

广西国资  
9.42亿元接盘

# 签下三年对赌协议 南方黑芝麻能否“易主求生”

“一股浓香，一缕温暖，南方黑芝麻糊。”南方黑芝麻集团股份有限公司(下称“黑芝麻”)的经典广告语承载着一代人的儿时记忆。历经40多年的发展，如今以9.42亿元正式易主广西国资，并签下三年对赌协议。

对于这家已经连续三年营收下滑的老牌企业，按对赌协议要求“公司三年累计合并净利润不低于3.15亿元”，业界普遍表示不乐观。

■新快报记者 陈福香



■廖木兴/图

## 1 创始人家族退出实控，对赌承诺恐难实现

近日，南方黑芝麻集团股份有限公司(下称“黑芝麻”)发布公告称，公司控股股东已经完成股份过户登记，控股股东将变更为广西旅发大健康产业集团有限公司(下称“广西旅发”)，实控人将变更为广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会。

至此，广西国资正式入主“中国黑芝麻产业第一股”。

公开资料显示，黑芝麻的前身为广西南方儿童食品厂，成立于1984年，由韦清文和李汉朝、李汉荣3人在广西容县创立。

2004年，黑五类集团在A股借壳上市，2005年更名为“南方食品”，2012年更名为“黑芝麻”。作为老牌国货食品企业，公司旗下主打产品南方黑芝麻糊以经典广告和渠道布局优势，成为国内糊类食品的细分龙头企业，市场占有率达到40%以上。

然而，随着消费者需求的变化、渠道变革的加快，以及可选择的代餐产品种类日渐丰富，传统渠道面临很大的挑战，加上黑芝麻产品种类单一，公司逐步陷入业绩下滑的困境。

数据显示，2022至2024年，黑芝麻营收连续三年下滑，虽然归母净利润逐

渐回升，但净利率还不到4%。

2025年持续承压，黑芝麻前三季度营业收入为14.69亿元，同比下降7.52%；归母净利润仅681.93万元，同比下降83.67%；扣非净利润为-632.86万元，同比由盈转亏，下滑幅度达114.28%。

在经营压力、流动性与公司治理均承压的背景下，实控人家族“萌生退意”。2025年8月8日，南方黑芝麻原控股股东黑五类集团与广旅大健康签署《股份转让协议》，约定将持有的1.51亿股南方黑芝麻股份(约占总股本20%)，以每股6.25元的价格，转让给广旅大健康，交易总价9.42亿元。

此次股权交易完成后，广旅大健康虽仅持股20%，但凭借原控股股东阵营放弃的庞大表决权，将实际掌控超过37%的表决权，实现对公司的稳固控制。而黑五类集团的持股比例将从约30.25%骤降至9.83%，并失去所有表决权，彻底从控股股东变为财务投资者；其一致行动人的持股也将失去表决权，公司实际控制权也将实现从民营创始人家族向国有资本的根本性转移。

值得注意的是，在补充协议中，对此前的“业绩承诺及补偿”的相关约定做出

调整：将业绩承诺期由原先约定的2025年至2027年调整为2026年至2028年。

调整后，黑五类食品集团承诺，2026年至2028年，现有业务板块合并报表净利润分别不低于0.95亿元、1.05亿元和1.15亿元，三年累计承诺合并净利润不低于3.15亿元，同时每年合并报表中归母扣非净利润孰低值均不低于6800万元。

协议规定，业绩承诺期届满后，如业绩承诺期内累计实现的实际净利润低于承诺净利润，则黑五类食品集团应当向广旅大健康进行现金补偿。

若业绩不达标，黑五类集团将进行现金补偿。同时为确保承诺履行，黑五类集团同意将交易完成后剩余持有的黑芝麻集团5%的股份质押给广旅大健康作为担保。

但整体来看，在过去2020年—2024年的5年间，南方黑芝麻录得的最高年利润为0.78亿元(扣非归母净利润仅0.67亿元)，也低于业绩承诺的最低目标。

表面上，广西国资的入主带来了资金和渠道资源，本次对赌协议延期也仅短暂缓解了黑芝麻的经营压力。实际上，按照当下的业绩发展趋势来看，南方黑芝麻想要完成对赌的难度很大。

## 2 品牌老化，副业发展屡受挫

作为行业的“糊老大”，在2013年至2017年间，黑芝麻的营收保持在20%左右的增长。

但是，自从黑芝麻在2016年达到至今最高归母净利润1.63亿元以来，从2017年开始，一直增收不增利。

随着行业竞争的加剧，以及消费者偏好的改变，2019年至2024年期间，黑芝麻营收显著收缩，利润波动较大。营收从44.76亿元缩水至24.65亿元；2021年、2022年更是从此前的盈利骤然变为超亿元亏损。其中，2021年归母净利润为-1.09亿元，2022年归母净利润为-1.40亿元。

更严峻的是，截至2025年6月末，公司有息负债达12.68亿元，货币资金却仅有1.73亿元，短期借款7.66亿元，似乎随时都有资金链断裂风险。

如前所述，即使到了2025年，黑芝麻的业绩压力还在延续，因而这场交易被视为黑芝麻的“一场翻身仗”。

实际上，为了挽救业绩颓势，黑芝麻

做了很多尝试，可惜均未能成功。

从2015年起，它至少切入过物流、电商、新能源、医疗等诸多领域，但几乎全部踩空，2023年还曾高调宣布拟投资35亿元建设磷酸铁锂储能锂电池生产基地，后因新能源市场剧变而宣布暂停。

业界普遍认为，品类单一是黑芝麻的主要业绩困境，长达数十年的时间依赖“传统黑芝麻糊”这一单一品类，且产品形态与健康属性严重脱节。

此前，黑芝麻曾推出植物蛋白饮料“黑黑乳”、即饮黑芝麻饮品、富硒大米、沙田柚果汁，收购糖果饼干企业，甚至涉足预制菜。但这些新品普遍缺乏清晰定位与渠道协同，其中大米靠政府订单支撑，果汁仅在广西本地试销，黑黑乳三年累计投入超2亿元营销费用，却未能进入主流便利店系统。

此外，渠道萎缩也是导致黑芝麻业绩下滑的原因之一。数据显示，2024年公司传统经销商减少385家，仅剩1871

家，且多集中在三四线城市及乡镇市场，商超渠道占比持续下降；电商渠道虽有35家经销商，但营收占比仅24.23%，2024年电商营收同比下降34.65%，未能抓住线上消费红利。

与黑芝麻的颓势形成鲜明对比的是食养赛道竞品的蓬勃增长。

2025年上半年，五谷磨房实现营业收入11.35亿元，归母净利润1.07亿元，毛利率高达65.5%，而同期黑芝麻传统销售毛利率仅21.65%；老金磨方更凭借黑芝麻丸大单品，2024年全渠道GMV突破15亿元，2025年年货节礼盒销量同比增长300%。

中国食品产业分析师朱丹蓬分析，黑芝麻这么多年没有去匹配新生代核心诉求，而是去做一些跨行业的所谓第二增长曲线，且整体效果非常不好，这与他们的运营能力有关，加上隔行如隔山的因素，黑芝麻从规划到实施落地再到变现存在很多不确定因素。

## 3 “二次创业成功与否 关键还在主业创新

与产品老化相对应的是，黑芝麻在研发方面的投入也不稳定。

数据显示，2023年，黑芝麻研发费用大幅提高至2171万元，而在此之前的2022年，其研发费用仅291.1万元；2021年是1322万元，而2020年、2019年、2018年都保持在400万-660万元之间。

在经历了跨界尝试和挫折后，黑芝麻开始重新审视自己的发展战略。在2023年年报中，黑芝麻表示将坚持健康产业的发展战略，集中资源聚焦于健康食品经营。

但是，产品缺乏设计和创新，黑芝麻频惹争议。

近期，有消费者称发现购买的南方黑芝麻糊中，黑芝麻在配料表中仅排第四，谷物粗粮粉和糖却占据了前三，网友戏称应改名为“南方米糊”。此后黑芝麻公司工作人员回应称，网友展示的是旧包装，新包装已把黑芝麻调整至第二位，黑芝麻含量为18.5%，完全符合国家标准。

据2025年8月1日起正式实施的新国标GB/T 23781-2024《黑芝麻糊质量通则》明确规定，此类以黑芝麻为主要原料的粉末状食品，黑芝麻含量不得低于10%。

确实，从法规角度看，南方黑芝麻产品18.5%的黑芝麻含量确实远超国标要求的10%门槛。但这一数字与消费者对产品“以黑芝麻为主要原料”的直观认知仍存在明显差距。

除了“配料表争议”，黑芝麻这几年的跌宕起伏，还体现在内部管控上。

在2025年6月，南方黑芝麻及相关部门收到广西证监局出具的警示函。警示函显示，公司存在控股股东及关联方非经营性资金占用、违规对外担保问题。南方黑芝麻时任董事长韦清文、总经理刘辉、总经理李文全、财务总监李维昌、董秘周森怀是上述违规行为的直接责任人员。广西证监局决定对南方黑芝麻、韦清文、刘辉、李文全、李维昌、周森怀采取出具警示函的行政监管措施，并记入证券期货市场诚信档案。

在国资背景加持下，南方黑芝麻能否扭转业绩、重塑品牌竞争力，已成为行业关注焦点。

有分析认为，此次筹划控制权变更，为黑芝麻的发展提供了一次重要契机。若能借此机会实现战略聚焦与治理升级的双重优化，南方黑芝麻有望逐步摆脱此前的经营境况，转型成为地方大健康产业布局中的重要参与者。但是，黑芝麻的“二次创业”，不能仅靠资本输血，而是靠产品创新、渠道布局、管理刷新。



扫一扫获取  
更多快消资讯