

“中国最大餐酒吧”幻师冲刺港股 高毛利光环下遇扩张考题

中经记者 阙娜 孙吉正 成都报道

继海伦司上市后，酒馆赛道再现IPO动向。近期，国内头部连锁餐酒吧品牌COMMUNE幻师

构筑竞争壁垒

作为目前港股唯一的酒馆上市标的，海伦司自然成为幻师的参照对象。

与传统酒馆不同，幻师采用了全时段运营模式，以提升门店空间利用率。招股书显示，其门店每日营业时间达16—18小时，覆盖早午餐、下午茶、晚餐及夜间酒市等多个消费场景。

此模式推动公司营收从2023年的8.45亿元增长至2024年的10.74亿元，增幅27.1%；2025年前三季度营收达8.72亿元，同比增长14.2%。其发展亦获得资本青睐，2021年年初，幻师获得高瓴投资的A轮融资；2022年，公司完成数亿元A+轮融资，由日初资本领投，高瓴投资、番茄资本跟投。

作为目前港股唯一的酒馆

扩张隐忧显现

幻师解释称，同店下滑主要系应对市场竞争的“战略定价调整”。

尽管规模持续扩大，幻师的经营压力正在显现。同店销售增长疲软、下沉市场适应性不足以及紧张的现金流，共同构成其上市后的主要挑战。

作为衡量存量门店运营效率的关键指标，幻师同店销售增长率由2024年的1.9%降至2025年前三季度的-0.3%。分城市看，一线城市连续两个报告期同比下滑；二线城市增速也从2024年的3.6%转为2025年前三季度的-0.2%。

幻师解释称，同店下滑主要

（母公司“极物思维”，以下简称“幻师”）正式向港交所递交主板上市申请。

弗若斯特沙利文数据显示，幻师已连续三年在营收规模上位列

行业第一，2024年市场份额达到7.8%，相当于第二、第三名竞争对手合计市占率的两倍。

但从招股书数据来看，幻师正面临核心市场同店销售增长乏力、下沉市场拓展遇阻等隐忧。在餐酒融合赛道竞争日趋激烈、跨界玩家不断涌入的背景下，幻师能否成功登陆港股并实现持续增长，仍有待市场检验。

有品牌销售额占酒精饮品收入超20%。以“幻师”系列啤酒为例，终端售价约20元/瓶，采购成本仅2.5元左右，毛利率高达87.5%。公司还通过自建进出口贸易公司与中央仓库，实现核心酒水直采，优化供应链效率。2025年前三季度，公司整体毛利率达68.7%，长期保持在65%以上，显著高于行业均值。

不过，餐食已逐渐成为其收入主力。2025年前三季度，餐食收入占比55%，酒水收入占比45%。这也反映出在人均餐饮消费承压的背景下，单一依赖酒水难以支撑增长。

此外，幻师坚持直营模式，单店建设成本为500万—650万元，使公司资产周转率偏低，2024年总资产周转率仅为0.8倍。门店拓展已明显放缓：2024年净增16家，2025年前三季度新开9家、关闭7家，净增仅2家。按照计划，幻师未来三年拟新增105—135家门店，但新店需17个月以上爬坡期才能盈利，或对资金链形成压力。

餐饮及食品行业专家林岳表示：“幻师开店速度放缓是因为一线城市的同店销售额已连

续出现负增长，在一线城市加大开店密度已不太现实。全直营的‘重资产’模式，对选址、运营的要求极高，在整体消费环境承压时，公司应该更注重现有门店的盈利能力。”

值得一提的是，截至2025年11月，公司现金及现金等价物不足1亿元，流动负债净额达1.75亿元，存在流动性缺口，而幻师递表前仍宣派8000万元特别股息，令市场质疑其在上市前的资金安排是否审慎。

此外，幻师坚持直营模式，单店建设成本为500万—650万元，使公司资产周转率偏低，2024年总资产周转率仅为0.8倍。门店拓展已明显放缓：2024年净增16家，2025年前三季度新开9家、关闭7家，净增仅2家。按照计划，幻师未来三年拟新增105—135家门店，但新店需17个月以上爬坡期才能盈利，或对资金链形成压力。

餐饮及食品行业专家林岳表示：“幻师开店速度放缓是因为一线城市的同店销售额已连

续出现负增长，在一线城市加大开店密度已不太现实。全直营的‘重资产’模式，对选址、运营的要求极高，在整体消费环境承压时，公司应该更注重现有门店的盈利能力。”

值得一提的是，截至2025年11月，公司现金及现金等价物不足1亿元，流动负债净额达1.75亿元，存在流动性缺口，而幻师递表前仍宣派8000万元特别股息，令市场质疑其在上市前的资金安排是否审慎。

此外，幻师坚持直营模式，单店建设成本为500万—650万元，使公司资产周转率偏低，2024年总资产周转率仅为0.8倍。门店拓展已明显放缓：2024年净增16家，2025年前三季度新开9家、关闭7家，净增仅2家。按照计划，幻师未来三年拟新增105—135家门店，但新店需17个月以上爬坡期才能盈利，或对资金链形成压力。

吉香居出让92%股权 佐餐行业上市困局亟待突围

中经记者 党鸷 成都报道

在历经5年的上市考验之后，四川吉香居食品股份有限公司（以下简称“吉香居”）最终不得不选择“卖身”。

在北京市场监督管理局、重庆市场监督管理局官网，《中国经营报》记者看到，FountainVest Capital Partners GP4 Ltd.（以下简称“方源GP4公司”，为方源资本的实体

从寻求上市到“卖身”的困局

经营者集中简易案件公示表显示，此次方源GP4公司通过其间接100%控制的川香四溢（上海）食品有限公司（以下简称“川香四溢”）与吉香居以及吉香居所有现有股东签订《股权购买协议》，约定由川香四溢收购吉香居现有股东持有的吉香居合计92%股份。

吉香居成立于2000年年底。记者注意到，千禾味业（603027.SH）招股书曾披露，除了丁文军、李文学分别持有30%和20%股权外，千禾味业的股东伍超群、伍学明、伍超全各持股17%、17%和16%。

根据天眼查系统，在2011年，伍超全将所持16%股权转让给丁文军；伍超群、伍学明将股权转让给韩国希杰食品，三兄弟全身而退。2016年，韩国希杰食品通过数次增持，持有吉香居股权比例达60%，累计耗资约1.82亿元。在外资的助力下，吉香居的业绩持续增长，2022年营业收入达约9.89亿元。

2020年，华兴证券（前身华普证券）与吉香居签署上市辅导协议。次年2月，吉香居终于在四川证监局进行辅导备案，辅导机构为民生证券，拟深交所创业板IPO。

2023年7月，韩国希杰食品转

之一）收购吉香居股权一案，正在进行经营者集中简易案件公示。该案的公示期为2026年1月20日至29日。如果交易顺利完成，方源资本将持有吉香居92%股份。

截至记者发稿，上述两个网站未有不同意见发布。就此，记者联系吉香居创始人丁文军，就此次交易达成的背景和如何交割等问题，丁文军未给予回复。

“佐餐行业的资本整合会越来越

频繁，主要有两个核心方向：一是全国性品牌和区域龙头企业进行整合，全国品牌通过收购区域龙头，既能补齐自己在区域市场的渠道短板，又能获得当地的特色品类资源；二是跨不同细分品类的整合，资本会把各个细分赛道里的企业整合到一起，打造能运营多个品类的平台，这样可以解决行业整体比较分散、单个品类增长动力不足的问题。”

食品营销策划专家胡远强表示。

让所持吉香居全部股权，由红杉资本、腾讯投资以及吉香居管理团队承接。其中，红杉资本通过HSG（红杉中国）持股23%，成为仅次于丁文军的公司第二大股东。

天眼查显示，此次股权转让之前，吉香居排名前三的股东分别为持股31.24%的丁文军、持股23%的HSG Growth VII Holdco C, Ltd.，持股10%的股东四川骐汇达科技有限公司，后二者的法定代表人都是丁文军，持股比例排名第四的则是腾讯资本，持股比例约8.43%。

如今，时隔一年半，吉香居再度易主。至于丁文军此次缘何出山，让92%的股权，记者多方联系吉香居方面，都未能获得回应。

但历时5年的上市之路，对于丁文军而言，确实充满艰难。截至目前，民生证券的辅导报告都已经做了19期，如此超长的辅导仍未有结果。

王海宁强调，尤其在资本方面面临估值折价严重的问题和流动性风险，比如酱腌菜、佐餐酱等细分赛道，CR5（行业前五最大企业的市场份额总和）<30%，行业分散，上市后易成“僵尸股”，机构投资者参与度低。因此，“这成为中小品牌上市难的真实缩影。吉香居多轮IPO未果，股权更迭频繁，财务内控待完善，是佐餐中小品牌上市困局的集中体现。”

越频繁，主要有两个核心方向：一是全国性品牌和区域龙头企业进行整合，全国品牌通过收购区域龙头，既能补齐自己在区域市场的渠道短板，又能获得当地的特色品类资源；二是跨不同细分品类的整合，资本会把各个细分赛道里的企业整合到一起，打造能运营多个品类的平台，这样可以解决行业整体比较分散、单个品类增长动力不足的问题。”

食品行业专家、“全食展”创始人王海宁认为，吉香居出让股权，首先是盈利持续性不足，佐餐行业多为“区域单品依赖”，全国化成本高，扣非净利润波动；其次是内控与税务不规范，从上游农产品采购到下游经销商返利都存在不规范的现象，而且整改成本很高；再者是股权结构不稳定，尤其是多轮融资后创始人持股稀释，容易导致股东博弈导致上市进程反复。

王海宁强调，尤其在资本方面面临估值折价严重的问题和流动性风险，比如酱腌菜、佐餐酱等细分赛道，CR5（行业前五最大企业的市场份额总和）<30%，行业分散，上市后易成“僵尸股”，机构投资者参与度低。因此，“这成为中小品牌上市难的真实缩影。吉香居多轮IPO未果，股权更迭频繁，财务内控待完善，是佐餐中小品牌上市困局的集中体现。”

佐餐市场竞争激烈

“目前，我们企业在全国的布局已经完成，就是说在地级市全部都有经销商，在50万以上人口的县城，我们也覆盖了80%以上。2023年，吉香居国内销售额达到了13亿元。”此前，吉香居市场部总监晏敏公开向媒体介绍。

对于吉香居13亿元的销售规模，熟悉四川佐餐企业的胡远强表示认可。

记者在经营者集中简易案件公示表中看到，2024年中国境内酱腌菜市场，吉香居：0%—5%；2024年中国境内复合调味料市场，吉香居：0%—5%。至于具体数额未作显示。

有公开数据显示，国内佐餐开胃菜市场整体规模在1000亿元左右，其中榨菜作为细分品类，市场规模为100亿—200亿元，占比10%—20%。此外，记者在商超看到，除了涪陵榨菜、老干妈，还摆放有饭扫光、鱼泉、六必居、川娃子等多个品牌，吉香居旗下则拥有“吉香居”“川至美”和“暴下饭”三个主要品牌。此外，2024年11月，一度曝出四川天味食品集团严禁“好人家”菜谱式调料系列的经销商销售千禾味业旗下火锅类产品，以及吉香居的菜谱式复合调料，可见竞争激烈。

为此，丁文军曾喊出“双百工程”：近期目标是在3—5年内将公司推上资本市场，再用5—10年实现年销售规模50亿元；长期则致力于将吉香居建设成一个百年品牌，最终达成百亿销售规模。

就此，胡远强认为，未来佐餐行业呈“慢增长、调结构”格局，涪陵榨菜微增是行业真实写照。机会核心在老品精做、老品新做，通过低盐化、零食化、场景化升级提

行业竞速加速

近年来，行业竞争态势亦在升温。中国餐酒吧市场高度分散，但竞争者众多。

面对核心市场增长放缓，幻师将未来寄托于规模扩张与下沉渗透。招股书披露，公司计划2026年至2028年新增105—135家门店，实现门店数量翻倍。此次IPO募资首要用途即为拓展门店网络，通过“幻师臻选店”深化高线城市布局，借“幻师标准店”进入更多低线城市。

幻师在招股书中表示，将通过精细化选址与成本可控的投资结构进入下沉市场，借力当地更低的租金与人工成本实现稳定回报。但从现有门店数据来看，幻师不同线城市的经营效率差距显著。招股书显示，截至2025年9月底，公司90%以上门店位于一、二线城市，三线及以下城市仅9家。2025年前三季度，低线城市门店日均销售额约为一线城市的一半，日均坪效更仅为一线城市的三成左右。

江瀚分析称，幻师虽可借力更低租金与人力成本，但低线城市对“餐酒吧”概念的接受度、夜间消费习惯尚未成熟，存在培育周期长、回报不确定的风险。

林岳也指出，低线市场的消费逻辑与幻师的中高端定位存在天然矛盾，高端社交场景和定价或难以吸引足够客流，而降低客单价又会侵蚀利润；同时，一线城市成功的重装修、大面积、全时段模型，在低线城市可能面临投资回报周期长、坪效低的风险。

林岳表示，破局的思路主要是“本土化”和“轻量化”，本土化是指借鉴地方菜做文章，不完全复制西餐酒饮，可尝试融入本地化的小吃、菜式或轻食等，用“熟悉的味道”降低消费决策门槛。轻量化是指探索

了竞争维度。这些跨界者多为头部品牌，凭借强大的供应链、成熟的品牌认知和雄厚的资金实力，将竞争从单纯的“餐+酒”产品组合，升级为围绕“供应链效率、品牌力与场景创新”的综合较量。

“因此，品牌需着力深化自身独特性，避免定位模糊化，并持续强化在核心客群心中的鲜明标签——例如幻师所强调的‘酒饮核心体验’。此外，也可通过开发文创产品、打造子品牌或构建专属文化IP等方式，进一步塑造差异化竞争优势。”林岳补充道。



公开数据显示，国内佐餐开胃菜市场整体规模在1000亿元左右。

党鸷/摄影

升产品力，下沉市场仍有挖掘空间；企业还需提升整体货盘品质感，在价盘上做更多元立体布局以应对激烈竞争。压力则来自健康政策约束、头部下沉挤压区域市场、原材料价格波动带来的成本压力。

在王海宁看来，未来佐餐行业整体趋势有三：首先是存量竞争加剧，增速放缓，头部企业通过整合挤压中小品牌生存空间；其次是健康化、多元化成为主流，最后是资本整合加速，行业集中度提升，中小品牌要么被整合，要么退出市场。“机会来自以下三方面，一是健康化升级机会，二是场景拓展机会，三是B端市场的机会，通过定制化产品可实现‘B端+C端’双轮驱动。”

此外，王海宁认为，未来3—5年，佐餐行业将进入“加速整合期”，呈现“头部集中、区域整合、品类跨界”三大趋势，核心整合方向为“区域龙头与全国品牌、细分品类间的并购”，佐餐企业将通过并购或合作，切入休闲零食、预制菜，拓展消费场景；突破“佐餐”单一场景的增长瓶颈。

但胡远强认为，吉香居引入方源资本有参考价值但不可照搬，中小品牌需赋能产品升级、供应链优化的专业资本，而非单纯卖股权，借资本解决健康化转型的资金技术难题，打破区域渠道壁垒才是关键。“借资本要先聚焦再升级：优先投入产品健康化守住基本盘，再逐步做品类多元化；供应链、渠道升级紧跟产品节奏，资本优先投落地性强的改造。差异化竞争抓区域特色品类或细分消费场景，避开正面价格战。”

中国食品行业研究员朱丹蓬乐观地表示，随着中国复合调味品的高速发展，整个复合调味品行业也步入高速增长、高速发展、高速扩容的节点。随着资本的人驻，在综合实力、渠道延展、品类运营方面，对企业有非常好的加持。未来中国复合调味品的资本整合频率会进一步提升，这也给复合调味品中小企业的发展，带来了更好的政策红利、市场红利。