

■上证深一度■

客户“本土化” 渠道“隐蔽化” 谁在“滋补”天目药业？

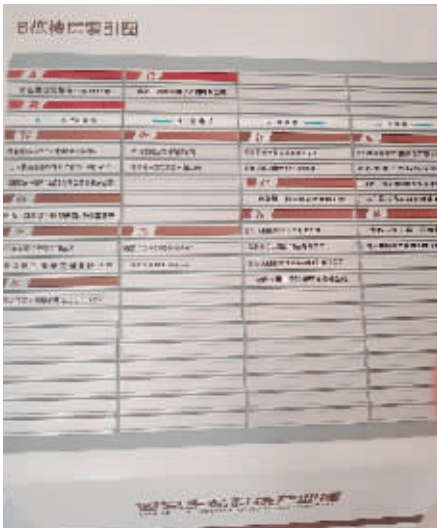


2025年天目药业保健品业务前十大客户

序号	客户名称	注册地	注册资本	成立时间	合作起始时间	具体销售内容	本期交易金额(含税)	本期回款金额	期末应收账款金额	是否为公司关联方
1	青岛中基顺科建筑工程有限公司	山东青岛	500	2022年8月	2024年11月	铁皮枫斗、铁皮石斛系列产品、参类、冬虫夏草、臻配定制酒	1,152.83	282.18	896.65	否
2	山东威诺通贸易有限公司	山东青岛	1,000	2023年5月	2024年9月	铁皮枫斗、铁皮石斛系列产品、臻配定制酒、冬虫夏草	1,059.87	542.12	538.46	否
3	青岛国货丽达医药中心有限公司	山东青岛	1,000	2000年11月	2025年5月	铁皮枫斗、铁皮石斛系列产品	690.96	194.62	496.34	否
4	青岛欣悦通贸易有限公司	山东青岛	500	2023年12月	2024年9月	铁皮枫斗、铁皮石斛系列产品、冬虫夏草、臻配定制酒	646.32	281.10	397.63	否
5	青岛齐进基业建筑工程有限公司	山东青岛	500	2022年11月	2024年12月	铁皮枫斗、铁皮石斛系列产品、臻配定制酒、白化蛇虫草加鹿茸、大参养荣膏、其他大健康产品	584.37	312.28	296.03	否
6	青岛通利电子工程有限公司	山东青岛	5,000	2002年8月	2024年9月	铁皮枫斗、臻配定制酒、冬虫夏草、其他	584.23	135.45	584.23	否
7	青岛星宸供应链管理咨询有限公司	山东青岛	200	2024年6月	2024年9月	铁皮枫斗、臻配定制酒、冬虫夏草、其他	521.97	521.97	-	否
8	青岛荣富昌市政工程有限公司	山东青岛	3,000	2010年1月	2025年9月	参类	515.56	-	515.56	否
9	青岛事通工贸有限公司	山东青岛	800	2022年3月	2025年9月	参类	501.90	-	501.90	否
10	青岛通海发建筑工程有限公司	山东青岛	3,000	2023年12月	2025年8月	铁皮枫斗	500.00	145.85	354.15	否

源嘉生命科技产业园
YUANJIA LIFE SCIENCE AND TECHNOLOGY INDUSTRIAL PARK

位于源嘉生命科技产业园的天目药业北方销售中心办公区



源嘉生命科技产业园B栋楼层索引,显示出通利电子与青岛天目山健康科技有限公司同层办公。

◎上海证券报记者

2023年易主青岛市崂山区财政局后,曾被称为“中药制剂第一股”的天目药业,保健品销售业务异军突起,极大地“滋补”了业绩,摆脱了长期亏损的泥潭。

但一纸监管问询函,让天目药业保健品业务前十大客户的隐秘“朋友圈”浮出水面:这些公司均为青岛本土企业,其中9家涉及建筑工程领域。他们动辄百万元乃至千万元级别的采购,主要涉及天目药业铁皮石斛、参类、冬虫夏草等保健品。

近期上海证券报记者调查走访发现,天目药业保健品业务前十大客户中,有的公司注册地址在居民小区,有的难觅办公痕迹,不少企业成立时间较短、员工规模有限,与其实际的采购规模并不匹配。

在竞争激烈的保健品赛道,作为缺乏渠道积淀的品牌,天目药业何以斩获高销量与高毛利?公司与青岛“朋友圈”客户的交易是否真实?其国资大股东是否提供了“便利”?

记者就上述问题向天目药业发送了采访函,但截至记者7月14日发稿时,公司尚未给出正式回复。

疑问悬而未决,几易其主的天目药业控制权再次面临变更。7月13日晚,天目药业公告称,控股股东汇隆华泽(崂山区财政局下属)拟转让20%股份,交易完成后可能导致实际控制人发生变化。新主一旦入主,天目药业的保健品业务又将走向何方?

客户之惑:难觅踪影的大客户

关于公司的客户拓展方式,天目药业在6月18日对上海证券交易所的问询函回复中称:公司2025年通过参加各类行业协会及定向拜访客户等多种方式开发客户;通过行业协会资源、客户转介绍等方式拓展青岛当地相关企业,最终达成合作意向。

记者梳理公司公告和天眼查信息发现,公司保健品业务2025年前十大客户的关系并不简单:全部位于青岛,其中9家涉及建筑工程领域;有6家成立于2022年至2024年间,且参保人数基本均为个位数;一些公司的注册地址为批量注册,同一地址关联数十家公司。

部分客户之间还存在明显关联。例如,青岛中基顺科建筑工程有限公司、山东威诺通贸易有限公司及青岛欣悦通贸易有限公司,均与自然人高欣、刘艳萍存在关联。而且,山东威诺通贸易有限公司与青岛欣悦通贸易有限公司在工商登记中使用同一个联系电话。

上述3家公司分别为天目药业保健品业务第一大、第二大及第四大客户,2025年合计贡献收入约为2859.02万元,占公司保健品业务收入近三成。

此外,第五大客户青岛齐进基业建筑工程有限公司,其工商登记电话也与山东威诺通贸易有限公司全资子公司——山东威诺通贸易有限公司西海岸分公司的联系电话一致。

为了进一步了解天目药业保健品业务的销售情况,记者实地走访了这10家客户的公司注册地址。

青岛中基顺科建筑工程有限公司的注册地址是青岛市崂山区科苑经四路310号1号楼201户。记者在这座楼里看到了201标识,却未见到公司招牌。临近下班时

间,201办公室内已无人办公。在一楼售卖食品的员工告诉记者,大厦内办公企业众多,不清楚该公司是否在此办公。

天眼查信息显示,山东威诺通贸易有限公司的注册地址为青岛市崂山湾大厦507室。但崂山湾大厦的多位保安告诉记者,5楼目前处于待租状态,不存在山东威诺通贸易有限公司。

山东威诺通贸易有限公司的另一个通信地址为青岛市崂山区科苑经一路7号6号楼,但在记者实地走访时,园区物业人员告诉记者园区内并没有“6号楼”,也未听说过该公司。

青岛齐进基业建筑工程有限公司注册地址为青岛市市南区宁夏路288号2号楼3层E—6区。但一便利店员表示,并未听说过这家公司,这栋楼也没有E区。记者随后到达3层查看,也未发现这家公司的任何标识或办公人员。

青岛通海发建筑工程有限公司注册地址为青岛市李沧区金水路1057号37栋3单元502室。记者发现,该地址为馨苑小区内的一处老旧居民住宅楼。现场未见任何公司招牌或办公迹象,屋内不时传出儿童聊天的声音。

青岛骅通工贸有限公司注册地址为青岛市黄岛区江山南路458号整幢楼宇。记者实地核查,该地址为华鲁中心大型写字楼。写字楼前台工作人员证实,楼内并无青岛骅通工贸有限公司入驻。

相较而言,青岛通利电子工程有限公司(下称“通利电子”)是天目药业保健品业务前十大客户中规模较大的。天眼查显示,公司成立于2002年,参保人数58人。

不过,记者发现,通利电子注册地址所在楼层,同时也是天目药业北方销售中心所在地。现场一间办公室外墙挂有通利电子宣传介绍,但门处于关闭状态,天目药业办公区域则有员工正常办公。

此外,通利电子注册地也由天目药业第二大股东——青岛源嘉医疗参与打造。2023年10月,该公司联合青岛国资背景的汇隆华泽同步受让天目药业股权,跻身第二大股东,目前仍持有13.27%股份。

在天目药业保健品业务前十大客户中,青岛国货丽达购物中心有限公司是唯一一商超。记者实地走访其门店,并未见到天目药业铁皮石斛相关产品在售。有超市员工透露,前几天仍有货品陈列,目前已无货售卖。

有现场员工建议记者联系品类负责人核实情况,但被一名管理人员制止,表示“不用打电话,卖完了就没有了”,又说“领导不在,不清楚进货计划”。

渠道之疑:正常销售还是“工程抵账”

记者梳理天眼查数据发现,天目药业保健品业务前十大客户中,6家涉及建筑工程领域的企业成立于2022至2024年,员工最多的为12人,其余都在10人以内。但他们采购天目药业保健品可谓大手笔——少则500万元,多则1100万元。

这些企业为何大额采购与自身经营业务和规模不匹配的保健品?天目药业在2024年的年报问询函回复中解释称:第一,建筑业是青岛经济的支柱产业之一,在公司北方销售中心所在地青岛市具有较强的产业地位;第二,建筑公司通常企业规模较大,实力雄厚,且消费能力较强;第三,由于行业特性,建筑公司在拓展业务时有礼品品鉴类产品的需求,

以及自身职工福利需求。

“既有给员工的,也有用来商务礼赠,我们已向问询函做了相应的回复。”天目药业证券事务代表回复记者称。

然而,记者在走访中得到的一些说法却是“抵账”。

青岛星宸供应链管理有限公司是天目药业保健品第七大客户,2025年向其采购了价值521.97万元的保健品。星宸供应链的一位员工告诉记者,此前崂山区因拖欠企业项目工程款,以天目药业的铁皮石斛、药酒等物资抵账,抵账总金额达数百万元。

“我们有供应链业务,也卖滋补品礼盒、酒水茶叶海参等。还可以分流给下面的分包商。”上述员工说。

“抵账”的说法得到了多位人士印证。一位钢管贸易商称,其收到的天目山牌(天目药业旗下品牌)铁皮枫斗来自某企业的工程抵账,金额为数千元。“我这算少的,还有人抵到更多。”他说。

在闲鱼等二手交易平台上,有不少转卖天目山牌铁皮枫斗的记录,卖家IP地址多位于山东。其中一位商家告诉记者,其所卖的天目山牌铁皮枫斗正是抵账所得。

上海德禾翰通律师事务所律师王思尧告诉记者,近年来“以物抵债”现象在建筑行业相当普遍。这些产品既有低成本、高定价空间的特征,同时也更容易包装成礼品、员工福利。

“工程抵账产品虽然越来越难消化,但有东西至少比没有强。”王思尧说。

在2024年年报问询函回复中,天目药业曾提及,保健品业务十大客户之一通利电子“因提供建筑施工服务与实际控制人关联方存在业务往来、资金往来”。但在2025年年报中,天目药业仅提及与公司非关联方,并未提及与控股股东的关系。

企查查显示,通利电子成立于2002年8月,注册资本5000万元,主营信息系统集成服务,曾中标崂山区多个事业单位项目。

王思尧表示,《企业会计准则第14号——收入》强调收入确认需基于“具有商业实质”的合同。如果采购方根本不需要这些产品、交易完全在上级机关的安排下进行,其商业实质则可能面临质疑。交易所已频繁追问此类客户结构的合理性和商业逻辑。若交易被认定为缺乏商业实质,企业可能面临收入调减甚至信息披露违规的风险。

在他看来,业主把支付压力转移给建筑公司,建筑公司把现金流转化成了库存,指定企业获得了不可持续的虚假增长。没有人真正“赢”——只是把风险从当下推迟到了未来。

品牌之间:低存在感与高毛利率

短短时间内业务突飞猛进,天目药业保健品在终端市场的知名度如何?

记者查询淘宝、京东等电商平台发现,销售天目山相关产品的店铺只有几家,销量也极少。一名淘宝中药经销商对记者表示:“天目山是老字号,但近年来卖得不好。”

天目药业官方客服人员告诉记者,公司目前没有线下门店,线上仅有一家淘宝店铺。记者查询发现,这家名为“天目山滋补体验馆”的店铺仅有60名粉丝,店内仅上架5款商品,其中销量最高的一款铁皮石斛包装产品,售价398元,显示“16人付款”,另外有3款销量为零。

港股新消费的进与退

◎记者 曾庆怡

Choice数据显示,截至7月14日,恒生消费指数的51只成分股中,有42只股价低于今年年初。其中,有着“港股新消费三姐妹”之称的泡泡玛特、老铺黄金、蜜雪集团股价跌幅居前,尤其是后者股价接近“腰斩”。与此同时,内地消费公司赴港IPO的热度仍不减。

港股新消费企业的进与退之间,藏着怎样的市场逻辑?

新消费明星公司“光环褪去”?

今年以来,“港股新消费三姐妹”的表现为何不尽如人意?

究其原因,首先,港股表现低迷。Choice数据显示,截至7月14日,今年以来恒生指数下跌约5%,恒生消费指数下跌约10%。中金公司研报认为,叠加市场对美联储货币政策的预期,以及南向资金、海外资金分流和IPO数量增加,港股市场资金面整体面临“紧平衡”。

其次,恒生消费指数成分股呈现分化态势。在“港股新消费三姐妹”表现欠佳的同时,颐海国际、蒙牛乳业、美的集团、蓝月亮集团等恒生消费指数成分股表现突出。

光大证券首席资产配置研究员王开分析称,分化缘于标的基本面出现差距,不同品类的需求环境、盈利状况也有所不同。“过去,市场看重开店速度、品牌热度。如今,资金定价逻辑趋于务实,投资者更看重稳定盈利、现金流和供应链实力。”王开说。

逢华资产管理首席投资官洪灏表示,港股市场定价逻辑已从拼GMV(商品交易总额)和开店增速,转向考核单店、自由现金流与可持续的股东分红。

具体到“港股新消费三姐妹”,泡泡玛特今年以来股价跌幅约16%,6月该公司旗下热门IP Labubu(拉布布)最新系列的市场表现不及预期,进一步引发了市场对于其IP吸引力能否可持续的担忧。老铺黄金和蜜雪集团的股价跌幅分别为38%和48%。中国服贸协会可持续商业与创新工作委员会主任、北京工商大学教授洪涛表示,老铺黄金前期涨幅过大、估值极度透支。同时,黄金价格波动影响其库存估值及终端的消费意愿,当销量增速放缓、市场风险偏好下降时,引发资金剧烈补跌。蜜雪集团虽然具备质价比优势,但市场对低价茶饮的盈利增速持续性产生分歧,压制估值上限。而且,受内地下沉市场饱和、加盟商“内卷”及出海竞争加剧影响,蜜雪集团的高增长预期被打破,估值向传统批发零售业回归。

新消费公司赴港IPO热情不减

尽管当前板块表现整体低迷,但新消费企业赴港IPO热度不减。

截至7月14日,今年以来已有鸣唱很忙、溜溜梅2家知名消费企业在港股上市。此外,君乐宝乳业、袁记食品、钱大妈等10余家消费企业向港交所递交了上市申请。

梳理可见,这股热潮背后既有企业的主动为之,也有受制于对赌压力的不得已。

一方面,消费企业的数智化升级、全国化扩张、供应链建设都需要巨额资金,仅靠自身利润积累速度较慢,登陆资本市场有助于快速筹集发展资金。洪灏认为,港交所凭借持续优化的制度环境、灵活的上市机制及适配的上市周期,增强了对连锁消费企业的吸引力。同时,当前消费市场竞争进入“红海”,相关企业希望通过港股多币种平台筹资,以驱动出海发展的第二曲线。此外,赴港上市亦能为企业提供品牌背书。

另一方面,近年来涌入新兴消费赛道的私募股权投资与创业投资机构,如今迎来投资周期的退出节点。投资机构需要将账面回报变现。同时,部分消费企业在融资时签署了对赌协议,上市是规避回购风险的关键选择。例如,溜溜梅在上市前就面临此类压力。

“2026年以来的赴港IPO潮,是消费企业在国际扩张战略与全球资本本周期等多重变量下的理性选择。”洪涛说,上市不仅是企业的融资手段,更是其品牌全球化与资本结构优化的关键跳板。

市场定价逻辑修正回归

在当前环境下,港股新消费企业的进与退,反映出市场定价逻辑正经历从“纯叙事溢价”到“业绩验证与出海能力双锚定”的修正回归。

如何判断消费企业的成长潜力?王开分享了四点见解:一是产品贴合消费者需求,拥有较高客户复购,容易产生单体价值扩散和规模效应;二是盈利模型成熟,现金流稳健,成本管控能力较强;三是在品牌认知、渠道布局、供应链方面构筑竞争壁垒,避开价格“内卷”;四是管理层发展策略理性,平衡规模扩张和稳健经营。

“港股消费板块正处于预期重塑阶段,短期波动属于正常现象。随着消费环境持续修复,经营质地扎实的消费企业,长期价值有望逐步被市场认可。”王开说。

洪灏认为,对于一家消费企业的成长潜力,还要关注其潜在客户群体和他们的收入增长速度。

同时,复盘老铺黄金、布鲁可等标的股价走势可以发现,限售股的解禁也是对公司基本面的一次“压力测试”。数据显示,限售股占总股本比例均超过85%的老铺黄金、布鲁可,相较解禁前最高点股价跌幅分别超过57%和77%。

中金公司研报称,港股下半年解禁将迎来高峰,7月和9月的解禁规模居港股历史前两位。从历史情况来看,解禁对大盘走势影响有限,但对个股冲击不容忽视,特别是解禁占比更高的标的。洪灏分析称,限售股解禁等短期流动性冲击对股价波动影响占比达30%。

不过,受访专家表示,限售股解禁只是短期扰动因素,股价的中长期表现仍取决于企业的经营基本面。

“当前港股新消费的分化,本质上是经济周期与产业趋势的筛选结果。”洪涛认为,应聚焦企业的半年报业绩兑现度、出海增速及现金流质量。解禁比例高但基本面恶化的“错杀”标的,可能蕴藏中长期配置机会。