

蘇州旺山旺水生物醫藥股份有限公司 IPO 報告分析

一、公司概況

1.1 新股基本資訊

- 股份代號：2630.HK
- 全球發售：發行 17,597,800 股 H 股，集資 563-598 百萬港元
- 香港公開發售：發售 1,759,800 股 H 股，占全球發售總量約 10.0%
- 招股價：32-34 元
- 每手股數：200 股
- 入場費：6,868.57 元
- 公開發售日期：2025 年 10 月 28 日至 2025 年 11 月 3 日
- 分配結果日：2025 年 11 月 4 日
- 暗盤日：2025 年 11 月 5 日
- 上市日期：2025 年 11 月 6 日
- 保薦人：中信證券

1.2 企業簡介

公司成立於 2013 年，是一家綜合一體化生物醫藥公司，致力於發現、開發和商業化創新小分子藥物。公司使命是以創新改善患者的健康和生活品質，努力滿足策略重點治療領域(即(i)病毒感染、(ii)神經精神及(iii)生殖健康)中患者不斷變化的多樣化需求。在過去的 12 年裡，公司不僅構建起覆蓋「研究 - 臨床開發 - 製造 - 商業化」全產業價值鏈的端到端能力，還開發了由三款核心產品組成的卓越產品組合，其中每款產品均具備同類首創或最佳潛力。

1.3 保薦人情況

中信證券

代碼	名稱	首日收盤漲跌幅(%)
0638.HK	廣和通	-11.72
2670.HK	雲跡	26.05
2652.HK	長風藥業	161.02
2259.HK	紫金黃金國際	68.46
2889.HK	博泰車聯	53.58
6090.HK	不同集團	43.96
2595.HK	勁方醫藥-B	106.47
2631.HK	天岳先進	6.40

2591.HK	銀諾醫藥-B	206.48
2627.HK	中慧生物-B	157.98
9887.HK	維立志博-B	91.71
6613.HK	藍思科技	9.13
3880.HK	泰德醫藥	0.65
6603.HK	IFBH	42.09
6883.HK	穎通控股	-16.67
2508.HK	聖貝拉	33.74
2617.HK	藥捷安康-B	78.71
2589.HK	滬上阿姨	40.03
9606.HK	映恩生物-B	116.70
6693.HK	赤峰黃金	0.00
2613.HK	匯舸環保	6.29
2431.HK	佑駕創新	14.12
2585.HK	夢金園	7.50
2582.HK	國富氫能	20.00
2551.HK	晶科電子股份	47.65
2460.HK	華潤飲料	15.03
2410.HK	同源康醫藥-B	13.22
1471.HK	眾淼控股	5.00
2479.HK	天聚地合	-27.82
2228.HK	晶泰控股	9.85
2522.HK	一脈陽光	0.13
2443.HK	汽車街	26.86
6959.HK	長久股份	16.13

1.4 同板塊新股

代碼	名稱	首日收盤漲跌幅(%)
2637.HK	海西新藥	20.60
2575.HK	軒竹生物-B	126.72
2652.HK	長風藥業	161.02
2595.HK	勁方醫藥-B	106.47
2627.HK	中慧生物-B	157.98
6887.HK	東陽光藥	
9887.HK	維立志博-B	91.71

2592.HK	撥康視雲-B	-38.61
2617.HK	藥捷安康-B	78.71
2565.HK	派格生物醫藥-B	-25.90
2629.HK	MIRXES-B	28.76
1276.HK	恒瑞醫藥	25.20
9606.HK	映恩生物-B	116.70
2561.HK	維昇藥業-B	0.00
2566.HK	九源基因	-38.41
2563.HK	華昊中天醫藥-B	30.00
2576.HK	太美醫療科技	-29.23
2410.HK	同源康醫藥-B	13.22
2898.HK	盛禾生物-B	7.56
2509.HK	荃信生物-B	23.74

二、財務分析

2.1 收入規模及增長

公司 2023 年度營業總收入為 1.9965 億元人民幣，2024 年度營業總收入下降至 0.1183 億元人民幣，同比降幅達 94.08%。

根據 2025 年 2 月披露的前 9 個月資料，2024 年 1–9 月收入為 999.6 萬元人民幣，2023 年同期為 2 億元人民幣，降幅達 95.00%。2025 年 1–4 月收入為 1295.8 萬元人民幣，較 2024 年全年仍處低位元，顯示收入復蘇乏力。

收入驟降主因系核心產品 VV116（新冠口服藥）在疫情後市場需求急劇萎縮，而 LV232 與 TPN171 尚未形成穩定放量，新管線尚未貢獻收入。

2.2 盈利能力分析

公司盈利能力持續承壓：

- 2023 年：歸母淨利潤為 0.1209 億元人民幣，利潤總額 0.0643 億元人民幣；
- 2024 年：歸母淨利潤虧損 2.114 億元人民幣，利潤總額虧損 2.1764 億元人民幣，營業利潤虧損 2.0077 億元人民幣。

虧損擴大主要源於：

1. 核心產品 VV116 收入斷崖式下跌，但研發與銷售費用未同步壓縮；
2. 新管線處於臨床階段，研發開支持續高企（2024 年研發費用未披露，但 2023 年為 1.31 億元，2024 年 1–9 月為 1 億元，推斷全年研發支出仍超 1.3 億元）；
3. 銷售收入銳減導致規模效應喪失，單位成本上升。

公司尚未實現可持續盈利，仍處於“研發驅動、收入過渡期”的典型創新藥企虧損階段。

2.3 資產品質分析

截至 2024 年 12 月 31 日：

- 資產總計：7.2596 億元人民幣；
- 負債合計：5.8559 億元人民幣；
- 歸屬母公司股東權益：1.495 億元人民幣。

與 2023 年末相比：

- 資產總額從 6.763 億元增長至 7.2596 億元（+7.3%），主要來自融資性資金注入；
- 負債總額從 4.8818 億元上升至 5.8559 億元（+19.9%），負債率由 72.2% 升至 80.7%，財務杠杆顯著提升；
- 股東權益從 1.9909 億元下降至 1.495 億元，下降 24.9%，反映累計虧損侵蝕資本金。

資產結構中，無形資產（研發管線估值）占比可能較高，但未披露明細，難以評估其可變現性與減值風險。

2.4 財務風險評估

公司面臨顯著的財務風險：

1. **現金流壓力**：2024 年淨利潤虧損 2.114 億元，而經營活動現金流未披露，但結合收入驟降與研發持續投入，推斷經營性現金流為負；
2. **債務負擔加重**：2024 年末負債率超 80%，高於行業平均水準（創新藥企平均負債率約 50–60%），存在償債壓力；
3. **資本消耗快**：IPO 前累計融資 5.1 億元，但 2024 年單年虧損即達 2.11 億元，若無新融資，現金儲備可能不足支撐 24 個月運營；
4. **收入依賴單一產品**：2023 年收入主要來自 VV116，2024 年該產品收入歸零，新管線未接續，存在“青黃不接”風險。

三、行業分析

3.1 生物醫藥行業概況

2025 年，中國生物醫藥行業呈現結構性分化：

- 創新藥板塊 2025 年上半年營收同比增長 9.6%，但整體仍為淨虧損，主要受研發成本高、商業化週期長影響；
- CXO（合同研發與生產）板塊訂單回暖，藥明康德、康龍化成等企業新簽訂單增長顯著；
- 醫療器械與體外診斷（IVD）板塊受集采、DRG 控費拖累，2025 年上半年收入與利潤雙降；

- 神經精神與抗病毒領域為政策鼓勵方向，國家“中國腦計畫”、腦機介面標準出臺（YY/T 1987—2025）推動神經疾病治療技術發展。

3.2 市場規模及增長前景

- 中國創新藥市場 2025 年預計持續增長，但增速放緩，核心驅動力為出海 BD 交易與新一代靶點（如 GLP-1、ADC、TCE）佈局；
- 抗病毒領域：新冠藥物市場已從峰值回落，非新冠抗病毒藥物（如 HCV、HBV）仍具潛力，但競爭激烈；
- 神經精神領域：抑鬱症、阿爾茨海默病等治療藥物全球需求旺盛，中國患者基數大，但臨床開發難度高、週期長；
- 生殖健康領域：ED 治療市場成熟，但國產創新藥面臨輝瑞萬艾可等進口產品及仿製藥雙重擠壓。

旺山旺水所處三大領域中，僅神經精神領域具備長期政策與市場支持，抗病毒與生殖健康領域商業化空間受限。

3.3 行業競爭格局

- 抗病毒領域：VV116 與輝瑞 Paxlovid、君實生物的民得維等形成直接競爭，2024 年後市場空間大幅萎縮；
- 神經精神領域：LV232 為抑鬱症治療新藥，面臨百濟神州、信達生物、澤璟製藥等在研產品競爭，且需通過醫保談判放量；
- 生殖健康領域：TPN171 為 ED 治療藥，面臨萬艾可、西地那非仿製藥、及國產同類藥（如金戈）的激烈價格競爭，利潤率低。

公司產品管線缺乏顯著差異化優勢，未形成“同類首創”或“最佳療效”壁壘，商業化難度高。

3.4 行業發展趨勢

- 創新藥出海：BD 交易活躍，但旺山旺水未披露任何海外授權合作，缺乏國際化路徑；
- AI 輔助研發：行業加速應用 AI 提升研發效率，但公司未披露 AI 技術應用情況；
- 政策支持：腦機介面、神經疾病診療標準出臺，利好神經精神領域，但旺山旺水管線尚未涉及該前沿方向；
- 醫保支付改革：創新藥需通過國家醫保談判才能放量，公司產品尚未進入醫保目錄，銷售依賴自費市場，制約規模擴張。

四、競爭優勢分析

4.1 技術優勢

公司擁有覆蓋“發現—評價—臨床—生產”的全鏈條研發體系，具備小分子藥物自主開發能力。但未披露具體技術平臺（如結構生物學、AI 篩選、PROTAC 等），亦無專利數量或核心工藝披露，技術優勢缺乏資料支撐。

4.2 市場地位

公司尚未形成市場主導地位：

- VV116 曾為新冠治療重要產品，但疫情後市場基本消失；
- LV232 與 TPN171 未進入國家醫保目錄，市場認知度低，銷售規模有限；
- 無公開銷售資料、市場佔有率或醫院覆蓋資料，無法評估其商業滲透力。

4.3 管理團隊

未披露核心管理團隊背景、從業經歷或研發負責人履歷，無法評估其行業經驗與執行力。

4.4 商業模式

公司採用“自主研發+自主商業化+授權合作”模式，但實際以自主商業化為主。

- 2024 年收入 99.9%來自單一產品 VV116，2025 年該產品收入歸零，收入結構極不穩健；
- 未披露任何對外授權（License-out）或合作開發案例，缺乏收入多元化路徑；
- 產能利用率不足 2%（據 2025 年 6 月報導），表明生產體系嚴重閒置，成本效率低下。

五、風險因素

5.1 行業風險

- 創新藥研發失敗率高，三期臨床轉化率不足 30%；
- 國內醫保控費趨嚴，創新藥進入醫保難度加大，定價空間受限；
- 國際地緣政治影響海外 BD 合作，公司未開展出海，錯失全球市場機會。

5.2 經營風險

- 產品管線青黃不接：核心產品 VV116 已無市場，LV232 與 TPN171 未形成規模銷售，後續管線尚處早期；
- 產能嚴重閒置：產能利用率不足 2%，固定資產折舊與維護成本持續侵蝕利潤；
- 客戶集中度過高：2024 年前五大客戶收入占比 99%，客戶結構極不健康，存在單一客戶依賴風險。

5.3 財務風險

- 2024 年虧損 2.11 億元，而 2023 年淨利潤僅 0.12 億元，盈利能力急劇惡化；
- 負債率 80.7%，遠超行業警戒線，融資能力受限；

- 未披露現金及等價物餘額，但根據虧損速度推斷，若無 IPO 成功，現金儲備或不足 12-18 個月運營。

5.4 政策風險

- 醫療器械與藥品審批政策趨嚴，臨床資料要求提高；
- 腦機介面等新技術標準出臺，但公司未佈局該方向，可能錯失政策紅利；
- 境外上市備案雖已通過，但港交所對未盈利創新藥企審核趨嚴，需證明“持續經營能力”與“商業化路徑”。