

摘要：这究竟是合理财务调整，还是掩盖竞争力下降、资产质量恶化的“会计魔术”？

作者：市值风云 App: beyond

又见财务大洗澡！步长制药：暴力减值 45 亿商誉，还涉嫌利用研发资本化美化盈利

2024 年最新财报显示，步长制药（603858.SH，公司）营业收入 110 亿元，同比下降 17%；归母净利润亏损 5.5 亿元，同比下降 274%。

主要会计数据	单位：元 币种：人民币			
	2024年	2023年	本期比上年同期增减(%)	2022年
营业收入	11,005,794,900.15	13,245,133,303.78	-16.91	14,951,252,694.46
扣除与主营业务无关的业务收入和不具备商业实质的收入后的营业收入	10,973,732,093.81	13,228,514,200.82	-17.04	14,941,635,462.12
归属于上市公司股东的净利润	-553,797,938.80	318,973,324.80	-273.62	-1,529,744,214.58
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	-492,701,984.25	291,583,346.68	-268.97	-1,601,607,557.41

（来源：公司 2024 年财报）

公司解释，2024 年其经营情况发生了一些重大变动，特别是全资子公司通化谷红和控股子公司吉林天成的多款产品相继被调出医保目录，以及部分产品因医保受限或被部分省份纳入重点监控目录使得销量减少，导致公司净利润及每股收益显著下降。

2024 年，公司对通化谷红和吉林天成等子公司商誉进行了减值测试，拟计提商誉减值准备合计 8.53 亿元，其中，对有关通化谷红和吉林天成的商誉计提商誉减值准备 7.94 亿元。

根据《企业会计准则》，公司收购吉林天成制药 95%股权和通化谷红制药 100%股权为非同一控制下的企业合并，合并成本超过可辨认净资产公允价值的部分应确认为商誉。吉林天成制药、通化谷红制药的账面净资产较小，公司完成收购后确认的商誉金额为 499,679.66 万元，本报告期拟计提商誉减值准备 79,442.92 万元，本报告期末商誉账面价值 53,495.36 万元。

（来源：公司 2024 年财报）

值得注意的是，这并不是步长制药首次大额资产减值，持续、大额的减值的异常情况，自然引起了风云君的注意。

一、商誉连环暴，财务大洗澡

步长制药主要从事中成药的研发、生产和销售，主要产品涉及心脑血管疾病、妇科用药等领域。

步长制药以脑心同治论为理论基础，研发、培育出了脑心痛胶囊、稳心颗粒和丹红注射液三个独家专利品种，治疗范围涵盖中风、心律失常、供血不足和缺血性梗塞等常见心脑血管疾病。作为中药专利处方药龙头企业，主要产品还在妇科用药、糖尿病及肿瘤领域具有较强的竞争力。妇科用药红核妇洁洗液为国家中药三类新药且为公司独家品种。公司在儿科、抗肿瘤、泌尿消化、骨关节及呼吸系统等方面也实现了产品覆盖，拥有前列舒通胶囊、肝爽、咳露口服液、夏桑菊颗粒等畅销产品。

(来源：公司官网)

步长制药在 2012-2015 年期间，通过高溢价收购的方式，累计耗资 63.5 亿元完成了对吉林天成和通化谷红两家公司的股权收购。

2012 年和 2015 年，步长制药累计收购吉林天成 95% 股权，收购成本合计 35.97 亿元，确认商誉 31.6 亿元；

2013、2014 和 2015 年，步长制药分三次完成对通化谷红 100% 股权的收购，收购成本合计 27.5 亿元，确认商誉 18.4 亿元。

两项收购合计确认商誉 49.97 亿元，占当年公司期末总资产的 33%。

根据《企业会计准则》，公司收购吉林步长制药 95% 股权和通化谷红制药 100% 股权为非同一控制下的企业合并，合并成本超过可辨认净资产公允价值的部分应确认为商誉。吉林步长制药、通化谷红制药的账面净资产较小，公司完成收购后确认的商誉金额为 499,679.66 万元，占公司报告期末总资产的比例为 32.57%。根据《企业会计准则》相关规定，公司收购吉林步长制药和通化谷红制

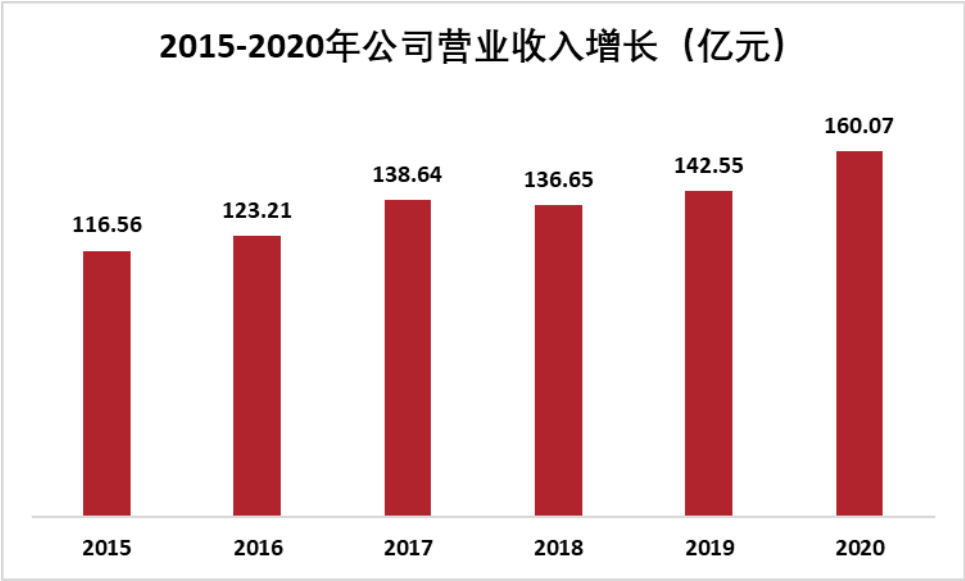
(来源：公司招股书)

通过这两项收购，步长制药获得了吉林天成的独家产品复方曲肽注射液和复方脑肽节苷脂注射液，以及通化谷红的核心产品谷红注射液。这些产品在当时被认为能够为公司带来稳定的收入和利润。

2015 年，公司的三款主打产品脑心通胶囊、稳心颗粒、丹红注射液合计贡献收入 88 亿元，占公司当年总收入比重为 76%。

随着并购的谷红注射液、复方曲肽注射液和复方脑肽节苷脂注射液等产品的综合发力，公司营收也开始“水涨船高”。

2015-2020 年，公司营收由 117 亿元增长至 160 亿元。公司在年报中表示，上述六款产品属于“大力发展和培育的中药大品种”，并且列示六款产品合计收入。



(数据来源：公司历年财报)

2020 年，是这六款产品合计收入最高的一年（108 亿元），也对应着近十年公司总收入的高点。

风、心律失常、供血不足和缺血梗塞等常见心脑血管疾病。公司脑心通胶囊、稳心颗粒、丹红注射液、谷红注射液、复方脑肽节苷脂注射液和复方曲肽注射液市场地位突出，六项产品 2020 年的合计收入达 107.58 亿元。

(来源：2020 年公司财报)

自 2020 年起，谷红注射液、复方曲肽注射液和复方脑肽节苷脂注射液陆续被调出各省级医保目录，并在部分省份被纳入“重点监控合理用药目录”，导致销量大幅下滑。

再次要求省级医保部门确保 2022 年 6 月 30 日前完成全部消化任务。2020 年以来，通化谷红制药产品谷红注射液，吉林天成制药产品复方曲肽注射液、复方脑肽节苷脂注射液陆续调出各省级医保目录，产品调出各省级医保目录等因素对公司的业绩产生了一定不利影响。

公司收购通化谷红制药 100%股权，收购吉林天成制药 95%股权，确认商誉账面价值 499,679.66 万元，拟计提商誉减值准备共计 306,996.92 万元，该项减值损失将导致公司 2022 年度利润总额减少 306,996.92 万元。

(来源：2022 年公司财报)

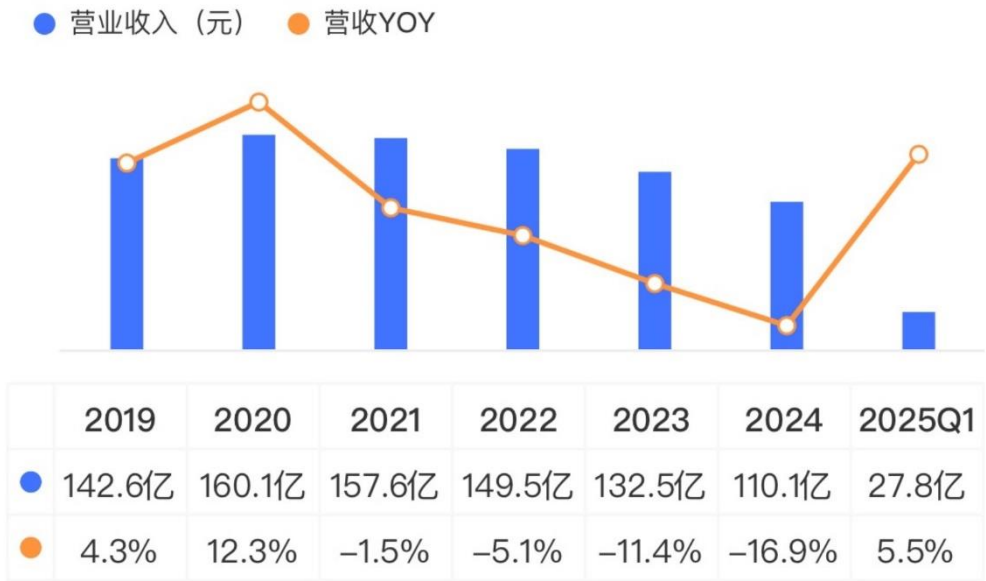
随着医保政策的调整和市场竞争的加剧，这些曾经的“大品种”收入明星们凸显乏力。上述六款产品合计收入从 2020 年的 108 亿元降至 2022 年的 95 亿元。

2023 年开始，公司干脆不再统计六款明星产品的合计收入，而是只统计脑心通、稳心颗粒、丹红注射液这三款产品的合计收入——毕竟这三款产品还没有被调出医保目录。

不过，这三款产品也没好到哪里去：2024 年脑心通、稳心颗粒、丹红注射液三款产品合计收入 58 亿元，较 2015 年三款产品的合计收入（88 亿元）减少了 34%。

在这个过程中，公司的总收入也从 2020 年的 160 亿元锐减至 2024 年的 110 亿元，降幅超过 30%。

■ 步长制药 – 营收及增速



(来源：市值风云 APP)

在上交所问询函回复中，公司披露了 2022、2023 两年谷红注射液、复方曲肽注射液和复方脑肽节苷脂注射液三款产品的销售情况，这三款产品 2023 年的销售金额较 2022 年的下降幅度在 50%-85%之间。

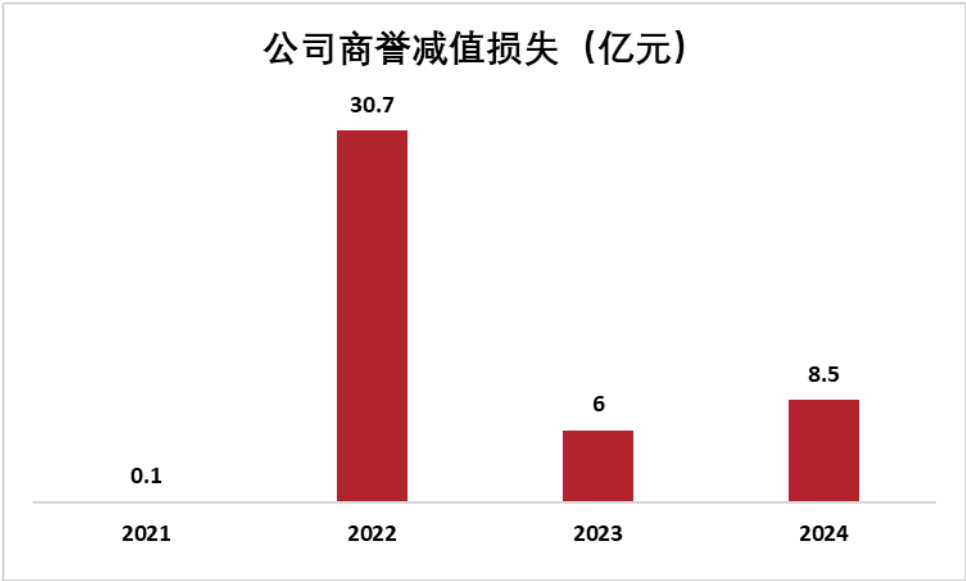
治疗领域	产品名称	单位：万元、万盒（瓶、支、个），元/盒（瓶、支、个）								
		2023 年度			2022 年度			变动比例		
		销售金额	销量	单价	销售金额	销量	单价	销售金额	销量	单价
心脑血管	脑心通胶囊	293,657.24	11,760.86	24.97	300,999.29	12,706.85	23.69	-2.44%	-7.44%	5.40%
	丹红注射液	229,746.05	13,637.30	16.85	179,791.44	10,704.56	16.80	27.78%	27.40%	0.30%
	稳心颗粒	219,353.32	8,752.28	25.06	170,247.75	7,218.97	23.58	28.84%	21.24%	6.28%
	复方脑肽节苷脂注射液	32,879.92	531.02	61.92	73,700.70	1,145.59	64.33	-55.39%	-53.65%	-3.75%
	复方曲肽注射液	30,308.88	458.90	66.05	64,266.21	977.94	65.72	-52.84%	-53.07%	0.50%
	谷红注射液	17,767.90	386.51	45.97	117,600.55	3,267.90	35.99	-84.89%	-88.17%	27.73%
	合计	823,713.31			906,605.94			-9.14%		

(来源：公司问询函回复)

医保政策调整和竞争加剧的现实已经改变了曾经的收购逻辑，高溢价收购所形成的商誉减值风险，不得不释放。

2022 年开始，公司对 50 亿元的商誉进行“大刀阔斧”的切割：当年对吉林天成和通化谷红的商誉一次性计提了 30.7 亿元的减值损失，一把砍掉六成。

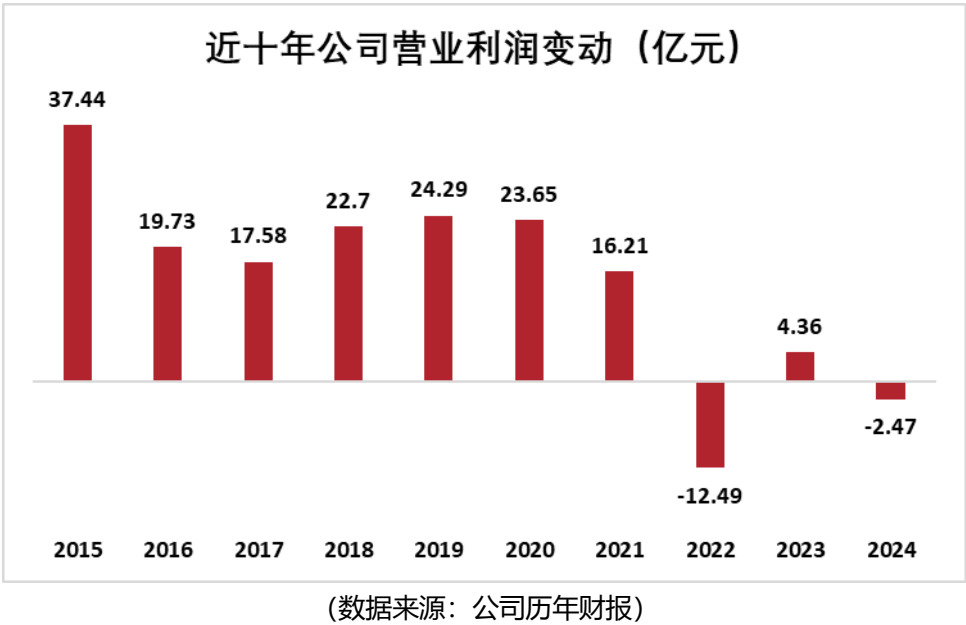
并在之后的 2023、2024 两年，继续计提商誉减值损失，分别为 6 亿元、8.5 亿元。



(数据来源：公司历年财报)

要知道，2021 年公司经过商誉减值测试还认为吉林天成和通化谷红没有问题，而未对这两家公司相关的商誉做一分钱的减值，怎么只过了一年，这两家公司相关资产就成了一堆急于扔掉的垃圾了呢？

其实在 2021 年，公司的营业利润规模明显较此前下了一个台阶，这种盈利规模收缩显然不是来自商誉减值，而更多归因于主要产品收入减少以及成本、费用相对刚性的综合影响。



加总来看，2021-2024 年期间，公司累计计提商誉减值高达 45.3 亿元，占初始商誉总额的 88%。

经过连续三年的商誉资产“大清洗”，公司很大程度上甩掉了商誉资产的隐患，用卖方的经典话术来形容，就是“轻装上阵”。

按照一般风云君编纂的《资本市场套路学》进行推演，接下来就要放大招了。果然，2025 年一季报显示，公司营收同比小幅增长 5%，为 28 亿元；归母净利润则在低基数效应下同比大涨 169%，为 3 亿元。

单位：元 币种：人民币

项目	本报告期	上年同期	本报告期比上年同期 增减变动幅度(%)
营业收入	2,784,946,981.48	2,640,556,945.44	5.47
归属于上市公司股东的净利润	307,261,088.17	114,015,551.69	169.49
归属于上市公司股东的扣除非经常 性损益的净利润	299,588,268.04	100,854,682.40	197.05

(来源：公司历年财报)

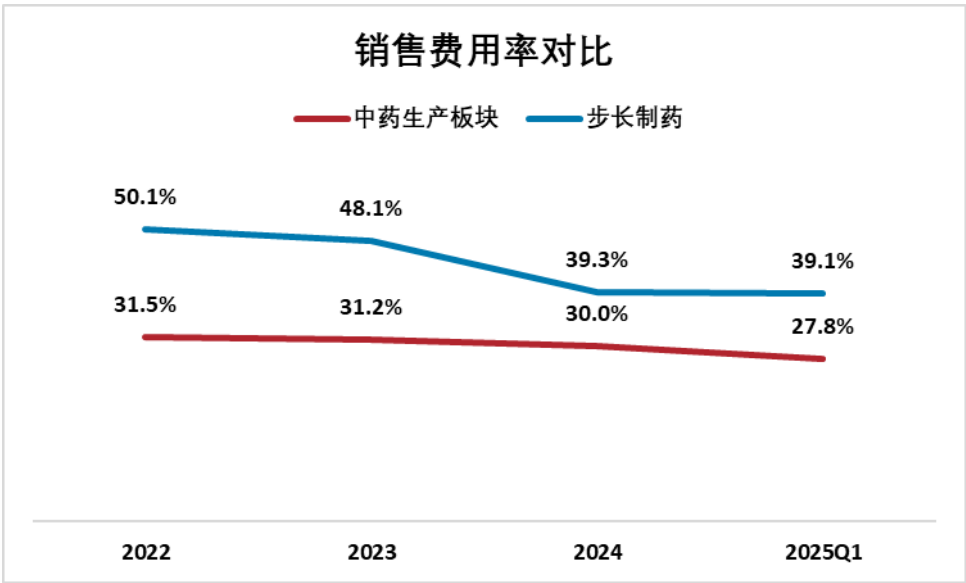
二、销售费用畸高

甩掉商誉包袱，业绩就真的能如公司所愿吗？

显然不是，事实上公司下面这两个弊病才更加致命。

Wind 数据显示，2022 年以来中药生产板块的平均销售费用率整体趋降，2025Q1 板块销售费用率 28%，而同期步长制药的销售费用率 39%，较行业均值高出 11 个百分点。

事实上，步长制药的销售费用率持续高于行业均值，2022 年最高时甚至高出近 20 个百分点。



(数据来源：公司财报，wind)

销售费用的高企不仅体现在金额和占比上，更体现在其结构上：2024 年，公司销售费用中市场、学术推广费及咨询费占比高达 93%。

单位：元 币种：人民币

具体项目名称	本期发生额	本期发生额占销售费用总额比例（%）
市场、学术推广费及咨询费	4,032,760,748.31	93.28
职工薪酬	241,611,379.33	5.59
广告及宣传费	27,079,502.22	0.63
其他	21,722,688.50	0.50
合计	4,323,174,318.36	100.00

(来源：公司 2024 年财报)

公司在上交所问询函回复中披露，2023 年支付给第一大销售服务商海南椰云众包科技有限公司 4.49 亿元交易费用。不过，企查查显示 2023 年海南椰云的参保人数仅 10 人。

单位：万元

2023 年度				
序号	支付对象	金额	费用性质	是否关联方
1	海南椰云众包科技有限公司	44,923.18	市场活动费、市场调研费、学术活动费、学术交流费	否
2	宝鸡新安睿企业管理有限公司	29,440.30	市场推广费、市场调研费	否
3	山西字节数字科技有限公司	7,689.41	市场推广费、学术交流费	否
4	山西晋薪宝科技有限公司	4,633.44	市场推广费、市场调研费、学术活动费	否

(来源：公司问询函回复)

无独有偶，公司的第二大服务商——成立于 2020 年的宝鸡新安睿企业管理有限公司，2023 年公司支付给后者 2.94 亿元交易费用，而宝鸡新安睿在 2024 年的参保人数也仅有 9 人。

企业名称	宝鸡新安睿企业管理有限公司		
登记状态	开业	成立日期	2020-09-15
注册资本	1000万元 	实缴资本	-
工商注册号	610302100073015	纳税人识别号	91610302MA6XJAH66C
营业期限	2020-09-15 至 无固定期限	纳税人资质	一般纳税人
参保人数	9 (2024年报) 	核准日期	 VIP
分支机构参保人数	1 (2023年报)		

(来源：企查查)

还有，2021-2023 年，贵州名帅酒业销售有限公司一直稳居公司销售费用前十大支付对象前列，三年间公司对贵州名帅支付交易费用总计 5733 万元，2023 年一年就支付了 2138 万元。

不过，招股书与工商信息显示，贵州名帅酒业的实控人王秀珍恰恰是步长制药实控人赵涛的岳母。步长制药在公告中表示，与名帅酒业的业务往来是基于公司销售业务中的正常接待活动需求。

42	贵州名帅酒业销售有限公司	法律、法规、国务院决定规定禁止的不得经营；法律、法规、国务院决定规定应当许可（审批）的，经审批机关批准后凭许可（审批）文件经营；法律、法规、国务院决定规定无需许可（审批）的，市场主体自主选择经营。（批零兼营：预包装食品；进出口贸易。）	王秀珍持股 72.50%
----	--------------	---	--------------

(来源：公司招股书)

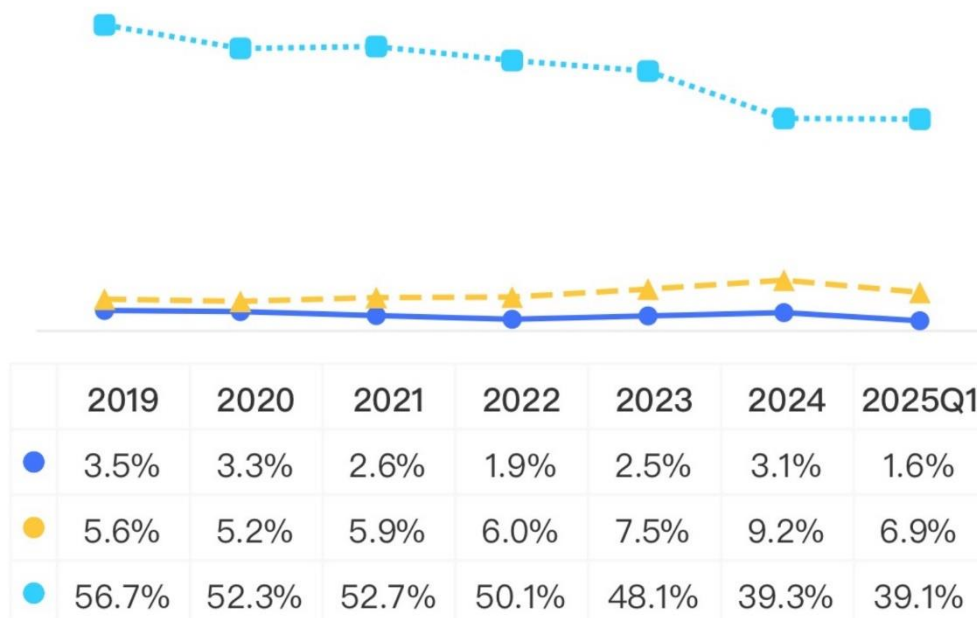
三、研发资本化处理激进，美化短期盈利表现

与公司费尽心思花出去的畸高销售费用形成鲜明对比的，就是公司那相形见绌的研发投入。

尽管公司从 2018 年开始就宣称要“从营销型驱动向产品型驱动、向科技公司转型”，但其近五年的研发费用率始终在 2%-3%附近徘徊。

步长制药 – 费用率

● 研发费用率 ● 管理费用率 ● 销售费用率



(来源：市值风云 APP)

事实上，近年来，步长制药在研发资本化方面的操作较为激进，其资本化研发支出占总研发支出的比例显著上升。

但即便如此，2024 年连同资本化在内的研发支出不过 7.2 亿元，而同期销售费用（43 亿元）是研发费用的近 6 倍。

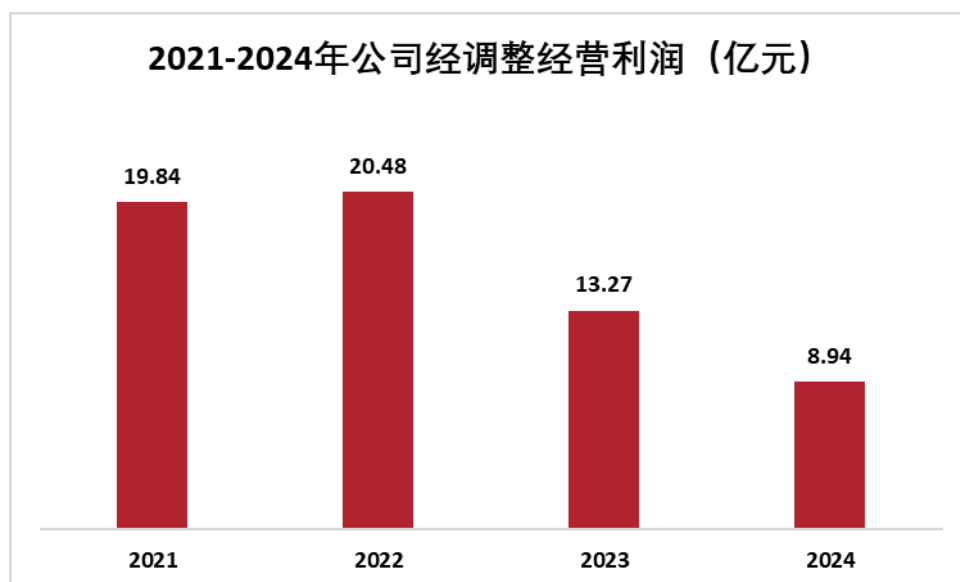
这种“轻研发重销售”的模式与行业创新导向背道而驰，而且在医保政策趋严、市场竞争加剧的背景下，显然难以支撑企业的长期发展。

随着研发支出中资本化的部分逐年增加，公司的研发资本化率也逐年攀升，由 2020 年的 26% 提高至 2024 年的 52%。这就引发进一步的思考，公司是否涉嫌借助研发资本化美化盈利？

（单位：亿元）	2020	2021	2022	2023	2024
研发投入总额	7.22	6.34	5.12	6.6	7.17
资本化研发支出	1.89	2.26	2.28	3.25	3.72
资本化率	26%	36%	45%	49%	52%

(数据来源：公司财报)

经调整的经营利润显示，2022 年开始公司通过主业经营获得的盈利规模锐减，到了 2024 年骤降至 9 亿元，较 2022 年减少了 56%。站在公司的角度就可以理解：如果不提高研发投入资本化率，那么研发费用就会进一步侵蚀这点盈利。



(数据来源：公司财报)

例如 2023 年，公司盈利 1.5 亿元，如果当年未将研发投入资本化率提高到 49%，那么这 3.25 亿元的研发投入资本化部分就会轻而易举地吞噬当年盈利。

结语

近年来，步长制药多次因大额资产减值引发市场侧目。

从商誉减值到存货跌价准备，动辄数亿元的资产“蒸发”不仅牵动着投资者的神经，更将这家老牌中成药企推向财务真实性与稳健性的质疑漩涡。

在行业监管趋严、带量采购重塑市场格局的背景下，资产减值本是企业应对经营风险的常规操作，但当减值规模超出同业水平、减值时点暗合业绩承压周期时，投资者自然产生疑问：

这究竟是经营环境变化下的合理财务调整，还是掩盖竞争力下降、资产质量恶化的“会计魔术”？