

买入

Lisafitoclax (APG-2575) 临床数据优秀，全球注册临床快速推进

亚盛医药-B (6855.HK)

2025-6-20 星期五

## 【投资要点】

目标价：**87.81 港元**现价：**70.60 港元**预计升幅：**24.38%**

## 重要数据

| 日期          | 2025-6-19   |
|-------------|-------------|
| 收盘价 (港元)    | 70.60       |
| 总股本 (亿股)    | 3.48        |
| 总市值 (亿港元)   | 245         |
| 净资产 (亿元)    | 2.74        |
| 总资产 (亿元)    | 26.18       |
| 52 周高低 (港元) | 71.80/24.35 |
| 每股净资产 (元)   | 0.84        |

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

## 主要股东

杨大俊及一致行动人 19.25%

## 相关报告

深度报告: 亚盛医药-B-20210624

更新报告: 亚盛医药-B-20220620

更新报告: 亚盛医药-B-20230630

更新报告: 亚盛医药-B-20240628

## ➤ APG-2575 临床数据优秀，市场前景广阔

APG-2575 (Lisafitoclax) 是一款新型口服选择性 Bcl-2 抑制剂，在 2025 年 ASCO 以口头报告公布临床数据，研究设计：全球多中心 1b/2 期临床试验，截至 2025 年 4 月共入组 103 例患者。疗效数据：ND MDS/慢性粒单核细胞白血病 (CMML) 患者中，ORR 为 80%，其中 40% 的患者获 CR，40% 的患者获骨髓 CR (mCR)；维奈克拉耐药的复发/难治 AML/混合表型急性白血病 (MPAL) 患者的 ORR 为 31.8%。APG-2575 获得《CSCO 淋巴瘤诊疗指南》首次推荐，针对 R/R CLL/SLL 患者。APG-2575 已经于 2024 年递交新药上市申请并获得 CDE 的受理，多个全球三期注册临床快速推进，分别为：1、GLORA: 联合 BTK 抑制剂治疗既往接受过 BTK 抑制剂治疗的 CLL/SLL；2、GLORA-2: 联合阿可替尼治疗新诊断的 CLL/SLL；3、GLORA-3: 联合 AZA 治疗新诊断年老或体弱 AML；4、GLORA-4: 联合 AZA 治疗新诊断 HR MDS。

## ➤ 奥雷巴替尼产品力强大，临床数据优异：

在 2025 年 EHA 公布多项奥雷巴替尼联合治疗 Ph+ ALL 的优秀疗效数据，如维奈克拉+阿扎胞苷、VP (长春地辛及泼尼松) 方案、贝林妥欧单抗、奥加伊妥珠单抗等的联合治疗，其中一项奥雷巴替尼联合 VP 方案 (OVP) 治疗成人 Ph+ ALL 的研究结果显示，OVP 诱导治疗的总缓解率 (ORR) 为 100%，其中 CR 率为 97.3%，89.2% (33/37) 的患者在 3 个周期内达到 CMR。2 年总生存 (OS) 率和无进展生存 (PFS) 率分别为 96.3% 和 96%。FDA 注册试验进展：公司正在进行由 FDA 监管的 POLARIS-2 试验，旨在评估奥雷巴替尼治疗伴有及无 T315I 突变的 CML-CP 患者的效果。

## ➤ 研发管线推进顺利：

1) APG-115 在 2025 年 ASCO 公布的临床数据：II 期临床研究，截至 2025 年 2 月 13 日共入组 57 例患者。单药治疗组：17 例可评估患者中，12 例 ACC 患者的 DCR 为 100%；4 例 MPNST 患者达到疾病稳定 (SD)，DCR 为 80%；联合 PD-1 治疗组：29 例可评估患者中，6 例 BTC 患者的 ORR 为 16.7%，DCR 为 100%。2) APG-2449 是 ALK/FAK/ROS1 抑制剂，正在开展注册三期临床试验：针对 1L ALK 阳性非小细胞肺癌患者；及对 2 代 ALK TKIs 耐药或不耐受的 ALK 阳性非小细胞肺癌患者。

## ➤ 再次覆盖给予买入评级，目标价 87.81 港元

公司专注于细胞凋亡领域，奥雷巴替尼、APG-2575 数据优秀。预计公司 2025-2027 年收入分别是人民币 5.7 亿元、15.5 亿元、14.1 亿元，根据 DCF 模型，给予公司目标价 87.81 港元，较现价有 24.38% 的上涨空间，给予“买入”评级。

| 人民币百万元      | FY2023  | FY2024  | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额         | 220.00  | 980.65  | 570.00  | 1550.00 | 1410.00 |
| 同比增长 (%)    | 4.91%   | 345.75% | -41.88% | 171.93% | -9.03%  |
| 归母净利润       | -925.71 | -405.68 | -669.98 | 196.42  | 26.50   |
| 同比增长 (%)    | -4.87%  | 56.18%  | -65.15% | 129.32% | -86.51% |
| 每股盈利        | -2.66   | -1.17   | -1.93   | 0.56    | 0.08    |
| PE@70.60HKD | -24.42  | -55.75  | -33.74  | 115.07  | 852.83  |

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 研究部

姓名: 林兴秋

SFC: BLM040

电话: 0755-21519193

Email: linxq@gyzq.com.hk

## 【报告正文】

### ➤ APG-2575 临床数据优秀，全球注册临床快速推进

APG-2575 (Lisafoclax) 是一款新型口服选择性 Bcl-2 抑制剂，联合阿扎胞苷已在临床前和早期临床研究中显示良好疗效。在 2025 年 ASCO 以口头报告公布临床数据，研究设计：全球多中心 1b/2 期临床试验，截至 2025 年 3 月共入组 103 例患者，包括初治和复发/难治性 AML、MPAL、HR-MDS 及 CMML 患者。疗效数据：ND MDS/CMML 患者中，ORR 为 80%，其中 40% 的患者获 CR，40% 的患者获骨髓 CR (mCR)；R/R AML/MPAL 患者中，ORR 为 43.2%，其中 31.8% 的患者获 CR/CRi，4.5% 的患者获 PR，6.8% 的患者获 MLFS。；维奈克拉耐药的复发/难治 AML/MPA 患者的 ORR 31.8% (7/22)。

安全性：Lisafoclax 联合 AZA 治疗，耐受性良好，安全性可控，常见不良反应主要体现在血液学事件，非血液学毒性不常见。绝大多数不良事件都可控制、可恢复、可耐受。

基于优秀的临床数据，APG-2575 获得《CSCO 淋巴瘤诊疗指南》首次推荐，针对 R/R CLL/SLL 患者，是唯一获推荐的中国原研 Bcl-2 抑制剂。APG-2575 已经于 2024 年递交新药上市申请并获得 CDE 的受理，公司计划在 2025 年在中国商业化，针对 r/r CLL。有望成为全球第二个上市的 Bcl-2 抑制剂。多个全球三期注册临床快速推进，分别为：GLORA-1、联合 BTK 抑制剂治疗既往接受过 BTK 抑制剂治疗的 CLL/SLL；2、GLORA-2：联合阿可替尼治疗新诊断的 CLL/SLL；3、GLORA-3：联合 AZA 治疗新诊断年老或体弱 AML；4、GLORA-4：联合 AZA 治疗新诊断 HR MDS。联合泊马度胺和地塞米松 / 达雷妥尤单抗、来那度胺和地塞米松治疗 r/rMM 目前在二期临床。

### ➤ 奥雷巴替尼产品力强大，临床数据优异：

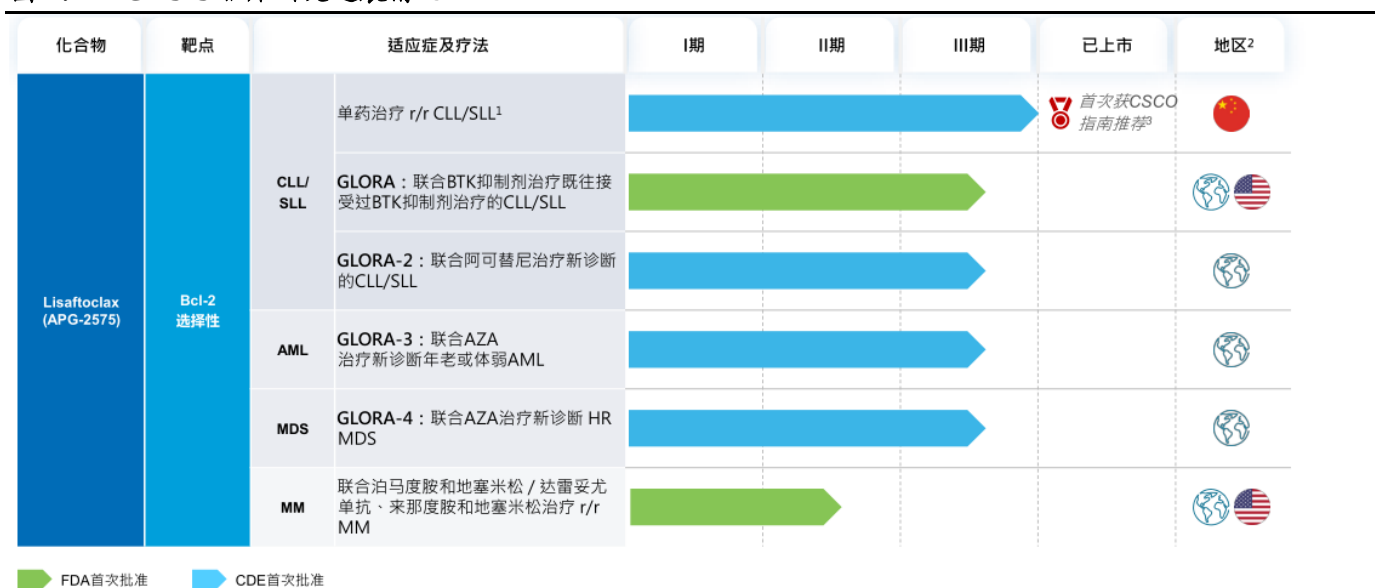
在 2025 年 EHA 公布奥雷巴替尼联合治疗 Ph+ ALL 的优秀疗效数据，奥雷巴替尼联合 VP (长春地辛及泼尼松) 方案 (OVP) 在新诊断成人 Ph+ ALL 患者中的一线治疗效果。研究结果显示，OVP 诱导治疗的总缓解率 (ORR) 为 100%，其中 CR 率为 97.3%，89.2% (33/37) 的患者在 3 个周期内达到 CMR。2 年总生存 (OS) 率和无进展生存 (PFS) 率分别为 96.3% 和 96%。OVP 方案在新诊断 Ph+ ALL 患者中实现早期高 CMR 率，并呈现显著的低毒性反应且耐受性良好。

奥雷巴替尼获得《CSCO 儿童及青少年白血病诊疗指南》升级为 1 级推荐，针对 BCR-ABL1 激酶区 T315I 突变的 Ph+ ALL 儿童患者。FDA 注册试验进展：

公司正在进行由 FDA 监管的 POLARIS-2 试验，旨在评估奥雷巴替尼治疗伴有及无 T315I 突变的 CML-CP 患者的效果。公司计划在完成该试验后向 FDA 提交 NDA，并寻求在其他关键地区的批准。

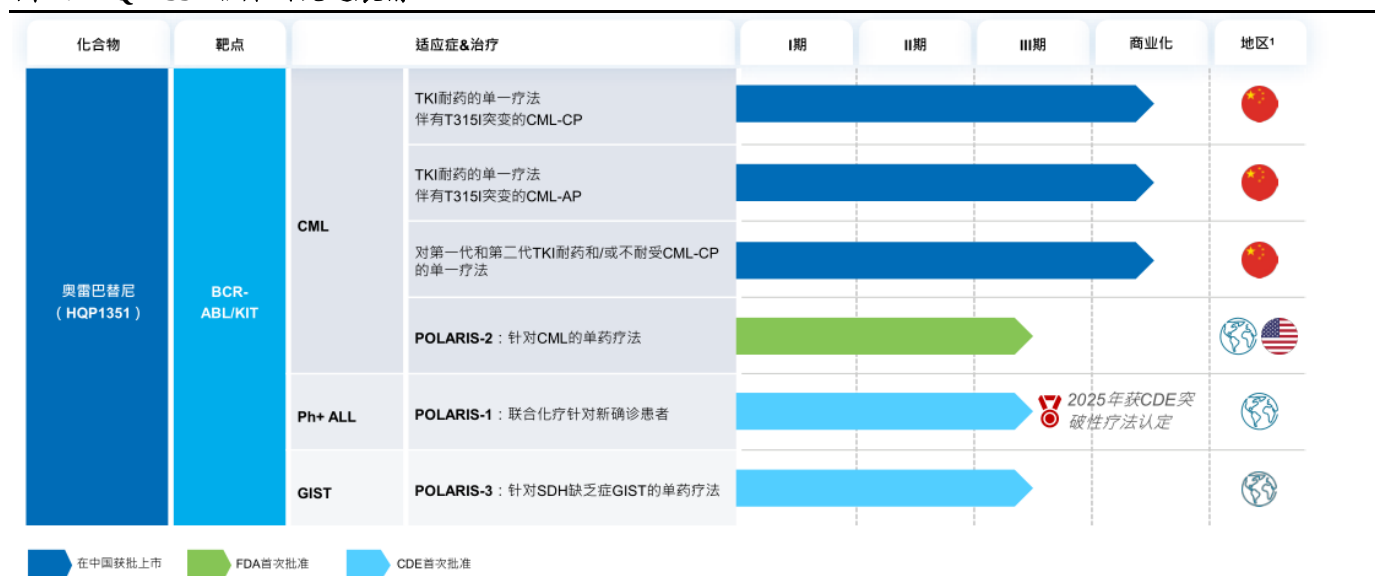
其他适应症开发：公司计划推进 POLARIS-1 和 POLARIS-3 的注册 III 期试验，分别用于治疗前线 Ph+ ALL 和 SDH 缺陷型 GIST。这些试验的成功将使奥雷巴替尼成为中国市场首个用于 Ph+ ALL 一线治疗的第三代 TKI。公司 2024 年营收达 9.81 亿元，其中来自武田就的奥雷巴替尼选择权付款达 1 亿美元，奥雷巴替尼在国内的销售收入达人民币 2.41 亿元，随着国际化研发的推进，销售有望快速增长。

图 1：APG-2575 临床研究进展情况



资料来源：公司官网资料、国元证券经纪（香港）整理

图 2：HQP1351 临床研究进展情况



资料来源：公司官网资料、国元证券经纪（香港）整理

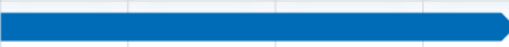
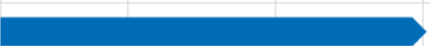
➤ 研发管线推进顺利：

APG-115 是一款新型口服 MDM2-P53 抑制剂，通过阻断 MDM2-p53 之间蛋白与蛋白相互作用而恢复 p53 肿瘤抑制活性。单药或联合特瑞普利单抗在多种实体瘤中显示出抗肿瘤活性。在 2025 年 ASCO 公布临床数据：II 期临床研究，截至 2025 年 2 月 13 日共入组 57 例晚期晚期腺样囊性癌（ACC）、恶性周围神经鞘瘤（MPNST）、晚期脂肪肉瘤（LPS）和胆管癌（BTC）患者。单药治疗组 17 例疗效可评估患者中，12 例 ACC 患者的 ORR 为 16.7%，DCR 为 100%；5 例 MPNST 患者中，4 例达到疾病稳定（SD），DCR 为 80%。24 例安全可评估患者中，33.3% 发生了  $\geq 3$  级与治疗相关的不良事件（TRAE）；研究中发生 3 例（12.5%）与治疗相关的 SAE。1 例受试者因 TRAE 终止治疗。

联合治疗组 29 例疗效可评估患者中，6 例 BTC 患者的 ORR 为 16.7%，DCR 为 100%；6 例 LPS 患者的 ORR 为 16.7%，DCR 为 66.7%；2 例 MPNST 患者达到经确认的 PR 且无进展生存期（PFS）显著延长（1 例  $>60$  周，1 例  $>96$  周）。150mg 剂量组 27 例安全可评估患者中，12 例（44.4%）患者发生了  $\geq 3$  级 TRAE，8 例（29.6%）患者发生了与治疗相关的 SAE，1 例受试者因 TRAE 终止治疗。

APG-2449 是 ALK/FAK/ROS1 抑制剂，正在开展注册三期临床试验：针对 1L ALK 阳性非小细胞肺癌（NSCLC）患者；及对 2 代 ALK TKIs 耐药或不耐受的 ALK 阳性非小细胞肺癌（NSCLC）患者。通过作为（1）高效 ALK/ROS1 抑制剂和（2）FAK 抑制剂与化疗药物或靶向药物联合用药，有效地解决耐药问题。同时阻断 FAK 和 ALK 可以显著提高疗效并克服 ALK 单靶点抑制剂的耐药性，对脑转移病人的颅内病灶有效。

图 3：公司创新管线进展情况

| 候选产品                    | 机制           | 适应症                                                                                                                                      | I期                                                                                 | II期                                                                                | 注册性 | 已上市 | 临床试验地区 <sup>4</sup>                                                                 | 权益地区 <sup>5</sup>                                                                   |
|-------------------------|--------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|-----|-----|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 奥雷巴替尼 (HQP1351)         | BCR-ABL/KIT  | 耐药性慢性粒细胞白血病 (CML)、初治费城染色体阳性急性淋巴细胞白血病 (Ph+ ALL)、琥珀酸脱氢酶 (SDH) 缺乏症胃肠道间质瘤 (GIST)                                                             |  |                                                                                    |     |     |  |  |
| Lisafitoclax (APG-2575) | Bcl-2选择性     | 复发/难治性慢性淋巴细胞白血病和小淋巴细胞白血病 (r/r CLL/SLL) <sup>1</sup> 、慢性淋巴细胞白血病和小淋巴细胞白血病 (CLL/SLL)、急性髓系白血病 (AML)、骨髓增生异常综合征 (MDS)、多发性骨髓瘤 (MM) <sup>2</sup> |  |  |     |     |  |  |
| APG-2449                | FAK/ALK/ROS1 | 非小细胞肺癌/卵巢癌 <sup>3</sup>                                                                                                                  |  |                                                                                    |     |     |  |  |
| Alrizomadlin (APG-115)  | MDM2-p53     | 胰腺癌 (ACC)、恶性周围神经鞘瘤 (MPNST)、急性髓系白血病 (AML)、骨髓增生异常综合征 (MDS)、小儿实体瘤                                                                           |   |                                                                                    |     |     |  |  |
| Pelcitoclax (APG-1252)  | Bcl-2/Bcl-xL | 非小细胞肺癌 (NSCLC)、小细胞肺癌 (SCLC)、神经内分泌肿瘤、非霍奇金淋巴瘤 (NHL)                                                                                        |   |                                                                                    |     |     |  |  |
| APG-5918                | EED选择性       | 血红蛋白病、肿瘤                                                                                                                                 |   |                                                                                    |     |     |  |  |

资料来源：公司官网资料、国元证券经纪（香港）整理

### ➤ 再次覆盖并给予“买入”评级，目标价 87.81 港元/股

公司专注于细胞凋亡领域，核心产品奥雷巴替尼、APG-2575 临床数据优秀，市场空间广阔。预计公司 2025-2027 年收入分别是人民币 5.7 亿元、15.5 亿元、14.1 亿元，根据 DCF 模型，给予公司目标价 87.81 港元，较现价有 24.38% 的上涨空间，给予“买入”评级。

### 【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

|               | 2021A   | 2022A   | 2023A   | 2024A   | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|---------------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|
| <b>收入</b>     | 27.91   | 209.70  | 220.00  | 980.65  | 570.00   | 1550.00  | 1410.00  |
| 销售成本          | -3.33   | -22.00  | -28.56  | -29.08  | -45.00   | -63.00   | -77.00   |
| <b>毛利</b>     | 24.58   | 187.71  | 191.44  | 951.57  | 525.00   | 1487.00  | 1333.00  |
| 其他收入          | 168.06  | 0.00    | 59.30   | 57.36   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 分销开支          | -47.55  | -157.40 | -195.39 | -196.00 | -235.20  | -329.28  | -395.14  |
| 行政费用          | -143.51 | -170.59 | -181.08 | -187.13 | -190.87  | -194.69  | -198.58  |
| <b>经营盈利</b>   | -832.04 | -796.76 | -932.86 | -163.32 | -655.72  | 211.39   | 42.31    |
| 研发及其他         | -766.49 | -743.10 | -707.00 | -947.25 | -956.72  | -1042.83 | -1053.26 |
| <b>税前盈利</b>   | -832.25 | -887.00 | -932.86 | -395.25 | -675.98  | 190.42   | 20.50    |
| 所得税           | 49.83   | 4.25    | 7.15    | -10.43  | 6.00     | 6.00     | 6.00     |
| 少数股东应占利润      | 3.00    | 4.00    | 5.00    | 6.00    | 6.00     | 6.00     | 6.00     |
| 其他全面收入        | 3.00    | 4.00    | 5.00    | 6.00    | 6.00     | 6.00     | 6.00     |
| <b>净利润</b>    | -782.42 | -882.75 | -925.71 | -405.68 | -669.98  | 196.42   | 26.50    |
| 折旧及摊销         | 28.33   | 62.92   | 93.20   | 93.17   | 95.03    | 96.93    | 98.87    |
| <b>EBITDA</b> | -803.71 | -733.84 | -839.66 | -70.15  | -560.68  | 308.33   | 141.18   |
| <b>增长</b>     |         |         |         |         |          |          |          |
| 总收入 (%)       | 124.18% | 651.34% | 4.91%   | 345.75% | -41.88%  | 171.93%  | -9.03%   |
| EBITDA (%)    | -24.02% | 8.69%   | -14.42% | 91.65%  | -699.26% | 154.99%  | -54.21%  |
| 净利润 (%)       | -15.47% | -12.82% | -4.87%  | 56.18%  | -65.15%  | 129.32%  | -86.51%  |

### 资产负债表

百万元，财务年度截至12月31日

|              | 2021A   | 2022A   | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>现金</b>    | 1706.89 | 1345.64 | 1038.05 | 893.10  | 586.19  | 1314.85 | 1894.92 |
| 其他短期投资       | 0.00    | 130.00  | 31.25   | 343.48  | 384.70  | 430.86  | 482.56  |
| 应收账款         | 137.53  | 134.80  | 234.18  | 206.35  | 215.53  | 309.08  | 324.99  |
| 存货           | 3.93    | 9.45    | 16.17   | 6.60    | 6.93    | 7.28    | 7.64    |
| 其他流动资产       | 36.94   | 16.60   | 24.54   | 24.63   | 27.09   | 29.80   | 32.78   |
| <b>流动资产</b>  | 1885.29 | 1636.49 | 1344.19 | 1474.16 | 1220.44 | 2091.87 | 2742.90 |
| 固定资产         | 797.03  | 602.09  | 905.82  | 849.45  | 874.93  | 901.18  | 928.22  |
| 贷款           | 11.65   | 28.73   | 1.95    | 1.14    | 1.21    | 1.28    | 1.36    |
| <b>非流动资产</b> | 1054.79 | 1193.78 | 1156.22 | 1143.65 | 1198.87 | 1260.21 | 1328.74 |
| <b>总资产</b>   | 2940.08 | 2830.27 | 2500.41 | 2617.81 | 2419.32 | 3352.09 | 4071.65 |
| <b>流动负债</b>  | 361.11  | 881.15  | 934.17  | 1166.62 | 1227.94 | 1285.25 | 1345.66 |
| 应付账款         | 70.86   | 95.56   | 72.45   | 91.97   | 92.89   | 93.82   | 94.76   |
| 短期银行贷款       | 49.45   | 518.38  | 616.40  | 779.06  | 825.80  | 875.35  | 927.87  |
| 其他短期负债       | 215.26  | 257.21  | 236.94  | 285.96  | 291.68  | 297.51  | 303.46  |
| <b>非流动负债</b> | 1344.22 | 1540.45 | 1495.59 | 1177.03 | 890.54  | 900.34  | 910.23  |
| 款            | 1034.84 | 1274.34 | 1179.19 | 889.43  | 880.54  | 889.34  | 898.23  |
| 其他负债         | 309.38  | 266.11  | 316.40  | 287.60  | 10.00   | 11.00   | 12.00   |
| <b>总负债</b>   | 1705.33 | 2421.60 | 2429.76 | 2343.65 | 2118.48 | 2185.59 | 2255.89 |
| 少数股东权益       | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 1.00    | 2.00    | 3.00    |
| <b>股东权益</b>  | 1234.75 | 408.66  | 70.65   | 274.16  | 300.84  | 1166.49 | 1815.75 |

### 财务分析

百万元，财务年度截至12月31日

|               | 2021A     | 2022A    | 2023A     | 2024A    | 2025E    | 2026E  | 2027E   |
|---------------|-----------|----------|-----------|----------|----------|--------|---------|
| <b>盈利能力</b>   |           |          |           |          |          |        |         |
| 毛利率 (%)       | 88.07%    | 89.51%   | 87.02%    | 97.03%   | 92.11%   | 95.94% | 94.54%  |
| EBITDA 利率 (%) | -2879.65% | -349.95% | -381.66%  | -7.15%   | -98.37%  | 19.89% | 10.01%  |
| 净利率 (%)       | -2803.37% | -420.96% | -420.78%  | -41.37%  | -117.54% | 12.67% | 1.88%   |
| ROE           | -63.37%   | -216.01% | -1310.29% | -147.97% | -222.70% | 16.84% | 1.46%   |
| ROA           | -26.61%   | -31.19%  | -37.02%   | -15.50%  | -27.69%  | 5.86%  | 0.65%   |
| <b>营运表现</b>   |           |          |           |          |          |        |         |
| SG&A/收入 (%)   | 514.19%   | 81.35%   | 82.31%    | 19.08%   | 33.49%   | 12.56% | 14.08%  |
| 实际税率 (%)      | 5.99%     | 0.48%    | 0.77%     | -2.64%   | 0.89%    | -3.15% | -29.26% |
| 股息支付率 (%含优先)  | 0.00%     | -5.65%   | 0.00%     | 0.00%    | 0.00%    | 0.00%  | 0.00%   |
| 库存周转天数        | 3.00      | 4.00     | 5.00      | 6.00     | 6.00     | 6.00   | 6.00    |
| 应付账款天数        | 3.00      | 4.00     | 5.00      | 6.00     | 6.00     | 6.00   | 6.00    |
| 应收账款天数        | 1798.58   | 234.63   | 388.53    | 76.80    | 138.02   | 72.78  | 84.13   |

### 财务状况

|           |      |      |       |      |      |      |      |
|-----------|------|------|-------|------|------|------|------|
| 净负债/资产负债率 | 0.58 | 0.86 | 0.97  | 0.90 | 0.88 | 0.65 | 0.55 |
| 收入/总资产    | 0.01 | 0.07 | 0.09  | 0.37 | 0.24 | 0.46 | 0.35 |
| 总资产/股本    | 2.38 | 6.93 | 35.39 | 9.55 | 8.04 | 2.87 | 2.24 |

### 现金流量表

百万元，财务年度截至12月31日

|                | 2021A   | 2022A   | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>净利润</b>     | -782.42 | -882.75 | -925.71 | -405.68 | -669.98 | 196.42  | 26.50   |
| 折旧与摊销          | 28.33   | 62.92   | 93.20   | 93.17   | 95.03   | 96.93   | 98.87   |
| 营运资本变动         | 189.65  | 104.41  | -9.15   | 110.97  | 113.19  | 115.45  | 117.76  |
| 其他非现金调整        | -40.23  | 61.68   | 115.51  | 89.94   | 10.79   | 1.30    | 0.16    |
| <b>营运现金流</b>   | -604.67 | -653.74 | -726.08 | -111.35 | -450.97 | 410.11  | 243.29  |
| 资本开支           | 436.63  | 236.96  | 56.84   | 24.29   | 24.78   | 25.27   | 25.78   |
| 其他投资活动         | -20.00  | -20.00  | -20.00  | -9.52   | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| <b>投资活动现金流</b> | -466.52 | -384.61 | 21.92   | -362.04 | -144.78 | -285.27 | -290.98 |
| 负债变化           | 539.50  | 695.88  | -13.36  | -145.34 | 350.00  | 665.60  | 690.15  |
| 股本变化           | 1154.85 | 23.09   | 464.17  | 520.66  | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 股息             | 0.00    | -49.85  | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 其他融资活动         | 87.05   | 0.00    | -82.06  | -60.56  | -61.17  | -61.78  | -62.40  |
| <b>融资活动现金流</b> | 1781.40 | 619.27  | 368.75  | 314.76  | 288.83  | 603.82  | 627.76  |
| 汇率变动影响         | -23.28  | 58.00   | 27.81   | 13.68   | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| <b>现金变化</b>    | 686.91  | -361.25 | -307.59 | -144.95 | -306.91 | 728.66  | 580.07  |
| 期初持有现金         | 1019.98 | 1706.89 | 1345.64 | 1038.05 | 893.10  | 586.19  | 1314.85 |
| 期末持有现金         | 1706.89 | 1345.64 | 1038.05 | 893.10  | 586.19  | 1314.85 | 1894.92 |



# 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>