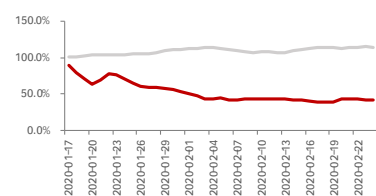


天境生物 (IMAB.US)

买入	持有	卖出
目标价: US\$17.93	当前股价: US\$12.01	
52 周最高价	US\$15.79	
52 周最低价	US\$9.30	
企业价值 (百万)	US\$530	
市值 (百万)	US\$685	
当前发行数量 (百万股)	57	
日均成交量 (百万股)	0.3	
按 2020 年 02 月 24 日收市数据		
资料来源: Wind		

股价表现



资料来源: Wind

近期经营情况和 2020 年展望

- 我们参加了由华兴资本举办的天境生物电话会。与会的公司管理层讨论了公司近期经营情况和 2020 年展望。
- 双支柱商业模式加快临床研发项目的建立。管理层表示，新冠肺炎疫情对公司临床试验影响有限。
- 管理层表示，临床试验的推进以及和一流药企的合作将成为公司未来业绩增长的潜在驱动因素。公司还将通过和大药企的合作以及自建核心销售团队进行销售布局。

双管齐下研发策略加速临床研发项目的建立。天境生物于 2020 年 1 月在美国纳斯达克上市，是一家专注于临床阶段的生物制药公司，致力于发现、开发和销售生物制剂，以治疗医疗需求未得到满足的疾病（特别是癌症和自身免疫性疾病）。公司建立的双支柱商业模式包括：1) “快速进入市场”的中国研发策略，重点从一流的跨国公司获得针对在中国有巨大未满足临床需求的候选药物的研发和商业许可，从而通过缩短项目在中国临床开发的时间来实现产品的快速上市；2) “快速进入 PoC（概念证明）”的全球研发策略，专注于在美国对公司内部开发的、高度差异化的候选药物进行临床验证。

新冠肺炎疫情对公司临床试验影响有限。公司没有处于湖北省的临床项目。公司目前大部分项目进展顺利，并将会从今年开始逐步发布关键的临床数据。公司临床试验进展：1) 公司核心研发管线候选药物 TJ202 (CD38 单抗) 从 MorphoSys 引进，研发进展顺利，比较唯一已上市产品有更好的安全性，预计于 2022 年申报上市销售；2) TJ101（长效生长激素）在中国销售潜力巨大。预计其今年 6 月申报，今年底或明年初启动临床 III 期。预计 2024 年上市销售；3) TJ302 计划今年下半年完成临床 II 期试验，公司会根据 II 期的临床试验数据来推进 III 期临床试验；4) 从 MacroGenics 引进的 B7-H3 抗体将成为全球唯一一个进入临床阶段的 B7-H3 抗体候选药物，预计很快会进行临床前试验申请（pre-IND）的会议，来确定下一步临床试验开展的计划。公司全球研发管线中有 5 个单抗，7 双抗。预计今年有 5 个候选药在临床阶段。公司的策略是和大公司合作，由这些公司将临床试验推进到 III 期并实现候选药物全球销售。其中 TJC4（CD47 单抗）和所有在临床研究阶段的竞品相比高度差异化，因为 TJC4 不会引起严重的溶血性贫血。美国的临床试验在今年 7 月份左右会结束安全性研究。另一个 CD73 单抗可以在肿瘤微环境下促进免疫抑制剂的效应。公司目前在美国进行 CD73 单抗的临床 I 期试验，进展顺利。预计在 7-8 月份左右会有安全性数据。公司会在美国申报两个单抗的 IND：1) 针对自身免疫疾病的 TJX7；2) TJ210 是和 MorphoSys 合作开发的新靶点候选药物，是同类抗体中全球临床试验进展最快的，并且 TJ210 和竞品相比高度差异化。预计今年 8 月份在美国申报 IND 并启动临床试验。双抗的 7 个候选药物中，最快的将于明年在美国进入临床试验阶段。

公司未来潜在驱动因素：管理层表示主要驱动因素分为两个方面：1. 在临床试验方面的驱动因素。美国有四个正在进行临床试验项目：公司旨在将 TJC4 实现高度差异化。公司计划今年 7-8 月份完成 CD43 单抗的安全性临床数据并进入下一阶段临床。公司还将于今年 8 月份在美国申报并启动 TJX7 的临床试验。并于今年在美国提交 TJ210 的临床试验申请。2. 在和一流药企合作方面的驱动因素：

研究团队

赵冰，分析师

证书编号: S1680519040001

电话: +86 21 6015 6850

电邮地址: bingzhao@huajingsec.com

徐浩瀚，研究助理

证书编号: S1680119070004

电话: +86 21 6015 6853

电邮地址: hhxu@huajingsec.com

财务数据摘要

摘要 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
收入	54	108	195	260	323
同比增长 (%)		100%	54%	33%	12%
归母净利润	-403	-439	-462	-504	-704
同比增长 (%)		9%	5%	9%	40%
EPS (元)	-6.17	-7.59	-7.98	-8.72	-12.18

资料来源: Wind、华菁证券

公司目前正在寻求 CD73 抗体和 CD47 抗体与跨国药企的合作机会。如果今年 7-8 月份临床数据很好，则会有很大机会促成与跨国药企的合作。管理层表示在 2020 年会新增 2 个临床试验项目，累计临床试验项目达到 10 个。管理层表示，公司会主要通过两方面的策略来重点进行商业化的布局：1. 和大药企的商业化合作。大药企有强大的销售团队和很强的与政府包括医保部门沟通的能力。与此同时，这些大药企也在寻找潜在的研发项目。例如，公司的长效生长激素 TJ101 会考虑和外部的公司合作来共同实现商业化利益。今年计划 1-2 个商业化的合作项目。2. 组建自己核心的销售团队。与大药企不同，公司会聚焦销售核心产品来最大化商业价值。管理层表示公司现在已经开始未来 3-5 年生产和商业化的布局。

风险提示：1) 新冠肺炎爆发导致公司药品临床试验和商业化时间推迟；2) 无法产生正现金流，无法获得额外融资；3) 无法完成临床试验并使候选药物商业化；4) 经营历史短；5) 需要额外融资来资助运营；6) 药物开发时间长且昂贵，结果具有不确定性；7) 与第三方关系的不确定性。

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（赵冰）就本研究报告确认，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，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。

【法律声明】

一般声明

本报告由华菁证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，华菁证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为标普 500 指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10%以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于-10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为标普 500 指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10%以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于-10%。