

汉坤法律评述

2026 年 7 月 10 日

北京 | 上海 | 深圳 | 杭州 | 武汉 | 海口 | 香港 | 新加坡 | 纽约 | 硅谷 | 伦敦

创新药投资新范式（一）：2.0 版本 NewCo 的六大趋势与价值重构

作者：赵颖洁 | 王柯蓉 | 傅仁泽 | 周凤鸣 | 毕允锴

中国创新药行业的投资及发展逻辑正在发生深刻变化。过去以美元基金为主导、以 IPO 退出为核心、并在 IPO 遇阻时转向 License-out 首付款变现的方案，均在新的市场条件下面临调整。与此同时，多种新型投资与交易结构开始活跃：NewCo 模式从 1.0 向 2.0 迭代；Hub-and-Spoke 架构将研发平台与管线资产进行模块化重组，实现价值分层与风险隔离；Royalty Financing 则为已验证资产提供非稀释性的后续资金支持，拓宽了资本退出的路径选择。

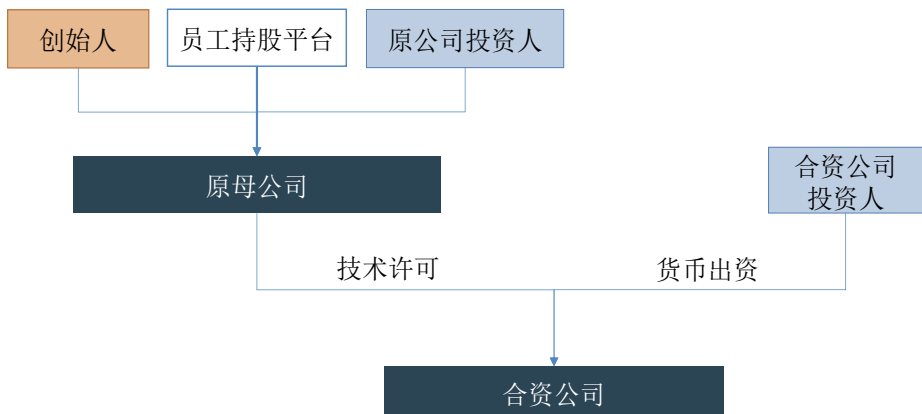
这些模式并非彼此替代，而是在不同资产阶段、不同资源禀赋和不同市场环境下形成的互补性工具。他们共同指向一个趋势：创新药投资正从标准化的融资交易，向更灵活、更定制化的战略资源配置方式演进。

本系列文章将逐一梳理上述新型交易模式的运作机制、实践案例与适用边界，为中国背景的投资机构和创业者提供参考。

NewCo 模式的核心要素与发展逻辑

自 2024 年恒瑞医药与贝恩资本完成开创性交易以来，NewCo 模式在中国创新药领域迅速兴起，并持续演进。我们可以将传统 NewCo 模式的核心要素包括以下几个方面：

1. 母公司与基金设立合资公司。
2. 母公司将特定资产权益授权给合资公司，并获得相应许可费。
3. 作为资产出资对价的一部分，母公司在合资公司中持有股权。



NewCo 之所以能在短短两年间成为高频选择，根植于其同时解决了资金方与资产方两端长期存在的结构性痛点：

1. **对资产方而言**，许多中国创新药公司的管线已具备相当的差异化优势和临床潜力，但尚未推进到可直接与 MNC 进行交易的成熟阶段，仍需进一步孵化，而融资环境趋紧使得企业独立推进管线的资金缺口日益凸显。NewCo 模式一方面缓解了企业的资金压力，让有潜力的管线获得继续开发的机会；另一方面，企业不仅能获得许可费收入，更因持有合资公司股权而保留了分享长期资本增值的可能。
2. **对资金方而言**，其真正看重的是优质资产本身，而非公司主体。若资产方直接将管线交易给 MNC，资金方将失去介入和获利的空间。NewCo 提供了一个理想的“中间地带”：资金方先将资金投入合资公司，将尚未完全成熟但具备交易潜力的管线再孵化一段，待其推进至下一个关键交易节点时获取回报。这既让资金方提前锁定了优质资产，也保留了充分的获利空间。

NewCo 结构既化解了资产方“尚未到卖断时机、又缺乏推进资金”的两难困境，也满足了资金方“提前锁定资产、保留获利空间”的核心诉求，因而在市场实践中完成了从个案探索到结构性工具的跃迁。

从 1.0 到 2.0：NewCo 交易演进中的六大趋势

然而，传统 NewCo 交易大多遵循了同一种范式：中国资产方与美国的美元基金直接设立合资公司，由海外团队主导后续开发与运营。对此，中国市场出现了一些声音和困惑，例如：中国背景投资人如何参与交易、又从何处获得回报？中国资产方往往仅持少数股权，将后续开发与运营交予海外团队后，如何避免沦为缺乏话语权的被动股东，并对管线开发保持实质性参与？

面对来自市场的追问，行业的参与者在近一年的交易实践中，基于 1.0 版本的交易模式进行了演化与迭代。2.0 时代的 NewCo 呈现出下列六大特征：

一、中国背景投资人在投资端和运营端重度参与

中国背景的投资人与团队正从 NewCo 交易的参与者，转变为投资端与运营端的核心驱动力量。

1. **在投资端**，中国背景投资人不再仅仅作为跟投方参与海外基金组局的 NewCo，进入 2.0 时代，中国资本开始直接出资、主动组局且领投 NewCo，并自主掌握交易架构设计与资产定价的话语权。
2. **在运营端**，中国背景的运营团队深度主导 NewCo 运营，并参与管线的临床推进与商业化布局。中国本土的临床效率与成本优势，正日益成为 NewCo 全球竞争力的重要组成部分。

艾科联生物作为市场上首个“融合式 NewCo”，由中国背景投资人主导出资，并由中国背景团队主导运营。这一安排的结构价值体现在三个层面：

1. **对中国资产方而言**，通过保留股权和董事席位，得以在核心资产授出后继续掌握话语权，并分享资产长期增值收益。
2. **对中国投资人而言**，打破了过去中国资产与美国资本直接组局、本土基金被排除在外的格局，使其得以在出资端直接触达优质早期资产。
3. **对项目本身而言**，资产留在中国本土开发，可借助更高的临床效率与更低的成本优势，以更少资本投入将早期管线推进至具备交易价值的节点。

二、从“投资者驱动”转向“资产方主动布局”

NewCo 1.0 时代，管线分拆通常由外部投资者发起。基金主动找看好的资产，要求许可方将管线分拆至新设 NewCo，以集中资源推进。但在这种“投资者驱动”的格局下，资产方相对被动，交易条款与估值多由资金方主导。

2.0 时代，我们观察到多家创新药企业，如康诺亚等，均开始主动布局。公司通过对集团内部管线进行战略性安排，提前主导设立 NewCo 并配置相关资产，从而在后续国际合作中掌握更大主动权，更好地控制关键资产、优化长期回报。NewCo 由此从被动响应的融资动作，转变为公司主动的战略布局工具。

三、NewCo 形式创新化

1.0 时代的 NewCo 交易在结构上通常表现为中国资产方将特定管线授出至境外新设实体并获得股份；进入 2.0 阶段后，交易参与方开始根据各自的资源禀赋与战略诉求，对 NewCo 的法律架构与商业安排进行更为精细的定制化设计，交易形式不再局限于“单向授出+股权绑定”的固定模板，而是衍生出“反向 NewCo”、“NewCo + Co-development”等创新结构：

1. **反向 NewCo。**海外资产方在境内设立合资公司，借助中国的临床效率与成本优势推进本土开发和商业化。海外创新药公司得以低成本绑定中国的临床资源与资本、加快推进；中国市场则借此把全球前沿技术引到境内开发，并把相应的开发与商业化价值留在本土。
2. **NewCo + Co-development。**不同于传统 NewCo 模式下，资产方将资产授出后即不再参与 NewCo 后续推进，“NewCo + Co-development”的模式下，母公司在把管线装入 NewCo 后，继续以合作方的形式与 NewCo 就管线进行合作研发。这一安排至少带来以下几方面的结构性优势：
 - (1) **母公司得以保留对核心资产的技术控制与信息对称。**传统 NewCo 模式中，资产一旦授出，母公司往往只能依赖 NewCo 的定期报告了解管线进展，对临床方案设计、监管沟通策略、CMC 工艺优化等关键环节的参与度有限。而在 Co-development 架构下，母公司通过联合开发委员会或其他治理机制持续介入，既能确保自身技术向 NewCo 的有效转移，也能及时掌握管线的真实开发状态，降低信息不对称带来的代理成本。
 - (2) **持续参与为母公司创造了额外的价值捕获空间。**在传统 NewCo 模式下，母公司的收益主要局限于股权增值及有限的里程碑付款；而在 Co-development 安排中，母公司通常可以就后续开发阶段另行约定研发费用分摊、商业化利润分成或额外的里程碑对价。对于仍看好管线长期价值、但短期内又需要资金支持的资产方而言，这一模式实现了“既融资、又不离场”的精巧平衡。
 - (3) **对 NewCo 及投资人而言，母公司的持续参与本身就是一种增信。**创新药开发高度依赖技术平台的持续迭代与关键数据的动态解读，母公司研发团队的持续参与，意味着 NewCo 在面对临床开发中的技术难题时，仍可获得母公司的直接支持。这种“授出但不脱手”的安排，往往能够提升投资人对 NewCo 技术可行性的评估信心，从而在估值谈判中为 NewCo 争取更有利的条件。

四、股东结构多元化

NewCo 1.0 时代，资产方在合资公司中通常仅持有少数股权。2.0 时代的 NewCo 中，股东结构趋于多元，主要可分为三类：

1. **维持少数股权的财务参与型。**即资产方在合资公司中保留少数股权，但不谋求董事会多数席位或

运营主导权，主要以财务投资人身份参与，通过股权增值及里程碑付款获取收益，同时避免承担日常运营负担与额外资金义务。

2. **相对或绝对控股的治理主导型。**即资产方通过持有 NewCo 的相对或绝对多数股权，并委派关键董事及高管团队，直接主导 NewCo 的战略决策、临床开发与商业化路径。该模式下，资产方虽将管线授出至 NewCo，但仍实质掌控核心资产的开发节奏与重大资源配置，避免“授出即失控”的被动局面。
3. **平行结构。**平行结构是指，资产方公司并不直接持有 NewCo 股权，而由原公司股东或管理团队按各自比例，直接在 NewCo 层面持股。资产方母公司与 NewCo 在股权上平行存在，原股东日后退出时，可直接转让其 NewCo 股权，无需通过原母公司，退出流程相对简单。

这三类结构的意义，在于让资产方母公司可以按自身诉求匹配不同的权责安排。维持少数股权，适合主要看重财务回报、不愿承担运营负担的公司；谋求控股并进入董事会，则让那些视该管线为战略核心的公司能够实际掌控开发节奏与重大决策，避免重蹈 1.0 时代“只当乖巧小股东”的被动；平行结构的价值集中在退出端，原股东直接在 NewCo 层持股，日后可单独转让该部分权益，无需穿过原母公司，既简化退出，也让退出诉求不同的老股东各行其是、互不掣肘。

NewCo 2.0 时代，股东结构的多元化打破了“一刀切”的持股定式，使资产方能够根据管线的战略权重、自身的资金实力与运营意愿，在财务参与、治理主导与平行持股之间灵活选择。

五、地域布局多样化

传统 NewCo 几乎无一例外设立于美国或其他境外法域。2.0 时代，在中国境内设立 NewCo 成为新的选择，部分交易甚至同时在境内外各设一家，形成“双 NewCo”并行架构，分别承载不同区域的权益。

1. **境内 NewCo。**将 NewCo 主体设在中国境内，首要优势在于大幅降低沟通与交易成本。对人民币基金、国资背景投资人及产业资本而言，投向一家境内架构 NewCo，无需面对复杂的 ODI 审批、外汇登记及跨境税务架构，投资决策流程更短、资金到位更快。同时，境内 NewCo 在调动本土临床资源（如 CRO、核心医院及 PI 网络）时，不存在跨境数据传输、人类遗传资源出境等合规障碍，能够更高效地推进本土临床开发。
2. **双 NewCo 模式。**“双 NewCo”的价值则在于分区运营，境内外各设一家、分别承载不同区域权益，该等模式首先有利于融资，境外 NewCo 对接美元基金，境内 NewCo 引入人民币资本，拓宽资金来源；其次可以实现适度监管隔离，中国的临床数据、人类遗传资源及商业敏感信息可留存在境内主体，避免跨境合规风险；同时可保留灵活退出的空间，未来两个 NewCo 可根据各自区域资产的成熟度，分别选择最适合的退出路径，互不掣肘。

六、从融资工具升级为战略资源整合手段

NewCo 最初更多是一种被动的融资选择。此前资本市场融资困难，许多资产方的资产现状又无法达到立刻与大厂进行交易的程度，因而投资人与许可方“先设立 NewCo、再孵化一段”的方案，成为资产方一种别样的融资工具。

而 2.0 时代的 NewCo，这一定位发生了根本转变。NewCo 不再只是融资和出海的通道，而是许可方主动用作战略性的资源整合平台。公司根据具体项目需求，灵活设计资金路径与权益安排，整合资本、临床、

注册与商业化等多方资源。同一条管线既可借助 NewCo 的国际化架构加速全球开发，又能通过股权与治理结构的设计，保留母公司对长期收益与关键决策的主导权。

由此，NewCo 从缓解一时资金压力的工具，跃升为放大管线价值、服务企业整体全球化战略的杠杆。

结语

NewCo 已然从一种舶来的融资模板，演化为可以高度定制的跨境交易工具。但灵活也意味着复杂，每一种变体在估值切割、知识产权剥离、治理安排、团队激励与退出路径上，都有各自的取舍与难点。

汉坤生命科学团队深度参与了市场上多个有影响力的 NewCo 项目，我们既有代表资金方的经验，也有代表资产方的经验。在下一篇文章中，我们将基于近期项目经验，详细拆解 2.0 版本 NewCo 搭建中的核心难点、关键问题与谈判策略。

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：

赵颖洁

电话： +21 6080 0572

Email: suzie.zhao@hankunlaw.com