

公司报告

招商證券(香港)有限公司
证券研究部

天境生物 (IMAB US)

研发管线进展有序推进

■ 阿斯利康启动全球首个CD73三期试验；我们认为这为公司的CD73，同时也是全球第三个处于临床研究的CD73，带来了光明前景

■ 吉利德CD47临床试验暂停，为天境生物的Lemzo提供了一个很好的赶超机会，因为Lemzo在安全性方面更具优势

■ 我们认为公司具有差异化的药物机理管线优势，有望创造潜在超额投资收益。重申买入评级及目标价106美元

阿斯利康启动全球首个CD73三期试验，CD73类研发风险降低

阿斯利康宣布，其PACIFIC-9三期临床研究（n=1,000，NCT05221840）治疗不可切除的III期非小细胞肺癌（NSCLC），已完成首例患者给药。该研究评估了Imfinzi（英飞凡）（度伐利尤单抗，PD-L1单克隆抗体）与oleclumab（CD73单克隆抗体）或monalizumab的联合用药对比英飞凡单药治疗，以无进展生存期（PFS）作为主要临床终点。新的三期研究是基于ESMO2021上关于COAST二期试验（n=189，NCT03822351）的阳性数据，显示英飞凡联合oleclumab的ORR达到30%（HR 0.44），英飞凡联合monalizumab的ORR为36%（HR 0.65），对比英飞凡单药仅为18%。我们相信CD73的科学机制具有吸引力以及与其他肿瘤免疫类药物的协同治疗效果良好，应该有助于CD73类药物吸引更多的关注。我们认为天境的uliledlimab作为全球临床进度前三的CD73单抗，也将继续释放管线价值。

吉利德的CD47临床暂停为I-Mab提供了机会

随着最近magrolimab联合azacitidine（AZA）的部分临床试验暂停，公司也对lemzoparlimab（Lemzo）的累积安全数据进行了系统审查。初步调查显示，对所有正在进行的临床试验的180名患者进行安全性分析（其中包括AZA组合中的70名骨髓增生异常综合症/骨髓白血病患者），安全性数据与先前的临床和临床前发现一致，没有新的安全性问题信号。公司确认其正在进行的CD47试验不受吉利德暂缓其CD47临床试验的影响，并预计在2022年从骨髓增生异常综合症、非霍奇金淋巴瘤和实体瘤中读出数据。

2022年有众多催化剂事件值得期待

2022年值得关注的主要催化剂：1) lemzoparlimab：a) 2022年上半年，与CD20联用治疗非霍奇金淋巴瘤的一期数据；b) 2022年，联合PD-1治疗实体瘤的美国临床数据披露；c) 2022年，治疗骨髓增生异常综合症/骨髓白血病患者最新数据披露；d) 2022年，在中国启动1-2个注册试验；2) uliledlimab：选定实体瘤的最新数据披露；3) BD领域的潜在机会。

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于106美元并保留20%的股权价值溢价，以反映其在BD领域的更大潜力。投资风险：临床数据低于预期（自有或同行）、研发进度和商业上市延迟；医保谈判中的降价风险。

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、招商證券(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

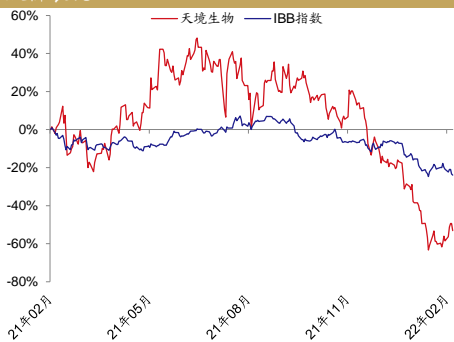
最新变动

公司更新

买入

前次评级	买入
股价(2022年2月18日)	26.7美元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	106美元(+297%)
前次目标价	106美元

股价表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
IMAB US	(7.4)	(57.5)	(49.4)
IBB	(2.8)	(22.8)	(21.0)

资料来源：彭博

行业：医药医疗

NASDAQ (2022年2月18日)	13,548
IBB (2022年2月18日)	125.0

重要数据

52周股价区间(美元)	20.2-85.4
公司市值(百万美元)	2,136
日均成交额(百万美元)	67.5
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%

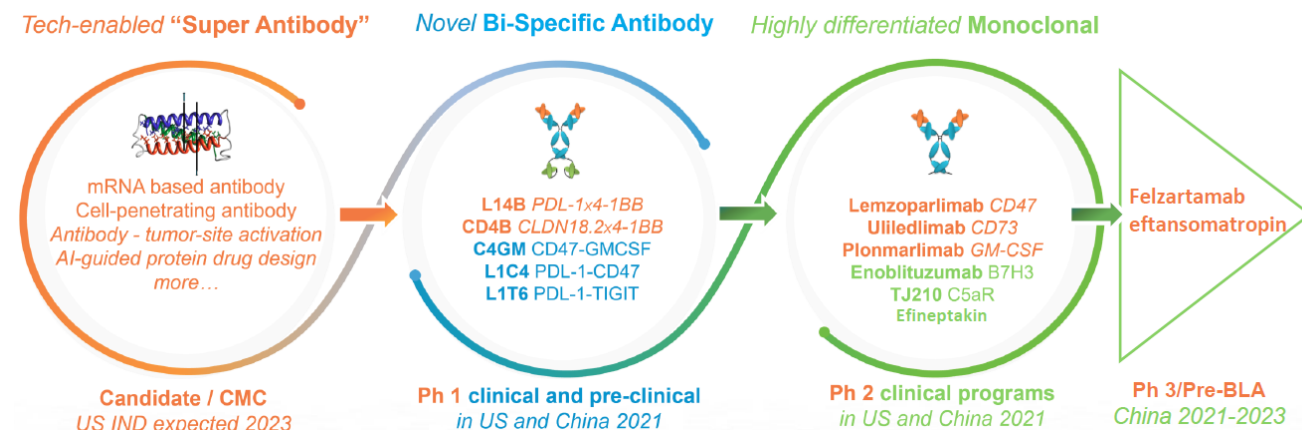
资料来源：公司资料、彭博

相关报告

1. 天境生物 (IMAB US) - 来佐单抗联用方案治疗nHL在ASH年会公布积极数据 (买入) (2021/12/15)
2. 天境生物 (IMAB US) - 深化合作机遇，持续释放管线价值 (买入) (2021/12/01)
3. I-Mab (IMAB US) - Positive CD73 data deserves more attention (BUY) (September 17, 2021)

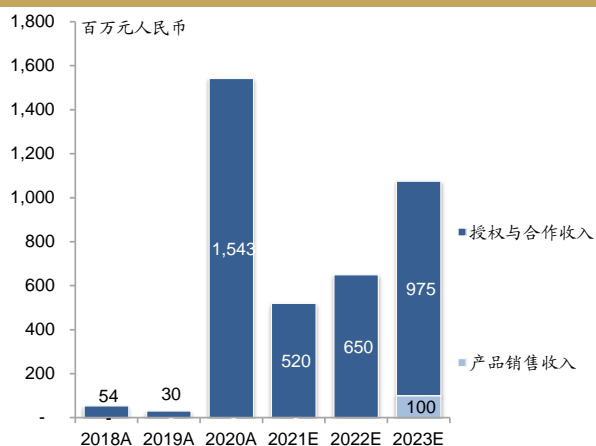
重点图表

图1: 天境生物创新与管线进展三部曲



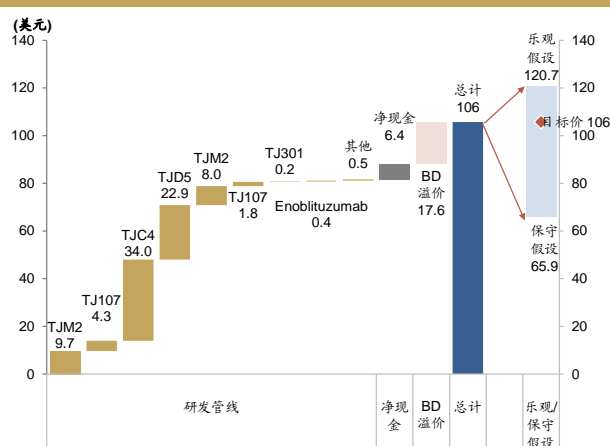
资料来源: 公司资料

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3: 估值分析



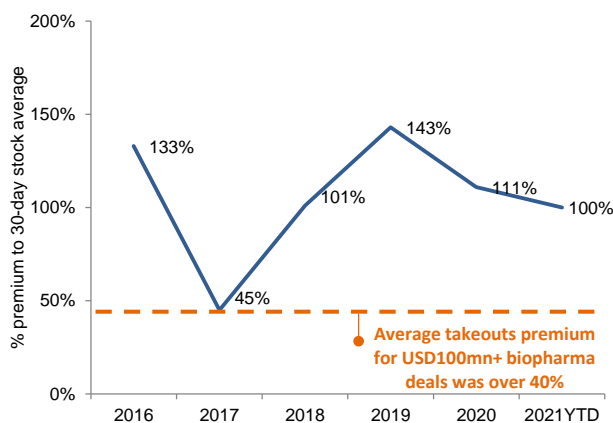
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图4: 催化剂事件表

产品管线	靶点	适应症	21年下半年和22-24年里程碑/催化剂	时间点	已达成
来佐利单抗 (TJC4)	CD47	NHL (+利妥昔单抗)	ASH21公布中期数据	数据	2021年12月 ✓
		NHL (+利妥昔单抗)	公布顶线数据	数据	22年一季
		实体瘤 (+帕博利珠单抗)	公布初步数据	数据	22年一季
		AML/MDS	公布顶线数据	数据	2022年
Ulliedlimab (TJD5)	CD73	实体瘤 (+特瑞普利单抗)	公布初步数据	数据	2022年
菲泽安单抗 (TJ202)	CD38	3L MM	公布顶线数据	数据	2022年
		3L MM	BLA递交	监管	2022年
		2L MM (+来那度胺)	BLA递交	监管	2023年
伊坦生长激素 (TJ101)	rhGH	儿童生长激素缺乏	授予济川药业中国大陆权益	合作	2021年11月 ✓
		儿童生长激素缺乏	BLA递交	监管	2023/24年
TJM2	GM-CSF	新冠导致的细胞因子风暴	公布美国中期数据	数据	2021年8月 ✓

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

估值概要

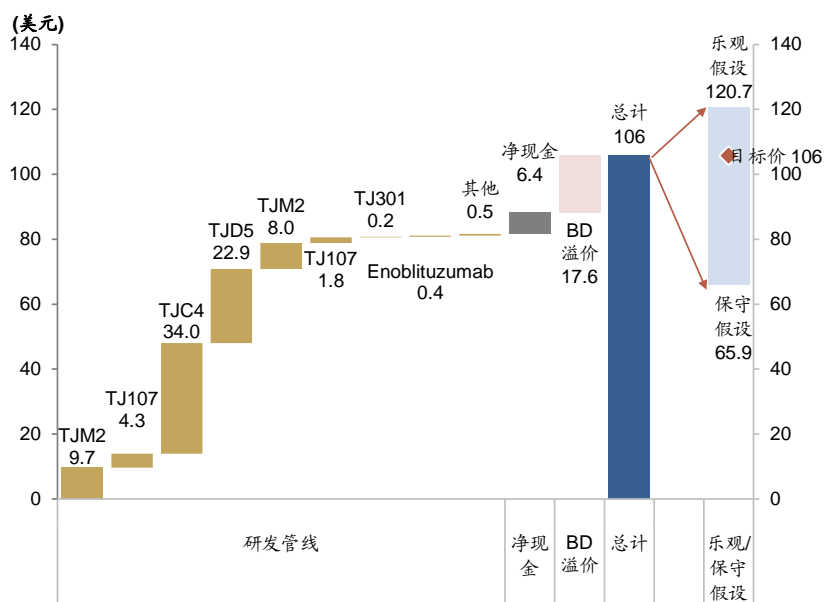
我们的分部加总估值法的目标价基于rNPV，估值敏感性基于公司多个药物分子的临床成功率。我们在如下展示了详细的假设与估值结果。

图6: 基于rNPV的分类加总估值法以及主要假设

(人民币百万元)	靶点	研发进展	合作伙伴	主要适应症	上市时间	经调整峰值销售	临床成功率**	权益	rNPV
管线估值 (rNPV)									30,971
来佐利单抗 (TJC4)	CD47	二期 (中国) 二期 (美国)	艾伯维/ (MorphoSys)	AML/MDS/nHL/实体瘤	2025	6,432	60% (中国) 60% (美国)	中国 (100%) 全球 (销售分成)	12,908
Uliedlimab (TJD5)	CD73	二期 (中国) 二期 (美国)	罗氏/君实	实体瘤 (与 PD-1/L1 联用)	2026	2,285	15% (中国) 15% (美国)	全球 (100%)	8,664
伊坦生长激素 (TJ101)	长效重组人生长激素	注册性临床	Genexine	PGHD	2024	1,453	90%	中国 (100%)	3,674
菲泽妥单抗 (TJ202) +/-CD47 (TJC4)	CD-38 单抗	注册性临床	MorphoSys	多发性骨髓瘤 (3/2/1 线)	2023	652	90%	中国 (100%)	1,617
Plonmarlimab (TJM2)	GM-CSF 单抗 b	二期		细胞因子风暴 (新冠重症)/CAR-T 不良反应	2023	827	40%	全球 (100%)	3,023
Efineptakin Alfa (TJ107)	长效白介素-7	二期	Genexine	淋巴细胞减少/检查点抑制剂增强剂	2025	315	40%	中国 (100%)	665
Olamkicept (TJ301)	白介素-6 抑制剂	二期	Ferring	溃疡性肠炎 (UC)	2026	37	20%	中国 (100%)	80
Enoblituzumab	B7-H3 单抗	二期	MacroGenics	实体瘤	2026	83	10%	中国 (100%)	140
其他 (C5aR 单抗, 双抗等)									201
净现金									2,438
估值 (人民币百万元)									33,409
股数 (百万股)									134
每股估值 (人民币)									249
每 ADR 估值 (美元) (每 10 股 ADS 折算 23 普通股; 6.5 元人民币折合 1 美元)									88.1
BD 溢价									20%
目标价 (美元)									106

资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测, 注: *代表临床试验地, **代表该药物成功率最高的适应症

图 7: 分部加总估值和敏感性分析



资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图 8: WACC 假设

权益成本 (%)

无风险利率 (%)	3.0
贝塔系数	0.8
股权风险溢价 (%)	8.8

CAPM 非杠杆贴现率 (%) 10.0

债务成本 (%)

无风险利率的平均息差 (%)	8.0
税前债务成本 (%)	11.0
公司的平均企业税率 (%)	15.0

税后债务成本 (%) 9.4

估计目标资本负债比率 (净负债/企业价值) (%) 10.0

WACC (%) 10.0

资料来源: 招商证券 (香港) 预测

投资风险

核心管线临床失败风险:

公司自研或者引进的管线药物可能遭遇临床开发失败的风险。潜在的临床挫折可能对公司业务和财务前景产生不利影响。

差于预期的产品商业化启动:

公司管线药物的实际渗透率和市占率可能低于预期。这可能是由于管线药物无法获得医生、患者、支付方足够的认可所致。潜在的商业化挫折可能对公司业务和财务前景产生不利影响。

未来国家医保目录谈判带来的价格不确定性:

公司在未来可能面临国家医保目录谈判带来的价格不确定性风险。中国目前的商业保险发展刚刚起步，同时政府支付方在设定报销政策时，具有较大的话语权。若定价或支付标准低于预期，公司业务和财务前景可能遭受不利影响。

地缘政治的不确定性

公司可能面临在国际贸易，合作或其他商业活动中遭遇地缘政治风险。上述商业活动的挫折可能导致公司业务和财务前景遭受不利影响。

财务预测表

资产负债表

百万元人民币	2019	2020	2021E	2022E	2023E
非流动资产	376	990	982	974	965
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
流动资产	1,361	5,344	4,274	2,892	1,435
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
总资产	1,738	6,334	5,256	3,866	2,399
流动负债	588	576	576	576	579
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
非流动负债	80	131	131	131	131
长期应付款项	68	-	-	-	-
合同负债	-	-	-	-	-
长期银行贷款	-	-	-	-	-
其他	11	131	131	131	131
股东资金	1,069	5,627	4,550	3,160	1,690
少数股东权益	-	-	-	-	-
负债及股东权益合计	1,738	6,334	5,256	3,866	2,399

现金流量表

百万元人民币	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	(868)	434	(1,024)	(1,448)	(1,522)
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	-	-	-	-	-
投资活动现金流	212	(202)	85	66	39
购买物业、厂房及设备	(12)	(8)	(10)	(10)	(10)
购买/出售附属公司	-	-	-	-	-
购买/出售合营和合营公司	-	-	-	-	-
利息收入	-	-	95	76	49
其他	225	(194)	-	-	-
融资活动现金流	153	3,440	-	-	-
发行新股	184	3,481	-	-	-
增发股份	-	-	-	-	-
净银行借款	(31)	(50)	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
期初现金	1,681	1,193	4,759	3,820	2,438
外汇变动影响	15	(107)	-	-	-
期末现金	1,193	4,759	3,820	2,438	955

利润表

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

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
增长率					
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.
获利能力					
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.
营运能力					
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.
偿债能力					
自由现金流 (人民币百万元)	(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