

梦百合董事长又“破防”

◎ 记者 吴典

家居上市公司的老板里，倪张根极具个人色彩，他活跃而张扬，时常“潜伏”在互联网财经平台上，遇到“意见不合”的批评声音便“激情开麦”下场辩护。

近日，有人分享了买卖梦百合的心路历程。他说，四年前卖出时，梦百合的股价是28元，是自己2015年至今的巨大亏损股之一，要牢记教训。

没多久，倪张根回复，疫情开始于2020年，正好四年，最新反倾销落地是2024年2月，距今三个月，“你们可以选择用脚投票，走好不送”。

很明显，双方争执点在于梦百合的股价表现。

近年来，梦百合股价不断下行，并于6月11日盘中创下新低7.49元，最终以7.66元的价格收盘。以该收盘价计算，年初至今，梦百合的累计区间跌幅超27%，若以2021年的高点37.21元计算，则其股价已经跌去近八成。

老板在线怼股民

倪张根其实很挂念梦百合的股价波动，互联网财经平台的唇枪舌战外，他选择了更具说服力的措施，即真金白银地增持，努力向外界传递信心。

今年2月，梦百合对外发布公告称，控股股东倪张根决定在2024年2月8日至2025年2月7日期间逐步实施增持计划，累计增持金额不低于0.8亿元，不超过1.6亿元，不设价格区间。

6月6日，倪张根通过集中竞价的方式增持梦百合股票39.69万股，对应金额约304万元。这是他近期第8次出手，2月至今，其合共增持梦百合股票

496.14万股，耗资超4085万元。

然而，这些措施成效有限。6月11日，梦百合盘中创下新低7.49元，相当于2016年上市发行价的一半；若以2021年的高点37.21元计算，则其股价已经跌去近八成，市值蒸发逾95亿元。

这引起投资者们的不满与讨伐，甚至有人晒出自己被倪张根拉黑的截图，“我问他股价从37(元)跌到7.66(元)有没有考虑过补救措施，天天在抖音聊人生真的合适吗？然后就把我拉黑了，你说他就这格局怎么管理公司”“拉黑貌似出名了，只能听到他想听的”。

倪张根与投资者的争论其实已经持续了很久。

2022年时，有投资者质疑梦百合与恒康数控通过关联交易进行利益输送，继而导致前者利益受损，股价暴跌。这一猜测令倪张根“破防”，他解释说恒康数控在梦百合最困难的时候（疫情导致签证办不出来），把人“借”给梦百合用，作为普通员工去海外工厂支援。

不过这则回应中夹杂了不少激烈的词汇，直接将投资者的不满情绪推向高潮，沟通变成互怼，引发行业关注，如“你太自以为是了，认为监管不审关联交易吗”“大宗交易减持5个亿，你脑子也有病吧”……

盈利能力“吊车尾”

萎靡不振的不只是股价。

2021年，受全球产业链、供应链运行受阻，大宗商品原材料价格大幅上涨等因素影响，梦百业绩“爆雷”，当期归母净利润亏损2.76亿元，较上年减少172.78%，创下上市以来首亏。



图虫创意 图

此后两年，公司经营情况有所好转，但改善程度不高。2023年，梦百合归母净利润同比增长157.74%至1.07亿元，净利率从去年的0.65%提升至1.52%，相当于卖出一张千元床垫，梦百合可能净赚15.2元。

这样的盈利能力在行业中是“垫底”的存在。

对比喜临门来看，其2023年的毛利率比梦百合低了近4个百分点，为34.37%，净利率却实现反超，为5.16%；头部梯队中，索菲亚的毛利率水平同样不及梦百合，但净利率已经达到11.34%，高出后者近10个百分点。

高昂的费用支出“吞噬”了梦百合的利润。以销售费用为例，上市后，梦百合该部分支出不断攀升。2016年，公司的销售费用不足2亿元，到2021年已经突破10亿元，达到13.14亿元。

2023年，梦百合销售费用创新高，较上年增长21.02%至17.4亿元。公司将这一变动解释为，销售渠道费用增加及电商运营相关费用增长所致。细分来看，其当期销售渠道费用达到8.72亿元，较上年同期增长了近3亿元，广告宣传费用也突破了2亿元关口。

这些投入并未在销售端掀起水花。2023年，梦百合实现营收79.76亿

元，同比下滑0.52%。具体到产品端，床垫贡献了约40亿元的收入，同比增幅为3.86%；增幅最高的是枕头，为14.96%，对应营收6.07亿元，但该产品收入占比不高，对业绩基本面的影响有限；来自沙发、卧具的收入则出现不同程度地下滑，同比增速分别为-9.91%、-17.7%。

财务费用的增幅更高。去年，梦百合的财务费用达到3亿元，较上年增长72.77%。公司对此的解释是，因海外借款利率提高导致的利息支出增加及信用卡手续费增加所致，其当期的利息支出为2.14亿元。

对于国内外市场的借款规模及利息

水平，《国际金融报》记者向梦百合发函求证，但截至发稿未获回应。

资金紧张

这些借款之外，梦百合还频繁通过定增融资。

今年4月，梦百合公告称，计划通过向特定对象发行股票的方式募资，规模不超3亿元，相关资金用于公司主营业务相关项目及补充流动资金。

此时距离其上次实施定增募资时间不足一年。

2023年11月，梦百合通过增发股票募资近8亿元，发行价为9.38元，相关资金用于智能化、信息化升级改造，美国亚利桑那州生产基地扩建项目及家居产品配套生产基地项目等。

今年5月10日，这批限售股开始上市流通，若以6月11日收盘价7.66元计算，则彼时参与定增的13位投资人已经浮亏18%。这样的市场表现也令外界疑惑，此次定增要如何吸引投资人参与？

再往前看，2020年时，梦百合也实行过一次定增，彼时的发行价为27.08元，募集资金约6.93亿元，算上此次拟定增的3亿元，这四年时间里，公司的定增融资规模已经达到17.93亿元。

某种程度上，频繁融资也反映出梦百合不充裕的现金流。

2023年，梦百合拥有短期借款16.21亿元，一年内到期的非流动负债为8.29亿元，同期账面货币资金为10.95亿元，现金短债比仅为0.45，显然难以覆盖到期债务，这中间的资金缺口，梦百合又该如何解决？

◎ 记者 刘星雨

近日，演员黄渤起诉西凤酒一案有了结果。

西凤酒经销商陕西秦皇御宴西凤酒营销有限公司(下称“陕西秦皇御宴”)公开向黄渤致歉，并承诺今后不再出现此类侵权行为。

作为早期四大名酒之一，西凤酒至今未上市，其曾多次冲击首次公开募股(IPO)，但都无功而返。同时，公司因过度依赖大商、贴牌产品泛滥，导致其高端化、全国化发展受阻，回归一线困难重重。

经销商致歉

6月4日，人民法院公告网显示，陕西秦皇御宴未经授权使用黄渤肖像，擅自进行商业活动，公司为此向黄渤致歉。

目前，陕西秦皇御宴已停止全部侵权行为，并通知和确认该品牌的全部经销商均已停止线上、线下侵权行为，承诺今后不再出现此类侵权行为。

此前，西凤酒发声明称，“此事件与公司无关，属客户陕西秦皇御宴侵权纠纷，已向违规经销商提出整改要求”。公司试图撇清关系，但该事件与西凤酒过度依赖大商、贴牌泛滥等现象脱不了干系。

据了解，西凤酒部分知名产品是由经销商包销，该种模式下，公司形成大批实力经销商，为其业绩提供保障，但也产

生了话语权旁落、终端掌控不足等问题，影响西凤酒发展。

其中，陕西秦皇御宴便为西凤集团的运营或贴牌商之一，是“陕西西凤酒股份有限公司核心品牌御宴西凤酒产品的全国运营中心”，经销运营御宴西凤酒。

贴牌模式存在已久

贴牌模式已存在十余年，其对西凤酒发展的“利”与“弊”逐渐清晰。

2010年，西凤酒受困于产能不足、省外知名度有限、凤香型非市场主流等，全国化进程举步维艰。为摆脱该情况，西凤酒选择从外部酒厂采购其他香型成品酒，合作生产贴牌产品，并在销售模式上“动刀”，采取包销体制，即经销商拥有包括酒体与包装设计、市场营销、品牌建设、在指定区域内独家销售系列产品等权利。

此后，公司贴牌产品销量开始大幅提升。2013年—2017年，西凤酒“合作生产产品”销量占比从不到5%大幅提升至36%。贴牌产品为公司业绩打下基础，但存在的弊端也不容忽视。有业内人士认为，厂家只负责灌装，渠道开发、运营均交由经销商负责，这令厂家难以掌控市场；其次，贴牌产品在西凤酒中定位偏低端，导致整体产品线繁杂、定位高低不一、品质参差不齐，严重拖累西凤酒口碑，公司因此被业界戏称为“白酒界的南极人”。

为摆脱该称呼，西凤酒尝试转变。2019年初，西凤酒新任董事长张正掌权后开始力推主品牌，向西凤、老绿瓶聚



图虫创意 图

焦；同时砍掉贴牌产品，推动渠道改革，降低对大商依赖。但贴牌厂商与西凤酒关系复杂，是其销量的重要组成部分，公司短期内无法完全摆脱该类产品销售。

如今，西凤酒正处回归一线名酒的关键期，业绩压力下，张正需要做好贴牌产品和自有产品间的平衡。

四次上市未果

除了饱受贴牌之困外，西凤酒的资本之路也堪称曲折。

2012年，西凤酒发起首次IPO，却因2010年财务业绩造假，不满足IPO

“连续三年盈利”的条件被迫暂停。

四年后，西凤酒二次计划上市，但其2012年至2014年营收和净利呈下滑趋势，达不到招股说明书的标准。同时，西凤酒财务高管利用职务之便，多次挪用银行承兑汇票，涉及金额5800万元，使得IPO再次受挫。

两次IPO折戟未能阻挠西凤酒上市的步伐，2017年公司更新招股书，准备第三次上市，但高管又出事了。原总经理张锁祥、原副总经理高波因贪污、行贿等被判刑，再加上经销商郝海录、丁济民通过行贿获得原始股被判刑，贪腐风波直接导致西凤酒第三次IPO告吹。

2018年，不死心的西凤酒第四次尝试登陆资本市场，上海酒交中心检测报告披露“西凤·国典凤香50年份酒”塑化剂超标三到四倍，公司只能撤回上市材料，上市再度宣告失败。

多次冲击IPO折戟后，西凤酒并未放弃，试图“曲线上市”，借壳传闻频频。

水花颇大的“绯闻对象”是西安饮食，曾8个交易日内录得7个涨停板，传闻还涉及环球印务、ST步森、陕西金叶、曲江文旅等多家上市公司，但最后均被否认，一顿“炒作”之后效果并不理想。

中国食品产业分析师朱丹蓬分析认为，西凤酒上市未果既有体制和内部管

理的问题，也与商业策略和经营思路有关。西凤酒想要成功上市，还需解决企业基酒外购、高度依赖经销商和高端产品占比小等短板。

后百亿时代挑战仍存

去年，西凤酒销售收入为103.4亿元，跻身百亿营收的白酒企业行列。

张正曾提出，公司力争在“十四五”末实现销售收入200亿元以上，实现主板上市，重回一流名酒序列。从目前西凤酒的情况看，达成这一目标并不容易，公司贴牌产品“泛滥”引起的毛利率低下、全国化进程缓慢等问题仍有待解决。

2017年，西凤酒毛利率为30.15%，与白酒上市公司普遍70%、80%的毛利率水平有明显差距。过去几年，公司大幅砍掉贴牌产品，推出定价千元档的红西凤系列，但由于推出时间短、品牌口碑弱，其销量还无法与五粮液普五、泸州老窖国窖1573等知名单品相媲美。

全国化方面，2012年到2017年，西凤酒来自省外的销售收入占比在24%至29%，占比均不到三成。

朱丹蓬表示，西凤酒进入“百亿俱乐部”，但含金量并不高。公司仍过于依赖陕西省内市场，省外市场的开拓才是其实现可持续发展发展的关键。

当前白酒企业中，多家一线酒企的营收都突破200亿元，向300亿元奋进，除贵州茅台、五粮液外，未上市的习酒、剑南春、郎酒等营收均远超西凤酒，重回一线名酒路且漫长。