

导语：锂电铜箔卖铲人，但客户不挖金子了。

作者：市值风云 App：萧瑟

创业板 2024 年首单 IPO，家族男女老少共享盛宴！力源海纳：逆势募资扩产，业绩颓势已现

近期风云君在回顾 2024 年的 IPO 市场时，大面上一看总觉得缺了点啥。

直至 12 月 27 日注意到力源海纳的 IPO 申请获受理，风云君方才恍然大悟：在此之前，年内交易所还未曾受理过创业板公司的 IPO，科创板也只有区区 5 家，风头似乎都被北交所抢走了。

注：2024 年，北交所共受理 66 家 IPO。

作为创业板的开闸一单，此次 IPO 由招商证券保荐，计划募资 11.81 亿。而截至 2024 年年中，力源海纳的净资产总额也不过 8.47 亿，算下来几乎相当于再募一个半自己。

如此大的手笔，这家公司究竟想干点啥呢？

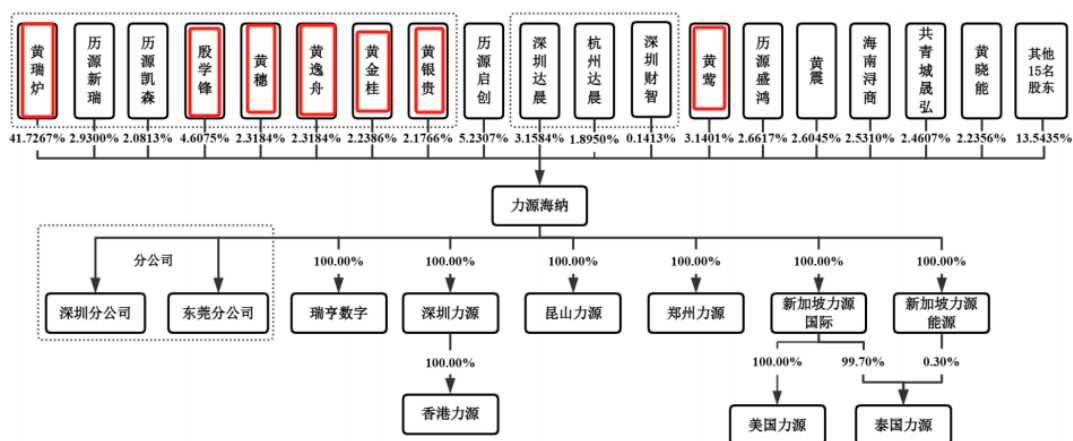
一、肥水不流外人田

力源海纳位于江西省九江市，2006年由黄瑞炉、殷学锋、黄晓能、黄利文、黄震、王瑞锋六人创立。

其中黄瑞炉作为最大的出资人，兼任公司董事长与总经理，同时也是力源海纳的实际控制人。

IPO前，黄瑞炉个人直接持股41.7%，并连同各一致行动人合计控制力源海纳58.1%的股份。

截至本招股说明书签署日，公司股权结构如下图所示：



(来源：力源海纳招股书)

除实控人外，力源海纳还拥有多位黄姓的自然人股东，且多数都是沾亲带故的。

具体来看，黄莺是黄瑞炉的前妻，黄穗、黄逸舟是他们的两个女儿，黄金桂、黄银贵是黄瑞炉的两个姐姐，同为创始人之一的殷学锋还是黄银贵的儿子，也就是黄瑞炉的外甥。

序号	股东姓名/名称	持股数量(万股)	持股比例	关联关系 说明
1	黄瑞炉	1,884.1679	41.7267%	黄瑞炉为历源新瑞和历源凯森的执行业务合伙人，并分别持有历源新瑞和历源凯森出资份额的 47.4806%和 3.7698%；黄瑞炉为黄穗、黄逸舟的父亲，黄银贵、黄金桂的弟弟，黄莺之前夫
2	历源新瑞	132.3048	2.9300%	
3	历源凯森	93.9810	2.0813%	
4	殷学锋	208.0514	4.6075%	殷学锋为黄瑞炉之姐姐黄银贵的儿子
5	黄莺	141.7905	3.1401%	黄莺为黄瑞炉之前妻，为黄穗和黄逸舟之母亲
6	黄穗	104.6857	2.3184%	黄穗为黄瑞炉和黄莺之女儿，黄逸舟之姐姐
7	黄逸舟	104.6857	2.3184%	黄逸舟为黄瑞炉和黄莺之女儿，黄穗之妹妹
8	黄金桂	101.0857	2.2386%	黄金桂为黄瑞炉之姐姐，黄银贵之妹妹
9	黄银贵	98.2857	2.1766%	黄银贵为黄瑞炉、黄金桂之姐姐，殷学锋之母亲

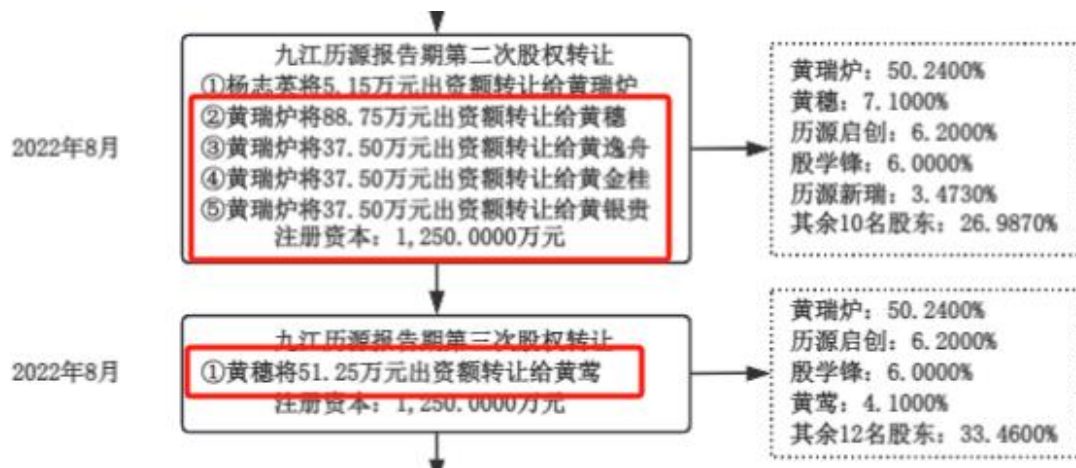
(来源：力源海纳招股书)

此外，6 位创始人中还有黄利文、黄晓能、黄震三位黄姓人士，前者是黄瑞炉的侄子，后两者与黄瑞炉是否有亲属关系则并未在招股书中明说。

家族企业 IPO 并不稀奇，但带着这么多亲戚一起上市，还以家中女眷为主，甚至还给前妻分了一杯羹，这着实是少见。

根据招股书，前妻、两位姐姐、两位女儿的股份均在 2022 年 8 月取得，转让价款均为 1 元，基本就是白给。

有意思的是，前妻黄莺的那部分股份并非来自前夫黄瑞炉，而是过户自女儿黄穗，不知其中因果如何？都说清官难断家务事，这等问题风云君也无从下手。



(来源：力源海纳招股书)

而在同月末的增资中，对于林宏强、陈鹤明、海南浔商三家新进外部股东，力源海纳就收取了 2,500 万的股权对价，果然是肥水不流外人田。此次增资对应公司估值约 5.25 亿。

而行至 2023 年 12 月，在 IPO 前的最后两轮融资中，力源海纳的估值水平飙升至约 20 亿的水平，一年多的时间内翻了四倍。

面对此等良机，黄家一众老少果断选择先套现一部分股权。通过向新进股东达晨系的转让两次交易，黄瑞炉本人及前妻、女儿、姐姐合计拿到了超过 4000 万的转让款，上市前就已经小赚了一笔。

序号	转让方	受让方	转让股份数量(万股)	转让价款(万元)
1	黄瑞炉	深圳达晨	14.9098	603.8400
2	殷学锋		20.5200	831.0600
3	黄莺		14.4000	583.2000
4	王瑞锋		2.4320	98.5000
5	黄穗		9.6000	388.8000
6	黄金桂		13.2000	534.6000
7	黄瑞炉		11.5779	468.9000
8	王瑞锋		1.4592	59.1000
9	黄逸舟	杭州达晨	9.6000	388.8000
10	黄银贵		16.0000	648.0000
11	杨志英		6.4000	259.2000
12	黄瑞炉	深圳财智	3.2492	131.6000
13	王瑞锋		0.1088	4.4000
14	黄震	苏州芯泉	4.9382	200.0000
15	黄震	惠州鑫瑞	3.9456	159.8000
16	黄晓能		8.4000	340.2000
17	王瑞锋	广州瀚旭	9.8765	400.0000
18	黄晓能		4.9383	200.0000
19	黄震		4.9383	200.0000

(来源：力源海纳招股书)

二、主营工业电源，靠新能源发家

为何公司估值会暴涨呢？这就要从业务看起。

自成立以来，力源海纳一直以工业电源产品为主业。这类产品主要为电解、电镀、冶炼等电化学工艺提供电源，且能够根据下游应用场景的具体工艺参数要求，对输出电流、输出电压、输出功率等进行调节。

从这段描述中我们也可猜到，这是一类下游应用广泛的工业设备。

力源海纳初期主要专注于 PCB 电镀、五金电镀和表面处理等领域，后续又陆续拓展至电解铜箔、电子气体、稀土等行业。

但真正让力源海纳发家并有底气挑战 IPO 的，还是这些年间新能源产业的高景气。

我们不妨细看，力源海纳旗下产品主要分为高频开关电源、高速脉冲电源两类。前者是目前公司的主要收入来源，收入贡献常年在 8 成左右，同时也是近年来收入增长的最大动力。

单位：万元

产品类别	2024 年 1-6 月		2023 年度		2022 年度		2021 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
高频开关电源	19,863.47	76.91%	50,346.06	86.53%	38,945.87	80.34%	28,728.16	77.24%
高速脉冲电源	5,191.07	20.10%	6,435.69	11.06%	8,679.84	17.90%	7,368.59	19.81%
其他产品	771.76	2.99%	1,401.94	2.41%	852.65	1.76%	1,097.63	2.95%
合计	25,826.29	100.00%	58,183.70	100.00%	48,478.37	100.00%	37,194.38	100.00%

(来源：力源海纳招股书)

进一步细分下来，高频开关电源的增长，则来自锂电及高精度电子领域的放量。

2021年至2023年间，该领域收入自1.03亿增长至3.45亿，两年间翻了3倍有余。其收入占比也自35.7%提升至68.5%，并在2024年上半年进一步来到77.5%。

报告期内，公司高频开关电源产品收入分应用领域的情况如下：

单位：万元

行业名称	2024年1-6月		2023年度		2022年度		2021年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
锂电及高精度电子铜箔	15,398.34	77.52%	34,481.99	68.49%	23,739.62	60.96%	10,264.12	35.73%
PCB设备	3,048.52	15.35%	6,465.59	12.84%	7,620.66	19.57%	9,027.97	31.43%
特纯电子气体	133.93	0.67%	4,649.48	9.24%	4,053.61	10.41%	6,602.50	22.98%
金属及稀土冶炼	109.38	0.55%	2,781.55	5.52%	1,600.40	4.11%	935.26	3.26%
高端表面处理	558.68	2.81%	883.48	1.75%	982.04	2.52%	558.83	1.95%
环保及水处理	260.35	1.31%	313.35	0.62%	318.13	0.82%	369.93	1.29%
其他行业	354.26	1.78%	770.62	1.53%	631.41	1.62%	969.55	3.37%
合计	19,863.47	100.00%	50,346.06	100.00%	38,945.87	100.00%	28,728.16	100.00%

(来源：力源海纳招股书)

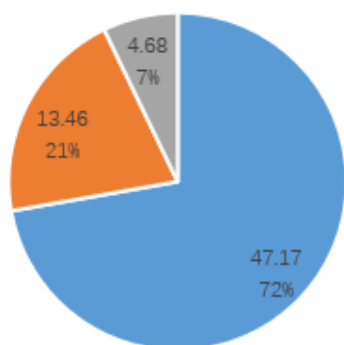
“锂电及高精度电子铜箔”这个划分相当模糊，那么增长究竟来自锂电还是电子行业呢？

上半年力源海纳的第一大客户，是同处九江市的铜箔制造商德福科技(301511.SZ)，收入占比约22.1%。

招股书中还提到，铜冠铜箔(301217.SZ)、诺德股份(600110.SH)、嘉元科技(688388.SH)、中一科技(301150.SZ)等上市公司也都是铜箔领域的客户。

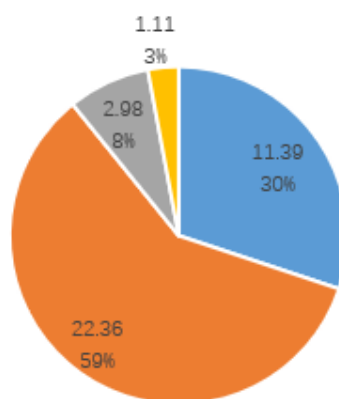
风云君看了一眼，除铜冠铜箔外，其他几家主打的都是锂电铜箔，谁是增长来源一目了然。

2023年德福科技收入构成



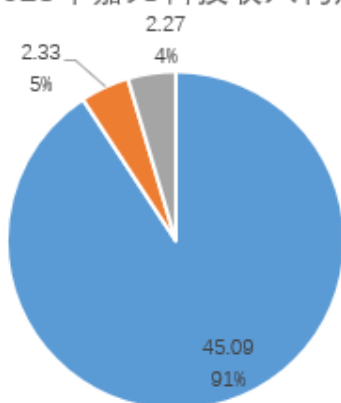
■ 锂电铜箔 ■ 电子电路铜箔 ■ 其他

2023年铜冠铜箔收入构成



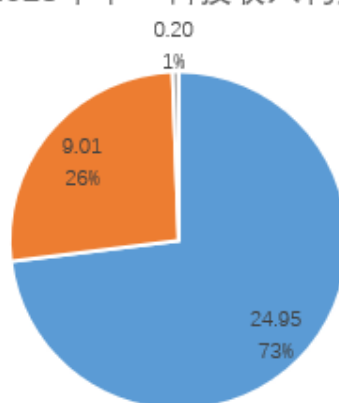
■ 锂电池铜箔 ■ PCB铜箔 ■ 铜扁线等 ■ 其他

2023年嘉元科技收入构成



■ 锂电铜箔 ■ 标准铜箔 ■ 其他

2023年中一科技收入构成

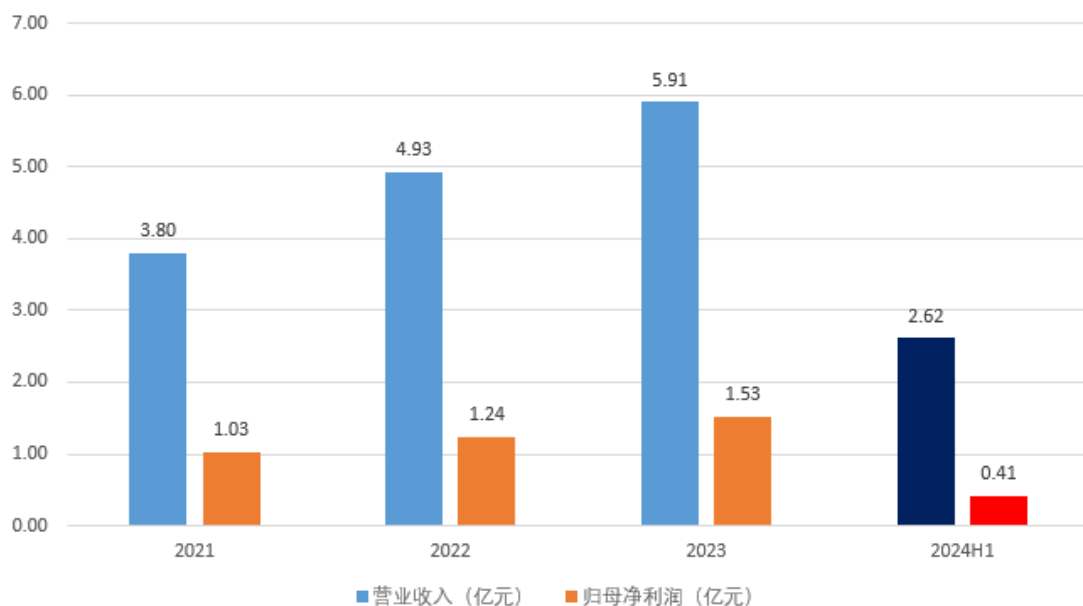


■ 锂电铜箔 ■ 标准铜箔 ■ 其他

(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

据铜箔行业协会的数据,当前力源海纳已是铜箔领域的高频开关电源龙头供应商,过去三年间市占率均超 80%, 同业几乎没有竞争对手。

不过经历了连续两年的增长后，2023 年，力源海纳的营收规模也不过 5.91 亿，这显然也不是什么大行业。



(来源：Choice 终端，制图：市值风云 APP)

三、卖铲人定位，但客户都不挖金子了

更为严重的是，上半年 2.62 亿的收入、0.41 亿的净利润分别只有上年全年水平的 44.3%、26.8%，业绩增长似乎出现了拐点。

关于锂电铜箔这个行业，风云君过去也多次提到过，对上游的铜金属成本变动无计可施，下游还是市场集中度较高的电池，是产业链中相当鸡肋的环节。

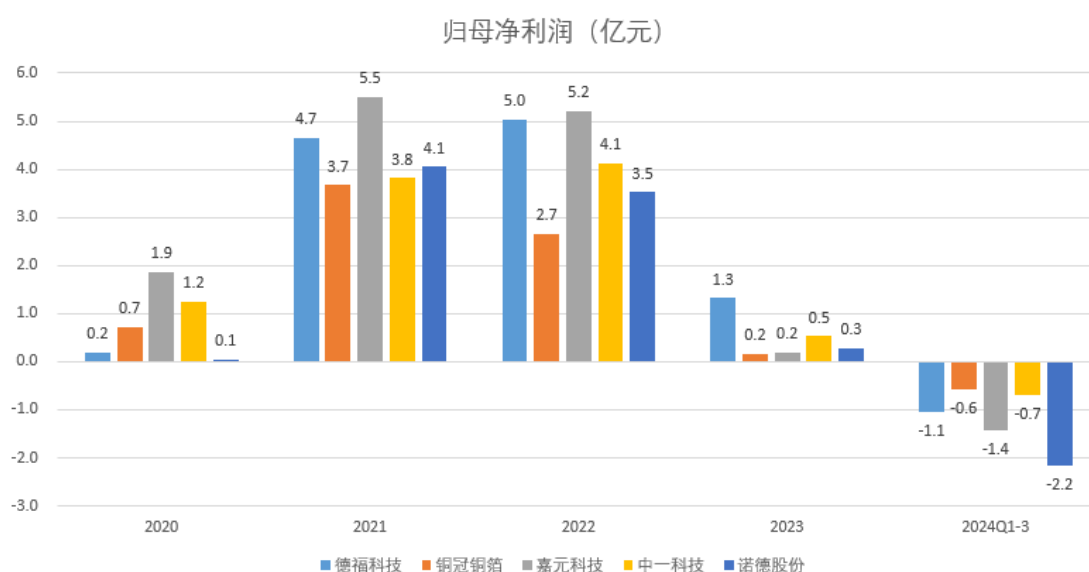
且行业整体产能过剩的背景下，缺少技术壁垒的铜箔环节自然也逃不开。据西部证券 12 月的统计，2024 年铜箔行业已出现超过 30 万吨的过剩产能，占年内总需求近 3 成，且预计在 2025 年还将维持。

表 17: 预计 2025 年铜箔产能 156.2 万吨，供需比 124%

产量 (万吨)	产品类型	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
中国	诺德股份	1.90	3.50	5.00	8.00	8.50	11.00
	嘉元科技	1.55	2.56	5.30	9.00	12.00	12.00
	龙电华鑫	2.30	4.60	6.50	9.50	10.00	12.00
	中一科技	0.88	1.53	3.00	5.00	7.00	7.00
	铜冠铜箔	1.20	1.40	2.00	2.50	3.00	4.00
	德福科技	0.55	2.24	4.50	7.50	12.50	12.50
	盈华电子	1.00	1.80	2.50	3.50	4.00	4.00
	主流厂商合计	9.38	17.63	28.80	45.00	57.00	62.50
	其他厂商	20.00	27.20	37.58	56.96	80.47	93.72
	全球供给	29.4	44.8	66.4	102.0	137.5	156.2
	全球需求 (动力&储能&其他)	25.2	42.2	66.8	89.2	106.4	126.3
	过剩产能	4.2	2.6	-0.4	12.8	31.1	30.0
	供需比 (供给/需求)	117%	106%	99%	114%	129%	124%

资料来源：各公司投资公告，各公司投资者关系活动记录，各公司 2023 年年报，西部证券研发中心

产能过剩带来的自然是价格下滑，前三季度内，包括大客户德福科技在内的一众铜箔厂商均已经陷入亏损。



(来源：Choice 终端，制图：市值风云 APP)

据铜箔行业协会在 11 月发出铜箔生产成本调研分析，现铜箔产品价格已大幅低于平均成本，同时协会也对各大厂商提出了合理调整产品价格、严格控制新建产能等方面的倡议。

实际上在 2024 年内，铜箔企业叫停规划、在建产能的事件已是屡见不鲜。

例如 9 月嘉元科技主动取消了旗下年产 5 万吨的铜箔生产项目，6 月江西铜业 (600362.SH) 还撤回了子公司江铜铜箔的分拆上市申请。

这次 IPO 此前已在 2023 年 6 月，计划募资金额 20 亿，其中 15 亿将用于 2 万吨铜箔产能的建设。

单位：万元

序号	项目名称	实施主体	项目投资金额	拟投入募集资金金额
1	江西省江铜耶兹铜箔有限公司四期 2 万吨/年电解铜箔改扩建项目	江西省江铜铜箔科技股份有限公司	205,534.00	150,000.00
2	补充流动资金		50,000.00	50,000.00
合计			255,534.00	200,000.00

(来源：江铜铜箔招股书)

这对于力源海纳来讲可是个大利空。

毕竟作为卖铲子的设备供应商，收入全指望着下游的新产线建设，如果客户们都不去挖金子了，铲子又要卖给谁呢？

力源海纳的颓势不仅体现在业绩上，上半年产能利用率也大幅下滑至 58.34%，要知道过去三年间这个数字可是均超过 90%的。

单位：台

项目	2024 年 1-6 月	2023 年度	2022 年度	2021 年度
产品产能	31,000	63,000	54,000	44,000
产品产量	18,086	59,728	52,195	41,224
其中：高频开关电源	13,731	54,985	48,503	35,765
高速脉冲电源	4,355	4,743	3,692	5,459
产能利用率	58.34%	94.81%	96.66%	93.69%

注：由于公司主要产品高频开关电源和高速脉冲电源可共线生产，具体产品产量根据市场订单情况调节和配置资源，因此上表未统计单项产品的产能利用率。

(来源：力源海纳招股书)

这样的行业背景下，若还要 IPO 募资扩产，是不是就有些离谱了？

而力源海纳的募投项目中，最大的一个恰恰正是“工业电源生产基地建设项目”。

招股书中有明确说明，这是一个产能扩建项目。

序号	项目名称	投资总额（万元）	募集资金投资金额（万元）
1	工业电源生产基地建设项目	39,852.08	39,852.08
2	深圳研发中心建设项目	18,475.33	18,475.33
3	九江研发中心建设项目	14,976.46	14,976.46
4	数字化及智能化技改项目	9,753.14	9,753.14
5	补充流动资金	35,000.00	35,000.00
合计		118,057.00	118,057.00

(来源：力源海纳招股书)

该项目的具体产能规模虽未披露，但 3.99 亿的投资总额，就已接近力源海纳当前固定资产原值的 3 倍。

此外，高达 3.5 亿的补流项目也很值得商榷。毕竟在 2021、2022 两年分红分掉 9,000 万的时候，咋就没想到如今会缺钱呢？

项目	2024.6.30/ 2024 年 1-6 月	2023.12.31/ 2023 年度	2022.12.31/ 2022 年度	2021.12.31/ 2021 年度
资产总额（万元）	156,357.38	161,254.71	121,376.38	75,377.67
归属于母公司所有者权益（万元）	84,680.72	79,464.73	41,013.67	24,584.32
资产负债率（母公司）	45.30%	50.48%	65.62%	68.27%
营业收入（万元）	26,157.60	59,066.44	49,284.80	38,008.85
净利润（万元）	4,127.24	15,272.92	12,461.47	10,315.44
归属于母公司所有者的净利润（万元）	4,127.24	15,272.92	12,428.22	10,263.17
扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润（万元）	4,542.69	15,150.38	12,274.45	9,415.20
基本每股收益（元）	0.91	3.78	6.20	10.21
稀释每股收益（元）	0.91	3.78	6.20	10.21
加权平均净资产收益率	5.01%	29.54%	39.93%	38.80%
经营活动产生的现金流量净额（万元）	-9,259.61	11,511.21	9,371.04	9,172.14
现金分红（万元）	-	-	2,000.00	7,000.00
研发投入占营业收入的比例	9.40%	5.63%	3.70%	3.44%

(来源：力源海纳招股书)

按照 11.81 亿的募资总额，以及 1,505.16 万股的发行上限计算，力源海纳发行后的估值将来到 47.22 亿，较 2023 年末 20 亿的基础上又有翻倍。

关键是无论是 2024 年中，无论是业绩表现，还是新能源产业链的环境，似乎都无法构成估值翻倍的基础。

四、PCB 杯水车薪

当然我们也不能忘记力源海纳的老本行——PCB。

根据中国电子电路协会数据，力源海纳的 PCB 设备工业电源收入，位于 PCB 专用设备及仪器主要企业排行榜第 20 名，是榜单中唯一一家电源设备制造商，可见也是这一领域的龙头企业。

目前，PCB 不仅是拳头产品高频开关电源的第二大下游，且还贡献了另一大类产品高速脉冲电源的几乎全部收入。

报告期内，公司高速脉冲电源产品收入分应用领域的情况如下：

单位：万元

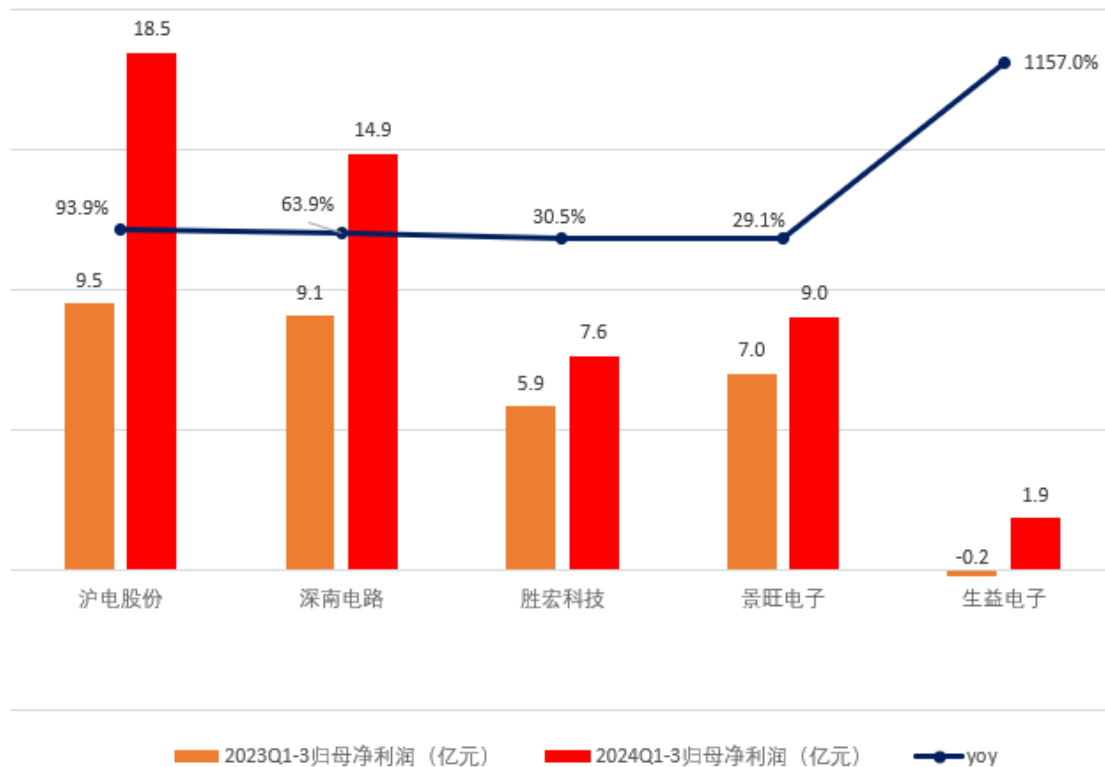
行业名称	2024年1-6月		2023年度		2022年度		2021年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
PCB 设备	5,163.90	99.48%	6,245.19	97.04%	8,536.48	98.35%	6,388.22	86.70%
锂电及高精度电子铜箔	5.02	0.10%	103.52	1.61%	47.06	0.54%	6.12	0.08%
高端表面处理	14.12	0.27%	82.68	1.28%	93.66	1.08%	20.26	0.27%
其他行业	8.02	0.15%	4.29	0.07%	2.64	0.03%	954.00	12.95%
合计	5,191.07	100.00%	6,435.69	100.00%	8,679.84	100.00%	7,368.59	100.00%

注：由于金属及稀土冶炼、环保及水处理等行业的高速脉冲电源产品收入规模较小，上表中并入其他行业列示。

(来源：力源海纳招股书)

PCB 是一类应用成熟的电子器件，行业周期性较为显著。从上表中我们也能看到，过去几年间 PCB 设备收入规模有较大波动。

好在 2024 年，行业景气走入了上行周期，这点从年内力源海纳几家 PCB 客户的业绩回暖中可以得到印证。



(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

考虑到有着算力集群、人形机器人、汽车电子等新兴终端市场释放需求, PCB 行业的未来增长也算是可圈可点。

但这能够弥补铜箔主业的颓势吗?

整体来看, 2023 年力源海纳有 3.54 亿营收来自铜箔领域, 占比超过 6 成, 接近 PCB 设备 1.29 亿的 3 倍。

2024 年上半年, 铜箔、PCB 的收入贡献分别为 1.56 亿、0.84 亿, 仍有近一倍的差距。

对比下两大下游的业务体量，风云君觉得还是很难的。