

# 阳光集团冲A“卡壳”逾两年半

## 2025年前三季度净利回暖

早在2023年6月便进入问询阶段的阳光集团，IPO至今未能等来上会机会。

据了解，阳光集团主营业务为煤化工产品和精细化工产品的生产与销售，公司IPO于2023年2月27日获得受理，当年6月8日进入问询阶段。

从基本面来看，2022—2024年，阳光集团净利接连大幅下滑。财务数据显示，2021—2024年，阳光集团营收分别约为159.92亿元、204.38亿元、181.94亿元、158.3亿元；归属净利润分别约为21.36亿元、11.75亿元、6.74亿元、3.79亿元。2025年前三季度，阳光集团营收约为90.76亿元，上年同期为118.3亿元；归属净利润约为2.82亿元，较上年同期的2.23亿元有所增长。

从研发费用看，2022—2024年以及2025年上半年，阳光集团的研发费用分别为4522.32万元、5760.28万元、4549.03万元和2031.9万元，占当期营收的比例分别为0.22%、0.32%、0.29%和0.34%。另外，值得一提的是，截至2025年上半年末，阳光集团研发人员中，专科及以下学历员工占比近八成。

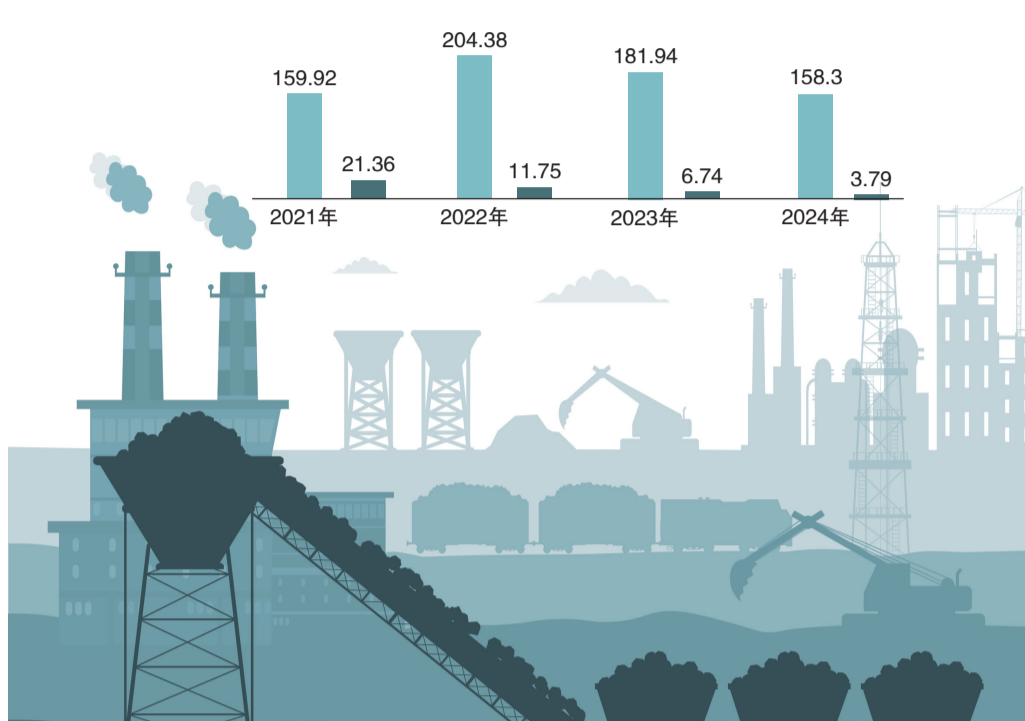
招股文件显示，2025年6月末，阳光集团

自1998年成立以来，山西阳光焦化集团股份有限公司（以下简称“阳光集团”）已在薛毓民的带领下走过近30个年头，如今已成为焦炭巨头企业。不过，该公司冲击资本市场的进程却并不顺利。自2023年6月进入问询阶段以来，阳光集团主板IPO已排队逾两年半，却迟迟未能步入上市委审核会议“考场”。IPO“卡壳”的背后，阳光集团2022—2024年净利接连下降，不过2025年前三季度，净利规模有所回升。控制权方面，本次发行前，阳光集团由实控人薛毓民、薛国飞父子合计控制超八成股份。

研发人员由2024年末的96人增至127人，其中硕士研究生及以上学历人数由1人降至0人；本科学历员工由38人降至28人；专科及以下员工则增至99人，占比由59.38%增至77.95%。

2021—2024年阳光集团营收及归属净利润一览

营收 归属净利润 (单位:亿元)



“针对焦化行业研发人员学历分布特征，专科及以下人员占比近八成的情况具有明显的行业共性。”中关村物联网产业联盟副秘书长袁帅对北京商报记者表示，但长期维持极低的高端人才占比，可能预示着企业在原始

创新与颠覆性技术储备上的乏力。随着行业向绿色化与智能化演进，研发的核心驱动力已转向分子级材料设计、绿色工艺开发及复杂系统集成，这些领域对高学历人才的理论储备有硬性需求。

## 实控人控制超八成股份

从股权关系来看，阳光集团控股股东、实际控制人薛毓民和薛国飞父子，其中薛毓民持有81.28%的股份且任职董事长，薛国飞持有0.6%的股份且任职董事、总经理，薛毓民和薛国飞父子合计控制公司本次发行前81.88%的股份。

此次冲刺上市，阳光集团拟募集资金约40亿元，拟投资于369万吨/年炭化室高度6.78米捣固焦化项目、焦炉煤气制液化天然气及合成氨项目、备煤系统及焦炭储运系统改造项目、220kV输变电工程项目。值得一提的是，据阳光集团2023年2月披露的招股说明书，本次IPO原拟募资金额为60亿元。不过，该公司在2024年12月披露的招股书中，对拟募资金额进行缩减，调减至当前的40亿元。

作为老牌焦炭企业，阳光集团的安全生产违法及整改情况也成为市场关注的重点问题。招股书显示，自2022年1月1日至招股书签署日，该公司及其子公司共受到4起针对安全生产的行政处罚，并发生4起导致人员死亡的一般生产安全事故。

针对相关问题，北京商报记者向阳光集团方面发去采访函进行采访，但截至记者发稿，未收到公司回复。北京商报记者 王蔓蕾

## 万辰集团业绩狂奔背后的隐忧

作为“量贩零食第一股”的万辰集团，港股上市进程按下“暂停键”。3月23日，万辰集团递交的港股主板IPO招股书，因递交6个月内未完成聆讯或上市已转为“失效”。

但与此同时，万辰集团交出了一份亮眼的成绩单。据财报数据，2025年，万辰集团营收514.59亿元，同比增长59.17%；归母净利润13.45亿元，同比增长高达358.09%。其中，量贩零食成为绝对的业绩支柱。2025年，万辰集团量贩零食业务收入508.57亿元，同比增长59.98%，占总营收的比重高达98.83%；截至2025年末，该公司门店数量达18314家，旗下核心品牌“好想来”成为全国首个门店数量突破万家的量贩零食零售品牌。

事实上，自2022年下半年转型量贩零食业务后，通过门店快速扩张、收购整合品牌扩大版图，万辰集团实现业绩的高速增长。2022—2024年，万辰集团营收分别为5.49亿元、92.94亿元、323.29亿元，同比分别增长26.35%、1592.03%、247.86%。但拉长长时间线可以看到，相较于2023年近16倍、2024年超200%的增幅，2025年万辰集团营收同比增速降至不足

60%。透过单季度维度来看，2025年一至四季度，该公司营收同比增速依次为124%、93%、44%、27%，增幅逐季收窄。

同时，万辰集团的门店扩张步伐也出现放缓。财报显示，2025年，万辰集团净新增门店4118家，较2024年的9776家同比下降58%；闭店数则同比增长96.7%至602家，且主要集中在门店占比最高的华东及华中地区。

高速扩张的背后，财务杠杆风险仍然存在。截至2025年末，万辰集团总负债为74.97亿元，资产负债率高达74.61%，尽管较上年的79.85%有所下降，但仍处于较高水平。

盘古智库高级研究员江瀚认为：“高负债意味着企业需要承担高额的利息支出，这会压缩企业的利润空间，降低资金使用效率。扩张放缓则可能导致市场份额被竞争对手抢占，影响企业的市场地位，例如鸣鸣很忙目前全国门店数已突破2.1万家，在门店规模上实现领先。这种情况下，高杠杆风险可能引发资金链紧张，影响企业的持续经营和发展能力。”

“当前量贩零食行业头部企业的竞争逻辑发生显

著变化。过去可能更注重门店数量的扩张，以规模优势占领市场。但随着行业突破4.5万家门店，市场逐渐饱和，竞争逻辑转向精细化运营和差异化竞争。企业需要提升单店盈利能力，优化供应链管理以降低成本，加强品牌建设来提升消费者忠诚度。”江瀚表示。

中国食品产业分析师朱丹蓬表示，量贩零食企业的增长并非源于单店营收的提升，而是主要依赖门店数量的扩张。这种增长方式本质上是“只有数量、没有质量”，缺乏可持续性。从实际情况来看，行业的闭店率也在进一步攀升。就港股市场而言，监管和投资者对企业的经营品质要求较高，而量贩低价模式背后往往伴随着低质问题，这无疑相关企业登陆港股面临的巨大挑战。

就公司何时重新递交、门店扩张策略等相关问题，北京商报记者向万辰集团发去采访函，但截至发稿，未收到回复。

据万辰集团3月20日发布的公告，公司强调将稳步推进H股上市申请相关工作，通过港股上市筹备，进一步完善治理体系、对接国际监管标准。

北京商报记者 陶凤 王悦彤

## 净利预降超五成 康瑞新材业绩变脸

江苏康瑞新材料科技股份有限公司（以下简称“康瑞新材”）IPO有了新动态。近日，深交所官网显示，公司主板IPO对外披露了首轮审核问询函回复。冲击IPO的背后，康瑞新材业绩波动明显，2023年净利实现大幅增长。然而，该公司提示风险称，2025年净利预计下降超50%。另外，控制权方面，公司实控人夫妇手握超七成控制权。

### 去年净利预计腰斩

深交所官网显示，康瑞新材主板IPO于2025年6月26日获得受理，7月15日进入问询阶段。2025年7月，该公司还被抽中现场检查。

据了解，康瑞新材专注于高精度、高性能及特定结构精密金属材料的研发、生产和销售，形成了以钛合金熔炼、精密轧制、轧制复合、拉拔以及热处理为核心的精密金属材料全流程技术体系，并布局金属制粉、粉末冶金、金属3D打印等金属精密制造技术。

需要注意的是，闯关IPO的背后，康瑞新材存在X公司产业链收入占比较高的情况。具体来看，2025年上半年，X公司产业链收入约6.96亿元，占当期主营业务收入的比例达65.87%。

从康瑞新材的基本面看，2022—2024年，该公司营收、净利均保持增长趋势。然而，康瑞新材提示风险称，2025年净利预计下滑。具体来看，2022—2024年以及2025年上半年，康瑞新材营收分别约为10.53亿

元、24.86亿元、29.98亿元、10.7亿元；归属净利润分别约为4755.6万元、2.29亿元、4.11亿元、1.61亿元。

招股书显示，康瑞新材的钛-铝复合材料产品主要用于生产高端智能手机钛合金边框，报告期各期钛-铝复合材料销售收入分别约为1137.33万元、15.87亿元、19.31亿元、5.62亿元。受终端客户采用钛合金边框机型调整等因素影响，公司2025年度钛-铝复合材料收入规模出现阶段性下降，2025年度净利润预计下降超过50%。

中关村物联网产业联盟副秘书长袁帅认为，从监管逻辑来看，拟上市企业的业绩稳定性与持续盈利能力是审核的重点。一方面，公司短期内的业绩激增，往往伴随着市场对增长真实性与盈利可持续性的审视；另一方面，显著的业绩下滑，监管层也可能质疑公司是否在报告期内存在过度透支市场需求、收入确认过于激进或对单一客户及特定产品存在严重依赖。

### 实控人控制超七成股权

股权关系方面，康瑞新材的控股股东为江阴市康德企业管理有限公司（以下简称“江阴康德”），实际控制人为朱卫和LI LI（李莉）夫妇，二人合计控制公司4107.6489万股股份，占公司总股本的72.52%。

资料显示，朱卫目前担任康瑞新材董事长，江阴康德执行董事、总经理；LI LI（李莉）任康瑞新材全

资子公司新加坡康瑞的董事。

本次冲刺上市，康瑞新材拟募集资金约11.05亿元，扣除发行费用后，将按轻重缓急顺序投资于年产5000吨钛合金材料项目、年产4000吨金属层状复合材料零部件及复合材料项目、研发中心建设项目、补充流动资金。其中，公司拟使用2亿元募集资金用于补充。

需要注意的是，拟募资补的背后，康瑞新材报告期内曾进行现金分红。2022年、2024年，公司分别现金分红4000万元、5000万元。

另外，康瑞新材的存货账面价值呈现上升趋势。报告期各期末，公司存货账面价值分别约为1.46亿元、3.58亿元、3.99亿元、3.86亿元，占流动资产的比例分别为25.64%、18.18%、27.39%、30%。

从存货构成来看，报告期各期末，康瑞新材原材料、委托加工物资、在产品占存货账面价值的比例分别为69.15%、71.66%、74.5%、67.46%，库存商品与发出商品占存货账面价值的比例分别为30.85%、28.34%、25.49%、32.54%。

对此，康瑞新材方面提示风险称，未来若发生市场需求下降、行业竞争加剧、已签订合同订单变更或取消等不利变化，公司存货将出现积压和滞销等情况，使得公司的存货跌价损失增加，进而对经营业绩产生不利影响。

针对相关情况，北京商报记者向康瑞新材方面发去采访函进行采访，但截至发稿，未收到公司回复。北京商报记者 马换换 李佳雪

## Stock talking

### 定投是应对“黑天鹅”事件的好策略

周科竟

“黑天鹅”事件令股市短期承压，个股也随之大面积调整。资本市场的“黑天鹅”事件难以预测，最好的应对策略是采用定投的交易策略，无论是个股还是ETF，采用单月定投的模式，能够极大提高安全边际。

定投的核心优势在于摆脱择时依赖。“黑天鹅”事件发生时，市场情绪易陷入恐慌，投资者往往因担心股价继续下跌而选择卖出，或因渴望抄底盲目加仓，两种行为均易导致决策失误。而定投以固定周期、固定金额持续投入，不受短期市场情绪影响，到点执行即可。这种模式能平均持仓成本，在市场下跌阶段自动积累更多筹码，降低高位持仓占比。等到市场情绪平复、估值回归理性后，成本优势将转化为收益空间。

选择ETF基金开展定投，能进一步分散风险。单一股票易受“黑天鹅”事件与个股利空双重冲击，波动幅度较大。ETF基金覆盖多个行业与板块，可对单一行业或公司的极端风险，避免因个别股票暴雷导致账户价值大幅回撤。同时，连续定投的节奏能避免一次性满仓暴露于极端风险中。

定投并非机械操作，还需配合基础风控与标的筛选。首先，投资者选择的ETF成分股范围需具备长期基本面支撑，避免选择基本面代表性并不突出的基金品种，确保“黑天鹅”事件冲击后基金成分股大多具备估值修复基础。其次，投资者应预留应急资金，避免因短期资金需求被迫在低位卖出，从而造成实际损失。最后，可设置简单的再平衡机制，当市场估值处于历史高位时，适当减少定投金额或暂停投入，等到估值回归合理区间后再恢复，避免收益回吐。

从长期投资视角看，“黑天鹅”事件的影响多为短期。市场的核心驱动力仍源于经济基本面与上市公司的盈利增长，短期冲击难以改变长期趋势。定投通过拉长投资周期，让资金充分分享经济增长与上市公司盈利提升带来的收益，同时规避短期波动对投资决策的干扰。对于普通投资者而言，定投无需复杂的专业分析能力，操作门槛低，能实现稳健的长期投资目标，是应对“黑天鹅”事件的实用策略。

此外，投资者选择ETF基金可优先选择沪深300指数基金，从过往的经验看，大资金在增持时更大概率会选择沪深300指数基金，而且这300家成分股也能够代表A股市场最优秀的公司群体，投资者选择沪深300指数基金定投，能够获得超过平均水平的预期收益率。

资本市场的“黑天鹅”事件无法回避，投资者应聚焦自身可掌控的交易环节。放弃择时执念，改为连续定投，搭配ETF基金，既能避免情绪化操作失误，又能在市场调整中积累筹码。长期来看，定投以极强的纪律性成为应对“黑天鹅”事件、实现价值投资目标的有效交易策略。