

超20亿元负债压顶 海拍客赴港上市背水一战

背负经营与债务双重压力，海拍客的上市对赌期限正步步紧逼。近日，专注下沉市场的母婴B2B平台海拍客再次向港交所主板递交了上市申请。财务数据显示，2023—2025年，海拍客营收增至14.01亿元，但亏损却逐年扩大，去年亏损高达3.59亿元。毛利率超90%的数字平台业务，在出生率下滑与战略调整双重作用下规模近乎腰斩；叠加低毛利基础自营业务占比走高、自有品牌业务不断收缩，该公司整体毛利率更是两年下滑11.6个百分点，盈利空间被持续压缩。

比利润下降更严峻的是，2023—2025年，海拍客平台核心买家从10.43万人减少至7.61万人，假货投诉、品牌下场打假等信任危机事件屡次上演。同时，融资附带的对赌协议期限步步紧逼，截至去年底，海拍客负债净额已高达20.75亿元。若未能在今年年底前完成上市，公司将面临新的承兑票据压力。

◇2023—2025年海拍客业绩一览

2023年
营收：**10.67**亿元 亏损：**5654**万元
自营业务收入：**7.68**亿元

2024年
营收：**10.32**亿元 亏损：**7882.5**万元
自营业务收入：**8.02**亿元

2025年
营收：**14.01**亿元 亏损：**3.59**亿元
自营业务收入：**12.16**亿元

消费医疗行业分析师张从文则认为，信任是母婴行业的命门，港交所审核中，合规性与品牌声誉是重点考察项。一旦陷入信任危机，监管层和市场都会反复拷问。

五年间多名股东先后撤资

2015—2020年，海拍客曾先后完成6轮融资，投资者包括顺为资本、九州通、PVG等。彼时，海拍客曾向投资者发行大量可转换可赎回优先股，也为其带来巨额负债。

北京商报记者注意到，2020年起，海拍客已多次被迫回购投资者股份。2020年，海拍客同意赎回Fun Can、Fosun Starlight (BVI) Limited、LH Capital II Limited、九州通等早期投资者的优先股，代价共计3800万美元；2024年，由于海拍客未能于2023年12月31日前完成与若干投资者的协议约定内容，Anchor、HH HPK Holdings、PVG及顺为资本要求公司赎回其持有的D轮优先股，总代价约1100万美元。不过，由于可用资金不足以赎回剩余D轮优先股，海拍客发行了总额1.58亿美元的承兑票据。

去年，海拍客再次与D轮投资者签署协议，共支付2400万美元回购PVG、HH HPK、顺为资本及Anchor的优先股，并终止旧票据。不过，若海拍客未能在今年12月31日前上市，公司必须向D轮投资者发行新的承兑票据。

在可转换可赎回优先股的影响下，截至去年底，海拍客的负债净额已高达20.75亿元。

对于负债相关问题，海拍客方面表示，该部分内容在招股书内已有完整说明，招股书以外不便额外解读。不过，上市对赌是行业普遍机制，公司2023年将原有上市对赌期限延期至今年底，当前全体股东均全力支持公司上市计划。

不过，医药行业分析师朱明军认为，海拍客此次递表是背水一战。一旦上市失败，优先股赎回条款触发，公司可能面临资本链断裂。而剩余的选项也极为有限，寻求新一轮融资，但四年未有新资本入账；出售资产或业务线，但会进一步削弱造血能力；争取债权人展期，但承兑票据已经说明了债权人耐心有限。

北京商报记者 王寅浩 宋雨盈

毛利率两年下降11.6个百分点

财务数据显示，2023—2025年，海拍客营收分别为10.67亿元、10.32亿元、14.01亿元，其中去年营收同比大增35.7%，但同期年内亏损分别为5654万元、7882.5万元、3.59亿元，三年累计亏损近5亿元，且亏损呈逐年扩大态势。

根据招股书，去年海拍客亏损额同比暴增355%，主要由于可转换可赎回优先股公允价值亏损进一步增加以及行政开支的大幅增长。尽管剔除优先股公允价值变动及股份支付后的经调整净利润在去年大幅增长至4255.9万元，但仍难扭转整体亏损扩大的局面。

作为专注下沉市场母婴B2B服务的平台，从经营模式来看，海拍客主要有两大业务板块，分别为数字平台业务和自营业务。

数字平台业务曾是海拍客的起家业务，毛利率常年稳定在90%以上，但在行业周期与公司战略调整双重作用下规模连年萎缩。2023年，该板块收入2.96亿元，占总收入的27.8%，较去年已降至1.81亿元，占总收入的比重仅12.9%。

在该背景下，海拍客将重心转向自营赛道。2023—2025年，海拍客自营业务整体收入分别为7.68亿元、8.02亿元及12.16亿元，占

总收入的比重也不断提高，到去年已达86.8%。不过，自营业务毛利率始终在16%左右徘徊。

根据招股书披露，海拍客2019年开始开展自营业务，并于2021年扩展至自有品牌业务，目前其自营业务分为基础自营业务与自有品牌业务两个板块。财务数据显示，2023年，该公司基础自营业务营收占比为41.5%，自有品牌业务占比为30.4%，二者尚能平衡；去年，高毛利的自有品牌业务营收占比降至10.8%，毛利率仅11.7%的基础自营业务营收占比则高达76%。受业务结构拖累，海拍客整体毛利率从2023年的37.6%一路下滑至去年的26%，盈利空间持续收窄。

对于自有品牌业务规模的收缩，海拍客方面在接受北京商报记者采访时表示，自有品牌是海拍客核心的第二增长曲线，战略重要性长期不变。此前海拍客始终以供应链平台为主营业务，孵化自有品牌属于全新尝试，过去几年的调整是摸索适配自身渠道专属打法的必经过程，也是发展阶段需要积累的经验。今年，预计公司自有品牌业务将迎来较大突破性。

核心买家流失近三成

相比财务数据，更危险的是用户流失问题。招股书披露数据显示，2023年，海拍客平

台交易额仍为120.28亿元，去年下滑至105.46亿元，交易规模持续收缩。同时，交易卖家数量、交易买家数量以及核心买家数量均同步下降，其中相关年度在海拍客平台上通过第三方线上店铺及/或海拍客自有线上店铺下达超过24笔订单的核心买家数量，从2023年的10.43万人减少至2025年的7.61万人。

买家数量持续流失的背后，是海拍客频发的信任危机。在黑猫投诉平台上，截至发稿日，关于海拍客的相关投诉达140条，涵盖产品变质、异物、退货退款及售假问题。有消费者投诉称，在海拍客购买的3箱婴儿奶粉均显示暂停销售，质疑平台售假；亦有消费者反映，购买的纽强婴儿皮肤保湿润肤乳滋养精华霜扫码查询显示为假冒伪劣产品。

对于投诉问题，海拍客方面回复称，从数据来看，涉及买家通过海拍客平台提出投诉假冒产品的订单数量及交易额，分别占海拍客平台总订单量及总交易额的比例不足0.01%，投诉水平处于行业低位。海拍客也十分重视用户投诉，搭建了完整商品内控体系，前端建立入驻商家资质核验、在售商品审核准入机制；后端搭建标准化客服系统，每日处理投诉工单，存在争议、需要复盘的客诉每周集中研讨优化。海拍客表示，未来还会引入AI自动化工具，批量进行筛查，持续提升商品

质量管控能力。

在假货风波中，海拍客也曾遭到品牌下场打假。海拍客平台曾销售韩国母婴用品品牌Comotomo可么多么的产品，2018年，Comotomo可么多么发布声明称，“我司及我司授权的经销商均未授权海拍客平台销售Comotomo可么多么品牌产品，也未向其供应过货品”。同时表示，对该公司的侵权行为将采取法律手段。

对此，海拍客方面表示，相关问题根源在于部分渠道经销商授权链路存在瑕疵，事件发生后，海拍客升级商家入驻审核标准，大幅收紧品牌经销授权资质核验流程。同时该问题是全行业共性痛点，线下分销渠道的品牌授权管理普遍存在漏洞，需要整个行业完善渠道授权管控规则。

此外，北京商报记者注意到，天全县市场监督管理局曾被露案例显示，2018年4月，天全县食品药品监督管理局接投诉，称在天全县某孕婴童店所购奶粉无中文标识。相关执法人员前往检查发现，该店在标示有“海拍客进口体验区”货架上摆放有多批次无中文标识标签的进口奶粉。经查，奶粉是该店业主通过“海拍客App”购回。消费者在该店销售员引导下可通过“海拍客App”下单购买，平台向该店按销售额返还提成作为收益。

聚焦 Focus

榜一小游戏变现不氪金

纯广告变现

根据DataEye Adx数据，《赵云与阿斗》自6月上线后，在买量方面仅单压抖音平台投放，最高单日投放素材数量接近600。

自6月初上线至今仅近一个月的时间，《赵云与阿斗》便位居抖音小游戏双榜第一。抖音平台数据显示，该游戏经抖音精选App万人实测好评率达95.6%，800+测评满意度92.3%，话题播放超6.8亿，直播单日观看峰值900万小时。

在玩家看来，《赵云与阿斗》最吸引人的就是极易上手的游戏体验。玩家通过合成“赵”“云”“阿”“斗”等汉字召唤三国武将，布阵抵御进攻，对局卡点处通过观看15秒激励视频获取护盾、扩容或资源。

玩家陈女士表示，“偶然点进去玩了一次，发现游戏上手简单、游戏节奏也快。最重要的是，游戏内无商城、无战力礼包，观看激励广告是游戏唯一的变现出口”。但也有部分玩家表示，从游戏上线玩到现在，感觉到越到后期就越显创意不足。

画风极简、没有任何充值入口，一款名为《赵云与阿斗》的抖音小游戏在6月上线后，迅速登顶抖音小游戏热门榜与畅销榜双榜首位。在传统游戏商业逻辑中，纯靠广告赚钱的游戏单用户价值远低于氪金玩家，通常只能在免费榜或畅玩榜活动，而《赵云与阿斗》则是靠“纯广告变现”实现登榜。在业内看来，当海量日活用户遇上高频广告展示，再乘以极低的买量成本，纯广告模型的流水规模足以挑战头部内购产品。但如何吃透玩法创新与短视频流量传播逻辑，才是对抗游戏生命周期的关键。

据抖音开放平台的官方规则，在投广告景（微端广告和直投广告）中，开发者可获得游戏所产生的广告收入90%的现金收益；在非投广告场景中，开发者也能获得游戏所产生的广告收入60%的现金收益。也正因如此，给了纯广告游戏敢于冲击畅销榜的机制支持。

在小游戏研发从业人员孟先生看来，“重度内购游戏需要持续烧钱买量、长线运营付费体系，对游戏厂商而言现金流压

力较大。但《赵云与阿斗》只靠内容自裂变获取免费流量，不用承担高额投放费用的同时，爆款积累的现金流又能支撑新项目的尝试，形成循环”。

流量是把双刃剑

作为《赵云与阿斗》的幕后研发公司，北京蜜獾工坊科技有限公司（以下简称“蜜獾工坊”）成立于2016年。据天眼查，蜜

獾工坊注册资本100万元（实缴100万元），法定代表人为李眉宇，自然人独资。2024年年报参保人数23人，2025年年报骤降至0人，团队规模长期控制在20人上下，核心项目《赵云与阿斗》研发仅动用3—5人。

针对《赵云与阿斗》游戏设计、公司规模、盈利模式等问题，北京商报记者第一时间向蜜獾工坊方面进行采访，截至发稿未收到回复。

在算法流量时代，创意创新+超低价



量成本+高频广告展示，可以组成一门回报率极高的生意。但在业内看来，纯广告模式高度依赖流量分发规则与广告单价的波动，买量单价上涨或平台抽成调整将直接压缩毛利。此外，爆款生命周期通常3—6个月，需持续造新品接续现金流。

而《赵云与阿斗》借用公有域三国文化+汉字视觉（无IP授权费），进一步使得竞品换皮门槛降低。孟先生进一步表示，“小游戏赛道很可能会有大量的小、微型团队效仿蜜獾工坊走轻量化路线，团队模式与公司的低成本框架其实容易复制，但吃透玩法创新与短视频流量传播逻辑才是核心壁垒”。

“蜜獾工坊这类纯广告小游戏本质是依附短视频算法生长的流量生意，用低成本游戏产品依靠海量DAU、高频广告分成获取高额利润。但对平台流量的高度依附，使得平台广告分成比例、流量推荐等机制调整将直接冲击游戏厂商的利润空间。从长远来看，游戏抗周期能力远比不上手握自有IP、多元变现的传统游戏企业。”小游戏自主开发者何先生如是说。

北京商报记者 卢扬 实习生 王祺妹