

买入

CD47xCD20 双抗临床顺利推进， VEGFxPD-L1 双抗价值重估

宜明昂科-B (1541.HK)

2025-6-3 星期二

【投资要点】

目标价: **21.89 港元**

现价: **14.12 港元**

预计升幅: **55%**

重要数据

日期	2025-6-2
收盘价 (港元)	14.4
总股本 (亿股)	4.07
总市值 (亿港元)	59
净资产 (亿元)	7.33
总资产 (亿元)	9.96
52 周高低 (港元)	22.00/3.21
每股净资产 (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

深度报告: 宜明昂科-B-20250512

➤ IMM0306 在自免领域前景广阔，BD 加速推进中

IMM0306 治疗自身免疫性疾病临床试验目前进行 1b 期爬坡试验，目前 SLE 的试验有 10 例患者入组，试验顺利推进，应答情况较好，有望于 6 月出数据。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。目前全球有两款 CD47×CD20 双特异性抗体/融合蛋白正在开发中，而 IMM0306 是全球首款进入临床试验阶段的。与来那度胺联用针对复发难治性滤泡淋巴瘤的 ORR 达 88.2%，CR 达 52.9%。

➤ IMM 2510 数据优秀，价值有望重估

IMM2510 单药 (PD-L1xVEGF 双抗) 针对既往接受过治疗的 NSCLC 患者，ORR 为 23% (可评估有效性 n=13)。数据与同类 PD-(L)1xVEGF 双特异性抗体相似。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。与其他 PD-(L)1xVEGF 双特异性抗体相比，其 VEGF 阻断机制更为广泛，可结合多种 VEGF 受体配体。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。预计 2025 年第三季度在中国完成约 60 名患者入组。自 2025 年 3 月底以来，已有 30 多名 NSCLC 患者入组。初步安全性和有效性结果预计于 2025 年下半年公布。目前各类实体瘤已入组超过 190 例。

➤ CD47 融合蛋白安全性及疗效优秀

具有 IgG1 Fc 的 IMM01 能够通过双重作用机制充分激活巨噬细胞，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。IMM01 与 PD-1 抗体联用针对复发难治性经典霍奇金淋巴瘤，ORR 达 69.7%，CR 达 24.2%，18 个月整体生存率达 91.6%。

➤ 再次覆盖并给予“买入”评级，目标价 21.89 港元/股

CD47CD20 双抗临床顺利推进，有望成为自免领域重磅药物，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，得出目标市值是 89.15 亿港元，提升目标价至 21.89 港元，给予买入评级，较现价有 55% 的升幅。

人民币百万元	FY2023	FY2024	2025E	2026E	2027E
营业额	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%
每股盈利	-0.93	-0.78	-0.65	-0.84	-0.47
PE@14.4HKD	-14.21	-17.03	-20.40	-15.70	-28.44

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】

➤ IMM0306 在自免领域前景广阔，BD 加速推进中

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 10 例患者完成入组，试验顺利推进，应答情况较好，有望于 6 月出数据。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。目前全球有两款 CD47×CD20 双特异性抗体/融合蛋白正在开发中，而 IMM0306 是全球首款进入临床试验阶段的，适应症有 SLE/FN 等多个自免大病种以及 FL。与来那度胺联用针对复发难治性滤泡淋巴瘤的 ORR 达 88.2%，CR 达 52.9%。2024 年以来自免领域双抗 BD 合作非常火热，同润生物和 MSD 的合作，首付款达到 7 亿美元。

图 1：2024 年以来自免领域双抗三抗合作情况

授权产品	授权方	合作方	首付和里程碑付款	时间	临床进度
DR-0201 (CD20-directed 双抗 MCE ¹)	Dren Bio	Sanofi	首付6亿美元+里程碑13亿美元	2025.3	B-NHL适应症在I期中，并正在拓展多个自免适应症
CN201 (CD3×CD19 双抗)	同润生物	MSD	首付7亿美元+里程碑6亿美元	2024.8	R/R NHL: I期 R/R ALL: Ib/II期 自免适应症未启动临床
CMG1A46 (CD3×CD19× CD20三抗)	恩沐生物	GSK	首付3亿美元+5.5亿美元里程碑	2024.10	血液肿瘤I/II期临床， GSK计划2025年上半年启动狼疮I期
GB261 (CD20×CD3双抗)	嘉和生物	TRC 2004	首付数千万美元+最高4.43亿美元里程碑	2024.8	完成了B-NHL (DLBCL和FL) PhI/II期研究自免适应症未启动临床
CM336 (BCMA×CD3双抗)	康诺亚	Platina	首付和近期付款1600万美元+最高6.1亿美元里程碑	2024.11	R/R MM: 临床I/II期试验 Platina 计划于2025年启动自免首个I期临床研究
EMB-06 (BCMA×CD3 双抗)	岸迈生物	Vignette Bio	首付6000万美元现金和股权+最高5.75亿美元里程碑	2024.9	R/R MM: I/II期临床 自免适应症未启动临床
LBL-051 (CD3×BCMA ×CD19三抗)	维立志博	Oblenio	3500万美元的首付款和近期付款+最高5.79亿美元里程碑	2024.11	IND准备

资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

➤ IMM 2510 数据优秀

IMM2510 单药(PD-L1×VEGF 双抗)针对既往接受过治疗的 NSCLC 患者，ORR 为 23% (可评估有效性 n=13)。数据与同类 PD-(L)1×VEGF 双特异性抗体相似。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。与其他 PD-(L)1×VEGF 双特异性抗体相比，其 VEGF 阻断机制更为广泛，可结合多种 VEGF 受体配体。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。预计 2025 年第三季度在中国完成约 60 名患者入组。自 2025 年 3 月底以来，已有 30 多名

NSCLC 患者入组，其中 20 多名为一线患者并已接受治疗。初步安全性和有效性结果预计于 2025 年下半年公布。

图 2：2510 在 NSCLC 患者的疗效及人群与竞品对比

	IMM2510 ¹	依沃西单抗 ²	BNT327 ³	BNT327 ³
人群	全人群	EGFR/ALK/ROS 野生型	EGFR 变异	EGFR/ALK 野生型
适应症	NSCLC	NSCLC	NSCLC	NSCLC
剂量	3-20 mg/kg Q2W	10-30 mg/kg Q2/3W	20 mg/kg Q2W	20 mg/kg Q2W
n (eff. eval.)	13	15	36	8
# 接受过的治疗线数	1 线及以上 (中位 3 线)	1	1 线及以上	1 线及以上
之前接受过抗 PD-1 治疗 (如适用)	是	否*	不适用	是
ORR	23%	33%	19%	13%

资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

➤ CD47 融合蛋白安全性及疗效优秀，将在靶向先天免疫中发挥极重要作用：

人体的免疫系统可分为先天免疫系统和适应性免疫系统。主要的先天免疫细胞包括巨噬细胞、自然杀伤细胞(NK)和树突细胞(DC)。包括 T 细胞和 B 细胞的适应性免疫系统为第二道防线。与适应性免疫细胞相比，先天免疫细胞在肿瘤组织中的分布更广泛。先天免疫细胞在激活适应性免疫反应过程中发挥着关键作用，从而可产生更完整和更有效的免疫反应。激活的巨噬细胞和树突细胞可分泌细胞因子和趋化因子（如 CXCL9 和 CXCL10）将 T 细胞招募至肿瘤微环境，将「冷肿瘤」转化为「热肿瘤」。巨噬细胞和树突细胞可通过抗原呈递进一步促进 T 细胞反应。目前还没有靶向激活巨噬细胞的上市药品。

公司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，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，该试验在顺利有序推进中，疗效数据也优异：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%。CD47 与 PD-1 抗体联用针对复发难治性经典霍奇金淋巴瘤，整体客观缓解率达 69.7% (ORR = 69.7%)，完全

缓解率达 24.2% (CR = 24.2%), 18 个月整体生存率达 91.6% (OS at 18Months = 91.6%)。

公司不断拓展研发管线, 增强抗风险能力。减重增肌品种: 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。

➤ 再次覆盖并给予“买入”评级, 目标价 21.89 港元/股

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。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。CD47CD20 双抗临床顺利推进, 有望成为自免领域重磅药物, 也有 BD 的预期。2510 近期披露的数据也非常优秀。PD-L1xVEGF 双抗受 MNC 的追捧, 价值得到重估, 近期三生制药的 BD 12.5 亿美元的首付款以及 BMS 与 BioNTech 的 BD 达成 15 亿美元的首付款, 均超市场预期, 充分说明 PD-L1xVEGF 双抗得到了医药产业界的认同。公司的产品也将充分受益。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。基于上述行业及公司基本面的积极变化, 根据 DCF 模型计算, 得出目标市值是 89.15 亿港元, 提升目标价至 21.89 港元, 给予买入评级, 较现价有 55% 的升幅。

【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/总资产	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>