

21世纪经济报道记者 唐唯珂 广州报道

2月1日，证监会就全面实行股票发行注册制主要制度规则向社会公开征求意见，并发布《关于全面实行股票发行注册制前后相关行政许可事项过渡期安排的通知》。同日，上交所发布《关于就全面实行股票发行注册制配套业务规则公开征求意见的通知》，就制定修订的9项配套业务规则向市场公开征求意见。深交所也发布《关于全面实行股票发行注册制相关审核工作衔接安排的通知》。

在全面注册制改革下，IPO、上市破发、退市等都将常态化，长期价值投资为王。全面注册制下，医药行业在迎来更大的发展机会的同时，也将迎来挑战。谁将顶住压力，继续驰骋在生物医药的赛道上？不同细分医药领域企业对上市标的选择又有哪些影响？

生物医药行业受益

此次全面注册制改革之下，符合国家战略发展方向的高成长行业有望受到政策支持，生物医疗等行业将受益。

粤开证券认为，借鉴科创板、创业板等注册制经验来看，当前注册制股票中约有96%的股票属于战略新兴产业。预计未来依然会高度围绕国家战略发展方向，聚焦在新一代信息技术、高端装备制造、生物医疗、新能源、数字创意产业等九大战略新兴产业。

“全面注册制对医药行业的整体IPO的上市肯定整体是利好的。”高特佳投资执行合伙人于建林对21世纪经济报道记者表示，这与生物医药行业的特点有关，生物医药行业是典型的投入产出周期长、风险较高的行业，一方面行业壁垒比较高，需要资金多，另一方面产品商业化周期时间长。

全面注册制改革启动后，发行的上市条件更加包容，发行定价和交易制度也出现新的变化。但对于投资者来说，投资门槛是不断提高的，要求其充分把握风险。而市场投机行为将被抑制，这有利于对中长期持有优质资产、长期基本面趋势投资更为普遍，将激发风险投资、私募基金等新金融业态的动力，鼓励更多企业家和投身于高风险、高回报的科技创新企业，可有效推动产业升级、保障供应链安全，而长线资金的涌入对于生物药企的发展更为有利。

全面注册制下，板块各有分工，以实现差异化发展，不同的标的对于企业的吸引力也有所差异。

“主板肯定是要突出大盘蓝筹的一个特点，重点支持业务模式比较成熟，经营业绩

要稳定，有一定的规模，也具有行业代表性的优质企业，一般是成熟期的大型企业。从科创板的定位属性来看，它可能更多地突出硬科技的特色，发挥资本市场改造的试验田作用。”于建林对21世纪经济报道记者表示。

创业板主要是服务于成长型创新创业企业，科创板和创业板是生物医药企业的两个首选板块。“从2022年新发股票来看，生物医药行业在2022年科创板位居行业第二，新增了近7000亿的行业市值，而对于创业板来说，生物医药行业是新增市值第一大行业，2022年达到了近2000亿的规模。”

全面注册制启动后，上市条件不断优化，医疗生物、医药企业的IPO将会进一步放量，越来越多的生物医药企业将会涌入这一赛道。同时，由于技术的发展，生物医药赛道将会不断细化，不同行业的发展阶段不尽相同，使其在选择上市路径方面也会出现差异。

“就像我们经常讲的创新药和创新器械，包括脑科学、合成生物学、基因细胞治疗和计算生物学等，全球都还处于发展早期阶段，风险比较高，更需要资本市场的助力后拥有自主知识产权和专利，更适合科创板上市。”于建林对21世纪经济报道记者表示，有自主专利又掌握了核心技术、具备全球竞争力产品的公司更适合在科创板上市。

而仿制药、中成药等生物医药行业的发展较为成熟，硬科技属性相对较弱，则需要达到主板的要求后再去上市。因此财务指标要求较高，未来只有绝对的龙头企业才有上市的机会，行业整合会越来越明显，行业集中度也会越来越高。如果不是头部企业，将来被上市公司并购或许是更好的出路，以实现资本化的运作。

赛道细化，择“板”上市

全面注册制改革后，生物医药行业融资上市的脚步加快，这也有利于CXO（医药外包服务）企业的发展。

深圳某私募基因医药分析师向21世纪经济报道记者表示，这次注册制改革，国家对医药行业的地位明确作了提升，对创新药企业是长期利好，这也利好CXO公司。

长期以来，CXO企业承担着药品从研发到生产等一系列的外包业务。一个简单现代药品从发现药理靶标到最后批量上市，大致要经过六个环节：研究、发现、临床前、临床、注册和生产，而CRO和CMO/CDMO其实是外包企业针对药企不同环节的需求，提供专业的支持以协助药企顺利将新药批量上市。

随着疾病的日益复杂、已知靶点的不断消耗，以及政策监管要求的不断升级，医药公司的研发成本正在不断攀升，研发周期也越拉越长，研发成功率和最终的回报率明显下降。现代制药企业在顶着较高研发压力的情况下，为提升成功率和回报率，正逐步加大与CXO企业的合作，促进CXO外包市场的兴起。

于建林向21世纪经济报道记者指出，值得注意的是，生物医药不同细分行业的上市目标也有所不同。对于CRO企业，那些专注做临床前靶点发现和药物设计的企业，因其研发属性很强，对核心的技术要求较高，科创板或创业板将是一个好的选择；而临床CRO则是属于服务成长性的企业，既有知识密集型的属性，又具备劳动密集型的属性，未来则更多依托自身的临床资源和人力资源去提高服务体量，其上市公司的财务门槛也会要求较高，行业格局基本形成，可能面临并购整合的局面。

而对于CDMO行业来说，则同样需具体细分。CDMO行业有小分子、大分子和CGT（细胞与基因治疗），小分子行业目前较为成熟、市场集中度较高，行业巨头明显，未上市的小分子CDMO企业，上市难度会比较大，可能会被并购。而对于CGT、大分子CDMO的企业来说，依然可以选择科创板上市。

全面注册制放开后，审批会更加灵活，融资渠道也将不断扩宽。于建林对21世纪经济报道记者表示，总体来看，随着注册制的改革，未来创新能力强、具备核心技术壁垒和核心专利的生物医药公司，其产品在国内差异化，同时又具备国际化能力的企业，通过加强在研发能力、专利技术方面的信息披露，可以让投资者更好地了解公司的内在价值，加上注册制本身更科学的定价制度，更受益于全面注册制的推行。

上市不是终点，退市常态化

注册制改革后，尽管生物医药企业上市机会增多，然而到了商业化阶段，或许会面临极大的挑战。真正有商业化能力的、产品有竞争力的企业会成长起来。“同时一些企业的商业化会不达预期，会和原来上市时资本市场的预期有较大的差距，企业再融资能力比较弱，现金流较为困难，可能会面临退市的风险”。于建林对21世纪经济报道记者说道，注册制的全面实行后，未来退市制度将常态化。

注册制改革后，发行效率提升。把发行主导权交给市场，信息充分披露的前提下，让市场自己做出选择，形成良性博弈。市场作用得到更充足发挥后，最终将带动资本市场及经济的发展，适者生存、优胜劣汰也将成为常态。

于建林对21世纪经济报道记者表示，

“生物医药的企业，如果其生产、工艺及商业化的能力不是很强，不一定非得选择

走IPO这条路。从全球市场的情况来看，被大的上市公司或厂商并购，也是实现资本市场登陆的机会和选择。”

对于企业来说，上市的核心是定价机制。不同的板块有不同的特点，美股、港股和A股在定价机制，包括投资人的风险偏好和结构并不相同。美股较为成熟，资本的流动性也较为充足，而港股的风险较高，偏重于收入规模较大的企业，流动性较弱。A股在注册制改革后，上市门槛将降低，信息披露要求提高，对于投资人的要求也将提高，国内的投资人也会逐渐成熟。

目前，A股仍是以散户为主的市场，从定价机制出发，A股的流动性和估值更优于港股。除此以外，A股的再融资能力较强，加之许多企业的主要市场也还在中国，企业在A股上市对于企业品牌也是更好地提升。

全面注册制将使得A股制度进一步向成熟市场靠拢，但后续仍需配合严格合理的退市制度，有进有出，吐故纳新，才能实现A股新陈代谢，形成良好的生态循环。存量优质上市公司或更具稀缺性，有利于其获得一定的估值溢价。

于建林对21世纪经济报道记者表示，“全面注册制打开以后，中国的生物医药企业，特别是具有核心技术、专业专利和技术壁垒的企业，未来应该会将A股作为首要选择。”（实习生李静妍对本文亦有贡献）

更多内容请下载21财经APP