

香港股市 | 生物科技

科济药业 (2171 HK)

公司简介

科济药业是一家专注于治疗实体瘤和血液恶性肿瘤的创新细胞疗法的生物制药公司，已自主开发11种候选药物，包括10种CAR-T细胞疗法药物，其中核心候选产品CT053，用于治疗多发性骨髓瘤。自2014年成立以来，公司在一级市场获得过多轮融资，截止2021年1月底共计融资约2.9亿美元，其中高瓴资本通过NVMB在C+系列认购1,000万美元。

中泰观点

核心产品CT053或在2022-2023年实现商业化：公司核心产品CT053目前处最成熟阶段，这是靶向人B细胞成熟抗原（BCMA）的自体CAR-T候选产品，用于治疗R/R MM（一种血液恶性肿瘤）。由于现有MM治疗方案的局限性，几乎所有MM患者接受现有疗法治疗后会出现复发或难治，因此R/R MM不仅是治疗MM的研发重点，也占MM治疗市场规模大部分比例。根据弗若斯特沙利文预计，中国MM治疗市场的规模将于2024年及2030年分别达24亿美元及39亿美元，整体未来市场规模可观。目前由百时美施贵宝及bluebird bio开发的Abecma于2021年3月取得美国FDA的上市许可，用于接受四线或以上疗法后R/R MM的治疗。除此之外暂无其他获批准的靶向BCMA的CAR-T候选产品，其中传奇生物 (LEGN US)及杨森开发的LCAR-B38M/JNJ-68284528已向美国FDA递交BLA，属于国内进展最快的同类产品。而紧随其后公司将于2022年上半年向国家药监局提交新药申请，并在2023年上半年向美国FDA提交BLA。未来预计靶向BCMA的CAR-T细胞疗法发展及竞争的焦点将聚焦于安全性改善，并可能使CAR-T细胞疗法成为早线治疗或用于门诊，一旦获准作为早线治疗或用于门诊，靶向BCMA的CAR-T细胞疗法预计能够进一步大幅扩大患者群体及市场规模。此外公司也为即将推出的产品做好扩大全集成生产厂房规模的准备，正计划对金山生产厂房进行二期扩建，预计将于2023年完成，扩建后每年可额外服务多达5,000名患者。同时也计划于2021年下半年在美国建设商业化的生产厂房，预计该厂房可支持每年约3,000至5,000名患者的CAR-T治疗。目前公司管线产品中的其他候选产品中，除CT053、CT032及KJ-C2111外，所有其他候选

新股报告

中泰评分

单一项目评分：(20分为满)	综合得分：(100分为满)
公司成长性：14	70
估值水平：10	
市场稀缺性：15	
保荐人往绩：15	
市场氛围：16	

申购

注：详细定义请参考正文之后的声明

招股概要

公开发售价：HK\$29.60-32.80	总发行数股：94.7百万股
每手股数：500股	公开发售：9.5百万股
每手费用：约HK\$16,565	国际发售：85.2百万股
公司市值：HK\$168-186亿	截止认购日：6月10日
保荐人：高盛、瑞银	分配结果日：6月17日
发售后主要股东：益杰生物 (37.92%)	正式上市日：6月18日

主要财务及估值摘要

(百万人民币)	2019年	2020年	19-20 增长率
亏损	(265)	(1,064)	301.3%
经调整每股盈利(2020年)			-2.1港元
发售后经调整每股有形资产净值			7.21-7.74港元
来源：公司资料,中泰国际研究部			(年结日为12月31日)

分析师

余浩樑 (Albert Yu)

+852 2359 1840

albert.yu@ztsc.com.hk

产品均于用于治疗实体瘤，正处于 Ib 期临床试验或更早阶段。目前，暂无 CAR-T 细胞疗法获国家药监局批准在中国上市，两类靶向 CD19 的 CAR-T 细胞疗法则已进入 NDA 提交阶段。在美国，已有五种 CAR-T 产品获美国 FDA 批准上市。

财务及估值分析：由于公司目前没有任何产品获批商业化，因此尚未产生收入。2019 年、2020 年，亏损分别为人民币 2.6 亿元、10.6 亿元；研发开支分别为 2.1 亿元、2.8 亿元；年末现金及现金等价物分别为 9,647 万元及 10.4 亿元。

同业比较及估值水平：我们选取 2 家同为聚焦 CAR-T 的生物制药公司：用于治疗 R/R B 细胞淋巴瘤 relmacabtagene autoleucel (relmacel) 的药明巨诺(2126 HK)、用于治疗 R/R 多发性骨瘤痛且已向美国 FDA 递交 BLA 的 LCAR-B38M (JNJ-68284528) 的传奇生物 (LEGN US)。由于两家同业也均未产生盈利，仅从市值角度来看，分别对应市值约为 103 亿及 437 亿港元。按全球公开发售后的 5.7 亿股本计算，公司市值为 168-186 亿港元。

图表 1: 同业比较

<最新已公布财年之财务数据>		(亿港元)		收入	净利润	净利	总资产	权益	历史	预测
股票名称	已知财年	市值	总收入	增长	增长	润率	回报率	回报率	市盈率(倍)	市盈率(倍)
科济药业(2171 HK)	12/2020	168-186	-	-	-	-	-	-	-	-
药明巨诺(2126 HK)	12/2020	103.42	-	-	-	-	-	-	-	-
传奇生物 (LEGN US)	12/2020	437.26	5.87	-	-	-	-	-	-	-

来源：公司资料，彭博，中泰国际研究部。

保荐人佳绩：此次稳价人是高盛，2021 年初至今共参与保荐项目 9 个，首日表现 6 涨 2 跌 1 平。

基石投资者：基石方面，引入 LAV、新华资本、CloudAlpha、睿远、WT、广发基金、Dymon Asia、常春藤、南方基金 9 家投资者，合计认购约 2.3 亿美元，假设按照发售价范围上限定价且未行使超额配股权，合计占发售股份约 57.44%。

申购建议：目前由于 CAR-T 治疗具有高度个性化特质，导致 CAR-T 细胞疗法的制造及治疗方案相对昂贵，根据弗若斯特沙利文数据显示，在美国获批准的 CAR-T 细胞疗法，平均治疗成本总额约为 150 万美元而 CAR-T 细胞疗法的直接成本约为每名患者每次治疗 40 万美元，因此我们对 CAR-T 赛道保持中性看法，但考虑近期由时代天使 (6699 HK) 带动新股市场氛围，我们给予其 70 分，评级为“申购”。

集资用途：假设公司最终并无行使超额配股权及假设发售价为每股发售股份中位数 31.20 港元，集资约 28 亿港元，其中约 30%为进一步开发核心候选产品 BCMACAR-T (CT053) 提供资金；约 31%为正在进行及已筹划的其他管线候选产品的研发活动提供资金；约 20%培养全面的制造及商业化能力；约 10%继续升级 CAR-T 技术及为早期研发活动提供资金；约 10%用于一般公司用途及满足营运资金需求。

风险提示：(1) 市场竞争风险、(2) 公司处于亏损中，收入尚不稳定、(3) 研发进度不及预期、结果不确定、CAR-T 细胞疗法的成功开发和商业化面临着各种挑战

图表 2: 公司产品管线

产品类型	候选产品	靶点	适应症	全球权益	临床前	I期	关键性 ¹	BLA/ NDA	生物制品分类 ⁴
							II/III期		
细胞疗法	CT053 ¹¹	BCMA	多发性骨髓瘤	✓	■	■	■		1类
	CT041 ^{2, 5}	CLDN18.2	胃癌/胰腺癌	✓	■	■	■		1类
	CT011	GPC3	肝癌	✓	■	■			1类
	CT032	CD19	B细胞非霍奇金淋巴瘤	✓	■	■			1类
	CT017	GPC3	肝癌	✓	■	■			1类
	KJ-C1807	CLDN18.2	胃癌/胰腺癌	✓	■	■			1类
	KJ-C2112	EGFR/EGFRvIII	胶质母细胞瘤	✓	■	■			1类
	KJ-C2113	间皮素	实体瘤	✓	■	■			1类
	KJ-C2114	未披露	实体瘤	✓	■	■			1类
	KJ-C2111	BCMA	多发性骨髓瘤	✓	■	■			1类
mAb	AB011 ⁵	CLDN18.2	胃癌/胰腺癌	✓	■	■			1类

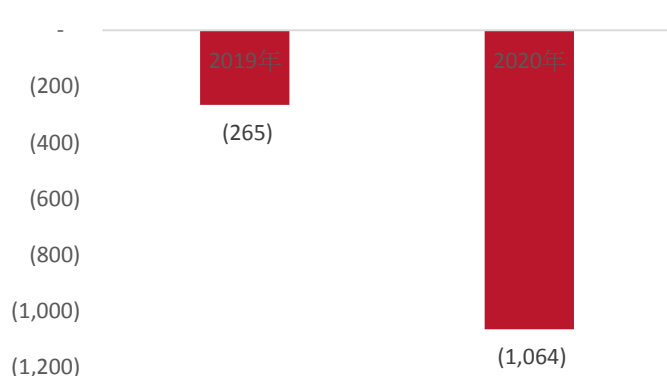
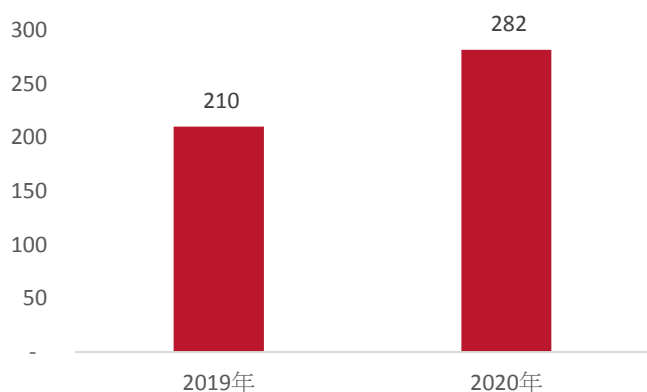
■ 中国IND试验
 ■ 中国研究者发起的试验
 ■ 美国（及加拿大的CT053）的试验

来源: 公司资料, 中泰国际研究部

来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 3: 公司研发开支 (单位: 百万元)

图表 4: 公司亏损 (单位: 百万元)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 5: 治疗 MM 靶向 BCMA 的 CAR-T 候选产品在中国同类型的临床试验对比

序号	候选产品	公司	最高阶段	适应症
1	LCAR-B38M (JNJ-68284528)	传奇生物	II期	R/R多发性骨髓瘤
2	CT103A	驯鹿医疗	I/II期	R/R多发性骨髓瘤
3	CT053	科济生物	I/II期	R/R多发性骨髓瘤
4	CART-BCMA	深圳普瑞金生物药业	I期	R/R多发性骨髓瘤
5	抗人BCMA T细胞注射液	上海恒润达生生物科技	I期	R/R多发性骨髓瘤

来源: 公司资料, 中泰国际研究部

相关行业往届

公司	行业	上市日期	(HK\$) 上市价	超额倍数	中签率	首日表现	(HK\$) 现价	累积表现
兆科眼科(6622 HK)	生科科技	2021-04-29	16.80	55	25%	-14.76%	13.60	-19.0%
诺辉健康(6606 HK)	生物科技	2021-02-18	26.66	4132.2	2%	215.08%	77.05	189.0%
贝康医疗(2170 HK)	生物科技	2021-02-08	27.36	401.8	10%	1.24%	25.80	-5.7%
心通医疗(2160 HK)	生物科技	2021-02-04	12.20	768	8%	54.26%	17.66	44.8%
药明巨诺(2126 HK)	生物科技	2020-11-03	23.80	448.4	5%	-7.56%	25.80	8.4%

来源：彭博、中泰国际研究部

相关保荐人往届

公司	行业	上市日期	(HK\$) 上市价	超额倍数	中签率	首日表现	(HK\$) 现价	累积表现
京东物流(2618 HK)	物流	2021-05-28	40.36	714.6	8%	3.32%	46.95	16.3%
兆科眼科(6622 HK)	生科科技	2021-04-29	16.80	55	25%	-14.76%	13.60	-19.0%
携程集团(9961 HK)	互联网	2021-04-19	268.00	16.8	35%	4.55%	303.60	13.3%
联易融科技(9959 HK)	软件	2021-04-09	17.58	97.5	20%	9.90%	16.88	-4.0%
哔哩哔哩(9626 HK)	互联网	2021-03-29	808.00	173.2	10%	-0.99%	824.50	2.0%
百度(9888 HK)	互联网	2021-03-23	252.00	111	15%	0.00%	184.60	-26.7%
汽车之家(2518 HK)	互联网	2021-03-15	176.30	9.7	35%	2.10%	145.10	-17.7%
诺辉健康(6606 HK)	生物科技	2021-02-18	26.66	4132.2	2%	215.08%	77.05	189.0%
医渡科技(2158 HK)	软件服务	2021-01-15	26.30	1632.8	20%	147.91%	40.15	52.7%

来源：彭博、中泰国际研究部

中泰新股推荐表现

公司	上市日期	(HK\$) 上市价	首日收市表现	首日最高表现	第二日收市累计表现	第三日收市累计表现	(HK\$) 首日收市一手收益	(HK\$) 首日最高一手收益
医渡科技(2158 HK)	2021-01-15	26.3	147.91%	165.40%	143.35%	133.65%	3,890	4,350
荣万家(2146 HK)	2021-01-15	13.46	-8.17%	-1.93%	-13.82%	-11.59%	-550	-130
稻草熊娱乐(2125 HK)	2021-01-15	5.88	83.67%	93.20%	28.06%	26.19%	4,920	5,480
星盛商业(6668 HK)	2021-01-26	3.86	3.63%	19.17%	0.26%	0.00%	140	740
心通医疗(2160 HK)	2021-02-04	12.2	54.30%	81.97%	40.82%	54.75%	6,620	10,000
快手(1024 HK)	2021-02-05	115	160.87%	200.00%	163.48%	204.87%	18,500	23,000
贝康医疗(2170 HK)	2021-02-08	27.36	1.24%	17.87%	4.17%	2.34%	170	2,445
诺辉健康(6606 HK)	2021-02-18	26.66	215.08%	222.21%	206.08%	196.14%	28,670	29,620
昭衍新药(6127 HK)	2021-02-26	151	-8.61%	-1.99%	-7.62%	-6.95%	-1,300	-300
朝云集团(6601 HK)	2021-03-10	9.2	-13.15%	-5.33%	-11.30%	-10.0%	-605	-245
百度(9888 HK)	2021-03-23	252	0.00%	1.83%	-0.48%	-10.08%	0	230
哔哩哔哩(9626 HK)	2021-03-29	808	-0.99%	-0.99%	-0.99%	2.48%	-160	-160
联易融科技(9959 HK)	2021-04-09	17.58	9.90%	13.65%	19.45%	13.20%	870	1,200
兆科眼科(6622 HK)	2021-04-29	16.8	-14.76%	-7.14%	-25.60%	-22.86%	-1,240	-600
京东物流(2618 HK)	2021-05-28	40.36	3.32%	18.31%	2.95%	13.48%	134	739
中原建业(9982 HK)	2021-05-31	3	-12.00%	-7.33%	-7.67%	-9.00%	-720	-440

IPO 组合收益
59,339 **75,929**
IPO 组合收益率
40.8% **52.2%**

来源：彭博、中泰国际研究部；附注：组合收益率计算公式为一手收益除以一手认购本金，上述收益并未考虑认购费、经纪佣金、交易费等因素。（数据更新至 2021 年 6 月 4 日）

新股申购评级

以新股综合评分总得分为基准，从五方面来评估股份的投资价值：

1. 公司成长性评分： 1-20 分，20 分为最高分
2. 估值水平评分： 1-20 分，20 分为最高分
3. 市场稀缺性评分： 1-20 分，20 分为最高分
4. 保荐人往绩评分： 1-20 分，20 分为最高分
5. 市场氛围评分： 1-20 分，20 分为最高分

综合评分总得分 = (市场氛围评分 + 公司成长性评分 + 估值水平评分 + 市场稀缺性评分 + 保荐人往绩评分) 之总和

积极申购： 综合评分总得分 \geq 80 分

申购： 70 分 \leq 综合评分总得分 $<$ 80 分

中性： 60 分 \leq 综合评分总得分 $<$ 70 分

不申购： 综合评分总得分 $<$ 60 分

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805