新乳业 20260902

新乳业 2026H1 经营分析：新兴渠道双位数增长，净利率目标提升 50BP

摘要

- 2026 年经营目标维持不变：低温业务收入目标双位数增长，常温业务持平，整体净利率目标提升 50 个基点。
- 渠道结构优化：2026H1 盒马与山姆渠道规模各约 14 亿，零食量贩约 3-4 亿，DC 渠道增速超整体；新兴渠道毛利虽低但费用率低，正向贡献净利。
- 核心单品表现：唯品青瓜百香果发酵乳山姆单月销额超 2000 万；活润品牌 2026 年销售额有望突破 10 亿元，聚焦功能性与全通路扩张。
- 盈利能力路径：低温业务占比已超 50%，毛利显著高于常温（鲜奶 40%+ vs 酸奶 30%+）；通过产品迭代、制造费用压降及销售费用结构优化提升净利率。
- 奶价与成本：2026H1 奶价同比回升但仍处低位；温和上涨有助于减少终端促销及白牌竞争，对报表整体呈正向贡献。
- 税务影响：2026Q2 因免税口径调整补缴六个季度所得税，影响短期利润，但公司预期未来可通过经营消化政策变化影响。

Q&A

公司对于 2026 年之后的收入和利润率有何新的规划？具体的增长点和利润率提升的动力是什么？

公司内部正在酝酿未来几年的增长规划，涉及收入、品类及利润等多个方面，待方案成熟后会与市场进行更深入的交流。从大方向来看，公司希望未来几年收入能继续保持超越行业平均水平的持续增长。在利润方面，此前“倍增计划”中提到的 7.2%净利率并非终点，公司计划在此基础上继续提升，并向更高的目标努力。关于具体的目标数值和达成时间，内部仍在讨论中。

为实现快于行业大盘的增长目标，公司在产品和渠道层面有哪些具体的布局和规划？

在产品层面，公司认为核心聚焦的低温品类，包括低温酸奶和低温鲜奶，依旧具备较高的成长性，将是未来几年贡献增长的主要力量。同时，公司将重点投入资源推动如“唯品”系列和“活润”功能性酸奶等大单品的发展，以引领整体增长。在渠道层面，公司将继续深化 DC 渠道的护城河建设，并投入更多资源，2026 年上半年该渠道增速已快于公司整体增速。此外，公司将积极把握新兴渠道的增长机遇，包括零食量贩、会员店和即时零售等。例如，零食量贩渠道在 2026 年上半年实现了高双位数的增长，这些新兴渠道将是未来核心的驱动因素之一。

近期七八月份主要品类的动销情况如何？公司对即将到来的中秋国庆旺季有何展望？

2026 年 7 月份的整体动销情况与第二季度的五六月份相比，表现相对平稳。8 月份的完整数据尚未出炉。针对即将到来的中秋国庆销售旺季，公司已提前进行准备工作，特别是在常温礼盒产品方面，确保有充足的供应。

2026 年上半年，公司在盒马、山姆、零食量贩等直营渠道的业务规模和结构是怎样的？

2026 年上半年，盒马渠道的销售规模约为 14 亿元，与山姆渠道的体量大致相当。零食量贩渠道方面，几家主要渠道合计的销售规模约为 3 亿至 4 亿元。从同比增长数据来看，这三类渠道均表现良好，实现了双位数以上的增长。

除了盒马、山姆和零食量贩，公司直营业务中还有哪些重要的渠道及其表现如何？

公司直营业务的主要渠道包括 KA 和 KB（如盒马、山姆），以及特渠和 DC 渠道。特渠在 2023 年上半年实现了不错的增长。DC 渠道作为核心直营渠道，在 2026 年上半年也取得了双位数的增长，增速高于公司整体水平，其中原产电商业务增长尤为突出，订户和形象店业务也保持了稳定的个位数增长。

公司与盒马渠道的合作模式是怎样的？未来该渠道的增长动力主要来自哪些方面？

公司与盒马的合作主要包括两部分：一是自有品牌产品的销售，如鲜奶和酸奶，具体产品因区域而异；二是代工业务，这是双方合作的一个重点板块，2026 年上半年表现良好。在成都地区，公司是盒马的重要合作商之一，产品排面占比较大，低温产品动销情况不错。未来该渠道的增长将来自两方面：一是伴随盒马自身的开店扩张；二是通过向其系统内导入新产品，例如在成都地区引入功能性酸

奶，在山东地区也开展了新品合作。

在与盒马的合作中，代工业务的占比情况如何？

代工业务在与盒马的整体合作中占有不小的比重，并且在 2026 年上半年的增长情况良好。具体的占比数据目前暂不明确。

目前在山姆渠道销售的产品有哪些，其月度销售表现如何？

目前在山姆渠道销售的产品共有三款，均来自唯品品牌，包括两款布丁和一款“接替”系列的青瓜百香果味发酵乳。在刚结束的 2026 年 7 月份，青瓜百香果味发酵乳的单月销售额已超过 2000 万元，该产品上市后不久销售额便突破千万元。另外两款布丁产品的月度销售额合计约为大几百万元。

之前在山姆渠道销售的芭乐酸奶未来是否会重新上架？公司针对山姆渠道的新品规划是怎样的？

此前芭乐酸奶下架是由于为期三个月的合同到期属于正常流程。未来是否重新上架，取决于市场需求以及与渠道方的商谈结果。唯品品牌拥有充足的新品储备，即使芭乐酸奶不再上架，也有其他新品可以替代。唯品的新品推出策略较为克制，注重打造爆品而非盲目追求推新频率。后续会有新品推出，方向上会聚焦功能性以及能体现消费者情绪价值的产品。具体的新品上市节奏，包括 2026 年下半年和 2027 年的规划，都已在进行中。

2026 年上半年直营渠道实现了双位数以上的增长，那么传统经销渠道的同比表现如何，是否出现了下滑？

从经销渠道来看，2026 年上半年实际上是增长的，但增速与新兴渠道相比确实存在差距。这主要是因为渠道呈现出越来越多元化的变化趋势，例如即时零售的兴起对传统的夫妻老婆店或杂货店造成了较大冲击，因此其增长速度自然相对较慢。

“活润”品牌 2026 年销售额有望超过 10 亿元，其核心单品、主要销售区域以及未来的营销和渠道推广策略是怎样的？

“活润”品牌的核心大单品包括青石瓶、青石杯和活润金球。在销售区域上，该品牌并未限定在特定区域，主要推广地区包括西南、华中、华北，同时也是大湾区市场的主打产品。2025 年“活润”的销售体量约为 8 亿元，2026 年上半年保持了良好的增长速度，期望能尽早突破 10 亿元大关。从营销规划来看，随着消费者对功能性产品（如助眠、改善肠道消化能力）的青睐度提升，市场正在逐步打开。公司将结合当前消费趋势，在政策允许的范围内，突出其功能性并进行相应的宣传。在渠道推广上，公司采取线上与线下、新渠道与老渠道相结合的策略，

在现代渠道和新兴渠道同时进行推广，以期快速扩大品牌规模。

“活润”品牌的主要销售终端是偏向超市、便利店等通路吗？其在全国扩张过程中的招商策略是怎样的？

“活润”是全通路产品，销售渠道多样，并不局限于某一两个特定渠道。在全国扩张方面，公司采取直营拓展与经销商合作“两条腿走路”的策略。一方面，公司在全国各地的子公司和相应的销售团队会自行进行市场拓展，例如河北天友的公司已将活润产品推广至山西太原市场。另一方面，公司也会借助当地的经销商进行销售，两种方式并行，没有偏重。

除了“活润”和“味品”之外，公司其他主要子品牌以及新乳业母品牌在 2026 上半年的增长情况如何？各主要子公司的表现怎么样？

从重点品类来看，除了“活润”，2026 年上半年“味品”品牌的增长也表现优异，实现了不低的双位数增长。此外，鲜奶罐等产品的增长也比较稳定。从子公司层面看，2026 年上半年，华西、雪兰等公司的表现良好。同时，位于华东地区的子公司在上半年也实现了超过双位数的收入增长。

公司如何判断当前及未来的原奶价格走势？奶价上涨对公司利润率的具体影响是怎样的？

2026 年第一、二季度，整体奶价环比变化不大，但同比 2025 年有一定幅度的上升。从大趋势看，当前奶价仍处于低位，但有缓慢回升的势头。奶价上行对公司的影响是双向的：一方面，它会引起营业成本上升；但另一方面，它有助于减缓终端市场的激烈竞争程度，减少促销费用，并降低白牌产品的干扰。因此，尽管成本端存在负面影响，但从整体报表来看，奶价温和上涨仍能带来正向贡献。例如，体系内的生态牧业公司在当前奶价环境下经营情况良好。综合来看，如果需求能够承接，终端价格也能随之上涨并消化成本压力，那么奶价温和上涨对乳品上市公司而言是偏利好的。

在当前需求环境下，若后续原奶价格上涨，行业内（包括公司自身）的提价意愿和可能性如何？

从公司自身情况来看，2026 年上半年的销售费用中，促销费用有所减少。这在一定程度上反映出，在奶价呈上涨势头的情况下，终端市场的激烈竞争程度相较于之前奶价低位时被迫参与价格战（如贴牌生产白牌产品）的状况已有所缓和。

人在草木间

关于 2026 年二季度的所得税影响，其产生原因是什么？对全年及未来（2027-2028 年）的影响如何预估？

本次补缴企业所得税，是由于过去部分产品和工艺依据的免税指导口径发生了变化，调整为了应税。2026 年第二季度影响较大，是因为该季度不仅补缴了 2025 年四个季度的税款，还包含了 2026 年上半年两个季度的税款，相当于一个季度承担了六个季度的补缴税额。至于全年的具体影响，取决于该系列产品在整体销售中的占比，目前尚不好确定。但如果将影响平摊到每个季度，即使未来指导口径维持变化，公司有信心消化掉税收政策变化带来的影响。

从渠道结构来看，盒马、山姆以及零食量贩等新兴渠道的占比正在提升，这些渠道的净利率水平与公司整体或传统渠道相比有何差异？

以山姆为例，其净利率水平要高于一些传统渠道。尽管山姆渠道的产品毛利率不高，但其费用率也较低，因此整体销售贡献较高，能够带动公司整体净利率的提升。这类新兴渠道的特点是毛利率虽低但费用率不高，对上市公司的净利润有积极帮助。

公司与盒马的合作中，其利润率情况如何？

在与盒马的合作中，渠道方确实会表现出其强势的一面。例如，最初在成都地区，盒马只销售自有品牌产品，但后来发现也需要引入我们的产品。目前的合作寻求互利共赢，渠道方也希望能够建立长久的合作关系，因此为我们保留了相应的利润空间。

从产品定位和特性来看，“活润”在行业内的主要竞争对手或对标的竞品有哪些？

（该问题在访谈中被提出，但未得到回答）

在低温酸奶市场，除了聚焦自身如轻瓷瓶、轻瓷杯等新品迭代外，如何看待市场上其他相似竞品？公司在新品储备和推出节奏上有何策略？

市场上确实存在如“冠一乳”等相似的低温酸奶产品。但从公司自身角度出发，我们更聚焦于自身的新品迭代。近几年推出的新品，无论是轻瓷瓶、轻瓷杯，还是之前的“星球”系列，都力求在新品推广上能领先行业市场半步，这是我们对新品的基本要求。同时，公司拥有相当大的新品后备储备量，会选择在合适的时机，逐步向市场推陈出新。

在众多子公司中，哪些目前经营承压或仍在调整？公司对这些子公司的发展有何规划？

目前经营重点调整的主要是部分规模较小的常温奶企业，例如云南的蝶泉。这类公司面临的挑战主要有两方面：一是其产品结构中常温奶占比较高；二是在其所在区域市场竞争压力较大。针对这类公司，我们希望其在液态奶业务之外，逐步找到新的增长点。以蝶泉为例，其历史上曾涉足成人奶粉业务，我们鼓励其在这一领域继续探索，以带动收入增长。但这并不意味着放弃常温业务，常温奶在公司整体业务中仍占有 30%至 40%多的比重，体量不小，我们会继续推动产品创新。总部层面也会持续帮扶这类常温奶子公司，协助其进行常温新品的迭代，并致力于开拓新的销售渠道。

作为常温业务中规模较大的子公司，夏进乳业在 2025 年经历调整后，2026 年至今的经营表现如何？其增长的驱动因素是什么，未来增长的可持续性如何？

夏进乳业 2026 年至今的整体收入和利润均实现了增长，尤其是利润增速表现不错。相较于 2025 年第一季度所面临的较大压力，其经营状况已有显著改善。这得益于公司总部自 2025 年下半年起实施的一系列长期可持续的帮扶政策，而非短期刺激。具体措施包括：优化团队人效、推动产品创新以及协助开拓区域市场。例如，在渠道方面，夏进过去在陕甘市场的拓展未找到有效方法，但现在其在陕西和甘肃市场的渠道建设及与当地经销商的合作已取得明显进步。在产品方面，新推出的八宝茶等乳品也正逐渐获得市场认可。因此，我们认为夏进目前的增长是基于长效机制的改善，具备可持续性。

从利润结构来看，公司常温与低温业务的利润率水平分别是怎样的？

从毛利率维度看，低温业务的毛利率显著高于常温业务。具体而言，低温鲜奶的毛利率可达 40%以上，低温酸奶的毛利率在 30%以上。而常温业务的毛利率则相对较低，低于公司整体的平均水平。从净利润贡献来看，利润的大头主要由低温业务贡献。在常温业务板块，利润贡献最大的是夏进乳业，其产品结构虽以常温为主，但利润率表现优异。其他一些常温子公司则对整体利润存在一定的拖累。

在当前低温业务占比已达 60%多的背景下，未来进一步提升公司整体净利率的主要路径和策略是什么？

未来提升净利率将从多个维度展开。首先，在产品结构上，目前低温业务的准确占比是 50%多，常温业务为 40%多，低温业务的占比仍有提升空间。在低温业务内部，像 24 小时鲜牛乳、活润等高毛利率产品的占比和迭代也存在进一步增长的潜力。其次，在成本端，公司将持续推进降本增效。2026 年上半年，制造费用的总压降已对利润产生正向贡献，未来在制造费用方面仍有潜力可挖。再次，在费用端，销售费用和财务费用均有压缩空间，例如通过优化销售费用内部结构，以及降低整体资产负债率来减少财务费用。最后，在品类拓展方面，公司也会对

乳品领域的新品类进行研讨和拓展。综合以上几方面，我们认为公司整体净利率未来仍有提升空间。

针对 2026 年全年，公司最新的收入和利润指引是什么？

公司在 2026 年年初设定的经营目标维持不变。具体而言，我们期望 2026 年全年低温业务收入保持双位数增长，常温业务能够保持稳定、不拖累整体表现。在净利率方面，目标是实现 50 个基点的提升。从 2026 年上半年的情况来看，公司的毛利率表现良好，为实现全年目标奠定了基础。