

6亿元接盘大股东资产 通策医疗遭问询

中报记者 苏浩 卢志坤 北京报道

3月24日，一则公告让“牙茅”通策医疗(600763.SH)再次站上风口浪尖。

根据公告，公司拟以6亿元自有资金收购杭州存济眼镜有

限公司(以下简称“杭州存济”)、宁波广济眼视光科技有限公司(以下简称“宁波广济”)、杭州广济眼视光科技有限公司(以下简称“杭州广济”)、新昌广济眼镜有限公司(以下简称“新昌广济”)四家公司100%股权。

针对此次收购的具体情况，3月30日，《中国经营报》记者向通策医疗方面致电致函采访。其证券部工作人员表示，目前正在着手监管工作函的回复工作，采访需在公司正式回复后再做说明。

4月2日，通策医疗方面发布了上海证券交易所工作函回复的公告。其表示本次收购标的资产具备显著优质的财务特征，将对上市公司财务报表产生直接且正面的影响。同时，眼视光业务作为眼

科医疗的核心业务，作为口腔医疗服务的补充，增强整体抗周期波动能力。此外，标的资产业务结构优化、现金流表现优异，将助力上市公司提升整体资产周转率与现金回笼能力，进一步夯实财务稳健性。

“打包出售”引关注

四家标的公司的经营状况呈现极度的“两极分化”。

公告显示，通策医疗本次交易的对手方为浙江通策眼科医院投资管理有限公司(以下简称“通策眼科投资”)，该公司由通策医疗实际控制人吕建明控制，因此构成关联交易。公告明确表示，交易不构成重大资产重组，尚需提交股东会审议。

具体来看，四家标的公司的经营状况呈现极度的“两极分化”，其中，核心盈利资产为杭州存济。该公司成立于2017年，是一家眼视光产品零售与服务企业，依托杭州存济眼科医院，是通策眼科投资旗下核心资产。

财务数据显示，杭州存济2025年实现营业收入1.53亿元，净利润5558.48万元，净利润率高达36%，已形成稳定的盈利模式。

然而，正是这家盈利能力强劲的公司，其评估增值率高达1282.14%。截至评估基准日2025年12月31日，杭州存济净资产为5087.79万元，而收益法评估价值高达7.03亿元。按照本次交易定价6亿元计算，整体溢价率仍达1066.30%。

对于这一高溢价，评估机构浙江中联资产评估有限公司在回复上交所工作函时解释，杭州存济属于轻资产运营模式，近年来经营业绩良好，公司每年均会进行利润分配，基准日净资产规模不高，导致评估增值率较高。从历史分红数据看，2021年至2024年，该公司每年均将当年净利润全额分配，四年累计分红超过2亿元。

若以市盈率衡量，杭州存济静态市盈率约为12.65倍(按6亿元对价及2025年净利润计算)。评估机构将这一估值与欧普康视近年收购案例进

行对比，认为处于行业合理区间——可比交易案例增值率区间为193.71%至1608.96%，均值为700.47%。

而与核心资产一同打包出售的，还有三家亏损或未运营的公司：宁波广济成立于2022年，2025年营收仅45.52万元，净利润-7.20万元；新昌广济成立于2024年，2025年营收101.18万元，净利润-7.75万元；杭州广济成立于2019年，截至公告日尚未实际开展业务。这三家资产被以0对价或象征性对价转让，包含在6亿元的总交易对价中。

为缓解高溢价收购的担忧，交易对方同步作出了业绩承诺：核心标的杭州存济2026—2028年累计净利润不低于1.8亿元，2026—2030年累计净利润不低于3亿元，同步设置“三年结算+五年最终结算”的双重现金补偿机制，补偿上限为6亿元股权转让款的100%。

值得一提的是，交易对手仅对核心资产杭州存济设置了业绩承诺，对另外三家“包袱”资产未设任何对赌条款，这也意味着，其后续的经营风险完全由上市公司承担。

实际上，这种“成熟资产+培育资产”的组合包装，在资本运作中并不罕见。通过将优质资产与亏损资产打包出售，上市公司一方面获得了盈利增长点，另一方面也为实控人解决了非优质资产的退出问题。然而，市场质疑这种模式正是实控人实现利益最大化的体现——既高价退出核心资产，又成功剥离了个人旗下的非优质资产。

对此，通策医疗方面表示：“本次交易不存在向控股股东及其关联方输送利益的情形，也不存在损害上市公司及中小股东合法权益的情形。”

增长遇瓶颈

通策医疗急需寻找第二增长曲线。

要理解通策医疗这笔关联交易背后的逻辑，需要审视公司当前面临的经营困境。

通策医疗曾被称为“牙茅”，凭借独特的“区域中心医院+连锁门诊”扩张模式，公司在全国布局近30家口腔医院，旗下杭州口腔医院成为全球规模较大的口腔专科医院。2017年至2021年，公司股价暴涨超20倍，市值一度突破1350亿元，成为医疗服务领域最具影响力的龙头之一。

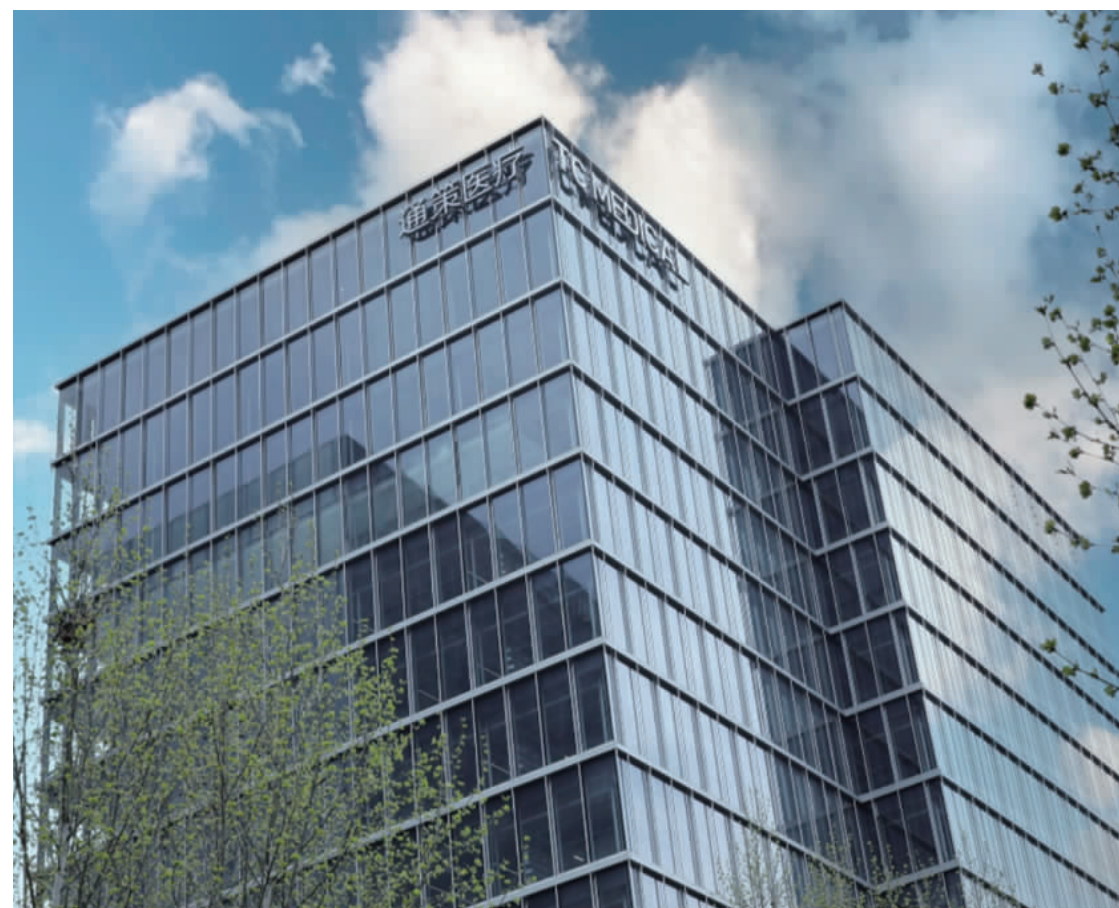
然而好景不长，2022年成为通策医疗业绩的分水岭。这一年，公司交出了上市以来首份年度营收、净利双降的成绩单：同期实现营收27.19亿元，同比下降2.23%；归母净利润5.48亿元，同比下降21.99%。

2024年，公司营收28.74亿元，同比增长仅0.96%；净利润5.01亿元，同比增长0.20%。虽然止住了下滑趋势，但增长几乎停滞。到了2025年前三季度，公司业绩虽逐步复苏，营收22.90亿元、同比增长2.56%，净利润5.14亿元、同比增长3.16%，但增速仍显著低于行业平均水平。

从业务结构看，业绩波动的核心原因主要有两方面：一是种植牙集采落地导致高毛利业务利润空间压缩，尽管通过“以量补价”维持了业务规模，但综合毛利率持续下滑；二是正畸等可选消费类业务受消费疲软影响连续三年下滑，2024年正畸收入同比下降5.05%。

在此背景下，通策医疗急需寻找第二增长曲线。

资料显示，通策医疗早在



图为通策医疗大楼外景。

公司官网/图

2017年开始布局眼科领域，当年，公司通过参与浙江通策眼科医院投资管理有限公司间接切入眼科领域。2017年5月，浙江通策控股集团与浙江大学、浙江大学医学院附属第二医院签署《合作协议》，由通策控股集团作为投资方建设浙江广济眼科医院，合作期为二十年(2017年5月至2037年5月)，合作期内眼科医院由浙二实施托管。

2021年，通策医疗官网明确将眼科列为战略业务板块，提出

依托浙江大学眼科医院(浙大二院眼科中心)，打造国内领先、国际一流的眼视光中心。2023年，公司进一步加大对眼科投资的持股比例，并明确提出眼科业务旨在开启牙科以外的第二增长曲线。

此次收购的四家眼视光公司，正是将实控人培育多年的成熟资产注入上市公司，以期迅速在报表上体现业绩。公司公告称，标的资产并将直接增厚上市公司盈利能力与每股收益，增强盈利增长的

确定性与可持续性。

通策医疗宣称，眼视光与口腔医疗服务在业务属性上高度契合，可实现空间复用和客户生命周期互补。具体而言，公司计划通过在现有口腔医院网点设立眼视光专区，实现空间错峰复用与团队融合，显著提升现有物业与人力资源的使用效率。

然而，仅凭此次收购的几家眼视光公司，能否真正支撑起从“银牙”到“金眼”的跨界转型，仍需打上一个问号。

业绩变脸 博雅生物陷并购“后遗症”

中报记者 陈婷 赵毅 深圳报道

“过去的一年，对血液制品行业而言是不平凡的一年。无论是宏观经济环境还是行业赛道，都经历了一场‘压力测试’。”近期，博雅生物(300294.SZ)管理层在业绩会上坦言。

2025年，血制品上市公司集体交出一份业绩下滑的成绩单。其中，博雅生物(300294.SZ)增收不增利，净利润同比下降71.61%，经营性现金流净额同比下降近80%。对公司盈利造成较大影响的是，并购而来的安徽格林克医药销售有限公司(以下简称“格林克”)由于产品市场下行，导致无形资产和商誉减值损失增加，以及绿十字(中国)生物制品有限公司(以下简称“绿十字”)产生的评估增值摊销增加。

2024年11月，博雅生物完成对绿十字香港控股有限公司(以下简称“绿十字香港”)100%股权的溢价收购，当时绿十字香港为亏损状态，收购价格高达18.2亿元，形成商誉7.28亿元(分摊至绿十字及浆站、格林克两个资产组)。交易未设置业绩对赌。

公告显示，格林克主要从事药品经销业务。2025年，博雅生物对格林克计提无形资产及商誉减值准备合计约3.08亿元。其中，对格林克的特许经营权(医美产品玻尿酸)全额计提减值，达1.98亿元。

计提减值后，格林克是否将剥离医美业务？资产组未来是否还有进一步减值的可能？对此，《中国经营报》记者致电致函博雅生物方面，公司证券部工作人员称采访函收悉。但截至发稿，对方未予以答复。

净利润下滑超七成

年报显示，博雅生物2025年营收约20.59亿元，同比增长18.69%，净利润约1.13亿元，同比下降71.61%，扣非净利润约-775.75万元，同比下降102.57%。

其中，因格林克经销的医美产品玻尿酸市场下行，无经济效益，博雅生物对此类产品的特许经营权无形资产全额计提减值，叠加对其计提商誉减值准备1.1亿元，合计约等于侵蚀公司2024年近八成的净利润。

公告显示，格林克2025年营收约1.98亿元，亏损约818.85万元。事实上，在被博雅生物收购当年，格林克已经处于亏损状态。

2024年7月，博雅生物宣布拟收购绿十字香港，绿十字为其在中国境内设立的血液制品公司。绿十字专注于血液制品研发、生

产、销售，同时通过格林克代理进口白蛋白、重组Ⅷ因子及医美产品在中国地区销售。根据彼时公告，绿十字香港在2022年及2023年前三季度持续亏损。截至2023年9月末净利润为-1212.04万元，但其股权全部权益价值的估值约16.77亿元，增值率为159.97%。在此基础上，博雅生物最终对绿十字香港的收购价格为18.2亿元，相较标的估值溢价8.5%。

2024年格林克净利润约-183.17万元，绿十字净利润约6.11万元。截至2024年年末，博雅生物合并财务报表中商誉账面金额约10.99亿元。

2025年，博雅生物进行商誉减值测试时，将收购绿十字香港形成的7.28亿元商誉分摊至绿十字及浆站、格林克两个资产组，分别为6.13

血制品主业承压

除了资产减值外，博雅生物2025年还因血制品业务受集采、DRG/DIP(按病组/病种分值付费)改革、医保控费、市场竞争加剧等导致毛利率下降。

博雅生物主要从事血液制品的研发、生产和销售，包括白蛋白、免疫球蛋白和凝血因子三大类产品。其中，白蛋白是血浆中含量最多的蛋白，也是目前国内用量最大的血液制品，广泛用于肿瘤、肝病、糖尿病的治疗。公司产品涵盖人血白蛋白、静注人免疫球蛋白(pH4)和凝血因子等10个品种31个规格。截至2025年年末，博雅生

物拥有21家单采血浆站，其中在营浆站20个，原料血浆采量为662.31吨，同比增长5.03%。

博雅生物管理层在业绩会上表示，公司2025年整体采浆662.31吨，同比增加31.72吨，增幅5.03%；其中博雅生物浆站采浆542.4吨，同比增加20.37吨，增幅3.97%；绿十字浆站采浆119.91吨，同比增加11.35吨，增幅10.46%。

2025年，博雅生物血液制品业务收入约16.72亿元，占总营收比重为81.21%，毛利率为53.63%，同比下降11.48%。报告期内，血液制品业务销量约473.75万瓶，同比



图为博雅生物公司外景。

公司官网/图

增长22.64%，生产量同比增长38.14%至约529.11万瓶，库存量同比增长65.41%至约136.61万瓶。

报告期内，博雅生物合并层面毛利率49.9%，同比下降14.8%，主要是因为合并范围内绿十字产品种类较少、产品收得率较低，影响整体毛利率水平；血液制品行业受供需关系影响，产品价格承压，毛利率有所下降。

2025年，博雅生物经营性现金流净额从2023年的约6.42亿元持续降至6116.27万元，几乎只剩零头。

博雅生物管理层坦言，2022—2024年全国采浆量增长较快，年

液、肝素钠注射液、垂体后叶注射液。2023年，新百药业净利润同比下降19.14%，主要是受集采政策及国家医保目录调整等市场综合因素影响业绩下滑；2024年，新百药业净利润同比下降21.29%，主要受缩管素注射液集采影响及区域联盟集采等市场综合因素影响业绩下滑。2025年，新百药业营收同比下降14.25%，净利润同比下降20.11%。

公告显示，新百药业由博雅生物于2015年收购而来，主要从事生化类药品研发，主要产品包括复方骨肽注射液、缩管素注射

液、肝素钠注射液、垂体后叶注射液。2023年，新百药业净利润同比下降19.14%，主要是受集采政策及国家医保目录调整等市场综合因素影响业绩下滑；2024年，新百药业净利润同比下降21.29%，主要受缩管素注射液集采影响及区域联盟集采等市场综合因素影响业绩下滑。2025年，新百药业营收同比下降14.25%，净利润同比下降20.11%。

复合增长率近8%，但需求端受限

于医疗政策DRG/DIP改革、医保控费、消费降级的影响，增长速度较缓，行业整体库存增加。血液制品行业核心产品2025年整体价格较2024年均有所下降，价格整体根据市场供需关系进行调节，2026年产品价格仍受供需关系影响，仍然存在一定压力。“各类产品库存相对合理，静丙库存略有压力，凝血因子类产品受排产的影响库存紧张，白蛋白供需较为平衡。”

华创证券发布的研报指出，供需关系的错配，是导致血制品企业业绩承压的本质。“受益于疫情

后采浆活动的恢复、行业采浆意愿提升，2023—2024年国内采浆量保持高速增长，由于血制品存在9—12个月生产周期，因此2023年到2024年上半年采浆高速增长集体转化为2024年下半年至今的血制品供应。随着疫情需求消化以及渠道补库工作完成，行业供过于求特征明显，产品降价导致企业业绩开始承压，本质还是供需关系的错配。”华创证券分析认为，预计自2026年起供给收紧的调整将逐步向市场传导，在需求端，白蛋白需求刚性特征明显，静丙销售有望逐步企稳。