

天境生物 (IMAB US, 买入, 目标价: US\$58.09)

买入

持有

卖出

目标价: US\$58.09 当前股价: US\$37.84

股价上行/下行空间	+54%
52 周最高/最低价 (US\$)	47.46/9.30
市值 (US\$mn)	2,793
当前发行数量(百万股)	74
三个月平均日交易额 (US\$mn)	9
流通盘占比 (%)	32
主要股东 (%)	
傅唯	36
天士力集团	11
藏敬五	8

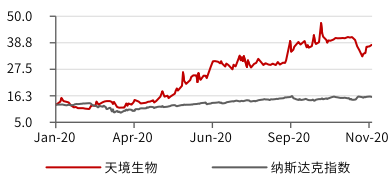
按 2020 年 11 月 18 日收市数据

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	58.09	N/A
2020E EPS (RMB)	0.96	0.96	N/A
2021E EPS (RMB)	3.69	3.69	N/A
2022E EPS (RMB)	2.89	2.89	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

TJC4 一期临床试验数据良好, 临床试验进展顺利; 重申“买入”评级

- 每周给药剂量至 30mg/kg 时, TJC4 表现出良好的安全性和耐受性。血红蛋白水平表现出轻微的短暂下降, 且无剂量依赖。
- TJC4 疗效初显, 入组患者中有一例先前接受过 PD-1/PD-L1 治疗且失败的患者在接受 TJC4 后, 出现部分缓解。
- 重申“买入”评级, 维持目标价 58.09 美元。

首次住院患者的临床研究证实 TJC4 安全性良好: 11 月 9 日, 天境生物公布了其 CD47 抗体 (TJC4) 的安全性临床试验数据。根据公司公告, TJC4 与其它 CD47 抗体不同, 在初期设计挑选时就选择与红细胞具有最小相互作用的候选物。在食蟹猴和患者临床试验中 TJC4 只诱导红细胞水平轻微而短暂降低 (CD47 抗体和红细胞的结合产生的不良反应是 CD47 抗体成为肿瘤有效治疗方法的主要挑战)。这个轻微而短暂的红细胞水平降低 (约为 10%) 出现在所有剂量的第一个用药周期中, 且无剂量依赖。

TCJ4: 疗效初显。 该项研究是一项开放标签的 I 期研究, 目的是评估 TJC4 在晚期复发或难治性 20 个实体肿瘤和淋巴瘤患者中的安全性、耐受性、最大耐受剂量 (MTD)、最大给药剂量 (MAD)、药代动力学 (PK)、药效学 (PD) 以及推荐的 II 期剂量 (RP2D)。暂无发现剂量限制性毒性 (DLT) 或药物相关严重不良反应 (SAEs), 并无发现药物相关严重或溶血性贫血。剂量高于 10mg/kg 时, TJC4 的药物代谢动力学特性呈线性。高剂量给药时, TJC4 可以克服 CD47 药代动力学下沉效应, 不会出现抗药性抗体, 并且每周给药 20mg/kg 和 30mg/kg 时, 外周血 T 细胞上 CD47 达到最大饱和度。外周血中 CD3+ T 细胞的 CD47 受体占用率 (RO) 随 TJC4 的剂量增加而提高。令人欣喜的是, 在 30mg/kg 组 (三例), 1 例先前接受过 PD-1/PD-L1 治疗且失败的晚期黑色素瘤患者在接受 TJC4 后, 出现部分缓解 (PR)。此外, 由于几乎不结合红细胞的特性, TJC4 不会产生剂量毒性。临床结果表明, TJC4 安全性和耐药性良好。每周给药至 30mg/kg 时, 患者没有出现溶血现象, 无需启动低剂量诱导给药策略。

天境生物将与艾伯维合作进行 TJC4 的临床开发。TJC4 的临床 II 期试验预计在 2021 年中期开展。该试验的第二部分是联合治疗的剂量扩展研究。在美国, 正在进行 TJC4 联合艾伯维的派姆单抗治疗实体瘤, 以及联合利妥昔单抗治疗淋巴瘤的临床试验。在中国, 正在进行一项针对急性骨髓性白血病 (AML) / 骨髓增生异常综合症 (MDS) 患者的单药临床试验。

重申“买入”评级, 维持目标价 58.09 美元。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) 无法完成临床试验并使候选药物商业化; 4) 经营历史短; 5) 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	275.5	71.9	91.7

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

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)				
市盈率	--	275.5	71.9	91.7
市净率	--	N/A	N/A	N/A
市销率	651.7	14.0	9.8	10.8

资料来源：Wind, 华菁证券预测

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%。