

云迹科技IPO洞察：

部分成本数据反常 销售模式迷雾重重

从2015年推出首款产品算起，北京云迹科技股份有限公司在酒店配送机器人赛道跑了10年。今年3月，云迹科技筹备3年多的科创板上市计划戛然而止，并转向港交所主板。

“机器人赛道利润没那么高，云迹看起来是一家科技公司，但我认为它是一家互联网公司，走的是互联网路子。”云迹科技内部人士说。即使采取轻资产运营模式（生产交由OEM厂商），云迹科技仍在亏损，如何讲好“估值故事”尤为重要。公司最后一轮融资停留在2021年12月，投后估值为40.8亿元。云迹科技选择港交所“特专科技公司”上市路径，但要求公司上市时市值不低于60亿港元。

中国证券报记者调查发现，报告期内，云迹科技出货量大幅增长，但物流及交付成本不增反降，OEM供应商成本增速与产品销量增速疑似背离。同时，除了招股书披露的分销模式，云迹科技还存在代理模式和经销模式，主要合作协议条款也与记者暗访情况存在差异。

5月16日，中国证券报记者就相关问题以邮件方式向云迹科技提出书面采访请求。5月19日，云迹科技方面回复了采访邮件，但未对记者提出的疑问做正面回应。

●本报记者 吴科任



服务于国内一酒店的云迹科技机器人“润”

本报记者 吴科任 摄

云迹科技成立于2014年，专攻酒店配送机器人赛道。根据第三方市场研究机构出具的报告，按2023年来自酒店场景的收入计算，云迹科技在酒店场景的智能体市场排名第一。过去10余年，云迹科技共推出三代配送机器人产品，分别为“润”系列（2015年，正逐步退出市场）、“格格”系列（2021年）和UP系列（2023年）。

虽是细分赛道龙头企业，但云迹科技的收入体量并不大，且处于持续亏损状态。招股说明书显示，2022年至2024年，云迹科技分别实现营业收入1.61亿元、1.45亿元和2.45亿元，分别录得经营亏损2.33亿元、1.32亿元和0.53亿元。

亏损持续收窄，但拆解云迹科技的成本明细发现，其部分成本与销售端表现不匹配。首先，记者据招股书统计，2022年至2024年，公司销售各系列机器人整机合计4207台、5623台和8285台，2023年和2024年的销量增速分别为33.66%和47.34%；“润”“格格”UP三个系列机器人的机身重量分别为45KG、63KG和60KG，可换算公司售出的机器人机身重量分别合计213183KG、321276KG和497349KG，2023年和2024年售出的机身重量增速分别为50.70%和54.80%。与之相比，

公司物流及交付成本分别为396.9万元、317.4万元和287.8万元，2023年和2024年的物流及交付成本增速分别为-20.03%和-9.33%。招股书显示，公司承担直销渠道的送货服务费用，报告期内直销收入占比超过八成；分销渠道的送货服务费由谁承担未有说明。

问题随之而来，销量大涨，为何物流及交付成本不增反降？云迹科技在招股书中表示，“2023年物流及交付成本有所下降，与公司来自机器人及功能套件的收入下降基本一致。2024年，尽管来自机器人及功能套件的收入增加，但物流及交付成本进一步下降，主要由于向物流服务提供商支付的服务费减少，因为随着业务增长，公司提升了议价能力。”很明显，2023年的解释有待商榷，因为公司2023年收入下降系产品售价下调而非销量减少，相反销量大幅增长，大概率会推高物流及交付成本。

至于2024年“提升了议价能力”的解释，其合理性有待云迹科技进一步说明。长年供职于一家头部物流公司的人士向记者分析，“这类大件物品，是按重量计算运费。按照每年的物流及交付成本与运输的机器重量粗略估算（未考虑物流运输方式是陆运为主还是空运为主、物流配送距离、公司其他功能

套件的运输重量、存放于指定仓库中成品的机身重量等因素），这家公司每公斤的物流及交付成本从2022年18元左右下降到2024年的6元左右，然而价格不会有这么大的变动的。”

其次，2022年至2024年，云迹科技产生有关OEM供应商的成本分别为1980万元、1850万元和2400万元，对应2023年和2024年的OEM成本增速分别为-6.57%和29.73%，分别较同期机器人整机销量增速低40.23个百分点和17.61个百分点；同时，公司AIOT组件分别销售684个、987个和3569个，万物工具仓模块分别销售355个、747个和1720个，均实现高速增长。加之存货明细显示，2022年至2024年各期末，公司成品余额分别为4819.6万元、3764.7万元和3650.5万元，半成品余额分别为199.4万元、390.7万元和83.3万元。结合收入表现不难推断，云迹科技所售产品大部分系同年生产。在此情形下，即使考虑库存、成本跨期结算等因素给OEM成本带来的波动影响，云迹科技的OEM成本增速理应与产品销量增速趋同，但二者有所背离。

一降一增，云迹科技毛利率大幅改善。2022年至2024年，公司综合毛利率分别为24.3%、27%和43.5%，其中机器人及功能套件的毛利率分别为25.6%、29.2%和38.1%。不过，公司未将2024年机器人及功能套件毛利率大幅提升的主要原因归为成本因素，而是“公司加大不同场景的销售及营销工作让‘格格’系列及UP系列（其平均售价比其他机器人产品更高）产生的收入增加，以及支付劳务外包及劳务派遣服务提供商的服务费减少令劳工成本减少”。招股书显示，2022年至2024年，云迹科技的劳工成本分别为2823.2万元、2660.9万元和2167.3万元，降幅有限。

值得注意的是，近年来，酒店配送机器人赛道竞争尤为激烈，尤其在部分企业拿到大额融资后，往往采取以价换量的市场拓展策略，云迹科技的价格体系亦受波及。2022年至2024年，云迹科技“润”系列机器人平均售价分别为2.32万元、2.06万元和1.31万元，整体降幅为43.53%；“格格”系列机器人平均售价分别为2.68万元、2.49万元和2.09万元，整体降幅为22.01%；2023年至2024年，UP系列机器人平均售价分别为5.42万元和2.23万元，降幅为58.86%。不过，云迹科技认为，“格格”和“润”两款产品价格下降主要源于原材料及组件成本的下降；同时，2023年UP机器人销量有限，因此对2024年的价格比较没有意义。

件的毛利率分别为25.6%、29.2%和38.1%。不过，公司未将2024年机器人及功能套件毛利率大幅提升的主要原因归为成本因素，而是“公司加大不同场景的销售及营销工作让‘格格’系列及UP系列（其平均售价比其他机器人产品更高）产生的收入增加，以及支付劳务外包及劳务派遣服务提供商的服务费减少令劳工成本减少”。招股书显示，2022年至2024年，云迹科技的劳工成本分别为2823.2万元、2660.9万元和2167.3万元，降幅有限。

值得注意的是，近年来，酒店配送机器人赛道竞争尤为激烈，尤其在部分企业拿到大额融资后，往往采取以价换量的市场拓展策略，云迹科技的价格体系亦受波及。2022年至2024年，云迹科技“润”系列机器人平均售价分别为2.32万元、2.06万元和1.31万元，整体降幅为43.53%；“格格”系列机器人平均售价分别为2.68万元、2.49万元和2.09万元，整体降幅为22.01%；2023年至2024年，UP系列机器人平均售价分别为5.42万元和2.23万元，降幅为58.86%。不过，云迹科技认为，“格格”和“润”两款产品价格下降主要源于原材料及组件成本的下降；同时，2023年UP机器人销量有限，因此对2024年的价格比较没有意义。

值得留意的是，近年来，酒店配送机器人赛道竞争尤为激烈，尤其在部分企业拿到大额融资后，往往采取以价换量的市场拓展策略，云迹科技的价格体系亦受波及。2022年至2024年，云迹科技“润”系列机器人平均售价分别为2.32万元、2.06万元和1.31万元，整体降幅为43.53%；“格格”系列机器人平均售价分别为2.68万元、2.49万元和2.09万元，整体降幅为22.01%；2023年至2024年，UP系列机器人平均售价分别为5.42万元和2.23万元，降幅为58.86%。不过，云迹科技认为，“格格”和“润”两款产品价格下降主要源于原材料及组件成本的下降；同时，2023年UP机器人销量有限，因此对2024年的价格比较没有意义。

分销协议条款存疑

招股书显示，云迹科技的销售网络以直销为主、分销为辅。具体而言，2022年至2024年，云迹科技直销收入分别为1.43亿元、1.29亿元和2亿元，收入占比分别为88.6%、89.2%和81.6%；分销收入分别为1834万元、1566.8万元和4515.4万元，收入占比分别为11.4%、10.8%和18.4%。但记者暗访调查发现，其分销模式迷雾重重。

记者了解到，除直销外，代理、经销、分销是三种常见的产品销售模式，它们在收益来源、产品控制权及定价权、风险敞口等方面有所区别。一般而言，代理商与品牌方为委托代理关系，产品所有权归属品牌方，收益主要源于品牌方的佣金或提成，无库存风险；经销商与品牌方为买卖关系，拥有产品的所有权，主要通过差价获取收益，承担库存及滞销风险；分销商与品牌方为合作关系，通常不买断产品所有权，仅赚取差价或佣金，需承担渠道成本。经销渠道一般为单层级，即品牌方—经销商—消费者，适用于单品价值高或专业领域；分销渠道一般为多层级，即品牌方—总代理—区域代理—零售店—消费者，适用于快消品领域。

云迹科技表示，建立分销网络使公司能够更快、更具成本效益地渗透至低端市场，以及扩展至三四线城市。2022年至2024年各报告期末，公司分销商数量分别有64名、75名和113名。

招股书显示，云迹科技与分销商以简单直接的买卖模式合作，分销商需要支付20%至50%预付款，通常仅允许在特定区域销售，仅有省级分销商可自行决定聘请次级分销商。从该等表述不难看出，云迹科技所谓的分销商似乎更多在扮演经销商的角色。另外可以佐证的是，云迹科技曾于2017年9月举办过全国首场经销商招聘会。

让人疑惑的是，2019年4月，云迹科技在其发布的一条公司新闻中明确表示，苏州一米机器人为其代理商。天眼查显示，一米机器人成立于2015年11月，注册资本540万元。这与云迹科技招股书描述的2023年第四大客户（销售额271.7万元）的信息基本吻合。双方业务始于2017年，一米机器人官方网站有售“润”系列产品。

“我们从去年三、四月份开放代理，省级代理会有（销售）量的要求，现在每月至少要做8台至10台。区域不一样，要求也不一样。目前（酒店）送物机器人只有两款产品，一款是‘格格’，双仓机器人；另一款是今年主打的新产品，叫UP机器人，可以做清洁和送物的工作。”一位云迹科技员工透露，“经销（模式）也有。建议前期先别走代理，可以经销形式囤10台先尝试，估计两个月能卖完。”

由此可见，云迹科技可能同时存在多种销售模式。至于公司为何仅披露分销模式，原因不得而知。不过，基于注册制的理念与要求，云迹科技的上市信息披露或不充分。与此同时，记者暗访了解到的经销模式和代理模式与披露的部分分销协议条款存有差异。

首先是价格管控。招股书显示，分销协议中通常不包含零售价格。但上述员工透露，“经销代理拿货成本低，但售价不能低于公司给酒店的正常报价；如果低了，会有价格审查机制。”

其次是销售范围。上述员工表示，经销商模式不划分区域，全国范围都可以做。对于经销商之间可能的客户“打架”担忧，该人士表示，会有一些，但以项目报备为准。而在云迹科技的分销协议中，分销商通常仅允许在特定区域销售。

再次是预付款。招股书显示，分销商需要支付20%至50%预付款。上述员工表示：“代理模式没有特别要求预付款，之前会交一部分，但不多。公司会先发货给代理商，安装前把尾款补齐就行。”至于经销模式，该人士称预付款的比例上限大概是30%。

最后是退货政策。为了打消产品滞销的顾虑，上述员工表示：“实在一台都卖不出去，退货问题也不大，只是周期长一些，毕竟采购进了总部，再出来要走很多审批程序，估计得两三个月。”这似乎有违“我们只接受分销商在产品验收通过前发现质量问题时的退货……一旦所有权转移至分销商，将不再接受退货”的政策。

港交所上市规则迭代升级 与A股科创板形成互补式融资生态

●本报记者 赵中昊

近日，香港证监会与港交所推出“科企专线”，便利18A、18C发行人申请上市，并允许这些公司选择以保密形式提交上市申请。此外，香港联交所已更新《新上市申请人指南》，上述两类发行人在采用不同投票权架构上市时，将被视为已满足《主板上市规则》第8A章所列的创新企业公司规定及各界认可规定。

业内人士表示，这一便利政策的推出标志着港交所18A、18C上市规则的迭代升级，未来或显著提升香港资本市场对生物医药及特专科技企业的吸引力。在A股实施全面注册制的背景下，内地科创企业正面临更具弹性的资本路径选择。当前港股市场与A股科创板市场通过制度创新形成功能互补格局，为不同发展阶段、不同行业特征的科创企业构建起适配性更强的融资生态体系。

“科企专线”进一步提升港股IPO吸引力

数据显示，在“科企专线”尚未推出前，今已有不少科技型企业筹划香港上市。据中泰国际相关负责人介绍，香港现有的上市机制为企业提供了不同的融资选择和广泛的投资机会。现时香港有两个上市板块，主板及创业板（GEM）。随着新经济及新科技快速发展，主板

市场从过去以盈利达标（香港上市条例第8章）作为上市要求，进展到允许同股不同权和仍未有盈利的新兴行业企业根据新的香港上市条例第8A章及第18A（生物科技公司）、18B（特殊目的收购公司）、18C（特专科技公司）章在香港交易所主板上市，这有助于提升香港IPO市场竞争力。此次“科企专线”的推出，将促使更多生物科技公司和特专科技公司选择香港作为其首选上市市场，进一步提升其市场效率和吸引力。

此外，中国证监会以“五项措施”为代表的系列政策也在多个维度惠及港股市场发展。华泰证券相关负责人表示，中国证监会的系列措施进一步拓展和优化了沪深港通机制，使内地与香港市场的互联互通更加紧密，丰富了投资产品种类，吸引了更多资金流入港股市场。境内公募、私募基金以及政府资金参与港股的份额有持续增长趋势，境内投资者为港股IPO提供了更充足的资金支持及丰富的流动性。

值得关注的是，港交所《上市规则》18C与A股科创板在服务科技创新企业的战略定位上呈现一定趋同性。在此背景下，科创企业如何作出上市路径选择？业内人士表示，香港与内地科创板在服务科技创新企业融资需求方面形成了战略互补格局。从行业导向到上市标准，两地市场在准入门槛设置及投资者结构等维度均呈现差异化布局。

行业定位及市值门槛各有侧重

上述中泰国际相关负责人表示，从行业定位差异来看，港交所18C在行业包容性上相对更宽泛，除了新一代信息技术等热门领域，还关注一些具有发展潜力但尚未被广泛重视的新兴行业。科创板则聚焦核心科创领域，严格筛选新一代信息技术、高端装备等重点科技领域，确保上市企业具有较高的科技含量和创新能力，这有助于打造一个以高精尖科技企业为主的板块，提升板块的整体科技形象和市场认可度，引导企业资源向国家重点支持的科技领域集中。

从上市门槛的差异来看，港交所18C要求较高的预期市值，这使得18C能够吸引具有较高市场认可度的大型科技企业。对于那些已经完成多轮融资、估值较高的企业来说，80亿或150亿港元的市值要求能够匹配它们的市场价格，同时也为投资者提供了一定的安全边际。港交所还关注上市发行人历史融资情况，以评估企业的融资能力和市场发展前景，为投资者提供更有潜力的投资标的。

科创板则采取适度的市值门槛策略。相对较低的市值门槛（10亿-40亿元人民币）使得更多中型规模的科技企业有机会上市，这有助于推动国内科技产业的多层次发展，为中小企业提供资本支持，促进科技产业生态的完善。同时，通过设定不同的市值门槛和对应的财务指

标要求，科创板能够合理地筛选出不同发展阶段和质量的企业，保证板块的稳定性和活力。

招商证券相关负责人表示，港交所18C主要服务于处于商业化早期阶段（包括尚未盈利）的特专科技公司，如人工智能、量子计算等领域企业，其显著特点是设置了较高的市值门槛（已商业化公司60亿港元，未商业化公司100亿港元）和严格的研发投入比例要求（15%-50%）。相较而言，内地科创板更青睐已具备产业化能力的科技企业，虽同样允许未盈利企业上市，但更注重企业的商业化进程和盈利前景。

在市场特征方面，港股18C上市企业主要面向国际机构投资者，采用“披露为本”的监管原则，再融资灵活性较高但易受国际市场波动影响；科创板则以境内投资者为主，实行实质性审核机制，强调符合国家战略方向，并提供“绿色通道”。

投资者结构及锁定期机制凸显市场定位差异

从投资者结构以及锁定期安排来看，港股18C与科创板展现出差异化的制度设计。前述中泰国际相关业务负责人表示，港交所18C采用机构投资者主导机制，明确要求IPO中至少50%的股份须由独立机构投资者认购。这种机制通过专业机构的价值研判能力，既能有效实现新股合理定价，抑制市场泡沫，又可提升市场稳定性。

科创板采取严格的锁定期策略，要求IPO前股东锁定期为12个月，实控人及控股股东锁定期为36个月，并对董事、高级管理人员及核心技术人员等设置额外锁定要求，从制度层面引导股东关注企业的长期发展，有效抑制短期套利冲动，同时确保了企业科技创新核心团队的稳定性。

科创板采取严格的锁定期策略，要求IPO前股东锁定期为12个月，实控人及控股股东锁定期为36个月，并对董事、高级管理人员及核心技术人员等设置额外锁定要求，从制度层面引导股东关注企业的长期发展，有效抑制短期套利冲动，同时确保了企业科技创新核心团队的稳定性。