

a2补产能VS蒙牛甩包袱:12亿元交易“各取所需”

本报记者 黎竹 孙吉正 北京报道

8月18日,新西兰a2公司宣布以2.82亿新西兰元(约合人民币12亿元),收购中国蒙牛乳业有限公司(2319.HK,以下简称“蒙牛”)子公司雅士利国际(以下简称“雅士利”)旗下的新西兰奶粉工厂(以下简称“Pokeno工厂”)100%股权。该工厂是雅士利的全资子公司首家运营的海外工厂,也是中国企业在新

“各取所需”的买卖

“出售新西兰资产是公司近两年来主动管控资本性支出、调整优化资产组合系列管理动作的一部分。”

在本次收购中,除了Pokeno工厂,a2公司还获得了其两款中文标签婴幼儿产品配方注册证。据悉,该交易已获新西兰海外投资办公室批准,预计将于9月1日完成交割。

蒙牛方面告诉《中国经营报》记者,出售新西兰资产是公司近两年来主动管控资本性支出、调整优化资产组合系列管理动作的一部分。就奶粉业务而言,贝拉米作为蒙牛国际化战略的重要支柱,近年来持续拓展东南亚市场,其中越南市场表现突出。

盘古智库高级分析师江瀚指出,在财务安全边际与现金流管理

一直在补的“短板”

蒙牛出售雅士利工厂的价格仅不到2013年蒙牛收购雅士利总价的十分之一。

在业内看来,从蒙牛的经营状态来看,剥离不良资产,提升公司利润或为其当下首要任务。

2024年,蒙牛录得营收886.75亿元,同比下降10.09%;归母净利润为1.05亿元,同比下降97.83%。公司解释称,这主要由于子公司贝拉米商誉减值,以及联营公司现代牧业的乳牛资产减值影响。

乳品行业整体供大于求,也在促使企业去产能。宋亮表示:“蒙牛的常温奶和奶粉的产能都很大,这次出售工厂一方面削减了奶粉的产能,另一方面也盘活了资产,这笔钱还可以加快产业结构调整、产品创新、科技创新、科技研发。”

宋亮还指出,国内头部乳企有一个大问题:固定资产庞大,因此当消费环境发生变化时,它们就要调整产业结构和产品结构。

据记者不完全统计,过去10多年里,蒙牛“死磕”奶粉业务,仅收购雅士利、贝拉米以及私有化雅士利,蒙牛就投入资金超200亿港元;同时至少5次计提商誉减值,

称“蒙牛”)子公司雅士利国际(以下简称“雅士利”)旗下的新西兰奶粉工厂(以下简称“Pokeno工厂”)100%股权。该工厂是雅士利的全资子公司首家运营的海外工厂,也是中国企业在新

西兰从零开始建设的首家奶粉工厂。

对此,独立乳业分析师宋亮分析道:“贝拉米(蒙牛2019年收购的澳大利亚有机婴幼儿食品品牌)有位于澳洲的自有工厂,

而且体量还比较小,原有的工厂能够完全满足其需求。而如果a2想要发力全家功能营养,从产能和布局上来说是不够的,所以Pokeno工厂能够为其全面发力做准备。”

厂,a2公司能够进一步夯实其在新西兰供应链体系。

a2公司经销商郑友涛告诉记者:“配方注册能够增加a2的产品SKU,不会像以前一样产品比较单一,也能够提升各阶段消费者的覆盖率。”

a2公司表示,在取得中国监管部门的批准后,将基于扩展的产品组合,争取获得两个新国标中标配方奶粉的产品注册机会,未来还有可能获得第三个配方注册。通过中标产品组合的扩展和创新,支持核心配方奶粉业务的长期增长,同时释放低线城市及国内线上渠道的增长潜力。

蒙牛“一体两翼”战略中国际化战略的重要组成部分,2025年上半年已完成产品线升级,新品陆续登陆澳洲和越南市场。

在业内看来,贝拉米是君乐宝“单飞”后蒙牛特色的新开端。2019年,蒙牛以40亿元出售旗下优质资产君乐宝,转而以每股13.25澳元的收购报价收购贝拉米。这在当时是中澳最大乳制品行业收购案,为此,蒙牛付出的总价是14.6亿澳元,溢价59%。

记者查询天猫国际贝拉米海外旗舰店发现,目前该店有93款产品在售,且在本月上新33件,其中销量最多的产品是a2蛋白婴幼儿奶粉。但此前有投资者和消费者反映,在线下商超和母婴店找不到贝拉米奶粉。

多位业内人士指出:“贝拉米主要做跨境。”据悉,上述交易完成时贝拉米未获得中国的奶粉配方注册。这也成为影响贝拉米业绩的一个因素。贝拉米此前在澳洲市场属于头部品牌,于2013年进入中国市场,2020年在

2020年在蒙牛中期业绩会上,蒙牛时任总裁卢敏放表示:“雅士利加上贝拉米,蒙牛奶粉业务定的目标是未来3年进入中国市场前三。”但结果是,高价买的贝拉米,未能提振奶粉业务,2021—2022年,不得不计提商誉减值13.64亿元。蒙牛在今年发布的盈利预警公告中还提到,因考虑贝拉米经营和财务表现,预期将计提相关商誉和无形资产减值38亿—40亿元。

宋亮告诉记者:“这些年蒙牛的成人粉一直在保持增长,基本上占到其奶粉市场的90%以上。但由于过去的整合使蒙牛的奶粉产能较高,近两年蒙牛婴儿粉正在回暖,但体量还是比较小,没办法和飞鹤、伊利、君乐宝这些企业相比。”



图为成都某沃尔玛商场内奶粉售卖区。

黎竹/摄影

行业深度整合

过去10年,是中国婴幼儿配方奶粉黄金发展的10年。

根据国家统计局最新消息,2024年出生人口954万,同比增长约6%,连续7年下降后首次回升。但受市场波动影响,中国婴幼儿配方奶粉市场总体继续呈现下滑态势。根据AC尼尔森数据,2024年婴幼儿配方奶粉销售额下降7.4%,目前行业整体仍处于深度调整期。

江瀚认为,上述交易体现了中国乳企“走出去”后阶段性回调与外资品牌“本土化深耕”的双向流动。他指出,从产业集中度与资源再配置的角度看,这也是乳业产业链在“新国标+需求收缩”双重压力下的一次典型结构性调整。中国婴幼儿配方奶粉市场已进入存量博弈阶段,CR10持续提升,中小品牌退出,头部企业则通过资产优化实现战略聚焦。

2013年,a2公司旗下至初婴幼儿配方奶粉首次进入中国市场。10年后,a2公司宣布上市的a2至初新国标产品的配方。在此期间,a2公司在中国市场的业绩越来越高。首席执行官David Bortolussi曾公开表示:“中国婴幼儿配方奶粉市场是我们最大的增长机会。”

在宋亮看来,过去10年,是中国婴幼儿配方奶粉黄金发展的10年,高毛利催生了一大批奶粉品牌和母婴渠道。

而蒙牛的奶粉业务表现与行业地位,却在激烈的市场竞争中每况愈下。贝拉米2019财年进账13亿多元,一入蒙牛体系就表现颓靡,其后3年,其营收只有10.32亿元、5.15亿元和1.24亿元,逐年下滑。同时,蒙牛奶粉业务收入也连年下

滑,财报数据显示,2024年,蒙牛奶粉业务收入仅33.2亿元,同比下滑12.66%,仅占集团总收入的3.74%。下滑幅度为四大板块之首。

反观竞争对手伊利、飞鹤,赶上市风头后,奶粉营收在过去几年快速增长。2018—2020年,伊利奶粉收入分别为80.45亿元、100.55亿元、128.85亿元。此后两年,仍保持高速增长,2022年实现营收262.6亿元,同比增长62.01%;飞鹤奶粉的营收也实现了快速增长,从2018年的115亿元增长至2021年的227.76亿元。

记者注意到,近年来,伊利、飞鹤、君乐宝、三元等国内乳企纷纷加快a2概念的打造。而郑友涛告诉记者,得益于a2概念,近年来他所在的区域业绩呈逐年上升态势,目前物流配送大概是3天到货,中老年奶粉销量增长非常迅速。

对此,江瀚告诉记者:“从人口结构与需求基本面判断,中老年奶粉市场正处于结构性增长的前夜。中老年配方奶粉作为‘精准营养’载体,具备明确的消费场景和增长潜力。但当前市场仍处于‘蓝海探索期’,竞争格局分散,头部品牌尚未形成垄断。同时,由于中老年人对新兴营养概念接受较慢,消费教育周期长,初期投入大,这对企业的长期战略定力提出更高要求。”

宋亮表示,尽管现在人口增长率下降,但奶粉仍然是整个乳品行业中毛利最高的业务,也是乳企介入全家功能营养赛道的起点。对于乳企而言,奶粉业务仍然是一个好选择。

藤椒油龙头冲刺北交所 么麻子发展瓶颈待突破

中经记者 阎娜 孙吉正 成都报道

继今年挂牌新三板后,藤椒油品牌么麻子继续筹划北交所上市。近期,四川省证监局受理了么麻子食品股份有限公司(以下简称“么麻子”)提交的上市辅导备案申请。

作为绝味食品、老乡鸡等餐饮品牌的合作供应商,么麻子近年来业绩呈现稳步增长,但以藤椒油起家的么麻子还面临单一产品依赖的问题。此外,么麻子有家族控股高度集中的特征,此前还出现信息披露违规被罚等问题,或成为本次IPO进程中无法回避的焦点。在调味品行业竞争日趋白热化、跨界巨头持续挤压的背景下,么麻子能否借道北交所破解成长瓶颈,仍需市场检验。

针对此次选择北交所上市的战略考量、资金用途、业务扩张计划等,《中国经营报》记者致电么麻子并发去采访问题,截至发稿未收到回复。

战略定位专家詹军豪表示,么麻子重启上市旨在借助资本力量加速产品多元化与渠道扩张。选择北交所,因其契合么麻子作为区域调味品企业快速融资的需求。北交所聚集“专精特新”,么麻子作为藤椒油细分龙头,若能突出差异化竞争力,上市前景可期,但需警惕市场流动性不足及估值波动风险。

上市之路一波三折

么麻子的上市道路并非一帆风顺。公司最早于2020年进入辅导期,拟申报深交所创业板,2021年又调整转向主板。该次IPO过程中,证监会提出多达43项反馈问题,涉及信息披露、业务规范性及财务资料等多个维度。尽管公司于2023年6月完成财务资料更新并恢复审核,却在同年12月27日突然撤回申请。当时公司对外统一口径为“战略规划调整及业务发展需要”。

2024年8月23日,深交所连发4份处罚公告,对么麻子、中金公司、天职会计师事务所、君合律师事务所采取书面警示监管措施。被罚的原因之一是,中介机构未充分核查么麻子关联方情况。具体而言,实控人赵麒于2022年分多笔

向彭兆祥转账80万元,名义为“个人借款”,但实际包括14万元借款、44万元资金周转款、20万元用于“洪雅县德元么姑娘夜宵店”的营运资金及2万元预支款。该夜宵店已于2024年2月底注销。

詹军豪指出,此前IPO终止暴露了公司在关联交易透明度、中介机构合规性上的短板,反映内部治理机制不完善,风险管理能力薄弱。转战北交所时,监管层必会重点核查历史问题整改情况。

值得注意的是,此次辅导团队中,中金公司、君合律师事务所均为上次被罚机构,仅会计师事务所更换为信永中和。

今年么麻子选择以新三板为跳板。2月27日,公司正式挂牌新三板

基础层,股票代码874322,仅3个月后的5月20日便升至创新层,并于近期迅速提交北交所辅导备案申请。从挂牌到启动上市辅导仅用半年时间,推进节奏超市场预期。

中国投资协会上市公司投资专业委员会副会长王培元分析认为,北交所对“专精特新”企业更为友好,么麻子在藤椒油细分领域的龙头地位符合这一定位。审核效率方面,北交所平均审核周期为339天,显著低于深交所主板的464天,且公司通过新三板创新层已积累了一定的合规基础。

中国企业资本联盟副理事长柏文喜则指出,选择北交所可实现“一箭三雕”,融资、估值修复和获得更高监管包容度。在北交所“小而美”

的赛道中,么麻子属于“消费稀缺资产”,过会概率不低,但发行估值和流动性预计将弱于沪深市场。

柏文喜还提到该公司面临的现实压力:“2023年藤椒油产能利用率已达90%,新建‘年产3万吨藤椒产业园’需3亿—4亿元资本开支,仅靠经营现金流难以支撑;同时,巨头压价迫使公司必须投入品牌和渠道战;早期PE股东如中金启辰、普洛斯隐山自2019年入股,基金存续期临近,存在通过二级市场退出的诉求。”

此外,么麻子典型的家族控股模式也成为公司治理不可忽视的话题。据2024年年报,赵跃军、龚万芬夫妇及其二子赵麒、赵麟四人合计直接持有公司68.21%的股权,

构成共同实际控制。

柏文喜指出,公司存在治理短板,如关键岗位由家族成员担任,易导致内控流程形同虚设;经销商管理较为松散,部分大经销商同时为供应商,形成双向资金占用;在关联交易、资金拆借、并购定价等关键决策中,小股东利益可能被忽视。

需要注意的是,公司在此次IPO申报前夕实施分红,现金总额共计2996.4万元,赵氏家族凭借控股地位获得大部分收益。

新晋派新质生产力会客厅联合创始人袁帅强调,为满足上市公司规范和投资者的期望,公司应优化治理机制,如引入独立董事,强化股东大会职能,建立有效的内审机制,并持续提升信息披露质量。

么麻子多次冲刺IPO的底气,主要源于其在藤椒油领域的持续优势。2022—2024年,公司营收从4.5亿元增长至6.25亿元,净利润从8116.45万元增至1.57亿元,这一增长主要由藤椒油业务驱动。同期调味油(以藤椒油为主)收入占比始终维持在91%以上,显示出显著的大单品依赖特征。

然而,“一根藤椒走天下”的业务模式蕴含多重风险。首先是市场规模天花板不高,据君咨询数据,2020年藤椒油市场规模仅14.2亿元,即便以25%的年增速扩张,预计到2025年也仅达41亿元,与

酱油、食醋等千亿级市场相比仍属小众赛道。其次该公司销售区域集中度较高,据财报信息,西南地区占比虽从2022年的51.12%降至2024年的44.33%,但华东、华北市场渗透率仍低于10%,超五成经销商集中于川渝地区,全国化进程缓慢。

为突破单一产品依赖,么麻子早在2015年便提出“藤椒+”战略,试图从生产商转向“藤椒风味解决方案提供商”。公司陆续推出复合调味料如小龙虾调料、烧椒酱,以及休闲食品如藤椒鸡丝和地方特色食品如钵钵鸡调料。但2024年复合调味料收入仅3004.93万元,休闲食

品实现115.6万元,蔬菜制品销售额下滑13.51%至814.55万元。这类多元化业务合计贡献不足总营收的5%,多元化尚未形成规模效应。

詹军豪指出,新品种存在市场认知度低、研发能力不足及渠道冲突等挑战。公司需通过市场调研精准定位需求,联合科研机构开发差异化产品;同时利用现有渠道快速渗透新品种,实现协同发展。

外部竞争环境同样严峻。近年来,金龙鱼、海天味业等巨头依托供应链和品牌优势跨界进入藤椒油领域,仲景食品则通过低价策略抢占市场,以电商旗舰店价格为例,仲景

“红油辣子”“藤椒酱菜”等SKU,切入C端家庭场景。可与相关食品研究院共建“川味感官评价实验室”,降低试错成本。三是跨品类扩张,设立并购基金,围绕川味产业链做参股或控股。

不过,袁帅指出,拓展新品种的挑战不容忽视。“新产品研发需投入大量资源且结果存在不确定性,市场推广也面临消费者认知门槛和激烈竞争。公司需加强市场调研以提高研发针对性,加大研发团队建设,并制定线上线下联动的营销策略,才可能提升新业务成功概率。”