

拟豪掷14.5亿元 奥浦迈鏖战CRO红海

中经记者 陈婷 赵毅 深圳报道

经过5个月的推进，“细胞培养基第一股”奥浦迈(688293.SH)上市以来的首次重大资产重组只差最后关键几步。

6月23日晚间，奥浦迈公告股

东大会审议通过了公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金的议案。今年1月，奥浦迈筹划收购澎立生物医药技术(上海)有限公司(以下简称“澎立生物”)控制权，并于6月初披露重组草案，其间于董事会审议表决阶段曾遭公司独

立董事投下反对票，重组草案在经上交所问询后进行修订。

草案显示，澎立生物主要从事生物医药研发临床前CRO(医药合同研发)服务，曾于科创板IPO，但在2024年2月因撤回上市申请被终止审核。在此次交易

中，奥浦迈从澎立生物不同股东手中购买的股权作价不同，澎立生物100%股权的最终交易价格约为14.5亿元。

6月25日，奥浦迈方面接受《中国经营报》记者采访时表示，收购澎立生物股权事项已完成股

东大会审议程序，下一步将根据相关法律法规的要求向上交所申报，后续进入上交所审核流程。“差异化定价是目前并购重组市场较为普遍的方案，可以最大化平衡交易各方的诉求，资本市场也有诸多成功的实践。澎立生物

的历史估值是各专业投资机构根据自身对该公司价值评判做出的独立的投资决策，为市场化的结果。本次交易采用差异化定价方案，其综合定价以奥浦迈聘请的独立评估机构的评估结果为基础，不存在利益输送的情形。”

同股不同价

澎立生物估值产生的差异最大达到9.5亿元。

重组草案显示，澎立生物股权分散，股东人数多达31个。其中PL HK持股23.72%，为澎立生物控股股东，PL HK实际控制人同是澎立生物实控人段继峰(Jifeng Duan)；澎立生物两个员工持股平台——嘉兴汇拓、嘉兴合拓分别持股8.5%、3%；机构投资者红杉恒辰为澎立生物第三大股东，持股7.72%。

截至2024年12月31日，澎立生物合并报表归属于母公司所有者权益账面价值约9.27亿元，评估值为14.52亿元，增值率56.62%。

在对澎立生物的收购中，奥浦迈将通过发行股份及支付现金方式进行支付，交易采取差异化定价。其中，PL HK持股的交易对价约2.92亿元，嘉兴汇拓、嘉兴合拓(管理团队股东)持股合计交易对价约1.52亿元，对应的澎立生物100%股东权益价值分别为12.3亿元、13.2亿元。

收购方案对其余澎立生物股东设置了四档交易对价，对应的澎立生物100%股权估值分别为12.4亿元、15亿元、18.3亿元、21.8亿元。在此次交易中，其估值再度缩水。

澎立生物估值产生的差异最大达到9.5亿元。

草案显示，奥浦迈收购澎立生物100%股权交易前，澎立生物部分财务投资人的投资估值较高，经过交易各方的多轮沟通谈判，澎立生物合计64.78%股权转让作价约为10.07亿元。“本次交易的差异化定价综合考虑不同交易对方初始投资成本的因素，由交易各方自主协商确定，差异化定价是交易对方之间的利益调整。”

记者查阅澎立生物招股书获悉，2008年，PL HK设立澎立生物医药技术(上海)有限公司(澎立生物前身)，认缴出资额为400万美元，出资比例为100%。自2019年1月起，澎立生物在随后3年内经历了6次股权转让、9次增资。2019年12月，澎立生物第一次增资时估值为2.2亿元，到2022年3月，其估值已来到32.2亿元。2023年3月，澎立生物IPO拟公开发行股票不超过约1.25亿股，不超过发行后总股本的25%，拟募资约6.01亿元。据此计算，澎立生物IPO估值约为24.04亿元。到此次奥浦迈收购其股权时，其估值再度缩水。

骤增6亿元商誉

交易后奥浦迈商誉达约6.17亿元。

事实上，CRO行业早已卷成了“红海”。有券商分析师认为，行业仍处于去产能的艰难阶段，基本面尚未出现明显好转。澎立生物近两年业绩下滑也佐证了这一点。

草案显示，2023—2024年，澎立生物营收分别约3.18亿元、3.31亿元，净利润分别为5975.54万元、4450.88万元，增收不增利，主要原因是2024年澎立生物研发投入力度加大、对外收购的子公司尚处于亏损阶段。该公司还面临毛利率波动、下游研发支出增速放缓或萎缩、主要原材料价格波动、核心人员流失或不足、市场竞争加剧等风险。

奥浦迈方面对记者表示，此次交易通过对整体交易方案的设计、交易对方的业绩承诺，以及公司和澎立生物治理结构的完善等方面进行了综合考量，公司将能够控制整合风险。

根据业绩承诺及补偿协议，澎立生物股东承诺该公司在2025年、2026年及2027年合并报表扣非净利润分别不低于5200万元、6500万元、7800万元。以此测算，澎立生物在接下来3年每个会计年度的平均扣非净利润不低于6500万元，据此推算，奥浦迈此次收购市盈率达22.32倍。

交易前，奥浦迈不存在商誉。

根据备考审阅报告，交易后公司商誉占2024年末归母净资产比例为21.76%，达约6.17亿元，占公司2024年度净利润比例为945.35%。收购完成后，奥浦迈将确认一定金额的商誉，需在未来每年度终了进行减值测试。

值得注意的是，今年6月初，在对奥浦迈收购澎立生物100%股权进行董事会审议的会议上，公司独董陶化安投出反对票，理由是其认为奥浦迈现阶段不具有并购的必要性。在随后的上交所问询中，“交易的必要性”亦成为开篇第一个问题。

奥浦迈在问询函答复中表示，此次交易的核心逻辑是在目前行业处于相对阶段底部、预期

反转的情况下，公司突破现有业务瓶颈、抢占早期赛道、提升客户黏性的重要手段，具有交易必要性。

2022年以来，生物医药行业投融资环境持续紧张，但2024年已出现复苏迹象。“在这种情况下，近两年来，创新药企业整体对于研发管线的临床推进更加谨慎，而研发管线正是诸如公司、澎立生物这样的产业链上游服务商的核心业务来源，因此，这类公司的经营业绩同步出现了收入或利润增速放缓，甚至利润下滑的情况。随着2024年下半年及进入到2025年之后，整个生物医药领域投融资环境有所改善，产业链上游的服务企业将有更多的机会获得订单，但客户在选择合作伙伴

时也将更加谨慎。”

奥浦迈方面对记者表示，公司目前的资产重组事项是基于公司发展战略进行的合理举措，标的公司与公司在多方面存在协同性，公司将用好收并购这一方式，并通过完成收购后对标的公司的整合，进一步提升上市公司与标的资产的协同性，最终实现“1+1>2”的效果。另外，公司始终在与陶化安保持沟通，关于陶化安的反对是其个人观点，其反对原因公司已根据实际情况披露。“公司董事会各位董事畅所欲言，我们充分尊重每一位董事的立场、观点和意见，每一位董事都在公司不断发展的过程中贡献了力量。”

事实上，从奥浦迈自身的经营来看，其近年来业绩持续下滑。

财报显示，奥浦迈主要从事培养基的生产与销售以及定制研发生产服务(CDMO)，细胞培养产品为公司主要收入来源。2023—2024年，奥浦迈营收分别约2.43亿元、2.97亿元，净利润分别约5403.85万元、2105.23万元，同比分别下降48.72%、61.04%。2025年一季度，公司营收约8367.88万元，同比增长4.98%；净利润约1466.8万元，同比下降25.08%。

奥浦迈方面称，在业绩提振方面，公司始终围绕以细胞培养为核心，持续推动“细胞培养产品+CDMO”，也就是“产品+服务”双轮驱动的发展战略。



图为奥浦迈公司外景。

公司官网/图

销售费用多年居高不下 上交所五问前沿生物

中经记者 娄国文 卢志坤 北京报道

面对上交所的问询，“抗艾第一股”前沿生物(688221.SH)公开了巨额销售费用的流向，不过，其2024年与第二至第四大推

广服务商的合作内容却是医院患者自助取袋机屏幕推广、患者教育视频、问卷调查等。

针对上交所2024年年报问询函，6月21日前沿生物进行了回复。前沿生物产品管线相对

比较单薄，核心产品为全球首款长效HIV(艾滋)融合抑制剂注射用艾博韦泰(艾可宁)。虽然已经上市销售7年，艾可宁却面临销售放量较慢、较难的问题。同时，销售费用占营收的

比例超过六成加剧了前沿生物的亏损。

针对产品管线布局、销售费用等相关疑问，《中国经营报》记者给前沿生物方面发送采访函，截至发稿未获得回复。



图为前沿生物公司。

公司官网/图

销售费用高企

2024年，前沿生物销售费用为8634.4万元，同比增长33.3%。主要原因是，本报告期内公司扩大市场覆盖，深化渠道建设，通过多种学术推广形式加强门诊市场开拓和产品品牌建设，不断提升患者的长期用药意愿以及拓展多元化业务。

在2024年年报问询函中，大幅增长的销售费用是关注重点。2024年，前沿生物销售费用率由56.69%上升至66.69%。

与同行业可比公司对比，前沿生物销售费用率明显较高，尤其是第四季度销售费用占比较大。

前沿生物被要求说明2024年前五大市场推广服务商的具体情

况，包括但不限于名称、交易金额、产品及服务内容、成立时间、注册资本、合作历史等。

不过，在回复函中，前沿生物方面未具体说明推广服务商的名称，而是使用代号。前五大推广服务商中，有4家单位的实际控制人或主管单位为政府相关部门，有1家的实控人为个人。

值得注意的是，2024年，前沿生物与第二、第三、第四名推广服务商的合作内容为医院患者自助取袋机屏幕推广、患者教育视频、问卷调查等，交易金额合计为1651万元。

艾可宁为抗HIV处方药。按

照《广告法》相关规定，处方药不能面向患者和大众做广告宣传。同

时，由于处方药的专业性较强，针对艾可宁进行医院患者自助取袋机屏幕推广、患者教育视频、问卷调查等是否能起到实际推广作用或许也是个问号。

前沿生物方面解释称：“2024年第四季度销售费用占全年比重偏高，主要系多个学术推广服务合同的完成节点与结算周期集中于年末，以及因行业特性与公司年度营销规划所致；另外，公司为提前布局下一年度学术推广策略，已于第四季度启动下一年学术规划的实施。”

前沿生物方面表示，为了更好地覆盖潜力市场医患人群，提升产品接受度和用药时长，公司通过专业媒体途径合规地加强品牌建设

与学术宣传。

通过梳理历史数据，记者发现，前沿生物销售费用一直保持较高的水平，尤其是在2021年及之前，前沿生物的销售费用一般是营业收入，而营业收入始终主要来自核心产品艾可宁。

2018年，在艾可宁上市初期，销售工作处于起步阶段，销售收入规模整体较小，前沿生物销售费用是营业收入的4倍。2019—2021年，艾可宁销售收入快速增长，前沿生物销售费用是营业收入的96.14%、79.51%、148.59%。

2022—2024年，随着艾可宁年销售收入逐渐突破1亿元，前沿生物销售费用是营业收入的64.16%、56.69%、66.69%。

产品管线“空心化”

前沿生物核心产品艾可宁是1.1类原创抗艾滋病新药，于2018年5月获得国家药监局批准上市销售。2020年年底，通过降价46.37%，艾可宁首次被纳入国家医保药品目录，医保支付标准为532元/支。2024年年底，艾可宁续约进入国家医保药品目录，医保支付价格维持原支付标准。

截至目前，艾可宁仍是前沿生物的主要收入来源。

2024年，前沿生物终止了进展相对较快的新型透皮镇痛贴片FB3001、治疗性长效降血脂多肽疫苗FB6001、长效注射抗HIV两药组合FB1002等多个研发项目，并对相关项目外购取得的专利许可计提全额减值准备3621.46万元。

在产品研发管线方面，前沿生

物显得比较单薄。研发管线图显示，除了已上市的核心产品艾可宁，前沿生物还有两个高端仿制药处于中美两地注册申报阶段，分别为镇痛类热熔胶贴剂FB3002、特立帕肽仿制药FB4001，其余在研产品多处于临床前研究的较早期阶段。

FB3002是一款洛索洛芬钠热

熔胶贴剂高端仿制药，用于治疗肌肉骨骼关节疼痛。

国家药监局数据显示，洛索洛芬钠贴剂的进口产品生产厂商为日本的领先化学有限公司(Lead Chemical)，该产品目前尚未有国产仿制药获批上市。

不过，洛索洛芬钠贴剂的竞争也异常激烈，包括前沿生物在内，共有11家国内药企提交了仿制

药申请。从相关仿制药申请的承办日期来看，珠海市汇通达医药有限公司的时间最早，为2023年9月13日。而前沿生物的时间为2025年1月18日。根据仿制药从申报至获批上市的平均周期为18—24个月，前沿生物洛索洛芬钠贴剂仿制药的获批时间存在较大不确定性。

国家药监局数据显示，特立帕肽的进口企业为礼来。国内已有3家药企的特立帕肽获批上市，分别为信立泰、上海联合赛尔生物、北京博康健基因科技。前沿生物特立帕肽瞄准的是美国市场。

在美国市场，除了礼来，还有4家企业的特立帕肽获批上市。前沿生物表示，已向美国FDA(食药监局)提交FB4001的ANDA(美国新

药简略申请，即美国仿制药申请)并获《受理通知书》。该项目争取在2025年获得美国FDA的上市批准。

2024年，前沿生物研发费用为1.37亿元，其中第三方研发服务费为7914.61万元。

在问询函中，交易所要求前沿生物结合经营业绩、管线设置、研发进展等情况，评估公司研发能力及核心竞争力是否出现下降。

前沿生物方面称，2024年公司对研发管线实施系统性优化，终止商业化潜力有限的长周期项目，构建“创新药+高端仿制药”协同发展的创仿结合体系。公司研发能力与核心竞争力未下降，而是通过战略聚焦得到持续增强，为长期高质量可持续发展奠定坚实基础。

创新药毛利率明显偏低

前沿生物连续多年处于亏损状态。2022—2024年，前沿生物营业收入分别为0.85亿元、1.14亿元和1.29亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为-3.57亿元、-3.29亿元、-2.01亿元。

2022—2024年，前沿生物核心产品艾可宁的毛利率分别为17.41%、26.31%、28.99%。作为一家创新药企，前沿生物产品毛利率明显偏低。据了解，这主要与艾可宁销售规模较小有关。

前沿生物的生产模式为自行生产和委托第三方企业生产。

此前，由于自有的原料药生产线及制剂生产线规模均较小，产能不能满足市场需求且生产成本较高，前沿生物艾可宁原料药委托诺泰生物(688076.SH)生产，制剂委托双成药业(002693.SZ)生产。

2024年，前沿生物募投项目1000万支注射用HIV融合抑制剂项目一期(江苏南京至道路制剂生产基地)获批后，开始停止委外生产艾可宁制剂。不过，对比来看，自行生产

模式下的毛利率反而更低。2024年，前沿生物自行生产模式下的艾可宁销售收入为0.69亿元，而毛利率仅为20.18%。同期，委托第三方生产模式下的艾可宁销售收入为0.46亿元，毛利率为42.15%。

前沿生物方面介绍到，前沿生物江苏南京至道路制剂生产基地一期规划年产能为250万支，目前因批量扩产尚未完成，实际年产能约为162万支。自2024年5月底获批至年末，已累计生产10.5万支艾可宁，本期产能利用率约为11%，产品产销率约为85%。由于本期年产能利用不足，营业成本中包含停工费用1100万元，这导致自行生产模式下毛利率较低。

前沿生物方面解释称，自行生产模式下毛利率低于同行业产品的原因主要是，公司目前处于战略布局的关键阶段，为提升供应链稳定性及长期竞争力，公司自建了制剂生产基地。虽然短期内由于产能利用率较低导致单位固定成本较高，但随着销售逐渐放量，以及在研产品陆续进入商业化阶段，规模效应预计将逐步释放。