

五次折戟 IPO 老乡鸡的上市迷途

■中国城市报记者 张亚欣

近日,港交所一则公告让一场历时四年的上市长跑再次停在终点线前:LXJ International Holdings Limited(老乡鸡的境外上市主体,以下简称“老乡鸡”)今年1月递交的港股招股书自动失效。这已是该中式快餐“一哥”的第五次折戟,A股两次、港股三次,无一成行。

同期,小菜园、蜜雪冰城、古茗、绿茶集团相继在港交所挂牌,霸王茶姬远赴纳斯达克。过去两年,港交所几乎成了连锁餐饮品牌的标准目的地。

据招股书及灼识咨询数据,2024年营收达62.88亿元,门店超1600家,按交易总额计已是中式快餐市占率第一。不过,资本市场始终没有给出同样的认可:2022年递表A股时,市场估值约181亿元,到2025年胡润《全球独角兽榜》已降至90亿元;营收增速从2022年的58%降至2024年的11%,毛利率长期在20%左右徘徊,不及小菜园、绿茶等正餐品牌的一半。招股书还显示,近半门店仍扎在安徽。

五战五败之后,资本市场对老乡鸡的态度写在每一次失效的招股书里。

规模逻辑失灵

规模的跃升未能转化为利润的同步增长,是老乡鸡资本逻辑中最核心的矛盾。

招股书显示,2022至2024年,老乡鸡营收从45.28亿元增至62.88亿元。但2022年营收增速58.38%,2023年降至24.80%,2024年进一步滑落至11.27%。净利润增速的降幅更加明显,2022年增长86.67%,2023年48.81%,2024年仅剩9.07%。2025年前8个月,营

收45.78亿元,同比增长10.9%;净利润3.71亿元,同比增长11.8%。营收增速已滑至个位数区间边缘。

毛利率是更让资本市场警惕的指标。2022年至2024年,老乡鸡毛利率分别为20.3%、23.3%、22.8%。而小菜园同期毛利率在65%以上,绿茶集团接近69%。

低毛利率主要来自老乡鸡引以为傲的“全产业链”模式。据招股书,老乡鸡自建养鸡场(3个,占地92.07万平方米)、中央厨房(2个自动化生产线)、配送中心(8个),从养殖到物流全部自建。招股书显示,原材料及耗材成本占收入比重从2022年的37.0%持续攀升至2025年前4个月的42.7%,自建供应链的成本反而在不断挤占利润空间。

“老乡鸡的‘全产业链’模式本身不是错,但用错了场景。在正餐化品牌(客单80到120元)那里,自建供应链讲的是‘品控+壁垒’的故事;在快餐25到35元的客单里,这套重资产就变成了结构性拖累。”中国企业资本联盟副理事长柏文喜在接受中国城市报记者采访时表示,养鸡场、中央厨房与配送网络的重资产投入持续压缩利润空间,养殖端要扛鸡周期波动,出省后单仓覆盖密度不够,规模扩大反而推高了单位配送成本。

同时,这套重资产模式在前端门店层面还存在结构性的效率天花板。苏商银行特约研究员付一夫在接受中国城市报记者采访时分析:“自养鸡、自建中央厨房和配送体系需要大量前期投入,固定成本高,当门店扩张时,边际利润容易被运营和折旧成本侵蚀,单店模型难以像轻资产模式那样快速放大盈利。”

同为中式快餐的老娘舅毛利率却能做到30%以上。养

殖损耗、中央厨房人效、配送半径的优化空间都是老乡鸡尚未解决的问题。

区域集中度进一步放大了规模与利润之间的张力。截至2025年8月底,老乡鸡在安徽省拥有约780家门店,占全国门店总数的47.3%,江浙沪皖地区门店占比达86.5%,营收占比超过80%。广东、四川等地的消费者至今仍“查无此鸡”。在资本市场看来,一个走不出华东的品牌,距离“全国品牌”还有相当的距离。

估值缩水已释放明确信号。2022年老乡鸡首次冲刺A股时市场给出181亿元估值,到2025年胡润《全球独角兽榜》估值约90亿元,四年间蒸发逾90亿元。规模叙事本身已经不够用了。

外部力量离场 内部权力集中

老乡鸡营收增速放缓、毛利率偏低只是第一层,股权结构同样存在严重问题。

招股书显示,束小龙、束文及董雪合计持有老乡鸡92.02%股权,创始人束从轩本人未持有任何股份。外部机构股东仅剩加华资本一家,持股4.98%。

“港股对家族控股不是一概排斥,容忍的前提是要有对价,要么业绩高速增长,要么分红大方。”柏文喜称,老乡鸡两方面都不占:营收增速平庸,2022年递表A股招股书前夕突击分红1.02亿元,92%的持股比例意味着绝大多数分红流入家族内部。“港股能忍家族控股,但忍不了‘家族通吃+增长平庸+合规有瑕’三连。”

在付一夫看来,92%的家族持股意味着外部投资者话语权微弱,可能导致决策缺乏制衡,进而影响估值。

2024年1月,麦星投资和广发乾和要求回购股份。两家机构2021年以约181亿元估值进入,两年后以约200亿元估值退出,年化回报率不足5.1%。机构接近平价退出,说明估值逻辑已被重新评估。回购完成后,家族持股升至92.02%。

合规层面,2022年证监会45项反馈意见直指实控人行贿风险、食品安全隐患、社保欠缴等问题。转战港股后,这些问题并没有消失。招股书显示,2022年至2025年前8个月,社保及住房公积金供款缺口累计超1亿元。食品安全方面,2022年至2024年共有13家直营店因食品安全问题导致13项行政处罚。

柏文喜认为,社保欠缴和食安问题需要“补完+承诺+保险覆盖”三件套齐全。“老乡鸡补了但没补干净,叠加五战疲惫,港交所2026年的容错阈值已经收紧了。”付一夫也注意到,港股对这类问题的容忍前提是公司拿出明确的整改计划和时间表,而老乡鸡多次被问询,说明问题尚未彻底解决。

三重问题叠加,柏文喜总结道:“不是全产业链模式被判死刑,是‘重资产+中客单+区域集中+家族92%+社保老账’五件事叠在一起,港股给不出估值。拆任意三件都能上,五件全留,第六次也悬。”

行业困局 中式快餐的资本化难题

中式快餐赛道里,试图叩开资本市场大门的品牌不止老乡鸡一家。2022年老娘舅冲击沪市主板失败,2025年遇见小面递表港交所后以发行价下跌27.84%挂牌。中式快餐的资本化之路,没有一家走得顺畅。

灼识咨询数据揭示了行业

的结构性问题。据灼识咨询数据,2024年前五大中式快餐品牌合计市场份额仅3.6%,老乡鸡以0.9%的市占率位列第一。行业前五加在一起,市场份额不到4%。

对比其他赛道,差距更加刺眼。2023年中式快餐CR5仅3%,而中国西式快餐CR5达47%。一个万亿元级市场里,头部玩家连1%的蛋糕都吃不到。

柏文喜表示,区域集中是老乡鸡最致命的结构性问题。出了华东,消费者对“老乡鸡”三个字的认知几乎为零,而资本市场要的是全国品牌。

区域集中的另一面是跨区域扩张的高昂成本。合肥中央厨房覆盖800公里是极限,再远就要新建央厨,否则配送成本失控。新建央厨意味着新一轮重资产投入,不建意味着省外门店供应链成本居高不下。这是一个无解的死循环。

付一夫认为,中餐讲究口味的地域性,安徽人吃得惯的鸡汤,广东人未必买账。跨区域扩张不仅是建店的问题,更是口味、供应链、品牌认知的系统性工程。

行业也正在加速分化。2025年连锁小吃快餐新开28212家,关闭15095家,扩张红利集中在少数头部品牌,仅7%的品牌实现快速扩张,52%处于收缩或维持状态。

柏文喜预判,未来2到3年,万店平价型品牌能讲通供应链加盟的故事,正餐化连锁能靠高毛利支撑估值,最难的就是老乡鸡这类“区域龙头+中价快餐+重资产”的组合,该细分赛道的资本化路径基本堵死了。

老乡鸡的境遇映照的是整个中式快餐赛道的共同困境。行业前五加起来只有3.6%的份额,率先打破这一僵局的品牌,才有资格站上资本市场的牌桌。

江西省出台12条措施提振消费 宠物经济被写入省级政策文件

■中国城市报记者 张亚欣

江西省人民政府办公厅近日印发《关于进一步提振消费的若干措施》,明确提出“积极培育宠物消费新热点,激发宠物产业新增量”,共有12条具体措施。

在优化消费供给方面,江西明确将积极发展青年潮流消费、非遗体验、宠物消费、首发经济等新业态。同时,江西统筹8000万元省级专项资金实

施促进消费奖补政策,对各地发放并核销的餐饮和商品消费券给予不超过30%的奖补;在强化消费政策支持方面,江西还提出落实个人消费贷款贴息政策,将信用卡账单分期纳入贴息范围,按1个百分点予以贴息、单人每年最高贴息3000元,综合运用财政、金融政策撬动市场消费。

政策端释放信号的同时,宠物经济相关企业的注册数据也印证了市场的热度。企查查

数据显示,目前,国内现存宠物经济相关企业523.93万家,今年已注册75.97万家。近十年宠物经济相关企业年注册量整体呈波动增长趋势。

从分布来看,今年新注册的宠物经济相关企业集中在二线、三线城市,分别占比27.69%和22.42%,新一线城市占20.30%。区域上,现存企业主要聚集在华东(31.77%)、华南(26.93%)和华中地区(18.89%)。国标行

业分类上,批发和零售业占比最高,达81.26%。

从消费端来看,宠物经济市场规模也在持续扩容。《2026年中国宠物行业白皮书(消费报告)》显示,2025年城镇宠物(犬猫)消费市场规模达3126亿元。市场规模的扩大不再依赖养宠数量的增加,而是来自单只宠物消费价值的深度挖掘。

在业内看来,江西此番政策的核心价值在于打通了“财政工具”与“情感消费”的连接

口。按国标行业分类,当前超八成的企业集中在批发零售环节,而医疗、训练、殡葬等服务板块占比尚不足5%。这意味着,政策红利期也是行业洗牌期,单纯倒货的粗放模式已触天花板。接下来的竞争重心将从铺货速度的比拼转向服务深度的较量。在二、三线城市扎实布局洗护、诊疗等高频刚需业务,将碎片化的消费场景串联为贯穿宠物生命周期的服务闭环,是构建品牌护城河的关键。