

44倍市盈率人股贵不贵？锦波生物详解引入养生堂目的

中经记者 陈婷 赵毅 深圳报道

北交所“市值领头羊”、“中国首富”入局、北交所史上金额最大的现金定增……近日，一场颇具看点的交易迎来新进展。

9月19日，锦波生物(832982.BJ)公告向特定对象发行股票申请获北交所受理，其拟向养生堂有限公司(以下简称“养生堂”)发行股票不超过717.566万股，占公司总股本的6.24%，发行价格为278.72元/股，募资总额不超过20亿元。养生堂为农夫山泉创始人、曾多次蝉联“中国首富”的钟睒睒所控制。

锦波生物于2023年7月在北交所上市，其核心业务为高端植入级

医疗器械的研发、生产及销售，核心原材料为A型重组人源化胶原蛋白。Choice数据显示，上市两年多，锦波生物市值增长超10倍，一度成为北交所“市值第一股”。2024年，锦波生物净利润约7.32亿元。养生堂此番入股，标的估值市盈率约44倍。

此次为引入战略投资者，锦波生物控股股东、实际控制人杨霞近期已将其所持5%股权转让给养生堂控股子公司——久视管理咨询(杭州)合伙企业(有限合伙)(以下简称“杭州久视”)，作价约14亿元。这场采用“减持+定增”方式进行的交易，在市场间引起了实控人“套现”的争议。

引入战投募资

养生堂以现金方式认购锦波生物此次发行的全部股票。

锦波生物正迎来其重要的战略合作伙伴。

根据定增申报稿，锦波生物向养生堂发行股票并签署股份认购协议，养生堂以现金方式认购锦波生物此次发行的全部股票，价格为每股278.72元/股，拟募资20亿元，用于人源化胶原蛋白FAST数据库与产品开发平台项目(以下简称“胶原蛋白项目”)以及补充流动资金，将分别投入11.5亿元、8.5亿元。

上述定增申请已获北交所受理，尚需通过北交所审核，并获得中国证监会做出同意注册的决定后方可实施。锦波生物方面告诉记者，公司将在获得监管机构进一步反馈后，及时推进后续申报材料补充及沟通工作。公司还将持续做好信息披露工作，让投资者和市场及时了解发行进展情况。

定增申报稿显示，此次的发行对象养生堂成立于1993年，法定代表人为钟睒睒，其对养生堂持股98.38%。2022年—2024年，养生堂营收分别约466.93亿元、506.07亿元、473.47亿元，净利润分别约121.7亿元、118.83亿元、121.28亿元。截至2024年末，养生堂净资产

产约717.72亿元。

在锦波生物看来，养生堂拥有成熟的大规模工业化生产体系、体系化的消费品商业化路径和完善的市场渠道建设和维护能力，同时又具备对严肃医疗产品从研发到规模化生产的深刻理解和成熟经验。“引入养生堂作为战略投资者，可以为公司在产品研发、工业化生产、商业化推广、市场战略和经营管理等多方面进行赋能，在原材料、食品饮料添加、化妆品添加、药品开发、现有产品的商业化转化及大规模工业化生产人源化胶原蛋白等多个领域形成合作。”而对于入股锦波生物的考量，记者同步致电致函养生堂方面，但截至发稿未获回应。

值得注意的是，除了向养生堂定增，此次战略投资交易还包括杨霞向杭州久视转让股份。

今年6月，杨霞与杭州久视签署股份转让协议，约定杨霞将其持有的锦波生物约575.33万股股票转让给杭州久视，占公司总股本的5%，转让价格为243.84元/股，股份转让款总计约14.03亿元。9月15日，上述协议转让事项已完成过户登记。

对此，锦波生物方面在接受《中国经营报》记者采访时表示：“实控人杨霞的股权转让并非基于‘套现’目的，而是服务于公司整体战略布局，旨在通过引入优质资源推动公司长远发展。此次转让与公司当前经营状况无直接关联，其核心逻辑是通过优化股权结构降低定增对老股东权益的稀释效应，同时为战略投资者提供更高效的合作路径。”从对中小股东的影响来看，该安排实际形成了多重保护机制：通过控制新股发行规模，减少了每股收益被摊薄的风险；引入的战略资源有望提升公司核心竞争力，最终实现股东价值增长。



图为锦波合成生物科技园外景。

公司官网/图

业绩增速放缓

近两年，锦波生物营收、净利润增速持续放缓。

对于此次战略合作目的，定增申报稿显示，目前，锦波生物急需通过战略合作建设大规模工业化生产体系，建立面向更大范围消费者的推广、销售、渠道管理体系，以实现“医疗产品消费化、科技产品生活化”的发展战略和“创新驱动人类美好生活”的长期愿景。

锦波生物方面告诉记者，此次定增募资将主要用于胶原蛋白项目及补充流动资金。项目建成后，将极大提升公司在伤口护理、骨科植入材料、毛发健康及眼科药物等领域的技术开发与产品转化能力。目前，杭州久视已成为锦波生物股东，公司与养生堂相关方的业务合作尚处于前期沟通与筹备阶段，并就潜在合作领域进行了深入探讨。“对于合作的相关进展公司会严格按照监管要求履行信息披露义务，确保所有股东及时掌握合作动态。”

目前，医疗器械业务为锦波

生物最大营收来源，占比达到80%以上，医疗器械重点产品为以A型重组人源化胶原蛋白为核心成分的植入剂产品(三类医疗器械)，其自主品牌为“薇旖美”。

不过，近两年，锦波生物营收、净利润增速持续放缓。分季度来看，公司业绩同比增速自2024年三季度开始放缓。2023年及2024年，锦波生物营收分别约7.8亿元、14.4亿元，同比分别增长99.96%、84.92%，净利润分别约3亿元、7.32亿元，同比分别增长174.6%、144.27%。

今年上半年，锦波生物营收约8.59亿元，同比增长42.43%，净利润约3.92亿元，同比增长26.65%，2024年上半年这两项数据的增速分别为90.6%、182.88%。其中，“薇旖美”收入增速亦不及去年同期。

锦波生物方面对记者表示，随着公司体量增大，增速的阶段性变化是业务规模扩大的正常

现象。同时，公司通过推出新产品(如注射用重组Ⅲ型人源化胶原蛋白凝胶)，进一步丰富产品线，以满足不同客户的需求。在海外市场方面，公司目前原料产品已与欧莱雅集团进行合作，并取得了一定收入。在三类医疗器械方面，公司主要考虑注册证获取速度、距离远近、客户群体等多个因素，优先进行包括东南亚在内的市场的开拓。未来，公司将继续坚持创新驱动，加大研发投入，拓展高附加值产品领域，确保保持高质量发展。

“‘薇旖美’收入增速不及去年同期，主要因‘薇旖美’产品经过前期市场的高速拓展，已积累起可观的市场基数，在相对高位的基数下，增速放缓属于正常现象。针对上述情况，公司已制定一系列提振措施，包括但不限于丰富产品体系、加大品牌投入、完善销售体系建设等。”锦波生物方面称。

经销商或挣走暴利 西山科技卷入仲裁案

中经记者 晏国文 卢志坤
北京报道

近日，科创板医疗器械上市公司西山科技(688576.SH)与一家经销商北京德聚和，被两家配送商申请退补耗材差价3457万元，原因是解放军总医院第一医学中心认为医用耗材价格虚高。

据西山科技上市审核环节披露的材料，2019年至2022年，按出厂价格计算，对案件涉及的解放军总医院第一医学中心的合计销售额低于713.37万元。由此计算，需退补差价金额为出厂销售额的近5倍，医院采购价格或为出厂价格5倍以上。

9月25日，西山科技方面答复《中国经营报》记者：“北京德聚和系公司2019—2022年期间的代理商，两家配送商受北京德聚和委托开展配送业务，与公司之间不存在协议或合作关系。公司于近日收到北京仲裁委员会寄送的仲裁申请书及相关文件，随即按照信息披露相关规则及时履行了信息披露义务。公司并不了解两家配送商两年后提请仲裁申请的缘由，目前公司律师团队正在进行信息收集和调查取证。”

“公司与北京德聚和之间针对本案所涉耗材产品的交易定价符合商业惯例，未发现价格虚高情况。针对两家配送商申请仲裁退补差价3457.4998万元事项，公司律师团队正在进行信息收集和调查取证，对后续仲裁进展情况，公司将根据信息披露规则及时公告。”西山科

近2年后才被申请仲裁

在本仲裁案件中，西山科技为医用耗材的上游厂家，代理商北京德聚和为中间商，两家配送商国药集团联合医疗器械有限公司和国药集团北京联合美迪医疗器械有限公司提供货物配送、发票开具、货款结算等配送服务，解放军总医院第一医学中心为终端医院。

事件涉及的时间为2019年6月至2023年1月。

2023年，解放军总医院第一医学中心向两家配送商先后发出《关于价格虚高医用耗材降价及退补差价的通知》《磨钻头一中心补偿约谈通知》，认为其提供的医疗器械价格高于全国最低挂网价，责令其退补差价2030.0398万元和1427.46万元。

退补差价为出厂销售额5倍

据西山科技2022年9月10日在上市审核过程中发布的“8·1发行人及保荐机构回复意见”，2019年、2020年、2021年，对解放军总医院第一医学中心的销售额分别为125.74万元、145.66万元、311.41万元。

其中，2021年对解放军总医院第一医学中心的311.41万元中，有3.33万元对应的经销商为北京盛达丰，其余的308.08万元对应的经销商为北京德聚和。

根据上述公开信息可知，通过北京德聚和这家经销商，2019年、2020年、2021年，对解放军总医院第一医学中心的销售额合计为579.48万元。

另外，据2023年3月31日发布的“8·2·2会计师关于第二轮审核问询函的回复”，报告期各期前十

大终端医院对应的经销商表格显示，2022年，解放军总医院第一医学中心不在前十大终端医院之列，排名第10的终端医院为汕头大学医学院第一附属医院，收入为133.89万元；2021年，对解放军总医院第一医学中心的收入为311.41万元；2020年，对解放军总医院第一医学中心的收入为145.66万元。

照此计算，2019年至2022年对解放军总医院第一医学中心的合计销售额应低于713.37万元。

而据西山科技此次发布的公告，被申请仲裁的退补差价金额为3457.4998万元，另外还有律师费113.94万元，合计金额约为3571万元。

退补差价金额远远大于对该医院的销售额，原因是什么呢？

经销模式。公司综合评估经销商的企业资质、经营规模、历史业绩、市场开拓能力、学术推广水平、区域与终端优势、渠道资源和物价政策办理能力等多个维度，与全国范围内优质经销商签订合作协议。经销商与终端医院洽谈销售、物流发货、使用跟踪和信息收集反馈；公司对经销商进行必要的业务指导和培训。

记者查询西山科技招股书发现，按照买断销售模式和委托代销模式两种分类，西山科技的主要销售模式为买断销售模式，2021年之前有很小部分的委托代销模式收入。从2021年起，西山科技停止了委托代销模式。

西山科技的产品出厂价格政



图为西山科技大楼。

公司官网/图

策为，公司结合市场上同类产品价格及各省、自治区、直辖市采购平台挂网价格要求，充分考虑经销商的合理利润空间，制定出厂价

格体系。产品终端市场定价由经销商与终端医院通过招标、议标等方式确定，公司不参与产品的终端定价。

对此，西山科技方面对记者表

示，以公司2022年9月10日在上市审核过程中发布的“8·1发行人及保荐机构回复意见”中“报告期各期(2019年—2021年)前十大终端客户情况”为例，上述数据的来源口径为“根据主要买断式经销商、委托代销商以及配送商(前述客户占报告期各期主营业务收入的比重分别为68.54%、77.93%和76.69%)提供的入院明细”，即公司统计并呈现的销售金额系以主要商家提供的入院数量为依据，结合公司对相关商家相关产品的出厂价格计算得出的终端客户金额，不是相关商家实际销售入院的金额，且二者之间无勾稽关系。

根据前文提及的西山科技“不参与产品的终端定价”可知，此次纠纷产生的主要原因或与经销商

的终端市场价格有关。

另外，以西山科技对该医院按出厂价格计算的销售额低于713.37万元，而经销商对该医院的销售额远高于需要退补差价的金额3457.4998万元，需要退补差价的金额为出厂销售额的5倍。由此可推算，医院采购价格或为出厂价格5倍以上。

西山科技成立于1999年，总部位于重庆，2023年6月在科创板上市，是一家高端医疗器械企业，专注于外科手术医疗器械的研发、制造、销售和服务，主要产品包括手术动力装置、内窥镜系统、能量手术设备等。

西山科技定位为“微创手术工具整体方案提供者”。手术动力装置产品覆盖神经外科、耳鼻喉科、骨科、乳腺外科等多个临床科室。

内窥镜系统产品广泛应用于神经外科、耳鼻喉科、骨科、普外科等微创手术场景。能量手术设备应用于骨科、耳鼻喉科、普外科等临床科室。

西山科技的终端客户主要是医院，产品销售以经销模式为主，即通过各地的经销商销售给各终端医院，并且主要在国内销售。

2025年上半年，西山科技营业收入为1.55亿元，同比增长2.4%；归属于上市公司股东的净利润为3438.2万元，同比下降41.62%。

上半年业绩显著下降主要原因为理财收入大幅减少、活检针产品集采降价以及费用增加等。本次被仲裁申请涉及的金额高于西山科技2025年上半年净利润，或对其全年业绩有较大影响。