

# 奶源加持辉山成香饽饽 资产负债僵局待破

本报记者 于海霞 孙吉正 北京报道

继伊利退出辉山乳业重组后，负债累累的辉山乳业再迎潜在重组方。

近日，据媒体报道越秀集团和新希望集团均表达了对辉山乳业的兴趣，并提交了重组方案。其中，越秀集团希望以现金20亿元出资持有新公司67%的股权，而新希望集团则希望以15亿元持有相同的比例，剩余股权由债权人持有。而在经营性债权上，双方对50万元以上的债权人给出了最高3年累计20%的偿还方案。

这并不是辉山乳业第一次重组，早在2019年8月，伊利也曾向辉山乳业提出过重组方案，但最终双方没有达成共识，2020年4月，伊利宣布退出辉山重组。

## 辉山再迎重组方

“对于辉山乳业来说，最大的问题在于它下游资源的变现能力。”

据媒体报道，越秀集团和新希望集团分别提交了一份《重整计划草案初稿》。

其中，越秀集团以现金20亿元出资持有新公司67%股权（20亿元注册资本），转股债权人以债权作价9.85亿元出资持有新公司33%股权，新公司持有辉山中国和乳业集团沈阳公司100%股权，进而间接持有辉山乳业集团系列企业其他公司100%股权。

新希望集团给出的方案以现金15亿元出资持有新公司67%股权，剩余约7.39亿元注册资本（33%股权）将根据重整计划的规定由债权人持股平台代表全体转股债权人持有，清偿辉山乳业集团系列企业转股债权人的债权，且新公司将根据本重整计划规定承接辉山乳业集团系列企业债权。

对于重组方案进程，记者联系越秀集团和新希望集团发起采访，但双方均未回复相关问题。

中国食品产业分析师朱丹蓬认为，如果越秀集团“拿下”辉山乳业的话，有点“小马拉大车”的意思，很难进行消化。“越秀集团是一个综合型企业，旗下只有长城乳业和风行乳业两个品牌，且都是小型区域品牌。”

公开资料显示，越秀集团旗下

业内普遍认为辉山乳业的奶源资源具有很大价值，这也使得负债累累的辉山乳业成为了“香饽饽”。高级乳业分析师宋亮向《中国经营报》记者表示，辉山乳业最主要的价值在于其上游养殖。“辉山现在至少有16万头牛，其上游供应体系非常完备，包括牧草种植、牧草加工、奶牛养殖等，整个牧业资源价值非常大，这里边还包含了大量的政府红利。”

值得注意的是，虽然辉山乳业的奶源极具吸引力，但重组并没有想象中简单。香颂资本执行董事沈萌表示：“从现有的公开信息来看，辉山乳业完成重组需要债权人放弃部分债权。虽然重组方希望能轻装上阵，但债权人可能不会轻易放弃，因此双方还可能继续博弈。”

风行乳业现有3个大型优质奶源基地，分别位于广州市及张家口市，2个乳品加工基地，产能10万吨，产品涵盖巴氏奶、超高温奶、炼奶及甜品四大类，产品覆盖广东全省、河北省张家口市以及海南省。

“新希望集团的方案更加匹配辉山乳业未来的发展。新希望集团把辉山乳业收进来，也就意味着占领了东北地区，形成东北、华北、华中、西南、西北的势能，其全国化的战略目标也就更进一步。”朱丹蓬分析认为。

据了解，目前新希望集团上市子公司新乳业旗下有47家控股子公司、15个主要乳品品牌、16家乳制品加工厂、13个自有牧场。

“虽然新希望给的价格低，但是它的方案会更具有诱惑性。”宋亮表示。“对于辉山乳业来说，最大的问题在于它下游资源的变现能力，变现的可持续性也是辉山股东非常关心的，也是辽宁省政府非常关心的。”宋亮表示。

值得注意的是，这并不是辉山乳业第一次迎来潜在重组方。据了解，近几年中粮、伊利、蒙牛、光明等巨头纷纷表现出对辉山乳业的兴趣，但最终未果。因此，此次两家企业对辉山乳业的重组方案能否进一步推进还是未知数。

## 债权人方与重组方博弈战

“未来重组方和债权人能否在资产和债务上达到平衡，将是辉山实现重组成功的关键。”

就目前形势来看，辉山乳业重组仍具有很大的不确定性，业内认为，主要难点在于辉山乳业深陷债务问题，债权人方和重组方之间很难平衡。

宋亮认为，辉山乳业重组的难点有三个方面。“第一辉山乳业中小股东不好平衡，如何维护小股东利益是一个问题；第二辉山乳业的债务体系中，大部分都是欠银行的债，一次性偿付债务压力会很大，包袱会很重；第三盘活辉山乳业需要一大笔资金，这也是个很大的难题。”

实际上，巨额债务是辉山乳

## 奶源“杀手锏”

2018年，辉山乳业拥有45万亩的种植基地，80座现代化自营牧场，约18万头奶牛。

从多家乳企接触辉山乳业的动作来看，虽然辉山乳业负债累累且债权错综复杂，但在各大乳企眼中，其奶源仍具很大价值。

“对于越秀集团和新希望集团来说，收购辉山乳业最核心的原因就是看中了其奶源资源。”宋亮认为。今年国家放开了高温杀菌奶条目，未来超巴奶企业争夺市场份额，首先需要加强的就是奶源建设。

实际上，“觊觎”辉山乳业奶源的不只越秀集团和新希望集团，早在2019年光明乳业已经出手。

2019年12月24日，光明乳业发布公告称，公司参与竞拍江苏辉山乳业及江苏辉山乳业相关资产，并最终于7.51亿元的成交价格中标。不过，光明乳业在公告中表示仅接管资产，原江苏辉山乳业及江苏辉山乳业的债权债务和或有负债与公司无关。

那么辉山乳业的奶源价值究竟有多大？2018年8月北京市中伦律师事务所公布的招募重整方的公告显示，辉山乳业拥有45万亩的种植基地，80座现代化自营牧场，约18万头奶牛。

值得注意的是，时隔两年辉山乳业的奶源价值有没有折扣

业重组进程缓慢的原因之一。据统计，在2017年3月辉山乳业债务危机爆发时，涉及的金融债权高达上百亿元，涉及70多家债权人，包括23家银行、10多家融资租赁公司以及部分P2P、私募机构。

2018年12月20日，辉山乳业系列企业提交的重整计划草案（初稿）显示，2702家债权人申报了5155笔债权，合计720亿元。

沈萌表示：“此次重组方案推进是否顺利，主要看接盘方是否会根据辉山乳业自身经营情况制定相应对策。未来重组方和债权人

能否在资产和债务上达到平衡，将是辉山实现重组成功的关键。”

辉山乳业债权人李成（化名）向记者表示，很多投资者都有自己的算盘，比如不少产业投资者只想买入牧草种植、自营牧场等单一优质业务板块，没打算接收辉山乳业整体资产，即便个别产业投资者同意全盘接收，报价也大幅低于债权人的预期值。

据了解，此前辉山乳业部分资产被出售，其中荷兰皇家菲仕兰以200万美元的代价买下了与辉山乳业的合资奶粉工厂；2019

年12月，光明乳业则以7.5亿元人民币的代价，买下了江苏辉山乳业及江苏辉山乳业相关资产。

“中小银行大都希望重组方能提高现金清偿额度与降低债务减记规则，以满足他们银行内部的坏账追偿回款要求，大型银行更希望能尽早拿到部分现金清偿款减少实际损失。”李成说。

朱丹蓬告诉记者：“现在辉山的负债率、股权都错综复杂，这可能也是当初伊利退出的核心原因。后续方案不排除一人拿一点的这种可能，像辉山的华东部分已经被光明拿走了。”



负债累累的辉山乳业再迎潜在重组方。

本报资料室/图

是业内普遍关心的问题。

宋亮向记者表示，“辉山乳业奶粉业务被剥离了，华东也被剥离了，所以辉山乳业的资源价值可能会缩水，但是能保留原来的80%是没问题的。”

另外，乳业人士王峰（化名）向记者透露，辉山乳业现有约16万头奶牛，但这几年辉山乳业缺

乏对上游资源的系统管理，至于奶牛质量、产奶量、牧场方面等现状还得进一步考量。即便如此，辉山乳业的奶源优势也是不可忽略的。

据了解，目前国内已经掀起了占领奶源的风潮。其中，现代牧业和中国圣牧被蒙牛收入麾下，赛科星和中和乳业被伊利收

割，原生态牧业也成为飞鹤乳业的囊中之物。

“如今国内对乳制品的需求非常大，谁拥有更多好奶源，谁就掌握了未来制胜的法宝。未来乳企的竞争，特别是具有全国布局的龙头企业来说，竞争优劣就体现在对优质奶源的控制上。”宋亮认为。

# 每日优鲜百亿投放难解月活、品控难题

本报记者 钟楚涵 李向磊 上海报道

生鲜电商企业每日优鲜近日又迎来一个高光时刻。在9月17日的供应链生态大会上，每日优鲜宣布斥资百亿元投入供应链。

## 百亿投资供应链

9月17日，2020每日优鲜供应链生态大会在北京举办，也是每日优鲜成立5年以来第一次举办供应链大会。在大会上，每日优鲜正式启动“百亿计划”，宣布未来5年将投入100亿元，扶持100个亿级规模供应商。

公开资料显示，每日优鲜成立于2014年。中信建投研报称，每日优鲜目前已是业内最大的在线生鲜零售商。今年7月，每日优鲜CFO王珺表示，每日优鲜已于2019年底

## 扩张下现管理问题

值得注意的是，在每日优鲜快速扩张之下，其管理问题也不断被暴露出来。

近日，北京市市场监督管理局发布关于不合格食品风险控制情况的通告，每日优鲜APP经营的、标称襄阳沃沃源食品有限公司生产的香辣山药片（生产日期：2020-05-25）经检验，大肠菌群项目不符合规定。

对此，每日优鲜相关负责人表示：“每日优鲜已于第一时间下架该商品，且对于该品类永不合作。今后将持续严控对于供应商的管理。”赖阳认为：“随着每日优鲜规

模扩大，在大量的采购、销售当中，难免会出现以上与产品品质保障有关的风险。因此，随着规模扩大，每日优鲜整个供应链的管理规范和审核的难度也加大了。”

但几乎是其高调投资供应链的同时，北京市市场监督管

实现全面盈利。

每日优鲜副总裁刘智丹在大会上表示：“未来，随着线上生鲜超市逐渐升级为主流人群的主流购买渠道，用户需求会从精选便捷转向一站式购齐和极致性价比，行业要解决的主要矛盾从最后一公里物流转变为第一公里的供应链。从百亿规模到千亿规模，生鲜到家的供应链时代已来。”

对此，北京京商战略研究院院长赖阳认为：“随着每日优鲜规模

模扩大，在大量的采购、销售当中，难免会出现以上与产品品质保障有关的风险。因此，随着规模扩大，每日优鲜整个供应链的管理规范和审核的难度也加大了。”

记者注意到，2019年下半年就曾媒体报道称，每日优鲜有蔬菜在仓库滞留时间，直到变色才下架。同时，还存在将死掉的鱼虾冷冻起来当冷冻水产销售。

在知乎等社交平台上，也存在一部分对于每日优鲜消费体验有不满的消费者。一名消费者表示，在每日优鲜上购买的低温酸

奶在3日后才送到，在与后台客服沟通时，客服向消费者表示：“商品不会坏的。”

根据记者了解，每日优鲜的前置仓目前采取“直营+加盟”模式，方正证券数据显示，截至2020年5月，每日优鲜前置仓数量超过1700个。上海尚益咨询总经理胡春才表示：“前置仓加盟模式是每日优鲜实现快速扩张的有效手段。但是加盟者往往都是急功近利，把加盟当作谋生手段，希望迅速赚钱，因此以次充好、偷工减料等行为也会发生。”

刘智丹表示，未来每日优鲜将会从研发、品牌、渠道、数据、资金、资本6个方面赋能供应商，提升用户价值和产业效率。

根据记者了解，每日优鲜的前置仓目前采取“直营+加盟”模式，方正证券数据显示，截至2020年5月，每日优鲜前置仓数量超过1700个。上海尚益咨询总经理胡春才表示：“前置仓加盟模式是每日优鲜实现快速扩张的有效手段。但是加盟者往往都是急功近利，把加盟当作谋生手段，希望迅速赚钱，因此以次充好、偷工减料等行为也会发生。”

刘智丹表示，未来每日优鲜将会从研发、品牌、渠道、数据、资金、资本6个方面赋能供应商，提升用户价值和产业效率。

根据记者了解，每日优鲜的前置仓目前采取“直营+加盟”模式，方正证券数据显示，截至2020年5月，每日优鲜前置仓数量超过1700个。上海尚益咨询总经理胡春才表示：“前置仓加盟模式是每日优鲜实现快速扩张的有效手段。但是加盟者往往都是急功近利，把加盟当作谋生手段，希望迅速赚钱，因此以次充好、偷工减料等行为也会发生。”

根据记者了解，每日优鲜的前置仓目前采取“直营+加盟”模式，方正证券数据显示，截至2020年5月，每日优鲜前置仓数量超过1700个。上海尚益咨询总经理胡春才表示：“前置仓加盟模式是每日优鲜实现快速扩张的有效手段。但是加盟者往往都是急功近利，把加盟当作谋生手段，希望迅速赚钱，因此以次充好、偷工减料等行为也会发生。”

数据下滑的经营现状。

就每日优鲜目前经营现状、模式以及规模等问题，《中国经营报》记者向每日优鲜方面发出了采访函，但截至发稿尚未收到回复。

每日优鲜百亿规模投入供应链，离不开资本的助力。在此前的7月，每日优鲜宣布完成新一轮融资，融资金额高达4.95亿美元，是截至目前生鲜电商赛道最大规模的一笔融资。8月底，每日优鲜获得工商银行超过10亿元授信。天眼查数据显示，截至目前每日优鲜已经合计获得9轮融资，投资机构包括腾讯投资、中金资本等多家知名机构，合计融资金额超过13亿美元。

鲜微仓负责人表示，时效和售后是每日优鲜最主要的考核指标，对于卫生情况是否考核，一般都不置可否。

对此，赖阳表示：“精细化运营的管理问题是每日优鲜未来发展面临的巨大挑战之一。前置仓加盟模式本身没有问题，但是在对加盟商的管理方面，这是企业做大之后整个管理体系升级优化的问题。在合伙人制度的背景下，依然需要企业对于终端的管控。举个例子，7-11也是加盟模式，但其对于加盟店的管理、督导就非常到位，很多店铺让人根本看不出是加盟的。”

## 月活数据下滑 行业竞争加剧

根据网经社数据，2020年7月，每日优鲜APP月活为650.14万人，较今年3月735.65万人的数据相比大幅下滑11.56%。不止如此，记者注意到，根据Trustdata移动大数据监测平台数据，2019年9月每日优鲜的月活数超过1000万人。如此对比可见，每日优鲜APP今年7月的月活数据比起去年也有不小幅度的下滑。

对此，行业专家表示：“每日优鲜的月活数据较今年上半年有所下滑是正常的。对于月活数据较去年下滑的情况，则不排除是行业竞争加剧（竞争对手增多）、补贴减少等原因。”

新冠肺炎疫情以来，生鲜零售领域成为了众多巨头布局之地。近日，美团优选宣布推出“千城计划”，布局社区团购赛道。在此之前，京东、阿里、滴滴等互联网巨头也进入该领域。除此之外，近年来永辉等传统商超入驻饿了么等平台，开展线上外卖业务。巨头以及各路玩家的入局无疑会瓜分市场蛋糕，加剧市场竞争。

对于行业竞争，每日优鲜方面曾在中信建投的报告中表示：“未来竞争格局会更像零售，需要构建供给而非只通过互联网连接供给。互联网企业需要一定时间来打造自营供应能力，而非只依靠流量和数字化能力。相对传统零售，生鲜电商不依赖线下资产获取流量，因此复制速度更快，是加速版的零售。市场会容下多个玩家多个业态，每日优鲜与二者是竞合关系。”

但在胡春才看来，每日优鲜的品类结构是导致其用户活跃度不够高的其中一个原因。据了解，与叮咚买菜等几乎全部品类都是生鲜的类型不同，每日优鲜为“生鲜+百货”模式，客单价在90元左右。“在前置仓数量增加的背景下，月活数反而下降，这说明每日优鲜失去了一部分高频消费的用户。百货品类的加入，初衷是通过百货的相对高毛利来提升整体的利润率。但由于百货是低频次消费的产品，可能导致每日优鲜用户消费频次不高。”胡春才说。

和君咨询合伙人、连锁经营负责人文志宏也指出：“每日优鲜商品目前的价格比一般超市、菜市场都要贵不少，这是消费者之前用每日优鲜APP但是现在不用的其中一个原因。从这个角度来说，每日优鲜强化供应链能力，来降低商品的成本和价格，也是非常必要的。”

对于该问题，在上述报告中每日优鲜方面曾表示：“客单价、毛利率、履约成本是单个仓获得盈亏平衡的三个要素。若要覆盖总部成本，则需按90元以上客单价经营。”

文志宏认为：“对于每日优鲜这样主打前置仓模式的企业而言，未来能否持续发展的一个重要因素是对于盈利模型的算法是否足够精确。其次，在模式正确的前提下，由于电商企业往往相较于传统零售企业在管理上的经验会相对缺乏，因此提升精细化管理能力（供应链管理、门店管理、内部腐败管理等）对于每日优鲜的持续发展也非常重要。”