

江西生物闯关港股IPO现疑云： 股权接盘方关系密切 大客户现身特殊持股平台

头顶全球最大人用破伤风抗毒素提供商的光环,江西生物制品研究所股份有限公司近期递交了港交所主板的上市申请。

光听公司名称,投资者可能认为这是一家地方国企。诚然,江西生物确系脱胎于国资,但经过收购改制,目前已完全成为家族企业,逾76%股权掌握在一位名叫敬明的“90后”女士手中。相比敬明,其父敬伟在资本市场更为世人所熟知。

此次江西生物闯关港交所背后存在诸多疑点。中国证券报记者调查发现,公司上市前夕,敬氏父女先后多次转让股权,但接盘方均与其存在密切交集,若结合港交所对于关联方的认定,江西生物87%-94%的股权或被视为同一方所控制,而未来公开上市发行需满足公众持股比例不少于25%的要求。此外,公司与部分上下游企业关系匪浅,存在包括不限于主要客户与供应商存在关联、主要客户和供应商的股东出现在与江西生物关系密切的一个持股平台等情形。

就上述疑问,4月29日,记者致电采访江西生物,截至记者发稿前公司仍未回应。

● 本报记者 于蒙蒙

国企改制而来

公司官网介绍,江西生物始建于1969年,原为卫生部上海生物制品研究所江西分所,有50多年生物制药历史。公司旗下拥有8家全资子公司,为目前中国境内专一从事抗毒素及免疫清类生物制品研究、生产、销售的国家高新技术龙头企业。

根据弗若斯特沙利文的资料,江西生物是中国及全球最大的人用破伤风抗毒素提供商,按2024年销量计算,市场份额分别为65.8%及36.6%。破伤风抗毒素是一种抗血清,通过中和破伤风梭菌(导致破伤风的细菌)产生的毒素,提供即时的保护和治疗,预防和治疗破伤风感染。2024年,江西生物的人用破伤风抗毒素总销量2540万支,其中在中国销售1320万支,向海外市场出口1220万支。

招股书披露,江西生物收入亦主要倚重于销售人用破伤风抗毒素,分别占其2022年、2023年及2024年总收入的93.9%、93.0%及93.3%。除销售人用破伤风抗毒素外,其他产品的销售收人同期占比分别为1.1%、1.5%及3.4%,技术服务收入占比分别为5.0%、5.6%及3.3%。

在核心大单品的驱动下,江西生物业绩取得了较快发展。招股书披露,江西生物2022年-2024年总收入分别为1.42亿元、1.98亿元、2.21亿元,复合年增长率为24.7%;同期利润分别为2646.8万元、5548.1万元、7514万元,复合年增长率为68.5%。

目前掌舵这家老牌疫苗企业的为一位“90后”。资料显示,现年32岁的敬明2017年5月加入江西生物,2022年1月起担任董事长。而与其搭档的总经理姚晓东则资历颇深,他在1992年9月便进入江西生物工作,2006年7月起一直担任总经理,拥有超过32年的制药行业

港股窄幅震荡 南向资金青睐消费股

● 本报记者 周璐璐

近日,港股市场整体呈窄幅震荡走势,南向资金则出现净流出现象。从近一周净买入情况来看,南向资金最青睐消费股。机构人士称,随着美国关税政策的影响边际递减,投资者风险偏好逐渐回升。在港股盈利有望稳中有升预期下,港股市场中长期投资价值仍然较高。

南向资金本周净流出43.94亿港元

根据Wind数据,自4月24日以来的四个交易日,恒生指数分别下跌0.74%、上涨0.32%、下跌0.04%、上涨0.16%。截至4月29日收盘,恒生指数报22008.11点。

南向资金近日出现净流出现象。4月29日,南向资金净流出64.24亿港元,4月25日净流出70.19亿港元;本周,南向资金累计净流出43.94



视觉中国图片

经验。

敬明之所以成为公司董事长,源于20多年前的一宗并购。资料显示,江西生物系原吉安市卫生局下属国有企业。2002年,江西生物进行改制;2002年5月10日,吉安市卫生局与深圳市金瑞丰实业发展有限公司签订《整体收购协议》,深圳金瑞丰采用承债式收购方式收购江西生物。招股书披露,在收购时,深圳金瑞丰由敬明的父母敬伟和姜雪(敬伟前妻)实际控制。

相比敬明,其父在资本市场更富有经验。根据公开报道,这位来自四川南充的资本人士与其兄弟敬宏先后运作过铜城集团(现为上峰水泥)、深华新(现为美丽生态)、ST威达(现为盛达资源)。在目前江西生物的管理层中,非执行董事于爱莲便有在其中两家上市公司任职的履历。

在敬伟麾下,江西生物较早便与资本市场发生密切交集。2007年3月-2008年11月,江西生物成为ST威达的控股股东。经历多年发展,江西生物选择更进一步,于2024年6月向新三板递交了挂牌申请,但两个月后旋即撤回。直到今年4月,江西生物改道谋求在港交所主板上市。

不寻常的接盘方

在谋求上市之前,江西生物的一连串股权变动引起了记者的注意。

招股书显示,自2003年8月至2015年10月,敬伟和姜雪以零代价进行了一系列股权转让,变更其指定的代持人以持有公司股权,并将其持有公司的部分股权转让给敬明,作为其家族资产安排的一部分。至此,敬明通过深圳前海天正生物科技有限公司和海南至正生物科技发展有限公司,成为江西生物的实控人。

一边是女儿走上前台,另一边则是敬伟通过代持隐身幕后。2017年6月,敬伟以零代价将其持有公司10%的股权转让给三名指定代持人,该转让完成后,公司由前海天正(由敬明最终控制)持股90%、吉安市傲海实业发展有限公司持股5%、海南金家大院餐饮管理有限公司持股约3.33%及海口市天顺实业发展有限公司持股约1.67%。

此番代持未持续多久,招股书显示,自2017年12月至2022年3月,敬伟逐步将其代持人持有的天顺实业全部股权转让给深圳凤凰安华文化发展有限责任公司,该公司由敬伟所

任妻子温盛茹控制;自2019年9月至2021年12月,敬伟逐步将其代持人持有的傲海实业全部股权转让给成都适之商务信息咨询有限公司,该公司由罗江涛及刘生媛控制。上述股权转让完成后,敬伟不再拥有傲海实业任何权益;2019年8月29日,金家大院分别将所持的0.85%股权、2.5%股权转让给天顺实业和深圳市向亿投资担保有限公司,涉及交易价款分别为666.67万元、2000万元。

此外,前海天正以3000万元将所持江西生物5%股权转让给重庆市晗颐文化交流有限责任公司,该股权转让在2019年12月12日完成。

记者注意到,上述转让部分未有交易对价,有交易对价的两笔估值存在不小变化。如在2019年8月的交易中,江西生物估值为8亿元,而到了同年12月则“缩水”至6亿元。

相关接盘方的背景也不一般。首先来看成都适之,该公司的关联公司为西藏星瑞企业管理服务有限公司,西藏星瑞的控股股东为深圳市中经信达信息咨询有限公司,而中经信达的实控人正是敬伟的兄弟敬宏。人事关系亦曾侧面印证成都适之与敬伟家族的关系,ST威达曾在2003年11月的一则公告中披露,罗江涛在1998年7月至2000年8月任重庆翔宇实业发展有限公司副总经理,2000年9月起担任四川亨力投资咨询有限公司(应为“四川恒力投资咨询有限公司”)副总经理,2002年4月后兼任四川彩虹制药有限公司监事。经查,罗江涛履历中涉及的三家公司无一例外均与敬伟有关。

再来看向亿投资,其曾先后与江西生物、金家大院共同投资深圳市澳矿科技有限公司,公司二股东卢鹤文间接持有江西生物股权,他在江西生物的员工持股平台海南华枫茗投资合伙企业(有限合伙)持股1.31%。天眼查显示,卢鹤文曾担任华枫茗投资的法定代表人,显示出不一般的地位。

最后来看“打折价”入股的晗颐文化,该公司由陈敬宜和陈笑寒各持有50%的股权,两人为敬明的亲属。

“公司上市前,实控人转让所持有公司股权是比较少见的,不排除代持的可能性。”华东某律所合伙人陈枫(化名)告诉记者,实施股份代持可能的目的包括某种利益输送,规避公司上市后股份限售限制,代持人所持有股份可能受被代持人控制,被代持人通过代持人买卖公司股份,实现操纵股价的目的。

陈枫表示,判断是否存在股份代持是复杂而困难的,通常要结合股权转让交易双方的背

景及关系,股权转让的时机、必要性、价格、对价支付与否等多种因素判断是否可以消除对股份代持的合理怀疑。

除了与大股东关系密切的公司相继入局,外部投资机构也一度看好江西生物。2022年以来,包括深圳高投、小禾创投、合江投资等投资机构参与江西生物的融资,但在后者谋求上市前夕,上述机构却悉数将所持股权转让给江西生物的间接控股股东海南至正。

经过多年股权变动后,江西生物的股权结构逐步清晰。招股书显示,敬明通过海南至正持有的487.5万股股份及前海天正持有的2.04亿股股份行使公司约76.64%的表决权,其余股权主要掌握在高管、亲属、员工持股平台及相关自然人手中。

按照港交所对于关联方的认定,江西生物的股权主要控制在关联方手中。港交所将持股10%或以上股东、过去12个月曾存在关联关系的董事、上市公司的董监高成员、附属公司持股10%以上股东及董监高成员、关联附属公司等均列为关联方范畴。

以此计算,江西生物87%左右的股权掌握在自己人手里,而若将成都适之、向亿投资等疑似关联方考虑在内,江西生物94%左右的股权同属一个阵营。

根据江西生物申报的港交所主板上市规则,无论何时,发行人已发行股份(不包括库存股份)总额必须至少有25%由公众人士持有。

在北京一家律所合伙人李震(化名)看来,类似这种股权高度集中的拟上市公司,未来可通过公开发行股份的方式稀释股权规避25%的红线,但江西生物股权集中在自己人手中也说明公司本身的质地并不理想。内地企业赴港上市同样需要在中国证监会国际司进行备案审核,监管会对包括股权转让价格公允性、代持情形等进行关注,江西生物能否顺利通过审核存在一定不确定性。

值得注意的是,股权高度集中的江西生物在上市前出现“清仓式分红”。江西生物披露,2023年5月和2023年10月,公司根据截至2022年12月31日的合并保留利润,向现有股东派发股息1000万元和7620万元。2024年9月,根据截至2023年12月31日的合并保留利润,向现有股东派发股息4080万元。两年时间,江西生物累计分红1.27亿元,同期合计利润仅0.82亿元。

相比于豪爽的分红,公司的账面并不富裕。截至2024年12月31日,江西生物的现金及

现金等价物仅为5283.1万元。

关系匪浅的合作方

在江西生物业绩稳步提升背后,离不开一批商业伙伴的支持。根据记者调查,江西生物与部分上下游企业关系匪浅。

招股书披露,在江西生物2024年的前五大客户中,安徽亿康网健康管理有限公司贡献销售额899.4万元,销售占比为4.1%。安徽亿康网的控股股东系李丽华,其持股比例达55%。巧合的是,李丽华另外曾持有安徽诺为康医药有限公司4%股权,其在江西生物递交招股书5天后选择了退出。安徽诺为康曾是江西生物2022年的第四大供应商,对应采购额为311.5万元,采购占比达5.5%。

如此深厚的商业合作让这家安徽公司在江西生物的IPO盛宴里也分得一杯羹。安徽诺为康的法定代表人刘家礼持有海南瑞庆祥投资合伙企业(有限合伙)17.89%的股权,位列第二大股东。海南瑞庆祥作为一个持股平台,相关股东与江西生物关系较为紧密。海南瑞庆祥由其普通合伙人徐全华管理,徐全华另一个身份为江西生物控股股东前海天正的法定代表人,海南瑞庆祥有15名有限合伙人,其中姜洪涛持股约25.12%,姜洪涛为敬明的亲属。

同样是2024年,江西泽霖医药科技有限公司贡献739.6万元位列江西生物第四大客户,销售占比达3.4%。值得注意的是,这家2017年9月注册的公司在成立当年便与江西生物建立合作关系。

这种合作“默契”或与股东有关。江西泽霖控股股东尹桃风在2017年7月发起成立了南昌市泽和生物技术有限公司,尹桃风持有67%的股权,其余33%的股权由唐丽艳所持有。唐丽艳亦持有华枫茗投资的股权,其与江西生物营销中心副总监同名。

此外,唐丽艳在江西泽霖医药科技有限公司、南昌市泽嘉生物技术有限公司任职,这两家企业中,前者的监事为尹桃风,后者法定代表人曾红与姚晓东的妻子同名。江西生物在与江西泽霖合作后,南昌泽和、江西泽霖、南昌泽嘉不约而同在2018年7月18日完成注销。

江苏海雷医药有限公司为江西生物2023年第五大客户,贡献销售额759.2万元。江苏海雷自2018年便与江西生物建立合作,这次IPO前持有公司0.19%股权。

2022年,山东力峰商贸有限公司成为江西生物的第五大供应商,涉及采购额268.8万元。山东力峰的法定代表人为马芳芳,其与前文提及的刘家礼一样,亦为海南瑞庆祥的股东,持股比例位列第三。

对于江西生物与主要商业伙伴的特殊关系,陈枫直言,在实践中,上市申请人的客户、供应商对上市申请人进行直接或者间接投资的情况并不少见。但需要关注上市申请人与客户、供应商的股权投资合作,是否会导至上市申请人与客户、供应商之间发生不公平的交易。

在北京一家律所合伙人李震(化名)看来,类似这种股权高度集中的拟上市公司,未来可通过公开发行股份的方式稀释股权规避25%的红线,但江西生物股权集中在自己人手中也说明公司本身的质地并不理想。内地企业赴港上市同样需要在中国证监会国际司进行备案审核,监管会对包括股权转让价格公允性、代持情形等进行关注,江西生物能否顺利通过审核存在一定不确定性。

某头部券商投行高管金铭道(化名)表示,客户、供应商的重叠或关联本质上不会一概而论,需要进一步调,包括了解其业务实质、是否市场化、是否公允定价、是否可替代等。类似交易需要保荐机构给予意见,并获得交易所认可。迅实国际金融控股董事长应伟平也表示,若未能充分证明交易的公允性及公司的独立性,港交所可能以“关联交易非关联化”“独立性不足”为由否决上市申请。

江西生物在招股书中强调,据董事所知,公司的所有五大客户和五大供应商均为独立第三方,不存在董事、各自的联系人或5%以上的任何股东于任何五大客户和供应商中拥有任何权益。

有为的宏观政策,用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策,有望带动港股股稳中有升。杨超判断,当前港股估值处于历史中低水平,中长期来看,投资价值仍然较高。

对于2025年以来南向资金整体大幅净流入的情况,中金公司海外策略首席分析师刘刚表示,本轮南向资金大举流入的过程中,ETF资金的流入非常强劲,这背后可能存在不少个人投资者通过ETF配置港股的情况。据刘刚测算,今年后续相对确定的南向资金增量大概在2000亿港元至3000亿港元区间,预计全年累计净流入区间为8000亿港元至10000亿港元。

港股盈利有望稳中有升

窄幅震荡之后,港股后市将如何演绎?

在中国银河证券首席策略分析师杨超看来,随着美国关税政策的影响边际递减,投资者风险偏好逐渐回升。同时,我国将实施更加积极的宏观政策和整体杠杆率修复情况。

刘刚认为,有科技叙事支持且对出口敞口较小的互联网科技仍是港股配置主线,有望与红利资产互相联动。泛消费和顺周期板块更依赖宏观政策和整体杠杆率修复情况。

据机构测算,今年后续相对确定的南向资金增量大概在
2000亿港元
至**3000亿港元**区间,预计全年累计净流入区间为
8000亿港元
至**10000亿港元**。

亿港元;本月,南向资金净流入金额为1610.36亿港元。

从Wind跟踪的港股通行业资金流向情况来看,消费成为南向资金抢筹的主要方向。近一周,南向资金净买入金额排名居首的恒生行业板块为非必需性消费板块,医疗保健、公用事业、工业板块均获得净买入;电讯板块则明显被

南向资金净卖出。从近一个月时间维度看,南向资金同样集中抢筹非必需性消费板块,净买入金额超600亿港元;资讯科技、医疗保健、金融、能源板块也受到青睐。

从集中净买入的个股情况来看,南向资金对科技股的偏好出现分歧。在近一周南向资金净买入金额前十名榜单中,美团-W稳居首位,阿