

营利逆势双增 新乳业还有哪些焦虑

在行业液态奶销售普遍承压的情况下，新乳业交出了一份营利双增的年度答卷。3月22日晚间，新乳业发布业绩公告称，去年实现营业收入112.33亿元，同比增长5.33%；实现归母净利润7.31亿元，同比增长35.98%。业绩高光的背后，新乳业应收账款过高和商誉减值不容忽视，或为其发展埋下隐忧。财报发布后，截至3月23日收盘，新乳业股价下降4.6%至17.85元/股，总市值153.63亿元。

2025年实现营业收入
112.33亿元
同比增长**5.33%**

实现归母净利润
7.31亿元
同比增长**35.98%**



营收增长5.33%

新乳业发布的2025年年度报告显示，营收和归母净利润双双增长，这一成绩在同期已披露的乳企财报中属独一份。

对于报告期内营收同比增长5.33%，新乳业主要归因于聚焦“鲜立方战略”和以“鲜价值”为核心的产品策略。财报显示，新乳业继续坚持“鲜酸双强”品类发展策略，加大产品创新力度，报告期内低温鲜奶和低温酸奶均取得双位数增长。其中高端鲜奶、“今日鲜奶”均实现双位数增长。特色酸奶同比增长超过30%，其中功能性酸奶品牌“活润”系列抓住质价比、代餐、0蔗糖的消费趋势不断迭代创新，朝日唯品上市多款畅销新品，推动高速增长。新品收入占比连续五年保持双位数且新品效率不断优化，助力公司业绩稳定增长。

凯度数据显示，乳制品消费从普适性营养补充，逐步向基于场景、功能与情感的精细化、个性化选择阶段迈进，“全年液态奶整体

销量增长承压，但需求分化，细分赛道中有结构性增长的趋势。一方面，基础白奶品类增长放缓；另一方面，契合消费新趋势的细分品类表现亮眼。低温鲜奶凭借“更新鲜、更营养”的认知，保持了较好增长；功能性乳品，如富含乳铁蛋白、益生菌的产品因契合消费者对“健康+免疫力”的关切而备受青睐；此外，满足休闲、悦己需求的特色酸奶、甜品化乳品及轻乳酪等品类成为新的增长点”。

北京商报记者注意到，报告期内新乳业营销费用增加，其2025年度销售费用约为18.1亿元，同比增长9.05%。其中广告宣传费3.16亿元，同比增长30.08%，占销售费用比重从2024年的14.65%提升至17.47%。对此，新乳业表示，“公司加强品牌建设及提升市场的品牌认知，增加了广告宣传投入”。

加快DTC业务拓展

在“新鲜”战略指引下，近两年，新乳业将DTC (Direct to Consumer 直接触达消费

者)业务作为核心增长引擎。

报告期内，新乳业在推动DTC业务拓展方面，呈现出“多点开花”的局面。如通过快速搭建组织并覆盖基地和城市群市场的“闪电仓”，即时零售业务实现了高速增长；强化对会员店、零食折扣等不同特点渠道的运营能力，并与茶饮、餐饮渠道深化合作，推动新兴渠道领跑增长；新区域拓展则围绕“城市群”战略，通过渠道结构优化、品牌投入聚焦与核心品类突破，在城市群市场的销售额实现增长突破。

新乳业在推动DTC业务的同时，优化传统经销商渠道。报告期内，新乳业经销商净减少了383家，其中华东净减少266家，华北净减少91家，西北净减少16家，华中净减少107家，其他区域净减少13家。分地区收入情况来看，西南、西北增长几乎停滞，华北甚至下滑0.5%，仅华东实现了14.95%增长。新乳业表示，“报告期内，华北区域经销商数量净减少31.6%，主要系优化低产出、贡献不足的尾部经销商，以提升渠道整体健康度”。

“新乳业扬弃了传统经销商和商超渠道的投入，增加了线上、私域、即时零售、社区等新平台的投放，推进销售的扁平化，大力推进DTC业务的发展，再加上产品创新，通过数字化营销体系直接触达消费者。”高级乳业分析师宋亮表示，“对于新乳业这种中型企业来说，比较适合大力推进社区零售，走线上线下一体化的路数，获取流量后再反哺线下，但这种模式不适用于伊利、蒙牛等大型乳企。”

应收账款与商誉风险隐忧

财报发出的同时，新乳业表示，拟向全体股东每10股派发现金红利3.8元(含税)，不送红股，不以公积金转增股本。在亮眼业绩与高分红的光环下，新乳业亦暴露出应收账款增加和商誉风险压顶的结构性风险。

宋亮表示，“新乳业推进的DTC业务，问题在于短期内会有应收账款激增的风险。之前主要通过经销商现金现结，账期相对较短，现在直达零售，账期会变长，导致现金流

比较紧张”。

财报显示，2025年度新乳业应收账款规模达6.71亿元，同比增长4.6%，占同期归母净利润比例达91.76%，前五大客户应收账款合计占应收账款总数的38.52%。

香颂资本执行董事沈萌表示，“作为快消品的应收款比例高，说明产品在经销环节中可能存在滞销问题，导致经销商的资金周转率低、无法及时回款。虽然可能存在经销商自身存在流动性问题，但很难想象这种情况普遍出现”。

更值得关注的是，公司商誉账面原值高达10.1亿元，占总资产超11%。审计机构已将其列为“关键审计事项”，提示潜在减值风险。毕马威出具的年度审计报告显示，新乳业在2020年7月1日收购的宁夏寰美乳业发展有限公司(以下简称“寰美乳业”)及其子公司，形成的商誉金额合计为8.31亿元，收购中识别的商标(价值)为2.79亿元，管理层将延期成本较低、可无限延期使用的商标权视为使用寿命不确定的无形资产。寰美乳业是一家主要生产、销售乳制品为主营业务的公司，主要业务集中在宁夏、甘肃、陕西、河南等地区，其2025年主营业务收入为17.18亿元，实现主营业务利润4.42亿元。

此前2024年底，新乳业因未及时对子公司重庆瀚虹商誉进行减值测试，导致2023年半年报披露信息不完整、不准确，被四川省证监局出具警示函，内控执行的滞后性仍存疑虑。

沈萌表示，“商誉大多是在收购中因为溢价而产生，商誉价值会随着被收购标的的盈利能力变化而变化，如果标的资产的盈利能力下降明显且短期内不可逆，那么收购溢价产生的商誉就处于虚高，需要被减值”。

对于应收账款和商誉风险等问题，北京商报记者通过邮件向新乳业发出采访函，但截至发稿未收到回复。

北京商报记者 孔文燮

推动业务重组 开云集团问道珠宝

重组旗下业务，单独设立珠宝部门……开云集团正在进行一场更彻底的变革转型。近日，开云集团宣布，将推动企业业务重组，单独设立珠宝业务部门，整合企业所有珠宝业务。变革的背后，是开云集团的增长焦虑和高端珠宝市场所呈现出的活力。当以老铺黄金为代表的高端黄金首饰品牌备受追捧，开云集团尝试将更多注意力投放在珠宝行业。然而，当下市场所投射出的黄金首饰的繁荣能否为开云集团带来足够的增长动力，有待时间验证。

新设开云珠宝

根据开云集团披露的信息，新设立的开云珠宝部门由现任开云集团首席运营官Jean-Marc Duplaix执掌。该部门将整合旗下所有珠宝业务，包括宝诗龙(Boucheron)、宝曼兰朵(Pomellato)、都都(DoDo)、麒麟(Qeelin)。搭建一体化运营平台，该平台不仅将聚焦四大珠宝品牌的产品研发与业务深耕，还将赋能集团时装皮具线的珠宝衍生业务，实现跨品类协同。同时，开云集团还将此前收购的意大利珠宝制造商Raselli Franco Group并入该部门。

此次履新的Jean-Marc Duplaix是开云集团资深高管，历任集团首席财务官、运营与财务副首席执行官，2025年9月正式升任集团首席运营官。执掌开云珠宝部门后，Jean-Marc Duplaix将继续兼任开云首席运营官。

这一调整被业界视为集团CEO Luca de Meo为扭转开云集团连续三年销售下滑、寻找新增长点的重要举措。Luca de Meo，2025年9月担任开云集团CEO一职，上任后Luca de Meo立即开启了一系列大刀阔斧的改革，

如换掉集团核心品牌古驰首席执行官，由集团副首席执行官弗朗西斯卡·贝莱蒂尼(Francesca Bellettini)接任。以40亿欧元价格卖掉美妆部门；新设立工业与客户两大集团卓越中心，以优化集团的运营效率并支持其公司的可持续增长……Luca de Meo正在推动开云集团走向一场更加彻底的改革转型。

对于单独设立珠宝部门一事，Luca de Meo表示：“通过成立开云珠宝我们为集团打造了一个强大且统一的平台，能够在创意与卓越密不可分的专业领域，支持各品牌实现发展抱负。”

要客研究院院长周婷表示，近年来开云集团整体业绩陷入增长瓶颈，核心品牌Gucci持续增长乏力，其余品牌也未能形成足够的业绩支撑，亟须找到稳定的第二增长曲线。以老铺黄金为代表的中国高端黄金品牌的爆发，让开云集团看到了黄金珠宝赛道的巨大潜力，也为其提供了扭转自身在珠宝领域竞争劣势的可能性——相较于已经高度内卷的成衣、皮具赛道，黄金珠宝赛道仍有充足的增量空间，开云可以借此轻装上阵，集中资源押注这一高潜力赛道。这一动作既体现了集团

寻求破局的迫切决心，也折射出其当前在核心业务上暂无更优破局方案的现实困境。

此外，开云集团还对其他业务进行架构重组，新设时装与皮具部门，纳入品牌包括古驰(Gucci)、圣罗兰(Saint Laurent)、葆蝶家(Bottega Veneta)、巴黎世家(Balenciaga)、麦昆(McQueen)、布里奥尼(Brioni)。开云其他业务还包括开云眼镜，以及企业与其他运营板块。开云集团表示，将从一季度开始按照新架构披露业绩。

陷增长困境

新CEO主导下的一系列调整背后，是开云集团面临的困境。前不久，开云集团发布了2025年财报，2025年，开云集团全年销售额为146.75亿欧元，同比下降13.03%；持续经营利润从2024年的24.4亿欧元降至16.31亿欧元，同比下滑33%。其中开云集团的当家品牌Gucci营收同比下滑22%至60亿欧元，亚太地区整体下滑19%至42.04亿欧元。2025年四季度销售额为39亿欧元，经汇率调整后同比下降3%，好于分析师预期的5%跌幅。旗舰品牌Gucci销售下降10%，为连续第10个季度下滑，但表现好于市场预期的12%跌幅。

实际上，业绩下滑在开云集团近两年的财报中很常见。根据财报数据，2024年，开云集团营收为171.94亿欧元，同比下降12%；净利润为11.33亿欧元，同比下降62%。其中，主力品牌古驰(Gucci)全年经常性营业收入同比下降51%至16亿欧元，成为集团经常性营收同比下降幅度最大的品牌。此外，圣罗兰(Yves Saint Laurent)和葆蝶家(Bottega Veneta)在2024年经常性营业收入也分别下降了39%和18%。2023年，开云集团全年营收为196亿欧元，同比下降4%；主品牌Gucci营收同比下

降6%；YSL的营收下降4%。

盘古智库研究院高级研究员江瀚表示，开云集团的业绩下滑与全球奢侈品行业“降温”密切相关。通胀抑制了中产的可选消费，这导致行业整体从高增长转入去库存周期，开云集团作为头部企业难以独善其身。

“因为品牌形象下滑，产品创新乏力，Gucci已经连续多年业绩下滑，这不仅让开云集团整体表现日渐低迷，也让开云集团在行业竞争中越来越处于不利地位，在传统、渠道以及其他产业链资源层面的影响力和话语权都急剧削弱，间接影响其他品牌发展和表现。”周婷补充道。

营收涨跌之外，开云集团还面临着百亿美元级别的债务。根据公开数据，截至2025年6月底，开云集团的净负债额已达95亿欧元，还有60亿欧元的长期租赁负债。

就业务布局问题，北京商报记者对开云集团进行采访，但截至发稿未收到回复。

值得一提的是，在整体业绩低迷之际，开云集团的珠宝业务成为亮眼的存在。根据财报信息，2025年开云集团珠宝业务实现了双位数增长。对于开云集团而言这是机会，Luca de Meo此前也曾明确提及：“看好珠宝领域的发展潜力，计划持续加码时装品牌珠宝衍生业务。”

高端珠宝机遇

发展放缓的现状，频繁的业务调整，2025年9月上任的Luca de Meo需要在下一个财年拿出足以对股东、市场有所交代的成绩单，而年初的密集调整动作或多或少也反映了这位新帅的焦虑。

珠宝市场所呈现出的活力似乎可以缓解这位新帅的焦虑。从近一年以来火爆的老铺黄金来看，黄金首饰及高端珠宝市场蕴藏着

一定的增长空间。近期，老铺黄金发布预告公告显示，2025年，老铺黄金营收预计为270亿—280亿元，增长217%—229%；净利润预计在48亿—49亿元，增长226%—233%。

根据弗若斯特沙利文调查，老铺黄金消费者与路易威登、爱马仕、卡地亚和宝格丽等国际奢侈品牌的消费者平均重合率高达77.3%。摩根士丹利(MS)的研究也提及，在双方门店共存的商场，30%—60%的卡地亚客户也是老铺黄金的客户。

老铺黄金的火爆也曾一度引发奢侈品集团CEO的讨论。2025年5月，历峰集团CEO尼古拉斯·博斯在财报电话会上公开提及老铺黄金，称其“推动了珠宝市场的活力”；在宝格丽等品牌关于中国市场的讨论中，也将其视为正在改变竞争格局的新变量。2025年，LVMH集团的CEO贝尔纳·阿尔诺现身上海老铺黄金门店参观。

在周婷看来，老铺黄金火爆意味着中国高端消费市场仍有极大的挖掘空间，消费升级的趋势远未到头。而高端珠宝赛道也仍有充足的未被满足的需求，尤其是黄金相关的细分赛道，其价值挖掘才刚刚起步。对于头部奢侈品牌而言，这一市场仍有极大的跨品类拓展空间，大量细分赛道尚未被国际奢侈品牌完全覆盖。

“国际奢侈品牌的行业地位并非不可撼动，本土高端品牌完全有机会实现后来居上。只要精准把握本土消费者的需求，打造符合市场趋势的产品，新品牌完全有能力在细分赛道挑战传统国际品牌的地位。”周婷补充道。

对于开云集团而言，珠宝市场的活跃蕴藏着机会。其实，早在2025年底，开云集团投资了专注花丝镶嵌的黄金品牌宝兰，进一步布局黄金首饰市场。

北京商报记者 张君花