

# 科源制药33倍市盈率收购大股东资产

中经记者 陈婷 赵毅 深圳报道

历经10个月，科源制药(301281.SZ)从实控人手中收购老字号中药企业的交易有了新进展。

近日，科源制药披露深交所关于公司发行股份购买资产并募资配套资金审核问询函的回复，并公告交易草案的修订稿。根据草案，科源制药拟通过发行股份的方式向力诺投资控股集团有限公司(以下简称“力诺投资”)、力诺集团股份有限公司(以下简称“力诺集团”)等38名交易对方发行股份，购买其持有的山东宏济堂制药集团股份有限公司(以下简称“宏济堂”)99.42%股份，交易作价约35.8亿元，增值率为60.54%。

宏济堂是科源制药实际控制人高元坤的资产，其通过力诺投资及力诺集团合计持有宏济堂39.61%的股份，力诺投资亦是科源制药的控股股东。

草案显示，宏济堂2024年净利润约1.08亿元。此番收购，标的估值市盈率超过33倍。不仅如此，宏济堂收入的真实性、销售费用及经营合规性亦引来审视。

问询函指出，宏济堂2023年及2024年销售费用占营收比例约三成，高于同行业可比上市公司均值。科源制药按要求披露了宏济堂近两年的市场推广服务商名单。

不过，《中国经营报》记者查询发现，有公司成立当年便成为宏济堂前五大推广商之一，多个推广商参保人数为0，其中还有两大推广商为同一人所控制，但未被披露为关联方。

对于上述情况，科源制药方面仅对记者表示，公司已经根据信披要求做了相应的信披。与此同时，公司会根据相关要求，及时、准确、完整披露。

## 多个合作商参保人数为0

江西乐道在2023年的参保人数为0。

延期一周后，8月18日，科源制药就深交所下发的审核问询函做出回复，函中共17个问题，多数围绕此次收购标的一—宏济堂展开问询。

问询函显示，宏济堂2023年及2024年销售费用分别为4.04亿元、3.65亿元，占营收的比例分别为34.05%和28.48%，高于同行业可比上市公司均值(约22%)。销售费用主要包括职工薪酬、宣传促销费、服务费、差旅费及市场推广费等。深交所要求科源制药说明宏济堂市场推广费的具体构成情况、是否存在支付回扣情况、推广商是否存在替宏济堂进行费用过账情形等。

根据草案，宏济堂主营业务为中成药及健康产品、麝香酮等产品的研发、生产与销售，主要产品包括阿胶、安宫牛黄丸和麝香酮，公司主要通过核心产品的销售实现收入和利润。近两年，宏济堂存在通过委托专业化推广服务商进行市场推广的情形。

2023年及2024年，职工薪酬占宏济堂销售费用的比重在50%以上，宣传促销费是其第二大项支出，占比23%—28%。对应期间内，宏济堂市场推广费分别为4651.99万元、1641.94万元，占比分别为11.5%、4.49%，主要为市场调研费和渠道建设费。

## 巨额商品调回

今年上半年，宏济堂已发出产品调回的金额约为5.01亿元。

除了销售费用，宏济堂收入的真实性亦遭到问询。

草案显示，2023年及2024年，宏济堂营收分别约为11.89亿元、12.83亿元，净利润分别约为6898.78万元、1.08亿元。不过，报告期内，宏济堂存在因质量或包装问题形成的退货，同时存在一定规模的已发出产品调回的情形。

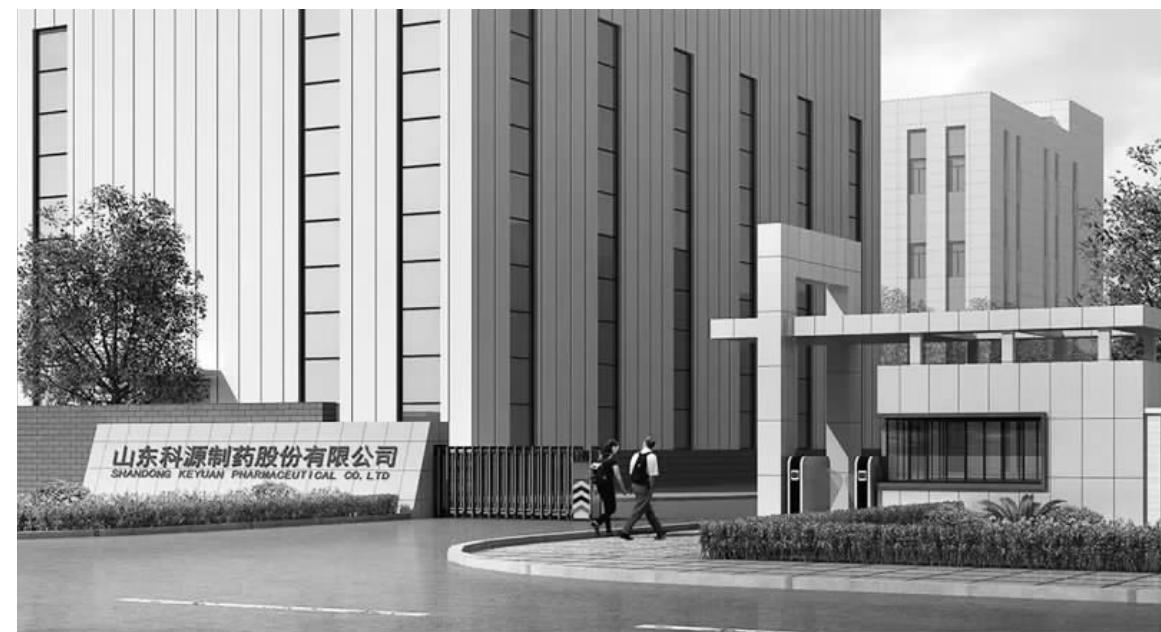
2023年及2024年，宏济堂已发

近两年，宏济堂推广服务商进行的推广活动主要包括信息收集、医院拜访、终端开发、商业流向收集和终端维护等，主要是因为宏济堂的品牌知名度相较于东阿阿胶、同仁堂等知名企业有待进一步提升。同时宏济堂多款主要产品为国内独家，且报告期内开拓了包括中药代煎在内的新业务，因此宏济堂在加强终端开发和维护、提升医生对公司产品及业务的了解程度的基础上，仍需持续对市场动态、竞品数据以及自身产品终端流向进行收集，以快速掌握市场信息并做出针对性销售策略。

2023年及2024年，宏济堂的推广活动主要由成都创享康云科技有限公司(以下简称“成都创享”)、江西乐道医药科技有限公司(以下简称“江西乐道”)等推广服务商进行组织，推广活动地区主要集中在华东、华中、华南及西南地区。

其中，成都创享为宏济堂2024年第一大推广商，交易金额为991.44万元，占当期市场推广费总额的70.6%。工商信息显示，该公司当前注册地址与另外5家公司重合，且其近年来参保人数波动较大，其在成立当年(2020年)社保缴纳人数为1人，2021年社保缴纳人数为0，此后3年为9人。

江西乐道为宏济堂2023年第



图为科源制药公司外景。

公司官网/图

11月10日成立。

成立时间较短便与宏济堂建立合作关系的不只吉安威宏。成立于2023年4月的江西六方商务服务有限公司(以下简称“江西六方”)在当年即成为宏济堂第二大推广商，交易金额达473.12万元。

记者进一步查询发现，宏济堂2024年第二大推广商济南脉学中医药研究院、第四大推广商吉安县威宏信息咨询服务有限公司(以下简称“吉安威宏”)当年的参保人数亦为0，第三大推广商攸宁(宁夏)科技有限公司的参保人数为1人。值得注意的是，吉安威宏于2023年

后成立新公司，宏济堂经过评估及遴选之后，认为其符合公司市场推广的资质标准，具备相应的推广能力，因此与之建立了合作关系。

不过，记者注意到，江西六方在2023年的参保人数亦仅有4人，2024年仅剩1人。此外，2023年同为宏济堂前五大推广商之一的九江众平康商务咨询有限公司(以下简称“九江众平康”)，亦为江西六方实际控制人姜小明所控制。2025年5月15日，九江众平康被注销。

年中成药市场销售放缓，使得终端销售未及宏济堂前期预期。同时，基于对前述市场情况的重新评估，宏济堂为避免经销商扰乱终端价格体系、影响公司品牌声誉以及下游销售回款，对部分已发出产品进行调回。

科源制药方面进一步表示，宏济堂相关销售产品均已实际发出给客户并由客户进行签收确认。与此同时，宏济堂自2024年开展

的贸易配送业务属于真实交易，具有商业实质。不过，宏济堂仍存在发出产品调回的风险。未来若面临医药行业持续恶化、下游客户销售困难，宏济堂可能进一步与下游客户协商调回部分已发出产品，进而影响科源制药的经营业绩。

值得注意的是，宏济堂近两年第一大客户还是其持股24%的子公司——北京联馨药业有限公司

(以下简称“北京联馨”)，高元坤为北京联馨副董事长。报告期内，宏济堂向北京联馨供应人工麝香的核心原材料麝香酮，交易金额在3.5亿元以上，占总营收比重在30%左右。科源制药在问询函回复中表示，宏济堂向北京联馨销售数量与北京联馨实际需求相匹配，其主要客户基本能够实现对外销售，不存在协助宏济堂囤货的情形。

# 一品红陷亏损泥潭

中经记者 苏浩 卢志坤 北京报道

一家曾凭借儿童药和慢病药双轮驱动的医药企业，如今正经

历严重的业绩滑坡。

近期，一品红(300723.SZ)发布2025年半年度报告。财报数据显示，上半年，公司实现营业收入5.84亿元，同比下降36.02%；归属于上市公司股东的净利润为-7354.22万元，同比下跌258.3%；扣除非经常性损益的净利润为-1.08亿元，

同比下降410.19%。

《中国经营报》记者注意到，这也是公司自2024年以来业绩大滑坡的延续，2024年全年，一品红就已经

亏损了5.4亿元，同比下降392.52%。

针对上半年业绩大跌及后续提振措施，记者日前向一品红方面致函采访。公司方面回复称，

公司严格根据相关法律法规的要求履行上市公司信息披露义务，具体相关内容敬请参阅公司已披露的相关公告内容。

## 核心业务萎缩

资料显示，一品红创建于2002年，是一家集药品研发、生产、销售为一体的创新型生物医药企业，主要聚焦于儿童药和慢病药领域，产品类别涵盖化学药(含原料药和制剂)、特色中成药等领域。2017年11月，公司在深交所上市。

纵观一品红2025年上半年度报告，公司两大核心业务——儿童药和慢病药的营收和毛利率均出现下滑迹象。

具体来看，2025年上半年，公司儿童药产品实现营业收入3.57亿元，同比下降28.93%；毛利率为78.22%，比上年同期下降4.26%。慢病药同期实现营业收入1.33亿元，同比下降58.16%；毛利率为18.5%，比上年同期下降48.73%。

这种下滑趋势在2024年已经显现。数据显示，2024年儿童药和慢病药收入分别为9.36亿元和3.7亿元，分别同比下降约39.04%和51.97%。曾经的双核心驱动战略，如今已成为业绩下滑的主要拖累。

而在核心业务萎缩的同时，公司的产能利用不足问题也暴露出来。2025年半年报显示，由于“产量尚未形成规模，造成产品制造费用增加”，这使得公司在营收大幅下滑的情况下，营业成本仅下降

3.75%，进一步挤压了盈利空间。

儿童药业务虽然仍贡献公司超六成的收入，但独木难支。慢病药业务的大幅下滑，则与集采串标事件直接相关——盐酸溴己新注射液正是一品红慢病药领域的主要产品。2024年7月，一品红全资子公司广州一品红制药有限公司收到了国家组织药品联合采购办公室的违约通知书。

通知书显示，广州一品红制药有限公司(包括一品红制药授权人)在第七批国家组织药品集中带量采购盐酸溴己新注射液投标中存在《全国药品集中采购文件》

暂停参与集采资格6个月，但公司

表示“将努力拓展盐酸溴己新注射液按非集采品种在原中选8个省(市)以外地区销售”。此外，公司的现金流量状况同样不容乐观。2025年上半年，一品红经营活动产生的现金流量净额为-1763.47万元，同比下降109.32%。公司解释称，这主要是“收到的销售商品现金减少所致”。

2025年上半年，公司应收账款达4.13亿元，占营业收入的比例高达70.71%，相比2024年同期的14.42%大幅提升。其中，账龄在1年以内(含1年)的应收账款就有4.1亿元。

## 研发投入锐减

在业绩持续下滑的背景下，一品红不得不调整研发投入策略。报告显示，2025年上半年，公司研发投入9420.1万元，同比锐减33.96%。

“2025年上半年研发投入降低主要是因为公司减少了仿制药项目投入，创新药AR882Ⅲ期临床费用资本化以及2025年上半年华南疫苗投入减少等综合因素所致。”一品红方面告诉记者。

这种研发投入的资本化处理虽然可以提升当期利润，但也会增加未来摊销成本，甚至侵蚀未来利润。

此外，2025年上半年，一品红的销售费用同比减少34.03%，管理费用同比增长36.32%，财务费用同比增长47.14%。

公司称管理费用的增加主要是“品牌宣传投入增加及计提股份支付所致”，而财务费用增长则是“银行借款增加，造成利息费用增加所致”。销售费用的大幅减少可能反映公司正在缩减市场推广开支，这在短期内虽然可以减少现金流，但长期来看或进一步削弱公司

的市场竞争力。

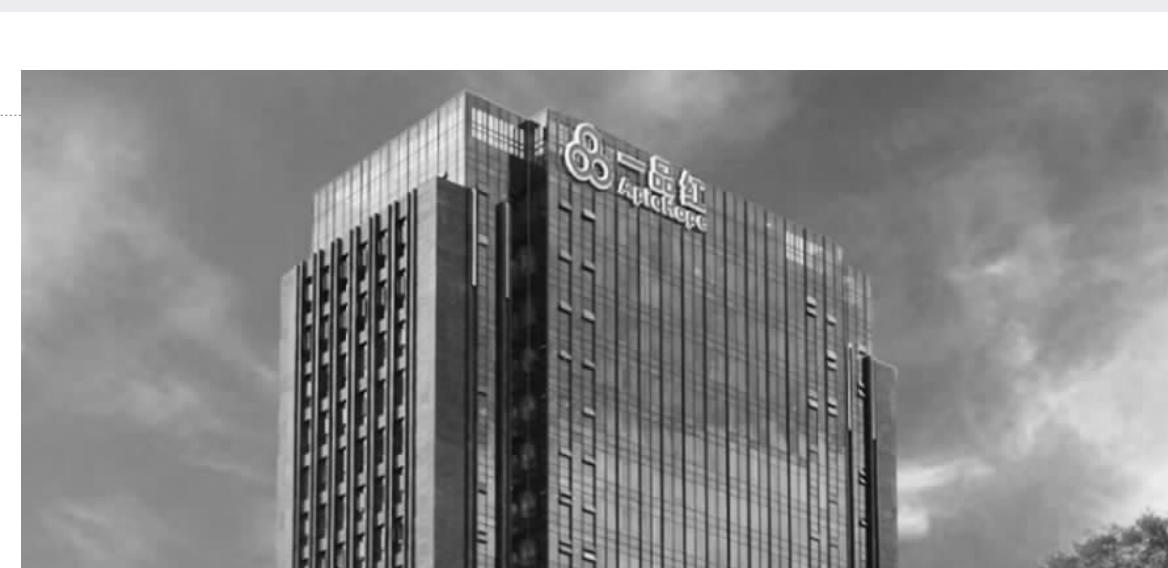
面对传统业务的萎缩，一品红也在积极寻求转型，布局创新药研发。

据了解，一品红在研产品AR882是一种高效选择性尿酸转运蛋白(URAT1)抑制剂，具备降低血尿酸治疗痛风、溶解痛风石及治疗慢性肾病三大适应证。AR882已完成的全球多中心Ⅱ期临床试验数据显示：与现有疗法相比，AR882治疗痛风患者的疗效更显著，安全性更高，有望成为具有Best-in-class的优势产品。

截至2025年6月底，AR882全球关键性Ⅲ期REDUCE 1试验已完成超过50%的患者入组。截至8月1日，AR882国内Ⅲ期临床试验已入组超过50%的受试者。

另一款1类创新药物APH01727片是一种高活性高选择性的胰高血糖素样肽-1受体激动剂(GLP-1RA)，拟用于2型糖尿病的治疗和超重/肥胖患者的体重管理，目前也处于I期临床试验阶段。

不过，创新药研发需要长期投入，短期内难以贡献业绩。



图为一品红大楼。

公司官网/图