

妙可蓝多（600882.SH）：产品矩阵全面升级， B端+C端双轮驱动

股票投资评级：买入|维持

蔡雪昱/张子健

中邮证券研究所 食品饮料团队

中邮证券

发布时间：2026-06-02

- 经过了几年的沉淀和积累，公司开始从奶酪棒单品驱动走向全品类驱动，同时BC端一齐发力，未来三年收入利润有望重新走向上行通道。同时在合并蒙牛奶酪后，公司有望借力蒙牛常温渠道优势持续渠道下沉，中长期网点开拓空间广阔。同时公司出台股权激励，股价诉求理顺，有释放业绩动力。具体看：
 - **行业端：奶酪市场仍有较大发展潜力，公司龙头地位显著。** 奶酪属于高营养价值乳品，消费升级和消费者乳品消费知识的持续提升将推动奶酪市场持续扩容。对比海外国家，我国奶酪人均消费量仍较低，行业仍处在成长期。根据凯度，在2024年中国奶酪品牌销售额中妙可蓝多奶酪市场占有率超过37%，稳居行业第一。另根据欧睿统计，中国奶酪零售市场品牌占有率中2024年妙可蓝多持续保持排名第一。且多方数据表明奶酪市场份额正在继续向头部企业集中。
 - **收入端：产品矩阵全面升级，BC端双轮驱动。** 2015年公司提出“聚焦奶酪”战略后持续贯彻，奶酪业务收入占比从2017年的20%提升到2025年的82%。妙可蓝多锚定双轮驱动战略，大力开创面向C端和B端的多元化系列产品。从儿童零食到成人休闲，从家庭餐桌到餐饮工业，满足多元化的消费需求。24年签约王一博为全新品牌代言人，同时发布手撕奶酪、鳕鱼奶酪、一口奶酪等众多面向成人消费群体的奶酪时尚休食；在西餐、烘焙、茶饮咖啡、工业及中餐五大渠道中全面突破，与肯德基、必胜客等连锁餐饮建立深度合作。合并蒙牛奶酪后，公司有望借力蒙牛常温渠道优势持续渠道下沉，中长期网点开拓空间广阔。
 - **利润端：竞争趋缓&原料供应链优化提振毛利率，中长期净利率目标8-10%。** 公司的奶酪业务毛利率高于液态奶和贸易产品，未来随着业务进一步聚焦，整体毛利率有望继续提升。21-25年奶酪业务毛利率整体呈下滑趋势，主因行业竞争加剧+公司业务结构调整。21-25年公司销售奶酪均价从6.11万元/吨下滑至4.30万元/吨，主因行业价格竞争；从业务结构层面来看，即食营养系列毛利率显著高于家庭餐桌和餐饮工业系列，近年来公司在逐步加大家庭餐桌和餐饮工业业务的拓展，短期对毛利率有一定影响，随着规模效应该两块业务的毛利率仍有提升空间。随着竞争&业务结构调整影响基本结束，25年公司毛利率已有企稳迹象，对比同业未来仍有提升空间。公司目前原制奶酪主要依靠进口，国产原制价格明显更低，未来随着国产替代比例提升，公司毛利率有望优化。受益于规模效应，公司管理费用率有望继续改善。公司25年净利率2.10%，剔除公允价值变动的影响，公司25年净利率在4.26%左右，提升明显，主因毛利率提升和销售费用率改善。毛利率提升主因高毛利的奶酪棒企稳止跌+高毛利的国产原制奶酪占比提升，销售费用率下降主因公司发力低费率的零食量贩渠道+广宣费用等收缩。公司中长期净利率目标8-10%，横向对比同业来看，我们认为毛利率和销售费用率仍将是公司未来净利率提升的主要抓手。
 - **盈利预测与投资建议：**我们预计公司2026-2028年实现营收65.70/78.45/93.28亿元，同比增长16.63%/19.41%/18.91%；实现归母净利润3.25/4.72/6.15亿元，同比增长174.10%/45.36%/30.20%，对应EPS为0.64/0.93/1.21元，对应当前股价PE为31/22/17倍，给予“买入”评级。
 - **风险提示：**经济/需求恢复不及预期，公司销售不及预期，新品不及预期，食品安全等风险。

目录

- 一 行业：处于快速成长期，妙可龙头地位显著
- 二 收入：产品矩阵全面升级，BC端双轮驱动
- 三 利润：成本费用均有改善空间，对比海外龙头盈利能力有望继续提升
- 四 盈利预测

—

行业：行业处于快速成长期，妙可龙头地位显著

行业端：奶酪营养价值高，消费升级推动国内市场稳步扩容

- 奶酪是固态乳制品，每1公斤奶酪约由10公斤牛奶浓缩而成，其蛋白质/钙含量是普通牛奶的8.6/7.7倍，且不会造成乳糖不耐受。国内乳制品消费遵循金字塔模型，从基础乳制品（白奶，甚至更早的乳饮料）向高阶乳制品递进，其背后是营养价值的提升。
- 我国奶酪市场早在上世纪90年代便开始萌芽，初期发展较为缓慢，因为消费者教育尚在早期阶段。随着西方饮食习惯逐步普及，中国乳业迎来跨越式发展，随着乳业消费量的持续提升以及消费者乳品消费知识的持续提升，营养丰富的奶酪消费从B端扩散向C端，针对儿童的奶酪棒产品推出加快了C端奶酪消费的普及。近年来领先品牌不断升级奶酪产品结构，通过奶酪棒等代表C端产品培育消费者奶酪食用习惯，实现了休闲即食+家庭餐桌+餐饮工业多场景消费并行局面，奶酪行业从萌芽走向持续扩容阶段。

图表1：我国奶酪行业发展历程



资料来源：中国食品报，中邮证券研究所

图表2：乳制品营养金字塔

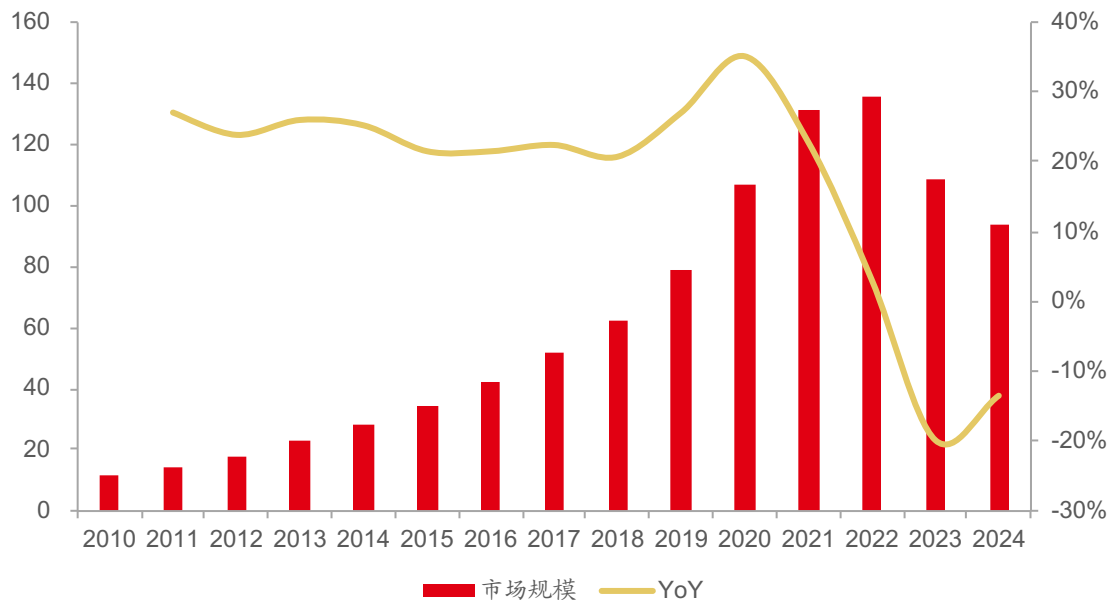


资料来源：兄弟伊兰，中邮证券研究所

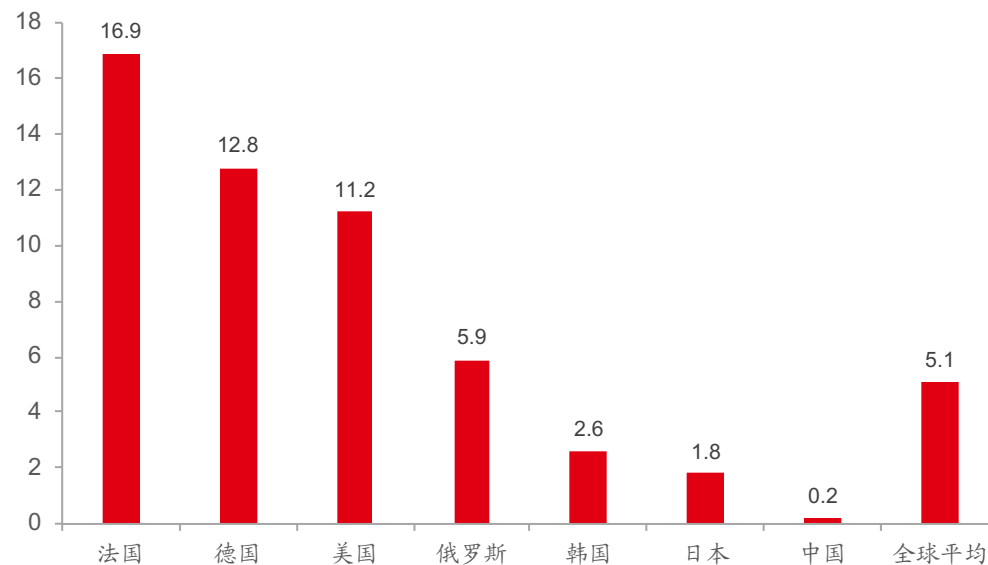
行业端：行业处于快速成长期，对标海外有较大发展空间

- 2018-2022年我国奶酪市场规模快速扩容至135亿元，2018-2022年奶酪市场规模CAGR为21.4%，其中量价CAGR分别为+25.6%/-3.3%，主要依靠销量驱动，竞争环境加剧的情况下价格承压。受消费力疲软等因素影响，近两年奶酪市场有所下滑，2024年我国奶酪市场规模同比下滑13.51%至94亿元。
- 横向对比海外国家，我国奶酪人均消费量仍较低。2024年法国、德国、美国、俄罗斯、韩国、日本、中国的奶酪人均消费量分别为16.9、12.8、11.2、5.9、2.6、1.8、0.2千克/人/年，未来随着消费复苏、健康意识提升，我国奶酪市场发展潜力较大。

图表3：2010-2024我国奶酪市场规模及同比（亿元）



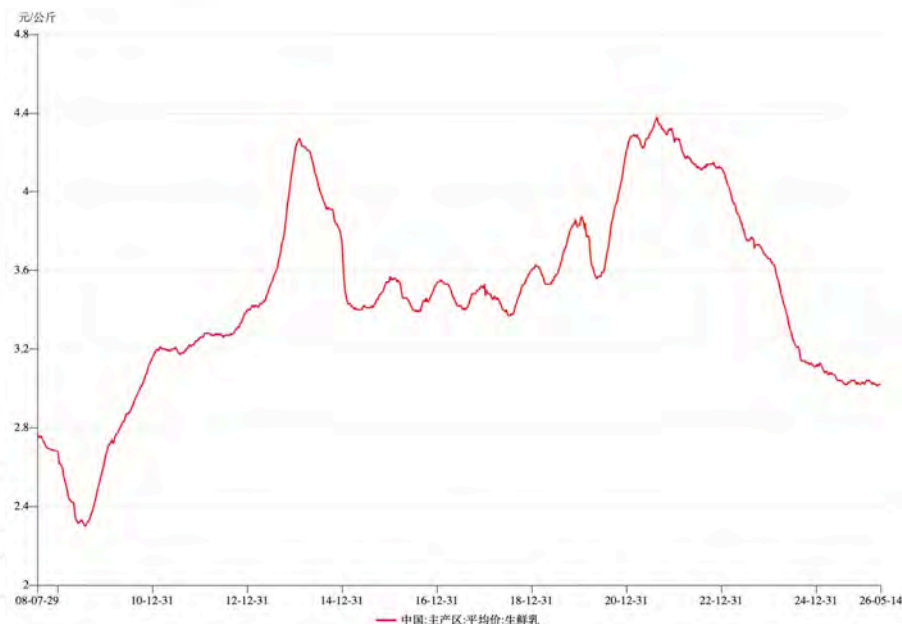
图表4：2024年主要国家奶酪人均消费量（kg/人/年）



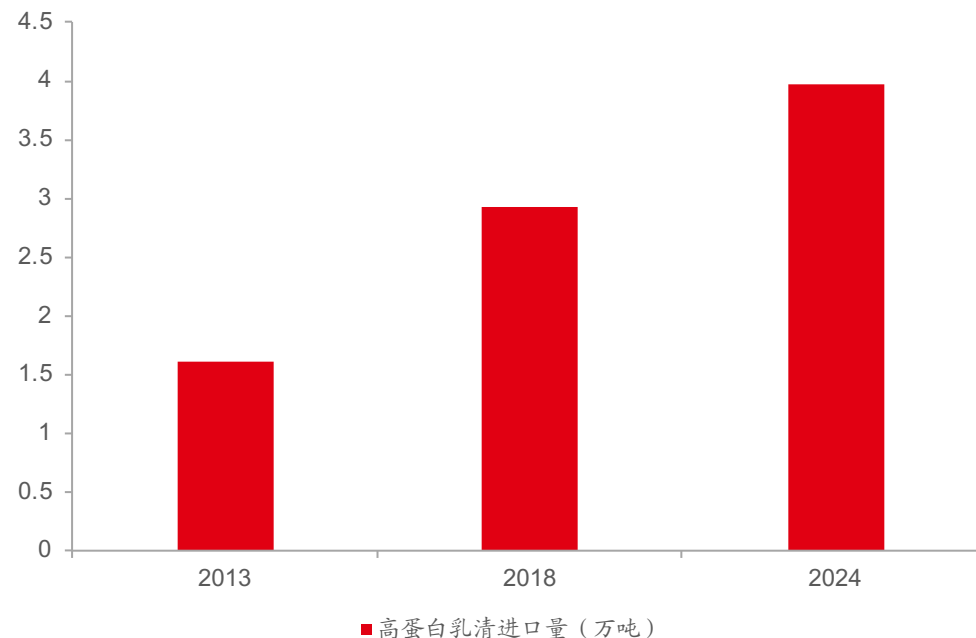
行业端：中国乳制品行业正在向高附加值产品及原料转型

- 由于液态奶市场增长空间有限，婴幼儿配方奶粉领域增速放缓，叠加消费者对营养与功能性健康需求不断升级，中国乳制品行业正在从初级加工转向高附加值乳制品生产，其中最具潜力的机遇之一就是奶酪、乳清蛋白等领域。乳清蛋白是从牛奶中提取的一种蛋白质，主要在制作奶酪的过程中分离出来。
- 奶酪行业的发展是乳制品产业发展的趋势所向：1、奶酪对原料奶的需求量很大，而且由于奶酪的储存周期比液奶制品更长，在淡季时将剩余的原料奶制成奶酪，可以长期保存，能促进对国产原奶的利用率，调节奶价，优化原料奶的供需平衡；2、奶酪作为深加工的高端乳制品，对生产技术要求更高，奶酪产业的发展必将带动整个乳业深加工水平的大发展，进一步提升乳制品的附加价值，缓解奶企在鲜奶、酸奶这两大品类上的白热化竞争。奶酪、乳清粉等深加工产品会为整个产业创造更高价值。

图表5：国内原奶供给一定程度过剩



图表6：中国高蛋白乳清进口量持续提升



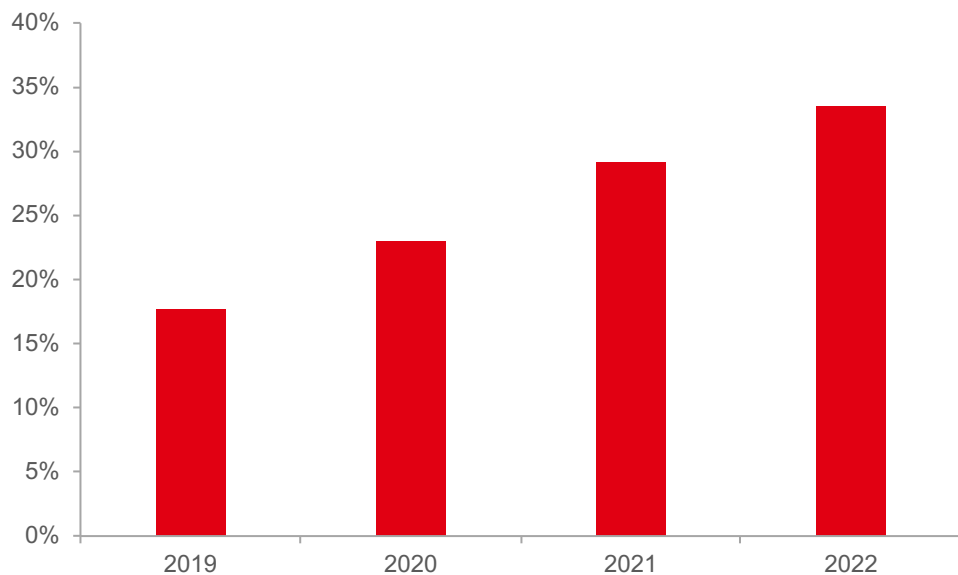
行业端：欧盟进口乳制品反补贴有望加速国产替代进程

- 商务部于2026年2月12日发布终裁公告，裁定欧盟公司反补贴税率为7.4%-11.7%，并决定自2026年2月13日起实施反补贴措施，实施期限5年。相关乳制品具体包括鲜乳酪（包括乳清乳酪）及凝乳，经加工的乳酪（无论是否磨碎或粉化），蓝纹乳酪和萎地青霉生产的带纹理的其他乳酪，其他未列名的乳酪，未浓缩及未加糖或其他甜物质的乳及稀奶油（按重量计脂肪含量超过10%）。
- 此次裁定有利于国产替代加速。反补贴税将直接提升欧盟进口稀奶油在国内市场的销售成本与终端价格。国内头部厂商的产品价格竞争力将因此相对增强，为加速抢占市场份额、深化国产替代提供了有利的窗口期。利好国内稀奶油厂商，国内生产商的原料（如乳脂）主要从新西兰等非欧盟地区采购。此轮贸易措施不涉及澳新原料，意味着国内生产商核心生产成本不受直接影响，反而能凭借稳定的供应链和成本结构，在行业波动中扩大其成本优势。
- 欧盟乳制品进口成本提升后，为国内乳企创造公平竞争环境，伊利、蒙牛凭借全产业链优势有望进一步抢占市场份额，妙可蓝多等在奶酪等细分领域实现技术突破的企业，将加速替代欧盟进口产品。国产替代进程将加速上游奶源产能去化，优然牧业、现代牧业等头部牧场将直接受益于乳企采购需求的增长，行业供需格局持续优化，全产业链有望迎来价值重估。

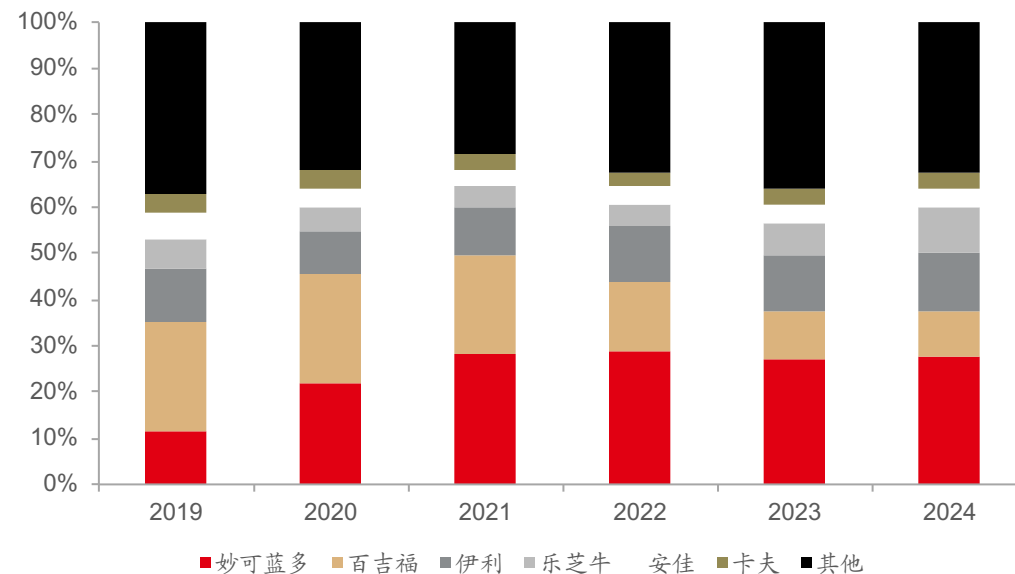
行业端：行业格局改善，妙可蓝多市占率领先

- 随着产品创新、冷链基础设施完善、消费习惯逐步培育，我国奶酪渗透率从2019年的17%迅速提升到2022年的33.5%。
- 根据凯度消费者指数家庭样组，在2024年中国奶酪品牌销售额中，妙可蓝多奶酪市场占有率超过37%，奶酪棒市场占有率持续增长，稳居行业第一。另根据 Euromonitor 统计，中国奶酪零售市场品牌市场占有率中，2024 年妙可蓝多持续保持排名第一，市占率27.7%。多方数据表明奶酪市场份额正在逐步向头部企业集中。

图表7：2019-2022年国内奶酪渗透率



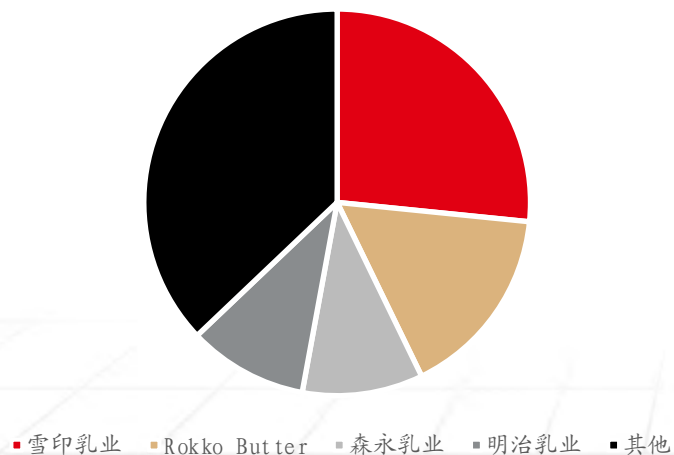
图表8：2019-2024年我国奶酪市场格局（零售额计）



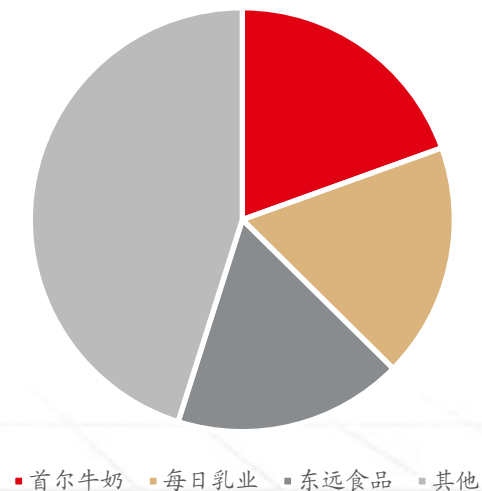
行业端：横向对比海外，市占率提升空间有限，行业规模仍有较大潜力

- 以下均采用欧睿数据口径：中国奶酪竞争格局，零售口径来看，妙可蓝多占比27.7%，伊利12.7%，百吉福10%，乐芝牛9.5%。
- 日本奶酪竞争格局：零售口径来看，雪印乳业占比26.6%，Rokko Butter16.2%，森永乳业10.1%，明治乳业10%。
- 韩国奶酪竞争格局：零售口径来看，首尔牛奶占比19.5%，每日乳业17.9%，东远食品17.5%。
- 日本人口约1.2亿，韩国5000万；日本奶酪市场规模约150亿人民币，韩国约28亿人民币。中国人口约14亿，奶酪市场规模目前94亿元。从人口和市场规模对比来看，对比日本中国奶酪市场潜在空间1750亿，对比韩国潜在空间784亿，分别为19倍和8倍空间。从人均消费量的角度看，韩国、日本、中国的奶酪人均消费量分别2.6、1.8、0.2千克/人/年，对比日本中国人均奶酪消费量潜在空间9倍，对比韩国13倍。

图表9：日本奶酪竞争格局



图表10：韩国奶酪竞争格局

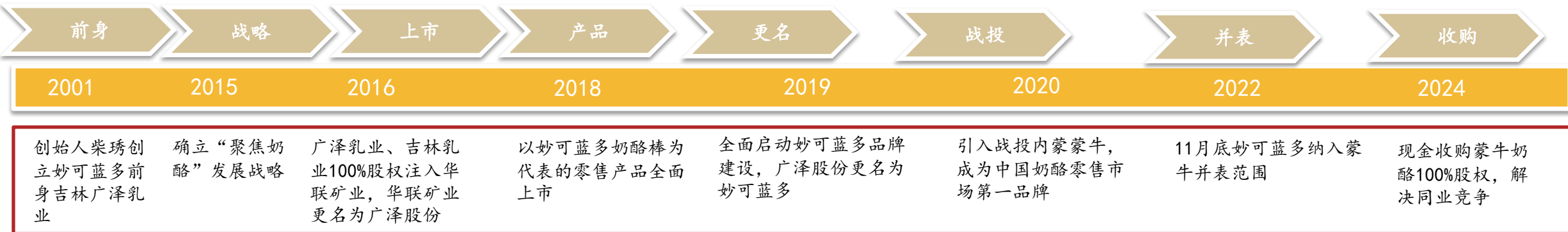


二

收入：产品矩阵全面升级，BC端双轮驱动

收入端：奶酪市场行业龙头

图表11：妙可蓝多发展史



- 上海妙可蓝多食品科技股份有限公司（600882.SH）是专注于奶酪研发、生产与销售的上市公司。妙可蓝多以“让奶酪进入每一个家庭”作为企业使命，形成了包括即食营养奶酪、家庭餐桌奶酪和餐饮工业奶酪三大系列在内，拥有奶酪棒、奶酪片、马苏里拉奶酪等众多明星产品的丰富产品矩阵。2022年，妙可蓝多奶酪行业市场占有率达43.9%（尼尔森零售指数），公司稳居行业第一并持续扩大领先优势。妙可蓝多在上海（金山区、奉贤区）、天津、吉林、长春等地共拥有6家现代化生产基地，均采用世界一流的奶酪生产设备，年产能合计逾16万吨，位居国内第一。

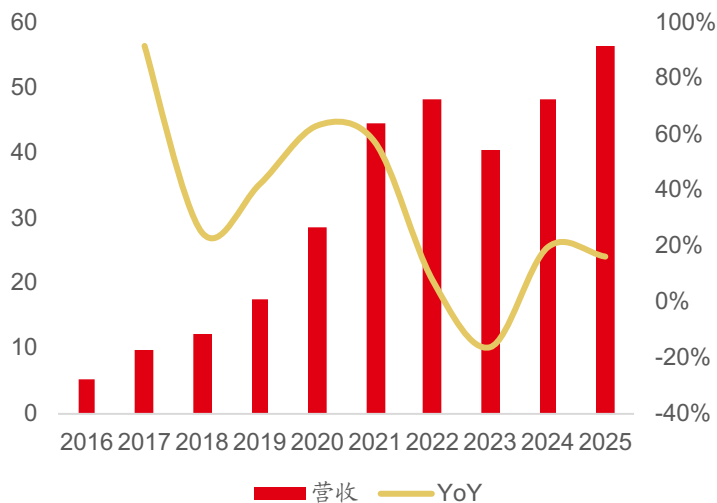
资料来源：公司官网，中邮证券研究所



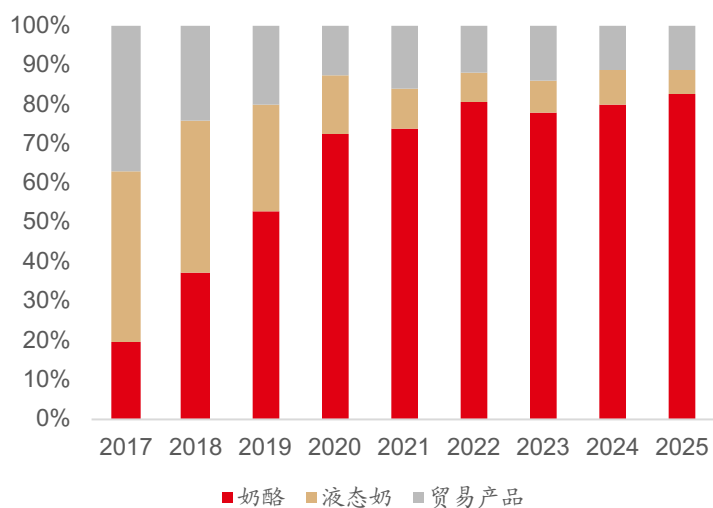
收入端：战略聚焦奶酪业务，产品渠道调整基本完成

- 奶酪棒大单品放量推动2018-2021年业绩高增，2022-2023年业绩承压，24年并表蒙牛奶酪，同口径下收入仍下滑9%，25年恢复增长。2016年公司完成借壳上市后开始以奶酪为核心业务，2018年大单品奶酪棒面世后收入、利润均快速扩张，2018-2021年公司营收/归母净利润CAGR分别为54%/144%。公司产品具有一定的“休闲”“可选”属性以及“消费升级”属性，同时公司产品和渠道较为单一，因此在2022-2024年受大环境等因素影响消费疲软，营收或盈利持续承压，2025年随着公司的产品渠道调整重新恢复增长。
- 公司业务主要分为奶酪、液奶和贸易三大类，2015年公司提出“聚焦奶酪”战略后持续贯彻，奶酪业务收入占比从2017年的20%提升到2025年的82%。公司奶酪业务可以进一步细分为即食营养系列、家庭餐桌系列和餐饮工业系列，2018年公司推出大单品奶酪棒后即食营养系列实现爆发式成长。近年来公司加大餐饮渠道开发，餐饮工业业务始终保持增长态势，叠加蒙牛业务整合的影响，2022-2024年公司即食营养系列占奶酪收入比重较2021年有所下降，B端收入占比从2021年的14%提升到2024年的35%。

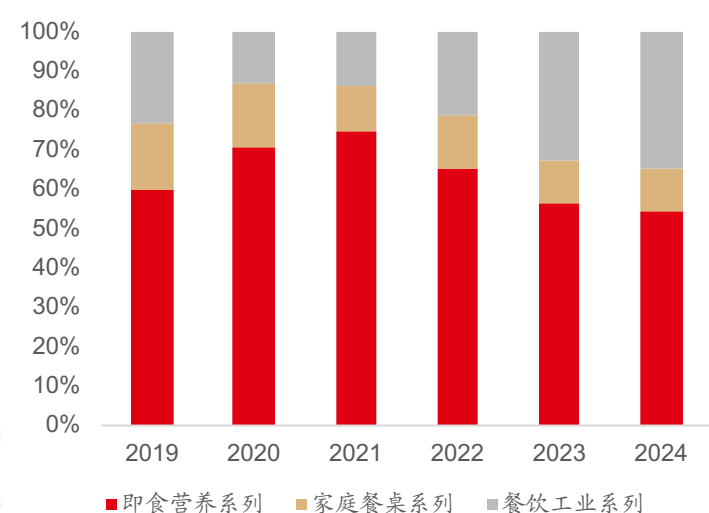
图表12：收入



图表13：分业务收入占比



图表14：奶酪业务各品类占比



收入端：从奶酪棒单品驱动走向全品类全渠道驱动

- 妙可蓝多成功实现了从单一爆品依赖型企业向BC端全渠道运营的转型，逐步构建起更加均衡的业务结构。
- **C端即食营养奶酪方面**，公司聚焦精准人群布局、持续优化产品矩阵，针对儿童营养推出奇炫奶酪棒、成长酪乳、后生元成长奶酪杯、捷捷高液体奶酪钙等；针对成人休闲推出明星单品奶酪小三角、云朵芝士杯等奶酪零食新品，同时布局奶酪坚果脆、奶酪小丸子，精准适配山姆、零食量贩等重点渠道，进一步拓宽了消费场景边界。**C端家庭餐桌奶酪方面**，公司持续强化品类和技术优势，马苏里拉奶酪、奶酪片、国产淡味黄油贴合家庭需求稳步起量。
- **B端餐饮工业奶酪领域持续突破、成效显著**。依托爱氏晨曦专业乳品与妙可蓝多专业奶酪形成的“两油一酪”全品类优势，聚焦西餐、烘焙、茶咖、工业及中餐五大核心客户群，为B端客户提供一站式奶酪解决方案。其中，国产原制马苏里拉奶酪的推出具有里程碑意义——填补了国产高端原制马苏里拉的市场空白，打破核心品类进口依赖格局，成为推动行业原制化、高品质升级的重要推力，也为行业原制奶酪规模化生产树立标杆；爱氏晨曦马斯卡彭以国产原制工艺与清洁配方，精准适配烘焙、茶咖多元场景，进一步丰富高端原制奶酪供给矩阵，加速餐饮工业领域国产替代进程。

图表15：BC端全渠道运营



图表16：拉丝奶酪片&芝士厚乳茶饮



收入端：产品矩阵全面升级，满足多人群多场景消费

- 妙可蓝多锚定“双轮驱动战略”，大力开创面向TO C和TO B端的多元化系列产品。从儿童零食到成人休闲，从家庭餐桌到餐饮工业，满足多元化的消费需求。
- **C端**：蒙牛品牌做全国渗透，定位更低端；妙可蓝多主要做高线城市；**B端**：妙可品牌定位专业奶酪、国产等理念，爱氏晨曦定位偏乳脂黄油、稀奶油、纯奶油。
- 近年来，随着大量新式烘焙和茶饮品牌涌现，需要在用料上进行拓宽，在传统时代，奶油、液奶是主要配料，但随着年轻人群日益复杂多元的消费需求呈现，奶酪正不断进入到烘焙和茶饮领域。妙可蓝多推出的拉丝奶酪片可以应用于各类欧包、汉堡、三明治等传统包点类；芝士厚乳可以成为更为独特的茶饮奶盖，口感更加醇厚细腻，香味独特；在传统中式糕点中，奶油芝士能够在月饼、绿豆糕等中式品类中创造出更好的新风味体验。

图表17：妙可蓝多餐饮工业系列



收入端：多渠道多产品发力，持续挖掘行业增量

- **零食量贩。** 去年只是供应产品、今年希望和量贩零食品牌形成战略合作，做量贩零食门店的奶酪区产品，以定制为主，譬如奶酪小丸子，今年3-4月上市，目前可能断货；奶酪酥哪吒ip等。常温还有在传统经销渠道，维持住做好渗透，往三线四线五线铺货。
- 24年618大促：妙可蓝多继续保持各大平台品类榜首，其在京东奶酪黄油榜、天猫奶酪 / 奶制品类目、天猫超市生鲜奶酪类目、拼多多奶酪 / 乳制品榜、抖音奶酪 / 乳制品类目及快手奶酪 / 奶制品榜占据领先地位。妙可蓝多携手代言人王一博推出的全新成人营养即食系列产品表现出色，其中马斯卡彭奶酪受到时尚家庭主妇青睐，传统经典产品如汪汪队奶酪棒、钙多多奶酪棒等也保持强劲销售势头。
- 24年双11妙可蓝多跻身多平台类目榜单 TOP1，包括京东奶酪黄油爆款榜 TOP1、抖音奶酪奶制品类目 TOP1、天猫奶酪回购 / 好评榜 TOP1、快手奶酪类目 TOP1、拼多多奶酪乳制品类目 TOP1、唯品会生鲜 / 奶酪类目 TOP1、天猫超市奶酪芝士类目 TOP1。此外，妙可蓝多在抖音全程总曝光 7300 万，互动量超 90 万，还获得了小红书奶酪棒品类搜索第一。

图表18：部分畅销产品



收入端：签约新代言人，拓展成人奶酪零食市场

- **妙可蓝多于2024年5月9日官宣演员王一博为全新品牌代言人。**妙可蓝多在成人奶酪方向上，致力于打造“欢乐的情绪，积极的态度，精彩的生活”高品质消费新场域。此次新代言人官宣，也是妙可蓝多经营战略转型升级的重要动作之一，**是公司从针对儿童群体到向成年消费者拓展的转变。**
- 目前成人奶酪零食市场规模相对较小，竞争尚不激烈，且产品形态更加多样化，尚未出现统领市场的大单品。近两年来头部企业已逐步开始入局，百吉福推出“一杯芝士”切入白领女性市场；伊利开创成人奶酪子品牌“妙芝”，并推出“口袋芝士”、“咔芝脆”，主打“大人的点心”；蒙牛针对工作休闲、好友聚会等场景推出“果粒芝士”、“芝士三角”、“芝士奶条”等成人奶酪产品。与儿童奶酪棒类似，成人奶酪零食市场也需要一定程度的消费者教育阶段，当前日益丰富的产品品类也将加速这一进程。
- 手撕奶酪品类处于早期、需要培育的市场。新品中奶酪小三角、奶酪杯、奶酪小丸子等市场表现均不错。25年推出的参酪乳主打“轻养生”，选用长白山人参，配料还包括生牛乳、新鲜干酪、黑果枸杞、红枣汁和牛磺酸等。主要面向注重养生的消费群体，特别是工作繁忙、又想补充营养的打工人，适合追求健康饮食和“轻养生”的人群。

图表19：妙可蓝多新代言人王一博



资料来源：公司官网，淘宝，中邮证券研究所

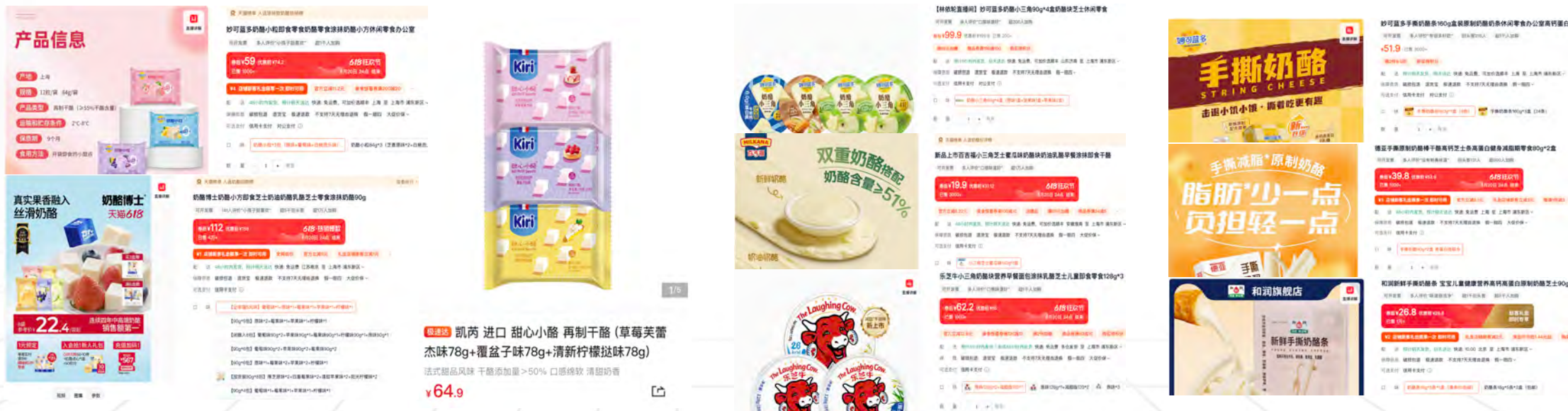
图表20：妙可蓝多成人营养系列



收入端：新品价格与同业相当，共同扩展市场空间

- 妙可蓝多奶酪小粒线下23.6元/包（线上59元3包，19.7元/包），12粒每包，一包84g；乐芝牛旗下凯芮甜心小酪线上64.9元3包（21.6元/包），15粒每包，一包78g；奶酪博士奶酪小方线上112元5包（22.4元/包），15粒每包，一包90g。妙可蓝多的奶酪小粒在同类型畅销产品中价格略微便宜一点，但相差不大。
- 妙可蓝多奶酪小三角线上99.9元/4盒，约25元/盒，一盒90g；百吉福小三角芝士线上19.9元/盒，一盒140g（券前31.1元/盒）；乐芝牛小三角奶酪块62.2元/3盒，20.7元/盒，一盒128g。妙可蓝多的奶酪小三角在同类型畅销产品中价格稍贵一些。
- 妙可蓝多手撕奶酪条线上51.9元/盒，一盒160g；德亚手撕奶酪线上39.8元/2盒，约20元/盒，一盒80g；和润新鲜手撕奶酪条26.8元/盒，一盒90g。妙可蓝多的手撕奶酪条在同类型畅销产品中价格稍贵一点，相差不大。

图表21：产品价格对比



资料来源：天猫，中邮证券研究所

收入端：BC端多品类协同发展，未来有望冲击百亿营收

- 公司锚定中长期发展目标，构建以C端为核心、B端为支撑的均衡业务格局。C端聚焦大众消费市场，以经典奶酪棒为基本盘，同时大力发展小粒、小三角等成人休闲奶酪，以及成长杯、芝士脆、成长酪乳、小金袋等创新单品，形成多品类协同发展矩阵，持续挖掘家庭与休闲场景潜力。B端深耕餐饮、烘焙与工业渠道，以马苏里拉为核心，配套芝士片、黄油、稀奶油、奶酪粉及酱料等全系列产品，满足连锁餐饮、茶饮烘焙等客户的定制化需求。其中稀奶油品类增长迅猛，成为B端增长新亮点。B端增长来自两方面，一方面是在原有客户基础上新增了合作品项，另一方面是拓展了新的客户，尤其是大型客户，两者是B端增长的核心动力。
- 整体来看，公司通过C端品牌化与B端专业化双轮驱动，未来有望冲击百亿营收。

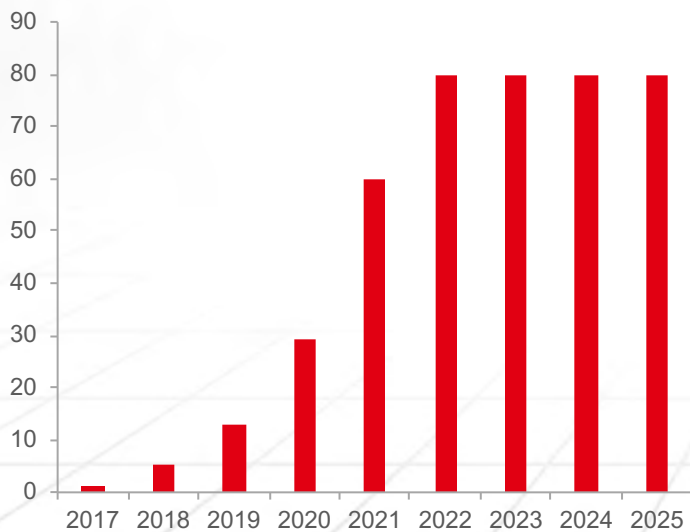
图表22：BC端多品类协同发展



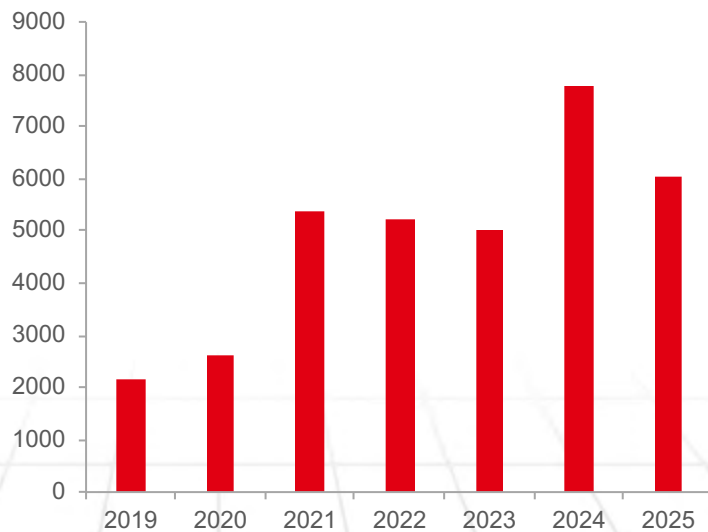
收入端：全渠道布局，协同蒙牛加速渠道下沉

- 公司营销网络分为线下渠道和电商渠道，其中线下渠道可进一步细分为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，2023年10月公司与万辰集团签约战略合作，加大新零售渠道资源投入；餐饮工业渠道方面，公司通过稳定的产品品质、出色的定制化能力以及领先的研发创新能力，在西餐、烘焙、茶饮咖啡、工业及中餐五大渠道中全面突破。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。23年线上营收占比下滑，主因22年疫情线上高基数，同时基于利润等方面的考量公司对线上渠道的策略进行了调整。蒙牛奶酪并入公司后，2025年公司对原蒙牛奶酪的不活跃客户进行了全面梳理，同时对原蒙牛奶酪与公司的 TOB 和 TOC 端客户进行了有效整合，因此2025年经销商数量有所减少。2024年蒙牛网点约为180万个，公司合并蒙牛奶酪后，有望借力蒙牛常温渠道优势持续渠道下沉，中长期网点开拓空间广阔。

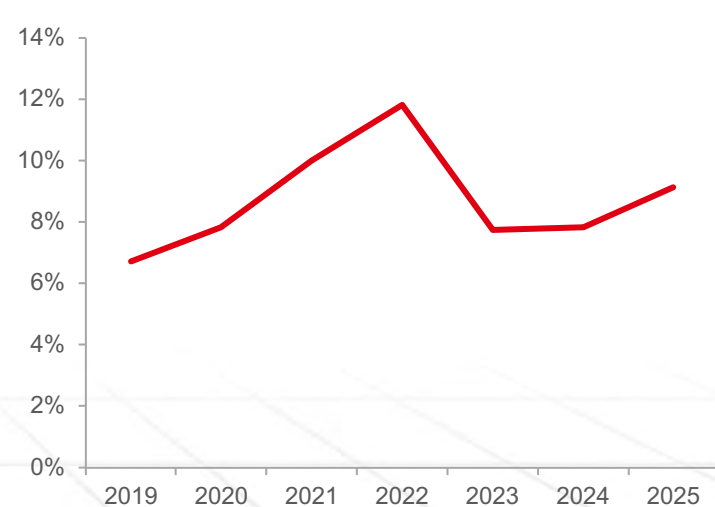
图表23：终端数量（万个）



图表24：经销商数量（个）



图表25：线上渠道占比



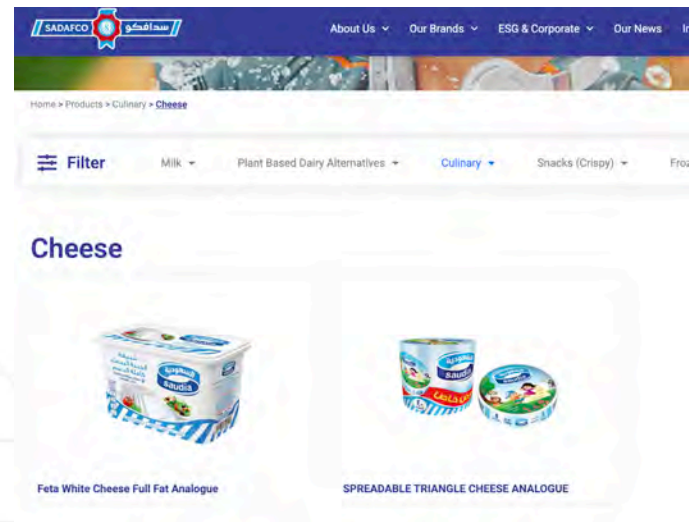
收入端：蒙牛赋能营销+出海，品牌资源全面支撑

- 2026年3月，妙可蓝多在十周年战略发布会上正式官宣成为2026FIFA世界杯全球官方奶酪，这是其继2025年拿下奥林匹克官方奶酪身份后，再度斩获的全球顶级体育IP合作，标志着中国奶酪品牌的全球影响力实现关键跃升。该合作由蒙牛集团全力赋能促成，作为妙可蓝多控股股东，蒙牛开放全球营销资源网络，助力品牌实现全球化曝光与消费场景深度触达。蒙牛集团副总裁、妙可蓝多董事长陈易一明确强调，双方将无缝接入全球资源，实现“1+1>2”的协同效应，借助世界杯等顶级赛事，持续强化品牌运动营养标签，构建全球化品牌心智。
- 在国际化布局方面，妙可蓝多依托蒙牛全球化资源，稳步推进出海战略，明确2025年切入东南亚、2026年深耕东南亚并突破中东的清晰路径。2025年，公司已成功进入泰国市场，依托当地渠道实现初步落地；2026年2月，与沙特知名乳企SADAFCO签署备忘录，正式进军中东核心市场，计划以沙特为基点辐射整个海湾地区。作为蒙牛体系内唯一奶酪运营平台，妙可蓝多的出海被纳入蒙牛“一体两翼”国际化战略，全程复用蒙牛成熟的海外渠道、供应链体系及品牌资源，成为其全球化布局的重要增长引擎。

图表26：妙可蓝多世界杯合作伙伴



图表27：SADAFCO旗下的奶酪产品



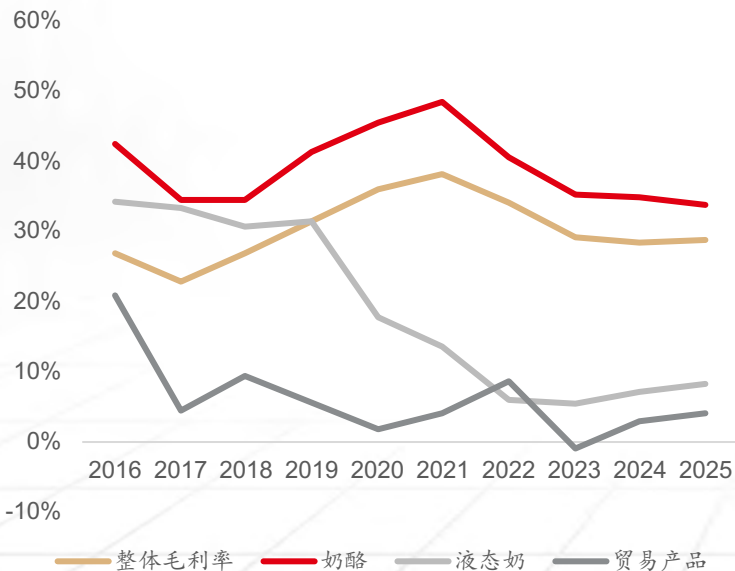
三

利润：成本费用均有改善空间，对比海外龙头盈利能力有望继续提升

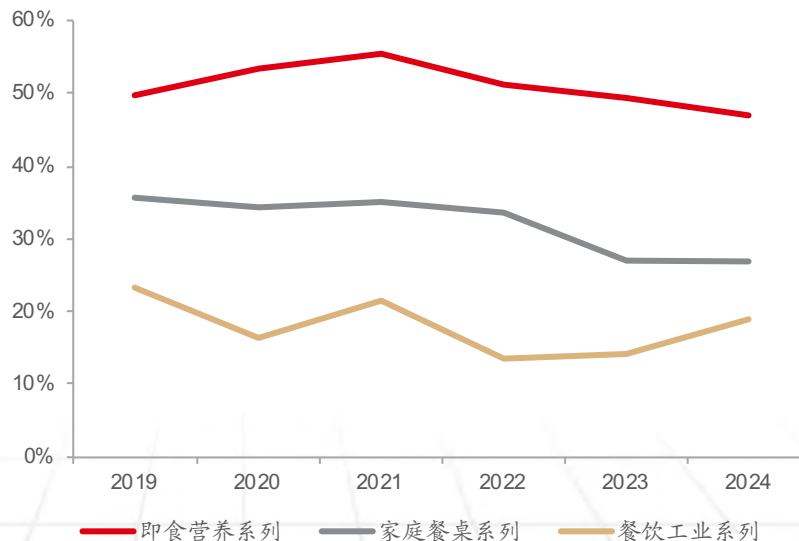
利润端：竞争&业务结构调整导致毛利率承压，后市有望修复

- 从毛利率水平来看，公司的奶酪业务毛利率高于液态奶和贸易产品，未来随着公司进一步聚焦奶酪业务，整体毛利率有望继续提升。
- 21-25年奶酪业务毛利率整体呈下滑趋势，主因行业竞争加剧+公司业务结构调整。21-25年公司销售奶酪均价从6.11万元/吨下滑至4.30万元/吨，主因行业价格竞争；从业务结构层面来看，即食营养系列毛利率显著高于家庭餐桌和餐饮工业系列，近年来公司在逐步加大家庭餐桌和餐饮工业业务的拓展，实现多产品矩阵、多场景布局，短期来看对毛利率有一定影响，随着规模效应我们预计该两块业务的毛利率仍有一定提升空间。
- 横向对比来看，25年妙可、伊利、蒙牛、新乳业毛利率分别为28.95%、34.58%、39.89%、29.18%，公司毛利率在可比公司中处于偏低的水平，我们预计进一步下行空间有限，竞争&业务结构调整影响基本结束，25年毛利率已有企稳迹象，对比同业未来仍有提升空间。

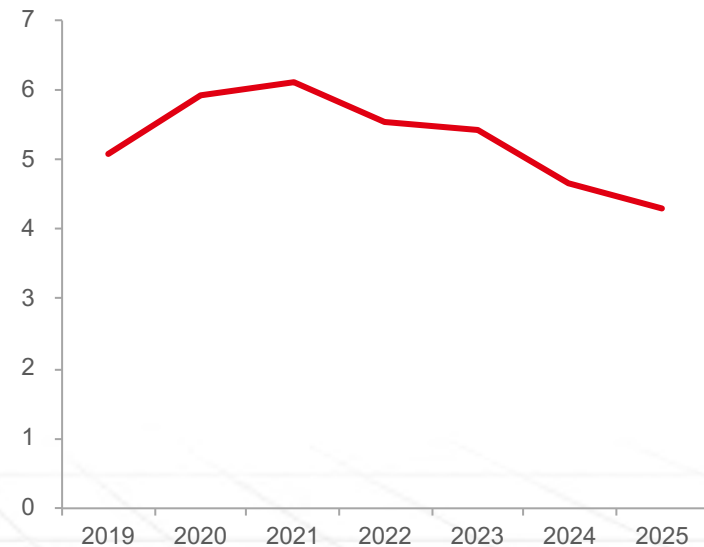
图表28：各业务毛利率



图表29：奶酪业务中各品类毛利率



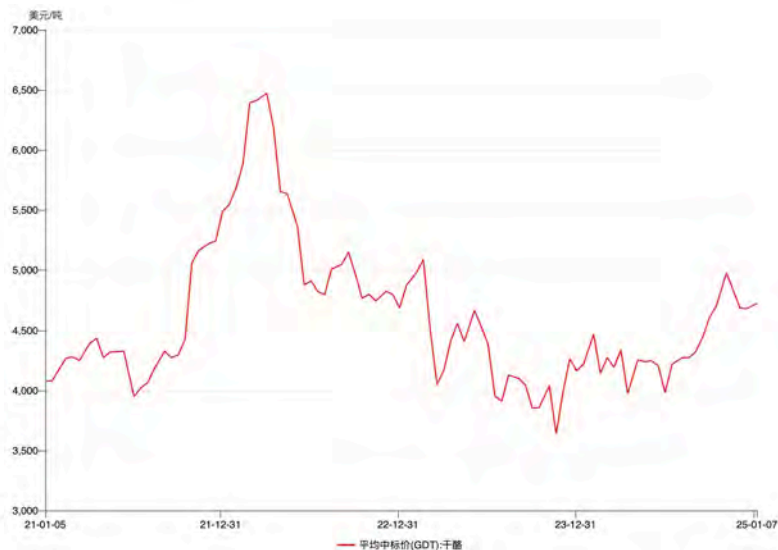
图表30：奶酪均价（万元/吨）



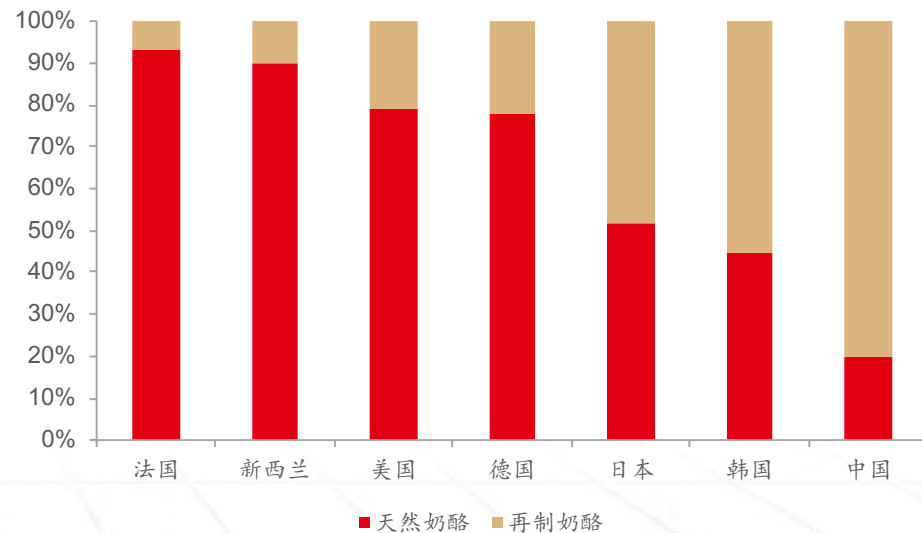
利润端：发力国产原制优化原料供应链，有望提振毛利率

- 公司干酪原材料以进口为主，进口干酪价格波动较大，且24年以来提升较多，对公司毛利率产生一定影响，奶酪高进口依赖度下公司供应链不确定性较高，加大了业绩波动。2023年以来公司发力原制奶酪，陆续推出原制马斯卡彭奶酪、新鲜马苏里拉奶酪球、布里、原制奶油芝士等产品，公司官微显示，2024年6月公司“马斯卡彭奶酪关键技术及其相关装置的研究与应用”获得中国乳制品工业协会和国际乳品联合会中国国家委员会联合颁发的技术进步一等奖。
- 2024年一家国内原辅材料供应商跻身妙可蓝多前五大供应商之列，主要是考虑原辅材料逐渐国产化替代进口产品，达到降本增效的公司战略目标。公司目前原制奶酪绝大部分依靠进口，国产原制价格明显低于进口成本，未来随着国产替代比例提升，公司毛利率有望优化。

图表31：干酪平均中标价



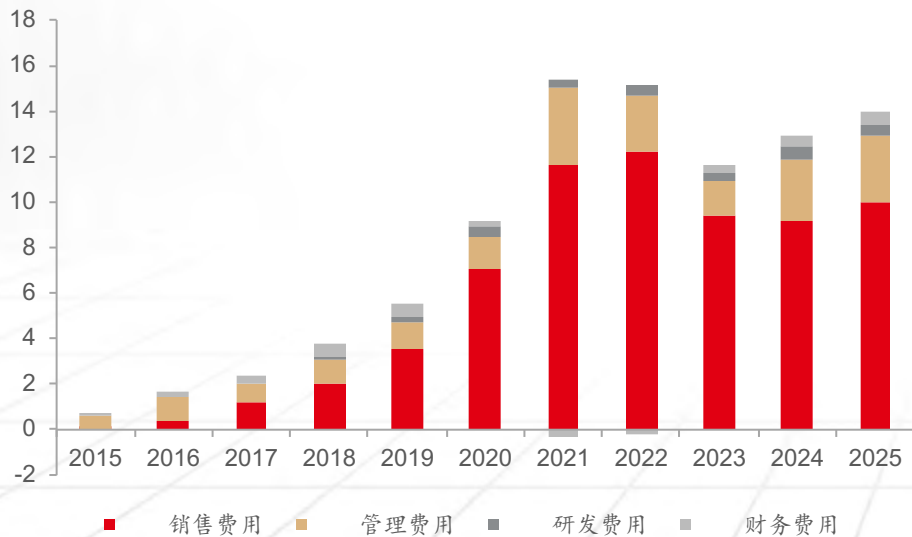
图表32：2021年全球主要国家奶酪结构占比



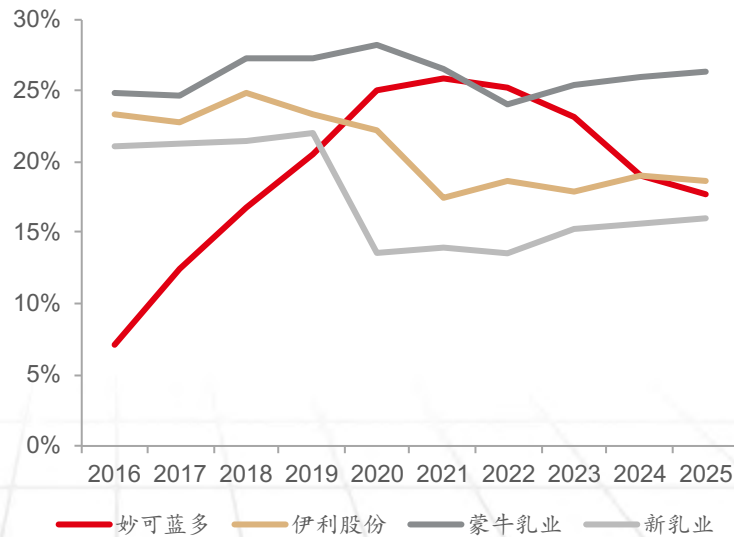
利润端：销售费用率有望维稳，管理费用率有优化空间

- 费用端来看，销售费用率未来有望维稳，管理费用率有优化空间。** 2016-2025年公司销售费用率先是经历了大幅提升后逐渐下降，2016-2021年公司销售费用支出增长迅速，销售费用率快速提升，主因公司作为奶酪棒市场后进入者，早期采取高举高打的品牌策略抢占消费者心智，因此品牌营销力度领先行业，随着公司品牌力、市场认知度的提升，2021-2025年公司销售费用支出趋于克制，销售费用率回归正常水平，横向对比来看在同业中属于中等水平。2016-2025年公司管理费用率一直保持改善的趋势，主要受益于收入规模的快速增长，横向对比来看公司管理费用率在同业中仍然偏高，预计未来仍有优化空间。24年公司管理费用率小幅提升，主因公司23年同期冲回计提的股权激励费用，且24年工资及劳务费支出同比增加所致。
- 研发端来看，打造超级大单品也是降本的关键。** 当公司将资源聚焦于打造超级单品，供应链的边际成本和研发费用率就会降低。因此公司在产品端也在持续聚焦奶酪小三角和奶酪小丸子等单品。

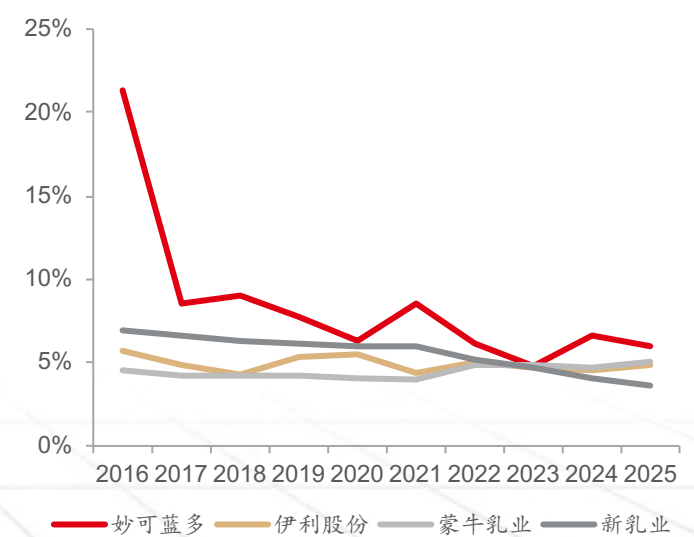
图表33：妙可蓝多费用构成（亿元）



图表34：可比公司销售费用率



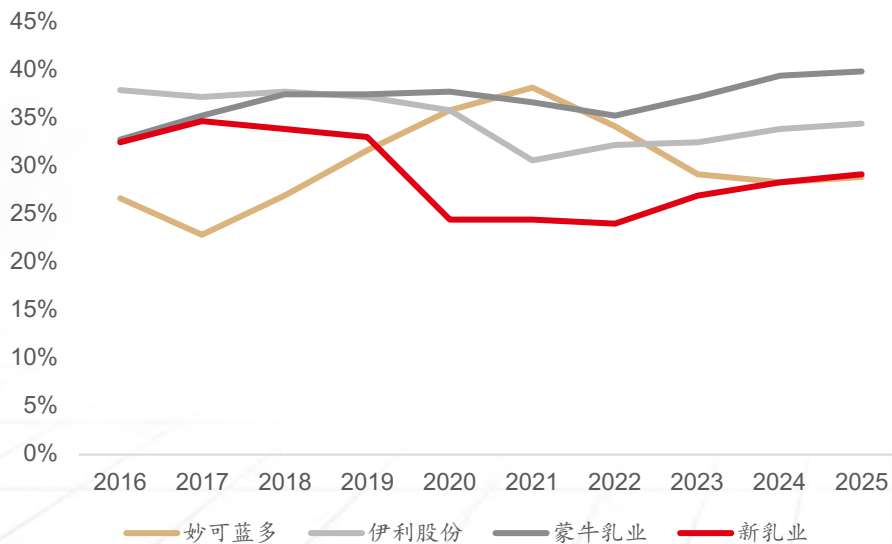
图表35：可比公司管理费用率



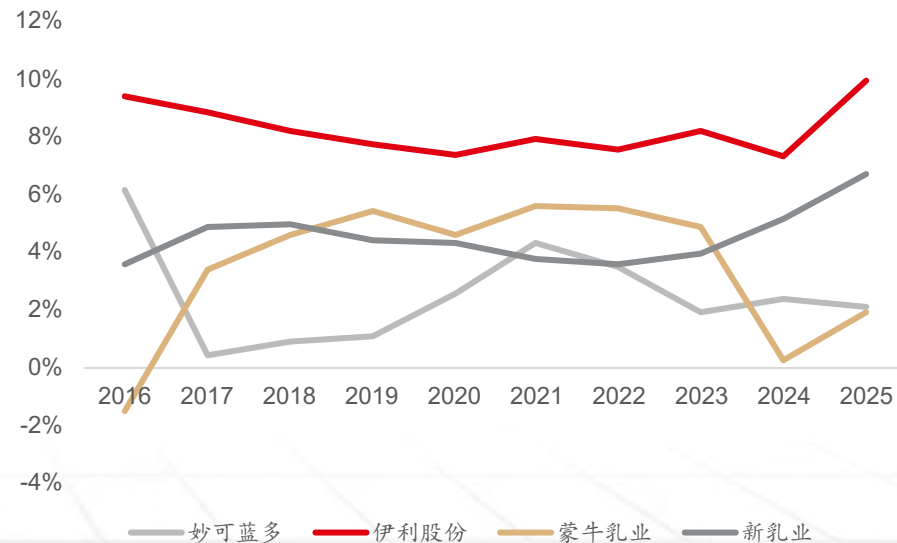
利润端：公司中长期净利率目标8-10%

- 预计未来公司净利率的提升空间主要来源于毛利率的提升和管理费用率的改善。受益于竞争趋缓、业务结构调整影响减弱、原料供应链优化等因素，公司毛利率未来仍有提升空间；受益于规模效应，公司管理费用率有望继续改善。横向对比同业来看，我们认为这两项因素有望成为公司未来净利率提升的主要抓手。
- 公司中长期净利率目标8-10%，25年净利率2.10%。剔除公允价值变动的影响，公司25年净利率在4.26%左右，提升明显。

图表36：可比公司毛利率



图表37：可比公司净利率



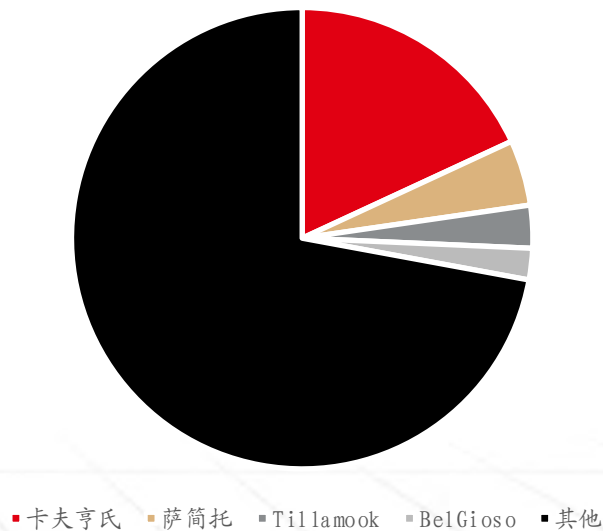
利润端：横向对比海外龙头，公司净利率有较大提升空间

- 2024年卡夫亨氏在美国奶酪市场市占率18.1%，排名第一；亿滋国际市占率0.2%。2024年卡夫亨氏的奶酪业务收入占比为7%，亿滋国际的奶酪业务收入占比为6%。两家公司均未披露单独奶酪业务的净利率水平，从公司整体的净利率水平来看，2024年卡夫亨氏和亿滋国际的净利率分别为10.62%和12.69%。从产品类型来看，卡夫亨氏的奶酪产品主要面向家庭场景和餐饮客户，如费城奶油奶酪、卡夫芝士粉、卡夫菲力奶油芝士等产品；亿滋国际的奶酪产品主要是即食零食。
- 卡夫食品在2015年与亨氏公司合并前主要经营奶酪业务，奶酪业务的收入占比达到20%+。从2015年之前卡夫食品披露的经营数据来看，2009-2014年卡夫食品在美国地区的奶酪业务经营利润率保持在16%+，不考虑营业外收支，按25%的所得税率来计算的话，16%的经营利润率对应约12%的净利率水平（美国会计准则下经营利润率剔除了利息费用，中国包含，考虑到利息费用往往规模较小，因此影响不大）。

图表38：卡夫食品美国奶酪业务经营利润率



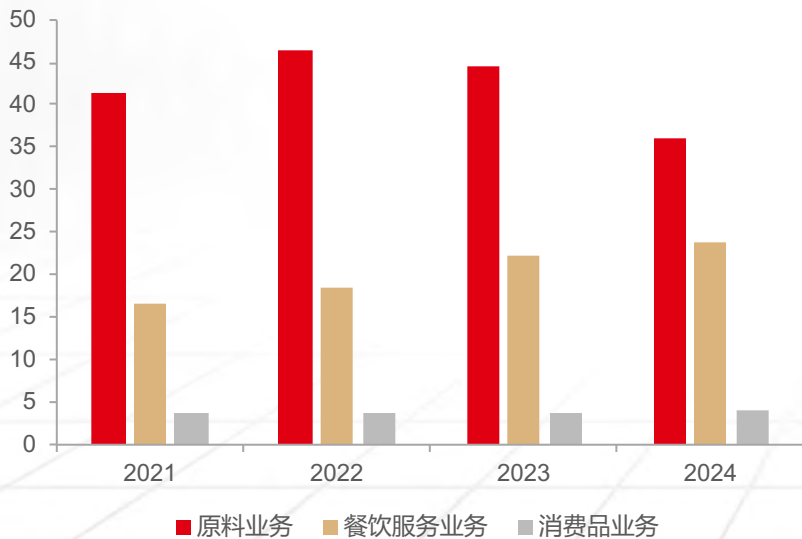
图表39：美国奶酪市场竞争格局



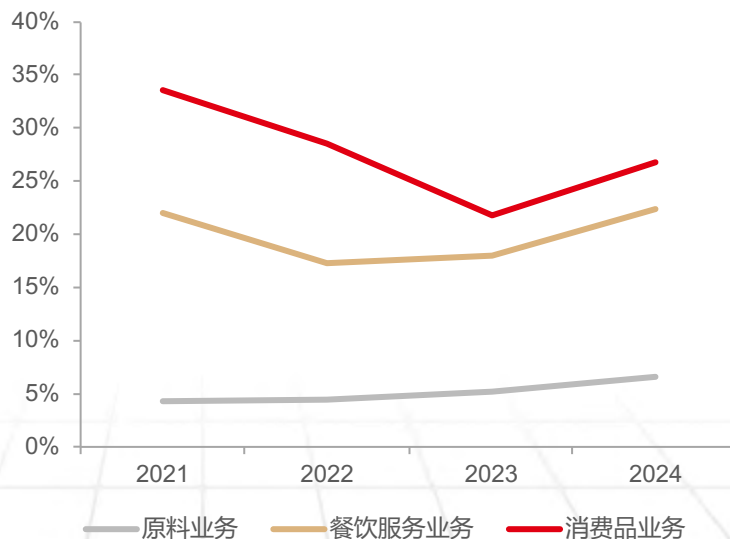
利润端：恒天然B端业务净利率保持在10%左右，公司有望对标

- 恒天然在大中华区的业务分为三块，分别为原料、餐饮服务和消费品。2024年原料、餐饮服务和消费品三块业务的收入分别为35.98、23.77、3.94亿新西兰元，毛利率分别为6.6%、22.4%、26.9%，净利率分别为3.6%、12.6%、-3.8%。
- 恒天然TO B的餐饮服务业务在过去四年净利率均保持在10%左右，TO C的消费品业务在过去四年持续亏损，主要由于中国国内乳制品市场竞争激烈，本土品牌在渠道布局、价格策略和消费者了解方面有明显优势。恒天然在2025年也宣布将整合大中华地区的餐饮服务和消费品业务团队，试图通过合并来优化业务运营，推动更大的协同效应，实现降本增效。
- 妙可蓝多未来在B端业务的盈利水平或可参考恒天然。

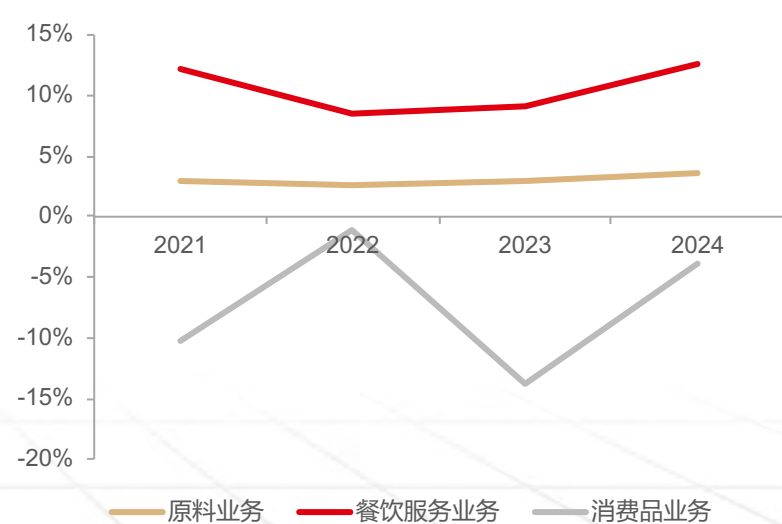
图表40：恒天然各业务收入（亿新西兰元）



图表41：恒天然各业务毛利率



图表42：恒天然各业务净利率



股权激励：推出员工持股计划，提高员工积极性

- 2025年员工持股计划。参加员工持股计划的对象范围为公司(含子公司)董事、监事、高级管理人员及核心骨干人员，初始设立时总人数不超过209人。持股计划的股票来源为公司此前回购的普通股股票，计划拟持有的股票数量不超过800万股，约占公司当前股本总额的1.56%，员工购买回购股份的价格为9.90元/股，因此公司拟筹集资金总额上限为7920万元。标的股票分三期解锁，锁定期分别为12个月、24个月、36个月，解锁比例分别为20%、30%、50%。
- 业绩考核分为公司和个人两个层面。公司层面25年营收目标值不低于56亿（触发值50.4亿），25-26年累计营收不低于121亿（触发值108.9亿），25-27年累计营收不低于199亿（触发值179.1亿）；25年净利润目标值不低于2.1亿（触发值1.89亿），25-26年累计净利润不低于5.3亿（触发值4.77亿），25-27年累计净利润不低于9.9亿（触发值8.91亿）。公司营收利润若都达到目标值则标的股票全解锁，若都低于触发值则全不解锁，介于之间有相关公式再计算。以目标值和触发值均取最低值来测算，则25-27年目标值营收对应增速分别为15.61%、16.07%、20%；净利润对应增速分别为84.21%、52.38%、43.75%。25-27年触发值营收对应增速分别为4.05%、16.07%、20%；净利润对应增速分别为65.79%、52.38%、43.75%。个人层面的绩效考核分销售事业部员工和非销售事业部员工。销售事业部又细分直接销售员工和非直接销售员工。考核目标划分至各销售事业部和事业部下各战区/渠道，按实际达成情况来判断股票解锁比例。

股权激励：绑定核心骨干利益，助力公司业绩增长

- 2025年股票期权激励计划。本激励计划拟授予激励对象的股票期权数量为800万份，约占当前公司股本总额的1.56%。每份股票期权拥有以行权价格购买1股本公司普通股股票的权利，期权的行权价格为15.83元/份。计划涉及的激励对象共计207人，包括公司(含分公司和控股子公司)任职的董事、高级管理人员及核心骨干人员，股票来源为公司向激励对象定向发行A股普通股股票。行权期分为三期，分别为期权授权日起12-24个月、24-36个月、36-48个月，行权比例分别为20%、30%、50%。期权的行权条件和员工持股计划的业绩考核条件完全一致，可以参见员工持股计划的业绩考核指标。

图表43：员工持股计划&股权激励目标（以考核目标值计算）

	2025	2026	2027
激励收入目标（亿元）	56	65	78
YoY	15.61%	16.07%	20.00%
激励利润目标（亿元）	2.1	3.2	4.6
YoY	84.21%	52.38%	43.75%
净利率	3.75%	4.92%	5.90%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

四

盈利预测

- 核心假设：**26年即食营养系列双位数增长，家庭餐桌系列和餐饮工业系列30%+增长。26年公司继续推出高毛利新品带动整体产品结构升级，考虑到B端毛利率低于公司整体且增速更快，我们预计26年公司整体毛利率维持平稳。26年公司将继续保持费用投放力度，规模效应下预计销售费用率略微改善。26年公司公允价值变动有望回归常态化。分季度看，预计公司营收与利润有望逐季环比递增，改变去年利润节奏不均衡的状况，推动各季度利润更为均衡且逐季向好。
- 盈利预测：**我们预计公司2026-2028年实现营收65.70/78.45/93.28亿元，同比增长16.63%/19.41%/18.91%；实现归母净利润3.25/4.72/6.15亿元，同比增长174.10%/45.36%/30.20%，对应EPS为0.64/0.93/1.21元，对应当前股价PE为31/22/17倍，给予“买入”评级。

图表44：妙可蓝多盈利预测

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(亿元)	56.33	65.70	78.45	93.28
增长率(%)	16.29	16.63	19.41	18.91
EBITDA(亿元)	5.93	8.76	11.63	14.29
归属母公司净利润(亿元)	1.18	3.25	4.72	6.15
增长率(%)	4.29	174.10	45.36	30.20
EPS(元/股)	0.23	0.64	0.93	1.21
市盈率(P/E)	86.09	31.41	21.61	16.59
市净率(P/B)	2.24	2.09	1.91	1.71
EV/EBITDA	25.19	14.33	10.80	8.63

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表(亿元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	56.33	65.70	78.45	93.28	营业收入	16.29%	16.63%	19.41%	18.91%
营业成本	40.02	46.69	55.54	66.28	营业利润	-5.64%	177.73%	45.84%	30.42%
税金及附加	0.32	0.37	0.44	0.53	归属于母公司净利润	4.29%	174.10%	45.36%	30.20%
销售费用	10.00	11.37	12.94	14.93	获利能力				
管理费用	2.90	3.35	3.77	4.20	毛利率	28.95%	28.93%	29.20%	28.95%
研发费用	0.51	0.59	0.71	0.84	净利率	2.10%	4.94%	6.02%	6.59%
财务费用	0.57	0.54	0.59	0.49	ROE	2.60%	6.66%	8.82%	10.31%
资产减值损失	-0.01	0.00	0.00	0.00	ROIC	3.27%	4.26%	5.64%	6.61%
营业利润	1.54	4.29	6.25	8.15	偿债能力				
营业外收入	0.06	0.06	0.06	0.06	资产负债率	46.07%	50.89%	50.20%	49.21%
营业外支出	0.01	0.01	0.01	0.01	流动比率	1.22	1.46	1.47	1.53
利润总额	1.59	4.33	6.29	8.20	营运能力				
所得税	0.40	1.08	1.57	2.05	应收账款周转率	32.43	27.78	28.08	28.03
净利润	1.18	3.25	4.72	6.15	存货周转率	5.31	4.62	4.66	4.67
归母净利润	1.18	3.25	4.72	6.15	总资产周转率	0.70	0.71	0.76	0.83
每股收益(元)	0.23	0.64	0.93	1.21	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.23	0.64	0.93	1.21
货币资金	5.99	13.48	14.46	17.64	每股净资产	8.94	9.56	10.49	11.69
交易性金融资产	14.87	14.87	14.87	14.87	估值比率				
应收票据及应收账款	2.18	2.55	3.04	3.62	PE	86.09	31.41	21.61	16.59
预付款项	1.11	1.29	1.54	1.84	PB	2.24	2.09	1.91	1.71
存货	9.33	10.88	12.95	15.45					
流动资产合计	37.57	47.20	51.05	57.67	现金流量表				
固定资产	17.76	23.75	28.90	33.18	净利润	1.18	3.25	4.72	6.15
在建工程	3.96	3.96	3.96	3.96	折旧和摊销	2.74	3.89	4.75	5.60
无形资产	1.91	1.91	1.91	1.91	营运资本变动	-1.37	-0.57	-0.48	-0.57
非流动资产合计	47.01	52.12	56.38	59.78	其他	2.04	0.06	0.20	-0.03
资产总计	84.58	99.32	107.42	117.45	经营活动现金流净额	4.59	6.63	9.18	11.15
短期借款	18.96	18.96	18.96	18.96	资本开支	-3.61	-8.95	-8.95	-8.95
应付票据及应付账款	5.84	6.61	7.87	9.39	其他	-9.07	0.71	0.85	1.01
其他流动负债	5.99	6.79	7.92	9.27	投资活动现金流净额	-12.67	-8.24	-8.10	-7.94
流动负债合计	30.78	32.36	34.74	37.62	股权融资	0.79	0.00	0.00	0.00
其他	8.18	18.18	19.18	20.18	债务融资	2.99	10.00	1.00	1.00
非流动负债合计	8.18	18.18	19.18	20.18	其他	-0.64	-0.82	-1.09	-1.03
负债合计	38.97	50.54	53.92	57.80	筹资活动现金流净额	3.14	9.18	-0.09	-0.03
股本	5.10	5.10	5.10	5.10	现金及现金等价物净增加额	-5.03	7.48	0.99	3.18
资本公积金	44.47	44.47	44.47	44.47					
未分配利润	-3.91	-1.24	2.78	8.00					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	-0.04	0.45	1.15	2.08					
所有者权益合计	45.62	48.78	53.50	59.65					
负债和所有者权益总计	84.58	99.32	107.42	117.45					

- 经济/需求恢复不及预期
- 公司销售不及预期
- 新品不及预期
- 食品安全

感谢您的信任与支持！

THANK YOU

姓名：蔡雪昱（首席分析师）

SAC编号：S1340522070001

邮箱：caixueyu@cnpsec.com

姓名：张子健（分析师）

SAC编号：S1340524050001

邮箱：zhangzijian@cnpsec.com

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号，玺萌大厦南塔

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



中邮证券

CHINA POST SECURITIES