

圆心科技四度赴港 IPO

◎ 见习记者 杨雪婷

从“跑马圈地”到探寻行之有效的盈利模式，互联网医疗经过 20 多年的发展，开始进入下半场。

近期，北京圆心科技有限公司（下称“圆心科技”）在前三次递交的招股书接连过期失效后，四赴港 IPO。此次 IPO，高盛和中信证券为联席保荐人。

2021 年 10 月、2022 年 4 月、2022 年 10 月，圆心科技曾先后三次向港交所递交招股说明书，后均因超过半年而失效。互联网医疗虽迎着风口，但 IPO 之路也未如想象中平坦，例如标榜国内最大云医院网络的东软熙康也曾三度向港交所递交失败。

目前在港股上市、业务模式与圆心科技接近的公司，分别有平安好医生、阿里健康与京东健康，互联网医疗行业竞争激烈。《国际金融报》记者发现，互联网医疗赛道竞争白热化的当下，圆心科技的营收超九成靠卖药，转向毛利率更高的保险业务后，能否扭亏为盈依旧存疑。

“卖药为生”

圆心科技创立于 2015 年，是一家医疗健康公司。公司创始人何涛并非医学科班出身，而是毕业于中央财经大学管理学专业，曾在健一网担任 CEO。据悉，健一网是央企华润集团的医药电子商务平台，由何涛带领十几家实体店华源大药房转型而来。

线上卖药依旧是圆心科技最主要的成色。圆心科技的三大业务分别为圆心药房、圆心医疗和圆心惠保。分别对应

2021 年 10 月、2022 年 4 月和 10 月，圆心科技曾先后三次向港交所递交招股说明书，后均因超过半年而失效。互联网医疗虽迎着风口，但其 IPO 之路并不平坦。

卖药、在线问诊和保险业务。

在招股书中，圆心科技引用弗若斯特沙利文报告称，按收益计算，其为中国第一大专注于处方药的综合医药及医疗交付平台。

圆心科技确实是“卖药为生”。

2020 年-2022 年（下称“报告期”），圆心药房的营业收入分别为 35.37 亿元、56.15 亿元、72.83 亿元。分别占营业收入比重的 97.5%、94.6%、93.7%。卖药撑起九成营收，在收入中占绝对主力。因此，从营收占比来看，科技公司的名头似乎不足。

其中，处方药和医疗产品的线上线下销售为其主要业务。据招股书，截至 2022 年末，圆心科技拥有并经营 320 家



来源：公司官网

药房。

值得一提的是，圆心科技的药房围绕着医院布局。据招股书，2022 年，320 家药房中有 261 家位于医院半径 1 公里以内，85 家被指定为大病医保双通道药房。

站立在“互联网医疗”的风口上，创立 8 年内，圆心科技完成 11 轮融资，累计融资规模超 50 亿元，股东列表中不乏众多明星投资机构的身影，例如腾讯、红杉资本、启明创投、易方达等。

IPO 前，创始人何涛、执行董事兼高级副总裁何伟庄，两人合计持股 37.01%，腾讯持股 19.55% 为除实控人外第二大股东。红杉资本持股 15.75%，启明创投持股 6.90%。

增收不增利

然而，众多明星资本追投的圆心科技在盈利情况下表现并不尽如人意。据招股书，报告期内，圆心科技的营收分别为 36.29 亿元、59.38 亿元和 77.75 亿元，三年累计营收为 173.42 亿元。

尽管营收规模逐年上升，但亏损额度也在持续扩大，出现了“增收不增利”的状况。

报告期内，其净亏损分别为 3.63 亿元、7.57 亿元和 8.05 亿元，累计亏损近 20 亿元；现金流也为负，经营现金流出净额分别为 2.04 亿元、8.14 亿元及 6.40 亿元。

对于亏损，圆心科技在招股书中解释，主要是销售和市场推广和行政开支等费用，为了推动线下药房的铺展进程，以及推动保险业务和线上问诊业务。

报告期内，圆心科技的销售费用分别为 5.0 亿元、8.2 亿元、10.3 亿元，销售费率分别为 13.7%、13.8%、13.2%；

值得一提的是，圆心科技指出供给端赋能和医疗产业端赋能均处于各自发展的早期阶段。也就是说，圆心科技在尝试突破“卖药为生”的单一支撑，这或许和其想要冲击更高毛利率有关。

毛利率下滑

对比互联网医疗行业的部分公司，

圆心科技的毛利率并不高。2022 年，平安好医生毛利率为 27.3%、京东健康毛利率为 21.2%，叮当健康毛利率为 33.5%。同年，圆心科技的毛利率不足 10%，为 9.3%。

2019 年-2022 年，圆心科技的毛利率分别为 10.6%、9.2%、9.0%、9.3%。其中，2019 年-2021 年毛利率不断降低。上文提到圆心科技的营收大部分靠线上线下卖药所得，一方面如招股书提到，处方药的销售会受到严格的检查，存在一定的风险；另一方面，其卖药的毛利率并不高，报告期内分别为 7.6%、6.9%、6.9%，拖累了综合毛利率。

且由于卖药依赖于线下实体店，其业务相对集中在华南地区。报告期内，华南地区的收入占比分别为 40.36%、34.01%、39.38%，均超过三成。再看竞争对手，微医、平安好医生、好大夫在线等从在线问诊、医药电商等医疗服务切入。阿里健康、京东健康则利用渠道优势，从医药电商切入。

而圆心科技则是看中保险公司的技术赋能市场。受政策利好、可支配收入的增加以及补充医疗保险的需求，面向保险公司的技术赋能市场得到快速增长，保险市场规模进一步扩大。相关政策目标旨在 2025 年前市场规模超过人民币 2 万亿元。

2019 年，子公司北京圆心惠保科技有限公司成立，圆心科技持股 51.03%。报告期内，公司来自保险服务的收入在增加，分别为 0.25 亿元、1.31 亿元、2.42 亿元。据了解，2023 年其上线“深圳惠民保”保险产品，进军补充医疗保险。

凯鸿物流毛利率三连降

◎ 记者 吴鸣洲 见习记者 李昕

近年来，随着产业数字化、数字产业化的推进，数字经济、物流平台、智慧物流成为物流企业转型升级的核心竞争力，数据成为物流企业的核心资源。

其中，浙江凯鸿物流股份有限公司（下称“凯鸿物流”）自主研发物流管理系统，瞄准智能化物流赛道进行发力。2017 年 12 月，凯鸿物流曾于新三板挂牌，处于基础层。

不过资金规模仍是限制创新性企业发展的重要因素。近期，公司向北交所递交了 IPO 申请，欲通过上市融资为企业发展“补血”。

但报告期内，公司毛利率持续下滑，上下承压，资金压力似乎一时间难以得到缓解。

目标“智慧化”

近年来，凯鸿物流不断加强数字化建设，意图乘上“产业智慧化”的东风，由传统型物流服务向综合性物流服务平台转型。

据招股书，2020 年-2022 年（下称“报告期”），公司营业收入规模不断扩大，分别为 4.57 亿元、8.91 亿元、9.38 亿元。

从主营业务来看，凯鸿物流目前的物流服务主要可以分为两类，即一站式综合物流服务和专项服务。

其中，一站式综合物流服务又分为集成物流和多式联运。简单来讲，集成物流基于客户的定制化物流需求，为客户提供覆盖国际货代、运输、仓储、通关代理等多个环节的物流服务。而多式联运是通过集成多种运输，如海洋航运、内河运输、铁路运输、公路运输等方式，为

报告期内，凯鸿物流毛利率持续下滑，分别为 12.40%、10.83%、8.77%。公司毛利率出现三连降，利润空间不断被压缩。

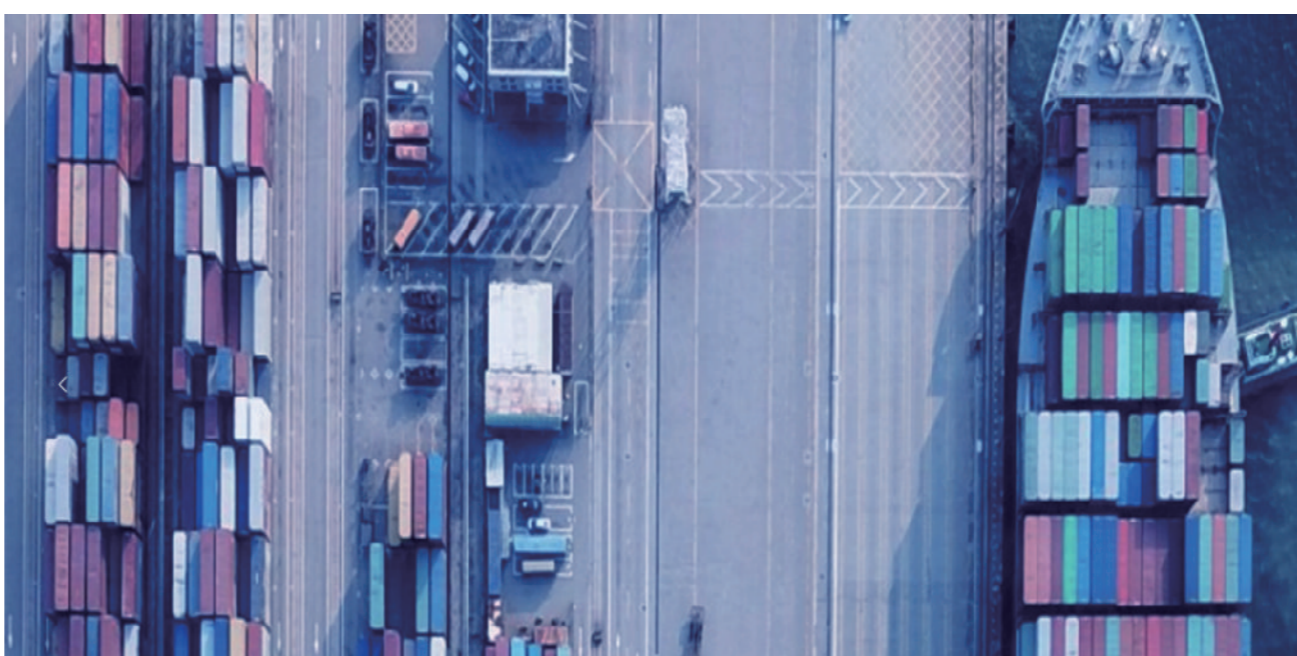
客户提供综合物流解决方案。

相比于全流程、多运输方式的一站式综合物流服务，专项物流服务则主要是针对物流过程中的某一项进行专项服务，主要包括国际货代、运输、仓储、通关代理等。

值得一提的是，公司自主研发的信息化物流管理平台“凯鸿之翼”，目前取得了 22 项国家软件著作权，且已经迭代至 4.0 版本。公司称目前正处于 5.0 版本的研发进程中。

据公司招股书，“凯鸿之翼”通过将单一、分散的物流过程进行一体化整合，能够在一定程度上实现对于物流环节、数据的实时跟踪，及时反馈，起到促进资源配置科学化、降本增效的作用。

从具体数据来看，公司的研发投入确实处于行业较高水平。报告期内分别为 212.68 万元、278.64 万元、211.29 万元，占营收比重分别为 0.47%、0.31%、0.23%，而同行均值仅为 0.1% 不到。



来源：公司官网

或许是得益于数字化建设，公司整体毛利率水平也略高于同行。报告期内，公司毛利率分别为 12.40%、10.83%、8.77%，同行均值为 9.67%、9.32%、8.01%。

另外，通过公司对于此次 IPO 拟募集资金的规划来看，公司未来将进一步向“智慧化发展”，具体计划将募集资金进一步投资于数字化建设项目和供应链服务网络升级，以及补充日常流动资金当中。

虽然与同行相比，公司毛利率处于略高水平，但可以看到，报告期内公司毛利率持续下滑，出现三连降，利润空间不断被压缩。

上下承压

相比于传统物流服务，综合性物流服务的优点在于能够通过整合供应链上下游信息，协助优化运输结构，为企业提供更加科学高效的物流方案。

不过从行业供应链的角度来看，凯鸿物流在其中承担的更像是一个“中间人”的角色，利润空间在很大程度上受制于上下游企业。

首先从产业上游来看，凯鸿物流主要通过采购上游供应商的运力资源，来服务于下游客户的运输需求。也因此，凯鸿物流在招股书中将自己定位于一家轻资产公司。

虽然轻资产属性在一定程度上可以减少公司对于固定资产的投入以及产品折旧等费用，但同时也会导致物流公司在运力资源方面较为难以控制。

报告期内，公司的营业成本不断上涨，分别为 4.01 亿元、7.95 亿元及 8.56 亿元。值得注意的是，公司运力成本占主营业务成本的比例高达 69.30%、79.10% 和 79.92%，且呈上升趋势。

因此，运力成本的价格变化是公司运营成本的主要影响因素。

其中，海运成本是公司最主要的运

力成本，占比超过 40%。未来若海运价格产生较大波动，将对公司的生产经营产生较大影响，而海运价格在很大程度上受到市场供需变化的影响。

由于受到全球疫情的影响，2020 年第四季度至 2022 年第二季度海运舱位紧张，出现“一箱难求”的局面。海运运力形成买方市场，价格持续上行，从而对公司毛利率不断形成挤压。

但在公司的招股书内，并没有提及应对运力成本占比高以及波动的相关方案。

其次，从下游需求来看，公司同样承担着较大压力。

2022 年下半年，疫情影响逐渐减弱，国际航运运力供给恢复，箱位紧张的局面逐渐缓解，海运运力价格进入下行通道，但国际贸易疲软，对航运需求有所下滑，使得公司毛利率并未出现反弹，而是继续下滑。

且近几年，由于地缘政治、国际冲突

及金融风险等因素影响，我国宏观经济增速亦面临下行风险。若未来我国经济发展进一步放缓或停滞，会对公司业务产生不利影响。

资金压力大

报告期内，公司应收账款账面价值分别为 1.27 亿元、1.92 亿元和 1.88 亿元，占期末资产总额的比例分别为 30.67%、38.38% 和 38.73%。

值得注意的是，2022 年公司有多项计提坏账比例为 100%。对此，公司解释称，主要系部分客户经营不善、濒临破产等原因，导致客户未能及时回款而产生。

另外，公司面临进一步扩张的需求，预计会进一步加大公司的资金缺口。

随着“一带一路”建设的不断加强，我国国际物流业务持续发展，物流服务企业纷纷加强海外业务布局，试图结合当地市场复制“中国快递模式”，寻找物流“新蓝海”。

在招股书中，凯鸿物流近几年在越南、马来西亚等国家和地区设立子公司，开展海外业务。截至报告期末，公司共拥有 3 家境外子公司，分别是凯鸿物流（马来西亚）有限公司、凯鸿物流（越南）有限责任公司、凯鸿福莱特物流（越南）有限公司。

但结合招股书，国外地区的毛利率相较国内偏低，据公司解释称，目前国外业务尚处于开拓阶段，且主要以毛利率较低的货代为主，因此整体毛利率低于国内。

但如果公司未来进一步扩张国外业务，将会进一步加剧资金压力。也就是说，此次 IPO 对于凯鸿物流来说，能否顺利“补血”，显得更加重要。