

近日，有消息称，中信产投已经退出西凤酒。此时，距离西凤酒引入中信产投等战略投资者已经过去十年。

2009年，西凤酒通过改制重组引入中信产投、光大金控、海通控股等9家战略投资者。其中，中信产业投资基金以3.6亿元的投资，占据增资后15%的股份，成为西凤酒第二大股东。

随着中信系的入驻，西凤酒启始了上市进程，最近一次是在2018年，西凤酒在审核首发上会前一天撤回了申请材料，这也是迄今为止西凤酒距离A股最近的一次。

虽然业界都想看到四大名酒A股“三缺一”的局面尽快终结，然而随着中信的退出，西凤酒上市的变数又增加了。

审时度势，中信退出

5月14日，蓝鲸财经记者在西凤酒官网查询发现，今年3月3日股东大会审议通过的股东信息显示，中信产业投资基金操盘企业（以下简称：中信产投）—绵阳科技城产业投资基金已经不在名单上，持股15%的第二大股东已变更为陕西地电股权投资有限公司。

蓝鲸财经记者就中信退出一事对西凤酒的影响致电并发短信给西凤酒方面，截至发稿尚未获得回复。

做为老牌四大名酒（其它三家是贵州茅台（600519.SH）、泸州老窖（000568.SZ）、山西汾酒（600809.SH））中唯一尚未上市的酒企，其资本价值显而易见。2009年，中信产投等多家战略投资者进驻西凤酒，助推其资本化。

有接近企业的知情人士对蓝鲸财经记者表示，中信请来了白酒界“三个火枪手”之一徐可强出山，坐镇西凤酒。空缺了近5年的西凤酒旗帜营销公司总经理职位，由此前中信系特派联络员任伟俊接手，同为中信系的是财务总监袁戌宇，“中信系当时在西凤酒比较强势，说了算”。

西凤酒资本化的掣肘主要来自内部，它是业内唯一靠经销商开发品牌，反向拉动业绩提升的企业，由于包销产品的过度成功，导致酒企话语权旁落，经销商对于品牌的掌控权凌驾于酒企之上。

以西凤酒的两款主要产品六年陈酿和十五年陈酿为例，在2000年，西凤酒与经销商王延安达成合作，由西凤酒负责生产灌装，后者负责产品的渠道开发和运营。此后十多年间，王延安成立的好猫酒业公司通过借助陕西烟草的渠道，迅速打开全省市

场。

有业内人士透露，这两款产品业绩连续增长，其最高年销近20亿，但与西凤酒结算价格仅为50%左右，利润大头归经销商所有，西凤酒只赚到了酒水生产费用。

针对上述情况，徐可强在任时，确定了以“凤香”为主的发展战略，调整产品结构，大力发展自主品牌，并提出重要变革措施，即通过厂商联盟的形式深化厂商关系。与此同时，引入了外省强势经销商，大力发展西凤酒的全国化。

消费品专家肖竹青对蓝鲸财经记者表示，徐可强在任时推动西凤酒全国化，一方面是引进当地大商加入，此前西凤酒的销售主要以省内为主，在浙江的销售大概也就在100万左右，而引入了当地大商浙江商源集团，在2019年已经突破2000万元，今年预计为4000万元左右。此外，西凤酒以前销售人员以陕西人为主，而现在经销商和大区经理都普遍全国化，有效地助推了凤香酒型和西凤酒的发展。

屡次IPO未果，西凤酒管理漏洞难补

改革总是艰辛的。

有业内人士透露，西凤酒的经销商经营产品多年，渠道和团队完备，西凤酒很难短期内接盘。而且经销商与西凤酒企业内部、地方政府之间，已经形成了盘根错节的关系，即使是强势的外来资本如中信系，也少有发挥余地。

徐可强在任时，西凤酒与9家经销商共同设立陕西西凤酒旗帜营销公司（以下简称：旗帜营销公司），由西凤酒占股51%，其它股东共同参与经营，并代理自身具有优势的个别区域省级市场，借此捆绑强势经销商渠道，以便对旗帜西凤这款产品进行深度推广，实质上这种模式也没有脱离包销的范畴，被业内视为包销模式的升级版。

但蓝鲸财经记者了解到，旗帜营销公司已于2017年底清算注销。

不愿具名的业内人士表示，最早西凤酒做旗帜营销公司也是参照了业内如泸州老窖的经销商合作模式，与强势区域经销商共同运作产品，但随着招商规模的加大，股东席位却有限，有的股东对产品销量贡献难以匹配，而有贡献的经销商又进不来；而且该公司在起步阶段对于西凤酒的业绩贡献有限，因此便注销了。

而在中信进驻的十年中，最重要的工作是在推动西凤酒的上市进程，然而均落败而归。

2016年，由中信证券股份有限公司做为保荐机构和主承销商，西凤酒首次披露了招股说明书。但负面消息接踵而至，西凤酒原总经理张锁祥、原副总经理高波因贪污、行贿等被判刑，经销商郝海录、丁济民通过行贿获得原始股被判。

业内人士指出，这件事从侧面说明了，西凤酒在内部管理中存在疏漏，这也是扼制西凤酒发展的重要原因之一。也有评论指出，西凤酒对资本市场的渴望，呈现出来的只是新老股东之间长年的“混战”，成为老国企与新资本之间分分合合博弈的样本。

2018年5月，西凤酒再度更新了招股说明书，这一次是迄今为止西凤酒离资本市场最近的一次。

然而仅差临门一脚时，西凤酒被爆出一款产品疑似塑化剂超标，西凤酒在审核首发上会前一天撤回了申请材料，再度折戟。

在此期间，2017年徐可强任期届满，卸任离开西凤酒，任伟俊此后也离开西凤酒。

肖竹青认为，西凤的调整体现的是以中信为代表的外来户，与内部力量的博弈，随着外部环境的改变，中信审时度势，逐渐放弃了强势地位。

地方国资接盘，西凤酒上市有戏？

根据天眼查显示，目前西凤酒二股东的陕西地电股权投资有限公司，成立于2019年10月，唯一出资人为陕西地方电力（集团）有限公司，注册资金20亿元。

陕西地方电力（集团）有限公司隶属于陕西省国资委，因此有业内猜测，中信系的退出后是由地方资本接盘，不排除当地有意持续加码西凤酒。

也有消息称，目前陕西省对于西凤酒极为重视，是由副省级运作西凤上市，不再仅停留在宝鸡市政府层面。但上述消息尚未得到证实。

肖竹青表示，西凤酒总经理贾智勇是技术型专家，中国凤香型白酒国家标准起草人，中国酿酒大师，由他把关西凤酒产品质量；营销公司总经理周艳花是一线出身，一年300多天跑市场，作非务实。现在西凤酒治理结构清晰，此前由中信系推动全国化和品牌化都取得成果，西凤酒未来上市可期。

白酒行业分析师晋育锋对蓝鲸财经记者表示，以公开数据来看，西凤酒2017年营收31.7亿、净利润4.48亿来看，对标15倍PE，西凤酒估值应在60亿左右。2010年中信入股西凤酒，3.6亿拿到15%股权，对应当时的估值是24亿元。因此，中信即使

在去年退出（3月份股东大会通过股东变更，说明至少应该在2019年底已经退出），被陕西当地电力投资基金接盘，也有相应的投资收益。中信投资西凤酒不属于失败，只是可能因投资战略或方向调整，主动选择退出而已。

同时他也指出，西凤的系统性风险（经销商买断品牌始终高居营收大头，自营品牌难以成长）的的确确是硬伤，IPO很难过会，过了也很难赢得市场追捧。

也有业内人士称，中信之所以退出是因为对西凤酒“比较失望”。

白酒行业分析师蔡学飞对蓝鲸财经记者表示，西凤酒的内部桎梏不除，即使“带病”上市也会面临不利局面。而这一次中信的退出，从一定程度上说明，无论是外部资本的整合，还是本地政府的推动都被削弱了，外部力量介入西凤上市的可能性降低。”西凤酒登陆资本市场的变数增加了。”

本文源自蓝鲸财经