

万联晨会

2026年06月04日 星期四

概览

核心观点

【市场回顾】

周三 A 股三大指数集体收涨，截止收盘，沪指收涨 0.22%，深成指收涨 0.73%，创业板指收涨 1.65%。沪深两市成交额 31299.84 亿元。申万行业方面，通信、煤炭、电子领涨，综合、建筑材料、交通运输领跌；概念板块方面，培育钻石、光纤概念、科创次新股领涨，小红书概念、快手概念、AI 语料领跌。港股方面，恒生指数收跌 1.56%，恒生科技指数收跌 2.74%；海外方面，美国三大指数集体收跌，道指收跌 1.21%，标普 500 收跌 0.74%，纳指收跌 0.89%。

【重要新闻】

【SpaceX 拟通过 IPO 募资 750 亿美元】2026 年 6 月 4 日，SpaceX 公布了其 IPO 的详细计划。SpaceX 将发行 5.556 亿股，预计发行价为 135 美元/股。预计募集资金约 750 亿美元。SpaceX 计划于 6 月 12 日正式挂牌上市，若成功，公司目标估值将达到 1.77 万亿美元。根据计划，创始人埃隆·马斯克将拥有约 82.4% 的投票权。

研报精选

原制奶酪降本增收，国产替代驱动增长

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	4,083.97	0.22%
深证成指	15,704.71	0.73%
沪深 300	4,938.81	0.49%
科创 50	1,726.18	2.11%
创业板指	4,122.99	1.65%
上证 50	2,920.92	0.02%
上证 180	10,131.95	0.15%
上证基金	7,255.40	0.02%
国债指数	227.99	-0.01%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	50,687.07	-1.21%
S&P500	7,553.68	-0.74%
纳斯达克	26,853.98	-0.89%
日经 225	68,402.13	2.50%
恒生指数	25,633.21	-1.56%
美元指数	99.53	0.31%

主持人：叶柏良

Email: yubl@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

周三 A 股三大指数集体收涨，截止收盘，沪指收涨 0.22%，深成指收涨 0.73%，创业板指收涨 1.65%。沪深两市成交额 31299.84 亿元。申万行业方面，通信、煤炭、电子领涨，综合、建筑材料、交通运输领跌；概念板块方面，培育钻石、光纤概念、科创次新股领涨，小红书概念、快手概念、AI 语料领跌。港股方面，恒生指数收跌 1.56%，恒生科技指数收跌 2.74%；海外方面，美国三大指数集体收跌，道指收跌 1.21%，标普 500 收跌 0.74%，纳指收跌 0.89%。

【重要新闻】

【SpaceX 拟通过 IPO 募资 750 亿美元】2026 年 6 月 4 日，SpaceX 公布了其 IPO 的详细计划。SpaceX 将发行 5.556 亿股，预计发行价为 135 美元/股。预计募集资金约 750 亿美元。SpaceX 计划于 6 月 12 日正式挂牌上市，若成功，公司目标估值将达到 1.77 万亿美元。根据计划，创始人埃隆·马斯克将拥有约 82.4% 的投票权。

分析师 叶柏良 执业证书编号 S0270524010002

研报精选

原制奶酪降本增收，国产替代驱动增长

——妙可蓝多（600882）首次覆盖

投资要点：

公司概况：公司前身成立于 2001 年，2016 年通过收购和资产置换上市。2018 年公司推出 toC 奶酪棒产品后业绩快速增长，2021 年公司奶酪产品市占率升至行业第一并保持至今。蒙牛于 2021 年和 2026 年分别获得公司的控股权和管理权，2024 年蒙牛奶酪业务并入公司，未来公司与蒙牛的协同效应将持续加强。随着 toB 奶酪业务的发展和原制奶酪项目的推进，公司业务结构趋于均衡，业绩恢复增长。

行业看点：国产原制奶酪是奶酪行业的重要发展机遇。中国奶酪市场的潜力在供需两端均可得到验证。从需求端看，中国人均奶酪消费量仅日韩水平的 1/10，市场规模有较大增长空间；日本奶酪行业发展史在消费者教育、产品本土化等方面对中国奶酪行业具有一定借鉴作用。从供给端看，奶酪生产对原奶的消耗较大，奶酪生产规模的扩大有望改善中国原奶供给过剩的问题。目前，中国奶酪行业对儿童奶酪棒产品较为依赖，随着受众减少，奶酪棒增长乏力，中国奶酪行业近年来市场规模增速放缓，目前市场参与者正在探索第二曲线。中国奶酪企业多采取高举高打策略，在 toC 奶酪市场已经实现国产替代，但原材料仍高度依赖进口。国产原制奶酪有望减轻中国奶酪行业的进口依赖，并获取 toB 奶酪的市场份额。

公司看点：

(1) 蒙牛赋能推动公司平稳转型，关注“13434”战略背景下公司新产品开发和并购出海动向。依靠蒙牛赋能，公司 toB 奶酪业务快速增长，2024 年餐饮工业系列收入 13.1 亿元，对应 2020-2024 年 CAGR 为 48%，2025 年上半年，公司餐饮工业系列收入 8.2 亿元，同比+36%。2025 年上半年，公司即食营养系列和餐饮工业系列占比分别为 42%和 32%，在 toC 奶酪业务受消费环境影响出现下滑时，toB 奶酪业务的快速增长使得公司在转型和调整阶段的业绩保持稳定。目前公司已提出“13434”战略，我们认为运动营养、功能营养产品的开发、乳清品类的生产技术和应用及并购出海是公司未来一段时间的主要工作。

(2) 公司产品、品牌、渠道持续优化。公司产品迭代升级较快，通过广告投放塑造品牌形象，并完成全国化渠道建设。蒙牛入主后公司产品矩阵进一步丰富，同时公司获得了适用于多品类、全人群的营销手段和销售渠道。产品、营销和渠道能力的持续优化为 BC 双轮驱动构建了坚实的基础。

(3) 原制奶酪项目和“极致成本”战略驱动公司成本下行。原制奶酪具有较高的技术壁垒，公司是国内少数掌握原制奶酪技术且产能充足的企业之一，2023 年公司正式启动原制奶酪项目。蒙牛为公司提供了充足的原奶供给，公司生产原制奶酪较进口干酪具有成本优势，原制干酪生产规模的扩大有望降低生产成本并提高产能利用率。除原制奶酪项目外，公司于 2025 年启动“极致成本”战略，通过覆盖研发、采购、制造等全链条的协同管理构建成本护城河。

(4) 反补贴税加速 toB 奶酪国产替代。toB 奶酪产品以原制奶酪或简单加工的再制奶酪为主，公司原制奶酪产品以马苏里拉、马斯卡彭、哈路蜜等新鲜短保奶酪为主，具有口味清淡、新鲜度高等特征，与常见进口干酪保持差异化竞争。公司 toB 奶酪产品更适配国内餐饮、茶饮等下游行业的需求，目前已与百胜中国、星巴克、霸王茶姬等知名客户开展合作。2025 年 12 月起中国对原产于欧盟的进口奶酪征收反补贴税，其中主要欧盟企业税率在 30% 左右，预计欧盟奶酪进口的部分缺口将由国产原制奶酪替代，公司 toB 奶酪业务有望加速增长。

(5) 公司积极探索“奶酪出海”。公司于 2026 年 2 月 8 日与沙特乳制品企业 SADAFCO 签署备忘录，双方正在商讨在沙特市场拓展奶酪棒业务的合作。沙特是奶酪消费大国，人均奶酪消费量较高，但儿童零食奶酪市场有待开发。若公司与 SADAFCO 达成合作，公司有望借助成熟的奶酪棒技术进入沙特市场。

盈利预测与投资建议：公司是中国奶酪龙头，近年来公司与蒙牛的合作持续加深，依靠蒙牛赋能，逐渐摆脱对 toC 奶酪棒产品的依赖，进入 BC 双轮驱动增长阶段。随着公司原制奶酪生产规模的扩大，公司有望加速原制奶酪国产替代进程，同时实现 toB 奶酪营收高增和奶酪业务毛利率上升。此外，公司于 2026 年 1 月公告确认并购基金和股权投资资产公允价值损失 1.19-1.27 亿元，该事项对 2025 年业绩影响较大，但预计不会影响未来业绩。我们预测 2026-2028 年公司营业收入 66.3/77.8/91.2 亿元，同比 +17.71%/+17.34%/+17.19%；归母净利润 2.98/4.43/5.78 亿元，同比 +151.8%/+48.3%/+30.7%，以 2026 年 6 月 1 日市值计算 PE 为 34.19/23.05/17.64x。由于其他乳制品企业奶酪业务占比较低，我们选择使用绝对估值法对公司进行分析，计算得到每股价值 27.19 元。综合以上因素，首次覆盖，给予“增持”评级。公司业绩受益于原制奶酪国产替代，针对欧盟奶酪的反补贴税预计加快原制奶酪国产替代进程，公司业绩有望进一步上升。建议关注公司原制奶酪和“极致成本”战略的实施进展、公司产能建设和利用情况，以及公司新产品开发及并购出海的最新动向。

风险因素：需求不及预期；市场竞争加剧；原材料成本波动。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

证券分析师承诺

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登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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。

免责声明

本报告由万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本晨会纪要仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本晨会纪要是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本晨会纪要所载资料、意见及推测不一致的研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本晨会纪要中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本晨会纪要所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本晨会纪要中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本晨会纪要中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本晨会纪要主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有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，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为万联证券股份有限公司研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经我方许可而引用、刊发或转载本报告的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心

广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场