

科济药业-B (02171.HK)

研发成果屡传捷报，期待首个产品商业化推进

科济药业发布 2022 年中报。公司 2022 年上半年净亏损 3.76 亿元，2021 年同期净亏损 43.94 亿元，同比减亏 40.18 亿元；经调整净亏损 3.53 亿元，2021 年同期经调整净亏损 2.10 亿元。

观点：研发成果屡传捷报，期待首个产品商业化推进

公司 2022 年上半年大力推进研发，整体运行平稳。净亏损为 3.76 亿元，相比 2021 年同期净亏损 43.94 亿元减亏 40.18 亿元，主要由于发行予投资者的金融工具公允价值亏损减少，且去年公司上市产生了 0.27 亿元的相关费用。经调整利润方面，公司上半年亏损 3.53 亿元，相比 2021 年同期亏损 2.10 亿元增加 1.43 亿元，主要来自支付薪酬由 2021 年同期的 0.01 亿元增至 0.23 亿元，且研发投入和行政费用亦有上升。

创新产品进度持续领跑，研究成果收获国际肯定。2022 年上半年，3 款核心产品不断取得推进：1) CT053 (BCMA CAR-T) IIT 研究结果发表于《Haematologica》，计划于 Q3 向 NMPA 提交上市申请；2) CT041 (Claudin18.2 CAR-T) 国内关键 II 期临床于 3 月实现首例患者入组，中国、美国临床研究更新数据于 ASCO 大会进行壁报展示，IIT 研究结果发表于《Nature Medicine》；3) CT011 (GPC3 CAR-T) 用于晚期肝细胞癌治疗的长期完全缓解病例报告发表于《Frontiers in Immunology》，是 CAR-T 细胞联合酪氨酸酶抑制剂获得肝癌完全缓解的首次报告。

前瞻建立整合 CAR-T 技术平台，巩固细胞治疗赛道优势地位。自主设计的 T 细胞增效平台 CycloCAR、改善安全性问题的 sFv-ε T 细胞技术、同种异体通用平台 THANK-uCAR、精准靶向平台 LADAR 等已输出多款迭代 CAR-T 候选药物，3 款产品已进入 IIT 研究阶段。下一代实体瘤 CAR-T 和通用 CAR-T 技术的扎实布局有望稳固公司在细胞治疗领域的领先地位。

自有一体化产能持续扩大，有望实现降本增利。上海徐汇临床生产工厂、金山商业 GMP 级生产工厂已实现慢病毒载体和 CAR-T 细胞的自主生产，美国北卡罗莱纳州 GMP 生产工厂实现境外产能布局，正在进行向 RTP 生产工厂的技术转移。公司垂直一体化生产能力的扎实建设有望降低 CAR-T 产品生产成本、缩短制备周期，提振后续商业化利润空间。

盈利预测与投资评级。基于公司重视研发、相关投入持续，我们调整盈利预测，预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 0.10 亿元、0.25 亿元、2.57 亿元，同比增长率为-61.26%、150.67%、919.86%。我们长期看好公司发展，维持“买入”评级。

风险提示：研发失败的风险；产品商业化销售不及预期的风险。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	0	26	10	25	257
增长率 yoy (%)	-	-	-61.3	150.7	919.9
归母净利润 (百万元)	-1,052	-4,744	-846	-1,016	-1,330
增长率 yoy (%)	297.0	351.0	-82.2	20.2	30.8
EPS 最新摊薄 (元/股)	-1.84	-8.32	-1.48	-1.78	-2.33
净资产收益率 (%)	62.8	-158.3	-39.3	-89.6	682.5
P/E (倍)	-8.3	-1.8	-10.3	-8.6	-6.5
P/B (倍)	-5.19	2.90	4.05	7.67	-44.68

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 24 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	生物技术
前次评级	买入
8月24日收盘价(港元)	17.44
总市值(百万港元)	9,948.55
总股本(百万股)	570.44
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	1.17

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号: S0680519010001

邮箱: zhangjy@gszq.com

分析师 胡佑碧

执业证书编号: S0680519010003

邮箱: huruobi@gszq.com

相关研究

1、《科济药业-B (02171.HK): 精耕细胞疗法全新赛道, 实体瘤 CAR-T 产业龙头》2022-08-12

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1056	3071	3740	2858	3013
现金	1043	691	1242	379	260
应收票据及应收账款	0	0	0	0	0
其他应收款	13	64	0	101	77
预付账款	0	1	0	0	0
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	2315	2498	2378	2676
非流动资产	198	435	371	357	339
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	130	301	283	258	231
无形资产	7	7	8	9	9
其他非流动资产	61	127	79	89	99
资产总计	1254	3506	4111	3215	3351
流动负债	145	389	416	222	2186
短期借款	0	0	0	0	1916
应付票据及应付账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	145	389	416	222	270
非流动负债	2785	120	973	1288	790
长期借款	12	7	4	3	1
其他非流动负债	2773	113	969	1285	789
负债合计	2930	509	1389	1510	2976
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	0	0	570	570	570
资本公积	0	0	0	0	0
留存收益	-1832	0	-846	-1862	-3192
归属母公司股东权益	-1676	2997	2722	1705	376
负债和股东权益	1254	3506	4111	3215	3351

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-295	-512	-718	-1185	-1476
净利润	-1052	-4744	-846	-1016	-1330
折旧摊销	0	0	30	30	31
财务费用	13	7	-29	-24	49
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	127	-175	-226
其他经营现金流	744	4225	0	0	0
投资活动现金流	-7	-2471	35	-16	-13
资本支出	-19	-179	-55	-17	-19
长期投资	0	7202	0	0	0
其他投资现金流	-26	4552	-20	-33	-32
筹资活动现金流	1302	2674	1235	339	-546
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-4	-5	-3	-2	-2
普通股增加	0	0	570	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	1306	2679	667	340	-545
现金净增加额	1302	2674	551	-863	-2035

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	0	26	10	25	257
营业成本	0	0	0	20	77
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	0	0	0	88	515
管理费用	77	126	25	44	257
研发费用	282	502	927	985	772
财务费用	13	7	-29	-24	49
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	32	28	29	32	35
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	-328	-574	-884	-1056	-1378
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	-724	-4162	-39	-41	-50
利润总额	-1052	-4736	-845	-1015	-1328
所得税	0	8	1	1	1
净利润	-1052	-4744	-846	-1016	-1330
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-1052	-4744	-846	-1016	-1330
EBITDA	-1042	-4704	-844	-1009	-1249
EPS (元)	-1.84	-8.32	-1.48	-1.78	-2.33

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-	-	-61.3	150.7	919.9
营业利润(%)	-44.5	-75.0	-54.0	-19.5	-30.5
归属于母公司净利润(%)	297.0	351.0	-82.2	20.2	30.8
获利能力					
毛利率(%)	-	100.0	100.0	20.0	70.0
净利率(%)	-	-18246.2	-8395.9	-4025.9	-516.4
ROE(%)	62.8	-158.3	-39.3	-89.6	682.5
ROIC(%)	-92.0	-142.8	-28.0	-42.9	-51.0
偿债能力					
资产负债率(%)	233.7	14.5	33.8	47.0	88.8
净负债比率(%)	-108.0	-11.7	-12.4	80.2	-1256.2
流动比率	7.3	7.9	9.0	12.9	1.4
速动比率	7.3	1.9	3.0	2.2	0.2
营运能力					
总资产周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
应收账款周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-1.84	-8.32	-1.48	-1.78	-2.33
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.52	-0.90	-1.26	-2.08	-2.59
每股净资产(最新摊薄)	-2.94	5.25	3.77	1.99	-0.34
估值比率					
P/E	-8.3	-1.8	-10.3	-8.6	-6.5
P/B	-5.2	2.9	4.0	7.7	-44.7
EV/EBITDA	-1.7	0.1	0.3	-0.9	-2.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 24 日收盘价

内容目录

事件.....	4
观点：研发成果屡传捷报，期待首个产品商业化推进.....	4
创新产品进度持续领跑，临床疗效表现突出	4
临床数据重磅发布，研究成果收获国际肯定	6
前瞻建立整合 CAR-T 技术平台，巩固细胞治疗赛道优势地位	8
自有一体化产能持续扩大，有望实现降本增利	8
盈利预测与评级.....	9
风险提示	9

图表目录

图表 1: 科济药业产品管线.....	4
图表 2: CT011 治疗患者 3 号靶病变改变	8
图表 3: 国际化产能体系建设.....	9

事件

科济药业发布 2022 年中报。公司 2022 年上半年净亏损 3.76 亿元，2021 年同期净亏损 43.94 亿元，同比减亏 40.18 亿元；经调整净亏损 3.53 亿元，2021 年同期经调整净亏损 2.10 亿元。

观点：研发成果屡传捷报，期待首个产品商业化推进

公司 2022 年上半年净亏损 3.76 亿元，相比 2021 年同期净亏损 43.94 亿元减亏 40.18 亿元，主要由于发行予投资者的金融工具公允价值亏损减少，且去年公司上市产生了 0.27 亿元的相关费用。经调整利润方面，公司上半年亏损 3.53 亿元，相比 2021 年同期亏损 2.10 亿元增加 1.43 亿元，主要来自支付薪酬由 2021 年同期的 0.01 亿元增至 0.23 亿元，且研发投入和行政费用亦有上升。

财务数据方面，2022 年上半年公司研发开支达 3.16 亿元，同比增加 79.55%，主要来自临床试验推进导致员工人数、员工成本、测试及生产开支增加；行政开支为 0.63 亿元，同比下降 1.56%，主要由于 2021 年同期有上市费用产生；目前公司在手现金 27.40 亿元。

创新产品进度持续领跑，临床疗效表现突出

公司聚焦 CAR-T 的实体瘤应用研发，实现产品差异化、领先布局。在中国、美国、加拿大已获得 9 个 IND 批准，8 个产品处于临床研发阶段，4 个处于临床前阶段。

图表 1：科济药业产品管线

	候选产品	靶点	全球权益	临床前	I期	II期/III期 ¹	BLA/NDA	
CAR-T细胞疗法	CT053 ²	BCMA	全球 ³	复发/难治多发性骨髓瘤 (中国)				
				复发/难治多发性骨髓瘤 (美国、加拿大)				
				复发/难治多发性骨髓瘤 (IIT)				
	CT041	Claudin18.2	全球	胃癌/食管胃结合部腺癌 (中国)				
				胃癌/胰腺癌 (美国、加拿大)				
				胰腺癌 (中国)				
				胃癌/食管胃结合部腺癌、胰腺癌及其他消化道腺癌 (IIT)				
	CT011	GPC3	全球	肝癌 (中国)				
	CT032	CD19	全球 ³	B细胞非霍奇金淋巴瘤 (中国)				
	CT0180 ⁴	GPC3	全球	肝癌 (IIT)				
	CT0181 ⁴	GPC3	全球	肝癌 (IIT)				
	CT0590 ⁵	BCMA	全球	复发/难治多发性骨髓瘤 (IIT)				
KJ-C2112	EGFR/EGFRvIII	全球	肺癌					
KJ-C1807 (CT048) ⁶	Claudin18.2	全球	胃癌/食管胃结合部腺癌及胰腺癌					
KJ-C2113 ⁶	间皮素	全球	食管癌					
KJ-C2114 ⁵	未披露	全球	食管癌					
mAb	AB011	Claudin18.2	全球	胃癌/食管胃结合部腺癌及胰腺癌 (中国)				

资料来源：公司中报，国盛证券研究所

4款 CAR-T 产品进入临床研究阶段，其中 2 款进入确证性临床：

- CT053 (BCMA CAR-T): 全人源 CAR 的 CAR-T 候选药物，免疫原性较低、稳定性较高。针对复发/难治性多发性骨髓瘤治疗已在中国、美国推进至关键 II 期临床阶段。研究数据显示，CT053 临床疗效优异，安全性表现亮眼，IIT 及 I 期临床中未产生 3 级或以上 CRS 及治疗相关患者死亡。

中国关键 II 期临床已完成患者入组，将于 2022Q3 向 NMPA 提交上市申请；美国关键 II 期临床推进顺利，并在与 FDA 沟通后将门诊给药纳入临床研究，预计 2023 年向 FDA 申请上市。

- CT041 (CLDN18.2 CAR-T): 全球潜在同类首创自体 CAR-T 候选药物，预处理清淋方案获专利保护，是全球首个、唯一进入确证性 II 期临床的实体瘤 CAR-T 产品。

中国关键 II 期临床已于 2022 年 3 月完成首例患者入组，计划 2024 年上半年向 NMPA 提交上市申请；北美 1b/2 期临床研究顺利推进中，已完成剂量爬坡并启动计量拓展，预计 2022 年下半年进入 2 期阶段，2024 年向 FDA 申请上市。

- CT011 (GPC3 CAR-T): 全球潜在同类首创自体 CAR-T 候选药物，针对肝细胞癌治疗。已在中国完成 I 期临床试验的患者入组。

- CT032 (CD19 CAR-T): 自体 CAR-T 候选药物，用于治疗 B 细胞非霍奇金淋巴瘤。人源化 scFv 设计，对比同类产品有望实现毒性降低、免疫原性降低。中国开放标签、单臂 I/II 期临床正在进行。

3 款 CAR-T 产品处于研究者发起临床研究 (IIT) 阶段：

- CT0180 (GPC3 CAR-T): 表达靶向 GPC3 抗体及 T 细胞受体的融合蛋白，自体 CAR-T 候选药物。用于肝细胞癌治疗。中国 IIT 临床研究将评估 CT0180 用于肝癌治疗的疗效和安全性；
- CT0181 (GPC3 CAR-T): 表达靶向 GPC3 抗体融合 T 细胞受体、同时共表达 IL-7 细胞因子，自体 CAR-T 候选药物。中国 IIT 临床研究将评估 CT0181 用于肝癌治疗的疗效和安全性；
- CT0590 (BCMA CAR-T): 基于 THANK-uCAR 技术，同种异体 CAR-T 候选药物。中国 IIT 临床研究将评估 CT0590 用于复发/难治性多发性骨髓瘤治疗的疗效和安全性。

4 款 CAR-T 产品处于早期研究阶段：

- KJ-C1807 (CLDN18.2 CAR-T): 基于 CycloCAR 技术，下一代自体 CAR-T 候选药物。共表达 IL-7 和 CCL21，有望降低清淋预处理需求。拟开发适应症为胃癌/胃食管交界处癌、胰腺癌；
- KJ-C2112 (EGFR/EGFRvIII): 基于人源化 scFv 的下一代自体双靶向 CAR-T 候选药物，计划开展 IIT 临床，拟开发适应症为 EGFR/EGFRvIII 过表达胶质母细胞瘤；
- KJ-C2113 (MSLN): 基于 CycloCAR 技术，下一代自体 CAR-T 候选药物。拟开发适应症为各类实体瘤。
- KJ-C2114 (未披露): 基于 THANK-uCAR 技术，同种异体 CAR-T 候选药物。拟开发适应症为实体瘤。

临床数据重磅发布，研究成果收获国际肯定

2022年6月，CT041两项研究数据于美国临床肿瘤学会（ASCO）年会获得壁报展示。

单臂、开放标签的美国多中心 Ib 期临床试验（NCT04404595）

试验设计：在输注 CT041 CAR-T 细胞前，所有患者均完成由氟达拉滨、环磷酰胺和白蛋白紫杉醇构成的淋巴清除方案。主要终点是评估 CT041 的安全性、有效性和细胞动力学特征。不良事件(AEs)根据 CTCAE 5.0 分级，细胞因子释放综合征（CRS）和免疫细胞治疗相关神经系统毒性综合征（ICANS）按照 ASTCT 标准进行分级，肿瘤响应根据 RECIST 1.1 进行评估。

试验结果：截至 2022 年 5 月 6 日，已有 14 例患者入组（5 例患有胃癌/食管胃结合部腺癌，9 例患有胰腺癌），既往中位治疗线数为 3 线（范围 1-5），且共接受了 18 个周期的 CT041 治疗。14 例患者按三个剂量水平（DL）给药，包括 DL1 为 $2.5-3.0 \times 10^8$ 细胞（n=6），DL2 为 $3.75-4.0 \times 10^8$ 细胞（n=6）和 DL3 为 6.0×10^8 细胞（n=2）。

- **安全性方面**，未观察到剂量限制性毒性或治疗相关死亡。未观察到 ≥ 3 级的 CRS 或 ICANS。未发生胃肠道出血或急性胃粘膜损伤。在出现 CRS 的 13 例患者中，11 例为 1 级 CRS，2 例为 2 级 CRS。有 1 例患者未发生 CRS。
- **有效性方面**，在 GC/GEJ 患者亚组中，一例患者达到完全缓解（CR），ORR 达 60%（胃癌患者中）；在 80%（4/5）的疾病稳定患者（4 例胰腺癌患者）中观察到肿瘤的缩小。

中位缓解持续时间（mDOR）和中位无进展生存期（mPFS）尚未达到；接受 DL3 的两例患者在数据截止日期前尚未进行肿瘤疗效评估，在 DL1 和 DL2 中观察到剂量依赖性反应。在 DL1 中观察到的 ORR 为 16.7%，疾病控制率（DCR）为 50%；在 DL2 中观察到的 ORR 为 33.3%，DCR 为 83.3%。

试验结论：CT041 用于晚期胃癌治疗安全有效。在既往接受过多线治疗的胃癌患者中，CT041 可能比既往治疗方案显著提高抗肿瘤活性。

多中心、开放标签的中国 Ib/II 期试验（NCT04581473）

试验设计：至少二线治疗失败或不耐受的 CLDN18.2 表达阳性（由免疫组织化学[IHC]染色验证[在 $\geq 40\%$ 的肿瘤细胞中 2+/3+]）的晚期胃癌/食管胃结合部腺癌患者。HER2 阳性患者应接受过标准抗 HER2 治疗。在 Ib 期，使用 3+3 设计研究了 CT041 2.5×10^8 和 3.75×10^8 细胞的剂量水平。

试验结果：截至 2021 年 12 月 22 日，14 例符合条件的胃癌/食管胃结合部腺癌患者纳入 Ib 期研究。其中 57.1% 的患者转移器官数目 ≥ 3 个，92.9% 存在腹膜转移。大多数患者（85.7%）之前接受过二线治疗或包含氟尿嘧啶、奥沙利铂和紫杉醇的三联疗法治疗。35.7% 的患者曾接受过 PD-1/PD-L1 抑制剂治疗。

所有 14 例患者均接受了由研究者确定的 1 个周期的桥接化疗，其中 13 例患者（92.9%）接受了伊立替康，只有 1 例患者接受了 5-氟尿嘧啶联合腹腔注射白蛋白结合型紫杉醇。在输注 CT041 之前，所有患者均接受淋巴细胞耗竭处理（氟达拉滨 $25\text{mg}/\text{m}^2$ d1-2、环磷酰胺 $250\text{mg}/\text{m}^2$ d1-3 和白蛋白结合型紫杉醇 100mg d2）。所有患者至少输注一次 CT041（11 例 2.5×10^8 ，3 例 3.75×10^8 ），7 例患者输注两次。对于接受两次输注的 7 例患者，第一次和第二次输注之间的中位间隔为 132 天（范围 49-252 天）。

- **安全性方面**，未发生剂量限制性毒性或治疗相关死亡。13例患者发生2级CRS，仅有1例患者发生4级CRS，与患者自身的疾病负担相关，且在使用糖皮质激素治疗后完全恢复。未发生ICANS或胃肠道黏膜损伤。
- **有效性方面**，13例患者可评估，1例患者在进行肿瘤评估之前退出研究。14例患者中有8例（57.1%）在CT041首次输注后的首次肿瘤评估即达到部分缓解，基于研究者评估ORR和DCR分别为57.1%和78.6%。

中位随访时间为8.8个月，mPFS和中位总生存期(mOS)分别为5.6个月和10.8个月。至数据截止日期，有7例患者仍然存活。

试验结论: CT041在接受过治疗的晚期胃癌/食管胃结合部腺癌患者中具有可控的安全性/耐受性和有前景的抗肿瘤疗效。目前CT041确证性II期试验正在进行。

2022年8月，CT011用于晚期肝细胞癌治疗的长期完全缓解病例报告发表于《Frontiers in Immunology》，是CAR-T细胞联合酪氨酸酶抑制剂获得肝癌完全缓解的首次报告。

试验设计:

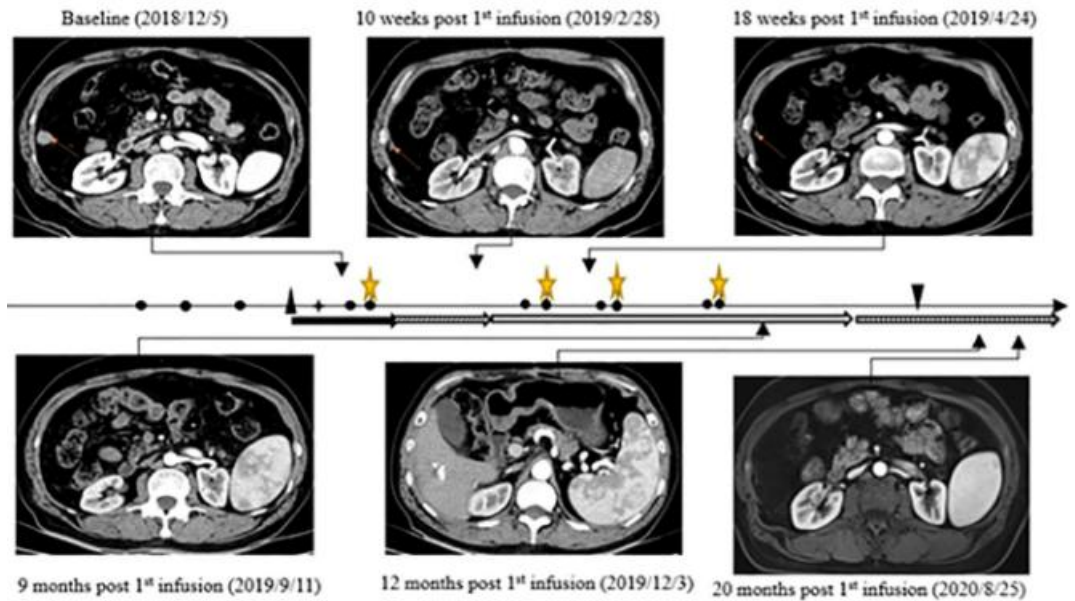
病人为一名患有乙型肝炎病毒（HBV）相关肝细胞癌的60岁亚裔男性，2018年5月接受手术，2018年8月术后肝癌复发并出现肺转移，随后接受经动脉化疗栓塞治疗（TACE）处理肝部病灶和介入消融处理肺部转移，但于2018年11月6日出现疾病进展，进而入组本临床试验。

入组后，患者接受了单采，用于GPC3 CAR-T细胞的制备。单采后7天，患者开始服用索拉非尼，每天两次，每次400毫克。患者接受了4个周期的GPC3 CAR-T细胞（CT011）治疗，每个周期分为两次输注。在接受CT011治疗的每个周期之前，进行清淋化疗预处理。共输注 4×10^9 个GPC3 CAR-T细胞。

研究结果:

- **安全性方面**，CT011联合索拉非尼治疗耐受性良好。未发生与治疗相关的严重不良事件、神经毒性或输液反应，治疗相关的不良事件多数为1级或2级。CRS发生在CT011治疗的每个周期后，前三个周期均为2级，第四个周期为1级。
- **有效性方面**，患者从第3个月开始达到部分缓解（PR），并在第一个CT011输注周期后的第12个月达到完全缓解。肿瘤超过36个月没有进展，在第一次输注后保持完全缓解状态超过24个月。

图表 2: CT011 治疗患者 3 号靶病变改变



资料来源: *Frontiers in Immunology*, 国盛证券研究所

试验结论: 临床结果表明, GPC3 CAR-T 细胞与索拉非尼的联合治疗, 可能成为治疗 GPC3 表达阳性的晚期肝细胞癌患者的一种有前景的疗法。

此外, CT053 项目中国研究者发起试验 (IIT) 结果发表于《Haematologica》、CT041 项目中国研究者发起试验结果发表于《Nature Medicine》。

前瞻建立整合 CAR-T 技术平台, 巩固细胞治疗赛道优势地位

公司针对当前细胞疗法应用痛点, 提出 4 个研发战略方向:

- 1) 提升 CAR-T 技术用于实体瘤的临床疗效, 开发 CycloCAR 技术平台, 使 CAR-T 细胞共表达 IL-7 和 CCL21 克服肿瘤异质性问题;
- 2) 改善 CAR-T 细胞疗法安全性, 解决临床应用中的细胞因子释放综合征 (CRS)、神经毒性及在靶脱瘤毒性等副作用, 探索 sFv- ϵ -based T 细胞技术;
- 3) 增加患者可及性, 通过差异化的同种异体 THANK-uCAR 技术平台研发通用型 CAR-T 疗法, 有效降低定制化自体 CAR-T 的高昂成本;
- 4) 提升靶点可用性, 建立 LADAR 技术平台实现精准靶向, 开发 GPRC5D、B7-H3 等新靶点, 拓展适应症边界。

自有一体化产能持续扩大, 有望实现降本增利

公司 CMC 团队已通过自主建设在中国、美国建立领先的自动化生产技术和优势工艺方案。

- 上海徐汇临床生产工厂 3000m²、金山商业 GMP 级生产工厂 7600m² 已实现慢病毒载体和 CAR-T 细胞的自主生产，支撑中国地区临床试验需求和未来 CAR-T 细胞商业化生产，并为境外临床试验提供慢病毒载体；
- 美国北卡罗莱纳州 GMP 生产工厂实现境外产能布局，正在进行向 RTP 生产工厂的技术转移，以支持北美、欧洲临床研究和早期商业化需求。

公司垂直一体化生产能力的扎实建设有望降低 CAR-T 产品生产成本、缩短制备周期，提振后续商业化利润空间。

图表 3: 国际化产能体系建设

端对端的生产能力



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

盈利预测与评级

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 0.10 亿元、0.25 亿元、2.57 亿元，同比增长率为 -61.26%、150.67%、919.86%。我们长期看好公司发展，维持“买入”评级。

风险提示

研发失败的风险；产品商业化销售不及预期的风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com