

原制奶酪降本增收，国产替代驱动增长

增持(首次)

——妙可蓝多(600882)首次覆盖

2026年06月03日

投资要点:

公司概况: 公司前身成立于2001年,2016年通过收购和资产置换上市。2018年公司推出toC奶酪棒产品后业绩快速增长,2021年公司奶酪产品市占率升至行业第一并保持至今。蒙牛于2021年和2026年分别获得公司的控股权和管理权,2024年蒙牛奶酪业务并入公司,未来公司与蒙牛的协同效应将持续加强。随着toB奶酪业务的发展和原制奶酪项目的推进,公司业务结构趋于均衡,业绩恢复增长。

行业看点: 国产原制奶酪是奶酪行业的重要发展机遇。中国奶酪市场的潜力在供需两端均可得到验证。从需求端看,中国人均奶酪消费量仅日韩水平的1/10,市场规模有较大增长空间;日本奶酪行业发展史在消费者教育、产品本土化等方面对中国奶酪行业具有一定借鉴作用。从供给端看,奶酪生产对原奶的消耗较大,奶酪生产规模的扩大有望改善中国原奶供给过剩的问题。目前,中国奶酪行业对儿童奶酪棒产品较为依赖,随着受众减少,奶酪棒增长乏力,中国奶酪行业近年来市场规模增速放缓,目前市场参与者正在探索第二曲线。中国奶酪企业多采取高举高打策略,在toC奶酪市场已经实现国产替代,但原材料仍高度依赖进口。国产原制奶酪有望减轻中国奶酪行业的进口依赖,并获取toB奶酪的市场份额。

公司看点:

(1) 蒙牛赋能推动公司平稳转型,关注“13434”战略背景下公司新产品开发和并购出海动向。依靠蒙牛赋能,公司toB奶酪业务快速增长,2024年餐饮工业系列收入13.1亿元,对应2020-2024年CAGR为48%,2025年上半年,公司餐饮工业系列收入8.2亿元,同比+36%。2025年上半年,公司即食营养系列和餐饮工业系列占比分别为42%和32%,在toC奶酪业务受消费环境影响出现下滑时,toB奶酪业务的快速增长使得公司在转型和调整阶段的业绩保持稳定。目前公司已提出“13434”战略,我们认为运动营养、功能营养产品的开发、乳清品类的生产技术和应用及并购出海是公司未来一段时间的主要工作。

基础数据

总股本(百万股)	510.05
流通A股(百万股)	510.05
收盘价(元)	19.39
总市值(亿元)	98.90
流通A股市值(亿元)	98.90

个股相对沪深300指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

分析师:

陈雯

执业证书编号:

S0270519060001

电话:

18665372087

邮箱:

chenwen@wlzq.com.cn

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5632.95	6630.65	7780.53	9118.17
增长率(%)	16.29	17.71	17.34	17.19
归母净利润(百万元)	118.49	298.40	442.55	578.42
增长率(%)	4.29	151.83	48.31	30.70
每股收益(元)	0.23	0.59	0.87	1.13
市盈率(倍)	86.09	34.19	23.05	17.64
市净率(倍)	2.24	2.10	1.93	1.74

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

(2) **公司产品、品牌、渠道持续优化。**公司产品迭代升级较快，通过广告投放塑造品牌形象，并完成全国化渠道建设。蒙牛入主后公司产品矩阵进一步丰富，同时公司获得了适用于多品类、全人群的营销手段和销售渠道。产品、营销和渠道能力的持续优化为 BC 双轮驱动构建了坚实的基础。

(3) **原制奶酪项目和“极致成本”战略驱动公司成本下行。**原制奶酪具有较高的技术壁垒，公司是国内少数掌握原制奶酪技术且产能充足的企业之一，2023 年公司正式启动原制奶酪项目。蒙牛为公司提供了充足的原奶供给，公司生产原制奶酪较进口干酪具有成本优势，原制干酪生产规模的扩大有望降低生产成本并提高产能利用率。除原制奶酪项目外，公司于 2025 年启动“极致成本”战略，通过覆盖研发、采购、制造等全链条的协同管理构建成本护城河。

(4) **反补贴税加速 toB 奶酪国产替代。**toB 奶酪产品以原制奶酪或简单加工的再制奶酪为主，公司原制奶酪产品以马苏里拉、马斯卡彭、哈路蜜等新鲜短保奶酪为主，具有口味清淡、新鲜度高等特征，与常见进口干酪保持差异化竞争。公司 toB 奶酪产品更适配国内餐饮、茶饮等下游行业的需求，目前已与百胜中国、星巴克、霸王茶姬等知名客户开展合作。2025 年 12 月起中国对原产于欧盟的进口奶酪征收反补贴税，其中主要欧盟企业税率在 30% 左右，预计欧盟奶酪进口的部分缺口将由国产原制奶酪替代，公司 toB 奶酪业务有望加速增长。

(5) **公司积极探索“奶酪出海”。**公司于 2026 年 2 月 8 日与沙特乳制品企业 SADAFCO 签署备忘录，双方正在商讨在沙特市场拓展奶酪棒业务的合作。沙特是奶酪消费大国，人均奶酪消费量较高，但儿童零食奶酪市场有待开发。若公司与 SADAFCO 达成合作，公司有望借助成熟的奶酪棒技术进入沙特市场。

盈利预测与投资建议：公司是中国奶酪龙头，近年来公司与蒙牛的合作持续加深，依靠蒙牛赋能，逐渐摆脱对 toC 奶酪棒产品的依赖，进入 BC 双轮驱动增长阶段。随着公司原制奶酪生产规模的扩大，公司有望加速原制奶酪国产替代进程，同时实现 toB 奶酪营收高增和奶酪业务毛利率上升。此外，公司于 2026 年 1 月公告确认并购基金和股权投资资产公允价值损失 1.19-1.27 亿元，该事项对 2025 年业绩影响较大，但预计不会影响未来业绩。我们预测 2026-2028 年公司营业收入 66.3/77.8/91.2 亿元，同比+17.71%/+17.34%/+17.19%；归母净利润 2.98/4.43/5.78 亿元，同比+151.8%/+48.3%/+30.7%，以 2026 年 6 月 1 日市值计算 PE 为 34.19/23.05/17.64x。由于其他乳制品企业奶酪业务占比较低，我们选择使用绝对估值法对公司进行分析，计算得到每股价值 27.19 元。综合以上因素，首次覆盖，给予“增持”评级。公司业绩受益于原制奶酪国产替代，针对欧盟奶酪的反补贴税预计加快原制奶酪国产替代进程，公司业绩有望进一步上升。建议关注公司原制奶酪和“极致成本”战略的实施进展、公司产能建设和利用情况，以及公司新产品开发及并购出海的最新动向。

风险因素：需求不及预期；市场竞争加剧；原材料成本波动。

正文目录

1 中国奶酪龙头，toB 奶酪营收占比持续上升	5
1.1 中国奶酪龙头，与蒙牛合作巩固竞争优势.....	5
1.2 蒙牛成为实控人，经营战略趋于稳健.....	5
1.3 公司业绩恢复增长，费用管控能力持续增强.....	6
1.4 聚焦主业，toB 奶酪营收占比持续上升.....	7
2 奶酪行业潜力有待挖掘，原制奶酪是重要发展机遇	8
2.1 对标海外市场，奶酪行业具有较大潜力.....	8
2.2 中国奶酪行业受众偏窄，第二曲线仍在探索阶段.....	10
2.3 奶酪市场“一超多强”，国产替代趋势明显.....	11
2.4 国产原制奶酪是奶酪行业的重要发展机遇.....	12
3 原制奶酪驱动成本下行，toB 奶酪国产替代进展加速	13
3.1 公司产品、品牌、渠道持续优化.....	14
3.1.1 公司产品矩阵丰富，迭代升级速度较快.....	14
3.1.2 广告投放塑造品牌，营销效率持续提升.....	16
3.1.3 “店效倍增”战略加速渠道优化.....	17
3.2 原制奶酪塑造成本优势，反补贴税加速国产替代.....	18
3.2.1 原制奶酪项目和“极致成本”战略驱动成本下行.....	18
3.2.2 反补贴税驱动 toB 奶酪国产替代进展加速.....	21
3.3 员工激励充分，但激励目标实现存疑.....	22
3.4 公司积极探索“奶酪出海”.....	23
3.5 计提减值充分，减值风险解除.....	24
4 盈利预测和投资建议	24
4.1 盈利预测.....	24
4.2 投资建议.....	27
5 风险提示	28
图表 1: 妙可蓝多发展历程.....	5
图表 2: 妙可蓝多股权结构（截至 2026.5.25）.....	5
图表 3: 2019-1Q2026 妙可蓝多营业收入及增长率.....	6
图表 4: 2019-1Q2026 妙可蓝多归母净利润及增长率.....	6
图表 5: 2019-1Q2026 妙可蓝多毛利率、净利率.....	7
图表 6: 2019-1Q2026 妙可蓝多费用率.....	7
图表 7: 2019-2025H1 妙可蓝多营收结构.....	7
图表 8: 常见乳制品对比.....	8
图表 9: 中国人均奶酪消费量(克).....	8
图表 10: 日本奶酪消费量（千吨）.....	9
图表 11: 日本餐饮外卖率（%）.....	9
图表 12: 原奶供需平衡测算.....	10
图表 13: 新生儿及 3-6 岁儿童数量(万人).....	11
图表 14: 奶酪企业新产品开发的主要方向.....	11
图表 15: 2023 年中国奶酪市场结构.....	12
图表 16: 2017-2025 年乳清进口量及进口均价.....	13
图表 17: 妙可蓝多 toB 奶酪业务快速增长.....	14

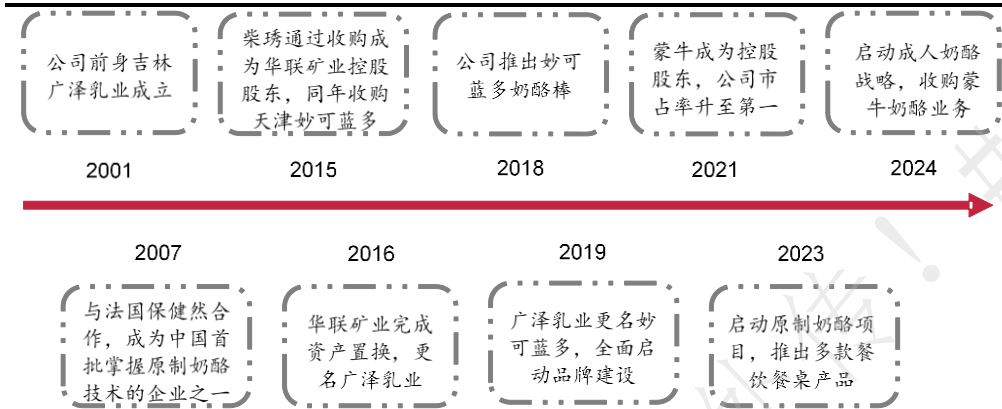
图表 18: 妙可蓝多产品创新历程.....	15
图表 19: 妙可蓝多推出山姆专属奶酪坚果脆.....	16
图表 20: 2017-2025 妙可蓝多终端网点数量 (万个)	16
图表 21: 妙可蓝多品牌建设工作.....	16
图表 22: 2018-2025 妙可蓝多广告宣传费用及占比.....	17
图表 23: 妙可蓝多成为奥林匹克官方合作伙伴.....	17
图表 24: 妙可蓝多销售区域分布逐渐均衡.....	17
图表 25: 经销仍是妙可蓝多的主要销售方式.....	17
图表 26: 2020-2025 年妙可蓝多经销商数量和单经销商创收.....	18
图表 27: 部分掌握原制奶酪或脱盐乳清技术的国内企业	19
图表 28: 中国奶酪消费高度依赖进口	19
图表 29: GDT 切达奶酪价格 (美元/吨)	19
图表 30: 国内原奶成本差距缩小.....	20
图表 31: 自制奶酪与进口干酪成本测算.....	20
图表 32: 2019-2024 年妙可蓝多各类奶酪产能 (吨)	20
图表 33: 2019-2024 年妙可蓝多各类奶酪产能利用率.....	20
图表 34: 妙可蓝多“极致成本”战略	21
图表 35: 中国西式快餐市场规模 (亿元)	21
图表 36: 中国茶饮市场规模 (亿元)	21
图表 37: 妙可蓝多原制奶酪与进口干酪的保质期及价格.....	22
图表 38: 2018-2025 年欧盟进口奶酪数量及占比.....	22
图表 39: 公司目标业绩与实际业绩 (亿元)	23
图表 40: 沙特人均奶酪消费量 (千克/年)	24
图表 41: 沙特奶酪零食市场规模 (亿美元)	24
图表 42: 奶酪业务营收 (百万元) 和毛利率预测.....	25
图表 43: 公司营收 (百万元) 和毛利率预测.....	26
图表 44: 期间费用率预测 (单位: 百万元)	26
图表 45: 盈利预测.....	27
图表 46: 绝对估值法假设.....	27
图表 47: FCFE 估值结果	27
图表 48: FCFE 估值敏感性分析.....	27

1 中国奶酪龙头，toB 奶酪营收占比持续上升

1.1 中国奶酪龙头，与蒙牛合作巩固竞争优势

奶酪棒产品助力公司快速增长，行业第一地位稳固。公司前身广泽乳业成立于2001年，2016年通过收购和资产置换上市。2018年公司推出奶酪棒产品后进入快速增长阶段，成为中国奶酪行业快速发展的最大受益者，2021年公司奶酪产品市占率升至行业第一并保持至今。2021年蒙牛成为控股股东后公司借助蒙牛的原材料、渠道优势进一步强化竞争力，并于2024年收购蒙牛奶酪业务。

图表1:妙可蓝多发展历程

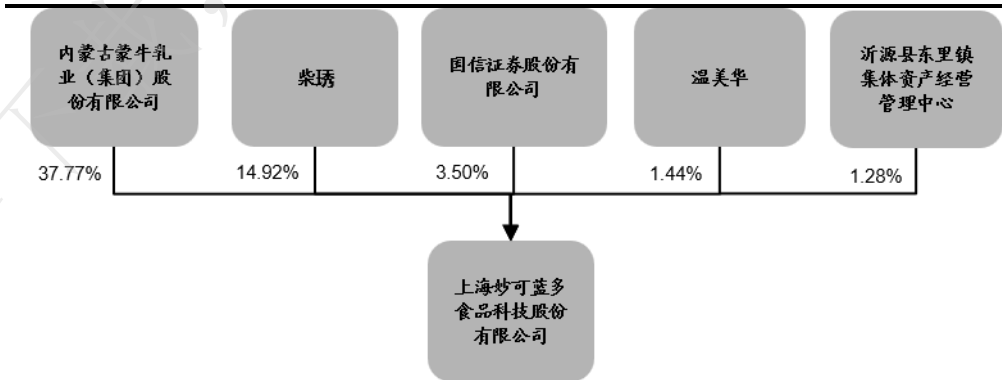


资料来源：公司公告，公司官网，万联证券研究所

1.2 蒙牛成为实控人，经营战略趋于稳健

蒙牛从财务投资者变为实控人，经营战略趋于稳健。2020年，蒙牛以战略投资者的身份成为公司股东，持股比例5%。2021年，蒙牛通过公司认购公司增发股票成为控股股东。截至2026年5月25日，公司控股股东为蒙牛，持股37.77%，第二大股东为公司创始人柴琬，持股14.92%。2026年1月公司发布公告，公司总经理更换为蒯玉龙。蒯玉龙曾在蒙牛负责财务、战略等工作，2021年蒙牛成为控股股东后加入妙可蓝多任行政总裁、财务总监。更换总经理后，蒙牛获得公司的管理权，经营战略未来趋于稳健，同时公司与蒙牛的合作关系有望进一步加深。

图表2:妙可蓝多股权结构（截至 2026.5.25）



资料来源：ifind，万联证券研究所

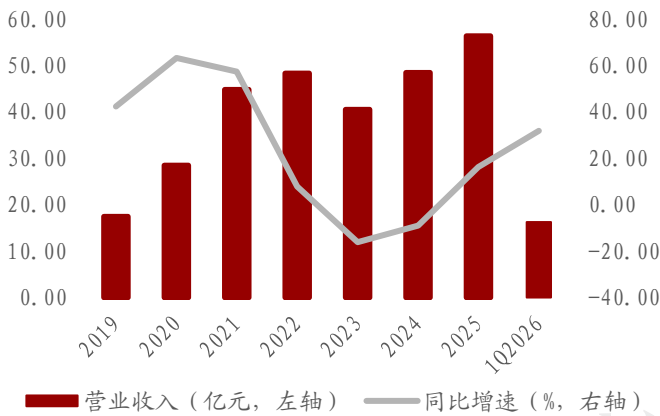
蒙牛和妙可蓝多高管增持提振信心。蒙牛自2021年成为控股股东后于2023年9月-2024年3月和2025年12月-2026年3月两次增持，其中2023年9月至2024年3月期间蒙牛共增持689.73万股，占当时总股本的1.34%；2025年12月至2026年3月期间蒙牛共增持

510.05万股，占公司总股本的1%。妙可蓝多董事兼总经理蒯玉龙先生、董事兼副总经理高文先生、董事会秘书谢毅女士、副总经理兼财务总监李军先生于2026年5月26日至5月27日期间，通过二级市场增持公司股份共计13.27万股，占公司总股本的0.0260%，增持金额共计人民币236.54万元，通过实际行动彰显管理层对公司的发展信心。

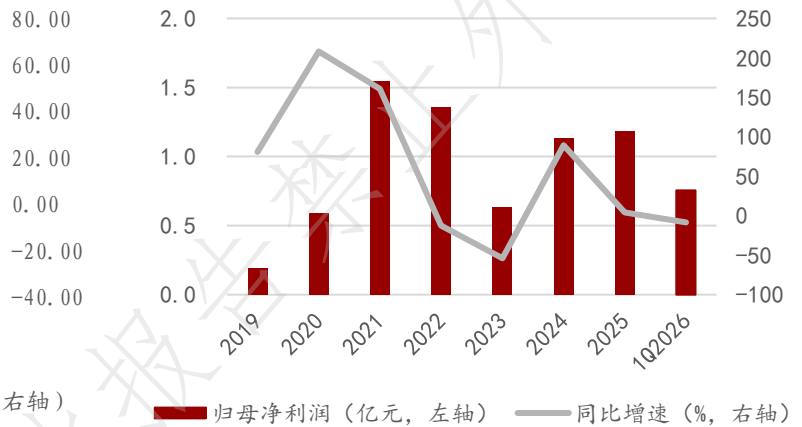
1.3 公司业绩恢复增长，费用管控能力持续增强

公司业绩恢复增长。2021年之前公司通过拳头产品奶酪棒快速开拓市场，并实现营业收入高增速。受奶酪行业规模下滑、原材料成本上升、市场竞争加剧等因素影响，2023年公司业绩大幅下滑。2024年公司注入蒙牛奶酪业务后业绩恢复增长，营业收入同比增速为负主要系公司主动缩减低毛利的贸易业务，聚焦主业。2025年，公司营业收入56.33亿元，同比+16.3%；归母净利润1.18亿元，同比+4.3%，公司归母净利润增速慢于营收增速主要是受计提减值事项影响，我们认为本次计提减值充分，减值风险已经解除。1Q2026，公司营业收入16.26亿元，同比+31.81%，在BC端双轮驱动下实现快速增长；归母净利润0.76亿元，同比-8.2%，主要受股权支付影响；剔除831.75万元(税后)股权激励费用摊销影响，预计1Q2026实现归属于上市公司股东的净利润0.84亿元，同比增长1.80%，实现归属于上市公司股东的扣非净利润0.72亿元，同比增长11.33%。

图表3:2019-1Q2026 妙可蓝多营业收入及增长率



图表4:2019-1Q2026 妙可蓝多归母净利润及增长率

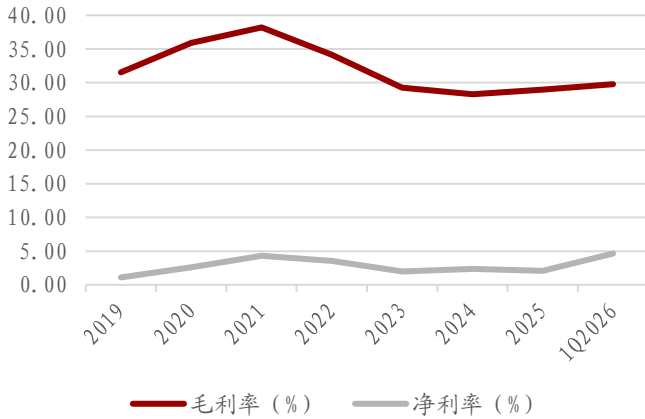


资料来源：同花顺，万联证券研究所

资料来源：同花顺，万联证券研究所

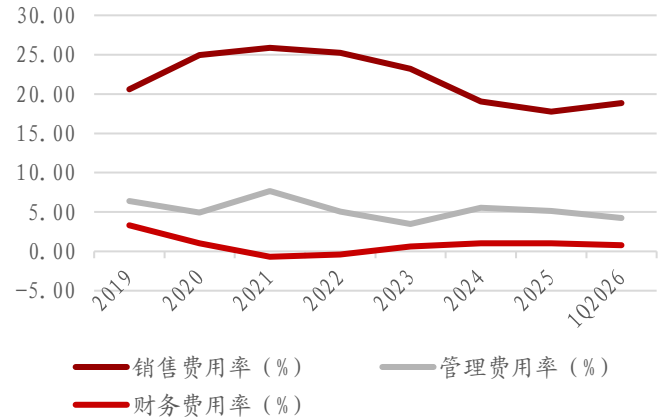
公司盈利能力较为稳健，费用管控能力良好。公司长期通过抢占终端铺货+高销售费用提高市占率，这使得公司的销售费用率持续处于较高水平。受市场竞争激烈、原材料成本上升、业务结构改变等因素影响，2022-2023年公司毛利率和净利率下降。2024年注入蒙牛奶酪业务后毛利率和费用率较低的B端奶酪业务占比进一步上升，毛利率受业务结构改变影响小幅下降，销售费用率大幅下降，净利率小幅上升。2025年，公司毛利率28.95%，同比+0.7pct，主要系公司与蒙牛双品牌协同效应增强及原材料成本下降；净利率2.10%，同比-0.2pct，主要系计提减值事项导致公允价值变动损失较大。2025年公司开始实施“极致成本”战略，2025年公司销售费用率/管理费用率同比下降1.3/0.4pct。1Q2026，公司分别实现毛/净利率29.80%/4.65%，同比-1.69pct/-2.03pct，主要原因为毛利率较低的B端业务迎来突破，收入结构有所改变；实现销售费用率/管理费用率/财务费用率18.87%/4.24%/0.79%，同比分别+2.07pct/-0.73pct/-0.67pct，销售费用率有所提升，主要原因为公司持续加大品牌营销、渠道拓展及市场推广投入。

图表5:2019-1Q2026 妙可蓝多毛利率、净利率



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表6:2019-1Q2026 妙可蓝多费用率

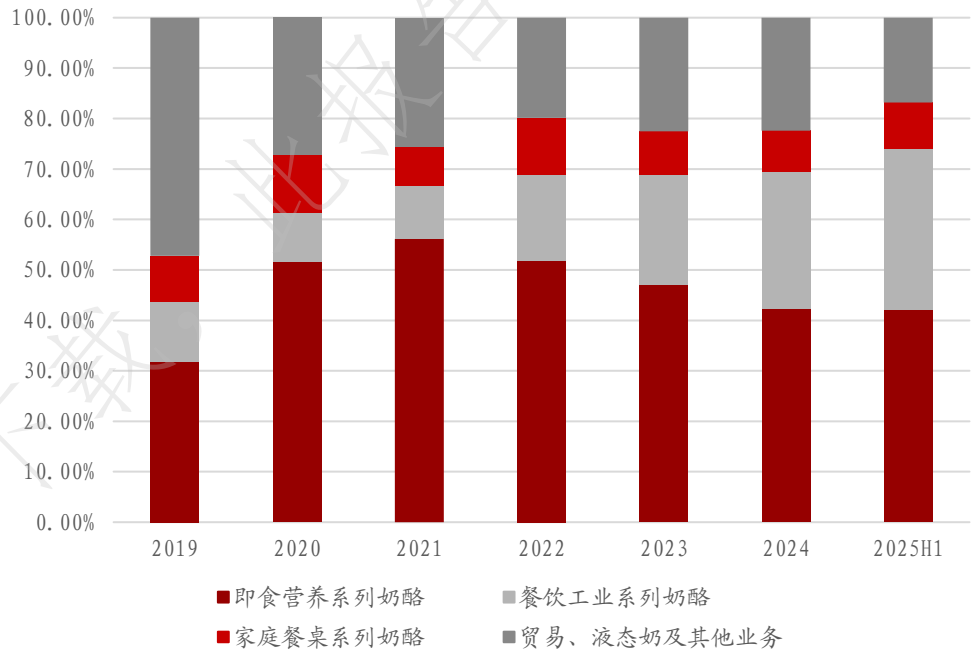


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

1.4 聚焦主业, toB 奶酪营收占比持续上升

聚焦主业, toB 奶酪营收占比持续上升。引入蒙牛之后, 为解决公司与蒙牛同业竞争问题, 公司主动收缩液态奶和贸易业务, 聚焦奶酪主业, 2025年上半年奶酪业务营收占比已突破80%。公司以toC即食营养系列产品进入奶酪市场并成为龙头, 目前即食营养系列仍然占公司营收的40%以上。随着奶酪零售市场增速放缓, 公司高度重视并积极拓展toB餐饮工业系列产品, 在注入蒙牛奶酪业务资源后toB奶酪营收占比已突破30%, 随着公司对茶饮咖啡、烘焙、餐饮等渠道的进一步渗透, toB奶酪有望驱动公司业绩增长。

图表7:2019-2025H1 妙可蓝多营收结构



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

备注: 2025年年报未披露即食营养与餐饮工业系列奶酪各自的营收数据, 因此数据更新到2025年中报。

2 奶酪行业潜力有待挖掘，原制奶酪是重要发展机遇

2.1 对标海外市场，奶酪行业具有较大潜力

奶酪具有营养高、受众广等优势。奶酪是原奶在发酵剂与凝乳酶作用下发酵、凝固形成的固态乳制品，10吨原奶可以制造1吨奶酪，奶酪浓缩了原奶的营养成分，少量摄入奶酪即可实现蛋白质和钙的补充。此外，由于经历发酵过程，奶酪不会引发乳糖不耐受问题，适应人群更为广泛。

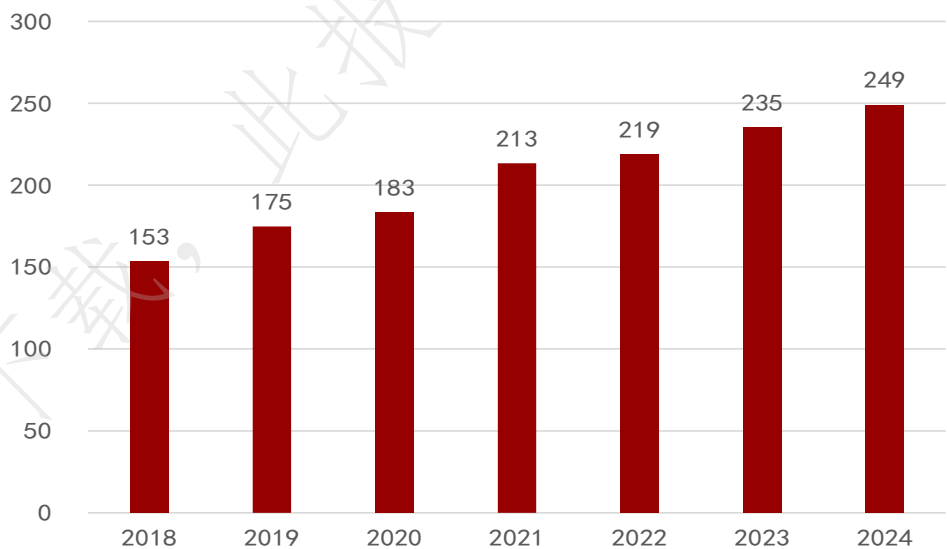
图表8:常见乳制品对比

类别	营养价值、口味和保质期	主要参与者
纯牛奶	巴氏奶基本保留营养成分，保质期短 高温灭菌奶破坏营养成分，保质期较长	蒙牛、伊利、光明等
含乳饮料	通过添加糖、食品添加剂等提高适口性 营养价值大幅下降	李子园、中国旺旺等
酸奶	低温酸奶加入活性乳酸菌，保质期较短 常温酸奶不含活性乳酸菌，保质期较长 保留营养成分，解决乳糖不耐受问题	蒙牛、伊利、君乐宝等
奶粉	除去原奶水分，浓缩营养成分 失去即食/即饮特征，保质期更长	飞鹤、君乐宝等
奶酪	发酵+凝固，浓缩营养成分 解决乳糖不耐受问题	妙可蓝多，奶酪博士等

资料来源：临床营养网，兄弟伊兰公众号，君乐宝知乎机构号，万联证券研究所

以人均奶酪消费量估计，奶酪行业市场规模增长空间较大。根据观研报告网和中国食品安全网，2024年中国人均奶酪消费量249克，2018-2024年CAGR为8.4%。对照与中国饮食习惯较为接近的日本、韩国，中国人均奶酪消费量约为日韩的10%。根据观研报告网，2023年中国奶酪行业市场规模约111亿元，按照日韩人均奶酪消费量估计长期市场规模，我们认为中国奶酪行业市场规模远期有望突破千亿。

图表9:中国人均奶酪消费量(克)



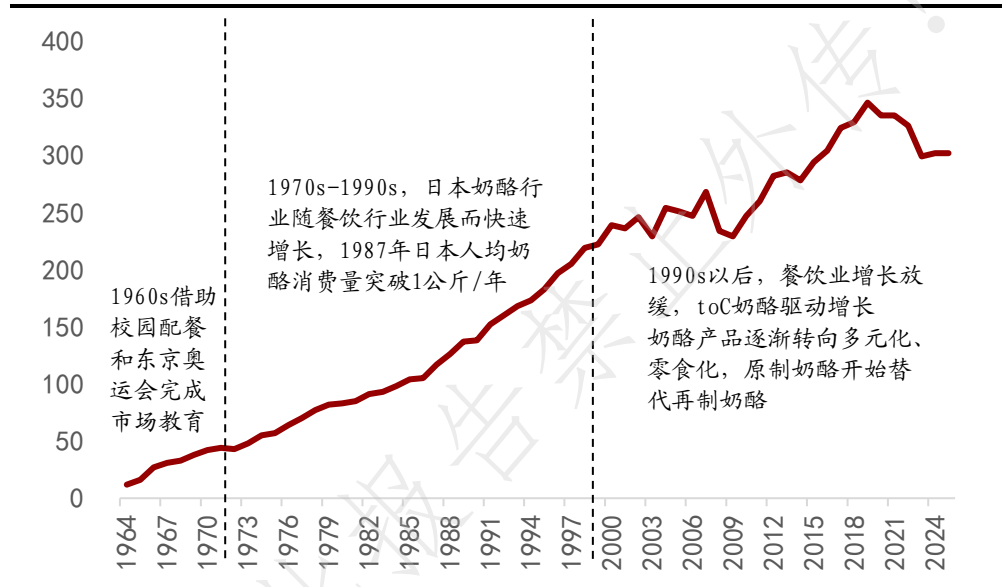
资料来源：观研报告网，中国食品安全网，国家统计局，万联证券研究所

复盘日本奶酪发展史，日本奶酪行业由toB驱动转向toC驱动。日本生产奶酪的记录可以追溯至19世纪末，但奶酪因口味不被消费者接受而发展缓慢。1970年之后，肯德基、麦当劳、必胜客陆续进入日本市场，日本奶酪行业随着西餐（西式快餐）的蓬勃发展迎来快速增长阶段。经济泡沫破灭后，日本餐饮业增速放缓，餐饮外食率回落，toB

奶酪增长陷入瓶颈，日本奶酪行业逐渐转向toC奶酪驱动增长：1) 日本奶酪行业已在20世纪50-60年代培养了大量受众，20世纪90年代的“农村奶酪普及”事业进一步提高了奶酪产品的渗透率；2) 日本企业因奶酪进口等原因普遍与国际龙头企业展开合作，并通过合作改进再制奶酪生产工艺，最终实现了再制奶酪的国产替代；3) 日本奶酪企业通过调整口味等方式推出本土化产品，适配多元化需求，并通过营销强化奶酪的零食属性。

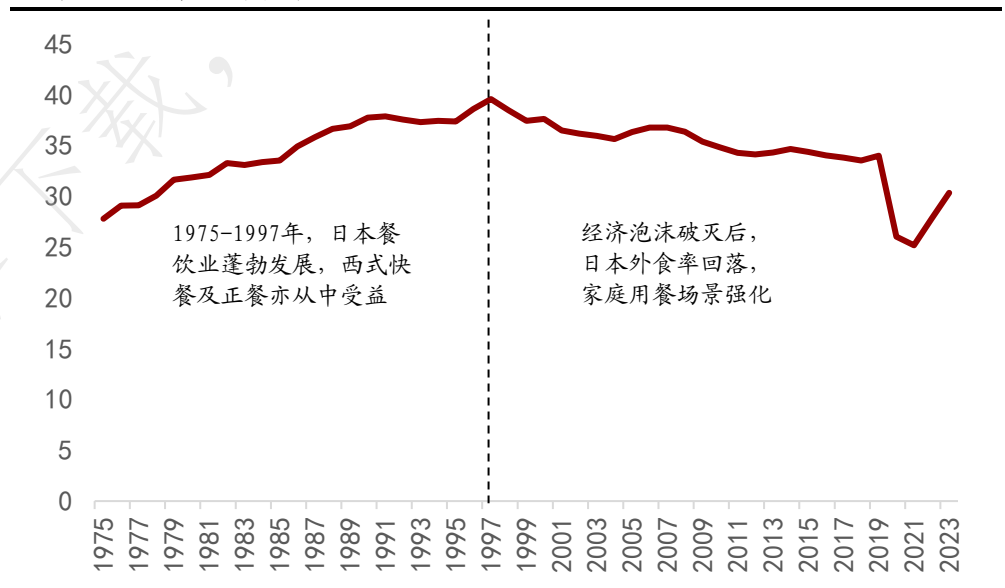
舶来品的发展需要培养受众及消费习惯，日本奶酪行业的发展对中国奶酪行业具有一定借鉴意义。日本奶酪的普及主要发生于20世纪50-60年代：1) 为应对1964年东京奥运会和1970年大阪世博会的西餐需求，日本积极探索和推出西餐烹饪技法，奶酪也随着西餐烹饪技法在广播电视传播；2) 1954年日本执行《学校给食法》，乳制品是中小学配餐的必需品之一，1963年日本将奶酪纳入学校配餐食谱，奶酪从学校开始普及。中国奶酪的普及主要通过餐饮实现，目前沿海城市已充分接受西餐文化教育，并催生了烹饪、儿童零食等细分需求，但多数地区对奶酪的接受度仍然较低，通过校园营养早餐等方式提高渗透率具有一定参考价值。

图表10:日本奶酪消费量(千吨)



资料来源: USDA, 万联证券研究所

图表11:日本餐饮外食率(%)



资料来源: 日本餐饮协会, 万联证券研究所

从供给端来看，奶酪行业有望在原奶供给过剩阶段加速增长。因养殖端利润较高、政策支持等，全国奶源基地建设加速，2023年全国奶牛存栏量较2020年增加28.3%，同时奶牛单产随养殖技术进步而上升，我们测算2023年原奶产量较2020年增加了近2000万吨。国内原奶产量的增加部分替代了进口大包粉、婴配粉，但也造成了供给过剩的问题。2024年奶牛养殖行业进入去产能周期，奶牛存栏量缓慢下降，但产能过剩问题仍然严重。我们根据国家统计局提供的人均奶制品消费量（不含奶酪等干乳制品和含乳饮料等原奶含量较低的产品）数据测算原奶供需平衡，考虑到中国原制奶酪产能较少、含乳饮料原奶添加量较低，中国原奶供给过剩问题较为严重。在各类乳制品中，奶酪较其他乳制品原奶消耗量更大，且可长时间储存，适当扩大奶酪等易贮存深加工产品规模有利于改善原奶供给过剩问题，且相对奶牛去化等直接减少供给的方式更温和。

图表12:原奶供需平衡测算

	2020	2021	2022	2023	2024
奶牛存栏量(万头)	505	574	635	648	620
奶牛单产(吨/头)	8.3	8.7	9.2	9.4	9.6
原奶产量(万吨)	4192	4994	5842	6091	5952
大包粉及婴配粉进口量(万吨)	131.43	153.68	130.09	100.01	84.71
液态奶进口量(万吨)	103.98	102.32	74.55	57.07	43.43
进口原奶量(万吨)	1155	1332	1115	857	721
中国原奶供给量(万吨)	5347	6326	6957	6948	6673
中国人均奶制品消费量(千克)	38.3	42.3	42.0	42.4	41.5
中国人口(亿人)	14.12	14.13	14.13	14.12	14.11
中国原奶消费量(万吨)	5408	5975	5933	5987	5855
原奶过剩供给(万吨)	-61	350	1025	962	818

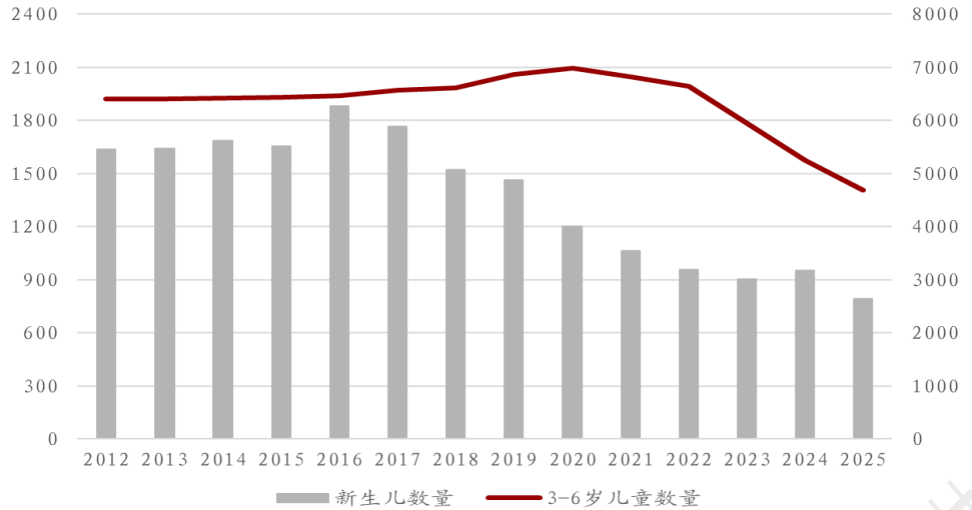
资料来源：观研报告网，艾格农业调研，国家统计局，奶业经济观察，万联证券研究所

2.2 中国奶酪行业受众偏窄，第二曲线仍在探索阶段

奶酪行业高度依赖奶酪棒产品。外资品牌百吉福在2004年针对儿童零食赛道推出了奶酪棒产品并进行消费者教育，2018年开始妙可蓝多、蒙牛、伊利等国内企业先后推出奶酪棒产品并定位儿童零食赛道，并通过高营销投入加速奶酪棒销售规模的增长。根据观研报告网，2023年奶酪棒占奶酪销售额比重超过70%，其他产品中芝士杯仅占6.3%、toB和toC均有销售的奶酪片、奶酪碎累计占比13.6%。

新生儿数量下降，奶酪棒“捆绑”儿童零食的弊端已经显现。经过长时间的消费者教育，奶酪棒产品的儿童零食定位深入人心。根据妙可蓝多公告，我们将奶酪棒的主要受众定义为3-6岁儿童。2017年以来新生儿数量持续下降，3-6岁儿童数量从2022年的6636万快速下降至2025年的4683万，受众减少使奶酪棒销售规模出现明显下滑，最终导致市场竞争加剧。

图表13:新生儿及3-6岁儿童数量(万人)



资料来源:国家统计局,数据GO,万联证券研究所

奶酪企业积极寻求第二曲线,新产品的增长潜力仍需检验。为了保持增长,奶酪企业在尝试扩大奶酪棒产品受众的同时挖掘其他奶酪产品的潜力,两种方式都伴随着新产品的开发和市场检验过程。我们根据公司官网和媒体报道整理了奶酪企业新产品开发的主要方向,由于多数产品推出的时间较短,新产品的增长潜力仍需检验。

图表14:奶酪企业新产品开发的主要方向

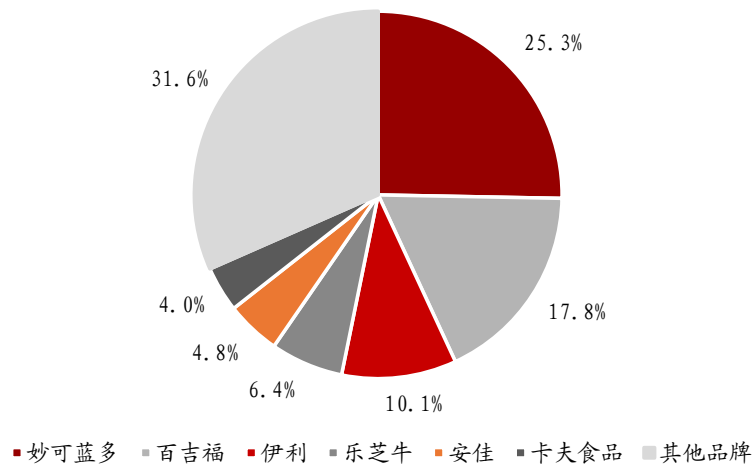
新产品开发类别	新产品开发方向	具体目标	典型产品
奶酪棒	奶酪棒的细分产品	识别奶酪棒客户的功能性、便携性等需求,并针对性推出新品	伊利吸食性奶酪 妙可蓝多常温奶酪棒 蒙牛高钙奶酪棒
	产品受众扩容	扩大奶酪棒受众,如7-15岁青少年、健身人群等,或者通过“药食同源”等属性向健康食品转型	妙可蓝多参酪乳系列 飞鹤Supernova奶酪系列 酪神世家五维素颜奶酪
其他产品	toB餐饮工业	结合茶饮咖啡、烘焙甜品、餐饮等方向推出原料类产品	三元股份马苏里拉 妙可蓝多原制马卡里彭
	toC家庭餐桌	推出家庭厨房原料或和食品企业联合推出含奶酪的即食食品	伊利岩烧乳酪酱 妙可蓝多x盐津铺子鳕鱼奶酪肠
	宠物奶酪	推出满足宠物消化能力的奶酪产品,抢占蓝海市场	处于产品开发阶段,暂无

资料来源:Foodaily每日食品,新浪证券,公司官网,万联证券研究所

2.3 奶酪市场“一超多强”,国产替代趋势明显

奶酪市场呈“一超多强”结构,国内龙头品牌市占率持续上升。奶酪行业的早期参与者以百吉福、乐芝牛、安佳等外资品牌为主,2018年以来国产品牌进入奶酪市场,并通过广告投放、抢占终端等方式抢占市场份额,2021年妙可蓝多市场份额超越百吉福,成为市场龙头。根据观研报告网,2023年市场占有率最高的是妙可蓝多(25.3%)、百吉福(17.8%)和伊利(10.1%),除百吉福外其他外资品牌(乐芝牛、安佳、卡夫食品等)市占率均不足10%。在奶酪棒陷入瓶颈的情况下,规模较大的龙头企业通过新产品开发扩大受众群体,市场占有率进一步提升。

图表15:2023 年中国奶酪市场结构



资料来源：观研报告网，万联证券研究所

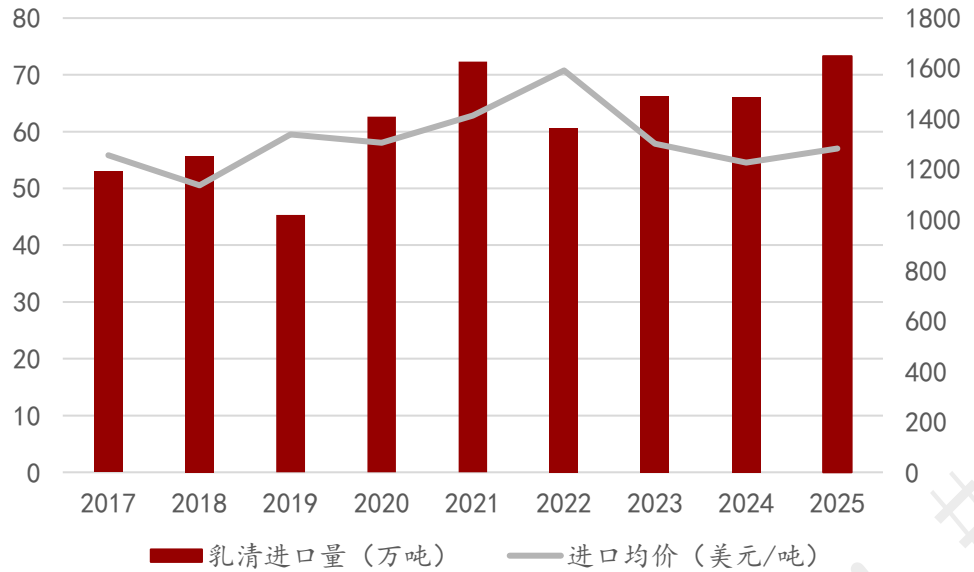
2.4 国产原制奶酪是奶酪行业的重要发展机遇

原制奶酪是再制奶酪和奶酪制品的原料，toB方向应用广泛。奶酪可以分为原制奶酪、再制奶酪和奶酪制品，其中原制奶酪指原奶发酵、凝固而产生的固态乳制品，再制奶酪和奶酪制品指在奶酪的基础上添加水、食品添加剂等成分得到的奶酪产品，再制奶酪、奶酪制品的口味更优，但营养成分下降。目前市场上常见的奶酪棒等零售奶酪产品大多为再制奶酪或奶酪制品，原制奶酪一般用于烘焙、餐饮等行业或者作为toB或toC再制奶酪、奶酪制品的原料。

新国标实施后对奶酪产品的要求提高，原制奶酪市场规模增加。《食品安全国家标准再制干酪和干酪制品》（GB 25192—2022）于2022年12月30日修订，新国标将2010版国标的再制奶酪进行了划分，再制奶酪产品的原制奶酪添加量要求从15%上升至50%，原制奶酪添加量15-50%的奶酪产品被定义为奶酪制品。新国标实施后奶酪企业或者放弃“再制奶酪”标签，或者增加原制奶酪添加量以达到新国标要求。

国产原制奶酪有望减轻进口依赖，降低生产成本和供应链风险。生产原制奶酪的副产物为乳清，乳清可以浓缩制粉，在婴配奶粉、烘焙食品等产品中广泛应用，其中应用于婴配奶粉的乳清粉需要进一步脱盐。由于原料质量、生产成本、技术限制等因素，国内原制奶酪和乳清产能不足，导致国内乳清需求严重依赖进口。根据奶业经济观察，中国乳清进口高度依赖美国和欧盟，贸易政策、汇率波动等风险对国内乳清应用企业影响较大。国产原制奶酪有望减少奶酪和乳清的进口量，降低生产成本和供应链风险。

图表16:2017-2025 年乳清进口量及进口均价



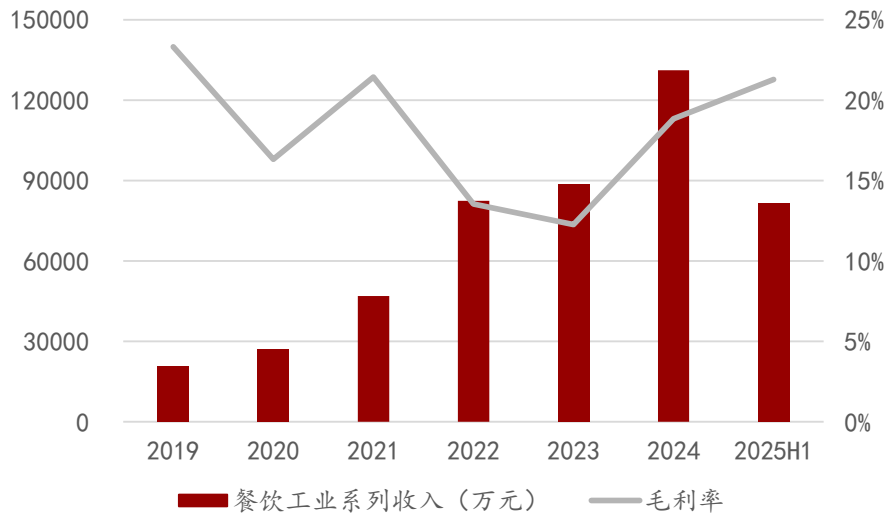
资料来源：奶业经济观察，万联证券研究所

3 原制奶酪驱动成本下行，toB 奶酪国产替代进展加速

蒙牛为公司全面赋能。蒙牛的加入为公司奶酪业务的转型与发展赋能，主要体现在：
 1) 蒙牛奶酪业务注入补充了妙可蓝多产品矩阵，其中toB奶酪业务注入蒙牛及蒙牛旗下爱氏晨曦后实现了“两油一酪”品类协同；
 2) 蒙牛提供了丰富的B端客户资源。蒙牛于2021年创立专业餐饮品牌蒙牛专业乳品，目前已与百胜中国、星巴克、霸王茶姬等头部企业合作，妙可蓝多借助蒙牛覆盖头部企业客户奶酪需求，并随连锁餐饮、茶饮的持续扩张实现增长；
 3) 公司产品包含多款自制奶酪产品，公司对原奶的需求随自制奶酪计划的推进而增加，蒙牛为公司提供了品质可靠的原材料；
 4) 蒙牛提供了适配全人群的toC/toB业务的营销手段。蒙牛长期赞助或冠名多项体育赛事、综艺节目，并通过与航空航天、国家运动队的长期合作向外界宣传产品质量，妙可蓝多通过与蒙牛共享IP调整品牌形象。

蒙牛赋能推动公司平稳转型。公司早期对即食营养系列产品依赖性较强，2021年即食营养系列和餐饮工业系列收入占比分别为52%和10%。依靠蒙牛赋能，公司toB奶酪业务快速增长，2024年餐饮工业系列收入13.1亿元，对应2020-2024年CAGR为48%，2025年上半年，公司餐饮工业系列收入8.2亿元，同比+36%。在toC奶酪业务受消费环境影响出现下滑时，toB奶酪业务的快速增长使得公司在转型和调整阶段的业绩保持稳定。2025年上半年，公司即食营养系列和餐饮工业系列占比分别为42%和32%，BC双轮驱动战略已初步实现。

图表17:妙可蓝多 toB 奶酪业务快速增长



资料来源:公司公告, 万联证券研究所

公司提出“13434”战略，关注公司新产品开发和并购出海动态。“13434”战略指以消费者为中心，聚焦奶酪、乳脂、乳清三大品类，构建成长营养、膳食营养、运动营养、功能营养四大体系，以B端、C端、并购出海为三大增长引擎，打造产品创新、品牌引领、渠道变革、数智赋能四大核心能力。我们认为“13434”战略中运动营养、功能营养产品的开发、乳清品类的生产技术和应用及并购出海是公司未来一段时间的主要工作。

3.1 公司产品、品牌、渠道持续优化

3.1.1 公司产品矩阵丰富，迭代升级速度较快

产品迭代升级较快，公司产品矩阵丰富。公司2020年以来加速推出新产品，扩充产品矩阵：1) 2020-2023年，公司基于奶酪棒产品进行迭代，推出多款升级版产品，提高儿童零食市场竞争优势；2) 2023年以来公司即食营养系列新产品主要为成人零食，如量贩零食渠道常温奶酪棒、慕斯奶酪杯、“参情酪意”系列产品等，公司通过新产品寻求渠道和受众拓展，减轻对儿童零食产品的依赖；3) 家庭餐桌/餐饮工业系列产品围绕马苏里拉、奶油芝士等产品推新，公司2023年启动原制奶酪计划后陆续推出多款原制奶酪产品。公司除开发新产品外还获取了蒙牛奶酪及爱氏晨曦产品，进一步补充了奶酪及黄油、奶油的产品矩阵。

图表18:妙可蓝多产品创新历程



资料来源: 公司公告, 公司官网, 万联证券研究所

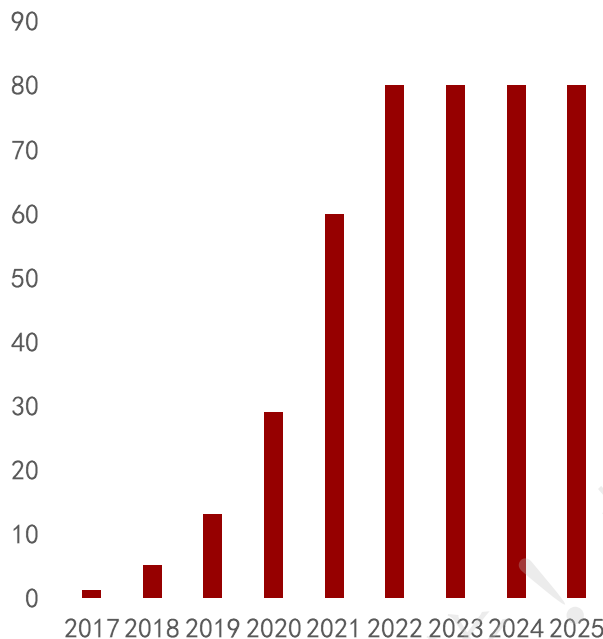
公司将产品研发与渠道创新相结合, 已推出多款定制化专属产品。2021年以来公司采取“低温做精、常温做广”的toC策略, 开发了连锁商超、量贩零食等新渠道, 并与渠道联合推出专属产品。目前, 公司已为好想来、山姆等渠道推出多款定制化专属产品, 利用量贩零食、会员超市的流量和私域运营能力放大公司产品力优势, 获取稳定的产品溢价。

公司新品借助完善的终端网络快速进入市场。公司在推出奶酪棒后快速扩大终端网络, 2021年公司终端网点约60万个, 已覆盖超96%的地级市和85%的县级市, 2022年之后, 公司终端网点稳定在80万个左右。根据观研报告网, 2023年中国奶酪消费中线下渠道占比60%, 公司新品可借助终端网点补货快速触达消费者。

图表19:妙可蓝多推出山姆专属奶酪坚果脆



图表20:2017-2025 妙可蓝多终端网点数量 (万个)



资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

3.1.2 广告投放塑造品牌, 营销效率持续提升

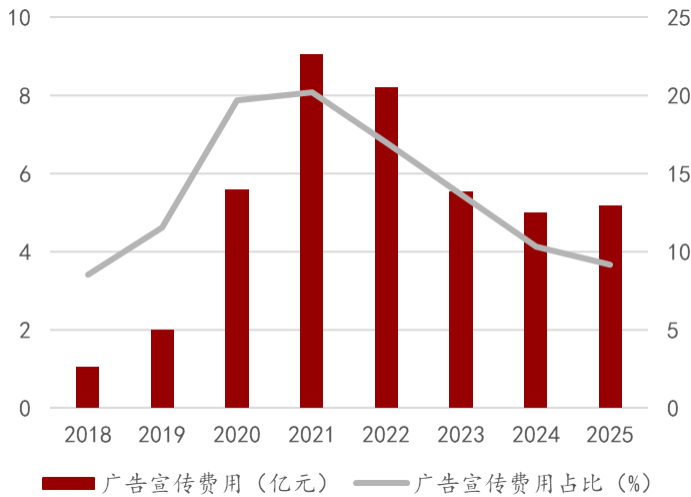
广告投放塑造品牌, 精准营销+蒙牛赋能提高营销效率。公司早期通过投放电视媒体广告、户外媒体广告、签约代言等手段进行营销, 叠加开发奶酪棒产品时签约的“汪汪队”IP联名, 形成了多场景、全人群的营销策略, 成功塑造了品牌形象。2023年是公司产品结构发生重要改变的关键节点, 大量成人休闲零食/餐饮工业/家庭餐桌新品推出, 营销客户群体随之发生重大改变, 公司同时实现广告投入费用下降和市场份额上升的原因包括: 1) 公司在保持户外广告、主流媒体基础营销力度的前提下, 仅在春节、暑期、十一等销售高峰期针对性加大广告投入, 广告投放更加高效; 2) 通过推出渠道专属产品, 将部分营销费用转移至渠道或终端门店; 3) 2025年6月妙可蓝多与蒙牛签订IP权益使用服务合同, 通过与蒙牛共享体育、航天、文旅等IP资源丰富品牌建设手段、扩大广告受众。

图表21:妙可蓝多品牌建设工作

时间	电视媒体	代言/IP联名	其他营销手段
2019年	登陆央视等电视媒体		登录分众传媒
2020年		签约孙俪代言	通过高铁广告、线下推广、新媒体广告等实现多渠道营销
2021年	投放头部卫视, 春节、暑期档加大投入		投放地铁广告; 加大新媒体投入
2022年	独家冠名东方卫视《开播! 情景喜剧》		继续加大新媒体投入
2023年	独家冠名《妈妈咪呀第八季》《潮童天下》等经典节目, 在多部剧集热播期间开展热门话题营销活动		继续加大新媒体投入 开展季节性主题路演、奶酪巴士进乡镇等线下消费者营销活动
2024年		签约王一博代言 孵化多项重点营销IP	开展异业合作
2025年		体育IP+动漫IP+航天IP	联动体育赛事; 联合专业研究机构发布奶酪研究报告

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表22:2018-2025 妙可蓝多广告宣传费用及占比



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表23:妙可蓝多成为奥林匹克官方合作伙伴



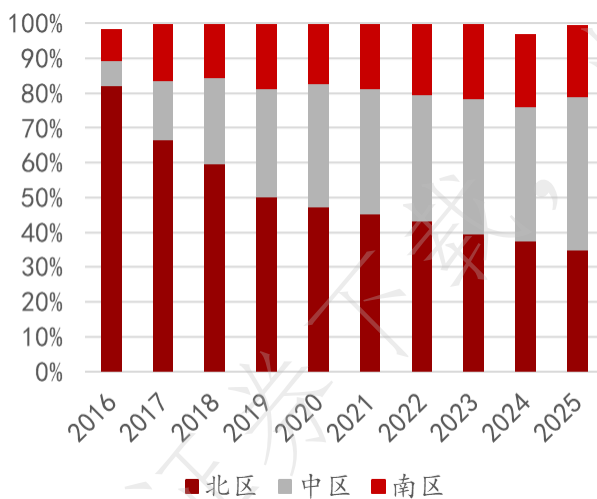
资料来源: 中国新闻网, 万联证券研究所

3.1.3 “店效倍增”战略加速渠道优化

经销商助力公司快速实现全国化布局。公司早期液态奶业务占比较高, 销售布局以东北市场为主。奶酪棒产品较液态奶和其他乳制品利润空间更大, 经销商加入奶酪销售环节的意愿更加强烈。2021年公司经销商数量突破5000家, 较2020年翻倍, 经销商规模的扩大帮助公司迅速扩大终端门店数量, 并降低对北区市场的依赖, 目前公司在北区/中区/南区市场营业收入占比约为40%/40%/20%, 销售区域分布均衡。

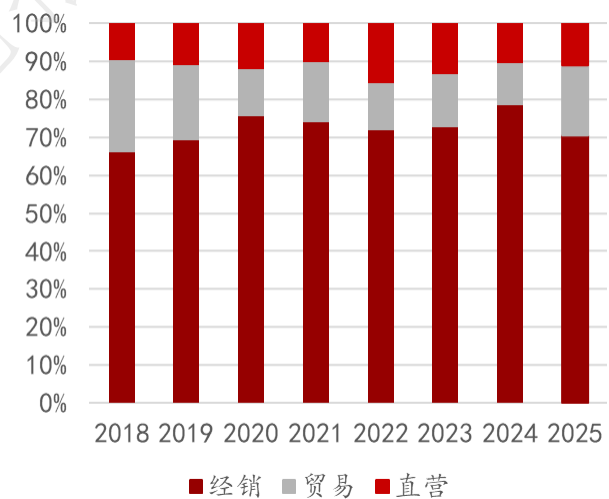
经销模式仍是公司的主要销售模式。toC奶酪销售以线下终端为主要消费场景, 公司线下终端约80万个, 仍需经销商力量覆盖终端门店。目前, 公司直营业务包括电商直营门店和会员超市、量贩零食等大客户直销, 直营收入占公司总收入的10%左右。

图表24:妙可蓝多销售区域分布逐渐均衡



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表25:经销仍是妙可蓝多的主要销售方式

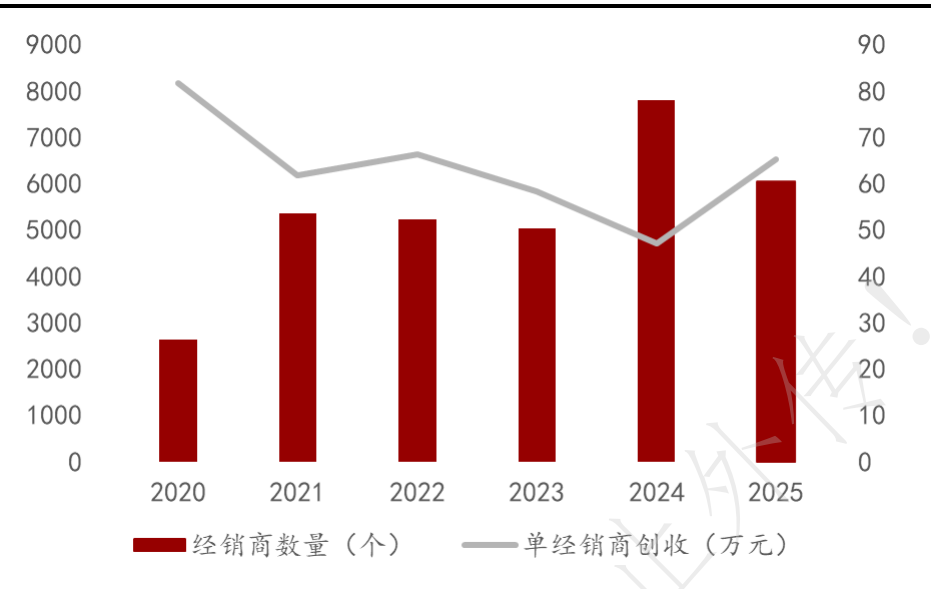


资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

“店效倍增”战略加速渠道优化。快速扩大经销商规模导致单经销商服务终端门店数量出现下滑, 从而减少了单经销商创收, 2024年并入蒙牛奶酪业务后, 公司经销商数量上升至近8000家。2025年开始公司减少经销商数量, 经销收入的增长从“量增”转向“质增”: 1)公司减少妙可蓝多和蒙牛体系非活跃经销商, 并通过执行“店效倍增”

战略提高经销商收入。“店效倍增”的主要工作是构建倒三角组织模型，将资源向终端倾斜，通过优化陈列管理、销售话术等终端策略提高单店动销。公司引导经销商集中资源服务高潜力终端，提高服务水平和收入，无法匹配“店效倍增”的经销商逐渐被淘汰；2) 公司toB业务以核心经销商或直营模式向客户提供产品；会员超市、量贩零食等C端大客户以直营模式向客户提供产品，上述渠道营收的快速增长对经销商数量的要求较低。公司对经销商的举措已初现成效，2025年公司经销商数量下降至6047家，单经销商创收上升至65.24万元。

图表26:2020-2025 年妙可蓝多经销商数量和单经销商创收



资料来源：公司公告，万联证券研究所

3.2 原制奶酪塑造成本优势，反补贴税加速国产替代

3.2.1 原制奶酪项目和“极致成本”战略驱动成本下行

原制奶酪生产壁垒较高。原制奶酪在原材料、生产工艺、资金投入具有较高的生产壁垒：1) 原制奶酪对原奶的品质要求严格，国内仅部分优质牧场的原奶符合生产条件，且高品质原奶还需覆盖婴配粉、高端液态奶等需求，奶酪企业难以获取充足的高品质原奶；2) 原制奶酪的发酵工程对菌群的要求较高，目前国内菌群的研发与规模生产相对落后。原制奶酪的风味受原料、菌群、发酵环境等多重因素决定，规模生产难以保证质量稳定性。原制奶酪的副产物为乳清，国内企业对乳清的利用能力弱；3) 由于原制奶酪工艺复杂，生产厂商需要购置巴氏杀菌机、发酵罐等设备，并配备满足发酵需求的生产环境，固定资产开支较大。目前，国内仅少数头部企业具备规模生产原制奶酪能力并布局原制奶酪产能。

图表27:部分掌握原制奶酪或脱盐乳清技术的国内企业

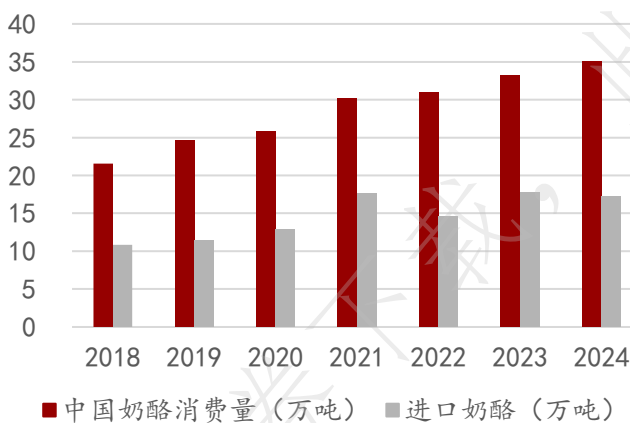
公司	主营业务	技术/产品进展	产能布局
妙可蓝多	奶酪	先后推出哈路蜜煎烤奶酪、马斯卡彭、马苏里拉等原制干酪产品	2022年以来吉林工厂原制干酪产能提升200%;吉林原制奶酪加工项目及长春特色乳品综合加工基地项目正在建设
蒙牛乳业	各类乳制品 奶酪业务已被并入妙可蓝多	推出清洁标签原制马苏里拉	中国乳业产业园八期含马苏里拉产线, 2024年投产
伊利股份	各类乳制品	已推出原制马苏里拉	伊利现代智慧健康谷奶酪智造标杆基地三期含原制马苏里拉、乳清浓缩液等产线, 2025年年底投产
奶酪博士	奶酪	已推出小圆奶酪、马苏里拉芝士碎等原制干酪产品	奶酪博士安徽滁州超级工厂2022年投产, 工厂含原制干酪生产线
乐芙娜	奶酪	具备生产成熟干酪能力	松江工厂2024年10月投产, 工厂含原制干酪生产线
熊猫乳品	各类乳制品	已推出原制马苏里拉	年产6万吨浓缩乳制品改扩建项目已投产, 原制奶酪产能1000吨/年
中国飞鹤	婴配粉	掌握原制奶酪和脱盐乳清生产技术	黑龙江克东生产基地已安装脱盐乳清生产线

资料来源: 公司公告, 公司官网, 乳业时报, FBIF食品饮料创新, 消费钛度, 上观新闻, 黑龙江日报, 万联证券研究所

国内原制奶酪需求高度依赖进口。2024年, 中国奶酪消费量约35万吨, 其中原制奶酪和再制奶酪占比为27.4%和72.6%, 按照再制奶酪(含再制奶酪和奶酪制品)平均奶酪添加量40%估计中国原制奶酪需求约20万吨。根据奶业经济观察, 中国进口奶酪17.26万吨, 考虑到储存和运输的难易程度, 进口奶酪以原制奶酪为主。我们测算进口奶酪约占中国原制奶酪需求的87%。

市场竞争加剧后, 进口奶酪价格波动对公司利润影响加剧。2021年之前公司通过推出高品质新品提升产品销售均价, 产品均价提升速度快于成本上升速度, 展现为毛利率持续上升。2022年进口奶酪价格达到历史最高水平, 公司因缺乏原料替代来源被迫买入较多高价原材料, 同时公司通过产品迭代提高销售均价的策略随着市场竞争加剧而失效。销售价格承压与原材料成本过高是2022-2023年公司毛利率大幅下滑的原因。

图表28:中国奶酪消费高度依赖进口



资料来源: 观研报告网, 中国食品安全网, 国家统计局, 奶业经济观察, 万联证券研究所

图表29:GDT 切达奶酪价格 (美元/吨)

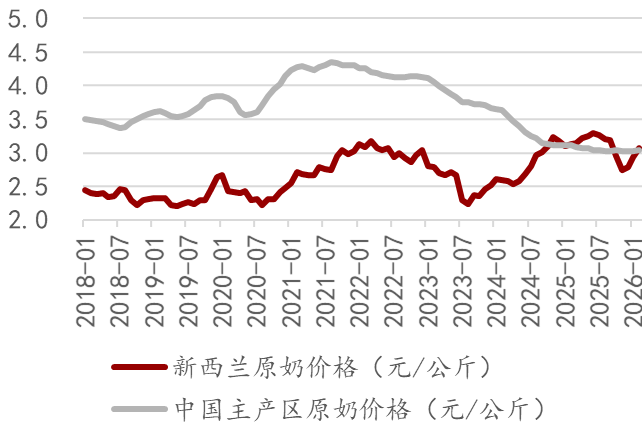


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

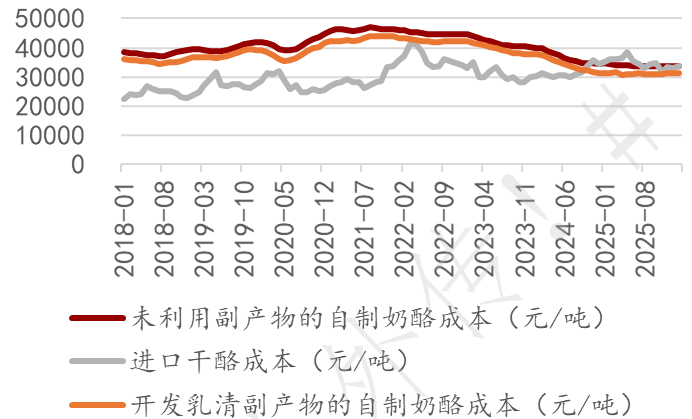
原奶价格支持原制奶酪国产替代, 蒙牛奶源保障公司原料质量。长期以来, 国内原奶价格较新西兰等牛奶主产国高1元/公斤左右, 导致国产原制奶酪成本存在10000元/吨左右的劣势。因此, 即使国内企业较早掌握原制奶酪技术, 成本差距也会驱动国内企业选择进口奶酪。随着原奶产能的扩张, 市场呈现供过于求, 国内原奶价格与国外差距缩小, 利好国产原制奶酪生产。同时, 公司背靠蒙牛奶源, 原奶质量较有保障。

乳清副产品的开发支持公司加速推进原制奶酪国产替代，驱动成本下行。自制奶酪的副产物为乳清（粉），生产1吨奶酪可以获得9吨乳清或0.4吨乳清粉，考虑到公司已推出乳清产品人参乳清蛋白粉，公司乳清副产物可以得到充分应用。我们根据公司的成本构成估计了自制奶酪的人力成本和制造费用，根据海运报价估计了进口干酪的运输成本，并根据国内原奶、乳清粉价格和进口干酪价格测算了自制奶酪和进口干酪成本。随着国内原奶价格的下降，公司自制奶酪的成本优势逐渐显现，公司利用乳清副产物替代外购乳清粉可以减少自制奶酪成本2500-3000元/吨，较进口干酪有5-10%的成本优势。随着公司乳清产品的研发，公司乳清副产物的价值有望进一步增加，加速推进原制奶酪国产替代进程。

图表30:国内原奶成本差距缩小



图表31:自制奶酪与进口干酪成本测算

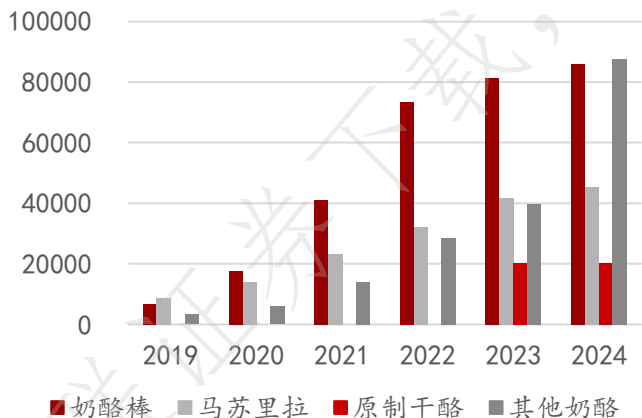


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

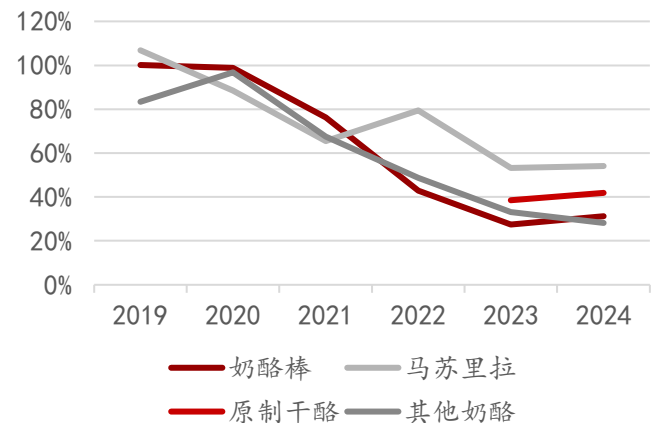
资料来源: 同花顺, 通乐兴官网, 公司公告, 万联证券研究所

产能利用率逐渐恢复，成本下行仍有空间。公司2020年完成定增并启动上海、吉林和长春产能基地建设，公司产能随项目推进而快速扩大。受限于市场竞争加剧，公司奶酪产品产量增长放缓，导致产能利用率大幅下滑。2024年7月公司并表蒙牛奶酪，产能和产量相应有所增加。2025年，公司奶酪产能25.33万吨，产能利用率42.15%，较2024年上升6.9pct。未来产能利用率继续上升的路径有二：一是公司原制奶酪替代进口干酪，原制奶酪生产线产能利用率上升；二是以原制奶酪产品为基础的toB奶酪业务持续增长，根据公司公告，2025年公司部分定制化产品出现阶段性缺货，公司可通过闲置产线改造等方式利用闲置产能。

图表32:2019-2024年妙可蓝多各类奶酪产能(吨)



图表33:2019-2024年妙可蓝多各类奶酪产能利用率



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

“极致成本”战略预计提高公司盈利能力。2025年公司启动“极致成本”战略，将其作为构建核心竞争力的成本护城河。公司通过覆盖研发、采购、制造等全链条的协同

管理，推动组织效率与能力升维。

图表34:妙可蓝多“极致成本”战略



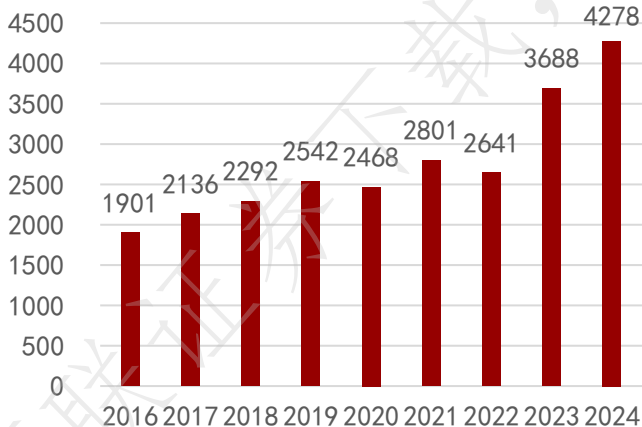
资料来源：公司官网，万联证券研究所

3.2.2反补贴税驱动 toB 奶酪国产替代进展加速

品牌+品质壁垒导致toB奶酪长期由海外品牌主导。与注重适口性等特点的toC消费品奶酪不同，toB奶酪一般作为下游行业的食品原料，更加注重奶酪的品牌和品质：1）部分高品质奶酪如菲达奶酪、帕达诺奶酪、帕马森奶酪等受欧盟原产地命名保护，国内企业生产同类奶酪只能更换名称销售（如采用其他通用名称），进口奶酪具备品牌优势；2）餐饮、烘焙连锁看重产品质量稳定性，国产奶酪生产技术存在差距；3）国内奶酪企业缺乏原制奶酪能力，且国产奶酪相对进口奶酪存在成本劣势。

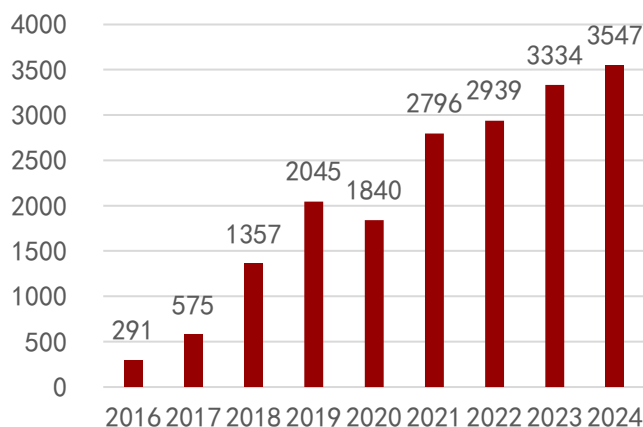
toB奶酪需求处于快速增长阶段，支持国产toB奶酪进入市场。toB奶酪产品主要应用于餐饮、烘焙、茶饮等场景。2016-2024年，中国西式快餐/茶饮市场规模CAGR为10.7%/36.7%。下游行业的增长带动toB奶酪规模增长，支持国产奶酪进入toB市场。

图表35:中国西式快餐市场规模（亿元）



资料来源：艾媒咨询，万联证券研究所

图表36:中国茶饮市场规模（亿元）



资料来源：艾媒咨询，万联证券研究所

公司主推新鲜奶酪，适配中国餐饮消费场景。国产奶酪运输半径更短，生产保鲜要求

高的短保奶酪更具优势，妙可蓝多的原制奶酪产品包括马苏里拉、马斯卡彭等，多数产品保质期不超过6个月。新鲜原制奶酪发酵时间更短，相对适合国人口味，同时与切达、帕马森、帕达诺等常见进口硬质奶酪差异化竞争。新鲜奶酪口味清淡的特点更适配茶饮等行业对奶酪的需求，目前茶饮是公司toB奶酪增长最快的渠道。

图表37:妙可蓝多原制奶酪与进口干酪的保质期及价格

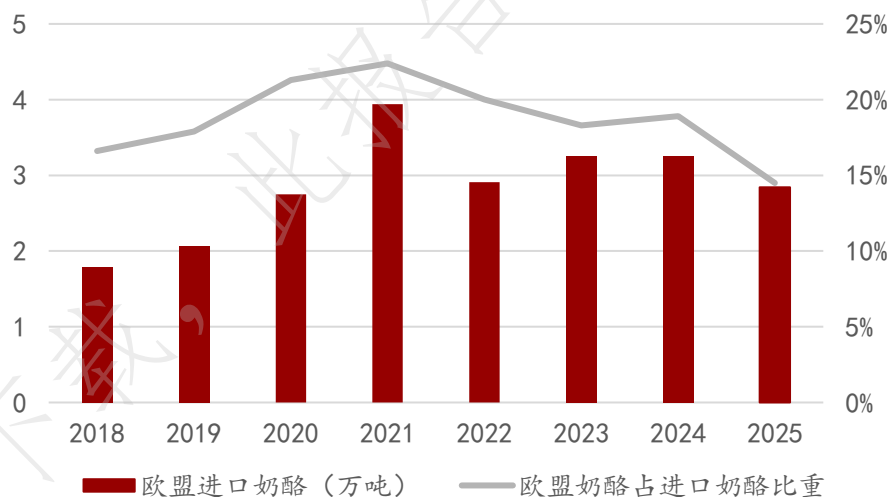
品牌	奶酪品种	产地	保质期	储藏方式	价格
妙可蓝多	马斯卡彭	中国	180天	2-8℃冷藏	32.38元/500克
	马苏里拉			0-7℃冷藏	43.5元/400克
贝拉斯	曼彻格	西班牙	720天	冷藏	175元/500克
柏札莱	帕马森	意大利	365天	3-7℃冷藏	165元/1000克
贝斯隆	高达	荷兰	365天	冷藏	55元/500克
法兰希	布里	法国	365天	冷藏	36元/125克
多多尼	菲达	希腊	365天	冷藏	48元/200克

资料来源：淘宝，万联证券研究所

注：销售价格为2026年2月9日价格

欧盟奶酪进口受反补贴税影响，toB奶酪国产替代进程有望加速。2025年12月23日，中国正式对原产于欧盟的进口奶酪及稀奶油征收反补贴税，税率范围为21.9-42.7%，其中主要欧盟企业税率在30%左右。欧盟是中国进口奶酪第二大来源地，多数受欧盟原产地保护的奶酪品类从欧洲进口。根据奶业经济观察，2024年中国从欧盟进口奶酪3.26万吨。受反补贴税调查等因素影响，2025年中国从欧盟进口奶酪下降至2.84万吨。正式加征反补贴税后欧盟进口奶酪预计被新西兰进口奶酪和国产原制奶酪替代，公司马苏里拉、马斯卡彭等奶酪品类有望借助生产成本和运输半径优势加速抢占餐饮等B端市场。

图表38:2018-2025年欧盟进口奶酪数量及占比



资料来源：奶业经济观察，万联证券研究所

3.3 员工激励充分，但激励目标实现存疑

公司股权激励及员工持股计划规模较大。2025年，公司公告股权激励和员工持股计划方案，股权激励和员工持股计划分别向202和209名高管及核心骨干人员授予股票800万股。根据公司测算，股权激励及员工持股计划共产生费用1.47亿元，其中2025-2028年摊销费用分别为0.54/0.55/0.31/0.07亿元。

受计提减值影响，激励目标的100%实现存疑。公司股权激励和员工持股计划采用了相同的业绩要求，2025-2027年分别考核公司2025年、2025-2026年和2025-2027年的营业收入和净利润，如果营业收入和净利润均达成业绩目标，则公司层面100%解锁对应批次股票权益，如果均未达成业绩目标，则全部不解锁，如果只有一个达成，则部分解锁。受计提减值影响，公司2025年净利润仅1.18亿元，未实现业绩目标。公司达成营业收入目标需要2026/2027年实现营业收入64.7/78.0亿元，我们预期公司可以达成营业收入目标值。然而，达到2026/2027年净利润考核触发值需要公司实现净利润3.6/4.1亿元，而不考虑公允价值变动损失（1.19-1.27亿元，考虑所得税的影响）的净利润约为2.4亿元，激励目标的100%实现存在不确定性。

图表39:公司目标业绩与实际业绩（亿元）

年份	营业收入			达成后续目标所需营业收入
	累计目标值	累计触发值	实际业绩	
2025	56	50.4	56.33	/
2026	121	108.9	/	64.67
2027	199	179.1	/	78

年份	净利润		
	累计目标值	累计触发值	实际业绩
2025	2.1	1.89	1.18
2026	5.3	4.77	/
2027	9.9	8.91	/

资料来源：奶业经济观察，万联证券研究所

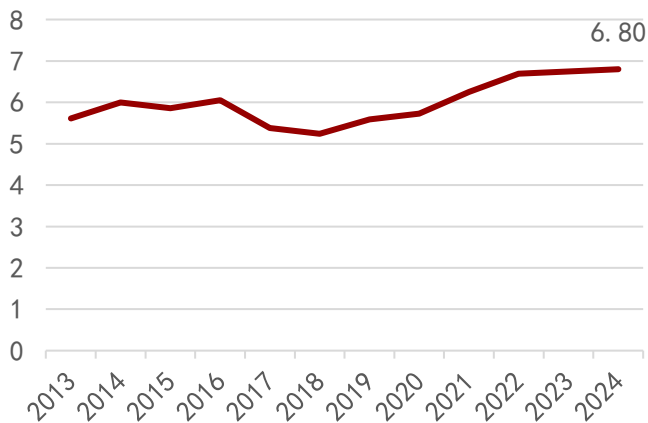
3.4 公司积极探索“奶酪出海”

公司积极探索“奶酪出海”。公司围绕奶酪主业推进“并购+出海”双战略，目前已经有部分奶酪产品出口到新加坡、泰国等东南亚国家。2026年2月8日，公司与Saudia Dairy & Foodstuff Co.（以下简称“SADAFCO”）签署了备忘录。SADAFCO是沙特具有领先市场份额的乳制品企业，其旗舰品牌“SAUDIA”是具备广泛认知度的沙特国民品牌。SADAFCO在中东地区拥有强大的运营能力、营销能力，拥有覆盖牛奶、番茄酱、冰淇淋等产品的分销网络。公司拟与SADAFCO合作探索并拓展儿童奶酪零食（特指奶酪棒）在沙特的市场。具体地，公司向SADAFCO获取沙特市场和消费者数据，并向SADAFCO提供适配的技术以满足当地需求。目前双方正在商讨合作的具体内容，达成一致后将签订正式交易协议。

沙特是奶酪消费大国。奶酪已融入沙特饮食文化，成为沙特居民饮食的重要组成部分。根据经济合作与发展组织的数据，2024年沙特人均奶酪消费量约6.80千克/年，为日本/中国的2.0/28.3倍。经济合作与发展组织还预测2025-2033年沙特人均奶酪消费量保持稳定增长，并突破7千克/年，公司不需要在沙特额外进行消费者教育。

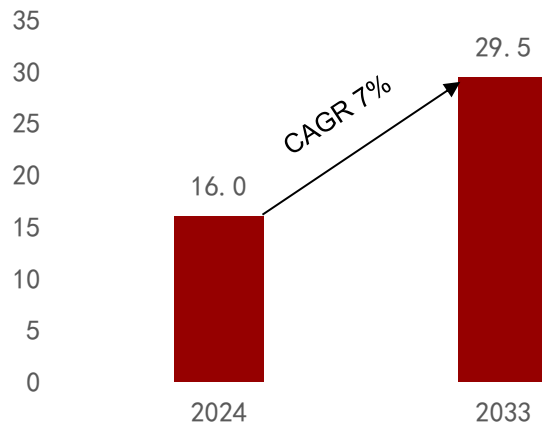
沙特奶酪零食市场规模仍有增长空间，其中儿童零食市场有待开发。根据Deep Market Insights，2024年沙特奶酪零食市场规模约16亿美元，2033年有望增长至29.5亿美元，对应CAGR为7%。沙特奶酪零食市场由奶类泡芙、奶酪球、烘焙奶酪零食、夹心奶酪零食等产品构成，以奶酪棒为代表的儿童奶酪零食占比较低。若公司与SADAFCO正式合作，公司有望借助奶酪棒产品的成熟工艺切入沙特市场。

图表40:沙特人均奶酪消费量(千克/年)



资料来源: 同花顺, 经济合作与发展组织, 万联证券研究所

图表41:沙特奶酪零食市场规模(亿美元)



资料来源: Deep Market Insights, 万联证券研究所

3.5 计提减值充分, 减值风险解除

公司对非流动金融资产进行计提减值。2026年1月26日, 公司发布公告, 拟确认公司参股的上海祥民股权投资基金合伙企业(以下简称“并购基金”)及吉林芝然公允价值损失, 公允价值损失预计减少2025年归母净利润1.19-1.27亿元。

并购基金公允价值计提减值充分, 减值风险解除。并购基金的主要参与者为公司及吉林省耀禾经贸有限公司(以下简称“吉林耀禾”, 由公司创始人柴琇的配偶控制), 其中公司享有年化14%的收益权, 之后并购基金为吉林耀禾提供担保, 吉林耀禾获取了蒙牛的7亿元贷款。因吉林耀禾未能偿债, 蒙牛已启动境外底层资产接管程序, 未来可能启动拍卖担保物等程序。2021年公司创始人柴琇曾承诺当担保事项导致损失时其本人将足额补偿, 截至2026年1月, 该承诺尚未履行, 公司已就承诺事项提起仲裁, 公司因此对并购基金全额计提减值损失。计提减值损失后, 公司减值风险解除, 未来业绩将不会受到相关事项影响。

股权公允价值损失系海外底层资产经营承压, 海外资产仍有战略价值。并购基金及吉林芝然的核心底层资产为澳大利亚Brownes Foods Operations Pty Limited(以下简称“Brownes”)。Brownes创立于1886年, 是西澳大利亚州规模最大的乳制品生产企业之一, 主要产品为巴氏杀菌乳、调制乳、发酵乳、奶油和奶酪, Brownes是公司获取进口切达干酪的重要来源之一, 2019年公司向Brownes采购切达干酪金额2016.04万元。Brownes母公司澳洲芝然(吉林芝然全资子公司)营收和资产规模较大, 为避免直接收购形成重大资产重组, 公司选择通过与创始人关联方成立并购基金实现控制。2025年, Brownes面临激烈的市场竞争, 产品毛利明显下降, 经营业绩发生较大变化, 导致公司持有吉林芝然股权发生公允价值损失。虽然公司持续推进国产奶酪项目, 但是目前公司自制干酪产能仍不能全部覆盖公司原料需求, 因此保持对Brownes的控制丰富公司进口原料来源, 减少原材料风险方面发挥着重要作用。

4 盈利预测和投资建议

4.1 盈利预测

基于对公司的分析, 我们对公司2026-2028年业绩做以下假设:

(1) 公司奶酪业务由即食营养系列、家庭餐桌系列和餐饮工业系列构成，预计三个系列均保持增长。其中，即食营养系列产品预计缓慢增长，产品矩阵丰富和目标人群拓展抵消了儿童零食产品受众减少的不利因素；家庭餐桌系列产品营收增速较快主要系公司营销实现BC协同；餐饮工业系列依托原制奶酪技术和成本优势快速向茶饮等渠道渗透，营收增速最快，反补贴税等政策进一步支撑餐饮工业营收加速增长。

(2) 2026-2028年公司奶酪业务毛利率为33.0%/33.0%/32.7%，同比-0.9/+0.0/-0.3pct。公司奶酪业务毛利率总体呈下滑趋势的原因有二：一是产品结构调整，毛利率和费用率均低的餐饮工业系列产品营收占比持续上升；二是我们预计上海特色奶酪智能化生产加工项目将在2026年完成建设并投产，该项目主要布局奶酪棒、芝士片等奶酪产品的生产线，总计增加产能11.36万吨，产能爬坡阶段毛利率预计受到影响。我们认为原制奶酪生产的扩大和“极致成本”战略的实施对毛利率的正向影响可以提高各类奶酪产品的毛利率，并减少产品结构变化对毛利率的不利影响。

图表42:奶酪业务营收(百万元)和毛利率预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
奶酪业务					
营业收入	3757	4615	5587	6736	8103
营业收入增长率	19.8%	22.8%	21.1%	20.6%	20.3%
毛利率	35.0%	33.8%	33.0%	33.0%	32.7%
即食营养系列					
营业收入	2050	2122	2185	2240	2285
营业收入增长率	7.8%	3.5%	3.0%	2.5%	2.0%
毛利率	47.0%	47.0%	46.0%	46.5%	47.0%
家庭餐桌系列					
营业收入	395	525	646	775	906
营业收入增长率	13.6%	33.0%	23.0%	20.0%	17.0%
毛利率	26.9%	27.2%	27.0%	27.3%	27.5%
餐饮工业系列					
营业收入	1313	1969	2756	3721	4912
营业收入增长率	47.8%	50.0%	40.0%	35.0%	32.0%
毛利率	18.9%	21.0%	24.0%	26.0%	27.0%

资料来源：万联证券研究所

注：2025年年报未披露三类奶酪产品的收入和毛利率数据，我们根据半年报数据估计了2025年全年三类奶酪产品的业绩

(3) 公司其他业务包括液态奶和贸易业务，其中贸易业务主要包括奶酪等产品的贸易，考虑到公司具有GDT等资格，贸易业务预计保持稳定；液态奶业务因与蒙牛主营业务存在同业竞争，业务规模逐渐萎缩。虽然奶酪业务的毛利率因产品结构变化而小幅下降，但毛利率水平更低的液态奶/贸易业务占比下降，公司毛利率水平保持持续上升态势。

图表43:公司营收（百万元）和毛利率预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
全部业务					
营业收入	4844	5633	6631	7781	9118
营业收入增长率	0.3%	16.3%	17.7%	17.3%	17.2%
毛利率	28.3%	29.0%	28.8%	29.4%	29.8%
奶酪业务					
营业收入	3757	4615	5587	6736	8103
营业收入增长率	19.8%	22.8%	21.1%	20.6%	20.3%
毛利率	35.0%	33.8%	33.0%	33.0%	32.7%
液态奶					
营业收入	401	365	328	296	266
营业收入增长率	20.2%	-9.1%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
毛利率	7.0%	8.3%	8.2%	8.1%	8.0%
贸易					
营业收入	531	623	686	720	720
营业收入增长率	-6.4%	17.4%	10.0%	5.0%	0.0%
毛利率	2.8%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
其他					
营业收入	155	29	29	29	29
营业收入增长率	1332.3%	-80.9%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	7.1%	51.1%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源：万联证券研究所

期间费用方面，我们做出以下假设：

(1) 销售费用：我们预测销售费用随营业收入的增长而增长，但销售费用率呈下降趋势，主要系toB业务占比的提升及“极致成本”战略的推进，我们预测2026-2028年销售费用率17.0%/16.5%/16.3%。

(2) 管理费用：考虑到股权激励和员工持股计划的摊销费用集中于2025和2026年，我们预测2027-2028年管理费用率受“极致成本”战略影响而小幅下滑，我们预测2026-2028年管理费用率5.2%/5.1%/5.0%。

(3) 研发费用：我们认为奶酪产品及原制奶酪中间产品的迭代创新仍然需要一定研发投入，预测2026-2028年研发费用率0.9%/0.9%/0.9%，与往年基本持平。

图表44:期间费用率预测（单位：百万元）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	4843.75	5632.95	6630.64	7780.51	9118.15
销售费用	921.97	1000.38	1127.21	1283.79	1486.26
销售费用率	19.03%	17.76%	17.00%	16.50%	16.30%
管理费用	268.78	290.16	341.48	392.92	455.91
管理费用率	5.55%	5.15%	5.15%	5.05%	5.00%
研发费用	48.47	50.76	59.68	70.02	82.06
研发费用率	1.00%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%

资料来源：万联证券研究所

基于以上假设，我们预测2026-2028年公司营业收入66.3/77.8/91.2亿元，同比+17.71%/+17.34%/+17.19%；归母净利润2.98/4.43/5.78亿元，同比+151.8%/+48.3%

+30.7%，以2026年6月1日市值计算PE为34.19/23.05/17.64x。

图表45:盈利预测

项目/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
单位:百万元	实际	本次	本次	本次
营业收入	5632.95	6630.65	7780.53	9118.17
增长率(%)	16.29	17.71	17.34	17.19
归母净利润	118.49	298.40	442.55	578.42
增长率(%)	4.29	151.83	48.31	30.70
EPS(元/股)	0.23	0.59	0.87	1.13
市盈率(P/E)	86.09	34.19	23.05	17.64
市净率(P/B)	2.24	2.10	1.93	1.74

资料来源:万联证券研究所

4.2 投资建议

由于其他乳制品企业奶酪业务占比较低，我们选择使用绝对估值法对公司进行分析。我们根据十年期国债利率和最近十年沪深300指数平均收益率估计了无风险利率和市场预期收益率，债务资本成本根据公司借款利率估计。我们假设公司过渡期增长率和永续增长率为3%、2%，计算得到每股价值27.19元。给予“增持”评级。

图表46:绝对估值法假设

估值假设	参数设置
预测期年数	3
过渡期年数	10
过渡期增长率	3%
永续增长率g	2%
贝塔值(β)	1.75
无风险利率Rf	1.80%
市场的预期收益率Rm	6.00%
有效税率T	25%
债务资本成本Kd	5.00%
债务资本比重Wd	12.00%
股权资本成本Ke	9.15%
加权平均资本成本WACC	8.50%

资料来源:万联证券研究所

图表47:FCFF 估值结果

项目	数值
FCFF 预测期现值(百万元)	1608.28
FCFF 过渡期现值(百万元)	5024.98
FCFF 永续价值现值(百万元)	6168.00
企业价值(百万元)	12801.26
加:非核心资产价值(百万元)	3770.93
减:付息债务(百万元)	2702.18
减:少数股东权益(百万元)	0.00
股权价值(百万元)	13870.00
总股本(百万股)	510.05
每股价值(元)	27.19

资料来源:万联证券研究所

图表48:FCFF 估值敏感性分析

敏感性分析	折现率							
	7.00%	7.50%	8.00%	8.50%	9.00%	9.50%	10.00%	
永续增长率	0.50%	30.46	28.29	26.42	24.78	23.34	22.07	20.93
	1.00%	31.72	29.31	27.26	25.48	23.93	22.56	21.35
	1.50%	33.20	30.51	28.23	26.27	24.59	23.11	21.81
	2.00%	34.99	31.91	29.36	27.19	25.34	23.74	22.34
	2.50%	37.17	33.61	30.69	28.26	26.21	24.45	22.93
	3.00%	39.89	35.67	32.29	29.53	27.23	25.28	23.61
	3.50%	43.98	38.84	34.84	31.64	29.01	26.83	24.98

资料来源:万联证券研究所

5 风险提示

需求不及预期: 公司业绩增长的基本前提是需求保持增长, 若需求不及预期, 公司收入增速将承压、产能过剩问题将加剧, 业绩将受到不利影响。

市场竞争加剧: 奶酪是乳制品行业中增长前景较好、盈利能力较强的子行业, 目前头部乳企已布局奶酪业务。若其他公司通过价格战或加大费用投入导致市场竞争加剧, 公司业绩将受到影响。

原材料成本波动: 目前公司主要原材料包括进口干酪和国内原奶, 若原材料成本上升, 公司业绩将受到影响。

此报告禁止外传!

万联证券下载

利润表 (百万元)

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5633	6631	7781	9118
同比增速 (%)	16.29	17.71	17.34	17.19
营业成本	4002	4720	5492	6403
毛利	1631	1911	2289	2715
营业收入 (%)	28.95	28.82	29.42	29.78
税金及附加	32	38	44	52
营业收入 (%)	0.57	0.57	0.57	0.57
销售费用	1000	1127	1284	1486
营业收入 (%)	17.76	17.00	16.50	16.30
管理费用	290	341	393	456
营业收入 (%)	5.15	5.15	5.05	5.00
研发费用	51	60	70	82
营业收入 (%)	0.90	0.90	0.90	0.90
财务费用	57	99	81	64
营业收入 (%)	1.01	1.50	1.04	0.71
资产减值损失	-1	0	0	0
信用减值损失	-5	0	0	0
其他收益	67	73	82	91
投资收益	61	73	86	100
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-171	0	0	0
资产处置收益	2	2	2	1
营业利润	154	393	586	767
营业收入 (%)	2.74	5.93	7.53	8.41
营业外收支	5	5	5	5
利润总额	159	398	590	771
营业收入 (%)	2.82	6.00	7.58	8.46
所得税费用	40	99	148	193
净利润	118	298	443	578
营业收入 (%)	2.10	4.50	5.69	6.34
归属于母公司的净利润	118	298	443	578
同比增速 (%)	4.29	151.83	48.31	30.70
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.23	0.59	0.87	1.13

基本指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS	0.23	0.59	0.87	1.13
BVPS	8.94	9.51	10.38	11.51
PE	86.09	34.19	23.05	17.64
PEG	20.07	0.23	0.48	0.57
PB	2.24	2.10	1.93	1.74
EV/EBITDA	25.19	14.84	10.93	8.33
ROE	2.60%	6.15%	8.36%	9.85%
ROIC	3.27%	5.19%	6.76%	7.93%

资产负债表 (百万元)

	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	599	1022	1693	2530
交易性金融资产	1487	1037	737	537
应收票据及应收账款	218	239	259	291
存货	933	1036	1175	1352
预付款项	111	142	173	205
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	409	413	417	421
流动资产合计	3757	3889	4453	5336
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1776	1861	1922	1941
在建工程	396	550	552	522
无形资产	191	178	165	152
商誉	384	384	384	384
递延所得税资产	104	104	104	104
其他非流动资产	1851	1561	1337	1113
资产总计	8458	8526	8917	9552
短期借款	1896	1596	1446	1346
应付票据及应付账款	584	656	725	818
预收账款	0	0	0	0
合同负债	76	99	109	123
应付职工薪酬	80	99	113	128
应交税费	28	27	31	37
其他流动负债	2311	2040	1932	1879
流动负债合计	3078	2921	2909	2986
长期借款	383	338	308	288
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	7	7	7	7
其他非流动负债	428	408	398	398
负债合计	3897	3674	3622	3679
归属于母公司的所有者权益	4562	4852	5294	5873
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	4562	4852	5294	5873
负债及股东权益	8458	8526	8917	9552

现金流量表 (百万元)

	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	459	590	695	822
投资	-944	700	500	400
资本性支出	-361	-464	-319	-275
其他	38	78	81	100
投资活动现金流净额	-1267	314	262	226
债权融资	-62	-20	-10	0
股权融资	79	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	360	-345	-180	-120
筹资成本	-37	-108	-96	-90
其他	-27	0	0	0
筹资活动现金流净额	314	-473	-286	-210
现金净流量	-503	423	670	838

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告中的信息或所表述的意见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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场