

股权转让、债转股、增资三箭齐发，悉心“抚育”七年之后，在子公司走到开花结果的紧要关头，身为大股东的沃森生物，却甘愿为人做嫁衣，欲拱手让出控制权。

沃森生物12月3日披露，准备以11.4亿元的价格，向淄博韵泽创业投资合伙企业（下称“淄博韵泽”）、永修观由昭德股权投资基金中心（下称“永修观由”），转让子公司上海泽润生物科技有限公司（下称“上海泽润”）32.6%的股权，并由后两者向上海泽润增资。

而淄博韵泽、永修观由背后，都有同行上市公司泰格医药的身影。

上海泽润一系列运作，来得并不突兀。2019年底开始，上海泽润股权开始频繁变动，沃森生物所持股权不断被稀释，新的资本陆续入局。就在彼时，泰格系与高瓴资本一起，以债转股的方式，成为上海泽润的股东。就在前一年，高瓴资本成为泰格医药股东。

虽然因为市场争议和监管关注，上述转让股权已经按下暂停键，但耐人寻味的是，沃森生物解释称，上海泽润股权转让，是为了促进其相对独立发展。而此前，同样被沃森生物重金收购，目前已经成为H股公司嘉和生物主要资产的嘉和生物制药有限公司（下称“嘉和制药”）的身上，相似的故事已经上演过一遍，不由得令市场参与者浮想联翩。

沃森生物历来的并购盛宴，都有哪些常客？市场说的估值与投资，又被演绎为一门怎样的生意？

谁在围猎

根据沃森生物12月3日披露，上海润泽股权转让的接盘方、增资方之一淄博韵泽，才成立不到20天，合伙人为宁波向成创业投资、西安泰明股权投资，出资比例分别为0.1%、99.9%。而西安泰明股权投资的股东之一，为杭州泰格股权投资合伙企业（下称“杭州泰格”）。

2013年12月，沃森生物以2.65亿元的价格，通过受让惠生（中国）投资有限公司（下称“惠生投资”）持有的40.609%股权、认购2202.6万股新增注册资金的方式，共计取得上海润泽50.69%的股权。

沃森生物2015年再次作价3.68亿元，发行股份收购了新余方略知润投资管理中心（下称“方略知润”）持有的上海泽润33.53%股权，成为后者持股84.22%的股东。几经股权变动之后，沃森生物持股比例降至65.14%。

杭州泰格是A股上市公司泰格医药名下企业，由泰格医药持股99.8%，另外0.2%由上海泰格医药科技有限公司持有，后者由泰格医药100%出资。此次交易前，杭州泰格、平潭泰格盈科创业投资合伙企业（下称“平潭泰格”），已分别持有上海泽润2320万股、681万股。

另一家接盘方永修观由背后，也出现了杭州泰格的身影。可查信息显示，杭州泰格持有永修观由32.059%的出资额，上海观由投资发展有限公司（下称“上海观由”）则持有2.1373%。

泰格医药、上海观由早前就与沃森生物多有往来。2015年3月，泰格医药与沃森生物签订协议，在生物医药业务、战略上进行合作。大约一个月后，双方还共同发起规模3.5亿元的产业并购基金，各自出资额分别不低于并购基金总出资额的10%。

2018年4月，沃森生物子公司云南沃嘉生物医药投资有限公司（下称“云南沃嘉”）出资3.4亿元，与平潭观由（下称“平潭观由”）股权投资合伙企业，发起规模3.5亿元的基金，其中3.4亿元用于投资嘉和制药。此前，平潭观由已与杭州泰格成立了另一只产业基金。

在此次准备接盘上海泽润前，泰格医药的关联方平潭泰格就已持有上海泽润681万股。而平潭泰格由泰格医药出资19%，为第二大出资人。

第一财经记者梳理公开资料发现，这些年在生物医药领域大展拳脚的高瓴资本，此前也已进入上海泽润。高瓴资本管理的天津高瓴楚盈投资合伙企业（下称“高瓴楚盈”），目前持有上海泽润7741万股，占比约8.5%。

高瓴资本和泰格医药渊源匪浅。2018年6月，泰格医药大股东叶小平减持，高瓴资本是接盘方之一，通过大宗交易买入500万股。截至2020年9月底，高瓴资本持有泰格医药750万股，持股比例0.86%。

高瓴资本与泰格系的联系，不止于泰格医药股权本身。从2018年6月开始，双方已联手收购了沃森生物子公司嘉和制药的股权。2018年6月，泰格盈科就曾参与嘉和制药3.7亿元增资的认购。经过一系列转手，高瓴资本成为间接全额持股嘉和制药的股东。

并购生意

12月4日，华兰生物公告称，控股子公司华兰生物疫苗股份有限公司（下称“华兰疫苗”）申请在创业板IPO已经获得获深交所受理。根据披露，华兰疫苗拟公开发行股票不超4001万股。

巧合的是，华兰疫苗背后也有高瓴资本的身影，并且是突击入股的。今年3月，高瓴资本和晨壹基金分别斥资12.42亿元、8.28亿元入股华兰疫苗，分别持有华兰疫苗9%、6%股份。

颇为耐人寻味的是，沃森生物在公告中称，上海泽润股权转让是为了激发其市场化、专业化的发展动力，促进其相对独立发展。将收购而来的资产，运作独立上市，也是沃森生物惯有逻辑。

这一运作轨迹，从山东实杰生物药业有限公司（下称“山东实杰”）在新三板挂牌就已开始。

2013年到2014年，沃森生物先后收购了山东实杰、宁波普诺生物医药有限公司、圣泰（莆田）药业有限公司、重庆倍宁生物医药有限公司（下称“重庆倍宁”）全部股权，而后又将后三家公司，全部转让给山东实杰。2015年11月，山东实杰在新三板挂牌。

这一次，在此次披露股权转让之前，资本就开始了上海泽润的“围猎”。

公开信息显示，2015年，上海泽润向北京信中利盈达股权投资中心（下称“信中利盈达”）进行2亿元转股债权融资（借款，满足条件时可转股），次年以同样方式向北京健能投资管理中心融资2亿元。

直到2019年底，这些债权才开始转股。几经转手后，高瓴楚盈、杭州泰格、平潭泰格等投资方，从北京健能手取得上述换股债权，在2019年12月底将2亿元债权转换为上海泽润1536.2637 万美元股权。

信中利盈达的2亿元转股债权，经过多次转手，目前由无锡新沃生物医药投资、宁波梅山保税港区源昇投资持有。直到12月3日，沃森生物才披露了转股方案。两者将对上海泽润分别持股9.0345%、0.6415%。

此外，今年11月，惠生投资将持有的上海泽润 901.1万美元出资额，转让给上海博荃小飞股权投资、杭州泰格、淄博芸利创业投资，转让价为2.26亿元，沃森生物则放弃了优先购买权。

根据披露，高瓴资本入股华兰疫苗，当时公司估值为138亿元。2017年至2019年，华兰疫苗主要生产流感疫苗、脑膜炎秋裙多糖疫苗、乙肝疫苗的生产销售，目前还在进行新冠病毒疫苗研发，IPO募集资金主要用于肺炎、狂犬病等疫苗和项目研发。

上海泽润的HPV疫苗，不仅是全球排名前三的畅销疫苗品种，具备生产能力的企业也不多，国内目前只有万泰生物生产的二价疫苗。而今年6月，上海泽润的二价HPV疫苗生产申报已获受理，九价苗也进入I期临床研究。

根据天风证券测算，若以9~30岁人群为主要目标人群，定价与万泰生物持平，仅上海泽润的二价HPV疫苗，峰值销售收入就有望超过10亿元。这与目前上海泽润35亿元的估值，形成了鲜明反差。

反观万泰生物二价疫苗今年5月上市后，一个多月就实现销售收入7600万元。今年前三个季度，万泰生物营收15.9亿元，净利润4.66亿元，同比分别增长92.61%、273.23%。

万泰生物称，这是受益于HPV疫苗的量产及市场需求，疫苗业务收入大幅增长，实现扭亏并贡献利润。而万泰生物的股价，也因此上市后扶摇直上，最高时超过296元，总市值则超过1200亿元。

无论上海泽润是独立上市，还是引入其他投资者，高瓴资本等先行布局者，都将以极低的成本，立于不败之地。

嘉和往事

沃森生物此次拟转让上海泽润，让嘉和制药独立上市的往事，再次受到外界关注。

嘉和制药上市前，沃森生物对其股权运作的手法，几乎与对上海泽润如出一辙。上市前，嘉和制药也经历了频繁股权变动、增资。

2018年6月，嘉和制药两次增资，涉及金额6.6亿元，认购方为嘉兴观由兴沃股权投资合伙企业（下称“观由兴沃”）、平潭泰格、HH CT Holdings Limited（HH CT）。如同上海泽润一样，两次增资，沃森生物都放弃参与。

新进投资方对存量股权的兴趣，比增资大得多。从2018年6月，嘉和制药开始频繁股权转让，康恩贝、观由兴沃、平潭华兴康平医药产业投资合伙企业（下称“华兴康平”）等投资方，短暂成为嘉和制药的股东后，又将股权转让给HH CT。

同时，沃森生物弃嘉和制药股权优先受让权的同时，也将持有的全部股权，分三次全部转让给HH CT、康恩贝。几经转手后，HH CT收购了嘉和制药全部股权，使后者成为其全资子公司。

公开披露显示，HH CT收购嘉和制药全部股权，代价为34.7亿元，加上2.9亿元增

资款，全部对价为37.6亿元。2019年7月，嘉和制药成为HH CT全资子公司后，仅一年多后的2020年10月，该公司便作为嘉和生物主要资产，在H股完成上市。

在此过程中，泰格系、高瓴资本也先后登场。

嘉和生物披露显示，上市前，香港泰格、Tiger Jade、TG River三家股东，合计持有公司600万股优先股。康和医疗、上海昶诺、康嘉医疗、上海沃嘉、上海央焕、上海且瑞等境内投资者，则持有约1.33亿股普通股和优先股。

披露还显示，香港泰格为泰格医药全资子公司，上述三家股东中的后两者则为香港泰格子公司或参股公司；观由兴沃则由泰格系关联方云南沃嘉与平潭观由合资成立的产业并购基金；上海昶诺、上海且瑞的有限合伙人为观由兴沃、平潭泰格；华兴康平则是上海央焕合伙人。

康嘉医疗、康和医疗两家公司，是康恩贝间接全资附属公司。全球发售完成后，康恩贝将通过这两家公司，间接持有嘉和生物共计12.01%的股份。

不过，最大的赢家，仍然是高瓴资本。嘉和生物全球发售资料显示，HH CT是高瓴资本的关联方，2017年9月转让给嘉和生物，成为其全资子公司。

披露显示，嘉和生物IPO之前，HHJH持有其35%的股份，全球发售后持股26.24%，另一家名为HM Healthcar的公司，则持有0.49%的优先股。而这两家公司，都由高瓴资本间接全资持有。

高瓴助攻

债转股、增资、股权转让、上市，在嘉和制药脱离沃森生物，独立上市的过程中，高瓴资本充当了重要角色，并为此设计了复杂的交易结构。

2017年4月，嘉和生物前身在开曼成立。2017年9月，HH CT股权转入。巧合的是，2018年6月，在尚未完成嘉和制药股权收购的情况下，该公司名称变为嘉和生物药业（开曼）控股有限公司。

嘉和生物此举，直奔嘉和制药上市而来。2018年10月，沃森生物出资6亿元，成立子公司上海沃嘉生物技术有限公司（下称“上海沃嘉”），并由上海沃嘉出资5亿元人民币等值的美元，在英属维尔京群岛设立子公司，进而持有嘉和生物股权。沃森生物表示，此举是为了推动嘉和制药境外上市。

一系列资本运作之后，上市随即紧锣密鼓的展开。2018年6月、11月，嘉和制药先

后两次增资，由泰格盈科、观由兴沃、HH CT全部认购，身为大股东的沃森生物则并未参与，高瓴资本由此迈出正式入主嘉和制药的第一步。

第二步则是一系列复杂的股权转让。2018年5月，阳光人寿及其关联方等两家股东，将嘉和制药合计21.05%的股权，按公司整体31亿元估值，作价将6.52亿元，转让给康恩贝；安胜投资则将5.22%的股权，以1.62亿元转让给华兴康平。沃森生物不久也以3亿元的价格，将嘉和制药8.65%的股权，转让给康恩贝。

2018年11月，HH CT以15.9亿元的价格，收购嘉和制药45.86%股权，其中就包括沃森生物持有的37.8%股权，玉溪润泰、华兴康平也将各自所持有的股权，转让给HH CT。而玉溪润泰是沃森生物董事长李云春控制的主体。

2019年7月，HH CT以18.78亿元的代价，收购了沃森生物、康恩贝、观由沃兴、泰格盈科、华兴康平持有的嘉和制药剩余49.96%的股权，其中沃森生物转让的股权为13.59%。至此，HH CT收购嘉和制药股权的行动完成，沃森生物所持嘉和制药股权已全部出手。

完成嘉和制药股权转让后，上述投资人通过认购股份，又巧妙成了嘉和生物的股东。2019年6月，嘉和生物向上海沃嘉、康嘉医疗、康和医疗、上海央焕、上海昶诺、上海且瑞发行2.93亿股，总价19.95亿元。

按照上述数据测算，受让嘉和制药股权、增资，高瓴资本方面，共计付出的代价约37.6亿元，扣除嘉和生物上述发行股份对应资金，实际付出略多于17.6亿元。不过，由于嘉和生物目前在港股市场的表现并不抢眼，高瓴资本的投资要想大幅获益仍需时日。

神秘“并购圈”

沃森生物10月12日披露，嘉和生物全球发售后，包括上海沃嘉、观由兴沃、上海昶诺、上海且瑞在内，该公司直、间接持有的股份仅为8.6%。也就是说，已从最高时的持股71%的控股股东，沦为如今的小股东。按目前股价计算，这部分股权市值不足7亿港元。

然而，经过复杂的交易，脱离了沃森生物的控制后，嘉和制药的股东名单里，却并未出现沃森生物管理层人员的身影。原本作为嘉和制药核心团队股权激励平台的玉溪润泰投资管理合伙企业，将持有的嘉和制药股权转让给HH CT后，未参与认购嘉和生物2019年的股权认购。

而耐人寻味的是，嘉和生物的股东，几乎清一色是在生物医药领域长期耕耘的专业

投资人，而且基本都是有限合伙人或从事专业投资的公司，有些股东本身就是医疗企业，A、H股投资的上市公司包括药明康德、泰格医药、华领医药等。

沃森生物12月3日同步披露，上海泽润股东苏州金晟硕达投资、苏州金晟硕超投资，计划将持有的上海泽润11.6022%的股权，折价4.06亿元，转让给北京沃兴禧盛股权投资（下称“沃兴禧盛”）、嘉兴喜霖股权投资，两者的执行事务合伙人、管理人为北京喜神资产管理有限公司（下称“喜神资产”），喜神资产为沃森生物原独董钟彬配偶任旭红控制，钟彬目前从公司离任不足四个月。

与嘉和生物类似，上海泽润上述11.6%股权的交易对手，也是有限合伙企业，股权架构极为复杂。

披露显示，沃兴禧盛的合伙人为北京沃兴盈坤、北京沃兴盈乾两家合伙企业，苏州金晟硕祥投资中心（下称“金晟硕祥”）则是沃兴盈坤、北京沃兴盈乾的出资人；沃森生物持有24.71%份额的珠海横琴沃森投资基金（下称“横琴沃森”）也曾持有金晟硕祥的份额。

层层穿透之后，沃森生物收购的山东实杰等四家公司的原股东，出现在沃兴禧盛的出资人中。资料显示，沈宇航是福州承纳企业管理有限公司出资50%的股东，两名出资人共同持有福建唯纳信息咨询合伙企业（下称“唯纳信息”）100%股权，唯纳信息又对福建正升生物技术有限公司出资，后者则是金晟硕祥的出资方，金晟硕祥通过对北京沃兴盈坤出资，间接成为沃兴禧盛股东。

沈宇航是沃森生物2013年收购的莆田圣泰的股东之一。而山东实杰董事长兼总经理王文华，重庆倍宁董事长兼总经理袁勇以及宁波普诺董事长王震等人，也是通过金晟硕祥实现间接对沃兴禧盛的出资。如果此次股权转让最终成功了，则这些人也将间接持有上海泽润股权。

此外，沃森生物董事长李云春、副董事长黄镇各自控制的一家主体，以及沃森生物人力资源、投资总监持有份额的一家企业，都曾是金晟硕祥的出资人。不过，沃森生物12月8日回复监管问询称，上述四家企业目前不再持有金晟硕祥的出资额。

公司名称中冠有“金晟”的苏州金晟硕康投资、西藏金晟硕兴资产管理有限公司，目前仍是金晟硕祥的股东，出资额分别为89.5%、0.49%。公开资料显示，金晟硕康由深圳德润天清投资管理合伙企业（下称“德润天清”）出资99.99%，而德润天清的股东，包括上述沈宇航等人。山东实杰2015年在新三板挂牌前夕，曾将15%股权转让给德润天清。