

2026年04月28日

经营稳健奶酪环比加速，BC双轮驱动高增长

妙可蓝多(600882)

评级:	买入	股票代码:	600882
上次评级:	买入	52周最高价/最低价(元):	33.46/17.55
目标价格(元):		总市值(亿元)	103.13
最新收盘价(元):	20.22	自由流通市值(亿元)	103.13
		自由流通股数(百万)	510.05

事件概述

25FY 实现收入 56.3 亿元，同比+16.3%；归母净利 1.2 亿元，同比+4.3%；25Q4 实现收入 16.8 亿元，同比+34.1%；归母净利-0.6 亿元，去年同期 0.3 亿元；26Q1 实现收入 16.3 亿元，同比+31.8%；归母净利 0.8 亿元，同比-8.3%；扣非归母净利 0.6 亿元，同比-1.5%。

分析判断:

► 25FY 收入达成股权激励目标，26Q1 C 端环比加速

25FY 奶酪/贸易/液态奶分别实现收入 46.2/6.2/4.6 亿元，分别同比+22.8%/+17.8%/-9.1%，其中奶酪业务量价分别同比+33.6%/-8.1%；25Q4 奶酪/贸易/液态奶分别实现收入 13.1/2.6/0.9 亿元，分别同比+39.0%/+55.8%/-24.6%。我们认为奶酪三大系列增速排序餐饮工业>家庭餐桌>即食营养，25Q4 三大系列整体趋势延续前三季度。结合支付其他与经营活动有关的现金同比+22%，我们判断贸易业务快速增长主因公司主动增加原材料备货。

根据公司业绩快报，26Q1 BC 业务同比均有 20%+增长，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。

► 25FY 还原后净利润达成股权激励目标值

25Q4/25FY/26Q1 毛利率分别 26.8%/29.0%/29.8%，同比+0.3/+0.7/-1.7pct，其中 25FY 奶酪/贸易/液态奶毛利率分别 33.8%/4.2%/8.3%，分别同比-1.2/+1.3/+1.3pct。我们认为 26Q1 毛利率下滑主因高基数及低毛利 B 端增速较快影响。

25FY 费用率延续符合预期的优化态势，25FY 销售/管理费用率分别同比-1.3/-0.4pct，其中在销量高增长背景下广告促销费规模相对稳定，股权激励相关费用总计 0.3 亿元。26Q1 销售费用率 18.9%，同比+2.1pct，我们判断一方面 25 年四个季度费用率前低后高基数较低，另一方面部分费用投入增加贡献了 Q1 的 C 端超预期收入增长。26Q1 管理/财务/研发费用率分别 4.2%/0.8%/0.8%，分别同比-0.7/-0.7/-0.2pct，我们认为主因收入高增效率提高。

25FY 公允价值变动损失 1.7 亿元，绝大部分来自前期公告的参股并购基金风险，我们初步测算股权激励费用及公允价值变动损失还原后 25FY 净利润预计 2.6 亿元同比+132%，对应净利率 4.7%同比+2.3pct，达成 25 年初股权激励目标值。

根据公司公告，剔除股权激励费用摊销影响后，26Q1 实现归母净利 0.8 亿元，同比+2.3%，归母净利率 5.2%，同比-1.5pct；扣非及股权激励支付费用归母净利 0.7 亿元，同比+11.9%，扣非及股权激励支付费用归母净利率 4.5%，同比-0.8pct。我们判断春节加大费用投入导致利润增速慢于收入，仍然认为 26FY 原奶价格仍对深加工国产替代有利，同时 BC 双轮驱动产品结构也可部分抵御成本风险，费用方面延续 25FY 的高效投放思路销售费用率有望稳中有降，股权激励考核目标为累进制并且 26-27 年剩余 80%行权比例，有希望未来 2 年努力达成。

投资建议

因参股并购基金造成的一次性风险已经落地，长期逻辑不改仍然看好 B 端需求提振放量+C 端复苏改善，对 26-27 年股权激励目标达成保持乐观信心。根据公司公告调整盈利预测，26-27 年营业收入由 66/77 亿元上调

至 70/86 亿元，新增 28 年收入 100 亿元；26-27 年归母净利由 3.7/5.4 亿元下调至 3.4/5.0 亿元，新增 28 年归母净利润 6.6 亿元；26-27 年 EPS 由 0.73/1.06 元下调至 0.67/0.98 元，新增 28 年 EPS1.3 元。2026 年 4 月 28 日收盘价 20.22 元对应 P/E 分别为 30/21/16 倍。维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济下行影响消费需求；食品安全问题；旺季需求不及预期；行业内竞争加剧等。

盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,844	5,633	7,000	8,565	9,999
YoY (%)	-9.0%	16.3%	24.3%	22.4%	16.7%
归母净利润(百万元)	114	118	343	498	664
YoY (%)	89.2%	4.3%	189.4%	45.1%	33.4%
毛利率 (%)	28.3%	29.0%	29.3%	29.7%	31.0%
每股收益 (元)	0.23	0.24	0.67	0.98	1.30
ROE (%)	2.6%	2.6%	7.0%	9.2%	10.9%
市盈率	89	86	30	21	16

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：王厚

邮箱：wanghou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120525070002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	5,633	7,000	8,565	9,999	净利润	118	343	498	664
YoY (%)	16.3%	24.3%	22.4%	16.7%	折旧和摊销	274	314	323	330
营业成本	4,002	4,951	6,019	6,902	营运资金变动	-137	69	107	87
营业税金及附加	32	35	39	45	经营活动现金流	459	678	891	1,044
销售费用	1,000	1,218	1,430	1,650	资本开支	-361	105	-175	-125
管理费用	290	336	394	500	投资	-944	50	10	0
财务费用	57	63	69	70	投资活动现金流	-1,267	217	-115	-75
研发费用	51	70	77	80	股权募资	79	0	0	0
资产减值损失	-1	-1	-1	-1	债务募资	299	0	0	0
投资收益	61	61	50	50	筹资活动现金流	314	-2	0	0
营业利润	154	439	639	853	现金净流量	-503	884	776	969
营业外收支	5	3	3	3	主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
利润总额	159	442	642	856	成长能力				
所得税	40	100	144	193	营业收入增长率	16.3%	24.3%	22.4%	16.7%
净利润	118	343	498	664	净利润增长率	4.3%	189.4%	45.1%	33.4%
归属于母公司净利润	118	343	498	664	盈利能力				
YoY (%)	4.3%	189.4%	45.1%	33.4%	毛利率	29.0%	29.3%	29.7%	31.0%
每股收益(元)	0.24	0.67	0.98	1.30	净利率	2.1%	4.9%	5.8%	6.6%
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	总资产收益率 ROA	1.5%	4.0%	5.5%	6.8%
货币资金	599	1,483	2,259	3,229	净资产收益率 ROE	2.6%	7.0%	9.2%	10.9%
预付款项	111	149	181	193	偿债能力				
存货	933	825	752	671	流动比率	1.22	1.47	1.67	1.95
其他流动资产	2,114	2,063	2,060	2,046	速动比率	0.76	1.03	1.25	1.55
流动资产合计	3,757	4,520	5,252	6,139	现金比率	0.19	0.48	0.72	1.02
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	46.1%	44.3%	42.3%	39.6%
固定资产	1,776	1,779	1,707	1,574	经营效率				
无形资产	191	171	151	130	总资产周转率	0.70	0.81	0.94	1.03
非流动资产合计	4,701	4,274	4,118	3,905	每股指标 (元)				
资产合计	8,458	8,794	9,370	10,044	每股收益	0.24	0.67	0.98	1.30
短期借款	1,896	1,896	1,896	1,896	每股净资产	8.94	9.61	10.59	11.90
应付账款及票据	584	550	535	479	每股经营现金流	0.90	1.33	1.75	2.05
其他流动负债	599	631	719	779	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3,078	3,076	3,149	3,154	估值分析				
长期借款	383	383	383	383	PE	85.68	30.07	20.73	15.54
其他长期负债	435	435	435	435	PB	2.81	2.10	1.91	1.70
非流动负债合计	818	818	818	818					
负债合计	3,897	3,895	3,967	3,972					
股本	510	508	508	508					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	4,562	4,900	5,402	6,071					
负债和股东权益合计	8,458	8,794	9,370	10,044					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。