

6 公司调查 Investigations

俏江南困局：屡次上市碰壁 张兰痛失控股权

■ 赵卓 报道

在中国“不上市”的企业中,有些企业能上市而选择不上市,而有些企业是想上市而不得,俏江南无疑属于后者。从 A 股到港股,餐饮女强人张兰执掌的俏江南集团转战多次,却屡次碰壁,直至现在,张兰家族失去对俏江南的控股权。而在当下高端餐饮低迷的大环境下,作为曾经的中国高端餐饮行业代表俏江南,不得不放低身段卖盒饭自救。

回头来看,俏江南的困局是中国传统餐饮行业与资本市场博弈的一个样本,其中涉及的家族化经营、标准化生产、现金流、财务透明等多个问题均值得探讨。

“在 3-5 年内开 300-500 家俏江南餐厅”、“未来两年时间内,俏江南将在全球 19 个城市建立 65 家分店,让全世界认识并了解中国的餐饮文化”、“我们希望能够进入世界五百强”、“做餐饮界的 LV”……

俏江南董事长张兰这些“我不是高调,我是自信”的豪言壮语尚在耳畔,中国高端餐饮品牌俏江南却已经悄然易主,欧洲最大私募基金公司 CVC(Capital-Partners)后文简称 CVC)宣布,该公司在俏江南持股比例已达 82.7%,这也意味着张兰家族持有俏江南的股份尚不足五分之一。

为冲破高端餐饮业的困局,俏江南在经营策略上也做出改变,今年 5 月,重庆俏江南开始卖盒饭,每份套餐价格分别为 26 元和 38 元,此前北京、济南的俏江南也推出了盒饭业务。

“俏江南的店面面积太大,因此不好转型,这也算是卖血求生了”,北京合力智创营销机构总经理冯启告诉记者。

更严重的是,有媒体推算张兰家族此次买股套现 20 亿元,但有业内人士对此资金数量保有质疑。据风投界资深人士张嘉(化名)告诉记者,张兰此次套现只够支付鼎晖的回购成本。

号称中餐女王的张兰、京城四少之一的汪小菲、台湾明星大 S、高端餐饮、顶级会所,融合了众多吸引眼球的元素,俏江南是如何走到卖股求生,盒饭救市的地步?张兰家族又是如何一步步失去俏江南的控股权的?

谁的俏江南

引入投资者、签下对赌协议,对赌失败,痛失股权……太子奶等企业的悲剧如今在俏江南身上重演。

流传了几个月之后,俏江南股权转让的消息终于落定。今年 4 月底,欧洲最大私募基金公司 CVC(CapitalPartners)下称“CVC”)宣布,已获得相关监管部门批准,完成对俏江南控股权的收购。而且该公司在俏江南持股比例已达 82.7%,这高于此前媒体报道的 69%。

去年 10 月,俏江南被曝出“3 亿美元出让 69%的股权”,随即引发热议,但张兰还斩钉截铁地说:“那条新闻完全不属实。”

但 3 个月后,国家商务部的一份《2013 年第四季度无条件批准经营者集中案件列表》泄露“天机”。一家名为“甜蜜生活美食集团控股有限公司”的企业通过其下属特殊目的公司收购俏江南股权的案子已

经于去年 11 月在商务部结案。公开资料显示,这家收购方隶属 CVC。

在商务部公告面前,俏江南创始人张兰被迫改口,称商务部虽有批复,但双方并无具体意向,并未签订协议。

中投顾问酒店餐饮行业研究员萧宇嘉对记者表示:在中央一系列反腐措施之下,公务群体对高端餐饮的需求严重萎缩,国内高端餐饮遭遇销售困境,俏江南也不例外。行业环境趋坏之际,俏江南或将面临业绩下滑、现金流紧张等困境,而此时俏江南也正需要资金及时进行转型。俏江南作为非上市公司,融资手段有限,因此出售股权换取发展资金成为一种迫不得已的选择。

有媒体推算,去年 CVC 计划以约 3 亿美元收购俏江南 69%的股权,因此俏江南的整体估值约为 27 亿元人民币,此次张兰家族出售大部分股份,应该套现在 20 亿元左右。张嘉表示“不可能这么多”。

跟鼎晖的对赌失败,被认为是俏江南被卖的主因。2008 年俏江南引入鼎晖创投,鼎晖注资约 2 亿元人民币,占有前者 10.526%的股份,但对赌协议中要求,俏江南最晚在 2012 年底之前必须上市,若非鼎晖方面的原因造成俏江南无法在 2012 年底前上市,鼎晖有权以回购方式退出俏江南。

“一般对赌协议中的回购调控,约定在 10%-12%之间,按照六年计算,加上本金,俏江南也只需要支付鼎晖 32-35 亿元,如果俏江南估值有 27 亿元,那张兰只需要卖掉一小部分股份就可以了,完全不需要失去控股权”,张嘉表示。

IBMG 国际商业管理集团副总裁蔡耿超曾表示:俏江南的收购价格被严重低估,这是俏江南在上市无望的情况下被迫出售,鼎晖的投资回报率不到一倍。这也印证了张嘉的看法。

张嘉告诉记者,今年资本市场对高端餐饮的估值比去年低了一倍不止,“俏江南是轻资产运作,我估计俏江南一年的净利润也就 5000 多万,按十倍市盈率计算,应该估值只有 5-6 亿元左右,而对赌失败,需要支付的资金是由大股东而不是企业负责,这样张兰家族才不得不卖掉大部分股份,以支付这笔资金。”

和俏江南定位、规模差不多的上市餐饮企业小南国,2013 年营收 1386 亿元,而净利润只有 67.1 万元,同比下滑 99.4%。但这样的业绩在上市的餐饮企业中还算好的,湘鄂情等高端餐饮企业直接以亏损告终。

俏江南首次上市时,张兰家族持有俏江南不到 80%的股份,因此,张嘉认为,张兰家族此次卖股最多套现 4-5 亿元,支付了鼎晖的资金和一些债务后,应该所剩无几。这也是张兰家族始终不愿承认卖股一事的原因。

就在俏江南引入鼎晖这一年,世界知名私募基金公司 CVC 北京办事处成立,当年 4 月份,CVC 旗下的第三只亚洲基金成功募资 41 亿美元,公司高层人士表示,中国将是该基金投资的重要目标。

CVC 成立于 1981 年,脱胎于美国花旗集团,业务遍布欧洲、亚洲和美国。CVC 目前管理约 460 亿美元的资金。其中在亚洲地区投资超过 30 项,企业价值逾 190 亿美元。在餐饮领域,除了俏江南,CVC 去年曾

以 4 亿欧元收购了全球最大的汤品制造商金汤宝的欧洲简餐业务,此后又收购了快餐企业大娘水饺。

CVC 拿下俏江南,对俏江南而言吉凶难料,“CVC 内有着红筹教父梁伯韬之类的资本高手,或许能完成俏江南的上市梦,但是 CVC 对企业的投资一般只有几年,如果转型不成功,俏江南可能面临再次易主或拆分的可能,大股东的变更,将给俏江南的发展带来很大不确定性”,张嘉表示。

上市之痛

“我个人认为高端餐饮本身不适合走上市融资、广开门店的路子”,西贝餐饮管理有限公司董事长贾国龙当年对记者的话一语成谶。

2008 年 9 月金融危机爆发后,俏江南的经营受到很大影响。张兰为了缓解现金压力,计划抄底一些物业,并决定引入外部投资者,由于和王功权相谈甚欢,张兰最终选择了鼎晖创投,鼎晖向俏江南注入约 2 亿元人民币,占有前者 10.526%的股份,而彼时俏江南注册资金仅为 1400 万元。

丰厚的资金让俏江南开始加速开店发展,但这并非免费的午餐。该增资协议签署后,媒体曾广泛报道该合同存在“对赌协议”:俏江南最晚在 2012 年底之前必须上市。于是,上市成为俏江南的首要目的。

2011 年 3 月,俏江南向中国证监会递交了 A 股上市申请,但在 2012 年 1 月份证监会披露的终止审查企业名单中,俏江南赫然在列。

在 A 股上市的尝试失败后,在明知港股估值更低的情况下,俏江南还是不得已开始转战 H 股,但俏江南又碰到了新壁垒——“10 号文”。在 10 号文颁布前,中国国籍人士在中国所经营的企业,将股权从境内转入自己成立的境外公司,比较容易通过审批。10 号文颁布后,中国公民境内资产转移到自己的境外公司去持有,需要去外管局审批与登记。

为了顺利上市,张兰不惜更改国籍至加勒比岛国,2012 年年中,俏江南通过了香港联交所聆讯,获准予香港上市,但时至今日,俏江南依然未能挂牌交易。张兰对此的解释是,港股市场上小盘股并不被人关注,俏江南的团队去见投资者时发现,对方对中餐标准化有疑义,不愿意给出高估值,因此俏江南不急于挂牌。

不过,外界推测,当时俏江南已经身陷财务泥潭难以自拔。当年 5 月,汪小菲对外界承认,造价高达 3 亿元的俏江南集团旗下高端会所—LAN CLUB 已被出售。

相关资料显示,在鼎晖入股俏江南的 2008 年,俏江南仅有 40 余家门店,而截至 2012 年底,俏江南共有 71 家直营店和 4 家加盟店,2013 年又新开了 10 余家门店,但这样的速度显然无法满足张兰每年开店百家的预期。

2013 年,全国餐饮业陷入寒冬,行业 23 年来首次由两位数增长降为个位数增长。低迷一致延续到 2014 年,俏江南上市更加遥遥无期,这也为失去俏江南控股权埋下祸根。目前内地餐饮业在 A 股资本市场上市成功的只有全聚德、西安饮食、湘

鄂情三家,且自 2009 年湘鄂情在中小板上市之后,此后再无餐饮企业成功登陆 A 股资本市场。

在萧宇嘉看来,俏江南作为餐饮企业,因此也拥有着餐饮企业普遍的上市困难:如现金收付量大,收入确认和成本衡量难以监管,如食品安全问题。尤其是近两年国内消费者对食品安全格外关注,而中式餐饮由于菜品丰富等标准化建设更难实现,因此存有较大风险。最后俏江南又因行业环境恶化而失去了在香港上市的机会。

伴随着去家族化失败(在鼎晖建议下,张兰曾将股份分给管理层们),张兰曾公开表示:引进鼎晖是俏江南最大的失误,毫无意义,鼎晖什么也没给俏江南带来,却用很少的钱稀释了“那么大的股份”。

不过,鼎晖也倍感冤屈,鼎晖注资俏江南时估价已达 2009 年 15 倍 P/E 市盈率,最后鼎晖投资回报率还不到一倍。

上海餐饮行业协会副秘书长金培华曾指出:俏江南的商业模式重营销而轻菜品,除了环境因素以外,消费者对其菜品的认同程度其实并不高。与此同时,俏江南在标准化方面也投入不足,没有建设完整的中央厨房模式,无法保证菜品的标准化管理。

记者曾在俏江南东方广场店门口随机采访,没有选择俏江南的顾客大部分认为其价格昂贵,还有不少消费者认为味道尚可,但没特色,性价比不高,而进去就餐的,大部分是团购的顾客。

高端餐饮转型

多家团购网站得团购信息显示,俏江南原价 726 元的自选双人套餐,目前只要 198 元就可团购,49 家店通用,只有原价的 28 折,而另一种原价 1075 元的四人套餐也只售 298 元。而俏江南的代金券,100 元代金券只售 75 元,20 城 68 店通用。

由于团购量大,大部分餐饮企业都要求消费者提前 24 小时预约,但当记者拨打俏江南门店电话时,对方表示可随时过来就餐,“肯定有座位”。

除了团购,俏江南还推出盒饭业务,俏江南公关负责人表示,推出盒饭是新利润增长点。

中国烹饪协会发布的 2013 年度中国餐饮市场分析报告显示,2013 年全国高端餐饮严重受挫,限额以上餐饮企业收入近年来首次负增长。

不过,俏江南这样走大众化路线能否成功,萧宇嘉认为,大众餐饮也存在一定风险,大众餐饮利润水平偏低,与高端餐饮此前定位、门店、人才资源相差太大,不利于充分利用已有资源,而大众餐饮领域竞争也相当激烈。

“明年高端餐饮的情况会更糟,房子的租金、人工费用等都在持续上升,就连上菜的服务员工资都要 5000 元,还要上足保险,利润率已经降到历史低点,张兰现在套现未必不是一个好的选择”,冯启对记者表示。

而易主之后的俏江南,能否转型成功,在高端餐饮持续不景气的情况下,在创始人失去控股权,却还拥有管理权的微妙局面下,在继续扩张和资本逐利的两难中,越发不明朗。

文化中国 更名为“阿里影业”

■ 席大伟 报道

8 月 6 日,阿里影业发布了首份公告,任命前中影股份公司董事副总经理张强为阿里影业 CEO,并将上市公司名称由“文化中国”改为“阿里影业”。今年 3 月,阿里巴巴宣布将以 62.44 亿港元投资获得文化中国 59.32%股份,成为文化中国的第一大股东。文化中国曾参与投资 2013 年国产电影票房冠军《西游·降魔篇》,与周星驰、王家卫、陈可辛等都有合作关系,董事长为影视圈大佬级人物董平。

据新华网的报道显示,今年 6 月,阿里集团的入股完成,随后,阿里系高管全面进驻文化中国,阿里集团的首席风险官、前支付宝总裁邵晓锋担任公司的董事局主席,阿里集团副总裁、阿里数字娱乐事业部总裁刘春宁担任 CEO,董平转而担任公司顾问,为期 12 个月。此次任命,意味着刘春宁不再担任 CEO,来自中影的张强走马上任。

资料显示,张强曾担任中国电影股份有限公司副总经理、北京电视台副主编和北京紫禁城影业公司董事长、总经理和北京紫禁城信都电视文化有限公司总经理等。有逾 25 年电影制作经验,曾制作多部票房口碑双赢的优秀电影。

对此业界有观点认为,凭借张强在传统电影领域的专业经验,结合阿里巴巴的大数据优势以及阿里对线上线下资源整合的能力、将为中国影视行业在内容、投资、制作和发行等各环节带来更多创新的可能。不过目前在上市公司中影视类公司不少,要在已经有所圈地的行业中突围并不容易。

阿里影业董事局主席邵晓锋表示,“阿里影业将踏着快乐的步伐,以消费者对业务(C2B)的模式,更专注于打造切合现今观众需求的电影及电视剧,提升观众的满意度,为市场提供优质的内容。”

还有业内观点认为,时代华纳、迪士尼等全球性的娱乐公司,均有一家知名的电影公司,尽管对公司的营收贡献有限,但对公司的整体促进作用却不言而喻。因此,如果阿里想要在娱乐业务上有所作为,就一定会遵循相同的逻辑,在影视业务上有所突破。



金利科技募投之殇 IPO 项目全军覆没

■ 韩迅 报道

上市近四年,IPO 募投项目无一兑现且最终全部终止,金利科技上市难逃圈钱嫌疑。

8 月 6 日,金利科技发布公告,拟终止 IPO 募投项目“大型注塑件生产线扩建项目”(下称注塑件项目),将该项目剩余资金 5726.2 万元投资“光学元件设计制造新建项目”(下称光学元件项目)。

值得注意的是,截至终止之日,近四年时间里,注塑件项目的进展仅为 24.71%,但是在金利科技的招股说明书中,该项目的建设期仅为 1 年,且第一年的营收就应该达到 1.5 亿元。

而在两年多之前,金利科技的另一个 IPO 募投项目——“铭板外观件生产线新建项目”(下称铭板项目)仅仅进行了 1.61%就宣告终止。这意味着金利科技上市的 IPO 募投项目已全部“夭折”。

更令人遗憾的是,募投终止后,原本 5 个亿左右的募资,有 37 亿已用于收购宇瀚光电股权,但同样没达到承诺业绩。如此背景下,公司 2011 年至 2013 年的净利润增长

率分别为 -25.76%、-3.99%、-20.74%,今年中期则预告同比下降超过 50%。

那些失信的“诺言”

金利科技公告显示,注塑件项目总投资额为 14485.2 万元。

对于记者的采访,金利科技证券部一位女士以董秘张溪楦不在为由,拒绝接受采访。

2010 年 8 月 31 日,金利科技登陆深交所中小板市场,募集资金净额为 50187.55 万元,超募 27539.15 万元。金利科技 2010 年年报显示,当年置换预先投入的自筹资金 2644.29 万元,直接投入募投项目金额为 86.49 万元。

一年之后,金利科技 2011 年年报显示,注塑件项目投资金额调整至 14638.40 万元,累计投入金额为 2947.97 万元,进展为 20.14%,项目达到预定可使用状态日期为 2013 年 2 月 28 日。

2012 年 3 月 9 日,金利科技宣布其募投项目之一的铭板项目终止,累计投入金额为 1399.1 万元,进度为 1.61%。金利科技公告将

铭板项目尚未投资的款项作为收购宇瀚光电科技(苏州)有限公司(下称宇瀚光电)股权的现金来源。

金利科技 2012 年报显示,注塑件项目当年仅投入 429.5 万元。

值得注意的是,金利科技将注塑件项目的可使用状态日期再度延迟,调整到 2013 年 12 月 31 日。

故伎不断重演,金利科技 2013 年年报显示,注塑件项目当年投资仅为 218.19 万元,累计投入金额为 359566 万元,进度为 24.56%,仅比 2012 年增加了 1.49 个百分点。而该项目的可使用状态日期再度延后一年,调整为 2014 年 12 月 31 日。

“几乎没有研究员关注这家公司,机构都知道这家公司没有什么投资价值。”上海一位基金经理告诉记者,光是从其 IPO 募投项目“一而再、再而三”地拖延,就可以断定该上市公司发展存在问题。

“剔除 2010 年投入的 86.49 万元,意味着 2011 年实际上投资金额也仅为 217.19 万元,这几乎说明,金利科技在上市之初就已经没打算把注塑件项目做好。”

2010 年上市之际,金利科技的招股说明

书曾信誓旦旦地描述注塑件项目和铭板项目的“美好前景”,其中,注塑件项目建设期为 1 年,完成后未来三年的经济效益是营业收入分别为 1.52 亿元、1.74 亿元和 1.96 亿元;铭板项目建设期是 18 个月,完成后的未来三年的经济效益是营业收入分别为 2923.20 万元、59765 万元和 7616 万元。

然而,铭板项目在 2012 年终止,注塑件项目如今也“寿终正寝”。

尴尬的超募项目

即使金利科技的 IPO 募投项目是如此虎头蛇尾,其保荐机构华泰联合证券依旧认为此次终止注塑件项目“不影响公司的长远发展,不会对其他项目实施造成影响,也不存在变相改变募集资金用途和损害广大投资者利益的情形。”

终止铭板项目之后,尚未投资的款项作为收购宇瀚光电股权的现金来源。

2011 年年底,金利科技以总价 3.7 亿购买宇瀚光电 100%股权。当初交易方承诺,宇瀚光电 2011 年至 2014 年扣除非后净利润分别不低于 4320 万元、4014 万元、4497 万元

和 4728 万元。若未达到,康铨上海优先以认购的股份进行补偿,不足时,由康铨投资进行现金补偿。

就在 2013 年,宇瀚光电的业绩承诺没有办法实现。2014 年 5 月 8 日,金利科技称拟以总价 1 元的价格定向回购并注销康铨上海持有的公司的 665.93 万股。但今年 7 月 30 日,金利科技公告:持续通过邮件、电话方式继续催促康铨上海办理股份质押的解质手续;聘请上海市国泰律师事务所提起法律诉讼,诉讼资料已于 2014 年 7 月 28 日递交法院。同时,金利科技表示“2013 年度应补偿股份回购注销完成时间存在不确定性;公司已向法院提起诉讼,法院是否立案存在不确定性;法院判决结果存在不确定性;法院判决结果是否能够执行存在不确定性。”

2014 年 7 月 2 日,金利科技发布 2014 半年度业绩预告修正公告,上半年业绩同比下降为 50%-60%之间。

8 月 6 日,金利科技复权后股价为 17.21 元,相比发行价 15.50 元,近四年的时间,该公司的涨幅为 11.03%左右,年化投资收益率尚不及定期存款利率。