

IPO 前老板含泪先套现 2.4 亿！技源集团：故事说不圆，眼看成事故，募投产能居然是总需求的 1.7 倍

导语：独占全球 HMB 半壁江山，仍要看大客户脸色。

作者：市值风云 App：萧瑟

HMB (beta-hydroxy-beta-methylbutyrate) 全称 β -羟基- β -甲基丁酸，是亮氨酸的一种代谢中间产物，能够在促进蛋白质合成的同时减少肌肉蛋白分解流失，具备提升机体功能、加速康复等作用。

作为一类创新营养素，HMB 的市场需求最早出现在欧美国家，在我国商业化进程则相对较晚，2011 年方才被卫生部批准成为新资源食品。

卫生部关于批准翅果油等两种新资源食品的公告

中央政府门户网站 www.gov.cn 2011年01月21日 来源：卫生部网站

【字体：大 中 小】【E-mail推荐 发送

中华人民共和国卫生部 公告

2011年 第1号

根据《中华人民共和国食品安全法》和《新资源食品管理办法》的规定，现批准翅果油和 β -羟基- β -甲基丁酸钙作为新资源食品，将乳酸乳球菌乳酸亚种、乳酸乳球菌乳脂亚种和乳酸乳球菌双乙酰亚种列入我部于2010年4月印发的《可用于食品的菌种名单》（卫办监督发〔2010〕65号）。以上食品的生产经营应当符合有关法律、法规、标准规定。

特此公告。

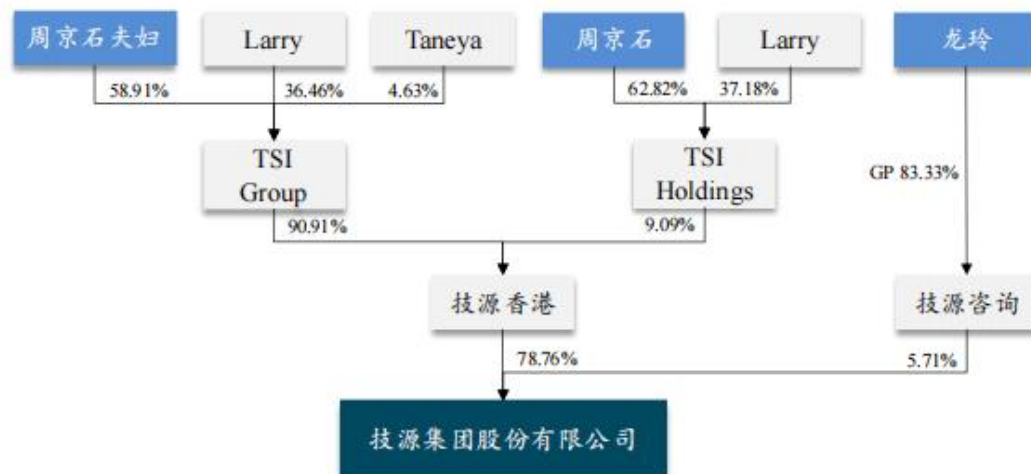
附件：[翅果油等2种新资源食品目录.doc](#)

不过在原材料生产环节，如今我国已占据全球市场 90%以上的份额，是 HMB 原料的主要产地。

风云君注意到，一家以 HMB 生产为标签的公司——技源集团正在闯关在沪市主板 IPO，由东方证券担任保荐人，目前处于问询阶段，今天就带各位一起来看看。

一、市占率超 5 成，但业绩停滞不前

技源集团注册于江苏省江阴市，但严格来说也是一家外资企业。创始人周京石拥有美国国籍，周京石、龙玲夫妇二人当前能够控制公司 84.5%的表决权。



在招股书中，技源集团高调地将自己标榜为“全球 HMB 营养素产业化最主要的技术创新推动者”。

公司系全球 HMB 营养素产业化最主要的技术创新推动者。通过持续的科学研究、临床试验及研发创新，公司拥有多项核心技术专利，覆盖产品功效、生产工艺、产品剂型以及应用配方等各产业链环节。其中公司研究发现并已取得专利保护的“HMB+维生素 D3”营养素组合方案，已被多项临床试验证实，与单独摄入 HMB 相比拥有更好的增益效果，且能够在没有运动干预的情况下有效增加肌肉质量和力量，防止肌肉萎缩，对于人体具有显著的健康效益，已成为 HMB 应用领域最为主流的产品方案。

(来源：技源集团招股书)

风云君查了一下，早在 1995 年 HMB 就通过了美国 FDA 的 GRAS 评估，1997 年又获欧盟批准用于普通食品原料，而技源集团 2002 年方才成立，这里的说辞显然有吹牛的成分。

不过若说自己是全球 HMB 领域的绝对龙头也并不算过分，2021 至 2023 年，技源集团 HMB 产品在全球范围内的市占率分别约为 69.85%、65.80% 和 52.27%，占据了全球 HMB 市场的主要份额。

且 HMB 同样是技源集团旗下众多营养补充剂中的最大单品，近年来的营收贡献约在 3 成左右。

仅靠不足 3 亿的营收规模就能占据全球市场半壁江山，可以看到这一单品的市场空间实际上并不大。

报告期内，公司主营业务收入按产品类别的构成情况如下：

单位：万元

主要产品类别	2024年1-6月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营养原料	32,819.10	67.55%	60,890.50	68.43%	57,074.47	60.38%	59,025.10	73.73%
其中：HMB	15,270.86	31.43%	23,897.55	26.86%	31,995.19	33.85%	23,687.01	29.59%
氨基葡萄糖	9,653.52	19.87%	20,006.74	22.49%	13,257.30	14.02%	21,662.35	27.06%
硫酸软骨素	3,854.33	7.93%	13,284.97	14.93%	6,971.08	7.37%	8,437.93	10.54%
其他营养原料	4,040.40	8.32%	3,701.24	4.16%	4,850.90	5.13%	5,237.81	6.54%
制剂	15,766.80	32.45%	28,086.51	31.57%	37,458.45	39.62%	21,030.59	26.27%
其中：片剂	9,687.21	19.94%	16,787.76	18.87%	26,172.95	27.69%	13,257.22	16.56%
硬胶囊	2,174.92	4.48%	3,010.62	3.38%	4,728.71	5.00%	3,292.80	4.11%
软胶囊	1,162.39	2.39%	1,600.35	1.80%	2,023.07	2.14%	1,302.27	1.63%
粉剂	629.24	1.30%	1,582.19	1.78%	1,425.69	1.51%	1,126.61	1.41%
其他制剂	2,113.03	4.35%	5,105.59	5.74%	3,108.04	3.29%	2,051.70	2.56%
合计	48,585.90	100.00%	88,977.00	100.00%	94,532.92	100.00%	80,055.69	100.00%

(来源：技源集团招股书)

营养原料类产品中，氨基葡萄糖（氨糖）是技源集团的另一大单品。

氨糖同样作为一类创新营养素，是人体关节软骨基质中合成蛋白聚糖所必需的物质，在国内的应用较 HMB 要早一些，目前已有健力多、益节、澳佳宝等初具规模的品牌。

从过去三年的数据看，两类营养原料产品的销售收入也并非持续增长的状态，销售收入和毛利率的波动十分明显，终端消费市场都不算成熟。

制剂类产品则是通过对营养原料加工得到的终端产品，可以直接提供给服务对象使用，直接面向消费者。

技源集团这块业务的主要内容是给客户id提供合同生产服务,说白了就是给别人代工,自有品牌的收入较低,2023 年为 3,414.11 万元,仅占制剂收入的 12.2%、总营收的 3.8%。

对于自有品牌的发展,技源集团还尚未制定相应的发展规划,当前还是以卖原材料和代工服务为主, **还处在给终端客户打工的阶段。**

(三) 发行人是否存在加大自有品牌生产、销售的计划,是否出现与其他客户竞争的情形,发行人是否存在违反与客户之间合同约定的情形,是否存在纠纷或潜在纠纷

发行人一直以来致力于服务膳食营养补充行业品牌客户,为客户提供原创性和定制化的营养原料及制剂产品,自有品牌业务仅为公司在终端消费市场的有益探索,以进一步拓展 HMB 等创新营养原料的应用领域、产品配方、产品形态,提升 HMB 在消费人群的普及度及接受度。**报告期内,发行人自有品牌业务收入占公司营业收入的比例较低,并非公司业务发展的主要方向。除继续推进公司现有品牌产品销售外,截至本回复出具之日,公司暂无进一步加大大品牌生产、销售的计划。**

(来源:技源集团问询回复)

不过从毛利率看,打工的回报也是很香的。

2024 年上半年,技源集团综合毛利率约有 45%的水平,其中营养原料业务毛利率超过 50%,核心单品 HMB 更是超过了 60%。

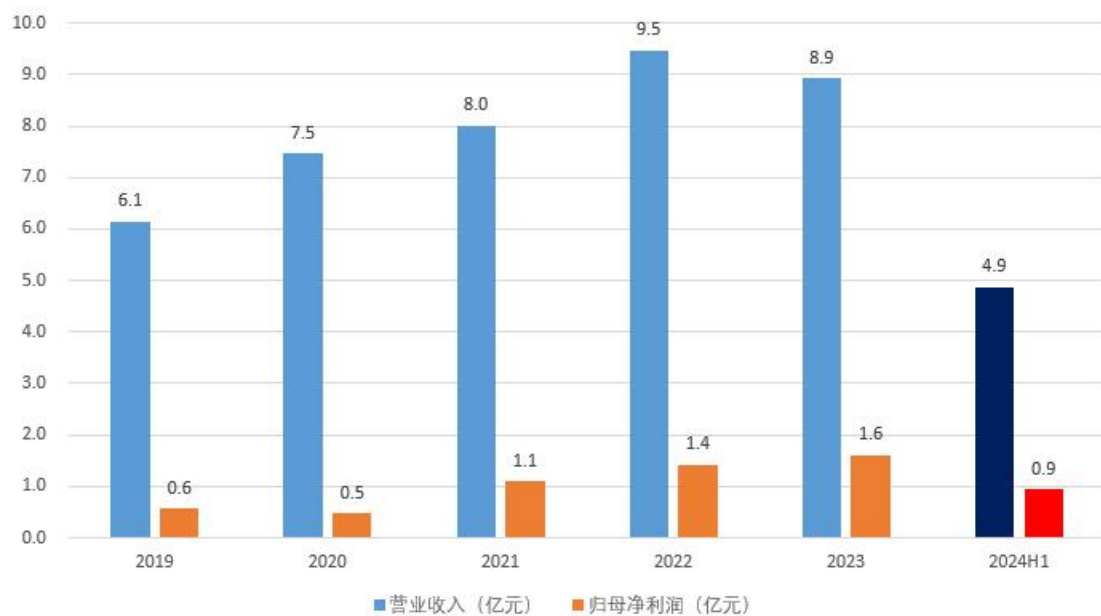
主要产品类别	2024年1-6月		2023年		2022年		2021年	
	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比
营养原料	50.98%	67.55%	46.53%	68.43%	47.82%	60.38%	42.50%	73.73%
其中：HMB	62.60%	31.43%	62.25%	26.86%	56.35%	33.85%	52.08%	29.59%
氨基葡萄糖	39.17%	19.87%	41.02%	22.49%	38.10%	14.02%	35.19%	27.06%
硫酸软骨素	28.27%	7.93%	24.48%	14.93%	19.11%	7.37%	24.24%	10.54%
制剂	32.44%	32.45%	35.63%	31.57%	24.91%	39.62%	25.21%	26.27%
其中：片剂	28.63%	19.94%	30.12%	18.87%	19.68%	27.69%	20.15%	16.56%
硬胶囊	32.84%	4.48%	37.22%	3.38%	32.25%	5.00%	31.49%	4.11%
软胶囊	34.20%	2.39%	33.41%	1.80%	27.79%	2.14%	23.75%	1.63%
粉剂	29.98%	1.30%	37.73%	1.78%	29.58%	1.51%	20.95%	1.41%
合计	44.96%	100.00%	43.09%	100.00%	38.75%	100.00%	37.96%	100.00%

(来源：技源集团招股书)

2023 年，技源集团在几乎没有举债的情况下，仍实现了 22.5%的 ROE，这或许是技源集团冲击主板市场的底气所在。

2023 年末，技源集团资产负债率为 24.3%、有息负债率为 5.6%。

但有些尴尬的是，2023 年技源集团的总营收还不足 10 亿，净利润也只有不到 2 亿的水平，这样的业绩规模，着实很难让人把它与主板突出的“大盘蓝筹”特色联想到一起。



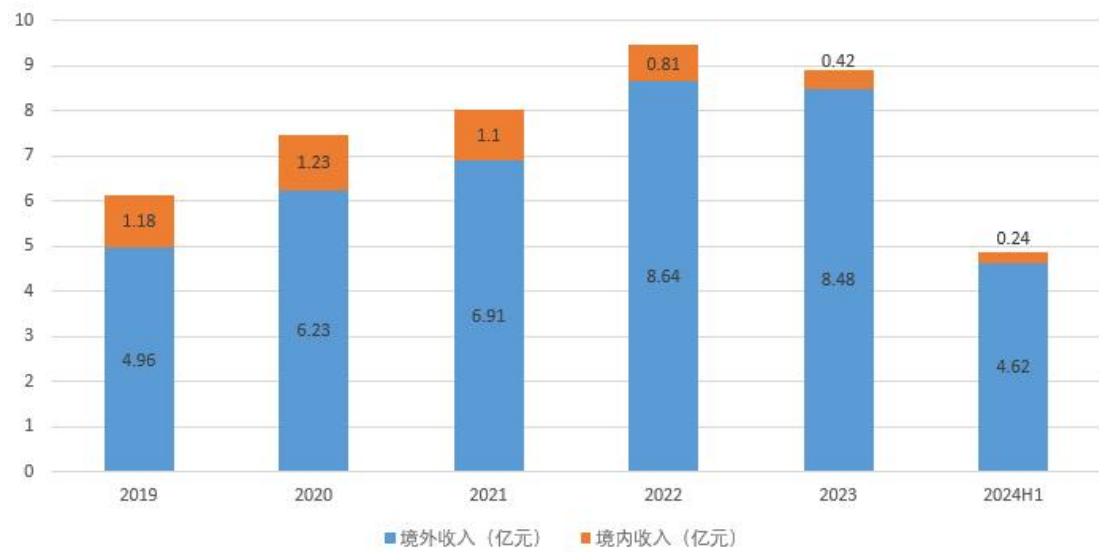
(来源：技源集团招股书，制图：市值风云 APP)

而且最关键的问题在于，近些年来业绩规模也是停滞不前，2023 年在 HMB 市场需求下滑的情况下，收入端还出现了同比下滑。

如何实现增长，成为摆在技源集团面前的一道难题。

二、核心产品依赖雅培，遭汤臣倍健抛弃

分地区来看，技源集团有超 9 成以上收入来自境外市场。



(来源：技源集团招股书，制图：市值风云 APP)

这点从技源集团的客户结构也可见得，过去几年内雅培集团（ABT.N）、Blackmores、Nutramax、PharmaCare 四家境外药企的合计收入贡献均接近 5 成。

单位：万元

期间	序号	客户名称	主要销售内容	销售金额	占比
2024 年 1-6 月	1	雅培集团 ¹	HMB	11,201.12	23.05%
	2	Nutramax ²	氨糖、硫酸软骨素	4,916.39	10.12%
	3	Blackmores ³	氨糖、制剂	4,544.31	9.35%
	4	PharmaCare ⁴	制剂	2,742.52	5.64%
	5	PK Benelux BV	制剂	1,551.01	3.19%
	合计			24,955.36	51.36%
2023 年	1	Nutramax	氨糖、硫酸软骨素	18,086.77	20.33%
	2	雅培集团	HMB	15,460.44	17.38%
	3	Blackmores	氨糖、制剂	7,553.63	8.49%
	4	PharmaCare	制剂	4,706.28	5.29%
	5	Vitamail AS ⁵	制剂	2,764.94	3.11%
	合计			48,572.07	54.59%
2022 年	1	雅培集团	HMB	22,159.68	23.44%
	2	Blackmores	氨糖、制剂	11,310.65	11.96%
	3	PharmaCare	制剂	5,176.86	5.48%
	4	汤臣倍健	氨糖、硫酸软骨素	4,625.21	4.89%
	5	Nutramax	氨糖、硫酸软骨素	4,623.15	4.89%
	合计			47,895.54	50.67%
2021 年	1	雅培集团	HMB	17,557.81	21.93%
	2	Nutramax	氨糖、硫酸软骨素	8,727.55	10.90%
	3	汤臣倍健	氨糖、硫酸软骨素	7,321.47	9.15%
	4	Blackmores	氨糖、制剂	6,949.23	8.68%
	5	PharmaCare	制剂	3,259.34	4.07%
	合计			43,815.40	54.73%

(来源：技源集团招股书)

尤其是其中的雅培集团，虽说销售占比仅有 20%左右，但却是 HMB 产品的主要客户。2021 至 2024 上半年，技源集团向雅培的销售收入占 HMB 业务收入的比例分别为 74.12%、69.26%、64.69%和 73.35%。

很明显，与雅培间的合作关系是影响技源集团业绩重要因素。

据招股书披露，双方签订有长期合作框架协议，但协议即将在 2025 年 3 月到期，即便延长后也将在 2027 年到期。

客户名称	雅培集团
成立时间	1888 年
所在国家/地区	总部位于美国，并在全球多个国家或地区设立了子公司或分支机构
上市情况	纽约证券交易所上市公司，证券代码：ABT
主营业务	全球医疗、健康行业领先企业，具有极高的品牌知名度，在诊断、医疗器械、营养健康产品和药品领域不断提供创新性产品
业务获取方式	商业洽谈
合作模式	双方首先签订长期合作框架协议，确定合作关系，并采用直销模式由发行人直接向雅培集团及其下属企业或雅培集团指定的第三方供应 HMB 营养原料产品，后续再通过具体订单，确定采购产品的具体数量、金额及交付安排
合同主要内容	(1) 采购产品：HMB； (2) 采购价格：双方对协议期限内产品采购价格进行约定，后续通过签订补充协议的方式对采购价格进行陆续调整； (3) 采购安排：协议期限内，在发行人遵守协议约定的情况下，包括但不限于按时足额供应雅培集团所需产品，雅培集团同意就其年度产品需求的 100%全部向发行人采购； (4) 非许可买方：雅培集团在达到协议约定的单一年度基准采购量的情况下，可以要求发行人将终端消费细分市场中与雅培集团存在一定竞争关系的少数企业列入非许可买方清单，公司不得向相关企业销售 HMB 产品； (5) 其他常规约定：产品交付、支付账期、安全库存、产品规范、生产、质量、声明与保证、违约责任等
合作期限及续约安排	在历史合作过程中，发行人与雅培集团通过签订补充协议或更新签署合作主协议的方式，不断延长合作期限。根据双方于 2022 年 4 月签订的补充协议约定，合作期限延长至 2025 年 3 月 31 日，且双方可通过进一步签署补充协议将合作期限延长 2 年

(来源：技源集团问询回复)

而雅培作为市值千亿美元的医药巨头，2023 年营养品业务大类收入为 81.54 亿美元，技源集团的 HMB 在其中占比微乎其微。

双方完全不对等的地位，也使得技源集团在合同中处在劣势的一方，其中最明显的莫过于雅培可以要求技源集团不得向其竞争对手销售 HMB 产品这一条。

这种排他性协议使得技源集团不得不放弃部分下游企业的 HMB 产品需求，本就不大的业务增长空间进一步受限，2023 年全球市占率的下滑或许便与此相关。

且在问询回复中，技源集团还披露了对雅培售价低于其他客户的情况，可见在议价环节中也处于弱势地位。

综上，基于过往合作历史、长期战略合作关系及客户采购规模等因素考虑，发行人在产品定价方面给予雅培集团一定的价格优惠，引致发行人向雅培集团的销售价格低于公司向其他第三方客户的平均销售价格，具有商业合理性。

（来源：技源集团问询回复）

境内业务方面，技源集团近年来呈现出持续萎缩的状态，其中主要原因是对国内第一大客户汤臣倍健（300146.SZ）销售收入的下滑，2021-2023 年间蒸发了 93.9%。

报告期内，发行人对汤臣倍健的销售情况具体如下表所示：

单位：万元

项目	主要销售内容	2024年1-6月	2023年	2022年	2021年
汤臣倍健	氨糖、硫酸软骨素	307.89	505.19	4,619.90	7,282.07
发行人氨糖、硫酸软骨素合计销售收入		13,507.84	33,291.71	20,228.39	30,100.28
占比		2.28%	1.52%	22.84%	24.19%

（来源：技源集团问询回复）

汤臣倍健主要向技源集团采购氨糖和硫酸软骨素，并最终用于旗下“健力多”品牌关节健康产品的生产。

根据汤臣倍健的年报，近两年来健力多产品销售收入同样有所下滑，2021 至 2023 年间自 14.08 亿降至 11.79 亿，但 16.3% 的降幅与对技源集团采购额的下滑幅度相差甚远。

显然汤臣倍健抛弃了技源集团，转而选择了新的供应商。



(来源：汤臣倍健公告，制图：市值风云 APP)

过于依赖大客户的劣势，在技源集团的身上被展现的淋漓尽致。直到 2023 年，来自 Nutramax 的订单拟补了这部分业绩波动。

三、实控人圈钱不手软，募投项目合理性存疑

技源集团的募投项目能否成为破局关键呢？

此次 IPO 计划募资总额共 6.03 亿，包含两处新增产能，一处研发中心，以及 1.5 亿的补流。

本次募集资金计划投资于以下项目：

单位：万元			
序号	项目名称	投资总额	拟募集资金投资额
1	技源集团营养健康原料生产基地建设项目	20,628.68	20,628.68
2	启东技源营养健康食品生产线扩建项目	14,730.50	14,730.50
3	启东技源技术创新中心项目	9,913.75	9,913.75
4	补充流动资金项目	15,000.00	15,000.00
合计		60,272.93	60,272.93

（来源：技源集团招股书）

其中投资额最高的营养原料生产基地项目，具备 300 吨硫酸软骨素、10 吨 7-Keto 和 100 吨 N-乙酰氨基葡萄糖，以及最重磅的 1,200 吨 HMB 年产能。

截至 2024 年中，技源集团已有的 HMB 产能也不过 1,050 吨（年化），且上半年产能利用率已高达 116%。

只看这三组数据看，技源集团确实急需 IPO 募资扩产以缓解产能紧张局面。

报告期内，公司主要产品的产能、产量及产能利用率情况如下：

期间	产品种类	生产线	产能	自产量	产能利用率
2024 年 1-6 月	HMB（吨）	江阴、山东	525.00	611.34	116.45%
	氨基葡萄糖（吨）	徐州	2,250.00	1,566.96	69.64%
	硫酸软骨素（吨）	江阴	150.00	147.91	98.61%
	片剂（亿片）	启东	7.21	6.77	93.85%
2023 年	HMB（吨）	江阴、山东	1,050.00	868.90	82.75%
	氨基葡萄糖（吨）	徐州	4,500.00	2,924.29	64.98%
	硫酸软骨素（吨）	江阴	300.00	290.09	96.70%
	片剂（亿片）	启东	12.96	12.64	97.52%
2022 年	HMB（吨）	江阴、山东	1,650.00	1,244.86	75.45%
	氨基葡萄糖（吨）	徐州	4,500.00	2,195.27	48.78%
	硫酸软骨素（吨）	江阴	300.00	287.92	95.97%
	片剂（亿片）	启东	12.96	11.78	90.89%
2021 年	HMB（吨）	江阴、山东	950.00	817.60	86.06%
	氨基葡萄糖（吨）	徐州	4,500.00	4,206.27	93.47%
	硫酸软骨素（吨）	江阴	300.00	279.69	93.23%
	片剂（亿片）	启东	8.42	7.85	93.22%

（来源：技源集团招股书）

但风云君注意到，2022 年末技源集团的 HMB 产能高达 1,650 吨，至 2023 末方才降至 1,050 万吨，原因是对江阴生产基地 HMB 精油生产线进行停工大修及自动化改造。

若更新完毕后这 600 万吨产能释放出来，应付当前需求绰绰有余，1,200 吨的翻倍式扩产就很没必要了。

假定技源集团 2025 年 IPO，按照招股书中 2 年的建设进度，2027 年 HMB 总

产能将达到 2,850 吨，这个数字是 2023 年市场空间的 1.7 倍。

即使按照招股书中的预测值,2027 年 HMD 的全球市场需求也不过 2,570 万吨,届时产能消纳无疑会是个难题。



（来源：技源集团招股书）

至于 1.5 亿的补流项目也没有合理性可言。

截止 2024 年中，技源股份账上货币资金有 2.10 亿，而银行贷款仅有约 3,000 万，此外还有 5,000 余万的银行理财。

都有闲钱买理财了，为何还要补流呢？

风云君还发现，2021 年 9 月起为优化股权结构，技源集团陆续引入了 11 家外部投资者，但形式以股份转让为主，这期间的转让款算下来有 2.42 亿，且多数转让款都进了实控人夫妇的腰包。

假如是采取定增形式让这笔钱流到公司账上，当前技源股份的货币性资产将有超过 5 亿的规模，即便不 IPO 也足够将其他 3 个募投项目包圆了。

入股时间	入股股东	转让方	入股背景和原因	入股形式	入股价格	增资金额/ 股权转让金额	对应注册资本 /股份数量	定价依据
2020 年 12 月	技源咨询	-	实施员工股权激励	增资	2.30 元/1 元 注册资本	1,420.27 万元	617.51 万元	基于员工过往对公司的 贡献情况，参考公司净 资产情况并经协商定价
2021 年 9 月	宣德投资	-	引入外部投资者，优化公司股 权结构，且投资者看好公司未来 发展前景	增资	20.89 元/1 元 注 册 资 本 (如以股改 折股后股份 数量测算， 交易价格为 6.45 元/股)	5,000 万元	214.41 万元	
	陆晓冬	-				2,000 万元	85.77 万元	
	斐欣投资	技源 香港				8,062.50 万元	385.94 万元	
	腾庚投资					8,062.50 万元	385.94 万元	
	颂德投资					2,687.50 万元	128.65 万元	
	云灏投资					1,791.67 万元	85.77 万元	
	高远投资					1,343.75 万元	64.32 万元	
	前途汇投资					895.83 万元	42.88 万元	
	富安投资					895.83 万元	42.88 万元	
	际盛投资					447.92 万元	21.44 万元	
2022 年 2 月	源德投资	-		增资	6.45 元/股	4,609.81 万元	714.29 万股	结合公司经营现状及未来 发展预期，经各方协 商一致，确定增资及老 股转让前公司整体估值 为 21.5 亿元 ^注

(来源：技源集团问询回复)

最后来看下研发中心项目，技源集团计划构建包括“化学室、分析室、制剂室、植物化学室、药理、毒理室、细胞分子学室”在内的综合技术创新中心，改善公司研发和实验条件。

不过从往年数据看，技源集团并不以研发方面见长，每年研发费用投入约在 4,000 万左右，研发费用率也不足 5%。



(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

更何况技源集团的研发团队构成中, 甚至有近 6 成研发人员的学历不足本科。为这样的草台班子募资近 1 亿, 到底有多少能用在刀刃上呢?

3、研发人员情况

公司研发人员主要系根据员工所属部门、岗位性质及具体承担的工作职能进行划分, 即参与或管理研发项目的专业人员, 以及具有相关技术知识和经验并开展研发活动的人员认定为研发人员, 公司研发人员均为专职人员。

报告期各期末, 公司研发人员数量分别为 116 人、105 人、115 人和 127 人, 占公司员工总数的比例分别为 14.93%、17.41%、19.39%和 19.69%, 其中本科及以上学历人数分别为 53 人、47 人、52 人和 56 人, 占比分别为 45.69%、44.76%、45.22%和 44.09%。

(来源: 技源集团招股书)

总结

仅对雅培等供应商来讲，技源集团算得上一家优秀的供应商，不过若要成为“大盘蓝筹”，或许还有很长的路要走。

终端消费市场不成熟、自有品牌羸弱、严重依赖大客户、国内业务受挫、贸易摩擦加剧.....现阶段技源集团的瑕疵还是相当明显的。