



香飘飘上市：起飞易 翱翔难

依靠巨额的广告费投入，香飘飘近几年的业绩呈现出持续增长的趋势。但事实上，产品单一、公司结构、经营模式等问题始终存在，这或许也是这家公司进入资本市场后，仍然需要关注和警惕的问题。

文 | 本刊特约记者 孙斌

6月6日晚间，证监会发布公告，通过了六家企业的首发申请，香飘飘位列其中。这意味着，在经历两次冲击IPO失败后，这家奶茶行业龙头终于在第三次如愿以偿。

香飘飘的上市路从2011年就已启程，近几

年，利润的持续增长，将近六成的市场占有率，耳熟能详的品牌广告，似乎已经让其无限接近于IPO的大门。熟悉资本市场的人都知道，IPO成功难度大，IPO后想发展得顺风顺水就更不容易——一家公司除了要有过硬的业绩，还要满足

行业前景良好、企业经营能力等诸多要求。

当下，尽管香飘飘已经过会，但我们还是可以看到产品单一、公司结构、经营模式等问题，这难免让人未免给后续表现捏一把汗。

专注奶茶陷困局

2010年，在成立5年后，香飘飘宣布卖出了7亿杯奶茶，可绕地球两圈。到了2011年，香飘飘宣布卖出10亿杯奶茶，能绕地球三圈。也就是在这一年，香飘飘首次冲击IPO。

但到2013年11月，香飘飘通过了环保审核，但遭遇IPO暂停。2014年1月，证监会重启IPO，可香飘飘申报材料还没来得及被重新受理，就因2015年7月股市震荡IPO再次暂停。

2017年4月20日，香飘飘第三次披露了招股书，计划向社会公开发行不低于4001万股，拟募集资金约7.48亿元。其中，约2.61亿元将用于液体奶茶建设项目，待募项目完成并达产后，公司每年将新增净利润3.16亿元。

随后，在证监会发布的《香飘飘食品股份有限公司首次公开发行股票申请文件反馈意见》中，提出公司与规范性和信息披露相关的共42个问题，要求香飘飘补充说明其市场份额、占比与同业上市公司差异，并将主要产品与竞争对手进行比较分析。同时，也提及报告期内的广告费是否公允，募投项目未来是否存在新增产能无法消化的风险。尽管香飘飘给出了具体的风险和收益评估论证，但当时，香飘飘还是遭到了暂缓表决。

回顾香飘飘此前的“惨痛”经历，一方面与资本市场的大环境有关；另一方面也逃不开自身原因。

从公司层面看，香飘飘专做奶茶十余年，尤其是杯装冲调奶茶，这成就了香飘飘的奶茶霸主地位，但同时也造成公司目前产品单一、增长乏

力的困局。

从最新公布的招股书可以看到，香飘飘货币资金充裕，货币资金逐年增长，2016年达12亿元，且账面资金多存于银行或购买理财产品，每年千万级别的利息收入，而与之形成鲜明对比的，是每况愈下的研发投入——2014年，香飘飘研发投入尚有1477.14万元，到2016年，这个数字却骤降到639.38万元。

香飘飘并非没有拓展新业务的实力，只是没有拓展业务的野心罢了。况且，杯装奶茶并不是一个技术密集型行业，进入门槛比较低。2006年下半年喜之郎旗下“优乐美”、浙江大好大集团旗下“香约”、联合利华旗下“立顿奶茶”相继加入这片蓝海市场。

当然，香飘飘也意识到了单一产品带来的风险。根据公开信息，香飘飘此次IPO部分募集资金将投入液体奶茶研发生产，主要是为改变公司产品单一结构风险。

然而，液体奶茶市场已发展相对成熟，高中低端市场都已被相应品牌占据。正如香飘飘在招股书提到的那样，短期内产品结构单一的风险无法改变。虽然公司拟通过募集资金投资项目进军液体奶茶市场，以降低杯装奶茶市场出现异常波动而导致的经营风险，但液体奶茶项目实现预期的目标仍然需要投入较多的时间和资源。

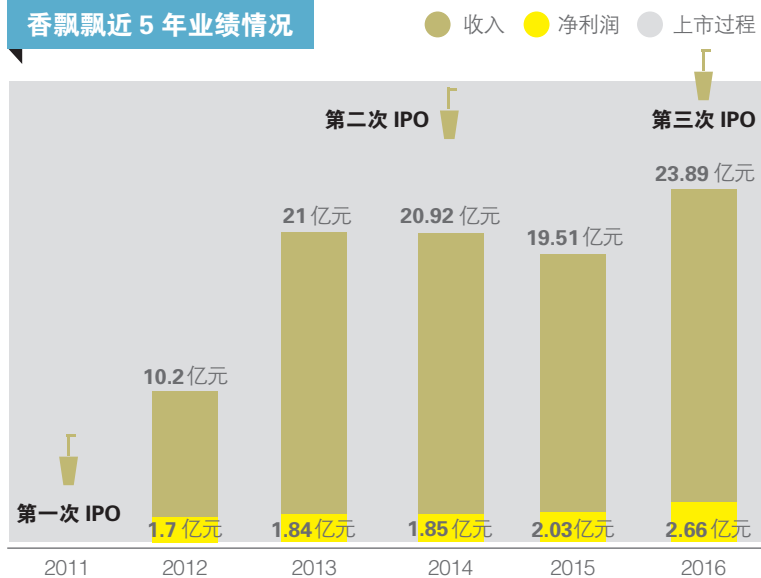
一股独大藏隐忧

除了主营业务单一外，香飘飘另外两大问题也被人担心：一是经营模式、二是治理结构。

在招股说明书中，香飘飘从2014至2016年的营业收入并不稳定，分别为20.93亿元、19.51亿元和23.9亿元，不过其净利润增长却在持续上涨，分别是1.85亿元、2.03亿元、2.66亿元。

除了主营业务单一外，香飘飘另外两大问题也被人担心：一是经营模式、二是治理结构。

香飘飘近 5 年业绩情况



资料来源：根据公开资料整理

但主营业务及其利润都保持稳定增长的背后,实际上是巨额广告费用的支出。2014~2016年,香飘飘三年的广告投入高达 10.46 亿元,占三年营业成本的比例为 28.81%,即每一块钱的收入中,有近 3 毛钱需要用于广告支付。而三年净利润合计,只相当于广告投入的 62%,即 1 元钱的广告投入仅带来了 0.6 元的净利润。

对任何一家筹备上市的企业而言,都希望利用募集资金扩大产能,实现跨越式发展。在本次 IPO 中,香飘飘首要计划也是大幅扩大产能,并把资金用于两个项目:一个是拟募集并使用 2.61 亿元的年产 10.36 万吨液体奶茶建设项目,而另一个项目则是计划投资 4.88 亿元的年产 14.54 万吨杯装奶茶自动化生产线建设项目。

但是,按照 2016 年的产能利用情况,其

15.83 万吨产能,利用率仅 87.3%,也就是说其利用到的产能实际只有 13.82 万吨,如果新增的 14.54 万吨产能建成,将超过现在已经利用到的最大产能,这还不包括其另一个 10.36 万吨的液体奶茶项目。

实际上,这两个项目在香飘飘 2015 年第二次 IPO 时,就已经被计划募资上马,时至今日,却依旧没有实施。但如果详细回顾财报,会发现香飘飘并不是一家缺钱的公司——最近三年,公司账上的货币资金分别为 7.5 亿元、9.8 亿元和 11.96 亿元,此次上市其募集资金项目尚不足 7.5 亿元。理论上讲,单凭香飘飘自身的现金,就完全可以完成上市募集资金计划,但企业至今也不愿意自掏腰包,却要通过融资去实现扩产计划。

或许是不是可以这样理解,只要不上市,香飘飘就不会实施这两个项目,如果真是这样,那这两个项目实施的必要性就值得考量,对于香飘飘真实的上市意图也要打个问号。

当前,香飘飘的实际控制人是蒋建琪、陆家华夫妇,合计直接持股 73.54%,通过宁波志同道合控制公司 9.71% 的股权,并由蒋建琪担任公司董事长兼总经理。除了上述股权外,蒋建琪的弟弟蒋建斌也持有香飘飘 10% 的股权,另外蒋建琪和陆家华的女儿蒋晓莹持有香飘飘 5% 的股权。这样算下来,蒋氏家族共持有香飘飘 98.25% 的股权,是名副其实的一股独大。

对于目前的局面,蒋氏家族完全可以通过股东大会和董事会行使表决权对公司实施控制和重大影响,有能力按照其意愿对公司发展战略、生产经营决策、人事安排、关联交易和利润分配等重大事宜实施影响。而在这样的背景下,如何在 IPO 真正实施之后,保障中小投资者利益,也就成为一个非常值得关注的问题。☐