香港股市丨生物科技

药明巨诺（开曼）有限公司（2126 HK）

公司简介

药明巨诺是一家中国领先的临床及临床前阶段细胞治疗公司，公司在2016年2月由全球领先的细胞治疗公司Juno与药明康德（2359 HK）的全资附属公司上海药明联合创立。目前产品管线包括以CD19抗原为靶点的潜在优秀自体CAR-T疗法的Relma-cel、以靶向BCMA的自体CAR-T产品JWCAR129、以AFP为靶点治疗HCC的潜在优秀自体TCRmT细胞疗法的JWATM203、以GPC3为靶点的新型自体T细胞疗法候选产品JWATM204等7款产品。

中泰观点

主打产品Relma-cel是潜在优秀抗CD19 CAR-T产品：公司的主打候选产品Relma-cel，是一款用于治疗各类B细胞恶性肿瘤潜在优秀自体CAR-T产品，未来有潜力成为中国治疗多种血液癌症的优秀三线疗法。Relma-cel主要针对CD19的抗原，而CD19的抗原在多类B细胞血液癌症包括DLBCL、FL、MCL及CLL中有广泛分布，相关适应症均属于更广的癌症类别B细胞非霍奇金淋巴瘤（NHL）。根据弗若斯特沙利文的资料，2020年中国NHL市场估计约有51.4万名患者，预期于2030年将增至约73万名患者。Relma-cel与全球其他目前获批的抗CD19 CAR-T的产品相比，安全性可能更高且药效相当，截止2020年6月17日数据显示Relma-cel产生的最佳ORR为75.9%，最佳CRR为51.7%，不超过5.1%的患者产生sCRS或sNT，且无产生治疗相关死亡。国家药监局已于2020年6月受理审查Relma-cel用作DLBCL三线疗法的新药申请，且于2020年9月国家药监局授予Relma-cel新药申请优先审查资格及Relma-cel治疗FL的突破性疗法认定。

经营业绩方面：2018、2019财年及2020年前6个月，公司产生亏损分别为2.7亿元、6.3亿元及6.5亿元；研发开支分别为7,599万元、1.4亿元及8,227万元；经营现金净额流出分别为1.1亿元、1.9亿元及1.1亿元。

估值方面：按全球公开发售后的3.8亿股本计算，公司市值为75-90亿港元。由于公司尚未盈利，不适用PE估值法。此次稳价人是高盛，今年共计9个项目，首日表现7涨2跌。基石方面，引入高瓴等10家投资者，合计认购1.5亿美元。我们认为公司的主打产品Relma-cel有机会成为中国首个获批一类生物制品CAR-T细胞疗法，且商业化后具备庞大的市场潜力，综上所述给予其79分，评级为“申购”。

风险提示：（1）CAR-T 治疗市场竞争显著加剧的风险、（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

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：	16	79
估值水平：	13	
市场稀缺性：	16	
保荐人往绩：	16	申购
市场氛围：	18	

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$20.0-23.8	总发行数股：	97.7 百万股
每手股数：	500 股	公开发售：	9.7 百万股
每手费用：	约 HK$12,020	国际发售：	88 百万股
公司市值：	HK$75-90 亿	截止认购日：	10 月 28 日
保荐人：	高盛、瑞银	分配结果日：	11 月 2 日
发售后主要股东：	Juno 19.91%	正式上市日：	11 月 3 日

集资用途

以发售价的中位数 HK$21.9 计算，集资净额约 20.2 亿港元

有关 Relma-cel 的研发活动	约 30.0%
建立专门的内部销售与营销团队将 Relma-cel 推广至中国各地	约 10.0%
有关 JWCAR129 的研发活动	约 6.0%
有关其他临床前候选产品（包括 JWATM203 项目、JWATM204 项目及 Nex-G）的研发活动	约 28.0%
透过行使 Acepodia 选择权获得 Acepodia 许可	约 4.0%
潜在收购及引进授权机会	约 12.0%
营运资金及一般公司用途	约 10.0%

主要财务及估值摘要

(百万人民币元)	2018 年	2019 年	增长率	2019 年 6 月止	2020 年 6 月止	增长率
期内亏损	(273)	(633)	132.3%	(358)	(650)	81.6%

经调整每股盈利(2019 年)	-1.92 港元
发售后经调整每股有形资产净值	7.83-8.81 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

同业比较

<最新已公布财年之财务数据> 股票名称	已知财年	(亿港元) 市值	总收入	收入增长	净利润增长	净利润率	总资产回报率	权益回报率	历史市盈率(倍)	历史市净率(倍)
药明巨诺(2126 HK)	12/2019	75-90	-	-	-	-	-	-	-	2.55-2.70
康方生物(9926 HK)	12/2019	208.57	0.80	2408%	-	-	-	-	-	-
君实生物(1877 HK)	12/2019	819.33	8.79	82886%	-	-	-	-	-	14.21
信达生物(1801 HK)	12/2019	924.04	11.88	10953%	70.2%	-	-	-	-	11.88
药明康德 (2359 HK)	12/2019	3059.48	146.03	33.9%	-18.0%	14.4%	9.1%	13.9%	92.87	12.61
药明生物(2269 HK)	12/2019	3056.13	45.19	57.2%	60.8%	25.4%	8.4%	11.7%	189.91	18.64

来源：公司资料，彭博，中泰国际研究部；附注：1)回报率及负债比率并未考虑上市后集资所得等因素；2) 市盈率及市净率已考虑上市后集资所得等因素；3）对标公司历史市盈率为动态市盈率。

相关行业往绩

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
云顶新耀(1952 HK)	生物科技	2020-10-09	55.00	653.4	2%	32.27%	66.10	20.2%
再鼎医药(9688 HK)	生物科技	2020-09-28	562.00	2.4	50%	8.54%	675.00	20.1%
欧康维视生物(1477 HK)	生物科技	2020-07-10	14.66	1895.8	5%	152.39%	22.55	53.8%
开拓药业(9939 HK)	生物科技	2020-05-22	20.15	550.3	10%	6.70%	8.98	-55.4%
沛嘉医疗(9996 HK)	生物科技	2020-05-15	15.36	1183.4	9%	67.97%	28.45	85.2%
康方生物(9926 HK)	生物科技	2020-04-24	16.18	638.2	12%	50.19%	26.50	63.8%
诺诚健华(9969 HK)	生物科技	2020-03-23	8.95	297.8	25%	9.61%	10.60	18.4%

来源：彭博、中泰国际研究部

相关保荐人往绩

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
嘉和生物(6998 HK)	生物科技	2020-10-07	24.00	1246.5	3%	16.46%	23.55	-1.9%
中通快递(2057 HK)	物流	2020-09-29	218.00	5.7	70%	9.17%	235.80	8.2%
再鼎医药(9688 HK)	生物科技	2020-09-28	562.00	2.4	50%	8.54%	675.00	20.1%
华住集团(1179 HK)	建筑材料	2020-09-22	297.00	2.4	100%	4.71%	327.80	10.4%
百胜中国(9987 HK)	餐饮	2020-09-10	412.00	51.3	25%	-5.29%	416.40	1.1%
欧康维视生物(1477 HK)	生物科技	2020-07-10	14.66	1895.8	5%	152.39%	22.55	53.8%
海普瑞(9989 HK)	医药	2020-07-08	18.40	68.2	40%	-4.02%	13.80	-25.0%
康基医疗(9997 HK)	医疗器械及服务	2020-06-29	13.88	988.2	9%	98.85%	21.90	57.8%
诺诚健华(9969 HK)	生物科技	2020-03-23	8.95	297.8	25%	9.61%	10.60	18.4%

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
九毛九(9922 HK)	2020-01-15	6.6	56.36%	56.36%	59.39%	55.76%	3,720	3,720
艾德韦宣集团(9919 HK)	2020-01-16	2.02	-22.28%	-5.94%	-28.71%	-22.77%	-900	-240
佳辰控股(1937 HK)	2020-01-17	0.53	-36.79%	-26.42%	-44.34%	-40.57%	-975	-700
驴迹科技(1745 HK)	2020-01-17	2.12	-10.38%	-0.47%	-8.50%	-21.23%	-440	-20
烨星集团(1941 HK)	2020-03-13	1.56	10.26%	12.18%	0.60%	-4.49%	320	380
诺诚健华(9969 HK)	2020-03-23	8.95	9.61%	16.20%	8.60%	9.27%	860	1,450
康方生物(9926 HK)	2020-04-24	16.18	50.19%	57.60%	69.96%	63.16%	8,120	9,320
沛嘉医疗(9996 HK)	2020-05-15	15.36	67.97%	76.76%	79.36%	74.15%	10,440	11,790
建业新生活(9983 HK)	2020-05-15	6.85	22.19%	26.42%	53.28%	51.53%	1,520	1,810
移卡(9923 HK)	2020-06-01	16.64	6.13%	12.98%	11.06%	5.89%	408	864
网易(9999 HK)	2020-06-11	123	5.69%	9.92%	4.47%	1.71%	700	1,220
京东集团(9618 HK)	2020-06-18	226	3.54%	5.75%	3.36%	0.88%	400	650
康基医疗(9997 HK)	2020-06-29	13.88	98.85%	100.29%	114.70%	112.54%	6,860	6,960
海吉亚医疗(6078 HK)	2020-06-29	18.5	40.54%	49.73%	44.32%	55.68%	1,500	1,840
金融街物业(1502 HK)	2020-07-06	7.36	28.53%	36.96%	20.24%	39.13%	2,100	2,720
弘阳服务(1971 HK)	2020-07-06	4.15	6.02%	6.02%	5.78%	4.10%	250	240
海普瑞(9989 HK)	2020-07-08	18.4	-4.02%	1.52%	-2.61%	-5.00%	-370	140
绿城管理控股(9979 HK)	2020-07-10	2.5	30.00%	37.20%	67.20%	54.40%	750	930
思摩尔国际(6969 HK)	2020-07-10	12.4	150.00%	150.00%	133.87%	134.27%	18,600	18,600
正荣服务(6958 HK)	2020-07-10	4.55	23.08%	26.15%	23.08%	20.00%	1,050	1,190
欧康维视生物(1477 HK)	2020-07-10	14.66	152.39%	193.32%	137.38%	130.22%	11,170	14,170
祖龙娱乐(9990 HK)	2020-07-15	11.6	75.00%	75.00%	63.79%	62.24%	8,700	8,700
泰格医药(3347 HK)	2020-08-07	100	13.30%	19.00%	10.30%	9.60%	1,330	1,900
农夫山泉(9633 HK)	2020-09-08	21.5	53.95%	85.35%	54.42%	66.98%	2,320	3,670
百胜中国(9987 HK)	2020-09-10	412	-5.29%	-0.49%	-3.64%	-2.43%	-1,090	-100
福禄控股(2101 HK)	2020-09-18	8.9	3.15%	19.78%	0.00%	0.00%	140	880
明源云(909 HK)	2020-09-25	16.5	86.06%	93.94%	69.70%	69.70%	14,200	15,500
嘉和生物(6998 HK)	2020-10-07	24	16.46%	34.17%	21.04%	16.25%	1,975	4,100
云顶新耀(1952 HK)	2020-10-09	55	32.27%	37.27%	40.27%	34.50%	8,875	10,250
卓越商企服务(6989 HK)	2020-10-19	10.68	3.00%	12.73%	9.93%	4.68%	320	1,360
IPO 组合收益							**102,853**	**123,294**
IPO 组合收益率							**37.5%**	**45.0%**

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 2020 年 10 月 21 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 >= 80 分

申购： 70 分=< 综合评分总得分<80 分

中性： 60 分=< 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并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