

# 折戟上交所转战港股 百菲乳业四战IPO胜算几何



■廖木兴/图

## 企业定位模糊,频繁更换上市板块

近几年,依托电商直播行业蓬勃发展的红利,水牛奶成功打破小众特产局限,迅速走红市场,跃升为乳制品赛道热门品类,也带动一众地方乳企实现快速发展。

近日,广西百菲乳业披露公告,正式启动港股IPO申报工作。倘若本次上市顺利落地,该企业将继皇氏集团之后,成为国内第二家登陆资本市场的水牛奶上市企业。

资料显示,百菲乳业成立于2003年,是广西百菲投资股份有限公司的控股子公司,坐落于有名的“中国奶水牛之乡”——广西灵山县,主打“百菲酪”“醇菲”等品牌。水牛奶是水牛产的乳汁,因水牛数量少且单产低,而蛋白质和脂肪含量较高,素有“奶中之王”的美誉。

但是,百菲乳业的资本化之路堪称曲折。

2023年,百菲乳业向广西证监局申请上市辅导备案,计划冲刺上交所主板。但在2024年8月,也是其重返新三板挂牌两个月后,百菲乳业发布公告称,根据自身经营状况及未来发展规划,拟将在上交所主板上市的计划变更为在北交所上市。

短短四个月后,也就是2024年12月,百菲乳业又宣布基于战略考量主动撤回北交所上市申请。2025年5月,百菲乳业再度调整方向,重新转向上交所主板。

2025年6月,百菲乳业上市申请获得受理,7月进入首轮问询,但随后半年未回复任何问询。2026年1月,百菲乳业主动撤回申请,理由是“综合考虑公司战略发展规划”,此次上市进程正式宣告终止。

直至今年6月,百菲乳业再发公告,公司拟申请在港交所主板挂牌上市,重启上市进程。

可以看出,百菲乳业曾在上交所主板、北交所之间多次切换上市路径,核心原因或许在于公司定位与各板块上市要求的适配性不足,如沪市主板重点支持业务成熟、业绩稳定、规模较大的优质企业。而北交所聚焦“专精特新”,鼓励具有自主创新能力的中小型企业,对于百菲乳业这家以水牛奶为特色的乳企来说,适配性并不高。

另有分析认为,百菲乳业虽在细分领域(水牛奶)表现突出,但整体营收规模(2024年水牛奶单一乳业业务约14.23亿元)与A

股主板市场要求的“大盘蓝筹”企业标准仍有差距,难以满足主板对行业代表性和规模的要求。此外,百菲乳业因研发投入不足(2022—2024年研发费用率仅0.34%~0.58%),未能达到北交所“专精特新”的相关要求。

实际上,对于年营收十几亿元的中小乳企而言,长期受困于本省市场的基本盘,这也是限制其发展的最大瓶颈。谋求上市,一方面是为了增强自身实力、实现发展壮大;另一方面则是希望将命运掌握在自己手中,避免被大企业“吞并”。

此次转战港股,百菲乳业的募用途涵盖了从上游到下游的全产业链——新建奶牛智慧牧场、扩大乳制品生产线、智能仓储数字化升级、销售网络拓展、数字营销及品牌建设、提升研发能力。这是一份典型的“产业链纵深”投资清单,指向的是一家企业从“卖货”向“建壁垒”的转型意图。

有业内人士认为,百菲乳业频繁更换上市板块,反映出企业对自身定位的模糊,而此次能否在科技企业扎堆的港股市场获得投资者的青睐,也是个未知数。

## 赛道高增长、强监管并存

水牛奶作为细分乳制品赛道,过去几年的消费者认知已经完成了初步教育,市场规模持续扩容的同时,行业也进入了淘汰整合的关键阶段,中小玩家逐渐出清,头部企业的竞争已经从单纯的产品竞争转向了供应链、品牌、渠道的全方位比拼。

据华经产业研究院数据,2024年中国水牛奶市场规模已突破85亿元,年复合增长率超12%,预计2030年将达180亿元。水牛奶市场正经历从“区域性特产”到“全国性高端品类”的关键跃迁。

高速增长背后,是传统渠道承压。作为“水牛奶第一股”,皇氏集团披露的财报显示,2025年实现营收约17.72亿元,净亏损4.49亿元。而在2024年,皇氏乳业营收20.46亿元,净亏损6.81亿元,创下上市以来最大亏损纪录。换言之,皇氏乳业近两年亏损超11亿元。

对于2025年业绩承压,皇氏乳业将经营端压力归因于低效线下渠道梳理优化、乳制品行业消费环境偏弱及渠道结构深度调整,使得传统线下业务持续承压;但从公司深交所披露的正式公告来看,除渠道与行业需求层面因素外,当年大额资产、信用减值计提是造成企业亏损的核心财务因素。

不过,站在发展机遇角度,登陆港股主板为百菲乳业开辟了全新发展路径。相较于A股主板,港股主板在企业体量、行业排名方面的准入门槛更为宽松,审核核心更聚焦企业盈利持续性与商业模式成熟度。百菲乳业已实现多年连续盈利,现金流表现稳健,2025年末资产负债率仅18.67%,整体财务基本面具备扎实支撑。

但是,也要清晰地看到,百菲乳业面临的挑战和压力。2025年净利润同比下滑近两成,如果不能证明增长的可持续性,估值将大打折扣。百菲乳业需要证明,低温奶转型、渠道下沉等战略能够有效对冲常温奶增速放缓的压力,重新打开增长空间。

另外,原料九成以上的外购比例,无论在哪个资本市场都是减分项。在此前披露的A股募用途中,“奶牛智慧牧场建设”被列为首位,说明公司也意识到了这一点。但牧场建设周期长、见效慢,短期内难以根本改变外购依赖的格局。

值得关注的是,行业规范正在收紧。2025年3月,国家卫健委与市场监管总局发布灭菌乳第1号修改单,明确自2025年9月16日起禁止使用复原乳生产灭菌乳。2026年1月,桂牛乳业因生产的高钙水牛奶检出黄曲霉毒素成分被罚。这些事件意味着水牛奶行业的“草莽时代”正在结束,合规成本和品质门槛同步抬升。

与此同时,水牛奶行业长期存在产品真伪相关争议,持续制约品类整体发展。

2025年,新京报报道显示,在随机挑选的20款同时标注“水牛”与“纯牛奶”的产品中,无一款以100%生水牛乳为原料,且普遍不标注水牛乳添加比例;部分产品更是玩起了文字游戏,所谓“水牛配方”实则为注册商标,与原料构成无关。

这20款被点名的产品中,百菲乳业旗下核心品牌“百菲酪”赫然在列,其产品配料表同时包含生水牛乳与生牛乳,并非消费者认知中的“纯水牛奶”。皇氏集团旗下“皇氏水牛纯牛奶”更是被指“皇氏水牛”仅是注册商标,产品实际是“纯牛奶”。

## 加码低温奶,去年营收增长净利承压

百菲乳业财报显示,2025年,百菲乳业实现营业收入约16.15亿元,同比增长13.55%;实现归属于挂牌公司股东的净利润2.42亿元,同比下降19.3%。同期,百菲乳业毛利率达37.46%,比上年同期的40.14%下降2.68个百分点,但超过行业平均毛利率25%~30%的水平,获利能力出现阶段性回退。资产负债率为18.67%,比上年同期的16.2%高出2.47个百分点,但低于行业同类型企业。

不过,百菲乳业已经由“单纯的常温奶”转变为“全部低温奶战略”。2025年,百菲乳业的巴氏杀菌乳和发酵乳营收同比大幅增长,分别实现营收约4085.8万元和565.51万元,同比分别增长160.93%和462.59%。百菲乳业表示,主要系拓展低温鲜奶和酸奶业务,销售量增加所致。

业内分析,利润下滑的背

后,是多重因素的叠加作用。首先是原材料成本红利正在消退。百菲乳业此前几年的利润高增长,很大程度上得益于生鲜乳采购价格的持续下跌。2023年、2024年,公司生鲜乳采购均价分别同比下降19.49%和19.57%,成本端的大幅改善直接推高了毛利率。但随着生牛乳价格自2025年下半年开始止跌企稳,成本红利渐次消退,利润不可避免地承压。

其次,公司原本依靠线上电商起量,2025年线上流量见顶,全力拓展全国线下经销网络。线下拓店、经销商返利、地推人力、终端陈列投入同步增加,全年销售费用达到2.81亿元,同比大增45%;线上平台推广费同步上涨,渠道扩张带来高额增量成本,拉低盈利水平。

此外,行业价格战加剧,产品

售价持续下行。数据显示,2025年水牛奶赛道涌入60多个品牌,行业内卷严重,竞品低价分流客户。公司为守住市场份额,线上持续打折促销、线下加大渠道让利;成本上行叠加售价下行双向挤压,综合毛利率从40.14%回落至37.46%。

但是,更深层的压力来自于供应链的脆弱性。作为一家以水牛奶为核心卖点的企业,公司95%左右的生鲜乳依赖外部采购(2024年数据),这在乳制品行业中极为罕见。这种“轻资产”模式虽然在扩张期见效快,但也意味着公司对上游奶源缺乏掌控力,不仅成本波动风险大,更难以从源头保障产品品质的一致性。

近年来百菲乳业多次被曝产品质量问题,虽归因于运输储存环节,但奶源分散、品控难度大是不可忽视的深层原因。



扫一扫获取  
更多快消资讯