

2021年12月1日(星期三)

## 公司報告

招商證券(香港)有限公司  
證券研究部

### 天境生物 (IMAB US)

#### 深化合作机遇，持续释放管线价值

- 天境生物近期分别与罗氏诊断、济川药业和国药控股在多个领域达成战略合作
- 我们认为这些合作进一步验证了公司的研发实力；我们同时预期公司未来将迎来更多管线催化剂
- 我们认为公司具有差异化的创新管线优势，有望创造潜在alpha的投资收益。维持买入评级及目标价106美元

#### 对外授权合作再下一城

天境生物于11月10日就伊坦生长激素(TJ101)与济川药业达成战略合作协议。TJ101是一款差异化的长效重组人生长激素，具有延长给药频率(每两周注射一次，而目前其他竞品则需每周注射一次)和良好安全性等优势。根据协议，天境生物有望获得总计约20亿元人民币的合作付款(其中2.24亿元人民币为首付款)，并有望收到梯度的净销售分成(低双位数百分比)。济川药业拥有成熟的儿童用药销售布局，旗下配有约3,500名销售人员，覆盖全国30个省市的23,000多家等级医院。我们认为此次合作是天境生物的又一重要里程碑，标志着公司正加速实现其管线的商业化价值。TJ101目前正在全球三期临床。其主要疗效数据有望于23年二季度公布，并有望在随后递交上市申请。

#### 多项对外合作进一步验证公司研发实力

天境生物于11月8日与罗氏诊断达成合作。双方将为天境生物的创新管线共同开发伴随诊断(CDx)解决方案。管理层认为罗氏先进的CDx技术将会加快天境生物研发创新的速度。此外，天境生物于10月26日与国药控股达成战略合作，为公司差异化抗CD38抗体菲泽妥单抗，进行商业化准备。该药正按计划将于年内递交其用于多发性骨髓瘤三线治疗的新药上市申请。国药控股拥有丰富的分销和零售渠道。此次合作也将有助于公司未来顺利推动旗下其他管线的商业化奠定良好基础。

#### 维持买入评级，分部加总估值法目标价维持106美元

我们维持分部加总估值法目标价106美元不变。21年下半年/22年其他主要催化剂包括：1) 菲泽妥单抗于21年四季度递交其用于多发性骨髓瘤三线治疗的新药上市申请；2) Lemzoparlimab将于21年四季度/22年一季度分别公布美国与中国的非霍奇金淋巴瘤联用治疗的背线数据；21年四季度或22年一季度公布美国实体瘤中与帕博利珠单抗联用的初步数据；3) 潜在BD合作机遇。

百万元人民币	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	30	1,543	520	650	1,075
同比变化	-44%	5042%	-66%	25%	65%
经调整净利润	(1,085)	964	(577)	(690)	(570)
同比变化	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源：公司资料、招商证券(香港)预测

张皓渊, CFA

+852 3189 6354

haydenzhang@cmschina.com.hk

代方琦, CFA

+852 3189 6126

warrendai@cmschina.com.hk

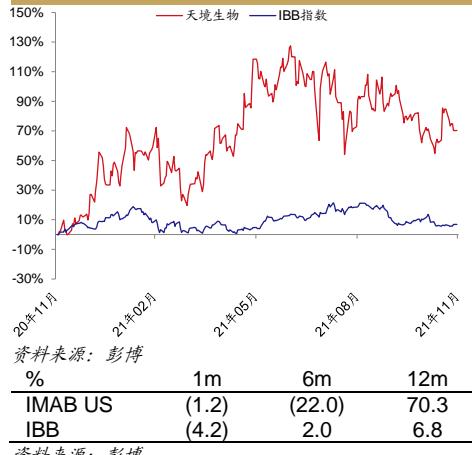
#### 最新变动

公司更新

#### 买入

前次评级	买入
股价(2021年11月30日)	60.5美元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	106美元(+75%)
前次目标价	106美元

#### 股价表现



资料来源：彭博

行业：医药医疗	15,538
NASDAQ (2021年11月30日)	15,538
IBB (2021年11月30日)	154.2
重要数据	
52周股价区间(美元)	37.0-85.4
公司市值(百万美元)	4,960
日均成交额(百万美元)	35.6
每ADS净资产(美元)	8.4

#### 主要股东

管理层	27.2%
Hillhouse	11.2%
Tasly	8.1%
GIC	7.3%
Genexine	5.9%
Hony	5.1%
自由流通量	35.2%

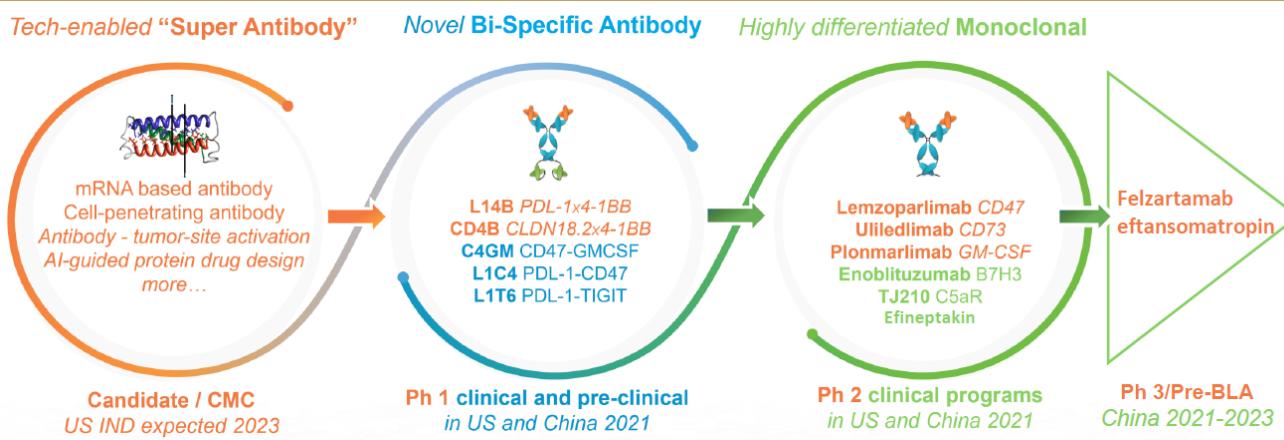
资料来源：公司资料、彭博

#### 相关报告

1. I-Mab (IMAB US) – Positive CD73 data deserves more attention (BUY) (September 17, 2021)
2. I-Mab (IMAB US) – It's the differential that makes the difference (BUY) (September 02, 2021)

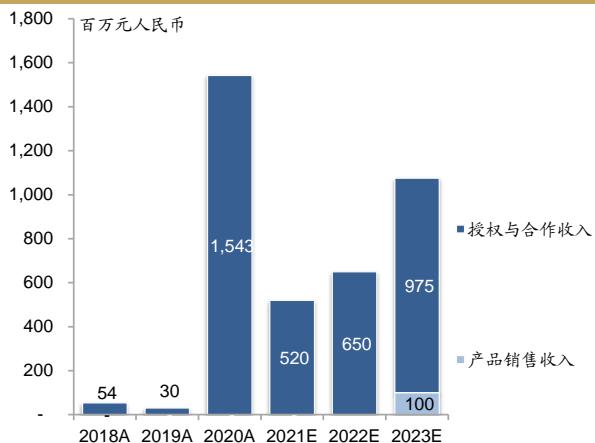
## 重点图表

图1: 天境生物创新与管线进展三部曲



资料来源：公司资料

图2: 收入预测与拆分



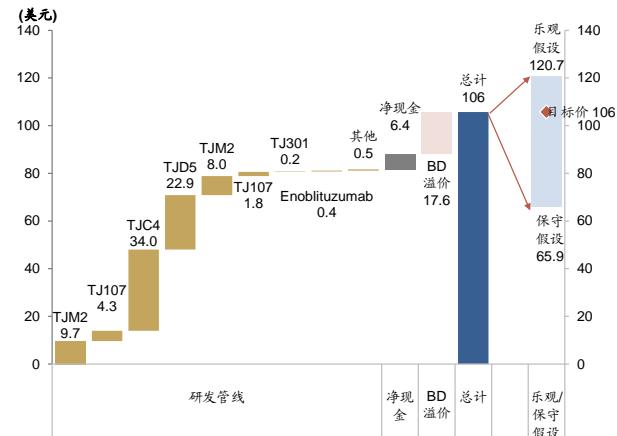
资料来源：公司资料，招商证券（香港）预测

图4: 催化剂事件表

产品管线	靶点	适应症	21/22年里程碑/催化剂	时间点	已达成
Lemzoparlimab (TJC4)	CD47	NHL (+利妥昔单抗)	ASH21公布初步数据	21年四季度	
		NHL (+利妥昔单抗)	公布背线数据	YE21E22E	
		实体瘤 (+帕博利珠单抗)	公布初步数据	YE21E22E	
Ulliedilimab (TJD5)	CD73	晚期癌症	ASCO公布一期数据	2021年6月	✓
菲泽妥单抗 (TJ202)		3L 多发性骨髓瘤	公布背线数据	21年下半年	
	CD38	3L 多发性骨髓瘤	NDA递交	21年下半年	
		2L 多发性骨髓瘤	NDA递交	23财年	
伊坦生长激素 (TJ101)	rhGH	儿童生长激素缺乏	NDA递交	23财年	
Efineptakin alfa (TJ107)	IL-7	淋巴细胞减少; IO 增强剂	CSCO21公布一期数据	21年底	
TJ301	IL-6	溃疡性肠炎	公布二期数据	2021年4月	✓
TJM2	GM-CSF	新冠导致的细胞因子风暴	公布美国中期数据	2021年8月	✓

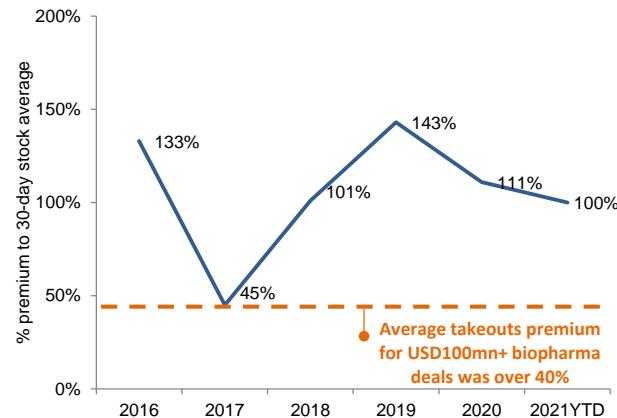
资料来源：公司资料，招商证券（香港）预测

图3: 估值分析



资料来源：公司资料，招商证券（香港）预测

图5: 超过1亿美元的收购较前三十天收盘均价的平均溢价百分比



资料来源：Evaluate Pharma

## 财务预测表

### 资产负债表

百万元人民币	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>非流动资产</b>	<b>376</b>	<b>990</b>	<b>982</b>	<b>974</b>	<b>965</b>
物业、厂房及设备	30	25	28	30	31
无形资产	149	120	119	117	116
租赁预付款	16	15	6	(3)	(12)
商誉	163	163	163	163	163
合营及联营投资	-	665	665	665	665
其他	18	2	2	2	2
<b>流动资产</b>	<b>1,361</b>	<b>5,344</b>	<b>4,274</b>	<b>2,892</b>	<b>1,435</b>
库存	-	-	-	-	2
贷款和应收账款	-	130	-	-	23
预缴款项和应收账款	136	423	423	423	423
其他	32	32	32	32	32
短期投资	56	-	-	-	-
现金	1,137	4,759	3,820	2,438	955
<b>总资产</b>	<b>1,738</b>	<b>6,334</b>	<b>5,256</b>	<b>3,866</b>	<b>2,399</b>
<b>流动负债</b>	<b>588</b>	<b>576</b>	<b>576</b>	<b>576</b>	<b>579</b>
应付账款及票据	-	-	-	-	3
其他应付款	7	8	8	8	8
应付关联方款项	274	561	561	561	561
短期银行债务	50	-	-	-	-
其他	258	8	8	8	8
<b>非流动负债</b>	<b>80</b>	<b>131</b>	<b>131</b>	<b>131</b>	<b>131</b>
长期应付款项	68	-	-	-	-
合同负债	-	-	-	-	-
长期银行贷款	-	-	-	-	-
其他	11	131	131	131	131
<b>股东资金</b>	<b>1,069</b>	<b>5,627</b>	<b>4,550</b>	<b>3,160</b>	<b>1,690</b>
<b>少数股东权益</b>	-	-	-	-	-
<b>负债及股东权益合计</b>	<b>1,738</b>	<b>6,334</b>	<b>5,256</b>	<b>3,866</b>	<b>2,399</b>

### 现金流量表

百万元人民币	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>(868)</b>	<b>434</b>	<b>(1,024)</b>	<b>(1,448)</b>	<b>(1,522)</b>
税前盈利	(1,441)	471	(1,077)	(1,390)	(1,470)
流动资金变动前营业利润	(1,067)	674	(1,155)	(1,448)	(1,500)
净经营资本费用	199	(241)	130	-	(22)
已付所得税	-	-	-	-	-
已付利息	-	-	-	-	-
<b>投资活动现金流</b>	<b>212</b>	<b>(202)</b>	<b>85</b>	<b>66</b>	<b>39</b>
购买物业、厂房及设备	(12)	(8)	(10)	(10)	(10)
购买/出售附属公司	-	-	-	-	-
购买/出售合资和合营公司	-	-	-	-	-
利息收入	-	-	95	76	49
其他	225	(194)	-	-	-
<b>融资活动现金流</b>	<b>153</b>	<b>3,440</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
发行新股	184	3,481	-	-	-
增发股份	-	-	-	-	-
净银行借款	(31)	(50)	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
<b>期初现金</b>	<b>1,681</b>	<b>1,193</b>	<b>4,759</b>	<b>3,820</b>	<b>2,438</b>
外汇变动影响	15	(107)	-	-	-
<b>期末现金</b>	<b>1,193</b>	<b>4,759</b>	<b>3,820</b>	<b>2,438</b>	<b>955</b>

### 利润表

百万元人民币	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>销售收入</b>	<b>30</b>	<b>1,543</b>	<b>520</b>	<b>650</b>	<b>1,075</b>
销售成本	-	-	-	-	(20)
<b>毛利</b>	<b>30</b>	<b>1,543</b>	<b>520</b>	<b>650</b>	<b>1,055</b>
<b>(-) 销售及行政开支合计</b>	<b>(655)</b>	<b>(402)</b>	<b>(412)</b>	<b>(453)</b>	<b>(494)</b>
行政开支	(655)	(402)	(402)	(423)	(444)
销售开支	-	-	(10)	(30)	(50)
<b>(-) 研发开支</b>	<b>(840)</b>	<b>(985)</b>	<b>(1,280)</b>	<b>(1,664)</b>	<b>(2,080)</b>
<b>(+/-) 其他收入/支出</b>	-	-	-	-	-
<b>(+/-) 合营及联营盈利</b>	-	-	-	-	-
<b>经调整EBITDA</b>	<b>(1,082)</b>	<b>672</b>	<b>(655)</b>	<b>(748)</b>	<b>(600)</b>
股权激励	(367)	(493)	(500)	(700)	(900)
折旧及摊销合计	(16)	(23)	(18)	(18)	(19)
<b>经调整EBIT</b>	<b>(1,098)</b>	<b>649</b>	<b>(673)</b>	<b>(767)</b>	<b>(619)</b>
<b>(+/-) 净财务收入</b>	28	23	95	76	49
<b>(+/-) 其他盈亏</b>	(4)	304	-	-	-
<b>税前利润</b>	<b>(1,441)</b>	<b>483</b>	<b>(1,077)</b>	<b>(1,390)</b>	<b>(1,470)</b>
<b>(-) 税项</b>	-	(12)	-	-	-
净利润	(1,441)	471	(1,077)	(1,390)	(1,470)
<b>(+/-) 少数股东权益</b>	-	-	-	-	-
<b>股东应占净利润</b>	<b>(1,441)</b>	<b>471</b>	<b>(1,077)</b>	<b>(1,390)</b>	<b>(1,470)</b>
<b>经调整净利润</b>	<b>(1,085)</b>	<b>964</b>	<b>(577)</b>	<b>(690)</b>	<b>(570)</b>
<b>摊薄每股收益(美元)</b>	<b>(47.8)</b>	<b>2.3</b>	<b>(1.4)</b>	<b>(1.8)</b>	<b>(1.5)</b>

### 主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>增长率</b>					
合并收入	(44%)	5,042%	(66%)	25%	65%
毛利	n.a.	5,042%	(66%)	25%	62%
经调整净利润	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>获利能力</b>					
毛利率	100%	100%	100%	100%	98%
经调整净利率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROE	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>营运能力</b>					
库存周转日数	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
应收账款周转日数	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
应付账款周转日数	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
现金周转日数	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>偿债能力</b>					
自由现金流(百万美元)	(880)	426	(1,034)	(1,458)	(1,532)
净负债率(%)	(107)	(85)	(84)	(77)	(57)

资料来源：公司报表、招商证券(香港)预测

## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来12个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来12个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来12个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来12个月上升10%以上
中性	预期股价在未来12个月上升或下跌10%或以内
卖出	预期股价在未来12个月下跌10%以上

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

### 监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

### 免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼,招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5) 章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a) 至(d) 章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

#### 香港

招商证券（香港）有限公司  
香港中环交易广场一期 48 楼  
电话：+852 3189 6888  
传真：+852 3101 0828