

# 创投豪掷5亿 猛啃“鸭脖子” A股市场能否吃得消

目前市场上存在的产品和营销模式比较类似的品牌鸭类制品大概包括久久丫、绝味鸭脖、煌上煌、周黑鸭、精武鸭脖等，而这些品牌都不同程度地拥有风险资本背景，有些还成为PE频繁约会的对象。

有PE机构人士认为，尽管鸭类卤制品属于细分市场，但以目前的市场容量来看，资本市场承接2~3家左右的鸭脖子上市公司还是有可能的。



证券时报记者 胡学文

如果告诉你，有一个小小的细分行业，有着超过5个以上的品牌企业和众多不知名的小企业，吸引着超过5亿元的风险投资资金，而且更多的私募股权(PE)资本还在伺机进入，你一定不会惊讶。但如果告诉你，备受追捧的只是一根小小的鸭脖子，相关企业则是散布于街头小巷中多则10平方米、少则5~6平方米的鸭脖子小店，你是不是觉得不可思议?

得不可思议?

多少资本在“围猎”鸭脖子?

如果不是查询统计数据，很难想象一个如此细分的鸭脖子产业，会有那么多的风险资本钟情于它。

据了解，目前市场上存在的产品和营销模式比较类似的品牌鸭类制品大概包括久久丫、绝味鸭脖、煌上煌、周黑鸭、精武鸭脖等，而这些品牌都不同程度地存在风险资本背景，有些还成为PE频繁约会的对象。

■相关新闻 | Relative News |

## 煮熟的鸭子还会飞吗?

规范性和食品安全成为PE关注的两大行业风险

达晨创投副总裁傅哲宽说，“其实我们不是投资‘鸭脖子’，而是投资煌上煌的消费渠道和品牌，等它的渠道搭建好了，形成了非常强势的品牌，只要和主题不相违背的产品，它都可以去尝试，这是没有天花板的。”不过，尽管不少专家认为该行业的市场增长空间巨大，但是风险资本扎堆鸭类卤制品企业还是被认为存在一定风险。

证券时报记者 胡学文

尽管鸭类卤制品属于细分市场，在普通人看来可能不太理解PE的疯狂追逐，但是PE显然不那么认为。

达晨创投副总裁傅哲宽认为，以鸭脖子为代表的卤制品固然有它的独特性，但是达晨更多的还是用快捷消费的逻辑来考虑的，其实我们不是投资‘鸭脖子’，而是投资煌上煌的消费渠道和品牌，等它的渠道搭建好了，形成了非常强势的品牌，只要和主题不相违背的产品，它都可以去尝试，这是没有天花板的。”他十分看好煌上煌这类企业的扩展性。

海通证券研究报告也认为，近年来，随着我国国民经济的快速发展，我国快捷消费酱卤制品行业的

市场规模逐年扩大，到2015年快捷消费酱卤肉制品行业的市场规模有望达到1000亿元左右。

方正证券研究报告也预计，我国酱卤肉制品未来4年市场空间复合增速约13.8%。

不过，尽管不少专家认为该行业的市场增长空间巨大，但是风险资本扎堆投资鸭类卤制品企业还是被认为存在一定风险。某创投机构研究中心有关人士就表示，未来风险资本在该领域的投资出路除了上市外，并购退出或许不是不错的选择。

不过，受访PE机构人士多数认为鸭类卤制品行业的平行并购未必有多大意义。有人指出，煌上煌等家鸭类卤制品企业其实最值钱的都是品牌和渠道，收购同类型产品的另一个品牌意思并不大。”

对象。其中，煌上煌在2009年率先获得了达晨创投以及该公司副总裁熊人杰合计增资的3600万元投资；2010年年底，国信弘盛投资公司又向其投资了3825万元。在煌上煌获得风投后，掀起了PE投资鸭脖子的热潮。

2010年11月，周黑鸭完成首轮融资，天图创投投资6000万元与周黑鸭签订战略合作协议，希望共同打造一个国内市场领先的小食品连锁品牌。2012年7月，周黑鸭刚刚完成第二轮融资，此次融资由IDG资本联手天图创投共同发起，总计投资规模1.5亿元。至此，周黑鸭总共接受的风投已达2.1亿元。2011年，九鼎投资联合复星集团等机构向绝味鸭脖注资2.6亿元。

除了上述产品和模式比较类似的鸭类卤制品企业外，证券时报记者日前还从有关方面获悉，国内PE巨头深圳市创新投资集团有限公司日前也涉及鸭类制品企业投资。据湖北当地媒体报道称，深创投已与荆州小胡鸭食品有限公司进行了前期接触，拟投入3000万~5000万元的风险资金，帮助小胡鸭公司完成股份制改造和内部管理规范。记者也从而深创投方面证实已参与投资，但具体投资金额和价格没有进一步透露。

如此多的风险资本追逐鸭类卤制品产业，自然是因为看好其发展。海通证券研究报告认为，目前该行业目前还处于完全竞争向寡头竞争转化的市场环境中，集中度非常低，提升空间巨大。从行业产业链的角度来看，我国酱卤肉制品及佐餐凉菜快捷消费食品的销售对象主要为家庭消费市场、酒店餐饮市场、休闲食品市场和礼品特产市场，这四种市场未来的需求状况能间接反映出行业的市场需求容量。由以上快捷消费产品需求方的分析可以预计未来我国快捷消费酱卤肉制品仍将保持较快的发展态势，到2015年行业市场规模有望达到1000亿元左右。”上述研究报告表示。

A股能消化多少鸭脖子公司?

风险资本纷纷涉足鸭类卤制品企业，最终目的自然是获利退出。在目前已经投身鸭类制品行业的众多PE中，达晨创投、券商直投国信弘盛因煌上煌的上市显然走在前面。

今年9月5日，顶着鸭脖子第一股光环的煌上煌登陆深交所，据达晨方面提供的数据显示，目前其账面收益为5倍左右。一位熟悉煌上煌上市过程的PE人士感慨道，其实煌上煌

的上市之路并不平坦，由于加盟店较多等原因，一度对其能否顺利上市充满担忧。”然而，随着煌上煌的成功上市，市场开始关心下一个衍生出来的新问题：A股究竟能消化多少鸭脖子?

有PE机构人士认为，尽管鸭类卤制品属于细分市场，但以目前的市场容量来看，资本市场承接2~3家左右的鸭脖子上市公司还是有可能的。

曾经在2009年主导投资煌上煌的达晨创投副总裁傅哲宽认为，从市场容量来看，A股再上一两家这样的公司很正常。他不太愿意把煌上煌企业定义为简单的鸭类卤制品企业，“尽管煌上煌、绝味等都是鸭制品起家，但目前产品都有所扩展，放大来看应该属于休闲食品行业，而这个行业的空间还很大。”傅哲宽说。

曾经参与周黑鸭两轮风险投资的天图资本王岑也认为，卤制品市场还是很大的，并且各个品牌店的口味也都存在差异，解决好食品安全等问题，至少能承载2~3家的上市企业。”

但清科集团分析师胡熠认为，鸭脖子这样一个小众细分市场，市场最终能够承载的成功企业估计也就那么一两家。毕竟不是人人都爱吃鸭脖子卤菜，由于口味和少辣等原因，在北方市场上这类产品的门店数量和销量都比不了南方市场。”胡熠说。从煌上煌的门店布局来看也在一定程度上证实了上述说法。煌上煌的门店目前主要集中在江西、广东和福建等地，而从各销售大区的门店单店收入来看，江西的门店以81.5万元/年高居首位，辽宁门店单店收入最低。

深圳市鼎力盛合投资管理有限公司总经理梁平也认为，煌上煌上市对其他几家估计有刺激作用，因为上市募集资金可以扩展到更宽的休闲食品产业，更快地做大做强，但由于鸭类卤制品已经有上市公司，其他同类公司要想上市难度不小。

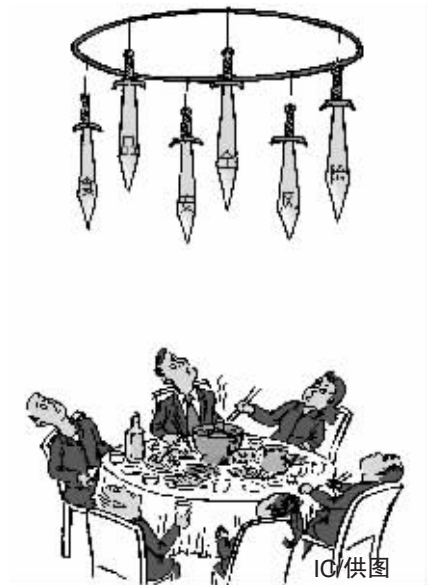
傅哲宽也认为，随着鸭脖第一股煌上煌的成功上市，后续同类型品牌企业的上市难度相对会有所加大，因为第一家上市的企业在某种程度上会成为衡量行业的标准，后续同类企业上市会被拿来反复比较，另外，企业越到后面，规范运作的成本和难度也会相应加大，这会对上市进程有所影响。”

傅哲宽认为，之所以煌上煌能够在众多同类企业中抢得上市先机，一方面与企业较早萌生上市想法有关，另一方面则是源于较早接受风险资本，企业规范做得越早，上市的经济成本和时间成本就越小。

梁平也是上述观点的赞同者，他认为，这个行业的并购机会主要来自垂直并购，沿着产业链上下并购，例如养鸭场等，这样可以进一步降低成本以及涉农投资可以免税等。

至于行业风险，业内专业人士认为，除了诸如类似禽流感这样大规模的禽类疫情风险外，主要集中在食品安全和规范性两大方面。傅哲宽甚至将食品安全定义为该行业的头号风险，食品安全风险对这类企业来说可能是一致致命!”

有券商研究报告也认为，目前这种鸭类卤制品企业存在不少不确定性因素，比如同行业其他企业发生重大食品安全事故而影响行业发展风险。食品行业其实是很脆弱的，一旦出现食品安全大问题，品牌和公司都可能受到极大损害，比如年初提交上市申请的来伊份，最终就栽在“垃圾蜜饯”风波上，上市之路暂时受阻。”分析人士表示，在国内酱卤肉制品及佐餐凉菜行业中，小作坊式生产仍占较大比重。虽然大部分规模以上酱卤肉制品厂商都已建立了严格的安全控制体系，但部分小作坊式生产厂商技术较为落后、生产环境较差、产品质量和食品安全控制程序和规范缺失，无法全面实行采购、生



产、销售过程中关键环节的食品安全控制。如果他们发生因食用其产品而导致消费事故，将给整个行业形象和未来发展造成影响。

此外，广泛存在于鸭类卤制品企业的特许加盟模式也为市场所诟病。在鸭脖子企业中，普遍采用特许加盟模式以达到门店数量快速增加的目的，门店快速增长，对公司规范运作和管理也提出了更高的要求，存在企业规范管理等方面风险。即便是直营店模式，大量员工的社保缴纳等问题也是该类企业规范性的一大考验，要规范就必须缴纳，但这可能吞噬企业很大一部分利润，规范成本极大。”PE业内人士如此表示。

## 同创伟业董事长郑伟鹤： 从“Pre-IPO” 向“Zero-IPO”华丽转身



同创伟业董事长郑伟鹤 杨晨/摄

证券时报记者 杨晨

他的气质温文尔雅，一言一行透露出曾身为律师的严谨和细致。

他师从我国著名法学家高尔森，是中国第一批证券律师。2000年，深圳证券交易所开始筹备创业板，多年的从业经历让他嗅到了机会，深圳同创伟业创业投资有限公司由此诞生，他也从一名律师转型为一名风险投资人。

他就是同创伟业董事长郑伟鹤。作为中国最早一批以创业板为上市目标的专业创业投资公司，同创伟业”四个字向世人昭示出其创始人勃勃的雄心……

全民PE退潮  
机会在“前”面

经历了2011年“全民PE”式的投资狂热，受宏观经济不景气、海外退出渠道不畅等因素影响，今年以来，中国PE投资迅速降温，风投行业也逐渐进入洗牌期。市场的快速变化让传统的PE行业倍感压力。郑伟鹤把这种挑战视为PE转型的动力。他坦言，当前二级市场非常低迷，做上市前(Pre-IPO)投资利润空间很小，因此，投资策略必须转变，而机会就在“前”面。

今年3月，同创伟业宣布成立中早期创业投资基金，即同创伟业1号”基金，投资布局上侧重TMT、生物医药、新材料和清洁技术等新兴领域，此外，为配合早期基金的投资，郑伟鹤还一手操办了同创工场”的成立，专注于天使投资。

郑伟鹤说，同创伟业是中国第一家有限合伙PE企业，过去我们主要以投资Pre-IPO项目为主，但这两年，我们除了做好PE之外，也尝试在投资早期项目上做探索，现在我们所投的项目朝着成长期、早期、甚至孵化期在走，而且效果比我预期的要好。”

郑伟鹤认为，市场的氛围和形势已发生转变，不仅是同创伟业，风投业开始转向中早期投资应该是一种趋势。在他看来，投资策略往早期走，不仅机会更多，而且在支持创新、支持产业升级上，创投的价值体现得更明显。

老是投Pre-IPO项目就只是一个财务投资人。”郑伟鹤希望PE可以在挖掘企业价值，帮助企业成长中寻找机会，而不希望PE只是一种套利工具。

从“Pre-IPO”  
到“Zero-IPO”

2012年2月14日，一支团队敲开了郑伟鹤办公室的大门，向同创伟业介绍一个游戏项目。他们的公司还没有成立，仅仅还是一个构想，不过我对他们的想法很感兴趣，同时也觉得这群年轻人很优秀，就同意投了。”郑伟鹤说：“早期项目难以估值，在美国有这么一种算法，一个优

“市场的氛围和形势已发生转变，不仅是同创伟业，风投业开始转向中早期投资应该是一种趋势。投资策略往早期走，不仅机会更多，而且在支持创新、支持产业升级上，创投的价值体现得更明显。”

秀的团队值100万美元，一个优秀的团队又值100万美元。在谈论占多少股权的时候，我的想法是25%~30%之间。那天正好是情人节，于是我们决定按照2乘以14，占28%的股权。”

这个颇有“浪漫”色彩的投资项目深得郑伟鹤的青睐，他的心态非常积极乐观。现在这个项目已经从不到300万美元的估值增长到1000万美元了。我投资这个项目，看好这个团队和这个构想只是一方面，也有想鼓励年轻人创业的成分。”郑伟鹤说，我觉得我有这种使命，我们创投也从某种意义上起到把社会的闲散资金转移到创业层面的作用。

郑伟鹤将他的这项投资称为Zero-IPO(即零起步上市)”，也就是在这个公司还只是一个构想的时候就开始投资。尽管风险大大增加，但他向前”转变的态度坚定不移。近两年来，我们投早期项目的探索积累了一些心得，我认为关键是做点扎实的事，寻找和投资好的项目，至于退出，都不是着急要考虑的事情。”他说：关键在于简单的IPO退出，比如我投的早期企业估值会比较便宜，通过分红、并购就能获得比较好的回报，所以关键在于投好的企业。”

专注于产业资本投资，使得同创伟业在中后期项目上有着深厚的积累，如今，郑伟鹤在不断对“向前走”做着探索。我对早期基金的投资方向按照大概7+2+1这样一个结构做了安排，其中10%用来投天使项目，20%投后期项目，其他用于投中早期项目。”郑伟鹤坦言，在中国做风险投资，还必须充分考虑到流动性的安排。早期基金里安排了一部分用来投后期项目以尽快覆盖成本，减小早期基金退出的压力和风险，至于基金的最终回报，还是主要看早期项目的表现。

契合国家战略  
投资隐形冠军

12年来，同创伟业先后投资了百余家企业，并取得了相当抢眼的成绩，截至2012年7月，同创伟业已有23家投资企业成功上市。我们所投的主题，包括我们“向前走”的策略，都和国家的产业转型升级相关。”郑伟鹤说，国家对战略性新兴产业给予的支持力度很大，比如我们做的早期基金，科技部、发改委等部门都有出资，而且这些领域的早期项目估值便宜，成长性和爆发力都很强，干吗不投?”

同创伟业的官网上显示，公司有两条投资主线：七大新兴产业和大消费行业。近两年来，同创伟业沿着这条主线在互联网和移动互联网、生物医药、现代服务业、现代农业、新材料等领域都投了项目，比如茶油、苗药、电子商务等。在选择公司方面，同创伟业选择的目标是“未来3~5年有高成长潜力的新兴行业中有领导地位的公司”。

在颇有争议的电商行业，去年6月，同创伟业投了品尚红酒网。作为品尚红酒网的首轮投资人，郑伟鹤也谈了自己的想法：品尚是红酒电商中的龙头企业，走的也不是烧钱模式，从目前来看，品尚并没有烧很多钱，且有一定的盈利。”

郑伟鹤认为，投资企业需要耐心，尤其是投资早期项目，企业的成长需要一个过程，至少要看到3~5年之后，不可能一蹴而就，对多少年上市的问题暂时不用考虑太多，关键是协助创业者把企业做起来。