

纽恩泰冲刺IPO 期后业绩被追问

问询阶段历时近三个月，广东纽恩泰新能源科技股份有限公司（以下简称“纽恩泰”）冲A事项迎来最新进展。近日，深交所官网显示，公司深市主板IPO披露了首轮审核问询函回复。本次冲刺IPO，纽恩泰具备业绩底气，报告期内营收、净利均实现稳步增长。不过在亮眼的业绩表现背后，公司经销收入占比较高，2025年已超过七成。值得关注的是，在此次IPO前夕，公司具备投行背景的新任董秘李庆利以较低价格入股，入股单价仅为次月外部机构投资者入股价格的四分之一。

营收净利三连增

成立于2010年10月的纽恩泰，正向A股市场发起冲刺。近日，公司在深市主板IPO进程中披露了首轮审核问询函回复。

据了解，纽恩泰主要从事空气源热泵设备的研发、生产与销售，公司IPO于2026年4月获得受理，同年5月进入问询阶段。公司本次IPO拟募集资金约7.5亿元，扣除发行费用后，将全部用于纽恩泰空气能热泵高端智能“零碳”产业园、纽恩泰热泵部件生产基地及品牌建设与推广项目。

此次IPO背后，纽恩泰基本面较为亮眼。财务数据显示，2023—2025年，公司实现营业收入分别约为12.99亿元、13.39亿元、15.12亿元，其中主营业务收入占比分别为99%、99.16%、98.86%；对应实现净利润分别约为1.03亿元、1.41亿元、2.19亿元，稳步增长。

纽恩泰2023—2025年主要财务数据一览

(单位:亿元)

指标	2023年	2024年	2025年
营业收入	12.99	13.39	15.12
净利润	1.03	1.41	2.19

纽恩泰2023—2025年经销模式数据一览

指标	2023年	2024年	2025年
经销收入(亿元)	7.96	8.85	10.69
占主营业务收入比重	61.93%	66.67%	71.55%
前五大客户收入占比	13.2%	12.09%	7.35%

从产品构成来看，2025年，公司主营业务收入中来自热泵清洁供热设备、热泵热水设备、热泵特种应用设备及其他收入金额分别约为10.44亿元、4.17亿元、3344.46万元，占比分别约为69.84%、27.92%、2.24%。

近年来，中国热泵行业市场规模整体呈增长趋势，短期内市场规模呈现阶段性波动。在首轮审核问询函中，深交所也对纽恩泰所处行业及业务模式进行重点关注，要求公司说明是否存在经营业绩大幅波动风险。

针对相关问题，纽恩泰在首轮审核问询函回复中表示，公司所处行业受益于境内产业政策持续支持，发展前景广阔，公司报告期后经营业绩良好，不存在经营业绩大幅下滑风险。2026年1—5月，公司实现营业收入约5.79亿元（未经审计），较上年同期增长34.46%；对应实现净利润约5800.71万元（未经审计），较上年同期增长49.4%，延续了报告期内营业收入、净利润持续增长的趋势。

经销占比升至七成

在稳步增长的业绩表现背后，报告期内，纽恩泰经销收入金额及占比也在持续增长。

据了解，纽恩泰产品主要通过经销模式销售。2023—2025年，公司经销模式下主营业务收入分别为7.96亿元、8.85亿元、10.69亿元，占主营业务收入比重分别为61.93%、66.67%和71.55%。

在首轮审核问询函中，深交所也对公司经销模式进行重点关注，要求公司说明主要采用经销模式的必要性和商业合理性。纽恩泰表示，凡存在用热需求（如建筑用热、工农业烘干等）的领域均有空气源热泵的应用空间，因此行业终端市场呈现覆盖面较广、高度分散的特征；对于覆盖面广、客户高度分散的行业，普遍采取经销模式。

从客户情况来看，报告期各期，纽恩泰对

前五大客户的营业收入占比分别为13.2%、12.09%和7.35%，集中度较低。

对此，中国科技咨询协会创业导师周迪告诉北京商报记者，客户集中度偏低是热泵行业较为普遍的特征。“有利之处在于单一客户流失冲击小；短板则在于获客成本持续偏高，难以形成稳定长期大额订单，议价能力偏弱。”

纽恩泰则进一步表示，经销模式为同行业可比公司普遍采用的重要销售模式。其中芬尼股份和热立方以海外ODM模式销售为主，经销模式收入占其总收入的比例相对较低，但两家公司境内业务均以买断式经销模式为主，与公司境内业务主要采用经销模式的情况一致。

投行背景董秘低价入股

本次IPO前夕，纽恩泰于2025年8月引入具有投行背景的新任董秘李庆利。

从个人履历来看，李庆利1987年5月出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士学历。其曾于2012年7月至2015年5月在东莞证券股份有限公司任投资银行事业部项目经理；2015年5月至2017年7月在恒泰长财证券有限责任公司任投资银行事业部业务董事；2017年7月至2025年8月在中信建投证券股份有限公司任投资银行事业部总监。

2025年8月，李庆利进入纽恩泰，任副总经理、董事会秘书。随后，李庆利于2025年9月增资入股，增资价格为5元/股。值得关注的是，在李庆利入股一个月后，即2025年10月，阳光碳中和基金等外部机构投资者入股公司的增资/股权转让价格为20.49元/股。

两次股权变动时间接近，董秘李庆利入股单价仅为阳光碳中和基金等外部机构投资者的四分之一。

中国企业资本联盟副理事长柏文喜表示，董秘入股次月即低价入股，时间间隔短、价差悬殊，容易被质疑为变相“输送”而非合理股权激励。

“李庆利2025年入股系参考引入外部专业机构投资者的价格作为公允价值确认依据，进行股份支付会计处理；外部专业机构投资者入股系与公司协商确定交易价格，具有公允性；因此李庆利及阳光碳中和基金等外部机构投资者入股未进行资产评估，具有合理性。”纽恩泰表示。

从股权结构来看，截至招股书签署日，赵密升直接持有纽恩泰62.99%股份，合计控制公司74.08%的表决权，为公司控股股东、实际控制人。此外，赵密升的配偶刘闰直接持有公司1.73%股份。

针对相关情况，北京商报记者向纽恩泰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
图片来源:纽恩泰

重营销轻研发 正雅齿科闯关创业板



深交所官网显示，继6月29日获得受理后，浙江正雅齿科股份有限公司（以下简称“正雅齿科”）创业板IPO于7月12日进入已问询阶段。翻阅招股书不难发现，正雅齿科存在“重营销轻研发”的倾向，公司2025年销售费用约为2.47亿元，其中8738.44万元为广告及市场推广费用，研发费用仅约5725.26万元。2023—2025年，公司研发费用率、研发人员数量及占比均连续下降。此外，公司本次IPO计划投入营销推广建设项目的募集资金也远高于研发中心升级项目。

正雅齿科主营业务为数字化隐形正畸原创技术的研发、定制式隐形矫治器的生产制造及相关技术服务。根据标点信息的研究报告，正雅齿科是国内口腔隐形正畸行业头部企业，2025年国内市场份额为28.26%，位居行业第二，仅次于时代天使。

报告期内，正雅齿科实现营业收入分别约6.48亿元、7.86亿元、9.38亿元；对应实现归母净利润分别约1.36亿元、4436.46万元、1.27亿元；扣非净利润分别约为-1446.07万元、2825.08万元、1.02亿元。

公司的主要产品为经典版、悦享版、儿童及青少年系列、GS系列等产品系列。2025年，经典版、悦享版、儿童及青少年系列、GS系列、

航天版、ODM、其他产品及服务分别实现收入约2.43亿元、2.08亿元、1.89亿元、1.8亿元、2898.63万元、4353.12万元、2072.78万元，占比分别为26.59%、22.76%、20.7%、19.73%、3.18%、4.77%、2.27%。

具体来看，报告期内，正雅齿科存在“重营销轻研发”的倾向。2023—2025年，公司销售费用分别约为2.07亿元、2.47亿元、2.47亿元，销售费用率分别为32.03%、31.4%、26.34%。其中，广告及市场推广费分别为7074.92万元、8270.26万元、8738.44万元，占销售费用的比例分别为34.11%、33.53%、35.37%。公司表示，报告期内，广告及市场推广费主要由向航空公司支付的广告费及向迪士尼支付的IP许可提成费构成。

研发投入方面，报告期内，正雅齿科的研发费用率持续下滑。2023—2025年，公司研发费用分别为5850.47万元、5304.07万元、5725.26万元，研发费用率分别为9.03%、6.75%、6.1%。同期，公司研发人员数量及占比也出现下降，研发人员数量分别为198人、167人、163人，研发人员占比分别为10.27%、8.65%、7.87%。正雅齿科在招股书中表示，公司研发费用率下降主要系核心技术的成功转化带动主营业务收入快速放量，规模摊薄效应显著。

从募集资金用途来看，公司拟用于营销推广建设项目的资金也高于研发中心升级建设项目。本次IPO，正雅齿科拟募集资金约9.01亿元，拟投入定制式隐形正畸矫治器扩建项目、研发中心升级建设项目、营销推广建设项目、补充流动资金，分别投入约3.96亿元、1.22亿元、2.83亿元、1亿元。

招股书显示，研发中心升级建设项目资金的具体用途涵盖智能制造及自动化升级、口腔医学研发、膜片材料研发、技术系统研发四个方面，并计划引进高素质研发人才。营销推广建设项目致力于构建“技术+品牌+渠道”的综合竞争体系，该项目将引进优秀的营销人才，投入充足的资金用于广告投放、学术峰会等品牌推广活动。

奥优国际董事长张玥表示，正雅齿科现出销售费用高企、研发费用率持续下行、募资金用途明显向营销倾斜的特征，存在市场关注的“重营销轻研发”倾向。对于冲刺创业板的IPO企业而言，募集资金使用方面，若营销相关投入显著高于研发相关投入，可能会引发监管层的重点关注。

针对相关问题，北京商报记者向正雅齿科发去采访函，但截至发稿未收到回复。

北京商报记者 董亮 王悦彤

侃股 Stock talking

中报是热门概念股的试金石

周科竞

中报密集披露中。对于热门概念股而言，中报是重要的试金石，概念之外，真实盈利能力几何，直接关系到概念股的估值变化。

每当新的产业热点、行业政策出现，对应的概念股就容易受到短线资金追捧，出现阶段性上涨行情。多数投资者参与概念股交易，主要依托市场消息和题材预期，并不深究上市公司实际经营情况，这也让很多热门概念股的股价，在没有业绩支撑的情况下持续走高，估值水平脱离合理区间。

集中披露的中期报告，能够打破市场对题材概念股的预期炒作，真实反映上市公司经营现状，成为检验概念股投资价值的重要标准。

热门概念股的上涨，大多依靠市场情绪和题材预期驱动，属于资金提前透支未来利好的行为。在行情炒作阶段，市场往往放大行业题材带来的发展机遇，忽略企业自身的经营短板，导致个股估值持续抬升。但题材只能短期引起股价波动，无法长期支撑市值，上市公司最终的投资价值，依然要回归营收、净利润、现金流等核心经营指标。中报的落地，会让脱离基本面的炒作行情回归理性。

从市场表现来看，中报披露会直接导致热门概念股走势分化。部分概念股所属行业逻辑合理、业务贴合主流赛道，中报业绩能够印证题材预期，真实的盈利增长可以匹配前期的估值提升，这类个股的行情就具备延续基础，估值也能得到

稳固。也有部分热门概念股仅存在题材噱头，主营业务并未受益于行业热点，中报业绩没有出现实质性改善，甚至出现经营承压的情况，前期透支的估值就会快速回调，股价随之进入调整阶段。

部分投资者容易陷入题材炒作的误区，认为只要公司处于热门赛道，个股就具备持续上涨的潜力。事实上，公司所处行业整体景气度提升，不代表所有相关公司都能实现盈利增长。不少上市公司只是业务沾边热门概念，并未形成实质性营收和利润增量，短期股价上涨完全是资金博弈的结果。这类炒作行情没有业绩作为根基，在中报业绩兑现期，预期差会快速暴露，投资风险随之显现。

中报披露的过程，也是市场价值修复的过程。市场资金会根据中期业绩重新甄别热门概念股的真实价值，摒弃纯题材炒作的公司，资金流入业绩落地的优质个股。这一过程能够有效压缩市场投机空间，遏制纯题材炒作的市场风气，让股价走势和上市公司基本面更加匹配，推动市场投资逻辑持续向业绩为王靠拢。

对于普通投资者而言，面对火热的概念题材行情，不能盲目跟风炒作，可重点甄别概念股的业绩真实性和增长可持续性，区分纯题材炒作和实质受益的个股。对于业绩无法兑现、基本面没有改善的热门概念股，要及时规避高位回调风险；对于业绩扎实、业务匹配优质赛道的公司，可以理性布局。