

买入
CD47xCD20 双抗治疗 SLE 数据优秀，创新管线不断丰富
宜明昂科-B (1541.HK)

2025-7-11 星期五

【投资要点】

目标价: **21.89 港元**
 现价: **10.20 港元**
 预计升幅: **114.6%**

重要数据

日期	2025-7-11
收盘价 (港元)	10.20
总股本 (亿股)	4.07
总市值 (亿港元)	52
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

更新报告: 宜明昂科-B-20250603

► IMM0306 治疗 SLE 数据优秀, BD 有序推进中

IMM0306 治疗 SLE 临床试验读出 Ib 期 13 名受试者的数据, 两个剂量组安全性良好: 分别有 1 例受试者出现 ≥ 3 级不良事件, 发生率为 12.5%, 均为一过性血小板下降。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%。第二个剂量组(1.2 mg/kg)疗效显著: 6 名受试者中, 5 名受试者的 SLEDAI-2K 评分较基线降低 ≥ 4 分(83.3%), 显示出显著的疾病活动度改善。和同类治疗 SLE 的药物相比, IMM0306 的数据非常优秀, 83.3% 受试者的 SLEDAI-2K 评分较基线降低 ≥ 4 分, 贝利尤单抗为 46.5%, 而且是在 IMM0306 使用量小很多的情况下 (QW, 半年共 4 周) 实现的。

► IMM72 治疗肺动脉高压的新药临床试验获得批准, 管线不断丰富

IMM72 治疗肺动脉高压 (PAH) 的新药临床试验获得批准, 是新一代基因改造的 ActRIIA-Fc 融合蛋白。根据公司的演示材料, 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。Sotatercept 是获批药物中唯一可逆转 PAH 疾病进程的药品。IMM72 为新一代基因改造的 ActRIIA-Fc 融合蛋白, 前期的实验显示他的结合活力是 Sotatercept 的 7 倍多。IMM72 是国内治疗 PAH 除 sotatercept 外进度最快的同靶点创新分子。

► CD47 融合蛋白安全性及疗效优秀, IMM 2510 推进顺利

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, 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, 疗效及安全性良好。IMM2510 预计 2025 年第三季度在中国完成约 60 名患者入组。初步安全性和有效性结果预计于 2025 年下半年公布。目前已获得 FDA 临床批件。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。

► 给予“买入”评级, 维持目标价 21.89 港元/股

CD47CD20 双抗临床数据优秀, 有望成为自免领域重磅药物, BD 积极推进中。IMM72 新药临床试验获得批准, 管线不断丰富, 抗风险能力大幅提升。预计公司 2025 至 2027 年实现收入 2.01 / 1.22 / 3.12 亿元人民币。根据 DCF 模型计算, 得出目标市值是 89.15 亿港元, 维持目标价 21.89 港元, 给予买入评级, 较现价有 114.6% 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@10.20HKD	-10.94	-13.11	-15.71	-12.09	-21.89

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 治疗 SLE 数据优秀，BD 有序推进中

IMM0306 治疗 SLE 临床试验读出 Ib 期 13 名受试者的数据，两个剂量组安全性良好：两个剂量组均表现出良好的耐受性；0.8 mg/kg 剂量组和 1.2 mg/kg 剂量组分别有 1 例受试者出现 ≥ 3 级不良事件，发生率为 12.5%，均为一过性血小板下降，且均在 4-5 天内自行恢复，无需干预；未观察到任何级别的细胞因子风暴。

第一个剂量组(0.8 mg/kg)疗效表现：7 名受试者中，4 名受试者的 SLEDAI-2K 评分较基线降低 ≥ 4 分(57.1%)，显示出疾病活动度的改善；有 1 名受试者的 SLEDAI-2K 评分降低至 0；7 名受试者的 PGA 评分均无恶化(100%)。第二个剂量组(1.2 mg/kg)疗效显著：6 名受试者中，5 名受试者的 SLEDAI-2K 评分较基线降低 ≥ 4 分(83.3%)，显示出显著的疾病活动度改善；其中 1 名受试者的 SLEDAI-2K 评分降低至 0；6 名受试者的 PGA 评分均无恶化(100%)。

图 1: SLEDAI-2K, BILAG-2004 和 PGA 评分情况

剂量组	患者编号	SLEDAI-2K								SLEDAI-2K 降低 ≥ 4 分	BILAG-2004			PGA 最大变化值
		基线	4W	8W	12W	16W	20W	24W	28W		基线	12W	24W	
0.8 mg/kg	patient 1	8	8	8	8	8	8	8	8	-	2A	2B	2B	0.4 ↓
	patient 2	7	6	5	5	5	5	5	1	√	2B	2B	2B	0.2 ↓
	patient 3	10	10	10	10	6	8	9	/	-	2B	2B	1B1C	0.7 ↓
	patient 4	8	12	0	0	0	0	0	/	√	2B	2C	2D	1.3 ↓
	patient 5	16	16	16	17	16	14	10	/	√	2B	2B	2B	0.1 ↓
	patient 6	12	8	10	6	6	3	7	/	√	2B	1B1D	1B1D	1.1 ↓
	patient 7	9	8	14	11	5	8	/	/	-	2B	2B	/	0.3 ↓
1.2 mg/kg	patient 8	16	10	2	6	2	/	/	/	√	2B	1B1C	/	0.8 ↓
	patient 9	10	8	6	6	6	/	/	/	√	2B	1B1C	/	0.3 ↓
	patient 10	8	0	0	0	/	/	/	/	√	2B	2C	/	0.2 ↓
	patient 11	10	6	8	6	/	/	/	/	√	2B	1B1C	/	0.2 ↓
	patient 12	14	14	14	/	/	/	/	/	-	2B	/	/	0
	patient 13	8	4	4	/	/	/	/	/	√	2B	/	/	0.5 ↓
	patient 14	22	/	/	/	/	/	/	/	/	1A1B	/	/	/
	patient 15	10	/	/	/	/	/	/	/	/	1A	/	/	/

0.8mg/kg 剂量组

- 糖皮质激素减量: 57.1% (4/7)
- SLEDAI-2K 降低 ≥ 4 : 57.1% (4/7)
- PGA 评分无恶化: 100% (7/7)

1.2mg/kg 剂量组

- 糖皮质激素减量: 33.3% (2/6)
- SLEDAI-2K 降低 ≥ 4 : 83.3% (5/6)
- PGA 评分无恶化: 100% (6/6)

资料来源: 公司官网演示材料、国元证券经纪(香港)整理

资料来源: 公司官网演示材料、国元证券经纪(香港)整理

和同类治疗 SLE 的药物相比，IMM0306 的数据非常优秀，83.3% 受试者的 SLEDAI-2K 评分较基线降低 ≥ 4 分，贝利尤单抗为 46.5%，泰它西普为 77.8%，而且是在 IMM0306 使用量小很多的情况下 (QW, 半年共 4 周) 实现的，优秀的的数据充分说明了 CD20 和 CD47 的双重靶向增强了细胞谱系覆盖度，CD47 在 B 细胞亚型 (包括浆母细胞) 中高表达，耗竭 B 细胞作用更彻底，安全性也非常良好。

图 2：现有 SLE 治疗药物对比

	阿沐瑞芙普 α (IMM0306)	Mosunetuzumab ₂	泰它西普 ³	贝利尤单抗 ⁴
靶点	CD47xCD20	CD3xCD20	BLyS, APRIL	BLyS
≥ 4 分的降低 患者基线 SLEDAI-2K ≥ 8	83.3% (5/6) 8-16周 ¹	66.7% (4/6) 52周	77.8% (49/63) 48周 ^{3.1}	46.5% (127/273) 52周 ^{4.1}
输注后立即 B 细胞耗竭	是	n.a.	n.a.	n.a.
细胞因子风暴	0	33.3% (5/15)	n.a.	n.a.
剂量递增	不需要	需要	不需要	不需要
临床阶段	1b期	1b期	中国获批	FDA批准

资料来源：公司官网演示材料、国元证券经纪（香港）整理

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 \times 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在与来那度胺联用的 34 名患者中，CRR 为 64.7%，ORR 为 88.2%，DCR 为 94.1%。2024 年来自免领域双抗 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。公司也在积极推进 IMM0306 的 BD。

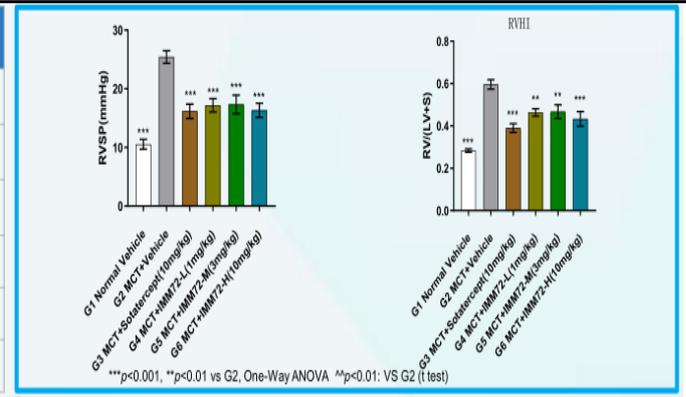
➤ IMM72 治疗肺动脉高压的新药临床试验获得批准，管线不断丰富

公司不断拓展研发管线，增强抗风险能力。IMM72 治疗肺动脉高压（PAH）的新药临床试验获得批准。根据公司的演示材料，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。Sotatercept 是获批药物中唯一可逆转 PAH 疾病进程的药物，Sotatercept 2024 年 3 月 26 日获 FDA 批准上市，2024 年销售强劲，达 4.19 亿美金。IMM72 为新一代基因改造的 ActRIIA-Fc 融合蛋白，具有更高的活性及品质，前期的实验显示他的结合活力是 Sotatercept 的 7 倍多。IMM72 是国内治疗 PAH 除 sotatercept 外（申报上市阶段）进度最快的同靶点创新分子。公司拥有 IMC-003/IMM72 的全球知识产权及开发与商业化权利。

图 3: IMM72 与 sotatercept 的数据对比

	IMC-003 (IMM72)	Sotatercept
公司	宜明凯尔	默克
结构	ACVR2A-Fc (点突变)	ACVR2A-Fc
亲和力	相似, 但响应度高	相似
结合活性	≥7倍 Sotatercept	适中
阻断活性	强	适中
体内药效	强	适中

资料来源: 公司官网演示材料、国元证券经纪 (香港) 整理

图 4: IMM72 在肺动脉高压模型上的优异的体内药效


资料来源: 公司官网演示材料、国元证券经纪 (香港) 整理

公司研发管线不断丰富: 还有减重增肌品种-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。

➤ CD47 融合蛋白安全性及疗效优秀, 研发推进顺利:

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%)。

➤ IMM 2510 数据优秀, 临床试验快速推进

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, 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。

➤ 给予“买入”评级, 目标价 21.89 港元/股

CD47CD20 双抗临床疗效数据优秀, 安全性良好, 有望成为自免领域重磅药物, BD 积极推进中。IMM72 治疗肺动脉高压 (PAH) 的新药临床试验获得批准, 市场空间广阔。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。2510 近期披露的数据也非常优秀。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, 维持目标价 21.89 港元, 给予买入评级, 较现价有 114.6% 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%
净利润率 (%)		-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>