

## 布局 Car-T, 正式进军精准医疗, 连续外延打开未来无限想象空间

佐力药业 (300181)

推荐 维持

核心观点:

### 1. 事件

2016年1月25日,公司全资孙公司佐力创新医疗、KTB China Platform Fund、KTBN Venture Fund No.7、合肥凯泰成长投资合伙企业(有限合伙)、上海嘉祺投资中心(有限合伙)与科济生物医药(上海)有限公司原股东上海益杰生物技术有限公司、上海科集投资管理合伙企业(有限合伙)、鸿创医学有限公司在上海签订了《科济生物医药(上海)有限公司增资协议》。根据增资协议,佐力创新医疗、KTB、KTBN、凯泰成长、上海嘉祺对科济生物进行增资,其中,佐力创新医疗拟投资人民币8910万元增资科济生物,本次增资后,佐力创新医疗持有科济生物7.85%的股权,成为科济生物第4大股东。本轮融资完成后科济生物估值为11.352亿元。

### 2. 我们的分析与判断

**(一)顺势而为,外延再添惊喜,意义非同寻常,精准医疗首单落地!高规格、高起点精准医疗战略布局起航!**

我们在之前的点评报告中一直坚定认为“决心大+执行力强+资金充裕”的公司是值得重点关注和期待的!因为这样的公司会大概率持续给市场惊喜!公司此次孙公司增资科济生物便是又一大惊喜!而且此单外延的意义非同寻常,是公司顺应行业发展大势,在精准医疗方面的首单,我们认为其也可能大概率是公司在精准医疗战略布局方向的起航之作!公司在之前的公告中提及积极关注新兴领域,包括“新技术、新模式、新方向”,此单落地再次印证了公司管理层的决心和执行力!

我们再次梳理公司一年多以来的外延式进程,可谓是发展迅速、惊喜不断:

- 1) 2014年7月,1.5亿收购青海珠峰51%股权,获得百令片,在医药制造领域形成乌灵和百令片双核驱动的格局;
- 2) 2014年9月,2400万元收购浙江凯欣65%股权,布局医疗流通环节;
- 3) 2015年4月,与德清县卫生和计划生育局签署了《关于德清县第三人民医院引进社会资本参与合作办医的框架协议》,进入医疗服务领域;
- 4) 2015年6月,公司设立健康产业投资平台——浙江佐力健康产业投资管理有限公司,下设两个子公司——浙江佐力医院投资管理有限公司、浙江佐力医疗投资管理有限公司,搭建大健康投资平台;
- 5) 2015年9月,拟增资收购浙江百草中药51%股权,进军中药饮片领域。
- 6) 2016年1月,增资科济生物,正式进军精准医疗领域。

### 分析师

☎: 李平祝  
✉: lipingzhu@chinastock.com.cn  
执业证书编号: S0130515040001

特此鸣谢  
张金洋

☎: (8610) 83574546  
✉: zhangjinyang@chinastock.com.cn  
对本报告的编制提供信息

市场数据	时间 2015.01.25
A股收盘价(元)	8.90
A股一年内最高价(元)	22.50
A股一年内最低价(元)	7.48
上证指数	2938.51
市净率	4.23
总股本(亿股)	6.09
实际流通A股(亿股)	3.98
流通A股市值(亿元)	35.45

### 相关研究

- 1.佐力药业(300181)点评报告:外延并购再下一城,进军服务志存高远 20150420
- 2.佐力药业(300181)中报点评:百令强势发力,乌灵稳定增长,外延式和慢病管理值得期待 20150811
- 3.佐力药业(300181)点评:收购百草战略意义重大,大健康布局更进一步 20150912
- 4.佐力药业(300181)业绩预告点评:业绩受政策及改革阵痛期双重影响,外延从未止步,未来仍值得期待 20150126

一年半时间，六单外延相关动作连续落地，平均 3 个月一单，效率极高，这充分反映了公司管理层极大的决心与超强的执行力。公司此次进军精准医疗后，在公司精准医疗战略布局有望开启，外延决心及执行力打开了公司未来发展布局的巨大想象空间，值得期待！

## （二）科济生物在实体瘤的 Car-T 治疗领域具备国际领先的技术实力，具备成为未来国内细胞治疗龙头潜力！

科济生物是一家聚焦 Car-T 细胞治疗技术的公司，其目标是成为 CAR-T 细胞技术尤其是实体瘤 CAR-T 细胞治疗的全球领先者。公司的主要亮点是在实体瘤 CAR-T 细胞治疗方面取得可喜进展（美国诺华-宾大团队，Kite, Juno 等在血液肿瘤上的细胞治疗已经取得显著进展，但实体瘤方面尚需研究攻克，而肿瘤多数为实体瘤）。

**研究进展方面：**公司在全球首个肝细胞癌的 CAR-T 治疗上（2015 年开始），选择 GPC3 作为靶标，在已经进行的 7 例早期临床研究中（剂量仍在爬坡中），不仅没有出现研究产品相关的严重毒副作用，而且已经初显疗效，有 1 例患者目前肝细胞癌重要标志物 AFP 已经完全恢复正常（从 CAR-T 治疗前的 1210ng/ml 降到治疗后的 4.9ng/ml），肿瘤已经长达半年多没有复发。此外，公司还选用独创的特异识别肿瘤细胞过量表达的 EGFR 的人源化抗体所制备的 CAR-T 细胞进行胶质母细胞瘤（恶性程度最高的脑胶质瘤）临床治疗研究，在已经入组的 3 例早期临床治疗中，不仅没有出现研究产品相关的严重毒副作用，而且已经观察到 1 例患者肿瘤缩小超过 50%。

**未来技术储备方面：**公司在肺癌、胃癌、乳腺癌、胰腺癌、卵巢癌等癌症的细胞治疗上都有很好的产品储备。同时，科济生物还拥有原创的新型安全开关、增效型 CAR-T 等下一代 CAR-T 技术。

**国际合作方面：**目前已经开始与美国临床机构开始探讨在美国开展临床研究合作事宜，力争于 2016 年在美国启动临床研究，试图利用其创新性技术及产品早日布局全球。

## （三）把握“传统+精准”两条主线，公司未来值得期待！

我们认为公司近期正在较大变化，建议投资者积极关注此时拐点，把握“传统+精准”两条主线，布局未来。

传统主业方面，公司在经历了 2015 年营销变革调整之后，2016 年业绩有望恢复较好增长，为公司业绩提供坚实保障。

精准医疗方面，在“决心大+执行力强+资金充裕”的大背景下，公司外延从未止步，马不停蹄，精准医疗作为新的战略布局方向，我们推测，这一单仅仅是开始，公司有望持续关注高质量的精准医疗方面的项目布局机会，持续做强精准医疗大战略布局。

### 3、盈利预测与投资建议

预计 2015-2017 年摊薄后 EPS 分别为 0.14、0.17、0.21 元，对应 PE 分别为 64、52、43 倍。公司此次增资科济生物，标志着正式进军精准医疗领域，公司一年半六单外延相关举措落地彰显了公司管理层的决心之大和执行力之强，在精准医疗战略布局探索引导下，公司未来发展无限想象空间被打开。传统主业方面，公司在经历了 2015 年营销变革调整之后，2016 年业绩有望恢复较好增长，为公司业绩提供坚实保障。我们认为”决心大+执行力强+资金充裕“的公司未来更值得重点关注和期待！公司外延式从未止步，值得期待。我们看好公司长期发展，维持“推荐”评级。

### 4、风险提示

外延并购进展不达预期，核心品种销售不达预期，精准医疗研究进展不达预期。

#### 主要财务指标

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	419.42	514.93	619.01	722.91	858.20
营业收入增长率	22.01%	22.77%	20.21%	16.79%	18.71%
净利润（百万元）	81.00	103.18	84.56	103.52	125.52
净利润增长率	30.64%	27.39%	-18.05%	22.43%	21.25%
EPS（元）	0.13	0.17	0.14	0.17	0.21
P/E	67	52	64	52	43
P/B	7.0	6.7	6.4	6.0	5.7
EV/EBITDA	9.18	19.09	14.45	13.27	11.10

资料来源：中国银河证券研究部

附表 1: 公司财务报表 (百万元)

指标(百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	指标(百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	337	192	350	288	550	营业收入	419	515	619	723	858
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	55	90	155	177	206
应收账款	109	211	80	260	143	营业税金及附加	6	7	8	9	11
预付款项	2	10	8	13	11	销售费用	231	254	303	351	412
其他应收款	2	2	3	3	4	管理费用	57	60	68	80	94
存货	38	73	88	96	118	财务费用	1	4	0	-4	-6
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	1	2	1	1	1
固定资产净额	364	431	408	351	294	公允价值变动损益	0	0	0	0	0
在建工程	5	34	0	0	0	投资收益	0	0	0	0	0
无形资产净值	40	42	36	29	23	营业利润	69	99	85	110	140
递延所得税资产	0	2	2	2	2	营业外净收入	21	21	21	21	21
资产总计	917	1122	1087	1144	1248	税前利润	90	120	106	131	162
短期借款	75	106	0	0	0	所得税	9	14	16	20	24
应付票据	0	1	2	3	4	净利润增长率	31%	32%	-16%	24%	23%
应付账款	25	58	82	78	108	归属母公司净利润	81	1	1	1	2
预收款项	2	3	3	5	5	少数股东损益	0	214	273	348	429
应付职工薪酬	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.133	0.170	0.139	0.170	0.206
应交税费	0	1	2	3	4	摊薄每股收益	0.133	0.170	0.139	0.170	0.206
其他应付款	6	42	42	42	42	<b>指标</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
一年内到期的非长期借款	0	1	2	3	4	<b>成长性</b>					
长期借款	0	42	42	42	42	收入增长率	22%	23%	20%	17%	19%
长期应付款	0	0	0	0	0	净利润增长率	31%	27%	-18%	22%	21%
专项应付款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	34%	36%	-15%	20%	22%
其他非流动负债	16	0	0	0	0	<b>盈利能力</b>					
负债合计	145	250	168	166	196	毛利率	87%	83%	75%	76%	76%
所有者权益合计	773	872	919	978	1,052	净利率	19%	21%	15%	15%	16%
<b>现金流量表 (百万)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	EBITDA/营业收入	27%	29%	29%	28%	25%
净利润	81	107	90	112	138	ROE (摊薄)	10%	13%	10%	12%	13%
折旧与摊销		25	288	-33	301	ROIC	14%	18%	9%	14%	15%
经营活动现金流	30	14	288	-33	301	<b>估值指标</b>					
投资活动现金流	-22	-111	18	18	18	P/E	66.88	52.50	64.06	52.33	43.15
融资活动现金流	-16	-14	-148	-48	-57	P/S	12.92	10.52	8.75	7.49	6.31
净现金流	-8	-112	158	-62	263	P/B	7.01	6.74	6.41	6.04	5.65
期初现金余额		358	192	350	288	EV/EBITDA	9.18	19.09	14.45	13.27	11.10
期末现金余额		192	350	288	550	股息收益率	0%	1%	1%	1%	1%

资料来源: 中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**李平祝，行业证券分析师。**本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。



## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座  
上海浦东新区富城路99号震旦大厦15楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层  
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：王婷010-66568908 wangting@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn  
深广地区：詹璐0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn  
海外机构：刘思瑶010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn