



# IPO 四度折戟:菊乐这次能圆上市梦吗?

□彭瑛珩

老牌乳企四川菊乐食品股份有限公司(简称:菊乐股份)近日宣布,78岁的实际控制人、董事长董恩文因身体原因暂别岗位,其女婿 GAOZHAOHUI 临危受命,代行董事长及法定代表人职责。此时,距离公司通过北交所上市辅导验收、获得 IPO 申报资格仅过去两个月——这场关键交接,能否为四度折戟的菊乐股份打破上市困局?这个陪伴四川人近 30 年的品牌,此次又能叩开资本市场大门?

菊乐的资本征程之所以备受关注,不仅因这场人事变动,更源于其对上市的执着:从 2017 年首闯深交所至今,菊乐股份已四度冲刺 IPO 未果,却始终未停下脚步。  
1947 年出生的董恩文,早年进入成都化学制药厂(菊乐食品前身),从技术工一步步成长为厂长。1984 年,成都化学制药厂改制为成都菊乐企业公司;1993 年,菊乐成为西部首家引进瑞典“乐利包”生产灌装线的企业,用于生产菊乐牌系列饮料产品;1996 年,公司推出含乳饮料“酸乐奶”。而凭借独特的酸甜口感,“酸乐奶”畅销四川 29 年,成

为四川人刻在味蕾里的童年记忆。“菊乐”品牌也先后荣获成都市著名商标、四川省著名商标、中国驰名商标等荣誉。

## IPO 四度折戟

菊乐股份的上市之路如同闯关。2017 年 12 月,菊乐首次递交招股书,却因材料不齐与 IPO 审核趋严,于次年 3 月撤回申请,首战草草收场。

2019 年 8 月,菊乐股份卷入一场资金挪用丑闻。其眉山分公司出纳在 2014 年至 2019 年间,通过伪造银行回单、偷盖空白支票等方式挪用巨额资金,暴露出公司内控漏洞。证监会因此出具警示函,上市计划再度搁浅。

2020 年 6 月,菊乐股份第三次递交,却因财务审计错误遭监管问询;2023 年第四次冲击深交所主板时,又因“红绿灯行业标准”等政策因素,于 2024 年 6 月撤回申请。

四次折戟让菊乐股份意识到主板审核门槛的提升,这一次,菊乐将希望寄托在了更侧重创新型中小企业的北交所。

2024 年 9 月,菊乐股份挂牌新三板,18 天后启动北交所上市辅导。历经 9 个月 3 期辅导,于 2025 年 6 月通过验收,创

下期辅导企业快速过审纪录,进入北交所冲刺阶段。

## 上市路内外承压

翻开菊乐的账本,作为区域型乳企,“偏安四川”的标签格外鲜明。2021 年至 2024 年上半年,其来自四川的收入分别达 9.07 亿元、10.59 亿元、11.24 亿元、5.93 亿元,占比始终超 74%,仅成都市内收入就占七成以上。即便 2020 年收购黑龙江惠丰乳品试图开拓北方市场,主品牌省外拓展仍收效甚微,2024 年省外收入占比不足 25%。

“菊乐在四川乡镇市场还有优势,但城市商超里,龙头品牌低温奶柜台比菊乐大得多。”一位成都本地经销商坦言。在伊利、蒙牛加速下沉,新乳业等区域同行紧追的背景下,菊乐的“偏安一隅”更显得被动。

业绩增速放缓也值得关注。2017 年至 2023 年,菊乐营收从 6.96 亿元增至 15.62 亿元,净利润从 2228 万元升至 1.96 亿元,年复合增长率可观。但 2021 年后动能减弱:营收增速从 42.93% 降至 2023 年的 6.17%,净利润增速从 21.58% 滑落至 14.33%。

从市场份额来看,核心产品“酸乐奶”“嚼酸奶”虽在川有稳定受众,但全国市场份额与巨头差距显著。据弗若斯特沙利文以及头豹研究院数据,2024 年度,菊乐股份在中国含乳饮料市场的份额为 0.82%,排名第八;公司在中国调配型酸乳饮料市场的份额为 0.97%,排名第四。

## 迎北交所之考

此次转战北交所,被业内视为菊乐的“务实选择”。相较于深交所主板,北交所“预计市值不低于 2 亿元,最近两年净利润均不低于 1500 万元”的标准,对 2023 年净利润 1.96 亿元的菊乐而言,门槛并不高。

但挑战接踵而至。北交所看重创新属性,可菊乐 2024 年研发费用仅 514.96 万元,占营收 0.31%,远低于行业平均水平。分析人士认为,产品虽有区域特色,却缺乏突破性创新,难以匹配“创新型中小企业”的核心要求。

市场流动性差异更是现实考验。北交所日均成交额约 50 亿元,仅为深交所主板的 1/20。即便成功上市,如何吸引投资者、维持估值仍是难题。“区域乳企估值普遍低于全国性品牌,若给不出明



确的全国化路径,菊乐可能面临估值承压。”上述分析人士坦言。

眼下,市场的关注点在于“未来接班人”GAO ZHAOHUI 能否带来突破。公开数据显示,去年,GAO ZHAOHUI 年薪达到了 534 万元,超过董事长董恩文的两倍。资料显示,这位美国国籍、软件工程师出身的管理者,曾任职 IBM 等国际企业,2011 年起深耕菊乐,如今

掌舵后已加大电商渠道投入——2024 年销售费用 1.85 亿元,同比增长 20.13%。但有券商分析认为:“品牌辐射力有限是核心问题,仅靠渠道调整不够,需在产品创新与省外供应链布局上有突破。”

这个陪伴四川人近 30 年的品牌,能否凭北交所圆上市梦?市场拭目以待。

# 看好中国功能营养市场,“欧洲乳品”项目在华正式启动



□文/图 本报记者 杨丽霞

8 月 12 日,由爱尔兰食品局主办的“欧洲乳品”三年推广项目在爱尔兰

兰驻华大使馆正式启动。这一项目的启动标志着来自欧洲的爱尔兰乳品原料将深度参与中国快速发展的功能营养市场,为中欧乳业合作开

启新篇章。

作为欧洲领先的乳品创新中心,爱尔兰凭借得天独厚的自然条件和先进的研发能力,在过去 10 多年间,为中国市场提供了优质的婴幼儿配方奶粉原料,与国内合作伙伴建立了深厚的信任基础。当前随着中国消费者对专业化、个性化营养需求的不断提升,爱尔兰乳企也正在将这个成功经验拓展到更加广泛的营养领域,向中国市场供应更加多样化的功能性,高价值营养原料。产品涵盖乳清蛋白、酪蛋白、牛奶蛋白等。

启动会上,爱尔兰驻华大使馆农业参赞林霞博士向各位嘉宾介绍了爱尔兰得天独厚的自然环境:“爱尔兰拥有广袤的天然牧场,温和湿润的海洋性气候为牧草生长提供了理想环境。全国超过 80% 的农业用

地用于畜牧业,这种独特的自然资源禀赋为爱尔兰乳品奠定了优质基础,也使得爱尔兰被欧盟选择成为推广欧洲乳品原料的成员国代表。”爱尔兰食品局驻华代表处主任苏礼文先生则详细阐述了爱尔兰乳品产业的核心竞争力:“随着中国消费者健康意识不断提升,功能营养食品市场正迎来爆发式增长。特别是在运动营养品、成人功能性营养品和特医食品等领域,中国市场对高品质乳原料的需求与日俱增。从婴幼儿营养到成人健康,从基础原料到高端功能性配方,爱尔兰乳企不仅仅是单纯的高品质原料供应商,还与中国合作伙伴紧密合作,开发定制化的功能性乳品解决方案,从而建立更加深厚的战略合作伙伴关系。我们期待为中国客户创造更多价值,共同推动营养健康产业的发展。”

“我们的乳清蛋白、酪蛋白等产品在婴幼儿配方奶粉、特医食品等领域具有显著技术优势。”爱尔兰食品局驻华代表处专员吴静女士补充道:“2024 年爱尔兰乳品对华出口额超 3.88 亿欧元。其中,高附加值乳品原料的表现特别亮眼:乳清出口量增长 37.3%,出口额达 4780 万欧元;酪蛋白增长 21.1%,出口额为 4070 万欧元。”

启动仪式现场特别设置了产品展示区,与会嘉宾可以直观了解爱尔兰乳品原料的多样性。欧盟项目专员陈思琪女士介绍道:“欧洲乳品推广项目的核心目标是通过行业交流、媒体合作等形式,在三年内持续增强中国市场对来自欧洲的爱尔兰乳品原料的认知,拓展其在功能营养食品及高端食品饮料中的应用可能。”

## 甘肃兰州乳企 公开承诺守护“舌尖安全”

为督促乳制品生产主体全面落实食品安全主体责任,近期,甘肃省兰州市市场监管局积极引导全市乳制品生产企业(小作坊)开展落实食品安全主体责任公开承诺活动。

据了解,承诺主要包括以下内容:严格遵守国家食品安全法律法规,诚信经营,不生产销售不符合食品安全标准的产品;严格按照乳制品生产许可核定的范围组织生产,不超范围生产,不伪造、冒用或转让本单位食品生产许可证(食品小作坊登记证);严格按照食品安全标准和生产工艺组织生产,确保生产环境、设备设施、从业人员符合食品安全要求;严格按照使用范围和限量使用食品添加剂。采购使用符合食品安全国家标准食品原料、食品添加剂、食品相关产品。严格按照产品特点贮存、运输、销售乳制品;严格按照规定标识产品标签,确保标签内容真实、准确、完整。不虚假标注、不夸大宣传、不使用误导性语言;严格按照规定定期开展食品安全自查,发现安全隐患及时召回产品并向辖区监管部门报告;自觉接受监管部门、消费者和社会各界监督。积极响应消费者投诉,自觉维护消费者合法权益。

此次公开承诺活动充分调动了企业主动接受社会监督、主动参与社会共治的积极性,对企业落实国家法律法规及相关规定具有积极促进作用。

(时圣鲁)

## 娃哈哈 10 亿元建新基地

8 月 10 日,记者从宏胜集团官网获悉,近日西安恒枫饮料有限公司宏胜西安饮品新基地项目审批通过。公告显示,该项目建设高速水线 1 条、奶线 2 条、无菌线 1 条,配套瓶盖、瓶胚吹瓶等产线或同类型产线以及相关物流配套设施并预留 2 条生产线,主要生产纯净水、茶饮料、咖啡、果汁、含乳饮品等,项目总投资 10 亿元。西安恒枫饮料有限公司(曾用名:丽水恒枫饮料有限公司),成立于 2017 年,系杭州娃哈哈非常可乐饮料有限公司旗下重要成员企业,位于陕西省西安市,是一家以从事批发业为主的企业。企业注册资本 4500 万美元。

(孔文斐)

## 品渥食品 采取“全渠道+精准营销”打法

近日,品渥食品在互动平台回答投资者提问时表示,公司持续采取“全渠道+精准营销”的打法,线上以抖音、小红书等流量阵地,结合达人直播、大数据精准投放,实现高效种草与转化;线下加快经销商下沉,加强与传统商超/便利店渠道的合作,并同步落地线下展会、快闪店等体验活动,形成线上线下联动闭环。通过多元渠道与丰富产品矩阵协同发力,持续提升品牌认知、市场份额与增量空间。

(据《北京商报》)

# 山东三元乳业法人变更,同日多名董监高调整

□曹鑫鑫

近日,记者获悉,山东三元乳业有限公司(简称“山东三元”)发生重要人事变动,法定代表人由黄小刚变更为陈慧峰。同日,黄小刚、周铁华、赵军峰退出主要成员,其退出前职务分别为执行董事、经理、监事。并委任陈慧峰为经理、董事,程红莉、蒋超为副总经理,李淑芬为财务负责人。

值得注意的是,此次高层人事调整是 2023 年北京三元食品股份有

限公司(简称“三元股份”)溢价收购山东三元后的首次人事变更。

2023 年,三元股份斥资 1.06 亿元收购控股股东北京三元食品集团有限公司(简称“首农食品集团”)持有的山东三元 100% 股权,本次交易完成后,三元股份持有山东三元 100% 股权,山东三元成为三元股份的全资子公司,纳入公司合并范围。

山东三元成立于 2006 年,生产产能坐落于山东省潍坊市,日生产能力 250 余吨。公开报道显示,山东三元主要资产是 2009 年通过收购原山东

三鹿 95% 股权得来。公告显示,为避免同业竞争,山东三元此前一直被首农食品集团委托给三元股份进行经营管理。

山东三元划归三元股份后的两年内,期末总资产由 2023 年末的 1.1 亿减至 9492 万,净资产由 5029.59 万上浮至 5184 万。营收方面,2023 年,山东三元录得营收 2.8 亿,净利润 400.39 万。去年,山东三元营收略有下降,为 2.3 亿,净利润报收 154 万。

截至 2024 年,公开报道显示,三元股份下共有包括山东三元在内 15 家子公司。

除香港三元食品股份有限公司主要从事投资管理外,其余 14 家子公司业务性质多与乳制品生产、加工、销售相关。

从营收能力上看,山东三元 2024 年营收在 15 家子公司中排名第六。

总体来说,目前三元股份旗下营收最高的子公司为河北三元食品有限公司,2024 年营收为 15.48 亿元。在净利润方面,生产冰淇淋、牛奶制品、糕点的北京艾莱发喜食品有限公司以 1.29 亿位居首位。

在整体业绩表现上,三元股份

2024 年录得营收 70 亿元,归母净利润 5481 万元,二者分别同比下降 10.73% 和 77.44%。管理层分析认为,市场需求变化,公司销售承压及公司合并范围变化,是去年营收下降的主要原因。

值得注意的是,与子公司相比,三元股份的管理层则有更加高频的变动。据统计,自 2011 年以来,其已更换 5 位总经理,平均每任任期为 2.8 年。根据此前媒体报道,去年,三元股份总部部门从 21 个调整为 14 个,总部人员减幅 46%。

# 业绩持续亏损 皇氏集团资产负债率创新高

□曾德金

近日,“水牛奶第一股”皇氏集团股份有限公司(简称“皇氏集团”)就“是否会因业绩不佳被标记风险警示”回应称,公司目前经营正常,未存在退市风险警示或其他风险警示的情形。

记者注意到,皇氏集团业绩持续亏损,资产负债率攀升至历史高位,股价一路下探,加之屡遭监管警示及处罚,引发投资者担忧。

业内人士表示,皇氏集团存在业务板块关联性弱、资源配置分散、跨界投资过度等问题,核心乳业板块未能获得充分支持,发展动能不足,未来应集中资源巩固其在乳制品领域的核心竞争力。

## 资产负债率创历史新高

皇氏集团是国内水牛奶领域龙头企业,在业内有“水牛奶第一股”之称,是国内首家水牛奶育种并实现商业化运作的公司,主营业务包括乳业和信息业务、光伏 EPC 等。

7 月 15 日,皇氏集团发布的 2025 年半年度业绩预告显示,预计归属于上市公司股东的净利润亏损 350 万元至 700 万元,上年同期为 128.26 万元,同比由盈转亏;扣除非经常性损益后的净利润预计亏损

2030 万元至 2380 万元,同比加剧亏损,去年同期为亏损 1930.19 万元。

对此,皇氏集团解释称,公司主营业务行业竞争加剧,传统市场竞争内卷严重,虽然公司积极调整营销思路,关闭部分低毛利率或亏损业务单元并加速向数字化转型,水牛奶系列产品的推广和渠道拓展取得积极成效,但受市场竞争和成本压力影响,公司营业收入同比下降,导致公司上半年归属于上市公司股东的净利润同比有所下降。

皇氏集团的业绩颓势也能从 2024 年财报中窥见一斑。年报显示,公司 2024 年实现营业收入 20.46 亿元,同比下降 29.21%;实现归属于上市公司股东的净利润-6.81 亿元,同比锐降 1110.73%;实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润-5.04 亿元,同比下降 231.90%。

值得注意的是,自 2010 年上市以来,皇氏集团资产负债率总体呈不断攀升的趋势。截至 2025 年第一季度末,皇氏集团总资产为 4801791336.89 元,负债合计 3745379941.57 元,资产负债率近 78.00%,创历史新高。

同花顺数据显示,2015 年至 2024 年,除 2023 年同比略有下降之外,皇氏集团的资产负债率逐年递

增,分别为 37.59%、44.26%、47.62%、50.11%、50.36%、61.66%、65.94%、67.15%、66.46%、77.11%。而从行业来看,2024 年乳制品行业平均资产负债率为 40.83%,皇氏集团明显高于行业平均水平。

另据年报,2020 年至 2024 年,皇氏集团归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润已连续 5 年为负值,分别为-1.92 亿元、-5.20 亿元、-1.06 亿元、-1.52 亿元、-5.04 亿元,累计亏损 14.74 亿元。

截至 2025 年 8 月 11 日收盘,皇氏集团股价为每股 3.85 元,总市值为 32.05 亿元。与 2015 年股价历史峰值每股 30.12 元相比,其股价已缩水 87.22%。

## 屡遭监管警示及处罚

过去几年,皇氏集团还屡遭监管警示及处罚。最近一次是今年 6 月,公司及 4 名董监高人员被给予警告,并被处以罚款超 1000 万元。

2025 年 6 月 14 日,皇氏集团发布公告称,公司及当事人收到中国证监会广西监管局下发的《行政处罚决定书》,由于未对一项重大合同及其履行情况予以披露,存在重大遗漏,公司被责令改正和给予警告并处罚款 400 万元;监管部门还对公司 4 名董监高人员给予警告并

处以罚款,其中,皇氏集团董事长黄嘉禧被罚款 250 万元。上述罚款金额共计 1050 万元。

此外,皇氏集团还多次被采取监管措施。皇氏集团 2024 年 12 月 31 日公告,因相关信息披露不完整不及时、部分财务会计处理不当以及当期半年报和年报披露不准确等问题,公司及有关负责人被广西证监局出具警示函。

2023 年 6 月 17 日,皇氏集团公告称,因未及时披露投资事项的后续进展情况、参与光伏项目事项信息披露不准确不完整、战略合作事项的后续进展情况披露不准确等问题,公司及相关人员被广西证监局出具警示函。

## 亟待强化乳业核心优势

近日,有投资者在深交所投资者与上市公司互动交流平台上提问:“公司连续多年净利润为负,会被 ST 吗?”皇氏集团回应称:“公司目前经营正常,未发现存在《深圳证券交易所股票上市规则》规定的被实施退市风险警示或其他风险警示的情形。”

水牛奶的发展主要受到种源引进限制、奶源不足、行业发展不规范等因素的制约,行业整体发展较为缓慢。