

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)

ASCO上CD73数据表现各异, 年底披露更多数据

- 在ASCO 2022大会上, 公司披露了CD73尤莱利单抗正在进行中的二期临床的多个队列数据, 各队列间的疗效数据表现各异
- 尚未接受标准疗法的非小细胞肺癌患者取得积极的疗效数据, 而接受过多线治疗的患者的应答较低
- 我们认为公司具有差异化的研发管线, 有望创造潜在超额投资收益。重申买入评级, 目标价下调至72美元

ASCO 2022大会上, 尤莱利单抗的二期数据表现各异

尤莱利单抗 (尤莱利) 在ASCO 2022大会公布的早期数据来自其正在进行中的一/二期临床试验 (n=221, NCT04322006)。该临床主要评估尤莱利和特瑞普利单抗 (特瑞普利) 联合治疗的安全性和疗效, 用于治疗晚期实体瘤。数据截止日期为2022年3月29日。三个队列共有48例可评估疗效的非小细胞肺癌 (第四期肺癌为主) 患者; 在队列3 (19例尚未接受标准疗法) 中, 有5例达到部分缓解 (26% ORR) 和9例疾病稳定 (73.7% DCR)。而队列1和队列2为接受过多线治疗的患者 (标准治疗失败或标准治疗失败且接受过免疫疗法), 临床应答数据较低 (1例部分缓解和12例疾病稳定)。尤莱利的安全性数据与过往数据一致, 在单药和联用的临床中均没有观察到剂量限制性毒性。公司指出, 此次数据显示了肿瘤细胞CD73高表达 (表达阳性率 ≥ 35%) 和观察到的临床应答存在潜在相关性, 因此CD73有望成为全新的预测性生物标志物。公司预计在22年底将取得更多该项二期临床试验中队列3的成熟数据 (针对疗效和生物标志物), 并计划于2023年开展的三期临床中使用伴随诊断试剂盒。我们认为尤莱利的早期数据总体符合我们预期, 因此我们维持对其原有预测 (经风险调整的全球销售峰值为23亿元人民币和上市成功率为15%)。我们认为22年底的该项二期临床试验队列3的数据更新, 将进一步明确尤莱利的前景。

2022-23年主要催化剂

- 1) 来佐利单抗 (CD47): a) 与抗CD20联用的一期临床数据将于22年更新, 用于治疗非霍奇金淋巴瘤; b) 与抗PD-1联用的美国临床初步数据将于22年更新, 用于治疗实体瘤; c) 与阿扎胞苷联用的中国临床的全数据分析将于22年更新, 用于治疗骨髓增生异常综合征; d) 22年将在国内启动1-2个注册性临床;
- 2) 尤莱利单抗 (CD73): a) 22年底披露更多二期临床试验队列3的数据; b) 22年在美国启动与抗PD-1联用的二期临床, 用于治疗非小细胞肺癌之外的实体瘤, 以及23年在国内启动三期临床, 用于治疗非小细胞肺癌。

维持买入评级, 基于分部加总估值法的目标价下调至72美元

我们将基于分部加总估值法目标价由106美元下调至72美元, 是因为我们使用了更高的加权平均资本成本 (从10.0%升至12.3%), 以反映市场普遍的避险情绪和生物医药板块的估值重塑 (IBB指数较52周高点已下跌33%)。但我们仍保留20%的股权估值溢价, 以反映其在BD领域的更大潜力。**投资风险:** 临床数据不及预期、研发/商业化进度推迟、国谈风险。

张皓渊, CFA

+852 3189 6354

haydenzhang@cmschina.com.hk

代方琦, CFA

+852 3189 6126

招商證券 (香港) 有限公司
證券研究部

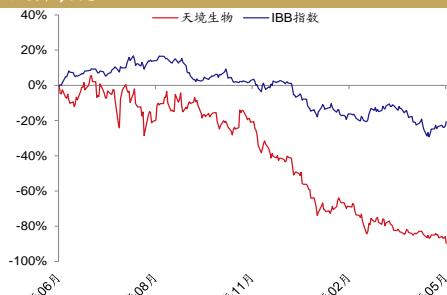
最新变动

公司更新, 目标价调整

买入

前次评级	买入
股价 (2022年5月27日)	8.3美元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	72美元 (+767%)
前次目标价	106美元

股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
IMAB US	(39.9)	(87.0)	(89.7)
IBB	(1.9)	(23.3)	(20.6)

资料来源: 彭博

行业: 医药医疗

NASDAQ (2022年5月27日)	12,131
IBB (2022年5月27日)	119.5

重要数据

52周股价区间 (美元)	8.1-85.4
公司市值 (百万美元)	683
日均成交额 (百万美元)	20.1
每ADS净资产 (美元)	8.4

主要股东

管理层	22.1%
康桥资本	15.5%
高瓴资本	8.7%
T. Rowe Price	6.6%
GIC	5.7%
Tasly	5.3%
Genexine	4.5%
自由流通量	31.6%

资料来源: 公司资料、彭博

相关报告

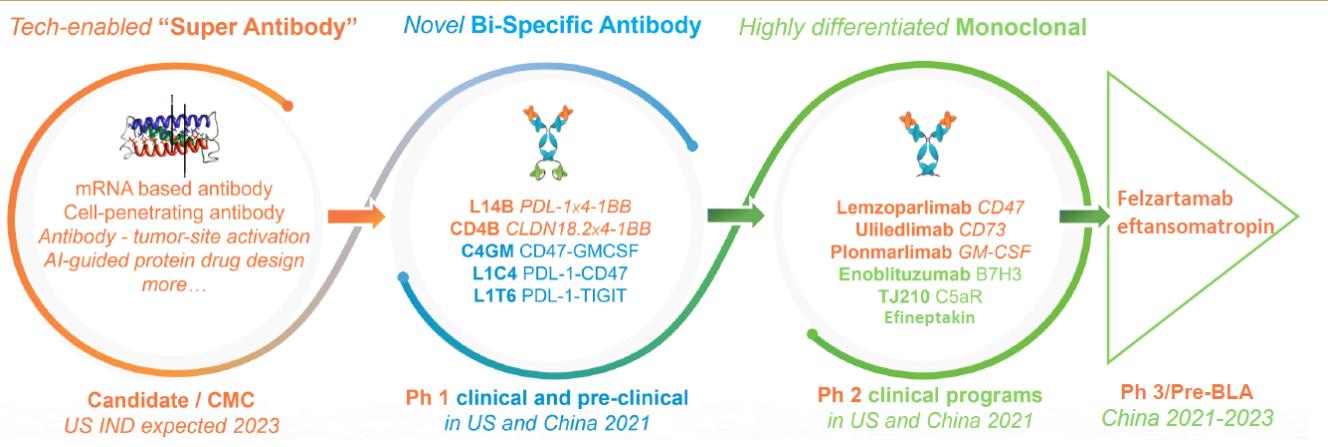
1. 天境生物 (IMAB US) - 针对CD47类药物的安全性担忧或有所缓解 (买入) (2022/4/19)
2. 天境生物 (IMAB US) - 研发管线进展有序推进 (买入) (2022/2/22)
3. 天境生物 (IMAB US) - 来佐利单抗联用方案治疗nHL在ASH年会公布积极数据 (买入) (2021/12/15)
4. 天境生物 (IMAB US) - 深化合作机遇, 持续释放管线价值 (买入) (2021/12/01)

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

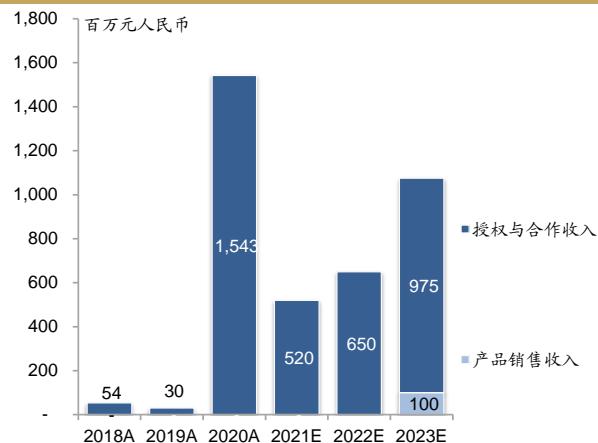
重点图表

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



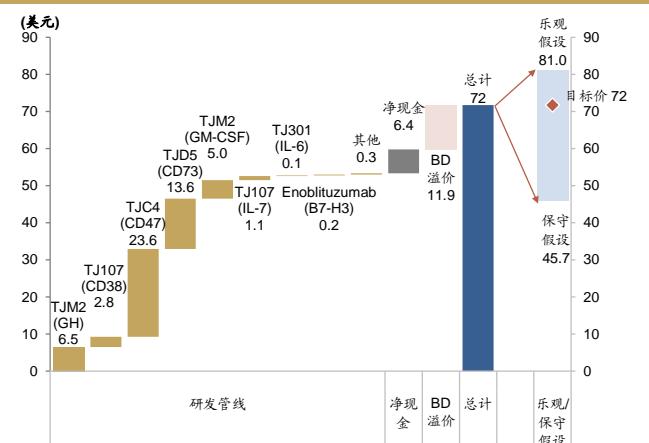
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图4: 催化剂事件表

产品管线	靶点	适应症	22-24年 里程碑/催化剂		时间点	已达成
			公布顶线数据	数据		
朱佐利单抗 (TJC4)	CD47	NHL (+利妥昔单抗)	公布顶线数据	数据	2022年	
		实体瘤 (+帕博利珠单抗)	公布初步数据	数据	2022年	
Ullédilimab (TJD5)	CD73	AML/MDS	公布顶线数据	数据	2022年	
		实体瘤 (+特瑞普利单抗)	更多二期临床第三队列数据	数据	2022年底	
菲泽妥单抗 (TJ202)	CD38	实体瘤 (+帕博利珠单抗)	二期临床启动 (美国)	临床	2022年	
		实体瘤 (+PDX)	三期临床启动 (中国)	临床	2023年	
伊坦生长激素 (TJ101)	rhGH	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	
		rhGH 儿童生长激素缺乏	BLA递交	监管	2023/24年	

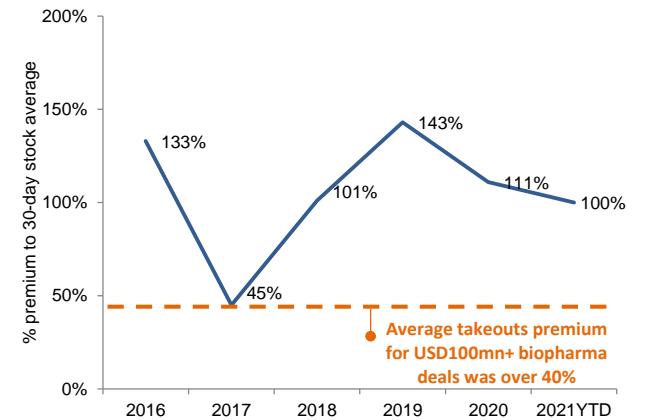
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

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

估值摘要

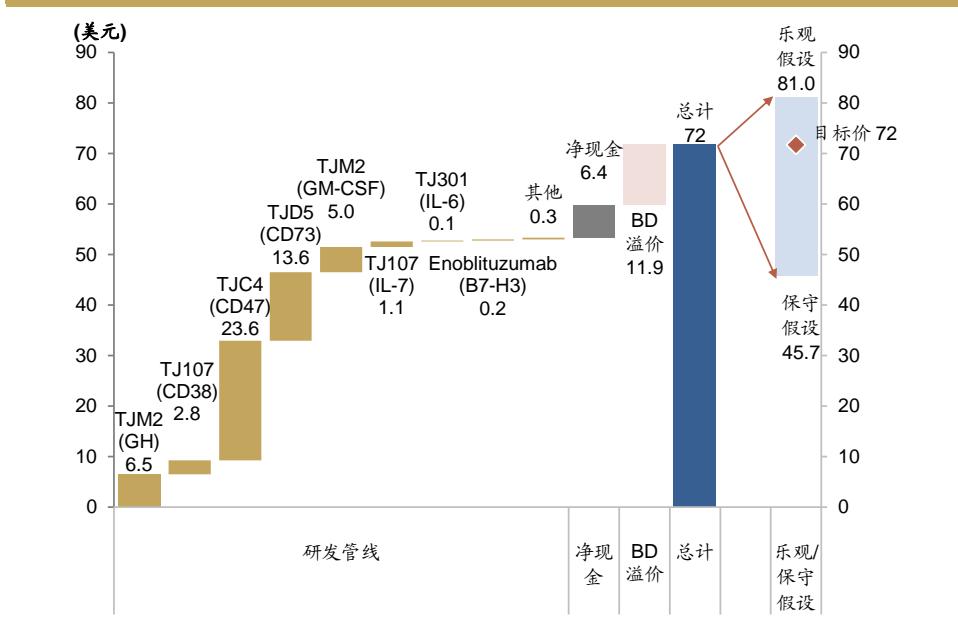
我们的分部加总估值法的目标价基于rNPV，估值敏感性基于公司多个药物分子的峰值销售和临床成功率。我们在如下展示了详细的假设与估值结果。

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 (调整前)	rNPV (调整后)	△ (%变动)
管线估值 (rNPV)											
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)	3,674	2,458	-33%
Uliledlimab (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%)	1,617	1,061	-34%
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%)	12,908	8,959	-31%
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%)	8,664	5,144	-41%
Pionmarlimab (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	1,894	-37%
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	430	-35%
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	51	-36%
Enoblituzumab	B7-H3 单抗	二期	MacroGenics	实体瘤	2026	83	10%	中国 (100%)	140	88	-37%
其他 (C5aR 单抗, 双抗等)									201	127	-37%
净现金											
估值 (人民币百万元)											
股数 (百万股)									2,438	2,438	0%
每股估值 (人民币)									33,409	22,649	-32%
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	60	-32%
BD 溢价									20%	20%	0 百分比
目标价 (美元)											

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	1.1
股权风险溢价 (%)	8.8
CAPM 非杠杆贴现率 (%)	12.7
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 (%)	
	12.3

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/出售合资和合营公司	-	-	-	-	-
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