

文达通二次冲刺港股背后： 现金流连年吃紧 经营真实情况存疑

近日，青岛文达通科技股份有限公司向香港交易所递交上市申请，山证国际、深博资本为联席保荐人。此次为文达通“折戟”A股IPO后，第二次向港交所递表，该公司首次港交所主板上市申请已于2月13日失效。

在充分竞争特征显著的行业环境下，尽管文达通在山东省综合智慧城市解决方案行业的民营企业中市场份额高居第二，但增收不增利叠加现金流持续失血、负债率节节攀升，其经营压力日渐显著。此外，关联方资金占用及未及时披露行为和财报连年进行前期会计差错更正情况，一定程度上反映出文达通公司治理仍存缺陷；而异常的关联交易数据和大客户数据也令市场对其经营真实状况存疑。

面对行业竞争压力以及现金流错配带来的窘境，资本市场融资或被文达通视为破局“良药”。分析人士称，成功IPO带来的短期输血仅能延缓潜在的危机，现金流管理与核心竞争力的构建才是生存之本。

●本报记者 徐昭 周璐璐



视觉中国图片

府和社会资本合作(PPP)合同》，项目内容为智慧城市施工及维护，建设期2年，运营期8年。该项目总投资约6.09亿元，可行性缺口补助10.51亿元。根据文达通披露，为落实该项目，2021年12月，文达通与青岛西海岸公用事业集团有限公司共同出资设立控股子公司青岛西海岸智慧社区建设运营有限公司，认缴注册资本为1.22亿元。其中，文达通认缴出资1.10亿元，占注册资本的90.00%；西海岸公用事业认缴出资1218.34万元，占注册资本的10.00%。

文达通在招股书中解释称，在PPP项目的施工阶段，文达通需要动用自身现金及外部融资来投入大量项目前期资金，并于施工阶段结束后方会收到款项，因而造成现金流错配。文达通预期，公司将于2025年4月实现现金流流入。

记者也注意到，在陷入现金流错配困局后，文达通积极通过融资来缓解现金流压力。在上述PPP项目中标后，文达通便进行了银行贷款。根据招股书披露，2022年3月，文达通与中国农行青岛西海岸新区分行、兴业银行青岛分行就支持上述PPP项目签订了融资银团贷款合同，贷款额度不超过4.79亿元。

某上市公司资深CFO告诉记者：“长期经营活动现金流净流出从一定程度上来说是一种不良的情况，不过如果是项目前期投入比较大，但后期经营活动现金流能恢复净流入，那就是商业模式问题。否则，就可能是公司经营恶化，或者本身就不是一个好生意。”一位会计从业人员告诉记者，大量现金流用于重要项目建设会加重企业日常经营负担，例如可能面临一定短期债务偿还压力、支付供应商货款压力等，推高整体经营风险。

关联交易、大客户数据异常 拷问经营真实状况

文达通经营业绩难有持续增长，或是被研发投入不足、地区依赖性强等因素掣肘。同时，异常的关联交易数据和大客户数据也令市场对其经营真实状况存疑。

文达通近四年研发支出在营收中占比均未超过2%。根据招股书披露，2021年至2024年，文达通共计投入47个研发项目，研发支出分别约为1150万元、1840万元、1900万元、2150万元，分别占当年营收的1.78%、1.88%、1.70%、1.93%。

文达通的业务高度依赖青岛市。2022年至2024年，青岛市分别贡献了文达通总收入的83.9%、70.9%、67.6%。根据弗若斯特沙利文数据，按收入口径，2023年，文达通在山东省综合智慧城市解决方案行业的民营企业中排名第二，但市场份额仅为3.2%。分析人士称，文达通业务在青岛市的高占比虽然为其提供了稳定的收入来源，但也限制了其在其他地区的市场拓展能力，过度依赖单一地区可能使其在区域政策调整或市场竞争加剧时面临较大风险。

文达通的经营业绩对大客户存在较强依赖。招股书显示，2021年至2024年，瑞源集团及其关联方都是文达通前五大客户，而文达通是瑞源集团关联方所开发物业的唯一物业服务供应商。2021年至2024年，文达通向瑞源集团关联方提供服务的销售总额分别为6440万元、6210万元、4540万元、8340万元。其中，2024年的增幅最大，与上年相比大增83.70%。根据文达通披露的2021年至2024年按各业务板块及收益来源划分的毛利及毛利率明细，瑞源集团关联方的毛利率多数高于独立第三方，例如，2021年至2024年瑞源集团关联方物业服务业务的毛利率分别为38.9%、29.8%、33.5%、29.6%，独立第三方同期的毛利率分别为17.6%、16.0%、17.5%、17.7%；2024年，瑞源集团关联方社区生活服务业毛利率为15.7%，独立第三方毛利率仅为5.6%。

文达通大客户数据亦存在异常情况。对于2021年第四大客户信息，文达通在招股书中披露为“青岛源瑞昌信息科技有限公司及其联系人”，在新三板上市时期披露的2021年财报中为“青岛新美堂信息科技有限公司及其关联方”，“是否存在关联关系”均为“否”，且两家公司的销售金额和年度销售占比信息一致。天眼查数据显示，虽然源瑞昌与新美堂并无股权关联，但曾经或是邻居关系：新美堂在2022年8月变更地址前的地址为“山东省青岛市黄岛区太行山路11号418房间”，而源瑞昌2021年7月将地址变更为“山东省青岛市黄岛区太行山路11号417房间”。文达通在招股书中披露的各年度五大客户/供应商信息中，出现了参保人数为0的公司，其中之一便是源瑞昌。天眼查显示，源瑞昌成立于2020年9月1日，2022年、2023年参保人数均为0。其二是青岛润卿辰贸易有限公司，该公司成立于2021年12月8日，2023年参保员工人数为1，2021年、2022年参保人数均为0。

此外，年报披露的2021年度成为文达通第四大客户的“新美堂”成立于2021年8月10日，2023年参保员工人数为1，2021年、2022年参保人数均为0。

信披违规、财报连年更正 折射公司治理缺陷

如果公司经营业绩增收不增利是受行业环境和项目周期特点影响，那么文达通曾出现关联方资金占用及未及时披露行为和连年进行前期会计差错更正情况，一定程度上反映出公司治理仍存在缺陷。

2017年10月20日，青岛证监局发布关于对文达通采取出具警示函措施的决定，理由是文达通存在关联方资金占用及未及时披露的问题。

具体而言，2016年1月，关联方青岛瑞源宏业汽车销售服务有限公司因资金周转需要向文达通子公司青岛瑞源物业有限公司拆借资金20万元，于2017年4月10日已全部归还。2016年3月至2017年3月期间，关联方青岛捷邦车辆施救有限公司因资金周转需要先后向青岛瑞源物业拆借资金合计200万元，于2017年4月10日、4月11日分两次已全部归还。2016年12月、2017年2月，关联方青岛文达通泽机电有限公司因资金周转需要先后向文达通子公司青岛文达通机电有限公司拆借资金134万元、30万元，合计164万元，于2016年12月19日、2017年1月21日、2017年4月10日分三次已全部归还。

2017年4月10日，上述关联方分别与青岛瑞源物业、青岛文达通机电签订了借款补充协议，上述借款按照同期人民银行贷款利率6%的标准补充计算相应利息，并分别于2017年4月28日、5月3日支付相应利息。2017年4月11日文达通第二届董事会第十七次会议补充确认了上述关联方资金占用行为，对此进行了补充公告。青岛证监局认为，上述资金占用行为未按规定及时履行相应审议程序和信息披露义务，违反了《非上市公司监督管理办法》相关规定。

值得注意的是，文达通于2014年1月24日在新三板挂牌上市，上述违规行为均发生在新三板挂牌期间。

同样在新三板挂牌期间，文达通曾连续三年发布前期会计差错更正公告，分别是在2022年4月29日、2023年4月18日、2023年6月27日。

此外，文达通还在2024年8月12日发布公告，对2021年度、2022年度、2023年度财务报表进行更正的情况进行说明。

根据文达通2024年8月披露的2021年度、2022年度和2023年度前期会计差错更正事项说明，涉及内容包括：合并范围（对青岛建发瑞源和青岛兴瑞合众的长期股权投资应作为合营企业以权益法核算，而非将其以上两家公司纳入合并范围）、产品质量保证义务确认（在2021年度、2022年度和2023年度未对相关销售合同所产生的产品质量保证义务确认预计负债）、使用权资产确认（在2023年度未就相关租赁资产及租赁支付义务确认使用权资产及租赁负债，而是将相关服务费用计入预付账款作为待摊费用摊销）、调整盈余公积（2021年存在少计提盈余公积的情况，同时2021年度、2022年度及2023年度由于上述差错更正调整导致存在多计提盈余公积的情况）、对现金流量表的重分类调整（2021年度、2022年度及2023年度编制的合并现金流量表和母公司现金流量表，未准确列报经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额、筹资活动产生的现金流量净额）、资产负债表及利润表的重分类调整（2021年度、2022年度及2023年度存在资产负债表、利润表科目之间列报错误的情况）。

上述更正事项对文达通2021年、2022年、2023年的部分财务报表项目及主要财务指标产生影响。例如，与更正前相比，2021年更正后的未分配利润降低3.05%，经营活动产生的现金流量净额则大幅增长178.12%。

IPO融资能否成破局良药

面对行业竞争压力以及现金流错配带来的窘境，资本市场融资或被文达通视为破局的重要途径。

记者了解到，文达通曾在2024年8月递交境外上市外资股(H股)并申请在港交所主板上市的申请，然而该申请于2025年2月13日失效。2025年4月3日，文达通第二次向港交所递交招股书。

在此之前，文达通曾尝试A股IPO。2021年9月，文达通就曾在青岛证监局进行过辅导备案，目标上市板块为创业板。2022年11月，文达通将上市目标转向北交所，但一直未果，直至2023年12月撤回辅导备案。2024年2月22日，文达通再次在青岛证监局进行了IPO辅导备案，上市目标仍旧指向北交所。接受辅导不到半年，2024年7月，文达通将目光转向港交所，在当月公告中表示：“考虑到当时的资本市场环境，并根据与辅导机构的讨论，本公司认为完成A股上市的时间表存在不确定性，因此自愿决定暂缓寻求A股上市。”

对于本次赴港IPO，文达通表示，计划将募集的资金用于提升智慧城市解决方案能力、升级产品等。

IPO融资能否成文达通破局良药？分析人士称，如若成功IPO，从短期来看，有望为其带来一定的资金支持，缓解因PPP项目等导致的现金流紧张问题，为其持续经营和业务发展提供一定的资金保障。但从长期来看，仅靠融资并不能从根本上解决企业的现金流错配困境以及行业竞争等问题。业内企业仍需在技术创新、业务拓展、成本控制、财务管理等方面不断努力，提升自身的差异化竞争力，才能在智慧城市建设行业的激烈竞争中实现长远发展。

“智慧城市行业已进入‘强者恒强’阶段。”华北某券商分析人士称，中小企业若无法突破技术或模式瓶颈，将面临淘汰。此外，上市后的信息披露成本及股权稀释风险亦需权衡。对于如何破局，一方面，企业可以探索资产证券化（如项目收益债券）加速资金回流。另一方面，可以专注垂直领域深耕。例如，聚焦社区养老、智慧安防等细分场景，避开与巨头的正面交锋。

行业激烈竞争之下经营压力凸显

随着中国智慧城市建设步伐不断加快，行业正经历高速扩张与激烈竞争的双重考验。一方面，中国智慧城市行业参与者众多，市场份额较为分散；另一方面，行业具有较高技术壁垒，科技巨头的人局挤压中小企业生存空间。

在上述背景下，尽管文达通近年来营收指标呈现整体增长态势，但经营活动现金流连续三年净流出、负债率节节攀升，文达通经营压力凸显。

根据招股书披露，文达通2021年至2024年营收从6.47亿元攀升至11.14亿元，但增速放缓：2022年营收同比增幅超51%，2023年同比增幅降至13.86%，2024年出现0.15%的负增长。文达通近三年净利润也逐渐下滑：2022年净利润为8175.8万元，2023年降至6557.6万元，2024年再降至6265.5万元。近三年来，文达通经营业绩整体呈增收不增利态势。

在增收不增利的背后，文达通现金流连年吃紧和负债率节节攀升所凸显的经营隐忧受到市场关注。根据招股书，2021年—2024年，文达通经营活动产生的现金流量净额分别为0.19亿元、-2.67亿元、-2.03亿元和-2.11亿元；截至2021年、2022年、2023年及2024年末，文达通资产负债率分别为29.5%、89.3%、124.1%及137.7%。

对于为何陷入增收不增利的窘境，文达通在招股书中坦言，公司在2021年12月签订的PPP项目需要在项目施工阶段使用自有现金及外部融资进行重大前期投资，造成现金流错配。

2021年，文达通与青岛西海岸新区工业和信息化局签订《区智慧社区、智慧街区项目政

2025年以来南向资金净买入超6000亿港元

抢筹科技、消费与金融板块

●本报记者 周璐璐

4月22日，港股市场低开高走，主要指数收盘集体上涨，医疗保健板块表现亮眼，收盘大涨6.12%；原材料、综合、资讯科技板块涨幅均靠前。2025年以来，医疗保健、原材料板块均涨逾20%，携手领涨港股市场。

港股医疗保健板块缘何强势爆发？消息面上，近日，多家港股上市公司在研产品取得阶段性突破。例如，4月18日，康方生物宣布，公司独立自主研发的爱达罗®（依若奇单抗，IL-12/IL-23“双靶向”单克隆抗体）获得国家药品监督管理局批准上市，适用于中重度斑块状银屑病成人患者的治疗。4月17日，三生制药宣布，其自主研发的抗VEGF/PD-1双特异性抗体药物当日获得国家药品监督管理局纳入突破性治疗品种，适应症为一线治疗PD-L1表达阳性的局部晚期或转移性非小细胞肺癌。

国信证券分析师陈曦认为，国产创新药的研发进度和临床数据越来越在全球范围内占优，创新药BD（商务拓展）出海受关税影响较小，有望继续通过授权出海的形式实现全球的商业化价值。

恒生行业板块中，仅电讯、非必需性消费板块收盘下跌，其余板块均上涨。医疗保健板块表现亮眼，收盘大涨6.12%；原材料、综合、资讯科技板块涨幅均靠前。2025年以来，医疗保健、原材料板块均涨逾20%，携手领涨港股市场。

港股医疗保健板块缘何强势爆发？消息面上，近日，多家港股上市公司在研产品取得阶段性突破。例如，4月18日，康方生物宣布，公司独立自主研发的爱达罗®（依若奇单抗，IL-12/IL-23“双靶向”单克隆抗体）获得国家药品监督管理局批准上市，适用于中重度斑块状银屑病成人患者的治疗。4月17日，三生制药宣布，其自主研发的抗VEGF/PD-1双特异性抗体药物当日获得国家药品监督管理局纳入突破性治疗品种，适应症为一线治疗PD-L1表达阳性的局部晚期或转移性非小细胞肺癌。

国信证券分析师陈曦认为，国产创新药的研发进度和临床数据越来越在全球范围内占优，创新药BD（商务拓展）出海受关税影响较小，有望继续通过授权出海的形式实现全球的商业化价值。

南向资金单日净流入超200亿港元

在医疗保健板块引领港股市场全线上涨的同时，南向资金加快抢筹步伐。

截至4月22日收盘，南向资金净流入金额为213.60亿港元，连续第6个交易日净流入，也是4月以来第四次净流入金额超过200亿港元。

4月以来，南向资金累计净流入1871.69亿港元；若截至本月末南向资金仍为净流入，将实现连续22个月净流入。今年以来，南向资金累计净流入6258.22亿港元，已接近2024全年净流入金额8078.69亿港元的八成。

从Wind跟踪的港股通行业资金流向情况来看，科技、消费与金融成为南向资金集中布局的方向。近一周，南向资金净买入金额排名前五的恒生行业板块分别为非必需性消费、医疗保健、金融、能源、原材料板块。近一个月，南向资金集中抢筹非必需性消费板块，净买入金额超500亿港元；金融、资讯科技、医疗保健、能源、电讯板块也受到青睐。

从集中买入的个股情况看，科技、消费和“中字头”个股备受南向资金青睐。在近一周南向资金净买入金额前十名榜单中，阿里巴巴-W稳居首位，腾讯控股、美团-W、泡泡玛特、中国海洋石油、中国移动均榜上有名。在近一个月南向资金净买入金额前十名榜单中，阿里巴巴-W、腾讯控股、小米集团获净买入金额排名前三。

估值处于历史中低水平

根据Wind数据，3月20日以来，恒生指数走出探底回升之势。当前，港股市场是否企稳？

在中国银河证券首席策略分析师杨超看来，美国关税政策反复无常，投资者观望情绪浓厚。中长期来看，关税对经济的影响取决于各国关税协商谈判结果以及关税落地情况。我国宏观政策逆周期调节力度有望加大，以对冲外部冲击的影响。当前港股市场估值处于历史中低水平，投资价值仍然较高。

“对等关税扰动发生后，我们坚定看好港

股相对收益表现。”华泰证券首席宏观经济分析师易峘给出了三个理由：第一，产业上，港股市场中业绩与关税敏感性较高的出口链及中游制造企业市值占比较低；第二，港股科技企业盈利表现或持续支持港股修复行情演绎；第三，外部扰动下，港股市场或对内需政策存在较大预期。

配置方面，杨超建议，短期内关注贸易依赖度较低以及股息率较高的板块，主要有金融业、能源业、电讯业、公用事业、必需性消费、房地产等行业；中长期仍然看好政策支持力度较大的消费板块，以及技术突破能力提升的科技板块。

易峘建议配置三条主线：一是海外不确定性升高下具备政策逆周期调节预期、同时假期临近下存在事件性交易机会的港股服务类消费方向；二是进口替代逻辑下的港股创新药、医疗器械以及今年以来盈利预期抬升明显的港股硬科技方向，如半导体及AI链；三是南向资金持仓占比高、受外资变动影响小、盈利预期稳定的红利方向。