

晶华光学存货有疑

记者 王莹

作为北交所“深改 19 条”后首家申请直联机制的二次挂牌企业，广州市晶华精密光学股份有限公司(下称“晶华光学”)的北交所 IPO 动态备受市场关注，公司计划募资 74728.38 万元,投向清远晶华扩产项目和补充流动资金。

近日，被对赌追着启动“加速模式”的晶华光学回复了北交所的第一轮问询,就境外销售的真实性、库存商品的跌价、毛利率波动合理性等问题进行了解释。

对赌当头

晶华光学成立于 1997 年,从事精密光电仪器、汽车智能感知系统和精密光学部件的研发设计、生产制造与销售业务。公司系国内最早主营精密光电仪器产品的公司之一。

公司曾于 2015 年挂牌新三板,但在 2021 年选择了摘牌并开启了创业板辅导。

2023 年 9 月 1 日,中国证监会发布《关于高质量建设北京证券交易所的意见》,被市场称为北交所“深改 19 条”。同日,北交所、全国股转公司发布首批改革创新举措。根据本次改革举措,允许挂牌满 12 个月的摘牌公司二次挂牌后直接申报北交所上市,进一步加大对优质企业的支持力度,降低市场成本、明确各方预期。

随后,晶华光学修改原本计划,剑指新三板二次挂牌并申请北交所直联审核 IPO 事项。晶华光学于 2023 年 11 月 13 日获批挂牌新三板,并于 11 月 30 日正式登陆新三板,从二次挂牌新三板获受理至挂牌,历时约 2 个月。

2023 年 12 月 28 日,晶华光学申请北交所 IPO 被受理,而这距离公司实控人对赌 2023 年 12 月 31 日前申请 IPO 的日期仅剩 3 天。晶华光学惊险抢滩成

功。截至本招股说明书签署日,赫建合计控制公司 56.92%的表决权,系公司控股股东、实际控制人。

2020 年 11 月至 2021 年 3 月,晶华光学实控人赫建分别与柳瑞春、冯育升、胡瑛、徐冬梅、万琴英、宋飞、始祖鸟投资、王仙桃签订“对赌协议”,若晶华光学未能在 2023 年 12 月 31 日前提交境内 IPO 申请或以其行为明示其将不在该时限之前提出 IPO 申请的,赫建对上述各方的股权需要进行回购条款,回购价格为取得价格,赫建应在三年内完成回购。

虽然该“对赌协议”已于 2023 年 10 月终止,但很难说晶华光学成为北交所“深改 19 条”后首家申请直联机制的二次挂牌企业,是迫于对赌压力,还是自信于公司的实力。

除此之外,2022 年 5 月 12 日,赫建还分别与卞振鹏、李福生、杨灏、正奇咨询、濮杏雅、弘湾博观、弘湾航之、张龙清签订对赌协议,涉及 2024 年 12 月 31 日前未提交上市申请文件的问题,涉及回购股份问题,目前已终止。

净利润下滑

那么,晶华光学是怎样的一家企业?晶华光学称公司是业界少有的拥有天文望远镜、运动光学产品(双筒望远镜、瞄准镜、夜视仪、观鸟镜等)、显微镜、气象类产品(气象仪器等)等品类齐全的精密光电仪器产品,且具备从前端至后端垂直一体化的研发设计、生产制造、国际化品牌管理以及全球化渠道建设的公司。其中天文望远镜系精密光电仪器中技术水平最高的精密产品之一,全球与公司天文望远镜生产技术能力等综合实力相当的品牌仅有星特朗(Celestron)、星达(SkyWatcher)、威信(Vixen)等少数几家。公司通过创立和收购等方式构建了国际化的品牌体系,拥有“Bresser(宝



图虫创意 图

视德)”“Explore Scientific (科学探索)”等知名的国际化品牌,代理热成像和数字日夜视觉成像设备的全球知名品牌 Pulsar 等,并与国家地理(National Geographic)等知名品牌商合作,是我国境内为数不多的拥有自主品牌产品且具备多品牌全球运营能力的精密光电仪器企业。

2020 年–2022 年及 2023 年 1 月–6 月(下称“报告期”),公司营业收入分别为 10.03 亿元、12.21 亿元、11.95 亿元和 4.56 亿元,归母扣非净利润孰低为 6219.18 万元、5264.63 万元、9156.13 万元、1619.15 万元。

报告期内,精密光电仪器销售是公司的主要收入来源,主营业务收入的占比从接近 79.44%逐步下降至 61.6%,但仍占过半比例。

汽车智能感知系统销售占主营业务收入占比分别为 4.88%、8.33%、18.15%和 19.31%;精密光学部件销售占主营业务收入占比分别为 15.68%、14.71%、15.07%和 19.09%。公司汽车智能感知系统主要客户为广汽集团、德赛西威、麦格纳、阿

尔派等,对前五大客户销售额占该业务收入比为 80%以上;公司精密光学部件主要客户为腾龙集团、仪景通(承接奥林巴斯显微镜板块)、松下、京瓷、中润光学等,对前五大客户销售额占该业务收入比 85%以上。

晶华光学被工信部认定为第四批国家级专精特新“小巨人”企业。已取得授权专利 187 项,其中发明专利 19 项,同时还取得软件著作权 54 项,作品著作权 2 项。

晶华光学报告期各期末经营活动产生的现金流量净额分别为 7219.85 万元、–5444.99 万元、13592.94 万元、–7147.94 万元,波动非常大。

结合最新回复,晶华光学 2023 年营业收入为 11.13 亿元,净利润为 7304.18 万元;归母净利润为 6412.63 万元,相比 2022 年下滑 28.89%。

记者注意到,晶华光学 2022 年营业收入小幅降低,2021 年净利润出现下滑,2023 年全年营收和净利润均下滑明显。即使扣除汇兑损益的影响,晶华光学 2023 年利润总额较 2022 年还是下滑 4.84%。

存怀疑云

此外,晶华光学的存货有四大疑点。其一,存货规模大幅增多。报告期各期末,公司存货账面价值分别为 26574.97 万元、49081.81 万元、54100.64 万元和 54192.86 万元,占流动资产的比例分别为 39.6%、56.32%、55.2% 和 60.35%,存货规模较高。因而报告期内各期,晶华光学存货跌价均超过 1200 万元,最高 2022 年存货跌价 2037.94 万元。

其二,存货账面价值增速与同期营收增速不匹配。公司同期营业成本分别为 6.75 亿元、8.83 亿元、8.19 亿元、3.28 亿元。2021 年和 2022 年,公司存货账面价值同比增长 84.69%、10.22%,同期营业成本增长 30.81%、–7.25%,存货账面价值增速超过同期营业成本的增速。其三,公司存货周转率下滑且低于同行可比公司。报告期内,公司的存货周转率分别为 2.42、2.25、1.53、1.17,整体有所降低。而公司精密光学仪器和汽车智能感知系统的存货周转率相比同行可

菊乐股份扩张路难走

记者 李昕

菊乐股份冲击 IPO 的道路可谓道阻且长。

作为西南地区的区域性乳制品企业,菊乐股份从 2017 年至今已经连续三次递表深交所,不过,根据其最新的招股书,公司冲击 IPO 依旧难点重重。

省外区域扩张难

根据最新招股书披露,2020 年–2022 年以及 2023 年上半年(下称“报告期”),菊乐股份实现营收分别为 9.94 亿元、14.21 亿元、14.72 亿元及 7.74 亿元;同期,公司实现归母净利润分别为 1.30 亿元、1.58 亿元、1.72 亿元及 1.12 亿元。

其中,来源于四川省内的收入分别为 9.07 亿元、10.59 亿元、11.24 亿元及 5.93 亿元,收入占比分别为 96.35%、95.71%、94.59%及 92.28%。

公司在成都市占率第一,而在四川省其他区域,菊乐股份的主要竞争者是新乳业股份。

根据招股书披露,2022 年新乳业的销售收入为 10 亿元,2023 年 1–6 月为 5.3 亿元。有这样一个实力相当的企业在省内外与之竞争,按照菊乐股份的目前取得的成绩来看,公司尚不能“高枕无忧”。

因此,公司从 2020 年开始尝试开拓新的区域市场,并于 2020 年以 2067.17 万元的价格收购了惠丰乳业 55%的股

份,成为惠丰乳业的实际控制人,并试图通过其进军其他市场。

招股书显示,惠丰乳业成立于 2017 年 1 月,主要产品为嚼酸奶、俄罗斯风味炭烧酸奶等,业务区域覆盖黑龙江、吉林、辽宁、山东等北方省份。

根据招股书中披露的数据来看,在收购初期,惠丰乳业的加入确实让公司的省外业务扩张速度有所加快。

在收购惠丰乳业后的 2021 年,菊乐股份来自省内市场收入的占比从 2020 年的 91.53%大幅度降低到 74.72%,而来自黑龙江省、吉林省和辽宁省的产品销售收入占比由 3.42%上升至 12.77%。

但到了 2022 年度,来自省内的收入占比再度上升至 76.55%,且结合公司最新的半年报数据,这一比例仍然保持在 76.81%,也就意味着,公司对于惠丰乳业的收购,并未如预期一般带来省外业务的高速增长。

如此看来,公司的省外业务扩张步伐依旧相对缓慢且困难,这背后也反映出公司作为一家非全国化乳业品牌,其品牌影响力仍然主要集中在其长期深耕的省内市场,对于四川省以外的市场,缺乏足够的影响力和号召力。

主力产品不占优

根据招股书,菊乐股份的产品主要包括六大类,即含乳饮料、发酵乳、巴氏杀菌乳、灭菌乳、其他乳品及非乳品。其中,公司主要的营收依赖于含乳饮料。报



图虫创意 图

告期内,该类别产品的销售收入占比分别为 65.31%、51.68%、54.82% 及 57.21%。

但含乳饮料市场的竞争十分激烈。根据弗若斯特沙利文以及头豹研究院发布的《2022 年中国含乳饮料行业概览》数据,中国整体含乳饮料市场规模在 1612.3 亿元,2016 年到 2021 年复合增长率为 7.41%,CR5 占比 53.51%,CR10 占比 57.74%。这意味着前五大乳企的集中度占比超过半数,而其他公司瓜分剩下的一半。

这其中不乏娃哈哈 AD 钙奶,伊利优酸乳以及蒙牛真果粒等耳熟能详的大单品,如此看来,菊乐股份主要是依托于区域龙头的先发优势,其产品的优势主要集中在省内区域,在全国化道路上仍面临激烈的市场竞争。

另一方面,原先很多人喝含乳饮料是因为补钙、补充蛋白质,事实上是将含乳饮料当成了牛奶。但随着消费者,尤其是三四线城市居民的认知日益提高,越来越多的人选择直接饮用牛奶,逐渐放弃了含乳饮料。

因此,含乳饮料的消费进一步出现下滑,对于主要收入来源于含乳饮品的菊乐股份而言,未来发展不可避免地受到影响。

在这样的背景下,公司开始寻求其他品类的突破,作为其发展的第二增长极。这也就构成了公司在 2020 年收购惠丰乳业背后的另一重要意图,就是借助惠丰乳业在行业中占优的发酵乳产品,开拓新的增长点。

这笔收购在刚刚完成时,确实达到了一定的效果。

惠丰乳业的主要产品是以“嚼乐奶”为代表的发酵乳,结合菊乐股份在招股书中披露的数据,公司该业务在收购前占比仅为 10.23%,而在收购后,快速攀升到 26.7%,似有成为菊乐股份业务第二增长极的趋势。

然而,在收购完成的第二年,惠丰乳业带来的增长福利似乎就看到了尽头。2022 年,公司发酵乳产品类营收出现负增长,同比下降 6.5%,同时发酵乳的单价也呈下降趋势。

对此,菊乐股份给出的解释是,惠丰乳业的主打产品“嚼酸奶”单价较低,而单价较高的“蜜咔滋”系列产品收入占比持续降低。

而结合广发证券此前发布的研报内容,受益于居民健康意识提升,近年来乳制品需求逐渐向白奶集中,刚需属性偏弱、饮料属性更强的酸奶和乳饮品需求持续下滑。

如此看来,该类产品的需求未来预计很难保持高速增长,同时,由于公司的经销渠道主要以经销商为主,这部分产品主要合作方为大型商超等,集中采购的模式让公司在渠道中难以掌握价格的话语权,未来提价也似乎难度不小。

在这样的背景下,公司未来增长路在何方,仍然存疑。

扩产之忧

招股书显示,此次菊乐股份计划募资约 13.63 亿元,其中 3.39 亿元拟投向

比公司一直更低,且持续下滑。

“要警惕一些存货难以计价、难以盘点的行业,利用虚增存货来消化虚增资金,警惕存货舞弊的可能。”资深财会人员指出存货数据正常合理的重要性,“存货财务造假的特征在于存货非正常增长。存货余额高企,存货周转率偏低,存货周转率持续下滑,存货增长速度快于营业收入增长速度,则表明存货可能存在少结转成本等虚增存货问题的可能性。”

公司表示,其主要收入来源精密光电仪器主要在欧美销售,产品从下达订单生产至销售周期较长,精密光电仪器的原材料采购从下单到交货的周期约为 30–100 天,产品入库至销售完毕短则不到 1 年,长则 2 年以上。同时,2021 年公司受市场需求旺盛、上游供应链受全球公共事件影响并叠加全球供应链受阻等事件综合影响,且考虑到精密光电仪器可长期销售,为防止断货、保障销售的持续性,加大了下单量,也加大了备货量,使得 2021 年末以及 2022 末精密光电仪器库存商品规模维持较高水平。而 2022 年度欧洲地区受突发国际地缘政治冲突影响,人民生活成本增加,消费需求降低,欧洲地区销售不及预期,因此公司存货周转率进一步降低。

其四,同期毛利率增长。报告期内,公司综合毛利率分别为 32.64%、27.69%、31.48%和 28.17%,毛利率存在上下波动,但在存货增长、存货周转率下降的 2022 年却是增长状态。这一点也是值得关注的存货疑点问题。

此外,问询函指出,晶华光学报告期各期境外销售收入分别为 76513.42 万元、90842.72 万元、77457.18 万元、27283.41 万元,占比分别为 77.37%、75.79%、66.53%、61.43%,且客户回函金额占线下收入比例分别为 45.14%、45.80%、53.97%、47.67%,境外客户回函比例较低。这增加了北交所对晶华光学境外销售真实性的问询,或许也增加了核实存货的难度。