

作者：司廷

来源：首条财经——首财研究院

4月29日，科创板迎来第100家上市公司光云科技。发行价10.8元/股，收盘价38.03元/股，涨幅超252%。

暴涨行情，凸显科创板的充裕流动性。这自然也挑动着扣门者的敏感神经。

比如仁会生物。

单位：万元

项目	2019年1-9月	2018年度	2017年度	2016年度
营业收入	4,172.31	2,732.31	1,408.96	50.04
营业利润	-16,890.59	-20,933.77	-15,772.20	-5,347.43

经营活动产生的现金流量净额分别为-3439.55万元、-1.25亿元、-8754.46万元和-1.38亿元，持续为负。存货金额分别为181.81万元、2619.73万元、1137.65万元及2020.10万元。

经营毛利率同样表现尴尬。2017年至2019年前三季度，仁会生物主营业务毛利率分别为53.70%、39.39%和54.95%；同期行业内的贝达药业、微芯生物、特宝生物、泽璟制药、君实生物和前沿生物的平均值分别为92.15%、78.08%和91.33%。

再看其偿债能力。2016年至2019年前三季度，仁会生物总负债分别为1.14亿元、1.63亿元、2.72亿元和3.18亿元，上升趋势明显。其中，流动负债分别为1909.72万元、1.17亿元、1.88亿元和2.41亿元。

资产负债率分别为17.85%、31.84%、63.11%和55.57%，而同行业可比公司平均值分别为19.03%、25.15%、28.53%和29.83%。且流动比率分别为8.5、0.45、0.17和0.83，同行业可比公司的流动比率分别为10.88、4.34、4.82和5.57；速动比率分别为8.41、0.23、0.11和0.75，同行业可比公司平均值分别为10.71、4.14、4.61和5.29。

众所周知，流动比率和速动比率都是用来衡量企业流动资产变现偿还负债的能力。仁会生物两项指标均低于行业均值，可知其偿债能力有多弱。甚至连一些核心固定资产，如生产厂房、办公楼、土地使用权等处抵押状态。

一连串飘绿数据下，看来坐拥66亿市值的仁会生物，也是表面风光。wind数据显示，新三板挂牌期间，仁会生物总共圈资6.6亿。仍有如此紧张的财务牌面，令人汗颜。

销售火力全开 研发吃老本？

于是，质疑之声也就不乏逻辑了。

实际上，对于闯关科创板，仁会生物也有自知之明：选择了无任何财务指标要求的第五套标准：预计市值不低于40亿，主要产品市场空间大，医药行业需至少有一项核心产品获准开展II期临床试验。

表面看，其是符合门槛要求的。

招股书表示，仁会生物IPO前一个交易日、前20个交易日和前60个交易日，股票均价对应的市值分别为56.97亿元、53.46亿元和57.47亿元。

且其已有一款国家1类新药谊生泰上市；目前还有一个在研产品BEM-014处于III期临床阶段。

但符合条件只说明有扣门资格，与是否过关是两个概念。

中南财经政法大学数字经济研究院执行院长盘和林表示：“目前科创板施行的是审核注册制，而注册制的核心是企业的信息披露，这也就意味着，科创板上市不仅看重企业市值，更看重企业持久经营能力和盈利能力。从目前公司的基本面看，虽然企业市值高于上市标准，但是公司持续亏损、主营产品市场表现不佳、创新能力不足，仍存企业上市失败的风险。”

一句市场表现不佳，击中了仁会生物的软肋。

坐拥海量市场及大单品优势，仁会生物何以陷入亏损怪圈。

数据显示，2016年至2019年前三季度，仁会生物销售费用分别为1308.08万元、6059.15万元、8532.75万元和1.06亿元，呈不断攀升态势。其中，2019年前三季度的宣传推广费为5490.72万元，占比52.02%。

仁会生物表示，企业主要通过学术推广的方式向医学和药学专家介绍主要产品的适应症、药效、用法用量及最新临床研究成果，提高专业领域对公司产品的认识，报告期内随着市场推广活动的增加，公司的宣传推广费也逐步增加。

业内人士表示，医药企业的学术推广费，一直都是商业贿赂的高发区，过高的销售投入会压缩公司利润空间，有侵占股东权益的风险。

从行业看，问题或更为直观。

报告期内，贝达药业、微芯生物、特宝生物、泽璟制药、君实生物和前沿生物的平均销售费用率分别为31.15%、32.83%、251.85%和72.09%，而同期仁会生物的销售费用率分别为2614.28%、430.04%、312.29%和252.99%，数据相差之大，令人咋舌。

著名经济学家宋清辉认为，在实践当中，医药企业召开学术会议，邀请的一般都是医生、经销商等客户单位，部分的推广费，最终以其他的形式回馈给客户方，这也是医药企业的“灰色地带”，监管层亦对此十分关注。

上述观点，并非危言耸听。长期以来，重销售轻研发，是我国药企的一大通病，由此导致药价虚高、药效参差不齐、贿赂问题频发、药企缺乏核心竞争力。2019年，医保局、财政部对77家重要药企的费用核查，意在整治该乱象。

其中的隐患信号，值得仁会生物关注。

同时，销售费用用力过猛，也对其他费用产生吞噬，比如研发投入。

招股书显示，仁会生物目前已申请国内外专利百余项，其中已申请并获授权国际发明专利49项、中国发明专利14项。虽数量可观，可最新一项专利还是2013年8月13日申请的。换言之，桑会庆接手企业后创新步伐明显缓慢，是否有吃老本的嫌疑？

从自身看，招股书显示，报告期内仁会生物的研发投入分别为5724.09万元、6931.15万元、5283.83万元和5760.57万元。虽较为稳定，但相比销售费用，可谓差距巨大。且2019年前三季度，仁会生物的研发技术人员仅65人，而销售人员为293人，足已看出仁会生物对销售的偏爱。

从行业看。2018年，同样选择科创板第五套上市标准的泽璟制药、百奥泰和前沿生物的研发投入分别为1.37亿元、5.42亿元和8355.43万元。

盘和林表示，研发投入很大程度上反映了企业的创新能力和持续经营能力，仁会生物近年来研发费用偏低，很大一部分原因是由于其在研阶段的产品单一，产品的市场表现也不尽人意，因此导致了企业产品单一、市占率降低，进而经营能力下降，公司连年亏损。

简言之，研发薄弱，会导致企业产品力短板，进而对持续发展产生掣肘，尤其是在成长性上。这对一家生物创新药企，尤其是闯关科创板的企业而言，无疑是硬伤。

首个且唯一的鸡肋感

具象产品端，更显端倪。

信披看，仁会生物的核心产品是贝那鲁肽（谊立泰），2016年12月获批上市，用于治疗成人2型糖尿病控制血糖，适用于单用二甲双胍血糖控制不佳的患者。是全球首个且唯一的氨基酸序列与人源100%相同的GLP-1类药物。

乍一看去，这个首个且唯一相当有价值力。

然实际价值，却有鸡肋之感。

专家表示，纯自然的GLP-1由于其自有生物结构，很容易被二肽基肽酶IV降解而失去活性，半衰期（即药效时间）仅1-2分钟。也就是说自然原生态的GLP-1没有直接使用价值，全人源化的GLP-1亦是如此。

聚焦产品本身，贝那鲁肽（谊立泰）半衰期仅11分钟，而同类竞品都是按照小时计算的。也基于此，仁会生物的谊立泰，要餐前一天三次打针。其他产品多以一周一次或一天一次。

有业内人士认为，糖尿病如今只能以控糖为主，没办法根治。患者一天三次注射，体验感、消费粘性或大为降低。一旦有更好选择，没多少人愿选这种药物。

值得注意的是，目前国内上市的6种药物中，仁会生物的谊生泰（贝那鲁肽）是注射频次最高的。三生制药、礼来、豪森药业的产品为一周一次，诺和诺德为一天一次。即使是短效GLP-1药物，在研药物中，也没一个是超过2次/天。

况且，目前GLP-1药的趋势是短效→长效→口服。2019年9月，诺和诺德索马鲁肽口服在美国FDA获批上市，这是全球第一款口服药。

除了依从性差，价格更无优势。

据国信证券的数据统计显示，在国产药领域，GLP-1类药物谊立泰的月均治疗费用是最高的，2018年达到1680元，不是一般家庭患者能消费得起的。据市值风云计算，谊生泰的平均销售单价为330元/支左右，一天注射三次用药成本为1200元左右，一年费用超40万，甚至比一些抗癌单抗药物还贵。且其未在国家医保范围内。

实际上，医保中有一款GLP-1可以报销，即诺和诺德的利拉鲁肽。其2017年降价到410元/支进入国家乙类医保。一天注射一次，不到二百的用药费用，简直吊打谊生泰。

也基于此，国信证券指出：“贝那鲁肽使用方法严苛，患者依从性较低，对其销售额增长持悲观态度。”

上述观点，并非夸大。

数据显示，2017年仁会生物生产谊生泰17.75万支，销售收入只有1360万元，产销率只有23.21%，而当年库存商品高达1917万。2018年，252名销售员共产生销售额2681万元，人均10.64万元。水平之低，令人侧目。

这意味着，作为仁会生物的超级大单品，营收大拿，该产品上市近三年，尽管销售费用高增、全力做大市场规模，结果仍颇为尴尬：销售收入或难覆盖销售人员的工资。

满满的“市场鸡肋感”下，仁会生物的亏损怪圈也就一目了然。虽贵为创新生物药龙头，但其弥漫着一种浮躁心理。研发力不足、产品竞争力差，只能依靠提升销售费用拉动业绩，进而消耗利润，又侵蚀了研发，影响产品创新，形成恶性循环，最终透支企业的成长性及抗风险能力。

显然，这种粗放打法，与行业持续创新、高质量发展的大势不甚相符，且蕴含巨大隐患。虽然退市时市值66亿，这对投资者又何尝不是一种鸡肋感？

是到了改变的时刻。

扩产能底气与隐忧

在外界看来，转战科创板，或是其一大机遇。

招股书显示，此次上市，公司拟募资30.05亿元，分别用于新药研发项目（12.42亿元）、转化医学平台项目（1.56亿元）、结构生物学引领的药物发现平台（5000万元）、二期建设项目（8.87亿元）和补充流动资金及归还银行贷款（6.7亿元）。

客观而言，前三者近15亿元的创新用途，让外界看到了其转变决心。这值得肯定。

然令玩味的是，仁会生物这一次仍有旧式的鸡肋痕迹：扩大产能。

持续亏损、销售不利、存货高企，仍然扩产能！任性底气何在？这种蒙眼狂奔，规模打法，是否有瑞幸式的隐患危局？

值得注意的是，糖尿病药品的市场竞争十分激烈。由于国内糖尿病药物市场集中度较高，近年吸引了众多国内外制药企业，包括跨国医药公司如诺和诺德、礼来、赛诺菲、阿斯利康及国内部分药企等。

专家表示，糖尿病医药市场前景广阔，但以仁会生物目前的产品力来说，挑战不容忽视。单纯的规模效应不足以应对危机，夯实产品内力、加快迭代创新、高质量的提质增效是重中之重。

不过，仁会生物也非一无是处。

比如在资本端，就有亮眼表现。

据悉，仁会生物在新三板上市时，前后直融外加间接融资14亿元。

从上述梳理可知，这些资金没有多少用来搞研发。

那么，钱干嘛了？

答案是，投资理财。

数据显示，2015年半年内，公司用于购买理财产品的支出高达8431万元，为其研发费用的4倍。而归属母公司净利润为1.14亿元，同比增长1781%，主要源于其部分闲置资金投资受益所致。

同年3月，仁会生物第四轮定增公布一月后，实控人桑会庆向仁会生物提议，股东大会授权公司董事会使用不超2亿元的自有资金进行对外投资，方向包括但不限于股权投资、理财投资、购买重大资产等。

同时，还两次出资1960万认购一铭软件；出资160万认购沃捷传媒；又出资1000万元成立北京水木创融信诚投资中心。主要投资于高速发展的、具有上市潜力、出售或并购价值的新三板挂牌企业。

主业不振，又频频高调出手。

这被一些舆论评价为，不务正业：相比生物科技类公司，其更像一家投资公司。

从效果看，作为资深投资人士，桑会庆的确取得了一些骄人战绩。但也不乏失败案例。

比如上文的一铭软件。2017年至2018年，其分别计提减值损失-2275万和-1663万。2018年11月，又因虚增营收7000万财务造假受证监局19万罚款。

显然，投资也是一把双刃剑，也有鸡肋之感。一个企业如想长久发展，主业不振，光靠“投资赚钱”是远远不行的。况且这次，仁会生物冲关的是向以价值导向，成长性取胜的科创板。相应规则、标准及投资者、竞品等都与新三板不可同语。如此打法的仁会生物，价值几何？胜算几何呢？



## 趋势性变化

放眼行业，发轫于2009年的医疗改革，正在进入关键深水区。带量采购政策、一致性评价、两票制等重磅政策正逐步走向常态化，医药行业洗牌分化不断加剧。

数据显示，2019年前三季度，A股314家医药生物企业中，归属于母公司股东的净利同比增幅超50%的共有40家，增幅30%-50%的共有51家，增幅0-30%的有109家；业绩下滑或亏损的有106家。

不难发现，坐拥消费及科技双赛道，抗周期属性明显的医药业，依然是一个不乏投资、成长机会的优质赛道。

只是，行业巨变、马太效应中，唯有实力长跑者获利，问题短利者则尽显裸泳底色。往期粗放扩张、依靠销售砸销量、高价低质的打法已凸显鸡肋感。尤其是身处高速迭代的生物药领域，研发驱动与临床应用价值是衡量企业价值与成长性的主要标准。

同时，新证券法、再融新规的实施，也在向资本市场透露出浓浓的价值投资导向，往期忽视主业，炒概念、蹭热度、粗放坐庄野蛮套利的乱象打法，越发没有市场。

一句话，对于实力不济者，上市这碗光鲜饭，不再好吃。凭借一两款大单品，躺赢的时代也已过去。

这些趋势性变化，值得仁会生物及桑会庆深思。新旧交替、变革之中，相比二次上市，两者还有更重要的鸡肋取舍，打补丁工作要做。

各中表现，首条财经将持续关注。

本文为首条财经原创