

## 天境生物 (IMAB US, 买入, 目标价: US\$58.09)

**买入**
**持有**
**卖出**

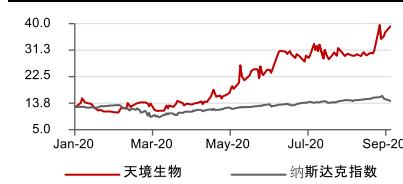
### 临床试验进展顺利; 加速商业化布局

**目标价: US\$58.09      当前股价: US\$39.10**

股价上行/下行空间	+49%
52周最高/最低价 (US\$)	42.30/9.30
市值 (US\$mn)	2,886
当前发行数量(百万股)	74
三个月平均日交易额 (US\$mn)	4
流通盘占比 (%)	125
<b>主要股东 (%)</b>	
傅唯	36
天士力集团	11
藏敬五	8
按 2020 年 9 月 8 日收市数据	
资料来源: FactSet	

**主要调整**

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (US\$)	58.09	32.72	78%
2020E EPS (RMB)	0.96	(7.89)	112%
2021E EPS (RMB)	3.69	(7.87)	147%
2022E EPS (RMB)	2.89	(8.99)	132%

**股价表现**


资料来源: FactSet

- 建设中的商业化产能为产品上市奠定基础。**

- 顺利的临床研究和潜在催化剂有助于提升未来创收潜力。报表于 2020 年转正。**
- 重申“买入”评级, 目标价由 32.72 美元上调至 58.09 美元。**

最近, 天境生物宣布和艾伯维就 TJC4 的全球开发和商业化开展合作。天境生物将获得将近两亿美元的首付款, 以及将近 8 亿美元的临床开发和监管注册的里程碑付款。此外, 产品成功商业化后, 公司还将从全球净销售额获得两位数比例的分级特许权使用费。

**根据公司公告, 临床试验进展:** 1) **TJC4 (CD47 单克隆抗体)**, 目前正同时在美国和中国进行 I 期临床试验。2) **TJD5 (CD73 单克隆抗体)**, 目前正进行剂量递增 I 期临床试验, 用于治疗晚期实体肿瘤。公司同时启动 TJD5 的单药治疗以及和君实生物的拓益 (特瑞普利单抗, PD-1 抑制剂) 联合治疗的 I 期临床研究, 用于治疗多种实体肿瘤包括肺癌。3) **TJM2 (抗 GM-CSF 单克隆抗体)**, 目前正处于用于治疗重度新冠肺炎患者第二部分临床试验中。我们认为在顺利的临床试验进展下, 一旦各候选药物获得上市许可后, 营收收入有望提升。

**建设中的商业化能力为产品上市奠定基础。** 朱益飞先生于 2020 年 6 月加入天境生物担任首席商务官, 其将帮助天境生物制定和发展商业化策略, 为即将获得上市许可的在研管线候选药物商业化做充足准备。根据公司公布的商业化计划, 天境生物计划组建约 150-200 人的肿瘤免疫销售团队覆盖中国最重要的 280 家肿瘤专科医院。

**潜在短期催化剂:** 1) 根据公司公告, TJC4 最早将于 2020 年第三季度公布在美国进行的临床试验数据, 并将于 2021 年早期公布在中国进行的临床试验数据。2) TJD5 最早将于 2020 年第四季度公布在美国进行的临床试验初步数据。3) TJ-CD4B 最早将于 2021 年第一季度在美国提交 IND 申请, 用于治疗胃癌和胰腺癌。

**重申“买入”评级, 根据 DCF 估值法 (WACC: 7.9%) 将目标价上调至 58.09 美元。** 由于公司管线药品商业化预期逐渐清晰, 我们将 2020E-23E 年的每股收益提高了 112-147%。新的目标价 (主要由于上升的 FCF 和下降的 WACC 预测值) 对应 33.96 倍 EV/sales, 与高于可比公司 23.8 倍的平均值。

**风险提示:** 1) 延迟收到里程碑付款; 2) 新冠肺炎复发导致公司药品临床试验和商业化时间推迟; 3) 无法产生正现金流, 无法获得额外融资。4) 无法完成临床试验并使候选药物商业化; 5) 经营历史短; 6) 与第三方关系的不确定性。

**研究团队**
**赵冰, PhD, 分析师**

证书编号: S1680519040001

电话: +86 21 6015 6850

电邮地址: bingzhao@huajingsec.com

**徐浩瀚, 分析师**

证书编号: S1680520080002

电话: +86 21 6016 6853

电邮地址: hhxu@huajingsec.com

**财务数据摘要**

摘要 (年结: 12 月)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (RMBmn)	54	30	1,400	1,995	1,804
EBIT (RMBmn)	(417)	(1,486)	121	617	503
经常性净利润 (RMBmn)	(403)	(1,452)	117	523	467
每股收益 (RMB)	(6.17)	(20.12)	0.96	3.69	2.89
市盈率 (x)	N/A	N/A	284.7	74.3	94.8

资料来源: Wind、华菁证券预测

## 附：财务报表

年结：12月

利润表

(RMBmn)	2019A	2020E	2021E	2022E
TJ202	0	0	335	404
TJ101	0	0	0	0
TJ301	0	0	0	0
其他收入	30	1,400	1,660	1,400
营业收入	30	1,400	1,995	1,804
营业成本	0	0	0	0
毛利润	30	1,260	1,746	1,570
管理及销售费用	(1,495)	(1,200)	(1,180)	(1,152)
其中：研发支出	(840)	(1,000)	(1,050)	(998)
其中：市场营销支出	0	0	0	(54)
其中：管理支出	(655)	(200)	(130)	(100)
息税前利润	(1,486)	121	617	503
息税折旧及摊销前利润	(1,476)	123	620	506
利息收入	31	34	80	120
利息支出	(3)	(1)	0	0
税前利润	(1,452)	156	697	623
所得税	0	(39)	(174)	(156)
净利润	(1,485)	117	523	467
基本每股收益 (RMB)	(20.12)	0.96	3.69	2.89

资产负债表

(RMBmn)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,361	2,625	5,294	7,796
货币资金	1,137	1,989	3,996	4,392
应收账款	0	0	0	989
存货	0	0	0	494
其他流动资产	224	637	1,298	1,921
非流动资产	376	1,297	687	254
固定资产	0	0	0	0
无形资产	149	149	149	149
商誉	163	163	163	163
其他	(71)	404	(866)	(1,922)
资产	1,738	3,922	5,982	8,051
流动负债	588	329	356	347
短期借款	50	0	0	0
预收账款	0	0	0	0
应付账款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	80	80	80	80
负债	668	408	435	427
股份	0	0	0	0
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	(2,035)	3,514	5,546	7,624
少数股东权益	0	0	0	0
负债及所有者权益	1,738	3,922	5,982	8,051

资料来源：Wind、华菁证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	(1,485)	117	523	467
折旧摊销	(10)	(2)	(2)	(3)
利息(收入) /支出	28	33	80	120
其他非现金科目	(6)	0	0	0
其他	446	(17)	(64)	(1,093)
营运资本变动	140	500	688	120
经营活动产生的现金流量	(868)	635	1,229	(383)
资本支出	(12)	(20)	(20)	(20)
收购及投资	(134)	0	0	0
处置固定资产及投资	358	32	0	0
其他	1	0	0	0
投资活动产生的现金流量	212	12	(20)	(20)
股利支出	(33)	0	0	0
债务筹集(偿还)	130	(50)	0	0
发行(回购)股份	0	0	600	600
其他	56	184	184	184
筹资活动产生的现金流量	153	134	784	784
现金及现金等价物净增加额	(503)	780	1,992	381
自由现金流	(1,291)	566	1,114	(538)

关键假设

	2019A	2020E	2021E	2022E
人口 - 中国 - 百万人	1,407	1,416	1,424	1,432
财务比率				
	2019A	2020E	2021E	2022E
YoY (%)				
营业收入	(44.2)	4,566.7	42.5	(9.6)
息税折旧及摊销前利润	(259.3)	108.3	404.8	(18.3)
净利润	(268.6)	107.9	346.3	(10.6)
稀释每股调整收益	(226.1)	104.8	283.4	(21.6)
盈利率 (%)				
息税折旧摊销前利润率	(4,918.9)	8.8	31.1	28.1
息税前利润率	(4,951.7)	8.7	30.9	27.9
净利润率	(4,950.0)	8.4	26.2	25.9
净资产收益率	73.0	3.3	9.4	6.1
总资产收益率	(85.5)	3.0	8.7	5.8
流动资产比率 (x)				
流动比率	2.3	8.0	14.9	22.5
速动比率	2.3	8.0	14.9	21.0
估值比率 (x)				
市净率	--	5,585,714.3	1,983,333.3	1,335,122.0
市销率	680.9	14.8	10.1	11.2

## 附录

### 【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）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受到任何形式的补偿。

### 【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于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、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）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、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）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%。