

妙可蓝多 (600882.SH): BC 双驱动, 奶酪龙头再启高增长

2026 年 8 月 7 日

强烈推荐/首次

妙可蓝多

公司报告

2026 年奶酪需求处于“缓慢、分层、结构性复苏”阶段,行业最困难的库存和价格竞争阶段已逐步过去,前期压制行业发展的核心负面因素已逐步消解。一是行业竞争格局优化,中小品牌因产品同质化、渠道弱势逐步退出市场,无序价格战基本结束,行业盈利环境改善;二是渠道库存回归健康水平,经过 2024-2025 年的持续去库存,终端渠道库存周转效率提升;三是消费信心持续回暖,奶茶、西餐等餐饮端应用场景的增多,奶酪需求也持续增加。

在这个过程中,我们看到头部企业呈现快于行业的恢复势头,且头部企业的市场占有率与其他竞争对手进一步拉大。妙可蓝多作为行业的头部企业,呈现出优于竞争对手的表现,随着蒙牛将旗下奶酪业务全部整合到妙可蓝多旗下,公司 B 端业务能力得到整体提升。同时,公司在 C 端与平价零食体系合作,借助平价零食体系成功向三四线城市渗透。

妙可蓝多的增长框架可以概括为“一块基本盘、两条增长线、一个长期期权”。基本盘是儿童奶酪棒及即食营养业务;第一条增长线是成人休闲和家庭餐桌,提高 C 端人群与频次;第二条增长线是餐饮工业,扩大 B 端客户与产品组合;长期期权是乳清蛋白和功能营养,提高产业链附加值。

公司盈利预测及投资评级: 我们预计 2026 年公司实现销售收入 66.80 亿元,同比增长 18.58%,实现归母净利润 3.36 亿元,同比增长 201.26%,实现 EPS0.66 元,当前股价对应 PE33 倍。用 2026 年预测净利润计算的净利率为 5%,与乳制品行业龙头企业相比净利率水平偏低,认为公司净利率有继续向上修复空间,所以给予 50 倍目标 PE,目标价 33 元,给予“强烈推荐”评级。

风险提示: 宏观需求恢复不及预期,行业需求复苏不及预期,公司 B 端和 C 端发展不及预期,原材料成本出现大幅波动等。

财务指标预测

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,843.75	5,632.95	6,679.80	7,594.93	8,719.26
增长率(%)	19.63%	16.29%	18.58%	13.70%	14.80%
归母净利润(百万 元)	113.62	118.49	336.98	449.20	545.41
增长率(%)	42.45%	4.29%	201.26%	30.04%	21.80%
净资产收益率(%)	2.58%	2.60%	7.06%	9.06%	10.54%
每股收益(元)	0.23	0.24	0.66	0.88	1.07
PE	98.58	94.41	33.72	25.30	20.84
PB	2.59	2.49	2.38	2.29	2.20

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

公司以“让奶酪进入每一个家庭”作为企业使命,“以消费者为导向,用工匠精神做极致产品”为经营理念,致力于将营养、美味的奶酪及健康的生活方式带给广大消费者,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。

资料来源:公司网站

未来 3-6 个月重大事项提示:

无

发债及交叉持股介绍:

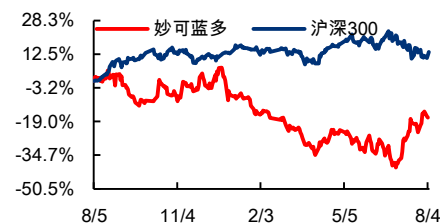
无

交易数据

52 周股价区间(元)	28.53-15.99
总市值(亿元)	113.28
流通市值(亿元)	113.28
总股本/流通 A 股(万股)	50,845/50,845
流通 B 股/H 股(万股)	-/-
52 周日均换手率	3.41

资料来源:恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源:恒生聚源、东兴证券研究所

分析师: 孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480520070004

分析师: 王洁婷

021-25102900

wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480520070003

目 录

1. 我们的观点.....	4
2. 国内奶酪第一公司，蒙牛协同进入兑现期.....	4
2.1 从区域乳企到国产奶酪龙头.....	4
2.2 产品矩阵清晰.....	5
2.3 蒙牛奶酪战略发力.....	7
2.4 股权激励稳定核心团队.....	8
3. 奶酪行业：C 端渗透率有望进一步提升，B 端确定性增长.....	8
3.1 总量空间：低人均消费量决定天花板仍高.....	8
3.2 行业逻辑一：C 端进入结构化升级.....	11
3.3 行业逻辑二：B 端打破外资主导.....	12
3.4 行业逻辑三：国产替代带来增量.....	14
3.5 行业逻辑四：需求缓慢复苏.....	15
4. 妙可蓝多：多增长引擎助力长期发展.....	17
4.1 奶酪基本盘稳定，多品类打开增长空间.....	17
4.2 B 端业务获得大客户验证.....	19
4.3 乳清蛋白粉有望提升产业链利用率.....	20
5. 盈利预测与评级.....	21
6. 风险提示.....	21
相关报告汇总.....	23

插图目录

图 1：妙可蓝多营业收入（元）和同比（%）.....	5
图 2：妙可蓝多奶酪业务收入（万元）和占收入比重.....	5
图 3：妙可蓝多核心产品.....	5
图 4：妙可蓝多奶酪棒核心产品.....	6
图 5：妙可蓝多 B 端产品.....	6
图 6：妙可蓝多股东结构.....	7
图 7：股权激励目标.....	8
图 8：国内奶酪产量（吨）.....	9
图 9：国内奶酪市场规模（亿元）.....	9
图 10：国内奶酪需求分析.....	10
图 11：世界各国人均消费量.....	10
图 12：2024 年中国及发达国家奶酪家庭渗透率.....	11
图 13：2026 年国内奶酪消费主要类型.....	11
图 14：国内奶酪市场占有率.....	12
图 15：西式餐厅的收入规模（亿元）和增长变化（%）.....	13
图 16：现制茶饮的收入规模（十亿元）和预期.....	13

图 17: 在国内 B 端市场的国外品牌.....	13
图 18: 中国奶酪进口量 (吨)	14
图 19: 各家乳企产能梳理.....	15
图 20: 奶酪行业 CR5 市场占有率	16
图 21: 妙可蓝多即时营养系列收入 (万元)	17
图 22: 妙可蓝多奶酪零食产品.....	18
图 23: 妙可蓝多与蒙牛品牌 B 端产品.....	19
图 24: 妙可蓝多餐饮工业收入 (万元) 和同比 (%)	20
图 25: 妙可蓝多餐饮主要客户.....	20
图 26: 乳清蛋白制作过程.....	20

表格目录

附表: 公司盈利预测表	22
-------------------	----

1. 我们的观点

2026 年奶酪需求处于“缓慢、分层、结构性复苏”阶段，行业最困难的库存和价格竞争阶段已逐步过去，前期压制行业发展的核心负面因素已逐步消解。一是行业竞争格局优化，中小品牌因产品同质化、渠道弱势逐步退出市场，无序价格战基本结束，行业盈利环境改善；二是渠道库存回归健康水平，经过 2024-2025 年的持续去库存，终端渠道库存周转效率提升；三是消费信心持续回暖，奶茶、西餐等餐饮端应用场景的增多，奶酪需求也持续增加。

在这个过程中，我们看到头部企业呈现快于行业的恢复势头，且头部企业的市场占有率与其他竞争对手进一步拉大。妙可蓝多作为行业的头部企业，呈现出优于竞争对手的表现，随着蒙牛将旗下奶酪业务全部整合到妙可蓝多旗下，公司 B 端业务能力得到整体提升。同时，公司在 C 端与平价零食体系合作，借助平价零食体系成功向三四线城市渗透。

妙可蓝多的增长框架可以概括为“一块基本盘、两条增长线、一个长期期权”。基本盘是儿童奶酪棒及即食营养业务；第一条增长线是成人休闲和家庭餐桌，提高 C 端人群与频次；第二条增长线是餐饮工业，扩大 B 端客户与产品组合；长期期权是乳清蛋白和功能营养，提高产业链附加值。

我们预计 2026 年公司实现销售收入 66.80 亿元，同比增长 18.58%，实现归母净利润 3.36 亿元，同比增长 201.26%，实现 EPS0.66 元，当前股价对应 PE33 倍。用 2026 年预测净利润计算的净利率为 5%，与乳制品行业龙头企业相比净利率水平偏低，认为公司净利率有继续向上修复空间，所以给予 50 倍目标 PE，目标价 33 元，给予“强烈推荐”评级。

2. 国内奶酪第一公司，蒙牛协同进入兑现期

2.1 从区域乳企到国产奶酪龙头

妙可蓝多是国内奶酪行业的领军企业，公司前身经历液态奶与乳制品业务阶段，2015 年前后进入资本市场后逐步将战略重心转向奶酪，2019 年正式更名为“妙可蓝多”，确立以奶酪为核心的品牌定位。公司抓住中国消费者对儿童营养、便携零食和高钙乳制品的需求，以奶酪棒作为切入口，完成了中国奶酪从小众西式配料向大众儿童营养零食的第一次品类转化。

这次品类转化的意义不仅在于做出一个大单品，更在于重构了中国消费者对奶酪的认知。传统奶酪在中国市场长期面临两个约束：第一，原制奶酪口味、气味和使用方式与中国家庭饮食习惯不完全匹配；第二，消费者缺少稳定食用场景，奶酪更像西餐、披萨和烘焙中的辅料。妙可蓝多通过再制奶酪棒将奶酪从“厨房食材”变成“儿童即食营养零食”，用高钙、蛋白质、低温冷藏、IP 包装和广告教育建立消费者心智。这一阶段让公司在 2021 年前后实现市场份额超越外资品牌，成为 C 端奶酪零售市场第一。

但第一轮增长模式也暴露出明显局限。2022—2023 年行业进入调整期后，儿童奶酪棒受到出生人口下降、竞争品牌集中投放、渠道库存累积和低价产品冲击，公司收入与利润承压。更重要的是，过度依赖单品意味着广告效率、促销强度和终端库存会显著放大业绩波动。

经历 2022-2023 年行业调整后, 公司没有简单回到“奶酪棒+广告”的旧模式, 而是转向多品类、多渠道和 BC 双轮驱动。2024 年公司完成对蒙牛奶酪业务整合, 爱氏晨曦专业乳品与妙可蓝多专业奶酪开始协同, 即食营养、家庭餐桌和餐饮工业三大系列均恢复增长。2025 年奶酪业务收入 46.15 亿元, 占主营业务收入 82.37%, 说明公司仍以奶酪为核心, 但收入来源已不再只有儿童奶酪棒。

2026 年公司增长进一步提速。公司业绩快报显示, 2026 年上半年实现营业收入 33.04 亿元, 同比增长 28.71%; 归母净利润 1.51 亿元, 同比增长 13.74%。收入增速显著快于利润增速, 主要反映 B 端占比提升、C 端市场投入以及股权激励费用等影响; 但规模效应与 C 端结构优化已经推动盈利水平稳步改善。

图1: 妙可蓝多营业收入 (元) 和同比 (%)

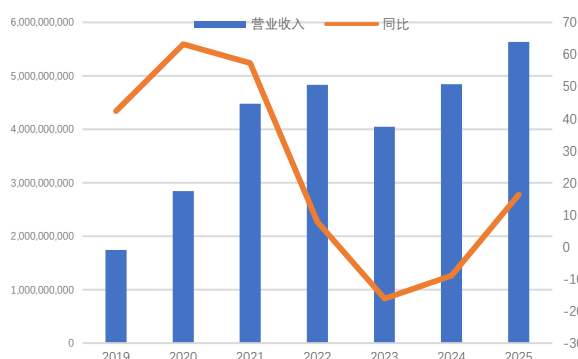
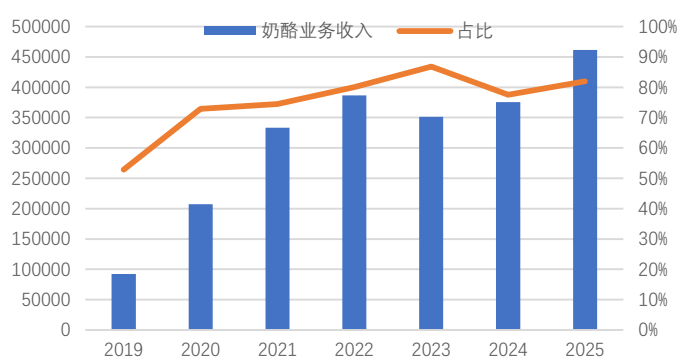


图2: 妙可蓝多奶酪业务收入 (万元) 和占收入比重



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

2.2 产品矩阵清晰

从产品矩阵看, 公司奶酪产品可以分为三大系列: 即食营养系列、家庭餐桌系列和餐饮工业系列。即食营养系列包括奶酪棒、儿童成长杯、手撕奶酪条等; 家庭餐桌系列包括马苏里拉奶酪、奶酪片、涂抹奶油奶酪等; 餐饮工业系列则包括面向西餐、烘焙、茶饮咖啡、中餐和工业客户的马苏里拉、奶酪片、黄油、稀奶油等产品。三类产品的客户属性、毛利率、渠道和增长驱动力不同, 共同构成公司中长期增长框架。

图3: 妙可蓝多核心产品

系列	核心产品	主要客户/场景	经营特征
即食营养系列	奶酪棒、手撕奶酪、奶酪小粒、奶酪小三角、云朵芝士、常温奶酪小丸子	儿童营养、成人休闲、办公室零食、户外社交、零食量贩、会员店、电商	毛利率较高, 是公司品牌心智与利润基础; 但儿童奶酪棒单品需从存量竞争转向结构升级
家庭餐桌系列	马苏里拉、奶酪片、黄油、涂抹奶油奶酪、奶油芝士	早餐、焗饭、家庭烘焙、三明治、贝果、披萨、会员店和家庭囤货	当前收入基数较小, 但与家庭饮食频次相关, 长期渗透率空间大
餐饮工业系列	马苏里拉、奶酪片、黄油、稀奶油、奶油芝士、马斯卡彭、定制乳品解决方案	西式快餐、披萨、烘焙、茶饮咖啡、中餐创新、工业客户	收入增速最高, 客户粘性强, 验证周期长, 产品稳定性和供应链服务能力是壁垒

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

奶酪棒是妙可蓝多的拳头产品，2021 年后市场占有率位居行业第一。目前已形成多层次的产品矩阵。其重点产品为儿童系列，金装奶酪棒等基础产品承担广覆盖和稳定动销，高含酪量、有机、低添加及功能型产品承担价格带上移。同时为吸引年轻群体，公司推出了奇炫奶酪棒、双原生奶酪棒等新品，同时还推出了手撕奶酪、奶酪小三角等休闲零食产品。

图4：妙可蓝多奶酪棒核心产品

产品名称	产品包装	核心卖点	干酪含量	备注	价格(天猫商城)
金装奶酪棒		0 防腐剂、0 甜味剂、0 稳定剂，营养更纯粹	≥60%	蛋白质 8.0g/100g，钙 255mg/100g	19.8 元 /100g
奇炫奶酪棒		2025 年上半年新品，面向年轻消费群体	≥51%	钙 650mg/100g，维生素 A+D，添加叶黄素酯	25.9 元 /180g
小三角芝士奶酪块		五种口味，真实果肉 ≥15%	≥51%	90g（6 块），6.1g 蛋白质含量	29.9 元 /90g

资料来源：公司公告，天猫国际，东兴证券研究所

在 B 端，公司覆盖西餐、烘焙、茶饮咖啡、中餐等 B 端客户，销售方式也由标准品供货逐步转向配方共创。2024 年该系列实现营收 13.13 亿元，同比增长 14.07%，占奶酪板块的 34.94%。

图5：妙可蓝多 B 端产品

应用场景	主要产品	核心特点与典型应用
西餐	原制马苏里拉奶酪、芝士片、稀奶油、马斯卡彭奶酪	- 马苏里拉：拉丝卓越、奶香浓郁，用于披萨、焗饭等 - 已进入肯德基、必胜客等头部餐饮供应链
烘焙	原制马苏里拉奶酪、马斯卡彭奶酪、原制奶油芝士、拉丝奶酪片、黄油、新国标稀奶油	- 马斯卡彭：质地细腻，用于提拉米苏等西点 - 稀奶油：符合新国标，易打发 - 客户包括巴黎贝甜、鑫国、满记等
茶饮咖啡	芝士厚乳、马斯卡彭奶酪、奶油芝士、稀奶油	- 芝士厚乳：口感醇厚，用于生酪拿铁、芝士奶盖等 - 马斯卡彭：用于奶茶创新

		• 客户包括奈雪的茶、古茗、茉莉奶白等
中餐	马苏里拉奶酪、奶油芝士	• 马苏里拉: 用于焗玉米、芝士焗饭等中式创新菜 • 奶油芝士: 创新应用于月饼、绿豆糕等中式糕点
工业	马苏里拉奶酪、黄油、稀奶油、芝士片、马斯卡彭	• 为食品加工企业提供原料 • 以原制或简单加工的再制奶酪为主

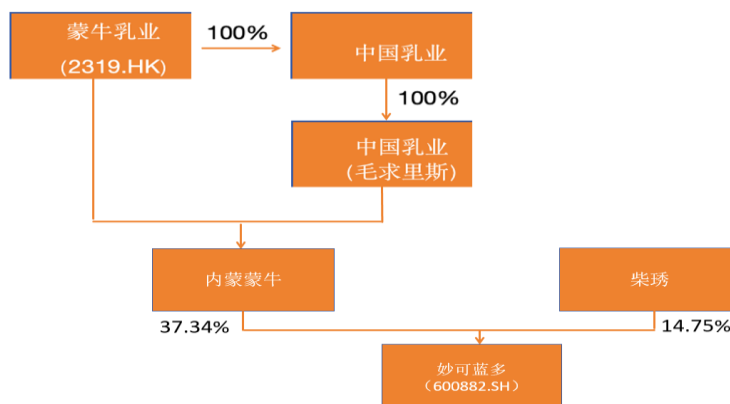
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.3 蒙牛奶酪战略发力

蒙牛与妙可蓝多的关系经历了代工合作、战略入股、控股、业务归集四个阶段。公司与蒙牛的合作则早在 2018 年就开始, 妙可蓝多当时为蒙牛的奶酪事业部提供代工服务。蒙牛真正对妙可蓝多的投资始于 2020 年, 当年蒙牛出资 2.87 亿元获得公司 5% 的股权。到 2021 年 7 月, 蒙牛再次以 30 亿元的定增方式将持股比例上升至 28.46%, 成为妙可蓝多的控股股东。2021、2022 年以来, 蒙牛又对妙可蓝多进行了多次增持, 持股比例进一步提升至 35%。

截至 2025 年末内蒙蒙牛持有妙可蓝多约 1.88 亿股, 持股比例约 37.34%, 为第一大股东。2024 年, 公司以 44,768.24 万元现金收购控股股东内蒙蒙牛所持蒙牛奶酪 100% 股权, 蒙牛奶酪于 2024 年 7 月纳入合并范围。该交易解决蒙牛奶酪同业竞争, 使蒙牛体系内的奶酪业务归集到妙可蓝多平台, 统一研发、采购、生产、销售和客户管理, 减少内部竞争与重复投入。

图6: 妙可蓝多股东结构



资料来源: 同花顺, 公司公告, 东兴证券研究所

蒙牛对妙可蓝多的发展影响可以分为四个层面。第一, 原奶、干酪和乳脂原料的集中采购降低成本波动; 第二, 和林等奶源腹地产能缩短原料运输并支持原制奶酪生产; 第三, 爱氏晨曦在黄油、稀奶油和专业客户

中的基础，与妙可蓝多奶酪产品形成交叉销售；第四，蒙牛全国经销体系、冷链和大型客户关系降低渠道拓展成本。

2026 年初，公司完成核心管理岗位调整，蒯玉龙出任总经理及法定代表人，这一人事调整背后标志着妙可蓝多在被蒙牛收购后的 4 年多后，蒙牛系全面掌控这家奶酪龙头公司。

2.4 股权激励稳定核心团队

2025 年，公司股票期权激励计划授予 800 万份股票期权，约占授予时总股本 1.56%，覆盖董事、高管、中层管理人员和核心技术/业务骨干共 207 人，行权价格 15.83 元/股。激励范围较广，体现公司希望在蒙牛奶酪整合和二次增长阶段稳定核心团队。

考核采用收入与归母净利润双指标，收入目标兼具增长约束与可实现性，利润目标更具挑战。2025 年公司营业收入 56.33 亿元，达到 56 亿元目标；归母净利润 1.18 亿元，低于 2.10 亿元目标，因此首个行权期未达到公司层面业绩条件，相关期权予以注销。但是 26 年和 27 年在股权激励目标下，公司利润率有望进一步的回升。

图7：股权激励目标

考核期	收入目标	归母净利润目标	单年度目标
2025 年	不低于 56 元	不低于 2.10 亿元	收入达标，利润未达标；首期行权条件未成就
2025—2026 年累计	不低于 121 亿元	不低于 5.30 亿元	2026 年销售收入目标 65 亿元,同比+16.7%；归母净利润 3.2 亿元，同比+52.38%
2025—2027 年累计	不低于 199 亿元	不低于 9.90 亿元	2027 年销售收入目标 78 亿元，同比+20%；归母净利润 4.6 亿元，同比+43.75%

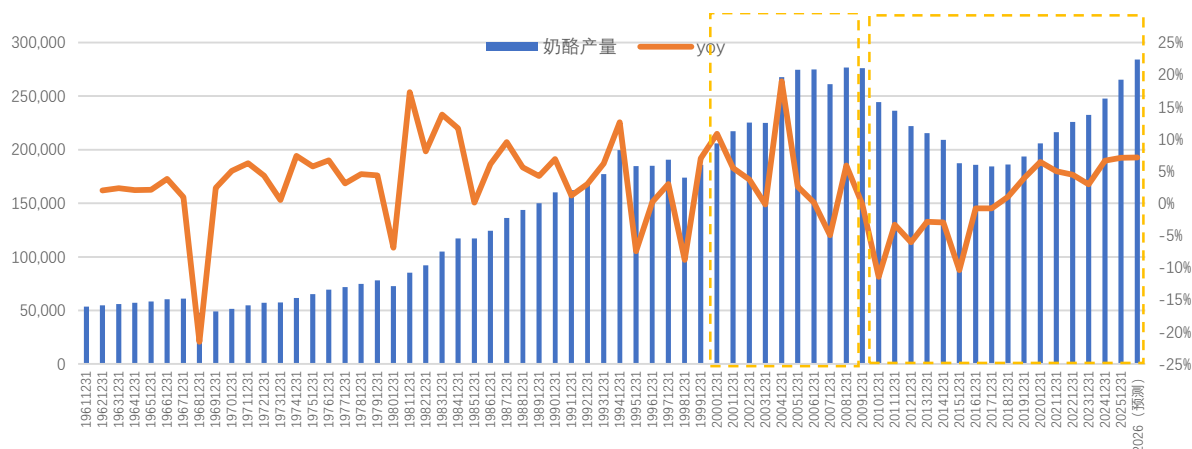
资料来源：公司公告，同花顺，东兴证券研究所

3. 奶酪行业：C 端渗透率有望进一步提升，B 端确定性增长

3.1 总量空间：低人均消费量决定天花板仍高

中国奶酪行业并非沿一条直线增长，而是经历了“餐饮导入—零售破圈—结构调整—多场景扩张”发展阶段。第一阶段为 1978—1999 年，此时我国奶酪产业开始工业化起步，但消费者对奶酪的认同度还不高，我国奶酪产量整体在 2 万吨以下；第二阶段为 2000—2009 年，西式餐饮带动消费认知，我国奶酪产业进入发展阶段，消费量增长较为迅猛，奶酪产量快速突破，最高达到 2.7 万吨；第三阶段为 2010 年至今，奶酪行业进入结构升级阶段，行业增长动力将从单一品类红利，转向品类分化、渠道重构、国产替代与深加工的多重驱动。2018 年后奶酪产量逐渐见底并开始回升。

图8: 国内奶酪产量(吨)

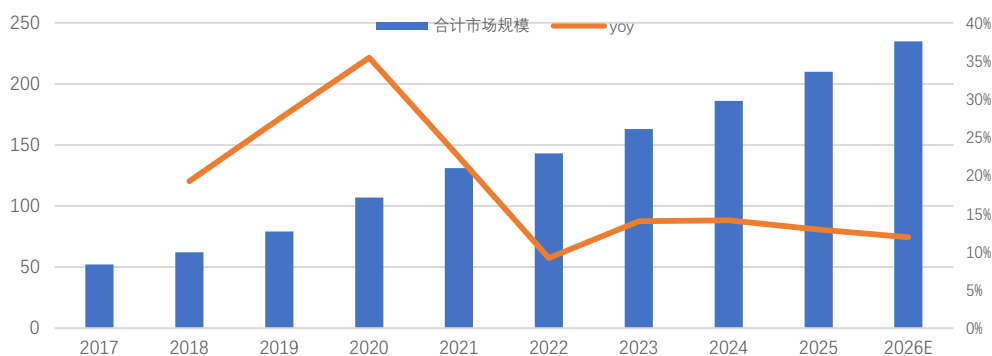


资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

在这个过程中, 儿童奶酪棒的问市是行业关键拐点。2018年, 儿童奶酪棒的爆发式增长, 让以儿童奶酪棒为代表的再制干酪产品成功破圈, 通过“高钙+零食化”的定位, 它让奶酪第一次大规模进入普通家庭。奶酪行业迎来高速发展期, 2019年零售市场规模首次突破百亿元, 2022年进一步逼近200亿元, 奶酪棒的出现为奶酪在中国市场敲开了国内市场的大门, 奶酪由此成为众多家庭的常备零食。

展望2026—2030年, 中国奶酪市场将进入价值创造新周期, 行业增长动力将从单一品类红利, 转向品类分化、渠道重构、国产替代与深加工的多重驱动。2025年中国奶酪广义B+C金额口径下, 预计行业规模约210亿元。若2026—2030年需求量保持8%—10%的复合增长, 并叠加原制奶酪、家庭餐桌和专业乳品的结构升级, 2030年广义奶酪市场规模有望达到310—350亿元。

图9: 国内奶酪市场规模(亿元)



资料来源: 欧瑞国际, 东兴证券研究所

妙可蓝多（600882.SH）：BC 双驱动，奶酪龙头再启高增长

从 C 端和 B 端拆分看，C 端主要对应包装奶酪、奶酪棒、奶酪片和家庭餐桌产品，现阶段零售额约 90—100 亿元；B 端则覆盖餐饮、烘焙、茶咖与工业客户，常用的“2B 奶酪乳脂类”约 285 亿元口径还包含黄油、稀奶油等专业乳品。

图10：国内奶酪需求分析

口径	市场规模	对应产品	对国内奶酪企业的意义
中国奶酪需求量	2025 年约 42.62 万吨，国产产量约 23.11 万吨，进口依存度约 46.13%	奶酪总需求，含 C 端与 B 端使用	品类低渗透与国产替代同时存在
C 端奶酪零售	2024 年零售市场约 92.38 亿元， 2025 年呈修复和企稳态势	包装奶酪、奶酪棒、奶酪片、马苏里拉、家庭餐桌等	公司品牌心智领先，需从儿童奶酪向全民奶酪升级
B 端乳制品大市场	2028 年预计达到 400 亿元	茶饮、咖啡、烘焙、餐饮、工业客户乳品原料	打开从奶酪到乳脂、乳清蛋白和专业乳品平台的边界
1、现制茶饮与烘焙下游	2024 年新式茶饮市场超 3500 亿元， 烘焙食品零售市场超 6000 亿元，两个行业奶酪使用量约占市场的 60%。	奶盖、芝士奶茶、奶咖、蛋糕、面包、马斯卡彭、奶油芝士	下游大赛道带来持续配方创新与乳品需求提升
2、2B 奶酪乳脂类出厂端	2024 年约 285 亿元	马苏里拉、奶油芝士、黄油、稀奶油、奶油等餐饮工业产品	外资占主导，国产替代空间大，是公司最快增长板块

资料来源：预见研究，中国副食流通协会，东兴证券研究所

从人均消费量看，中国与海外市场差距巨大。2025 年中国人均奶酪消费量约 0.3 千克，日本约 2.6 千克，韩国约 3 千克，欧美成熟市场更高。即使不与欧美比较，仅以日韩为阶段性参照，中国人均消费量也只有其十分之一左右。考虑到日韩与中国在部分饮食结构、家庭烘焙和快餐渗透上更接近，日韩水平是更现实的中长期参照。若中国人均消费逐步向日韩靠拢，奶酪行业空间将从当前百亿级走向数百亿乃至更高规模。

图11：世界各国人均消费量

国家	2025 年人均消费量（KG）	2018to2020 人均奶酪消费量（KG）	2030 人均奶酪消费量（KG）	2018-2020 年年均奶酪消费量（吨）	2030 奶酪消费量预测（吨）
美国	17.4	17.4	19.3	5729000	6748000
加拿大	13.7	13.7	14.5	513000	593000
澳大利亚	12.5	12.5	11.9	315000	335000
英国	11.9	11.9	12.5	802000	882000
新西兰	10.1	10.1	10.2	48000	53000
俄罗斯	5.1	5.1	6.9	749000	986000
韩国	3.1	3.1	3.9	159000	197000

日本	2.6	2.6	3.4	334000	407000
中国	0.3	0.3	0.3	396000	460000

资料来源: worldpopulationreview, 东兴证券研究所

此外, 从家庭渗透率来看, 国内奶酪渗透率也明显低于发达国家。中国奶酪的家庭渗透率仅为 28.3%, 远低于常温牛奶 85.2% 的渗透率, 品类的人群渗透率也不到三分之一。而前瞻研究院也指出, 一线城市贡献了中国奶酪消费的 60% 以上, 三四线城市渗透率不足 10%。高单价与低认知度形成恶性循环, 下沉市场消费者既不愿为“陌生食品”支付溢价, 企业也因预期收益低而减少渠道投入。三四线城市家庭的奶酪渗透率有进一步提升的空间, 市场也有较大的增量空间。

图12: 2024 年中国及发达国家奶酪家庭渗透率

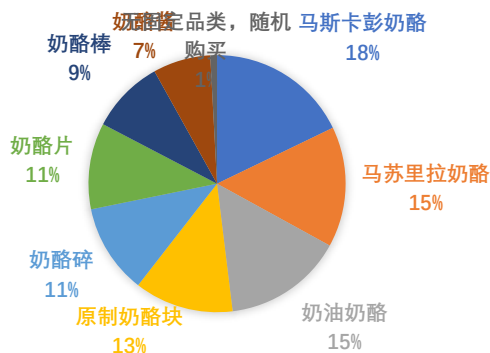
	中国	美国	法国
奶酪	28.30%	97.00%	92.00%
低温奶	39%	90%	16.10%
常温奶	85.20%		95.90%

资料来源: 新浪财经、midwestdairy、INSEE, 东兴证券研究所

3.2 行业逻辑一: C 端进入结构化升级

奶酪棒是支撑 C 端发展的重要产品。我国奶酪 C 端市场走完第一阶段“儿童奶酪棒单品驱动”红利期, 正式进入结构性转型周期, 马苏里拉奶酪、马斯卡彭奶酪这类以餐桌消费为主的奶酪产品逐渐成为消费者经常购买的产品。未来 3-5 年行业增速中枢进入稳健增长, 预计 C 端零售市场复合增速维持 12%-18%, 增长动力完成切换, 行业竞争由价格内卷走向价值竞争、供应链比拼, 再制干酪品质升级与天然原制奶酪国产替代并行推进。

图13: 2026 年国内奶酪消费主要类型



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

C 端奶酪竞争格局的最大变化，是国产品牌已经完成从追随者到领导者的切换。2019 年前后，中国奶酪零售市场仍由百吉福、乐芝牛、安佳、卡夫等外资品牌占据较强心智，国产品牌更多处在跟随和补充位置。从主流品牌的市场占有率来看，国产品牌的市场占有率也在不断的提升，妙可蓝多的市场占有率从 2023 年的 25.3% 上涨到 2025 年的 38%，伊利的市场占有率从 2023 年的 10.1% 提升到 2025 年的 15.2%。

图14：国内奶酪市场市场占有率

	公司	2023 年市场占有率	2025 年市场占有率预测
第一梯队	妙可蓝多（蒙牛）	25.30%	38%
	百吉福	17.80%	15%-17%
第二梯队	伊利	10.10%	15.20%
第三梯队	乐芝牛	6.40%	
	安佳	4.80%	
	卡夫	4%	

资料来源：行业洞察，东兴证券研究所

未来奶酪 C 端竞争可能出现三类变化。第一，头部集中度可能再次提升。行业调整期出清了部分渠道库存和低效品牌，消费者仍倾向选择大品牌和稳定品质。第二，竞争维度从“奶酪棒价格战”转向“多品类产品矩阵”。伊利、蒙牛、光明、三元等乳企可能继续在奶酪片、儿童奶酪、家庭餐桌和功能性产品上投入。第三，渠道权重变化会重塑货架。传统商超和母婴渠道重要性下降，零食量贩、会员店、即时零售、内容电商、社区便利店的重要性提升。谁能更快适配这些渠道，谁就能获得新品增长红利。

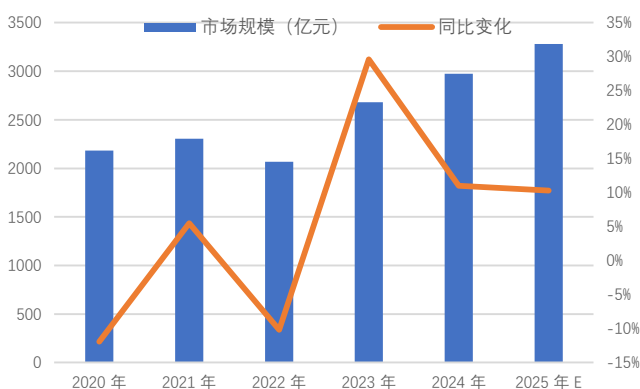
3.3 行业逻辑二：B 端打破外资主导

B 端市场规模远大于 C 端，B 端是更值得重视的增量市场。奶酪和乳脂品类的 2B 产品包括马苏里拉、奶油芝士、黄油、稀奶油等，下游包括西餐厅、烘焙、茶饮咖啡、工业客户和中餐创新。这个市场的需求来自连锁餐饮扩张、茶饮咖啡新品迭代、烘焙健康化和动物奶油替代植物奶油趋势等。

- 新茶饮：2025 年中国新式茶饮市场规模超过 3500 亿元，2028 年有望超过 5000 亿元。茶饮品牌竞争进入产品创新和供应链竞争阶段，头部品牌对原料稳定性、生产规范和定制化提出更高要求，这为本土奶酪和专业乳品企业切入创造机会。
- 烘焙：红餐产业研究院披露，2024 年烘焙专门店市场规模达到 1105 亿元，2025 年有望达到 1160 亿元。烘焙消费规模大，且正在从传统面包蛋糕向健康化、功能化方向产品升级，奶油芝士、马斯卡彭、稀奶油等原料在新品中具有较强应用价值。
- 西式快餐与披萨：2024 年全国西式快餐市场规模达到 2,975 亿元，同比增长 11.0%，增速居小吃快餐各细分赛道之首。随着休闲西餐连锁化提升，B 端客户对稳定供应和本土化服务的需求增强。相比进口标准化产品，国内供应商的优势在于响应速度、配方调整、交付周期和沟通效率。

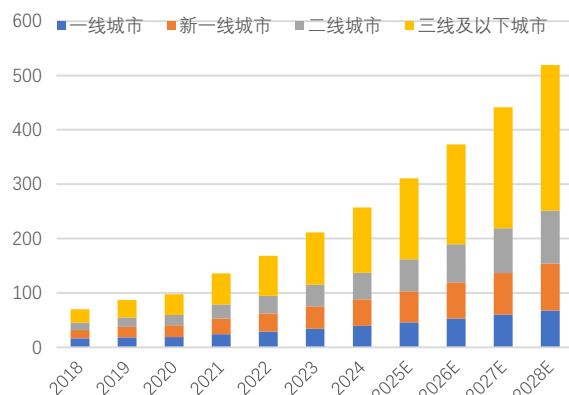
- 中餐创新: 中餐创新菜中, 芝士排骨、芝士火锅、芝士焗红薯等都说明奶酪可成为本土创新的“风味和质构组件”。如果国内供应商能够提供更适合中餐的耐热性、拉丝性、咸甜平衡和复配方案, B 端市场空间会比传统西餐场景更大。

图15: 西式餐厅的收入规模 (亿元) 和增长变化 (%)



资料来源: 西式快餐品类发展报告, 东兴证券研究所

图16: 现制茶饮的收入规模 (十亿元) 和预期



资料来源: cic 卓识咨询, 东兴证券研究所

B 端竞争与 C 端完全不同。C 端消费者更容易因为广告、口味、价格和渠道促销切换品牌, 而 B 端客户更重视配方稳定性和供应链安全。在 B 端市场, 安佳、百吉福等外资品牌在 B 端奶酪乳脂市场占据主导地位。

图17: 在国内 B 端市场的国外品牌

进入时间	公司	奶酪品牌	核心信息摘要
1998 年	保健然	百吉福	法国第二大奶酪集团, 德国第一加工奶酪品牌
2001 年	恒天然	安佳	新西兰最大乳制品合作社, 全球供应 70 + 国家
2007 年	贝尔集团	乐芝牛	法国跨国奶酪集团, 首创可轻松保存运输的份装加工奶酪
2015 年	卡夫亨氏	卡夫	1984 年进入中国, 2015 年与亨氏合并为卡夫亨氏

资料来源: 中国奶酪行业发展趋势分析与未来前景预测报告 (2023-2030 年), 东兴证券研究所

外资主导在于三个壁垒: 第一, 工艺和产品稳定性。稀奶油的打发稳定性、黄油的风味和可塑性、马苏里拉的拉丝性和融化性等, 都需要长期工艺积累。第二, 全球奶源和进口供应链。新西兰、欧洲和澳大利亚在乳制品深加工方面积累深厚, 早期国内供应商很难在规模和成本上竞争。第三, 客户配方锁定, 餐饮客户一旦把某个原料写进菜单和标准操作流程, 替换供应商转换成本高, 导致后期国内企业进入困难。

但外资主导并不等于格局固化。国内原奶阶段性供给充足, 为深加工提供成本基础; 汇率、海运和贸易政策提高进口不确定性, 大客户希望建立第二供应源; 同时大型乳企在质量体系和规模交付上已经接近进入

头部客户的门槛。这些变化使国产供应商由低价备选逐渐转为联合研发伙伴。近两年稀奶油等品类已出现国产替代迹象，预计国内奶酪类产品有望打破外资主导的局面。

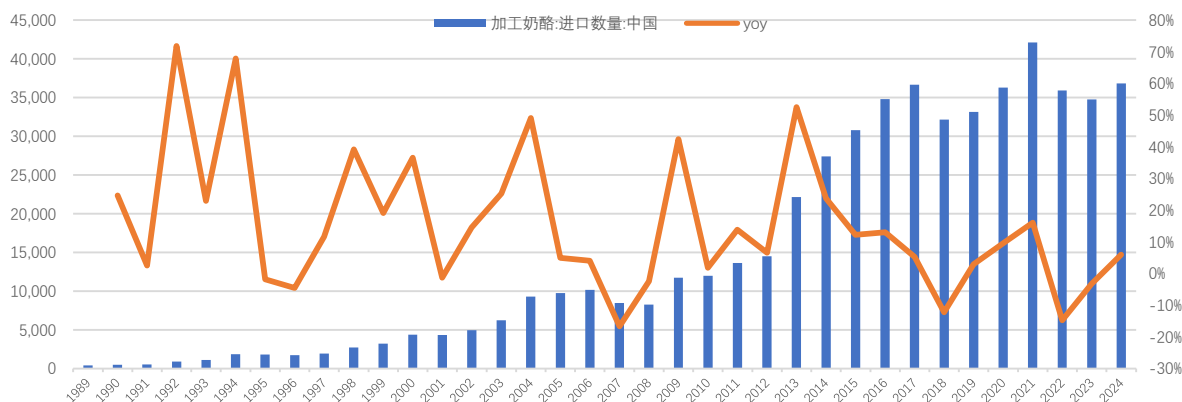
3.4 行业逻辑三：国产替代带来增量

1、进口干酪依赖转向国内乳制品深加工

国内奶源供给与乳品深加工能力之间存在明显错配。一方面，原奶阶段性供给充裕，奶价承压；另一方面，天然奶酪、黄油、稀奶油和乳清蛋白等高附加值原料仍大量进口。推动奶酪原料国产化，本质上是将国内过剩或低效率使用的原奶，转化为保质期更长、运输半径更大、附加值更高的工业乳品原料。这不仅是进口替代，也是国内乳业消化原奶、改善产品结构的重要方式。

据中国乳制品工业协会统计，2018 年我国国内奶酪总消费量约 15 万吨，但仅约 4 万吨为国内加工。而在这 4 万吨中，仅有 20% 左右为国内企业生产的天然干酪，另外 80% 左右仍是国内企业利用进口天然酪加工的再制干酪。中国深加工奶制品所用奶源约占全国总奶源的 40%，而奶业发达国家这一比例通常在 80% 以上，说明上游替代尚有较大空间。

图18：中国奶酪进口量（吨）



资料来源：联合国粮农组织，同花顺，东兴证券研究所

原制奶酪的生产看似原理简单，实则对工艺控制要求极高，与国内企业已熟练掌握的再制奶酪有本质区别。

1 工艺断层与经验缺失：原制奶酪的生产涉及菌种发酵、凝乳、切割、排乳清、热烫拉伸、成熟等复杂环节。国内缺乏相关产业基础和经验积累，对关键参数（如温度、湿度）的把控需要长期摸索。

2 高昂的原料成本：生产 1 公斤奶酪大约需要 10 公斤鲜奶。此前国内奶价长期高于国际水平，导致国产原制奶酪在成本上毫无优势。相比之下，进口奶酪更具性价比，使得企业缺乏商业动力。

3 产业结构失衡: 中国乳业长期以液态奶为主, 精深加工比例严重失衡。这种产业结构使得乳企在技术、人才和产业链配套上, 都缺乏向原制奶酪这类高附加值产品延伸的基础。

随着国内奶酪市场的爆发, 以及技术的逐渐成熟, 目前国内乳制品企业也加快深加工产能建设的步伐, 开始尝试自生产原制奶酪, 有望在原材料端替代一部分进口奶酪。2025 年深加工产品原料端市场规模 600 亿元, 国产化率仅约 30%, 存量替代空间超 400 亿元。对比头部乳企, 妙可蓝多深加工项目全面达产后预计产能分别约 25.33 万吨, 伊利健康谷工厂投产后, 奶酪产能将达到 21.8 万吨, 飞鹤三大乳蛋白加工基地的日处理能力达到 3000 吨。

图19: 各家乳企产能梳理

企业	核心深加工项目	产能	乳清蛋白产能
妙可蓝多	全国六大奶酪基地	奶酪总产能 25.33 万吨/年 (再制+原制)	预计年产 3000 吨
蒙牛乳业	和林格尔奶立方深加工	产值 20 亿元, 日处理生鲜乳 600 吨	约 1.2 万吨综合乳清产能, 1.8 万吨综合乳蛋白原料
伊利股份	武清和健康谷工厂	奶酪产能 21.8 万吨, 1 万吨原制马苏里拉生产线	约 2 万吨
中国飞鹤	黑龙江、内蒙古、宁夏三大乳蛋白深加工基地	日处理能力 3000 吨	其中科尔沁产业园拥有产能: 脱盐乳清 9000 吨、酪蛋白 5600 吨、稀奶油 1 万吨、无水奶油 3000 吨、乳铁蛋白 16.8 吨、奶粉 4 万吨

资料来源: 前瞻网, 东兴证券研究所

2、国产奶酪有望拿走 B 端市场增量

与欧美市场以家庭消费为主不同, 中国奶酪消费较大比例来自餐饮和食品工业。美国农业部驻华机构在 2025 年报告中估算, 酒店、餐厅及机构餐饮等渠道约占中国奶酪消费量 70%, 而西欧、北美高达 20%-30%, 日本也达到 14%, 悬殊的渗透率差距预示国内商用乳品仍处在行业发展初期。

原料端和 B 端并不是两条相互独立的路线, 而是同一产业链的上下游。在产业发展初期, 企业通常先进口天然奶酪、黄油和稀奶油, 在国内进行复配、加工和销售。通过这一模式, 企业可以快速建立客户关系和应用研发能力。

当 B 端订单规模达到一定水平后, 企业开始建设国内天然奶酪和乳脂生产线, 以国内产品替代进口原料。原料国产化可以降低采购成本和汇率风险, 同时提高产品定制能力。

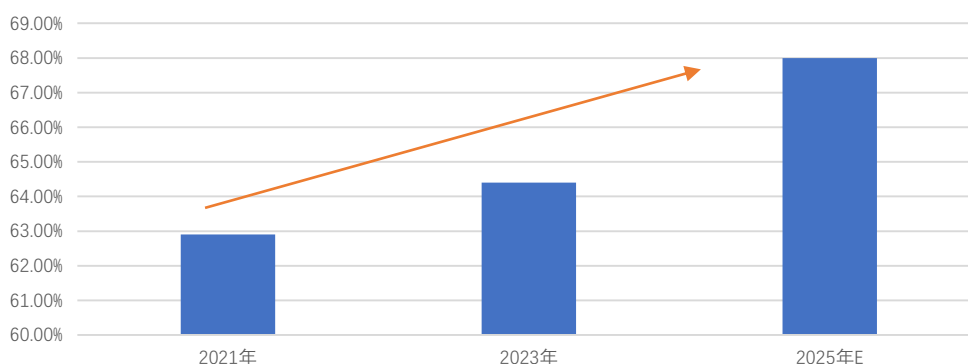
3.5 行业逻辑四: 需求缓慢复苏

2026 年奶酪需求处于“缓慢、分层、结构性复苏”阶段，行业最困难的库存和价格竞争阶段已逐步过去，前期压制行业发展的核心负面因素已逐步消解。一是行业竞争格局优化，中小品牌因产品同质化、渠道弱势逐步退出市场，无序价格战基本结束，行业盈利环境改善；二是渠道库存回归健康水平，经过 2024-2025 年的持续去库存，终端渠道库存周转效率提升；三是消费信心持续回暖，奶茶、西餐等餐饮端应用场景的增多，奶酪需求也持续增加。

以 2020 年的价格战为起点，奶酪市场已历经两轮洗牌，2021 年到 2022 年至少有一半品牌消失。在原料成本上涨、价格战持续的背景下，没有品牌溢价能力的小品牌盈利艰难。目前中小品牌已基本退出市场，行业格局逐渐清晰。2021 年奶酪行业 CR5 为 62.9%，到 2025 年这一数据预计达到 68%。

此外，从需求端来看，近几年随着奶茶、西餐等餐饮端应用场景的增多，奶酪需求也持续增加，推动奶酪行业整体进入发展快车道，奶酪行业整体呈现缓慢复苏的趋势。

图20：奶酪行业 CR5 市场占有率



资料来源：洞察，东兴证券研究所

4. 妙可蓝多：多增长引擎助力长期发展

4.1 奶酪基本盘稳定，多品类打开增长空间

妙可蓝多的增长框架可以概括为“一块基本盘、两条增长线、一个长期期权”。基本盘是儿童奶酪棒及即食营养业务；第一条增长线是成人休闲和家庭餐桌，提高 C 端人群与频次；第二条增长线是餐饮工业，扩大 B 端客户与产品组合；长期期权是乳清蛋白和功能营养，提高产业链附加值。

对妙可蓝多而言，未来 C 端增长的关键不是重新复制奶酪棒爆发，而是提高非棒类产品占比、拓宽成人休闲和家庭餐桌场景、把渠道从传统商超母婴延伸至零食量贩、会员店、即时零售和内容电商。

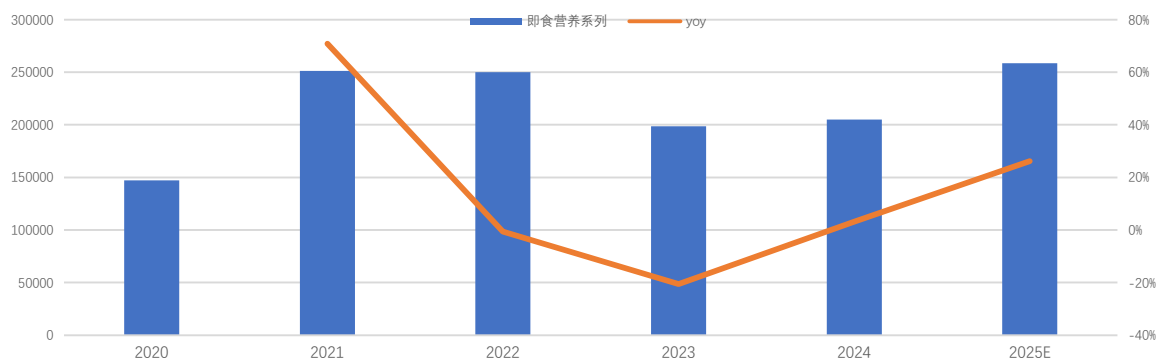
1、奶酪棒持续创新

奶酪棒是妙可蓝多的起家产品，也是公司 C 端品牌心智的核心载体。它把奶酪从西式食材转化为儿童营养零食，解决了奶酪在中国市场“不会吃、不常吃、不知道为什么吃”的问题。公司通过高频广告、儿童 IP、冷链渠道、营养卖点和大规模铺货，把奶酪棒做成现象级单品，并由此建立消费者对“妙可蓝多=奶酪”的认知。

但随着出生人口下降、儿童零食需求分散、同质化产品增加、低价竞争和渠道库存扰动，奶酪棒市场已经从快速渗透期进入成熟竞争期。公司未来在奶酪棒上的核心任务，不是以牺牲利润率方式继续打价格战，而是通过产品分层和场景拓展维持份额与盈利：基础款维持动销和渠道覆盖，中高端款强化有机、低添加、高蛋白和功能性，新形态产品提高便携性和趣味性。

公司已经形成多层次奶酪棒矩阵，包括金装奶酪棒、有机奶酪棒、嚼！奶酪棒、奇炫奶酪棒、小酪牛奶酪棒等。不同产品对应不同需求：金装强调高奶酪含量和营养纯粹；有机款强调有机认证和高端定位；嚼！奶酪棒加入果肉和坚果，强化口感层次；奇炫奶酪棒面向更年轻的消费群体。这样的矩阵化打法，有助于公司在存量市场中维持品牌溢价。

图21：妙可蓝多即时营养系列收入（万元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2、奶酪零食化和功能化是增长发力点

过去奶酪在中国 C 端的主要消费者被定位为儿童,但这不是品类的终局。成人消费者对高蛋白、低糖、轻负担、便携营养和口感创新的需求正在上升。奶酪天然具备蛋白质、钙和乳脂风味优势,只要解决口味、热量、价格和场景问题,就有机会从儿童零食扩展为成人休闲食品。

我们判断, C 端未来三年将呈现“奶酪棒稳份额、成人休闲贡献增量、家庭餐桌提高频次”的结构。奶酪棒仍然是现金牛,但不应再被视为唯一增长曲线。成人休闲奶酪、奶酪小粒等新品进入不同渠道,若这些新品能够贡献持续增量,公司 C 端将从“儿童奶酪棒公司”升级为“全年龄段即食奶酪公司”。

图22: 妙可蓝多奶酪零食产品



资料来源: 天猫, 东兴证券研究所

3、家庭餐桌: 长期高频次扩展方向

家庭餐桌系列的战略价值在于提升消费频次。奶酪棒通常按儿童和零食需求购买,而奶酪片、马苏里拉、黄油和涂抹奶酪可以进入早餐、空气炸锅和家庭烘焙。只要产品进入固定食谱,复购会由促销驱动转为习惯驱动,用户生命周期也不再受儿童年龄限制。

家庭餐桌系列收入基数较小,但在消费频次和品类延伸上具备更大潜力。我们认为,家庭餐桌系列短期贡献小于即食营养和餐饮工业,但战略意义不可低估。它让妙可蓝多从零食品牌延伸为家庭食材品牌,提高消费频次和用户生命周期。随着烘焙、早餐、轻食和空气炸锅等家庭烹饪场景普及,家庭餐桌系列有望保持高于 C 端整体的增长。

4、渠道下沉带来增量

从短期来看,妙可蓝多确立了清晰的渠道拓展路径,公司以经销商下沉+网点加密+单店提效为核心,持续深耕线下传统渠道,并且取得了非常积极的效果。2026 年上半年公司业绩快报显示,公司实现营业总收入

330,414.26 万元, 同比增长 28.71%。业绩快速增长一方面是 B 端保持快速的增量, 另一方面就是 C 端的业绩改善, 其中通过零食量贩完成的渠道下沉对业绩有非常积极的贡献。

妙可蓝多渠道拓展分三阶段推进: 一是精耕现有 80 万终端网点, 持续提升单店产出, 保持在传统 KA 的竞争优势; 二是重点发力四大势能渠道零食量贩、会员超市、抖音和即时零售, 目前公司已与“好想来”等头部零食量贩达成合作, 小马宝莉 IP 旗下的奶酪小丸子等产品已入驻, 山姆专属新品“奶酪坚果脆”已于 25 年 8 月上架, 目标未来势能渠道贡献占整体营业收入的比例力争实现翻倍; 三是积极探索出海业务, 优先拓展东南亚市场, 依托国内奶源成本优势输出中国特色奶酪产品。

- 零食量贩渠道: 公司已与“好想来”等头部零食量贩品牌达成合作, 小马宝莉 IP 旗下的奶酪小丸子等产品已入驻。
- 会员超市渠道: 山姆专属新品“奶酪坚果脆”已于 2025 年 8 月上架, 该产品经多次配方优化, 集美味、营养、低卡于一体, 上架后部分门店当日售罄。
- 内容电商与即时零售: 公司确立“精准投放+动态监控”机制, 将销售费用向抖音、小红书等数字化营销倾斜。

4.2 B 端业务获得大客户验证

餐饮工业系列是妙可蓝多未来三年最重要的增长引擎, 已经成为奶酪业务增长的主要弹性来源。2024 年, 上海妙可蓝多食品科技股份有限公司完成了对内蒙古蒙牛奶酪有限责任公司 100% 股权的收购, 此次收购标志着蒙牛将旗下奶酪业务 (含爱氏晨曦品牌) 正式注入妙可蓝多, 形成了“妙可蓝多 + 蒙牛奶酪 + 爱氏晨曦”的多品牌矩阵, 确立了中国市场“一超多强”的奶酪行业格局。

妙可蓝多专业奶酪与爱氏晨曦专业乳品共同开拓 B 端市场, 基于市场趋势洞察, 推出多款季节限定新品, 为 B 端客户提供全方位奶酪解决方案。妙可蓝多公告显示, 2025 年上半年公司已与百胜中国 (YUMC)、海底捞 (HDL)、乐乐茶等 300 余家连锁餐饮品牌达成稳定供货合作; 为 B 端客户定制的“季节限定”奶酪酱、奶油奶酪等解决方案, 在 2025 年实现销售快速增长。

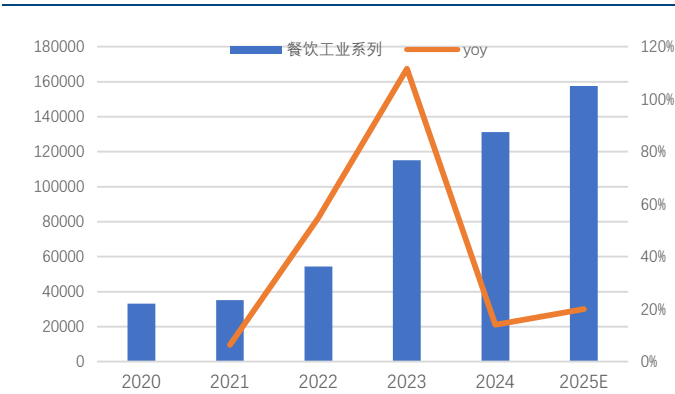
图23: 妙可蓝多与蒙牛品牌 B 端产品



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

B 端的收入确认通常慢于 C 端新品爆发, 但持续性更强。一个头部连锁客户从初步接触到小样测试、门店试用、供应链评估、食品安全审核、价格谈判和全国推广, 可能需要较长周期。但一旦进入体系, 后续可以复制到多个门店和多个产品。餐饮工业系列高速增长, 说明公司已经跨过部分客户验证门槛。

图24: 妙可蓝多餐饮工业收入 (万元) 和同比 (%)



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

图25: 妙可蓝多餐饮主要客户

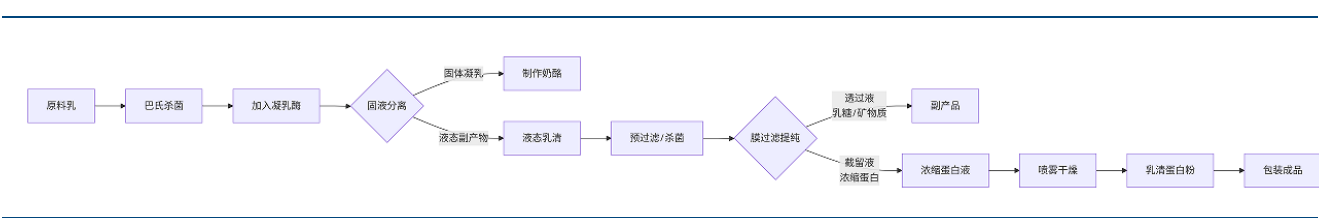
餐饮类型	主要客户
西餐	百胜中国 (肯德基 必胜客)、麦当劳、达美乐
烘焙	鲍师傅、多乐之日
茶咖	星巴克、古茗、乐乐茶
工业	盐津铺子
中餐	外婆家、巴比馒头

资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

4.3 乳清蛋白粉有望提升产业链利用率

奶酪生产过程中会产生乳清, 乳清中含有乳清蛋白、乳糖、矿物质和多种活性成分。生产天然奶酪时, 大部分原奶会转化为乳清。公开技术资料显示, 每生产 1 千克原制奶酪通常产生约 9—10 升液态乳清, 乳清保留了牛奶的大部分水分。若企业只能销售奶酪, 而无法对乳清进行深加工, 大量乳清的处理成本会显著影响天然奶酪项目的经济效益。

图26: 乳清蛋白制作过程



资料来源: 前瞻网, 东兴证券研究所

公司此前具备乳清产品的采购与销售渠道, 但主要依靠贸易。长春产线投产后, 自产 D90 等产品可部分替代外购和进口。2025 年妙可蓝多拥有 6 座乳制品精深加工工厂, 包括上海金山工厂、上海奉贤工厂、天津工厂、吉林工厂、长春工厂以及内蒙古和林工厂, 其中内蒙古和林工厂为和林格尔蒙牛八期厂区内的奶酪工厂, 经由 2024 年公司收购蒙牛奶酪 100% 股权注入旗下。

妙可蓝多布局乳清蛋白的战略意义包括：第一，提高产业链综合利用率。公司奶酪业务规模越大，乳清副产物利用的价值越高，深加工可以从成本项转化为利润项。第二，进入高增长功能营养市场。乳清蛋白粉可以覆盖运动人群、中老年、儿童成长和健康管理人群，与公司“全民奶酪”和健康营养品牌定位一致。第三，增强 B 端和 C 端协同。乳清蛋白不仅可以作为 C 端蛋白粉产品，也可以作为 B 端高蛋白食品、烘焙、饮品和功能食品原料。

5. 盈利预测与评级

核心假设：

- 1) 预计 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 20%+ 增长，同时产品继续向高毛利产品升级。
- 2) 乳清蛋白粉产能预计在 26 年投产，对收入贡献忽略不计，27 年开始放量，对收入贡献预期 1 亿元左右。
- 3) 液奶业务按照每年等比例减少预测。
- 4) 毛利率与费用率：公司当前 B 端增速快于 C 端，由于 B 端毛利率低于 C 端，所以对 26 年和 27 年毛利率预测基本与 25 年持平。利润弹性更多来自销售费用率下降、蒙牛体系重复费用减少和产能利用率提升。
- 5) 按照 2025 年年报数据计算，伊利股份的净利率水平是 9.95%，新乳业的净利率水平是 6.67%，立高食品的净利率水平是 6.81%，而妙可蓝多净利率只有 2.1%，与乳制品行业龙头企业相比净利率水平偏低，有进一步提升净利率的空间。

我们预计 2026 年公司实现销售收入 66.80 亿元，同比增长 18.58%，实现归母净利润 3.36 亿元，同比增长 201.26%，实现 EPS0.66 元，当前股价对应 PE33 倍。用 2026 年预测净利润计算的净利率为 5%，与乳制品行业龙头企业相比净利率水平偏低，认为公司净利率有继续向上修复空间，所以给予 50 倍目标 PE，目标价 33 元，给予“强烈推荐”评级。

6. 风险提示

宏观需求恢复不及预期，行业需求复苏不及预期，公司 B 端和 C 端发展不及预期，原材料成本出现大幅波动等。

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产合计	3631	3757	6526	11048	15646	营业收入	4844	5633	6680	7595	8719
货币资金	1105	599	3164	7512	11884	营业成本	3473	4002	4629	5165	5886
应收账款	129	218	275	312	358	营业税金及附加	27	32	38	43	49
其他应收款	25	26	31	35	40	营业费用	922	1000	1136	1329	1535
预付款项	203	111	140	164	196	管理费用	269	290	341	380	427
存货	574	933	761	849	967	财务费用	50	57	74	89	97
其他流动资产	119	133	154	172	195	研发费用	48	51	67	76	87
非流动资产合计	4090	4701	4371	4193	4020	资产减值损失	2.43	1.25	115.00	90.00	90.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	17.08	-171.16	0.00	0.00	0.00
固定资产	1852	1776	1633	1491	1349	投资净收益	53.53	61.18	120.00	120.00	130.00
无形资产	202	191	180	169	159	加: 其他收益	47.66	67.44	67.44	67.44	67.44
其他非流动资产	113	148	0	0	0	营业利润	164	154	471	614	748
资产总计	7721	8458	10897	15241	19665	营业外收入	11.27	5.98	20.00	20.00	21.00
流动负债合计	2147	3078	1290	1440	1626	营业外支出	13.81	1.48	15.00	15.00	15.00
短期借款	1235	1896	0	0	0	利润总额	161	159	476	619	754
应付账款	342	516	571	637	726	所得税	47	40	119	155	188
预收款项	0	0	67	143	230	净利润	114	118	357	464	565
一年内到期的非流动负债	124	75	75	75	75	少数股东损益	0	0	20	15	20
非流动负债合计	1165	818	4463	8463	12463	归属母公司净利润	114	118	337	449	545
长期借款	683	383	4383	8383	12383	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
负债合计	3312	3897	5753	9902	14088	成长能力					
少数股东权益	0	0	20	35	55	营业收入增长	19.63%	16.29%	18.58%	13.70%	14.80%
实收资本(或股本)	512	510	510	510	510	营业利润增长	94.43%	-5.64%	205.21	30.36%	21.82%
资本公积	4821	4447	4447	4447	4447	归属于母公司净利润增长	79.10%	4.29%	184.39	33.30%	21.42%
未分配利润	-510	-391	-263	-93	115	获利能力					
归属母公司股东权益合计	4409	4562	4776	4955	5174	毛利率(%)	28.29%	28.95%	30.70%	32.00%	32.50%
负债和所有者权益	7721	8458	10897	15241	19665	净利率(%)	2.35%	2.10%	5.34%	6.11%	6.48%
现金流量表						总资产净利润(%)	1.47%	1.40%	3.09%	2.95%	2.77%
单位:百万元						ROE(%)	2.58%	2.60%	7.06%	9.06%	10.54%
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	偿债能力					
经营活动现金流	531	459	773	684	764	资产负债率(%)	43%	46%	53%	65%	72%
净利润	114	118	357	464	565	流动比率	1.69	1.22	5.06	7.67	9.62
折旧摊销	221.32	238.94	189.75	184.68	180.31	速动比率	1.42	0.92	4.47	7.08	9.03
财务费用	50	57	74	89	97	营运能力					
应收帐款减少	-22	-89	-56	-38	-46	总资产周转率	0.67	0.70	0.69	0.58	0.50
预收帐款增加	0	0	67	76	87	应收账款周转率	41	32	27	26	26
投资活动现金流	-2009	-1267	-117	23	33	应付账款周转率	16.39	13.13	12.29	12.58	12.80
公允价值变动收益	17	-171	0	0	0	每股指标(元)					
长期投资减少	0	0	-1750	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.23	0.24	0.66	0.88	1.07
投资收益	54	61	120	120	130	每股净现金流(最新摊薄)	-2.51	-0.97	5.03	8.53	8.57
筹资活动现金流	195	314	1908	3642	3575	每股净资产(最新摊薄)	8.61	8.94	9.36	9.72	10.14
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	260	-300	4000	4000	4000	P/E	98.58	94.41	33.72	25.30	20.84
普通股增加	-2	-2	0	0	0	P/B	2.59	2.49	2.38	2.29	2.20
资本公积增加	112	-373	0	0	0	EV/EBITDA	30.19	30.72	18.13	14.39	11.97
现金净增加额	-1283	-494	2564	4349	4372						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	食品饮料行业: 茅台提价或推动白酒估值重估	2026-07-21
行业普通报告	食品饮料行业: 《扩大消费“十五五”规划》获国务院批复, 食品饮料迎来需求改善新周期	2026-07-15
行业深度报告	食品饮料行业 2026 年半年度策略: 配置有望再平衡	2026-06-18
行业深度报告	食品饮料行业: 从自由现金流看行业复苏趋势	2026-05-13
行业普通报告	食品饮料行业: PPI 同比转正, 有望助推白酒批价同比转正	2026-04-10
行业普通报告	食品饮料: 食品细分赛道景气度延续, 成本成为关注点	2026-03-31
行业普通报告	食品饮料行业: 以日鉴中, 把握速冻行业新周期下投资机遇	2026-03-10
行业深度报告	乳制品周期展望: 26 年原奶价格有望迎来回升	2026-01-26

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师, 工商管理硕士, 曾任职太平洋证券、民生证券等, 11 年食品饮料行业研究经验, 2020 年 6 月加入东兴证券。

王洁婷

普渡大学硕士, 2020 年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究, 主要覆盖调味品、速冻、休闲食品及奶粉。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下, 我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526