

信义山证汇通天下

证券研究报告

乳制品

妙可蓝多（600882.SH）

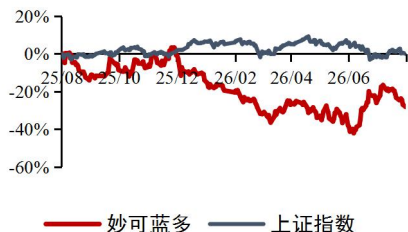
买入-A(首次)

奶酪主业高增，费用投放蓄力长期增长

2026 年 8 月 27 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2026 年 8 月 26 日

收盘价（元/股）：	20.26
年内最高/最低（元/股）：	29.91/15.75
流通 A 股/总股本（亿股）：	5.08/5.08
流通 A 股市值（亿元）：	103.57
总市值（亿元）：	103.01

基础数据：2026 年 6 月 30 日

基本每股收益(元/股)：	0.30
摊薄每股收益(元/股)：	0.30
每股净资产(元/股)：	9.27
净资产收益率(%)：	3.20

资料来源：常闻

分析师：

熊鹏

执业登记编码：S0760525080002

邮箱：xiongpeng@sxzq.com

刘清羽

执业登记编码：S0760525070001

邮箱：liuqingyu@sxzq.com

事件描述

➢ 2026H1 公司实现营业收入 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%；扣非归母净利润 1.21 亿元，同比增长 17.87%；经营活动现金流净额 3.00 亿元，同比增长 27.38%。其中 2026Q2 实现收入 16.78 亿元，创单季度收入新高。利润增速低于收入增速，主要受品牌营销、内容电商等投入增加影响，2026H1 销售费用同比增长 42.93%。

事件点评

➢ 奶酪主业保持较高增长，核心品类地位进一步巩固。2026H1 奶酪产品实现收入 28.87 亿元，同比增长 28.95%，占主营业务收入的 88.06%，贡献主营业务毛利的 97.78%，仍是公司最主要的收入及利润来源；奶酪业务毛利率为 33.24%，同比下降 0.92 个百分点，主要与产品结构变化和阶段性营销投入有关。公司持续完善儿童、成人及家庭餐桌产品矩阵，并推出常温奶酪片等新品，有望扩大奶酪消费场景、提升家庭端渗透率。

➢ 渠道覆盖持续加深，品牌势能有望向销售规模转化。2026H1 经销渠道实现收入 21.46 亿元，直营渠道实现收入 7.50 亿元，贸易及供应链业务实现收入 3.82 亿元；期末经销商数量达到 6,333 家，较年初净增加 286 家。公司一方面继续覆盖传统商超，B 端与经销商深化合作，另一方面加快会员店、内容电商、即时零售和量贩布局，并借助世界杯官方奶酪、麦当劳及主题乐园 IP 合作提升品牌曝光。

➢ 业务结构进一步聚焦奶酪，国产替代与海外市场提供中长期增量。2026H1 公司乳制品加工业务实现收入 28.96 亿元，同比增长 24.67%，毛利率为 33.33%；贸易及供应链业务实现收入 3.82 亿元，同比增长 66.58%。分产品看，液态奶收入 1.60 亿元，同比下降 16.72%，占主营业务收入比重已降至 4.87%。随着公司按照承诺期限退出液态奶业务，资源配置有望进一步向奶酪主业及高增长业务集中。B 端原制马苏里拉、奶油等产品持续覆盖餐饮、烘焙及工业客户，有望受益于奶酪国产替代和餐饮供应链扩容；海外方面，公司已推进中国香港、泰国、新加坡等市场，并延长沙特合作备忘录有效期。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

投资建议

➤ 预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 0.67\0.89\1.08，对应公司 8 月 26 日收盘价 20.26 元，2026-2028 年 PE 分别为 30.4\22.7\18.8。我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 66.7、73.59、81.45 亿元，yoy 分别为 18.4%、10.3%、10.7%；归母净利润分别为 3.39、4.54、5.47 亿元，yoy 分别为 185.8%、34.1%、20.4%。公司 C 端产品矩阵由儿童零食向成人及家庭餐桌延展，B 端原制马苏里拉、奶油等产品加快覆盖餐饮、烘焙及工业客户，国产替代有望形成第二增长曲线，同时多渠道协同继续打开空间，考虑到公司奶酪龙头的稀缺性、主业较快增长及盈利修复弹性，首次覆盖，我们给予“买入-A”评级。

风险提示

- 新产品推广及 B 端业务拓展不及预期的风险。若新品客户验证进度慢于预期，或国产替代产品未能形成明显优势，相关业务的收入增长和盈利贡献可能低于预期。
- 营销投入及渠道拓展效果不及预期的风险。流量成本上升、品牌活动转化率不足，销售费用增长可能快于收入增长，从而影响公司盈利能力。
- 渠道扩张、经销商管理及价格体系稳定性的风险。渠道增加也同步提高终端动销监测管理难度，可能影响渠道库存健康度及品牌价格体系。
- 市场竞争加剧及盈利能力承压的风险。国内奶酪市场参与者及海外品牌较多，一定程度影响公司市场份额和利润兑现。
- 原材料价格、汇率及供应链波动的风险。

财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,844	5,633	6,670	7,359	8,145
YoY(%)	19.6	16.3	18.4	10.3	10.7
净利润(百万元)	114	118	339	454	547
YoY(%)	79.1	4.3	185.8	34.1	20.4
毛利率(%)	28.3	29.0	30.3	31.7	32.6
EPS(摊薄/元)	0.22	0.23	0.67	0.89	1.08
ROE(%)	2.6	2.6	7.1	8.6	9.4
P/E(倍)	90.6	86.9	30.4	22.7	18.8
P/B(倍)	2.3	2.3	2.1	1.9	1.7
净利率(%)	2.3	2.1	5.1	6.2	6.7

资料来源：常闻，山西证券研究所



财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	3631	3757	3846	4213	4593
现金	1105	599	672	825	1145
应收票据及应收账款	129	218	193	261	241
预付账款	203	111	261	149	304
存货	574	933	817	1076	991
其他流动资产	1620	1896	1904	1902	1911
非流动资产	4090	4701	4972	5093	5201
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1852	1776	2034	2160	2299
无形资产	202	191	193	198	196
其他非流动资产	2037	2734	2745	2735	2707
资产总计	7721	8458	8819	9307	9794
流动负债	2147	3078	3147	3245	3248
短期借款	1235	1896	1993	1896	1896
应付票据及应付账款	374	584	529	675	640
其他流动负债	538	599	625	675	713
非流动负债	1165	818	759	687	614
长期借款	683	383	324	252	179
其他非流动负债	481	435	435	435	435
负债合计	3312	3897	3906	3933	3862
少数股东权益	0	0	12	20	31
股本	512	510	510	510	510
资本公积	4821	4447	4447	4447	4447
留存收益	-435	-316	34	496	1054
归属母公司股东权益	4409	4562	4900	5354	5901
负债和股东权益	7721	8458	8819	9307	9794

现金流量表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	531	459	595	757	843
净利润	114	118	351	462	558
折旧摊销	221	239	192	225	254
财务费用	50	57	77	54	45
投资损失	-54	-61	-57	-58	-58
营运资金变动	132	-171	-50	-21	-59
其他经营现金流	67	278	83	95	103
投资活动现金流	-2009	-1267	-489	-384	-407
筹资活动现金流	195	314	-131	-123	-116

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	0.22	0.23	0.67	0.89	1.08
每股经营现金流(最新摊薄)	1.04	0.90	1.17	1.49	1.66
每股净资产(最新摊薄)	8.68	8.98	9.65	10.54	11.62

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	4844	5633	6670	7359	8145
营业成本	3473	4002	4648	5029	5493
营业税金及附加	27	32	38	42	46
营业费用	922	1000	1134	1251	1395
管理费用	269	290	283	316	360
研发费用	48	51	60	66	73
财务费用	50	57	77	54	45
资产减值损失	-8	-6	-8	-10	-11
公允价值变动收益	17	-171	-84	-96	-105
投资净收益	54	61	57	58	58
营业利润	164	154	456	614	737
营业外收入	11	6	7	8	7
营业外支出	14	1	6	6	5
利润总额	161	159	457	616	739
所得税	47	40	107	154	181
税后利润	114	118	351	462	558
少数股东损益	0	0	12	8	11
归属母公司净利润	114	118	339	454	547
EBITDA	469	520	760	946	1086

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	19.6	16.3	18.4	10.3	10.7
营业利润(%)	94.4	-5.6	195.4	34.8	20.0
归属于母公司净利润(%)	79.1	4.3	185.8	34.1	20.4
获利能力					
毛利率(%)	28.3	29.0	30.3	31.7	32.6
净利率(%)	2.3	2.1	5.1	6.2	6.7
ROE(%)	2.6	2.6	7.1	8.6	9.4
ROIC(%)	2.5	2.9	5.6	6.7	7.4
偿债能力					
资产负债率(%)	42.9	46.1	44.3	42.3	39.4
流动比率	1.7	1.2	1.2	1.3	1.4
速动比率	1.3	0.8	0.8	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	41.0	32.4	32.4	32.4	32.4
应付账款周转率	8.8	8.4	8.4	8.4	8.4
估值比率					
P/E	90.6	86.9	30.4	22.7	18.8
P/B	2.3	2.3	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	21.9	21.2	14.5	11.3	9.5

资料来源：常闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

