

2025 年 08 月 26 日

公司研究

评级：增持(首次覆盖)

研究所：

 证券分析师： 刘洁铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn

 证券分析师： 秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn

 联系人： 黄诗汶 S0350124040004
 huangsw01@ghzq.com.cn

B 端表现亮眼，净利率同比改善

——妙可蓝多（600882）2025 半年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2025/08/25

表现	1M	3M	12M
妙可蓝多	-1.4%	4.2%	119.4%
沪深 300	8.3%	15.1%	34.3%

市场数据

2025/08/25

当前价格（元）	27.62
52 周价格区间（元）	11.63-33.46
总市值（百万）	14,142.92
流通市值（百万）	14,142.92
总股本（万股）	51,205.36
流通股本（万股）	51,205.36
日均成交额（百万）	243.68
近一月换手（%）	1.24

事件：

2025 年 8 月 22 日，公司发布 2025 年半年报。公司 2025H1 实现营收 25.67 亿元，同比+7.98%；归母净利润 1.33 亿元，同比+86.27%；扣非归母净利润 1.02 亿元，同比+80.1%。公司 2025Q2 实现营收 13.34 亿元，同比+37.09%；归母净利润 0.51 亿元，同比+42.54%；扣非归母净利润 0.38 亿元，同+44.29%。

投资要点：

■ **上半年奶酪业务双位数增长，B 端表现亮眼。**收入端，2025H1 奶酪业务收入 21.36 亿元，同比增长 14.85%，占主营业务收入比重达到 83.67%（同比提高 1.65pct），奶酪业务细分来看，即食营养/餐饮工业/家庭餐桌系列 2025H1 分别实现收入 10.83/8.16/2.36 亿元，分别同比+0.62%/+36.26%/+28.44%。即食营养奶酪方面，儿童营养奶酪系列已形成涵盖多款不同形态产品的矩阵，全面覆盖儿童食用场景；成人休闲奶酪系列推出奶酪小三角、云朵芝士等新品以及多款功能奶酪产品。公司同时不断拓宽常温奶酪产品品类，奶酪小丸子以及部分奶酪零食入驻零食量贩渠道；针对会员超市推出定制化产品适配高势能渠道的消费场景。家庭餐桌奶酪方面，马苏里拉与奶酪片销量持续增长，黄油表现优异，涂抹奶油奶酪满足消费者早餐和面包、贝果等搭配需求，进一步丰富家庭餐桌奶酪品类；餐饮工业奶酪方面，黄油和稀奶油显著增长，原制奶酪也获得了大客户的认可，奶酪原料国产替代进程持续推进。

■ **销售费用持续优化，净利率同比改善明显。**2025H1 公司实现主营业务毛利率 30.8%，同比-0.32pct，主因餐饮工业/家庭餐桌奶酪收入比例提升。细分看，2025H1 即食营养/餐饮工业/家庭餐桌系列毛利率分别为 47.87%/21.3%/28.02%，分别同比-0.49/+1.98/-0.3pct。费用端，上半年公司销售/管理费用率分别为 17.37%/5.66%，分别同比-5.33/+0.10pct，销售费用率的减少主要系公司广告宣传和差旅会务费用减少所致，管理费用率的增加主要系公司股权激励费用和折旧摊销费用增加所致，上半年计入 1869 万元股份支付费用，2025H1/Q2 公司分别实现净利率 5.18%/3.79%，同比

+1.19/+1.08pct。

- **盈利预测和投资评级：**公司坚持产品创新，BC 双轮驱动，C 端企稳，B 端势头向上，根据 Worldpanel 消费者指数，公司奶酪市场占有率持续稳居行业第一，我们预计在原奶下行背景下，奶酪原料端国产替代的空间仍大，公司同步推动“极致成本”战略落实各项降本增效措施，后续利润弹性有望显著释放。我们预计 2025-2027 年公司的营业收入分别为 53.44/60.72/68.80 亿元，同比增长 10%/14%/13%；归母净利润分别为 2.40/3.50/4.50 亿元，同比 +112%/+46%/+28%；EPS 分别为 0.47/0.68/0.88 元，对应 PE 为 59/40/31x，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**1) 宏观需求疲软；2) 动销不及预期；3) 原材料价格上涨过快；4) 渠道拓展不及预期；5) 食品安全风险等。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4844	5344	6072	6880
增长率(%)	-9	10	14	13
归母净利润（百万元）	114	240	350	450
增长率(%)	89	112	46	28
摊薄每股收益（元）	0.22	0.47	0.68	0.88
ROE(%)	3	5	7	8
P/E	79.20	58.82	40.39	31.46
P/B	2.08	3.04	2.83	2.60
P/S	1.89	2.65	2.33	2.06
EV/EBITDA	26.47	26.39	20.53	16.74

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：妙可蓝多盈利预测表

证券代码:	600882		股价:	27.62	投资评级:	增持	日期:	2025/08/25	
财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标与估值	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力					每股指标				
ROE	3%	5%	7%	8%	EPS	0.23	0.47	0.68	0.88
毛利率	28%	31%	31%	31%	BVPS	8.61	9.08	9.76	10.64
期间费率	26%	25%	24%	23%	估值				
销售净利率	2%	4%	6%	7%	P/E	79.20	58.82	40.39	31.46
成长能力					P/B	2.08	3.04	2.83	2.60
收入增长率	-9%	10%	14%	13%	P/S	1.89	2.65	2.33	2.06
利润增长率	89%	112%	46%	28%					
营运能力					利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
总资产周转率	0.63	0.66	0.70	0.74	营业收入	4844	5344	6072	6880
应收账款周转率	40.13	42.33	42.00	41.78	营业成本	3473	3714	4190	4744
存货周转率	5.35	5.43	5.44	5.42	营业税金及附加	27	29	33	38
偿债能力					销售费用	922	989	1093	1170
资产负债率	43%	44%	43%	43%	管理费用	269	294	307	337
流动比	1.69	1.59	1.63	1.67	财务费用	50	42	50	47
速动比	1.27	1.13	1.20	1.20	其他费用/（-收入）	48	54	61	69
					营业利润	164	336	473	624
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	营业外净收支	-3	5	15	6
现金及现金等价物	2573	2529	2967	3312	利润总额	161	341	488	631
应收款项	129	123	166	164	所得税费用	47	69	100	138
存货净额	574	795	745	1005	净利润	114	272	388	493
其他流动资产	355	592	495	685	少数股东损益	0	31	38	43
流动资产合计	3631	4040	4373	5165	归属于母公司净利润	114	240	350	450
固定资产	1852	1865	1858	1807					
在建工程	154	156	167	187	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
无形资产及其他	2084	2310	2502	2654	经营活动现金流	531	299	806	614
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	114	240	350	450
资产总计	7721	8370	8900	9814	少数股东损益	0	31	38	43
短期借款	1235	1435	1555	1721	折旧摊销	253	283	313	338
应付款项	374	533	509	683	公允价值变动	-17	0	0	0
合同负债	86	82	90	106	营运资金变动	132	-256	122	-203
其他流动负债	452	494	527	582	投资活动现金流	-2009	-660	-575	-427
流动负债合计	2147	2545	2681	3092	资本支出	-350	-373	-395	-403
长期借款及应付债券	683	663	668	678	长期投资	-1715	-350	-250	-100
其他长期负债	481	481	481	481	其他	56	63	69	77
长期负债合计	1165	1145	1150	1160	筹资活动现金流	195	116	58	107
负债合计	3312	3689	3831	4252	债务融资	551	180	125	177
股本	512	512	512	512	权益融资	0	0	0	0
股东权益	4409	4681	5069	5562	其它	-356	-64	-67	-70
负债和股东权益总计	7721	8370	8900	9814	现金净增加额	-1294	-244	288	294

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

胡家东，食品饮料组分析师，复旦大学金融学硕士、同济大学管理学学士，主要负责大酒水板块（白啤黄红）及部分大众品板块。

郝天宇，食品饮料组研究助理，香港大学金融科技学硕士，大连理工大学金融学学士，主要覆盖白酒、黄酒、预调酒等板块。

黄诗汶，食品饮料组研究助理，香港科技大学金融硕士，吉林大学财务管理学士，主要覆盖休闲食品、保健品、软饮料等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些

公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。