

买入

CD47 融合蛋白安全性及疗效优秀，市场空间广阔

宜明昂科-B (1541.HK)

2025-5-12 星期一

【投资要点】

➤ CD47 融合蛋白安全性及疗效优秀：

宜明昂科是一家以科研为导向的生物技术公司，是全球少数能够对先天性免疫和适应性免疫进行系统性利用的生物技术公司之一。具有 IgG1 Fc 的 IMM01 能够通过双重作用机制充分激活巨噬细胞，通过干扰 CD47/SIRP α 相互作用阻断「别吃我」信号，并通过激活巨噬细胞的 Fc γ 受体传递「吃我」信号。IMM01 的 CD47 结合结构域经过特别改造能够避免与红细胞结合。剂量方面，IMM01 的用量是 2mg/KG，而吉利德 CD47 单抗用量是 30mg/KG，剂量差距 15 倍，从结构及剂量两方面来确保安全性。目前公司的 CD47 融合蛋白总共做了超过 300 例患者的临床试验，没有观察到严重的安全性风险。单药一期临床的安全性数据，病例数为 29，可以看出：3 级或以上治疗相关不良事件主要包括白细胞减少症、血小板减少症等，发生率最高仅为 14%，没有溶血，安全性良好。从 IMM01 联合阿扎胞苷治疗 MDS，与单独使用阿扎胞苷的试验相比，TRAE 发生率相似。联合阿扎胞苷治疗 CMML，ORR 为 72.7% 及 CR 为 27.3%，其中治疗时间超过 6 个月的患者中，ORR 为 84.6% 及 CR 为 46.2%。联合阿扎胞苷治疗较 MDS：其中 29 例治疗超过 6 个月，ORR 为 89.7%，CR 达到 58.6%。联合替雷利珠治疗难治性 cHL：ORR 为 69.7%，CR 为 24.2%。

➤ IMM0306 在自免领域前景广阔，BD 加速推进中

全球有两款 CD47 $\times$ CD20 双特异性抗体/融合蛋白正在开发中，IMM0306 是全球首款进入临床试验阶段的，IMM0306 与来那度胺联用治疗 FL 疗效数据突出：Ib 期的 11 例患者数据显示，ORR 为 90.9%，CR 为 27.3%。治疗自身免疫性疾病临床试验目前进行 Ib 期爬坡试验，目前 SLE 的试验正在进行第二个剂量组入组，目前入组了 6 例患者，应答情况较好。今年年中有望读出数据，目前全球治疗自身免疫性疾病的生物创新药物紧缺，有望受到 MNC 青睐，今年有望实现大金额 BD。

➤ IMM 2510 的 IgG1 Fc 可以激活 ADCC：

公司于 2024 年 8 月与 Instil Bio 签订授权及合作协议，授予其在大中华地区以外独家研究、开发及商业化 IMM2510 和 IMM27M 的权利。公司将获得最高达 5000 万美元的首付款和近期付款，以及最高达 21 亿美元的里程碑付款，还将获得按全球销售净额的个位至低两位数比例计算的特许权使用费。IgG1 Fc 可以激活 ADCC，ADCC 增强型抗体旨在诱导免疫抑制的 PD-L1+肿瘤细胞的直接杀伤。虽然 VEGF/PD-(L)1 双抗竞争较为激烈，但公司的结构设计优势明显，有望取得更优异的疗效。Ib/II 期非小细胞肺癌临床试验已在中国启动。

➤ 首次覆盖并给予买入评级，目标价 12.46 港元：

公司 CD47 融合蛋白进入三期临床，安全性及疗效优异，预计公司 2025 至 2027 年实现收入 2.01 / 1.22 / 3.12 亿元人民币；归母净利润 -2.64 / -3.43 / -1.89 亿元人民币。根据 DCF 模型计算，也考虑创新药研发的行业风险，得出目标市值是 50.8 亿港元，目标价 12.46 港元，给予买入评级，较现价有 110.47% 的升幅。

人民币百万元	FY2023	FY2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	0.4	74.2	201.0	122.0	312.0
同比增长(%)	-27.78%	18912%	171.1%	-39.30%	155.74%
归母净利润	-379.44	-315.86	-263.80	-342.63	-189.23
同比增长(%)	-5.82%	-16.76%	-16.48%	29.88%	-44.77%
EPS (人民币元)	-0.93	-0.78	-0.65	-0.84	-0.47
PE@5.92HKD	-5.91	-7.08	-8.48	-6.53	-11.83

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

目标价：12.46 港元

现价：5.92 港元

预计升幅：110.47%

重要数据

日期 2025-5-12

收盘价(港元) 5.92

总股本(亿股) 4.07

总市值(亿港元) 24

净资产(亿港元) 7.33

总资产(亿港元) 9.96

52 周高低(港元) 22.00/3.21

每股净资产(港元) 1.80

数据来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

田文志 17.23%

张科领弋升帆 5.13%

相关报告

研究部

姓名：林兴秋

SFC: BLM040

电话：0755-21519193

Email: linxq@gyzq.com.hk

目录

1. 公司基本概况	4
1.1 公司简介	4
1.2 股权结构	5
1.3 公司业务概要	5
1.4 公司基本财务概述	6
2. 行业概况-创新药政策支持力度加大	6
3. 公司核心产品管线	8
4. 公司以研发为根本，创新药竞争格局好	15
5. 管理团队行业经验丰富	16
6. 财务情况	18
7. 盈利预测与投资建议	18
7.1 分产品线收入预测	18
7.2 盈利预测及投资建议	19
8. 风险提示	20
【财务报表摘要】	21
投资评级定义及免责条款	22

图目录

图 1: 宜明昂科-B 发展进程	4
图 2: 宜明昂科-B 2020 年至 2024 年营业收入情况 (单位: 人民币百万元)	6
图 3: 中国创新药对外授权数量及总金额 (亿美元)	8
图 4: 公司的重点在研产品	8
图 5: IMM01 的作用机制及优势	9
图 6: IMM01 单药治疗相关不良事件 (n=29)	10
图 7: 在接受 IMM01 单药治疗患者中观察到的反应	10
图 8: IMM01 联合阿扎胞苷对比阿扎胞苷的不良事件	10
图 9: IMM01 联合替雷利珠单抗治疗 PD-1 抑制剂难治性 cHL 疗效对比	11
图 10: IMM01 与阿扎胞苷联用针对治疗 1L CMML 疗效对比	11
图 11: IMM01 与阿扎胞苷联用针对治疗 1L MDS 疗效	12
图 12: IMM0306 的作用机制及与来那度胺联用治疗 FL 疗效数据	13
图 13: IMM0306 的全球研发计划	13
图 14: IMM2510 的结构及竞争格局	14
图 15: 宜明昂科-B 研发支出 (人民币亿元)	16
图 16: 宜明昂科-B 账上的现金等价物情况 (人民币百万元)	18
图 17: 宜明昂科-B 收入分部预测 (人民币百万元)	19
图 18: 可比公司估值	20

1. 公司基本概况

1.1 公司简介

宜明昂科于 2015 年 6 月在中国成立，是一家以科研为导向的生物技术公司，致力于开发肿瘤免疫疗法。宜明昂科也是全球少数能够对先天性免疫和适应性免疫进行系统性利用的生物技术公司之一。宜明昂科利用先天和适应性免疫系统能够克服当前基于 T 细胞的免疫疗法的局限性，具有 IgG1 Fc 的 IMM01 能够通过双重作用机制充分激活巨噬细胞，解决癌症及自免患者大量未被满足的医疗需求。从国家药监局和美国食药监局获得 30 项 IND 批件，11 项正在进行的临床研究项目。宜明昂科曾获“第二届生物科技创新 50 企业榜单”、“药物创新济世奖”、“2021 中国医药创新种子企业 100 强”、“2020 年度浦东新区创新创业 20 强”、“2019 中国生物医药最具创新力 50 强企业”等荣誉称号。

图 1：宜明昂科-B 发展进程

时间	大事记
2015 年	田文志博士创立宜明昂科，公司落地上海张江，专注于肿瘤免疫治疗产品的开发，以科研为导向，致力于开发新一代肿瘤免疫疗法
2016 年	开始搭建新药研发平台，推进创新药研发项目
2017 年	获得 Pre-A 轮融资，IMM01 项目启动，并获得上海市科技创新计划等多个项目的资助
2018 年	完成天使轮融资，IMM01 项目获得国家科技部重大新药创制专项资助
2019 年	获得 Pre-A + 轮融资，IMM01 项目完成临床前研究，获批 IND，首例患者入组。
2020 年	完成 B 轮融资；同年，IMM2510 项目启动，取得 IND 批件。
2021 年	- 完成 B + 轮融资，IMM01 的 I 期临床试验取得初步成果，从国家药监局获得 IMM01 分别与阿扎胞苷及伊尼妥单抗联用的 Ib/II 期临床试验的 IND 批件 - 开始 IMM01 单药治疗的 II 期临床试验 - IMM0306 从美国 FDA 获得 IND 批件。
2022 年	- 完成 C 轮融资，IMM01：分别启动与替雷利珠单抗联用及与阿扎胞苷联用的 II 期试验 - IMM2902：中国和美国首例患者给药 - IMM27M：中国首例患者给药 - IMM40H & IMM2520：获得中/美 IND 批件
2023 年	- 在香港联合交易所正式挂牌上市；IMM01 获批在美国开展临床试验，且被授予孤儿药资格，用于治疗骨髓增生异常综合征。 - IMM0306：已在中国启动和来那度胺联用的 Ib/IIa 期试验并向首例患者给药 - IMM2510：I 期爬坡入组完成
2024 年	- IMM01：MDS，CMML，cHL 三个适应症在中国获批 III 期注册临床 - IMM0306：联合来那度胺治疗晚期 R/R FL 进入 II 期。SLE 和 NMOSD 开始入组 - IMM2510 & IMM27M：联合 IMM27M 治疗晚期实体瘤 Ib 期开始入组。联合化疗一线治疗 NSCLC 开始 Ib/II 期入组。 - 与 Instil Bio 达成不超过 21 亿美元总金额的 BD

资料来源：公司招股书、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

1.2 股权结构

公司创始人田博士直接持有公司股本总额的 17.23%；通过员工持股平台嘉兴昶成、嘉兴昶宇及 Halo Biomedical Investment II 持有公司股本总额的 11.22%。于晓勇先生本人及通过上海张科领医企业管理中心持有公司股本总额的 9.21%。张科领弋升帆占公司股本总额的 5.13%。公司的股权结构比较合理，管理层持股较多，激励机制完善。

1.3 公司业务概要

核心产品 IMM01 是创新靶向 CD47 的分子。该款产品是中国首个进入临床阶段的 SIRP α -Fc 融合蛋白。具有 IgG1 Fc 的 IMM01 能够通过双重作用机制充分激活巨噬细胞，同时通过干扰 CD47/SIRP α 相互作用阻断「别吃我」信号，并通过激活巨噬细胞的 Fc γ 受体传递「吃我」信号。IMM01 的 CD47 结合结构域经过特别改造能够避免与人体红细胞(RBC)结合。凭借差异化的分子设计，IMM01 表现出良好的安全性并证实其激活巨噬细胞的能力。

因为公司在 CD47 方面研发突出，于 2024 年 IMM01 的三个 II 期研究成果分别在 ASCO 年会和 ESMO 年会上作口头报告。于 2023 年 6 月，已完成 IMM01 联合阿扎胞苷作为较高危骨髓增生异常综合征(MDS)一线治疗的 II 期临床试验的患者招募。在 51 例可评估的患者中，总体缓解率(ORR)为 64.7%(33/51)，完全缓解率(CRR)为 33.3%(17/51)。在已治疗 ≥ 4 个月的患者中，ORR 达 85.3%(29/34)，CRR 达 50.0%(17/34)。在已治疗 ≥ 6 个月的患者中，ORR 达 89.7%(26/29)，CRR 达 58.6%(17/29)，表明随着治疗持续时间延长，疗效不断增强。而在 IMM01 联合阿扎胞苷一线治疗慢性粒细胞单核细胞白血病

(CMML) 的 II 期试验中，22 例可评估患者 ORR 为 72.7%(16/22)，CR 为 27.3%(6/22)，其中治疗时间超过 6 个月的患者中，ORR 为 84.6%

(11/13) 及 CR 为 46.2%(6/13)。于 2023 年 12 月，公司已完成 IMM01 与替雷利珠单抗联用治疗 PD-1 抑制剂治疗后复发或病情有所进展的复发性或难治性(R/R)经典霍奇金淋巴瘤(cHL)患者的 II 期临床试验的患者招募。8 例达到完全缓解(CR)，15 例达到部分缓解(PR)，ORR 为 69.7%(23/33)，CRR 为 24.2%(8/33)。公司已于 2024 年内获得上述三个适应症的 III 期临床批件，并已启动 MDS 和 CMML 适应症的 III 期入组工作。

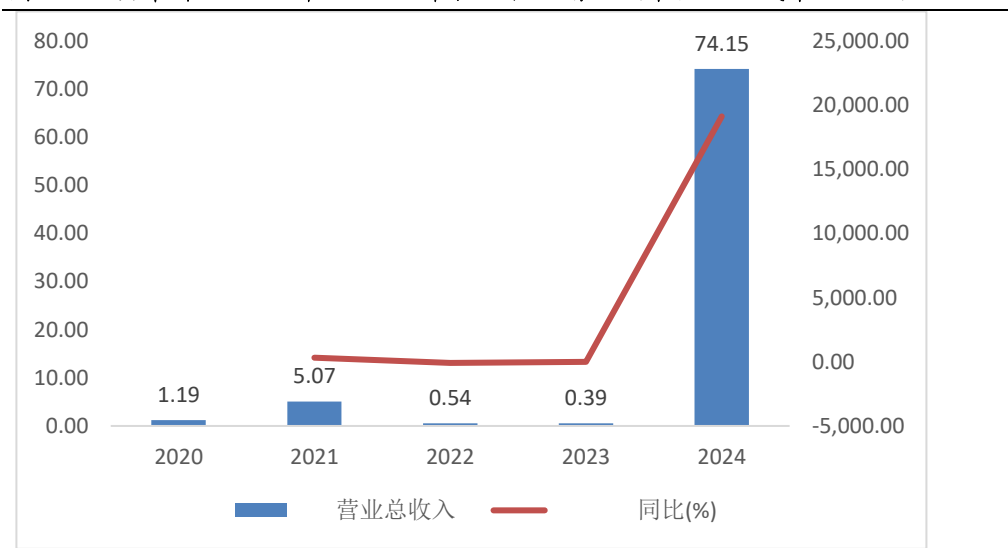
公司于 2024 年 8 月与 Instil Bio 签订授权及合作协议，授予其在大中华地区以外独家研究、开发及商业化 IMM2510 和 IMM27M 的权利，而宜明昂科保留大中华地区的相关权利。公司将获得最高达 50 百万美元的首付款和潜在近期付款，以及最高达 21 亿美元的里程碑付款，包括长期开发及监管里程碑付款和商业里程碑付款。此外，公司还将获得按全球销售净额的个位至低两位数比例计

算的特许权使用费。

1.4 公司基本财务概述

2024 年收入达到 7415 万元人民币，收入来源于公司与 Instil Bio 合作的项目取得的首付款，今年有望收到 2000-3000 万美元的付款，随着研发管线的不断推进，里程碑付款将会持续取得，IMM0306 在自免领域特别是在 SLE 的临床试验不断推进，今年年中将有数据读出，有大 BD 的预期，公司的收入将不断增长。

图 2：宜明昂科-B 2020 年至 2024 年营业收入情况（单位：人民币百万元）



资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

2.行业概况-创新药政策支持力度加大

2.1 国家政策助力创新药行业发展

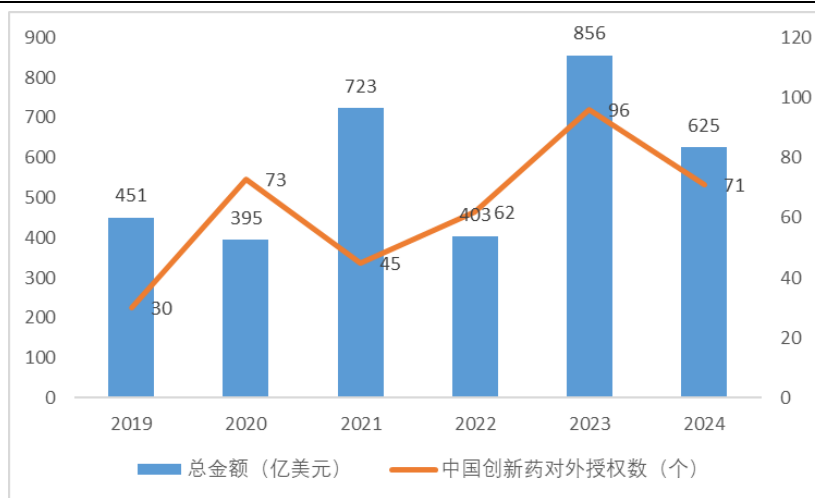
2025 年 1 月 17 日，国家医保局召开医保部门“保障人民健康 赋能经济发展”主题新闻发布会，国家医保局有关负责人表示，2025 年内将发布第一版医保丙类目录。丙类目录作为基本医保药品目录的有效补充，聚焦因超出“保基本”功能定位暂时无法纳入医保目录但创新程度很高、具有显著临床应用价值、患者获益显著的药品。国家医保局将采取多种激励措施，积极引导支持惠民型商业健康保险产品将丙类目录药品纳入保障范围。也将打通丙类目录与基本医保目录间的通道，做好衔接。

丙类目录与国家基本医保药品目录调整同步开展，计划于 2025 年内发布第一版。制定过程中充分调动保险公司、保险行业专家等参与积极性，丙类目录的商保结算价格由国家医保局组织商业保险公司与医药企业协商确定，探索更严格的价格保密措施。丙类目录药品可不计入医疗机构基本医保自费率指标，将大大促进创新药的临床使用。2023 年中国医保的药品支出约 1.2-1.5 万亿，目前创新药的医保支出在 5-10%，国内创新药的占比提升空间广阔。

2.2 中国创新药出海竞争优势明显，前景广阔

药品关税是否征收存在不确定，即使征收对港股医药行业来说，影响很小，医药公司仅有些原料药及少量仿制药在美国销售，即使征收对医药行业仅是扰动，实质性影响很小。药品关税对创新药完全没影响。创新药出海最佳方式是 BD，BD 是一种服务合约，不受商品关税的影响。目前美国服务业是顺差，不太可能制定服务业的关税；BD 对大药企有利，可以以非常有吸引力的价格购买中国创新药企业的商业化权益，中国创新药产业链经过多年的发展，形成了临床前的优秀高效工程师、临床环节的众多患者资源和优秀三甲医院及临床医生，创新药企业整合了这些优质资源，产生的成果得到了 MNC 的认同，今年前 3 个月，中国药企的 BD 占全球的近 50%。关税方面，即使考虑最差的情景假设，美国对 BD 进行征税，中国企业还有很多欧洲及亚洲药企可以选择，据《制药经理人》公布 2024 年度《全球制药企业 50 强》，欧洲有罗氏、诺华、阿斯利康、诺和诺德等 19 家企业，占比为 38%，亚洲企业占 26%，美国企业占 44%，对于优质的创新药品，可以选择合作的大药企肯定不止一家，所以不受美国方面的影响。而且大的跨国药企一般在美国都有生产基地，后续的创新药销售也不受关税影响，中国创新药企业是收取销售分成，对其业绩没影响。2023 年全年，中国创新药对外授权数量为 96 个，总金额达到 856 亿美元，创历史新高。

图 3：中国创新药对外授权数量及总金额（亿美元）



资料来源：wind、国元证券经纪（香港）整理

3.公司核心产品管线

是全球少数能够系统性利用先天性和适应性免疫系统的生物技术公司之一。通过严格的“Drug-by-Design”理念和研发平台，公司设计了一个丰富的管线组合，包括超过十款创新候选药物和 11 个正在进行的临床项目。从国家药监局和美国食药监局获得 30 项 IND 批件。

图 4：公司的重点在研产品

项目 (1)	靶点 (结构)	适应症	发现	临床前	IND/IND 准备	Ia/I 期	Ib/II 期	III 期 / 关键性试验	合作方	当前状态 / 即将到来的里程碑	商业权利
IMM01 (替达菲西普)	CD47 (SIRPα-Fc 融合蛋白)	MDS [®]	中国 (国家药监局)							2024 年 5 月获得中国 III 期临床批准	全球性
IMM01 + 阿扎胞苷	CD47 (SIRPα-Fc 融合蛋白)	CMMML	中国 (国家药监局)							2024 年 6 月获得中国 III 期临床批准, 11 月 FPI	全球性
IMM01 + 替雷利珠单抗	CD47+PD-1	dHLL [®]	中国 (国家药监局)							2024 年 4 月获得中国 III 期临床批准, 7 月 FPI	全球性
IMM01 + IMM2510	CD47+VEGFxPD-L1	实体瘤	中国 (国家药监局)							2025 年 3 月获得中国 Ib/II 期临床批准	全球性
IMM2510 (替达菲西普 α)	VEGFxPD-L1 (双特异性)	实体瘤	中国 (国家药监局)						InstilBio	于 2023 年 11 月开始中国 Ib/IIa 期试验	大中华区
IMM2510 + 化疗	VEGFxPD-L1 (双特异性)	1 线非小细胞肺癌	中国 (国家药监局)						InstilBio	于 2023 年 11 月在中国获得 IND 批件, 2024 年 12 月 FPI	大中华区
IMM2510 + 化疗	VEGFxPD-L1 (双特异性)	1 线三阴乳腺癌	中国 (国家药监局)						InstilBio	于 2023 年 11 月在中国获得 IND 批件	大中华区
IMM2510 + IMM27M	VEGFxPD-L1 (双特异性) + CTLA-4	实体瘤	中国 (国家药监局)						InstilBio	于 2023 年 10 月在中国获得 IND 批件, 2024 年 7 月 FPI	大中华区
IMM27M (替达菲西普 α)	CTLA-4 ADCC [®] (双特异性)	实体瘤	中国 (国家药监局)						InstilBio	于 2023 年 9 月在中国完成 I 期试验, 2024 年 9 月 Ib 期 HR+ 转移性乳腺癌 FPI	大中华区
IMM0306 (阿沐瑞莫昔 α)	CD47xCD20 (双特异性)	R/R FL&MZL	中国 (国家药监局)							于 2023 年 6 月开始中国 Ib/IIa 期试验, 2024 年 12 月 FL 组 LPI	全球性
IMM0306 + 来那度胺	CD47xPD-L1 (双特异性)	实体瘤	中国 (国家药监局)、美国 (美国食药监局)							于 2022 年第四季度在中国及美国获得 IND 批件; 于 2023 年 3 月在中国开始 II 期试验	全球性
IMM2520	CD47xPD-L1 (双特异性)	系统性红斑狼疮	中国 (国家药监局)							2024 年 10 月 FPI	全球性
IMM0306 (阿沐瑞莫昔 α)	CD47xCD20 (双特异性)	视神经脊髓炎	中国 (国家药监局)							2024 年 12 月 FPI	全球性
		眼后视炎	中国 (国家药监局)							2024 年 12 月在中国获得 IND 批件	全球性
IMM01 (替达菲西普)	CD47 (SIRPα-Fc 融合蛋白)	动脉粥样硬化								IND 准备	全球性
IMC-003 (IMM72)	ActRIIA (Fc 融合蛋白)	肺动脉高压、未披露	中国 (国家药监局)							Pre-IND	全球性
IMC-010 (IMM7220)	GLP-1 x ActRIIA (双特异性)	肥胖 (减肥增效)								动物实验进行中	全球性

资料来源：公司业绩会 PPT、国元证券经纪（香港）整理

3.1 IMM01（CD47 融合蛋白）

核心产品：IMM01 是中国首个进入临床阶段的 SIRP α-Fc 融合蛋白，具有 IgG1 Fc，能够通过双重机制充分激活巨噬细胞。具有 IgG1 Fc 的 IMM01 能够

通过双重作用机制充分激活巨噬细胞，同时通过干扰 CD47/SIRPα 相互作用阻断「别吃我」信号，并通过激活巨噬细胞的 Fcγ 受体传递「吃我」信号。目前三个适应症均进入三期临床试验：于 2024 年 4 月，获得国家药监局对 IMM01 与替雷利珠单抗联用治疗 PD(L)-1 单抗难治性 cHL 进行 III 期临床试验方案的批准，并于 2024 年 7 月对首例患者进行给药。2024 年 6 月，自国家药监局获得 IMM01 联合阿扎胞苷作为慢性粒-单核细胞白血病(CMML)一线治疗的 III 期临床试验的 IND 批件，2024 年 11 月首例患者给药。2024 年 5 月，IMM01（替达派西普）联合阿扎胞苷治疗新诊断较高危 MDS 患者的随机、对照、双盲、多中心 III 期已获国家药监局批准。

安全性良好：因为 CD47 在红细胞、血小板上广泛分布，之前的吉利德等公司的 CD47 单抗因为安全性问题，停止了临床试验。而公司的 IMM01 的 CD47 结合结构域经过特别改造能够避免与人体红细胞(RBC)结合，其亲和力只有单抗的千分之一，可以避免溶血等不良反应。凭借差异化的分子设计，IMM01 表现出良好的安全性并证实其激活巨噬细胞的能力。剂量方面，IMM01 的用量是 2mg/KG，而吉利德 CD47 单抗 magrolimab 用量是 30mg/KG，剂量差距 15 倍，不良事件的差距也显而易见了。目前投资者过于担心安全性问题，其实从融合蛋白的结构以及剂量这两方面来看，公司的新药与吉利德的 CD47 单抗差异非常大，安全性结果预计差异也将很大。从病例数为 29 单药一期临床的安全性数据，可以看出：3 级或以上治疗相关不良事件主要包括白细胞减少症、血小板减少症、贫血、中性粒细胞减少症，发生率最高为 14%，没有溶血等 4 级以上的不良事件，安全性良好。目前公司的 CD47 融合蛋白总共做了超过 300 例患者的临床试验，没有观察到严重的安全性风险。

图 5：IMM01 的作用机制及优势

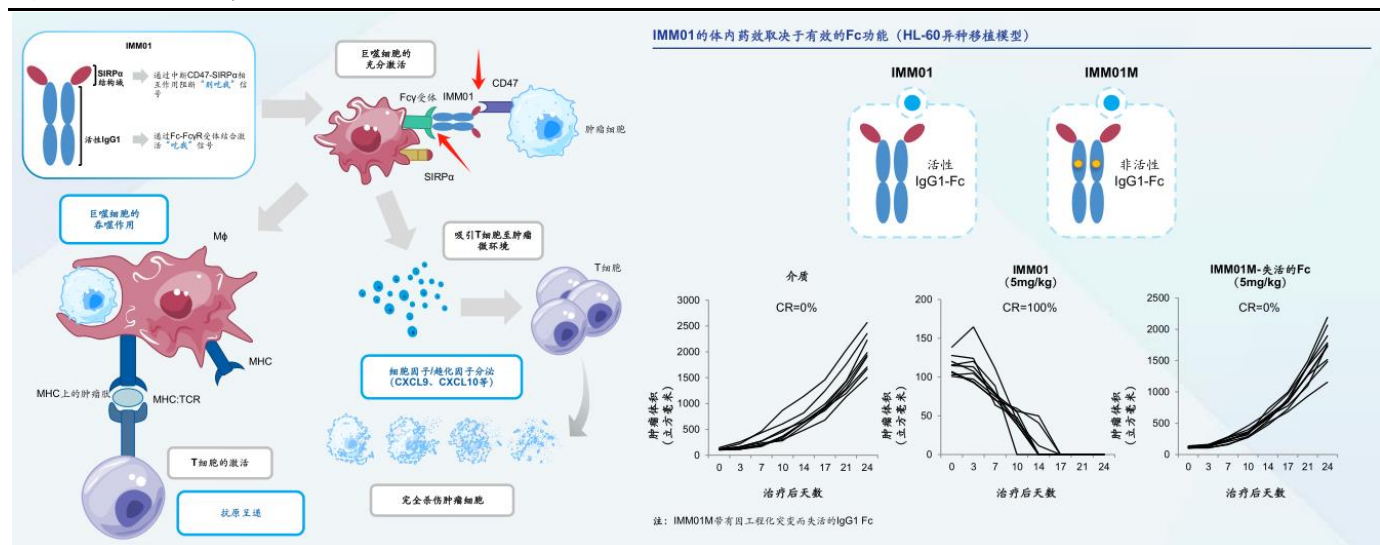


图 7: 在接受 IMM01 单药治疗患者中观察到的反应

[illegible]

资料来源：公司业绩会 PPT、国元证券经纪（香港）整理

图 8: IMM01 联合阿扎胞苷对比阿扎胞苷的不良事件

资料来源：公司业绩会PPT、国元证券经纪（香港）整理

1. IMM01 联合替雷利珠单抗治疗 PD-1 抑制剂难治性经典霍奇金淋巴瘤 (cHL) :

II 期临床试验已完成患者招募，33 例可评估患者中，8 例达到 CR，15 例达到部分缓解（PR），ORR 为 69.7%，CR 为 24.2%。CR 远高于其他两组联合用药，IMM01 在保证安全性的基础上，疗效也是非常优异的。III 期临床试验方案已获得国家药监局批准，于 2024 年 7 月对首例患者进行给药。

图 9：IMM01 联合替雷利珠单抗治疗 PD-1 抑制剂难治性 cHL 疗效对比

	替达派西普 (SIRPα-Fc) + 替雷利珠单抗 (PD-1)	Favezelimab (Anti-LAG-3) + 帕博利珠单抗 ¹	Tifcemalimab (Anti-BTLA) + 特瑞普利单抗 (PD-1) ²
N	33	34	34
ORR	69.7%	29%	35.3%
CR	24.2%	9%	0%
状态	III期临床治疗PD-(L)1单抗难治性cHL 于2024年7月启动	III期临床(两药预混) 于2022年10月启动 2024年12月终止	III期临床治疗R/R cHL于2023年12月 启动
研究地区	中国	中国 + 全球	中国

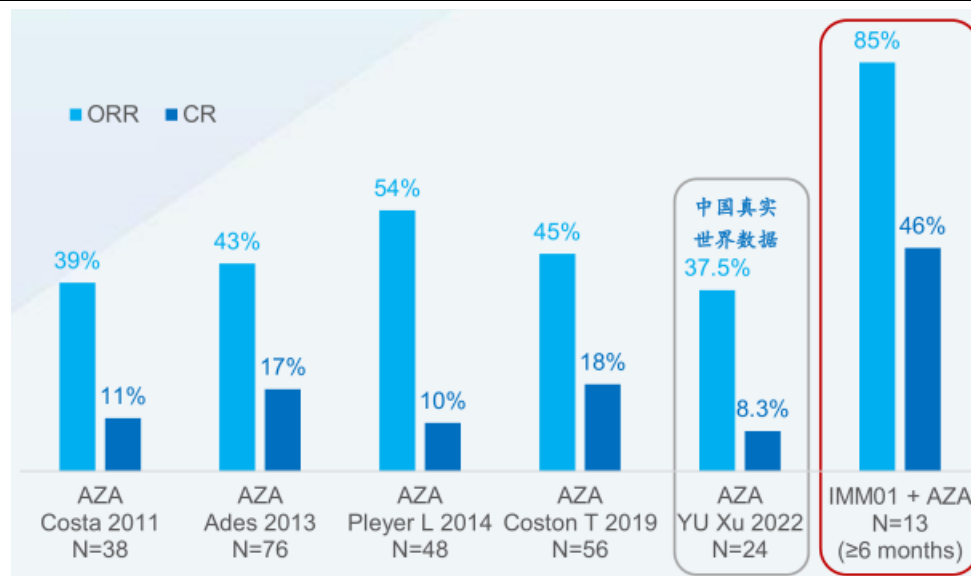
资料来源：公司业绩会 PPT、国元证券经纪（香港）整理

2. 联合阿扎胞苷治疗慢性粒-单核细胞白血病（CMML）：

在根据历史数据的阿扎胞苷用于治疗慢性粒-单核细胞白血病的主要临床试验中，ORR 及 CR 率分别为 37%-54%及 8%-18%。

IMM01 与阿扎胞苷联用进行 II 期试验，在 13 例疗效可评估一线慢性粒-单核细胞白血病患者中（治疗 6 个月以上），6 例达到完全缓解（6 例 CR），4 例达到骨髓完全缓解，其中 2 例还有血液学改善（2 例 mCRs + HI 及 2 例仅 mCRs），1 例达到血液学改善（1 例 HI），总体缓解率(ORR)为 84.6%及完全缓解率为 46.2%。远远超过阿扎胞苷的疗效。III 期临床试验已获得国家药监局批准，于 2024 年 11 月对首例患者进行给药。

图 10：IMM01 与阿扎胞苷联用针对治疗 1L CMML 疗效对比



资料来源：公司业绩会 PPT、国元证券经纪（香港）整理

3. 联合阿扎胞苷治疗较高危骨髓增生异常综合症（MDS）：

II 期临床试验已完成，随访中位时间为 26.0 个月，N=51，总缓解率（ORR）为 64.7%，包括 33.3%完全缓解（CR）、15.7%骨髓完全缓解及血液学改善（mCR+HI）、3.9% HI 及 11.8% mCR。其中 29 例治疗超过 6 个月，ORR 为 89.7%，CR 达到 58.6%，疗效十分优异。III 期临床试验已获得国家药监局批准。

图 11：IMM01 与阿扎胞苷联用针对治疗 1L MDS 疗效

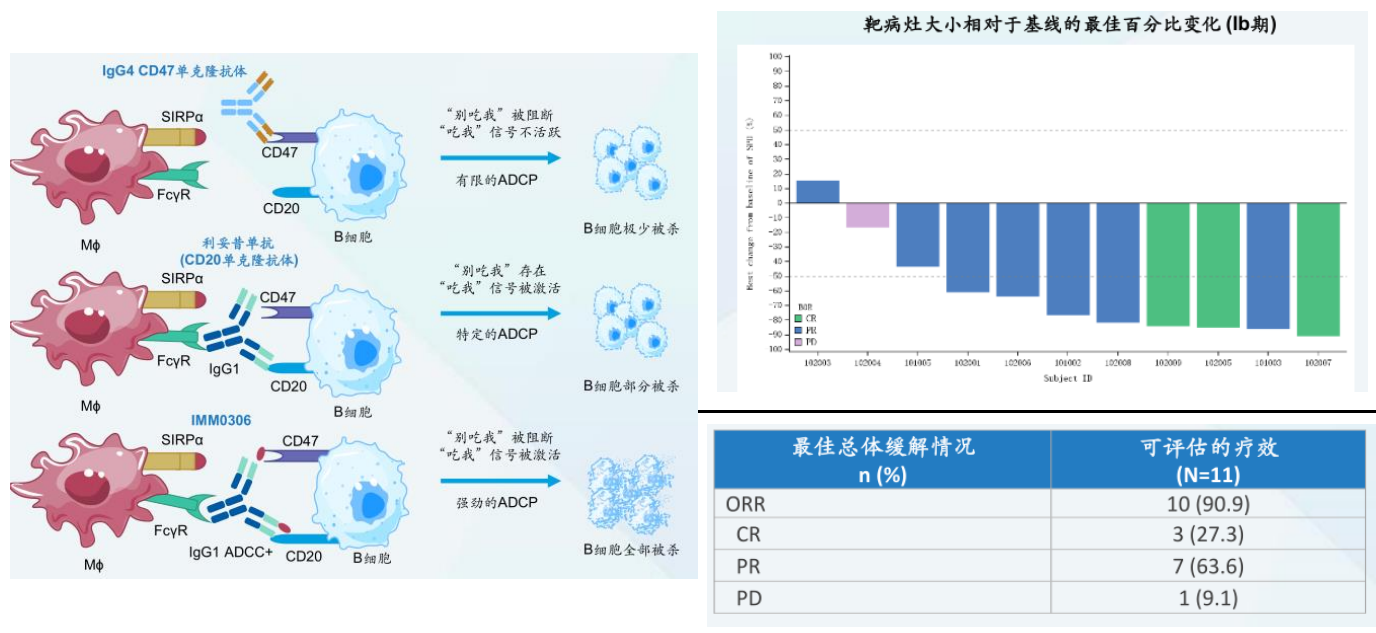
最佳总体缓解情况 n (%)	1L MDS (N=51)	≥4个月 (N=34)	≥6个月 (N=29)
ORR	33 (64.7%)	29 (85.3%)	26 (89.7%)
DCR	45 (88.2%)	34 (100%)	29 (100%)
CR	17 (33.3%)	17 (50.0%)	17 (58.6%)
mCR+HI	8 (15.7%)	7 (20.6%)	6 (20.7%)
mCR	6 (11.8%)	3 (8.8%)	2 (6.9%)
HI	2 (3.9%)	2 (5.9%)	1 (3.4%)
SD	12 (23.5%)	5 (14.7%)	3 (10.3%)

资料来源：公司业绩会 PPT、国元证券经纪（香港）整理

3.2 IMM0306 (CD47×CD20)自免领域前景广阔

全球有两款 CD47×CD20 双特异性抗体/融合蛋白正在开发中，其中，IMM0306 是全球首款进入临床试验阶段的 CD47 和 CD20 双靶向双特异性药物。研究表明，浆母细胞和记忆 B 细胞和自身免疫疾病的复发有关，但 CD20 在浆母细胞不表达，在巨噬细胞上表达。因此 CD20 单抗治疗系统性红斑狼疮一段时间后易复发，而 IMM0306 因为同时靶向 CD20 和 CD47，预计对 B 细胞的耗竭更彻底，对自免疾病有望起到非常积极的疗效。IMM0306 与来那度胺联用治疗 FL 疗效数据突出：一期的 11 例患者数据显示，ORR 为 90.9%，CR 为 27.3%。

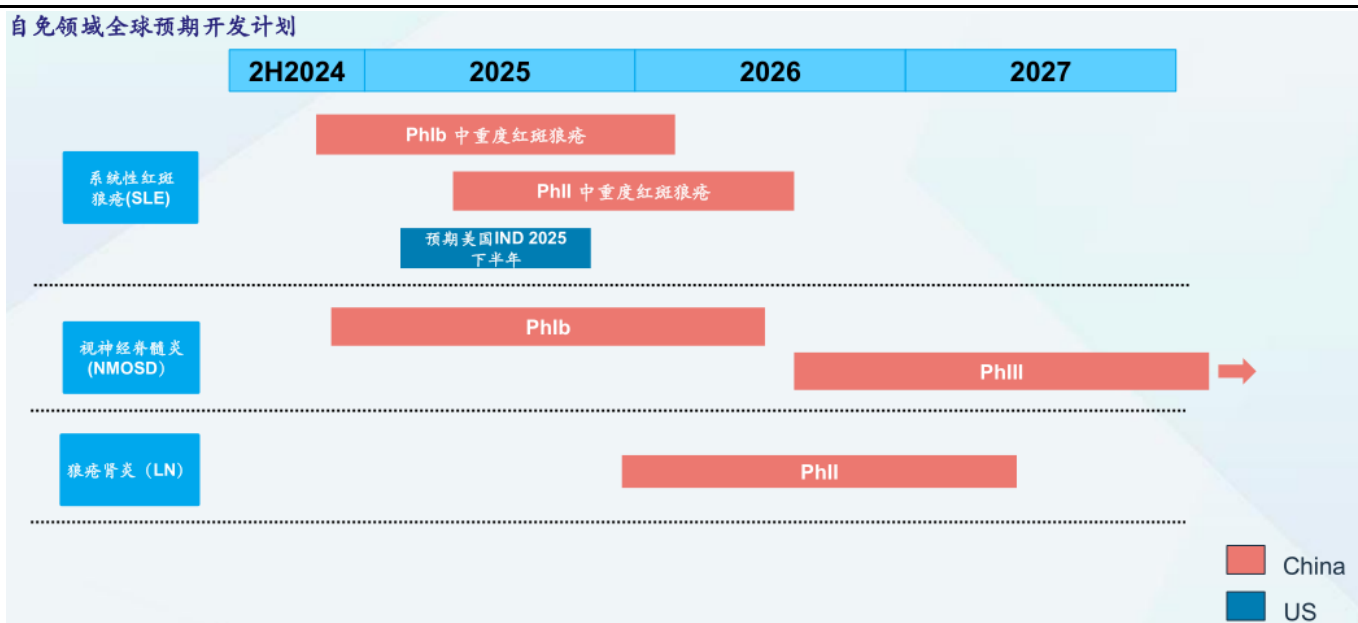
图 12: IMM0306 的作用机制及与来那度胺联用治疗 FL 疗效数据



资料来源: Bloomberg、国元证券经纪 (香港) 整理

IMM0306 治疗自身免疫性疾病临床试验目前进行 Ib 期爬坡试验, 目前 SLE 的试验正在进行第二个剂量组入组, 目前入组了 6 例患者, 应答情况较好。今年年中有望读出数据, 目前全球治疗自身免疫性疾病的生物药物紧缺, 有望受到 MNC 青睐, 今年有望实现大金额 BD。SLE 下半年有望启动二期临床。

图 13: IMM0306 的全球研发计划



资料来源: 公司业绩会 PPT、国元证券经纪 (香港) 整理

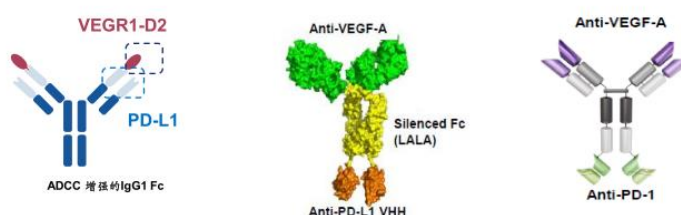
3.3 IMM2510(VEGF×PD-L1)以及 IMM27M：

2510 是一款靶向 VEGF 及 PD-L1 的双特异性抗体分子，采用单克隆抗体-受体重组蛋白结构。VEGF 受体 trap 结合包括 VEGF-A 在内的更广泛的 VEGF 受体配体，因而有更广泛的抗血管生成活性。表达 PD-L1 的肿瘤细胞可通过与 T 细胞表面的 PD-1 结合来逃避 T 细胞的攻击，而 2510 可以抑制这种机制，启动 T 细胞杀伤肿瘤细胞。IgG1 Fc 可以激活 ADCC，ADCC 增强型抗体旨在诱导免疫抑制的 PD-L1+肿瘤细胞的直接杀伤。虽然 VEGF/ PD- (L) 1 双抗竞争较为激烈，但公司的结构设计优势明显，有望取得更优异的疗效。

临床进展：联合化疗一线治疗 NSCLC 患者的中国 Ib/II 期试验于 2024 年 12 月完成首例患者给药，目前临床试验在加速入组中。今年下半年联合化疗一线治疗 NSCLC 患者的中国 Ib 期初步数据读出。今年下半年联合化疗一线治疗 NSCLC 的美国 Ib/II 期试验有望启动。

图 14：IMM2510 的结构及竞争格局

	IMM2510	PM8002	AK112
VEGF 结合	VEGF-A, VEGF-B, PlGF	VEGF-A	VEGF-A
PD-1或PD-L1	PD-L1	PD-L1	PD-1
ADCC	增强的ADCC	无	无



资料来源：公司业绩会 PPT、国元证券经纪（香港）整理

公司于 2024 年 8 月与 Instil Bio 签订授权及合作协议，授予其在大中华地区以外独家研究、开发及商业化 IMM2510 和 IMM27M 的权利，而宜明昂科保留大中华地区的相关权利。公司将获得最高达 50 百万美元的首付款和潜在近期付款，以及最高达 21 亿美元的里程碑付款，包括长期开发及监管里程碑付款和商业里程碑付款。此外，公司还将获得按全球销售净额的个位至低两位数比例计算的特许权使用费。IMM27M 是一款 CTLA-4 ADCC 增强型单克隆抗体，阻断

CTLA-4 与 CD80/CD86 之间的相互作用，从而增强 T 细胞对肿瘤抗原的免疫反应。

3.4 其他有竞争力产品：

1. IMC-010 (IMM7220)

IMM7220 是通过双重阻断 GLP-1 和 Activin A/ActRIIs 信号通路，有望为代谢降低提供更优治疗方案，目前正处于体内药效研究阶段。IMM7220 对 Activin A/ActRIIs 通路的阻断活性比 IMM72 (ActRIIA 融合蛋白) 强 5 倍，靶向 GLP-1 和 ActRIIA 的双特异性分子具有全球同类首创的潜力。

ActRII 在减少脂肪量的同时保持肌肉量，其作用机制是：通过 ActRII 受体的激活素信号直接促进脂质储存，是内脏脂肪堆积和肥胖的关键驱动因素。通过阻断脂肪细胞中的 ActRII 信号传导，可以动员和代谢脂肪。肌肉组织中的 ActRII 生物学，通过 ActRII 受体的信号传导抑制肌肉生长并促进萎缩。阻断骨骼肌中的激活素信号可抑制这种萎缩，并可促进肌肉量的增加，帮助肥胖患者在减脂的同时改善身体成分和新陈代谢。这是目前全新的作用机制，在市场容量很大的减肥增肌的领域有望获得较大的份额。肥胖症治疗市场在 2023 年的估值为 1403 亿美元，预计到 2033 年将增长至 3518 亿美元。

2. IMM72/IMC-003 (ActRIIA 融合蛋白)

研发阶段：IMM72/IMC-003 是一种通过基因改造的新一代 ActRIIA 融合蛋白。动物实验：已完成 PAH（肺动脉高压）小鼠模型的试验疗效研究。IND 申请：25 年 4 月初，国家药监局已受理 IMC-003/IMM72 治疗肺动脉高压的临床试验申请。预期于 2025 年年中获得 IND 批件。全球 PAH 市场规模 2022 年为 73 亿美元，2032 年预期达到 121.8 亿美元。默克的 Sotatercept 于 2024 年 3 月 26 日获 FDA 批准上市，2024 年销售强劲，达 4.19 亿美金。与 sotatercept 相比，IMC-003 有更强的结合活性及信号阻断活性。

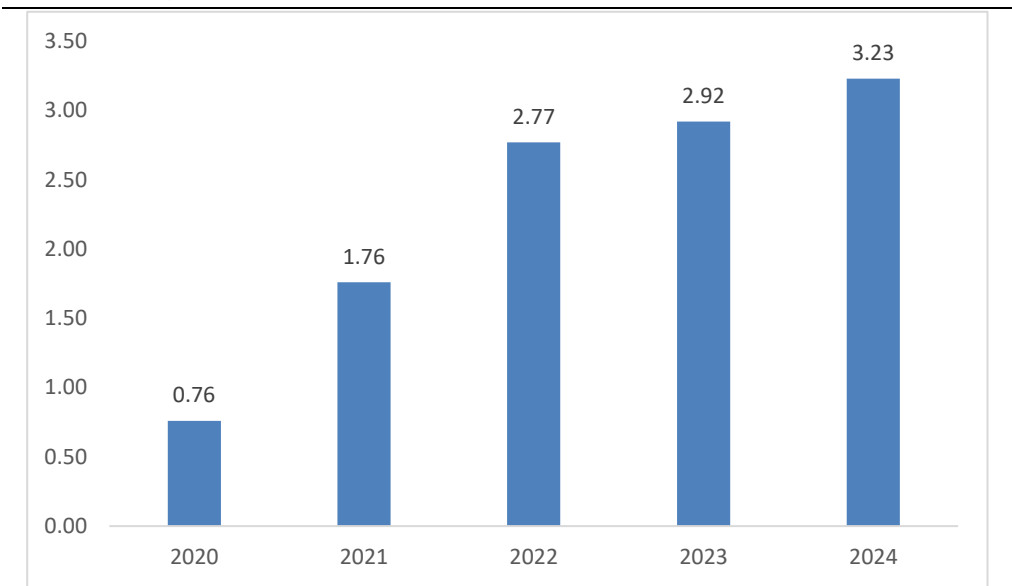
4. 公司以研发为根本，创新药竞争格局好

宜明昂科是一家以科研为导向的生物技术公司，是全球少数能够对先天性免疫和适应性免疫进行系统性利用的生物技术公司之一。使用剂量，核心产品 IMM01 是创新靶向 CD47 的分子。该款产品是中国首个进入临床阶段的 SIRP α -Fc 融合蛋白。具有 IgG1 Fc 的 IMM01 能够通过双重作用机制充分激活巨噬细胞，同时通过干扰 CD47/SIRP α 相互作用阻断「别吃我」信号，并通过激活巨噬细胞的 Fc γ 受体传递「吃我」信号。IMM01 的 CD47 结合结构域经过特别改造能够避免与人体红细胞(RBC)结合。凭借差异化的分子设计，IMM01 表现

出良好的安全性并证实其激活巨噬细胞的能力。

因为公司在 CD47 方面研发突出，于 2024 年分别在 ASCO 和 ESMO 年会上作口头报告。竞争格局良好，目前只有宜明昂科及康方生物进行 CD47 靶点的研究。宜明昂科的创新药竞争格局特别好，一旦上市之后，CD47 作为激活巨噬细胞等先天性免疫细胞通路，市场需求非常大，各种肿瘤以及自免疾病都需要单独使用或者联合用药。公司研发支出从 2020 年的 0.76 亿元人民币，增长到 2024 年的 3.23 亿元人民币。

图 15：宜明昂科-B 研发支出（人民币亿元）



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

5. 公司管理团队行业经验丰富

田文志博士，于 2015 年 6 月创立公司并始终担任董事。彼自 2015 年 12 月 15 日起一直担任本公司董事长兼首席执行官，并自 2018 年 6 月 18 日起一直担任公司首席科学官。田博士负责本公司的整体战略规划、业务管理及研发活动。自成立以来，田博士一直是我们创新的关键驱动力，并监督我们以科研为导向的研发工作，涉及从发现、靶点选择与验证、CMC 开发到临床研究。田博士在生物医学行业拥有逾 30 年经验。在创办本公司前，田博士在康奈尔大学医学院研究克隆参与 B 细胞功能的 c-Rel 调节基因多年。随后于 2006 年 1 月至 2011 年 4 月在 ImClone Systems Inc.(一家主要从事抗肿瘤抗体药物研发的公司)担任首席研究员，负责研究针对新型肿瘤靶点的单克隆抗体药物。田博士曾共同创

立华博生物医药技术(上海)有限公司，一家主要从事肿瘤及自身免疫性疾病生物新药研发的公司，并于 2011 年 6 月至 2015 年 4 月担任该公司总经理。

李松先生，于 2015 年 12 月加入公司，自此一直担任董事。李先生于 2019 年 1 月至 2023 年 1 月担任公司高级研发总监，并自 2023 年 1 月起担任公司研发副总裁。彼于 2022 年 6 月 14 日被任命为执行董事。李先生负责领导公司的临床前研发工作。李先生于生物制药及生物科学行业拥有逾 10 年经验。在加入公司前，李先生于 2012 年 4 月至 2015 年 12 月在华博生物医药技术担任研发部经理，负责抗体和融合蛋白的体外研究、稳定细胞株的构建及其他与分子生物学相关事宜。

何为海博士，为本公司的首席业务官，自 2025 年 5 月 5 日起生效。何博士驻于美国，直接向田文志博士汇报工作。何博士为经验丰富的生命科学高管，在业务开发、策略性营销、产品管理、财务及药物研发方面具备深厚专业知识。于加盟本公司前，何博士自 2021 年至 2025 年 5 月担任比尔及梅琳达·盖茨基金会的业务发展及许可副主任，领导总统优先项目的业务发展及许可工作，以开发高影响力的干预技术，解决发展中国家致死及致残的主要原因。2021 年，何博士于美国旧金山担任 Evive Biotech 高级副总裁及全球业务发展及商业化主管，领导全球业务发展团队进行许可授出及许可引入事宜，并为全球产品推出制定商业策略。自 2019 年至 2021 年，何博士于默克公司(FRA: MRK)担任高级总监及业务发展主管，负责业务发展及联盟管理。彼自 2007 年至 2019 年于加利福尼亚州旧金山的基因泰克公司任职，担任过多项职务。此前，何博士于 2003 年至 2005 年在加利福尼亚州弗里蒙特的生物科技公司 Panomics, Inc.(前称为 Genospectra Inc.)担任产品研发资深科学家；自 2001 年至 2003 年，彼于 Tularik Inc.(一家其后被安进(纳斯达克: AMGN)收购的生物科技公司)担任药物发现博士后科学家，带领团队为药物靶点找出天然配体。

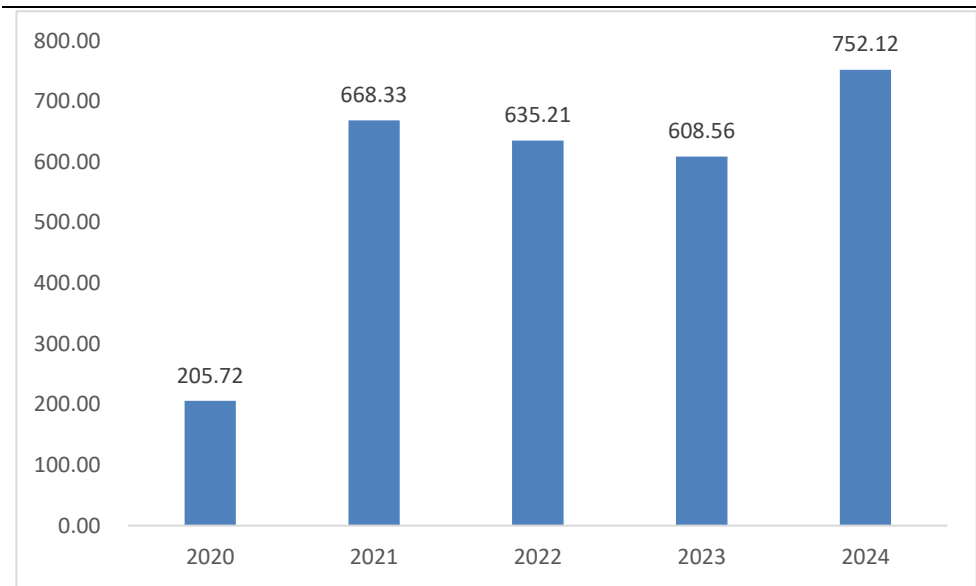
熊梓镭博士，于 2022 年 3 月获委任为公司高级副总裁，并负责公司的业务发展。熊博士在生物医学及制药行业的业务发展及其他重要职能方面拥有逾 14 年的工作经验。熊博士曾于 2009 年 6 月至 2011 年 6 月担任罗兰贝格国际管理咨询(上海)有限公司的顾问。于 2011 年 6 月至 2013 年 12 月担任拜耳医药保健有限公司的战略经理，期间彼负责制定企业战略、业务发展和销售绩效管理。熊博士亦于 2013 年 12 月至 2016 年 3 月担任由于纳斯达克全球市场上市的精准肿瘤公司 Genetron Health, Inc.(股份代号: GTH)控制的中国运营实体北京泛生子生物科技有限公司及北京泛生子基因科技有限公司的产品及营销总监。于 2016 年 4 月联合创办北京开数科技有限公司(一家探索大数据应用的公司)。熊博士于 2018 年 3 月至 2019 年 3 月担任真奕生物科技(上海)有限公司(Veritas

Genetics Inc.控制的中国运营实体)的业务发展执行董事，负责整体业务发展。彼亦于 2019 年 11 月至 2021 年 6 月担任上海仑胜医药科技有限公司(一家主要在中国从事创新生物医药研发的公司)业务联盟高级总监，负责整体业务发展。熊博士于 2021 年 8 月至 2022 年 2 月担任上海迪诺医药科技有限公司(一家主要从事癌症患者小分子药物发现和发展的公司)业务发展与投资副总裁，负责整体业务发展、营销及投资活动。

6. 财务情况

随着公司创新药研发的不断推进，BD 合作取得了成果，2024 年收入达到 7415 万元人民币，收入来源于公司与 Instil Bio 合作的项目取得的首付款，今年有望收到 2000-3000 万美元的付款，随着研发管线的不断推进，里程碑付款将会持续取得，IMM0306 在自免领域特别是在 SLE 的临床试验不断推进，今年年中将有数据读出，有大 BD 的预期，公司的收入将不断增长。公司的资金情况也将进一步改善。截至 2024 年底，公司的账上现金等价物有 7.52 亿元。足够公司 2 年左右的研发，加上今年 Instil Bio 的付款，以及今年 BD 方面的合作有望取得大的进展，公司的资金无忧。

图 16：宜明昂科-B 账上的现金等价物情况（人民币百万元）



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

7. 盈利预测与投资建议

7.1 分产品线收入预测

公司管线丰富，研发顺利推进，未来 BD 合作的推进，公司收入也将开始快速增长。许可使用费 2025 年到 27 年分别为 2.0/1.2/1.5 亿元人民币，IMM01 有望于 2027 年开始贡献收入 1.6 亿元，MDS/CHL/CMML 三个适应症的峰值 10 亿

元以上，CD47 在激活巨噬细胞等先天性免疫细胞通路其关键作用，之后开始在多个肿瘤中应用，将迎来快速放量。IMM0306 有望于 2028 年开始商业化，其在自身免疫性疾病中的广泛应用，有望快速放量，在 SLE/LN 领域的峰值 30 亿元以上。IMM2510 也有望于 2028 年开始商业化，NSCLC/TNBC 等适应症的峰值有望超过 20 亿元。

图 17：宜明昂科-B 收入分部预测（人民币百万元）

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
总收入	74.15	201.00	122.00	312.00	602.00	1062.00	1714.00	2624.40	3835.04
增长率		171.07%	-39.30%	155.74%	92.95%	76.41%	61.39%	53.12%	46.13%
IMM01				160.00	350.00	560.00	896.00	1388.80	2083.20
增长率					118.75%	60.00%	60.00%	55.00%	50.00%
IMM0306					150.00	320.00	528.00	844.80	1224.96
增长率						113.33%	65.00%	60.00%	45.00%
IMM2510					100.00	180.00	288.00	388.80	524.88
增长率						80.00%	60.00%	35.00%	35.00%
许可使用费	74.15	200.00	120.00	150.00					
增长率									
其他	0.5	1	2	2	2	2	2	2	2

资料来源：公司公告、Wind、国元证券经纪（香港）整理

7.2 盈利预测及投资建议

公司是 CD47 融合蛋白全球创新引领者，管线丰富，在肿瘤及自免领域应用前景广阔。因为公司在 CD47 方面研发突出，于 2024 年 6 月在 2024 年 ASCO 年会上作口头报告。竞争格局良好，目前只有宜明昂科及康方生物进行 CD47 靶点的研究。宜明昂科的创新药竞争格局特别好，上市之后，CD47 在激活巨噬细胞等先天性免疫细胞通路其关键作用，市场需求非常大，各种肿瘤以及自免疾病都需要单独使用或者联合用药。公司 CD47 融合蛋白进入三期临床，安全性及疗效优异，预计公司 2025 至 2027 年实现收入 2.01 / 1.22 / 3.12 亿元人民币；归母净利润 -2.64 / -3.43 / -1.89 亿元人民币。根据 DCF 模型，无风险利率根据十年期国债收益率 1.9%，公司过去 1 年原始 Beta 值 1.2，市场预期收益率按照 13%，假设有效税率为 15.0%，债务资本成本为 3.50%，债务资本比重为 26.5%，根据公式 $WACC = (E/V \times Re) + (D/V \times Rd \times (1 - Tc))$ ，得出 WACC 为 11.96%，永续增长率设定为 2%，根据 DCF 模型计算，也考虑创新药研发的行业风险，得出目标市值是 50.8 亿港元，目标价 12.46 港元，给予买入评级，较现价有 110.47% 的升幅。

图 18：可比公司估值

代码	证券简称	总市值 (亿港元)	市净率 PB	市盈率 PE		
				TTM	25E	26E
1801.HK	信达生物	864.35	6.10	-46.7	165.17	55.27
9926.HK	康方生物	757.12	10.29	-79.7	-1975.92	115.29
6990.HK	科伦博泰-B	729.53	20.42	-287	-116.24	-480.98
9688.HK	再鼎医药	260.37	4.13	-16.2	-20.48	121.95

资料来源：Wind，国元证券经纪（香港）整理

8. 风险提示

- (1) 新产品研发进度可能低于预期
- (2) 产品商业化进展不达预期
- (3) 国际形势复杂度超预期，创新药国际化进度低于预期

【财务报表摘要】

损益表

百万元，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	0.5	0.4	74.2	201.0	122.0	312.0
销售成本	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-22.0
毛利	0.5	0.4	74.2	201.0	122.0	290.0
其他收入	14.7	18.3	11.8	20.0	30.0	30.0
其他收益及亏损净额	-29.44	1.78	-11.47	0.00	0.00	0.00
行政费用	-92.80	-80.42	-64.82	-62.23	-59.74	-60.93
经营盈利	-402.11	-377.92	-313.14	-260.82	-339.91	-186.07
财务开支	-0.79	-1.52	-3.45	-3.48	-3.52	-3.55
应占联营公司利润						
研发费用	-277.35	-291.94	-322.76	-419.59	-432.18	-445.14
其他开支	-17.72	-25.98	0.00	0.00	0.00	0.00
税前盈利	-402.90	-379.44	-316.59	-264.30	-343.43	-189.63
所得税	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东应占利润	0.00	0.00	0.73	0.50	0.80	0.40
其他全面收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
净利润	-402.90	-379.44	-315.86	-263.80	-342.63	-189.23
折旧及摊销	17.62	22.58	20.68	21.09	21.52	21.95
EBITDA	-384.49	-355.34	-292.46	-239.72	-318.40	-164.13
增长						
总收入 (%)		100.00%	18912.82%	171.07%	-39.30%	155.74%
EBITDA (%)		-7.58%	100.00%	-18.03%	32.82%	-48.45%
净利润 (%)		-5.82%	100.00%	-16.48%	29.88%	-44.77%

资产负债表

百万元，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金	635.21	306.98	477.60	418.44	290.74	320.58
交易性金融资产	0.00	259.09	274.52	277.27	280.04	282.84
应收账款	16.66	78.14	35.62	35.98	36.34	36.70
持有待售资产	0.00	0.00	80.20	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产	651.87	644.21	867.94	731.69	607.11	640.11
固定资产	69.83	59.16	27.65	28.48	29.33	30.21
其他非流动资产	118.28	128.74	26.42	27.29	28.19	29.12
非流动资产	188.11	187.90	54.07	55.77	57.52	59.33
总资产	839.98	832.11	922.01	787.45	664.63	699.45
流动负债	51.73	115.91	214.63	213.35	219.16	225.25
应付账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
短期银行贷款	0.00	59.98	100.89	95.00	95.95	96.91
其他短期负债	51.73	55.93	113.74	118.35	123.21	128.34
非流动负债	9.02	10.40	29.05	29.34	29.63	29.93
长期银行贷款	0.00	0.00	14.50	14.65	14.79	14.94
其他负债	9.02	10.40	14.55	14.70	14.84	14.99
总负债	60.75	126.31	243.68	242.69	248.79	255.18
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
股东权益	779.23	705.80	678.33	544.76	415.84	444.27

财务分析

百万元，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力						
毛利率 (%)		100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	92.9%
EBITDA 利率 (%)		-91112.8%	-394.4%	-119.3%	-261.0%	-52.6%
净利率 (%)		-97292.3%	-426.0%	-131.2%	-280.8%	-60.7%
ROE	-51.70%	-53.76%	-46.56%	-48.42%	-82.39%	-42.59%
ROA	-47.97%	-45.60%	-34.26%	-33.50%	-51.55%	-27.05%
营运表现						
SG&A/收入 (%)		20620.51%	87.42%	30.96%	48.97%	19.53%
实际税率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
股息支付率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
库存周转天数	215.49	162.16	97.36	58.16	59.16	60.16
应付账款天数						
应收账款天数		73131.03	175.34	65.33	108.71	42.93
财务状况						
净负债/资产负债率	0.07	0.15	0.26	0.31	0.37	0.36
收入/总资产	0.00	0.00	0.08	0.26	0.18	0.45
总资产/股本	1.08	1.18	1.36	1.45	1.60	1.57

现金流量表

百万元，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-402.90	-379.44	-315.86	-263.80	-342.63	-189.23
折旧与摊销	17.62	22.58	20.68	21.09	21.52	21.95
营运资本变动	22.05	-75.32	125.13	100.10	102.11	104.15
其他非现金调整	124.52	64.64	42.01	-3.00	-3.06	-3.12
营运现金流	-238.71	-367.54	-128.04	-145.60	-222.07	-66.26
资本开支	-23.22	-2.69	-10.40	-10.61	-10.82	-11.04
其他投资活动	23.27	-292.15	48.35	44.03	44.91	45.81
投资活动现金流	0.05	-294.84	37.95	33.43	34.09	34.78
负债变化	-5.80	53.75	49.98	50.98	52.00	53.04
股本变化	189.57	278.80	212.26	0.00	0.00	0.00
股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动	-4.39	-1.52	-3.31	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	179.38	331.03	258.93	50.98	52.00	53.04
汇率变动影响	4.00	5.00	6.00	7.00	7.00	8.00
现金变化	-33.11	-328.21	170.63	-59.20	-127.70	29.84
期初持有现金等价物	668.33	635.22	307.01	477.64	418.44	290.74
期末持有现金等价物	635.22	307.01	477.64	418.44	290.74	320.58

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>