

三年三换交易所：百菲乳业的曲折上市路与资本“新叙事”

中经记者 刘旺 北京报道

从上交所到北交所再到上交所再到港交所,短短三年间,广西百菲乳业股份有限公司(以下简称“百菲乳业”)三次更换上市目的地,走了一条不断辗转试探的资本化路径。

波折上市路

回顾百菲乳业历次提交上市申请的时间点,都恰逢监管政策调整。

据了解,百菲乳业曾于2023年6月在上海证券交易所(以下简称“上交所”)为A股上市做准备,向中国证监会广西证监局做上市辅导备案。但鉴于不断演变的资本市场及监管状况,导致预期上市时间表存在不确定性,于是2024年8月公司决定将上市地点由上交所变更为北京证券交易所(以下简称“北交所”)。

2024年11月29日,百菲乳业正式向北交所提交A股上市申请。不过,不到1个月的时间就撤回了上市申请,并决定再次寻求在上交所上市。

2025年6月,百菲乳业再度向上交所提交A股上市申请,1个月后,百菲乳业收到了上交所首轮意见函。

不过,当时的百菲乳业考虑到整体增长率、长期战略目标等因素,于2026年1月在完成对首轮意见函的回复前,撤回了A股上市申请。如今,百菲乳业转战港交所,算起来其IPO之路已经是“三换”交易所。

在此之前,公司还于2018年通过母公司完成了新三板挂牌,但在2021年3月摘牌。

实际上,回顾百菲乳业历次提交上市申请的时间点,都恰逢监管政策调整。2023年,其计划在上交所上市时,证监会推出了“827”新政,明确提出“阶段性收紧IPO节奏”。

而百菲乳业正式向北交所提交上市申请的2024年,北交所发布《上市审核动态(创新性评价专

就在最近,百菲乳业向港交所递交上市申请,广发证券担任独家保荐人。招股书显示,百菲乳业2025年营业收入约为16.14亿元,核心品牌百菲酪以30.1%的市场份额位于中国水牛乳制品行业第一。



百菲乳业援引弗若斯特沙利文数据称,按2025年零售额计算,“百菲酪”在中国液态水牛乳市场排名第一。

刊)》,提出在研发投入方面,企业需满足最近三年研发投入占营业收入比例达3%以上,或最近三年平均研发投入金额超1000万元,或最近三年研发投入复合增长率达到10%以上且最近一年研发投入金额达1500万元以上。

公开数据显示,在2021年至2024年期间,百菲乳业的研发费用投入分别约为384.17万元、269.19万元、456.93万元、821.28万元,对应研发费用占营收比例低于北交所要求的最近三年研发投入占营业收入比例3%以上的标准。

对于本次选择港交所的原因,百菲乳业表示:“首先,相信港交所会为公司提供一个国际平台以提升全球市场知名度;其次,接触国际资本并优化公司的资本结构;最后,进一步提升公司的市场形象,并有助于吸引国际人才。”

盘古智库高级研究员江瀚认为,百菲乳业四年内辗转A股主板、

《中国经营报》记者注意到,转战港股的同时,百菲乳业在招股书中带来了新的叙事。但能否打动投资者和监管部门,仍是未知。对于IPO情况,记者向百菲乳业发送采访提纲,但截至发稿对方并未回应。



北交所及港股,这种“屡败屡战”的资本化路径,本质上是其财务结构与各板块定位不匹配的无奈之举。A股主板偏好大体量蓝筹,北交所强调“专精特新”和高研发投入,而百菲乳业研发费用率较低,在A股IPO收紧的大背景下自然屡遭碰壁。这反映出企业在资本规划上缺乏前瞻性与定力,未能提前对标不同市场的审核门槛,最终只能转向估值逻辑更灵活、对消费类企业包容度更高的港股寻求破局。

港股投资者更为务实且严苛,百菲乳业能否真正获得认可,不取决于“国际化”的噱头,而取决于其能否解决上游奶源受制于人以及“增收不增利”的盈利隐忧。

百菲乳业在招股书中也坦言:“董事确认,过往A股上市尝试会影响本公司于联交所上市的核实,且有必要于本文件(即招股书)中披露,让潜在投资者对本公司作出知情评估。”

港股新叙事

招股书中,百菲乳业明确提出了“接触更广泛国际投资者、优化资本结构并提升知名度”。

连续两次A股闯关折戟后,百菲乳业在转战港股时全面更换了保荐机构、会计师事务所、律师事务所等全套中介团队。同时,随着转战港股,百菲乳业也带来了新的故事。

在此前A股招股书中,百菲乳业对自身行业地位的描述更多聚焦在水牛乳制品整体赛道,称公司已成为特色水牛乳制品细分领域优势品牌企业,处于水牛乳制品行业的第一梯队,“公司水牛乳制品销量位列全国前三”。

在港股招股书中,百菲乳业对自身的描述更加细分,并且在多个维度成为“第一”。据百菲乳业援引弗若斯特沙利文数据称,按2025年零售额计算,“百菲酪”在中国液态水牛乳市场排名第一,市场份额为30.1%;百菲乳业在中国液态水牛乳、常温液态水

牛乳和液态水牛乳线上销售市场也分别排名第一。

江瀚认为,从“前三”到“第一”的叙事升级,核心在于百菲乳业在港股重新锚定了竞争坐标,从与伊利、蒙牛等全行业巨头比拼,转向突出水牛奶细分赛道的绝对优势。此外,这并非单纯的市场地位突变,而是统计口径的精准化,其份额是基于“液态水牛乳”这一极窄品类,而非整个乳制品大盘。这种战略考量是为了迎合港股投资者对“细分龙头”的估值逻辑,在整体营收规模不大的情况下,通过强化“水牛奶一哥”的心智认知来支撑更高的溢价预期。

记者注意到,此前百菲乳业在讲述上市目的时,是基于公司发展需要,提升自身在特色水牛乳制品领域的核心竞争力。

营收增长,净利润波动

利润下滑的背后,是毛利率的持续承压。

在最新的招股书中,百菲乳业披露了近年的经营情况。

2023年至2025年及2026年第一季度,百菲乳业的营业收入分别约为10.72亿元、14.21亿元、16.14亿元和4.93亿元。

“公司营业收入的增长由两个主要产品推动,即灭菌乳和调制乳,二者的合计营收分别占2023年至2025年以及2026年第一季度营收的98.3%、97.8%、95.5%、93.1%。”百菲乳业表示。

同期,百菲乳业的净利润却出现波动,分别约为2.33亿元、3.1亿元、2.35亿元、0.57亿元。

利润下滑的背后,是毛利率的持续承压。2023年—2025年,公司毛利率分别为36.0%、39.9%和37.7%,2026年第一季度降至36.7%。

这直接源自原料成本高企与终端竞争加剧的双重挤压。一方面,生水牛乳价格长期是普通生

牛乳的3—5倍,而公司的奶源自给率虽有提升,但截至2026年一季度末,自营牧场奶牛数量不增反降,从1659头减至1547头,近八成原料仍需外采。

另一方面,为适应零食量贩店及其他新渠道的扩张,公司采取了更具竞争力的定价策略,灭菌乳平均售价连年下滑。

招股书显示,百菲乳业经销商渠道收入占比从2023年66.3%降至2025年49.8%,2026年第一季度进一步降至42.9%。零售商渠道从14.2%升至27.0%,零食量贩店是其中的重要增量,2023年—2025年,零食量贩企业鸣鸣很忙收益贡献占比从5.3%增至10.5%,成为百菲乳业第一大客户;万辰集团2025年收益贡献占比为2.8%。

中国食品产业分析师朱丹蓬认为,水牛奶这几年也是备受新生代的青睐。但是目前来说,体

在港股招股书中,百菲乳业则明确提出了“接触更广泛国际投资者、优化资本结构并提升知名度”。

不仅如此,在募集资金用途上,百菲乳业也进行了更新。记者梳理发现,A股招股书中,百菲乳业募集资金用于“奶水牛智慧牧场建设项目”和“营销网络建设和品牌推广项目”。其中,奶水牛智慧牧场建设项目投资总金额为3.74亿元,营销网络建设和品牌推广项目总投资1.22亿元。

在此次披露的港股招股书中,募集资金用途还增加了提升研发能力,包括升级研发基础设施并扩大研发团队;优化产品配方并开发低卡、高蛋白及功能性乳制品;扩大产品组合;数字化转型。

显然,百菲乳业正希望借力港交所来提升自身研发水平。

量比较小,利润比较低。如果没有太好的渠道支撑,未来的可持续发展一定会有比较大的挑战。渠道的变化,应该是整个战略调整的结果。

中经智库专家袁帅也提到,渠道结构的剧烈变动,是消费企业发展到一定阶段的必然产物。水牛奶作为小众品类,最初依赖经销商渠道快速铺市、打开市场是常规路径,当品牌认知度达到一定程度之后,自然会倾向于提升直面消费者的渠道占比,一来可以降低对经销商的依赖,掌握更多渠道话语权,二来也能直接触达消费者,获取更精准的用户反馈。

江瀚表示,港股投资者更为务实且严苛,百菲乳业能否真正获得认可,不取决于“国际化”的噱头,而取决于其能否解决上游奶源受制于人以及“增收不增利”的盈利隐忧。

海底捞、黄记煌跨界汉堡 多品牌战略待考

中经记者 党鹏 北京报道

日前,海底捞(06862.HK)子品牌“欢鲜堡”首店在武汉正式营业。据悉,“欢鲜堡”是海底捞“红石榴计划”的组成部分。海底捞方面告诉《中国经营报》记者,截至2025年年末,海底捞运营20个覆盖不同细分领域的子品牌,其他餐厅经营收入达到15.21亿元。

跨界汉堡细分赛道的不止海底捞。百胜中国(09987.HK)旗下以焖锅为主的黄记煌,日前在多家门店悄悄上线新系列——黄记煌锅气汉堡。此外,在陕西市场以卖凉皮出名的魏家餐饮,也推出自有品牌“魏斯理汉堡”;卖咖啡的M Stand也卖起了手作汉堡。一时间,汉堡在中国市场仿佛处于战国时代。

智研咨询数据显示,2024年,中国汉堡市场规模从2022年的60亿元增长至320亿元,2025年中国汉堡市场规模达到445亿元。有机构预计2030年中式汉堡市场规模有望突破1200亿元。

记者注意到,目前跨界汉堡细分赛道的企业,有店中店模式,有独立品牌模式等,同时都在加速下沉市场的扩张。“一、二线、新一线城市汉堡市场早已饱和,消费者对汉堡没有新鲜感,消费选择仅依靠品牌好感、新品营销驱动;而下沉市场还有大量未被充分教育的潜在客群,巨大增量空间吸引所有品牌扎堆入局,但下沉赛道的竞争早已白热化。”著名特许经营专家李维华表示,不少茶饮、火锅、咖啡品牌看着汉堡赛道火热,选择跨界入局,但跨界经营会遇到原生汉堡品牌不存在的多重阻碍,比如供应链、产品研发、消费者品牌认知等问题。

跨界汉堡细分赛道

天眼查系统显示,“欢鲜堡”的控股股东为四川嗨系餐饮管理集团有限公司,后者的控股股东正是海底捞。实际上,这已经不是海底捞第一次跨界汉堡。2024年,该公司就推出子品牌“小嗨爱炸”,随后在太原、武汉、天津等地开业。

此外,另一餐饮企业黄记煌推出了3款汉堡产品,主打中式风味,手工现烤,定价14元、19元,汉堡面包坯及馅料整体偏中

模式尚需验证

虽然海底捞旗下的“小嗨爱炸”先后多个城市试水,不过,大众点评App显示,“小嗨爱炸”在武汉开设的两家门店均已“歇业关闭”。

“红石榴计划”早期,海底捞集中进入海鲜大排档、烤肉、寿司、西式轻食、小火锅和中式快餐等多个细分赛道。就此,海底捞也注意到,餐饮品牌从创意走向规模化,需要依次验证产品接受度、消费频率、门店效率、盈利能力、供应链适配和跨区域复制能力。品牌关店、调整菜单或收缩区域,是模型测试过程的一部分。

供应链壁垒有待突破

“寿司与火锅看似八竿子打不着,却正是海底捞做如鲞寿司的底层逻辑:场景完全不同,和火锅也很难形成替代关系;背后的核心能力却出奇一致:原料新鲜度是对供应链的极致考验,产品高度标准化又注重品质,对食品安全的容错率很低;快速出餐、门店坪效……”海底捞方面就如鲞寿

国汉堡风格。

2020年,百胜中国收购黄记煌时披露,黄记煌全球门店超过640家。截至2026年3月底,百胜中国官网显示,黄记煌全球门店仍超过600家。而窄门餐眼数据显示,截至今年7月13日,黄记煌国内门店为529家。至于黄记煌未来如何扩张,供应链如何互补等,百胜中国方面相关负责人表示,目前尚未有更多的信息发布。

“海底捞多品牌战略正在进入深水区。其发展逻辑不是所有品牌都必须成功,也不是持续追求开店数量,而是允许试错、及时筛选、择优投入,最终沉淀具备长期经营能力和规模化潜力的品牌。”海底捞方面如此表示。

记者注意到,“欢鲜堡”在武汉开业之外,海底捞旗下的如鲞寿司品牌也选择在武汉两店同步落地。2025年10月,如鲞寿司全国首店在杭州开业。经过近一年运营,杭州店翻台率长期保持在6—8轮,并形成一定复购基础。“这一路径没有追求在短期内全国铺

司的相关情况解释。

显然,对于海底捞而言,无论是如鲞寿司还是汉堡,都有赖于蜀海供应链,这是一家由海底捞控股的专业公司,负责从食材采购到配送的全链条管理,同时也服务其他餐饮品牌。

此外,有接近百胜中国方面人士表示,百胜自建有供应链,肯德

实际上,与黄记煌同属百胜中国旗下的必胜客,在试水多款汉堡产品后,去年底正式以独立品牌、独立门店运营,不到一年时间“必胜汉堡”在全国门店数量已经突破150家。不同于黄记煌的锅气汉堡,“必胜汉堡”整体产品更偏向于西式。

“汉堡的标准化、流程化程度非常高,是可复制的,而且后续加工非常方便,其跨界成本很低。”

店,而是先通过单店验证产品和场景,再选择新的城市进行区域复制。”海底捞方面解释。

此外,记者注意到,黄记煌此次跨界汉堡选择的是店中店模式,以此丰富门店产品,而非“必胜汉堡”那样选择独立品牌模式,对此百胜中国相关负责人解释:“产品现阶段仅试水,我们会根据消费者、市场反馈再决定后续动作。”

在百胜中国年报里,黄记煌、小肥羊、Lavazza、塔可钟等品牌,被统一归入“Other Brands(其他品牌)”板块,其业绩并不尽如人意。2024年,“其他品牌”经营亏

基,必胜客两大西式品牌物料可共享,既能稳定产品品质,也能控制成本;本次将这套供应链体系延伸至中餐品牌黄记煌,以此测试焖锅赛道叠加汉堡品类的市场接受度。

在李维华看来,企业选择跨界入局汉堡面临的第一重壁垒就是完整供应链体系。华莱士、德克士这类原生汉堡品牌,中央厨房、专用冷链、

中国食品行业研究员朱丹蓬表示,这两年汉堡成为细分赛道香饽饽的原因在于,第一,新生代的人口红利不断叠加,他们对于汉堡的需求比较大;第二,他们的消费思维跟消费行为偏喜新厌旧、偏尝鲜、偏差异化、偏多维化,这给原有的汉堡市场带来了可增长、可发展、可扩容的可能性。

李维华认为,汉堡的“西式外壳、中式内里”的改造思路,给了

损1500万美元;2025年,经营亏损进一步收窄至100万美元,但仍未实现盈利。

李维华认为,不管是老牌西式汉堡,还是新兴中式汉堡,品牌做大做强,绕不开直营、加盟两种连锁模式,二者各有长短,也决定了品牌扩张的速度与风险。

但加盟模式最大的软肋,就是规模越大,越容易出现管控失控,也就是行业常说的“连而不锁”,各类经营乱象频发。

记者注意到,打开魏家餐饮的官方网站以及拨打其服务热线,都会明确告知旗下所有品牌,包括

国内大批创业者、投资人全新灵感,赛道就此分出两条清晰路线:一条是华莱士这类保留西式快餐基底、主打平价路线的汉堡品牌;另一条是塔斯汀这类大胆融入中式菜肴、重构汉堡内馅的新式国潮汉堡。从汉堡坯、配套饮品到佐餐小食,各家都在花样创新,完美契合国内餐饮行业“先模仿、再改良、最终自主创新”的发展规律,市场丰富度肉眼可见。

“魏斯理汉堡”、魏家凉皮等,暂时都不会放开加盟等相关业务。

“想要化解加盟连锁的管控难题,需要软硬两套体系双向发力:硬性层面依靠完善规范的特许经营合同,设置清晰的奖惩、退出机制,用规则约束加盟商行为;软性层面深耕专属企业文化,持续输出独家新品研发扶持,搭建完整落地的督导巡店体系,用长期收益、独家资源留住加盟商,从根源上降低大规模扩张后的失控风险。加盟细分还有全托管、半托管、理财型加盟等不同形式,但核心矛盾依旧集中在总部管控力度上。”李维华表示。

劳第一反应就是汉堡薯条。“解决认知割裂最好的方式,就是跨界新品类打造独立品牌,分开运营,避免主品牌定位模糊,可以参考海底捞拆分多业态独立运营的模式。”李维华强调,如果门店内同时堆砌毫无关联的多种品类,会让碎片化接收信息的当代消费者无法形成清晰记忆,严重阻碍品牌长期成长。