下载日志已记录，仅供内部参考

华泰证券 HUATAI SECURITIES

BC 双轮驱动下奶酪龙头再出发

华泰研究 深度研究

2026 年 9 月 11 日 | 中国内地 食品

妙可蓝多是国内奶酪行业龙头，蒙牛成为控股股东后治理体系全面重塑，历史包袱集中出清，维持“增持”，给予其 26 年 32x PE，目标价 22.72 元。收入端，公司依靠 BC 双轮驱动、已完成增长引擎的迭代，叠加乳清蛋白副产物高值化的长期价值，后续具备较好发展空间；利润端，公司可以借助蒙牛、推进原辅料国产替代/原制奶酪项目落地/全链路协同降本增效，长期若乳清高值化与功能性蛋白放量，叠加全品类解决方案能力提升，公司净利率具备提升空间。26H1 公司盈利质量已有显著改善（26H1 净利率为 4.6%，25 年为 2.1%），我们判断公司正步入盈利修复的新周期。

治理：蒙牛系职业经理人全面接管后，公司治理风险已基本出清

我们判断，蒙牛系职业经理人全面接管后，公司经营底层逻辑从高杠杆规模扩张转向循序渐进的盈利释放。具体利好体现在：**1）全产业链协同：**公司可以借助蒙牛的全球供应链资源推进原辅料国产替代与原制奶酪项目落地，通过采购、研发、制造全链路协同降本增效；**2）战略端：**管理层确立长期主义导向，摒弃低端化竞争，构建覆盖多元市场的产品矩阵；**3）财务结构：**蒙牛定增注资使公司的资产负债率下降。我们认为，公司的治理改善并非短期事件，而是可支撑公司长期盈利质量提升的结构性变化。

收入：BC 双轮驱动筑牢增长基本盘，乳清蛋白打开长期成长边界

1）C 端：行业层面，此前的激烈竞争已告一段落。公司层面，产品端从儿童零食单一品类向成人休闲、家庭餐桌等全场景延伸，新品持续贡献增量；渠道端深度绑定零食量贩/会员店/即时零售等新兴业态，摆脱对单一品类与渠道的依赖，增长韧性增强。**2）B 端：**餐饮工业奶酪进入国产替代加速期，存量替代空间可观；伴随产能集中落地&技术进步等条件、后续国产品牌的份额有望加速提升，且 B 端大客户切换成本较高，公司 B 端收入增速或更稳健。**3）品类延伸：**依托原制奶酪副产物深加工高值化变现，公司长期或可切入功能营养大赛道，当前尚未被市场充分定价。

盈利：镜鉴恒天然大中华区 B 端净利率，公司中长期盈利有望抬升

恒天然大中华区餐饮服务业务 21-25 财年净利率均值 10.7%，盈利能力显著领先。对比而言，恒天然大中华区 B 端毛利率预计较高，核心差异在于乳清副产物的综合利用能力；产品结构上，区别于恒天然的多层级产品矩阵，妙可蓝多的 B 端业务仍以奶酪单品为主，溢价能力存在差距。我们判断妙可蓝多的净利率中期有望向 7%-8%抬升，驱动力来自 C 端费用率下行与原制奶酪及乳清基础利用带来的成本优化；长期若乳清高值化与功能性蛋白放量，叠加全品类解决方案能力提升，公司净利率具备向 8%-10%突破的可能。

区别于市场的观点

当前市场对公司治理瑕疵/需求修复节奏/成本红利的持续性等仍存在担忧，并未充分认知到公司基本面已发生底层变化。伴随后续公司业绩持续验证收入增长与盈利修复逻辑，认知差的收敛将成为公司估值上行的核心驱动力。

盈利预测与估值

我们看好公司 BC 双轮驱动战略持续落地，奶酪行业龙头地位稳固，乳品深加工的国产替代进程持续推进。我们预计公司 26-28 年 EPS 0.71/0.90/1.09 元，参考 26 年可比公司 PE 均值 16x（Wind 一致预期），公司 26-28 年净利 CAGR（67%）高于可比公司均值（10%），给予公司 26 年 32xPE，目标价 22.72 元（前值 21.60 元，对应 26 年 30xPE），维持“增持”评级。

风险提示：原奶价格波动超预期风险、食品安全问题、行业竞争加剧。

投资评级(维持)：	增持
目标价(人民币)：	22.72

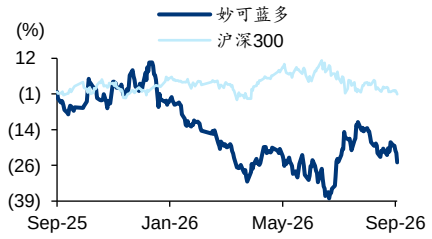
王可欣 研究员
SAC No. S0570524020001 wangkexin019215@htsc.com
SFC No. BVO215 +(86) 21 2897 2228

胡东* 研究员
SAC No. S0570526070004 hudong024041@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价 (人民币 截至 9 月 11 日)	19.31
市值 (人民币百万)	9,818
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	179.40
52 周价格范围 (人民币)	15.99-28.53

股价走势图



资料来源：Wind

经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万)	5,633	6,915	8,040	9,026
+/-%	16.29	22.76	16.26	12.26
归属母公司净利润 (百万)	118.49	361.54	458.43	556.67
+/-%	4.29	205.11	26.80	21.43
EPS (最新摊薄)	0.23	0.71	0.90	1.09
ROE (%)	2.60	7.34	8.92	10.33
PE (倍)	82.86	27.16	21.42	17.64
PB (倍)	2.15	1.99	1.91	1.82
EV EBITDA (倍)	21.23	12.70	10.20	8.52
股息率 (%)	0.00	2.47	3.13	3.80

资料来源：公司公告、华泰研究预测

下载日志已记录，仅供内部参考

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	3,631	3,757	4,040	4,457	4,641
现金	1,105	599.20	735.59	855.21	960.08
应收账款	129.05	218.32	208.12	287.67	268.92
其他应收账款	24.55	25.76	36.01	35.80	44.81
预付账款	202.80	110.87	274.21	173.49	329.10
存货	573.67	932.85	916.00	1,235	1,168
其他流动资产	1,596	1,870	1,870	1,870	1,870
非流动资产	4,090	4,701	4,974	5,152	5,240
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	1,852	1,776	2,194	2,478	2,658
无形资产	201.86	191.39	193.26	197.72	195.20
其他非流动资产	2,037	2,734	2,587	2,476	2,387
资产总计	7,721	8,458	9,014	9,608	9,880
流动负债	2,147	3,078	3,326	3,770	3,868
短期借款	1,235	1,896	1,986	2,127	2,166
应付账款	341.52	516.47	536.48	688.35	679.89
其他流动负债	570.62	666.29	804.02	953.99	1,023
非流动负债	1,165	818.24	764.05	699.38	623.21
长期借款	683.43	382.99	328.79	264.13	187.96
其他非流动负债	481.15	435.25	435.25	435.25	435.25
负债合计	3,312	3,897	4,090	4,469	4,491
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	512.05	510.05	508.45	508.45	508.45
资本公积	4,821	4,447	4,447	4,447	4,447
留存公积	(434.86)	(316.37)	(197.06)	(45.78)	137.92
归属母公司股东权益	4,409	4,562	4,923	5,139	5,389
负债和股东权益	7,721	8,458	9,014	9,608	9,880

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金	530.73	459.31	606.97	775.68	894.48
净利润	113.62	118.49	361.54	458.43	556.67
折旧摊销	253.40	273.91	241.06	299.27	344.13
财务费用	50.20	56.89	80.46	85.01	88.26
投资损失	(53.53)	(61.18)	(61.18)	(48.83)	(48.83)
营运资金变动	132.39	(171.49)	4.31	0.18	(21.57)
其他经营现金	34.64	242.68	(19.23)	(18.38)	(24.18)
投资活动现金	(2,009)	(1,267)	(433.19)	(409.83)	(359.08)
资本支出	(382.46)	(360.67)	(478.30)	(438.08)	(390.17)
长期投资	(1,715)	(944.13)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	89.15	37.54	45.11	28.25	31.09
筹资活动现金	194.73	313.70	(37.39)	(246.23)	(430.53)
短期借款	240.29	660.62	90.37	141.29	38.45
长期借款	260.23	(300.44)	(54.19)	(64.66)	(76.17)
普通股增加	0.00	(2.00)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	111.91	(373.31)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(417.70)	328.84	(73.56)	(322.86)	(392.80)
现金净增加额	(1,294)	(502.62)	136.39	119.62	104.87

利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	4,844	5,633	6,915	8,040	9,026
营业成本	3,473	4,002	4,911	5,713	6,382
营业税金及附加	27.21	31.94	35.06	40.76	45.76
营业费用	921.97	1,000	1,283	1,444	1,594
管理费用	268.78	290.16	231.73	245.29	266.34
财务费用	50.20	56.89	80.46	85.01	88.26
资产减值损失	(2.43)	(1.25)	(1.54)	(1.79)	(2.01)
公允价值变动收益	17.08	(171.16)	17.08	17.08	17.08
投资净收益	53.53	61.18	61.18	48.83	48.83
营业利润	163.53	154.31	478.43	594.30	729.33
营业外收入	11.27	5.98	7.61	21.22	17.87
营业外支出	13.81	1.48	1.48	1.10	1.10
利润总额	160.99	158.81	484.56	614.42	746.10
所得税	47.37	40.32	123.02	155.99	189.42
净利润	113.62	118.49	361.54	458.43	556.67
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	113.62	118.49	361.54	458.43	556.67
EBITDA	452.94	478.83	792.83	983.30	1,161
EPS (人民币，基本)	0.23	0.24	0.71	0.90	1.09

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	19.63	16.29	22.76	16.26	12.26
营业利润	94.43	(5.64)	210.05	24.22	22.72
归属母公司净利润	79.10	4.29	205.11	26.80	21.43
获利能力 (%)					
毛利率	28.29	28.95	28.98	28.94	29.29
净利率	2.35	2.10	5.23	5.70	6.17
ROE	2.58	2.60	7.34	8.92	10.33
ROIC	2.28	2.26	5.72	6.76	7.81
偿债能力					
资产负债率 (%)	42.89	46.07	45.38	46.51	45.46
净负债比率 (%)	23.15	40.21	35.36	33.12	28.99
流动比率	1.69	1.22	1.21	1.18	1.20
速动比率	1.27	0.76	0.74	0.71	0.71
营运能力					
总资产周转率	0.67	0.70	0.79	0.86	0.93
应收账款周转率	40.95	32.43	32.43	32.43	32.43
应付账款周转率	11.75	9.33	9.33	9.33	9.33
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.23	0.71	0.90	1.09
每股经营现金流(最新摊薄)	1.04	0.90	1.19	1.53	1.76
每股净资产(最新摊薄)	8.67	8.97	9.68	10.11	10.60
估值比率					
PE (倍)	86.41	82.86	27.16	21.42	17.64
PB (倍)	2.23	2.15	1.99	1.91	1.82
EV EBITDA (倍)	20.69	21.23	12.70	10.20	8.52

资料来源：公司公告、华泰研究预测

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

不同于市场的观点 **5**

妙可蓝多：国内奶酪产品龙头企业 **6**

核心关注点一：蒙牛全面接管后将给公司带来什么变化？ **8**

核心关注点二：公司收入成长的持续性如何？ **10**

C 端：渠道改革+场景扩容驱动高质量修复 10

B 端：上游国产替代+下游需求韧性是其核心驱动力 12

替代动力：国产性价比+供应链稳定性驱动替代进程 12

替代空间：存量场景替代+增量场景扩容，国产品类的增长空间充足 13

替代节奏：产能为供给底座，产品品质与客户认证共同决定增长斜率 13

潜在竞争：海外巨头降价动力不足，产能释放温和，国产替代窗口清晰 14

奶酪深加工：乳清蛋白有望实现副产物高值化变现 15

国际对标：从日韩奶酪发展历史看中国长期渗透率空间 17

核心关注点三：公司中期的利润率天花板应该如何展望？ **20**

盈利预测与估值 **23**

风险提示 24

图表目录

图表 1： 妙可蓝多收入和利润及增速情况 6

图表 2： 妙可蓝多营业收入拆分（亿元） 6

图表 3： 妙可蓝多收入按渠道拆分情况 6

图表 4： 妙可蓝多毛利率按渠道拆分情况 6

图表 5： 妙可蓝多库存及库存周转率情况 7

图表 6： 妙可蓝多终端网点数量 7

图表 7： 妙可蓝多股价复盘 7

图表 8： 妙可蓝多商誉情况 8

图表 9： 妙可蓝多其他非流动金融资产 8

图表 10： 妙可蓝多股权结构情况（截至 26 年 6 月 30 日） 9

图表 11： 妙可蓝多的产品矩阵图 10

图表 12： 中国 C 端奶酪市场格局（销量口径） 10

图表 13： 25 年中国 C 端奶酪市场竞争格局（终端销售额口径） 10

图表 14： 中国奶酪市场销量情况（欧睿口径） 11

图表 15： 妙可蓝多 C 端业务营销路径复盘 11

图表 16： 进口奶酪与国产奶酪终端价格对比 12

图表 17： 妙可蓝多 B 端客户情况 12

图表 18： 中国 B 端奶酪销量情况 13

图表 19： 25A-28E 中国 B 端奶酪市场销量情况 14

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 20： 恒天然资本开支拆分 15
图表 21： 25 年恒天然增长型资本开支流向 15
图表 22： 中国乳清蛋白进口价格 16
图表 23： 中国三大乳蛋白品类市场规模（千吨） 16
图表 24： 乳制品产业价值升级路线 16
图表 25： 日本国内奶酪消费量复盘 17
图表 26： 韩国国内奶酪消费量复盘 18
图表 27： 中日奶酪渗透率对比（奶酪消费量占乳制品总消费量比重） 18
图表 28： 2025 年奶酪 B 端消费占比 18
图表 29： 25 年世界主要地区的进口奶酪占比情况和国内奶酪消费情况 19
图表 30： 恒天然基本经营情况梳理 20
图表 31： 恒天然与妙可蓝多的毛利率对比 20
图表 32： 恒天然与妙可蓝多的净利率对比 20
图表 33： 妙可蓝多与恒天然的盈利指标对比 21
图表 34： 恒天然大中华区的收入&盈利情况 21
图表 35： 妙可蓝多收入预测（单位：百万元） 23
图表 36： 妙可蓝多毛利率及费用率预测明细（单位：百万元） 24
图表 37： 可比公司估值表 24

下载日志已记录，仅供内部参考

不同于市场的观点

我们认为，当前市场并未充分定价治理出清后的基本面反转、增长引擎的系统性切换、公司净利率的中期天花板较高，核心认知差集中在三个维度：

治理端：蒙牛系职业经理人全面接管后，我们认为公司治理风险已基本出清。我们判断，蒙牛系职业经理人全面接管后，已通过一次性减值计提，使得此前体外资本运作带来的风险敞口明显减少；更重要的是，公司经营的底层逻辑已从高杠杆规模扩张转向循序渐进的盈利释放。具体利好体现在：1）全产业链协同：公司可以借助蒙牛的全球供应链资源推进原辅料国产替代与原制奶酪项目落地，通过采购、研发、制造全链路协同降本增效；2）战略端：管理层确立长期主义导向，摒弃低端化竞争，构建覆盖多元市场的产品矩阵，公司产品从儿童零食向全人群、全场景、全功能拓展；3）财务结构：蒙牛定增注资使公司的资产负债率下降。我们认为治理改善并非短期事件，而是可支撑公司长期盈利质量提升的结构性变化。

收入端：市场担忧奶酪零食的可选属性拖累公司收入增长，我们认为 BC 双轮驱动下公司增长具备韧性。市场仍因为儿童奶酪棒单品销售额见顶的旧逻辑，认为消费力偏弱的背景下奶酪品类的需求修复乏力，因而公司的收入增长持续性不足。我们认为公司的增长引擎已完成系统性迭代，不再依赖单一品类的行业 beta：C 端通过零食量贩等新兴渠道实现增长、并将需求场景延伸至成人及家庭餐桌场景，逐步摆脱对儿童零食品类的单一依赖；B 端依托乳制品深加工的国产替代空间，伴随产能集中落地&技术进步等条件、后续国产品牌的份额有望加速提升，且 B 端大客户切换成本较高，对应公司 B 端收入增速或更加稳健。

利润端：市场对公司中长期利润率中枢的抬升空间存疑，我们认为随乳清高值化业务放量、全品类解决方案能力成熟，公司中长期盈利抬升路径清晰。恒天然为全球最大乳制品出口商之一，大中华区各业务条线盈利分化明显，其中餐饮服务业务 21-25 财年毛利率均值 20.7%、净利率均值 10.7%，盈利能力显著领先，反映其在 B 端渠道的品牌溢价与定制化服务能力。对比而言，恒天然大中华区餐饮服务业务的毛利率预计高于妙可蓝多 B 端奶酪业务，核心差异在于乳清副产物的综合利用能力；产品结构上，恒天然已形成“基础原料+功能原料+解决方案”的多层级矩阵，妙可蓝多的 B 端业务仍以奶酪单品为主，溢价能力存在差距。恒天然的发展历程呈现清晰的升级路径——从大宗原料出口转向定制化营养解决方案，餐饮服务的盈利能力显著高于原料业务即为印证。据此，我们判断妙可蓝多的净利率中期有望向 7%-8%抬升，驱动力来自 C 端费用率下行与原制奶酪及乳清基础利用带来的成本优化；长期若乳清高值化与功能性蛋白放量，叠加全品类解决方案能力提升，公司净利率具备向 8%-10%突破的可能，这也是公司“双位数净利率”战略目标的核心兑现前提。

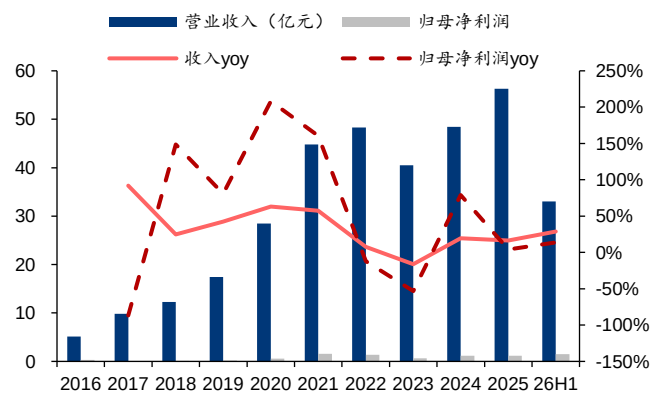
整体而言，市场或仍停留在对公司历史问题与增长动能的线性担忧中，并未充分认知到公司基本面已发生底层变化。伴随后续公司业绩持续验证收入增长与盈利修复逻辑，认知差的收敛将成为公司估值上行的核心驱动力。

下载日志已记录，仅供内部参考

妙可蓝多：国内奶酪产品龙头企业

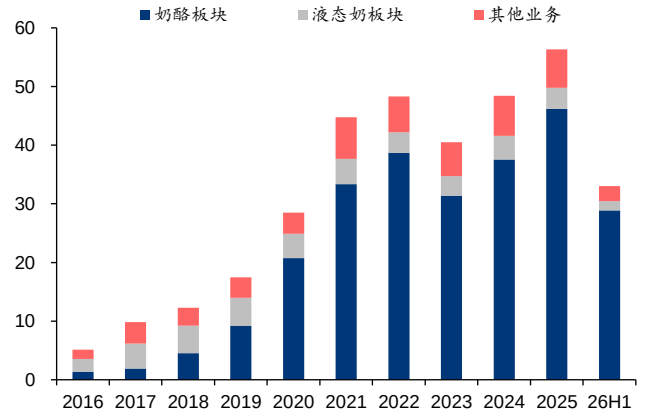
妙可蓝多是国内首家以奶酪为核心业务的 A 股上市公司，也是当前中国的奶酪第一股，未来随自有产能释放，有望逐步成长为乳品深加工龙头。公司前身为广泽乳业，2007 年切入奶酪赛道，2015 年全面确立“聚焦奶酪”的战略。2018 年推出奶酪棒大单品成功破圈，2021 年蒙牛成为公司控股股东，2024 年完成对蒙牛奶酪业务 100%股权的收购，实现全链条整合。业务上看，公司构建了即食营养（如奶酪棒等）、家庭餐桌（如马苏里拉奶酪等）、餐饮工业三大奶酪产品系列，辅以液态奶和奶粉等乳制品业务，26H1 公司奶酪/液态奶/其他业务的收入占比分别为 87.4%/4.8%/7.8%。截至 2025 年，公司在中国包装奶酪品牌销售额中的市占率超过 38%，稳居行业第一。

图表1：妙可蓝多收入和利润及增速情况



资料来源：公司公告，华泰研究

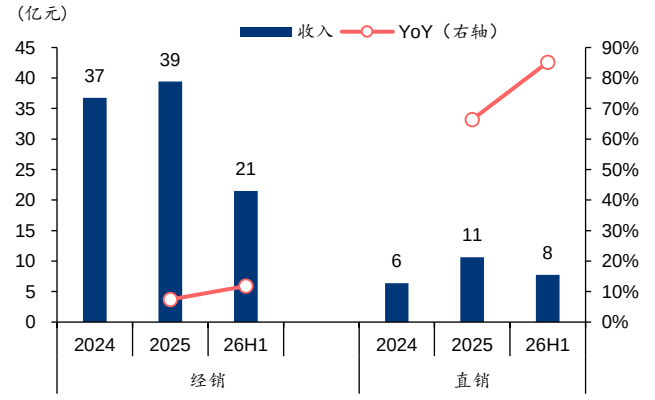
图表2：妙可蓝多营业收入拆分（亿元）



资料来源：公司公告，华泰研究

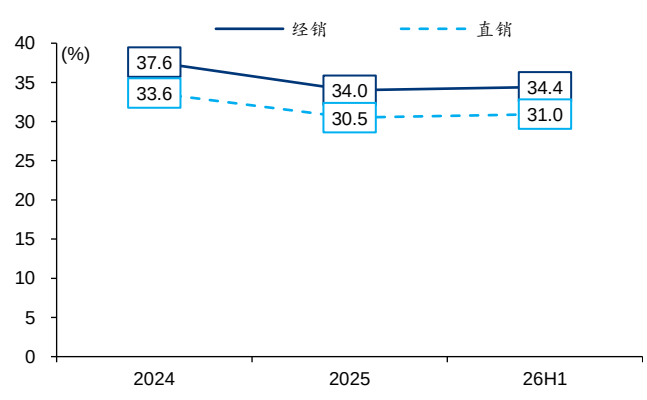
渠道端看，当前公司的增长逻辑从早期的 C 端经销网点扩张转向直营放量+C 端存量提质，终端铺货率稳步深化。公司 24 年以来的营收增长核心驱动并非新增网点铺货，而是存量网点的单店产出提升（店效倍增战略下品类的铺货深度提升）与 B 端业务的放量增长。奶酪棒核心大单品的终端铺货率已维持高位，家庭餐桌、成人休闲等新品类的终端渗透持续推进，单店 SKU 数量与动销品种稳步增加，铺货质量持续优化。此外，经销渠道（以 C 端零售为主）的收入占比从 24 年的 76%下降至 26H1 的 65%，对应 B 端直营大客户的渠道占比持续提升。而 B 端餐饮工业大客户（如麦当劳、百胜连锁、头部烘焙品牌等）普遍采用“以销定产”的订单模式，按需采购、账期规范。

图表3：妙可蓝多收入按渠道拆分情况



资料来源：公司公告，华泰研究

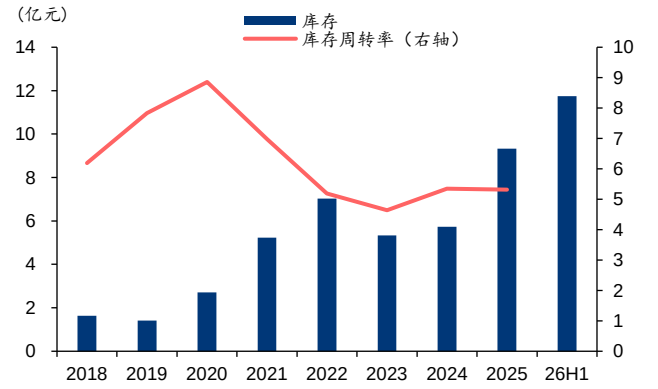
图表4：妙可蓝多毛利率按渠道拆分情况



资料来源：公司公告，华泰研究

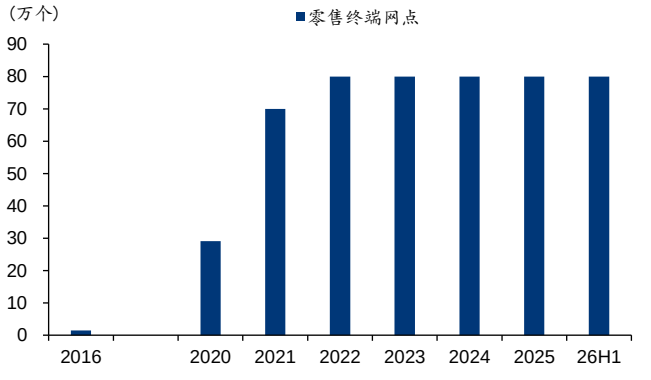
下载日志已记录，仅供内部参考

图表5：妙可蓝多库存及库存周转率情况



资料来源：公司公告，华泰研究

图表6：妙可蓝多终端网点数量



资料来源：公司公告，华泰研究

我们认为，当前市场对公司基本面修复的持续性仍存三方面核心疑虑：

1）治理改善与集团协同的兑现进度有待验证。市场对公司过往对外投资相关的资产减值计提是否充分仍持观望态度；同时蒙牛全面接管后，治理体系的融合效率、集团集采与渠道资源的协同落地节奏，仍需后续经营数据逐步验证。

2）对收入增长的可持续性存在分歧。C 端业务中，市场担忧 25Q4 以来的公司收入同比增速修复更多依赖零食量贩等新兴渠道的短期铺货，全场景产品的真实动销与长期增长潜力仍待观察；B 端业务中，市场的核心疑虑集中于乳品深加工业务国产替代的进度，认为头部餐饮客户认证门槛较高、周期较长，产能释放与订单落地可能存在错配，收入增长斜率或低于预期。

3）对中长期利润率中枢的抬升空间存疑。市场对乳清副产物高值化、B 端解决方案溢价等中长期利润率中枢的抬升逻辑、落地节奏与贡献幅度持谨慎态度，对公司中长期双位数净利率的战略目标存在分歧。

图表7：妙可蓝多股价复盘



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

核心关注点一：蒙牛全面接管后将给公司带来什么变化？

妙可蓝多的管理层更迭是一部典型的产业资本收编创业公司的历史。

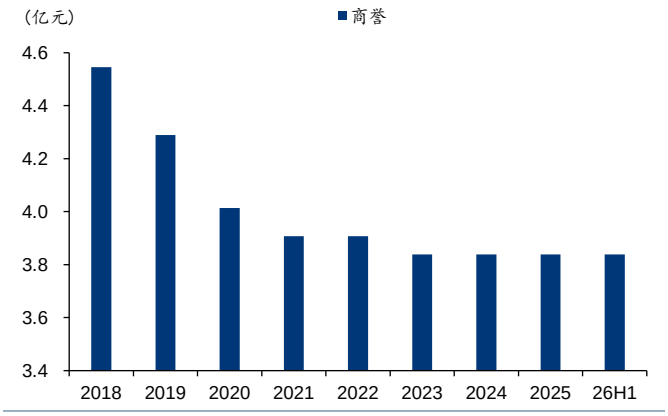
柴琇时代（2001-2020 年）：敏锐嗅觉与高杠杆狂奔。这一时期公司带有较强的家族企业色彩，创始人柴琇具有深厚的地产商背景，经营风格带有高杠杆基因，凭借敏锐的商业嗅觉，果断带领传统区域乳企大举投入奶酪赛道，通过广泛的广告营销，成功将妙可蓝多打造成中国奶酪第一品牌。不过，为了支撑快速扩张及填补家族其他产业的资金缺口，公司资金链长期紧绷。

蒙牛入局与博弈期（2020-2025 年）：资本收编与机制重塑。蒙牛入局后，通过先入股核心子公司、再定增拿到控股权、最后派驻 CFO 的三步走战略，逐步获取实际控制权。期间公司核心人物为柴琇（总经理）和蒯玉龙（2021 年出任公司 CFO），蒯玉龙作为长期负责蒙牛常温事业部财务的老将，开始用央企级别的合规标准审计妙可蓝多的账目。2024 年 11 月公司完成董事会换届，蒙牛乳业副总裁陈易一出任董事长，蒙牛系 CFO 张平、奶酪业务负责人高文等全面进入公司董事会，蒙牛与妙可蓝多在治理结构上实现深度绑定。

蒙牛系全面主导时代（2026 年 1 月至今）：铁血出清与稳健重构。26 年 1 月 26 日公司公告，柴琇从公司离职，目前公司核心人物为陈易一（董事长，负责战略统筹）、蒯玉龙（总经理兼法定代表人，负责全面经营），为典型的职业经理人团队。2026 年 3 月新管理层提出“13434”奶酪生态战略，即锚定营收超百亿、净利润翻倍这 1 个核心目标，聚焦奶酪、乳脂、乳清 3 大品类，构建儿童青少年、家庭餐桌、健身人群、中老年及特殊群体这 4 大目标消费人群体系，以 B 端、C 端、并购出海为 3 大增长引擎，打造产品创新、品牌引领、渠道变革、数智赋能这 4 大底层支撑能力。

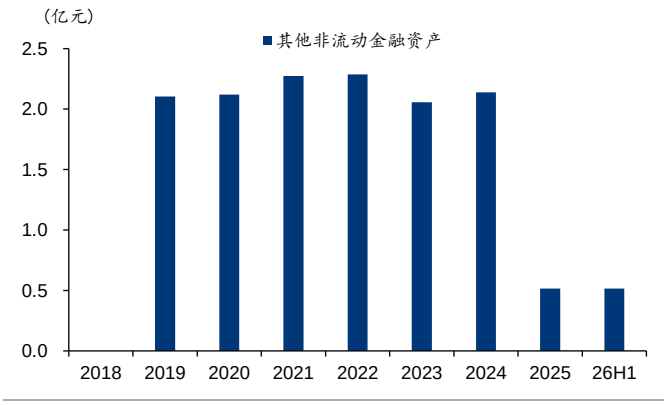
展望来看，我们认为公司对外投资形成的风险已在 2025 年集中释放。历史遗留的并购基金投资是市场关注的核心风险点，该笔投资为 2018 年公司出资 1 亿元认购的渤海华美八期（后更名上海祥民）并购基金份额，在报表中计入其他非流动金融资产科目，按公允价值计量。受底层资产担保违约影响，该笔投资的本金及收益已实质无法收回，风险已于 25Q4 集中释放，其他非流动金融资产账面价值从 25Q3 末的 2.1 亿元下降至年末的 5,160.8 万元，全年确认公允价值变动损失 1.6 亿元。

图表8：妙可蓝多商誉情况



注：公司商誉主要由 2016 年收购广泽乳业形成（原值 4.55 亿元）。19-23 年公司分步计提商誉减值准备，此后连续三年零新增，商誉账面价值稳定于 3.84 亿元；
资料来源：公司公告，华泰研究

图表9：妙可蓝多其他非流动金融资产



注：公司 2018 年出资 1 亿元参股并购基金，相关投资记于“其他非流动金融资产”，2024 年末账面价值 2.1 亿元。因并购基金及其下属主体对外担保的债务人逾期违约，公司 2025 年四季度对其确认公允价值变动，该科目账面价值由 2.1 亿元骤降至 0.5 亿元。对外投资遗留风险已于 2025 年集中释放。
资料来源：公司公告，华泰研究

蒙牛对妙可蓝多的战略赋能，是构建起现代牧业（上游奶源）+ 蒙牛乳业（渠道/品牌/全球集采）+ 妙可蓝多（奶酪深加工核心）的产业价值链生态，将公司从单一奶酪生产企业，升级为集团体系内以奶酪为核心的全产品链深加工平台。

下载日志已记录，仅供内部参考

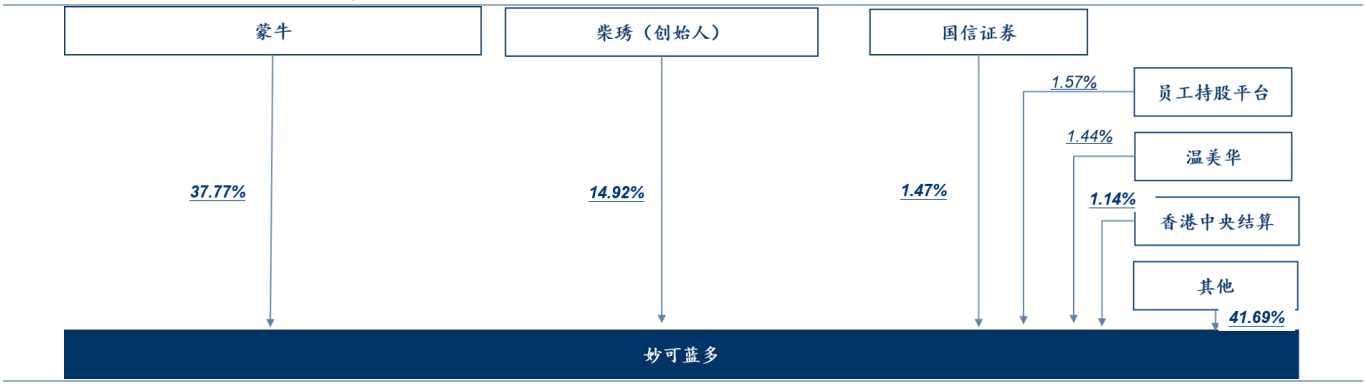
1）成本端：妙可蓝多进入集团联采体系后，蒙牛的全球集采与自有奶源显著压降了公司的原料成本。其中，现代牧业作为集团规模化奶源平台，为公司提供稳定、均质的生鲜乳供给，支撑原制奶酪的国产替代进程。马苏里拉等核心品类已启动国产原奶替代、充分利用蒙牛的奶源优势，并向奶酪棒等品类延伸；当前国产原制奶酪的成本已相对进口干酪形成性价比优势，伴随原材料端的国产替代比例提升，成本剪刀差将逐步转化为公司的利润弹性。

2）收入端：蒙牛将旗下奶酪业务（含爱氏晨曦）100%注入妙可蓝多，补齐其黄油、稀奶油等业务的短板，形成“两油一酪”的产品矩阵。借助蒙牛在专业餐饮渠道的积累，公司已切入百胜中国等头部西式快餐的供应链，并与多家头部餐饮品牌建立合作，B 端业务成为公司重要的收入第二增长引擎。

3）产能与技术：蒙牛的赋能缓解了公司的产能瓶颈与品控波动，前期定增资金支持的上海、长春、吉林三大基地陆续投产，为公司 B 端业务的扩张提供了产能支撑；双方联合攻关提升国产奶酪的得率，蒙牛系高管入驻并引入数智化管理系统，有助于提升全链路运营效率。

4）营销端：25 年 6 月公司拟使用控股股东蒙牛乳业的市场营销、品牌推广资源及相关咨询服务，并就此与蒙牛签署《IP 权益使用服务合同》，进而更全面地接入蒙牛的品牌 IP 资源。

图表10：妙可蓝多股权结构情况（截至 26 年 6 月 30 日）



资料来源：公司公告，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

核心关注点二：公司收入成长的持续性如何？

市场对公司收入增长的持续性尚未形成一致预期，本质是沿用“儿童奶酪棒单一品类见顶”的旧框架线性外推。**我们认为，当前公司收入端已形成 C 端多渠道&多场景布局、B 端国产替代放量的双轮驱动体系，公司的收入增长不再依赖单一品类的行业 beta，而是由份额集中、渠道扩容、产业替代等多重因素共同驱动，未来 2-3 年公司维持双位数营收增长具备坚实的产业基础。**

C 端：渠道改革+场景扩容驱动高质量修复

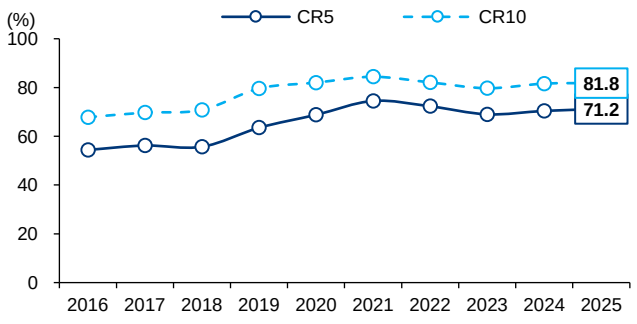
23-25 年公司 C 端奶酪业务的营收 CAGR 为-6%，核心是奶酪棒单品销售额增速换挡、价格战洗牌带来的阶段性调整，26H1 公司 C 端业务重回 20%以上的收入增长，验证了 C 端奶酪零食收入增长的韧性。展望看，我们认为公司未来 C 端的收入增长来自两大核心抓手：**1）新兴渠道放量，部分对冲传统渠道的下滑。**近年来，传统商超、流通渠道受客流分流影响增长乏力，但零食量贩、会员店、即时零售等新兴渠道处于扩张期。公司深度绑定零食量贩等新渠道（25 年公司零食量贩渠道占 C 端奶酪业务收入的比重~14%，抖音渠道占比~4%，会员店渠道占比~1%），充分覆盖传统渠道的收入增长缺口，成为 C 端收入增长的核心托底。**2）消费场景扩容，打破单一人群天花板。**公司的产品矩阵从儿童零食向成人休闲、家庭餐桌等全场景延伸，奶酪小三角、奶酪片、黄油等新品持续放量，覆盖更广泛的消费人群与日常消费场景，摆脱对儿童奶酪棒单一品类的依赖，打开 C 端收入的长期增长边界。

图表11：妙可蓝多的产品矩阵图



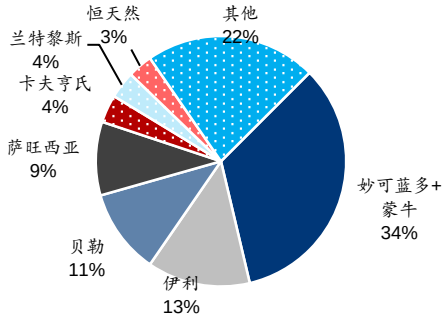
资料来源：妙可蓝多官网，华泰研究

图表12：中国 C 端奶酪市场格局（销量口径）



资料来源：欧睿，华泰研究

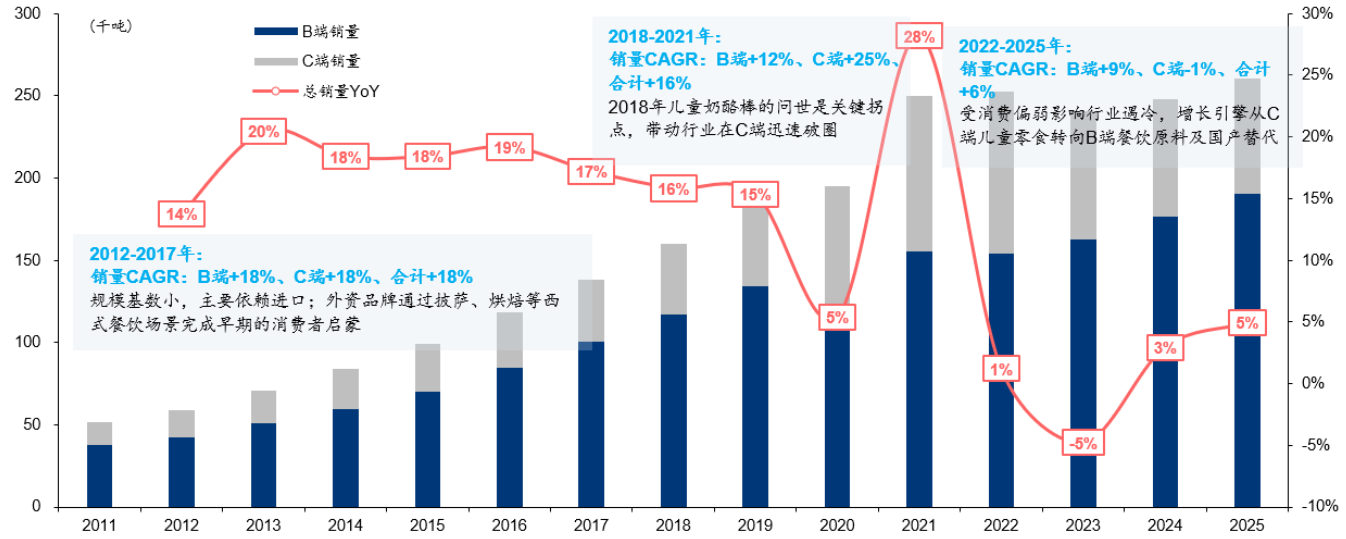
图表13：25 年中国 C 端奶酪市场竞争格局（终端销售额口径）



资料来源：欧睿，华泰研究

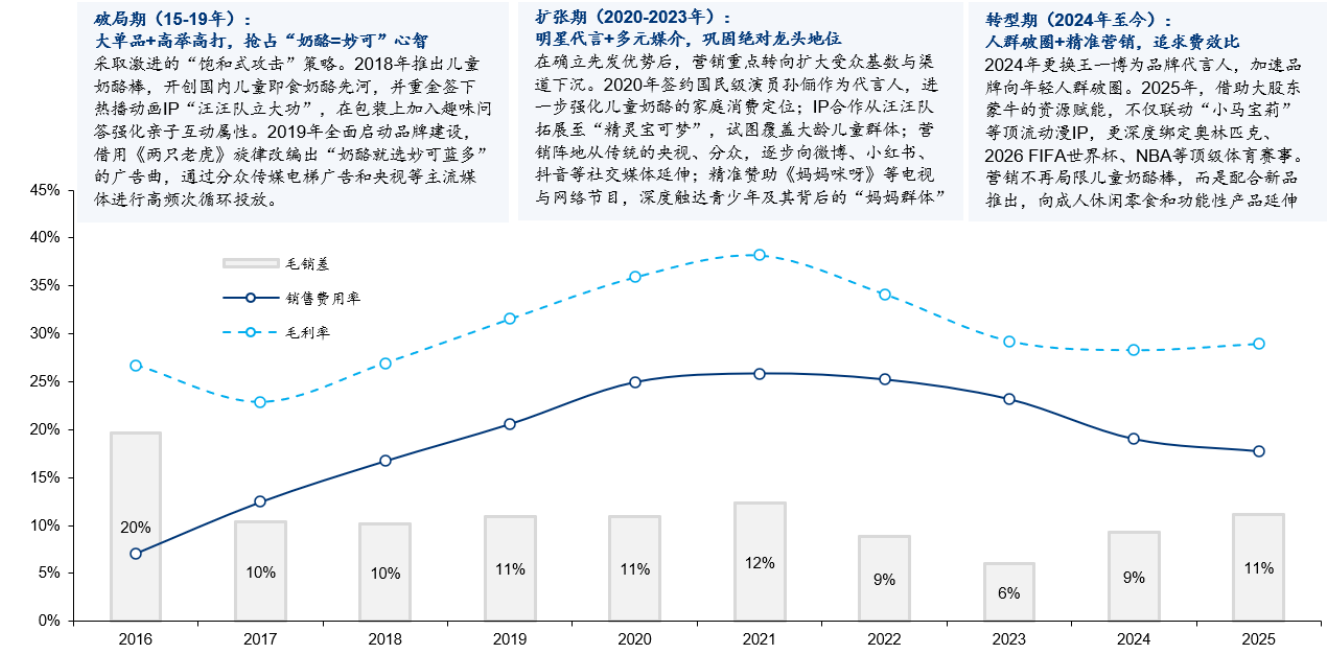
下载日志已记录，仅供内部参考

图表14：中国奶酪市场销量情况（欧睿口径）



资料来源：欧睿，华泰研究

图表15：妙可蓝多 C 端业务营销路径复盘



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

展望来看，我们认为 C 端奶酪行业价格战阶段性缓和，竞争重心向多品类创新迁移。2025 年以来，C 端奶酪行业的价格战已显著缓和，核心逻辑在于两方面：1）奶酪棒品类的格局已基本固化，价格战的边际效益大幅递减。经过此前的份额争夺，奶酪棒市场头部梯队清晰，渠道与消费者心智已基本定型，单纯依靠价格投放难以撬动份额格局，反而会直接侵蚀盈利，对头部玩家难有益处；2）当前行业的增长动力已从儿童奶酪棒的单点突破，转向家庭餐桌、成人休闲、佐餐烘焙等多元场景，各玩家资源重心向新品类倾斜，而非在存量红海市场中进行价格消耗。

下载日志已记录，仅供内部参考

B 端：上游国产替代+下游需求韧性是其核心驱动力

公司 B 端奶酪业务持续发展的核心驱动力来自国产替代+需求韧性，市场核心关注以下几个问题：替代动力是否充足？替代空间有多大？替代周期有多长？公司 B 端奶酪业务的增长波动性如何？我们认为，当前 B 端奶酪业务的长期的渗透空间充足；替代节奏与产能投放高度绑定，26-27 年或为国内乳企的产能集中释放期；B 端奶酪业务的收入增长波动性低于 C 端，主因 B 端大客户的切换成本更高、切换速度更慢。

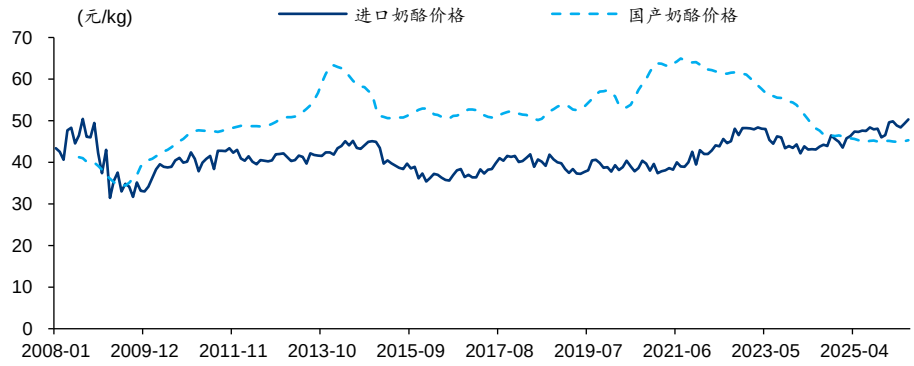
替代动力：国产性价比+供应链稳定性驱动替代进程

国产奶酪替代的根本动力是由国内外原奶价格倒挂带来的性价比，叠加 B 端餐饮客户对供应链稳定性和定制化服务的需求，共同驱动乳品深加工产业的结构性重构。

1）国产性价比：据我们测算，当前 B 端客户采购国产奶酪的成本已低于进口奶酪；另外，我们假定进口干酪价格维持不变，则国内生鲜乳价格需涨至 3.38 元/kg（26 年 7 月国内主产区生鲜乳均价为 3.06 元/kg）时、国产奶酪与进口奶酪的价格接近，故我们预计未来 1-2 年内国产奶酪的性价比优势或仍可维续。

2）供应链稳定性：过去国内的奶酪高度依赖进口，面临较高的供应链不确定性和贸易壁垒（如反补贴税等）风险。当前 B 端餐饮和烘焙客户在选择供应商时，首要的考量因素已转变为供给稳定性，其次是定制化适配能力。国产头部企业依托本土较短的供应链优势，能够提供快速响应和定制化解决方案，这是国际品牌阶段性难以企及的。

图表16：进口奶酪与国产奶酪终端价格对比



注：1）进口奶酪价格计算基于海关公布的「进口金额/数量」= 到岸完税单价（海外出厂价 + 国际运费 + 保费），是税前价格；再考虑国内采购商的实际拿货成本 = 到岸单价 ×（1+ 最惠国关税税率）×（1+ 反补贴税率）×（1+ 进口增值税率）；综合计算出进口奶酪价格；2）国产奶酪价格为按照生鲜乳与奶酪 1:10 需求量测算，同时按照生鲜乳成本约占奶酪总成本的 84%进行倒算成本，再按照 20%的出厂毛利率倒算出厂价格；

资料来源：Wind，华泰研究预测

B 端客户的需求具备韧性：奶酪已成为冷冻烘焙、现制茶饮、连锁餐饮的核心配方原料，下游采购与门店运营直接挂钩，降本增效与产品创新诉求支撑采购需求，需求的稳定性较强。同时，头部客户多以年度框架协议下单，订单的可预测性较高，进一步平滑了需求端的波动。

图表17：妙可蓝多 B 端客户情况

核心场景	典型合作客户	核心供应产品与应用方案
西式快餐	百胜中国（肯德基、必胜客）、麦当劳、达美乐	原制马苏里拉奶酪（披萨拉丝）、芝士片、稀奶油
烘焙连锁	鲍师傅、多乐之日	马斯卡彭奶酪（提拉米苏等西点）、原制奶油芝士、黄油
茶饮咖啡	星巴克、乐乐茶、古茗	芝士厚乳（茶饮奶盖）、稀奶油、定制季节限定奶酪酱
食品工业	盐津铺子	奶酪粉、工业级奶酪原料
中餐	海底捞、外婆家	奶酪与中餐融合创新（如芝士焗饭、夹馅热炒）

资料来源：公司公告，华泰研究

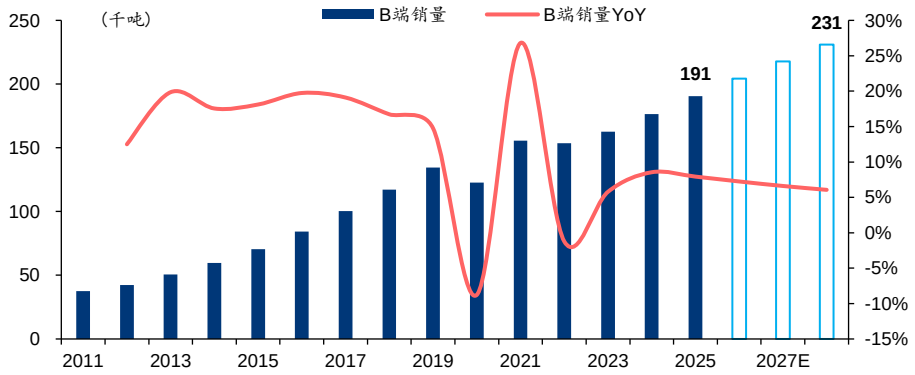
下载日志已记录，仅供内部参考

替代空间：存量场景替代+增量场景扩容，国产品类的增长空间充足

存量场景中，据欧睿，2025 年中国 B 端奶酪的总销量为 19.1 万吨，而国内头部企业总产能仅 3 万吨，占行业总销量的比重仅 16%，超八成的市场份额仍由进口产品占据，对应存量场景替代的规模可观。

增量场景中，B 端奶酪需求本身具备内生增长动能，冷冻烘焙产品通过工业标准化&降本增效逻辑实现持续渗透，奶酪作为核心原料的需求同步提升；现制茶饮在内卷的竞争环境下持续迭代配方，奶酪、稀奶油成为差异化口感的核心来源。根据欧睿预测，25-28 年中国 B 端奶酪总销量将从 19.1 万吨增长至 23.1 万吨，对应期间 CAGR 约 6.6%，下游大盘的稳健增长为国产奶酪企业提供了更宽松的替代环境。据欧睿数据，25 年国内人均奶酪消费量仅 0.2kg，约为日本（1.8kg）的 11%、韩国（2.6kg）的 8%，伴随奶酪产品在餐饮场景的持续渗透，我们认为 B 端奶酪行业长期空间广阔。

图表18：中国 B 端奶酪销量情况



资料来源：欧睿，华泰研究预测

替代节奏：产能为供给底座，产品品质与客户认证共同决定增长斜率

从供给端的产能规划看，国产奶酪产能将在 26-27 年迎来集中落地期，为国产替代搭建基础产能底座。据各公司公告，26 年蒙牛“奶立方”项目、伊利健康谷三期产线陆续投产，国内头部企业原制奶酪总产能预计提升至 5 万吨，占行业总销量的比重提升至 24%；27 年或为国内企业产能规划的核心释放节点，妙可蓝多吉林原制奶酪项目（对应产能 2 万吨）、长春特色乳品基地（对应产能 6 万吨）有望全面达产，叠加其他企业的产能陆续爬坡，国内头部企业的总产能有望跃升至 14.2 万吨（图表 13），占行业总销量的比重或达 65%。需要注意的是，以上均为名义产能规划，能否转化为有效供给与收入，核心取决于下游客户的认证进度与产品品质达标率。

B 端餐饮大客户的供应链认证是产能向收入转化的核心闸门，认证周期与客户层级、品控标准直接挂钩。当前公司已在头部西式快餐领域取得实质性突破，已进入百胜中国、麦当劳两大龙头的供应链体系，分别为其供应基础奶酪与芝士片产品。我们认为，头部客户认证门槛高、周期长，但一旦准入，转换成本较高，后续可随门店扩张与产品线延伸实现快速放量，订单的持续性与确定性显著强于一般客户。分客户层级看，不同客户的认证门槛形成了“头部慢、中小快”的替代节奏：头部连锁餐饮、高端烘焙客户对产品一致性、功能指标与定制化能力要求严苛，认证周期以年计，是国产替代的核心攻坚方向，也是当前产能向收入传导的主要瓶颈；而区域餐饮连锁、大众烘焙、中式餐饮等中小 B 客户对品质容忍度较高，更看重性价比与交付响应速度，认证周期相对较短，我们判断其是当前国产奶酪放量的主力场景。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表19：25A-28E 中国 B 端奶酪市场销量情况

	项目名称	2025A	2026E	2027E	2028E	备注
妙可蓝多	内蒙古和林格尔工厂	2.0	2.0	2.0	2.0	24年通过收购蒙牛奶酪资产并入
	吉林原制奶酪加工建设项目			2.0	2.0	26年底全面达产，预计奶酪产能超2万吨，主要生产手撕奶酪、马苏里拉等原制产品
	长春特色乳品综合加工基地			6.0	6.0	26年底全面达产，预计奶酪产能超6万吨，主要生产原制奶酪、酶凝酪蛋白、新鲜奶酪等
蒙牛	“奶立方”牛乳深加工项目		1.0	1.0	1.0	26年初已投产，奶立方项目年总产能约20万吨，涵盖高端原制奶酪、D90脱盐乳清粉等
伊利	现代智慧健康谷奶酪三期		1.0	1.0	1.0	整体规划年产能15万吨，涵盖原制马苏里拉、新鲜奶酪、乳清浓缩液等。其年产1万吨的原制马苏里拉生产线已25年底正式投产
乐芙娜	华东松江工厂	1.0	1.0	2.2	2.2	2024年底投产，预计到2027年产能达到2.2万吨，涵盖原制干酪、成熟型干酪等
合计		3.0	5.0	14.2	14.2	
中国B端奶酪总销量		19.1	20.4	21.8	23.1	欧睿预测数据
国内头部产能占总行业销量比重		*16%*	*24%*	*65%*	*61%*	

注：由于蒙牛的奶立方项目并未披露具体的奶酪项目产能，故其中数据为华泰预测数据；
资料来源：欧睿，华泰研究

从品质上看，国产奶酪与进口头部品牌的差距主要体现在“料、工、辅”三个核心维度。1）原料端，新西兰、欧洲等进口奶源的标准化程度较高、乳固体含量约 11%，而国内原奶乳固体含量约 8%且均质化程度不足，直接决定了风味基底的上限，即便设备与工艺相同，国产产品在奶香浓郁度和口感醇厚性上仍存天然差距。**2）工艺端，**西式快餐连锁对每一片奶酪的全球一致性要求较高，批次间的风味和质构的波动是核心禁忌，国内头部企业虽已引入进口设备，但在全流程自动化闭环管控上仍有差距。**3）辅料端，**制约原制奶酪品质突破的核心瓶颈，凝乳酶、发酵剂菌种等关键原料基本依赖进口，国内微生物菌种储备不足，缺乏自主供给能力。此外，副产物加工能力的差距进一步推高了综合成本，进口企业可将奶酪生产中占原奶体积 90%的乳清加工为高附加值产品反向摊薄成本，而国内乳清深加工技术尚不成熟，副产物多低价出售。综合来看，预计当前国产奶酪的绝对品质与进口顶尖水平仍有差异，但已能够满足主流 B 端客户的基础需求。

展望来看，我们预计国产替代正处于加速临界点，预计分三个阶段推进：1）技术突破期（2025 年）：国产原制奶酪实现从 0 到 1 的突破。2025 年 11 月妙可蓝多发布首款国产原制马苏里拉奶酪，标志着国内企业具备原制奶酪的自主生产能力。**2）验证导入期（2026 年）：**当前妙可蓝多正处于客户拓展与认证导入阶段，以中小 B 客户批量放量、头部客户送样验证与小范围试供为主，头部大客户认证逐步落地。**3）批量替代期（预估为 27-29 年）：**若核心品类的品质稳定性、批次一致性通过头部客户的长期验证，我们预计 3-5 年内大众基础品类（普通马苏里拉、工业芝士片等）将实现主体份额替代，原制奶酪国产化率有望持续提升。高端定制化原制奶酪、长成熟期天然奶酪等受技术壁垒限制，替代周期更长，仍将维持进口主导、国产补充的格局。

潜在竞争：海外巨头降价动力不足，产能释放温和，国产替代窗口清晰

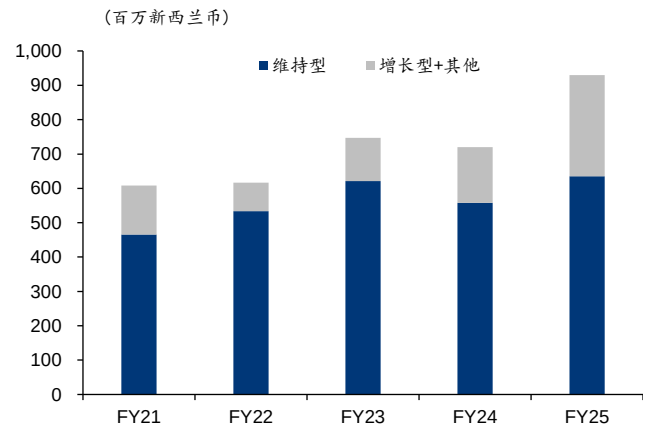
海外巨头聚焦头部大 B 客户，无主动降价的战略动机。恒天然、菲仕兰餐饮业务的核心优势集中于麦当劳、百胜、星巴克等全球连锁餐饮集团，核心竞争力在于全球统一的品控标准、“奶酪+黄油+奶油”全品类一体化供应能力，以及专业厨师团队的菜品应用研发能力。大 B 客户对价格的敏感度较低，对供应稳定性、全球合规标准、协同服务能力要求较高，是海外巨头的利润基本盘。中小 B 端需求分散、迭代较快，海外巨头的标准化体系难以高效响应。相比之下，妙可蓝多、伊利等国内企业凭借更具竞争力的价格、灵活的供货节奏与快速的配方调整能力，在海外巨头覆盖不足的下沉市场建立起差异化优势。

此外，大 B 客户通常会执行多供应商策略，非排他性为国产替代留下入口。头部连锁餐饮集团普遍采用“双供应商/多供应商”采购体系，并非独家绑定海外品牌，核心目的是分散供应链风险、优化采购成本结构。目前妙可蓝多已进入部分头部西式快餐连锁企业的合格供应商名录，伊利也在推进与核心大 B 客户的资质认证与合作洽谈。

下载日志已记录，仅供内部参考

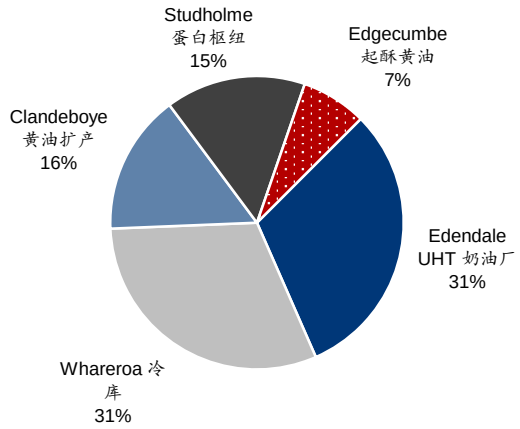
奶酪并非海外巨头的资本开支优先级，两大海外巨头均缺乏主动降价的战略动机。从恒天然 FY26 Q3 战略执行公告来看，其全球增长型资本开支多聚焦于高附加值的原料与烘焙油脂品类：Edgecumbe 工厂 3,500 万新西兰元投向起酥黄油片、Studholme 工厂 7,500 万新西兰元投向乳蛋白枢纽、Clandeboye 工厂 7,500 万新西兰元投向黄油扩产、Edendale 工厂 1.5 亿新西兰元投向 UHT 奶油，暂无任何资本开支投向奶酪产能。作为奶农合作社性质的企业，恒天然的核心经营目标是保障原奶收购价格稳定与奶农的持续分红，而非通过价格战抢占非核心品类的市场份额。菲仕兰同样为合作社治理结构，整体战略向高附加值乳品原料与婴幼儿配方奶粉倾斜，奶酪业务为配套性业务，经营风格偏稳健盈利导向。

图表20：恒天然资本开支拆分



资料来源：公司公告，华泰研究

图表21：25 年恒天然增长型资本开支流向



资料来源：公司公告，华泰研究

综合来看，我们认为短期看，国内 B 端奶酪市场出现全面价格战的概率较低，仅在部分标准化程度高、竞争充分的通用品类（如普通马苏里拉芝士碎等），可能存在阶段性的价格竞争；而在定制化、场景化的细分市场，竞争的核心仍在于产品适配性与服务响应速度，价格并非核心变量。**对于国内乳企而言，在大 B 端或可凭借成本优势与供应灵活性切入供应商体系，中小 B 端则有望凭借本地化定制能力快速渗透。**

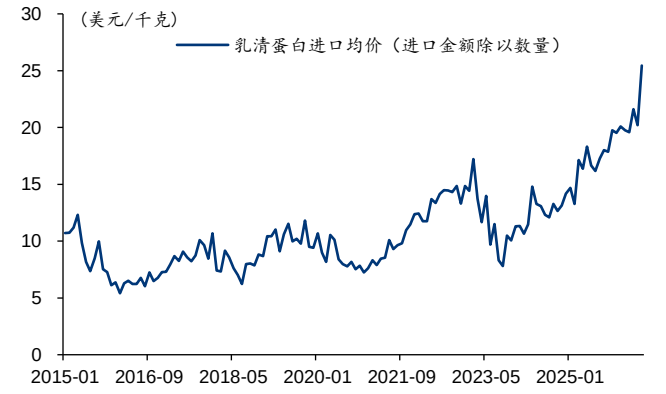
奶酪深加工：乳清蛋白有望实现副产物高值化变现

原制奶酪产业的价值并非局限于奶酪产品本身，副产物的深加工与高值化是产业链延伸的核心方向，也是头部企业长期盈利能力提升的重要潜力来源。奶酪生产过程中约 90%的原奶体积以乳清形式产出，乳清可进一步加工为脱盐乳清粉、乳清浓缩蛋白（WPC）、乳清分离蛋白（WPI）等产品，广泛应用于运动营养、婴配食品、特医食品等领域。当前国内乳清深加工产业仍处于发展初期，核心约束在于原制奶酪产业体量不足导致的原料供给短缺。我国原制奶酪起步晚、规模小，乳清液供给有限，国内乳清蛋白自给率较低，高端产品高度依赖进口。但受膜过滤提纯工艺、规模化生产经验的限制，国内企业当前仍以脱盐乳清粉等基础产品为主要切入点，高纯度乳清蛋白的稳定量产仍需长期技术积累。

对于妙可蓝多而言，随着公司原制奶酪产能逐步释放，乳清液规模化供给为奶酪深加工奠定了原料基础。短期来看，公司可通过乳清基础产品的加工消化副产物，直接摊薄奶酪生产的综合成本；长期来看，公司具备向乳清蛋白等高附加值品类延伸的产业基础，是未来盈利能力增强的重要潜力方向之一。

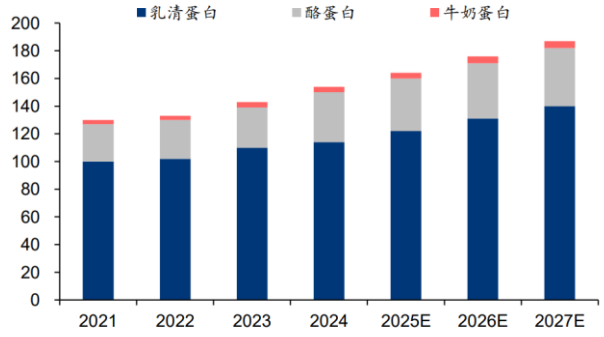
下载日志已记录，仅供内部参考

图表22：中国乳清蛋白进口价格



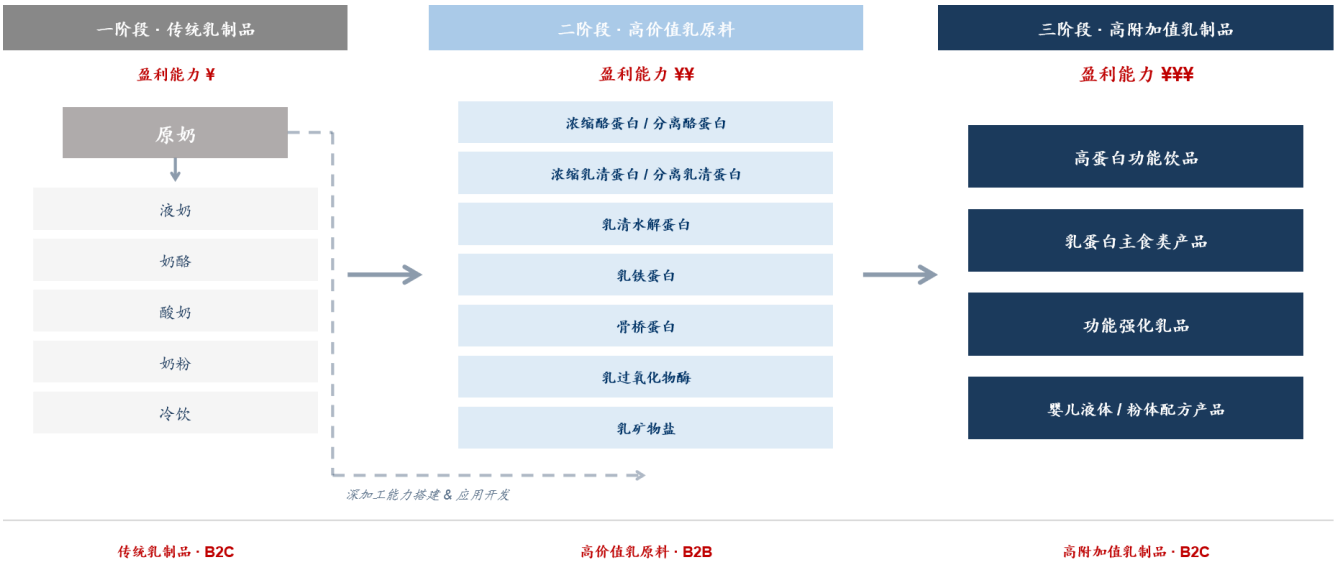
资料来源：Wind，华泰研究

图表23：中国三大乳蛋白品类市场规模（千吨）



资料来源：益普索，欧睿，华泰研究

图表24：乳制品产业价值升级路线



资料来源：利乐 (Tetra Pak)，《乳品加工手册》(Dairy Processing Handbook) 2025 年中文版，附录《中国乳制品精深加工工艺技术与发展策略浅析》，华泰研究



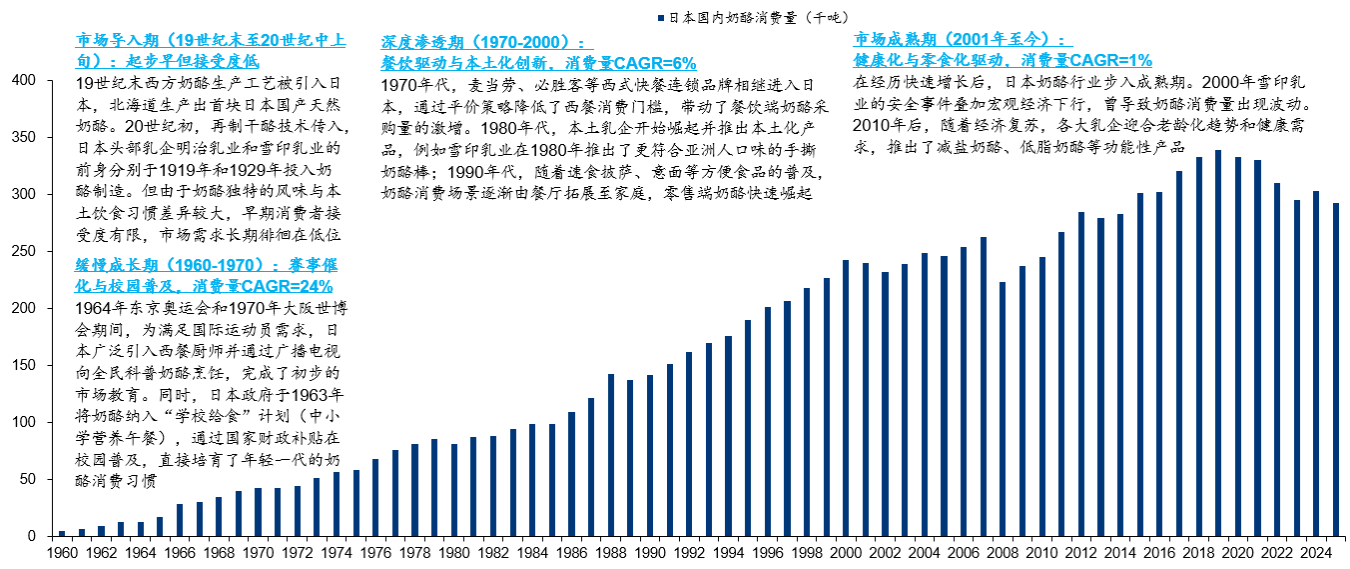
下载日志已记录，仅供内部参考

国际对标：从日韩奶酪发展历史看中国长期渗透率空间

作为东亚饮食文化圈内两个完成奶酪品类普及的成熟市场，日本与韩国的奶酪产业演进遵循相似的底层渗透逻辑，却因饮食文化、经济节奏与产业策略的差异，走出了不同的终局路径。对比二者的共性与差异，对研判国内奶酪行业的成长方向具备重要的参考价值。

日韩奶酪行业的发展历程呈现出清晰的共性路径，可归纳为三个递进阶段：1）起步期，两国均遵循“舶来品引入—事件性催化—政企协同教育”的路径，奶酪作为西方舶来品，早期因口味差异渗透缓慢，随后借助国际大型赛事（如日本 1964 年东京奥运会、韩国 1988 年汉城奥运会等）完成全国性品类启蒙，同时政府通过校园营养午餐计划（日本 1963 年纳入学校给食、韩国 1975-1985 年向学生及军人配发乳制品）培育代际消费习惯，行业层面也通过设立奶酪促进委员会、示范农场建设等政企联动措施协同推广，共同完成初代消费者教育。**2）成长期，**B 端餐饮渠道成为两国奶酪行业起步阶段的核心驱动力，1970 年代麦当劳、必胜客相继进入日本，1980-1990 年代西式快餐在韩国快速普及，平价化、标准化的餐饮场景大幅降低了奶酪消费的门槛，两国的奶酪市场在发展初期均形成 B 端贡献 80%以上消费量的结构，借助餐饮端完成了市场基础的快速积累。**3）成熟期，**日韩两国均通过本土化创新与产品结构升级推动产业持续增长，一方面围绕本土饮食偏好改良产品（日本降低盐度适配亚洲口味、韩国研发适配辛辣料理的奶酪），另一方面从再制奶酪向天然奶酪升级、从烹饪原料向休闲零食延伸（日本天然奶酪的消费量占比在 2000 年突破 50%，韩国天然奶酪进口占比持续提升），产品升级成为行业进入成熟期后的共同增长主线。**日韩经验表明，B 端餐饮渠道的突破是品类导入期的关键杠杆，而本土化改良与产品结构升级则是产业走向成熟后的长期驱动力，为中国奶酪行业的发展提供了清晰的参照。**

图表25： 日本国内奶酪消费量复盘

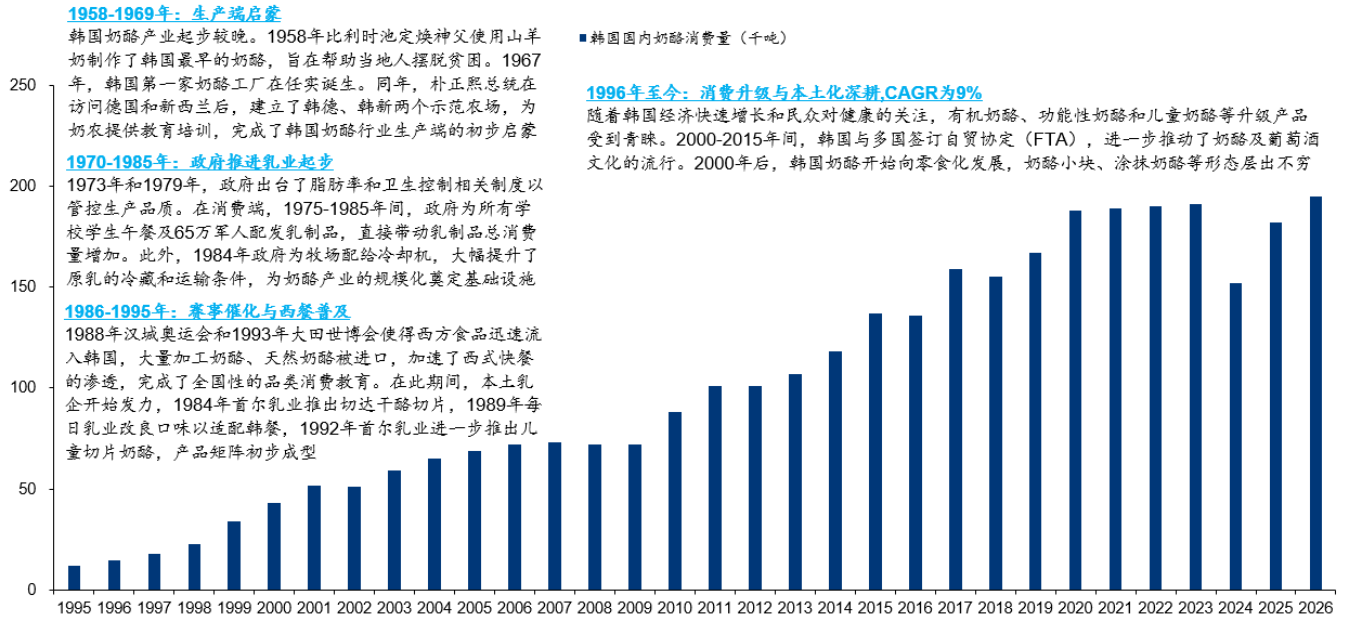


资料来源：日本农林水产省，华泰研究

日韩两国奶酪行业发展路径的核心差异在于渠道结构的走向不同。日本完成了从 B 端主导向 C 端主导的切换，而韩国则始终维持 B 端主导的格局。日本奶酪市场遵循“餐饮启蒙—家庭迁徙—零售反超”的演进路径：1990 年代经济泡沫破裂后外食率见顶回落，消费场景逐步从餐厅向家庭转移，商超与便利店渠道快速崛起，叠加本土乳企在零售端的产品创新，2025 年日本餐饮端奶酪的销量占比已降至 40%，零售端对应升至 60%，完成了渠道格局的反转。韩国则始终以餐饮渠道为主力，奶酪深度融入本土辛辣的饮食文化，形成了部队锅、芝士年糕、芝士排骨等国民级韩餐菜品，使奶酪成为本土菜系的标配配料而非独立的零售食品，2025 年韩国餐饮端奶酪销量占比仍高达 84%，对应零售端仅占 16%。两国差异的根源在于本土化路径的不同选择：日本将创新聚焦于零售端，针对独居化与老龄化的社会特征，推出手撕奶酪、佐酒奶酪、减盐低脂等产品形态，将奶酪从烹饪原料转化为休闲社交的载体；韩国则将本土化扎根于餐饮场景，通过奶酪与韩餐的深度融合持续创造 B 端增量需求。

下载日志已记录，仅供内部参考

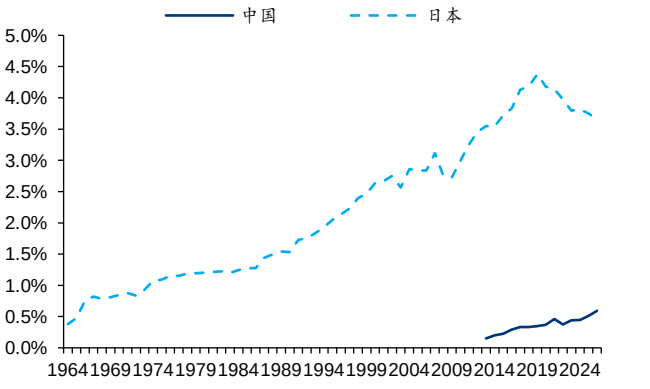
图表26：韩国国内奶酪消费量复盘



资料来源：USDA，华泰研究

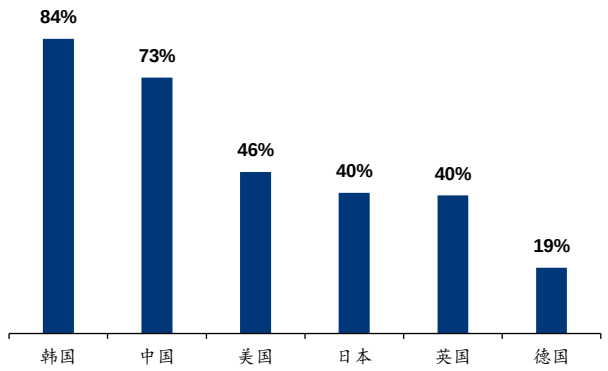
日韩两国的发展路径为国内奶酪行业提供了双向参考：一方面，日本的 B 端启蒙→C 端升级的路径验证了零售端零食化、功能化产品是行业长期成长的第二曲线，对应当前国内儿童奶酪棒普及后的成人零食、家庭佐餐等细分方向；另一方面，韩国的餐饮深度融合的路径证明，B 端并非仅为过渡性市场，通过本土化菜系融合同样可以打开长期增长空间，对应国内火锅、烘焙、新茶饮等茶饮/餐饮场景的奶酪渗透潜力。**国内奶酪行业的最优成长路径，或将是 B 端餐饮融合+C 端零售创新的双轮驱动模式。**

图表27：中日奶酪渗透率对比（奶酪消费量占乳制品总消费量比重）



资料来源：USDA，华泰研究

图表28：2025 年奶酪 B 端消费占比

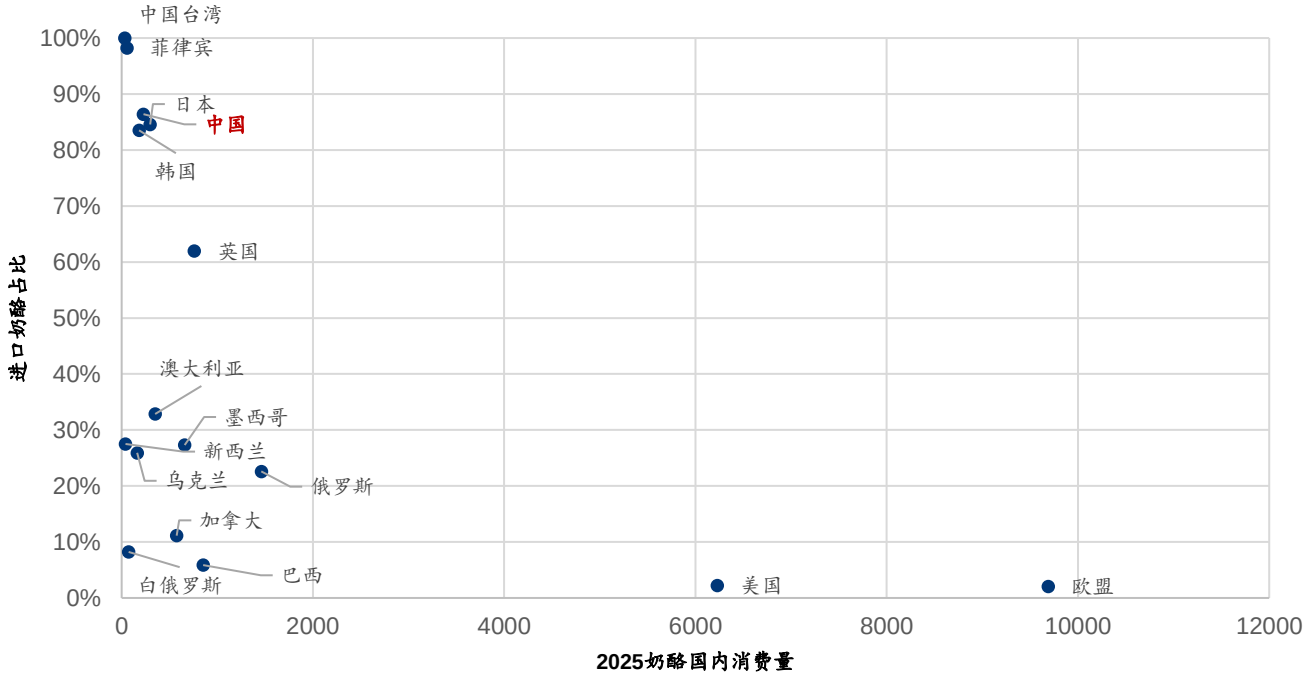


资料来源：欧睿，华泰研究

中国与日韩同属东亚饮食文化圈，奶酪均为西式舶来品，当前都处于高进口依赖的产业发展状态，但二者的自主化潜力与长期路径存在区别，我们认为中国奶酪行业将沿着“消费扩容→产能扩张→进口替代→自主占比提升”的路径发展。日韩奶酪行业的高进口依赖是终局性的结构特征，而中国的高进口依赖是阶段性的发展特征，核心差异在于市场规模的天花板，即日韩市场容量有限，难以支撑全产业链自主化，但中国具备较大的市场规模潜力，具备复刻欧美自主化的产业基础。中国当前的消费规模与日韩接近，但人口基数与渗透空间是日韩的数倍。随着奶酪消费从儿童向成人、从 C 端向 B 端的持续渗透，国内消费规模或将扩张，具备支撑本土产能大规模延展的市场基础。此外，中国具备完整的乳业产业链与庞大的本土奶源基础，政策支持乳业深加工升级，本土产能的技术追赶速度有望加快。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表29：25 年世界主要地区的进口奶酪占比情况和国内奶酪消费情况



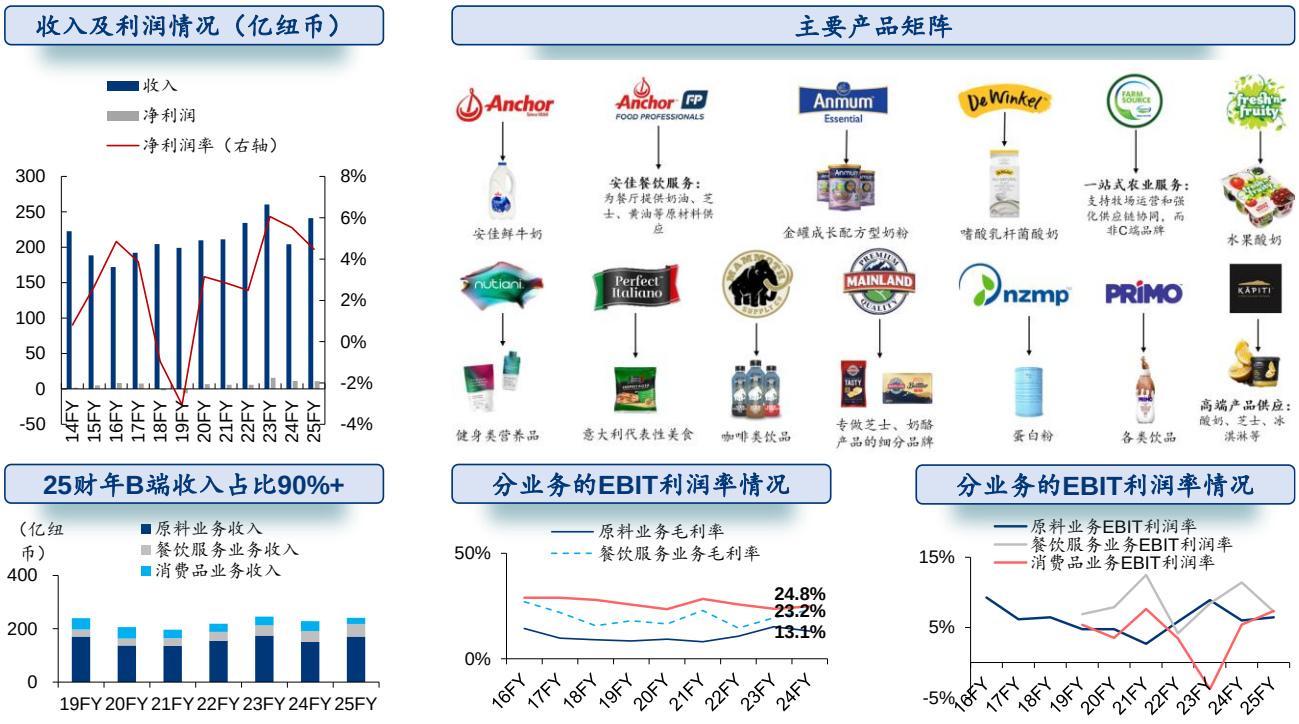
资料来源：USDA，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

核心关注点三：公司中期的利润率天花板应该如何展望？

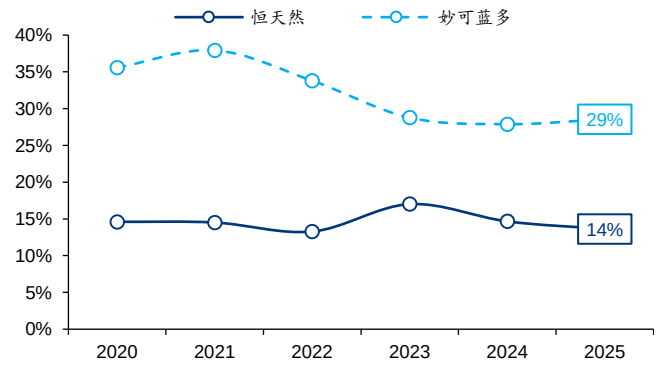
镜鉴恒天然：全球领先的乳制品出口商，总部位于新西兰，采用合作社模式运营，拥有众多奶农股东。公司以天然草饲奶源和完善的全球供应链为基础，产品覆盖乳粉、乳清蛋白、奶酪、乳脂、功能性蛋白等多类原料与高附加值营养产品，已成为全球 TOP 50 食品企业的核心乳制品原料供应商。2001 年新西兰政府主导三大合作社（NZDG、Kiwi、NZDB）合并，正式成立恒天然合作集团，成为全球最大的乳制品出口商。恒天然通过 NZMP 和安佳等品牌服务全球食品制造、餐饮、营养健康等企业客户，渠道优势与客户粘性较强，正从传统原料出口商转型为“全球营养解决方案供应商”。25 财年恒天然实现总营收 241.1 亿纽币（合 973.2 亿人民币），13-25 财年的收入 CAGR 为 0.7%，25 财年恒天然实现净利润 10.8 亿纽币（合 43.6 亿人民币），13-25 财年的利润 CAGR 为 17.7%。

图表30：恒天然基本经营情况梳理



资料来源：Bloomberg，公司公告，华泰研究

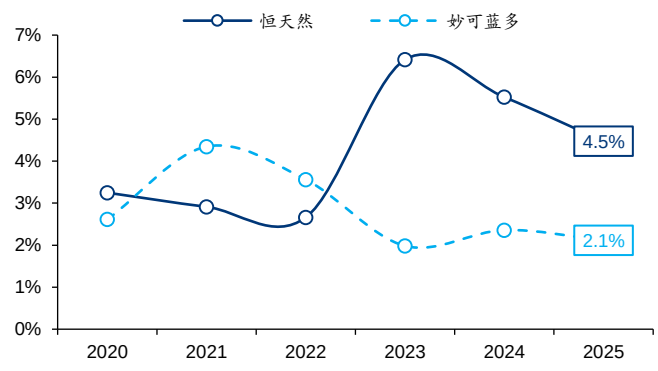
图表31：恒天然与妙可蓝多的毛利率对比



注：恒天然与妙可蓝多的毛利率存在较大差异，主要源于业务结构不同，恒天然以大宗乳制品原料为核心营收构成，产品天然低毛利；而妙可蓝多当前仍以高毛利 C 端奶酪产品为营收主力；

资料来源：公司公告，华泰研究

图表32：恒天然与妙可蓝多的净利率对比



注 1：虽然 20-25 年妙可蓝多的毛利率持续高于恒天然，但二者费用端的差距亦较为显著，恒天然作为 B2B 为主的乳企，几乎无大众品牌营销投入；妙可蓝多 25 年销售费用率达 17.8%，C 端品牌投放与渠道投入对冲部分毛利率的优势；

注 2：25 年妙可蓝多存在一次性公允价值变动亏损 1.7 亿元，若剔除该部分影响则对应妙可蓝多利润率为 4.3%；

资料来源：公司公告，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

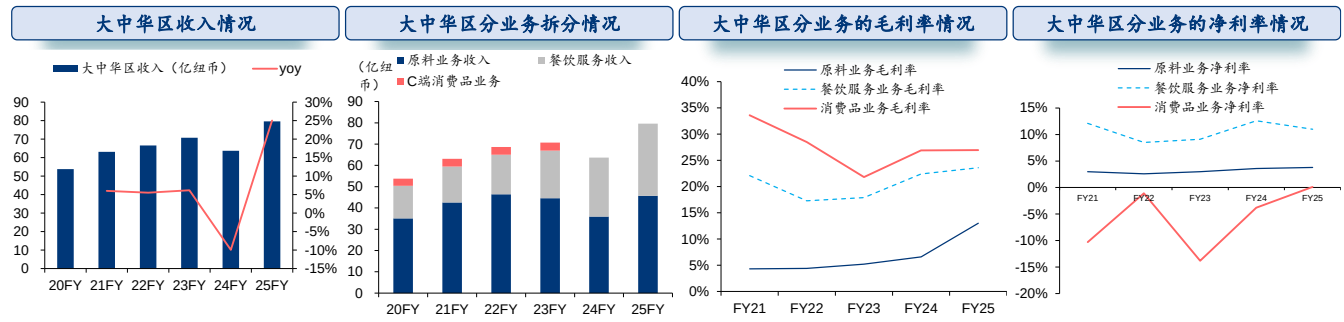
图表33：妙可蓝多与恒天然的盈利指标对比

	单位	妙可蓝多	恒天然
股票代码（Wind）		600882.SH	FCG.NZ
总市值	亿人民币	108	306
PE-TTM	x	79	7
26E EPS（一致预期）	人民币	0.67	\
26E PE	x	32	\
收盘价	LC	21.17	4.79
25年营业收入	亿人民币	56	1,023
21-25年收入CAGR		15%	2%
25年归母净利	亿人民币	1.2	45.8
21-25年归母净利CAGR		15%	7%
25年净利率		2.1%	4.5%
21-25年净利率均值		2.5%	4.4%
25年毛利率		29%	14%
21-25年毛利率均值		31%	15%
25年ROIC		2%	9%
21-25年ROIC均值		2%	8%

注：数据日期截至 2026 年 9 月 7 日。
资料来源：Wind，华泰研究

依托于新西兰的奶源优势，恒天然构建了原料基础与专业解决方案并重的产品矩阵，形成了贯穿乳制品全价值链的综合性体系，服务覆盖原料供应、食品制造至营养健康全产业链。从恒天然大中华区（中国及东南亚市场）的数据来看，25 财年大中华区实现收入 79.6 亿纽币（合 321.3 亿人民币），在公司总收入中占比 33.0%，21-25 财年的收入 CAGR 为 8.2%；盈利端看，25 财年大中华区净利率为 5.2%，各业务条线的盈利能力有所分化。原料业务的毛利率从 21 财年的 4.3%提升至 25 财年的 13.0%，净利率从 3.0%上升至 3.8%，恒天然通过成本优化及定价策略调整等措施，毛利率和净利率均实现稳步增长。餐饮服务业务是恒天然大中华区的核心盈利板块，21-25 财年的毛利率均值为 20.7%、净利率均值为 10.7%，较强的盈利能力表明恒天然在价值链中具备较强的定价权，较好的产品品质与定制化服务使得恒天然具备一定的品牌溢价能力。消费品业务的毛利率高于原料业务与餐饮服务业务，但费用率高企使得 C 端业务的净利率在 21-24 财年始终为负，25 财年实现扭亏。

图表34：恒天然大中华区的收入&盈利情况



资料来源：Bloomberg，公司公告，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

从可比口径看，恒天然大中华区餐饮服务板块的毛利率预计高于妙可蓝多的 B 端奶酪业务，二者的差异本质上是全球全产业链平台与国内垂直单品运营商两种商业模式的差距，具体体现在产品结构、规模效应与供应链深度三个维度。1）产品结构层面，恒天然采用“大宗原料+餐饮解决方案+功能原料”的全品类乳产品矩阵，奶酪仅为配套品类之一，可向餐饮客户提供“奶酪+黄油+淡奶油”的一体化解决方案以提升客户粘性，同时奶粉、乳清蛋白等品类可对冲奶酪单品的价格波动，赋予其更强的盈利韧性。妙可蓝多 B 端业务则以奶酪单品为核心，产品集中于马苏里拉、奶油芝士等常规品类，盈利高度绑定奶酪行业景气度，尚未形成配套原料与高附加值功能原料的协同效应。**2）规模效应层面，**恒天然作为全球最大的乳制品加工企业之一，产能与原奶处理量为全球量级，具备跨区域奶源调配平抑价格波动的全球议价权、较高的设备利用率带来的固定成本摊销优势以及全球分销网络的物流成本摊薄效应。妙可蓝多的产能体量制约下，采购议价权、单位制造费用与供应链成本均处于相对劣势。**3）供应链深度层面，**恒天然实现了原奶收购—奶酪生产—乳清深加工的产业链闭环，乳清可直接加工为乳清浓缩蛋白、分离蛋白、脱盐乳清粉等高附加值产品，副产物价值充分挖掘、反向摊薄奶酪单位成本，形成“奶酪+乳清蛋白”的双盈利点。妙可蓝多供应链重心集中在生产制造环节，乳清深加工产能尚在建设阶段，相当于需独立承担绝大部分的原奶成本，全成本天然高于全产业链闭环企业。

珠玉在前，恒天然 B 端业务的发展历程呈现清晰的战略升级路径，从早期依托新西兰奶源优势的大宗原料出口，逐步转向以技术和服务驱动的定制化营养解决方案，从财报数据来看，餐饮服务业务的盈利能力显著高于原料业务。综合判断，我们认为公司中期的净利率有望靠近 7%-8%的水平，长期具备向双位数突破的潜力。中期维度，驱动净利率抬升的核心路径来自两方面：一是 C 端业务从扩张期转向份额稳固期，销售费用率稳步下行；二是原制奶酪国产替代与乳清基础利用落地，推动产业链的整体成本端优化。长期来看，若乳清副产物高值化利用、功能性蛋白等新业务放量，叠加公司全品类解决方案能力跻身行业前列，公司净利率具备向 8%-10%区间突破的可能性，这也是公司“双位数净利率”战略目标的核心兑现前提。

下载日志已记录，仅供内部参考

盈利预测与估值

收入预测：我们预计 26-28 年总营收为 69.2/80.4/90.3 亿元，同比+22.8%/+16.3%/+12.3%。

1）奶酪主业：C 端（包含即食营养系列与家庭餐桌系列）此前依靠成人奶酪及家庭场景拓展、零食量贩等新渠道延伸等对冲儿童奶酪棒品类的收入增长压力，23-25 年即食营养系列收入同比-23.9%/+7.8%/+6.0%，家庭餐桌系列收入同比-36.1%/+13.6%/+30.0%；26H1 公司 C 端业务收入同比增长 20%+，儿童基本盘依托全域 IP 赋能开展老品焕新，精简低效 SKU，完成金装奶酪棒系列迭代升级，成人领域依靠奶酪小三角、奶酪小粒双品协同发力，家庭餐桌领域持续扩人群、扩场景、扩渠道，公司攻克芝士片关键技术，推出国内首款无需冷链储存的常温百搭芝士片，马苏里拉及乳脂系列销量稳步提升。B 端餐饮工业系列中，原制奶酪受益于国产替代进程加速与公司产能集中释放，26H1 公司 B 端业务收入同比增长 20%+，公司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/中餐五大客户群，持续推进国产替代进程。我们预计 26-28 年公司奶酪主业实现收入 58.9/70.2/80.0 亿元，同比+27.7%/+19.1%/+14.1%，其中预计即食营养系列收入同比+22.0%/+15.0%/+12.0%，家庭餐桌系列收入同比+24.0%/+16.0%/+14.0%，餐饮工业系列收入同比+35.0%/+24.0%/+16.0%。

2）液态奶业务：受外部消费环境平淡的影响，公司液态奶业务收入增速持续承压，其中 24 年收入同比+20.2%，主因并表蒙牛奶酪业务的影响。我们预计 26-28 年公司液态奶业务实现收入 3.4/3.4/3.4 亿元，同比-8.0%/持平/持平。

3）其他业务：其他业务中主要为公司销售的奶粉等乳制品，我们预计 26-28 年其他业务实现收入 6.9/6.9/6.9 亿元，同比+5.4%/持平/持平。

图表35：妙可蓝多收入预测（单位：百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总收入	**4,049**	**4,844**	**5,633**	**6,915**	**8,040**	**9,026**
YOY	-16.2%	19.6%	16.3%	22.8%	16.3%	12.3%
奶酪业务	**3,137**	**3,757**	**4,615**	**5,892**	**7,016**	**8,002**
YOY	-18.9%	19.8%	22.8%	27.7%	19.1%	14.1%
其中：即食营养系列	1,902	2,050	2,173	2,651	3,049	3,415
YOY	-23.9%	7.8%	6.0%	22.0%	15.0%	12.0%
其中：家庭餐桌系列	348	395	513	636	738	841
YOY	-36.1%	13.6%	30.0%	24.0%	16.0%	14.0%
其中：餐饮工业系列	888	1,313	1,929	2,604	3,230	3,746
YOY	7.6%	47.8%	47.0%	35.0%	24.0%	16.0%
液态奶业务	**334**	**401**	**365**	**336**	**336**	**336**
YOY	-4.3%	20.2%	-9.1%	-8.0%	0.0%	0.0%
其他业务	**578**	**685**	**653**	**688**	**688**	**688**
YOY	-5.5%	18.6%	-4.8%	5.4%	0.0%	0.0%

注：25 年公告中未披露奶酪业务的具体拆分，表中数据为华泰预测值；
资料来源：Wind，公司公告，华泰研究预测

毛利预测：我们预计 26-28 年毛利率 29.0%/28.9%/29.3%，同比持平/-0.1pct/+0.4pct。公司 C 端奶酪业务毛利率显著高于 B 端原料业务，伴随 B 端收入占比持续提升，我们预计会带来奶酪业务整体毛利率的结构性下行压力，但该压力可被多重因素对冲，如原制奶酪国产化降本、长春工厂产能利用率爬坡摊薄单位折旧、乳清蛋白副产物变现摊薄原制奶酪生产成本等。综合测算下，我们预计 26-28 年公司奶酪业务毛利率分别为 32.8%/32.2%/32.2%，同比-1.0pct/-0.6pct/持平。此外，我们预计公司液态奶业务 26-28 年毛利率稳定在 7.3%，其他业务毛利率稳定在 6.7%（考虑乳清等副产品或略提升毛利率）。

费用预测：1）销售费用率：26 年公司作为 FIFA 世界杯官方赞助商加大整合营销及内容电商投入，26H1 公司销售费用率同比+1.9pct 至 19.3%，我们预计 26 年全年销售费用率同比+0.8pct 至 18.6%，后续考虑公司持续提升费效比，我们预计 27-28 年公司销售费用率分别为 18.0%/17.7%，同比-0.6/-0.3pct。**2）管理费用率：**根据公司 25 年 4 月的期权激励计划调整公告，800 万份股票期权的总摊销成本预计为 6,693 万元，25-28 年分别为 2,277/2,562/1,473/381 万元，故考虑股权激励费用的影响，我们预计 26-28 年公司管理费用率有望保持稳中有降的趋势，预计 26-28 年公司管理费用率分别为 3.4%/3.1%/3.0%，同比-1.8/-0.3/-0.1pct。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表36：妙可蓝多毛利率及费用率预测明细（单位：百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	**29.2%**	**28.3%**	**29.0%**	**29.0%**	**28.9%**	**29.3%**
其中：奶酪业务	37.0%	35.0%	33.8%	32.8%	32.2%	32.2%
其中：液态奶业务	9.2%	7.0%	8.3%	7.3%	7.3%	7.3%
其中：其他业务	-1.4%	3.7%	6.2%	6.7%	6.7%	6.7%
销售费用率	**23.2%**	**19.0%**	**17.8%**	**18.6%**	**18.0%**	**17.7%**
管理费用率	**3.7%**	**5.5%**	**5.2%**	**3.4%**	**3.1%**	**3.0%**
研发费用率	**1.1%**	**1.0%**	**0.9%**	**0.9%**	**0.9%**	**0.9%**

资料来源：Wind，公司公告，华泰研究预测

我们看好公司 BC 双轮驱动战略持续落地，奶酪行业龙头地位稳固，乳品深加工的国产替代进程持续推进。我们预计公司 26-28 年 EPS 0.71/0.90/1.09 元，参考 26 年可比公司 PE 均值 16x（Wind 一致预期），公司 26-28 年净利 CAGR（67%）高于可比公司均值，且考虑到公司为中国奶酪行业市占率第一、奶酪品类渗透率提升的长坡厚雪、控股股东蒙牛赋能带来的相对确定性，给予公司 26 年 32xPE，目标价 22.72 元（前值 21.60 元，对应 26 年 30xPE），维持“增持”评级。

图表37：可比公司估值表

		收盘价（LC）	PE（倍）				EPS（元）				26-28 年净利润
公司简称	**股票代码**	**2026/9/11**	**25A**	**26E**	**27E**	**28E**	**25A**	**26E**	**27E**	**28E**	**CAGR**
603317 CH	天味食品	12.59	23	18	16	14	0.54	0.69	0.79	0.88	18%
300973 CH	立高食品	25.28	14	15	12	11	1.83	1.67	2.06	2.39	9%
605499 CH	东鹏饮料	112.77	13	16	13	12	8.49	7.24	8.40	9.63	4%
	平均值		**17**	**16**	**14**	**12**	**3.62**	**3.20**	**3.75**	**4.30**	**10%**
	中间值		14	16	13	12	1.83	1.67	2.06	2.39	9%

资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

原奶价格波动超预期风险。原奶为公司核心生产原料，若原奶价格出现超预期大幅波动，将直接影响公司生产成本。若公司未能有效向下游传导成本压力，将对公司盈利水平形成较大压力。

食品安全问题。若公司全产业链管控出现疏漏，产品发生食品安全相关问题，将损害品牌口碑与消费者信任，直接冲击产品销售，对经营业绩造成不利影响。

行业竞争加剧。乳制品行业市场参与者众多，市场竞争较为激烈，行业内企业持续在产品、渠道、价格等维度展开竞争。若公司不能持续巩固产品力、渠道优势与品牌影响力，则可能面临收入及利润承压的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

本人，王可欣、胡东，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

下载日志已记录，仅供内部参考

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王可欣、胡东本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

下载日志已记录，仅供内部参考

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司