

上市之路一波三折

菊乐股份即将上会审议 募资必要性遭质疑



视觉中国图片

在数次冲击资本市场未果后，四川本土老牌乳企四川菊乐食品股份有限公司终于迎来了最接近上市的一次机会。据北交所5月22日披露，菊乐股份拟北交所IPO将于2026年5月29日上会审议。从2017年首次递交招股书至今，菊乐股份已在这条上市路上跋涉了八年有余。经历了撤回材料、财务报告到期、审核状态变为中止、实控人离世等一系列波折，这一次菊乐股份能否在北交所叩开资本市场的大门，答案即将揭晓。

● 本报记者 杨梓岩

公开资料显示，菊乐股份分别于2017年12月、2019年8月、2020年6月、2023年3月向深交所递交招股书，前四次冲刺均以失败告终。

每一次折戟的背后，都有各自的缘由。2017年首次递交招股书仅3个月后，菊乐股份便主动撤回材料。2019年和2020年，公司再度尝试，但同样未能叩开大门。2024年6月，菊乐股份撤回上市申请，根据

深交所相关规定，决定终止其首次公开发行股票并在主板上市的审核。此后，菊乐股份于2024年9月挂牌新三板，并迅速启动北交所上市辅导，辅导机构为中信建投证券。

2025年6月30日，菊乐股份的北交所IPO申请终获受理，7月24日进入问询阶段。2025年9月30日，因财务报告到期需要补充审计，公司IPO审核状态变为“中止”；同年

12月24日恢复审核后，2026年3月31日，再次因同样原因中止。直到2026年4月15日，中止审核情形消除，菊乐股份才得以真正走向上会的关口。

值得关注的是，2025年9月6日，公司原实际控制人、董事长童恩文因病去世。童恩文是菊乐品牌的灵魂人物，早在1982年便主导发明了“甜菊糖苷提取工艺”，1996年带领企业转型进入乳制品行业。他

的离世一度令市场对菊乐股份的上市前景产生担忧。此后，公司实际控制人变更为其女儿童竹，童竹通过继承合计持有公司73.35%的权益；董事会选举童恩文的女婿高朝晖为新任董事长，高朝晖自2017年起担任公司董事、总经理，拥有IBM、波士顿咨询等知名企业工作经历。在新的管理层带领下，菊乐股份终于走到了上会这一步。

根据招股书（上会稿），2023年至2025年，公司营业收入分别为15.62亿元、16.41亿元和16.94亿元；归属于母公司所有者的净利润分别为1.96亿元、2.32亿元和2.91亿元。报告期内，公司综合毛利率分别为31.05%、33.46%和36.69%，呈持续上升趋势。这一毛利率水平已明显高于行业平均水平，同期行业均值分别为28.58%、28.79%、28.38%。

菊乐股份的现金流表现同样亮眼。2023年至2025年，公司经营活动产生的现金流量净额持续高于净利润，分别为3.22亿元、3.41亿元、3.56亿元，是名副其实的“现金奶牛”。

2026年一季度，公司业绩延续增长态势，营业收入4.52亿元，同比增长17.11%；归母净利润8459万元，同比增长29.50%。公司预计2026年上半年营业收入8.6亿元至9.1亿元，同比增长4.52%至10.59%，利润也将保持两位数的增幅。

从业务结构来看，含乳饮料是菊乐股份的绝对主力。报告期内，含乳饮料收入占比稳定在58%至59%之间，其中绝大部分由“酸乐奶”这一核心单品贡献。这款产品自1996年推出，已畅销超过30年，是菊乐股份最牢固的基本盘。发酵乳为第二大品类，但收入占比从2023年的

19.75%下滑至2025年的16.11%，显现出增长乏力。巴氏杀菌乳与灭菌乳作为基础品类，合计贡献约20%的收入。

不过，亮眼的财务数据背后，菊乐股份仍存在区域依赖问题。招股书明确提示了“收入来源区域集中、省外市场开拓不利的风险”。尽管公司于2020年10月收购了位于黑龙江省的惠丰乳品，试图借此打开东北市场，但效果并不理想。截至2025年，四川省内收入占比仍高达72.31%。来自东北三省的营收规模从期初的1.52亿元收缩至期末的1.3亿元，收入占比从10.32%下滑至8.02%。菊乐股份在省内外面临伊利、蒙牛、新

乳业等全国性龙头的重兵把守，在省外市场无论品牌认知度还是渠道建设，均难以与巨头抗衡。

北交所对这一问题也保持了高度关注。在问询中，北交所要求公司说明，业绩增长是否主要依靠销售人员及经销商推广等劳动密集型投入；说明公司在四川以及惠丰乳品在当地的拓展空间是否有限、未来是否存在不利变化，公司是否具备向其他区域拓展业务的能力；说明业绩增长的持续性及收入真实性，要求公司结合不同产品收入、成本、产量、销量的变化，量化说明报告期内收入、利润增长的主要原因。

此次北交所IPO，菊乐股份计划公开发行股票数量不超过2312.07万股，拟募集资金5.52亿元。募资用途显示，约2.78亿元用于温江乳品生产基地改扩建项目，计划新增年产12万吨产能；约1.79亿元用于营销网络中心升级建设项目；约5530万元用于研发中心升级建设项目；约3844万元用于信息化系统建设项目。

然而，这一募资计划的必要性引发了市场与监管层的多重质疑。首先是资金面的矛盾。截至2025年12月31日，公司货币资金高达6.52亿元，高于本次拟募资规模。手握大把现金再向市场伸手要钱，这种操作难免让投资者对募资的合理性打上问号。

其次是产能消化的疑问。报告期内，公司产能利用率分别为78.44%、84.49%和

86.47%，虽然逐年提升，但始终没有达到满产状态。在此背景下，新增12万吨产能能否被市场有效消化，尤其是在省外市场拓展不力的情况下，是一个需要直面回答的难题。

再者，菊乐股份的创新属性在北交所的评审框架下并不突出。2022年至2024年，公司的研发费用分别约为630万元、474.1万元和514.9万元，研发投入占比分别为0.43%、

0.3%、0.31%，远低于行业平均水平。北交所的定位是服务创新型中小企业，而菊乐股份在创新方面的投入力度和成果储备，与这一定位之间显然存在差距。对此，公司解释称，乳制品行业发展较早、工艺成熟，公司研发主要为产品配方创新或工艺优化，研发材料价格较低，且中试产品可对外销售，对研发费用造成一定影响。

资产重组完成

五新隧装将更名为五新智能

● 本报记者 杨浩

近日，北交所上市公司五新隧装发布公告，由于公司已完成资产重组，业务范围在隧道施工与矿山开采智能装备基础上，新增路桥施工专用装备和港口物流智能装备两大新领域，形成“基建+矿山+港口”的多元化业务格局。为更清晰地反映公司的主营业务和战略发展定位，自2026年5月27日起，公司名称由“湖南五新隧道智能装备股份有限公司”变更为“湖南五新智能装备集团股份有限公司”，证券简称由“五新隧装”变更为“五新智能”，证券代码保持不变。

三家国家级“小巨人”企业整合

此次更名背后，是一场涉及26.49亿元的重大资产重组。2025年，五新隧装完成对五新重工、兴中科技的重大资产重组，整合三家国家级专精特新“小巨人”企业优势资源，在技术研发、智能制造、服务体系、市场布局等维度形成协同效应，构建了“技术领先+制造可靠+服务高效+场景全覆盖”的四位一体核心竞争力体系。

记者了解到，五新隧装本次重组是北交所首单“股权+现金”收购案例。2025年12月，五新隧装发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金事项获证监会批复。根据方案，公司以合计26.49亿元交易对价收购五新重工100%股权和兴中科技99.9057%股权并募集配套资金。其中交易对价的86%（即22.78亿元）以发行股份方式支付，交易对价的14%（即3.71亿元）以现金方式支付。

五新隧装表示，此次重组是公司完善产业布局的关键战略举措，一方面实现了跨领域资源高效协同，兴中科技、五新重工在路桥施工装备、港口机械领域的技术积累、客户资源与市场渠道，与公司原有隧道装备核心业务形成高度互补，打通了跨领域客户共享、场景协同开发的增长路径，大幅拓宽了市场边界；另一方面推动核心能力跨越式提升，通过研发体系统一规划、供应链资源全局整合、生产产能动态调度，充分释放技术协同与规模效应，进一步完善智能装备产品矩阵，强化全产业链综合服务能力，助力公司在基建与物流装备领域的核心竞争力实现质的跃升。为适配集团化发展新阶段的管理需求，公司于2026年3月完成运营架构调整，正式构建“总部战略赋能+事业部自主经营”的运营体系。

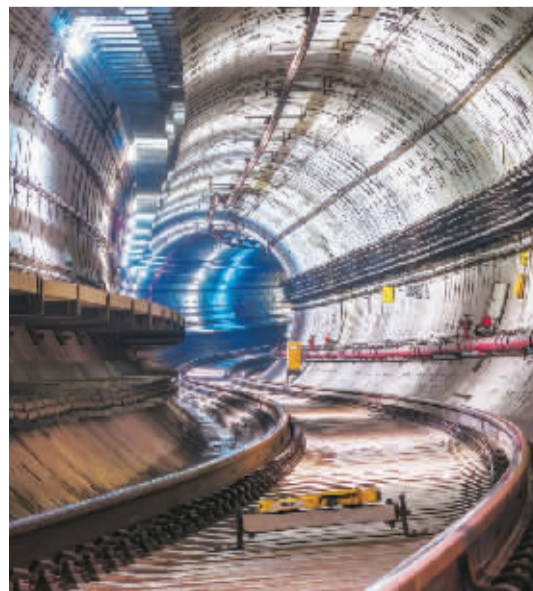
五新隧装介绍，截至2025年底，公司（含兴中科技和五新重工）拥有超400人的专业技术研发团队，累计获得授权专利1193项，其中发明专利超200项，核心技术覆盖智能控制、复杂工况作业等关键领域，形成了完备的知识产权保护体系，为产品创新与市场拓展筑牢技术护城河。

重组价值开始体现

五新隧装表示，随着重大资产重组落地及主营业务的稳健增长，公司资产规模、现金流储备同步提升。截至2025年末，公司总资产达52.57亿元，资产结构进一步优化；货币资金为6.34亿元，现金流储备充足。

公告介绍，兴中科技2025年度经审计的扣非后归母净利润为2.46亿元，超额完成了2025年承诺的业绩；五新重工2025年度经审计的扣非后归母净利润为1.02亿元，也超额完成了2025年承诺的业绩。

在业绩说明会上，五新隧装解释，五新重工属于同一控制下企业合并，兴中科技属于非同一控制下企业合并，两家标的公司收购完成日均为2025年12月25日。根据企业会计准则相关规定，同一控制下企业合并的五新重工，2025年合并利润表已进行追溯调整并纳入全年经营业绩；非同一控制下企业合并的兴中科技，收购日视同为2025年12月31日，2025年度未并入合并利润表，未对当期收入及利润形成贡献。从2026年第一季度报告可以看出并表效果：2026年一季度，公司实现营业收入4.73亿元，同比增长126.35%；归母净利润为5877.48万元，同比增长104.85%，均系兴中科技自2026年起纳入合并报表范围所致。2025年度重组的价值已从2026年一季度数据中得到充分体现。



视觉中国图片

自有IP断更多年

玄机科技申报北交所IPO收到首轮问询函

● 本报记者 杨梓岩

凭借《秦时明月》系列打开国产3D动画市场的杭州玄机科技股份有限公司，正谋求登陆北京证券交易所。然而招股书显示，这家以原创IP起家的公司，数字内容创作及授权业务收入占比已为数年前的三成以上下滑至2025年的不足3%，代表原创能力的自有IP动画已多年未交付新作。2026年5月22日，北交所向玄机科技发出首轮审核问询函，围绕IP业务萎缩、客户集中度偏高、毛利率异常等核心问题，要求公司作出说明。

从原创驱动到代工为主

玄机科技成立于2005年，曾凭借《秦时明月》《天行九歌》等原创动画作品在国产动漫领域占据重要地位，与艺开天、央视动漫并称中国动漫三巨头。2025年7月，公司在新三板挂牌。2026年4月22日，北交所受理其IPO申请，保荐机构为中信建投证券。

招股书显示，2023年至2025年，玄机科技营业收入分别为2.62亿元、3.17亿元、4.02亿元，归母净利润分别为4092.08万元、

6819.71万元、1.23亿元，近两年业绩呈上升态势。但收入结构的深层变化值得关注：数字内容创作及授权业务——即基于自有IP制作动画并对外授权——2022年曾贡献收入9779.59万元，占总营收的34.37%，彼时原创IP是公司收入的核心引擎。到2025年，这一业务收入骤降至1140.57万元，占比仅为2.84%。取而代之的是数字内容制作服务业务，收入攀升至3.82亿元，占比超过95%。所谓数字内容制作服务，即为腾讯视频、优酷、哔哩哔哩等平台承接委托制作订单，按交付进度确认收入，公司不拥有作品著作权。

在作品层面，《秦时明月》第六部《沧海横流》于2020年播出后便陷入停更状态，至今已逾五年。自2021年上线《新秦时明月》和《武庚纪》第四季后，玄机科技已四年未推出全新的原创IP动画。公司目前的在更项目主要为腾讯视频等平台委托制作的小说改编番，如《斗罗大陆》《吞噬星空》《牧神记》《师兄啊师兄》等。

北交所问询函中要求公司说明2023年后未交付全新自有IP作品的原因，公司自有IP的储备情况及后续开发计划，数字内容创作及授权业务是否存在继续下降的风险。问

询函同时要求公司列举报告期内各平台播放量前五名的动画作品及制作单位，进一步明确公司的市场地位。

经营独立性引关注

高度依赖少数大客户，尤其是与第二大股东的关联交易，是问询函关注的另一核心问题。

招股书显示，2023年至2025年，玄机科技来自前五大客户的营业收入占比分别为93.63%、92.78%和96.91%。其中，来自腾讯集团的销售收入占比分别为76.65%、56.05%和50.62%，连续三年过半。林芝利新持有玄机科技18.98%的股份，为第二大股东，而林芝利新是深圳市腾讯睿见投资有限公司的全资子公司。腾讯兼具第二大股东关联方与第一大客户的双重身份。

玄机科技在招股书中称，客户集中度较高“符合行业惯例”。但招股书披露的对比公司数据显示，原力数字3D数字内容制作服务来自腾讯的收入占比在33%至38%之间，凡拓数创、丝路视觉2023年至2025年来自第一大客户的收入占比均低于22.5%，三家同行的客户集中度均远低于玄机科技。北所在问询

函中要求公司说明客户集中度较高是否可能导致未来持续经营能力存在重大不确定性，是否存在对单一客户的重大依赖，以及是否通过关联交易调节业绩、是否存在利益输送。

毛利率异常同样引发监管关注。2023年至2025年，玄机科技综合毛利率分别为46.06%、49.26%、54.93%，三年累计提升近9个百分点。其中核心的数字内容制作服务业务毛利率从41.16%一路攀升至64.50%。然而同行业可比公司该项业务毛利率均值2023年为36.74%，2024年骤降至13.81%。以规模更大的原力数字为例，其2025年3D数字内容制作服务收入达6.64亿元，高于玄机科技的3.82亿元，但毛利率仅为36.10%，较玄机科技低逾18个百分点。北交所要求公司结合应用领域、客户结构、定价机制等说明毛利率高于可比公司且趋势背离的合理性。

此外，玄机科技拟募集资金5.5亿元，其中3.57亿元用于数字内容制作服务能力提升项目，主要包括购置办公大楼及软硬件设备。北交所要求公司说明购置办公大楼的合理性及是否存在闲置风险，并要求公司解释在数字内容创作及授权业务萎缩的背景下，购置IP原创素材的必要性。