

负债高企 百洋医药赴港上市解困



多重压力交织下,百洋医药抛出赴港二次上市计划。百洋医药近日发布公告,宣布拟赴港交所主板公开发行H股并上市。百洋医药方面称,此举旨在夯实资本实力、推进全球化布局。然而,此番布局的背后,是该公司近两年深陷的多重经营困境。

自2024年起,百洋医药营收、净利润双双由增转降,2025年业绩进一步下滑,批发配送业务大幅收缩,核心品牌运营业务增长乏力,叠加研发、财务等各项费用攀升,盈利空间被不断压缩。同时,百洋医药债务压力持续加剧,截至2025年末资产负债率升至66.2%,短期借款大幅增加。此外,在产品端,百洋医药高度依赖的主力品牌迪巧营收下滑,面临众多竞品冲击;曾经增长亮眼的网红单品海露增速也大幅放缓,在2025年年报中更是不见其踪影。

盈利空间被两头挤压

对于选择赴港二次上市的原因,百洋医药方面在公告中表示,是为进一步提高公司的资本实力和综合竞争力,深入推进公司全球化发展战略及海外业务布局,提升品牌影响力与核心竞争力,巩固行业领先地位,充分借助国际资本市场的资源与机制优势,优化资本结构,拓宽多元融资渠道。

然而,北京商报记者注意到,此番“A+H”双平台布局背后,是百洋医药近两年面临的多重经营困境。作为创新品牌商业化平台,百洋医药核心业务聚焦医学创新成果的产品开发、生产制造和商业化运营,于2021年在深交所上市。

上市初期,百洋医药业绩整体保持一定增长。2021—2023年,该公司营收分别为70.52亿元、75.1亿元、75.64亿元,同比分别增长达19.94%、6.5%、0.72%;归母净利润连续三年实现两位数增长,同比分别增长55.04%、19.08%、29.55%,2023年净利润攀升至6.56亿

元,发展势头强劲。

但增长势头在2024年戛然而止。当年,百洋医药营收80.94亿元,同比下滑1.96%;归母净利润6.92亿元,同比下滑2.87%。2025年,该公司的经营压力进一步加剧,全年营收75.07亿元,同比降幅扩大至7.26%;归母净利润仅4.75亿元,同比大幅下滑31.36%。

具体来看,2025年,百洋医药聚焦核心品牌运营业务,持续压缩批发配送业务规模,该板块营收14.58亿元,同比大幅下降31.75%。作为核心利润来源的品牌运营业务,仅实现1.18%的低速增长,增长动能不足,无法弥补批发业务收缩带来的营收缺口。同时,百洋医药的财务费用、研发费用、管理费用、销售费用均同比大幅增加,进一步挤压盈利空间。

北京中医药大学卫生健康法学教授、博士生导师邓勇分析认为,百洋医药连续两年业绩下滑,是公司发展进入结构调整期、原有增长模式遇阻的集中体现,并非短期经营波动。深层来看,公司长期依赖单品爆款与渠道营销的商业模式已见天花板,产品梯队出现断层,缺少新重磅产品接力;叠加零售价格

战、线上渠道分流等外部冲击,传统品牌代理模式红利逐步消退,企业盈利增长陷入困境。

就相关问题,北京商报记者向百洋医药发去采访函,但截至发稿未获得回复。

资金链承压

除业绩下滑外,不断走高的负债水平或许是百洋医药急于赴港上市的更直接动因。

财务数据显示,近三年百洋医药资产负债率逐年攀升,显著高于行业平均水平。2023—2025年,该公司资产负债率分别为50.13%、63.38%、66.2%,两年间涨幅超16个百分点。债务结构方面,短期债务压力尤为突出,截至2025年末,百洋医药短期借款增至19.32亿元,较期初大幅增长75.89%,占总资产比例达到23.82%,主要用于补充流动资金。

为支付收购相关款项,百洋医药的长期借款也进一步增长至4.72亿元。2024年7月,百洋医药斥资8.8亿元收购控股股东百洋集团旗下百洋制药60.2%股权,从品牌商业化平台升级为支持源头创新的医药产业化平台。而

该笔高溢价关联交易也引发监管关注,收购计划披露后,深交所便对百洋医药下发关注函,要求其说明收购必要性、估值合理性,以及是否存在利益输送等问题。

此外,百洋医药持续加码产业投资与创新研发,进一步加剧财务负担。为打造第二增长曲线,该公司接连布局创新项目与高附加值创新产品。2025年8月,百洋医药战略投资港股上市公司北海康成,深化罕见病领域布局;9月,战略投资济坤医药,加码抗器官纤维化赛道;第四季度,与ZAP合作的多个项目落地。资金压力持续加大,也让外部融资变得更为迫切。

邓勇认为,百洋医药当前债务结构隐患突出,一方面短期债务占比偏高,债务期限结构失衡,大量负债集中到期,而现有货币资金有限。另一方面高规模短债推升财务费用,持续侵蚀本就下滑的利润,形成经营恶性循环。

海露从年报中“消失”

比财务数据更值得警惕的是,百洋医药产品端的老化与断层。

侃股 Stock talking

小盘股估值走低是大趋势

周科竞

近期大盘持续调整,小盘股的调整尤其明显,即便在市场反弹时,小盘股的反弹力度也较大盘股偏弱。这是A股价值投资理念逐步深化的必然结果,也是未来不可逆的大趋势,任何成熟资本市场里的小盘股估值都不会太高。

回顾过去的A股市场,小盘股长期存在估值溢价。在市场存量资金有限、题材炒作盛行的阶段,小盘股市值小、筹码集中,资金容易撬动股价,短期波动弹性更强,更容易走出阶段性行情。很多投资者习惯布局小盘股博弈短线行情,也长期存在偏爱小市值股票的投资习惯。

但随着A股市场制度不断完善、投资者结构持续优化,市场的定价逻辑正在发生根本性转变。以往单纯依靠市值大小、筹码结构炒作股价的模式正在逐步失效,估值定价开始更多依托上市公司基本面、经营稳定性和长期成长能力,小盘股估值持续走低,也就成为市场进化的必然结果。

成熟资本市场的运行规律基本一致,小盘股普遍存在估值折价,很难享受高估值溢价。核心原因在于,小市值企业普遍存在经营规模小、抗风险能力偏弱、业务结构单一等问题,公司经营的不确定性远大于大型上市公司。无论是行业周期波动、市场竞争变化,还是政策调整,小盘股受到的冲击都会更加直接,长期投资的不确定性不足。

从市场流动性角度来看,当下

A股市场资金结构更加多元,机构资金占比持续提升。机构投资者更注重持仓安全性、资产稳定性和股票流动性,优先配置经营稳健、交易充分的大盘蓝筹股。小盘股交易活跃度偏低,大额资金进出不便,很难成为机构核心配置方向,长期缺少增量资金关注,估值自然难以抬升。

题材炒作退潮,也是小盘股估值回归的重要原因。此前很多小盘股估值偏高,并非源于业绩增长,而是依托市场题材炒作、重组预期、壳资源价值。如今资本市场监管持续趋严,炒壳、重组套利、纯题材炒作的空间被大幅压缩,以往支撑小盘股高估值的逻辑不复存在,虚高的估值随之持续回落。

小盘股估值走低,不代表所有小盘股都没有投资价值,只是市场不再给予整体估值溢价。少数基本面扎实、细分赛道优势突出、业绩持续增长的小盘股,依然能够依靠自身成长获得资金认可。但整体来看,小盘股板块普涨普炒的时代已经结束,板块分化、估值中枢下移是长期趋势。

在价值投资时代,投资者需要及时更新投资逻辑,摒弃以往偏好小市值、博弈短线弹性的旧思路。不要习惯性布局小盘股博取短期差价,上市公司的基本面质量、流动性水平和经营确定性才是股票估值的关键。在新的股票定价体系下,稳健优先、业绩优先、流动性优先,是更贴合当下市场的选股逻辑。

百灵生物IPO绕不开的三大考题

近日,深交所官网披露,全球熊去氧胆酸原料药主要供应商之一中山百灵生物技术股份有限公司(以下简称“百灵生物”)创业板IPO获得受理。百灵生物的主营业务为特色原料药及中间体的研发、生产与销售,其中熊去氧胆酸原料药贡献了绝大部分收入。虽然百灵生物是国内最大的熊去氧胆酸原料药供应商,在全球市场也占有较高的市场份额,但产品品类单一、研发费用率低于行业平均值以及募资扩产后的产能消化前景,是此次IPO难以绕开的三大考题。

产品品类单一

招股书显示,2023—2025年,百灵生物原料药销售收入分别约为3.94亿元、5.08亿元、4.31亿元,中间体销售收入分别为83.55万元、3447万元、5394.84万元。其中,原料药收入最主要的来源是熊去氧胆酸原料药,销售收入占当期主营业务收入的比例分别为99.73%、93.17%、88.58%。

百灵生物方面在招股书中直言,公司存在产品集中风险,如果未来下游行业市场需求或技术更新对公司主要产品产生重大不利变化,将对公司的营业收入和盈利水平产生不利影响。

而作为原料药收入最主要的来源,2023—2025年,熊去氧胆酸原料药毛利率持续走低,分别为46.73%、43.39%、40.26%,呈现逐年下降趋势。百灵生物方面在招股书中表示,主要系产品结构及销售价格变化所致。

数据显示,2023—2025年,百灵生物熊去氧胆酸原料药产量分别为262.28吨、321.15吨、365.42吨,销量分别为237.42吨、346.52吨、332.88吨。在产量持续增长、销量波动的同时,熊去氧胆酸原料药的均价出现下滑,分别为1657.49元/千克、1458.92元/千克、1290.72元/千克。

北京中医药大学卫生健康法治研究与创新转化中心主任邓勇表示,2023年集采纳入后,制剂压价倒逼原料药降价,叠加国内企业扎堆扩产、低成本竞品冲击,倒逼价格变动。预计后

续价格仍有小幅下探空间,但随着落后产能出清、环保与认证壁垒抬升,降幅将逐步收窄。

从市场份额来看,2023—2025年,全球熊去氧胆酸原料药销量分别为1453吨、1614吨和1647吨,百灵生物占全球市场销量的比例分别为16.34%、21.47%和20.21%,位列全球第二。

数据显示,2023—2025年,百灵生物熊去氧胆酸境内销售量占境内市场的比例分别为85.84%、80.77%、47.74%。不难发现,其境内市场份额持续下滑,尤其2025年大比例下滑。同期,出口市场份额持续上涨,分别为55.58%、65.37%、74.14%。

值得一提的是,2023—2025年,百灵生物营收分别约为3.96亿元、5.5亿元、5.1亿元,归属净利润分别约为9300万元、1.23亿元、8300万元。究其原因,百灵生物方面称,与2025年的“5·11”火灾事故有关。

研发费用率低于行业平均值

为降低因产品线单一造成的经营风险,百灵生物正将产品向下游延伸,其中牛磺熊去氧胆酸原料药已获批,人工熊胆粉原料已完成研发工作;此外,还布局了熊去氧胆酸片(50mg)、牛磺熊去氧胆酸胶囊等制剂产品。

值得关注的是,百灵生物的研发费用率持续低于行业平均值。2023—2025年,百灵生物的研发费用分别约为1919.51万元、3445.42万元、3221.76万元,占营业收入的比率分别为4.84%、6.26%、6.32%,而同行业可比公司的平均值则分别为5.78%、6.77%、7.24%。

同时,百灵生物科研人员数量也低于同行业可比公司平均值。2023—2025年,该公司研发人员数量分别为65人、83人、97人,而行业平均数为140人、159人、152人。

截至2025年末,百灵生物员工的结构构成中,研发人员占比为13.57%,管理及行政人员以及生产、质量及支持人员的占比分别为13.99%、71.61%;另据公司员工受教育程度情况,截至报告期期末,学历为本科及以上的員工

占比为38.6%,其余均为大专、高中及以下,占比分别为28.53%、32.87%。

浙江城市学院副教授、中国城市专家智库委员会常务副秘书长林先平认为,原料药企业布局制剂,需补齐CMC研发、药品注册核查、GMP制剂生产、学术营销四大核心能力。

在邓勇看来,药企如果出现研发上的不足,或将导致制剂处方难突破、申报周期拉长、获批率低;人才短板或影响工艺放大与质量控制;低学历团队可能难以支撑高端制剂研发。

就公司相关问题,北京商报记者向百灵生物发去采访函,但截至发稿未收到回复。

募资扩产能否消化

本次冲击上市,百灵生物拟募集资金约8.67亿元,分别投入胆酸类原料药产能建设项目、制剂基地建设项目、研发中心建设及产品开发项目。

其中,“胆酸类原料药产能建设项目”达产后,将新增321吨(不考虑自用部分)熊去氧胆酸原料药产能。对于新增产能,百灵生物也在招股书中提示了相关风险。该公司表示,随着全球熊去氧胆酸原料药生产企业的新增产能投入,品质及价格竞争将进一步升级,公司将面临更加激烈的市场竞争,该产品市场价格下行压力增大。尽管公司已针对新增产能的消化制定了一系列的措施,但如果未来市场需求发生重大不利变化,公司存量客户的维护及未来新增客户拓展的不顺利,将使公司面临新增产能不能完全消化的风险,进而影响公司的经营业绩。

另外,百灵生物应收款项余额总体呈上升趋势,2023—2025年的应收账款期末余额分别约为7675.18万元、1.11亿元、1.34亿元,占营业收入的比例分别为19.37%、20.11%、26.27%。

在林先平看来,应收账款逐年攀升,可能导致现金流承压、坏账风险上行。如果叠加行业价格下行周期,逆势扩产或将进一步加剧以价换量困境,折旧、库存压力会持续压缩企业的盈利空间。

北京商报记者 董亮 王悦彤