

聚焦迈威生物监管问询： 以“时间换空间”即可破解现金流风险？

5月21日，迈威生物发布《关于2024年度报告的信息披露监管问询函的回复公告》。根据公告披露，上海证券交易所要求就公司经营业绩、产能建设、有息负债、君迈康合作安排等问题做出解释说明，并由保荐机构及年审会计师执行核查程序、发表核查意见。

实际上，本报4月2日刊发的《三年亏损30亿元，迈威生物融资回血迫在眉睫》一文就已经关注到拟赴港交所上市的迈威生物正面临已上市产品收入不佳、业绩连续亏损等困境，质疑公司存在盲目收购和管线布局过早导致产能利用不足、现金流紧绷亟需融资维系等问题。

中国证券报记者调查发现，迈威生物目前面临的困境，主要寄希望于从两大方面突破：一是以发行H股为主的融资事项尽快完成，以解决短期资金缺口问题，但近日公司董事长及总经理被证监会调查立案一事极可能拖累公司港股IPO进程；二是公司所谓的“时间换空间”策略——公司未上市管线产品取得研发突破并有效实现商业化，通过收入增长与债务到期节奏的匹配，避免集中偿付风险，降低对外部融资的依赖，但考虑到公司过往对已上市三种药品过于乐观的公告预期与现实的巨大落差，相关进展有待考察。

●本报记者 王可

产品缺乏竞争优势 市场推广难度加大

根据年报披露，迈威生物目前拥有16个处于临床前、临床或上市阶段的核心品种，其中君迈康、迈利舒、迈卫健3款产品获批上市。这三款商业化产品2024年为公司仅带来1.45亿元收入。

根据迈威生物2021年12月披露的招股书及2023年在上交所投资者互动平台向投资者的回复，公司预计君迈康（9MW0113）2025年的市场占有率为4.5%—5.5%，销售收入将达到6.28亿元—7.68亿元；即使在商业化进展不顺利的情况下，即市场占有率为3.5%时，预计销售收入也将不低于4.89亿元。预计迈利舒（9MW0311）2025年市场占有率为20%—25%，销售收入将达到5.13亿元—6.42亿元；在商业化进展不顺利的情况下，即市场占有率为15%时，预计销售收入将不低于3.85亿元。预计迈卫健（9MW0321）2025年市场占有率为25%—30%，销售收入将达到2.94亿元—3.52亿元；在商业化进展不顺利的情况下，即市场占有率为20%时，预计销售收入将不低于2.35亿元。



视觉中国图片

其中，君迈康于2022年3月获批上市。在2023年一季报中，迈威生物表示，君迈康于2023年一季度末全面恢复商业供货，预计年内将新增医院准入超过200家，实现销售约25万支，达成销售收入约2.5亿元。医院准入数量的增加将为销售快速增长奠定良好基础。

实际上，君迈康2023年发货量约16.69万支，2024年骤降至4.88万支，试点部分两年累计销售收入不足1亿元。

迈威生物回复年报监管问询函时表示，目前国内共有8个阿达木单抗生物类似药（1家原研、7家生物类似药）上市，市场竞争激烈。君迈康是第6个上市发售的阿达木单抗类似物，作为国内较晚上市的同类产品，进入市场时各大终端的产品格局已基本稳定，叠加行业中普遍执行的准入限制政策，导致在全国范围内的终端覆盖存在一定客观挑战，上市初期以院外销售为主，且推广成本较高。目前，经过公司2024年一系列结构优化与经营调整，君迈康的整体推广节奏已逐步恢复正常，各项指标呈现积极趋势。2025年一季度君迈康发货情况已恢复正常，发货量约3.34万支。

值得注意的是，迈利舒目前是迈威生物主要营收来源产品，公司在2023年一季报中表示，公司自主研发品种迈利舒已于2023年第一季度获批上市，年内预计可实现医院准入超过200家，实现销售不低于30万支，销售金额不低于1.8亿元。

实际上，迈利舒2023年发货8.44万支，销售收入为4208.96万元；2024年发货24.53万支，销售收入为1.39亿元。2023年和2024年两年销售收入合计约等于公告预期的2023年收入。

迈卫健于2024年3月29日获批上市，2024年5月14日完成首批商业发货。2024年，迈卫健累计完成发货12530支，累计准入医院75家，覆盖药店744家，销售收入未单独披露但占比极低。

迈威生物在回复上述监管问询函时解释

称，受原研药在国内是附条件批准状态的影响，迈卫健目前仅获批一项适应症，与原研药获批三项适应症的情况相比，迈卫健在终端准入方面暂时缺乏竞争优势。此外，全国各省医药市场每年定期安排新上市药品挂网，且完成挂网销售需要一定周期，由于迈卫健2024年度上市时间较短，尚未完成全部省份的挂网销售，市场准入方面尚存在一定限制。

此外，公司还曾披露，公司自主开发的治疗用生物制品8MW0511预计为国内第四至七家上市的长效G-CSF产品，预计2025年8MW0511的市场占有率为3%—4%；销售收入将达到3.08亿元—4.11亿元；在8MW0511商业化进展不顺利的情况下，即市场占有率为2%时，预计销售收入将不低于2.05亿元。但根据最新公告，8MW0511尚未通过国家药品监督管理局的上市许可审批。

产能利用率不到三成 未来几年还要加倍扩产能

基于自家产品前景较乐观的预期，迈威生物近年来固定资产投资和产能规模也迅速扩张。截至2024年末，公司固定资产和在建工程合计金额为18.94亿元，占总资产比重为44.31%。其中，固定资产余额为16.53亿元，同比增长165.49%。

迈威生物表示，公司固定资产及在建工程投资规模具有合理性。公司产能在满足已上市产品的生产外，还需承担在研产品工艺放大、工艺验证、临床试验药生产、核查批次生产等职能。公司需要提前预备核心产品的大规模商业化生产条件，以满足公司产品的产业化需求并抢占市场发展先机。公司固定资产及在建工程投资将大幅提升公司的药物研发与产业化能力，同时也将满足市场供应需求，提升企业盈利能力。

产能方面，根据公司对《年报问询函》的回复，2024年度，迈威生物的产能规模为130批

次，产能利用率为26.15%，产销率为81.08%。公司计划到2028年度和2030年度将最大产能批次提高到250次和350次。迈威生物认为，从主要产品研发及上市进度看，公司产能需求将持续攀升，产能利用率会稳步提升，与公司生产经营实际需求相匹配。

上交所在监管问询函中要求迈威生物分项目说明在建工程转入固定资产的具体情况，包括但不限于建设进度、转固金额、转固时点及依据，说明是否存在延迟转固情形，并测算公司未来期间的固定资产折旧费用，说明对公司未来经营业绩的影响。

迈威生物回复称，根据公司会计政策，2024年，公司重要在建工程项目在完成调试、试生产合格后达到设计要求和预定可使用状态，公司已及时进行转固处理。完工转固后，预计每年将产生折旧费用约1.3亿元，这一金额接近公司2024年1.45亿元的药品销售收入。

在上交所问及公司泰康抗体药物中试产业化项目的投资预算、进度规划以及后续建设的资金安排，并要求公司分析是否存在无法按期建成的风险时，迈威生物表示，目前，上述项目的建设工作正有序开展，不存在无法按期建成的风险。公司募集资金余额、在手流动资金及已申请的银行授信能有效满足本项目的资金投入需要。

董事长被立案调查 恐拖累港股IPO融资进程

根据公司财报，截至2024年底，迈威生物短期借款及一年内到期的长期借款余额为10.35亿元；短期借款余额较上年末增加7.13亿元，长期借款（含一年内到期的长期借款）余额较上年末增加2.3亿元。2024年度，公司全年利息费用为7746.93万元，资产负债率由上年的42.24%上升至63.61%，当年经营活动产生的现金流量净额从-7.83亿元下降至-9.56亿元。

偿债能力方面，截至2025年一季度末，迈威生物资产负债表中，公司现金及现金等价物余额为11.37亿元，仅略高于一季度末公司10.73亿元的短期借款余额。

目前，迈威生物面临的情况一边是对未来发展乐观的预期和16条管线的庞大规划，一边是不确定的销售收人、不断减少的现金，每年上亿元的固定资产折旧以及超10亿元年内到期的借款，这意味着，迈威生物需要大量外部融资的持续输血，否则既没有资金继续扩充产能，还面临现金流枯竭风险。

为此，迈威生物称，计划借助股权融资和定向债务工具融资等融资手段，补齐短期流动性缺口，并将部分短期债务转化为长期债务；中期则依托产品放量（预计2028年6款药品贡献销售收入）及BD业务（境外市场推广及全球商务合作）授权收入实现现金流自给。公司计划通过债务期限结构化安排将长期借款（2024年末为10.06亿元，85%于2027年后到期）与核心管线商业化周期（如9MW2821预计2028年上市）深度绑定，利用药品上市后销售收入增长逐步偿还债务，并通过战略投资（如重庆骨健康项目）与经营性利润积累优化资本结构。

迈威生物称，上述策略旨在以“时间换空间”，通过收入增长与债务到期节奏的匹配，避免集中偿付风险，最终降低对外部融资的依赖。

但“时间”是否有利于迈威生物呢？

就在不久前（5月10日），迈威生物公告称，公司董事长兼总经理刘大涛因涉嫌短线交易，被中国证监会立案调查。事项公告后第一个交易日（5月12日），迈威生物A股股价一度跌超15%，当日收跌10.96%。

迈威生物公告称，本次事项系对刘大涛个人的调查，不会对公司日常经营活动产生重大影响，立案调查期间，刘大涛将积极配合中国证监会开展调查工作。

对于上述调查对于公司港股IPO的影响，公司在回复媒体采访时答复：“董事长兼总经理被立案事件对公司港股上市计划不会有任何影响。”

“肯定影响很大呀！”负责港股IPO业务的某外资投行人士向中国证券报记者表示，香港联交所对发行人的合规性要求极为严格，尤其是对管理层诚信和内部控制有效性的审查。根据相关规则，发行人需证明其管理层在近三年内保持稳定且无重大违规记录。若高管被立案调查，可能被视为管理层稳定性或诚信存在瑕疵，触发港交所对“不适合性”的专项审查。此外，当前港股市场对未盈利生物医药企业的审核愈发严格，高管涉案常会让上市申请陷入漫长的等待，推迟6—12个月并不罕见，还可能会被要求补充内控整改报告，以证明企业具备完善的治理结构和风险防控能力。如果调查结果牵出公司层面的责任，那么公司将面临IPO被否风险。

此外，记者还注意到，即使最终调查结果认定公司及高管不存在严重违法违规行为，迈威生物上市进程也将被拉长时间。根据港交所规定，若拟上市公司未能在递交上市申请后6个月内完成聆讯或上市，招股书就会进入失效状态。失效后，拟发行人需要在原申请6个月到期后的3个月内完成财务数据的更新，重新递交招股说明书，以延续原申请。迈威生物于今年1月6日递交招股书，距本轮有效期结束仅有40余天，在此期间证监会调查结果能否落地尚存变数，即使没有严重处罚，其港股IPO进程也可能被推迟。

南向资金本周继续净流入 红利板块成避风港

●本报记者 葛瑶

本周港股市场显现韧性，恒生指数累计上涨1.1%，南向资金以189.59亿港元净流入再度发力，今年以来累计净流入规模突破6229亿港元，较去年同期激增近1.5倍。银行等红利板块获资金青睐，建设银行单周吸金近60亿港元。值得关注的是，伴随南向资金持续流入，近期恒生AH股溢价指数已回落至近四年低位，A股相对H股溢价收窄至31%。

机构表示，当前港股红利资产正成为资金抵御不确定性的“压舱石”，随着美国经济周期性走弱和美元进入下行通道，港股有望承接美元外流带来的流动性红利。

红利板块再获资金青睐

本周，恒生指数累计上涨1.1%，恒生科技指数微跌0.65%，恒生中国企业指数上涨1.36%。

本周，南向资金再度录得净流入189.59亿港元，红利板块获资金青睐。按申万行业分类来看，银行板块本周净流入71.96亿元，医药生物、通信板块分别获得48.59亿元、32.87亿元净流入。

具体到个股，本周，建设银行获57.2亿港元净流入，美团-W、中国移动分别获36.25亿港元、22.49亿港元净流入。此外，中国海洋石油、泡泡玛特、中国银行、石药集团、信达生物、吉利汽车、康方生物位居加仓榜单前列。腾讯控股、盈富基金、小米集团-W、阿里巴巴-W、小鹏汽



视觉中国图片

车-W、美图公司、中芯国际等公司在资金面上呈现净流出态势。

国泰君安国际首席经济学家周浩在研报中表示，本周南向资金维持净流入趋势，但速度有所放缓。期间，南向资金最青睐银行行业。整体来看，内资再次拥抱高分红行业，选择在

法币稳定币发行人的发牌制度，完善对虚拟资产活动的监管框架，以保持金融稳定、推动金融创新。

AH股溢价率大幅收窄

今年以来，南向资金整体加速流入。Wind数据显示，截至5月22日，今年以来南向资金录得逾6229亿港元净流入，远超去年同期的2516亿港元。

在持续流入之下，南向资金在港股的定价权边际提升。海通国际在研报中表示，近年来外资虽因为持续流出使得规模占比有所下降，但依然占据主导地位，在港股的比重仍超过60%。从持股规模看，截至5月13日，港股通的持股市值占比较2020年9月的8%提升12个百分点至20%；从成交规模看，当前港股通成交规模占港交所成交额的比重已超过20%。

在南向资金以及海外避险资金共同推动下，港股流动性显著改善，推动AH股价差大幅收窄。Wind数据显示，5月23日，恒生深沪港通AH股溢价指数已回落至131.88点，接近近4年来震荡区间的底部水平。这意味着A股相对H股的整体溢价空间压缩至31%，较2024年高点时的61%显著收窄。

华泰证券表示，AH股溢价有结构性收窄趋势。在此背景下，投资者可关注潜在AH股溢价收窄标的和科技消费板块。对非两地上市公司而言，科技+消费的成长性标的依然是外资配置香港的核心资产，这些标的公司估值相对美

股头部科技企业仍被低估，有重估空间。

看好港股灵活性及发展空间

针对港股后市走势，机构普遍看好港股长期配置价值。周浩表示，当前港股市场情绪及估值水平已修复，后续港股新的上涨动能仍在孕育之中。在国际局势存在较大不确定性情况下，建议投资者短期内以红利风格作为底仓，耐心等待观望局势明朗化。历史经验表明，电讯和公用事业等红利行业能凭借其稳定现金流和抗周期性，在不确定性较高的时期往往能够跑赢大盘。随着局势逐步明朗，逢低切换风格、加大配置国内政策支持的方向是获取投资超额收益的关键。

民生证券首席经济学家陶川认为，港股国际化进程加速，成为美元外溢背景下资产配置的重要选择。宁德时代赴港上市的基石投资者中，非美外资占比显著，如科威特投资局（KIA）占比近20%，显示港股对外资吸引力增强。此外，多家国际机构如阿布扎比投资局、沙特公共投资基金、瑞士合作伙伴集团等陆续在港设立办公室，表明港股国际化并非短期行为，而是长期战略布局的一部分。

展望未来，陶川表示，随着美国经济周期性走弱和美元进入下行通道，港股有望承接美元外溢带来的流动性红利。相较于日本加息预期受限和欧洲财政刺激缓慢，港股具备更高的灵活性和发展空间，是美元外溢后的理想配置标的。