.76X，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：奶酪消费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

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,843.75	5,632.95	6,550.67	7,677.95	9,020.62
YoY(%)	19.63	16.29	16.29	17.21	17.49
净利润(百万元)	113.62	118.49	320.08	476.87	620.01
YoY(%)	79.10	4.29	170.12	48.99	30.02
毛利率(%)	28.29	28.95	29.00	30.37	30.86
销售净利率(%)	2.35	2.10	4.89	6.21	6.87
ROE(%)	2.58	2.60	6.56	8.90	10.37
EPS(摊薄/元)	0.22	0.23	0.63	0.93	1.22
P/E(倍)	86.01	82.47	30.53	20.49	15.76
P/B(倍)	2.22	2.14	2.00	1.82	1.63

资料来源：iFinD，中信建投证券

分析师介绍

杨骥

中信建投证券大消费组长兼食品饮料行业首席分析师，13 年产业工作经验、6 年券商工作经验。曾任咨询公司合伙人、中国酒类流通协会专家委员会副秘书长，带队服务过近八成上市酒企及多家消费品公司，具备深刻的专业思维、领先的产业视角和深厚的行业积淀。

2024 年带队荣获 9 项最佳分析师大奖，2022—2024 年连续三年新财富入围团队，Wind 金牌分析师 2023 年第一名、2024 年第二名，22、23、24 新浪金麒麟最佳分析师及未来之星，2024 年金牛奖第三名、2024 年 21 世纪金牌分析师及年度成长性分析师、2022—2024 上证报最佳分析师、2022—2024 年东方 choice 最佳分析师等。

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