

漱玉平民高溢价收购问询多

● 记者 王丽颖

线上，多家互联网医疗企业在抢滩医药电商业务。线下，A股多家连锁药店巨头不惜一切代价“跑马圈地”扩张门店，有的药店连锁数量已经直逼瑞幸咖啡门店。“万店”内外，谁也不愿停歇，门店量没破万的还要花更大代价去破门槛，漱玉平民就是内卷者之一。

近日，漱玉平民再度延期回复深交所的重组问询函，这已经是该公司在11月内第四次公告延期回复问询函。

10月19日，关于漱玉平民拟以近7.15亿元溢价68倍收购辽宁天士力大药房连锁公司100%股权、溢价10倍收购济南平嘉大药房60%股权一事，深交所进行了“十连问”。问询内容涉及解释溢价收购的合理性、大额商誉等问题。然而，漱玉平民却迟迟不能回复。

让投资者质疑的地方有多个：

其一，漱玉平民为何在高溢价收购资产的同时没有做业绩承诺和补偿安排？

其二，公司收购资金并不充足，截至今年9月底，公司背负有29亿元左右债务，股东还在质押套现。

其三，对高商誉风险不管不顾。

其四，万家门店扩张真的有必要吗？

高溢价收购

公开资料显示，漱玉平民的前身是济南漱玉保健品有限公司，成立于1999年1月21日。2002年5月18日，漱玉平民大药房第一家门店西门店成功开业，标志着漱玉平民正式进军中国医药零售领域。2021年7月5日，漱玉平民大药房在深圳证券交易所创业板成功上市。经过20余年的发展，截至2023年6月，公司拥有门店6332家，其中直营门店3868家，加盟门店2464家，营销网络覆盖山东省、辽宁省、黑龙江省、福建省、河南省及甘肃省等地区。2023年上半年公司销售额超过46亿元。

作为山东最大的医药零售连锁企

线上线下的药店都卷出了新高度，A股多家头部连锁药店不惜一切代价“跑马圈地”，突破“万店”似乎还不是终点。无序扩张也带来了很多后遗症，比如，为了破万店，漱玉平民溢价68倍收购，引来深交所“十连问”，却难以给出合理答案。

来源：东方财富网

业，漱玉平民通过此次收购，一方面是为了巩固在山东的优势地位，另一方面，借机省外扩张，增加辽宁的市场占有率，加速向万店门槛靠拢。

根据收购信息，漱玉平民斥资7.149亿收购辽宁天士力与济南平嘉。其中，5.6亿元收购辽宁天士力100%股权，1.545亿收购济南平嘉60%股权。之所以溢价68倍收购辽宁天士力，主要是辽宁天士力拥有直营门店424家，覆盖沈阳、本溪、丹东、鞍山、抚顺、大连、阜新、锦州、铁岭等9个辽宁省地市以及天津市，是辽宁省排名前列的医药零售连锁企业。溢价10倍收购济南平嘉，主要是后者的销售区域为济南，拥有直营门店132家，为济南市场份额排名前列的医药零售连锁企业。通过本次交易，漱玉平民将直接揽获556家药店，门店数量逼近7000家。

据悉，此次交易也刷新了2023年连锁药店收购金额的纪录。按照总交易额与总门店数粗略估算，平均单家药店估值约为128.57万元。



陈德 摄

收购后遗症颇多

看似本次收购对漱玉平民连锁药店助力较大，事实上，收购本身以及后期的风险也不少。比如，被收购标的的盈利能力、高商誉、资产负债率、公司资金来源等问题也很突出。

记者注意到，本次高溢价收购项目，漱玉平民并没有要求做业绩承诺和补偿安排，谁能保证收购标的一定会盈利？

公开信息显示，2021年-2023年一季度，辽宁天士力营收分别为6.4亿元、7.08亿元和1.76亿元；净利润分别为683.7万元、858.4万元和358.6万元。同期销售毛利率分别为33.4%、31.8%和30.9%，也呈现连年下滑的趋势。

济南平嘉2021年-2023年一季度营收分别为2.5亿元、2.88亿元、7471.6万元，净利润分别为163.6万元、812.5万元和330.95万元，销售毛利率分别为31%、33.7%和32.5%。

除了业绩平平之外，辽宁天士力和

济南平嘉的资产负债率一直很高。2021年至今年一季度，辽宁天士力负债率分别高达102.98%、100.2%和99.4%，同期济南平嘉负债率分别高达94.88%、90.98%、89.99%。可见，收购标的公司的偿债能力较弱。值得注意的是，漱玉平民今年前三季度的资产负债率也高达72.9%，截至今年9月底，该公司还背负了29亿元左右的债务。

然而，漱玉平民却过分乐观地预测，辽宁天士力2023年4月-12月的毛利率为32.02%，2024年及以后将以每年0.5个百分点左右的幅度持续上升。有投资者质疑，这样没有业绩约束的收购可能存在利益输送问题。对此，深交所要求漱玉平民说明：辽宁天士力毛利率水平持续下滑、医药零售行业市场竞争加剧等情况下，预测辽宁天士力毛利率持续提升、济南平嘉毛利率总体处于上升状态的具体依据及合理性。

除了超高溢价和无业绩约束疑点外，高商誉风险也值得关注。

本次收购交易若完成，漱玉平民将

新增6.85亿元商誉，加上公司截至9月底的13.8亿元商誉，合计将达到20.65亿元，而在今年初，其商誉值仅为9750.63万元。如此暴增的商誉，加上标的公司接近100%的负债率，难道不会让漱玉平民陷入财务风险吗？而这也正是漱玉平民难以回复深交所问询函的原因之一。

深交所表示，该交易完成后，公司商誉金额将达到17.82亿元，占公司2023年3月31日净资产的76.45%，资产负债率将由71.27%上升至75.39%。深交所要求漱玉平民就此次交易前公司原有商誉的形成时间、形成背景、初始确认和后续计量情况等进行说明，并进一步说明本次交易是否有利于提高上市公司资产质量，改善财务状况，分析本次交易的必要性和合理性。

扩张资金何处来？

关于本次交易，深交所还关注资金来源问题。漱玉平民称，收购资源为“公

司自有资金或自筹资金”。

半年报显示，截至2023年6月底，漱玉平民的货币资金及交易性金融资产余额合计为13.13亿元。深交所要求公司说明，本次交易的所需资金、投融资安排等情况，说明是否存在不能及时完成资金筹集或影响公司营运资金的风险。

记者注意到，就在11月22日，漱玉平民发布了关于控股股东、实控人及持股5%以上股东部分股份质押的公告。其中，实控人董事长李文杰于11月21日再次累计质押股数1279万股，质押股份市值2.58亿元；总裁兼法人秦光霞自11月21日开始质押2046万股，质押股份市值4.13亿元。质权人均为华能贵诚信托有限公司，质押用于为“个人融资”。这些质押套现的资金是否与本次收购有关，目前并未得到该公司的回应。

从股权结构看，阿里健康科技持有漱玉平民8.4%股份，科威特政府投资局持股0.77%。漱玉平民多位高管自2021年以来频繁质押套现，使得股价几近腰斩，目前徘徊在20元/股附近。

药店内卷式扩张加剧

据记者统计，目前A股四大上市连锁药店的门店数量均突破了“万家”。截至今年三季度末，老百姓共有门店数量1.31万家，大参林有1.29万家，益丰药房为1.24万家，一心堂在9月底刚刚破万。前三季度，这四大连锁药店新增门店总数为8699家，平均每天新开药店31.86家。由此可见，疯狂扩张的不止是头部第一梯队药店连锁，为了不被淘汰以及抢占市场份额，像漱玉平民这样的二梯队药店连锁只会不惜一切代价扩张。在他们看来，规模效应关乎销售业绩，不扩张就会失去毛利率优势、业绩优势和地域话语权。

除了漱玉平民，湖南本土的医药连锁企业达嘉维康也在采用并购模式不断扩张，今年三季度，该公司宣布拟斥资3.26亿元收购山西思迈乐药业连锁有限公司，因为后者在山西大同以及周边县区拥有门店数量235家。

开拓药业又“赌”输了

● 记者 唐菁阳

三个月前披露半年报时，开拓药业欣喜地表示，KX-826治疗男性脱发的中国Ⅲ期临床试验已完成全部患者入组，预计2023年第四季度获得顶线数据。而在近期，开拓药业却宣布，KX-826在Ⅲ期临床试验中与对照组相比，差异在统计学上未达到显著性，股价应声大跌31%。

值得注意的是，临床数据出现巨大转折的戏码，在开拓药业的新冠药物普克鲁胺上也曾上演过，只不过普克鲁胺经历了更加漫长、坎坷的过程，股价也随着试验数据的披露大涨大跌。

但无论是新冠药还是脱发药，毋庸置疑的是，开拓药业最终还是赌输了，并且正在耗尽投资者的信心。

重要管线屡受挫

近日，开拓药业发布公告，宣布旗下外用治疗男性雄激素性脱发(AGA)的创新药KX-826(福瑞他恩)在中国Ⅲ期临床试验中读出顶线数据。分析结果显示，治疗24周后，KX-826组非撬毛数(TAHC)结果显示，KX-826与基线相比

促进了毛发生长，具有统计学意义(P<0.0001)。

然而，与安慰剂相比，KX-826组TAHC在各个访视点虽然均有提高，但差异在统计学上并未达到显著性。简单来说就是，KX-826在Ⅲ期临床试验中表现不佳，也标志着该药物Ⅲ期临床试验失败。

不过开拓药业并未放弃KX-826，其在公告中表示，“本公司将继续分析该项Ⅲ期临床试验的结果，并开展KX-826外用治疗脱发及痤疮的多项临床试验，持续探索KX-826上市的可能性。”

KX-826是一款被寄予厚望的用于治疗雄激素性脱发和痤疮的外用雄激素受体(AR)拮抗剂，该药在美国和中国的Ⅱ期临床试验结果表现都良好，并被开拓药业视作最有希望实现商业化的第一款产品。如今Ⅲ期临床试验失败，对开拓药业和投资者的打击不言而喻，但这已然不是开拓药业第一次受挫。

Biotech的赌局

与开拓药业同为港股的一家Biotech公司的CEO，曾在接受《国际金融报》记者采访时笑称，公司一款新药能

够成功获批，存在一定的运气。当然，这句话是在开玩笑。但不得不承认的是，在10%的成功率下，Biotech最初的选择的确存在“赌”的成分。显然，从多条管线折戟的历程来看，开拓药业的“赌运”不太好。

在KX-826之前，开拓药业另一款药品普克鲁胺也曾备受关注。疫情早期，开拓药业的研发团队发现新冠疾病进展或与雄激素水平之间存在着某种联系，而当时拟开发用于治疗前列腺癌的普克鲁胺正是雄激素受体拮抗剂，能够调节人体内雄激素水平。而后三年，普克鲁胺和开拓药业经历了数次大起大落。

2021年3月11日，开拓药业公布了与Applied Biology在巴西进行针对重症患者的初步研究结果，表明普克鲁胺疗效颇佳。两个月内，开拓药业股价暴涨三倍。

2021年12月27日，开拓药业公布普克鲁胺治疗轻中症新冠患者的Ⅲ期全球多中心临床试验中期分析数据，结果显示中期分析未达到统计学显著性。次日开盘一分钟内，开拓药业股价闪崩85%，截至当日收盘，市值单日蒸发123亿港元(约合人民币100亿元)。

2022年4月6日，普克鲁胺Ⅲ期临

床数据揭盲，开拓药业称该药可有效降低新冠患者的住院/死亡率，对服药超过7天的全部患者保护率达100%。开拓药业当日股价盘中一度超涨200%。

伴随着股价跌宕起伏的还有市场和学界的认可。普克鲁胺治疗新冠的机制在最初就未能得到医学界的认可。《Science》、《柳叶刀》、《新英格兰医学杂志》等权威杂志和医学期刊均未刊登普克鲁胺的试验数据结果。至今普克鲁胺仅于2021年7月获巴拉圭的EUA（紧急使用授权），未在包括中国在内的其他国家和地区获批。

今年3月，开拓药业更是在更改所得款项用途的公告中提到，考虑到本公司现时的财务状况，公司决定减少普克鲁胺用于治疗COVID-19临床试验的开支。开拓药业称，“我们将分配约15%的资金用于普克鲁胺，主要由于向第三方(包括CROs和CDMOs)支付未付款项。约49%的资金将被用于本公司于中国及全球推进的其他处于临床阶段的候选化合物临床试验，包括福瑞他恩以及AR-PROTAC化合物GT20029。其余资金将作为公司营运资金。”

如今，KX-826折戟，对本就出现资金压力的开拓药业而言，无疑是雪上加霜。

现金储备何以支撑研发？

从开拓药业半年报披露的研发管线进程来看，截至今年6月30日，开拓药业共有7款药物处于临床阶段。除了折戟的KX-826、还有AR-PROTAC化合物(GT20029)、普克鲁胺(GT0918)、Hedgehog/SMO抑制剂(GT1708F)、mTOR激酶抑制剂(GT0486)、ALK-1抗体(GT90001)及PD-L1/TGF-β双靶点抗体(GT90008)。

按照研发进展来看，目前能够接棒KX-826的唯有GT20029。GT20029是开拓药业研发的用于治疗痤疮及脱发的药物，也是全球第一个进入Ⅱ期临床阶段的外用PROTAC化合物。今年上半年，该药的脱发及痤疮适应症已在中国及美国完成了Ⅰ期临床试验，用于治疗脱发的中国Ⅱ期临床试验已完成全部受试者入组。开拓药业方面预计明年第一季能够公布临床实验结果。

不过，即使GT20029能够突破重重难关，顺利上市，但其在脱发市场上也已经失去了先机。根据国家卫生健康委员会2019年发布的《中国脱发人群调查》，中国脱发人群已经超过2.5亿，其中，80

后占38%，90后占36%。如此庞大的市场早有企业争先布局。三生制药的蔓迪、振东制药的达霏欣以及云南白药的养元青都是业内炙手可热的单品，开拓药业想要再分一杯羹，存在难度。

此外，比起找到能够“挑起大梁”的管线，目前更要紧的是开拓药业的资金链。

开拓药业成立于2009年，2020年5月在港交所上市。其在官网写到，“公司专注发展潜在‘best-in-class’和‘first-in-class’创新药物的研发及产业化，致力成为创新疗法研究、开发及商业化的领军企业。”看得出，开拓药业一直努力从Biotech成长为Biopharma，但创立至今已过去14年，依然未有一款药品上市，也未能实现盈利。

2020年-2022年，开拓药业分别亏损5.08亿元、8.42亿元、9.54亿元，三年合计亏损23.04亿元。2023年上半年公司亏损有所收窄，亏损额为2.12亿元，同比下降59.1%。主要系研发支出及行政支出减少。现金流方面，公司截至上半年的现金及现金等价物仅余6.9亿元，上半年研发成本虽有所下降，但仍达到1.65亿元。在没有商业化产品收入的情况下，叠加重要产品失利，剩余的现金能否支撑公司后续研发，仍未可知。