



打造先进精准医疗平台获阶段成果

- **事件:** 公司公告称, 公司收到与解放军第 458 医院合作的关于过继免疫治疗临床研究第一阶段《自体过继细胞免疫治疗实体肿瘤开放式剂量递增临床研究总结报告》的通知。
- **具有承上启下的意义。** 本次临床试验本质上使用的是经过改进的 DC-CIK 技术, 而不是 TCR-T 技术, 但 DC 细胞是人体专职进行抗原递呈的细胞, 是 TCR-T 技术疗法得以实现的重要一环。TCR-T 技术与 CAR-T 技术最大的不同点之一是 TCR-T 需要抗原递呈细胞, 因此 TCR-T 技术疗效是否优秀与 DC 细胞的抗原递呈效果息息相关。本次临床主要是探索改良后的 DC 细胞对抗原的识别精确性与安全性, 为未来 TCR-T 治疗实体瘤进行关键技术探索与积累。
- **TCR-T 是未来治疗实体瘤的重要免疫细胞治疗技术。** TCR-T 细胞治疗是对 CAR-T 技术在肿瘤治疗领域的重要补充, 其技术复杂程度远超当前 CAR-T 技术, 全球拥有该技术的公司屈指可数。TCR-T 最大优点就是其靶点种类数量众多, 靶点数量越多, 可针对实体瘤治疗有效靶点就越多。除此之外, TCR-T 技术还有一些其他特点: (1) 依赖抗原递呈 MHC 分子, TCR-T 技术不能直接识别与结合抗原分子, 只能识别 MHC-抗原复合物; (2) 抗原不仅仅局限于细胞膜, TCR-T 细胞不仅可以识别胞外抗原, 也可识别胞内的抗原; (3) 需要共刺激, 即依赖宿主抗原递呈细胞, 而 DC 细胞是人体最主要的抗原递呈细胞, 因此 TCR-T 技术对 DC 细胞依赖性较强。
- **TCR-T 技术与国际同步。** 目前 TCR-T 技术在全球处于基础研究阶段, 进展最快的是 Adaptimmune 公司, 该公司已经公布了几例实体瘤的临床数据, 效果较为理想, 也证明了该技术未来在实体瘤治疗领域具有广泛应用潜力。公司近两年一直在做 TCR-T 技术的相关技术积累, 目前已筛选出 100 多种靶点, 解决了该技术的最大问题。本次临床试验主要解决了 TCR-T 技术的抗原递呈问题, 为 TCR-T 未来应用扫清了第二个重大障碍。
- **有望成为公司首个商业化精准医疗项目。** 在 TCR-T 技术商业化之前, 改良 DC-CIK 可能成为公司首单商业化项目, 开拓 1000 亿规模的市场, 届时将大幅提高公司估值。
- **业绩预测与估值:** 由于公司布局的精准医疗平台技术超前, 我们暂不考虑其未来盈利情况, 预计 2015-2017 公司 EPS 分别为 0.38、0.48、0.56 元, 对应 PE 分别为 36、29、25 倍。考虑到未来公司精准医疗平台的商业化以及中药配方颗粒政策放开对公司的利好, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** TCR-T 技术疗效不及预期、国家加强对中药材质量管理政策风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1523.98	1757.76	2122.95	2578.60
增长率	20.84%	15.34%	20.78%	21.46%
归属母公司净利润(百万元)	196.80	253.93	315.81	370.31
增长率	24.36%	29.03%	24.37%	17.26%
每股收益 EPS(元)	0.30	0.38	0.48	0.56
净资产收益率 ROE	11.57%	7.49%	8.79%	9.63%
PE	84	65	52	45
PB	8.84	4.52	4.24	3.96

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广

执业证号: S1250513070001

电话: 021-68413530

邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 施跃

执业证号: S1250515080001

电话: 021-68413878

邮箱: syue@swsc.com.cn

联系人: 陈进

电话: 021-68416017

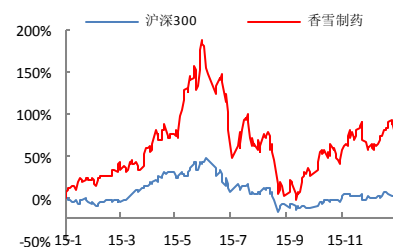
邮箱: cj@swsc.com.cn

联系人: 张肖星

电话: 021-68415020

邮箱: zxixing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	6.61
流通 A 股(亿股)	6.6
52 周内股价区间(元)	13-42.55
总市值(亿元)	148.90
总资产(亿元)	45.87
每股净资产(元)	5.11

相关研究

表 1: 主营业务收入情况 (单位: 百万)

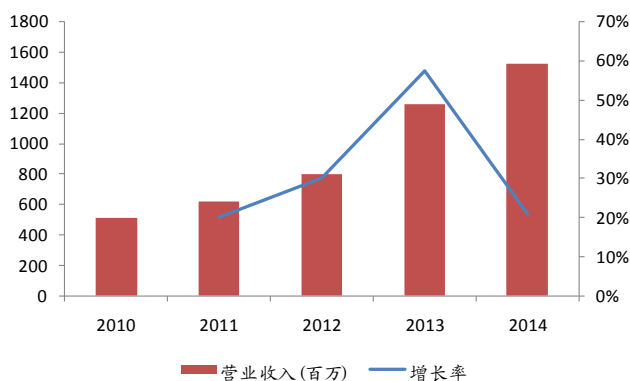
产品名称	本报告期	上年同期	同比增减
抗病毒口服液	528.06	489.54	7.87%
中药材	342.61	166.36	95.12%
橘红系列	149.76	122.17	22.58%
板蓝根	88.65	100.74	-12.00%
其他	402.04	379.62	5.91%
合计	1523.98	1261.11	20.84%

数据来源: 公司公告, 西南证券

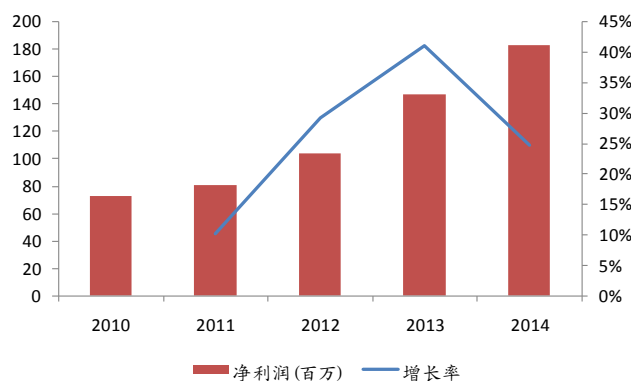
表 2: 主营业务毛利率情况

产品名称	毛利率 (%)	营业收入同比增长 (%)	营业成本同比增长 (%)	毛利率同比增长 (%)
抗病毒口服液	55.16%	7.87%	10.22%	-0.96%
中药材	28.82%	95.12%	111.16%	-1.77%
橘红系列	64.54%	22.58%	30.05%	-2.03%
板蓝根	27.90%	-12.00%	-14.83%	2.40%
其他	26.15%	5.91%	1.32%	3.34%
合计	40.80%	20.84%	21.01%	-0.46%

数据来源: 公司公告, 西南证券

图 1: 2010-2014 年营业收入及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 2: 2010-2014 年净利润及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券

盈利预测与投资建议

假设 1: 由于公司在销售队伍建设上做出较大调整, 其销售模式及销售队伍都发生很大改变, 未来抗病毒口服液将得益于公司新的销售模式, 预计 2015-2017 年抗病毒口服液营业收入增速维持为 10%。

假设 2: 公司对中药材源头的掌控能力逐步增强, 中药配方颗粒政策有望短期内放开, 对公司中药材业务将起到巨大促进作用, 预计 2015-2017 年中药材营业收入增速分别为 35%、30%、30%。

假设 3：橘红系列是公司未来重点推介品种，该品种目前销售额基数较低，预计 2015-2017 年橘红系列增速分别为 20%、15%、15%。

假设 4：板蓝根产品由于市场竞争激烈，考虑到公司产品基数较小，预计 2015-2017 年橘红系列增速分别为 10%、10%、10%。

由于公司布局的精准医疗平台技术超前，我们暂不考虑其未来盈利情况，预计 2015-2017 公司 EPS 分别为：0.38、0.48、0.56 元，对应 PE 分别为 36、29、25 倍。考虑到未来公司精准医疗平台的商业化以及中药配方颗粒政策放开对公司的利好，首次覆盖，给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1523.98	1757.76	2122.95	2578.60	净利润	216.54	274.13	343.18	402.36
营业成本	888.86	1024.94	1252.31	1538.32	折旧与摊销	71.17	153.77	168.55	175.64
营业税金及附加	12.08	13.94	16.83	20.44	财务费用	50.49	41.95	20.50	19.49
销售费用	202.95	234.08	282.71	343.39	资产减值损失	7.64	5.00	5.00	5.00
管理费用	160.60	175.78	212.30	257.86	经营营运资本变动	-279.33	-14.45	-108.10	-113.07
财务费用	50.49	41.95	20.50	19.49	其他	99.07	-8.62	-10.02	-10.68
资产减值损失	7.64	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	165.58	451.77	419.11	478.75
投资收益	5.57	4.50	4.99	5.54	资本支出	-229.90	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-273.86	4.50	4.99	5.54
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-503.76	-35.50	-35.01	-34.46
营业利润	206.94	266.57	338.29	399.63	短期借款	201.00	-555.00	0.00	0.00
其他非经营损益	17.65	17.75	17.65	17.68	长期借款	-180.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	224.60	284.32	355.94	417.32	股权融资	6.79	1588.91	0.00	0.00
所得税	8.05	10.19	12.76	14.96	支付股利	-62.72	-78.00	-100.64	-125.17
净利润	216.54	274.13	343.18	402.36	其他	-76.24	-118.31	-20.50	-19.49
少数股东损益	19.75	20.20	27.37	32.05	筹资活动现金流净额	-111.17	837.60	-121.14	-144.66
归属母公司股东净利润	196.80	253.93	315.81	370.31	现金流量净额	-449.34	1253.87	262.96	299.64
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	334.41	1588.28	1851.25	2150.88	成长能力				
应收和预付款项	621.85	683.16	845.79	1026.50	销售收入增长率	20.84%	15.34%	20.78%	21.46%
存货	284.30	326.95	399.69	491.31	营业利润增长率	16.70%	28.81%	26.91%	18.13%
其他流动资产	7.77	8.96	10.82	13.15	净利润增长率	26.57%	26.59%	25.19%	17.24%
长期股权投资	52.82	52.82	52.82	52.82	EBITDA 增长率	20.61%	40.68%	14.07%	12.79%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1481.56	1375.56	1254.79	1126.92	毛利率	41.68%	41.69%	41.01%	40.34%
无形资产和开发支出	660.54	653.41	646.28	639.15	三费率	27.17%	25.70%	24.28%	24.07%
其他非流动资产	145.04	144.40	143.75	143.11	净利率	14.21%	15.60%	16.17%	15.60%
资产总计	3588.28	4833.54	5205.19	5643.83	ROE	11.57%	7.49%	8.79%	9.63%
短期借款	555.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.03%	5.67%	6.59%	7.13%
应付和预收款项	310.45	372.65	452.67	552.37	ROIC	10.24%	11.30%	13.30%	15.41%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.56%	26.30%	24.84%	23.07%
其他负债	851.63	801.01	850.09	911.84	营运能力				
负债合计	1717.08	1173.66	1302.76	1464.21	总资产周转率	0.43	0.42	0.42	0.48
股本	509.57	661.48	661.48	661.48	固定资产周转率	1.43	1.40	1.68	2.20
资本公积	732.23	2169.23	2169.23	2169.23	应收账款周转率	4.26	4.30	4.47	4.42
留存收益	505.73	681.66	896.83	1141.98	存货周转率	3.48	3.35	3.44	3.45
归属母公司股东权益	1743.89	3512.37	3727.54	3972.69	销售商品/劳务收到的现金/营业收入	99.37%	—	—	—
少数股东权益	127.31	147.52	174.89	206.93	资本结构				
股东权益合计	1871.21	3659.89	3902.43	4179.62	资产负债率	47.85%	24.28%	25.03%	25.94%
负债和股东权益合计	3588.28	4833.54	5205.19	5643.83	带息债务/总负债	63.59%	45.75%	41.21%	36.67%
					流动比率	1.10	4.39	4.30	4.16
					速动比率	0.85	3.84	3.75	3.61
					股利支付率	31.87%	30.72%	31.87%	33.80%
					每股指标				
					每股收益	0.30	0.38	0.48	0.56
					每股净资产	2.83	5.53	5.90	6.32
					每股经营现金	0.25	0.68	0.63	0.72
					每股股利	0.09	0.12	0.15	0.19
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	328.60	462.29	527.34	594.77					
PE	84.06	65.15	52.38	44.67					
PB	8.84	4.52	4.24	3.96					
PS	10.86	9.41	7.79	6.42					
EV/EBITDA	41.15	33.38	28.77	25.00					
股息率	0.38%	0.47%	0.61%	0.76%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn