

四川新荷花港股IPO:

产能与能耗指标等诸多异常拷问业绩真实性

日前,四川新荷花中药饮片股份有限公司向港交所递交招股书,拟申请在主板上市。

中国证券报记者调查发现,早在20多年前,四川新荷花实际控制人江云曾将多家地方国企的制药公司收购整合,并成功在新加坡上市,但不久就沦为股价1元以下的“仙股”。作为江云拟运作上市的第二个项目,四川新荷花多次冲击A股上市均以失败告终,其IPO进程已经长达15年。

值得注意的是,四川新荷花2011年11月深交所创业板IPO过会后曾被举报财务造假,此番赴港IPO又出现了业绩的异常“跳涨”,但公司产能与单位能耗指标等诸多异常波动再次拷问其业绩的真实性。

4月15日,记者电话联系四川新荷花公司进行采访,自称办公室的工作人员回应称“我们拒绝接受任何采访”。记者请对方注意查收采访邮件,但对方挂断了电话。

●本报记者 张冬晴 刘英杰



视觉中国图片

赴港IPO出现业绩异常“跳涨”

四川新荷花成立于2001年,公司主营毒性饮片和普通饮片,主要模式是向上游收购中药材并进行加工处理,最终以中药饮片等产品对外销售。

2011年11月,四川新荷花深交所创业板IPO过会后,曾出现员工举报其财务造假,最终公司主动撤回上市申请;2020年9月,公司再次向深交所提交创业板IPO申请,但在首轮审核问询后又主动撤回。

实际上,早在2004年,四川新荷花实际控制人江云就曾将多家地方国企的制药公司收购整合,并成功在新加坡上市,但很快就沦为股价1元以下的“仙股”。

记者调查发现,四川新荷花不同IPO报告期的业绩“跳涨”现象引发关注,其业绩表现的

巨大反差引发了市场对公司业绩真实性、经营稳定性的质疑。

招股书显示,在2008年至2010年、2017年至2019年、2022年至2024年这三个IPO报告期内,新荷花的营业收入复合增长率分别高达39.40%、24.69%和27%。

具体来看,2008年至2010年,公司营业收入分别为1.60亿元、2.42亿元和3.11亿元;2017年至2019年,公司营业收入分别为2.34亿元、3.09亿元和3.64亿元;2022年至2024年,公司营业收入分别为7.80亿元、11.46亿元和12.49亿元。

根据招股书,2010年公司营业收入就已突破3亿元,但在随后的近十年里,业绩增长却显得较为缓慢,又在短短两年(2020年、2021年)之后,公司营业收入却取得了突飞猛进的增长。

与2019年相比,2022年至2024年的营业收入增幅分别高达114.54%、214.93%和243.47%。

资深专家表示,中药饮片产业的上游是中药材,品种多、规格多、工艺复杂,尚难实现完全标准化,多达数千家企业参与竞争,产业集中度极低,近年来市场规模年均复合增长率仅为10%左右,若取得远超行业平均水平的增长则很难令人信服。

北京大学医学卫生健康法治研究与创新转化中心主任邓勇教授表示,从行业视角看,中药饮片行业集中度低,意味着市场竞争激烈,小型企业众多,产品同质化严重。头部企业可能因品牌优势、技术创新、质量把控、渠道拓展等因素实现高增长,而中小企业受资金、技术、人才等限制,难以达到同样增速。

公司三个IPO报告期内的营业收入情况



数据来源/招股书 制表/张冬晴

产能数据与关键指标不匹配

四川新荷花的产能“过山车”现象与员工总数、单位能耗指标和环评验收等关键信息的不匹配问题,成为其冲击资本市场过程中的一大疑问,也引发了市场对其业绩真实性和经营稳定性进一步的关注。

首先,结合三个不同时期披露的产能、产量数据来看,四川新荷花在产能持续扩张的情况下产能和产量均出现了“过山车”现象。较之于2010年的产能和产量来看,公司在2017年至2019年期间、2022年至2024年期间产能和产量均出现了畸高和畸低的异常波动现象。

2011年版招股书显示,2008年至2010年,公司的产能分别为3000吨、3000吨和5000吨,产量从4966.93吨增加到6712.55吨。在此基础上,公司2010年计划将产能进一步扩张至12000吨/年。

但2020年版招股书则显示,2017年至2019年期间,公司基本维持在2700多吨的产能,仅为2010年产能的50%多。

最新港版招股书却又显示,2022年至2024年,四川新荷花的产能从接近7000吨快速突破10000吨,分别约为2017年的2.5倍和近4倍。

其次,在中药饮片行业,至少包括原料采购、净制、切制、炮制、干燥和包装等多个生产环节。作为中药饮片产能的直接贡献者,生产人员是产能增长的重要保障。但四川新荷花员工总数的变化却似乎与产能增长缺乏直接关

联,难以从人力投入的角度合理解释产能的快速增长。

根据招股书披露,截至2010年末、2020年3月末和2024年末,公司及子公司员工总数分别为207人、294人和616人,其中生产人员数量分别为85人、158人和336人,占比分别为41.07%、53.74%和54.55%。

同时,作为衡量生产效率和产能利用情况的重要指标,四川新荷花的水、电、气等单位能耗指标在不同时期也呈现出较大差异。

根据招股书披露,2017年至2020年,四川新荷花的单位耗电量分别为192.77千瓦时/吨、176.18千瓦时/吨和182.31千瓦时/吨。而到了2022年至2024年,单位耗电量却出现了大幅异常波动,分别为120.74千瓦时/吨、286.15千瓦时/吨和294.33千瓦时/吨。

根据招股书,公司2022年的单位耗电量略低,2023年和2024年的单位耗电量却又远高于2017年至2019年的水平。2022年至2024年期间单位用水量和单位用气量也仅为2017年至2019年均值的50%左右。

值得一提的是,2017年以来,在生产人员数量及员工总数占比均持续大幅提升的背景下,四川新荷花单位能耗指标的大幅下降难以用智能化升级的生产流程变化来解释。

多位受访的资深保荐代表人均向记者表示,中药饮片行业的原材料和生产模式往往都

比较固定,在产能利用率没有显著变化的情况下,单位能耗指标在短期内出现重大差异则可能引起监管机构对其业绩真实性的怀疑。

此外,环评验收为企业生产活动的重要合规依据,四川新荷花的实际产能匹配情况也是衡量企业运营规范性的重要标准。

记者调查发现,一份2021年11月编制的四川新荷花“中药饮片智能制造项目”环评验收登记表载明,公司设计年产4000吨中药饮片生产能力的改扩建项目,项目建成后实际产能仅为年产1160吨。在项目实际建设过程中,公司取消了半夏车间的建设,改为租用厂房建设特色饮片车间,只进行炒制工序,其余工序依托原有项目。

公司三个IPO报告期内产能和产量的情况



数据来源/招股书 制表/张冬晴

公司最近两次IPO报告期内的能耗情况

能源	年度	2017年	2018年	2019年	2022年	2023年	2024年
产量(吨)		2,093.17	2,618.72	3,029.52	5,887	7,020	8,576
电(千瓦时)		403,512.00	461,307.00	552,344.00	710,802	2,008,786	2,523,627
单位耗电量		192.78	176.16	182.32	120.74	286.15	294.27
水(立方米)		28,435.00	53,665.00	59,577.00	59,127	72,979	79,006
单位用水量		13.58	20.49	19.67	10.04	10.40	9.21
天然气(立方米)		339,963.00	388,590.00	445,223.00	465,212	574,596	539,608
单位用气量		162.42	148.39	146.96	79.02	81.85	62.92

数据来源/招股书 制表/张冬晴

曹德旺妹妹港股IPO敲钟

正力新能“卡位”磷酸铁锂电池机遇期

●本报记者 王可

4月14日,锂离子电池制造商正力新能(03677)成功在港交所主板上市。截至4月15日收盘,公司市值达223.26亿港元。

据招股书披露,正力新能主要专注于电动汽车所用电池产品的生产及销售,公司提供电芯、模块、电池包、电池簇、电池管理系统的一体化方案,致力于拓展电化学产品在陆海空互联下的大规模应用。

值得注意的是,动力电池市场结构目前正经历变革,近年来磷酸铁锂电池的市场需求不断扩大,正力新能有望“卡位”磷酸铁锂电池机遇期。

创始人具有福耀工作背景

曹德旺间接持股2.4%

正力新能创始人和高管团队与福耀玻璃渊

源颇深。正力新能创始人曹芳与陈继程均曾担任福耀玻璃董事和副总经理,正力新能首席财务官兼董事会秘书梁旺春、联席公司秘书徐婧也有多年的福耀玻璃工作履历。

根据福耀玻璃及正力新能公告,曹芳为福耀玻璃董事长曹德旺胞妹,曹芳于1987年8月至1994年9月担任福耀玻璃销售部经理,并于1994年10月至2014年4月担任福耀玻璃董事及副总经理,2014年4月因年龄原因离职。陈继程于2003年10月加入福耀玻璃,并先后在福耀玻璃担任多个职位,包括2015年10月至2016年4月担任福耀玻璃执行董事、2011年2月至2016年4月担任福耀玻璃副总经理。2013年3月,曹芳与陈继程共同创办常熟新中源创业投资有限公司(目前为正力新能第二大股东),从事风险投资。2016年8月,曹芳与陈继程共同创办常熟正力投资有限公司(目前为正力新能第一大股东),从事电动汽车核心部件领域的投资。

记者查询股东信息和工商信息发现,曹芳胞兄曹德旺通过福建省耀华工业村开发有限公司间接持有正力新能约6020万股股份,占上市发行后总股份数的2.4%。福建耀华成立于1992年5月,主要从事房地产开发经营、建设工程、物业管理、住房租赁及非居住房地产租赁。福建耀华由三益发展有限公司持有73.56%的权益,后者为一家在中国香港注册成立的有限公司,由曹德旺全资持有。

过去两年平均售价腰斩 未来两年扩张一倍产能

正力新能成立于2019年,主要客户有一汽红旗、广汽传祺、零跑汽车、上汽通用五菱、上汽通用等。正力新能的车用动力电池产品主要为磷酸铁锂电池和三元锂电池,储能和船舶动力电池产品以磷酸铁锂电池为主。除车用和

储能等动力电池外,正力新能还布局了固态电池技术,其航空电池产品主要为高镍半固态锂电池。

正力新能此次港股IPO募集资金约10.05亿港元,根据规划,资金将主要用于三方面:一是产能扩张及建设智能制造设施和柔性生产线;截至2024年12月31日,公司电芯产品的设计总产能为25.5GWh,预计到2026年将增加到50.5GWh。二是加大研发投入,尤其是航空电池产品的开发。三是补充营运资金及一般公司用途。

从产品价格来看,正力新能的动力电池产品的平均售价由2022年的0.86元/Wh降至2023年的0.57元/Wh,并降至2024年的0.41元/Wh;公司储能产品的平均售价由2022年的0.89元/Wh降至2023年的0.42元/Wh,并降至2024年的0.37元/Wh,主要原因是原材料成本下降,部分原因为应对市场竞争。

2021年至2024年,正力新能各年度实现营业收入分别约为14.99亿元、32.9亿元、41.62亿元、51.3亿元;对应实现归属净利润分别约为-4.02亿元、-17.2亿元、-5.9亿元、9101.4万元。

根据弗若斯特沙利文报告,2024年前8个月,按动力电池装机量计,正力新能在中国动力电池市场排第9名。其中,公司在磷酸铁锂电池市场排第8名,在三元动力电池市场排第9名。2022年至2023年,按2023年的装机量同比增速计,正力新能在动力电池市场装机量前十的企业中排第2名,在磷酸铁锂电池市场装机量前十的企业中排第1名。

值得注意的是,近年来磷酸铁锂电池的市场需求不断壮大,动力电池市场结构目前正经历变革。

根据招股书披露,中国磷酸铁锂电池的总装机量占比由2020年的38.0%增至2024年的74.4%,且预计2029年将达到85.8%。

剥离上游原材料种植基地

四川新荷花曾披露,公司在四川松潘县、茂县拥有2处中药材GAP认证(即中药品种生产质量管理规范认证)的种植基地,是我国唯一通过GAP认证的川贝母种植基地,主要进行川贝母、大黄等中药材的种植。

此外,公司位于绵阳市三台县的麦冬种植基地以及位于江油市彰明镇的附子种植基地亦通过GAP认证。

然而,记者调查发现,四川新荷花旗下包括四川九寨沟新荷花生态药材有限公司、贵州金质中药材有限公司和宁夏采采生物科技有限公司等多家子公司均已经被注销。

同时,公司旗下的四川新荷花生态药材有限公司(现名称为“四川松赞雪贝生态药材有限公司”)、四川新荷花川贝母生态药材有限公司(现名称为“四川松赞雪贝生物科技有限公司”)和江油彰明新荷花附子有限公司(现名称为“江油力嘉制药有限公司”)等子公司,也均被转让给吴学丹、成都国嘉联合制药有限公司等潜在关联方。

值得注意的是,成都国嘉联合制药恰恰是2011年四川新荷花被举报通过关联方进行体外循环财务造假的实施主体之一,也是四川新荷花实际控制人江云第一单IPO项目中嘉国际在国内的生产经营主体,江云的哥哥江平、妻弟祁杰等人曾长期担任成都国嘉联合制药及其下属核心公司高管。作为中嘉国际的联合创始人,吴学丹2010年6月曾无偿受赠江云所持中嘉国际相关股份,并接替江云担任中嘉国际董事长,他还承诺不存在替江云等人代持的行为。

在冲击港股IPO的过程中,已经剥离关子公司的四川新荷花却特别强调其GAP种植基地方面的战略布局。公司称通过与上游企业合作,在四川建立了GAP种植基地,这一举措不仅确保了公司在中草药培育过程中能够实施最高质量标准,还有效保障了主要中药产品原材料的采购量和成本。那么,这是否涉及川贝母、附子和半夏等主要品种的原材料采购中涉嫌关联交易非关联化处理,值得进一步探究。

不同时期核心品种频繁变动

在四川新荷花三次冲击IPO的过程中,其核心品种的频繁变动尤为引人关注。2011年、2020年两个版本的