

核心财务数据“打架”大客户疑存关联关系

齐云山食品赴港上市疑云重重

头顶国内最大的南酸枣食品品牌光环，江西赣州的休闲零食企业江西齐云山食品股份有限公司（简称“齐云山食品”）日前递交了港交所主板上市的申请。这家主打地域零食的企业，财务指标异常亮眼，近三年毛利率分别为47.2%、48.8%、48.6%，而作为果类零食行业龙头的溜溜果园，其2024年的毛利率下滑至36%。在经营性现金流方面，齐云山食品2024年达到1.06亿元，远超公司净利润，力压营收5倍于自己的溜溜果园。

值得注意的是，公司在招股书披露的南酸枣糕平均售价存在差异，一处是由2023年的40.5元/千克下降至2024年的39.3元/千克，另一处是由2023年的40.5元/千克下降至2024年的34.3元/千克。此外，作为公司连续两年第一大客户，疑似指向与公司存在关联关系的一家赣县本地经销商。

针对招股书中的数据“打架”和大客户疑似关联情形，10月14日，中国证券报记者致电采访齐云山食品，截至发稿前公司尚未就相关事项进行回复。

●本报记者 于蒙蒙



视觉中国图片

招股书显示，齐云山食品总收入在2022年—2024年呈增长趋势，分别为2.17亿元、2.47亿元、3.39亿元。其中，公司的旗舰产品南酸枣糕贡献最大，同期收入分别为1.93亿元、2.09亿元、2.94亿元；南酸枣粒同期收入分别为1044.5万元、2254.6万元、3126.3万元；其他产品同期收入分别为1332.1万元、1445.4万元、1301.5万元。此外，齐云山食品为关联公司江西齐云山油茶科技有限公司（简称“齐云山油茶”）提供品牌策划及营销服务，近三年均有80多万元的收入进账。

从财务数据上不难看出，齐云山食品在2024年取得了迅猛增长，公司解释称主要是由于消费者对品牌的认可度提升令市场需求增加及经销网络的扩张（包括与客户G开展业务），线下经销商数量由2022年12月31日的140家增加至2024年12月31日的199家。

进一步分析客户结构，齐云山食品与溜溜果园一样，均很大程度上倚重零食品

贩的渠道。零食量贩会普遍要求零食厂商进行让利。这在毛利率和平均售价层面有直观体现。溜溜果园的毛利率由2023年的40.1%降至2024年的36%，其中核心产品梅干零食同期毛利率由37.7%降至32.1%。平均售价方面，梅干零食从2023年的38.7元/千克下降至2024年的35.2元/千克，梅冻更是在同期由25.8元/千克下降至18.6元/千克。量贩零售商的占比提升，导致溜溜果园毛利率水平出现较大滑坡。溜溜果园坦言，这旨在针对实施更具竞争力的定价策略以吸引更广泛的消费者。

反观齐云山食品，无论是知名度还是营收体量都远逊于溜溜果园，但其却保持稳定的高毛利率。2022年—2024年，公司综合毛利率分别为47.2%、48.8%、48.6%。其中，南酸枣糕同期毛利率分别为47.3%、48.9%、48.3%，该产品的平均售价由2023年的40.5元/千克下降至2024年的39.3元/千克。

除定价因素外，原料成本也是扰动毛利率水平的重要因素。齐云山食品和溜溜果园的核心产品原料结构相似，前者的南酸枣糕主要原料为南酸枣，辅料为白砂糖。而后的梅干零食主要原料为青梅，辅料为白砂糖。结合两家公司招股书披露的原材料价格走势来看，南酸枣和青梅价格变动一致，两者2024年的价格均较2023年增加0.1元/千克。白砂糖价格方面，齐云山食品由2023年的6.7元/千克下降至2024年的6.1元/千克，溜溜果园则由2023年的7.0元/千克下降至6.5元/千克。

综上可知，两家公司在原料成本端变动一致，不存在特殊情况。那么，齐云山食品缘何技高一筹？

齐云山食品并未在招股书中给出清晰的回答，不过其在招股书中有一段表述，“我们的南酸枣糕产品收入由2023年的2.09亿元增长40.8%至2024年的2.94亿元，主要是由于销量增加，由2023年的5160.2吨增长52.0%至2024年的7485.8

吨。这主要是由于客户G的需求增加、通过加强营销活动提高品牌知名度以及我们经销网络的持续扩张，并被我们的南酸枣糕平均售价由2023年的40.5元/千克下降至2024年的34.3元/千克所部分抵消。”

而这段表述中的平均售价34.3元/千克与齐云山食品招股书列表中多次出现的39.3元/千克存在较大差距。从前述分析不难得出，零食品牌在与零食量贩合作后，普遍会在定价方面进行折价，溜溜果园的梅干零食折价3.5元/千克，而齐云山食品34.3元/千克的平均售价意味着折价6.2元/千克，这一变动幅度较为符合现阶段行业特征。

资深财务专家刘志耕表示，若齐云山食品的毛利率持续高于行业均值，且无技术壁垒或品牌溢价支撑，则需警惕其是否存在虚增收入或虚减成本的问题。而在行业毛利率下降时，齐云山食品逆势上升则可能存操纵风险。

除了客户G，齐云山食品过往发展也离不开其核心经销商的帮助。记者注意到，齐云山食品披露的前五大客户中，总部位于赣州的零食品经销商客户A常年“霸榜”，2022年—2024年的销售额分别为1638万元、1644.2万元、1558.7万元，对应销售占比分别为7.5%、7.5%、4.6%，2022年和2023年均位列第一大客户。

齐云山食品隐去了客户A的详细

信息，不过齐云山食品曾在2022年宣传其南酸枣糕上市30周年时，公布过一批重要经销商，其中赣州市嘉豪贸易有限公司（简称“赣州嘉豪”）被评为等级最高的“30年功勋经销商”。结合这一信息来看，客户A对应的或为赣州嘉豪。

双方不止同处赣州，股权层面亦有关联。天眼查显示，陈文清持有赣州嘉豪10%股权，还持有齐云山油茶13.27%股权，担

任董事职务。齐云山油茶与齐云山食品属于关联公司，双方控股股东均为江西省崇义县食品厂。

港股没有明确规定将此种情形的客户认定为拟IPO企业的关联方。但由于第一大客户与公司存在关联，监管仍会关注交易的占比、定价依据、公允性，是否存在重大依赖。”北京某大型律所合伙人李纲（化名）表示，如果是在A股，监管可能会要求按照“实质重于形

式”原则认定为构成关联关系，会关注交易背景和具体内容是否具备真实性、合理性、必要性、公允性，是否存在异常资金往来，以及对公司独立性的影响。

齐云山食品在招股书中否认其与核心客户存在关联关系，“公司董事确认，公司前五大客户均为独立第三方，公司董事、其紧密联系人或任何股东，并未在前五大客户中拥有任何权益。”

今年以来南向资金净流入金额逼近1.2万亿港元

港股中长期上行趋势不改

●本报记者 吴玉华

Wind数据显示，截至10月14日，今年以来南向资金累计净流入11985.67亿港元，续创年度净流入历史新高。

在南向资金大幅流入的带动下，港股市场表现亮眼。截至10月14日收盘，今年以来恒生指数累计涨逾26%，恒生科技指数累计涨逾32%，恒生指数成分股中总市值超1万亿港元的股票均上涨，平均涨幅均超过30%。

近期，港股市场出现一定调整。机构人士认为，短期扰动因素导致投资者风险偏好下降，带动港股估值回调，但中长期趋势不改，港股行情有望继续向上。

超八成交易日南向资金净流入

今年以来，南向资金大幅流入港股市场，是港股市场最大的增量资金来源。

Wind数据显示，截至10月14日，南向资金今年以来累计净流入11985.67亿港元，

创年度净流入金额历史新高，为2024年同期的2倍多。其中，8月15日净流入358.76亿港元，创单日净流入纪录。在今年以来南向资金交易的184个交易日中，南向资金出现净流入的日子有154个，占比超八成。

从南向资金持仓情况来看，Wind数据显示，截至10月13日，南向资金持股数量达5458.21亿股，较2025年初增加821.50亿股，持仓市值达6.35万亿港元，较2025年初增加2.77万亿港元。

行业方面，南向资金对金融、信息技术、可选消费行业持仓市值居前，分别达14032.34亿港元、13707.60亿港元、9006.28亿港元。此外，南向资金对医疗保健、通讯服务行业持仓市值均超4800亿港元。

个股方面，南向资金持仓腾讯控股超6800亿港元，持仓阿里巴巴-W、中国移动、建设银行、中芯国际、小米集团-W均超2000亿港元，持仓工商银行、中国海洋石油、汇丰控股、美团-W、中国银行均超1000亿港元。

Wind数据显示，截至10月13日，今年

以来，南向资金对建设银行、中国银行、昊天国际建投、工商银行、农业银行增持数量居前，分别达67.44亿股、48.26亿股、48.26亿股、40.03亿股、26.82亿股。此外，大市值的腾讯控股、阿里巴巴-W、中国移动、中芯国际均获南向资金大幅加仓，增持股数分别达0.81亿股、12.51亿股、2.54亿股、6.55亿股。

国泰海通海外策略首席分析师吴信坤表示，港股科技、消费类资产具有一定稀缺性，同时与当前AI应用、新消费等产业趋势相关度更高，在当前宏观环境下具备较强吸引力，南向资金有望继续流入。

投资者情绪有望逐渐稳定

截至10月14日收盘，恒生指数、恒生中国企业指数、恒生科技指数今年以来分别累计上涨26.83%、24.54%、32.57%，领涨全球主要市场。

不过，近期港股市场连续调整，10月以来，恒生指数累计跌逾5%，恒生科技指数累计跌逾8%。

Wind数据显示，截至10月13日，今年

对于港股市场，华泰证券首席宏观经济学家易峘表示，短期港股资金面和情绪或有进一步释放空间，高波动或将持续。但港股中长期上行趋势不改，且交易主线或再度加强。

“短期内，扰动因素导致投资者风险偏好下降，带动港股估值回调。但在国内稳增长政策支持，以及中长期资金稳股市举措影响下，投资者情绪有望逐渐稳定。”中国银河证券策略首席分析师杨超表示，当前港股估值整体处于历史中高水平，预计未来港股市场或宽幅震荡。

吴信坤表示，从四季度看，港股科技股更加受益于当下产业趋势，美联储降息背景下资金回流或超预期，叠加南向资金持续增持，港股四季度有望续创新高，其中恒生科技指数上涨空间最大。

对于具体配置而言，吴信坤认为，随着本轮AI浪潮的产业周期向上趋势进一步确认，四季度港股科技龙头有望重拾相对优势。此外，港股红利板块受益于政策强化分红+低利率，港股新消费、创新药资产的稀缺性也值得关注。

融合全球经验与本土智慧 探索高质量发展新路径

（上接A01版）实现“全球赋能”与“本土智慧”的融合？

“实际上，自2022年宏利基金转为外资全资控股以来，公司就进入了一个全新的发展时期，多元化布局更进一步。”丁闻聪说，首先，宏利基金加强了和集团尤其是宏利全球投资专家团队的沟通，建立了定期观点交流机制，赋能公司不断升级投资平台。同时，中国主动权益团队持续丰富主动权益投资策略的多元化布局。

其次，宏利基金对权益投资研究体系、组织架构、投研流程等进行了一系列改造和优化，在纯债基金、FOF、固收+、量化基金、货币基金、QDII基金等领域也均有布局，通过不断优化投资策略和丰富产品线，更好地满足投资者的多样化需求。

此外，创新是宏利基金的战略重点。丁闻聪介绍，在绿色金融方面，公司响应国家“双碳”目标，于2024年5月发行了国内首只绿色普惠金融债券指数基金。除此之外，宏利基金是首批26家浮动费率基金管理人名单中唯一一家外商独资公募；基于对全球大类资产配置的专业判断，宏利基金进一步推出FOF、QDII等创新产品。这些举措，充分彰显了宏利基金在全球资本市场中的独特视野与强劲创新能力。

展望未来，丁闻聪表示，宏利基金将继续发挥外资控股优势，深化在主动权益投资、全球资产配置养老金投资等领域的布局，为投资者提供更加多元化的资产配置工具。在行业集中度不断提升背景下，宏利基金正以差异化的发展路径，书写特色化公司的突围样本。

构建差异化养老金融服务能力

作为较早参与我国个人养老金第三支柱建设的外资公募机构，宏利基金将“以投资者回报为中心”作为指引，系统搭建兼顾产品、投研与服务的养老金融体系。依托集团在全球养老金领域的资源禀赋，公司将海外成熟经验与中国市场需求深度对接，打造更符合中国投资者全生命周期特征的养老金融产品与解决方案。

记者了解到，宏利投资在国际养老金管理领域处于领先地位，在几个主要市场拥有极高的市占率与稳定的合作伙伴关系，致力于推动制定退休和养老金政策。根据第三方机构及市场公开数据统计，截至2024年末，宏利投资在香港强基金市场占有率排名第一，在美国中小型缴费确定计划中市场排名第二、在加拿大缴费定制计划中市场排名第二。凭借上述全球化运营实践，宏利基金正在形成差异化的养老金融能力“版图”。

丁闻聪表示，宏利基金在国内养老金融业务的优势主要体现在四个方面：一是先发优势明显。公司为首批养老金FOF管理人，经过多年发展，积累了丰富的养老投资经验。

二是产品谱系更加多元。公司围绕不同风险偏好与退休规划，构建了相对完善的养老产品线；旗下多只养老产品设置Y份额，为投资者提供更适配的养老投资选择。

三是投研实力强劲。公司拥有超20年的公募管理经验，养老金FOF团队深耕国内市场，业绩表现良好。

四是重视客户感受。宏利投资与宏利基金持续开展全球与区域性养老专项调研，如亚洲养老调研、携手邮储银行与京东金融发布覆盖全国的养老调研项目等，为投资者、从业者和政策制定者提供数据参考。

“中国资本市场持续开放为外资资管机构带来了重要发展机遇，当前行业已进入高质量发展与中外资机构同台竞技的新时代。”丁闻聪认为，外资机构与内资机构基因互补、优势各异，不仅能通过良性竞争激发行业活力，更能通过优势协同创造新的业务机会，共同推动行业服务能力升级。

2025年初，宏利基金与合作伙伴共同发布了《不一样的中国——中国个人养老金投资洞察报告》。调研发现，与其他亚洲国家相比，中国的老龄化速度更快，并且存在明显的区域差异，这对发展符合中国市场特征的养老金融服务提出了迫切需求。

丁闻聪建议：“站在宏利基金的角度，希望获得更多与养老金融相关的政策支持，包括养老金第一支柱、第二支柱投资管理资质对外资开放，允许外资机构参与进来，让经营主体更加多元化；同时，支持国内第二、第三支柱引入海外养老金产品，丰富产品供给选择。”

把“长期主义”写进制度章程

在公募基金高质量发展背景下，宏利基金的投研体系如何运作，以支撑“长期主义”目标？对此，丁闻聪表示：“宏利基金一直追求的就是绝对收益，追求给投资者提供长期价值。”

具体到实施层面，宏利基金建立了以“三年以上投资业绩”为核心的评价体系，降低短期业绩考核权重，践行长期投资理念。在团队成员考核中，基金产品业绩指标权重不低于80%，且三年以上中长期业绩考核权重不低于80%，确保投资行为与长期业绩导向一致。

丁闻聪介绍，宏利基金权益投研体系的核心是“平台式、一体化、多策略”的运作模式。除各行业研究员覆盖相关行业和企业之外，公司拥有“成长”“周期”“稳定”三个具有多年传承和鲜明特色的行业比较小组，并建立了完整的全流程化投资决策体系。

其一，宏观与大类资产配置流程，每月召开资产配置会议，基于宏观经济周期、估值水平和市场情绪等因素，确定股债配置比例和行业倾斜方向；其二，行业比较与选择流程，采用定量+定性相结合方法，通过行业景气度、估值水平、政策导向等多维度评分体系，动态调整行业权重；其三，个股选择与组合构建流程，严格执行“初选、深度研究、入池、组合构建”的全流程管理，确保每个投资决策都有充分的研究支持；其四，组合回顾与优化流程，按季度对投资组合进行归因分析，评估各个层级的贡献度，及时优化投资策略。

“当前，宏利投研体系的转型，核心是构建一个集中、共享的投研平台，将个人能力沉淀为机构能力，从而降低对个体经验的依赖。”丁闻聪说，具体而言，公司通过整合内外部研究资源，为所有投研人员提供统一的知识库、分析工具和数据库，建立顺畅的沟通和学习机制，如定期投研交流、共享研究笔记等，实现研究成果向投资决策的高效转化。

“我们不追求短期规模扩张，而是聚焦长期可持续的投资能力建设。”丁闻聪表示，公司通过建立覆盖宏观策略、行业研究、个股精选的三级投研架构，结合集团的全球资产配置模型，持续优化投资决策流程，为投资者创造长期价值。