

招股书失效背后:爷爷的农场代工困局与突围

中经记者 许礼清 北京报道

近日,港交所的一纸披露,宣告网红婴童零辅食品牌爷爷的农场为期6个月的IPO闯关暂

告一段落。该企业于2026年1月5日向港交所递交上市申请,由招银国际独家保荐。

头顶“有机婴童零辅食排名第一”光环,爷爷的农场受到不少

家长的青睐。根据此前招股书信息,其2024年营收达8.75亿元。但光鲜业绩的另一面,其生产运营模式也备受关注:269个SKU几乎全部依赖62家OEM代工

厂,640名员工中仅27人负责生产与品控,营销费用占营收的三分之一以上。

在多位行业人士看来,随着“焦虑红利”的逐渐消退、监管新

规对代工模式持续收紧等,爷爷的农场IPO折戟,并非只是单一的上市受阻,而是整个婴童零辅食行业“重营销、轻产品”模式在资本市场与消费端同时面临着新

的审视。

《中国经营报》记者就上市规划、后续发展等相关问题联系爷爷的农场并发送采访函,截至发稿未获对方回复。

IPO搁浅

经历6个月的审核周期后,爷爷的农场未能完成聆讯或上市流程,IPO首战折戟。

根据官网信息,爷爷的农场主营产品类包含婴幼儿辅食、零食、食用油及调味品等,主打“真材料、少添加、有营养”。超三分之一的产品获得“有机”标识资质。

这也让不少家长愿意买单。2023年、2024年以及2025年前三季度,爷爷的农场的营收分别为6.22亿元、8.75亿元和7.80亿元,利润分别为7546万元、1.03亿元和8742万元。

根据弗若斯特沙利文报告,按有机婴童零辅食细分市场计,其2024年以约23.2%的份额位居行业第一。

亮眼的业绩却没有顺利敲开港交所的大门。2026年7月6日,爷爷的农场招股书失效。这意味着在经历6个月的审核周期后,爷爷的农场未能完成聆讯或上市流程,IPO首战折戟。

对此,国家注册审核员、广东更佳吴国际认证有限公司总经理李锦堤表示,出生率下行叠加消费环境的改变,“轻资产+高营销”模式的故事吸引力在减弱。港交所对供应链透明度和盈利可持续性的审查趋严,招股书里的代工占比、品控体系、财务健康度等是重要关注点。

中经传媒智库袁帅认为,一方面其轻资产模式下的品控风险始终未能形成可自证的闭环;另一方面其营收增长对营销投入的依赖度过高,盈利稳定性存在明显的短板,加上在婴童食品赛道监管政策收紧的大背景下,过往的增长逻辑被不断质疑,自然难以通过资本市场的合规性与成长性双重检验。

正如上述所言,爷爷的农场的生产模式也备受讨论。据悉,该公司采用OEM模式,其旗下269个



头顶“有机婴童零辅食排名第一”光环,爷爷的农场受到不少家长的青睐。视觉中国/图

SKU几乎全部依赖外部代工生产,合作的OEM制造商多达62家。

“代工+品牌”的运营模式让公司把更多的精力放到了营销上。根据招股书,2023年、2024年以及2025年前三季度,该公司的销售及分销费用分别为2.01亿元、3.06亿元和2.83亿元,分别占相应时期总收入的32.3%、35.0%及36.3%。换言之,其营销费用常年占据总营收的三分之一以上。

记者注意到,公司同期研发开支分别为1768.5万元、2834.7万元和1720.6万元,占营收比重仅2.8%、3.2%和2.2%。

公司人员结构上也将重营销这一特点体现得淋漓尽致。截至2025年9月30日,该公司640名全职员工中,27人负责生产与品控工作,超七成员工集中在品牌运营、电商投放、销售推广等板块。

中国食品产业分析师朱丹蓬表示,从商业模式看,该品牌采用典型的轻资产运营策略,规避了重资产投入风险,使其能够维持高毛利率,

但增加了品控风险。

此次招股书失效后,爷爷的农场是否还会冲击上市?对此,多位行业人士给出的答案是肯定的。“上市成功对品牌而言,就是一次‘公信力认证’——在信任门槛极高的婴童食品行业,经受过第三方最严苛审视的治理结构,比任何广告都更能建立家长的长期信任。”李锦堤说。

不过他也提到,如果该企业重新递表,需要在多个维度补强。比如供应链ISO体系从“有认证”转向“真落地”,建立代工厂分级管理和飞行检查制度;优化财务结构,降低线上渠道占比过高的集中度风险;ESG披露要更扎实,婴童食品企业的社会责任叙事要更落地。

瞻胜传播创始合伙人庞瑞表示,招股书失效并非偶然,此前已经有很多信号:品控硬伤导致的处罚和投诉不少、重营销轻研发、公司治理瑕疵等综合因素导致合规底子不符合港股要求。再递表必须抓好三件事:品控、研发、合规。

代工政策日益收紧

记者注意到,爷爷的农场自建的广州增城生产基地已经开始投产。

高度依赖代工、重营销的商业模式是不少网红品牌迅速崛起的典型模式,但在监管严格的婴童零辅食领域,这样的运营方式正面临着现实压力。

记者此前从市场监管总局方面了解到,2026年5月,市场监管总局印发《婴幼儿辅助食品安全监管“守护成长”提升行动工作方案》,强化标签标识管理、规范委托生产行为等。

2026年7月,市场监管总局发布新版《婴幼儿辅助食品生产许可审查细则(征求意见稿)》(以下简称“征求意见稿”)。新规针对6—36月龄婴幼儿食用谷类、罐装辅食、营养补充品全链条收紧管控,从原料采购、生产流程、致敏物管理、委托生产等多个维度抬高准入门槛。

厘清委托生产双方权责是征求意见稿的一个重点。征求意见稿明确委托方承担产品全部安全责任,受托方负责生产管控,双方签订合同10日内须向属地监管部门报备,每一批次产品完成全项目自检,完整留存生产台账,实现全流程质量可追溯。

此外,征求意见稿还提到“不得用同一配方生产不同品牌婴幼儿辅助食品”的限制性规定,对代工模式的合规要求大幅收紧。

一旦新规落地,对爷爷的农场而言,62家OEM制造商中的每一家都必须通过更为严苛的审核标准,而公司的27人生产团队需对代工厂进行更有效的管控。

庞瑞表示,新规明确委托方

对食品安全负全责,这意味着更重的责任和投入。从品牌角度来看,轻资产利于扩张,但婴童零辅食的容错率是零,代工模式必然需要改变。

李锦堤认为,婴童零辅食不是普通快消品,一粒异物就可能让品牌归零。但该模式并非不可持续,关键在于品控体系能否从“事后检验”转向“过程管控”——ISO 22000认证和HAC-CP认证的核心价值就在于此,不是贴标签,而是把食品安全管理嵌入从原料采购到出厂检验的全流程。如果品牌能把代工厂纳入统一的食物安全管理体系,建立基于风险的供应商分级制度和第三方飞行审计,轻资产仍有生存空间。

袁帅表示,如果要继续维持现有模式,就需要投入大量的成本在代工厂的驻场监管、批次检测、全链路溯源系统建设上,甚至要参与到代工厂的生产标准制定、人员培训当中,这些成本增加会直接压缩原本的利润空间。

不过,李锦堤也坦言,若想彻底消除结构性风险,自建部分核心产能几乎是必经之路。但此需付出巨大成本:婴童食品工厂的GMP(良好生产规范)建设、洁净车间、专用产线单厂投入以亿计,产能爬坡期长,更隐蔽的是组织能力重构——从轻资产运营转向重资产制造,管理团队需要补的课很多,这不仅是钱的问题,也是时间和能力的问题。

记者注意到,爷爷的农场自建的广州增城生产基地已经开始投产,建筑面积为24000平方

米,拥有多个10万级净化生产车间,但目前仅完成辅食用油、果汁产品、婴幼儿辅助食品(如猪肝粉)等特殊膳食产品的小规模投产。

此外,从行业竞争和消费心理层面来看,婴童零辅食赛道正在经历深刻变化。当前洋品牌光环、成分堆砌等的竞争已经逐渐走到瓶颈,更多新生代家长育儿认知持续理性化。

记者在与多位宝妈交流的过程中发现,大多家长在给孩子选择辅食时,并未将其是否是“洋身份”放在首位,而是将成分简单、好冲泡、好吸收、专用生产线或自有工厂等作为重要参考标准,对一些“假洋牌”较为反感。

显然,依托育儿焦虑的增长逻辑正在逐渐失效。庞瑞告诉记者,焦虑经济学短期还能维持叙事,但消费者已经越来越清醒。同时,监管也在“去虚向实”,对夸大宣传零容忍。

在此背景下,品牌信任建设是重中之重。多位行业人士提到,“重营销、轻产品”模式面临的最大挑战是信任资产的持续折旧——营销带来首购,复购靠产品力。未来企业要透明化,配料表、生产过程经得起放大看;专业化,婴童营养不是成人食品的缩小版,需要真正的研发能力和临床验证,企业要建立技术壁垒;价值观,新生代家长反感被贩卖焦虑但认同被尊重,品牌的长期信任要建立在“你懂我”的关系上。

而对于爷爷的农场而言,招股书失效并非终点,或许是一个重新审视自身发展的机会。

上接D1

花物堂旗下半亩花田是平价个人护肤品牌,身体护理(磨砂膏、身体乳)是基本盘;近年发部洗护(洗发水)增长迅猛,已成第二大收入来源,同时覆盖面部洗护。林清轩则是高端护肤品牌,核心大单品是山茶花精华油,产品线也扩张到了面

霜、精华液等。丸美则是中高端护肤与彩妆集团,以眼部护理和抗衰老技术见长,主品牌“丸美”主打眼部护理和抗皱;旗下品牌“恋火”则定位新锐彩妆,擅长底妆产品。

白云虎表示,三者尽管同属于美妆个护行业,但定位和赛道存在

差异。

就在递交招股书的5个月,证监会则要求公司就最近12个月内新增股东入股价格的合理性、不同股东入股价格存在差异的原因作出说明,并就价格是否公允、是否存在利益输送出具明确结论性意见。

“境外上市语境下,递表前12个月内的新增入股都会被重点关注,这类突击入股的核心认定标准

就是融资时点与申报节点高度绑定。花物堂在递表前半个月密集完成两轮融资,很容易被质疑存在上市前的利益绑定、低价输送等不

合规操作,时点的特殊性直接触发了监管的重点核查。”詹军豪表示。

白云虎认为,公司早期不融资、上市前突击引资,目的很可能是为了明确估值,而引入像林清轩这种同行业的资金,是为了让估值有“合理性”。

记者注意到,融资完成后,宿迁华泰、Discounter Seed HK、南京华泰、青岛茂达、温州源飞翼展和上海房角石分别持股1.66%、1.43%、0.71%、0.59%、0.36%和0.12%。

由投资金额和持股比例可以推算,当前花物堂的估值约42亿元。

关注股权治理问题

值得注意的是,在监管问询公示后,公司股权层面已出现相应变动。

此外,招股书显示,花物堂15位股东中有10位持股在5%以下。证监会要求说明这些股东之间是否存在关联关系,如存在,持股比例是否应当合并计算。

这一问询的背景是,公司股权高度集中于创始人家族。元云吉直接持有约25.7%的股份,其与商西梅通过珠海坤泽、济南花之源等

多个持股平台合计控制约85.03%的表决权。

詹军豪认为,对5%以下股东穿透核查的核心监管逻辑,是防范企业通过碎片化切割股权规避监管,重点排查隐藏的关联关系、代持安排,避免出现利益输送,实控人认定失真等问题,保障上市主体股权架构的合规透明。

招股书披露,除了上述外部投资机构,花物堂持股5%以下的股东包括海南花之效,持股4.77%;珠海邦华,持股4.77%;三亚轩邦,持股2.89%;海南瑾妍,持股2.38%。

天眼查信息显示,珠海邦华有5位合伙人,分别为元云吉、王晓江、元丰伟、郝伟和谭勇,元云吉的出资比例为85.7778%,而其余4人

出资比例均为3.5556%。

海南瑾妍同样有5位合伙人,同样为上述5人。不过,出资比例有所不同,元云吉出资48.4444%,其余4人出资比例均为12.8889%。

此外,证监会要求花物堂说明股权激励人员构成及任职情况,参与人员是否与公司其他股东、董监高存在关联关系,并就合法合规性及是否

存在利益输送出具明确意见。

记者注意到,持有花物堂9.53%股份的员工持股平台海南胤睿成立于2021年7月,出资人原为19人。2025年8月,花物堂又新增了济南花之源和济南花之悦两个员工持股平台,每个平台由36名合伙人共同出资组成,其中部分核心管理层人员与创始人存在亲属关系,如花物

堂总经理、济南花之源最大出资人元丰伟正是元云吉的表弟。

值得注意的是,在监管问询公示后,公司股权层面已出现相应变动。2026年6月17日,花物堂第四大股东、员工持股平台海南胤睿发生投资人变更:创始人元云吉、元丰伟、王晓江、窦传德四人同日退出出资人序列。

资本大考下的多重挑战

可以看到,当前花物堂正在根据问询中的问题进行积极调整,但距离招股书失效已不足一个月。

2018年,半亩花田品牌先后布局小红书与抖音,通过与大量KOL合作发力直播带货;2019年签约首位明星代言人关晓彤,销售额突破10亿元并跻身天猫“亿元俱乐部”。此后,鞠婧祎、杨洋、迪丽热巴、孙颖莎等接连代言,不断为品牌注入流量。

招股书显示,花物堂2023年营业收入为11.99亿元,2024年增至14.99亿元。截至2025年9月30日止九个月,营收进一步增长至18.95亿元,较2024年同期的10.72

亿元增长76.7%。经调整净利润从2023年的2370万元增长至2024年的8280万元,2025年前三季度达到1.48亿元。

线上渠道是花物堂营收增长的绝对主力。2023年、2024年及2025年前九个月,公司来自线上渠道的销售收入分别达10.27亿元、11.37亿元和14.45亿元,占同期总收入的75%—85%。

高增长的背后,是花物堂的OEM模式。据招股书,花物堂采用自主原料加工和OEM代工的混

合生产模式。而这既是其快速扩张的支撑,也成为上市路上必须回应的一道考题,证监会就要求公司说明与主要OEM供应商的合同期限及具体合作模式。

记者注意到,在招股书中,花物堂列出了与OEM供应商的标准协议,其中包括“签订的协议通常为一年”“协议保密”等,但并未提及具体OEM供应商的名称及具体合作细节。

在该种模式下,半亩花田“重营销、轻研发”饱受诟病。2023年

至2025年前三季度,半亩花田销售及营销开支分别达6.37亿元、6.77亿元和8.96亿元,占营收比例高达53.1%、45.2%和47.3%。2025年前三季度月均营销费用接近1亿元。同期研发费用分别为2862万元、3200万元和2814万元,研发费用率从2.4%下滑至1.5%。

詹军豪认为,消费品牌“重营销轻研发”的模式,在审核中会被质疑可持续盈利能力,高企的营销费用会被要求核查投放真实性,过低的研发投入也无法支撑产品核心竞争

力,很容易被判定为缺乏长期壁垒,难以通过上市的可持续性校验。

可以看到,当前花物堂正在根据问询中的问题进行积极调整,但距离招股书失效已不足一个月。白云虎直言,半亩花田在国内个护体系中规模并不小,代表着新锐品牌力量。近来,港股和A股主板对消费类企业都不太友好,短期内上市成功的难度较大。

白云虎表示,半亩花田抓住了流量时代,发展到一定规模。但同其他国货美妆、个护品牌遇到的困

境一样,被平台和流量绑架,缺乏科研沉淀和自有渠道。实际上,资本市场的严苛恰恰倒逼企业回归本质——真正的品牌价值来自产品力、科研力和用户忠诚度,而非短期流量数据。

他建议,半亩花田应加大对上游原料的科研投入,做出独特成分,既可自用也可对外供应,还有望冲击北交所。同时,流量成本持续攀升,企业应该提前布局自有渠道,如独立网站(私域网站、小程序)等,提高粉丝黏性。