

评级变动报告

妙可蓝多 600882.SH



鉴于公司ToB和ToC端的业务超预期增长，我们对公司2026-2028年营收、盈利能力进行调整，并小幅上调估值，核心原因如下：

C端场景深耕与新品渗透：C端奶酪通过深耕汉堡节、咖啡节及麦当劳联名等场景，配合常温奶酪片、奶酪小三角等新品渗透，有望带动收入加速增长。

B端双重红利驱动，高附加值品类渗透率攀升：B端奶酪业务受益于餐饮渠道复苏与国产替代加速的双重红利驱动，原制马苏里拉、马斯卡彭等高附加值核心品类的市场渗透率有望持续攀升。

利润端，历史风险基本出清：原创始人担保风险导致的2025年一次性损失预计将在2026年大致出清，公司基本面已无重大风险隐患。

基于此，我们对公司的短期收入及利润进行了上调，但对公司远期发展的核心逻辑保持不变。经综合评估，我们对妙可蓝多的DDM估值上调了6.15%，目前公司的估值处于低估状态。

公司基本信息



妙可蓝多主营业务为以奶酪为核心的特色乳制品研发、生产与销售，同时覆盖液态奶及贸易等业务。公司奶酪产品以再制奶酪为核心，主要由进口干酪加工制成，原制奶酪占比较低。渠道端，营销网络分为线下与电商渠道，线下渠道进一步细分为零售与餐饮工业渠道，当前已构建覆盖全国的渠道网络。

公司深度评级

所属行业	消费品	成长空间	★★★★☆	DDM估值：价值	158.39亿 (较上期+6.15%)
当前股价	17.11元	盈利趋势	★★★★☆	状态	低估 (上行空间+82%)
总市值	87.27亿	产业格局	★★★★☆		
PE-TTM	78.16	护城河	★★★★☆	动态估值：价值	118.05亿 (较上期+6.63%)
PB-MRQ	1.88			状态	偏低估 (上行空间+35%)

公司盈利预测

妙可蓝多	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入 (亿)	40.5	48.4	56.3	63.5	72.8	76.2	85.0	94.9
归母净利润 (亿)	0.6	1.1	1.2	2.9	4.0	5.1	5.7	6.1
归母净利润增速 (%)	-53.4	80.2	4.4	146.9	34.9	28.7	11.9	7.5
经营性净利润 (亿)	0.6	0.7	2.2	2.4	3.4	4.6	5.2	5.6
经营性净利润增速 (%)	-38.7	11.3	211.8	7.5	42.5	33.1	13.2	8.3
经营性归母净利润 (亿)	0.5	0.7	2.2	2.4	3.4	4.6	5.2	5.6
经营性归母净利润增速 (%)	-38.5	40.0	211.8	7.5	42.5	33.1	13.2	8.3

资料来源：壹评级

估值评级

DDM估值上升+6.15%；上期 149.22亿，本期 158.39亿。动态估值上升+6.63%；上期 110.71亿，本期 118.05亿。

1. 未来三年收入预测的上调：

我们对公司的奶酪业务收入预测进行了上调。具体来看，2026年至2028年，C端奶酪业务收入分别上调了5.9%、5.8%和4.4%至28.5、31.1和34.5亿元，B端奶酪业务收入则分别上调了8.8%、7.8%和4.6%至25、31.5和36.4亿元。此次调整的核心变量，主要源于我们对C端与B端奶酪市占率的预测做出了调整：

C端奶酪市占率：经过评估，我们对公司2026-2028年C端奶酪的市占率大约上调了2个百分点。这一调整主要源于2025年C端奶酪业务（含即食营养与家庭餐桌）增长强劲，市占率突破38%并超出预期，且后续有望持续提升。其核心驱动力在于：一方面，成人休闲零食加速增长，“奶酪小三角”、“云朵芝士杯”等新品正加速渗透市场；另一方面，公司精准卡位山姆及零食量贩等重点渠道，推出的定制款“奶酪坚果脆”深受消费者欢迎。

B端奶酪市占率：经过评估，我们对公司2026-2028年C端奶酪的市占率大约上调了1个百分点。这一调整主要基于B端奶酪业务（餐饮工业）增长超预期。我们认为后续市占率有望继续提升，核心驱动力在于：1）连锁大客户快速放量，持续拓展茶饮、咖啡及烘焙等增量渠道；2）“两油一酪”加速国产替代，随着吉林、长春等深加工基地投产，公司的整体深加工产能将迎来迅速扩张，原制马苏里拉、马斯卡彭等高附加值核心品类渗透率有望持续攀升。

2. 未来三年归母净利率预测的上调：

鉴于收入端的上调，归母净利润随之相应上调。与此同时，我们将公司2026-2027年的销售费用率分别上调了0.6、0.3个百分点至17.4%、16.9%。此次调整的核心变量，主要为我们对C端奶酪的销售费用率的预测做出了调整：

C端销售费用率：在将销售费用拆分为C端与B端奶酪的假设下，上调了C端奶酪业务的销售费用率约1个百分点，主要考虑到C端奶酪的市占率提升需要靠更大的营销投入支撑。

盈利预测

核心假设及逻辑

业务1：ToC奶酪

收入假设

即食营养+家庭餐桌（ToC）：行业规模方面，未来随着乳制品消费复苏及成人奶酪零食等产品破圈，ToC奶酪市场中长期有望实现销量与价格的双重增长；妙可蓝多在ToC端的市占率预计维持领先地位，核心依托产品力、品牌护城河及蒙牛的渠道赋能，我们预计公司在C端市占率长期维持在40%。

盈利能力假设：

毛利率方面，短期预计C端产品价格仍下降，长期毛利率增长驱动力：1）高附加值产品占比提高；2）极致降本策略。2025上半年公司即食营养和家庭餐桌的毛利率分别为48%/28%，我们认为在2030年时两项C端业务的毛利率分别能达50%/31.3%。

费用率方面：公司核心费用为销售费用：短期受益于品牌收获期、蒙牛协同深化、数字营销发力，销售费用率有望持续优化；长期成人奶酪等产品规模起量后，公司预计将加大投放巩固份额，预计销售费用率会有所提升。管理费用率短期受股权激励影响上升、长期稳定，研发费用率长期保持平稳。

业务2：ToB奶酪

收入假设：

餐饮工业（ToB）：行业规模方面，奶酪在西餐、烘焙、新茶饮等场景的渗透持续加深，驱动B端奶酪行业快速增长；市占率维度，妙可蓝多依托蒙牛供应链与资源赋能，短期依靠性价比的差异化策略提升市场份额，长期随着国产原制奶酪生产工艺升级，预计国产原制奶酪在B端渗透率进一步加速，长期预计公司在B端的市占率抢占10%以上的市场份额。

盈利能力假设：

毛利率方面，短期依托与蒙牛的协同效应，实现采购、生产上面的降本增效；中长期随着国内原制奶酪业务深化及工艺升级，经测算，毛利率有望提升4-5个百分点。

费用率方面预计B端奶酪业务整体费用率显著低于C端奶酪业务，核心系B端聚焦餐饮渠道，无需大规模品牌营销及终端推广投入；长期维度看，伴随业务规模稳步扩张，销售费用率将维持稳定并呈小幅上升趋势。管理费用率短期受股权激励影响上升、长期稳定，研发费用率长期保持平稳。

业务3：贸易及液态奶

收入假设：

贸易：随着公司奶酪业务的发展、国产原制替代比例提升，公司未来预计持续收缩贸易业务，预计2026-28该业务的收入保持下滑。

液态奶：预计未来两年伴随行业复苏，公司液态奶收入有望实现个位数增长；但因与蒙牛存在同业竞争，公司协商预计在2027年下半年退出液态奶业务。

盈利能力假设：

毛利率：

贸易：未来聚焦奶酪、黄油类更高附加值产品的贸易，带动毛利率提升。

液态奶：预计妙可蓝多受益于蒙牛协同效应，通过采购降本增效提高毛利率，2026-2027年预计受原奶价格回升影响，毛利率可能承压。

公司整体业绩预测

妙可蓝多	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	40.5	48.4	56.3	63.5	72.8	76.2	85.0	94.9
归母净利润(亿)	0.6	1.1	1.2	2.9	4.0	5.1	5.7	6.1
归母净利润增速(%)	-53.4	80.2	4.4	146.9	34.9	28.7	11.9	7.5
经营性净利润(亿)	0.6	0.7	2.2	2.4	3.4	4.6	5.2	5.6
经营性净利润增速(%)	-38.7	11.3	211.8	7.5	42.5	33.1	13.2	8.3
经营性归母净利润(亿)	0.5	0.7	2.2	2.4	3.4	4.6	5.2	5.6
经营性归母净利润增速(%)	-38.5	40.0	211.8	7.5	42.5	33.1	13.2	8.3

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

ToC奶酪	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	22.5	24.4	26.7	28.5	31.1	34.5	38.2	42.8
收入增速(%)	-26.1	8.7	9.2	6.8	9.3	10.9	10.7	11.9
经营性净利润(亿)	0.7	0.1	0.7	0.8	1.4	2.2	2.5	2.7
经营性净利率(%)	3.3	0.5	2.8	2.8	4.6	6.3	6.5	6.2
经营性净利润增速(%)	-0.6	-83.0	496.4	6.3	80.7	52.2	14.5	7.3
ToB奶酪	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	8.9	13.1	19.5	25.0	31.5	36.4	41.5	46.8
收入增速(%)	7.6	47.8	48.3	28.3	26.1	15.7	14.0	12.8
经营性净利润(亿)	0.2	0.5	1.3	1.5	1.8	2.4	2.6	2.9
经营性净利率(%)	2.4	4.1	6.4	5.9	5.8	6.5	6.4	6.1
经营性净利润增速(%)	24.0	154.8	133.9	18.6	24.0	28.4	11.6	8.8
贸易	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	5.7	5.3	6.2	5.0	4.9	4.8	4.8	4.8
收入增速(%)	-5.4	-6.4	17.4	-19.5	-2.5	-2.5	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	-0.4	-0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利率(%)	-6.6	-0.0	1.6	0.1	0.1	0.3	0.6	0.9
经营性净利润增速(%)	-511.6	99.5	5276.4	-93.3	-40.5	213.2	127.5	56.9
液态奶	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	3.3	4.0	3.6	4.5	4.8	0.0	0.0	0.0
收入增速(%)	-4.3	20.2	-9.1	24.6	6.1	0.0	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
经营性净利率(%)	2.5	0.2	2.5	2.4	2.9	0.0	0.0	0.0
经营性净利润增速(%)	648.8	-92.5	1339.5	18.9	30.6	0.0	0.0	0.0
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	0.1	1.5	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
收入增速(%)	-9.5	1331.7	-80.9	57.3	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	-0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利率(%)	-7.6	3.4	18.8	3.6	3.5	3.2	3.1	3.0
经营性净利润增速(%)	-118.3	745.0	4.4	-70.1	-2.7	-6.6	-3.0	-3.1

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
ToC奶酪	8.0%	中等	较好	较强	7.5%	17.73	2.7
ToB奶酪	8.7%	中等+	较好	强	7.5%	20.5	2.8
贸易	0.2%	中低-	一般	一般	7.5%	10.31	0.0
液态奶	-	--	一般	一般	7.5%		-
其他	-	中低-	一般	一般	7.5%	10.31	0.0
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
ToC奶酪(亿)	3.7	35.2	38.9	4.4	-	10.5	53.8
ToB奶酪(亿)	1.4	43.7	45.2	3.2	-	9.2	57.6
贸易(亿)	0.9	0.3	1.2	1.0	-	1.8	4.0
液态奶(亿)	1.5	-	-	0.6	-	1.7	2.3
其他(亿)	0.0	0.1	0.1	0.1	-	0.2	0.4
公司整体测算(亿)	7.5	79.4	85.4	9.3	-	23.4	118.0

数据来源：壹评级

DDM估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
ToC奶酪(亿)	18.7	33.5	52.2	4.4	-	10.5	67.1
ToB奶酪(亿)	22.6	47.7	70.4	3.2	-	9.2	82.8
贸易(亿)	1.3	0.2	1.5	1.0	-	1.8	4.3
液态奶(亿)	1.5	-	1.5	0.6	-	1.7	3.8
其他(亿)	0.1	0.1	0.2	0.1	-	0.2	0.4
公司整体测算(亿)	44.2	81.5	125.7	9.3	-	23.4	158.4

数据来源：壹评级

估值确定性

★★★★☆

公司整体估值确定性中等，主要因奶酪仍处于快速增长赛道，但行业景气度受整体乳制品消费环境波动影响；同时公司利润水平波动较大，盈利的整体可预测性一般。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断,不保证所包含信息不发生变更。在不同时期,本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时,本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改,客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用,均不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险,投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有,未经事先书面授权,任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“壹评级”,且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。