下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

妙可蓝多（600882）

产业链空前强化，BC 双驱成长更强劲

2026 年 06 月 22 日

买入（维持）

证券分析师 苏铖
执业证书：S0600524120010
such@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	4,844	5,633	6,700	7,900	9,037
同比（%）	(8.99)	16.29	18.94	17.91	14.39
归母净利润（百万元）	113.62	118.49	345.25	473.44	611.42
同比（%）	89.16	4.29	191.36	37.13	29.14
EPS-最新摊薄（元/股）	0.22	0.23	0.68	0.93	1.20
P/E（现价&最新摊薄）	84.08	80.62	27.67	20.18	15.62

投资要点

- **深度整合造就全产业链领先优势，B 端强劲、C 端向好，BC 再现双驱。**25Q4~26Q1 奶酪主业连续两个季度同比增速超 30%，其中 B 端、C 端渠道 26Q1 营收同比增长均超 20%，BC 双驱再现得益于深度整合后的全产业链优势释放。1）BC 端产品补强，B 端与蒙牛协同，产品互补性高；C 端突破消费圈层多维发展，2C 全品类布局支撑渠道经营稳健向好。2）集团联采+奶源支持力度加大，保障优质原料稳定低价供应。3）合力实现深加工产业链全覆盖，大幅提升技术与运营壁垒、最大化实现产能价值转化率，同时精深加工产能行业领先，竞争优势突出，2B 增长势能强劲。4）与蒙牛的 IP 权益协同助力 2C 消费加速破圈，新 IP 导入实现不同产品/场景精准定位，产品营销推广进入精细化的矩阵式阶段。

- **规模成长+精益管理，助推盈利拐点。**2025 公司净利率为 2.1%、同比下滑 0.2pct，主要受 Q4 计入大额公允价值变动损失拖累，但毛销差仍处于正向扩张通道，2025 毛销差同比+1.9pct 至 11.2%。1）2B 国产替代加速，高增业务盈利改善：由于毛利率较低的 2B 产品增长更快，奶酪主业盈利表现相对承压，但结构中仍有优化，近年奶价深度调整带来国产奶酪价格性价比凸显，26M4 进口、国产奶酪价格分别为 5.24、4.05 美元/kg，餐饮企业出于降本增效的经营需求，国产原制奶酪逐步替代再制奶酪，助推 2B 盈利修复。2）行业调整格局优化，公司治理日臻精益：奶酪位于乳业消费金字塔顶端，短期受消费力压制降速，奶酪市场规模从 2022 年 126 亿元下滑至 2025 年 91 亿元，期间 CAGR 为-10%。行业调整格局变化向好，2025 销售额 CR5 较 2023 提升 2pct 至 71%。妙可蓝多内部管理更加精细，“极致成本”全面推进全链条的协同管理，此外规模效应正逐步释放，2025 销售费用率较 2022 大幅收缩 7pct 至 18%。

- **激励落地利空消化，管理层平稳过渡。**1）激励落地，目标彰显信心：2025 全年实现营收、归母净利润 56.3、1.2 亿元，若剔除公允价值变动损失影响，营收、经调整净利润均达成股权激励目标。2026 公司股权激励目标值不改，彰显公司经营信心。2）计提损失利空消化，管理层平稳过渡：2025 大额计提公允价值变动损失 1.71 亿元，历史遗留问题消化。26M1 蒯玉龙接任总经理、同时陈易一自 2024 年开始担任公司董事长，核心管理层均为蒙牛系背景，更加专注奶酪主业经营。3）破除分红障碍，有望重回分红轨道：26M4 公司计划使用母公司盈余公积 0.7 亿元、以及资本公积 10.1 亿元，以弥补母公司截至 2025 年 12 月 31 日的累计亏损，未来公司盈利将带来可分配利润为正，扫清经营分红的法律障碍。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2026~2027 年归母净利为 3.5、4.7 亿元（原预期为 3.7、4.8 亿元），新增 2028 年归母净利为 6.1 亿元，同比+191%、+37%、+29%，对应 PE 为 28、20、16x，基于 BC 双轮再现驱动营收高增、规模成长和管理精细助推盈利拐点，维持“买入”评级。

- **风险提示：**竞争加剧风险，食品安全问题，原材料价格波动较大。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.73
一年最低/最高价	17.32/31.67
市净率(倍)	2.06
流通 A 股市值(百万元)	9,553.30
总市值(百万元)	9,553.30

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.11
资产负债率(%,LF)	46.57
总股本(百万股)	510.05
流通 A 股(百万股)	510.05

相关研究

《妙可蓝多(600882)：25Q3 业绩点评：BC 共驱奶酪主业加速，盈利持续改善》

2025-10-31

《妙可蓝多(600882)：2025 年中报点评：BC 双驱，成长确立》

2025-08-22

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. B 端强劲、C 端向好，BC 再现双驱 5
1.1. 深度整合，全产业链价值凸显 6
1.2. 牢据 C 端优势地位，突破消费圈层多维发展 11
2. 规模成长和管理精细，助推盈利拐点 15
2.1. 2B 国产替代加速，高增业务盈利改善 16
2.2. 行业调整格局优化，公司治理日臻精益 17
3. 激励落地利空消化，管理层平稳过渡 19
3.1. 激励落地，目标彰显信心 19
3.2. 计提损失利空消化，管理层平稳过渡 20
3.3. 破除分红障碍，有望重回分红轨道 24
4. 盈利预测与投资评级 25
5. 风险提示 26

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1: 2020~2025 年妙可蓝多营收结构拆分 5
图 2: 2020~2025 年各业务营收及同比增速 5
图 3: 25Q1~26Q1 各业务单季度同比增速 5
图 4: 2020~2024 年奶酪业务各细分系列营收结构 5
图 5: 2020~2024 年奶酪业务 C 端渠道营收及同比增速 6
图 6: 2020~2024 年奶酪业务 B 端渠道营收及同比增速 6
图 7: 妙可蓝多 B 端五大核心客户群梳理 6
图 8: 妙可蓝多精深加工产业价值链优势突出 7
图 9: 2021~2024 年与蒙牛关联交易金额占比大幅提升 8
图 10: 优质奶源稳定低价供应 8
图 11: 头部乳企深加工项目全面达产后预计产能对比 9
图 12: 妙可蓝多在建项目产能落地有序 9
图 13: 乳制品深加工全品类工艺流程梳理 11
图 14: 2015~2021 年中国干乳制品进口占比迅速提升 11
图 15: 2025 宁夏地区 TOP10 乳品加工企业品类对比 11
图 16: 妙可蓝多产品渠道品牌三管齐下打造儿童奶酪棒 C 端优势地位 12
图 17: 2016~2025 妙可蓝多区域营收结构逐渐均衡 12
图 18: 2022 以来终端网点数量短期迅速突破难度偏高 12
图 19: 主要乳企销售费用率对比 13
图 20: 2016~2025 妙可蓝多宣广费用及占销售费用比重 13
图 21: 妙可蓝多 2C 产品矩阵梳理 14
图 22: 蒙牛 IP 资源梳理 15
图 23: 妙可蓝多产品营销进入精细化的矩阵式阶段 15
图 24: 2020~2025 年妙可蓝多净利率和毛销差 15
图 25: 2020~2025 年妙可蓝多各业务毛利率对比 15
图 26: 2020~2024 年妙可蓝多奶酪各品类毛利率对比 16
图 27: 2020~2025 年妙可蓝多期间费用率 16
图 28: 25Q1~26Q1 妙可蓝多单季度净利率及毛利率&期间费用率 16
图 29: 21M3~26M5 原奶价格走势 17
图 30: 三轮生鲜乳均价跌幅对比 17
图 31: 2025 年以来中国进出口奶酪价格剪刀差放大 17
图 32: 2013~2025 年进口奶酪占国内奶酪总量比重 17
图 33: 奶酪位于乳业消费金字塔顶端 18
图 34: 各国奶酪吨价对比 18
图 35: 各国奶酪吨价/人均可支配收入*10000 对比 18
图 36: 中国奶酪市场规模&同比增速、人均 GDP 同比 18
图 37: 中国奶酪市场量价拆分 18
图 38: 2020~2025 年中国奶酪市场销售额 CR5 19
图 39: 2021~2023 年新成立奶酪企业数量大幅下滑 19
图 40: 2022&2025 年国内奶酪市场企业销售额市占率 19
图 41: 2020~2025 年妙可蓝多销售费用率 19
图 42: 2025 妙可蓝多归母近利润同比增速贡献拆分 21

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图 43： 2025 妙可蓝多公允价值变动损益科目拆分.....21
图 44： 上海祥民股权投资基金项目梳理.....22
图 45： 妙可蓝多股权结构（2025A）.....22
图 46： 妙可蓝多 2023vs2026 年董事、高管调整对比.....23
图 47： 2016~2025 年母公司未分配利润始终为负.....24
图 48： 2016~2025 年母公司盈余公积金及资本公积金.....24

表 1： 头部乳企深加工产能项目梳理.....9
表 2： 主要奶酪品牌奶酪棒产品参数对比.....12
表 3： 2017/2021 年股权激励及完成情况.....20
表 4： 2025 年公司新一轮员工激励/股权激励计划草案业绩目标（亿元）.....20
表 5： 核心管理团队信息梳理（截至 2026Q1）.....23
表 6： 公司收入拆分及盈利预测（单位：亿元人民币）.....25
表 7： 可比公司估值表（截至 2026/6/22 收盘价）.....26

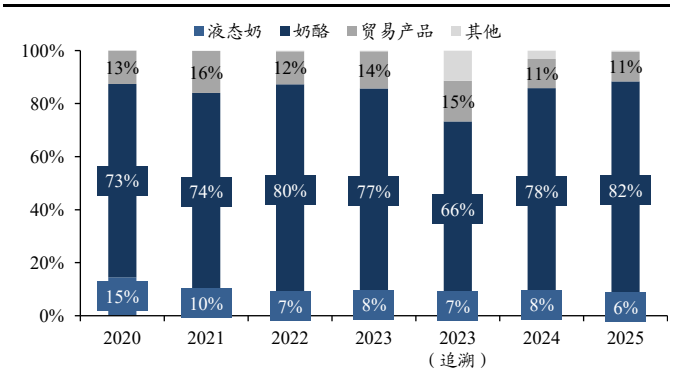
请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

1. B 端强劲、C 端向好，BC 再现双驱

公司 2025 年奶酪 B 端高增、C 端稳健，26Q1 开局良好，BC 双驱再现。2025 年液态奶业务平稳过渡、贸易产品业务加速转型，奶酪主业为增长核心驱动，2025 年奶酪、液态奶、贸易产品分别实现营收 46.2、3.6、6.2 亿元，同比+22.8%、-9.1%、+17.4%，其中 25Q4 奶酪业务实现营收 13.1 亿元、同比增长 39.0%。拆分奶酪主业增长驱动，餐饮工业>家庭餐桌>即食营养，B 端渠道与蒙牛合力加速渗透，餐饮工业收入增长进入爆发阶段，此外 C 端积极破圈，逐步从儿童奶酪棒走向多元客群，即食营养、家庭餐桌系列亦保持稳健增长。26Q1 奶酪、液态奶、贸易产品分别实现营收 13.4、0.8、2.0 亿元，同比+30.4%、-17.7%、+93.3%，奶酪主业连续两个季度同比增速超 30%，其中 B 端、C 端渠道 26Q1 营收同比增长均超 20%，BC 双驱再现。

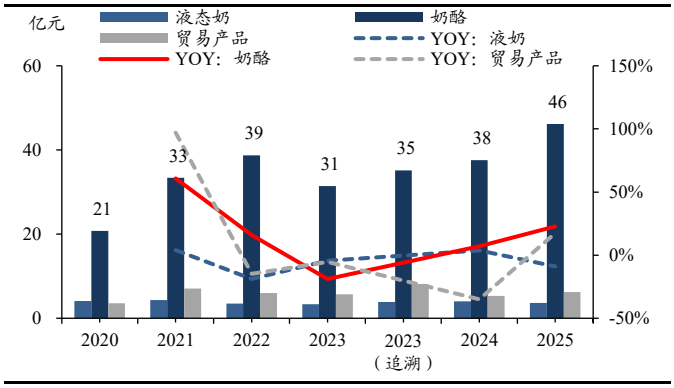
图1：2020~2025 年妙可蓝多营收结构拆分



数据来源：Wind，东吴证券研究所

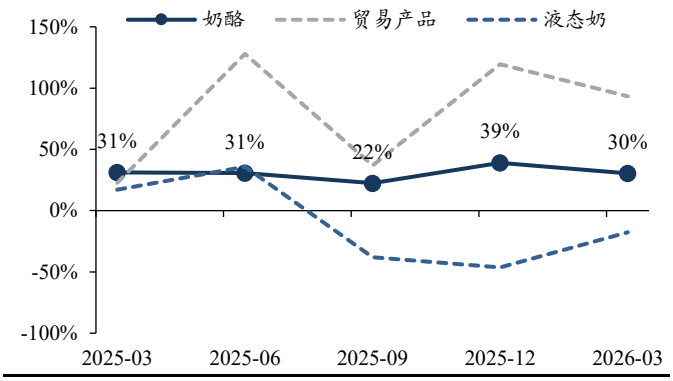
注：2024 蒙牛奶酪业务与妙可正式合并，追溯口径为根据 2024 年报披露同比增速反推上年，下同

图2：2020~2025 年各业务营收及同比增速



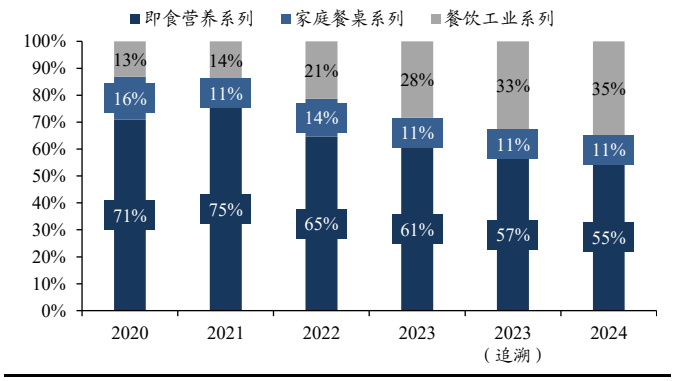
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：25Q1~26Q1 各业务单季度同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：2020~2024 年奶酪业务各细分系列营收结构



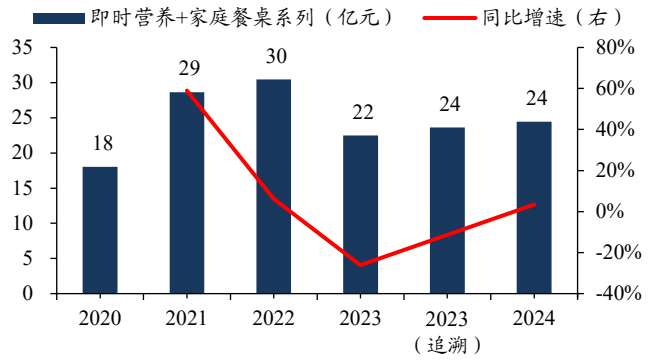
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：2025 暂未披露各细分系列数据，下同

请务必阅读正文之后的免责声明部分

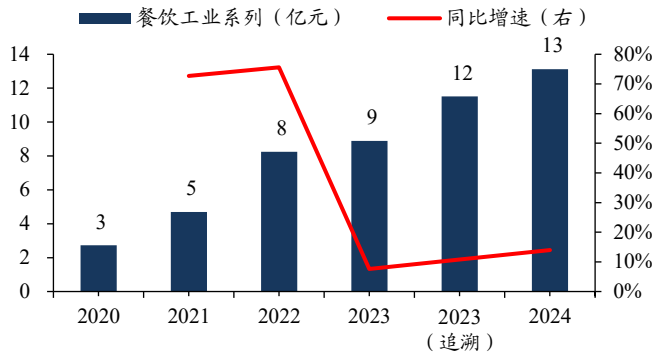
下载日志已记录，仅供内部参考

图5：2020~2024 年奶酪业务 C 端渠道营收及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：2020~2024 年奶酪业务 B 端渠道营收及同比增速

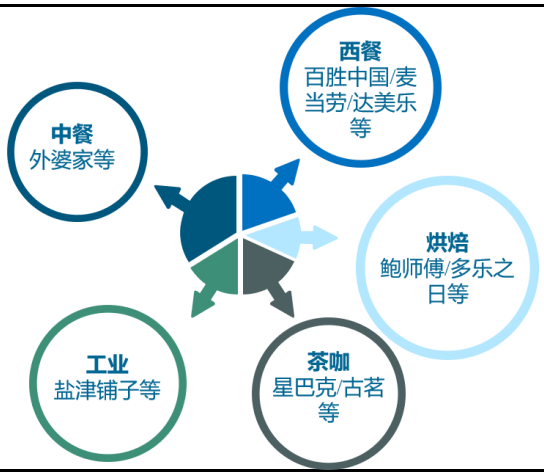


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.1. 深度整合，全产业链价值凸显

业务协同优势互补，合力共建 2B 生态。自 2024 年蒙牛将奶酪业务 100%股权注入妙可以来，业务协同成效逐步释放。1）产品矩阵互补：蒙牛奶酪 B 端品牌爱氏晨曦优势产品为稀奶油和黄油，妙可蓝多主品牌 B 端优势产品为马苏里拉/奶酪片/原制奶酪，产品互补性高。2）渠道资源互补：2023 年蒙牛爱氏晨曦大 B 客户包括百胜等，同期妙可蓝多主品牌已与萨莉亚等国内西式快餐、鲍师傅等烘焙企业、乐乐茶等茶饮咖啡连锁企业形成良好合作。2025 年公司进一步聚焦西餐、烘焙、茶咖、工业及中餐五大核心客户群渗透，合作包括百胜中国/麦当劳/达美乐等西式快餐客户、鲍师傅/多乐之日等烘焙客户、星巴克/古茗等茶咖客户、盐津铺子等食品加工企业以及外婆家等中餐客户。除传统大 B 客户外，2024 年蒙牛已组织中粮对接，公司顺势进入学校等特渠。

图7：妙可蓝多 B 端五大核心客户群梳理



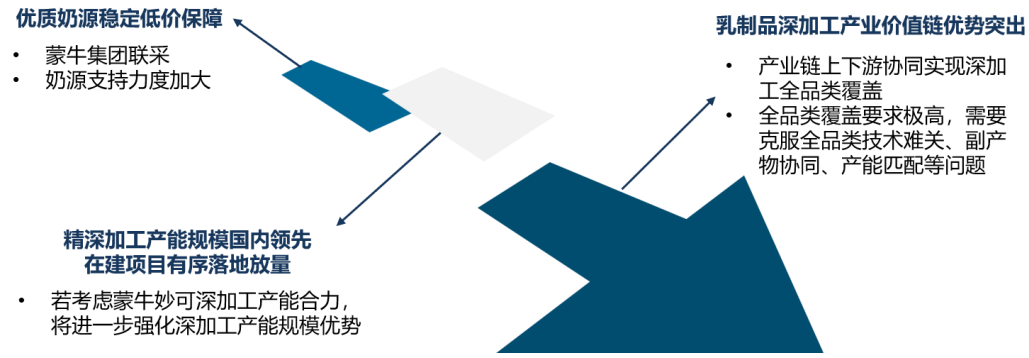
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

蒙牛产业资源深度整合，深加工价值链优势突出。26Q1 蒙牛系全面接手公司经营管理，产业资源进一步开放助力 2B 加速渗透。1）集团联采+奶源支持力度加大，保障优质原料稳定低价供应：奶源是原料采购核心科目，蒙牛旗下现代牧业是国内头部牧场企业，伴随产业链整合进程迈向深入，集团联采和奶源支持力度加大能保障优质原料稳定低价供应。2）精深加工产能行业领先，在建项目有序落地放量：公司与蒙牛携手加码乳制品精深加工产能建设，产能规模国内领先，且吉林、长春、上海现代化生产基地预计 2026 年底全面投产，有望加厚 2B 扩张安全垫。3）深度整合强化协同效应，乳制品深加工产业价值链优势突出：蒙牛产业资源开放共享强化上下游协同能力，公司实现“奶酪+乳脂+乳清”精深加工全产业链覆盖，一方面最大化原奶价值转化率，另一方面全环节深度绑定大幅提升技术与运营壁垒。“十五五”并购出海战略提上日程，有望进一步夯实产业链稳定性。

图8：妙可蓝多精深加工产业价值链优势突出



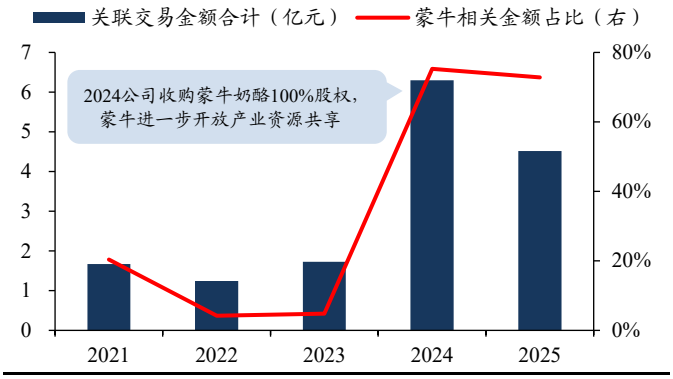
数据来源：东吴证券研究所

集团联采+奶源支持力度加大，保障优质原料稳定低价供应：过去公司原料采购体量较小且原料品类分散，采购议价权相对偏弱。自 2020 年注资以来，蒙牛产业资源在与公司的磨合中逐步整合。1）资源磨合：2022 妙可宣布拟与现代牧业共同投资设立“好多牛”合资公司，旨在进一步强化上游原奶供给保障能力，后续因奶价下行伤害养殖户、以及现代牧业内部战略布局调整等因素，2024 年决定不再推进合资公司项目。2）加速整合：2026 年蒙牛系全面接手公司经营管理，蒙牛集团产业资源进一步向公司开放，糖等各类原料通过蒙牛集团联采模式采购，采购效率得到明显提升，此外蒙牛奶源供给占比正逐步提升，未来蒙牛将进一步加大奶源支持力度，公司在原料供应保障与成本控制方面有望获得显著的协同支持。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

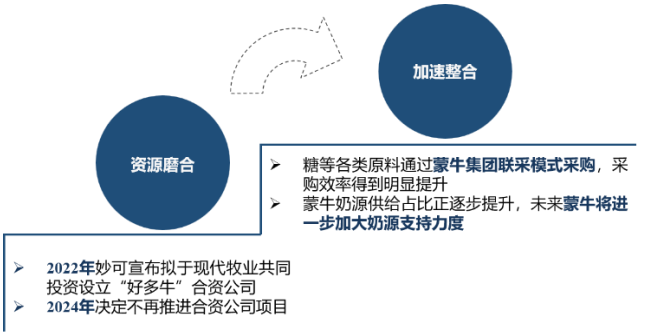
下载日志已记录，仅供内部参考

图9：2021~2024 年与蒙牛关联交易金额占比大幅提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图10：优质奶源稳定低价供应



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

精深加工产能行业领先，在建项目有序落地放量：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。横向对比头部乳企，妙可蓝多、蒙牛乳业、伊利股份、中国飞鹤深加工项目全面达产后预计产能分别约 26、20、28、2 万吨，其中蒙牛自 2024 年启动“奶立方”项目，项目位于和林格尔蒙牛八期产区原低温车间区域、同妙可蓝多旗下的和林工厂相分隔，“奶立方”项目设计日处理原奶 600 吨、年总产能约 20 万吨，若考虑蒙牛妙可深加工产能合力，将进一步强化深加工产能规模优势。

在建项目产能落地有序，上海金山工厂、吉林工厂、长春工厂的产能扩建项目均预计 2026 年底全面投产。1）上海特色奶酪智能化生产加工项目（上海金山工厂）：一期项目已于 2021 年投产、年产能约 8 万吨，二期项目 2024 年已满足先期规划各品类生产条件、先期规划年产能约 11.37 万吨，2024~2026 年二期项目陆续对相关产线进行技术升级改造，预计 2026 年底全面达产。2）长春特色乳品综合加工基地项目（长春工厂）：2024 年已建成 3.2 万吨稀奶油生产线，26M5 吉兴产业园租赁厂房正式投产运营，预计 2026 年底全面达产。3）吉林原制奶酪加工建设项目（吉林工厂）：2024 年已满足先期规划各品类生产条件、先期规划年产能约 1.8 万吨，2024~2026 年二期项目陆续对相关产线进行技术升级改造，预计 2026 年底全面达产。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

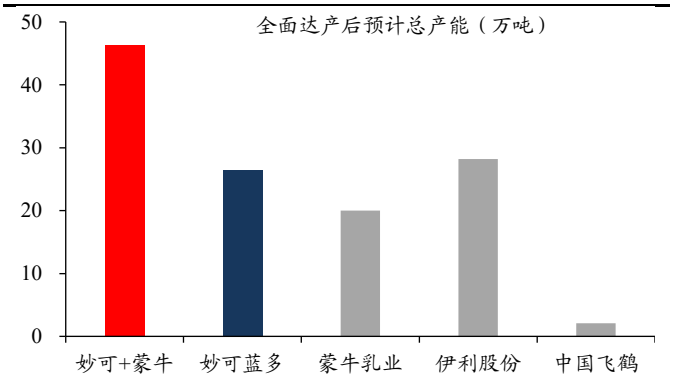
下载日志已记录，仅供内部参考

表1：头部乳企深加工产能项目梳理

主要乳企	深加工项目	项目建设进度	预计总产能	预计投产/全面达产时间
妙可蓝多	上海特色奶酪智能化生产加工项目（含二期创新奶酪基地）	一期 2021 年投产，募投项目先期 11.37 万吨产能 2024 年 11 月达设计产能；二期主体封顶，设备安装调试中	19.37 万吨/年（奶酪及乳脂，一期+二期先期）	一期已投产，二期 2026 年底全面达产
	吉林原制奶酪加工建设项目	先期 1.8 万吨产能 2024 年 11 月投产，2025 年末累计投资进度 71.48%，剩余产能建设中	1.8 万吨/年（奶酪为主，项目先期）	先期已投产，2026 年底全面达产
	长春特色乳品综合加工基地项目	现有厂区改建部分已投产、项目先期 3.2 万吨产能 2024 年 11 月达设计产能，吉兴产业园 2026 年 5 月正式投产	3.2 万吨/年（仅稀奶油产线，此外原制奶酪+脱盐乳清粉项目持续建设）	部分已投产，2026 年底全面达产
	内蒙古和林格尔奶酪工厂	2024 年并入蒙牛体系，已全面投产	2 万吨/年（仅高端稀奶油生产线，此外还有奶酪等项目）	已投产
蒙牛乳业	"奶立方"牛乳深加工项目	2025 年底试生产，2026 年初正式投产，核心产线处于产能爬坡期	日处理原奶 600 吨，年总产能约 20 万吨（含 D90 脱盐乳清粉、高端原制奶酪、乳铁蛋白等）	2026 年初已投产
伊利股份	伊利现代智慧健康谷奶酪智造标杆基地	一期 6 万吨产能 2023 年投产，产业集群项目加速推进，三期项目 2024 启动	20 万吨/年（奶酪为主）	一期已投产，集群项目加速推进
	宁夏伊利无水黄油及淡奶油项目	2024 年 4 月全部建成投产	无水黄油 1.2 万吨/年，淡奶油 3 万吨/年	已投产
	脱盐乳清深加工项目	2025 年建成投产	脱盐乳清粉 4 万吨/年	已投产
中国飞鹤	脱盐乳清及乳铁蛋白深加工项目	2025 年建成投产	脱盐乳清粉 1.5 万吨/年，酪蛋白 0.56 万吨/年	已投产

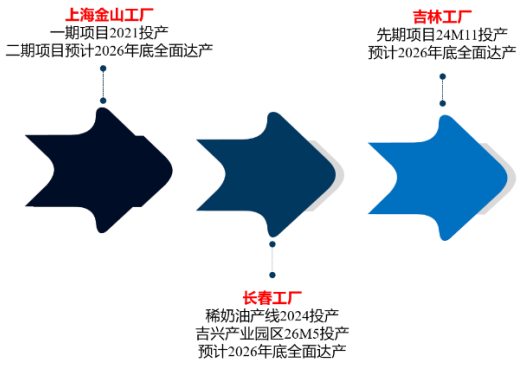
数据来源：各公司官网，各公司公告，企查查，呼和浩特市科学技术局，和林格尔县人民政府，科普中国公众号，乳业时报公众号，乳业资讯网，四川日报，新华网，内蒙古新闻联播，克东县人民政府，内蒙古自治区人民政府，东吴证券研究所

图11：头部乳企深加工项目全面达产后预计产能对比



数据来源：各公司公告，各公司官网等（同表 1），东吴证券研究所

图12：妙可蓝多在建项目产能落地有序



数据来源：公司公告，公司官方公众号，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

深度整合强化协同效应，乳制品深加工产业价值链优势突出：乳品精深加工核心是对牛乳的乳成分作减法，通过加工过程的精细化与产品价值的最大化将原奶资源“吃干榨尽”，深加工产品主要包括 1）黄油/稀奶油/脱脂乳/脱脂乳粉等乳脂类、2）原制奶酪/再制奶酪等奶酪类、3）乳清蛋白/乳糖/低聚半乳糖/乳矿物盐等乳清类。过去原奶价格偏高，加上乳品产业链条延伸相对不足，国内深加工重视度和水平相对偏低、进口干乳制品依赖度较高，干乳制品进口占比从 2015 年 33%大幅提升至 2021 年 59%。

近年奶价深度调整，国产深加工产品原料获取更具性价比（且能加速上游牧场过剩奶源消化），同时国家层面加码头部乳企深加工科技攻关支持力度，包括蒙牛牵头建设农业农村部乳品精深加工重点实验室、伊利牵头建设国家乳业技术创新中心等。在政策支持+奶价调整背景下，大量小型乳品工厂纷纷入局乳制品深加工赛道，行业竞争加剧，例如 2025 年仅宁夏地区新建在建乳制品深加工项目超 10 个，已形成深加工产业集群。

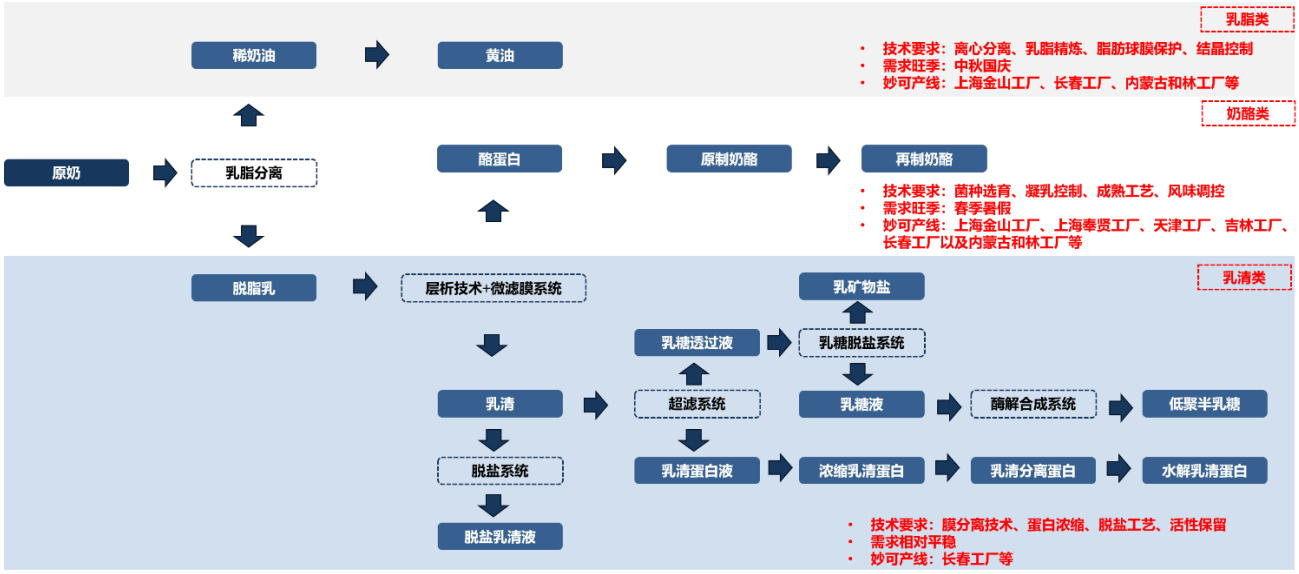
行业竞争边际加剧，精深加工产业链全覆盖的企业竞争优势突出。乳制品深加工本质是“变废为宝”，副产物处理技术难度远高于主产品生产。从原奶到深加工产品，产物流向为“原奶→乳脂→奶酪→乳清”。生产深加工品类越少、需要处理副产物越少，相应地全产业链协同能力要求更低，以宁夏地区为例，2025 年乳品加工企业 TOP10 中多数企业仅能生产乳脂或乳脂&奶酪产品。深加工全品类覆盖既要企业同时攻克乳脂、奶酪、乳清全品类技术难关，又对产业链各环节提出更高副产物协同、产能匹配等要求。1）全品类覆盖技术要求更高：乳脂、奶酪、乳清核心技术相对独立、通用性较弱，其中乳脂品类技术门槛相对较低，多数乳企能生产基础黄油/稀奶油产品；原制奶酪核心技术掌握在头部乳企手中，中小乳企仅能简单生产再制奶酪产品；乳清技术要求严格，国内仅妙可/蒙牛/伊利/飞鹤掌握 WPI90 以上高端乳清技术。2）副产物协同要求更高：全品类企业需建立“乳清→酪乳→乳糖废水”三级处理体系，且体系环环相扣，例如乳清脱盐技术不达标，奶酪生产的副产物就无法转化为高价值的 D90 脱盐乳清粉、只能作为废水排放，环保成本将显著增加。3）产能匹配要求更高：乳脂、奶酪、乳清市场需求独立波动，例如乳脂需求旺季在中秋国庆、奶酪在春季和暑假、乳清需求则相对平稳。

妙可蓝多与蒙牛产业资源深度整合，依托产业链上下游协同能力实现“乳脂+奶酪+乳清”精深加工全产业链覆盖。2025 年公司吉林工厂具备生产原制奶酪能力、长春工厂产线覆盖乳脂及乳清品类、上海金山工厂拥有乳脂产线，此外内蒙古和林工厂亦能补充乳脂/奶酪类产品产能。公司与蒙牛合力实现深加工产业链全覆盖，大幅提升技术与运营壁垒，同时最大化实现产能价值转化率，竞争优势突出。2026 年公司确立产品出海、合作出海、并购出海三位一体的发展路径，后续海外供应链落地有望进一步巩固产业链稳定性。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

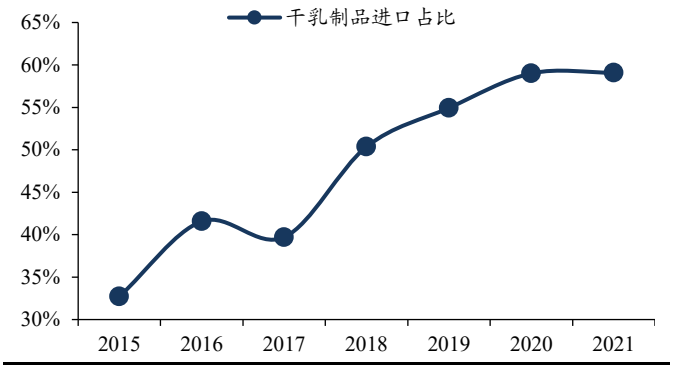
下载日志已记录，仅供内部参考

图13：乳制品深加工全品类工艺流程梳理



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图14：2015~2021 年中国干乳制品进口占比迅速提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图15：2025 宁夏地区 TOP10 乳品加工企业品类对比

序号	名称	主要产品
1	宁夏亿美生物	奶酪
2	昆宁森态乳业（宁夏）	液体乳、乳粉
3	宁夏富杨食品	稀奶油、黄油、乳粉
4	宁夏李子园食品	奶酪、液体乳
5	原源（宁夏）鲜乳制品	奶油、奶酪
6	飞鹤（宁夏）生物	婴幼儿配方奶粉
7	牛佰仕（宁夏）乳制品	黄油、稀奶油
8	宁夏塞尚乳业	稀奶油、蛋白粉
9	宁夏财硕生物	干酪素
10	优乳（宁夏）生物工程	牛初乳

数据来源：荷斯坦公众号，东吴证券研究所

1.2. 牢据 C 端优势地位，突破消费圈层多维发展

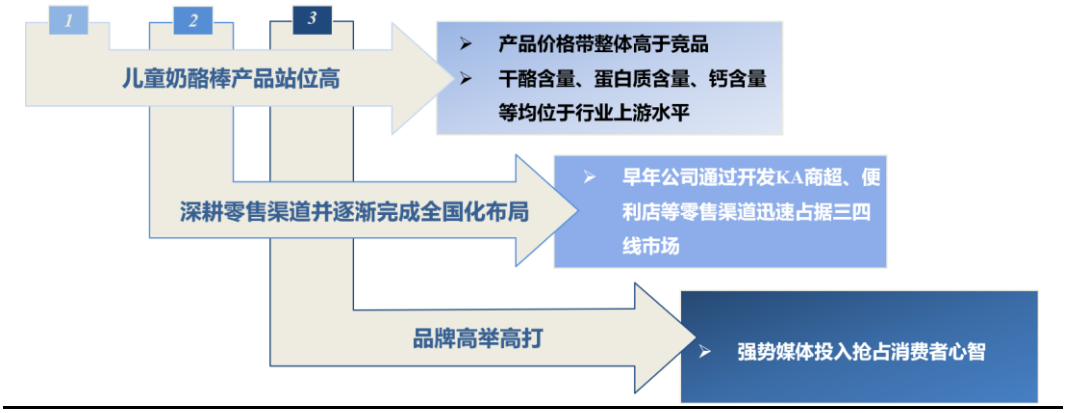
儿童奶酪棒先声夺人，产品渠道品牌建设三管齐下，站稳 2C 优势地位。妙可蓝多奶酪业务先发优势明显，早年通过深耕零售渠道成功培育儿童奶酪棒品类、并通过强势媒体投入抢先消费者心智占有，凭借儿童奶酪棒在行业发展初期站稳优势地位。1）儿童奶酪棒产品站位高：2022 年市场监管总局印发通知，明确添加 15%-50%干酪的产品为干酪制品、添加 50%以上干酪产品为再制干酪。横向对比市场上主要奶酪棒产品，妙可蓝多儿童奶酪棒系列产品价格带站位偏高，且干酪含量、蛋白质含量、钙含量等均位于行业上游水平。2）深耕零售渠道并逐渐完成全国化布局：早年公司通过开发 KA 商超、便利店等零售渠道迅速占据三四线市场，同占据高线市场的外资头部奶酪企业百吉福形成差异化竞争，自 2018 年开始公司陆续推进全国化进程，奶酪业务全国零售网络布局持续完善、区域结构逐渐均衡，2025 年北区、中区、南区收入占比分别为 35%、45%、

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

21%，同期全国终端零售网点数量约 80 万个。3）品牌高举高打：公司致力于成为国民奶酪品牌，2019 年 2 月开始聚焦央视、分众传媒投入针对性营销广告，通过强势媒体投入抢占消费者心智，2019 年以来宣广费用占销售费用比重连续高于 50%、且 2023 年以前整体销售费用率位居同业可比公司高位。

图16：妙可蓝多产品渠道品牌三管齐下打造儿童奶酪棒 C 端优势地位



数据来源：东吴证券研究所

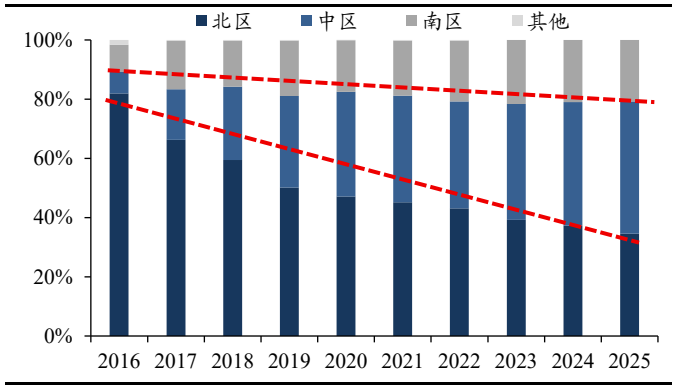
表2：主要奶酪品牌奶酪棒产品参数对比

品牌	妙可蓝多			伊利股份		奶酪博士	
产品名	汪汪队高钙常温奶酪棒	汪汪队奶酪棒原味	金装奶酪棒蓝莓味	金护 0 添加奶酪棒原味	QQ 星原生奶酪棒	金装奶酪棒原味	醇选常温奶酪棒
单价(元/100g)	15.5	12.6	20.3	11.7	31.0	10.6	18.1
干酪含量	≥51%	≥51%	≥60%	≥51%	≥51%	≥55%	≥66%

数据来源：淘宝官网，东吴证券研究所

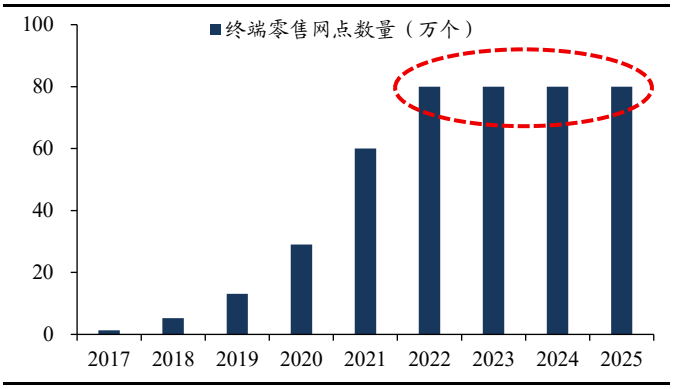
注：数据时间截止 2026 年 6 月 21 日

图17：2016~2025 妙可蓝多区域营收结构逐渐均衡



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图18：2022 以来终端网点数量短期迅速突破难度偏高

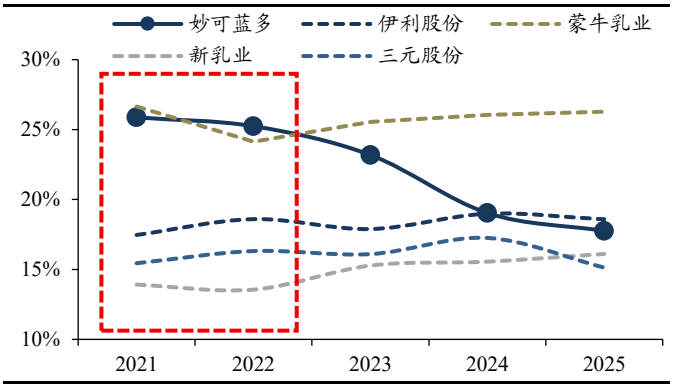


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

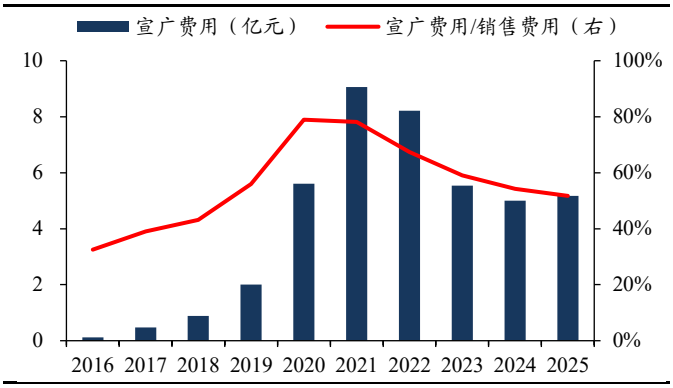
下载日志已记录，仅供内部参考

图19：主要乳企销售费用率对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图20：2016~2025 妙可蓝多宣广费用及占销售费用比重



数据来源：Wind，东吴证券研究所

“十五五”消费加速破圈，从儿童奶酪棒走向多元客群，支撑 2C 稳健向好。过去儿童奶酪棒依靠全方位的先发优势和零售渠道深耕迅速打爆，近年受宏观消费力压制，下沉渠道奶酪放量相对受阻，短期妙可终端网点数量接近饱和，单一的儿童奶酪棒产品发展相对受限。公司围绕前期在 2C 奶酪市场建立起的品牌心智，陆续从儿童营养向多元需求场景延伸，支撑 C 端渠道稳健向好。1）儿童营养产品迭代升级并积极进行形态创新：一方面大单品儿童奶酪棒系列迭代升级，陆续推出金装奶酪棒、有机奶酪棒等价值含量更高产品；另一方面产品形态积极创新，从固体向液体奶酪延伸，例如 2025 年针对 3-15 岁儿童成长黄金期推出“捷捷高奶酪小金袋”液体奶酪钙产品，此外亦推出成长酪乳等利乐包装液体奶酪产品、产线使用原广泽液态奶产线。2）成人休闲零食积极推出：2025 年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。3）探索功能营养产品：例如 2025 年公司推出人参酪乳系列新品，以鲜牛奶和干酪为基础，添加长白山五年以上人参、形成独特口感与香气，上市后受到中老年及年轻消费者的共同青睐。4）从大众市场攻入运动特渠：26M1 公司官宣成为体育训练局国家队运动员备战保障产品，马苏里拉、芝士片、稀奶油和黄油等面向餐桌产品进入国家队运动员食谱餐单，手撕奶酪、奶酪棒、奶酪小三角等休闲零食亦为运动员提供有益能量补充。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图21：妙可蓝多 2C 产品矩阵梳理



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

蒙牛 IP 陆续导入，营销赋能更上层楼。2025 年公司与蒙牛签署《IP 权益使用服务合同》，开展三年期的 IP 资源合作（2025~2027 年）。蒙牛 IP 资源丰富，包括哪吒 2/樱桃小丸子/宝可梦等动漫类、NBA/奥运会/世界杯等体育类，此外蒙牛奶酪长期合作 IP 包括小马宝莉/变形金刚等。公司与蒙牛的 IP 权益协同助力 2C 消费加速破圈，新 IP 导入实现不同产品/场景精准定位，产品营销推广进入精细化的矩阵式阶段。2025 年公司已构建起全域 IP 矩阵：1）体育竞技 IP：奥林匹克、2026 FIFA 世界杯两大全球顶级赛事 IP 联名，同时联动 NBA 赛事、中国国家田径队、中国足协中国之队，公司通过与顶级体育 IP 及国家运动队的深度绑定锚定“冠军品质”认知，强化产品营养属性。2）热门动漫 IP：公司携手汪汪队、小马宝莉、哪吒等深受儿童及家庭喜爱的顶流 IP，深度渗透家庭与儿童核心社交场景。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图22：蒙牛 IP 资源梳理



数据来源：蒙牛官方公众号，东吴证券研究所

图23：妙可蓝多产品营销进入精细化的矩阵式阶段

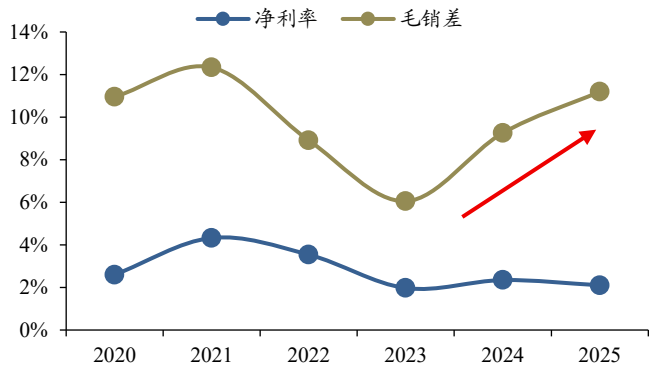


数据来源：公司公告，官方公众号，东吴证券研究所

2. 规模成长和管理精细，助推盈利拐点

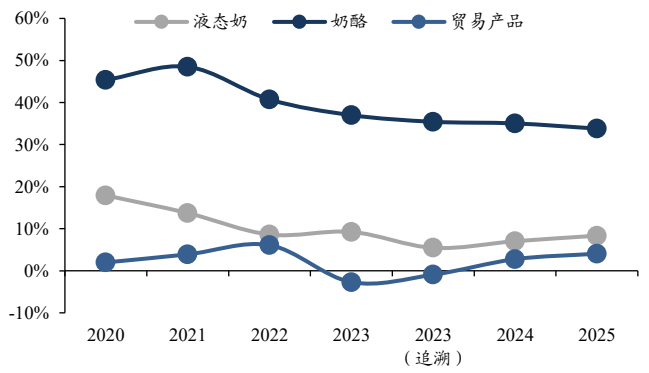
产品结构/费投优化陆续见效、规模效应稳步释放，利润率环比改善明显。2025 年公司净利率为 2.1%、同比下滑 0.2pct，主要受 Q4 计入大额公允价值变动损失拖累，但毛销差仍处于正向扩张通道，2025 年毛销差同比+1.9pct 至 11.2%。1）2025 年毛利率同比+0.7pct 至 29.0%，其中奶酪、液态奶、贸易产品毛利率分别同比-1.2pct、+1.3pct、+1.3pct，由于毛利率较低的 2B 餐饮工业系列和家庭餐桌系列增长更快，奶酪主业盈利表现相对承压，但结构中仍有优化，近年奶价深度调整带来国产奶酪价格性价比凸显，餐饮企业出于降本增效的经营需求，更高毛利水平的国产原制奶酪逐步替代再制奶酪，助推 2B 盈利修复。2）2025 年期间费用率同比-1.8pct 至 24.8%，其中销售费用率、管理费用率分别同比-1.3pct、-0.5pct，行业调整后格局优化向好，公司内部管理更加精细，“极致成本”战略全面推进全链条的协同管理，此外规模效应正逐步释放，费控能力持续强化。

图24：2020~2025 年妙可蓝多净利率和毛销差



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图25：2020~2025 年妙可蓝多各业务毛利率对比

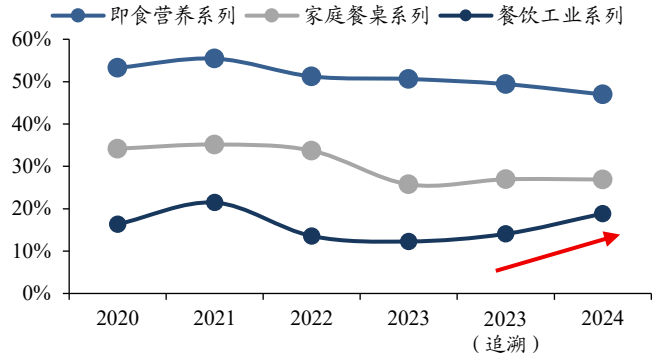


数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

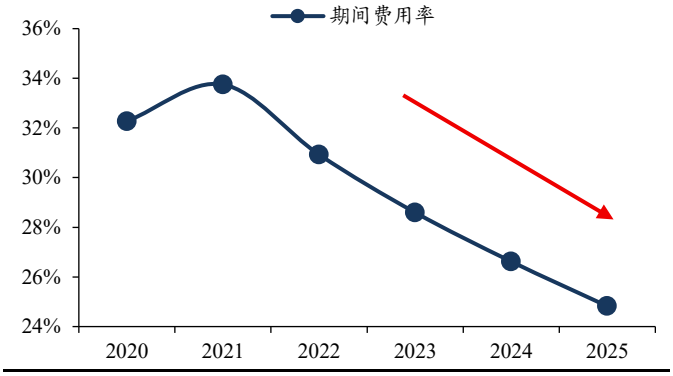
下载日志已记录，仅供内部参考

图26：2020~2024 年妙可蓝多奶酪各品类毛利率对比



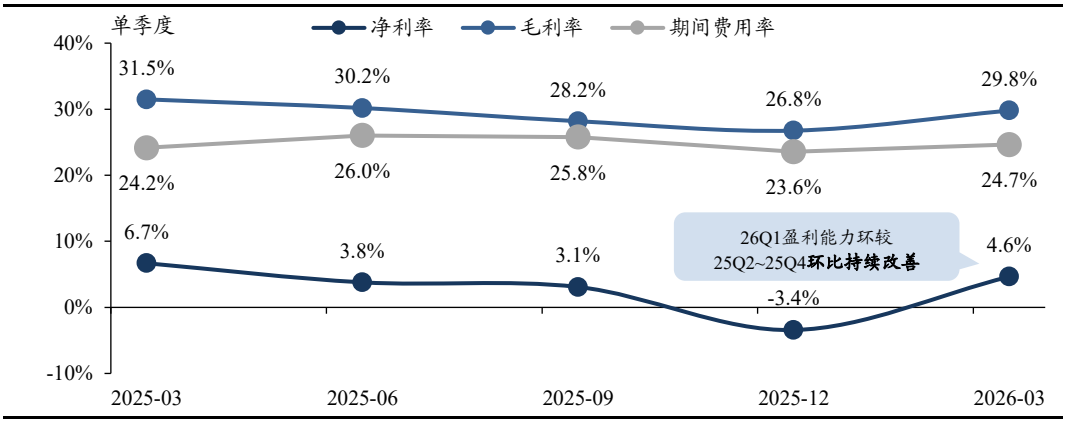
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图27：2020~2025 年妙可蓝多期间费用率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图28：25Q1~26Q1 妙可蓝多单季度净利率及毛利率&期间费用率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

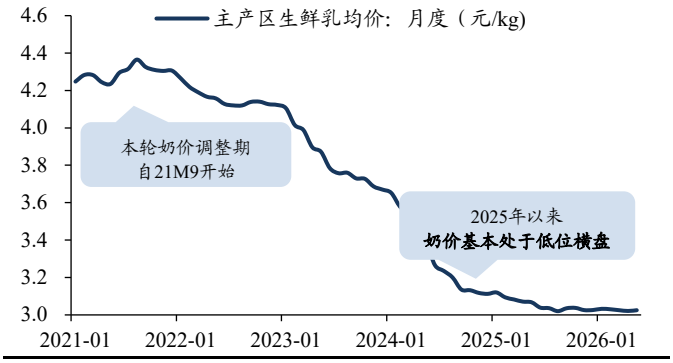
2.1. 2B 国产替代加速，高增业务盈利改善

原奶价格深度调整，2B 国产加速替代打开盈利上升通道。本轮奶价调整期自 21M9 开始，持续时间长、调整幅度大，2025 年以来基本处于低位横盘，21M9~26M5 生鲜乳均价累计跌幅达 30.1%至 3.03 元/kg。国内原奶价格长时间、高幅度调整带来进口/国产奶酪价格剪刀差持续放大，22M4~26M4 进口、国产奶酪价格 CAGR 为 0.02%、-3.3%，26M4 进口、国产奶酪价格分别为 5.24、4.05 美元/kg，国产奶酪价格性价比凸显。餐饮企业出于降本增效的经营需求，国产替代将从再制奶酪向原制奶酪、奶酪原料全面延伸，2025 年进口奶酪占比较 2017 年大幅下滑 6.7pct 至 86.4%。再制奶酪核心原材料干酪以进口为主、产品毛利率相对较低，原制奶酪则对乳企稳定优质奶源基础、技术研发与生产经验积累提出考验，相应拥有更高的毛利率水平，餐饮企业加速再制奶酪向国产原制奶酪替代，促进公司处于高增通道的 2B 业务盈利能力边际改善。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

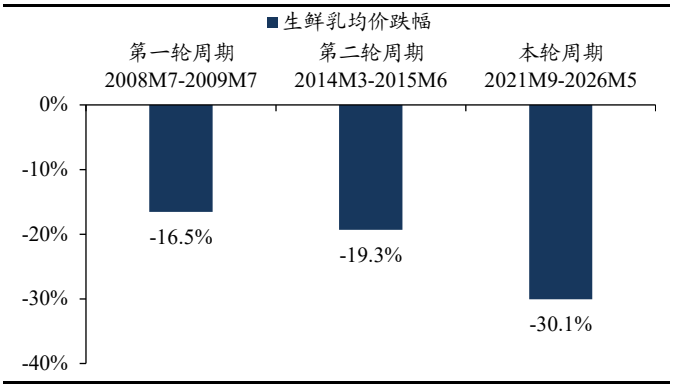
下载日志已记录，仅供内部参考

图29：21M3~26M5 原奶价格走势



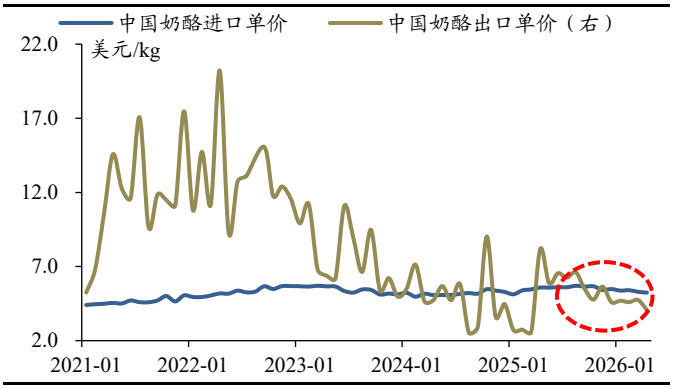
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图30：三轮生鲜乳均价跌幅对比



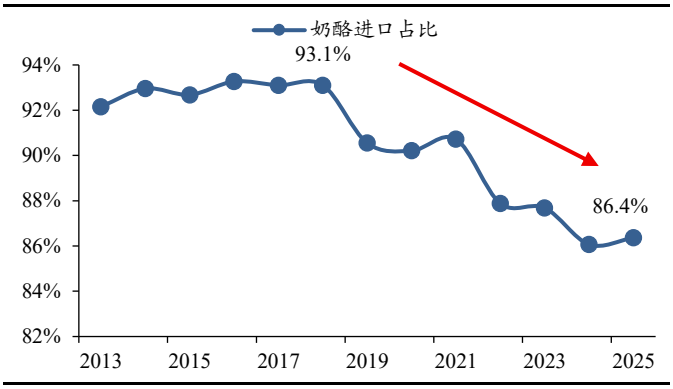
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图31：2025 年以来中国进出口奶酪价格剪刀差放大



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图32：2013~2025 年进口奶酪占国内奶酪总量比重



数据来源：Wind，东吴证券研究所

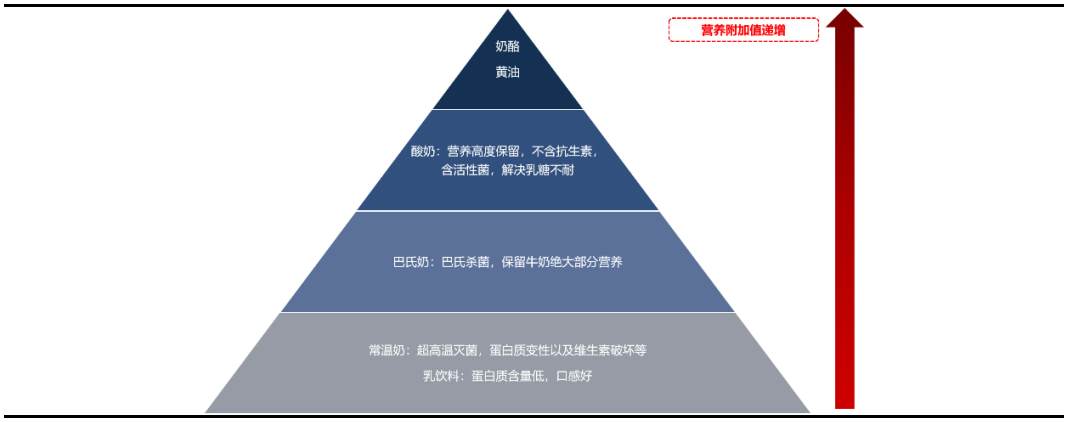
2.2. 行业调整格局优化，公司治理日臻精益

奶酪位于乳业消费金字塔顶端，短期受消费力压制降速。奶酪是生鲜乳在发酵剂和凝乳酶作用下发生凝固并经成熟而制成的固态乳制品，每 1 公斤奶酪约由 10 公斤牛奶浓缩而成，蛋白质/钙含量是普通牛奶的近 8 倍、且不会造成乳糖不耐受，营养附加值高，位于乳品营养价值链顶端、也位于乳品消费金字塔顶端。过去国内奶酪价格对比海外市场相对偏高，2025 年中国奶酪吨价为 131 元/kg，远高于美国 111 元/kg、日本 102 元/kg；若剔除国别消费力影响，2025 年中国奶酪吨价/人均可支配收入*10000 为 30，同期美国、日本分别为 2、12。近年受消费力疲软等因素压制短期降速，奶酪市场规模从 2022 年 126 亿元下滑至 2025 年 91 亿元，期间 CAGR 为-10%，其中销量、吨价 CAGR 分别为-11%、1%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

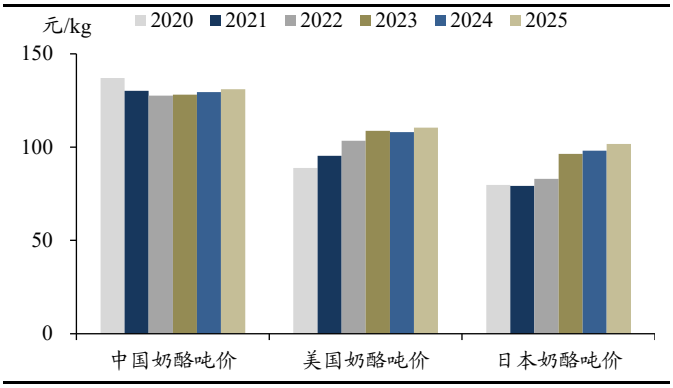
下载日志已记录，仅供内部参考

图33：奶酪位于乳业消费金字塔顶端



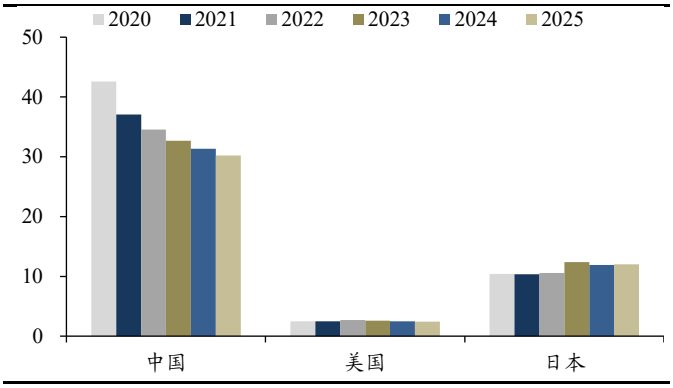
数据来源：东吴证券研究所

图34：各国奶酪吨价对比



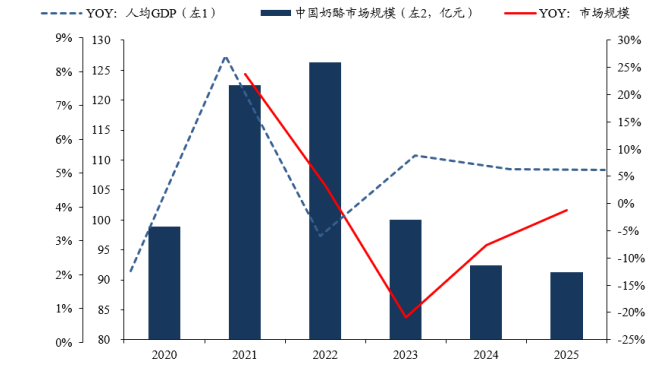
数据来源：欧睿，Wind，东吴证券研究所

图35：各国奶酪吨价/人均可支配收入*10000 对比



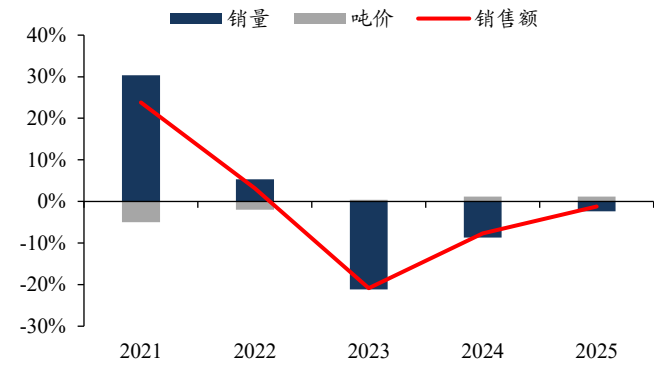
数据来源：欧睿，Wind，东吴证券研究所

图36：中国奶酪市场规模&同比增速、人均 GDP 同比



数据来源：欧睿，Wind，东吴证券研究所

图37：中国奶酪市场量价拆分



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

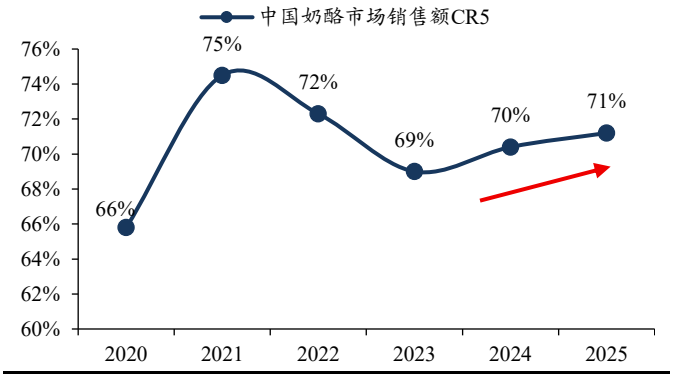
行业调整格局变化向好，妙可蓝多内部管理更加精细。近年国内奶酪市场份额进一步向头部集中、格局持续优化向好，2025 年销售额 CR5 较 2023 提升 2pct 至 71%。一方面市场规模增速受消费力压制、行业短期遇冷，新成立奶酪企业数量加速下滑；另一方面头部企业强强联合、站稳龙头地位，2025 年妙可蓝多销售额市占率 34%，高于第二梯队伊利 13%、贝勒 11%、百吉福 10%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

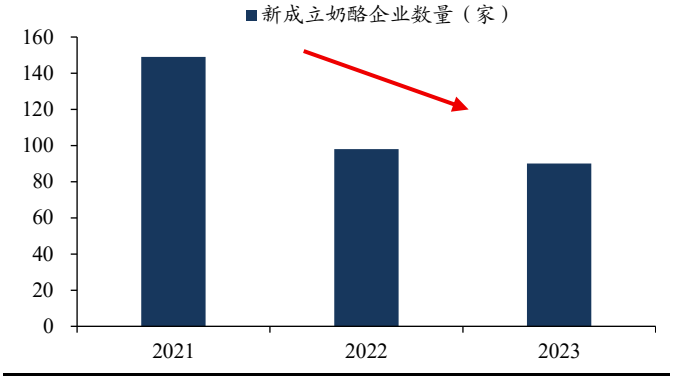
市场竞争趋缓，妙可蓝多内部管理更加精细，此外规模效应正逐步释放，2025 年销售费用率较 2022 年大幅收缩 7pct 至 18%。25H1 公司全面启动“极致成本”战略，以精益协同、精益生产、精益管理为核心抓手，通过覆盖研发、采购、制造等全链条的协同管理，引入专业管理模型，推动组织效率与能力升维。以螃蟹式极致成本管理模型为例，公司依靠研发端和采购端协同发力，全面推进端到端的流程优化，实现内部与外部、上游与下游的高效协同。

图38：2020~2025 年中国奶酪市场销售额 CR5



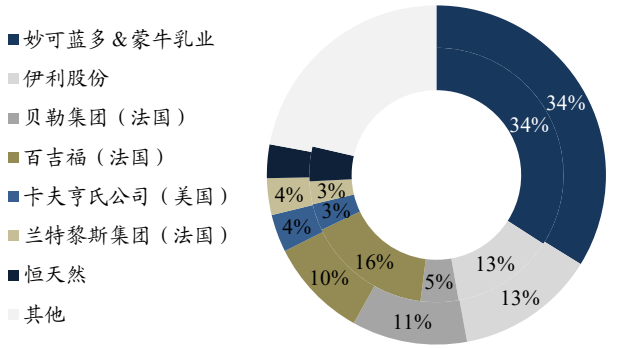
数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图39：2021~2023 年新成立奶酪企业数量大幅下滑



数据来源：企查查，东吴证券研究所

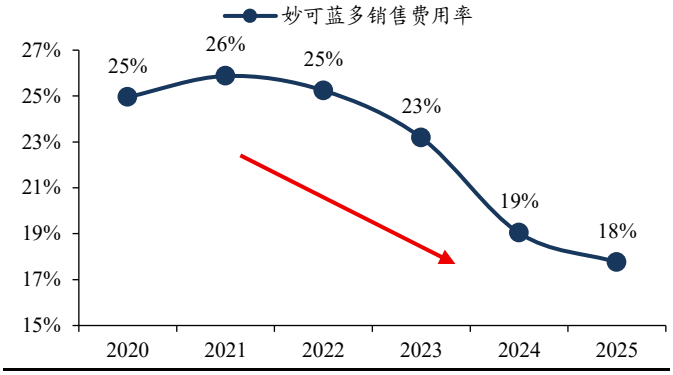
图40：2022&2025 年国内奶酪市场企业销售额市占率



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

注：内圈为 2022 年数据，外圈为 2025 年数据

图41：2020~2025 年妙可蓝多销售费用率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 激励落地利空消化，管理层平稳过渡

3.1. 激励落地，目标彰显信心

激励机制灵活，股权激励彰显经营信心。公司于 2017、2021 年发布股权激励计划，覆盖董事、高管、中层与核心技术人员，其中 2017~2019 年及 2021 年业绩考核目标均完成，2022~2023 年受宏观经济疲软影响，业绩考核目标未达标。

2025 年发布新一轮员工激励计划，激励范围广。1）股权激励计划：拟授予股票期权数量 800 万份，占总股本的 1.56%，激励对象为 207 位高管及核心业务骨干，行权价

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

格为每份 15.83 元。2）员工持股计划：拟持有股票数量不超过 800 万股，占总股本的 1.56%，拟筹资总额上限为 7920 万元，激励对象为不超过 209 位董高监及核心业务骨干，购买股票价格为 9.9 元/股。本轮股权激励业绩考核目标值为 2025~2027 年公司营收分别不低于 56、65、78 亿元，归母净利润分别不低于 2.1、3.2、4.6 亿元。2025 年大额计提公允价值变动损失、严重影响账面利润，全年实现营收、归母净利润 56.3、1.2 亿元，仅营收达成股权激励目标，若剔除公允价值变动损失影响，经调整净利润达成股权激励目标。2026 年公司股权激励目标值不改，彰显公司经营信心。

表3：2017/2021 年股权激励及完成情况

时间	激励对象	拟授出权益数量	考核目标	完成情况
2017 年 3 月	公司董事及高级管理人员、中层管理人员以及核心技术（业务）人员 62 人	限制性股票 1136.00 万股（授予价格 5.52 元/股）	2017 年主营业务收入不低于 8 亿元 2018 年主营业务收入不低于 12 亿元 2019 年主营业务收入不低于 16 亿元	均达标
2021 年 1 月	公司董事及高级管理人员、中层管理人员以及核心技术（业务）人员 219 人	股票期权 600 万股（行权价格 34.45 元/股） 限制性股票 600 万股（授予价格 17.23 元/股）	2021 年营业收入不低于 40 亿元 2022 年营业收入不低于 60 亿元 2023 年营业收入不低于 80 亿元	2021 年达标 2022-2023 年未达标

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表4：2025 年公司新一轮员工激励/股权激励计划草案业绩目标（亿元）

	指标	2024A	2025A	2025 考核目标	2026 考核目标	2027 考核目标
目标值	营业总收入	48.4	56.3	56	65	78
	yoy	-9.0%	16.3%	15.6%	16.1%	20.0%
	净利润	1.1	1.2	2.1	3.2	4.6
	yoy	89.2%	4.3%	84.8%	52.4%	43.8%
	净利率	**2.3%**	**2.1%**	**3.8%**	**4.9%**	**5.9%**
触发值	营业总收入	48.4	56.3	50.4	58.5	70.2
	yoy	-9.0%	16.3%	4.1%	16.1%	20.0%
	净利润	1.1	1.2	1.9	2.9	4.1
	yoy	89.2%	4.3%	66.3%	52.4%	43.8%
	净利率	**2.3%**	**2.1%**	**3.8%**	**4.9%**	**5.9%**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

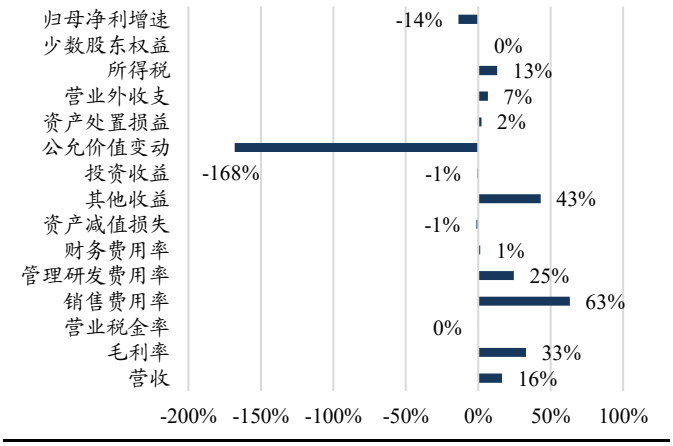
3.2. 计提损失利空消化，管理层平稳过渡

大额计提公允价值变动损失，历史遗留资本运作问题落地。2018 年柴琇主导公司出资 1 亿元认购其家族控制的 PE 基金、并以 10%股权入股基金底层资产吉林芝然，2020 年蒙牛注资后借助中粮体系内金融支持签订信贷合同、形成借贷关系，此后因 PE 基金底层资产面临拍卖风险、基金无法清算分配，导致妙可蓝多投资款及利润无法收回，公司大额计提公允价值变动损失 1.71 亿元，严重影响账面利润表现。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

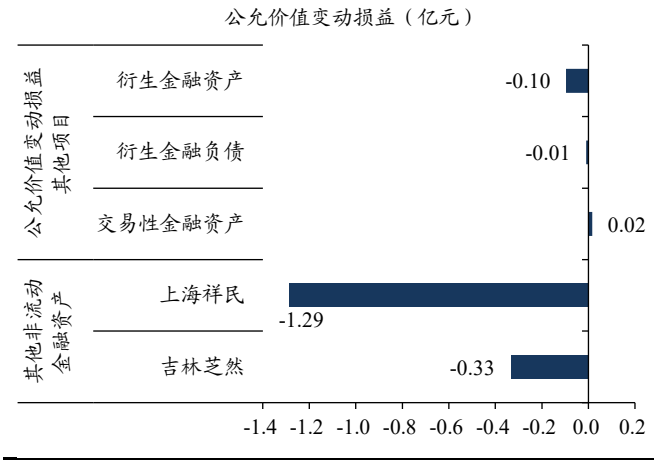
下载日志已记录，仅供内部参考

图42：2025 妙可蓝多归母近利润同比增速贡献拆分



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图43：2025 妙可蓝多公允价值变动损益科目拆分



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2018 年在创始人柴琇主导下，妙可蓝多出资 1 亿元参与认购渤海华美八期的中间级有限合伙份额、出资比例约 6.7%（渤海华美八期即上海祥民股权投资基金前身），同期吉林耀禾为基金另一 LP、出资比例约 63.5%（吉林耀禾由柴琇、崔民东夫妇旗下广泽投资控制），基金底层资产包括长春联鑫、吉林芝然和澳洲芝然（包括澳洲芝然直接和间接控制的各个公司），其中妙可蓝多持有吉林芝然 10%股权。

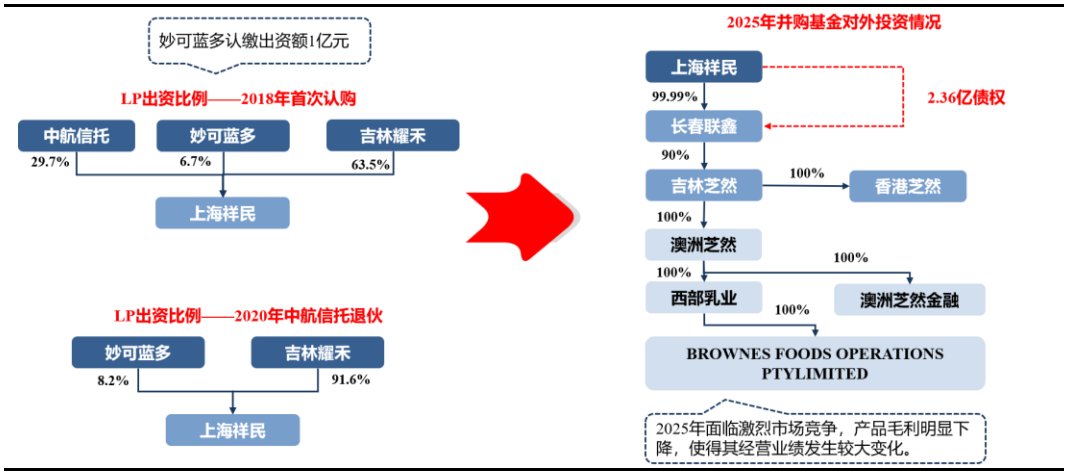
2020 年蒙牛乳业入主妙可蓝多，同年吉林耀禾与中粮信托签署《信托贷款合同》、中粮信托向吉林耀禾累计发放本金不超过 7 亿元的贷款，上海祥民为该笔债务提供担保，此后中粮信托将相关债权转让给内蒙蒙牛直接持有。2024 年信托贷款项下债务到期，但吉林耀禾逾期未偿还信托贷款。2025 年公司获得柴琇出具签署的《关于并购基金相关事项的说明》，表明“由于担保事项导致上市公司面临直接或间接损失的，本人承诺将向上市公司足额补偿，并确保上市公司不至于因担保事项而出现损失。”

2026 年初由于柴琇尚未履行足额补偿的相关承诺、且未提供履行上述足额补偿承诺的明确方案或预期，叠加 2025 年并购基金在澳洲的底层资产面临激烈市场竞争，毛利率明显下滑影响业绩表现，2025 年公司大额计提公允价值变动损失 1.71 亿元，其中对并购基金出资所形成的其他非流动金融资产全额确认公允价值变动损失 1.29 亿元、对吉林芝然 10%股权的投资所形成的其他非流动金融资产确认公允价值变动损失 0.33 亿元。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

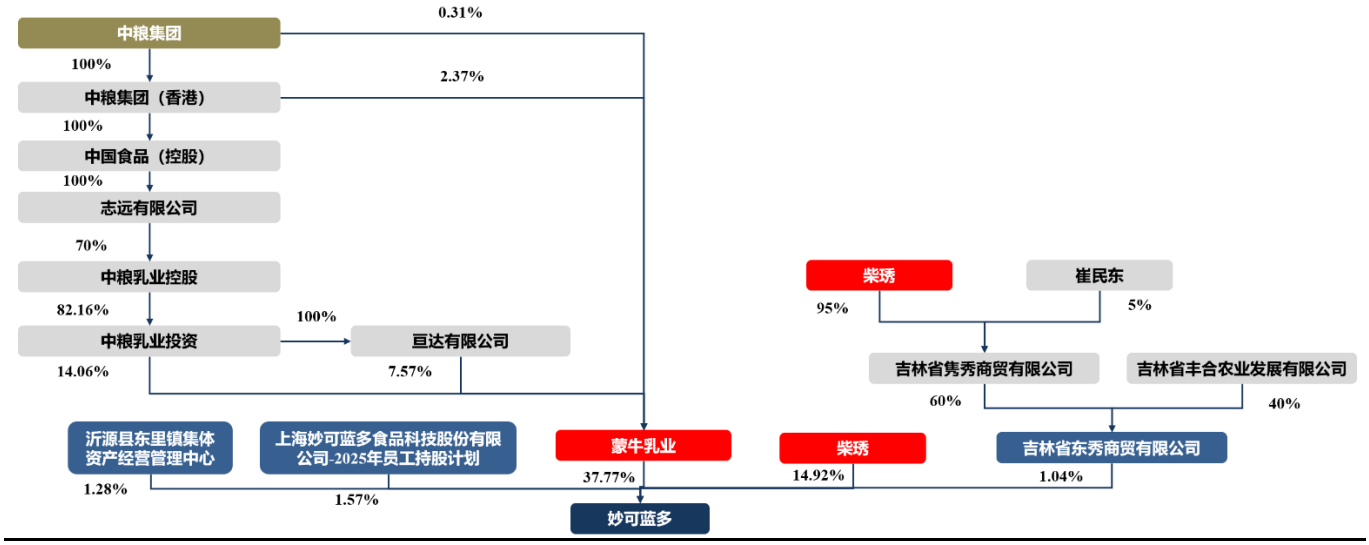
下载日志已记录，仅供内部参考

图44：上海祥民股权投资基金项目梳理



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图45：妙可蓝多股权结构（2025A）



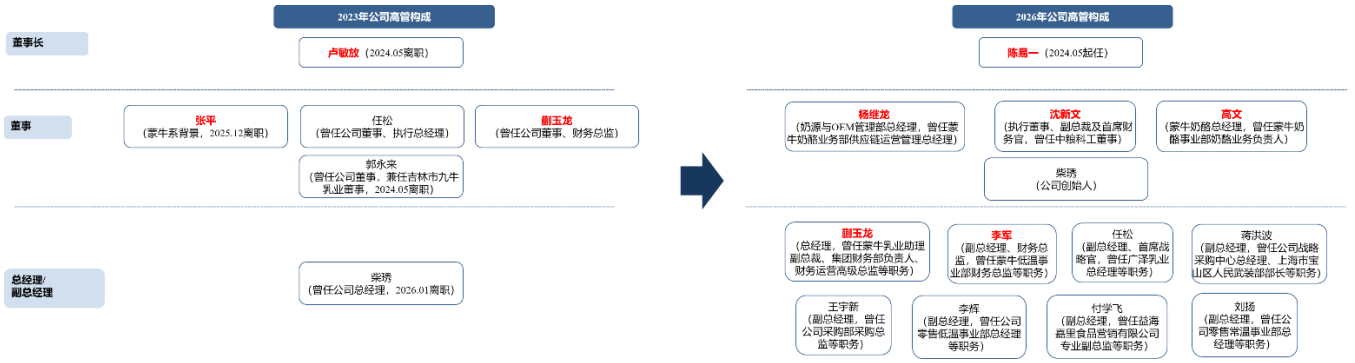
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2026 年蒙牛系全面接手经营管理，管理层平稳过渡。26M1 柴琇被免职离场、蒯玉龙接任总经理，蒯玉龙先生曾任蒙牛乳业助理副总裁、财务部负责人等职务，2021 年起进入妙可蓝多；同时陈易一自 2024 年开始担任公司董事长，陈易一先生曾任蒙牛乳业副总裁、战略管理负责人等职务。核心管理层均为蒙牛系背景，蒙牛系全面接手妙可蓝多并专注主业经营。26M3 总经理蒯玉龙提出“13434”奶酪生态战略，正式确立“十五五”发展新方向：1）锚定“一个目标”——以消费者为中心，未来实现营收超百亿、净利润翻倍；2）聚焦奶酪、乳脂、乳清三大品类；3）构建成长营养、膳食营养、运动营养、功能营养四大营养体系；4）以 B 端业务、C 端业务、并购出海业务为三大增长引擎；5）打造产品创新、品牌引领、渠道变革、数智赋能四大核心能力体系。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图46：妙可蓝多 2023vs2026 年董事、高管调整对比



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

注：标红人名为蒙牛系背景

表5：核心管理团队信息梳理（截至 2026Q1）

姓名	职务	年龄	履历
陈易一	董事长	52	现任公司董事长、中国蒙牛乳业有限公司副总裁、战略管理负责人，中国现代牧业控股有限公司董事会主席、非执行董事，中国圣牧有机奶业有限公司董事会主席、非执行董事以及上海蒙牛生物技术研发有限公司等中国蒙牛乳业有限公司下属公司董事。加入中国蒙牛乳业有限公司前，陈易一先生先后服务于雀巢、国际纸业、利乐西得乐、华润创业等多家知名国际企业及中国香港和内地上市公司，并分别担任全国商务经理、北亚区总监、战略副总裁，总裁及执行董事等高级管理职务。
副玉龙	总经理	50	现任公司董事、总经理，曾任公司行政总经理、财务总监，中国蒙牛乳业有限公司助理副总裁、集团财务部负责人、财务运营高级总监、集团 SAP 项目总经理、常温事业部财务管理中心总经理兼战略管理部负责人等职务。
沈新文	董事	55	现任公司董事、中国蒙牛乳业有限公司执行董事、首席财务官及副总裁。历任中国食品有限公司执行董事及部分下属子公司董事，中粮可口可乐饮料有限公司副总经理兼副首席财务官，中粮科工股份有限公司董事、常务副总经理，中粮国际（北京）有限公司主管，中贸联万客隆商业有限公司高级财务经理，中粮置业投资有限公司财务部总经理，中粮置地有限公司财务部副总经理，中粮置地有限公司北京公司副总经理，西单大悦城有限公司总经理，大悦城控股集团股份有限公司西北区域总经理及西安秦汉唐国际广场管理有限公司总经理。
柴琇	董事	61	现任公司董事，曾任公司副董事长、总经理，广泽投资控股集团有限公司总裁，广泽国际发展有限公司行政总裁等职务。
任松	副总经理、首席战略官	61	现任公司首席战略官、副总经理，吉林芝然乳品科技有限公司董事、吉林省广泽乳品科技有限公司董事长兼总经理、上海芝然乳品科技有限公司监事、长春市联鑫投资咨询有限公司董事、妙可蓝多（天津）食品科技有限公司监事。曾任公司董事、执行总经理，广泽控股副总裁，广泽乳业总经理等。
高文	董事	42	现任公司董事、副总经理，公司子公司内蒙古蒙牛奶酪有限责任公司总经理、爱氏晨曦乳制品进出口有限公司经理，曾任内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司奶酪事业部奶酪业务负责人、奶酪事业部爱氏晨曦零售公司销售管理中心总经理、低温事业部销售管理中心大区负责人、销售管理中心大区行销管理部经理及常温营销中心城市经理。
杨继龙	职工董事	52	现任公司职工董事、公司奶源与 OEM 管理部总经理。曾就职于内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司，历任奶酪业务部总经理、奶酪业务部供应链运营管理总经理。
蒋洪波	副总经理	61	现任公司副总经理，曾任公司战略采购中心总经理、上海市宝山区人民武装部部长、吉林省军区白山军分区副司令员、沈阳军区坦克修理大队大队长、生产计划处处长等职务。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

王宇新	副总经理	47	现任公司副总经理，历任公司采购部采购总监、计划部供应链总监、国际业务部总经理，曾任德国保利卡北京代表处销售经理等。
刘扬	副总经理	46	现任公司副总经理，曾任公司零售常温事业部总经理、上海卫龙美味事业部总经理、达利食品集团有限公司营销总监、统一企业（中国）投资有限公司营销总监等。
李辉	副总经理	45	现任公司副总经理，曾任公司零售低温事业部总经理，历任公司子公司广泽乳业有限公司销管部营销总监、公司零售事业部营销总监、副总经理、低温事业部业务一部总经理，曾任北京绿铭伟业有限公司销售部销售代表职务。
付学飞	副总经理	40	现任公司副总经理，曾任益海嘉里食品营销有限公司专业副总监、新乡良润全谷物食品有限公司联合创始人、金石易服（北京）科技有限公司董事长秘书兼项目总监等职务。
李军	副总经理、财务总监	48	现任公司副总经理、财务总监，曾任内蒙蒙牛低温事业部财务总监。
谢毅	董事会秘书	50	现任公司董事会秘书，曾任李宁有限公司，上海龙宇燃油股份有限公司等公司。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

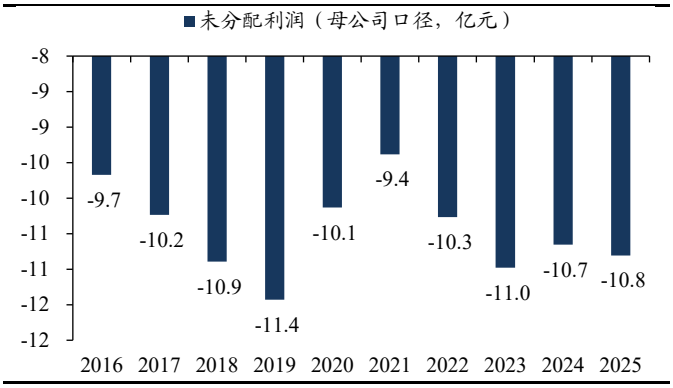
注：蓝底为蒙牛系背景

3.3. 破除分红障碍，有望重回分红轨道

扫清分红障碍，重视股东回报。妙可蓝多自上市以来母公司未分配利润始终为负值，源于历史经营遗留问题：公司前身是上市公司华联矿业，2016 年 6 月华联矿业进行重大资产重组，置出资产为铁矿石业务相关资产，置入资产为吉乳集团持有的广泽乳业 100%股权、吉林乳品 100%股权，并于 2016 年 8 月更名为广泽股份、2019 年 3 月广泽股份更名为妙可蓝多，置出资产相关资产处置损失、历史债务和人员安置费用全部由母公司承担，形成初始未弥补亏损，2016~2025 年公司母公司报表口径未分配利润持续为负值，导致妙可蓝多上市至今并未进行分红/送股等操作。

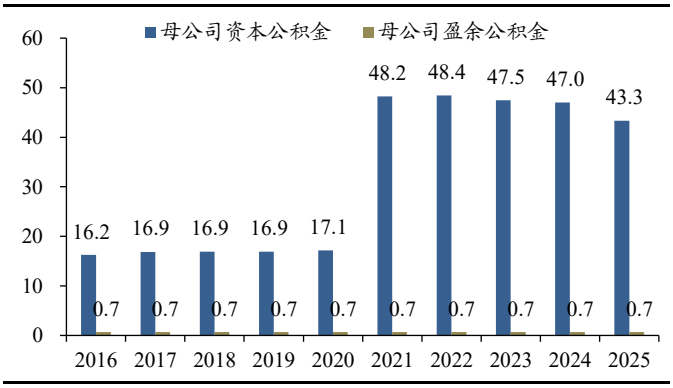
2026M4 公司计划使用母公司盈余公积 0.7 亿元、以及资本公积 10.1 亿元，两项合计 10.8 亿元，以弥补母公司截至 2025 年 12 月 31 日的累计亏损。公积金弥补亏损方案实施完毕后，2025 公司母公司报表口径的盈余公积金将降至 0 元、资本公积金减少至 33.2 亿元，未分配利润则由负值弥补至 0 元。本次填补累积亏损后，未来公司盈利将带来可分配利润为正，扫清经营分红的法律障碍。

图47：2016~2025 年母公司未分配利润始终为负



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图48：2016~2025 年母公司盈余公积金及资本公积金



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

4. 盈利预测与投资评级

妙可蓝多是中国奶酪行业龙头，BC 双轮再现驱动营收高增，规模成长和管理精细助推盈利拐点，2026~2027 股权激励目标达成确定性高，同时公司破除分红障碍，有望重回分红轨道。

收入端，B 端强劲、C 端向好，BC 双轮驱动再现，预计 2026~2028 年整体营收同比增速为 18.9%、17.9%、14.4%。1）奶酪：妙可蓝多通过儿童奶酪棒站稳 C 端优势地位，近年加速突破消费圈层、2C 经营向好，同时与蒙牛合力共建 B 端渠道，深加工价值链优势突出、2B 增长势能强劲，预计 2026~2028 年奶酪营收同比增速为 23.9%、21.5%、16.6%。2）液态奶：业务剥离进程持续推进，逐步将液奶产线向奶酪业务有序转移。3）贸易产品：业务以保障核心原料进口供应为主要目的，推动贸易团队向专业乳品服务转型、并将贸易资源转化为 B 端客户深度合作机会，实现原料、产品、渠道的闭环协同。

业绩端，规模成长和管理精细助推盈利拐点，预计 2026~2028 年归母净利率为 5.2%、6.0%、6.8%。1）毛利端：奶价深度调整，餐饮企业出于降本增效的经营需求，更高毛利水平的国产原制奶酪/奶酪原料逐步替代再制奶酪，带动餐饮工业系列毛利率不断向上提升。2）费控端：行业调整格局变化向好，份额向头部品牌集中，渠道费投更加理智，同时规模效应亦会在 B 端高增、C 端向好的过程中释放。

表6：公司收入拆分及盈利预测（单位：亿元人民币）

亿元人民币	2023(追溯)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**53.2**	**48.4**	**56.3**	**67.0**	**79.0**	**90.4**
YOY	**-**	**-9.0%**	**16.3%**	**18.9%**	**17.9%**	**14.4%**
奶酪	35.1	37.6	46.2	57.2	69.5	81.1
YOY	-	6.9%	22.8%	23.9%	21.5%	16.6%
液态奶	3.9	4.0	3.6	3.2	2.8	2.4
YOY	-	3.8%	-9.1%	-12.1%	-13.3%	-15.3%
贸易产品	8.2	5.3	6.2	6.4	6.6	6.8
YOY	-	-35.0%	17.4%	2.6%	2.9%	3.5%
毛利率	**23.9%**	**28.3%**	**29.0%**	**28.9%**	**29.2%**	**29.8%**
销售费率	**19.1%**	**19.0%**	**17.8%**	**17.4%**	**17.0%**	**17.1%**
管理费率	**3.5%**	**5.5%**	**5.2%**	**4.7%**	**4.2%**	**3.8%**
归母净利润	**0.6**	**1.1**	**1.2**	**3.5**	**4.7**	**6.1**
YOY	**-**	**89.2%**	**4.3%**	**191.4%**	**37.1%**	**29.1%**
归母净利率	**1.1%**	**2.3%**	**2.1%**	**5.2%**	**6.0%**	**6.8%**

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

我们采用可比公司估值法，选取全国型头部乳企伊利股份和蒙牛乳业、区域型头部乳企新乳业和天润乳业、细分赛道龙头中国飞鹤作为可比公司，2026~2028 年可比公司

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

平均 PE 为 14x、12x、10x。妙可蓝多是中国奶酪行业龙头，BC 双轮再现驱动营收高增，规模成长和管理精细助推盈利拐点，2026~2027 股权激励目标达成确定性高，同时公司破除分红障碍，有望重回分红轨道。综合以上考虑，维持“买入”评级。

表7：可比公司估值表（截至 2026/6/22 收盘价）

股票代码	可比公司	总市值	收盘价	PE			归母净利（亿元）				归母净利同比		
		亿元	元	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
600887.SH	伊利股份	1,558	24.63	13	12	11	115.7	122.4	132.6	143.5	5.9%	8.3%	8.3%
2319.HK	蒙牛乳业	536	13.74	11	10	9	15.5	49.4	55.3	60.4	219.8%	11.8%	9.2%
002946.SZ	新乳业	134	15.59	15	13	11	7.3	8.8	10.3	11.8	20.9%	16.5%	14.2%
600419.SH	天润乳业	25	7.85	20	15	12	0.4	1.2	1.7	2.1	193.7%	36.7%	24.6%
6186.HK	中国飞鹤	230	2.52	10	9	8	19.4	23.5	25.2	27.1	20.9%	7.5%	7.6%
	均值			14	12	10							
600882.SH	妙可蓝多	96	18.73	28	20	16	1.2	3.5	4.7	6.1	191.4%	37.1%	29.1%

数据来源：wind、东吴证券研究所

注：1）妙可蓝多盈利预测参考东吴证券预测，其他可比公司盈利预测取 wind 一致预测数据；2）所有货币单位均为人民币；3）港元兑人民币汇率参考 2026 年 6 月 22 日的 0.8644

5. 风险提示

竞争加剧风险。若竞争加大投放力度，公司费用投放策略或有调整，盈利能力将受到影响。

食品安全问题：食品安全或产品质量事件将导致公司品牌受损，销售受到冲击。

原材料价格波动较大：原材料出现市场供给短缺或价格超预期波动，公司盈利能力将承压。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

妙可蓝多三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**3,757**	**4,363**	**5,015**	**5,875**
货币资金及交易性金融资产	2,086	2,463	3,158	3,874
经营性应收款项	329	408	506	581
存货	933	1,082	1,191	1,260
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	409	411	159	160
非流动资产	**4,701**	**4,623**	**4,515**	**4,394**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产及使用权资产	2,090	2,111	2,089	2,020
在建工程	396	319	262	219
无形资产	191	179	166	153
商誉	384	384	384	384
长期待摊费用	242	252	237	242
其他非流动资产	1,398	1,378	1,378	1,378
资产总计	**8,458**	**8,986**	**9,530**	**10,269**
流动负债	**3,078**	**3,064**	**3,079**	**3,012**
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,971	1,878	1,878	1,778
经营性应付款项	584	622	622	627
合同负债	76	80	87	90
其他流动负债	448	484	493	517
非流动负债	818	1,015	1,075	1,275
长期借款	383	483	583	683
应付债券	0	0	0	0
租赁负债	348	448	408	508
其他非流动负债	87	84	84	84
负债合计	**3,897**	**4,079**	**4,154**	**4,288**
归属母公司股东权益	4,562	4,907	5,375	5,982
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	**4,562**	**4,907**	**5,375**	**5,982**
负债和股东权益	**8,458**	**8,986**	**9,530**	**10,269**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**5,633**	**6,700**	**7,900**	**9,037**
营业成本(含金融类)	4,002	4,765	5,597	6,341
税金及附加	32	38	45	51
销售费用	1,000	1,168	1,341	1,543
管理费用	290	314	333	347
研发费用	51	50	55	59
财务费用	57	61	70	58
加:其他收益	67	60	63	63
投资净收益	61	74	87	90
公允价值变动	(171)	20	16	18
减值损失	(6)	1	2	3
资产处置收益	2	1	1	1
营业利润	**154**	**458**	**629**	**813**
营业外净收支	5	2	2	2
利润总额	**159**	**460**	**631**	**815**
减:所得税	40	115	158	204
净利润	**118**	**345**	**473**	**611**
减:少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**118**	**345**	**473**	**611**
每股收益-最新股本摊薄(元)	0.23	0.68	0.93	1.20
EBIT	319	522	701	873
EBITDA	593	805	1,009	1,203
毛利率(%)	28.95	28.87	29.15	29.83
归母净利率(%)	2.10	5.15	5.99	6.77
收入增长率(%)	16.29	18.94	17.91	14.39
归母净利润增长率(%)	4.29	191.36	37.13	29.14

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	459	446	538	776
投资活动现金流	(1,267)	(339)	122	(137)
筹资活动现金流	314	50	5	43
现金净增加额	(503)	157	660	677
折旧和摊销	274	283	308	330
资本开支	(361)	(192)	(192)	(182)
营运资本变动	(137)	(148)	(190)	(109)

重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股净资产(元)	8.94	9.62	10.54	11.73
最新发行在外股份（百万股）	510	510	510	510
ROIC(%)	3.37	5.22	6.59	7.61
ROE-摊薄(%)	2.60	7.04	8.81	10.22
资产负债率(%)	46.07	45.40	43.59	41.75
P/E（现价&最新股本摊薄）	80.62	27.67	20.18	15.62
P/B（现价）	2.09	1.95	1.78	1.60

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，预测均为东吴证券研究所预测。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn