仅供内部参考，请勿外传！

妙可蓝多（600882.SH）公司动态报告

BC 双轮驱动打开成长空间

2026 年 09 月 17 日

- **需求端：B 端需求旺盛，C 端培育空间广阔。**当下我国奶酪行业仍有较大扩容空间，1）B 端：奶茶、烘焙及西餐连锁场景的拓展带动 B 端奶酪需求快速提升，根据恒天然最新财报，我们预计中国 B 端奶酪行业需求增速 20%+；2）C 端：根据欧睿数据，当前我国奶酪人均消费量约为日本 1/10，且远低于全球平均水平，C 端培育空间广阔，居民饮食习惯改变为长期慢变量，但 B 端的场景教育和渗透有望带动 C 端奶酪餐桌消费。
- **供给端：成本优势、政策扶持，国产替代进程有望加速。**当前国内企业主要使用进口干酪加工再制奶酪，根据美国农业部数据，我国奶酪进口比例维持在 80%以上，进口水平较高主因：1）国内原奶价格偏高，叠加国内奶酪消费习惯培育缓慢，奶酪国产化进程较缓；2）乳制品深加工对生鲜乳质量、设备工艺要求较高，过去国内牧场养殖规模化程度限制生鲜乳质量，同时深加工所需研发和设备等储备不足、依赖进口。当前国内原奶价格低于海外原奶，采购端国内乳企具备成本优势，政策端扶持国内深加工乳企、针对欧盟进口乳制品反补贴调查，有望推动国内奶酪深加工工艺和设备国产化。
- **妙可蓝多：BC 双轮驱动打开成长空间。**公司为我国奶酪行业龙头，25 年市场份额达 33.8%，公司 B 端奶酪所处赛道高景气、C 端成人及餐桌系列持续培育，26 年上半年公司 B、C 端收入均实现 20%增长，有望打开成长空间。

  （1）B 端：受益行业高景气，餐饮工业系列快速增长，为公司后续核心增长驱动。2024 年妙可蓝多完成蒙牛奶酪业务 100%股权收购，产品及渠道资源形成优势互补，产品端与蒙牛整合后形成“两油一酪”全品类优势，为 B 端客户提供一站式奶酪解决方案；渠道端客户资源形成有效互补，26 年以来公司已在西式快餐、烘焙、茶咖、工业及中餐五大渠道取得突破，核心客群进一步渗透。

  （2）C 端：奶酪棒份额相对稳定，成人即食、家庭餐桌贡献增量。目前公司奶酪棒已形成多层次产品矩阵巩固份额，我们认为后续 C 端增长更多来自人群拓展及场景延伸，1）成人即食：公司推出奶酪小三角、奶酪小粒等成人休食奶酪拓展消费人群；2）家庭餐桌：奶酪片、马苏里拉、黄油和涂抹奶酪等进入早餐、家庭烘焙场景，伴随奶酪在 B 端场景的消费教育，C 端奶酪餐桌渗透率有望加速提升。
- **投资建议：**我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 66.9/80.7/95.2 亿元，同比+18.7%/20.7%/18.0%；归母净利润分别为 3.5/4.9/6.4 亿元，同比+191.6%/42.4%/30.0%，当前股价对应 PE 分别为 28/19/15 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**新品拓展不及预期，原料价格超预期波动，行业竞争加剧，创始人相关管理与整合风险，食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	5,633	6,686	8,072	9,521
增长率（%）	16.3	18.7	20.7	18.0
归属母公司股东净利润（百万元）	118	345	492	639
增长率（%）	4.3	191.6	42.4	30.0
每股收益（元）	0.23	0.68	0.97	1.26
PE (X)	81	28	19	15
PB (X)	2.1	2.0	1.8	1.6

资料来源：Wind，国联民生证券研究所预测；（注：股价为 2026 年 9 月 15 日收盘价）

推荐 首次评级

当前价格： 18.78 元



分析师 刘景瑜
执业证书：S0590524030005
邮箱：jyl@glms.com.cn
分析师 范锡蒙
执业证书：S0590525110071
邮箱：fanximeng@glms.com.cn

相对走势



相关研究

1. 并表蒙牛奶酪公司，体量扩容并实现扭亏-2024/11/07

仅供内部参考，请勿外传！

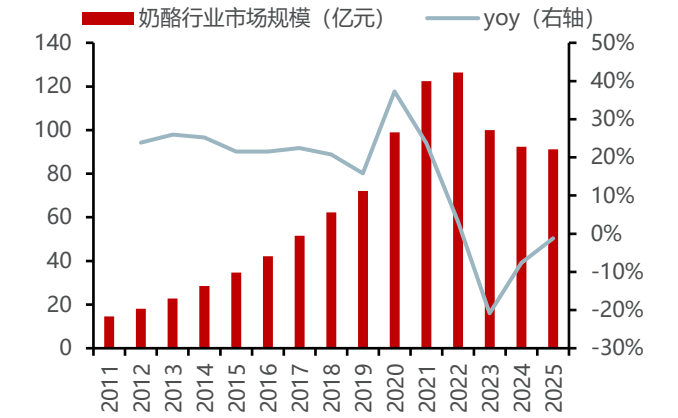
目录

1 行业：B 端需求旺盛，国产替代加速 3
2 妙可蓝多：BC 双轮驱动打开成长空间 6
3 盈利预测与投资建议 9
3.1 盈利预测假设与业务拆分 9
3.2 估值分析 10
3.3 投资建议 11
4 风险提示 12
插图目录 14
表格目录 14

1 行业：B 端需求旺盛，国产替代加速

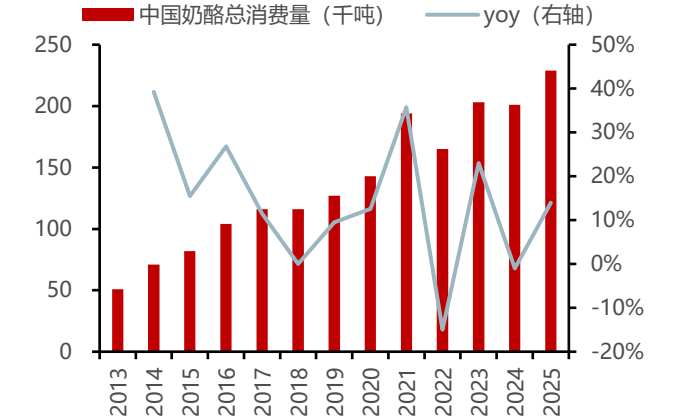
早期奶酪棒打开消费场景，行业迅速扩容。我国奶酪行业早期主要由西餐场景导入，经过海外品牌培育后 2017 年行业规模突破 50 亿元，2018 年后妙可蓝多通过休食属性的奶酪棒成功打开新消费场景，推动行业快速扩容，国内新兴品牌涌现，2018-2020 年行业复合增速超 25%。大单品模式下短期内大量竞争者涌入带来产品同质化，行业阶段性供给过剩、竞争加剧， 2022 年行业同比增速回落至小个位数，2023-2025 年行业复合增速-4.5%。

图1：中国奶酪行业市场规模（零售口径）



资料来源：欧睿，国联民生证券研究所

图2：中国奶酪总消费量

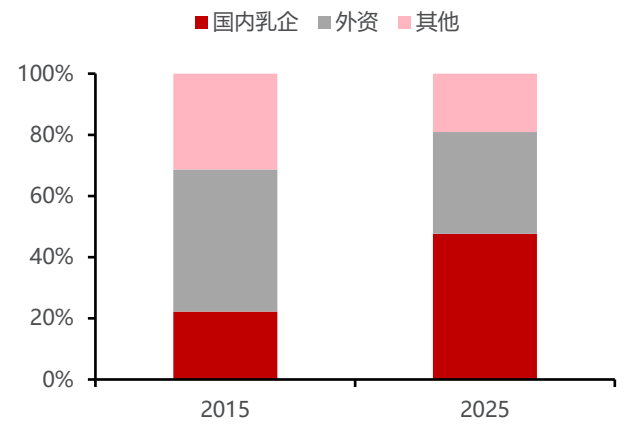


资料来源：美国农业部，国联民生证券研究所

国内乳企市占率提升，妙可蓝多为国内奶酪龙头。我国奶酪行业的早期参与者以百吉福、贝勒、安佳等外资品牌为主，2018 年以来国产品牌进入奶酪市场，妙可蓝多通过口味更适配国内的儿童奶酪棒快速打开消费场景，并通过广告投放、抢占下沉终端等方式快速打开知名度。2021 年中国奶酪进口价格上行，国内乳企依靠进口天然奶酪后加工制成再制干酪出售，原材料成本增加，进一步压缩利润空间抢占市场份额，2021 年妙可蓝多超越百吉福（21.4%）市占率达到 32.7%。根据欧睿数据，2025 年国内乳企市占率 47.6%、外资市占率 33.3%，前三分别为妙可蓝多 33.8%、伊利 13.3%、贝勒 11.0%。

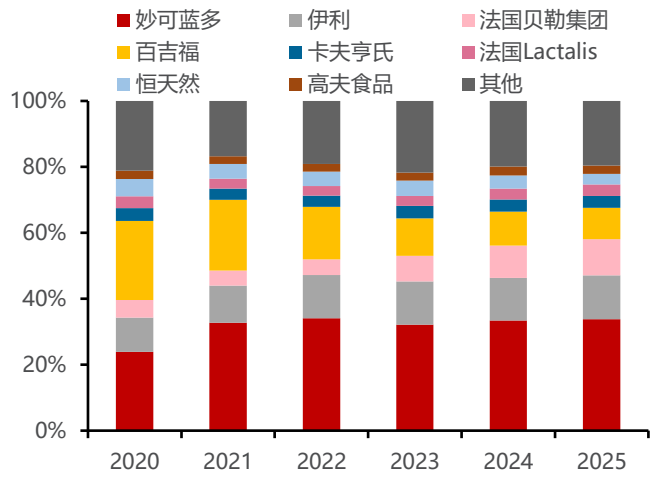
仅供内部参考，请勿外传！

图3：奶酪内外资乳企市占率



资料来源：欧睿，国联民生证券研究所

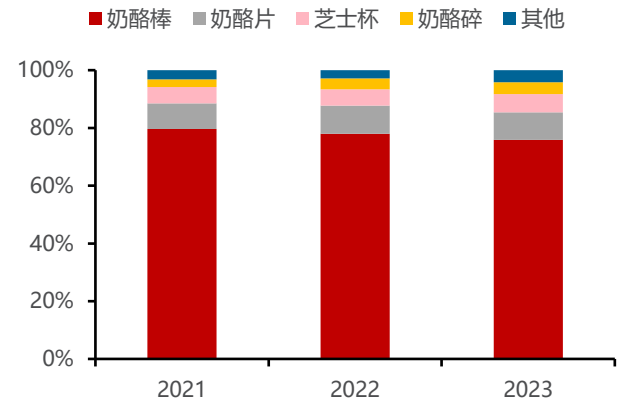
图4：奶酪分品牌市占率



资料来源：欧睿，国联民生证券研究所

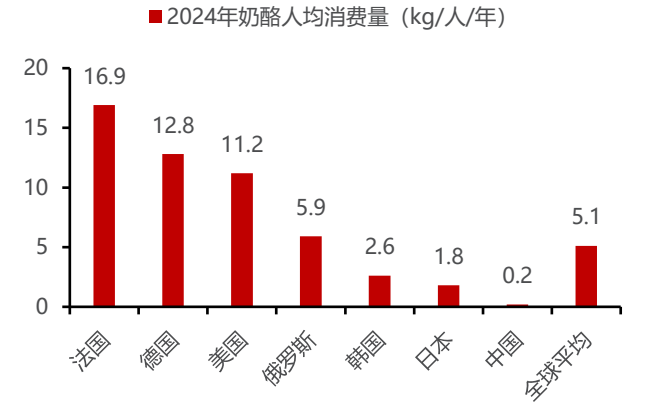
需求端：B 端需求旺盛，C 端培育空间广阔。当下我国奶酪行业仍有较大扩容空间，1）B 端：奶茶、烘焙及西餐连锁场景的拓展带动 B 端奶酪需求快速提升，根据恒天然最新财报，我们预计中国 B 端奶酪行业需求增速 20%+，妙可蓝多 2024 年收购蒙牛奶酪业务后补足 B 端短板，构建较为完整的产品矩阵，开发国产原制系列“两油一酪”，同时公司重点提升大客户开发和服务能力，推进 B 端市场开拓。2）C 端：根据欧睿数据，当前我国奶酪人均消费量约为日本 1/10，且远低于全球平均水平，C 端培育空间广阔，居民饮食习惯改变为长期慢变量，但 B 端的场景教育和渗透有望带动 C 端奶酪餐桌消费。

图5：我国奶酪行业产品结构



资料来源：尼尔森，国联民生证券研究所

图6：我国奶酪消费仍有较大提升空间



资料来源：欧睿，乳界链 DiaryLink，国联民生证券研究所

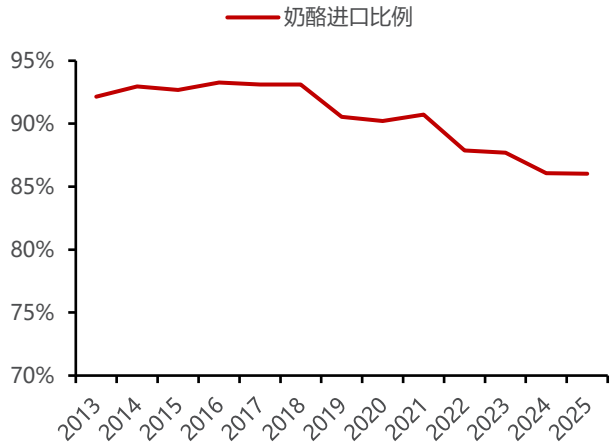
供给端：成本优势、政策扶持，国产替代进程有望加速。当前国内企业主要使用进口干酪加工再制奶酪，根据美国农业部数据，我国奶酪进口比例维持在 80%以上，进口水平较高，我们预计或主因：1）国内原奶价格偏高，叠加国内奶酪消费习惯培育缓慢，奶酪国产化进程较缓；2）乳制品深加工对生鲜乳质量、设备工艺要求较高，过去国内牧场养殖规模化程度限制生鲜乳质量，同时深加工所需研发和设备等储备不足、依赖进口。当前国内原奶价格低于海外原奶，采购端国内乳企具备一定成本优势，政策端扶持国内深加工乳企、针对欧盟进口乳制品反补贴调查，有望推动国内奶酪深加工工艺和设备国产化。

图7：国内与海外原奶价格对比



资料来源：ifind，国联民生证券研究所（注：大包粉按 1：8 复原为原奶）

图8：我国奶酪进口比例



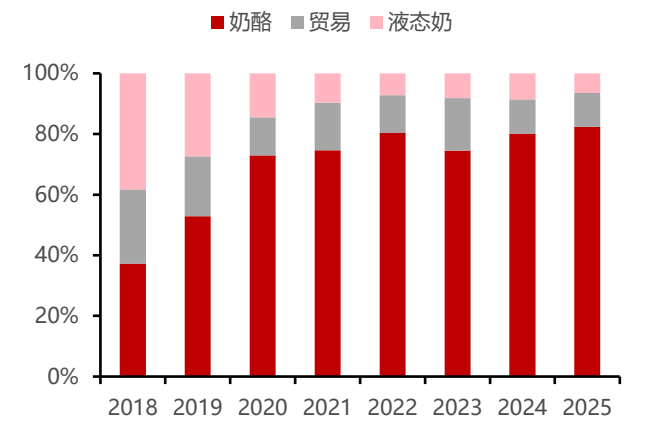
资料来源：美国农业部，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

2 妙可蓝多：BC 双轮驱动打开成长空间

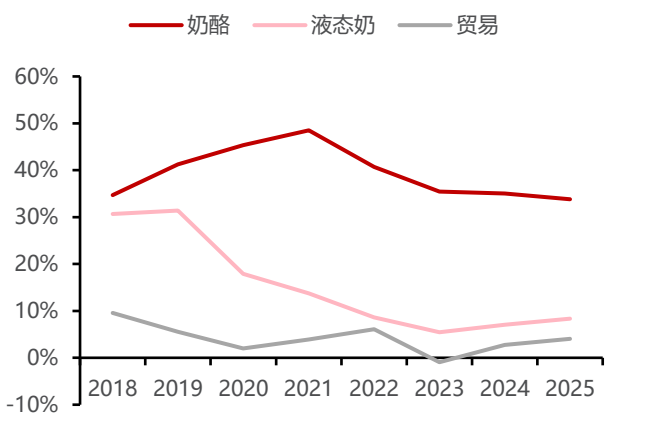
业务结构：奶酪构成核心业务，BC 两端三大系列。公司主要产品包含奶酪、贸易和液态奶，25 年收入占比分别为 82%/11%/7%。26H1 公司划分新口径，将原归入“贸易”类别下的奶酪及液态奶产品分别纳入奶酪、液态奶统计，新增其他类主要为公司奶粉及黄油等乳制品；新口径下公司奶酪/液态奶/其他收入占比分别为 88%/5%/7%。公司奶酪业务可按系列进一步拆分为即食营养/餐饮工业/家庭餐桌三大系列，24 年收入占比分别为 55%/35%/10%，B 端与蒙牛合力加速渗透、餐饮工业收入快速增长，C 端积极拓展客群和消费场景，逐步从儿童奶酪棒走向多元客群，即食营养、家庭餐桌系列稳步增长。

图9：公司分产品收入结构



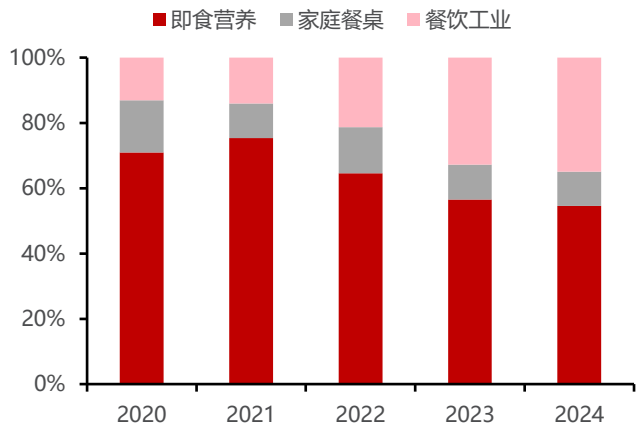
资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图10：分产品毛利率



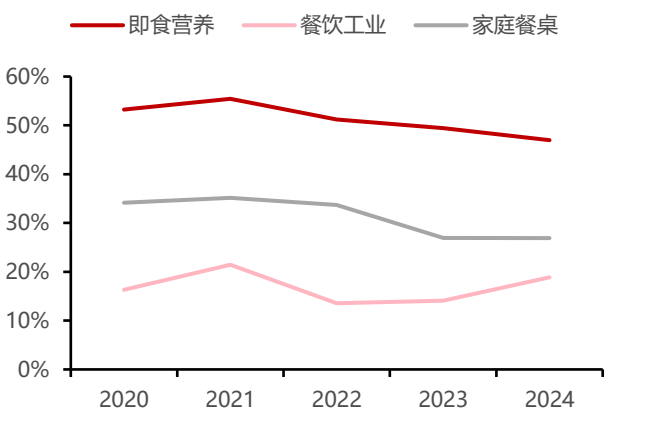
资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图11：奶酪细分系列收入结构



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图12：奶酪细分系列毛利率

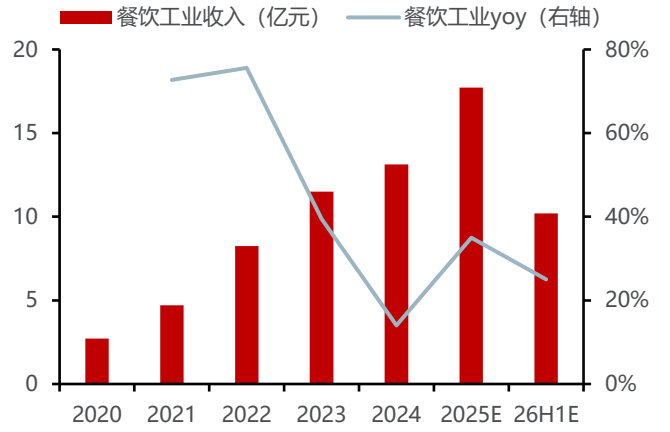


资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

B 端：受益行业高景气，餐饮工业系列快速增长，为公司后续核心增长驱动。2024 年妙可蓝多完成蒙牛奶酪业务 100%股权收购，产品及渠道资源形成优势互补，26 年上半年公司 B 端收入增速超 20%。1）产品：蒙牛旗下奶酪品牌爱氏晨曦主营稀奶油、黄油，妙可蓝多餐饮工业系列核心品类为马苏里拉、马斯卡彭奶酪等，整合后公司形成“两油一酪”全品类优势，为 B 端客户提供一站式奶酪解决方案。2）渠道：爱氏晨曦大 B 客户包括百胜中国等，妙可蓝多 B 端客户主要合作西快、烘焙及茶饮龙头，客户资源形成有效互补，26 年以来公司已在西式快餐、烘焙、茶咖、工业及中餐五大渠道取得突破，核心客群进一步渗透。

图13：餐饮工业系列收入及增速



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所（2025 年及以后未单独披露餐饮工业数据，考虑到数据可比性，此处 2025、2026H1 为预测值）

图14：餐饮工业系列产品

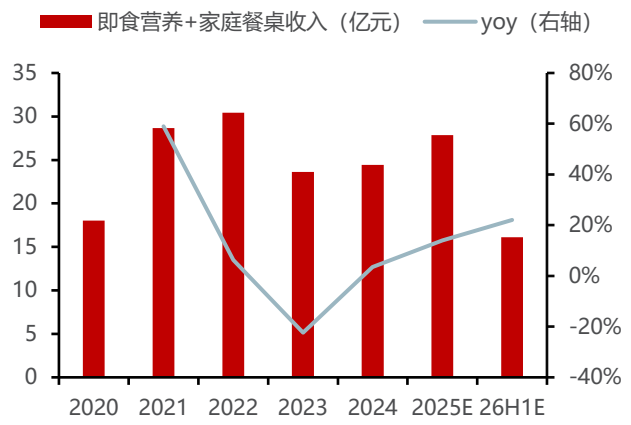


资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

C 端：奶酪棒份额相对稳定，成人即食、家庭餐桌贡献增量。公司基本盘奶酪棒受出生人口下降、同质化及低价竞争、渠道库存扰动影响，过去几年收入增速有所波动，目前奶酪棒市场相对成熟，公司已形成多层次奶酪棒矩阵，产品持续迭代创新巩固份额及盈利。我们认为后续 C 端增长更多来自人群拓展及场景延伸，1）成人即食：奶酪天然具备蛋白质、钙和乳脂风味优势，满足成人消费者对高蛋白、低糖、轻负担、便携营养和口感创新需求，公司推出奶酪小三角、奶酪小粒等成人休食奶酪拓展消费人群；2）家庭餐桌：奶酪棒的休食属性偏向冲动消费，而奶酪片、马苏里拉、黄油和涂抹奶酪等进入早餐、家庭烘焙等场景后或可提升消费频次、形成稳定复购，伴随奶酪在 B 端场景的消费教育，后续 C 端奶酪餐桌渗透率有望加速提升。

仅供内部参考，请勿外传！

图15：即食营养+家庭餐桌系列收入及增速



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所（2025 年及以后未单独披露即食营业、家庭餐桌数据，考虑到数据可比性，此处 2025、2026H1 为预测值）

图16：即食营养及家庭餐桌系列产品



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测假设与业务拆分

公司作为中国奶酪赛道龙头，行业高景气、市占率稳步提升，BC 双轮驱动下营收有望实现高增，规模效应、精细管理下盈利有望改善。核心假设如下：

收入：预计 26-28 年收入增速分别为 18.7%/20.7%/18.0%。1）奶酪：公司 B 端奶酪所处赛道高景气、C 端成人及餐桌系列持续培育，26 年上半年公司 B、C 端收入均实现 20%增长，有望打开成长空间，我们预计 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。考虑到奶酪消费渗透率持续提升、人均消费量提升空间广阔，行业高景气；公司 C 端份额稳定、B 端持续突围，蒙牛加持后竞争力有望全方面提升，预计 26-28 年奶酪业务整体收入增速分别为 23.3%/22.5%/20.0%。2）液态奶：公司聚焦奶酪业务，26H1 液态奶收入双位数下滑，后续预计延续当前趋势，持续剥离液态奶业务，预计液态奶 26-28 年收入增速分别为-20%/-10%/-10%。3）贸易：公司乳清蛋白粉产能预计 26 年投产，27 年开始贡献收入，预计贸易业务 26-28 年收入增速分别为 8%/20%/10%。

利润：预计 26-28 年归母净利润增速分别为 191.6%/42.4%/30.0%。1）毛利率：公司 B 端收入增速高于 C 端，但考虑到奶酪收入占比提升、原料国产替代，预计 26-28 年毛利率分别为 29.1%/29.7%/30.4%。2）费用率：公司内部持续精细化管理和供应链整合，与蒙牛合作实现资源共享，减少重复投入，有望降低运营成本、提升内部组织效率，预计 26-28 年销售费用率分别为 17.6%/17.1%/17.1%；管理费用率分别为 4.0%/4.0%/4.0%。考虑到公司产品结构优化空间、收入扩大后有望释放规模效应，叠加公司持续推进精细化管理和供应链整合，内部组织效率有望持续提升；此外与蒙牛合作实现资源共享，减少重复投入，预计 26-28 年归母净利率分别为 5.2%/6.1%/6.7%。

综上，我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 66.9/80.7/95.2 亿元，同比+18.7%/20.7%/18.0%；归母净利润分别为 3.5/4.9/6.4 亿元，同比+191.6%/42.4%/30.0%。

仅供内部参考，请勿外传！

图17：盈利预测与拆分

单位：百万元	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1744.3	2846.8	4478.3	4829.5	5322.2	4843.8	5633.0	6685.8	8072.2	9521.5
yoy	**42.3%**	**63.2%**	**57.3%**	**7.8%**	**10.2%**	**-9.0%**	**16.3%**	**18.7%**	**20.7%**	**18.0%**
奶酪	921.3	2074.3	3334.9	3868.7	3137.1	3757.0	4615.2	5690.6	6971.0	8365.1
yoy	102.2%	125.2%	60.8%	16.0%	-18.9%	19.8%	22.8%	23.3%	22.5%	20.0%
%收入	52.8%	72.9%	74.5%	80.1%	58.9%	77.6%	81.9%	85.1%	86.4%	87.9%
液态奶	476.9	413.5	430.0	348.9	333.8	401.4	364.9	292.0	262.8	236.5
yoy	1.9%	-13.3%	4.0%	-18.9%	-4.3%	20.2%	-9.1%	-20.0%	-10.0%	-10.0%
%收入	27.3%	14.5%	9.6%	7.2%	6.3%	8.3%	6.5%	4.4%	3.3%	2.5%
贸易	342.9	357.4	704.0	600.0	567.3	530.7	623.3	673.2	807.8	888.6
yoy	14.5%	4.3%	97.0%	-14.8%	-5.4%	-6.4%	17.4%	8.0%	20.0%	10.0%
%收入	19.7%	12.6%	15.7%	12.4%	10.7%	11.0%	11.1%	10.1%	10.0%	9.3%
毛利率	**31.6%**	**35.9%**	**38.2%**	**34.2%**	**23.9%**	**28.3%**	**29.0%**	**29.1%**	**29.7%**	**30.4%**
销售费用率	20.6%	25.0%	25.9%	25.2%	17.6%	19.0%	17.8%	17.6%	17.1%	17.1%
管理费用率	6.4%	4.9%	7.7%	5.0%	2.8%	5.5%	5.2%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用率	1.3%	1.4%	0.9%	1.1%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
财务费用率	3.3%	1.0%	-0.7%	-0.4%	0.5%	1.0%	1.0%	1.2%	1.0%	0.8%
归母净利润	19.2	59.3	154.4	137.6	60.1	113.6	118.5	345.5	491.9	639.4
yoy	**80.7%**	**208.2%**	**160.6%**	**-10.9%**	**-56.3%**	**89.2%**	**4.3%**	**191.6%**	**42.4%**	**30.0%**
归母净利率	**1.1%**	**2.1%**	**3.4%**	**2.8%**	**1.1%**	**2.3%**	**2.1%**	**5.2%**	**6.1%**	**6.7%**

资料来源：wind，国联民生证券研究所测算（考虑到新口径无历史可比数据，此处盈利预测与拆分未使用新口径）

3.2 估值分析

我们选取 A 股同类全国性乳企与区域性乳企代表伊利股份、新乳业、光明乳业、三元股份作为可比公司，其中伊利股份为全国化乳企龙头，新乳业为全国化低温乳企龙头，光明乳业、三元股份为地方性乳企，可比公司 2026-2028 年平均估值水平为 20/16/14 倍，我们预计公司 2026-2028 年的 EPS 分别为 0.68/0.97/1.26 元/股，当前股价对应 PE 分别为 28/19/15 倍。可比公司以液态奶业务为主，行业已进入成熟期，估值更多反映现金流与分红能力；公司以奶酪为核心主业，估值或更多反映未来盈利修复及赛道成长预期。两者估值驱动不同，直接比较估值绝对值的参考意义相对有限，公司净利率仍处低位，随规模效应释放、产品结构优化及费用率下行，利润弹性或大于传统乳企，其估值或存在一定溢价空间。

仅供内部参考，请勿外传！

表1：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价（元）	EPS（元）				PE（X）			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
600887	伊利股份	26.27	1.83	1.66	2.07	2.23	14	16	13	12
002946	新乳业	14.50	0.85	1.00	1.17	1.33	17	14	12	11
600597	光明乳业	6.77	-0.11	0.26	0.32	0.37	/	26	21	18
600429	三元股份	4.46	-0.15	0.21	0.26	0.32	/	22	17	14
	均值						**16**	**20**	**16**	**14**
600882	妙可蓝多	18.78	0.23	0.68	0.97	1.26	81	28	19	15

资料来源：ifind，国联民生证券研究所测算；

注：可比公司数据采用 ifind 一致预期，股价时间为 2026 年 9 月 15 日

3.3 投资建议

公司作为中国奶酪赛道龙头，行业高景气、市占率稳步提升，BC 双轮驱动下营收有望实现高增，规模效应、精细管理下盈利有望改善。我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 66.9/80.7/95.2 亿元，同比+18.7%/20.7%/18.0%；归母净利润分别为 3.5/4.9/6.4 亿元，同比+191.6%/42.4%/30.0%，当前股价对应 PE 分别为 28/19/15 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

仅供内部参考，请勿外传！

4 风险提示

1）新品拓展不及预期。公司后续收入驱动依赖 B、C 两端新品贡献增量，若新品推广或销售表现不及预期，将对公司业绩形成负向影响。

2）原料价格超预期波动。公司奶酪产品的原奶等原材料部分来自国际市场采购，受汇率、奶牛生长周期、存栏量、市场供求等多重因素影响，存在一定波动性，如果奶价大幅上涨，将对公司奶酪产品利润释放造成一定压力。

3）行业竞争加剧。若竞争对手加大投放力度，公司费用投放策略或有调整，盈利能力将受到影响。

4）创始人相关管理与整合风险。公司控制权变更后，创始股东与现有管理层存在历史纠纷及仲裁事项，创始股东所持上市公司股份几乎全部质押，股东层面利益诉求存在分歧。若后续仲裁出现不利裁决、质押股份触发处置条件，可能引发股权结构变动、管理层博弈加剧等治理问题，公司经营业绩造成潜在不利影响。

5）食品安全风险。若行业突发食品质量安全事件，或公司在生产、仓储、物流及终端销售等环节出现产品品质管控疏漏，均可能引发品牌声誉危机，进而对市场销售造成显著影响。

仅供内部参考，请勿外传！

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**5,633**	**6,686**	**8,072**	**9,521**
营业总收入增长率	16.3%	18.7%	20.7%	18.0%
营业成本	4,002	4,743	5,671	6,626
毛利	**1,631**	**1,943**	**2,401**	**2,895**
毛利率	29.0%	29.1%	29.7%	30.4%
营业税金及附加	32	40	48	57
销售费用	1,000	1,177	1,380	1,628
管理费用	290	267	323	381
研发费用	51	60	73	86
财务费用	57	82	82	79
投资收益	61	60	60	60
资产减值损失	-1	0	0	0
信用减值损失	-5	0	0	0
公允价值变动损益	-171	0	0	0
其他收益	67	80	97	124
资产处置收益	2	0	0	0
营业利润	**154**	**457**	**652**	**849**
营业外收支	5	4	4	4
利润总额	159	461	656	853
所得税	40	115	164	213
净利润	**118**	**345**	**492**	**639**
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**118**	**345**	**492**	**639**
归母净利润率	2.1%	5.2%	6.1%	6.7%
归母净利润增长率	4.3%	191.6%	42.4%	30.0%
EBIT	319	479	674	867
EBITDA	593	760	968	1,170
EBITDA 增长率	49.5%	28.3%	27.3%	20.9%
每股收益（元）	0.23	0.68	0.97	1.26

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	118	345	492	639
折旧和摊销	274	281	294	303
营运资金变动	-137	-191	-72	-74
经营活动现金流	**459**	**469**	**739**	**894**
资本开支	-361	-242	-253	-262
投资	-944	-120	0	0
投资活动现金流	**-1,267**	**-202**	**-193**	**-202**
股权募资	79	0	0	0
债务募资	299	177	0	0
支付股利和利息	-37	-87	-89	-89
筹资活动现金流	**314**	**32**	**-124**	**-124**
现金净流量	**-503**	**299**	**422**	**567**

资料来源：公司公告、国联民生证券研究所预测

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	599	899	1,320	1,888
应收账款及票据	218	223	269	317
存货	933	1,120	1,339	1,565
其他流动资产	2,007	2,144	2,180	2,217
流动资产合计	**3,757**	**4,385**	**5,108**	**5,986**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,776	1,908	1,996	2,054
使用权资产	315	315	315	315
无形资产	191	191	191	191
在建工程	396	264	176	117
其他非流动资产	2,024	1,962	1,960	1,959
非流动资产合计	**4,701**	**4,639**	**4,638**	**4,636**
资产合计	**8,458**	**9,025**	**9,746**	**10,623**
短期借款	1,896	2,313	2,313	2,313
应付账款及票据	584	606	725	847
其他流动负债	599	628	739	854
流动负债合计	**3,078**	**3,547**	**3,776**	**4,013**
长期借款及应付债券	383	158	158	158
其他长期负债	435	430	430	430
非流动负债合计	**818**	**588**	**588**	**588**
负债合计	3,897	4,135	4,364	4,601
股本	510	508	508	508
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	**4,562**	**4,890**	**5,382**	**6,021**
负债和股东权益合计	**8,458**	**9,025**	**9,746**	**10,623**

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
回报率（%）				
总资产收益率 ROA	1.46	3.95	5.24	6.28
净资产收益率 ROE	2.60	7.07	9.14	10.62
偿债能力（%）				
付息债务率	31.95	31.88	29.52	27.09
资产负债率	46.07	45.82	44.78	43.32
经营效率				
应收账款周转天数	11.10	11.88	10.97	11.09
存货周转天数	67.76	77.91	78.04	78.87
应付账款周转天数	38.59	39.60	36.73	37.12
总资产周转率	0.70	0.76	0.86	0.93
估值分析（倍）				
P/E	81	28	19	15
P/S	1.7	1.4	1.2	1.0
P/B	2.1	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	19	15	12	10
分红水平				
每股股利（元）	0.00	0.0		
股利支付率（%）	0.00	0.0		
股息收益率（%）	0.00	0.0		



仅供内部参考，请勿外传！

插图目录

图 1： 中国奶酪行业市场规模（零售口径） 3
图 2： 中国奶酪总消费量 3
图 3： 奶酪内外资乳企市占率 4
图 4： 奶酪分品牌市占率 4
图 5： 我国奶酪行业产品结构 4
图 6： 我国奶酪消费仍有较大提升空间 4
图 7： 国内与海外原奶价格对比 5
图 8： 我国奶酪进口比例 5
图 9： 公司分产品收入结构 6
图 10： 分产品毛利率 6
图 11： 奶酪细分系列收入结构 6
图 12： 奶酪细分系列毛利率 6
图 13： 餐饮工业系列收入及增速 7
图 14： 餐饮工业系列产品 7
图 15： 即食营养+家庭餐桌系列收入及增速 8
图 16： 即食营养及家庭餐桌系列产品 8
图 17： 盈利预测与拆分 10

表格目录

盈利预测与财务指标 1
表 1： 可比公司 PE 数据对比 11
公司财务报表数据预测汇总 13

仅供内部参考，请勿外传！

分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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利益。

评级说明

投资建议评级标准	评级		说明
以报告发布日后的 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；北交所以北证 50 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。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

本报告由国联民生证券股份有限公司或其关联机构制作。国联民生证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联民生证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由国联证券国际金融有限公司在香港地区发行。国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的发行与分销。

本报告仅供本公司授权之机构及个人使用，本公司不会因任何人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对任何人的操作建议或任何保证，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事；本公司自营部门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。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、公开传播、篡改或引用，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

无锡 江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 8 楼

上海 上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 B 座 7 层

北京 北京市西城区丰盛胡同 20 号丰铭国际大厦 B 座 5F

深圳 深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室