ECONOMIC HERALD

经济导报

理性 ·个性 ·公信力

国内统一连续出版物号：CN37-0004
邮发代号：23-134
1981年1月1日创刊
山东第一财经媒体

每周一、三、五出版

经济导报客户端　经济导报微信

大众报业集团
（大众日报社）主管主办

2025年9月3日　星期三
第4035期
本期8版

小鹅通拟赴港IPO，合规问题成考验

◆导报记者　杜海　济南报道

日前，私域运营领域领先的产品驱动SaaS解决方案供应商“小鹅通”向港交所递交招股说明书，拟主板挂牌上市。根据灼识咨询的报告，以2024年收入计算，公司位居中国交互型私域运营解决方案供应商第一名、私域运营解决方案供应商前三名。股权结构显示，腾讯持股比例为16.82%，为公司最大的外部投资方。

经济导报记者注意到，虽然近年来公司营收高速增长，但小鹅通在内容合规方面仍面临潜在风险。

对于小鹅通而言，此次IPO亦是对其商业模式、内控能力和增长质量的一次全面体检。

三年半累计亏损近亿元

招股书显示，小鹅通2022年至2024年营收分别为2.99亿元（人民币，下同）、4.15亿元、5.21亿元，复合年增长率为32.0%；毛利分别为1.62亿元、3亿元、3.89亿元，复合年增长率为54.9%；期内亏损分别约为3400万元、3705万元、1508万元。

2025年上半年，小鹅通营收为3.06亿元，上年同期营收为2.42亿元，同比增长26.4%；毛利为2.31亿元，上年同期为1.84亿元，同比增长25.5%；期内亏损为582.4万元，上年同期的期内亏损为773.5万元，亏损有所减少。三年半公司累计亏损9195.4万元。

不过，2022年至2024年，小鹅通经调整的净利分别为-2.73亿元、-3147万元、6631万元；2025年上半年经调整净利为5883万元。

2022年至2024年及2025年上半年，公司前五大供应商采购额占总采购额的比例分别为61.8%、62.6%、64.7%、66.9%，呈逐年上升趋势，其中最大供应商采购占比始终维持在39.2%至47.6%之间。招股书披露，供应商主要为云计算、软件服务提供商。

小鹅通成立以来获得过多次融资，最后一轮融资是在2021年7月，当时公司估值为50.95亿港元。

股权结构显示，小鹅通创始人、控股股东及最终控制人鲍春健共计控制公司股东大会上全部投票权的44.92%；此外，腾讯持股16.82%，GC RSV-I Holdings（高成投资）持股10.47%，HDMY Holdings（高成投资）持股2.74%，Ximalaya（喜马拉雅）持股7.01%，Gain Theme（IDG资本）持股3.85%，好未来教育集团持股5.16%。

毛利率一路走高

截至2025年6月30日，小鹅通拥有1838名关键客户。2022年至2024年以及今年上半年，小鹅通每名关键客户的平均收入分别为7.77万元、10.26万元、11.16万元以及12.82万元；同期，关键客户的收入占比分别为7.1%、19.3%、29.9%以及38.1%。

小鹅通在招股书中称，与过度依赖人为推广及转换的销售驱动模式不同，小鹅通的业务从根本上是以产品驱动增长，且自带传播属性。同时，小鹅通积极扩展多元变现模型，以获取额外的收益并增加客单价——小鹅通将版本订阅费捆绑到与其客户所耗用云端资源挂钩的附加服务费中，这种定价结构使其能够将收入增长与客户收入增长保持一致。

2022年至2024年以及今年上半年，小鹅通的毛利率分别为54.3%、72.3%、74.8%以及75.5%。

“在国内To B赛道普遍亏损的背景下，小鹅通却在短短三年内营收接近翻番、毛利率飙到75%左右，这确实令人称奇。”一位不愿具名的行业人士对经济导报记者分析，“小鹅通的绝大部分收入来自SaaS解决方案订阅费，公司2024年SaaS解决方案的收入达到了5.16亿元，占总收入的99%。随着客户数量的增加和业务规模的扩大，其固定成本被分摊，边际成本不断降低，从而使得毛利率不断提高，这其实也体现了SaaS模式的规模效应。”

合规问题存忧

需要注意的是，作为技术服务商，小鹅通主要为商户提供搭建知识店铺、线上直播教学及知识付费等服务，但是其频频因合规问题，被监管处罚和消费者投诉。

早在2023年11月，因未尽平台资质审核义务，放任平台内商户存在网络交易违法行为，小鹅通被深圳市市场监督管理局处以5万元罚款。

2024年9月，澎湃新闻调查发现，在小鹅通平台上有商家售卖打着“神医”旗号的中医培训课程，声称“一针治癌”“念数字包治百病”，并诱导学员高价购买课程。多位消费者投诉这些课程存在虚假宣传、涉嫌无资质行医，认为小鹅通未尽到审核职责。

2024年，广东证监局查处一起通过小鹅通平台实施的非法证券荐股案。一名吴姓男子借助小鹅通售卖股票分析课程、荐股收取费用，因属非法经营证券业务被罚款200万元，并被没收违法所得约255万元。这一案例，同样暴露了平台对入驻商户资质和业务合规审核的不足。

“公司高度重视合规管理工作，并加强了对平台商家的资质审核与日常监管，及时发现与处理相关违规行为。”小鹅通表示。

有受访人士认为，随着监管趋严，私域直播、知识付费等高风险场景的合规成本将显著上升。此番小鹅通递表体现了私域SaaS赛道的高成长性，但其财务健康度、生态依赖性及合规风险等仍是悬顶之剑。若上述问题未妥善解决，其港股IPO之路恐面临较大挑战。

焦点·在线
Jiao dian zai xian

B站游戏业务大爆发 黄声声接棒成新看点

8月21日，哔哩哔哩（以下简称“B站”）披露2025年上半年财报。财报中最引人关注的，当属B站移动游戏业务的“爆发式表现”——上半年该业务总收入达33.4亿元，同比激增68%。不过，市场当前更关注的是，接过核心业务管理权的黄声声，能否带领团队延续游戏业务的爆发态势，稳稳下好B站移动游戏这盘“关键大棋”？

扫码阅览
详细报道

营收净利双降 绝味食品“百亿梦”遇阻

近日，绝味食品（603517.SH）发布的2025年半年报显示，公司上半年实现营业收入28.20亿元，同比下降15.57%；净利润1.75亿元，同比下降40.71%。2022年绝味食品发布股票期权激励计划时，公司董事长戴文军曾提到2025年实现“百亿营收”梦想。按照上半年营业收入28.20亿元计算，绝味食品下半年营业收入至少要达71.8亿元才能达到百亿目标，这显然压力很大。

扫码阅览
详细报道

三家上市鲁企上半年营收均实现增长

山东宠物食品很“受宠”

◆见习记者　贾义航　济南报道

A股宠物食品上市公司中，乖宝宠物（301498.SZ）、中宠股份（002891.SZ）、路斯股份（832419.BJ）均为山东企业。截至8月底，上述3家公司2025年中报均已发布，报告期内营收均实现增长。

具体而言，上半年，乖宝宠物、中宠股份、路斯股份的营收分别为32.21亿元、24.32亿元、3.91亿元，同比增幅分别为32.72%、24.32%、11.32%。净利方面，乖宝宠物和中宠股份实现增长，分别为3.78亿元、2.03亿元，同比增幅分别为22.55%、42.56%；路斯股份归母净利润为3046.15万元，同比下降12.07%。

《2025年中国宠物行业白皮书》显示，2024年宠物犬数量为5258万只，较2023年增长1.6%；宠物猫数量为7153万只，较2023年增长2.5%。合计超1.2亿只的“毛孩子”，共为中国城镇宠物（犬猫）消费市场带来3002亿元的规模，较2023年增长7.5%。

乖宝宠物 营收净利居首

从上述三家公司的营收、净利来看，乖宝宠物排在第一位。这家公司成立于2006年，总部在聊城市，起初主营代工业务，2013年以来，公司陆续创建了麦富迪、弗列加特等自有品牌。2024年，其自有品牌产品营收35.44亿元，同比增长29.14%，占比提升4.15个百分点至67.59%。

目前，乖宝宠物快速发展的自有品牌业务已成为一大竞争优势。根据市场调研机构欧睿（Euromonitor）数据，2015年至2024年，乖宝宠物“麦富迪”品牌国内市占率从2.4%提升至6.2%，位列国产品牌市占率第一。

分产品来看，2025年上半年，乖宝宠物主粮业务营收18.83亿元，比去年同期增长57.09%；零食业务营收12.94亿元，比去年同期增长8.34%。

中宠股份 海外市场表现亮眼

中宠股份旗下拥有“WANPY顽皮、TOPTREES领先、新西兰ZEAL真致”三大核心品牌，2025年上半年净利上涨超4成的表现也颇为亮眼。

分产品来看，中宠股份宠物零食业务实现营收15.29亿元，占总营收的62.89%，同比增长6.37%；主粮业务营收7.83亿元，占总营收的32.21%，同比增长85.79%；宠物用品及其他营收1.19亿元，占总营收的4.9%，同比增长23.12%。

中宠股份成立于1998年，总部位于烟台，是中国宠物食品的开创者之一，也是第一家到海外发达国家建厂的宠物企业。

2025年上半年，中宠股份境外业务实现营收15.75亿元，占总营收64.75%，同比增长17.61%；境内营收8.57亿元，占总营收35.25%，同比增长38.89%。

太平洋证券行业分析师程晓东认为，中宠股份海外市场业务收入增长要得益于海外工厂产能释放。其表示：“公司2025年上半年墨西哥工厂建成，海外工厂布局再添新丁。目前，公司拥有美国工厂、加拿大工厂、柬埔寨工厂、新西兰工厂和墨西哥工厂，海外产能布局优势凸显，这非常有利于帮助公司缓冲所面临的关税、国际贸易政策等风险。随着墨西哥工厂的投产，预计下半年海外市场业务收入和盈利仍将继续增长。”

路斯股份 多维度发力

路斯股份成立于2011年，总部位于潍坊市，2022年在北交所上市，为北交所宠物食品第一股。2025年上半年，其表现也可圈可点。

公司上半年实现总营收3.9亿元，其中，肉干产品营收2.2亿元，占主营业务收入的57.75%。

经济导报记者获悉，公司上半年外销收入占比63.92%，同比增加3966.41万元，同比增长19.25%。主要原因系肉干、罐头及主粮产品成为境外收入增加的三大品类。其中，肉干产品同比增加900.48万元，同比增长4.97%；罐头产品同比增加1384.99万元，同比增长102.2%；主粮产品同比增加766.97万元，同比增长146.22%，逐渐得到国外客户的认可。

值得注意的是，2025年上半年，公司全新推出“妙冠”品牌，主打高性价比产品定位；“路斯”品牌则持续通过研发创新，逐步实现向高附加值产品系列的迭代升级。

路斯股份表示：“目前新品牌已在天猫、京东及拼多多上线，双品牌战略将进一步丰富公司的产品矩阵，增强对不同细分市场的精准开发和多元覆盖能力。”

经导财评

减税“组合拳” 护航社保基金改革

◆导报记者　孙罗南

9月2日，财政部、国家税务总局联合发布《关于划转充实社保基金国有股权及现金收益运作管理税收政策的通知》（下称“通知”），明确四项税收优惠措施，涵盖增值税、企业所得税和印花税等关键税种。

这一政策不仅是对划转国有资本改革举措的延续和深化，更是在当前人口老龄化趋势加剧、基本养老保险基金支付压力不断上升的背景下，为社保基金“保值增值”提供的关键税收支持。

该税收政策通过免征增值税、企业所得税和部分印花税，为划转承接主体提供了一套减税“组合拳”。这些减免政策不仅有助于降低社保基金运营中的交易成本，减轻承接主体负担，更有助于释放其投资积极性，进而增强基本养老保险制度的可持续性。

基本养老保险制度改革是一项系统工程。2017年出台的《划转部分国有资本充实社保基金实施方案》明确提出，划转部分国有资本，以弥补因实施视同缴费年限政策形成的企业职工基本养老保险基金缺口，从而促进建立更加公平、更可持续的养老保险制度。

具体而言，将中央和地方国有及国有控股大中型企业、金融机构纳入划转范围，划转比例统一为企业国有股权的10%。社保基金会和各省国有独资公司等承接主体，作为财务投资者，不干预企业日常生产经营管理，其收益主要来源于股权分红。

根据官方数据，截至2020年末，符合条件的中央企业和中央金融机构划转工作全面完成，共划转93家中央企业和中央金融机构国有资本总额1.68万亿元。

如何通过市场化、专业化的方式实现资产的持续增值，也成为推动制度落地的关键。通知的发布，正是对此前改革逻辑的税收层面回应。

比如，政策明确：将转让划转的国有股权及现金收益投资取得的收入，作为企业所得税不征税收入；承接主体转让划转的非上市公司国有股权，免征承接主体应缴纳的印花税；对承接主体转让划转的上市公司国有股权，以及运用现金收益买卖证券应缴纳的证券交易印花税，实行先征后返。

这些都体现了明确的政策导向：通过优化税制环境，增强社保基金运营的灵活性与收益能力。从更宏观的层面来看，划转部分国有资本充实社保基金，是基本养老保险制度改革和国有企业改革的重要组成部分，税收政策的配套落地，也是保障和改善民生的重要制度探索。

责任编辑：杨学萍　视觉总监：小犇