

延续强劲势头, 业绩超预期

新乳业 (002946.SZ)

核心观点

一季度, 新乳业延续强于行业大盘的增长态势, 低温品类双位数以上增长, 常温表现持续恢复, 整体收入表现强劲。产品结构优化毛利率提升明显, 减值类、投资类相关科目减亏, 带动一季度利润表现超预期。展望 2026 年, 我们预计低温品类延续双位数增长, 常温品类逐步企稳, 原奶低价红利与产品结构升级带动毛利率提升, 减值类项目进一步减少, 看好全年提前完成“五年规划”利润率翻倍目标。

事件

公司发布 2026 年一季度报

26Q1 实现营业收入 28.43 亿元, 同比+8.31%, 归母净利润 1.86 亿元, 同比+39.89%, 扣非归母净利润 1.91 亿元, 同比+35.73%。

简评

延续增长势能, 预计低温双位数增长, 常温表现回升

公司延续了 25Q4 以来的增长态势, 我们预计低温品类延续双位数增长, 山姆渠道产品延续较强势能, 常温品类回归正增长。产品端, 芭乐酸奶重新回归上市山姆, 活润推出“开心芭”新品, 新品延续贡献 10% 以上收入态势。渠道端, 预计新零售渠道增速明显快于整体, 活润逐步推动全国化布局。

产品结构推动毛利率提升, 净盈利持续增强

26Q1 毛利 29.97%, 同比+0.47pcts, 归母净利率 6.56%, 同比+1.48pcts。毛利率方面, 一方面 2025 年奶价处于周期底部, 优化原材料成本, 另一方面公司优化结构提升毛利率较高的低温产品和直销渠道占比。费用端, 26Q1 销售费用率 17.13%, 同比+0.12pcts, 管理费用率 3.45%, 同比-0.08pcts。公司费用投入力度相对平稳。此外, 26Q1 投资收益、资产减值损失、资产处置收益分别减亏 653.24 万元、1184.68 万元、813.62 万元, 进一步增厚公司利润。

维持

买入

杨骥

yangji@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525110001

夏克扎提·努力木

xiakezhatinulimu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070010

发布日期: 2026 年 04 月 30 日

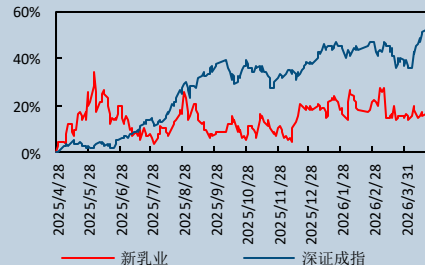
当前股价: 18.59 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
2.93/-2.14	-2.47/-1.35	5.81/-18.21
12 月最高/最低价 (元)		21.35/15.99
总股本 (万股)		86,067.72
流通 A 股 (万股)		85,070.60
总市值 (亿元)		160.00
流通市值 (亿元)		158.15
近 3 月日均成交量 (万)		666.80
主要股东		
UNIVERSAL DAIRY LIMITED		65.07%

股价表现



聚焦五年规划，推动“鲜战略”落实，净利率翻倍目标或提前完成

2026 年公司将继续以“笃定核心价值、创造长期增长”为主线，聚焦战略赛道，积极探索第二增长曲线，深化战略落地，巩固核心优势，努力实现收入持续增长与净利率进一步提升，推动公司迈入高质量、可持续发展的新阶段。新乳业 2023 年推出“做大做强核心业务，提升企业价值，五年实现净利率倍增”的“五年战略”规划目标，沿着战略方向公司表现亮眼，2026 年有望提前完成净利率翻倍目标，且公司低温占比持续攀升，产品创新持续成为公司业绩增长的重要驱动力。

盈利预测：预计 2026-2028 年公司实现收入 120.57、129.55、139.08 亿元，实现归母净利润 8.84 亿元、10.72 亿元、12.54 亿元，对应 EPS 为 1.03、1.25、1.46 元，对应 PE 为 18.10X、14.92X、12.76X。

风险提示：

1、食品安全风险：食品安全问题始终是消费者的关注热点，企业虽然不断提升生产质量管控水平，但由于产业链较长，涉及环节及企业较多，仍然存在食品质量安全方面的风险。**2、原奶价格快速上行风险：**乳品成本中直接材料占比较高，其中原奶及奶粉占比较大。近年来主要原奶进口地逐渐降低产能，叠加饲料成本高位，原奶成本若超预期上行，将影响企业盈利水平。**3、行业竞争加剧风险：**近年国内乳制品消费相对疲软，各品牌为了保证市场份额，费用投放力度较大，价格竞争现象频发，如果缺乏有效的经营举措，则公司有可能面临市场份额下降、经营业绩下滑、发展速度放缓的风险。

重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	10,665.42	11,233.46	12,057.36	12,954.86	13,908.46
YoY(%)	-2.93	5.33	7.33	7.44	7.36
净利润(百万元)	537.69	731.15	883.85	1,072.16	1,254.11
YoY(%)	24.80	35.98	20.89	21.31	16.97
毛利率(%)	28.36	29.18	29.95	30.47	30.93
销售净利率(%)	5.04	6.51	7.33	8.28	9.02
ROE(%)	17.60	18.77	19.33	19.87	19.73
EPS(摊薄/元)	0.62	0.85	1.03	1.25	1.46
P/E(倍)	29.76	21.88	18.10	14.92	12.76
P/B(倍)	5.41	4.21	3.57	3.02	2.56

资料来源：iFinD，中信建投证券

分析师介绍

杨骥

中信建投证券大消费组长兼食品饮料行业首席分析师，13 年产业工作经验、6 年券商工作经验。曾任咨询公司合伙人、中国酒类流通协会专家委员会副秘书长，带队服务过近八成上市酒企及多家消费品公司，具备深刻的专业思维、领先的产业视角和深厚的行业积淀。

2024 年带队荣获 9 项最佳分析师大奖，2022—2024 年连续三年新财富入围团队，Wind 金牌分析师 2023 年第一名、2024 年第二名，22、23、24 新浪金麒麟最佳分析师及未来之星，2024 年金牛奖第三名、2024 年 21 世纪金牌分析师及年度成长性分析师、2022—2024 上证报最佳分析师、2022—2024 年东方 choice 最佳分析师等。

夏克扎提·努力木

南开大学学士、硕士，2022 年 7 月加入中信建投食品饮料团队，研究白酒、乳品、调味品。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内 容。违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk