

揭秘中国创新药企 NewCo 模式实战中的“六脉神剑”

作者：顾泱 | 郑杜之韵 | 张玉臻 | 于逢祺 | 孙舒闻 | 杨山琳¹

在全球化背景之下，中国医药企业正站在创新与合作的新风口，迎接前所未有的发展契机。与此同时，海外投资者与医药企业亦在敏锐捕捉投资与发展机遇，积极寻找医药领域新的增长点。在此背景下，2024年盛行的管线分拆项目（Spin off-NewCo，简称“SON”或“NewCo”模式）有效地满足了各方需求，引领了中国企业出海的新潮流，助力多家中国药企在全球竞争中占据先发优势（关于“SON”模式的实战操作要点，请参见我们的解读文章：[《药企出海新热点：管线分拆“SON”模式的实践解读》](#)）。

笔者有幸经手了众多 NewCo 项目，深知其中的战略价值、商业机遇与风险考量。结合团队实践经验与客户需求，本文将简要介绍近期 NewCo 模式的新思路，深入解读 NewCo 模式的实战要点，包括管线分拆的战略选择、与传统 License 出海路径的比较、非传统的 NewCo 模式以及设立 NewCo 时的整体考量因素等，以供业界参考、讨论与交流。

一、管线分拆的战略选择与“先发优势”

管线分拆（Spin off）是 NewCo 模式实现的重要环节。在多数项目中，管线分拆开始于外部投资者参与项目后。此种情形下，看好特定管线资产的外部投资者通常会要求许可方（Licensor）将该等管线的资产或权益充分授予由投资者设立或双方共同设立的 NewCo，旨在最大限度集中资源优势，推进该等管线资产的研发和商业化。

近期，我们也观察到另一种由 Licensor 主导的集团内部分拆模式。部分 Biotech 企业通过对集团内管线布局主动进行战略性安排，提前主导设立 NewCo 并配置相关管线资产，在后续市场开拓和国际合作中把握住更多的主动权，实现对关键资产的有效控制和对长期收益的优化追求。

上述两种分拆战略充分体现了管线分拆主导者在 NewCo 模式下所具有的先发优势。而具体管线分拆战略的选择，进一步有赖于 Licensor 或投资者根据自身市场定位、资源配置需求以及风险承受能力，做出有效决策。

¹ 实习生许菁菁对本文的写作亦有贡献。

二、License 模式 vs NewCo 模式：收益路径与控制权对比

部分 Licensor 手握优质资产，也已取得一定开发进度。此类 Licensor 可能面临传统 License 模式和 NewCo 模式二者的选择。

短期来看，传统 License 模式依托管线实现收益的速度快于 NewCo 模式。在传统 License 模式下，被许可方（Licensee）主要通过支付首付款等高额初期许可费用来吸引 Licensor 合作。该模式有助于 Licensor 在短期内获得可观的收入，并有效缓解其资金压力，从而具有较大吸引力。相比之下，Licensor 通过 NewCo 模式所获得的初期收益相对较少，其资产或权益的变现更多依赖于管线的持续研发和后续推进，因此短期内资金回流速度相对较慢；但一旦通过 NewCo 模式有效整合资源，可能在后续 License-out、并购或上市交易中从股权角度取得更为可观的收益。

对 Licensor 来说，NewCo 模式在加强管线产品控制、持续推进产品研发商业化方面相对优于传统 License 模式。在传统 License 模式下，许可产品研发的控制权通常由 Licensee 掌握。鉴于可能存在同类管线在研，Licensee 是否将持续推动许可产品的后续研发和商业化受到 Licensee 战略决策的不确定性影响。而在 NewCo 模式下，Licensor 具有 NewCo 股权持有者和授权方双重地位，相较于传统 License 模式有机会对管线研发争取更大控制权。此种架构不仅便于推进产品研发，而且在 Licensee 获得后续利益的分配方面更具潜力。尤其是在相关管线商业化后，Licensor 既可以从销售里程碑付款等条款的兑现中获得收益，又可以享有由长期股权分红和增值所带来的额外获利。

在条款设计方面，鉴于传统 License 模式与 NewCo 模式的优势侧重不同，加之相关主体的战略选择存在差异，诸多核心条款（如勤勉义务、不竞争义务、终止权利和独占性等）往往由于承载不同的需求与考量而千变万化。因此，我们建议企业或投资者在设计相关条款时，通过熟悉行业以及实操的交易律师、税务律师等专业人员的有效协助，结合自身战略定位与预期目标进行设计和安排，以确保有效平衡各方利益并减少潜在风险。

三、打破 NewCo 模式的刻板印象：中国 NewCo 及其出海

药企出海的过程中，往往会遇到融资较难、跨境投资监管政策波动、外商投资和监管的限制等多种挑战。NewCo 模式具有解决前述挑战的天然优势。在惯常的“美元基金+中国资产+美国团队”的体系构造下，出海药企通常将美国特拉华州作为 NewCo 的首选设立地，主要因其具备优惠的税收政策、灵活的公司法环境以及友好的投资者保护机制等显著优势。

然而，随着交易实践的演变，NewCo 模式也日益呈现出多样化的应用趋势。由于 NewCo 模式本身具有梳理管线产品、分拆资产、降低融资难度等各种功能，在 Biotech 企业作为 Licensor 与中国本土投资者或企业进行交易的过程中，在中国设立 NewCo 也成了交易的新选择。这不仅能够有效降低沟通成本和交易成本，而且能显著缩短项目周期。我们也有幸参与在中国设立 NewCo 的项目，并对这一新兴设立方式积累了丰富的实战经验。

对此我们特别提示，中国 NewCo 的出海路径与传统 NewCo 的海外拓展并不冲突，甚至可以同步推进。此外，中国 NewCo 还可以凭借其得天独厚的环境优势，将中国权益与海外权益并行发展，形成独特的“NewCo + NewCo”模式，从而优化市场拓展机制，实现更加全面的全球化战略布局。

四、传统与非传统 NewCo 模式的比较：非传统 NewCo 模式的兴起

近年来，随着创新药物开发与融资需求的不断变化，传统 NewCo 模式逐步演变出更具灵活性和创新性的非传统 NewCo 模式，为市场提供了更多样化的解决方案。在传统模式中，资金的流向通常是：NewCo 向 Licensor 支付许可费用，投资者通过持股 NewCo 间接参与项目收益。然而，随着 NewCo 模式的不断发展，根据不同的商业需求，在资金安排上也存在全新的操作思路。

非传统 NewCo 模式的核心，在于根据具体项目需求灵活设计资金路径和权益安排。例如，笔者曾协助开展一起 NewCo 交易，NewCo 由 Licensor 主导设立，投资者直接向 Licensor 或其关联实体支付对价，以换取未来对 NewCo 行使收购选择权（Call Option）的机会。此类设计不仅可以帮助 Licensor 在早期阶段获得资金支持，加速管线研发推进，还为投资者在产品达到关键节点后锁定收益提供了明确机制。与传统模式相比，这一架构由投资者通过更高的资金投入换取更高的确定性，为双方创造了互惠共赢的合作条件。

非传统 NewCo 模式的兴起表明，NewCo 模式不仅是一种融资工具，更是一种战略性资源整合手段。未来，企业可根据自身需求与市场环境灵活发展和选择适合的模式，以实现管线价值的最大化与国际化目标的突破。

五、NewCo 模式的核心竞争力

NewCo 模式的本质在于整合各方资源，以最高效率推进资产开发与商业化。当前，NewCo 模式在国际市场上展现出强大的竞争力，尤其是以熟悉海外市场的投资者和拥有海外监管审批、临床试验及产品上市经验的管理团队为核心驱动力。这种模式依托海外资金和国际化团队，结合中国的创新资产，在全球药物研发与商业化中占据重要地位。

此外，近年来，越来越多具有国际经验的本土团队逐步崭露头角，NewCo 这一模式的成功并非海外投资者和外资团队的专属。在具有国际经验的专业人员的协助下，实力雄厚的中国投资者完全有可能在 NewCo 模式中实现突破。只要拥有熟悉海外市场规则、海外监管流程以及产品上市操作经验的核心团队，中国投资者同样能够构建高效的 NewCo 架构，成为推进本土创新资产国际化的核心驱动力。

当前，欧美市场尤其是美国，仍是全球医药商业化的核心舞台。尽管如此，中国投资者不必局限于传统路径。通过结合自身资本优势，吸纳具有国际背景的专业团队，完全可以突破既有格局，探索人民币资本主导的 NewCo 模式。这样的发展不仅能助力中国资产走向国际，也能够形成“中国资金+国际团队”的新模式，为 NewCo 的发展注入新的活力和信心。我们相信，只要具备充分的资金支持和国际化人才储备，中国 NewCo 模式将在未来的全球医药版图中占据更重要的位置。

六、地缘政治对 NewCo 模式的影响

地缘政治因素正在对 NewCo 模式的全球化发展产生深刻影响。跨国企业在合作选择上逐渐表现出对中国公司的审慎态度，包括尽职调查的复杂性、缺乏国际化背书等问题，使得更多企业倾向于与海外实体例如美国公司进行合作。这一趋势不仅凸显了国际市场对交易透明度和合规性的高度重视，也为 Licensor 中国医药企业在国际合作中的布局带来了新挑战。

为应对这些挑战，部分中国企业已经开始调整知识产权的全球布局，如根据 NewCo 的选址（如新加坡或美国）结合税收考量，提前优化布局集团知识产权安排。这不仅能提升跨境合作的便捷性，还能在一定程度上防御因地缘政治环境变化而带来的不确定性风险。此外，随着我国高水平、高质量开放的不断推进，专利等技术跨境流动的活力被持续解放，生物医药的管线分拆与跨境技术合作的障碍不断减少。这为 Licensor

中国医药企业优化专利布局和拓展国际市场提供了更多可能性。

展望未来，我们建议中国企业在规划知识产权布局时，充分考量地缘政治和税务因素，制定专业化的全球战略，增强自身的国际竞争力。通过境内外资源的优化配置，中国创新医药企业能够更顺畅地参与全球交易，也能够借助 NewCo 模式更高效地推动创新资产的国际化发展，实现长期商业价值最大化。

七、结语

随着全球医药市场的不断变化与发展，NewCo 模式作为一种灵活且具有前瞻性的战略选择，正日益受到行业的关注。无论是传统模式的稳健推进，还是非传统模式的灵活创新，NewCo 模式都为中国药企和外部投资者在全球市场中创造了更多可能性。面对地缘政治、跨境监管及融资环境的复杂性，中国企业和外部投资者需要以更加专业的视角规划自身战略，通过整合境内外资源、优化专利布局、加强国际团队协作，以更好地应对挑战并抓住机遇。我们相信，未来 NewCo 模式将释放更多创新活力，为创新医药的发展创造更广阔的空间。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

顾泱

电话： +86 21 6080 0505

Email: aaron.gu@hankunlaw.com