

“产品主义”频遭质疑,未能公开回复监管问询……

屡“败”屡战 巴奴带“病”三闯港股

时隔半年,巴奴国际控股有限公司(下称“巴奴”)近日再向港交所递交上市申请材料,这是巴奴第三次冲刺港股上市,此前分别于2025年6月和12月递交的申请,均因满6个月自动失效。

巴奴招股书持续失效,核心源于多重监管问询未解、叠加港股IPO审核趋严。早在2025年8月,公司就收到中国证监会关于境外发行上市的补充说明要求,九大问题直指公司核心合规与财务争议,涵盖股权架构合规性、上市前大额分红合理性、用工模式、社保公积金缴纳、业务数据合规五大维度,但巴奴并没有对外公开完整问询回复文件。

■新快报记者 陈福香



■廖木兴/图

增长过于依赖门店扩张 制约盈利保持韧性

6月17日,巴奴更新招股书,继续推进港交所主板上市进程。此前,巴奴于2025年6月16日首次递交港股招股书,同年12月16日首份文件失效,次日火速二次递表。

按照港交所现行规则,企业递交IPO招股书后6个月内未完成聆讯,招股文件自动失效,企业需补充最新财务、合规材料后重新递表,上市流程从头推进。

根据最新的招股书,巴奴毛肚火锅2023年至2025年,营收从21.12亿元增长至28.46亿元,年内利润也由1.02亿元翻倍至2.06亿元。截至最后实际可行日期(2026年6月12日),公司旗下“巴奴”品牌的直营门店网络已覆盖全国57个城市,门店总数达到200家。2023年初门店数仅为86家,公司近三年在不断扩充门店数量。

从招股书看,尽管公司整体门店数量快速扩张,但单店经营效益显示出一定压力。一个关键指标“同店销售额增长”,在2023年至2024年期间下降了9.9%。招股书解释,这主要由于公司为顺应市场变化,吸引更多客户群体,自2024年3月起对产品组合与定价进行战略调整,导致客单价(顾客人均消费)从人民币150元下降至142元。尽管调整后2024年至2025年同店销售额恢复增长4.8%(得益于翻台率提升),但客单价进一步微降至139元。

这表明,公司的增长在很大程度上依赖于新开门店的“外延式”驱动,而非原有门店的“内生性”强劲增长。快速扩张新店带来了高昂的资本开支,若新店培育期拉长或成熟门店增长乏力,将对整体盈利构成压力。此外,公司历史上曾尝试孵化的“超岛”“桃娘”等副品牌,最终均停止运营,反映出公司在品牌多元化与创新探索上并非一帆风顺。

从财务数据看,巴奴提交了一份颇具吸引力的成绩单。数据显示,2023年、2024年及2025年,公司实现收入21.116亿元、23.073亿元、28.46亿元,净利润1.017亿元、1.229亿元、2.059亿元。

2023年、2024年及2025年,巴奴的门店经营利润率分别为21.3%、21.5%及24.9%,整体翻台率由2023年的3.1增长至截至2025年的3.6。同时,巴奴在二线及以下城市展现了更具优势的经营效率。2025年,巴奴一线城市门店经营利润率为22.5%,二线及以下城市门店经营利润率为25.6%。

关于品牌的未来发展,巴奴表示,本次IPO所募集的资金将主要用于三个方面:门店扩张、供应链升级、数字化建设与品牌推广。

但是,从中长期来看,巴奴当下仍存在着对二线城市门店网络渗透率较弱的问题,同时在供应链方面除了满足企业自身需求,向其他餐饮企业提供食材加工与配送服务将成为接下来提升供应链的利用率与盈利能力的关键。

巴奴多次冲刺上市,一方面反映出企业借力资本市场融资发展的强烈诉求,另一方面也折射出其在合规达标、回应市场关切层面仍存有亟待解决的难题。

事实上,创始人杜中兵曾说:“餐饮最重要的是活得好、活得久。”2025年2月,杜中兵首次公开松口:“上市是巴奴未来重要发展方向。”四个月后递交第一份招股书。

从“不急于上市”到“急着上市”,中间发生了什么?答案藏在招股书里——对赌协议。巴奴获多轮融资,投资方约定:若未能在2029年12月1日前完成上市,投资方有权要求巴奴火锅回购他们持有的全部或部分股份。

1 2 多重监管问询未解,港股IPO审核趋严

巴奴一年前已经交表,但招股书持续失效,核心源于多重监管问询未解叠加港股IPO审核趋严。

此外,招股书显示,公司的股权高度集中于创始人杜中兵及其家族。在本次全球发售前,杜中兵及其配偶韩艳丽通过一系列离岸及境内持股平台,合计控制公司已发行股本约83.38%的投票权。

更值得关注的是,在首次递表前,巴奴向股东宣派股息人民币7000万元,且截至最后可行日期已全额派付。实控人家属分红占比超八成,而公司2024年资产负债率达60.08%,2025年一季度负债率维持60.46%,高负债前提下大额分红、同步募资扩店,这种上市前夕的“突击分红”行为,常被监管机构和市场视为可能影响公司上市后持续经营资本实力的“前科”。

另一个值得注意的点是,作为劳动密集型行业,巴奴的用工结构却格外“轻盈”。招股说明书显示,截至2023年、2024年及2025年12月31日,巴奴分别拥有

1604名、1735名及2106名全职雇员。其中,截至2025年12月31日,公司共有4127名兼职员工、6499名外包员工,绝大部分为门店一线人员。

这也意味着,仅2106人为签订劳动合同的正式全职员工,占比仅16.5%,其余6499名劳务外包人员、4127名兼职人员合计占比高达83.5%,门店日常运营主力均为外部用工人员;外包人员由第三方人力机构代为办理社保,大量兼职人员仅投保简易意外险,未完整缴纳五险一金,同时公司2023至2025年持续存在社保、公积金欠缴情况,三年累计270万元。

事实上,去年8月,公司就收到中国证监会关于境外发行上市的补充说明要求,九大问题直指公司核心合规与财务争议,涵盖股权架构合规性、上市前大额分红合理性、用工模式、社保公积金缴纳、业务数据合规多个方面,但是截至二次招股书失效,巴奴并没有对外公开完整问询回复文件。

与此同时,巴奴在创立之初就选择了“产品主义”作为其核心战

略,强调回归餐饮本质。

但近年来,巴奴的“产品主义”频遭挑战。2023年2月,有消费者吐槽巴奴土豆片“18元才5片”,巴奴致歉解释称“涉事富硒土豆实际是小份,售价应为9元”,但网友们依然认为价格过高。同年3月,媒体揭露其“富硒土豆”硒含量远低于宣称标准,甚至未达合格线,此后巴奴下架该产品。

品牌风波并未停歇。当年9月,巴奴子品牌“超岛自选火锅”的羊肉卷被测出含鸭肉成分;巴奴经常宣传的井水黄豆芽也因可能存在的污染问题遭质疑。

去年12月初,有消费者反映,巴奴当月推出的尝鲜菜“水性杨花”有歧义。随后,巴奴将该菜品改名并下架。有律师指出,该菜名在非云南地区可能涉嫌违反公序良俗。

尽管巴奴事后承认监管失责,并宣布多项整改措施,但品牌信誉遭重创。接二连三的负面事件,让消费者对其“产品主义”的真实性产生怀疑,其品牌形象与市场竞争力将面临危机。

3 消费降级+赛道内卷,资本估值逻辑遇阻

从火锅消费趋势看,“性价比”成为主旋律,价格是触动顾客神经最灵敏的按键。去年2月,杜中兵在直播中发表了诸如“火锅不是服务底层人民的”“月薪5000就不要吃巴奴了,哪怕吃个麻辣烫”等言论,引发广泛争议。

杜中兵此前强调,巴奴的高价源于对高品质的追求。“巴奴一路被骂贵,但品牌要立住需要时间。”但这一理念与当下消费者追求性价比的趋势相悖,社交媒体上不少消费者吐槽巴奴火锅价格过高。

《2024火锅行业创新报告》也显示,火锅赛道整体人均消费从2023年90元左右降至2024年的60-65元。在此背景下,巴奴的高端路线能否持续,市场存疑。

随着越来越多品牌在锅底和食材上下功夫,火锅市场的口味同质化加剧,巴奴火锅的口味优势逐渐削弱。巴奴选择扩张的时机,正逢火锅行业竞争白热化。从市场格局看,火锅行业集中度极低,前五大品牌合计市场份额

仅约8.1%,巴奴以0.4%的市占率位列第三。

这数据看似领先,但同时也反映出火锅市场竞争的高度分散和激烈程度。前五大参与者合计市场份额仅为7.9%,品质火锅细分赛道前五大参与者合计份额也仅为9.1%。这意味着,公司与海底捞、呷哺呷哺等全国性连锁品牌以及众多区域性强势品牌均存在直接竞争。

此外,有分析认为,巴奴的市场窗口正在收窄。一方面,海底捞、呷哺呷哺早已完成全国性布局;另一方面,新兴品牌如怂火锅、朱光玉火锅等正以更年轻的定位、更快的开店速度蚕食市场。巴奴2025年人均139元的高客单价在下沉市场能走多远,本身就存在巨大疑问。

或许正因如此,巴奴才急于在增长见顶前冲刺上市,试图通过资本注入换取扩张速度,这也解释了其招股书“失效即更新”背后不容拖延的时间压力。但问题在于,资

本市场是否还愿意为这样的故事买单?

纵观港股餐饮板块,海底捞、呷哺呷哺及九毛九等已上市企业的历史市盈率普遍在15至30倍之间宽幅震荡,其具体估值水平往往取决于成长速度、盈利稳定性和品牌影响力。然而,当前市场对成长型餐饮企业的定价趋于理性,估值逻辑已从过去单纯追逐门店规模扩张,转向更注重可持续的单店盈利、供应链效率以及品牌在周期中的抗风险能力。

在此逻辑之下,巴奴餐饮所依赖的高客单价策略,在当下消费环境趋于谨慎的背景下,可能反而对其估值表现形成潜在制约。资本市场更关注企业在不同经济周期中的定价韧性、盈利持续性,若高客单价无法匹配相应的复购率,则可能影响其长期估值空间。



扫一扫获取
更多快消资讯