



CAR-T 治疗再添新军, 实体瘤研究国际领先

- **事件:** 日前, 公司公告称全资孙公司佐力创新医疗以 8910 万元增资科济生物获得其 7.85% 股权。
- **聚焦创新型肿瘤免疫治疗产品研发, CAR-T 实体瘤研究国际领先。** 1) 科济生物 2015 年在上海交大附属仁济医院开展了全球首个肝癌细胞的 CAR-T 细胞临床实验, 在已经进行的 7 例早期临床研究中, 选择 GPC3 作为靶标, 有 1 例患者目前肝细胞癌重要标志物 AFP 完全恢复正常; 2) 还进行了首个针对过量表达 EGFR 的酵母细胞瘤临床实验, 在已入组 3 例早期临床治疗中, 1 例患者肿瘤缩小超过 50%; 3) 实体瘤方面, 公司在肺癌、胃癌、乳腺癌、胰腺癌、卵巢癌等细胞治疗上都有产品储备; 4) 科济生物还与上海市肿瘤研究所建立了长期合作关系, 致力于 CAR-T 等肿瘤免疫治疗的应用; 5) 科济生物在实体瘤的 CAR-T 治疗上已具备国际先进技术实力, 目前已开始与美国临床机构探讨开展临床研究合作事宜, 力争于 2016 年在美国启动临床研究。
- **大健康战略迈入精准医疗, 积极寻求“新技术、新模式、新方向”布局。** 1) 公司核心产品乌灵胶囊关注肿瘤患者的睡眠和情绪问题, 百令片关注肿瘤患者放化疗后的免疫力提高问题, 德清三院也将打造肿瘤中心; 2) 公司积极探索产业前沿与当前主业的深度结合, 收购科济生物丰富了公司大健康战略的内涵。
- **外延扩张持续推进, 完成制药、流通、医疗服务、精准医疗全产业链布局。** 公司 2014 年 7 月以 1.5 亿元收购珠峰药业 51% 股权; 2014 年 9 月以 2400 万元收购凯欣医药 65% 股权, 切入医疗流通领域; 2015 年 4 月以 1.9 亿元收购德清三院 75% 股权, 切入医疗服务领域; 2015 年 9 月增资百草药业至 51% 股权。自此具备了制药+医药流通+医疗服务+精准医疗的全产业链布局, 未来依托 2015 年成立的佐力健康产业投资平台, 不排除有更多的外延扩张预期。
- **估值与评级:** 预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.14 元、0.18 元、0.23 元(原预测为 0.19 元、0.23 元、0.29 元, 下调原因系主要产品受招标影响销量和价格下滑), 对应市盈率分别为 67 倍、51 倍、40 倍。我们认为公司主业经营稳健, 本次收购将有助于显著提升估值, 维持“买入”评级, 建议积极关注。
- **风险提示:** 收购整合或不达预期; 临床项目或失败; 招标价格或继续下滑等。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	514.93	595.89	858.74	1159.05
增长率	22.77%	15.72%	44.11%	34.97%
归属母公司净利润(百万元)	103.18	84.01	109.90	139.97
增长率	27.39%	-18.58%	30.82%	27.36%
每股收益 EPS(元)	0.17	0.14	0.18	0.23
净资产收益率 ROE	12.25%	9.87%	11.70%	14.25%
PE	55	67	51	40
PB	6.45	6.50	5.87	5.60

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: 何治力

执业证号: S1250515090002

电话: 023-67898264

邮箱: hzl@swsc.com.cn

分析师: 施跃

执业证号: S1250515080001

电话: 021-68413878

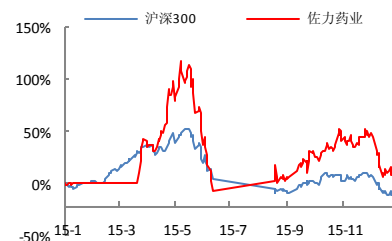
邮箱: syue@swsc.com.cn

联系人: 陈铁林

电话: 023-67909731

邮箱: cti@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)	6.09
流通 A 股(亿股)	3.98
52 周内股价区间(元)	7.48-18.18
总市值(亿元)	59.58
总资产(亿元)	18.77
每股净资产(元)	2.11

相关研究

1. 佐力药业(300181): 百令片潜力巨大, 外延扩张预期强烈 (2015-08-11)

目 录

1. 科济生物在实体瘤 CAR-T 治疗上国际领先.....	1
1.1 开展全球首个肝癌细胞 CAR-T 临床实验	1
1.2 实体瘤 CART 技术国内顶尖	2
2. 大健康战略迈入精准医疗	3
2.1 积极寻求“新技术、新模式、新方向”	3
2.2 外延扩张全产业链布局	4
3. 盈利预测与投资建议.....	4

图 目 录

图 1: α GPC3-28BBZ 疗法对 Huh-7 癌细胞抑制率比较.....	1
图 2: α GPC3-28BBZ 疗法对 PLC/PRF-5 癌细胞抑制率比较.....	1
图 3: α GPC3-28BBZ 治疗后外周血 T 细胞数量比较（Huh-7）.....	2
图 4: α GPC3-28BBZ 治疗后外周血 T 细胞数量比较（PLC/PRF-5）.....	2
图 5: 李宗海博士.....	2
图 6: 科济生物合作伙伴.....	2
图 7: 佐力药业并购事件.....	4

表 目 录

表 1: 当前主要 CART 技术实体瘤治疗研究.....	3
表 2: 当前注册的主要 CART 实体瘤临床试验.....	3
表 3: 增资后科济生物股权结构.....	4
附表: 财务预测与估值.....	5

1. 科济生物在实体瘤 CAR-T 治疗上国际领先

科济生物是一家于 2014 年在上海成立的临床级生物医药公司，注册资本 5000 万元，法人代表为李宗海博士。科济生物在实体瘤的 CAR-T 治疗上已具备国际先进技术实力。

1.1 开展全球首个肝癌细胞 CAR-T 临床实验

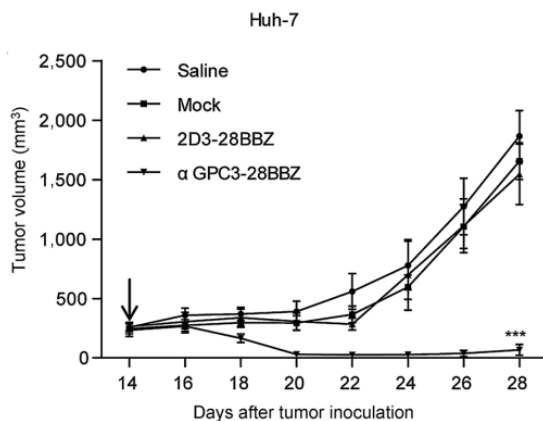
科济生物聚焦创新型肿瘤免疫治疗产品的研发，2015 年在上海交大附属仁济医院开展了全球首个肝癌细胞的 CAR-T 细胞临床实验，在已经进行的 7 例早期临床研究中，选择 GPC3 作为靶标，有 1 例患者目前肝细胞癌重要标志物 AFP 完全恢复正常。

肝细胞癌 (hepatocellular carcinoma, HCC) 是发病率最高的恶性肿瘤之一，其发病率位于全球第 4 位，中国第 2 位，也是我国癌症导致死亡的主要原因。

AFP 是目前最常用的肿瘤标记物，GPC3 是一种细胞膜表面的硫酸乙酰糖蛋白，在绝大多数肝癌患者中表达，而在正常肝组织及良性肝脏病变中不表达或仅有微弱表达。

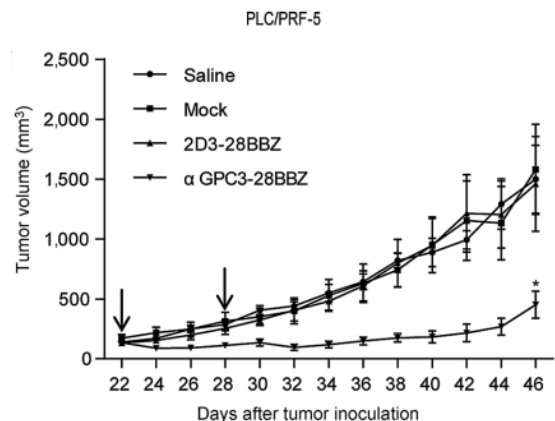
此前公司 CEO 李宗海博士等在《ClinicalCancerResearch》上发表的论文显示， α GPC3-28BBZ 治疗方法中，对肝癌细胞的抑制率非常明显。

图 1: α GPC3-28BBZ 疗法对 Huh-7 癌细胞抑制率比较



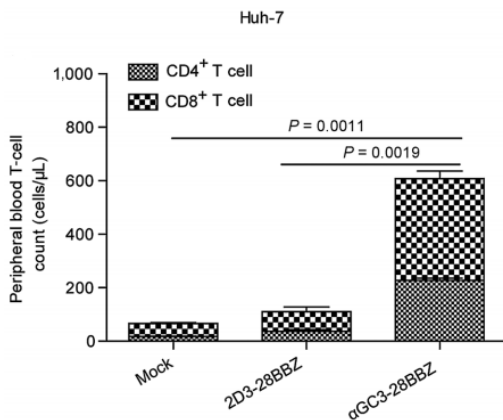
数据来源: ClinicalCancerResearch, 西南证券

图 2: α GPC3-28BBZ 疗法对 PLC/PRF-5 癌细胞抑制率比较

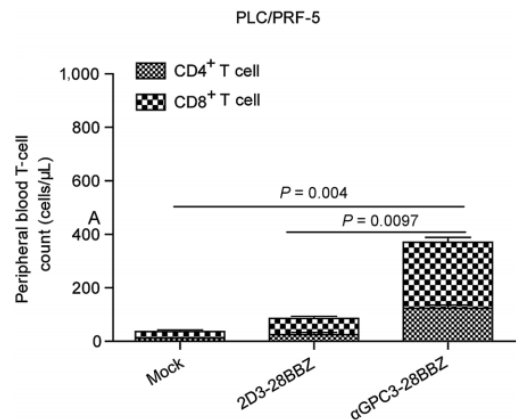


数据来源: ClinicalCancerResearch, 西南证券

论文中还显示经过 α GPC3-28BBZ 治疗以后，外周血中抑制肝癌细胞的 $CD4^+$ 和 $CD8^+$ 这两种 T 细胞数量相比对照组具有非常显著的优势。

图 3: α GPC3-28BBZ 治疗后外周血 T 细胞数量比较 (Huh-7)


数据来源: ClinicalCancerResearch, 西南证券

图 4: α GPC3-28BBZ 治疗后外周血 T 细胞数量比较 (PLC/PRF-5)


数据来源: ClinicalCancerResearch, 西南证券

李宗海博士目前担任科济生物医药(上海)有限公司总裁兼 CEO，毕业于中南大学湘雅医学院并取得复旦大学医学博士学位。其研究经历丰富，担任上海交通大学医学院附属仁济医院博士生导师、上海市肿瘤研究所癌基因及相关基因国家重点实验室研究组长、国际药物创新联盟执行理事、美国癌症协会会员、美国基因治疗协会会员、中国医药生物技术协会基因治疗分会首届委员。长期致力于研制高效安全的抗肿瘤生物药物和开发肿瘤新治疗靶标，在国内外学术期刊发表论文 60 多篇，参编专著 2 部，申报发明专利 20 余项，获得中国、美国等授权专利 5 项。在实体瘤 CART 疗法的研究方面处于国内顶尖、国际领先水平。

图 5: 李宗海博士


数据来源: CARSGEN, 西南证券

图 6: 科济生物合作伙伴


数据来源: CARSGEN, 西南证券

1.2 实体瘤 CART 技术国内顶尖

除了肝癌细胞 CAR-T 细胞临床实验外，科济生物还进行了首个针对过量表达 EGFR 的酵母细胞瘤临床实验，在已入组 3 例早期临床治疗中，1 例患者肿瘤缩小超过 50%。实体瘤方面，公司在肺癌、胃癌、乳腺癌、胰腺癌、卵巢癌等细胞治疗上都有产品储备。

当前国内针对实体瘤的 CART 疗法研究屈指可数，科济生物在这一方面走在国内前列，其对肝癌和脑胶质瘤的研究处于国内顶尖水平。

表 1: 当前主要 CART 技术实体瘤治疗研究

名称	肿瘤类型	进展
CAR-Her2	乳腺癌	一例死亡，心肺毒性
CAR-meso	胰腺癌、间皮瘤、卵巢癌	安全但无效
CAR-GPC3	肝癌	科济生物在已经进行的 7 例早期临床研究中，有 1 例患者肝细胞癌 AFP 完全恢复正常
CAR-EGFRVIII	脑胶质瘤	科济生物在已入组 3 例早期临床治疗中，1 例患者肿瘤缩小超过 50%
CAR-EGFR	胆管癌、胰腺癌、肺癌、肾癌	301 医院临床数据安全有效

数据来源：西南证券

科济生物目前主要在仁济医院开展临床研究，目前国内 CAR-T 研究较为领先的机构及团队包括解放军 301 医院韩为东教授、仁济医院李宗海教授、博生吉杨林教授、西南医院钱程教授等，公司团队中的地位在相当时间内具有不可替代性。

科济生物还与上海市肿瘤研究所建立了长期合作关系，致力于 CAR-T 等肿瘤免疫治疗的应用，目前已开始与美国临床机构探讨开展临床研究合作事宜，力争于 2016 年在美国启动临床研究。

表 2: 当前注册的主要 CART 实体瘤临床试验

医院	靶点	范围	相关公司
解放军 301 医院	EGFR	晚期肺癌	西比曼
上海仁济医院	EGFR	脑胶质瘤	科济生物
上海仁济医院	GPC3	肝癌	科济生物
武警浙江总队	MUC1	肝细胞癌、非小细胞肺癌、胰腺癌和三阴性乳腺癌等	博生吉
武警安徽总队	MUC1	肝细胞癌、非小细胞肺癌、胰腺癌和三阴性乳腺癌等	博生吉

数据来源：西南证券

2. 大健康战略迈入精准医疗

大健康战略迈入精准医疗，积极寻求“新技术、新模式、新方向”布局。公司核心产品乌灵胶囊关注肿瘤患者的睡眠和情绪问题，百令片关注肿瘤患者放化疗后的免疫力提高问题，德清医院也将大力打造肿瘤中心。公司积极探索产业前沿与当前主业的深度结合，收购科济生物丰富了公司大健康战略的内涵，未来公司有望依托佐力健康产业投资平台做更深入的产业布局。

2.1 积极寻求“新技术、新模式、新方向”

公司本次增资科济生物以后，位列第四大股东，是公司介入精准医疗、介入肿瘤治疗的第一步，是公司大健康发展战略迈入精准医疗领域的重要探索。

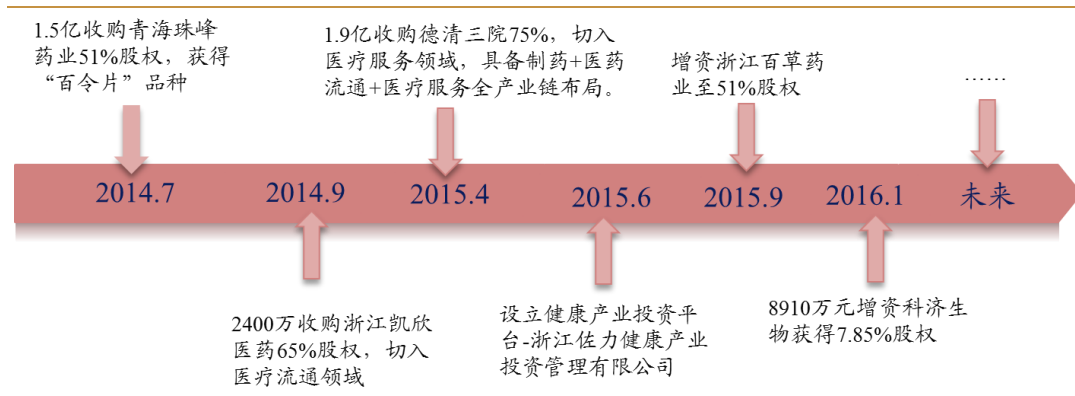
表 3: 增资后科济生物股权结构

股东	股权比例
上海益杰	59.44%
鸿创医学	14.86%
科集投资	8.26%
佐力创新医疗	7.85%
KTB	3.65%
KTBN	2.16%
凯泰成长	2.91%
上海嘉祺	0.87%
合计	100%

数据来源: 西南证券

2.2 外延扩张全产业链布局

公司一直将寻找外延并购的标的作为工作重点。2014 年 7 月以 1.5 亿元收购青海珠峰药业 51% 股权, 获得“百令片”品种, 丰富了公司产品线; 2014 年 9 月以 2400 万元收购浙江凯欣医药 65% 股权, 切入医疗流通领域; 2015 年 4 月以 1.9 亿元收购德清三院 75% 股权, 切入医疗服务领域; 2015 年 9 月增资浙江百草药业至 51% 股权。自此具备了制药+医药流通+医疗服务+精准医疗的全产业链布局, 未来依托 2015 年成立的佐力健康产业投资平台, 不排除有更多的外延扩张预期。

图 7: 佐力药业并购事件


数据来源: 公司公告, 西南证券

3. 盈利预测与投资建议

预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.14 元、0.18 元、0.23 元 (原预测为 0.19 元、0.23 元、0.29 元, 下调原因系主要产品受招标影响, 销量和价格下滑, 但百令片市场拓展顺利, 2015 年度百令片销售收入将突破 1 亿元), 对应市盈率分别为 67 倍、51 倍、40 倍。我们认为公司主业经营稳健, 本次收购将有助于显著提升估值, 维持“买入”评级, 建议积极关注。

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	514.93	595.89	858.74	1159.05	净利润	106.76	85.44	112.09	142.96
营业成本	90.10	134.06	201.97	274.90	折旧与摊销	25.36	52.75	52.75	52.75
营业税金及附加	6.69	8.31	11.84	15.89	财务费用	3.65	3.12	-0.28	-0.25
销售费用	253.83	311.36	444.11	596.81	资产减值损失	1.74	0.00	0.00	0.00
管理费用	59.69	73.63	105.71	141.47	经营营运资本变动	-67.62	-10.52	-75.01	-85.33
财务费用	3.65	3.12	-0.28	-0.25	其他	-56.20	0.16	-0.07	0.01
资产减值损失	1.74	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	13.70	130.95	89.49	110.14
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-198.14	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	86.65	1.46	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-111.50	1.46	0.00	0.00
营业利润	99.23	65.41	95.37	130.23	短期借款	31.12	-106.04	0.00	0.00
其他非经营损益	21.26	30.48	30.54	30.44	长期借款	41.59	0.00	0.00	0.00
利润总额	120.49	95.89	125.91	160.67	股权融资	0.00	0.00	55.21	0.00
所得税	13.74	10.45	13.82	17.71	支付股利	-72.00	-91.72	-74.68	-97.69
净利润	106.76	85.44	112.09	142.96	其他	-15.04	-3.12	0.28	0.25
少数股东损益	3.57	1.43	2.19	2.99	筹资活动现金流净额	-14.33	-200.88	-19.19	-97.44
归属母公司股东净利润	103.18	84.01	109.90	139.97	现金流量净额	-112.13	-68.47	70.29	12.70
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	249.31	180.85	251.14	263.84	成长能力				
应收和预付款项	223.08	224.29	333.93	455.66	销售收入增长率	22.77%	15.72%	44.11%	34.97%
存货	72.81	108.22	163.23	222.23	营业利润增长率	43.19%	-34.08%	45.80%	36.55%
其他流动资产	2.70	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	31.80%	-19.97%	31.19%	27.55%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	41.70%	-5.43%	21.91%	23.59%
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	465.19	421.03	376.87	332.71	毛利率	82.50%	77.50%	76.48%	76.28%
无形资产和开发支出	142.33	136.04	129.75	123.46	三费率	61.60%	65.13%	64.00%	63.68%
其他非流动资产	26.09	23.79	21.49	19.19	净利率	20.73%	14.34%	13.05%	12.33%
资产总计	1181.52	1094.21	1276.40	1417.07	ROE	12.25%	9.87%	11.70%	14.25%
短期借款	106.04	0.00	0.00	0.00	ROA	9.04%	7.81%	8.78%	10.09%
应付和预收款项	94.31	123.04	186.94	255.45	ROIC	13.33%	7.62%	10.45%	13.32%
长期借款	41.59	41.59	41.59	41.59	EBITDA/销售收入	24.91%	20.35%	17.22%	15.77%
其他负债	67.81	64.09	89.76	116.67	营运能力				
负债合计	309.75	228.73	318.30	413.70	总资产周转率	0.48	0.52	0.72	0.86
股本	316.80	608.62	608.62	608.62	固定资产周转率	1.30	1.46	2.35	3.62
资本公积	236.62	-55.21	0.00	0.00	应收账款周转率	6.71	5.81	7.22	6.74
留存收益	250.28	242.57	277.79	320.08	存货周转率	1.62	1.48	1.49	1.42
归属母公司股东权益	803.70	795.99	886.42	928.70	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	94.09%	—	—	—
少数股东权益	68.06	69.49	71.68	74.67	资本结构				
股东权益合计	871.76	865.48	958.10	1003.37	资产负债率	26.22%	20.90%	24.94%	29.19%
负债和股东权益合计	1181.52	1094.21	1276.40	1417.07	带息债务/总负债	47.66%	18.18%	13.07%	10.05%
					流动比率	2.26	3.19	2.99	2.72
					速动比率	1.96	2.51	2.33	2.08
					股利支付率	69.78%	109.18%	67.95%	69.79%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	128.25	121.28	147.85	182.73	每股收益	0.17	0.14	0.18	0.23
PE	54.50	66.94	51.17	40.18	每股净资产	1.43	1.42	1.57	1.65
PB	6.45	6.50	5.87	5.60	每股经营现金	0.02	0.22	0.15	0.18
PS	10.92	9.44	6.55	4.85	每股股利	0.12	0.15	0.12	0.16
EV/EBITDA	22.01	45.20	36.60	29.54					
股息率	1.28%	1.63%	1.33%	1.74%					

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（地区销售负责人）

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

深圳地区

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