

PDF-CASE2015029

风雨俏江南：上市折戟终易主¹

案例正文

摘要：中国餐饮业巨头俏江南创建于 2000 年，是一家致力于打造中餐国际高端连锁的企业。本案例重点描述了俏江南公司在发展扩张的战略下，接受私募股权投资，引入鼎晖创投，签署对赌协议，在谋求上市却两度失败后，创始人张兰与鼎晖投资之间关系破裂，俏江南被迫易主的过程。展示了企业在创业过程中引入风险投资的利弊，以及上市过程中可能遇到的问题，具有极为深刻的现实意义。

关键词：民企融资；PE 退出；对赌协议；控制权；IPO；扩张战略；

0 引言

“叮铃铃……”，一阵急促的电话铃声又一次响起，俏江南董事长张兰用手按了按眉头，疲惫的接起了电话。“董事长，《京华时报》的记者打来电话想采访您，请问要转接吗？”张兰虽说心里有一百个不愿意，但碍于舆论影响，还是同意了，“接进来吧。”但是紧接着，记者的提问就让她焦头烂额，“请问是张兰女士吗？您好，我们是《京华时报》的记者，请问香港法院冻结了您的资产这件

1. 本案例由华东师范大学金融与统计学院的潘志斌、戈婷婷、胡颖、凌琳、凌沁共同撰写。作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。

2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。

3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。

4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种管理行为是否有效。

事是真的吗？”“对不起，我还不知道这件事，我会派人去核实的。”“那您还会继续担任俏江南的董事长吗？”记者的话还没有说完，张兰就匆忙地挂断了电话，长叹了一口气。靠在办公室的黑色皮质靠椅上，这位年近六旬的女强人似乎一夕之间苍老了许多，紧握的双手泄露出了她此刻的不甘。

1991 年张兰怀揣着 2 万美元回国创业，一路摸爬滚打，经历了各种艰辛，创建了中国餐饮业知名企业“俏江南”，因为自身的张扬个性和儿媳大 S 的明星效应，张兰一直是大众眼中雍容华贵、神采飞扬、侃侃而谈的知名企业家和话题人物。然而，原来在镁光灯下如鱼得水的张兰现在却是如履薄冰。2015 年 3 月 20 日，欧洲最大的私募股权基金 CVC 旗下的甜蜜生活美食集团一纸诉状将张兰告上了香港高等法院，以资产失散名义，要求法院冻结张兰的资产。

自己辛辛苦苦一手创立的餐饮王国如今却要任他人宰割，曾经的壮志豪言还在耳畔回响如今却沦为了他人的笑谈，这让一贯强势的“餐饮女王”张兰很难接受，回想起自己的创业历程，张兰心中一片苦涩。

1 公司简介

俏江南股份有限公司，简称俏江南，主营高档餐饮名店，包括俏江南品牌餐厅、兰（LAN Club）和 SUBU 等，自 2000 年成立以来，在创始人张兰的带领下，一路拓展突破，从在北京 CBD 国际贸易中心开业的第一家店以来历经 15 年的风风雨雨，到现在遍布北京、上海、天津、成都、深圳、苏州、青岛、沈阳、南京、合肥等十七个省份、二十二个城市，拥有近 80 家直营餐厅，成为国内领先的中式正餐连锁企业。其企业愿景是将俏江南打造成为卓越的中华美食国际餐饮连锁企业，做餐饮界的“LV”。

2 创业扩张野心勃勃

2.1 俏江南的初创扩张

1991 年张兰从加拿大回国后，怀揣两万美金开始创业，那时正值改革开放的初期，张兰认为北京是政治经济文化娱乐中心，做餐饮一定会有好的前景，于是在北京东四开了家川菜馆“阿兰酒家”，经过为期十年的餐饮经验与资金积累，2000 年 5 月 20 日，俏江南首家餐厅在北京 CBD 国际贸易中心开业。两年后，俏

江南走出北京，在上海开设了第一家北京以外区域的餐厅，从此开启了跨区域连锁经营的步伐。进入 2005 年后，俏江南重新调整了战略目标，将市场进行细分，将高端市场、商务餐市场、时尚健康美食市场细化出来，励志向中国餐饮行业具有行业地位和影响力的优秀公司迈进。仅仅过了一年，在 2006 年 10 月 16 日，由当代世界设计师第一人的 Philippe Starck 设计的“兰”世界会所开业。张兰的野心表露无遗，她又一次抬高了俏江南的战略定位，目标是打造世界顶级的餐厅，成为世界上最具影响力的商务餐厅。

2.2 逆势发展改变观念

2006 年下半年一次主题名为“基金投资与上市增值的论坛”上，张兰斩钉截铁地与几名投资人辩论：“我有钱，干嘛要基金投资啊？我不用钱，为什么要上市啊？”确实，作为传统服务行业的餐饮企业，资金需求并不是很大，因为他们的现金流充足，天下没有白吃的午餐，任何人吃饭都要付钱，所以也不会存在太多的待收款和赊销额。另外餐饮行业也没有过多的固定资产投资，店面大部分靠租用，人工、材料费也不会过高。对于一些发展势头良好、或只做区域连锁的餐饮企业，稳定的单店业绩可提供稳定的资金，所以创业者并不需要太多投资。但很快，形势就发生了变化。

2008 年的金融危机让很多行业大受打击，然而餐饮业在危急中却是逆势发展的，这让餐饮企业受到了众多投资人的青睐。百胜入股小肥羊、快乐蜂收购永和大王、IDG 投资一茶一座、全聚德与小肥羊先后成功上市，这给中国内地餐饮业注入一剂兴奋剂，也让张兰大受震撼。

2008 年俏江南成为奥运北京奥运场馆特约餐饮服务商，承担北京 2008 年奥运会 8 个场馆餐饮服务重任，极大地提高了俏江南的知名度。俏江南一时名声大造，张兰意识到这是一个迅速扩张的好机会，但是随之而来的是门店要扩张，管理要完善，软硬件要提升，这些无一不需要大量资金的支持，张兰仅靠自有资金已经无法完成她的雄心壮志，而一旦错过了这次机会，俏江南就很有可能被其他的餐饮业上市公司赶超，好不容易打下的市场将会遭到蚕食，这是张兰不能接受的。因此张兰也顺应潮流，把目光投向了资本市场。

3 引入创投上市受挫

3.1 成功联姻鼎晖创投

正在张兰一筹莫展之际，机缘巧合之下，她结识了鼎晖创投的王功权。自此张兰的事业生涯迎来了新的转机。

初识王功权，两人便性格相投，相谈甚欢。鼎晖适时地向张兰抛出了橄榄枝：注资 2 亿元人民币，换取俏江南 10.526% 的股权。这对那时的俏江南来说，就像一场及时雨，张兰岂有拒绝之理？在鼎晖创投进入之前，俏江南的注册资本仅为 1400 万元，而这一下，公司的估值就近 20 多亿人民币，可谓是天降的财神。

世上没有免费的午餐，这 2 亿人民币也不是那么好拿的。俏江南与鼎晖创投签订了一份“对赌协议”：如果非鼎晖方面原因，造成俏江南无法在 2012 年底上市，鼎晖江南（鼎晖为投资俏江南在香港方面注册的公司）有权以回购方式退出俏江南。

此时距离 2012 年底还有三年多的时间可以充分准备，张兰信心满满，并不担心。而后来俏江南上市之路如此艰难，恐怕是她远远没有意料到的。

3.2 信心满满筹备上市

一个企业想要上市，首先要做到管理规范。俏江南利用鼎晖投入的资金，建立起了庞大的管理系统与团队，对公司的软硬件作了提升。为改善公司的管理，张兰还用出让股权的方式，挖来了前麦肯锡全球董事合伙人魏蔚出任俏江南 CEO。据张兰说，俏江南在系统建设上花了一亿元，还有一亿元聘请了麦肯锡、北大纵横、日本酒店管理公司等许多咨询公司帮助公司做管理方面的咨询。

2010 年，俏江南陆续回收加盟店，正式开始启动上市议程。

2010 年 3 月，俏江南进行上市承销招投标工作，包括中信建投在内的 4 家投行参与了投标，最终瑞银证券胜出，成为俏江南上市承销商。

2011 年 3 月，瑞银证券正式向证监会提交了上市申请。至此，一切看起来都很顺利，万事俱备，只等证监会一纸批文，俏江南的上市计划便能实现了。

3.3 问题频发创投裂痕

众所周知，2011 年是食品安全问题频发的一年，证监会暂缓餐饮行业的上市。正在 IPO 排队的俏江南却在这风口浪尖上频频出现问题。

2011年9月，青岛俏江南爆出“死鱼冒充活鱼”事件，记者称后厨猫腻多多。不到一个月，南京俏江南又陷入地沟油风波。该店大堂经理爆料称，餐厅把炸过食品的“回锅油”，滤掉渣滓后给员工做菜吃。虽然“回锅油”不同于地沟油，但毕竟是使用过的，既然能给员工做菜吃，餐厅又如何保证不会给顾客吃呢？

接二连三的食品安全问题使俏江南在顾客心目中的高端餐饮形象大打折扣。而更大的问题是，俏江南的账目不清。顾客吃完饭如果不主动索要发票，企业就不开具，这是餐饮业普遍存在的问题，俏江南也不例外。没有发票，收入的确认就缺乏有效的审计凭据，也很难说明利润。种种问题叠加在一起，俏江南的上市之路不得不暂时搁浅。

屋漏偏逢连夜雨，上市的不顺利让张兰渐渐开始为自己所签的对赌协议开始担心。这份对赌协议就好像是一颗定时炸弹，一直萦绕在她的心头。俏江南与投资人鼎晖的关系，开始出现了裂痕。

在2011年8月一次公开采访中，张兰炮轰鼎晖，认为引进鼎晖是俏江南最大失误，毫无意义，还曾早就想清退这笔投资。

真话也好，气话也罢，希望俏江南成功上市仍是双方共同利益所在。鼎晖注入的资金已经用的差不多了，如果不尽快上市，标准化、规范化所带来的人才成本、管理成本将覆盖扩张后的规模效应。只有把蛋糕不断做大，成本才会摊薄，利润才会增加。上市虽难，但它依然是一家餐饮连锁企业可预见的最好融资渠道。

3.4 首战失利梦碎A股

时间过得很快，转眼到了2011年底。此时的张兰却不再是两年前意气风发的样子了，中国证监会披露IPO申请终止审查名单，俏江南赫然在列。她站在办公室的落地窗前，显得有些疲惫。A股上市的梦终究是破碎了，这几年的努力仿佛一下成了泡影。

此时离与鼎晖在对赌协议中约定的时间只剩下不到一年了，不断增加的门店正在考验着俏江南的资金链，如果不能成功上市，她可能会失去她一手建立起来的公司，这叫她如何甘心？俏江南接下来该何去何从，张兰不禁陷入了沉思。在明知港股估值更低的情况下，她还是退而求其次，马不停蹄地转战香港。

4 再战港股移民风波

4.1 10 号文件成拦路虎

在赴港上市的过程中，张兰又遇到了新的拦路虎，那就是 2006 年，我国商务部、证监会、外管局等六部门联合发布的《关于外国投资者并购境内企业的规定》（简称“10 号文”），根据 10 号文的第 11 条规定，“境内公司、企业或自然人以其在境外合法设立或控制的公司名义并购与其有关联关系的境内的公司，应报商务部审批”，同时当事人不得以外商投资企业境内投资或其它方式规避签署要求。也就是说，10 号文颁布前，中国国籍人士在中国有企业，将股权从境内转入自己成立的境外公司，较容易通过审批，而 10 号文出台后，中国公民境内资产转移到自己的境外公司去持有，需要去外管局审批与登记，而要通过审批非常困难。为了能够绕开这一政策上的壁垒，张兰绞尽脑汁，还专门拜访了港交所行政总裁李小加，但都没有满意的方案。

这天在办公室里，张兰又和俏江南的上市团队商讨如何绕开 10 号文。“董事长，我看要不让汪总加入外国国籍，通过代持的方式，将资产转移出去，最后再买回来，您看这样是不是能行呢？”有人提议道。张兰的儿子，也就是俏江南此时的 CEO 汪小菲对此并不赞同，他说：“这个方法程序有些复杂，办理起来需要很长的时间，但是我们的时间已经不够了，而且我也不想换国籍。”“我觉得换国籍这种方式也不太好，万一被有心人操控，可能会对我们不利。”俏江南的执行总裁安永说。会议室里一阵沉默，难道在香港上市就走不通了吗？最终张兰开口了，“还是我来移民吧，现在也管不了这么多了。你们看看选择什么国家，手续办起来越快的越好。”

4.2 被迫移民再起波澜

2012 年底，俏江南终于通过了港交所的上市聆讯，眼看上市在即，鼎晖终于暂停了对俏江南的施压，这让张兰长出了一口气，只要这次能在香港上市，鼎晖就会撤出，对赌协议就会失效，就没人能再撼动她的地位了。然而还没等她放松下来，她就处在了负面舆论的漩涡之中。原来她之前为了规避 10 号文而移民加勒比岛国的这一消息被媒体披露了，而她作为北京朝阳区政协委员的身份也因此引发了关注，一个政协委员竟然移民了？这让很多人都不能接受，众多的批评、质疑和指责让张兰陷入了有生以来最大的声誉危机，令俏江南的上市之路再添波

折。

“太大的一场闹剧了！真是一场闹剧！太是一场闹剧了！怎么这个年代了文化大革命那套东西还都来了？”2013年元旦假期后的第一个工作日，张兰在自己的办公室里大发雷霆，“如果不是为了让这个企业上市，我为什么要放弃中华人民共和国公民的身份，去到一个鸟不拉屎、气温四十多度的小岛？去一次我得飞24个小时。”不管张兰觉得多气愤、多委屈，这场风波到底是给张兰和俏江南带来了很大影响，俏江南门店客流明显下滑，这对于亟需资金的俏江南来说无疑是雪上加霜。

4.3 挂牌无期创投破裂

尽管已经通过了港交所的上市聆讯，但张兰在与资本市场的投资人探讨认购的时候发现，很多投资人都觉得俏江南盈利能力差，利润少，俏江南的业绩并不足以支撑其高估值，投资人认购的意愿不强。

2012年以来在中央“八项规定”、“六项禁令”等政策的冲击下，国内餐饮市场遭遇了前所未有的困境，行业陷入了20年以来的冰点，整个高端餐饮市场都陷入了寒冬，俏江南首当其冲，投资者不看好也是理所当然的事。张兰只能感叹自己身不逢时，把原因归咎于政策环境的变化和资本市场的景气，希望能够等待市场好转，有一个公平价格的时候再让俏江南挂牌。然而这种等待着实令人感到煎熬。

眼看着俏江南的在港股挂牌遥遥无期，鼎晖投资再也坐不住了，投入了两亿的资金，在五年之中毫无回报，曾经的盈利预期成了黄粱一梦，这已经触及了鼎晖的底线，急于脱身的鼎晖又开始向张兰施压，要求张兰履行对赌协议，让鼎晖退出俏江南。

5 对赌失败痛失股权

5.1 对赌失败大势已去

夜深人静，大家都开始进入梦乡，而此时的张兰正坐在沙发上焦虑不安，与鼎晖对赌协议的失败，使她久久不能入眠。2008年时筹谋扩张、如日中天的张兰对这项对赌协议并不在意，她始终认为俏江南上市是板上钉钉的事儿。然而俏

江南在 A 股、港股市场上的两次上市失败却给了她一个响亮的耳光。因为对赌协议中表明了鼎晖有权以回购方式退出俏江南，而俏江南需要支付的大量资金是由大股东而不是企业承担，这样张兰家族就不得不卖掉大部分股份来支付这笔资金，而且鼎晖的退出需要俏江南给予令其满意的投资回报，显然以目前俏江南不足百家的营收难以满足，因此必须引入其他注资者。作为一手打造俏江南的张兰来说面临着控制权旁落的困境。张兰既煎熬又后悔，她终究在资本市场里摔了跟头。在面对记者采访时她又忍不住说到：“引进鼎晖是俏江南最大的错误，那么少的钱稀释了那么大的股份！”在面对俏江南被收购的传言时她强势否定，并声称：“这是没有的事，律师已介入，将会起诉媒体！”

然而她的这种表现不过是强弩之末，也许她没想到鼎晖会如此“狠心”，也许她后悔玩了这场资本的游戏，不然俏江南也不会脱离她的掌控，但投资人并不是慈善家，他们愿意做的只是锦上添花，而不是雪中送炭。俏江南与鼎晖的合作就此破裂了。

5.2 CVC 收购股权旁落

该面对的还是要面对。在鼎晖的牵线搭桥之下，张兰迫不得已将股份卖给了全球五大私募基金之一的 CVC。2014 年 4 月 25 日，CVC 集团公告指出俏江南被收购，张兰继续留任主席，仍为股东之一。CVC 在国际上拥有庞大的关系网络，积累了商业伙伴无数，在投资品类方面，也对餐饮企业有所偏好。此次收购使 CVC 成为俏江南的绝对控股股东，CVC 获得了俏江南高达 82.7% 的股份。唯一让张兰感到欣慰的是她还掌握着公司的日常经营。

在协议签约的大会上，CVC 大中华区掌门人、“红筹之父”梁伯韬这样说道：“我们认为张兰女士您所带领的俏江南管理团队是十分优秀的，你们深厚的行业洞察力和知识以及强大的执行能力给我们留下了深刻的印象。我们 CVC 有信心和你们一同开发俏江南的品牌，使它的潜力发挥到极致。”张兰也强颜欢笑的说道：“俏江南就像是我的孩子一样，我对它的感情太深太深了，我希望我们的合作能够让俏江南在未来的发展中能够更上一层楼。”

5.3 再度闹翻资产冻结

然而好景不长，张兰和 CVC 的和谐并没有持续太久。2015 年 3 月 20 日，CVC

申请香港高等法院冻结张兰名下的资产，并得到了批准。理由是由于 CVC 在 2014 年支付了一笔可观的款项，但是至今都无法得知这些款项的下落。尽管张兰提出反对，但仍然无济于事。俏江南再度卷入与 CVC 的仲裁纠纷一案，面对拥有丰富投资经验的国际私募巨头 CVC，张兰的前景不容乐观。

“俏江南早已不姓‘张’了。”有人发出这样的感叹，“张兰继续担任董事长，显然只是过渡性安排。”被冻结了资产的张兰又一次身处风口浪尖，此时的她面临着董事长之位也岌岌可危的巨大困境，她和她一手创立的俏江南正在风雨之中飘摇，俏江南是张兰的梦想与坚持，只不过她已经不是那个可以掌控其未来的人……

(案例正文字数：6278)

South Beauty changes its owner for IPO failure

Abstract: Founded in 2000, South Beauty is one of the most biggest corporations in catering industry which is dedicated to become the international high-end Chinese food chain. This case's key point is to describe the process of the leadership alteration of South Beauty. Following the expansion strategy, South Beauty had accepted private equity investment of CDH venture, and signed up for the Valuation Adjustment Mechanism. After failing the second time for trying to come into the market, the relationship between founder Zhanglan and CDH venture had been compromised and the company was forced to change its owner. This case demonstrates the pros and cons of introducing a venture investment, and the problems companies may face during their process of IPO, which make the case deeply valuable and meaningful for people to look into.

Key word: equity financing; PE exit; valuation adjustment mechanism (VAM); de facto control; IPO; expansion strategy