



频踩红线,维维股份的增长困境

□孔文曼

近日,维维股份发布公告称,收到江苏省证监局与上海证券交易所两份监管文件,均因2022年至2024年部分粮油贸易业务收入确认方法不当,导致连续三年定期报告营收与成本披露不准确。上海证交所对维维股份及公司三名高管予以监管警示。分析人士指出,此次信披违规,反映出维维股份财务内控对业务实质判断的失准,在外部竞争与内部结构性问题叠加下,维维股份陷入增长困境。

信披违规

2026年4月3日,江苏省证监局向维维股份下发的《行政监管措施决定书》(以下简称《决定书》)显示,维维股份2022年至2024年内对于部分粮油贸易业务收入确认适用总额法、净额法的方法不恰当,不符合《企业会计准则第14号——收入》第三十四条规定,导致公司2022年、2023年和2024年一季度、半年报和三季度营业收入、营业成本披露不准确。

随后维维股份发布《关于前期会计差错更正的公告》称,相应调减2022年一季度营业收入和营业成本约1.17亿元,调增2022年半年度营业收入和营业成本约3136.05万元,调减2022年三季度营业收入和营业成本约1.056亿元;调减2023年一季度营业收入和营业成本约1.29亿元,调减2023年半年度营业收入和营业成本约2.47亿元,调减2023年三季度营业收入和营业成本约4.48亿元;调减2024年一季度营业收入和营

业成本约1.26亿元,调减2024年半年度营业收入和营业成本约7191.16万元,调增2024年三季度营业收入和营业成本约3370.55万元。

根据中华人民共和国财政部《企业会计准则第14号——收入》第三十四条规定,“企业应当根据其向客户转让商品前是否拥有对该商品的控制权,来判断其从事交易时的身份是主要责任人还是代理人。企业在向客户转让商品前能够控制该商品的,该企业为主要责任人,应当按照已收或应收对价总额确认收入;否则,该企业为代理人,应当按照预期有权收取的佣金或手续费的金额确认收入,该金额应当按照已收或应收对价总额扣除应支付给其他相关方的价款后的净额,或者按照既定的佣金金额或比例确定”。

《决定书》显示,维维股份的上述行为违反了《上市公司信息披露管理办法》(证监会令第182号,以下简称《信披办法》)第三条第一款的规定。公司董事长任冬、总经理赵惠卿、财务总监赵昌磊未能勤勉尽责,违反了《信披办法》第四条的规定,对公司上述违规行为负有主要责任。同时,根据《信披办法》第五十二条规定,江苏省证监局决定对维维股份采取责令改正的行政监管措施,对任冬、赵惠卿、赵昌磊采取出具警示函的行政监管措施,并记入证券期货市场诚信档案。

同日,上海证券交易所发布《关于对维维食品饮料股份有限公司及有关责任人予以监管警示的决定》。“上市公司定期报告是投资者进行投资决策的重要依据,公司应当按照相关要求,

对报告期内生产经营活动采取合理的会计处理方式,并保障定期报告相关信息披露的真实、准确、完整。”上海证交所表示。

维维股份称,“本次对前期会计差错更正及追溯调整,对公司的资产总额、负债总额、净资产、归属于上市公司股东的净利润及经营活动现金流量净额等财务状况和经营成果不产生影响。”

对于信披违规的相关问题,记者通过邮件向维维股份发出采访函,但被退回并显示“邮件内容被拒绝”。

知名战略定位专家、福建华策品牌定位咨询创始人詹军豪在接受记者采访时表示,“总额法与净额法的核心区别在于企业是否取得商品控制权并承担风险。维维股份收入确认不当导致营收及成本披露不准确,反映出财务内控对业务实质判断的失准,尤其在粮油贸易的合同评审、收入确认准则执行及审计监督环节存在严重疏漏。”

并非第一次

这不是维维股份第一次因信披问题被出具警示函。

2023年3月25日,江苏省证监局对维维股份采取责令改正措施的决定,原因是“2022年7月,维维股份与徐州市新盛投资控股集团有限公司(以下简称“新盛集团”)、国联宝资本投资有限责任公司(以下简称“国联投资”)共同投资成立产业投资基金徐州维维盛通新消费投资基金(有限合伙)。2022年8月30日,该基金在中国证券投资基金业协会完成备案,但维维股份未按《上海证券交易所上市公司自律监管指引第5

号——交易与关联交易》(上证发〔2022〕6号)第四十一条的规定,在该基金完成备案登记时披露此项重要进展。上述行为违反了《上市公司信息披露管理办法》(证监会令第182号)第三条、第二十五条的规定”。

2022年7月,上海证券交易所还下发了对维维股份股东维维集团股份有限公司(以下简称“维维集团”)予以监管警示的决定。原因是与新盛集团签署《股份转让协议》后,维维集团未按规定提前15个交易日履行减持预披露义务。

维维股份是一家以“生态农业、大粮食、大食品”为主的跨地区、跨行业大型企业集团。现控股股东为新盛集团,持股30.91%。主要产品为“维维”牌豆奶粉及液体豆奶等植物蛋白饮料系列产品、“维维六朝松”面粉系列产品、“天山雪”乳品系列产品、“怡清源”茶叶系列,下属酒水商贸平台茗酒坊公司主营自主品牌“汉元”、代理品牌“双沟”等名酒。维维豆奶粉多年来始终保持行业领先地位,产销量连续多年名列行业第一,获得中国“豆奶大王”称号。

独立乳业分析师宋亮表示,“近几年企业经营压力比较大,个别上市公司为了保持业绩增长,可能会在财务上‘增加’营收,或‘降低’成本。比如加速固定资产折旧,会使得净利润增大。”

增长困境

作为植物蛋白饮料上市龙头,维维股份在2021年被新盛集团控股后,提出“生态农业、大粮食、大食品”的战略,试图通过“双轮驱动”,在开拓液体豆奶市



资料图片

场的同时,发展粮食收购、仓储、加工、贸易和健康食品生产。

根据维维股份官网,其先后与国内大型粮食企业合作,在优质小麦主产区淮海经济区、小粒花生主产区豫南、非转基因大豆主产区黑龙江绥化、优质稻米产区佳木斯兴建了现代化粮食物流园区,形成了集收购、加工、贸易一体化的现代化粮食综合产业园。2019年,位于徐州的维维粮食物流产业园获批江苏省省级粮食物流园区。

对于新盛集团的入股,维维股份表示,新盛集团进驻以来,协调其自身优质资源,发挥与公司业务发展的协同效应,提升公司核心竞争力。通过与新盛集团、国联投资合作成立食品饮料及现代农业产业投资基金,以维维股份主营业务、产业链上下游和未来战略规划为核心,重点投资于食品饮料、新消费、农业等领域。

值得注意的是,近年来,维维股份、承德露露、养元饮品、欢乐家四家以植

物基饮料为主业的行业巨头业绩都“不给力”。财报显示,2025年,欢乐家实现营收约15亿元,同比减少19.11%;实现归母净利润约4417万元,同比减少70.03%。2025年前三季度,承德露露实现营收约19.56亿元,同比减少9.42%;实现归母净利润约3.84亿元,同比减少8.47%。2025年前三季度,养元饮品实现营收约39.05亿元,同比减少7.64%;实现归母净利润约11.19亿元,同比减少8.95%。维维股份更是自2020年至2024年连续五年营收下滑,2025年前三季度,其实现营收约23.88亿元,同比减少11.2%;实现归母净利润约2.41亿元,同比减少1.93%。

宋亮表示,“植物基饮料企业营收下滑,一是随着渠道的碎片化,消费者趋向个性化、场景化,一些自有品牌得到快速发展。二是现制类产品对于传统标配品的替代。对于维维股份这种传统的生产型企业,增加营收的方式只有拓新,但目前来看拓新难度非常大。”

奶粉深度调整持续 乳企今年要“抢份额”

□栾立

2025年主要奶粉企业业绩已陆续出炉。随着新出生人口下行,多家乳企将新年任务定为“抢份额”,市场集中度面临进一步提升。与此同时,奶粉企业也在加速布局营养品赛道,同质化竞争的问题随之显现。

新年目标:抢份额

“今年新年誓师大会的主题就是‘狭路相逢勇者胜’。”一家国内奶粉企业负责人告诉记者,“龙宝宝”的红利即将耗尽,出生人口再次下滑让奶粉品牌倍感压力。

2025年,随着市场秩序恢复和出生人口短暂回升,主要乳企的奶粉业务业绩表现均有不同程度的恢复。

财报显示,健合集团婴幼儿营养及

护理用品(BNC)业务2025年实现收入52.6亿元,同比增长20%,其中中国内地要配粉销售额同比增长28.3%。澳优2025年实现收入74.9亿元,同比增长1.2%。光明乳业2025年其他乳制品收入85亿元,扣除新菜特收入外,国内奶粉、奶酪业务收入约9亿元,同比有一倍以上的增长。

不过记者了解到,本轮头部企业的业绩增长大多来自产品结构提升或市场份额的增长,而非行业性复苏。2025年以来,头部乳企加速配方竞争,推动产品高端化。财报显示,受益于配方技术迭代和临床实证推动,健合集团超高端要配粉市场份额从2025年初的15.6%提升至四季度末的19.5%。

澳优的增长情况较为特殊,主要来自海外业务的快速增长。2025年,澳优

旗下羊奶粉品牌佳贝艾特国际业务收入同比增长50.7%至约9.7亿元,其中中东、独联体和北美市场分别增长65.5%、40.1%和39.5%。

值得注意的是,2025年出生人口再次快速回落至792万人,零至三岁以下儿童数量从2020年的约4190万减少至2025年的2650万。人口下滑带来要配粉市场萎缩,2026年乳企间的竞争火药味也在变浓。

光明致优小分子奶粉操盘手何康辉告诉记者,2025年公司销售超过200万罐,同比增长35%,今年的竞争压力将远超去年。一般而言,1、2段奶粉和3段奶粉各占市场的50%,因此从新出生人口情况看,今年如何有效抢夺市场份额变得更加重要。

在近期一次投资者访谈中,达能管理层表示,中国新生儿结构发生转变,

在激烈的存量竞争下,公司的重点是抢占更多市场份额。目前中国约有500个奶粉品牌,较全球市场更为分散,要配粉市场存在进一步整合和高端化的机会。

记者了解到,在经历了上一轮价格战阵痛后,新一轮奶粉竞争从品牌、价格等层面转向技术、配方、模式等层面。例如2025年末,中国飞鹤上线了全球首个奶粉新鲜原料溯源系统,消费者可扫码查看乳清蛋白、乳铁蛋白的生产信息,通过显示原料新鲜度以区别于其他竞争对手,建立差异化优势。这能也表示,有意引入更多先进配方的奶粉进入中国市场。

独立乳业分析师宋亮认为,目前奶粉生产成本上升,市场规模缩小,行业深度调整远未结束。下一步,随着市场竞争加剧,市场分化与集中度提升将进

一步提速。

婴童保健品同质化竞争待解

随着要配粉市场萎缩,越来越多的奶粉企业将目光投向营养品、保健品赛道。从2025年财报看,各乳企在营养品领域的投入力度进一步加大。

此前伊利、飞鹤、健合等乳企通过并购成熟保健品品牌或组建新事业部等,布局营养品和保健品市场,已初见成效。2025年,健合旗下的全球保健品品牌Swisse收入突破10亿美元,中国市场同比增长13.3%;澳优旗下保健品业务同比增长5.2%;中国飞鹤其他乳制品和营养补充品分别收入20.6亿元和1.8亿元,同比增长36.1%和6%。

记者在北京部分母婴店看到,在售的营养品、保健品数量众多,但大多集

中于益生菌、钙、乳铁蛋白、DHA等品类,产品、品牌之间难分伯仲,消费者也很难分出优劣。

中婴童总经理曹天伟告诉记者,营养品同质化问题正在变得突出。婴幼儿能吃的营养品品类本就有限,只能在较小的品类空间里同质化竞争。相比奶粉的刚需属性,营养品需要更高的运营能力,部分参与者缺乏开拓意识和经验。此外,不少产品采用代工模式,部分营养品甚至出自同一代工厂,难以形成差异化。

宋亮也提醒从业者,代工成本较低,导致婴童营养品同质化竞争严重,价格也很透明,这并非健康的发展模式。预计未来随着国内外创新能力、技术储备厚的头部企业在技术和创新上持续发力,企业间的差异化将越发明显,市场竞争也会更加理性。

冲刺“A+H”两地上市,新乳业叩门港交所

□黄兴利

近年来,乳制品行业持续深度调整,低温赛道逆势增长,成为行业破局关键。乘着低温赛道扩容东风,新希望乳业股份有限公司(以下简称“新乳业”)在行业巨头夹缝中走出差异化突围路径,并于4月2日正式向香港联交所递交H股发行上市申请,全面启动“A+H”双平台上市进程。

低温赛道“扩容红利”

随着新乳业披露IPO招股书,这家以低温奶为核心业务的区域乳企巨头交出了一份亮眼成绩单。据招股书及公开数据,2025年公司实现营业收入112.33亿元,同比增长5.33%,创历史新高;归母净利润为7.31亿元,同比大幅增长35.98%。

拉长时间轴来看,2022年至2025年,公司营业收入呈现稳中有进的发展轨迹:2022年营收突破百亿大关;2023年营收增至109.87亿元;2024年下滑至106.65亿元;2025年重拾增长动能,营收创历史新高。其中,2025年第四季度

归母净利润增速超过60%,成为全年利润增长的主要贡献期。

从招股书数据来看,以低温鲜奶和低温特酸奶为核心品类的低温产品,占总营收比重已从44.8%(2023年)提升至53.8%(2025年),成为驱动新乳业业绩增长的核心动力。此外,低温产品毛利率约36%,远高于常温产品的23%,直接拉动了整体盈利水平的上升。多家机构分析认为,利润增速显著高于营收增速,主要得益于公司聚焦低温鲜奶和低温酸奶等高毛利品类,减少了对基础白奶和常温产品的依赖。

对于新乳业的业绩增长,独立乳业分析师宋亮对记者表示,主要得益于三方面,一是借助新零售渠道实现DTC扁平化,加强数字化营销体系建设,通过精细化、扁平化的渠道管理降低了流通成本;二是产品创新具备强适配性,推出的创新产品获得了较高的消费者认可度;三是冷链基础设施建设为低温产品的终端交付提供了保障。

从行业赛道看,中国低温液态乳制品正成为整个乳制品市场的主要增长

动力,机构预计2025—2030年复合增长率达5.4%,其中低温鲜奶品类复合增速接近9%。此外,当前国内低温乳制品渗透率仍远低于美、日等成熟市场,这意味着新乳业所处的赛道仍有不小的扩容空间。不过,增长红利并不等于发展坦途。一边是低温奶赛道的持续扩容,另一边则是巨头挤压与全国化扩张带来的现实挑战。高增长的赛道,往往也伴随着更激烈的竞争。

嘉世咨询合伙人李应涛于4月3日接受采访时指出,新乳业近年来的发展主要依靠并购整合各区域性品牌,未来在全国化竞争过程中,不同区域团队在利益诉求、企业文化、经营模式与做事风格上存在显著差异,同时在供应链协同、采购管理等运营层面也面临诸多难题,这构成了全国扩张的首要挑战。

不仅如此,低温奶业务本身还面临更高的运营门槛。李应涛进一步分析称,低温奶产品的全国布局需依托完善的冷链网络、冷库建设、冷链车辆配置等均属于高投入的重资产项目,对企业资金实力提出极高要求,与此同时,低

温奶赛道本身存在两个结构性难题:一是鲜奶保质期短,工厂只能覆盖周边几十至几百公里的半径,天然不具备长距离运输的属性;二是普通消费者难以感知鲜奶中细微的营养成分差异。

李应涛表示,这些巨头凭借资金、渠道等资源,可通过常温奶业务的利润补贴低温产品,打折抢占市场,这将倒逼新乳业等区域品牌陷入价格战泥潭,形成激烈的竞争挤压。他也建议,新乳业可以通过加强入户订奶与私域运营等方式,实现渠道差异化,聚焦功能性酸奶实现产品差异化,并以数字化驱动极致新鲜度实现效率差异化,以此对抗巨头挤压。

海外市场空间

在国内乳制品市场增速放缓、存量竞争的背景下,海外拓展已成为头部乳企的共同选择,以伊利、蒙牛为代表的企业纷纷加速全球化布局,将海外市场打造为新的增长曲线。

新乳业同样将目光投向海外。在港股招股书中,公司明确将“拓展海外运营”纳入增长战略,表示将评估发达

市场及高增长区域机遇,通过投资、收购、本土化运营等方式支持国际拓展。

在4月2日举行的业绩会上,新乳业高层方面也审慎指出:“公司持续关注海外市场发展机遇,审慎评估、择机推进国际化业务布局,后续如有进展请关注公司公告。”当记者问及海外业务、港股IPO等相关问题时,新乳业方面4月3日称目前处于静默期,不方便接受采访。

审慎态度之下,新乳业已率先在港澳市场开启境外业务试水。4月2日,香港乳企神乐院牛奶厂有限公司与新乳业签署战略合作备忘录,旨在通过品牌联盟、供应链和市场资源协同,共同开拓香港及澳门地区。

根据双方合作备忘录的重点规划,双方会考虑采用品牌联名的模式,预计于今夏率先推出轻食杯功能性酸奶系列,聚焦“健康控体”与“代餐充能”等消费场景,第四季度则计划推出特色风味牛乳饮品,进驻全港核心超市及便利店渠道。与伊利、蒙牛主攻东南亚海外市场的规模化出海路径不同,新乳业选择了一条更轻量化的港澳区域拓展路线。

宋亮向记者分析,新乳业拟在香港市场推出功能性酸奶,核心是迎合了当地消费趋势,香港聚集了大量金融机构的高薪白领,轻食、代餐类产品备受青睐,且市场与欧美高度接轨,健康导向产品热销。他指出,香港基础性乳制品市场已被外资及本土老牌占据,此时若切入基础产品,能否抢到销量存疑,利润空间更为有限。

在宋亮看来,乳企开拓港澳市场主要有两条可行路径:一是推出冰品等低成本、普适性强的产品;二是聚焦健康零食、轻食及代餐赛道,新乳业选择后者,精准匹配了当地市场年轻客群的消费需求。谈及品牌联名的合作模式,宋亮认为,这种方式能借助合作方的本地资源优势,无需大额投资,在降低风险的前提下实现双赢,是现阶段较优的切入方式。

毋庸置疑的是,出海也面临国际贸易政策、地缘政治、本地化运营等多重挑战。对新乳业而言,香港市场更像一块“试验田”,其轻资产联名模式能否跑通,以及后续是否会拓展至更广阔的海外市场,仍有待观察。