

BC 双轮驱动奶酪业务高增，盈利水平稳步提升

——妙可蓝多（600882）点评报告

增持(维持)

2026 年 10 月 30 日

报告关键要素:

10 月 28 日，公司披露 2026 年三季度报告。报告显示，公司 2026 年前三季度累计实现营业收入 48.66 亿元 (YoY+22.97%)，归母净利润 2.12 亿元 (YoY+20.37%)，扣非归母净利润 1.53 亿元 (YoY+28.15%)。其中，公司 2026 年第三季度实现营业收入 15.62 亿元 (YoY+12.39%)，归母净利润 0.61 亿元 (YoY+40.90%)，扣非归母净利润 0.33 亿元 (YoY+89.11%)。核心奶酪业务稳步高增驱动主业聚焦，叠加供应链提效与精细化管理红利释放，推动公司盈利质量稳步提升。

投资要点:

利润率拆分：利润弹性主要来自收入高增与管理降本。2026 年第三季度公司毛利率 29.18% (同比+1.00pct)，净利率 3.88% (同比+0.78pct)。销售费用率 19.22% (同比+1.73pct)，管理费用率 4.88% (同比-1.61pct)，研发费用率 1.05% (同比+0.20pct)，财务费用率 0.69% (同比-0.27pct)。单季呈现销售与研发费率抬升、管理与财务费率下降、毛利率与净利率同比修复的情况。利润弹性主要来自收入规模效应、核心奶酪业务占比提升、业务结构优化与管理降本，以及其他收益+0.11 亿元、公允价值变动+0.12 亿元，推动公司盈利水平提升。

分产品：奶酪主业高增引领，业务结构持续聚焦。根据定期经营数据公告，2026 年前三季度公司主营业务收入 48.31 亿元 (同比+22.74%)，其中 Q3 单季主营业务收入 15.53 亿元 (同比+12.22%)。奶酪业务前三季度实现收入 42.82 亿元 (同比+29.69%)，占主营业务收入比重提升至 88.63%；其中 Q3 单季实现收入 13.95 亿元 (同比+19.62%)，占比进一步提升至 89.84%。核心奶酪品类保持高景气放量，持续巩固主业基本盘。根据业绩快报显示，C 端、B 端业务继续保持高增长态势，同比均超 20% 增长。其中 C 端奶酪棒系列完成迭代升级，成人奶酪、家庭餐桌场景持续拓展，B 端原制马苏里拉奶酪打破进口垄断，深耕西式快餐、烘焙及茶咖渠道，双轮驱动带动销量稳步提升。液态奶业务前三季度实现收入 2.28 亿元 (同比-16.90%)，第三季度单季实现收入 0.68 亿元 (同比-21.56%)，占主营业务比重收窄至 4.40%，非核心业务主动收缩战略延续。其他乳制品前三季度实现收入 3.21 亿元，第三季度单

基础数据

总股本(百万股)	508.45
流通A股(百万股)	508.45
收盘价(元)	17.90
总市值(亿元)	91.01
流通A股市值(亿元)	91.01

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

奶酪放量驱动收入高增，势能渠道与 BC 双轮打开增长空间

原制奶酪降本增收，国产替代驱动增长

分析师:

陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 18665372087

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5632.95	6630.65	7780.53	9118.17
增长率(%)	16.29	17.71	17.34	17.19
归母净利润(百万元)	118.49	298.40	442.55	578.42
增长率(%)	4.29	151.83	48.31	30.70
每股收益(元)	0.23	0.59	0.87	1.14
市盈率(倍)	76.81	30.50	20.57	15.73
市净率(倍)	2.00	1.88	1.72	1.55

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

季实现收入 0.89 亿元，占比 5.76%。

分渠道与区域：经销基盘扎实，中区引领全国化扩张。渠道端 2026 年前三季度，经销渠道实现营收 33.08 亿元（同比+14.26%），占比小幅下降至 68.47%；直营渠道实现营收 10.09 亿元（同比+48.15%），占比小幅上升至 20.89%；供应链及贸易渠道实现营收 5.14 亿元，占比 10.64%。经销商网络进一步下沉，持续深化终端掌控力。第三季度经销渠道实现营收 11.62 亿元（同比+19.02%），直营渠道实现营收 2.59 亿元（同比-6.44%），直营渠道同比转负，经销渠道接力。区域端 2026 年前三季度，中区实现收入 23.89 亿元（同比+42.42%），占比上升至 49.45%，继续稳居第一大区域并贡献核心增量；北区实现收入 15.16 亿元（同比+5.51%），占比下降至 31.38%；南区实现收入 9.26 亿元（同比+12.69%），占比下降至 19.17%。

盈利预测与投资建议：我们维持此前盈利预测，预计 2026-2028 年公司营业收入 66.31/77.81/91.18 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+151.83%/+48.31%/+30.70%（2026 年归母增速较高主要受 2025Q4 公允价值变动损失导致低基数影响），以 2026 年 10 月 29 日市值计算 PE 为 30.50/20.57/15.73x。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，维持“增持”评级。

风险因素：1) 奶酪需求与渗透率提升不及预期；2) 行业竞争与费用投放加剧；3) 原料进口价格及汇率波动；4) 股权激励/股份支付对利润的阶段性扰动；5) 治理与管理层变动相关不确定性；6) 食品安全与舆情风险。

利润表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5633	6631	7781	9118
同比增速 (%)	16.29	17.71	17.34	17.19
营业成本	4002	4720	5492	6403
毛利	1631	1911	2289	2715
营业收入 (%)	28.95	28.82	29.42	29.78
税金及附加	32	38	44	52
营业收入 (%)	0.57	0.57	0.57	0.57
销售费用	1000	1127	1284	1486
营业收入 (%)	17.76	17.00	16.50	16.30
管理费用	290	341	393	456
营业收入 (%)	5.15	5.15	5.05	5.00
研发费用	51	60	70	82
营业收入 (%)	0.90	0.90	0.90	0.90
财务费用	57	99	81	64
营业收入 (%)	1.01	1.50	1.04	0.71
资产减值损失	-1	0	0	0
信用减值损失	-5	0	0	0
其他收益	67	73	82	91
投资收益	61	73	86	100
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-171	0	0	0
资产处置收益	2	2	2	1
营业利润	154	393	586	767
营业收入 (%)	2.74	5.93	7.53	8.41
营业外收支	5	5	5	5
利润总额	159	398	590	771
营业收入 (%)	2.82	6.00	7.58	8.46
所得税费用	40	99	148	193
净利润	118	298	443	578
营业收入 (%)	2.10	4.50	5.69	6.34
归属于母公司的净利润	118	298	443	578
同比增速 (%)	4.29	151.83	48.31	30.70
少数股东损益	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.23	0.59	0.87	1.14

基本指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS	0.23	0.59	0.87	1.14
BVPS	8.97	9.54	10.41	11.55
PE	76.81	30.50	20.57	15.73
PEG	17.91	0.20	0.43	0.51
PB	2.00	1.88	1.72	1.55
EV/EBITDA	25.19	13.42	9.80	7.39
ROE	2.60%	6.15%	8.36%	9.85%
ROIC	3.27%	5.19%	6.76%	7.93%

资产负债表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	599	1022	1693	2530
交易性金融资产	1487	1037	737	537
应收票据及应收账款	218	239	259	291
存货	933	1036	1175	1352
预付款项	111	142	173	205
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	409	413	417	421
流动资产合计	3757	3889	4453	5336
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1776	1861	1922	1941
在建工程	396	550	552	522
无形资产	191	178	165	152
商誉	384	384	384	384
递延所得税资产	104	104	104	104
其他非流动资产	1851	1561	1337	1113
资产总计	8458	8526	8917	9552
短期借款	1896	1596	1446	1346
应付票据及应付账款	584	656	725	818
预收账款	0	0	0	0
合同负债	76	99	109	123
应付职工薪酬	80	99	113	128
应交税费	28	27	31	37
其他流动负债	2311	2040	1932	1879
流动负债合计	3078	2921	2909	2986
长期借款	383	338	308	288
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	7	7	7	7
其他非流动负债	428	408	398	398
负债合计	3897	3674	3622	3679
归属于母公司的所有者权益	4562	4852	5294	5873
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	4562	4852	5294	5873
负债及股东权益	8458	8526	8917	9552

现金流量表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	459	590	695	822
投资	-944	700	500	400
资本性支出	-361	-464	-319	-275
其他	38	78	81	100
投资活动现金流净额	-1267	314	262	226
债权融资	-62	-20	-10	0
股权融资	79	0	0	0
银行贷款增加（减少）	360	-345	-180	-120
筹资成本	-37	-108	-96	-90
其他	-27	0	0	0
筹资活动现金流净额	314	-473	-286	-210
现金净流量	-503	423	670	838

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告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客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载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