

控股绿谷医药 复星医药勇闯AD“死亡谷”

将控股绿谷医药

停产危机后，九期一将易主复星医药。

复星医药最新公告显示，控股子公司复星医药产业拟出资共计14.12亿元控股投资绿谷医药。其中，复星医药产业拟出资1.43亿元受让转让方合计持有的标的公司2015万元注册资本。同时，复星医药产业拟出资12.69亿元认缴标的公司约2.01亿元新增注册资本。

此外，为妥善处理标的公司存续股权激励计划等安排中的相关退股，并由投资方和创始人共同承担相应成本，拟由标的公司先行向约定范围内的退股员工等支付相应退股款项，同时由标的公司现有股东上海耀期九于本次认购交割日前以1元或法律允许的最低对价，向由复星医药产业与标的公司创始人或其关联方拟共同设立的SPV，转让所持有的标的公司866.73万元注册资本。后续，创始人或其关联方有权以相当于退股实际成本51%的价格，受让复星医药产业所持有的SPV 51%股权。

不考虑其他可能影响标的公司股权结构变动因素，本次收购完成后，复星医药将通过复星医药产业及SPV合计持有标的公司53%股权。若后续转让完成，公司将通过复星医药产业持有标的公司51%股权。

资料显示，绿谷医药主营神经退行性疾病治疗药品的研发、生产和销售。2019年11月，绿谷医药的甘露特钠胶囊获国家药监局有条件批准上市，获批适应症为“用于轻度至中度阿尔茨海默病，改善患者认知功能”；2021年，该药品获纳入国家医保目录。

复星医药方面表示，从目前已开展的国内临床数据看，无论单药治疗还是联合/序贯治疗，甘露特钠胶囊都能让患者获益，主要特点是具备“缓解症状和改变病程进展”的双重潜力，且安全性与治疗依从性较好。

值得注意的是，此次交易披露后不久，复星医药就上述事项收到上交所下发的监管工作函，涉及对象为上市公司。在二级市场上，

12月16日，复星医药抛出一则让医药圈震动的消息，控股子公司复星医药产业拟出资约14.12亿元控股收购绿谷医药，从而将绿谷医药核心产品甘露特钠胶囊（商品名：“九期一”）收入囊中。

阿尔茨海默病（AD）有医药研发“死亡谷”之称。而2019年获批的九期一正是一款AD的治疗药物，曾被市场寄予厚望，被认为填补了阿尔茨海默病领域17年无新药上市的空白。不过，随着九期一再注册申请未获批准，目前该药物已停产（商业化）。由于停销核心产品，绿谷医药今年前三季度净利已出现亏损。截至9月30日，绿谷医药净资产仅为1036万元。

复星医药相关负责人表示，此次14.12亿元的交易对价，主要是用于九期一后续的研发与临床试验。此次收购完成后，将持续有序推进该药品的上市后确证性临床试验，以使该药品尽快获得国家药品审评部门批准。

12月16日，复星医药收跌4.22%，收盘价为26.75元/股。

九期一已停产

值得一提的是，目前绿谷医药的经营情况并不理想，九期一已停产（商业化）。

据悉，在去年九期一药品注册批件5年有效期到期前，绿谷医药向监管机构提交补充申请以延长批件有效期，但因其未能按照监管机构要求完成上市后确证性临床研究，国家药品监督管理局未予批准，要求继续完成正在进行的上市后确证性临床研究。因注册批件到期，去年11月起，该药品未开展商业化生产。

实际上，自上市以来，九期一的作用机制、临床试验数据和疗效一直存在争议。原首都医科大学校长饶毅与该药的主要发明人中国科学院上海药物研究所耿美玉的公开讨论曾引发广泛关注。

复星医药相关负责人表示，甘露特钠胶囊上市前的确证性临床研究，研究方案与国家药品监管机构沟通交流并获得同意后，再经过各参与研究的医院审查，最终在全国34家研究医院开展的临床研究。最终的研究数据及资料通过了国家药监局食品药品审核查

验中心的现场核查，确证了研究数据的真实性、规范性和完整性。研究结果也通过国家药监局药品审评中心严格的技术审评。

由于停销核心产品，绿谷医药业绩出现大幅下滑。数据显示，去年，绿谷医药营收5.72亿元，净利润7077万元。今年前三季度，绿谷医药营收降至1.02亿元，净利润为-6761万元。

此外，目前，绿谷医药存在高负债的情况。截至9月30日，绿谷医药净资产仅为1036万元，负债总额高达7.95亿元。

绿谷医药评估值要明显高于公司净资产。本次转让及本次认购新增注册资本所适用的估值，系参考上海东洲资产评估有限公司对标的公司截至9月30日的股东全部权益价值出具《估值报告》的估值结果（即16.74亿元），并考虑标的公司历史研发投入等，经相关各方协商确定。其中，本次转让所适用的标的集团估值为16.5亿元，本次认购新增注册资本对应的标的集团投前估值为14.69亿元。

复星医药方面表示，本次估值基于“标的公司有足够资金、人员和配套设施能力继续研发推进在研项目的开发、生产及商业化，且未来研发进程不会发生重大变化”的估值假设，考虑到本次认购新增注册资本款项将由标的公司主要用于相关临床研究及日常运营，因此



经相关各方协商，本次认购新增注册资本适用的投前估值较估值结果有一定折价。

在北京中医药大学卫生健康法治研究与创新转化中心主任邓勇看来，复星医药以14.12亿元便能获得绿谷51%的控股权，成本远低于从头开展一款AD新药研发的投入。对于复星医药而言，这种方式能以相对低的成本获得一款有过市场验证的产品，性价比远超自主研发。

不过，邓勇也提到，临床试验是甘露特钠胶囊重新上市的核心前提，复星医药需加大资金和团队投入，保障上市后确证性临床试验高效推进，重点收集药物疗效、安全性的关键数据，针对性回应此前存在的科学争议。同时可同步启动国际多中心研究，一方面提升药物的学术认可度，另一方面也为未来开拓海外市场铺路，为重新申请医保准入提供更有说服力的依据。

加码AD领域布局

复星医药旨在通过此次收购加码AD布局。据了解，中国阿尔茨海默病及其他认知障碍疾病的就诊率、诊断率和治疗率偏低，市场存在较大的增长空间。根据IQVIA MIDAS数

据，去年，用于治疗阿尔茨海默病的主要药品在全球范围内的销售额约20.94亿美元（约合人民币147.84亿元）。而根据IQVIA CHPA数据，去年，用于治疗阿尔茨海默病的主要药品在中国境内的销售额仅为12.44亿元。

产业经济投资专家邓之东表示，AD药物研发复杂，周期长、投资大、风险高，需要研究药物的毒性、药物的代谢，而且必须在动物模型上证明药物分子的有效性和安全性，急需合适的AD动物模型，这些都是国际难题。

此次并购前，针对中枢神经系统退行性疾病领域未被满足的临床需求，复星医药正在持续探索和打造诊疗一体、多技术路径协同的解决方案，包括已布局脑磁图仪、磁波刀等非侵入式诊疗设备平台、许可引进在研小分子口服药物AR1001（拟用于延缓阿尔茨海默病疾病进程）等。复星医药方面表示，本次收购旨在进一步丰富集团于该治疗领域治疗产品管线矩阵、持续完善市场布局。

邓勇表示，AD赛道被称为“研发黑洞”，新药研发失败率极高，一款新药从研发到上市往往需要十余年时间和巨额资金投入，且失败风险极大。而绿谷医药的甘露特钠胶囊已完成前期大量研发工作，有过完整的商业化经历和50万患者的用药反馈，复星医药接盘后只需推进确证性临床试验等关键环节，相比自主研发大幅缩短进入AD市场的周期，也规避了早期研发的诸多不确定性。

复星医药相关人称，在甘露特钠胶囊重新开展商业化生产和销售前，还需（其中包括）补充完成目前尚在开展的上市后确证性临床试验并获得国家药品审评部门批准。目前，研究团队正积极开展甘露特钠胶囊上市后确证性临床试验。本次收购完成后，复星医药将携绿谷医药团队在药品审评部门的指导下，有序严谨推进上市后确证性临床试验，以期尽快实现获批；并适时开展相关适应症的国际多中心临床试验，惠及更多阿尔茨海默病患者。

北京商报记者 丁宁

应收账款走高 北斗院再冲IPO

从科创板撤单逾一年，长沙北斗产业安全技术研究院集团股份有限公司（以下简称“北斗院”）再次叩响资本市场大门，公司科创板IPO近期进入问询阶段。此次二度闯关IPO，北斗院的老问题仍存，应收账款呈现增长趋势。同时，也有新疑点待解，北斗院欲募资补流的同时，上半年现金分红1640万元。

再冲科创板

上交所官网显示，北斗院科创板IPO于11月21日获得受理，并于12月11日进入问询阶段。

招股书显示，成立于2016年的北斗院，专注于卫星导航、航天测控两大领域的技术与产品的研发、生产与销售。值得一提的是，此次已是北斗院第二次向科创板发起冲击。公司前次IPO于2023年5月30日获得受理，并于当年6月23日进入问询阶段。不过，去年9月26日，北斗院撤回了IPO申请。

与此前的申报信息相比，本次北斗院的公司全称由“长沙北斗产业安全技术研究院股份有限公司”变更为“长沙北斗产业安全技术研究院集团股份有限公司”。此外，北斗院还变更了募投项目，并且拟募资额也由5.08亿元增至7.09亿元。

本次冲击上市，北斗院拟募集资金约7.09亿元，扣除发行费用后将用于产品升级及产业化项目、西安产研一体化建设项目、研发中心项目、信息化系统建设项目、发展与科技储备资金、补充流动资金，拟分别投入募金额1.58亿元、7621.32万元、2.15亿元、5979万元、1.2亿元、8000万元。

股权关系方面，截至招股书签署日，湖南国防务电子科技有限公司（以下简称“国防务”）直接持有北斗院3525.74万元的出资额，占公司总股本的39.57%，为其直接控股股东；钟小鹏、明德祥、刘志俭、田梅、杨建伟、乔纯捷、刘春阳7人为公司的共同实际控制人。

上述7人中，除刘春阳外，其他6人均有在国防科技大学求学或任职的经历。此外，钟小鹏、明德祥、杨建伟、乔纯捷、刘志俭、刘春阳6人还是公司核心技术人员。

上半年分红1640万元

梳理招股书后发现，北斗院在计划募资补流的同时，于今年上半年进行现金分红。

数据显示，今年上半年，北斗院现金分红1640万元。而在此次北斗院IPO的募投计划中，还包括补充流动资金项目，拟将8000万元募资金额用于补流。

重启IPO的背后，北斗院年度净利持续增长。2022—2024年及今年上半年，北斗院营收分别约2.43亿元、2.85亿元、3.25亿元、1.12亿元；对应实现归属净利润分别约7618.38万元、8170.88万元、8294.27万元、1504.47万元。

需要注意的是，北斗院主要营收、经营利润来自矩阵电子等子公司，公司主要负责整体发展战略的制定，对子公司进行控制与管理，并承担部分研发任务。截至招股书签署日，北斗院拥有13家控股子公司、3家参股公司。

从销售情况来看，报告期内，北斗院向前五大客户的合计销售收入占当期公司营收的比例分别为53.93%、47.25%、42.69%、72.64%。

其中，今年上半年，北斗院第一大供应商和第一大客户均系中国电子科技集团有限公司（以下简称“中电科集团”）。具体来看，今年上半年，中电科集团向北斗院贡献的营业额为3187.7万元，占当期营收的比例为28.54%。同时，北斗院向中电科集团的采购金额为404.69万元，占当期采购总额的比例为5.86%。

应收账款“惹眼”

北斗院应收账款逐年增长一事颇为显眼，而在前次IPO时，公司应收账款相关内容就曾遭到监管追问。

具体来看，报告期各期末，北斗院应收账款账面价值分别约1.35亿元、1.91亿元、2.41亿元、2.71亿元，占同期期末流动资产的比例分别为25.07%、30.12%、32.83%、31.06%。

对此，北斗院方面表示，受客户单位付款审批流程普遍较长以及军工产业链存在“背靠背”结算方式等因素的影响，导致公司回款速度较慢，期末应收款项金额较大，应收账款回收周期较长。

中国投资协会上市公司投资专业委员会副会长支培元表示，在公司应收账款持续增长的情况下，若客户回款能力下降，可能导致坏账损失，直接影响利润，还可能带来现金流压力。

中关村物联网产业联盟副秘书长袁帅表示，在公司应收账款占同期期末流动资产的比例较高时，通常意味着公司大量的流动资产以应收账款的形式存在，而非现金或易于变现的资产，可能导致公司在面临突发资金需求时，无法及时筹集到足够的资金，进而引发相关风险。

另外，报告期各期末，北斗院存货的账面价值分别为6708.97万元、7736.43万元、7722.49万元、1.06亿元，占流动资产的比例分别为12.5%、12.22%、10.54%、12.14%。

对于今年上半年末存货账面价值占流动资产比重上升的原因，北斗院方面解释称，主要受订单增长带来的采购备货和生产备货的影响。公司存货主要由原材料、半成品、在产品、库存商品、发出商品及合同履约成本构成。

研发投入方面，报告期内，北斗院研发费用分别约3441.08万元、4516.05万元、5244.91万元、2157.24万元，占营收的比例分别为14.17%、15.84%、16.12%、19.31%。

针对相关情况，北斗院方面表示，“鉴于目前公司处于交易所审核阶段，按照监管要求，公司正处于静默期，暂不便对媒体相关提问进行回复”。

北京商报记者 马换换 李佳雪

侃股 Stock talking

寒武纪资本公积金补亏的双面性

周科竟

寒武纪要用27.78亿元资本公积金弥补累计亏损，核心是将股东出资形成的资本溢价用于冲抵因长期研发投入形成的累计亏损，使母公司未分配利润归零，这是新公司法中允许的财务操作。寒武纪此举有望为公司未来盈利分红以及进一步融资做好铺垫。在公司前三季度扭亏为盈的背景下，此次补亏展现了政策红利释放的积极效应，不过也暗藏着财务操作与实质经营脱节的隐忧。

从积极角度看，资本公积补亏为寒武纪创造了分红条件，毕竟今年5月公司才发布了《未来三年（2025—2027年）股东分红回报规划》，公司今年业绩也开始扭亏，资本公积金补亏后公司未分配利润归零，让寒武纪在股东分红方面有了操作空间，这也是广大投资者最为关注的一点。

在资本市场中，分红能力是企业价值的重要体现，也是吸引长期投资者的重要因素，证监会也多次发文鼓励上市公司一年多次分红。寒武纪资本公积金补亏也有助于吸引更多追求稳定收益的投资者。

另外，长期以来，持续亏损导致的未分配利润为负，成为制约企业再融资的核心枷锁。根据科创板再融资规则，企业若存在累计未弥补亏损，将直接影响定增、发行可转债等融资渠道的开启。而此次补亏完成后，也为寒武纪后续融资铺平了道路。

健康的财务状况是企业获得融资的关键条件之一。无论是股权融资还是债权融资，投资者和债权人都会

重点关注企业的财务健康程度。对于高度依赖研发投入的AI芯片企业而言，融资渠道的畅通意味着可以获取更多资金用于技术攻坚，为公司的研发、扩张等战略行动提供有力的资金保障。

然而，也不能忽视资本公积金补亏的局限性。最核心的问题在于，这一操作并未触及企业经营的根本。资本公积金补亏本质上是一种财务手段，是对企业财务指标的调整，而非对企业经营模式、技术水平、市场竞争力等根本因素的改变。资本公积金补亏既不能带来实际的经营现金流增长，也无法直接提升企业的盈利能力。

更进一步看，资本公积补亏也消耗了企业的“风险缓冲垫”。此次补亏动用的27.78亿元资金，源于股东货币出资形成的股本溢价，这部分资本公积也是企业抵御市场风险的重要保障。同时，根据新公司法相关规定，债权人可在公告披露后45日内要求公司清偿债务或提供相应担保，这无疑给寒武纪带来了短期的债务沟通压力。

对上市公司而言，补亏应是发展的“加油站”而非“终点站”，唯有将财务优化转化为研发投入、市场拓展的动力，才能实现真正的高质量发展。在政策红利与市场竞争并存的格局下，寒武纪能否将账面优势转化为实质发展势能，不仅关乎其自身估值逻辑，也将为A股科技企业资本运作提供重要借鉴。