

看不见的股东回报与看得见疯狂募资、套路减持！飞荣达： 业绩不行，套路贼溜

导语：上市 8 年，累计股权募资 20.7 亿，实控人套现超 3 亿，仅分红 1.4 亿。

作者：市值风云 App：白猫

5 月 9 日，飞荣达（300602.SZ）发布公告，控股股东、实控人马飞与云南国际信托就解除协议转让公司部分股份达成一致，双方的权利义务全部终止，互不承担违约责任。

该股份转让协议在 2024 年 11 月 25 日拟定，马飞拟向云南国际信托转让公司 2900 万股股份，占总股本的 5%。转让价格为 25 日前一交易日收盘价的 82%，即 15.72 元/股，转让价款总共将近 4.6 亿元。

公告显示转让的目的是：“实控人为引入认可公司内在价值和看好未来发展的战略投资者，优化股权结构，推动公司战略发展，同时有效改善实际控制人财务结构，降低质押等财务风险。”

从二级市场表现来看，过去半年间公司股价确实经历了一定幅度的波动。不过，自今年 4 月中旬后，其股价已基本回调至上一年度的 11、12 月份水平。风云君觉得应该不至于是因股价波动而引起的终止。



(市值风云 APP)

此外，这中间还有一个小插曲，2024年12月25日，公司公告将原协议中的一个条款删除。该条款提到“乙方（云南国际信托）支付转让价款以乙方委托人交付信托资金为前提”。

2024年12月25日，公司控股股东、实际控制人马飞先生与云南国际信托签署了《股份转让协议书之补充协议》（以下简称“补充协议”），补充协议内容主要如下：

（一）双方同意将原协议第 5.2(4)条整体删除。

原协议 5.2(4)条内容如下：

乙方支付转让价款以乙方委托人交付信托资金为前提，如因乙方的委托人未能及时认购或追加资金导致乙方无法按约支付转让价款，乙方有权解除合同，或由双方另行协商转让价款支付时间和支付方式，或乙方可通过处置标的股票的资金用于支付转让价款，本协议项下约定的违约责任以本信托财产承担，不足部分由委托人履行，乙方不承担任何违约责任，不以自有资金承担任何赔偿义务。

(关于控股股东、实际控制人拟通过协议转让公司部分股份的进展暨签署补充协议的公告
-20241226)

风云君看完一脸懵逼，资管产品的实际委托人到底是谁，相关信息未披露半分，咱也不知道这背后到底有啥关系，难以判断当初协议转让的真实目的。

建议监管在平衡委托人信息保密义务时，更好地满足市场透明度需求。

而且这条款怎么有种空手套白狼那味儿——乙方可通过处置标的股票的资金用于支付转让价款？！



说回到开头讲到的协议转让终止，市场有声音认为，这一定程度上传递了积极信号，表明实控人对公司未来发展的信心。

不是我不明白，这时代变化快，不知道从啥时候开始的这股吹票之风，办成这事对公司有利，现在没办成怎么也对公司有利了？合着你们是上市公司，就万事皆有利于你了呗？成也旺你，没成也旺你？



一、下游需求拉动、华为加持，营收持续增长

那么公司的真实面目到底如何呢？友友们坐稳扶好，飙车喽。

飞荣达 2017 年上市，截至 2025 年 3 月 31 日，实控人马飞持有公司 40.28% 的股份，加上其妻子黄峥、兄弟马军，三人合计直接持有公司 50.2% 的股份。

| | | |
|--------------------------------|--------|--------|
| 马飞 | 40.28% | 不变 |
| 黄峥 | 7.41% | 不变 |
| 马军 | 2.48% | -0.02% |
| 宁波飞驰荣达股权投资有 限公司 | 2.08% | -0.09% |
| 杨燕灵 | 0.88% | -0.14% |
| 北京汽车集团产业投资有 限公司 | 0.64% | 不变 |
| 香港中央结算有限公司 | 0.49% | -0.24% |
| 招商银行股份有限公司- 南方中证1000交易型开... | 0.38% | -0.03% |
| 罗宾木业有限公司 | 0.37% | 新进 |

(市值风云 APP, 飞荣达前十大股东)

公司主要从事电磁屏蔽材料及器件、热管理材料及器件、基站天线相关器件、防护功能器件及轻量化材料及器件的研发、设计、生产与销售。

由于是华为长期合作的供应商，飞荣达因此受到不少投资者的关注。

从 1997 年开始，飞荣达一直是华为的供应商，在手机、笔记本、服务器、通信设备、新能源汽车及储能等领域都有合作，2024 年度华为销售额占公司营收 17%左右。

这个比例，相当于公司第一大第二大客户。

| 序号 | 客户名称 | 销售额（元） | 占年度销售总额比例 |
|----|------|------------------|-----------|
| 1 | 客户一 | 897,401,249.86 | 17.84% |
| 2 | 客户二 | 874,084,157.84 | 17.37% |
| 3 | 客户三 | 178,878,035.75 | 3.56% |
| 4 | 客户四 | 175,408,299.73 | 3.49% |
| 5 | 客户五 | 154,208,444.94 | 3.07% |
| 合计 | -- | 2,279,980,188.12 | 45.33% |

(2024 年报)

公司的产品主要应用于三大领域。2023 年，其在消费类电子、通信、新能源（新能源汽车、光伏及储能等）领域的收入占比分别 38%、27%、35%。

随着 AI、5G、千兆网络和数据中心的发展推进，高频率的引入、硬件零部件的升级以及联网设备及天线数量的增长，电磁干扰和电磁辐射对电子设备的危害日益严重。

伴随电子产品更新升级，设备功耗不断增大，发热量也随之快速上升。为了解决此问题，电子产品在设计时会加入越来越多的电磁屏蔽、导热散热和防护功能器件。

而在新能源领域，光伏储能系统正向大容量、高安全方向发展。与此同时，随着汽车功能的不断提升，电池和超充桩的需求也快速增长。这一趋势使得散热和电磁屏蔽材料面临更高的性能要求，进而带动了相关市场的增长。

2019-24 年，公司营收 CAGR 为 13.9%，2025 年 Q1 继续增长 14.7%，营收 11.8 亿元。

总体而言，受益于下游应用领域需求增长，公司营收增长可观。

飞荣达 - 营收及增速

● 营业收入（元） ● 营收YOY



| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025Q1 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| ● 营业收入（元） | 26.2亿 | 29.3亿 | 30.6亿 | 41.2亿 | 43.5亿 | 50.3亿 | 11.8亿 |
| ● 营收YOY | 97.3% | 12.0% | 4.4% | 34.9% | 5.4% | 15.8% | 14.7% |

分产品来看，公司营收最大的三块——热管理材料及器件、电磁屏蔽材料及器件、轻量化材料及器件，均呈现不同程度的增长态势。

2024年，以上三大业务的营收占比分别为37%、26%、14%。

飞荣达主要产品营收情况



(来源：Choice 终端、年报，制图：市值风云 APP)

二、AI 服务器液冷业务备受瞩目，但贡献还小

2024 年，消费类电子市场需求回暖，同时受益华为手机市场份额回归以及国产化替代加快，AI PC 的单机价值量及市占率的提升等，公司手机及笔记本电脑等终端产品的市场份额及盈利能力得到持续提升。

此外公司新能源汽车已定点的项目订单持续释放、通信业务发展稳定，带动公司扣非净利润同比增长 93%，2025 年 Q1 继续同比增长 30%。

除了国内业务，公司也有海外业务，2024 年公司境外营收占比为 22%。

从最近两次的调研记录来看，市场对公司 AI 服务器液冷相关业务非常关注。

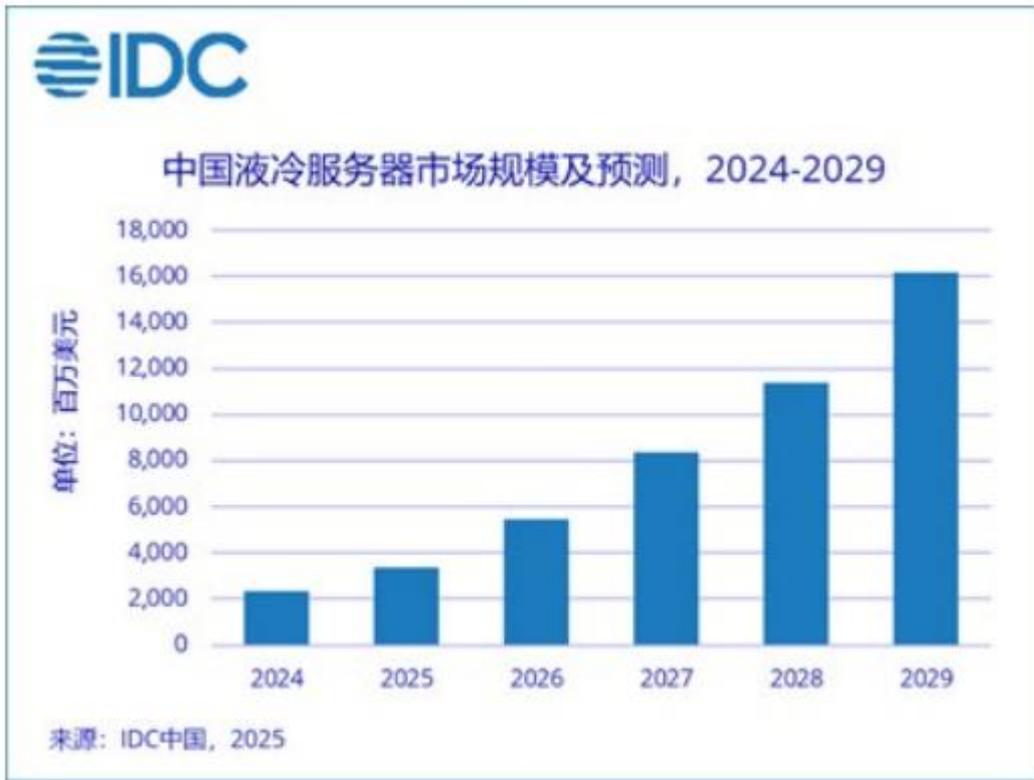
1、公司液冷产品在 AI 服务器市场的渗透率预期及未来营收占比目标？

2、与同行相比，公司在液冷技术上的核心优势是什么？

4、请问贵司在 AI 服务器液冷领域的布局情况以及有哪些重点客户

AI 热浪之下，算力需求飙升，高功耗背后，液冷技术由于高效散热和节能的优势，未来将成为数据中心冷却领域的重要解决方案，算力中心液冷市场有望迎来风口。同时得益于服务器市场的整体加速扩大，液冷服务器的应用也更加广泛。

IDC 预计，2024-2029 年，中国液冷服务器市场年复合增长率将达到 46.8%，2029 年市场规模将达到 162 亿美元。



公司称 AI 服务器液冷相关业务开展较为顺利，营收实现了显著增长。

提到液冷技术上的核心优势，公司称其自主研发的 3D VC 散热器，目前散热功耗可达 1400W，在行业内属于领先水平，并得到行业头部客户的认可。

公司目前在服务器、终端设备领域研发的散热产品包含导热材料及各

类散热模组、风扇、3D VC 散热器、特种散热器、单相液冷冷板模组、两相液冷冷板模组等，能满足不同客户的不同产品、不同场景及不同使用等级等方面的需求。同时，公司已掌握液冷核心技术，也已成为头部企业的核心供应商，部分产品已实现批量交付。

公司在液冷领域布局多年，已形成了较强的液冷产品设计、制造和测试能力。经过多年技术积累和产品迭代，公司多项相关产品已具有领先优势，得到了行业头部客户的认可。比如公司自主研发的 3D VC 散热器，目前散热功耗可达 1400W，在行业内属于领先水平。

随着 AI 行业的发展和应用，对算力基础设施提出更高的要求，对散热及电磁屏蔽解决方案也提出更高的要求，公司一直关注市场变化并且与客户保持密切的沟通与合作，持续对液冷相关产品的研发及技术创新，不断探索和深化液冷技术在各个领域的应用，以推动公司产业进步和满足市场需求。

(20250509 投资者活动记录)

不过公司并未披露 AI 服务器液冷业务的具体营收情况，说明贡献还小。从产品结构看，此业务只是公司热管理领域产品的一部分。



(2024 年报)

三、营收增长、利润背离，资本运作是协同发展，还是利益输送？

1、营收增长，利润背离

虽然公司营收持续增长，但是利润表现与之非常不匹配，近六年的扣非净利润高点还是在 2019 年的 2.8 亿，2021 年就出现过亏损，后逐渐回升，2025 年一季度扣非净利润为 3619 万元。

飞荣达 - 净利润



| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025Q1 |
|---------------|--------|--------|---------|---------|---------|-------|---------|
| ● 归母净利润 (元) | 3.5亿 | 2.1亿 | 3009.4万 | 9618.7万 | 1.0亿 | 1.9亿 | 5776.4万 |
| ● 扣非归母净利润 (元) | 2.8亿 | 1.4亿 | -1.3亿 | 753.0万 | 8172.0万 | 1.6亿 | 3618.7万 |
| ● 归母净利润YOY | 115.9% | -40.4% | -85.6% | 219.6% | 7.3% | 83.0% | 85.6% |
| ● 扣非归母净利润YOY | 88.5% | -52.2% | -197.7% | 105.7% | 985.2% | 92.8% | 30.3% |

2020年和2021年，公司毛利率也持续下滑。2021年较2019年，总共下滑了14个百分点，此后公司毛利率维持在17%-19%左右的水平。

公司解释一方面是疫情，另一方面2020年手机终端出货量下降，同时公司面临新项目布局投入增加但产出规模较低、新收购子公司并表影响，拉低了综合毛利率。

2021年，铜、铝、塑胶等大宗商品市场价格持续上涨，同时受中美贸易冲突及芯片供应紧缺等影响，公司手机及笔记本等终端业务有所下滑，5G通信的建设进度也未达预期，整体业绩进一步下滑。

随着合同签订、产品交付，公司整体规模效应逐渐展现，盈利能力逐步回升。

飞荣达 - 利润率

● 毛利率 ● 经调整营业利润率 ● 净利率



| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025Q1 |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| ● 毛利率 | 29.8% | 23.4% | 15.7% | 17.3% | 19.5% | 19.2% | 17.5% |
| ● 经调整营业利润率 | 14.7% | 6.4% | -2.3% | 0.7% | 3.9% | 5.6% | 4.1% |
| ● 净利率 | 13.4% | 7.1% | 1.0% | 2.3% | 2.4% | 3.8% | 4.9% |

值得注意的是，上市以来，公司资本运作频繁，其中多起运作还收到深交所的关注函。

| 交易类别 | 事项类别 | 交易金额 (万元) | 交易对象 | 是否关联交易 | 交易标的 |
|------------|------|-----------|--------------------------------------|--------|---|
| 2025-01-23 | 收购购买 | 38,000 | 马飞, 黄巍巍, 敖煜之 | 是 | 江苏中煜橡塑科技有限公司100%股权 |
| 2024-12-31 | 资产出售 | 1,350 | 吴璧群 | 否 | 广东博纬通信科技有限公司45%股权 |
| 2024-12-21 | 资产出售 | 1,100 | 昆山市品澜企业管理中心(有限合伙), 昆山市品阙企业管理中心(有限合伙) | 是 | 昆山品岱电子有限公司5%股权 |
| 2024-07-02 | 资产出售 | 2,888 | 吴璧群 | 否 | 广东博纬通信科技有限公司28.8820%股权 (宗地代码:440311201007GB00094宗地号A628-0042) 国有建设用地使用权 |
| 2023-12-09 | 收购购买 | 7,150 | 深圳市规划和国土资源委员会光明管理局 | 否 | 建设用地使用权 |
| 2023-04-11 | 资产出售 | 40,000 | 深圳市汇创达科技股份有限公司 | 否 | 东莞市信为兴电子有限公司100%股权 |
| 2022-05-25 | 收购购买 | 3,073 | 张志伟, 江苏比高投资集团有限公司, 昆山升美企业管理有限公司等 | 否 | 昆山品岱电子有限公司17.07%股权 |
| 2022-02-10 | 收购购买 | 5,024 | 常州市金坛区自然资源和规划局 | 否 | 土地编号为JGJT20210901及JGJT20210902地块使用权 |
| 2020-10-30 | 收购购买 | 1,990 | 深圳交易集团有限公司土地矿业权业务分公司 | 否 | 光明区玉塘街道宗地号为A603-0401的宗地使用权 |
| 2019-11-07 | 收购购买 | 2,880 | 刘伟德, 杨幸生 | 否 | 昆山市中迪新材料技术有限公司36%股权 |
| 2019-09-12 | 资产出售 | 710 | 深圳市高发产业园开发投资有限公司 | 否 | 深圳市南山区北环路猫头山高发工业区高发8#厂房一至六层 |
| 2019-09-11 | 收购购买 | 1,346 | 赖优萍 | 否 | 江苏格优碳素新材料有限公司10%股权 |
| 2019-06-17 | 收购购买 | 17,000 | 任怀德, 张莹, 李晓武 | 否 | 珠海市润星泰电器有限公司51%股权 |
| 2019-06-04 | 收购购买 | 15,300 | 吴璧群, 蔡亮, 吴华建等 | 否 | 广东博纬通信科技有限公司51%股权 |
| 2019-04-09 | 收购购买 | 7,150 | 徐海, 张志伟, 江苏比高投资集团有限公司等 | 否 | 昆山品岱电子有限公司55%股权 |
| 2017-08-16 | 收购购买 | 1,500 | 赖优萍 | 否 | 苏州格优碳素新材料有限公司15%股权 |
| 合计 | | 146,461 | | | |

(iFinD)

2、口技与减持

比如高溢价收购博纬通信，又低价卖回给原股东。

| 交易类别 | 事项类别 | 交易金额 (万元) | 交易对象 | 是否关 联交易 | 交易标的 |
|------------|------|--------------|---------------|------------|------------------------|
| 2024-12-31 | 资产出售 | 1,350 | 吴壁群 | 否 | 广东博纬通信科技有限公司45%股权 |
| 2024-07-02 | 资产出售 | 2,888 | 吴壁群 | 否 | 广东博纬通信科技有限公司28.8820%股权 |
| 2019-06-04 | 收购购买 | 15,300 | 吴壁群, 蔡亮, 吴华建等 | 否 | 广东博纬通信科技有限公司51%股权 |

2018年12月，公司以1.53亿元现金收购博纬通信51%股权，评估确定博纬通信股东全部权益价值为**2.85亿元**。

博纬通信主要经营基站天线业务，飞荣达称该笔收购是对5G战略布局、实现公司业务发展目标的重要举措。

然而该笔收购溢价超10倍，而且收购前博纬通信已连续两年亏损！

单位：元

| 项目 | 2018年10月31日 | 2017年12月31日 |
|--------|----------------|----------------|
| 资产总额 | 104,884,306.64 | 103,093,566.40 |
| 负债总额 | 79,077,695.50 | 71,719,617.51 |
| 应收账款总额 | 12,897,858.50 | 17,018,384.52 |
| 净资产 | 25,806,611.14 | 31,373,948.89 |
| 项目 | 2018年1—10月 | 2017年度 |
| 营业收入 | 35,070,009.13 | 35,509,244.63 |
| 营业利润 | -7,647,703.02 | -4,875,710.79 |
| 净利润 | -6,011,765.28 | -3,429,107.84 |

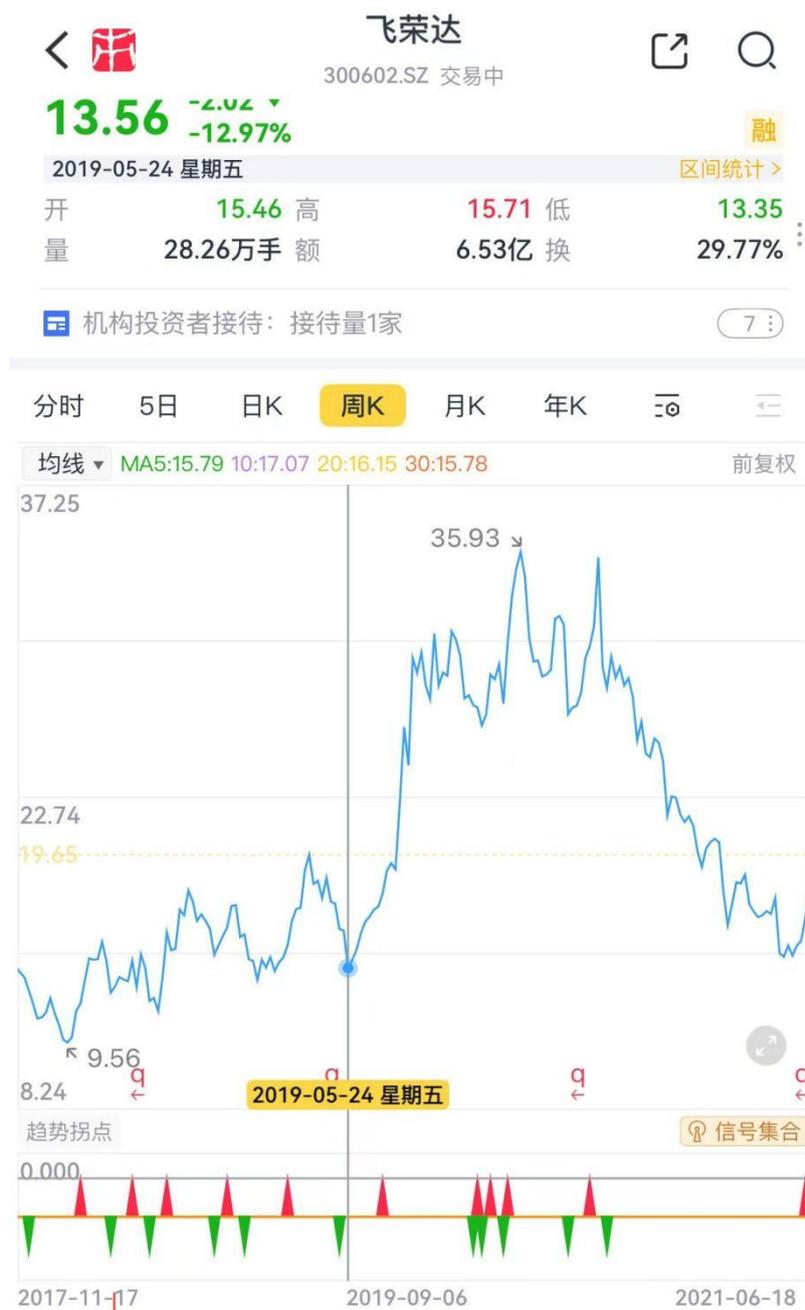
(飞荣达关于现金收购广东博纬通信科技有限公司51%股权的公告 20190102)

风云君怀疑公司只是为了抓住风口，十万火急地要借此炒作5G概念。

2019年6月，国家工信部向中国电信、中国移动、中国联通、中国广电发放5G商用牌照，标志着国内5G建设的进一步提速。同月，公司公告收购完成进展。

从周线来看，公司的股价从 2019 年 6 月份左右开始，涨了有半年多，这期间股价屡创历史新高。

果然“想蹭就蹭，蹭得漂亮，就算这股市有多空旷，总有一天能看到，疯涨的 K 线棒”。



(市值风云 APP)

而在2019年6月-12月份股价疯涨期间,公司高管及实控人纷纷愉快地减持了。

| 公告日期 | 股东名称 | 股东类型 | 变动股数 (股) | 变动方向 | 变动股数占流通股 比例 | 平均交易价(元) | 变动原因 |
|------------|------------------------------|------|-------------|------|----------------|----------|--------|
| 2021-02-10 | 混改股权投资基 金合伙企业(有 限合伙) | 公司 | 10,129,200 | 增持 | 3.27% | -- | 大宗交易平台 |
| 2021-02-10 | 黄峥 | 个人 | -5,064,600 | 减持 | -1.64% | 14.30 | 大宗交易平台 |
| 2021-02-09 | 马飞 | 高管 | -5,064,600 | 减持 | -1.64% | 14.30 | 大宗交易 |
| 2019-12-12 | 刘毅 | 高管 | -28,000 | 减持 | -0.03% | 44.08 | 竞价交易 |
| 2019-11-19 | 杜劲松 | 高管 | -20,000 | 减持 | -0.02% | 52.95 | 竞价交易 |
| 2019-11-19 | 王燕 | 高管 | -26,000 | 减持 | -0.03% | 53.63 | 竞价交易 |
| 2019-11-11 | 杜劲松 | 高管 | -9,000 | 减持 | -0.01% | 51.00 | 竞价交易 |
| 2019-09-24 | 张全洪 | 高管 | -45,000 | 减持 | -0.05% | 50.50 | 竞价交易 |
| 2019-09-24 | 杜劲松 | 高管 | -1,000 | 减持 | 0.00% | 50.50 | 竞价交易 |
| 2019-09-24 | 王燕 | 高管 | -6,000 | 减持 | -0.01% | 50.43 | 竞价交易 |
| 2019-09-24 | 蓝宇红 | 高管 | -5,000 | 减持 | -0.01% | 50.60 | 竞价交易 |
| 2019-09-24 | 马军 | 高管 | -22,600 | 减持 | -0.02% | 49.34 | 竞价交易 |
| 2019-09-20 | 蓝宇红 | 高管 | -13,700 | 减持 | -0.01% | 49.50 | 竞价交易 |
| 2019-09-20 | 马军 | 高管 | -30,000 | 减持 | -0.03% | 49.67 | 竞价交易 |
| 2019-09-19 | 马军 | 高管 | -23,000 | 减持 | -0.02% | 48.68 | 竞价交易 |
| 2019-09-09 | 王燕 | 高管 | -5,000 | 减持 | -0.01% | 49.12 | 竞价交易 |
| 2019-09-06 | 王燕 | 高管 | -1,700 | 减持 | 0.00% | 48.00 | 竞价交易 |
| 2019-09-05 | 邱焕文 | 高管 | -20,000 | 减持 | -0.02% | 47.00 | 竞价交易 |
| 2019-09-04 | 邱焕文 | 高管 | -1,900 | 减持 | 0.00% | 43.61 | 竞价交易 |
| 2019-07-17 | 邱焕文 | 高管 | -7,300 | 减持 | -0.01% | 28.70 | 竞价交易 |
| 2019-07-16 | 刘毅 | 高管 | -46,500 | 减持 | -0.05% | 29.01 | 竞价交易 |
| 2019-06-27 | 邱焕文 | 高管 | -24,000 | 减持 | -0.03% | 26.92 | 竞价交易 |
| 2019-06-20 | 邱焕文 | 高管 | -24,000 | 减持 | -0.03% | 25.96 | 竞价交易 |
| 2019-06-17 | 石为民 | 高管 | -5,000 | 减持 | -0.01% | 24.85 | 竞价交易 |
| 2019-06-14 | 石为民 | 高管 | -21,500 | 减持 | -0.02% | 24.98 | 竞价交易 |
| 2019-06-10 | 罗娟 | 个人 | -1,400 | 减持 | 0.00% | 23.80 | 竞价交易 |
| 2019-06-05 | 罗娟 | 个人 | 600 | 增持 | 0.00% | 23.97 | 竞价交易 |
| 2019-06-04 | 罗娟 | 个人 | 800 | 增持 | 0.00% | 23.51 | 竞价交易 |
| 2018-08-14 | 深圳市高特佳汇 富投资合伙企业 (有限合伙) | 公司 | -439,300 | 减持 | -0.71% | 32.19 | 二级市场 |

(iFinD 重要股东交易记录)

从业绩承诺来看, 果不其然又是一个“先吹牛, 吹上去就马上减持, 再哭穷”的经典老套路: 博纬通信三年业绩承诺完成率仅为 33.9%, 业绩承诺方本需向公司现金补偿 1.01 亿元, 但被调整为补偿现金 5003 万元+广东博纬 22.9%的股权。



呸你个渣男

该股权折合对价 5000 万元，评估确定广东博纬股东全部权益价值为 **2.2 亿元**。

公司遭**深交所质疑**是否协助相关承诺方逃避或减轻补偿义务，在博纬通信承诺期内经营不达预期的情况下，仍进一步提高持股比例的合理性存疑。此外公司还延长现金补偿支付期限，被质疑是否构成资金占用。

交易对价情况及其当前财务状况和偿债能力，说明拟将剩余业绩承诺补偿方式由“现金”变更为“现金+股权”方式的原因及合理性，**你公司是否协助相关承诺方逃避或减轻补偿义务，是否损害上市公司利益；在博纬通信承诺期内经营不达预期的情况下你公司进一步提高持股比例的原因及合理性。**

3.根据本次补偿方式变更方案，相关现金补偿款将在 2021 年 11 月 30 日之前分三期支付；而根据原股权收购协议，承诺人补偿期限为收到补偿通知的 10 个工作日内一次性支付。请说明本次补偿变更方案设置较长支付期限的原因及合理性、是否实质构成占用上市公司资金、是否存在较大的回款风险，补充测算说明相关履约担保措施的

(回复函 20210705)

当然，风云君百乐门代客泊车这么多年，早已熬成了一代泊车小王子，就压根没见过哪家公司能主动承认问询函内容的，一般都是大言不惭一本正经的对着一堆瞎子都能看出来的证据胡说八道。

比如公司就义正词严的表示：这样做是为了避免急功近利、透支标的未来潜力，以及考虑到原股东的补偿能力，有助于双方更好地协同发展。



啧啧啧啧啧啧啧啧，这红口白牙上下嘴皮子翻云覆雨的口.....技，要不说人家能上市呢，咱就只能憋屈的给杨老板打工，天天被熊，敢怒不敢言！！



本次各方协商变更业绩补偿方式，不仅是基于各方对不可抗力客观因素的共识，亦是上市公司本着“协同发展”的初衷。通过变更业绩补偿方式，消除博纬通信短期不可抗力的客观因素对业绩的扰动与长期平稳发展之间的矛盾，**以避免急功近利，透支博纬通信未来潜力；同时，公司考虑到博纬通信原股东目前的补偿能力及个人资金状况，为稳定和挽留核心员工及高端人才，调动其生产经营积极性，鼓励博纬通信及管理层、核心人员更好地与公司加强协同合作**，有利于保证其长远稳定的发展和无线通信领域的持续竞争力，有利于公司推进通信行业天线领域的发展战略，从长远看更有利于维护上市公司及股东的权益。

(回复函 20210708)

时隔一年多后，2022年12月，公司出售广东博纬28.88%的股权。本次交易中，截至2022年10月31日，广东博纬股东全部权益价值评估确定为**0.96亿元**，**前后估值遭大幅缩水。**

1.2018年12月，你公司以1.53亿元现金收购广东博纬51%股权，评估确定广东博纬股东全部权益价值为**2.85亿元**。2021年8月，你公司通过业绩补偿方式取得广东博纬22.88%股权，折合对价5,000万元，评估确定广东博纬股东全部权益价值为**2.19亿元**。本次交易中，截至2022年10月31日，广东博纬股东全部权益价值评估确定为**0.96亿元**。本次交易完成后吴壁群成为广东博纬第一大股东，持股比例为48.48%，你公司变更为广东博纬第二大股东，持股比例为

(关注函 20221216)

接着2024年12月31日，公司公告以1350万元出售剩余的45%股权。**仅一买一卖，公司一个小目标泡汤，原股东站着就把钱挣了。**

风云君不禁还有一个疑问，飞荣达到底是活菩萨、做慈善，还是背后互相有何利益勾兑呢？

ěi, 打不着



3、业绩承诺与空头支票

再比如 2025 年 1 月 23 日，飞荣达公告拟以自有资金或自筹资金 3.8 亿元收购江苏中煜 100%股权。

江苏中煜是一家以高端橡胶密封件及新能源汽车橡胶制品生产销售为一体的制造型企业，同时也是飞荣达的供应商。公司称本次收购将丰富其在新能源领域的产品矩阵。

2024 年 1-10 月，江苏中煜净利润 4749 万。

| 项目 | 2024 年 10 月 31 日 | 2023 年 12 月 31 日 |
|------|------------------|------------------|
| 资产总额 | 24,585.62 | 24,096.41 |
| 负债总额 | 12,578.33 | 14,838.34 |
| 净资产 | 12,007.29 | 9,258.07 |
| 项目 | 2024 年 1-10 月 | 2023 年度 |
| 营业收入 | 17,114.80 | 17,554.58 |
| 营业利润 | 5,526.86 | 5,108.10 |
| 净利润 | 4,749.22 | 4,408.66 |

(飞荣达关于收购江苏中煜橡塑科技有限公司 100%股权暨关联交易的公告)

由于马飞持有江苏中煜 60%股权，因此这属于**关联交易**。根据交易方案，此次

收购江苏中煜的溢价率为 219%，交易完成后，公司将**新增超 2 亿的商誉**。



尽管双方已就业绩承诺事项达成协议，但达不到承诺所涉及的回购条款设定得极为宽松——两年累计净利润低于 3000 万元。

3.1 各方确认，乙方为本次收购向甲方作出如下业绩承诺如下：

- (1) 标的公司 2025 年度净利润达到 5,500 万元；
- (2) 标的公司 2026 年度净利润达到 5,600 万元。

3.2 如果标的公司在业绩承诺期间累计实际实现的净利润低于 3,000 万元（不含 3,000 万元），甲方有权在该情形发生后，要求乙方以本次收购收到的股权转让款加计同期活期存款利息的价格回购甲方通过本次收购受让的标的公司股权。

（飞荣达关于收购江苏中煜橡塑科技有限公司 100%股权暨关联交易的公告）

所以这种承诺和空头支票有啥区别？

这件事情就好比一家人关起门来商量着怎么分蛋糕，外人就是插不上嘴，这难道不是打着收购的幌子，给自个儿输送利益吗？

左手倒右手这门生意，算是让诸位给玩明白了。



四、竞争日益加剧，虾米各自为战

从毛利贡献来看，公司的热管理以及电磁屏蔽业务贡献绝大部分毛利，2024年二者毛利贡献占比分别为46%、41%。

近年来，在巨大的市场需求推动下，我国电磁屏蔽及导热领域的市场容量、需求逐渐增长，与此同时生产企业数量迅速增加，导致产品价格下调，利润空间日益缩小，市场竞争逐步加剧。

再加上本就低的行业集中度，企业们可谓各自为战，没有一个能扛旗的“带头大哥”。

其中导热材料领域，飞荣达算是国内领先企业，市占率不到10%。

单位：亿元

| 公司名称 | 导热材料业务内容 | 2021年导热材料销售收入 | 占全国导热材料市场比例 |
|------|---|---------------|-------------|
| 中石科技 | 高导热人工合成石墨材料、热管/均热板、导热界面材料 | 11.27 | 7.21% |
| 飞荣达 | 导热界面器件、石墨片、导热石墨膜、散热模组、吹胀板、热管、VC、散热风扇、半固态压铸、特种散热器、汽车液冷板、汽车端板 | 11.13 | 7.12% |
| 碳元科技 | 高导热石墨膜、超薄热管和超薄均热板等 | 2.57 | 1.64% |
| 深圳垒石 | 石墨散热膜、热管、均温板等 | 3.86 | 2.47% |
| 思泉新材 | 人工合成石墨散热片、人工合成石墨散热膜以及其他热管理材料等 | 4.36 | 2.79% |

(思泉新材招股书)

电磁屏蔽材料领域,国外大型电磁屏蔽材料企业经过长时间发展,产品范围较广,电磁屏蔽材料通常仅为其主营业务的一部分。国内企业起步较晚,在产品种类、应用领域范围、终端客户群体上与国外企业存在一定差异和差距。

据 BCC Research 预测,2023 年全球电磁屏蔽材料市场规模约 92.5 亿美元。飞荣达的规模在国内较为领先,不过经测算,同期飞荣达的电磁屏蔽业务在全球的市占率不到 2%。

| 公司名称 | 专注领域 | 2021 年营业收入 | 2021 年分领域收入占比 |
|------|------|------------|---------------|
|------|------|------------|---------------|

| | | | |
|------|--|----------|--|
| 达瑞电子 | 消费电子领域（粘贴固定补强类、防震防尘防护类、绝缘屏蔽导电类等功能性器件）、可穿戴电子领域（头戴耳机类结构性器件、VR眼镜类结构性器件）、3C智能装配自动化设备 | 12.14 亿元 | 消费电子功能性器件占 69.53%、可穿戴电子产品结构性器件占 19.18%、3C 智能装配自动化设备领域占 10.52% |
| 飞荣达 | 电磁屏蔽材料及器件、导热材料及器件、防护功能器件、基站天线及相关器件等 | 30.58 亿元 | 电磁屏蔽材料及器件占 32.29%、基站天线及相关器件占 8.96%、热管理材料及器件占 36.38%、防护功能器件占 12.57%、轻量化材料及器件占 5.06%、功能组件占 1.17%、其他产品占 1.42% |
| 恒铭达 | 消费电子功能性器件（粘贴、固定类、导电屏蔽类、绝缘类、缓冲类、散热类）、消费电子防护类产品、消费电子外盒保护膜 | 11.30 亿元 | 平板电脑类产品占 18.60%、手机类产品占 34.81%、手表及其他消费电子产品占 22.07%、通信机柜等占 22.25% |
| 世华科技 | 精密制程应用材料、电子复合功能材料和光电显示模组材料 | 4.25 亿元 | 电子复合功能材料占 70.77%、精密制程应用材料占 25.86%、光电显示模组材料占 3.37% |
| 本公司 | 电磁屏蔽产品（导电泡棉、导电布及胶带）、绝缘产品（陶瓷片、缓冲发泡体、双面胶） | 4.28 亿元 | 电磁屏蔽材料占 79.84%、绝缘材料占 20.16% |

注：同行业公司数据来源于公开披露的年度报告。

(隆扬电子招股书)

从客户资源来看，站在飞荣达背后的多是大厂。面对规模化、集成化的下游以及集中度较高的终端品牌商，处在中游的材料商议价权不太能好到哪里去。

终端类客户包括华为、微软、联想、三星、荣耀、小米、HP、Dell 等。

通信类客户包括华为、中兴、诺基亚、爱立信、思科、中信科移动等。

数据中心、服务器客户包括：华为、中兴、思科、浪潮、大唐移动、宝德、烽火超微、新华三、超聚变、联想、纬创、纬颖、仁宝、华硕、东方通信、神州鲲泰及其他重要客户等。

新能源汽车类客户包括比亚迪、广汽、北汽、中车、中兴新能源汽车、一汽奔腾、一汽红旗、吉利、威迈斯、速腾聚创、宁德时代、欣旺达、国轩及孚能等。

光伏及储能等新能源领域类客户包括华为、YG、古瑞瓦特、固德威、富兰瓦时、瑞浦兰钧等。

其它类客户包括格力、迈瑞、松下、大疆、歌尔、广达、仁宝、纬创、和硕、普渡、九号、Legrand 及 Ulike 等。

(2024 年报)

比较下来，飞荣达相较国内同行的优点是通过业务的不断延伸，拥有比较齐全的产品线、产品应用领域更为广泛，也因此规模上略胜一筹。



(2024 年报)

中石科技 (300684.SZ) 是飞荣达在国内导热材料领域的主要竞争对手之一，在人工合成高导热石墨膜领域，目前中石科技是全球龙头。

2024 年，飞荣达的热管理及器件营收为 18.6 亿元，整体规模已经超过中石科技，同期中石科技导热材料营收为 14.9 亿元。

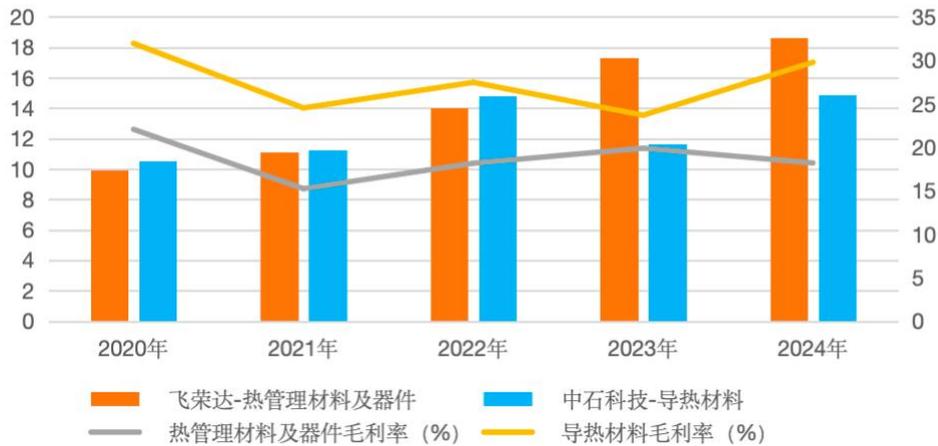
单位：亿元

| 公司名称 | 导热材料业务内容 | 2021 年导热材料销售收入 | 占全国导热材料市场比例 |
|------|---|----------------|-------------|
| 中石科技 | 高导热人工合成石墨材料、热管/均热板、导热界面材料 | 11.27 | 7.21% |
| 飞荣达 | 导热界面器件、石墨片、导热石墨膜、散热模组、吹胀板、热管、VC、散热风扇、半固态压铸、特种散热器、汽车液冷板、汽车端板 | 11.13 | 7.12% |
| 碳元科技 | 高导热石墨膜、超薄热管和超薄均热板等 | 2.57 | 1.64% |
| 深圳垒石 | 石墨散热膜、热管、均温板等 | 3.86 | 2.47% |
| 思泉新材 | 人工合成石墨散热片、人工合成石墨散热膜以及其他热管理材料等 | 4.36 | 2.79% |

(思泉新材招股书)

但从热管理业务的毛利率来看，与同行相比，飞荣达并未体现出优势。2024 年，飞荣达、中石科技的可比业务的毛利率分别为 18%、30%。

同行比较



(来源: Choice 终端、年报, 制图: 市值风云 APP)

从思泉新材 (301489.SZ) 的招股书来看, 这很大程度与细分应用领域和产品结构有较大关系。比如飞荣达在导热石墨膜领域具有一定的技术优势、毛利率较高, 但其传统产品导热界面器件业务由于同质化较高则会拉低相关业务毛利率。

根据飞荣达披露的招股说明书, 飞荣达在收购苏州格优后进入导热石墨膜领域, 苏州格优在导热石墨膜领域具有一定的技术优势, 可生产卷材导热石墨膜, 产品毛利率较高, 而传统产品导热界面器件毛利率低于石墨膜毛利率。公司人工合成石墨散热片、人工合成石墨散热膜营业收入合计占比显著高于飞荣达导热石墨膜营业收入占比, 且公司开发的其他新材料产品, 毛利率更高。

(思泉新材招股书)



五、闲置募集资金补流，常年无法自我造血

飞荣达有一个最致命的问题：**常年无法自我造血。**

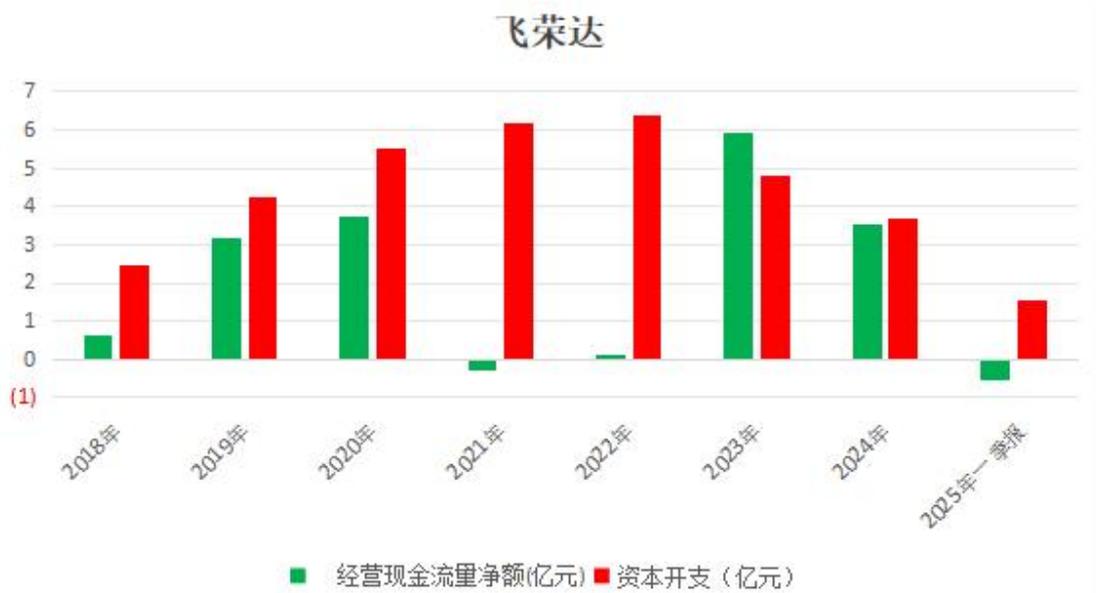
飞荣达 - 自由现金流

● 自由现金流 (元)



| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025Q1 |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|------|----------|--------|
| ● | -1.9亿 | -1.1亿 | -1.8亿 | -6.5亿 | -6.3亿 | 1.1亿 | -1644.7万 | -2.1亿 |

公司经营活动现金流量金额无法覆盖资本开支，持续靠资本市场输血，**上市 8 年，累计股权募资 20.7 亿。**



(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

一方面公司的外延并购不断，另一方面，募投进展不尽人意。



2023年5月，飞荣达通过定增募资10亿元，除补流以外的唯一募投项目——新能源相关器件建设项目先后经历地址变更和延期，到2024年12月底，项目进展不到6%。

| 融资项目名称 | 证券上市日期 | 承诺投资项目和超募资金投向 | 项目性质 | 是否已变更项目(含部分变更) | 募集资金承诺投资总额 | 调整后投资总额(1) | 本报告期投入金额 | 截至期末累计投入金额(2) | 截至期末投资进度(3)=(2)/(1) | 项目达到预定可使用状态日期 | 本报告期实现的效益 | 截止报告期末累计实现的效益 | 是否达到预计效益 | 项目可行性是否发生重大变化 |
|----------------|-------------|---------------|------|----------------|------------|------------|-----------|---------------|---------------------|---------------|-----------|---------------|----------|---------------|
| 承诺投资项目 | | | | | | | | | | | | | | |
| 1. 新能源相关器件建设项目 | 2017年01月26日 | 承诺投资项目 | 生产建设 | 否 | 79,824.37 | 79,824.37 | 1,689.53 | 4,545.18 | 5.69% | 2026年12月31日 | 0 | 0 | 不适用 | 否 |
| 2. 补充流动资金项目 | 2017年01月26日 | 承诺投资项目 | 补流 | 否 | 18,550 | 18,550 | 0 | 18,608.43 | 100.32% | | 0 | 0 | 不适用 | 否 |
| 承诺投资项目小计 | | | | | -- | 98,374.37 | 98,374.37 | 1,689.53 | 23,153.61 | -- | 0 | 0 | -- | -- |

(飞荣达 2024 年报)

公司称为了提高资金使用效率以及满足日常使用资金的需要，于是2023年8月份以来，滚动式用募集资金补流，每次4亿元。

公司于2023年8月16日召开第五届董事会第十七次会议和第五届监事会第十七次会议，分别审议通过了《关于使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金的议案》，并同意公司使用闲置募集资金不超过50,000万元暂时补充公司日常经营所需的流动资金，使用期限自董事会批准之日起不超过12个月，到期或募集资金投资项目需要时及时归还至募集资金专户。公司已于2024年8月2日将用于暂时补充流动资金的部分闲置募集资金人民币40,000万元提前全部归还至公司募集资金专用账户，使用期限未超过12个月。

公司于2024年8月16日召开第五届董事会第二十二次会议和第五届监事会第二十一次会议，分别审议通过了《关于使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金的议案》，并同意公司在确保不影响募集资金投资项目建设、募集资金使用和不改变募集资金用途的情况下，使用闲置募集资金不超过40,000万元暂时补充公司日常经营所需的流动资金，使用期限自董事会批准之日起不超过12个月，到期或募集资金投资项目需要时及时归还至募集资金专户。公司于2024年8月27日将40,000万元暂时性用于补充流动资金。

(2024 年报)

上市至今，飞荣达累计分红1.4亿，股东回报离及格线还差得远。虽然做业绩和

股东回报拖拖拉拉，但是人家减持速度飞快呀：**马飞、马军、黄峥三人通过减持累计已套现超 3 亿。**

哈哈哈哈哈，吭哧吭哧干实业，还不如实控人挥一次镰刀来钱快！

| 公告日期 | 股东名称 | 股东类型 | 变动股数(股) | 变动方向 | 变动股数占流通股比例 | 平均交易价(元) | 变动原因 | 减持金额 |
|------------|------|------|------------|------|------------|----------|--------|--------------|
| 2025-03-14 | 马军 | 高管 | -100,000 | 减持 | -0.03% | 23.90 | 竞价交易 | -2,390,000 |
| 2025-03-13 | 马军 | 高管 | -38,800 | 减持 | -0.01% | 23.80 | 竞价交易 | -923,440 |
| 2023-06-13 | 黄峥 | 个人 | -4,907,000 | 减持 | -1.54% | 13.75 | 大宗交易平台 | -67,471,250 |
| 2023-06-12 | 马飞 | 高管 | -4,907,000 | 减持 | -1.54% | 13.75 | 大宗交易 | -67,471,250 |
| 2021-02-10 | 黄峥 | 个人 | -5,064,600 | 减持 | -1.64% | 14.30 | 大宗交易平台 | -72,423,780 |
| 2021-02-09 | 马飞 | 高管 | -5,064,600 | 减持 | -1.64% | 14.30 | 大宗交易 | -72,423,780 |
| 2019-09-24 | 马军 | 高管 | -22,600 | 减持 | -0.02% | 49.34 | 竞价交易 | -1,115,084 |
| 2019-09-20 | 马军 | 高管 | -30,000 | 减持 | -0.03% | 49.67 | 竞价交易 | -1,490,100 |
| 2019-09-19 | 马军 | 高管 | -23,000 | 减持 | -0.02% | 48.68 | 竞价交易 | -1,119,640 |
| 合计 | | | | | | | | -313,814,536 |

(来源: iFInd)