

记者 | 范嘉智

编辑 | 陈菲遐

控股股东誉衡集团正式进入破产清算程序，意味着制药公司誉衡药业（002437.SZ）相当一部分股权将“上架销售”。

日前，誉衡药业发布公告宣布，收到黑龙江省哈尔滨市中级人民法院民事裁定书，裁定终止誉衡集团重整程序并宣告誉衡集团破产。截至目前，誉衡集团持有誉衡药业股份达7.06亿股，占比32.13%。

誉衡药业称公司与誉衡集团在资产、业务、财务等方面均保持独立，控股股东破产不会影响公司经营。但未来誉衡药业控制权易手似已“板上钉钉”。控股股东誉衡集团破产出局的原因何在？誉衡药业股权又价值几何？

“暴雷”高杠杆

誉衡集团曾经的掌舵人是“东北药王”朱吉满。天眼查数据显示，朱吉满及其妻子白莉惠分别持有誉衡集团68.44%和19.17%股份。在鼎盛时期，2015年朱吉满居福布斯华人富豪榜第317位，连续多年入围胡润“百富榜”。

朱吉满主要的财富来源是其一手创立的誉衡药业。2000年，朱吉满以168万元盘下几近破产的黑龙江康复研究所附属药厂。依仗朱吉满成功的医药销售能力，这家药厂的鹿瓜多肽注射液“化腐朽为神奇”，誉衡药业也就此诞生。

这款骨科辅助用药很快成为誉衡药业的核心品种，鹿瓜多肽注射液于2004年进入国家医保，销售金额达到亿元级。源源不断注入的现金并没有改变掌舵人的战略，朱吉满更强化了通过并购扩张业务的方法。

2009年，誉衡药业完成深交所IPO，进一步加速扩张步伐。2012年完成收购哈尔滨蒲公英药业75%股权——一家主营安脑丸、三鞭参茸固本丸等品种中成药公司；2015年，誉衡药业以定增形式收购普德药业85.01%股权，后者主营心脑血管、抗感染、抗肿瘤多领域药品。

誉衡药业更多收购尝试以失败告终，甚至在医药领域之外。2018年，誉衡药业中止

收购天麦生物35%股份，后者产品线以胰岛素及胰岛素类似物为主；同年，誉衡药业终止收购瑾呈集团，后者专注于支付领域的市场端服务业务。

誉衡药业长期不太“谨慎”的投资，也带来商誉高企的风险。受两票制、重点目录监控、医保控费等综合因素影响，2019年，誉衡药业一次性计提商誉减值高达26.15亿元。誉衡药业在投资端糟糕表现还不是压垮誉衡集团的稻草。

作为朱吉满的非上市平台，誉衡集团在对外投资上出手更加迅猛，乃至被冠以“野蛮人”的外号。2017年，誉衡集团子公司西藏誉曦创业投资有限公司以5倍杠杆入股信邦制药（002390.SZ），收购了21.04%股份。

2018年，信邦制药股价节节走低，令誉衡集团财务绷紧；当年7月，信邦制药发布公告西藏誉曦股份被司法冻结。昔日辉煌的“东北药王”已轰然倒塌，徒留大而不断的誉衡药业。

内生增长欠缺

在外延并购战略的长期主导下，誉衡药业虽集中在医疗产业，却显得散乱。通过一系列并购，誉衡药业业务已囊括骨骼肌肉、心脑血管、维生素及矿物质补充剂、抗感染、抗肿瘤等多个领域。

整体而言，誉衡药业新药开发能力不算突出，这是其不断寻求外部并购的另一项原因。2020年，誉衡药业出售澳诺制药股权回笼资金，叠加国家医保目录调整、重点监控目录等政策影响，收入出现40%断崖下滑；2021年和今年前三季，公司收入增速仅2.96%和4.18%。

未来，随着仿制药国家集采、医保谈判等政策持续深入，誉衡药业收入将继续承压。而倘若产能利用率下降，则可能继续推高成本，目前誉衡药业化药毛利率约为75%。誉衡药业提出了向CMO/CDMO转型的方案。

2021年报显示，誉衡药业共有41条生产线，口服固体年生产能力达12.8亿片(粒)，注射剂年生产能力达7.8亿支。誉衡药业计划子公司普德药业开展CMO业务，普德药业有7个生产车间、22条生产线，注射剂年生产能力达6亿支，冻干制剂年产能达1.9亿支。

目前誉衡药业子公司普德药业和誉衡制药已开展CMO业务，2021年普德药业签署32个CMO业务合作品种、誉衡制药签署7个合作品种。不过普德药业最新财报并未列示CMO业务情况。

誉衡药业另一看点是其2016年牵头成立的誉衡生物，誉衡药业持有誉衡生物49%股份，参投方还包括知名产业资本通和毓承、翼朴资本等。誉衡生物开发的核心产品赛帕利单抗注射液，是第六款国产PD-1。

值得注意的是，赛帕利单抗注射液是誉衡生物联合药明生物（02269.HK）开发的药物。2021年8月，赛帕利单抗注射液首个适应症获得批准，用于复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤。第二个用于治疗宫颈癌的适应症也处于上市申请阶段。

目前赛帕利单抗注射液还处于初期推广期，截至2021年底，誉衡生物销售人员达185名，产品覆盖260家医院。然而国产PD-1市场早已陷入红海，其中获得医保支付尤为关键，目前赛帕利单抗注射液尚未获得医保覆盖。

另一方面，誉衡生物相关支出将持续增加。2021年8月，誉衡药业向誉衡生物增资4300万元，补充后者运营成本。来自誉衡生物的业绩压力不断增大。2021年，誉衡药业投资收益亏损金额达2767万元，主要源于誉衡生物亏损。

亏损还在持续。季报显示，2022年1-9月誉衡药业投资收益亏损金额达3835万元，同样源于誉衡生物投资损失增加。誉衡生物很可能是誉衡药业又一项算不上成功的投资。