



弘天生物(832979.OC)

弘天生物：冉冉升起的细胞治疗全产业链布局新星

2016年2月1日

投资要点

买入(首次评级)

目标价：**31.8-42.4 元**

分析师：**付立春**

执业编号：S0300515120001

电话：84938897

邮箱：fulichun@lxsec.com

研究助理：**李志新**

电话：64408516

邮箱：lizhixin@lxsec.com

盈利预测

单位：万元	2014A	2015E	2016E	2017E
主营收入	3755.3	5834.3	10169.7	15637.6
(+/-)		55.4%	74.3%	53.8%
净利润	1401.4	1597.4	2982.3	4104.9
(+/-)		14.0%	86.7%	37.6%
EPS(元)	0.47	0.33	0.62	0.86
股本(万股)	3000	4800	4800	4800

资料来源：联讯证券

相关研究

◇ 细胞治疗，方兴未艾

细胞治疗按细胞种类分为免疫细胞治疗和干细胞治疗。产业链分为上游细胞存储业务，中游细胞增殖、转化技术和新药研发，下游细胞治疗运用。2014年全球干细胞治疗已达500亿美元，预计2018年全球干细胞医疗市场将超千亿美元，年增速预计保持20%以上，我国仍限于临床试验研究，距离商业化运作还有较长的路要走；我国每年仅新增癌症患者潜在免疫细胞治疗市场为6140亿元，癌症免疫细胞治疗市场巨大，目前已有部分省市将部分癌症免疫细胞治疗纳入医保系统。细胞治疗领域企业并购潮涌。

◇ 弘天生物：细胞治疗全产业链布局

公司是国内一家专业致力于个性化细胞技术研发及解决方案临床转化的生物高科技技术企业，主营业务涵盖细胞储存、细胞培养和细胞治疗全产业链，细胞治疗围绕免疫功能分析为特色的健康管理、免疫细胞抗衰老服务等大健康领域开展，2014年下半年以来发展迅猛，成为公司主要营收来源。细胞储存为2015年公司新拓展细胞产业链业务，未来将是盈利新增点。

◇ 弘天生物竞争优势

细胞治疗全产业链布局，业务协同性优，围绕大健康领域开展各项业务；大股东旗下拥有丰富优质高端客户资源，未来客户导入有保障；拥有由世界顶级科学家组成的学术顾问团队并通过严格质量管理体系认证，对外交流合作丰富。

◇ 未来三年盈利预测

公司未来三年主营业务主要来自以细胞免疫分析业务为特色的健康管理业务（包括细胞免疫分析、肿瘤风险预警）和细胞储存业务，我们认为以细胞免疫分析业务为特色的健康管理业务将继续保持高增长，2015-2017年保持50%、45%、40%速度增长。细胞储存业务2015年7月刚刚正式运营，预计2016年开始贡献营收，综合考虑大股东旗下安杰玛集团丰富的高端疗养会所客户资源和细胞存储业务递延确认收入特点，2016-2017年保守预测营收分别为1800万元（完成约100-200人份细胞储存），4000万元（完成约400-500人份免疫细胞储存）。预测2015-2017年净利润分别为1597.4/2982.3/4104.9万元，对应全面摊薄EPS 0.33/0.62/0.86元

◇ 公司估值分析

在纯粹以细胞产业为主营业务的上市公司中，主板中源协和（600645.SH）和新三板赛莱拉（831049.OC）产业布局和主营业务与弘天生物接近，赛莱拉交易方式为做市交易，两者市场估值对弘天生物具有较好参考性。我们以赛莱拉和中源协和为估值参考，基于公司现有经营情况，我们认为赛莱拉估



值基本反映新三板细胞产业公司估值水平，而且相比主板流动性估值折价已经体现，参考赛莱拉 PE 和 PS 估值，基于我们对弘天生物的未来盈利预测，我们认为 31.8-42.4 元/股为 2016 年阶段性合理价格

✧ 风险提示

以保健、健康管理、健康咨询为特色的细胞治疗运用监管政策收紧；市场营销、大股东高端客户资源导入不及预期；公司人才流失。



目 录

一、细胞治疗，方兴未艾.....	4
（一）细胞治疗基本概念	4
（二）细胞治疗产业链	4
（三）细胞治疗方兴未艾，企业并购潮涌.....	5
二、弘天生物：细胞治疗全产业链布局.....	7
（一）弘天生物简介.....	7
（二）主营业务情况：向大健康保健领域拓展，营收净利双腾飞	7
（三）5 亿元投建“细胞银行”，介入细胞存储业务	8
三、弘天生物竞争优势	9
（一）细胞治疗全产业链布局，业务协同性优	9
（二）大股东旗下拥有丰富优质高端客户资源，客户导入有保障	10
（三）拥有由世界顶级科学家组成的学术顾问团队	10
（四）通过严格质量管理体系认证，对外交流合作丰富	10
四、未来三年盈利预测	10
五、公司估值分析.....	11
六、风险提示.....	12

图表目录

图表 1：细胞治疗流程简图	4
图表 2：主要细胞存储上市公司	5
图表 3：全球干细胞产业市场规模.....	6
图表 4：全球干细胞产业市场分布.....	6
图表 5：近年来我国细胞产业链企业并购、合作大事	6
图表 6：弘天生物（Cellonis）公司实景	7
图表 7：弘天生物历年营业收入（万元）	8
图表 8：2015 年上半年营业收入结构	8
图表 9：弘天生物北京大兴免疫细胞库	9
图表 10：弘天生物北京中关村实验室.....	9
图表 11：弘天生物细胞治疗产业链闭环	9
图表 12：大股东旗下安杰玛集团高端疗养、会所.....	10
图表 13：未来三年盈利预测	11
图表 14：同行可比公司估值参考	12



一、细胞治疗，方兴未艾

（一）细胞治疗基本概念

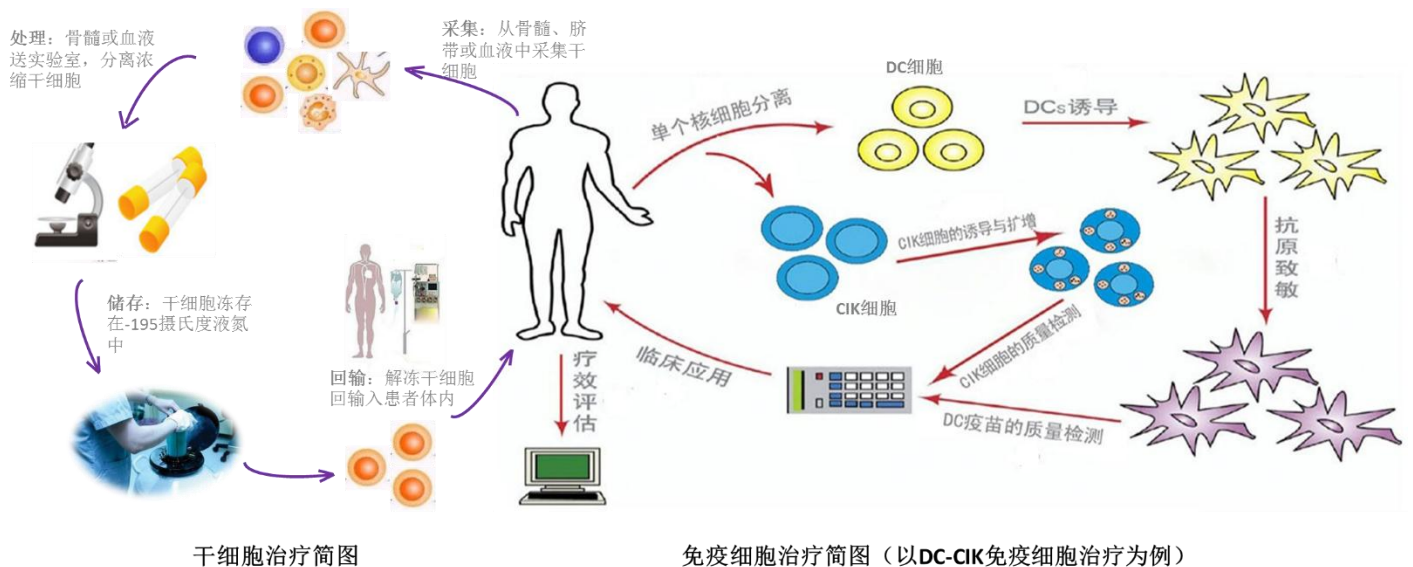
细胞治疗是指利用某些具有特定功能的细胞，采用生物工程方法获取和（或）通过体外扩增、特殊培养等处理后，使这些细胞具有增强免疫、杀死病原体和肿瘤细胞、促进组织器官再生和机体康复等治疗功效，从而达到治疗疾病的目的。

现阶段，细胞治疗按细胞种类分为干细胞治疗和免疫细胞治疗。

干细胞治疗是基于干细胞自我复制、再生和分化特点，把健康的干细胞移植到病人或自己体内，以达到修复病变细胞或重建功能正常细胞和组织的目的。如作为肿瘤手术、放疗和化疗的辅助支持疗法，患者接受超剂量放（化）疗后，通过静脉输注移植造血干细胞，重建肿瘤患者的造血及免疫功能；另外，在一些细胞、组织器质性损伤引起的疾病如神经系统疾病（脑瘫、脊髓损伤、帕金森病等）、免疫系统疾病等治疗中，干细胞也发挥了修复受损组织细胞、重建器官功能的作用。

免疫细胞治疗是采集人体自身免疫细胞，经过体外多种细胞因子诱导后，大量扩增或转化培养，使免疫细胞（DC、CIK、NK、B 细胞等）数量成千倍扩增，并且增强靶向性杀伤功能，然后回输到人体中来杀灭人体组织中的病原体、癌细胞、突变细胞等。目前，免疫细胞治疗在癌症治疗中发展较快，国际上已经发展到第五代免疫细胞治疗——嵌合抗原受体 T 细胞免疫治疗（CAR-T 细胞免疫治疗）。

图表 1：细胞治疗流程简图



资料来源：联讯证券

（二）细胞治疗产业链

细胞治疗产业链分为上游细胞存储业务，中游细胞增殖、转化技术服务和新药研发，下游细胞治疗运用。

上游细胞存储业务: 细胞存储是指把健康人的干细胞或者免疫细胞，预先分离并富集出来，然后通过逐级降温，最后长期冻存在-195℃的液氮中。细胞存储是整个细胞产业链的基础工程，为人类的肿瘤治疗、免疫干预、损伤修复等治疗提供最具研究和应用



价值的自体资源。

目前，我国规模较大的细胞存储公司有中国脐带血库企业集团（CO）（脐带血干细胞存储，约 40 万人份）、中源协和（600645.SH）（干细胞、免疫细胞储存，约 30 万人份）、博雅干细胞（脐带血干细胞，约 2 万人份）；2014 年，冠昊生物（300238.SZ）与台湾鑫品生医签订免疫细胞储存技术的《技术授权合同书》，携手进入免疫细胞存储业务。2015 年，新三板挂牌企业弘天生物（832979.OC）融资 5 亿元投入北京大兴细胞储存基地，拓展细胞存储业务。

图表 2：主要细胞存储上市公司

公司名称	储存细胞类别	储存规模	2014 年细胞存储业务营收	主要市场区域
中国脐带血企业集团 (NYSE:CO)	干细胞	约 40 万人份	63500.0 万元	北京、广东、浙江、澳大利亚等
中源协和 (600645.SH)	干细胞、免疫细胞	约 30 万人份	36379.0 万元	华北、华东
博雅干细胞	干细胞	约 2 万人份	8521.4 万元	华东、华北
冠昊生物 (300238.SZ)	免疫细胞	-	133.3 万元	广州
弘天生物 (832979.OC)	免疫细胞、干细胞	- (1 期 32 万人份)	-	-

资料来源：联讯证券

中游细胞增殖、转化技术服务和新药研发：我国细胞治疗产业链发展刚处于起步阶段，行业中公司规模较小，技术薄弱，中游产业链公司主要以细胞增殖培养和转化技术服务业务为主，一般为医院生物细胞治疗配套服务，针对细胞治疗的临床治疗新药研发极少。

以细胞增殖、转化技术服务为主营业务的公司按照医院为患者制定的免疫细胞治疗方案，运用自主研发的免疫细胞治疗技术，对医院采集的患者血液样本进行细胞分离培养、体外扩增、转化等处理后交还医院；医院将该细胞制剂再回输至患者体内。一般公司不参与患者的诊断及治疗方案的确定，仅为细胞体外培养环节的技术提供商。由于细胞制剂具有较强时效性，因此难以远距离运输，细胞增殖、转化技术服务一般限于公司所在当地医院。子行业内公司有合一康（832521.OC）、汉密顿（834147.OC）、中美康士、柯莱逊生物等。

下游细胞治疗运用：目前，在癌症等疾病治疗领域，干细胞治疗和免疫细胞治疗仅限于临床试验，临床试验单位也限于有条件的大型医院，离正式商业化临床运用尚远，而以保健为目的的 NK 细胞免疫保健、个人细胞免疫分析等健康管理、咨询等衍生业务在我国正逐渐兴起，免疫细胞的应用从肿瘤等疾病治疗领域向“大健康”领域拓展。

（三）细胞治疗方兴未艾，企业并购潮涌

细胞治疗在我国属于新兴产业，我国细胞治疗产业在产业规模、技术研发、新药开发和治疗运用等方面都与欧美发达国家相差较远，全世界细胞治疗方兴未艾。

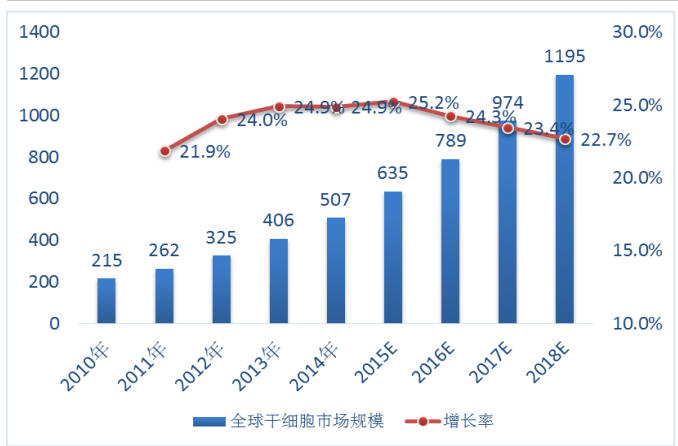
据国际研究机构 Market Research 及 Transparency Market Research 数据，2010 年全球干细胞医疗市场规模约为 215 亿美元，2014 年已达 500 亿美元，预计 2018 年全球干细胞医疗市场将超千亿美元，年增速预计保持在 20% 以上。其中，北美和西欧发达国家干细胞医疗发展蓬勃，占全球干细胞产业市场 82%，亚太地区占 17%，其余地区 1%。欧美发达国家干细胞治疗政策不断放松和完善，占据全球干细胞医疗主要市场，国



际上已经批准 9 种干细胞临床治疗药物。

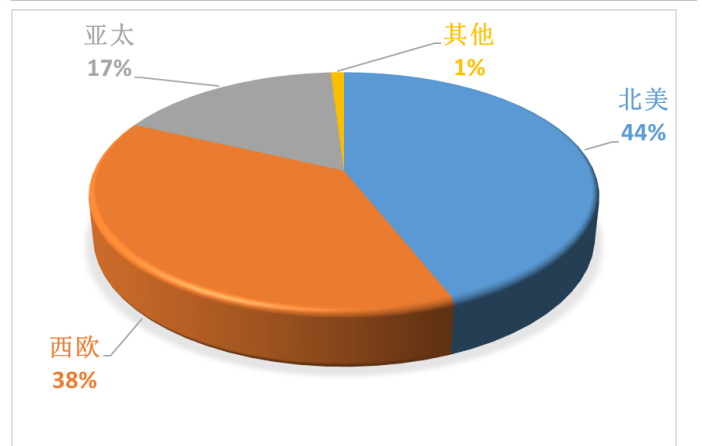
我国干细胞治疗从 2012 年叫停整顿到去年国家卫计委、国家食品药品监督管理总局（CFDA）联合发布《干细胞临床研究管理办法（试行）》和《干细胞制剂质量控制及临床前研究指导原则（试行）》后重新开放，干细胞治疗将独立于“第三类医疗技术”而进行单独管理，并由之前卫计委单独管理到卫计委和 CFDA 联合管理，干细胞行业发展逐渐向有序规范发展过渡，但仍限于临床试验研究，距离商业化运作还有较长的路要走。

图表 3：全球干细胞产业市场规模



资料来源：Market Research, Transparency Market Research

图表 4：全球干细胞产业市场分布



资料来源：Market Research, Transparency Market Research

我国属癌症高发国，免疫细胞治疗作为继手术、放疗、化疗之外癌症综合治疗的第四种方案，未来发展空间巨大。据世界卫生组织发布的《全球癌症报告 2014》，2012 年全世界新增 1400 万癌症病例并有 820 万患者死亡，其中中国新增 307 万癌症患者，癌症死亡人数约 220 万，分别占全球总量的 21.9%和 26.8%。目前癌症患者接受免疫细胞治疗每年需要花费约 20 万元，每年仅新增癌症患者潜在免疫细胞治疗市场为 6140 亿元，癌症免疫细胞治疗市场巨大。目前，已有部分省市将部分癌症免疫细胞治疗纳入医保系统，如广东省、山东省、山西省等。

细胞治疗产业方兴未艾，众多企业开始布局和进入细胞治疗产业。据不完全统计，目前国内从事细胞治疗研究的生物科技企业有两百多家。一些上市公司看好未来前景，纷纷开始涉足细胞治疗行业，企业并购潮涌，如香雪制药（300147）与中国人民解放军第 458 医院合作建立 T 细胞治疗新技术临床研究中心，开能环保（300272）出资 1 亿元设立元能细胞公司进行免疫细胞储存业务，姚记扑克（002605）增资上海细胞治疗工程技术研究中心并持有其 22%股份等。

图表 5：近年来我国细胞产业链企业并购、合作大事

2014年3月，香雪制药与解放军458医院合作共建免疫细胞治疗联合临床研究中心

2014年7月，开能环保1亿元设立元能细胞公司，介入免疫细胞储存业务。

2015年8月，南京新百75亿元私有化中国脐带血库企业集团，持股65.4%。

2014年6月，姚记扑克1.3亿元增资上海细胞治疗工程技术研究中心，持股22%

2014年7月，冠昊生物牵手台湾鑫品生医，开展免疫细胞储存业务。

2015年10月，新日恒力15亿元并购博雅干细胞80%股权。



资料来源：公司公告，联讯证券

二、弘天生物：细胞治疗全产业链布局

（一）弘天生物简介

弘天生物（Cellonis）是国内一家专业致力于个性化细胞技术研发及解决方案临床转化的生物高科技技术企业。多年以来，公司依靠自有研究力量以及与国内外知名大学和科研机构合作，致力于创新细胞生物技术的研究与开发，建立了先进的干细胞平台技术、免疫细胞平台技术、细胞免疫功能分析技术和细胞储存技术。

公司依托中关村生物医药园区完善的公共技术服务设施以及北京大兴落成的细胞生物样本库和细胞技术研究平台，为客户提供细胞委托培养、研发 CRO 以及细胞免疫功能分析等专业技术服务。目前公司拥有符合临床治疗需要的全部细胞类型，包括神经干细胞、视网膜上皮祖细胞、脐带和自体骨髓间充质干细胞、肝脏干细胞、树突状细胞和 CIK，是技术平台最完整的公司之一。公司现拥有 3 项国内发明专利和 1 项 PCT 国际专利，其中神经干细胞贴壁培养技术、视网膜上皮祖细胞培养技术、肝脏干细胞培养技术、肿瘤干细胞培养技术、放化疗耐药细胞培养技术在国内外均为领先。

图表 6：弘天生物（Cellonis）公司实景



资料来源：公司网站

（二）主营业务情况：向大健康保健领域拓展，营收净利双腾飞

2013 年公司主要营业以细胞委托培养为主，营业总收入为 556 万元，主要客户均为医院，一般采用为医院先提供技术服务后结算的经营方式。由于细胞治疗医疗资源的限制和细胞制剂较强时效性特点，公司的主要服务医院集中于北京、天津等华北地区，业务来源集中于武警后勤学院附属医院和海军总医院等大型三甲医院。

2014 年，基于成熟的细胞免疫功能分析技术以及中关村园区完善的公共技术平台，公司推出了“以细胞免疫功能分析为特色的健康管理”全新业务模式并完成了运营团队、专家团队的搭建，致力于服务高端健康管理人群。公司的主营业务转向以细胞免疫分析为主，细胞培养为辅的经营结构。2014 年，公司取得营业总收入 3756.2 万元，净利润

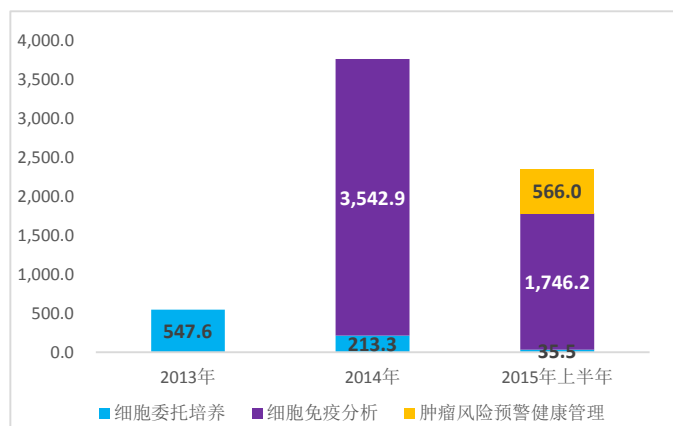


1401.4 万元，营收和净利同比上年双双增长近 6 倍。其中来自细胞免疫分析业务的营收为 3542.9 万元，占当年营业总收入的 94.3%，毛利率高达 91%；细胞委托培养占 5.7%。

2015 年，公司在细胞免疫分析业务继续保持良好发展的基础上，继续耕耘和扩大健康管理方面的优势和业务涵盖范围，与医疗机构合作开展了肿瘤风险预警健康管理新业务。2015 年上半年，细胞免疫分析贡献营业收入 1746.2 万元，新业务肿瘤风险预警健康管理取得 566 万元营业收入。

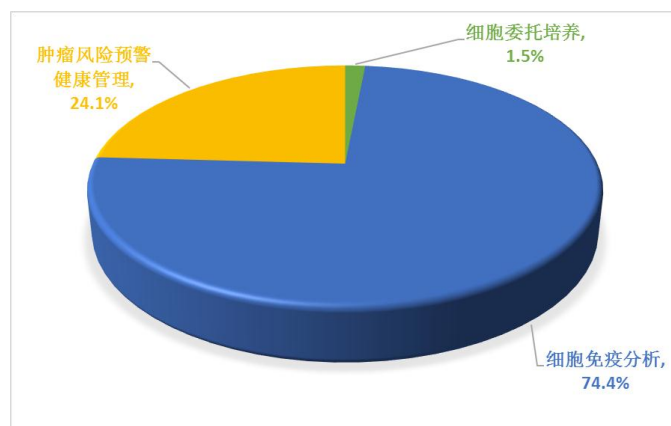
公司主营业务向免疫细胞保健、健康管理、健康咨询等大健康领域转型，取得初步成功。

图表 7：弘天生物历年营业收入（万元）



资料来源：Wind，联讯证券

图表 8：2015 年上半年营业收入结构



资料来源：Wind，联讯证券

（三）5 亿元投建“细胞银行”，介入细胞存储业务

细胞存储又被誉为“细胞银行”，是细胞治疗产业中最基础、最前端的业务，为整个细胞产业链的基础性工程，谁先布局谁将抢占行业资源先机。2015 年末，国家卫计委宣布除北京、天津、上海、浙江、山东、广东和四川脐带血造血干细胞库外，不再新增、筹建国家脐带血造血干细胞库。营利性民营干细胞和免疫细胞储存库迎来发展机遇。

2015 年，弘天生物积极布局细胞治疗产业链上游——细胞存储业务，投入 5 亿元在北京、上海等地建设细胞生物样本库，目前北京大兴细胞生物样本库 I 期工程已经建设完毕并投入使用，细胞储存库容 32 万人份，北京 II 期、上海细胞库正在建设之中。公司向干细胞、免疫细胞储存业务的拓展，实现了与公司健康管理业务的有机结合，打通了细胞存储——细胞培养增殖和转化研究——以免疫细胞保健，健康管理和健康咨询为主的细胞治疗运用的全产业链。

目前，国内脐带血干细胞储存市场报价约 2 万元/人份（储存 18-25 年，下同），全面的免疫细胞储存市场报价大约为 10 万元/人份，以保健为目的的 NK 免疫细胞储存市场报价约为 4-6 万元/人份，远低于台湾地区免疫细胞储存 25 万元/人份左右的服务价格。免疫细胞储存客户面向 18 岁以上成人，20-30 岁成人免疫系统功能最强，随着年龄上升，40 岁后人体免疫功能逐渐下降，越早储存自体免疫细胞，未来免疫细胞治疗获得成功的保障也越高，也对未来免疫细胞抗衰老提供优质的自体免疫细胞资源。



图表 9：弘天生物北京大兴免疫细胞库



资料来源：弘天生物（Cellonis）公司网站

图表 10：弘天生物北京中关村实验室



资料来源：弘天生物（Cellonis）公司网站

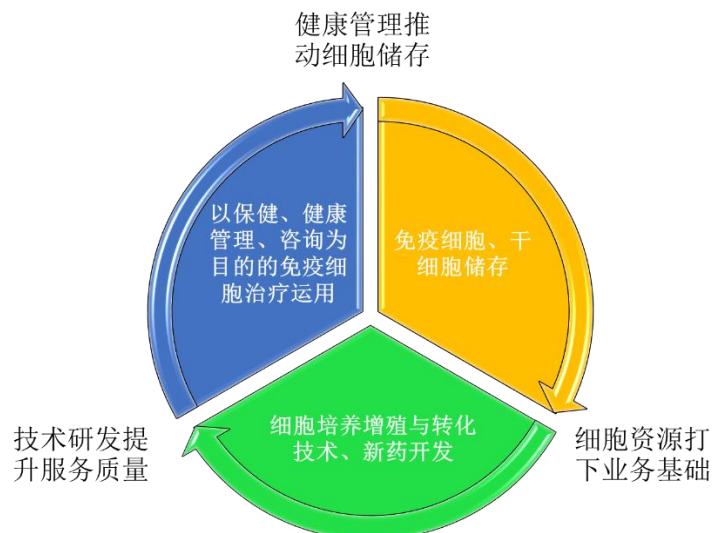
三、弘天生物竞争优势

（一）细胞治疗全产业链布局，业务协同性优

弘天生物围绕大健康领域，在细胞治疗产业链的全产业链布局，业务协同性优，构筑细胞治疗产业链闭环。

公司在细胞治疗运用端主要以大健康保健为核心，开展免疫细胞分析，与医疗机构合作开展肿瘤风险预警等健康管理和健康咨询业务。业务运营初期，公司采取“以大股东旗下安杰玛集团作为首要渠道向多渠道逐渐过渡”的营销策略，推广模式上以开展细胞免疫分析为主要特色的健康讲座并与客户进行深度交流及互动大健康来推广。在为高端目标客户持续提供健康管理和健康咨询等大健康服务同时，不断进行理念和市场教育，衍生和推动了前端免疫细胞、干细胞储存业务的需求，使公司细胞储存业务能以低成本开展；细胞储存客户量的增多，为下游细胞治疗业务提供坚实的资源基础，公司在与医院合作过程中，获得更高议价能力和合作加分；优秀的细胞培养增殖与转化技术研发，是联系细胞储存和治疗运用的纽带。

图表 11：弘天生物细胞治疗产业链闭环





资料来源：联讯证券

（二）大股东旗下拥有丰富优质高端客户资源，客户导入有保障

大股东王安祥董事长旗下安杰玛集团是一家遍布法国、北京、上海、深圳和香港等地，业务涵盖教育、服务、种植、生产、疗养和会所等领域的集团控股公司。安杰玛集团旗下疗养和会所业务在北京、上海等全国各地拥有 500 多家门店或加盟店，拥有数量庞大的高端会员。目前，弘天生物以细胞免疫功能分析为特色的健康管理业务主要来自安杰玛旗下渠道资源和高端客户资源导入，以及公司健康讲座模式直销和经销商带来的业务，未来安杰玛旗下庞大高端客户资源持续导入，弘天生物细胞治疗产业链发展有保障。

图表 12：大股东旗下安杰玛集团高端疗养、会所



资料来源：联讯证券

（三）拥有由世界顶级科学家组成的学术顾问团队

弘天生物的科学顾问委员会（SAB）成员由世界顶级科学大师组成，成员来自法国斯特拉斯堡大学、巴黎大学、美国密西根大学、北京大学等在免疫学研究、肿瘤免疫治疗研究、干细胞研究以及自身免疫疾病、基因研究等领域的多位国际著名学者和科学家。诺贝尔奖获得者 Hoffman 教授、法国科学院院士让·弗朗索瓦·巴赫教授任委员会主席。弘天生物打造世界级权威科学家团队，将进一步提升弘天生物细胞技术平台和细胞研究领域的综合创新能力。

（四）通过严格质量管理体系认证，对外交流合作丰富

弘天生物于 2015 年 7 月通过德国莱茵 TUV 的国际 ISO9000 质量体系认证（证书登记号码 011001430838），公司在细胞委托培养技术服务、基于生物技术的健康管理服务等领域符合 GBT19001-2008 ISO9001:2000 标准，进一步证明公司产品与服务的安全性和品质更值得信赖。

公司对外交流合作丰富，与法国斯特拉斯堡大学共建联合实验室，与北京大学、同济大学等大学科研机构以及北京医院等医疗机构都有合作交流。

四、未来三年盈利预测

2015 年上半年，公司营业总收入 2347.7 万元，其中细胞免疫分析贡献营业收入 1746.2 万元，新业务肿瘤风险预警健康管理取得 566 万元营业收入，细胞委托培养业务



为 35.5 万元。7 月，公司大兴细胞储存库正式投入运营，预计 2016 年开始有营收贡献，成为公司未来一个新的收入增长点。

公司盈利预测关键假设：

- 以细胞免疫分析业务为特色的健康管理业务（包括细胞免疫分析、肿瘤风险预警）继续保持高增长，2015-2017 年保持 50%、45%、40%速度增长。
- 细胞储存业务 2015 年 7 月刚刚正式运营，预计第四季度才开始业务推广营销，2015 年不考虑营收贡献，综合考虑大股东旗下安杰玛集团丰富的高端疗养会所客户资源导入优势和细胞存储业务递延确认收入特点（前期处理费用一次性确认收入+细胞储存费用分年递延确认，免疫细胞储存报价约 10 万/人份，储存 20 年），2016-2017 年保守预测营收分别为 1800 万元（完成约 100-200 人份细胞储存），4000 万元（完成约 400-500 人份免疫细胞储存）。

图表 13：未来三年盈利预测

单位：万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	556.7	3755.3	5834.3	10169.7	15637.6
增长率 YoY		574.8%	55.4%	74.3%	53.8%
其中：细胞储存业务	NA	NA	NA	1800.0	4000.0
以免疫功能分析为特色的健康管理业务	NA	3542.0	5634.3	8169.7	11437.6
细胞委托培养业务	556.7	213.3	200.0	200.0	200.0
营业成本	366.4	495.0	687.3	1108.5	2345.6
毛利率	34.2%	86.8%	88.2%	89.1%	85.0%
销售费用	98.3	280.4	875.1	1525.5	2345.6
管理费用	223.9	858.1	2042.0	3559.4	5473.2
财务费用	0.1	0.3	100.0	0.0	0.0
利润总额	-289.8	1898.6	2129.9	3976.4	5473.2
所得税	-1.9	497.2	532.5	994.1	1368.3
归属母公司净利润	-287.9	1401.4	1597.4	2982.3	4104.9
净利润增长率 YoY		NA	13.99%	86.70%	37.64%
EPS（元）	-0.10	0.47	0.33	0.62	0.86
参考股本（万股）	3,000	3,000	4,800	4,800	4,800

资料来源：Wind，联讯证券

五、公司估值分析

目前，在 A 股上市，纯粹以细胞产业为主营业务的公司只有中源协和(600645.SH)，中源协和涵盖细胞储存、细胞培养和细胞治疗运用全产业链，与弘天生物未来两年业务布局比较接近；开能环保、姚记扑克等虽然介入细胞产业，但是营收贡献极小，仍以原有业务为主，估值缺乏参考性。

新三板细胞产业公司较多，有赛莱拉(831049.OC)、天晴股份(832035.OC)、顺昊生物(833686.OC)等公司，赛莱拉主营业务以干细胞储存、干细胞和免疫细胞培养和干细胞抗衰老医疗美容为主，产业布局与弘天生物接近，交易方式为做市交易，市场估值具有较好参考性；天晴股份和顺昊生物为协议交易方式，估值缺乏参考性。



以赛莱拉和中源协和为估值参考（以 2016 年 1 月 28 日收盘价做基准），我们认为给予弘天生物 15-20 倍的市销率（PS）较为合理，基于我们对公司的未来盈利预测，31.8-42.4 元/股为公司 2016 年阶段性合理价格，对应公司 2016 年市盈率（PE）51-68 倍。

图表 14：同行可比公司估值参考

证券代码	证券简称	PE (TTM)	PS (TTM)
831049.OC	赛莱拉	63.8	15.6
600645.SH	中源协和	114.9 (2015E)	19.8

资料来源：Wind，联讯证券

六、风险提示

以保健、健康管理、健康咨询为特色的细胞治疗运用监管政策收紧；市场营销、大股东高端客户资源导入不及预期；公司人才流失。



分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来报告期内，个股涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，个股跌幅介于 5%与 15%之间；

卖出：我们预计未来报告期内，个股跌幅在 15%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。