

オンコセラピー・サイエンス

Kabugami Research Report

癌症创药

CPM解析服务

FZD10 / OTSA101

KHK6640

OTS167

融资生存型

低位事件脉冲

www.kabugami.jp V3.0 自有评级
C | 融资生存型科学资产观察股

Kabugami V3.0
Score
42 / 100

Type
事件脉冲观察型 /
非长期价值核心

4564 不是没有价值，而是价值很难归属于普通股东。它有真实实验室资产、真实解析服务、真实合作历史与真实事件弹性；但它也有持续亏损、现金续航偏短、融资依赖、股本扩大、筹码再分配和商业化弱的问题。本报告不是为了做漂亮故事，而是为了把这家公司作为自用投资尽调样本，完整拆出“彩蛋”和“伪彩蛋”。

本报告为 www.kabugami.jp 与 ChatGPT 协同研究形成的自用研究记录公开分享。报告基于公开资料、用户提供四季报资料、公司公开资料、TradingView截图、既往系列报告格式与 Kabugami 自有研究框架整理。本报告不构成投资助言、投资勧誘、买卖推荐、价格预测或收益保证。生成日期：2026-06-25。

目录

章节	内容
0. 阅读导引	本报告如何阅读；为什么4564不是传统意义上的价值股。
1. 企业内容客观呈现	四季报整理版：公司档案、业务、业绩、财务、股东结构与客观小结。
2. Kabugami × ChatGPT 协同研究挖掘	总判断、核心项目与合作关系导读、权属树、正面资产、负面清单、竞争地图、融资链条、价值断层。
3. Kabugami Quantum Trend Layer	基于用户提供的TradingView月线图，从状态空间、能量输入、融资吸收、RSET窗口观察市场结构。
4. 总彩蛋：10个问题	假设面对中村祐輔，我们最想问的10个尖锐问题，以及公开资料给出的蛛丝马迹。
5. Kabugami V3.0 Score	按统一权重体系评分，不为了结论调整权重。
6. 最终判断	为什么是C，为什么不是B或A；哪些条件可以上修。
7. 风险、免责声明与资料来源	公开资料清单、研究边界与风险提示。

阅读提示：本报告刻意保留推理路径，不只保留结论。每个关键判断尽量采用“观察 → 正常结构应如何 → 4564实际如何 → 证据 → 推理 → 结论”的形式，以避免读者被术语或信息量淹没。

0. 阅读导引

4564 オンコセラピー・サイエンス 的研究难点，不在于资料少，而在于资料太碎。公司历史很长，名字很多，资产代码很多，合作方很多，公开资料中又不断出现“癌症疫苗”“全基因组解析”“neoantigen”“CPM”“KHK6640”“OTSA101”“JTB医疗入境”“新株予約権”等词。如果不先建立地图，读者很容易把真资产、导出资产、他社资产、融资故事、旧临床失败、短线题材混成一团。

本报告的核心目标不是证明4564一定不好，也不是把它写成一无是处。相反，本报告承认它有研究价值：它有东京大学医科学研究所背景，有中村祐輔相关癌症基因研究底层，有CPM真实解析服务，有全基因组解析履历，有FZD10/OTSA101、KHK6640、OTS167等真实科学资产，也有Shionogi、Thyas、Nobelpharma、JTB等外部合作痕迹。

但投资研究不能停在“有东西”。真正要问的是：

这些东西能不能变成钱？
钱能不能变成利润？
利润能不能减少融资？
减少融资以后，每股价值能不能变厚？

目前4564最难回答的，就是这四个问题。

因此，本报告把4564分成四层观察：第一层整理客观资料；第二层拆产品、权属、竞争和融资；第三层用Kabugami自有模型观察价格结构是否支持右侧重建；第四层则把所有疑问收束成10个最尖锐的问题，作为自用尽调清单。

本报告会多次使用“研发管线”一词。第一次在这里说明：**研发管线，即公司正在推进或保留的候选药物、候选技术项目与授权资产**。它不是销售渠道，不是客户渠道，而是生物医药公司未来可能转化为产品、授权收入或临床价值的一组项目。

1. 企业内容客观呈现：四季报整理版

1.1 基本档案

項目	内容
証券コード	4564
会社名	オンコセラピー・サイエンス
英文社名	OncoTherapy Science, Inc.
登記社名	オンコセラピー・サイエンス株式会社
市場	東証グロース
設立年月	2001年4月
上場年月	2003年12月
本社	川崎市川崎区東田町1-2
員工	連結46名、単体18名（四季報截图口径）
最近決算発表日	2026/05/08
四季報タグ	貸借、医薬品、バイオテクノロジー、バイオベンチャー
所属主題	先端医薬、関東、遺伝子検査等
比較会社	4565 ネクセラP、4588 オンコリス

四季報对公司特色的描述非常直接：**がん治療ワクチン創薬ベンチャー。大手製薬と開発提携。東大医科研発。会社計画は非開示。**

这个客观描述里已经包含三层信息。第一，公司源流是东京大学医科学研究所相关的癌症基因研究；第二，公司历史上与大型制药公司有开发合作；第三，公司当前并没有给出能让市场直接计算的明确公司计划。对投资者来说，这意味着它不是可以用稳定利润、分红、PBR低估来判断的普通企业，而是一个需要拆研发资产和资金链的小型生技公司。

1.2 四季报评分：最容易误读的是“安全性5”

项目	分数	读法
成长性	1	四季报并未把它视为高成长公司。
规模	1	收入规模非常小。
收益性	-	尚未形成盈利能力。
割安度	-	不能用传统低估值逻辑简单解释。
安全性	5	债务压力与融资后资产负债表看起来较安全，但不等于经营安全。
値上がり	2	有低价股脉冲属性，但持续性不强。
総合スコア	2	客观层已经提示：这不是传统好公司。

四季报给安全性5，是4564最容易被误读的地方。表面看，低债务、融资后现金、负的Net D/E都让安全性评分变高。但对4564而言，这不是经营层面安全，而是资产负债表层面的融资后安全。

换句话说：

现金暂时增加
≠ 商业模式成立

债务压力不高
≠ 普通股东价值安全

四季报安全性5
≠ 现金可以支撑到主要研发资产兑现

这个区分非常重要。第一层先把事实摆出来；第二层会把现金runway、融资、股东摊薄和价格结构放在一起分析。

1.3 四季报最新评语拆解

四季报最新评语的核心是两个标签：**連続赤字** 和 **低分子医薬**。

四季报写到：遗传子解析服务收入增加；创药方面，滑膜肉瘤治疗药候选OTSA101等多个项目继续进行导出活动；但由于治验进展带来的研究开发费用负担较重，营业赤字持续。低分子医药方面，OTS167正在美国实施乳癌1相治验；此前在美国实施的急性骨髓白血病1/2相治验患者登记已结束，静脉内反复投与安全性获得确认；并存在持续经营相关重要事项。

这段文字非常克制，但实际上已经把4564的现实说清楚了：

四季报信息	投资含义
遗传子解析服务收入增加	CPM方向是真业务，不是空壳。
OTSA101等继续导出活动	创药线更多依赖外部partner，而非自力商业化。
研究开发费用仍重	收入增长尚未覆盖集团费用。
OTS167仍在早期临床	低分子资产保留研究期权，但距离商业化较远。
继续经营相关重要事项	公司仍处于资金与经营压力并存状态。

1.4 业绩推移：收入不是零，亏损也没有消失

决算期	売上高	営業利益	経常利益	純利益	1株益	1株配
2021/03	332	-1,637	-1,639	-1,561	-8.9	0
2022/03	1,153	-2,052	-2,071	-2,571	-13.7	0
2023/03	1,134	-1,106	-1,133	-1,118	-5.8	0
2024/03	610	-1,120	-1,136	-1,288	-6.1	0
2025/03	750	-797	-815	-815	-3.1	0
2026/03	808	-810	-845	-910	-2.8	0
2027/03予	850	-800	-830	-830	-2.1	0
2028/03予	900	-700	-730	-730	-1.8	0

单位：百万日元，EPS与配当为日元。

这张表给出的第一判断很明确：4564不是完全没有收入，但收入规模太小；它不是偶发亏损，而是多年连续亏损；四季报预计到2028年3月期仍然亏损；配当为0。

如果只看收入，2024年低点之后确实有所恢复；但如果看营业亏损，公司仍然每年消耗约7-8亿日元级别现金能力。对小型生技来说，这不是立刻破产的数字，但足以让投资者持续面对再融资风险。

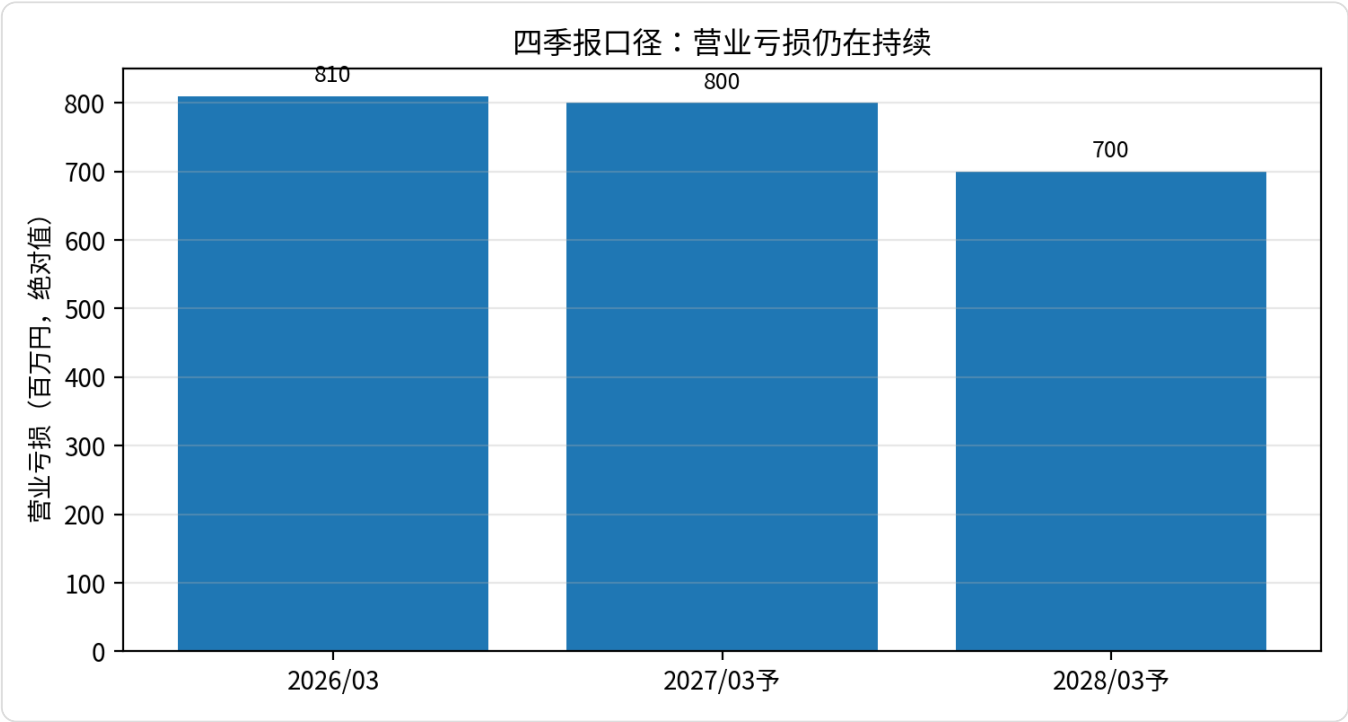


图1：四季报口径下，4564营业亏损仍在持续。安全性评分不能替代经营现金流判断。

1.5 株价指标：低价不等于低估

项目	数据
株价截图时点	20円附近
时价总额	75億円
最低购入金额	0.19万円
売買単位	100株
売買代金	2,136百万円
22日平均売買代金	3,243百万円
出来高	112,463,200株
実績PBR	3.51倍
予想配当利回り	0.00%
1株純資産	5.4円
自己株保有率	0.0%

低价股容易让人产生“便宜”的错觉。4564股价只有20日元附近，但这不等于它便宜。由于公司长期亏损、股本扩大，1株净资产只有5.4日元，20日元对应PBR仍约3.51倍。

所以4564不能按“低价=安全边际”理解。它真正的估值支撑不是账面净资产，也不是盈利，而是：CPM平台能不能盈利、旧创药资产能不能导出、是否有重大授权、融资压力能不能降低、以及市场是否愿意在事件窗口给它短期脉冲。

1.6 财务指标：债务安全与经营质量分离

指标	2022/03	2023/03	2024/03	2025/03	2026/03
ROE	-135.7%	-143.9%	-461.7%	-123.9%	-44.0%
ROA	-95.8%	-74.0%	-148.6%	-70.6%	-38.6%
EBITDA	-2,036	-	-	-	-
财务レバレッジ	1.4倍	1.9倍	3.1倍	1.7倍	1.1倍
ネットD/Eレシオ	-1.0倍	-1.5倍	-1.9倍	-1.3倍	-1.1倍
总资产回転率	0.4回	0.7回	0.7回	0.6回	0.3回
1人当たり売上高	1,720万円	1,890万円	1,129万円	1,595万円	1,756万円
1人当たり営業利益	-3,063万円	-1,844万円	-2,075万円	-1,696万円	-1,761万円

这张表非常适合解释4564的“安全性误读”。财务杠杆低、Net D/E为负，说明公司不是债务压垮型公司；但ROE、ROA长期大幅为负，说明经营质量仍然很弱。更关键的是1人当たり営業利益为负，说明员工层面的产出还不能覆盖成本结构。

所以第一层的财务结论是：

4564短期债务压力不高，但经营层面尚未建立盈利模型。安全性来自融资后的资产负债表，而不是来自自我造血能力。

1.7 股东结构：分散化、融资痕迹与临时资金特征

2026/03 大股东

排名	股东	持股比率	保有株数
1	中村祐輔	3.26%	12,511,000
2	楽天証券共有口	2.38%	9,155,500
3	SMBC信託銀行特定有価証券信託口	1.90%	7,300,000
4	中鶴修一	1.52%	5,850,000
5	野村證券	0.98%	3,781,200
6	仲榮真正雄	0.78%	3,000,100
7	古川洋一	0.76%	2,943,000
8	後藤知近	0.74%	2,850,000
9	手柴智行	0.66%	2,553,000
10	荒川博文	0.64%	2,487,400

2026/03时，最大股东中村祐輔持股只有3.26%，公司没有强控股产业股东。证券账户、信托口、个人股东占比较高，股东总数为50,685名，发行済株式総数为383,643,700股。

25/09与26/03的关键变化

25/09时，第一大股东曾出现 **MLIジェネラルオムニノンコラテラルノントリーティ**，持股5.77%、19,550,000股。到了26/03，这个名字已经不在前十大。与此同时，发行股数继续扩大，证券账户与散户化结构重新成为主要特征。

这就是第二层要重点拆的地方：

金融型名义持有人阶段性出现

↓

发行股数扩大

↓

前十大股东结构重新分散

↓

新增筹码需要由二级市场吸收



公司获得现金，既有股东被摊薄

第一层只做客观记录；第二层会进一步解释为什么这不是长期产业资本进场，而更像融资型筹码再分配。

1.8 客观层小结

四季报资料显示，4564是一家东大医科学研究所背景的癌症治疗疫苗创药型生物科技企业，历史上与大型制药公司存在开发合作。公司当前收入主体已经明显转向CPM癌症precision medicine相关解析服务，传统医药品研发业务外部收入很小。

公司并非空壳。它有CPM收入、有全基因组解析履历、有旧创药资产、有合作历史。但它仍然是连续亏损的小型生技公司，四季报预计2027年3月期和2028年3月期仍持续亏损且无分红。

财务层面，债务压力不高，增资后现金与净资产改善，使四季报安全性评分较高；但ROE、ROA、营业利益、净利润均长期为负。股东结构方面，公司没有强控股产业股东，股权高度分散，发行股数持续扩大。

第一层结论：

4564并非没有业务与资产，但其上市公司质量受到持续亏损、研发费用、外部授权依赖、融资续航和股本稀释的约束。它值得进入深挖层，不是因为它是好公司，而是因为它是典型的“科学资产多、股东价值难兑现”的日本小型生技样本。

2. Kabugami × ChatGPT 协同研究挖掘

2.1 总判断：不是没有价值，而是价值很难归属于普通股东

4564的研究不能从“垃圾股”或“宝藏股”两个极端开始。它不是没有价值，也不是没有技术；但它的价值形态非常不适合直接转化为普通股东价值。

最简洁的总判断是：

4564不是没有IP；它的问题是IP太散、商业化太弱、外部依赖太高、稀释太重。真正属于4564的彩蛋是 FZD10/OTSA101、KHK6640、OTS167、CPM平台know-how。Shionogi/Thyas/Nobelpharma 是导出权利，不是完全自主资产。CDH3/FF-21101 是最容易误判的伪彩蛋，应从4564估值里剔除。

但报告不能只写这句总结。读者需要看到判断是怎么来的。

4564的真实画像是：

科学资产：不少

↓

合作历史：不少

↓

可控权属：混杂

↓

商业化路径：偏弱

↓

CPM收入：真实但不盈利

↓

现金续航：短中期

↓

研发兑现：中长期

↓

中间缺口：靠融资

↓

融资结果：股本扩张、股东摊薄、筹码再分配

所以这家公司最核心的问题，不是“有没有故事”，而是“这些故事是否能不再靠二级市场输血而自行产生现金”。

2.2 核心项目与合作关系导读

这一节先把主要名字说明清楚，后面分析才不会混乱。

名称	类型	通俗说明	在4564里的意义	当前判断
FZD10	癌症相关靶点	可以理解为某些癌细胞表面更常出现的“识别标记”。	OTSA101想识别并攻击的目标。	真资产基础。
OTSA101	抗FZD10抗体 / 放射性抗体方向	抗体负责找癌细胞，放射性同位素负责杀伤。	4564最有 radiopharma 想象力的旧资产。	真彩蛋，但需要partner。
KHK6640	抗Aβ抗体	面向Alzheimer病的抗体资产，曾由Kyowa Kirin推进。	Kyowa Kirin返还后的二次授权期权。	真资产，但不是继续背书。
OTS167	MELK小分子抗癌药	抑制癌细胞增殖相关通路的小分子候选药。	旧核心低分子资产，仍有临床探索。	高风险研究期权。
CPM	癌症precision medicine解析服务	做全基因组、免疫、TCR/BCR、neoantigen等解析服务。	当前收入主体。	真业务，但未稳定盈利。
Shionogi / S-588410	导出peptide vaccine	食道癌术后辅助免疫治疗方向，III期主终点未成功。	历史外部认可证据。	导出资产，不是自主主线。
Thyas	iPS / T细胞相关合作	利用peptide vaccine与再生T细胞技术组合。	远期期权。	进展与现金流不明。
Nobelpharma	小众药企授权合作	特定癌症peptide vaccine日本option权合作。	历史授权证据。	弱期权，需要后续验证。
CDH3 / FF-21101	他社资产	P-cadherin/CDH3靶点的放射性药物线。	容易被误判成4564彩蛋。	应从4564估值剔除。
JTB医疗入境	商业入口合作	访日外国人自由诊疗里的基因panel/neoantigen医疗协调入口。	CPM可能拓展高端自费市场。	入口，不是收入证明。
AMED / 国策项目	政策/研究背景	全基因组、癌症precision medicine、neoantigen等大方向有政策背景。	提高方向真实度。	不是4564专属护城河。

这里最重要的，是把“资产归属”与“故事热度”分开。一个名字听起来很高级，不代表它能给4564股东带来钱。一个合作方很大，也不代表4564掌握主动权。

2.3 权属树与彩蛋排雷

4564最容易误判的地方，是看起来所有名字都和它有关，但权利状态完全不同。正式报告必须把权属树放在前面。

A. 仍属或可归入4564资产包的真资产

资产	权属状态	为什么算真资产	主要疑点
FZD10 / OTSA101	仍属4564核心资产包	公司公开将OTSA101作为抗FZD10抗体资产推进，且有子宫颈癌表达与动物模型线索。	独立开发成本高，需要外部partner。
KHK6640	通过Immunas进入4564体系	Kyowa Kirin返还相关专利权至Immunas，Immunas为4564体系内资产。	返还说明大药企退出，二次授权难度高。
OTS167	4564旧核心低分子资产	美国乳癌1期、AML 1/2期安全性等线索存在。	MELK靶点争议、临床早期、商业化遥远。
CPM平台 know-how	4564子公司业务	有真实解析收入、全基因组项目履历、TCR/BCR/neoantigen能力。	收入未变利润，竞争强，客户集中。

B. 导出资产：和4564有关，但主动权不在4564手里

合作线	权利性质	报告读法
Shionogi / S-588410	OTS导出的癌症peptide vaccine	说明历史IP被大药企认可，但III期主终点未达成，不能作为高质量现金流主轴。
Thyas	peptide vaccine + iPS/T细胞合作	有远期想象，但需要后续临床、资金、制造、监管验证。
Nobelpharma	特定癌症peptide vaccine日本option权	有授权结构与潜在upfront/milestone/royalty，但若无后续进展，价值有限。

C. 权属或价值仍需确认的研究彩蛋

线索	为什么有趣	为什么不能直接估值
ImmunoGrapher / TCR/BCR 解析	可能形成免疫解析工作流与研究受托能力。	公开收入、客户、利润率不透明。
Neoantigen workflow	与个性化癌症疫苗和免疫治疗方向相关。	全球竞争激烈，CPM不一定拥有核心产品化入口。
JTB医疗入境	高端自由诊疗和入境医疗可能带来自费客源。	合作公告不等于收入规模，不属于适时开示标准。
臓器線維症化合物库等	可能代表旧化合物再开发方向。	证据不足，距离商业化很远。

D. 他社资产 / 伪彩蛋

资产	为什么容易误判	真实处理
CDH3 / FF-21101	CDH3曾与OTS旧研究脉络有关，放射性药物听起来类似OTSA101。	当前应按Perseus/Fujifilm/PDR等他社资产处理，不能计入4564估值。

权属树的结论非常清楚：

4564不是没有IP；它的问题是IP太散、商业化太弱。真正属于4564的彩蛋是 FZD10/OTSA101、KHK6640、OTS167、CPM平台know-how。Shionogi/Thyas/Nobelpharma 是导出权利，不是完全自主资产。CDH3/FF-21101 是最容易误判的伪彩蛋，应从4564估值里剔除。

2.4 好在哪里：为什么不能简单看成空壳

如果只看亏损、融资和股价，4564很容易被归为“普通低价生技股”。但这会漏掉它真实存在的资产。

第一，它有真实源流

4564不是临时拼出来的题材壳。它的底层来自中村祐輔相关癌症基因研究与东京大学医科学研究所背景。公司名字、研发方向、peptide vaccine、癌症相关靶点与全基因组解析，都是围绕癌症基因组医学展开的。

这个源流不能直接变成估值，但可以说明：4564不是没有技术来源的纯资本故事。

第二，CPM是真业务

CPM参与がん研究会“がんの全ゲノム解析事業”，对超过4000例癌症患者来源样本进行高精度全基因组测序及全基因表达解析，并获得感谢状。这种履历不是普通小实验室随便能拿到的。

这说明CPM在日本癌症precision medicine执行链里确实有位置。它能做样本、测序、表达解析、免疫解析等复杂工作流。对一个小型生技集团来说，这比单纯“有个研究主题”要实在。

第三，OTSA101/FZD10具有radiopharma时代想象

OTSA101是抗FZD10抗体资产。FZD10在滑膜肉瘤中高表达，并在子宫颈癌方向也有表达与动物模型线索。全球放射性药物方向近年来获得资本关注，抗体或靶向分子携带放射性同位素的逻辑并不空。

但正因如此，它更需要合作方。放射性药物不是小公司轻松自研到底的产品：同位素供应、CMC、临床、放射药生产、配送、医院流程都很重。

第四，KHK6640不是空气

KHK6640曾由Kyowa Kirin推进日本和欧洲I期，并在许可终止后把相关专利权转让给Immunas。它不是一行PPT，而是有大药企推进历史的抗Aβ抗体资产。

但它的正面和负面同时存在：曾被推进说明有科学基础；被返还说明大药企不再承担它的开发。

第五，合作方历史证明IP曾被外部认可

Shionogi、Thyas、Nobelpharma这些合作不能简单算现金流，但它们证明4564历史上确实把资产导出给外部方。一个完全没有技术含量的公司，很难长期出现这些合作。

第六，JTB医疗入境是一个商业入口

JTB相关合作不能证明收入，但它说明CPM试图把解析服务从单纯研究受托扩展到自由诊疗与访日医疗入口。如果未来能形成高端自费癌症基因检测、neoantigen治疗协调或海外患者服务，它可能改善CPM商业结构。

本节小结

4564不能被简单看成空壳。它有真实实验室价值、真实平台能力和真实合作历史。问题在于：

真实资产

≠ 可商业化资产

合作历史

≠ 稳定现金流

研究价值

≠ 普通股东可兑现价值

2.5 反面在哪里：为什么它不是一个好标的

这一节是本报告的核心负面尽调。我们不是为了否定而否定，而是为了判断普通股东能不能获得长期回报。

2.5.1 CPM是真业务，但还不是好生意

CPM最好的地方，是它有真实收入和项目履历。最弱的地方，是它还没有盈利。

如果一个解析服务公司收入增加，但分部仍然亏损，说明它可能面对以下问题：

客户项目真实

↓

但项目单价 / 利润率不足

↓

质量体系、设备、人员成本高

↓

客户集中或项目型收入波动

↓

收入增长不能快速转化为利润

这就是为什么CPM不能被直接写成“现金牛”。它更像4564当前最真实的业务底座，但不是成熟利润引擎。

2.5.2 创药资产多数需要别人接盘

OTSA101、KHK6640、OTS167都有科学价值，但它们都不适合由4564独自推到底。

- OTSA101需要radiopharma合作方；
- KHK6640需要Alzheimer领域二次授权方；
- OTS167需要临床资金、靶点信心与适应症聚焦；
- Shionogi线主终点失败后商业确定性下降；
- Thyas/Nobelpharma线缺乏足够后续收入验证。

这说明4564的资产包更像“可供交易的科学期权”，而不是“公司自己能生产销售的产品矩阵”。

2.5.3 合作很多，但多数不是确定收入

合作方名单容易让报告变得好看，但投资判断必须问：这项合作有没有现金？有没有预付款？有没有后续milestone？有没有明确临床计划？有没有销售权和责任分配？

以JTB为例，它是入口，不是收入证明。以Nobelpharma为例，它是option权结构，不是已上市产品。以Thyas为例，它有技术组合想象，但离收入很远。

2.5.4 竞争对手太强

4564每一条故事旁边都有更强对手：CPM面对Sysmex、Foundation Medicine/Chugai、Guardant、SRL等；neoantigen面对Moderna/Merck、BioNTech、NEC等；Alzheimer抗体面对Leqembi、donanemab等大厂产品；radiopharma面对Novartis、BMS、Lilly等资金巨头；癌症疫苗方向长期临床失败率高。

2.5.5 四季报“安全性5”的误读

四季报安全性高，是因为公司融资后现金与净资产改善、债务压力不高。但经营层面，公司仍然亏损。四季报预计2027/03营业亏损约8亿日元，2028/03仍亏约7亿日元。

如果没有CPM盈利化、重大授权收入或外部战略资金，现有现金缓冲更像一至两年的续航窗口，而不是支撑全部研发资产慢慢走到2030年的长期资金池。

这就是4564的时间错配：

现金续航：短中期
↓
创药兑现：中长期
↓
中间缺口：继续融资

2.5.6 股东结构与融资筹码：长期投资最不舒服的地方

25/09出现的金融型名义持有人，到26/03消失；同期发行股数扩大，证券账户和分散股东重新占据股东结构。这不像长期产业资本进场，更像融资型资金阶段性进入后的市场吸收过程。

这不是法律意义上的交易定性。报告不能说“确定拉高出货”。但从长期投资角度，结构已经足够不友好：公司把二级市场流动性转换成现金，代价是发行更多股票，既有股东和大股东一起被摊薄。

2.6 竞争对手深挖：每条故事旁边都有更强对手

4564故事线	主要竞争/替代路径	对4564的含义
CPM癌症解析服务	OncoGuide NCC Oncopanel、FoundationOne CDx、Guardant360 CDx、SRL/大型检测公司	CPM不是无竞争平台，医保CGP入口和大型检测网络更强。
Neoantigen / 个性化疫苗	Moderna/Merck、BioNTech、NEC等	方向真实，但4564不一定拥有商业化主导权。
Peptide vaccine	多个癌症疫苗历史试验、免疫检查点联合等	S-588410主终点失败提醒：免疫诱导不等于临床获益。
OTSA101 / radiopharma	Novartis、BMS、Lilly、Fujifilm/PDR等	行业热，但资金、同位素、CMC、临床都需要强partner。
KHK6640 / Alzheimer抗体	Legembi、donanemab及后续抗体	竞争已进入商业化，KHK6640二次授权难度高。
OTS167 / MELK小分子	其他肿瘤小分子、ADC、免疫治疗、靶点争议	临床早期，靶点信心和适应症选择是最大问题。

竞争地图的结论不是“4564一定没机会”。而是：

4564的资产大多需要外部partner把它们放进更大的临床、商业和产业体系。没有partner，科学资产很难单独转化成股东价值。

2.7 融资链条与现金runway：4564真正的核心风险

这一节必须用过程讲清楚，不能只写“稀释严重”。

第一步：为什么需要融资？

因为公司持续亏损，CPM尚未覆盖集团费用，创药资产还没有产生足够授权收入。公司要维持上市、人员、研发、CPM平台、导出活动，就必须有现金。

第二步：融资怎么做？

公司通过第三者割当、新株予約権等方式融资。第38回新株予約権在2026年4月行权并交付1500万股，使发行済株式数进一步上升至398,643,700股。

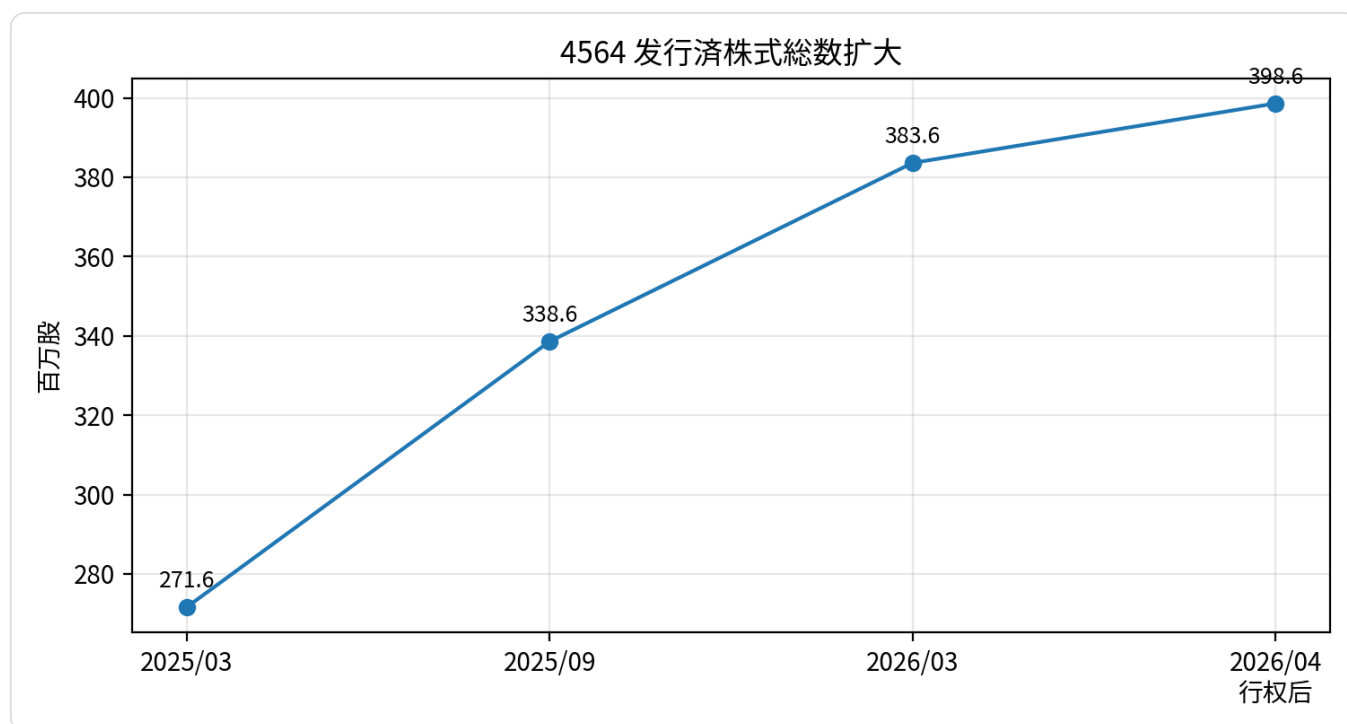


图2：发行済株式総数从2025/03的约2.716亿股，扩大至2026/04行权后的约3.986亿股。股本扩张是普通股东稀释风险的核心。

第三步：融资后表面发生什么？

融资后，公司现金增加、净资产改善、债务压力下降，四季报安全性评分看起来提高。表面上，公司“不容易马上死”。

第四步：股东真实承受什么？

股东承受的是每股权益切薄。公司拿到现金，但发行股数变多，未来每一股可以分到的资产、利润、授权收益和上行空间都被稀释。

第五步：筹码结构发生什么？

25/09金融型名义持有人阶段性出现，26/03从前十大消失。同期发行股数明显扩大，证券账户、个人股东、散户化吸收更明显。

这个过程可以这样理解：

公司缺钱
↓
通过新股 / 新株予約権融资
↓
融资方取得新股或可行权权利
↓
公司获得现金
↓
市场新增大量股票供给
↓
融资方阶段性退出或降低持仓
↓
新增筹码由二级市场吸收
↓
原股东与大股东一起被摊薄

第六步：为什么这对长期投资不友好？

长期投资喜欢的是：

公司赚钱
↓

利润留存
↓
净资产增加
↓
每股价值变厚
↓
股东一起变富

4564更像：

公司亏损
↓
现金不够
↓
增发 / 新株予約権
↓
现金补进公司
↓
股本扩大
↓
每股价值被摊薄
↓
未来仍可能继续融资

所以4564不是“公司通过经营创造价值”，而是“公司通过资本市场争取生存时间”。

2.8 现金runway与创药兑现周期错配：负反馈循环

4564当前最大的问题，不是单纯股价低，而是时间结构错配。

先看现实：

CPM还没快速盈利
↓
旧创药资产还没产生重大授权收入
↓
公司继续亏损
↓
现金只能撑短中期

↓
但真正有价值的研发/授权结果可能要更久
↓
中间缺口只能靠融资填

继续推下去：

融资继续扩大股本
↓
股本扩大压制每股价值和价格弹性
↓
价格上不去，融资效率下降
↓
融资效率下降，公司下一次可能需要更低价、更大稀释
↓
这形成负反馈循环

这就是本报告对4564最重要的系统性判断。

如果到2028年前后仍未出现CPM盈利化、重大license-out、外部战略资金或大额非稀释性收入，公司大概率仍要继续融资。它不是今天马上破产的公司，但在当前结构下，更像“不继续募集就很难撑到真正价值兑现窗口”的标的。

2.9 价值断层：为什么好实验室不等于好上市公司

一个好实验室可以有：

靶点
专利
论文
临床前数据
合作方
样本解析能力
化合物库

但一个好上市公司需要：

稳定收入
利润
现金流
可复制商业模式
低稀释资本结构
股东权益增长

4564前面那串不少，后面这串很弱。这就是它的价值断层。

所以本报告不会说4564没有价值。更准确的说法是：

4564有实验室价值、研究价值和事件价值，但上市公司价值很难稳定归属于普通股东。

2.10 协同研究层小结

4564第二层的最终判断如下：

1. CPM是真业务，但不是成熟利润引擎。
2. FZD10/OTSA101是真彩蛋，但需要radiopharma partner。
3. KHK6640是真回流资产，但不是Kyowa Kirin继续背书。
4. OTS167是高风险研究期权，不能作为主估值支柱。
5. Shionogi、Thyas、Nobelpharma说明IP被外部认可，但主动权和现金流不确定。
6. CDH3/FF-21101应作为他社资产剔除。
7. JTB医疗入境是入口，不是收入证明。
8. 股东结构与发行股数显示融资驱动的筹码再分配特征。
9. 现金runway与研发兑现周期错配，是最大系统性矛盾。
10. 长期价值投资不适合；事件脉冲观察可以，但不能当核心仓位。

3. Kabugami Quantum Trend Layer

图表主视图：用户提供的 TradingView 月线全景图，4564 オンコセラピー・サイエンス，截图时点2026/06/25。图表仅用于观察系统状态、能量密度与相位结构，不构成价格预测、买卖建议或收益暗示。



图3：4564 TradingView 月线主视图。用户提供截图。技术层采用本图作为主视图。

3.1 方法说明：自适应非线性阻尼振荡模型

本报告的图表研究并不采用传统单一指标解释框架，而是基于 Kabugami 自有的“自适应非线性阻尼振荡模型”进行结构推演。该模型将股价序列视为一个在外部扰动、内部惯性、能量耗散与状态反馈之间持续演化的非线性动力系统。价格并非孤立数值，而是系统状态在时间轴上的可观测投影。

本体系首先从该资产历史能量峰值出发，观察其后状态变量的衰减、反冲、压缩与再组织过程。研究重点不在于某一局部形态本身，而在于系统是否已经完成从高能耗散区向低熵重构区的迁移；亦即，市场参与者结构、波动振幅、趋势惯性与回归力之间是否出现新的动态平衡。

在数学表达上，本研究更接近对一个含时参数系统的状态空间观察：惯性项、阻尼项、回复项与外力项并非静态常数，而是随交易行为、信息扰动与流动性结构持续变化。因而，本报告不

追求对单点价格的线性外推，而是关注系统相位、振幅、能量密度与扰动响应之间的相互约束关系。

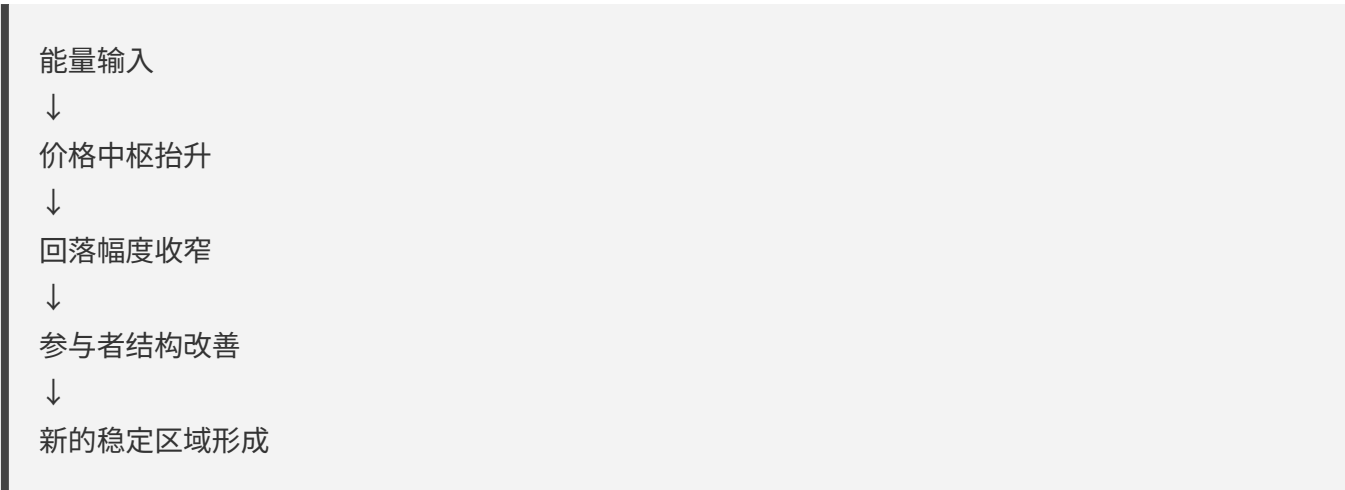
Kabugami 技术研究尤其重视“相位转换”与“临界带”。当一个系统长期处于耗散状态后，若其振幅衰减、扰动敏感度下降，而内在回复力开始重新抬升，则可能逐渐接近新的吸引子区域。此时，价格序列所呈现的不是简单的涨跌信号，而是一个非线性系统从压缩态向扩张态迁移前的边界现象。

由于金融市场本质上存在混沌边界，本报告不对某一具体交易日作机械预测，而是输出 RSET：右侧结构尾部时间带。RSET 指的是在长期耗散结构接近完成后，系统最可能发生相位重排、能量再分配与结构性加速的时间区域。该判断并非静态结论，而会随着新增观测数据持续修正，类似闭环制导系统在动态环境中不断校准轨迹。

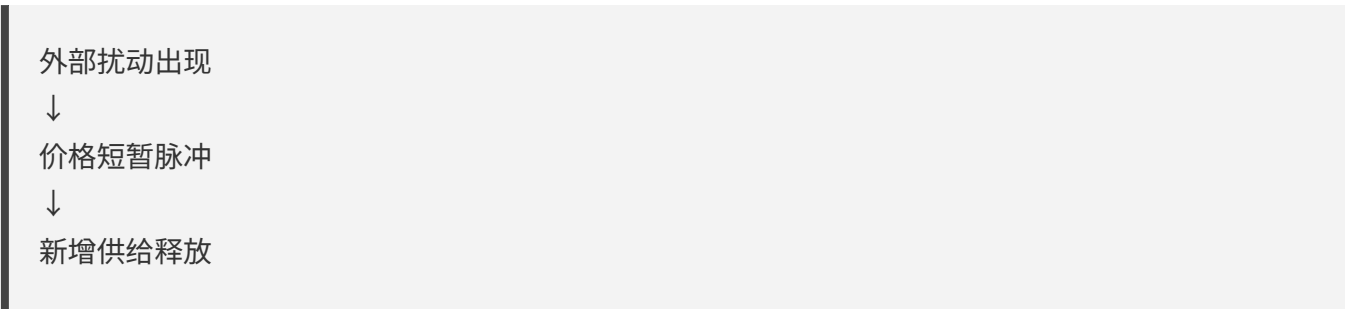
3.2 总体判断：不是右侧重建，而是融资吸收后的低位耗散

从全历史结构看，4564曾经在上市早期形成极高能量峰值，随后进入长期能量耗散。这个系统不是普通成长股的“波动后再组织”，而更像高位预期坍缩后，长期滞留在低能区域附近。

如果一个系统完成健康重构，我们通常会看到：



但4564长期图形显示的更像：



↓
市场吸收筹码
↓
价格重新回到低能区域
↓
股东结构继续分散

这就是第三层的核心判断：4564不是右侧结构显影型，而是事件脉冲型低位耗散系统。

3.3 历史高能峰值：长期底色已经改变

上市早期市场曾给过4564极高预期。那时的预期来自癌症疫苗、基因组创药、大学发venture和中村祐輔背景。问题是，后续商业化没有跟上，临床和授权没有转化成持续盈利，股价系统就不断向低能区域回归。

这类图不能用“跌多了就便宜”解释。因为它不是一家稳定盈利公司从高估回到合理估值，而是一个科学叙事被多年现实折损后形成的耗散结构。

报告判断：

4564不是刚刚被市场低估的成长股，而是长期期待被反复折损后的事件型系统。

3.4 2024-2026的关键变化：不是自然蓄势，而是融资窗口中的能量输入

从近端图表看，2024以后系统出现几次明显能量注入。特别是2024中后段、2025下半年至2026年附近，成交能量明显放大，但价格没有形成对应的持续上移。

这就是最关键的观察。

如果一个系统进入健康右侧重建，通常会看到：

能量放大
↓
价格中枢抬升
↓

回落幅度收窄

↓

新的稳定区域形成

↓

参与者结构改善

但4564这里更像：

能量放大

↓

价格短暂抬升

↓

新增供给释放

↓

市场吸收筹码

↓

价格重新回到低能区域

↓

股东结构继续分散

所以这不是典型的健康重建，而更像融资窗口带来的市场流动性吸收。

这个判断和四季报股东结构能对上：

- 2025/09 出现金融型名义持有人；
- 2026/03 该类持有人从前十大消失；
- 同期发行股数明显扩大；
- 图表上出现放量脉冲，但价格没有完成长期上移；
- 证券账户、分散股东、散户化吸收迹象增强。

因此，可以把正式总结写成：

2024-2026年间，4564的近端结构出现多次能量注入，但价格系统并未随之完成稳定上移。结合发行股数扩大、金融型持有人阶段性出现并退出前十大，以及新株予約権行使窗口，该阶段更接近融资驱动下的流动性吸收过程，而非长期产业资本推动的价值重估。

3.5 融资型筹码结构在图上的表现：有量，没有真正迁移

这组图最重要的不是价格有没有一时上涨，而是放量之后系统没有留住高度。能量进来以后，没有转化为新的稳定结构，而是被供给端释放与筹码再分配过程吸收。

从公开资料看，不能对具体交易行为作监管意义定性；但从市场结构角度，它符合：

短期资金提供流动性

↓

市场完成筹码吸收

↓

价格未形成长期重心迁移

用Kabugami模型语言：

系统获得外部扰动能量，但该能量并未转化为新的回复力，而是被供给端释放与筹码再分配过程吸收。价格表现为短期脉冲，状态空间却未完成吸引子迁移。

3.6 低位压缩的两种含义

低位压缩不一定是好事。压缩有两种。

健康压缩是：

业务改善

↓

卖压减弱

↓

筹码沉淀

↓

波动降低

↓

右侧重建

4564更像生存融资型压缩：

公司亏损
↓
股本扩大
↓
新增筹码被市场吸收
↓
价格低位横住
↓
但没有盈利支撑
↓
等待下一次融资或事件

所以当前4564的低位压缩不能简单解读为长期吸筹。它更像融资后筹码再分配完成过程中的低位滞留。

3.7 现金时间轴与创药兑现时间轴错配

技术图形不能脱离第二层财务逻辑。4564最大的系统性矛盾是：现金续航偏短，创药资产兑现偏长。

流程很清楚：

CPM不能快速盈利
↓
重大授权收入没有出现
↓
公司继续亏损
↓
现金只能撑短中期
↓
但创药资产兑现时间更长
↓
中间缺口只能靠融资
↓
融资继续扩大股本
↓
股本扩大压制每股价值和价格弹性
↓
价格上不去，融资效率下降

↓

下一次融资可能需要更低价格、更大稀释

↓

形成负反馈循环

这个流程比一句“时间结构错配”更重要。它让读者看清楚：4564不是单纯的低价股，而是一个现金、研发、融资、股价相互约束的复杂系统。

3.8 RSET：2026-2028年的生存验证窗口

4564当前的RSET不能写成积极看多。它更像一个生存验证窗口。

RSET-1：2026年下半年至2027年上半年

观察融资筹码是否完成吸收。如果成交能量逐渐降低，但价格仍能稳定在低位结构上方，说明市场至少完成阶段性吸收。如果成交继续放大但价格无法上移，说明供给仍在释放，系统仍处于被动吸收状态。

RSET-2：2027年下半年至2028年前后

观察现金runway和再融资压力。如果CPM没有盈利化、没有重大授权收入、没有战略资金，公司很可能再次面对融资需求。这会重新增加系统阻尼，使任何右侧结构都难以自然形成。

RSET-3：2028年以后

只有在CPM业务明显转正，或某条旧资产出现高质量license-out时，系统才可能从“融资生存型低位振荡”转入“事件重估型结构”。如果没有这些外部变量，真正创药兑现窗口可能晚于公司现有现金覆盖期，系统将继续处于融资依赖状态。

3.9 技术层最终判断

4564图表给出的信息很清楚：它不是没有能量，它有事件脉冲、有成交放大、有短期弹性、有市场愿意炒作的题材。但问题是，能量进来后，系统没有完成迁移。价格没有建立新的稳定中枢，成交放大更像供给吸收，股东结构没有沉淀为长期资本，现金时间轴与研发时间轴错配，融资需求仍然是系统长期阻尼。

因此，Kabugami技术层不把4564定义为右侧趋势重建型标的，而定义为：

事件脉冲型低位耗散系统。

阶段性波动机会可能存在，但长期结构质量不足。只有当CPM盈利化、重大license-out、战略资金进入或融资压力显著解除时，系统才可能真正发生吸引子迁移。

第四部分 | 总彩蛋：如果只有10个问题可以问中村祐輔

4564 オンコセラピー・サイエンス 的复杂之处，不在于它没有故事，而在于故事太多：癌症疫苗、FZD10、OTSA101、KHK6640、OTS167、CPM、全基因组解析、Shionogi、JTB、Nobelpharma、新株予約権、金融型股东、股价脉冲、长期亏损、现金续航、散户化筹码吸收。

如果只是把这些信息列出来，读者会迷路。

如果只给一个“C观察级”的结论，又太粗。

所以本报告设置这一部分：假设我们只有10个问题可以问中村祐輔，我们会问什么？公开资料已经给了哪些蛛丝马迹？这些问题的答案，又如何帮助我们判断4564到底是隐藏彩蛋，还是上市公司价值陷阱？

这一部分不是采访纪要，也不是公司答复，而是 Kabugami × ChatGPT 协同研究对4564进行“反向尽调”的总结。它的目标不是哗众取宠，而是帮助我们自己判断：这家公司到底值不值得作为投资标的继续跟踪。

问题1：4564到底是一家创药公司，还是一家癌症解析服务公司？

我们真正想问的不是分类，而是商业重心

如果问得客气一点，这个问题可以写成：

4564未来的核心商业模式，到底是OTS本体的药物授权，还是CPM的癌症precision medicine解析服务？

但如果问得尖锐一点，就是：

4564现在还算一家创药公司吗？还是已经变成一家靠CPM收入续命的解析服务公司？

这个问题很重要，因为市场对4564的想象力，很多时候还停留在“癌症创药venture”。但公司当前收入结构已经不是这个样子。

公开资料已经给出的线索

2026年3月期决算显示，4564集团売上高为8.08亿日元，其中几乎全部来自CPM所在的“がんプレシジョン医療関連事業”。医药品研究开发相关事业外部売上只有233万日元，而CPM相关事业外部売上为806百万円。也就是说，现实收入几乎不来自药物研发，而来自解析服务。

公司2026年事业计划也把业务分成两块：OTS做医药品研究开发，靠license契约等收入；CPM做癌症precision medicine相关业务，靠解析服务收入。这个划分其实已经说明，公司自己也知道：OTS和CPM是两种完全不同的商业模式。

如果站在中村/管理层视角，可能会怎样回答

管理层大概率不会说“我们已经不是创药公司”。

他们更可能说：

4564的底层仍然是癌症基因组医学和创药科学。OTS保留药物研发资产，CPM则把同一套癌症基因解析和免疫解析能力转化为更现实的服务收入。两者不是互相替代，而是相互补充：CPM带来稳定收入和临床样本/解析经验，OTS保留高上行空间的创药期权。

这个回答从逻辑上成立。

但投资判断不能只听逻辑，要看现金流。

Kabugami判断

4564现在的确是“双结构”公司，但双结构并不等于双引擎。OTS本体还没有形成稳定授权收入，CPM虽然贡献收入，也还没有稳定盈利。

所以这个问题的真正答案是：

4564的科学身份仍是创药公司，但财务现实已经转向CPM解析服务。

这不是坏事，但也说明传统创药管线还没有能力自我造血。

这句话是理解4564的起点。

问题2：CPM是真平台，还是只是一个低利润受托实验室？

为什么这个问题最关键

CPM是4564现在最真实的业务。

如果CPM未来能变成稳定盈利平台，那么4564至少有一条现实商业道路。

如果CPM只是一个接项目、做解析、利润很薄的受托实验室，那么它最多只能延长4564生命，无法改变公司投资属性。

所以我们真正要问的是：

CPM有没有可能从“受托解析服务”升级为“高利润平台”？还是只是在为4564提供有限现金流补血？

公开资料已经给出的线索

正面线索很明确。CPM参与过がん研究会全基因组解析项目，对超过4000例癌症患者来源样本进行全基因组测序和全基因表达解析，并因此获感谢状。这个履历不能轻视。普通小实验室很难拿到这种规模的项目。它说明CPM在日本癌症全基因组解析执行链条里确实有位置。

公司事业计划也列出CPM的业务范围：全基因组、neoantigen、免疫反应解析、liquid biopsy、癌症precision medicine等。也就是说，CPM不是只做一个普通panel，而是围绕癌症基因组和免疫治疗形成了一整套服务菜单。

但负面线索同样明确。2026年3月期，CPM相关事业虽然有806百万円外部売上，但分部仍然亏损。换句话说，CPM已经有收入，但还没有证明自己是高利润平台。

如果站在中村/管理层视角，可能会怎样回答

他们可能会说：

CPM的价值不应只看当前分部利润。癌症precision medicine市场仍在成长，样本量、数据量、解析经验、临床网络和质量认证会不断积累。CPM目前是从受托服务切入，但未来可能延伸到临床检测、药企合作、医疗入境、neoantigen、免疫监测等更高价值场景。

这是一种合理的“平台叙事”。

Kabugami判断

这条回答有道理，但还没被财务证明。

CPM目前不是泡泡，它是真业务；但它也不是现金牛。

CPM最好的部分是：它有项目、有客户、有大规模样本解析履历。

CPM最大的问题是：它还没盈利，客户集中度不低，竞争对手更大，医保入口不强。

所以我们对CPM的定位是：

CPM是4564目前最真实的业务底座，也是公司唯一可能从“实验室型公司”向“服务平台型公司”转型的核心变量；但在当前证据下，它仍是接近商业化底座，而不是成熟利润引擎。

这个判断必须保留。

问题3：如果CPM这么重要，为什么还不能覆盖集团亏损？

这是一个非常尖锐但必须问的问题

如果CPM已经有真实收入、也参与过大规模全基因组项目，为什么4564还在亏？这个问题比“CPM有没有收入”更关键。

因为一家上市公司不能永远停留在“有业务”。它必须回答：

收入能不能覆盖成本？

收入能不能形成利润？

利润能不能减少融资？

融资减少后，每股价值能不能增加？

如果答案是否定的，那CPM再真实，也只是续命，不是反转。

公开资料已经给出的线索

2026年3月期，集团売上高808百万円，营业亏损810百万円，净亏损910百万円。也就是说，公司卖了8亿日元左右的服务和业务，但营业层面仍亏8亿日元左右。

这说明什么？

说明4564不是完全没有收入，而是收入规模还远远不够覆盖研发、人员、管理和集团成本。CPM增长了，但增长幅度还不足以让公司进入盈利轨道。

四季报预测也很现实：2027年3月期和2028年3月期仍然预计营业亏损。即使收入从808百万円增加到850百万円、900百万円，亏损也只是从810百万円慢慢降到800百万円、700百万円。

如果站在中村/管理层视角，可能会怎样回答

管理层可能会说：

CPM仍处于成长阶段，短期需要投入设备、人员、质量体系、临床检测体制和新服务开发。OTS的创药资产也需要维持研发和导出活动。当前亏损是为了未来更大规模业务和授权机会做准备。

这也是生技公司的常见解释。

Kabugami判断

问题在于，资本市场不能无限等待“未来”。

CPM如果不能很快提高利润率，OTS又不能带来重大授权收入，那么4564就只能继续靠融资。

这就是4564的核心矛盾之一：

收入有了，但还不够；

亏损减少了，但减少太慢；

现金有了，但来自融资；

公司活下来了，但股东被摊薄。

所以这个问题的回答，最终落在一个非常直接的判断上：

CPM证明了4564不是空壳，但还没有证明4564是一家能靠经营活下去的公司。

问题4：OTSA101/FZD10是真正的隐藏价值，还是只是一条没人愿意接的旧资产？

为什么这个问题重要

OTSA101是4564最像“彩蛋”的资产之一。它有明确靶点FZD10，有放射性抗体概念，有滑膜肉瘤历史，又有2025年子宫癌论文线索。更重要的是，全球radiopharma方向现在很热。

所以我们必须问：

OTSA101到底是被市场忽略的radiopharma期权，还是因为经济性和开发难度太高而被长期搁置的旧资产？

公开资料已经给出的线索

正面线索：

2025年OTSA101子宫癌论文公告显示，子宫癌组织中FZD10表达频率为91%，动物模型中确认肿瘤增殖抑制效果。这个线索说明FZD10/OTSA101不一定只限于滑膜肉瘤，可能有更大适应症外延。

负面线索：

公司事业计划和过往资料中，OTSA101自社独立开发已经不再是主线，更多是共同研究、partner探索、license-out方向。原因也很好理解：抗体制剂费用高，放射性同位素手续复杂，适应症原本偏小，小公司很难自己做完。

如果站在中村/管理层视角，可能会怎样回答

他们可能会说：

OTSA101仍然有科学价值。FZD10是有选择性的癌症相关靶点，子宫癌研究进一步扩大了适应症可能性。随着radiopharmaceutical市场受到关注，OTSA101可能重新被外部partner评估。

这个回答不算虚。

但它隐藏了一个关键问题：谁来出钱？

Kabugami判断

OTSA101是真资产，但不是4564能自己商业化的资产。
它的价值取决于外部partner，而不是4564内部执行力。

所以报告里必须这样写：

**OTSA101/FZD10是4564旧资产中最有radiopharma时代想象力的一条，也是真彩蛋。
但它不是成熟产品，不是确定收入，更不是4564可以独立推进到底的项目。它只有在外部partner出现时，才可能从科学资产变成普通股东能感受到的价值。**

这就是OTSA101的真实位置。

问题5：KHK6640到底是Kyowa Kirin背书，还是Kyowa Kirin退出后的二次授权难题？

这个问题必须问得尖锐

市场很容易听到“Kyowa Kirin曾经推进过Alzheimer抗体”就兴奋。但我们要反过来问：

如果KHK6640真的很有商业价值，为什么Kyowa Kirin会返还？

这是判断KHK6640的关键。

公开资料已经给出的线索

KHK6640原本是Immunas建立的A β 聚集体选择性抗体基础上，由Kyowa Kirin创制并推进的抗体资产，曾面向Alzheimer病进行日本和欧洲I期。后来，Kyowa Kirin终止许可协议，并将相关专利权转让给Immunas。随后Immunas进入4564体系。

正面看，这是一条真实回流资产。

负面看，这是大药企已经退出的资产。

如果站在中村/管理层视角，可能会怎样回答

他们可能会说：

Kyowa Kirin的退出是战略选择，不代表KHK6640没有科学价值。Alzheimer领域随着anti-amyloid抗体重新获得监管和商业关注，KHK6640仍有通过二次授权被重新评估的可能。

这个回答可以理解。

但它不能回避现实竞争。

Kabugami判断

KHK6640是真资产，但不能写成Kyowa Kirin继续背书。它更准确的身份是：

大药企曾推进、后返还的Alzheimer抗体二次授权期权。

它有科学故事，但商业路径很难。

已上市竞品、ARIA安全性、临床成本、差异化证明、partner意愿，都是很高的门槛。

所以这条线的结论是：

KHK6640可作为4564资产包中的非癌症彩蛋，但不能作为评级上修主轴。只有新partner出现，才会变成真正催化。

问题6：Shionogi、Thyas、Nobelpharma这些合作关系，到底能不能带来钱？

这不是问“有没有合作”，而是问“合作的经济质量”

4564历史上有不少合作方。

Shionogi、Thyas、Nobelpharma都说明4564的peptide vaccine相关IP曾经被外部认可。

但我们要问的是：

这些合作现在还有多少经济价值？

是否只是历史遗留的“好听名字”？

未来还会不会产生milestone、royalty或新授权？

公开资料已经给出的线索

Shionogi线最重要，但S-588410食道癌III期主要评价项目RFS未显著延长。虽然CTL诱导率较高，但主要终点失败是硬事实。

Nobelpharma线是option权付き独占开发、制造、销售权。它说明4564授权过特定peptide vaccine资产，但如果没有后续临床或收入披露，不能高估。

Thyas线则把peptide vaccine接到iPS/T细胞方向，有想象力，但同样需要后续进展验证。

如果站在中村/管理层视角，可能会怎样回答

他们可能会说：

这些合作说明4564的IP有外部价值。即便部分项目临床结果不理想，公司仍保留peptide vaccine平台、免疫解析经验和导出可能。未来如果技术组合变化，例如与细胞治疗、免疫检查点、neoantigen等结合，仍可能出现新机会。

这个回答适合科学家。

但投资人要问现金。

Kabugami判断

这些合作是4564“不是空壳”的证据，但不是“好标的”的证据。

原因很简单：

合作很多，不等于收入确定；

授权很多，不等于开发成功；

导出权利，不等于4564掌控产品；

历史partner，不等于未来现金流。

所以报告里要写：

Shionogi、Thyas、Nobelpharma证明4564历史IP曾被外部机构认可，但这些更多是导出资产和残余期权，不是4564完全自主掌控的产品线。尤其Shionogi线在主要终点失败后，商业确定性明显下降。

这个判断必须保留。

问题7：为什么公司反复融资，而不是靠业务自己活下来？

这是投资判断最重要的问题之一

如果一家公司有好资产、有好业务、有好合作，为什么还要不断通过第三者割当、新株予約権来融资？

这个问题比任何产品故事都更重要。

因为它直接决定普通股东是否被保护。

公开资料已经给出的线索

2026年3月期，公司仍然亏损。第37/38回新株予約権、第三者割当、新股发行等安排，都说明公司需要资本市场继续输血。

第38回新株予約権在2026年4月已经行使并交付1500万股。四季报资料显示，2025/03发行済株式数约2.716亿股，2025/09约3.386亿股，2026/03约3.836亿股，而2026/04行权后进一步接近3.986亿股。

这不是小变化。

这是股本结构的快速扩张。

如果站在中村/管理层视角，可能会怎样回答

他们可能会说：

生技公司研发周期长，临床和平台建设需要资金。融资是为了推进CPM业务、维持研究开发、提高企业持续性，并为未来license-out和业务增长争取时间。

这当然是标准回答。

但普通股东要继续追问：

这个时间是谁买单？

答案是：股东买单。

Kabugami判断

融资本身不是罪。生技公司融资很正常。

问题是4564的融资不是一次性跨越关键节点，而是长期续命式融资。

这就形成一个非常清晰的机制：

公司亏损

↓

CPM还不能覆盖集团费用

↓

创药资产还没带来重大授权收入

↓

公司需要现金

↓

通过新股和新株予約権融资

↓

公司拿到钱

↓

股本扩大

↓

既有股东被摊薄

↓

市场需要吸收新增筹码

↓

股价弹性被供给压制

这不是长期价值投资喜欢的路径。

它能延长公司生命，但每延长一次，普通股东的每股价值就可能被切薄一次。

所以这条的结论是：

4564不是没有资产，而是资产续航高度依赖资本市场输血；而每一次输血，都在稀释既有股东权益。

问题8：25/09出现的金融型大股东到26/03消失，这说明什么？

这是我们最想当面追问的问题

25/09时，前十大股东出现了金融型名义持有人。

到26/03，该类持有人从前十大消失。

与此同时，发行股数扩大，证券账户和分散股东结构重新成为主要特征。

如果问得温和一点：

请问公司如何理解近年融资参与者和股东结构变化？

如果问得尖锐一点：

这不是一次融资型资金进入、市场吸收筹码、然后筹码重新散户化的过程？

公开资料已经给出的线索

四季报股东结构显示，25/09与26/03前十大股东变化明显。25/09出现的金融型名义持有人到26/03已经不在前十大。同期发行股数从3.386亿股进一步扩大到3.836亿股。4月行权后又增加1500万股。

图表上，2024-2026年间出现几次放量脉冲，但价格系统没有完成稳定上移。成交能量增加，但价格没有留住高度。

这些线索连起来，就不是普通股东变化，而更像：

融资方阶段性进入

↓

市场流动性窗口打开

↓

新增股票或潜在股票被市场吸收

↓

金融型持有人退出或降低持仓

↓

筹码重新分散

↓

公司获得现金，股东被摊薄

如果站在中村/管理层视角，可能会怎样回答

公司不会也不可能承认任何“拉高出货”之类说法。

管理层更可能说：

资金调达是为了公司业务推进和财务稳定，融资参与方是否继续持有，是各投资人的投资判断。公司重点是确保资金用于研究开发和CPM业务发展。

这在合规层面是标准回答。

Kabugami判断

我们也不能在报告里做监管意义上的交易定性。

但从长期投资角度，已经足够得出结论：

这不是长期产业资本进场，而是融资型资金阶段性进入后的市场吸收过程。

正式报告里要写得清楚，但不指控：

公开股东结构、发行股数和价格行为的时间重叠显示，4564在2024-2026年附近出现了融资窗口、流动性放大和筹码再分配的特征。新增筹码并未沉淀为长期战略股东持有，而更像由二级市场吸收。这一过程为公司提供了现金，但不改善长期股东回报质量。

这就是“过江龙”机制的专业表达。

问题9：公司现金能不能撑到真正的创药兑现窗口？

这是4564最核心的时间错配问题

4564不是马上没有现金。

但关键不是“今天有没有现金”，而是：

现金能不能撑到真正值钱的节点？

如果现金只能撑一两年，而OTSA101、KHK6640、OTS167、peptide vaccine等真正可能产生高质量授权或商业价值的时间点在更远处，那中间的缺口只能靠融资填。

公开资料已经给出的线索

公司2026年3月期仍有营业亏损。四季报预计2027年3月期和2028年3月期仍持续亏损。即使收入缓慢增长，亏损仍然很重。

而主要创药资产的兑现周期明显更长：

OTSA101需要partner；

KHK6640需要二次授权；

OTS167还在早期临床/旧资产推进状态；

peptide vaccine导出线需要合作方重新推进；

CPM需要从收入增长走向分部盈利。

这些事情都不是短期可以自然完成的。

如果站在中村/管理层视角，可能会怎样回答

管理层可能会说：

公司已经通过融资改善现金状况，并且会根据CPM受注、研发进展和市场环境，适时采取资金调达措施。公司会努力通过CPM收入、授权活动和业务合作改善财务体质。

这句话听起来没错。

但投资人要继续问：

如果“适时资金调达”继续发生，谁被摊薄？

答案仍然是股东。

Kabugami判断

这里必须把负反馈循环写清楚：

CPM不能快速盈利

↓

重大授权收入没有出现

↓

公司继续亏损

↓

现金只能撑短中期

↓

但创药资产兑现时间更长

↓

中间缺口只能靠融资

↓

融资继续扩大股本

↓

股本扩大压制每股价值和股价弹性

↓

股价上不去，融资效率下降

↓

下一次融资可能需要更低价格、更大稀释

↓

这形成负反馈循环

所以4564的关键不是“低价”，而是“时间错配”。

现金续航是短中期；

科研兑现是中长期；

中间缺口靠融资；

融资又伤害每股价值。

这就是4564最致命的系统性矛盾。

结论是：

如果到2028年前后仍未出现CPM盈利化、重大license-out或外部战略资金，4564大概率仍要继续融资。它不是马上破产的公司，但在当前结构下，更像“不继续募集就很难撑到真正价值兑现窗口”的公司。

问题10：在什么条件下，我们会承认自己看错，并上修4564？

为什么最后一个问题要这样问

深度研究不是为了证明自己一定对，而是为了知道什么信号会改变判断。

如果4564出现真正变化，我们应该愿意上修。

所以最后一个问题应该问：

什么证据能够证明4564不是融资续命型公司，而是正在变成真正可投资的公司？

公开资料能提供的观察框架

目前公开资料显示，4564有真实资产，但商业闭环弱。

因此上修条件必须非常具体，不能是“又发一个共同研究公告”。

我们需要看到的是：

第一，CPM分部持续增收并转为盈利。

这说明公司至少有一条业务能自己造血。

第二，CPM客户结构扩大，不再高度依赖少数核心客户。

这说明平台可复制，而不是项目型收入。

第三，OTSA101/FZD10出现高质量partner。

最好是有明确资金、临床计划、地域权利、milestone结构，而不是模糊共同研究。

第四，KHK6640或其他旧资产完成真实license-out。

要看金额、条件、合作方质量，而不是只看标题。

第五，Shionogi/Thyas/Nobelpharma等导出线出现实质进展。

例如临床重启、适应症明确、付款发生。

第六，停止或显著减少低价股权融资。

如果公司还需要不断新株予約権续命，所有好消息都会被稀释抵消。

第七，出现长期产业资本或战略投资人，而不是短期金融型资金。
这能改变股东结构质量。

如果站在中村/管理层视角，可能会怎样回答

管理层可能会说：

公司会通过CPM业务成长、创药资产导出、外部合作和财务改善来提高企业价值。当前阶段仍需要平衡研发投入和资金调达，但目标是让基因解析服务和创药研究形成良性循环。

这个回答听起来合理。

但我们需要用实际结果验证。

Kabugami最终判断

在没有上述证据之前，4564不能上修到高评级。

它不是零价值公司。

它有实验室价值。

它有研究价值。

它有事件价值。

但它不是高质量长期上市公司标的。

它最准确的定位仍是：

**研究价值高于投资确定性；
事件脉冲高于长期质量；
科学资产多，但普通股东可兑现路径弱；
适合观察，不适合作为长期核心仓位。**

第四部分总判断

如果把这10个问题串起来，4564的画像就非常清楚了。

它有东西，而且东西不少。

它有CPM，有全基因组解析履历，有FZD10/OTSA101，有KHK6640，有OTS167，有peptide vaccine导出历史，有JTB医疗入境，有外部合作网络。

但每一条往下追，都会遇到同一个问题：

能不能变成钱？

钱能不能变成利润？

利润能不能减少融资？

减少融资以后，每股价值能不能变厚？

目前答案还没有出现。

所以4564不是“没有价值”，而是“价值很难归属于普通股东”。

它的研究资产更像散落的科学期权，而不是一台能持续为股东创造回报的上市公司机器。

最关键的系统性矛盾是：

CPM还没盈利

↓

创药资产还没大额授权

↓

现金续航偏短

↓

创药兑现偏远

↓

中间需要继续融资

↓

融资扩大股本

↓

股价弹性和每股价值被压制

↓

融资效率下降

↓

未来可能需要更大稀释

这不是长期价值投资喜欢的结构。

因此，本报告第四部分的最终结论是：

4564可以继续研究，可以跟踪事件，可以作为日本小型生技“科学资产与上市公司价值脱钩”的典型案例。但在当前证据下，它不是一个高质量长期标的。除非CPM转为稳定盈利、旧资产完成高质量license-out、或长期战略资本进入并终结低价融资循环，否则4564仍应被定位为事件驱动观察股，而不是长期价值核心持仓。

5. Kabugami V3.0 Score

本报告使用系列统一权重体系，不因为4564结论偏负面而改权重，也不因为它有科学资产就临时抬高分数。评分只调整各模块分数，不调整模块满分。

模块	满分	4564得分	判断
1. 事业质量与护城河	25	15	科学资产和CPM真实，但商业护城河弱，资产可控性混杂。
2. 成长性与利润修复	15	4	收入小幅恢复，但亏损持续，CPM尚未盈利化。
3. 财务安全性	15	7	债务压力不高，融资后现金改善；但runway与研发兑现周期错配。
4. 估值与安全边际	15	3	低价不等于低估，PBR仍高，无分红，估值依赖事件。
5. 股东结构与资本政策	10	2	股东高度分散，融资型筹码再分配明显，长期股东不友好。
6. 信息透明度与可验证性	5	3	披露资料不少，但管线权属、CPM利润质量、合作收入仍需确认。
7. TradingView技术结构	15	8	有事件脉冲和低位能量输入，但没有完成稳定迁移；技术结构不支持高评级。
合计	100	42	C 融资生存型科学资产观察股。

5.1 为什么不是B？

因为B级至少需要“有价值，但缺口较多，等待更强触发器”。4564虽然有价值，但缺口不是一个两个，而是系统性的：持续亏损、CPM未盈利、核心创药资产需要外部partner、融资依赖、股本扩大、筹码再分配、现金runway与研发兑现时间错配。

5.2 为什么不是更低？

因为4564不是完全空壳。它有CPM真实收入和全基因组项目履历，有FZD10/OTSA101、KHK6640、OTS167等资产，有Shionogi、Thyas、Nobelpharma、JTB等合作痕迹，也有事件脉冲可能。

所以它不能被简单归为“没有研究价值”。它的问题是研究价值高于投资确定性。

5.3 评级结论

Kabugami V3.0 Score : 42 / 100

Rating : C

Type : 融资生存型科学资产观察股 / 事件脉冲观察型 / 非长期价值核心

6. 最终判断

4564最准确的定性不是“坏公司”，而是“好实验室价值与坏上市公司结构并存”。它有科学资产，也有真实服务业务；但它还没有证明普通股东能分享这些资产产生的长期价值。

本报告最终判断如下：

科学资产：有
研究价值：有
事件弹性：有
CPM业务：真实
商业闭环：弱
现金runway：短中期
研发兑现：中长期
股东结构：分散且被融资摊薄
长期价值投资适配度：低

如果只做事件观察，4564可以继续盯：OTSA101是否找到partner，KHK6640是否二次授权，OTS167是否出现新临床信号，CPM是否盈利化，JTB医疗入境是否产生收入，是否有战略资金进入，是否停止低价融资。

但如果以长期价值投资标准看，当前证据不支持高评级。

4564最不适合长期投资的原因不是“没有故事”，而是故事太多但没有形成股东价值闭环。公司每一次通过资本市场获得续航，都在延长科学资产的生命，但也在稀释普通股东的每股价值。它获得的是生存时间，股东让渡的是每股权益。

本报告最终结论：

4564适合作为日本小型生技“科学资产与上市公司价值脱钩”的深度案例观察，适合跟踪事件，不适合作为长期核心仓位。除非CPM转为稳定盈利、旧资产出现高质量license-out、外部战略资本进入并终结低价融资循环，否则维持C级观察。

6.1 可以上修的条件

只有出现以下信号，4564才有上修空间：

1. CPM分部持续盈利，而不仅是收入增加。
2. CPM客户结构扩大，证明不是单一项目型收入。
3. OTSA101/FZD10出现高质量partner，包含明确资金、临床计划、地域权利和milestone结构。
4. KHK6640或其他旧资产完成真实license-out。
5. Shionogi/Thyas/Nobelpharma导出线出现临床或现金进展。
6. 公司停止或显著减少低价股权融资。
7. 出现长期产业资本或战略投资人，而不是短期金融型资金。
8. 股价结构出现真正的吸引子迁移，而不是单次脉冲后被新增筹码吸收。

6.2 需要下修或放弃跟踪的条件

如果出现以下情况，应进一步下修或停止优先跟踪：

1. CPM收入停滞且继续亏损。
2. 公司再次大规模低价融资。
3. OTSA101、KHK6640、OTS167长期没有partner和临床进展。
4. JTB医疗入境等合作没有可见收入。
5. 股东结构继续散户化，金融型持有人继续短进短出。
6. 现金runway逼近但没有非稀释性资金来源。
7. 技术结构继续放量但不升，显示供给吸收未结束。

7. 风险、免责声明与资料来源

7.1 主要风险

风险	内容
持续亏损风险	公司多年亏损，四季报预计2027/03与2028/03仍亏损。
再融资与稀释风险	新株予約権和第三者割当可能继续扩大股本，摊薄既有股东。
CPM盈利化风险	CPM收入真实，但尚未证明分部可持续盈利。
管线开发风险	OTSA101、KHK6640、OTS167等仍需partner、资金、临床和商业验证。
权属误判风险	CDH3/FF-21101等容易被误判为4564资产，需剔除。
合作不兑现风险	JTB、Nobelpharma、Thyas等合作不等于收入。
竞争风险	癌症基因检测、neoantigen、radiopharma、Alzheimer抗体等赛道均有强对手。
技术结构风险	放量脉冲可能是融资吸收而非价值重估。
信息不完整风险	本报告基于公开资料 and 用户提供资料，无法替代公司内部尽调。

7.2 免责声明

本报告为 www.kabugami.jp 与 ChatGPT 协同研究形成的自用研究记录公开分享。报告基于公开资料、四季报资料、公司公告、用户提供图表与Kabugami自有研究框架整理。报告中对公司、合作方、股东结构、融资行为和技术状态的分析均为研究判断，不构成监管意义上的交易定性，不构成投资助言、投资勧誘、买卖推荐、价格预测或收益保证。

读者应自行承担投资决策责任。本报告不保证资料完整性、准确性、及时性，也不保证未来事件按报告推演发生。

7.3 资料来源

编号	来源
S1	用户提供：会社四季報オンライン 4564截图，2026年3集夏号。
S2	用户提供：TradingView 4564月线截图，2026-06-25。
S3	OncoTherapy Science 2026年3月期決算短信〔日本基準〕（連結），2026-05-08。
S4	OncoTherapy Science 事業計画及び成長可能性に関する事項，2026年版，用户提供PDF。
S5	OncoTherapy Science 第38回新株予約権行使相关公告，2026-04-16。
S6	Cancer Precision Medicine 公益財団法人がん研究会“がんの全ゲノム解析事業”感谢状公告，2025-01-28。
S7	OncoTherapy Science / Immunas KHK6640与Kyowa Kirin许可终止及专利转让公告，2023-03-09。
S8	Kyowa Kirin KHK6640欧洲I期试验开始公告，2014-06-18。
S9	Shionogi S-588410食道癌III期结果公告，2021-07-16。
S10	OncoTherapy Science OTSA101 / FZD10公开资料与相关研究公告。
S11	OncoTherapy Science Nobelpharma peptide vaccine license with option rights公告，2019-12-23。
S12	OncoTherapy Science Thyas peptide vaccine / iPS T cell license公告，2019-06-18。
S13	JTB集团公司资料与JTB Global Marketing & Travel访日入境业务公开资料。
S14	Sysmex OncoGuide NCC Oncopanel、Chugai FoundationOne CDx、Guardant360 CDx等日本CGP公开资料。
S15	Kabugami V3.0 Score统一评分体系（用户提供DOCX）。
S16	Kabugami自适应非线性阻尼振荡模型方法论（项目内固定方法论）。

8. 附录：本报告一句话总括

4564有真实科学资产，也有真实CPM业务；但目前它仍是一家“研究价值高于投资确定性”的融资生存型小型生技公司。它不是空壳，却也不是好上市公司。它可以研究，可以观察事件，但在CPM盈利化、重大license-out或战略资本进入之前，不适合作为长期价值核心仓位。