



扫描下方二维码  
下载恒证通APP



恒大證券(香港)有限公司  
恒大期貨(香港)有限公司



宜明昂科  
ImmuneOnco

公司名称	宜明昂科
股份编号	1541 HK
行业	生物科技

## 新股短评

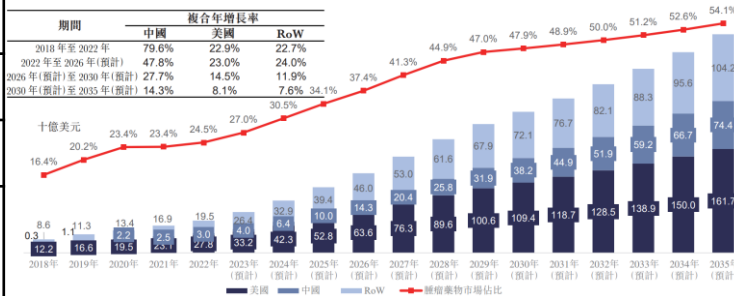
### 招股资讯一览

招股日期	2023年8月24日 - 2023年8月29日
公开发售结果	2023年9月4日
上市日期	2023年9月5日
招股价	18.60港元
最低入场费	3,757.52港元
集资金额	3.19亿港元
发行市盈率	N/A
发行市帐率	6.76倍
H股市值	42.34亿港元
每手股数	200
公开发售股数	1,714,800
国际配售股数	15,432,400
保荐人	摩根士丹利、中金
基石投资者	Harvest、Wuxi Venture、 荣昌生物香港、昆翎

### 公司亮点

- 以科研为导向的生物技术公司，布局先天性免疫和适应性免疫系统并形成管线
- 基于先天免疫的全面产品组合，能够靶向多种实体瘤和血液肿瘤
- 肿瘤免疫疗法蕴藏巨大的市场机会

### 2018年至2035年（预计）全球、美国和中国肿瘤免疫疗法市场



附註：RoW指除美國及中國以外世界所有國家及地區。

数据来源：招股书，彭博

分析师：黄俊泓  
2023年8月24日

请读者参考最后一页的免责声明。

资料来源：招股书

# 新股短評

## 公司选定的候选药物的开发状态

項目 <sup>(1)</sup>	靶點(結構)	適應症(治療線) <sup>(2)</sup>	發現	臨床前	IND/IND準備	Ia/I期	Ib/II期	III期/ 關鍵性試驗	當前狀態/即將到來的里程碑 <sup>(3)</sup>	商業權利
IMM01 <sup>(4)</sup>	CD47	MDS (不適合強化療的一線)、AML (一線)、CMML (一線) <sup>(5)</sup>	中國(國家藥監局)						於2022年1月開始Ib/II期試驗,預計於2024年第一季度完成II期試驗及啟動關鍵性試驗	全球性
IMM01 + 阿扎胞苷	(SIRPα-Fc融合蛋白)									
IMM01 + 替雷利珠單抗	CD47+PD-1	cHL (≥三線) <sup>(6)</sup> 、實體瘤 (二線和三線)	中國(國家藥監局)						於2022年5月開始Ib/II期試驗,預計於2024年第三季度完成II期試驗及於2024年第四季度啟動關鍵性試驗 <sup>(6)</sup>	全球性
IMM01 + 伊尼妥單抗	CD47+HER2	HER2陽性實體瘤 (二線和三線)	中國(國家藥監局) <sup>(6)</sup>						已獲得Ib/II期IND批件	全球性
IMM01 + 羅替佐米 + 地塞米松	CD47	MM (≥四線)	中國(國家藥監局)						已獲得Ib/II期IND批件	全球性
IMM0306	CD47+CD20 (雙特異性分子)	惰性B-NHL (≥三線)	中國(國家藥監局)、美國(美國食藥監局)						於2023年3月在中國開始Ia期試驗;已於美國獲得IND批件	全球性
單藥治療										
IMM0306 + 來那度胺	CD47+CD20 (雙特異性分子)	B-NHL (二線)	中國(國家藥監局)						於2023年6月開始Ib/II期試驗	全球性
IMM2902	CD47+HER2 (雙特異性分子)	HER2陽性及低表達實體瘤 (二線和三線)	中國(國家藥監局)、美國(美國食藥監局)						於2022年2月在中國並於2022年6月在美國開始Ia期試驗;預計於2023年在中國及美國基本完成Ia期試驗	全球性
IMM2520	CD47+PD-L1 (雙特異性分子)	實體瘤 (≥二線)	中國(國家藥監局)、美國(美國食藥監局)						於2022年第四季度在中國及美國獲得IND批件;於2023年3月在中國開始I期試驗	全球性
IMM47	CD24 (單克隆抗體)	實體瘤 (≥二線)	中國(國家藥監局)、美國(美國食藥監局)						IND準備;預計於2023年8月進入臨床試驗	全球性
IMM4701	CD47+CD24 (雙特異性)	實體瘤							CMC	全球性
IMM2547 <sup>(6)</sup>	CD24+PD-L1 (雙特異性分子)	實體瘤							發現	全球性
IMM151 <sup>(6)</sup>	IL-8 (單克隆抗體)	實體瘤							臨床前	全球性
IMM138 <sup>(6)</sup>	NG2A (單克隆抗體)	實體瘤							臨床前	全球性
IMM150 <sup>(6)</sup>	PSGL-1 (單克隆抗體)	實體瘤							發現	全球性
IMM162 <sup>(6)</sup>	未披露	實體瘤							發現	全球性
IMM2510	VEGF+PD-L1 (雙特異性分子)	實體瘤 (二線和三線)	中國(國家藥監局)						於2021年8月開始I期試驗,第八個隊列正在中國進行,預計於2023年第三季度完成I期試驗	全球性
IMM27M	CTLA-4+ADCC <sup>(7)</sup> (單克隆抗體)	實體瘤 (≥一線)	中國(國家藥監局)						於2022年6月在中國開始I期試驗,預計於2023年第三季度完成;在中國獲得其與PD-1抗體聯用的Ib/II期試驗的IND批件 <sup>(8)</sup>	全球性
IMM40H	CD70 (單克隆抗體)	血液瘤/實體瘤 (≥二線)	中國(國家藥監局)、美國(美國食藥監局)						於2022年8月在中國及美國獲得IND批件	全球性



核心產品



主要產品



先天免疫靶點



先天和適應性免疫靶點



適應性免疫靶點

资料来源: 招股书

## 適應性和先天免疫細胞的比較

	適應性免疫		先天免疫		
激活過程	需要抗原呈遞		第一道防線,響應時間短,無需抗原呈遞		
關鍵免疫細胞類型	T 細胞	B 細胞	巨噬細胞	自然殺傷細胞	樹突細胞
腫瘤組織分佈 <sup>(1)</sup>	10-30%	3%-40%	20-50%	5%-10%	3%-10%
主要免疫功能	<ul style="list-style-type: none"> <li>T 細胞通過細胞毒性顆粒(穿孔素、顆粒酶)的胞吐作用和抗腫瘤細胞因子的胞外分泌來介導腫瘤細胞的殺傷功能</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>巨噬細胞介導的吞噬作用</li> <li>招募 T 細胞至腫瘤微環境</li> <li>抗原呈遞</li> <li>胞吞作用</li> </ul>		
	<ul style="list-style-type: none"> <li>產生抗體</li> <li>分泌細胞因子</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>自然殺傷細胞通過分泌穿孔素及顆粒酶介導細胞溶解</li> <li>通過釋放細胞因子激活 T 細胞、巨噬細胞和樹突細胞</li> </ul>		
			<ul style="list-style-type: none"> <li>招募 T 細胞至腫瘤微環境</li> <li>抗原呈遞</li> </ul>		

资料来源: 招股书 2

請閱讀者參考最後一頁的免責聲明。

# 新股短评

## 以科研为导向的生物技术公司，布局先天性免疫和适应性免疫系统并形成管线

公司是一家以科研为导向的临床阶段的生物技术公司，致力于开发肿瘤免疫疗法。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。利用先天和适应性免疫系统能够使公司克服当前仅基于T细胞免疫疗法的局限性，从而解决癌症患者高度未满足的医疗需求，同时解决目前免疫疗法主要专注于适应性免疫系统而面临有限的临床获益的问题。为释放先天免疫的强大能力及两种免疫系统之间的协同效力，自2015年成立以来，公司长期致力于先天免疫的研究，以克服目前获批的免疫疗法的局限性。截至目前为止，公司已建立一条由14款候选药物组成、可靶向关键先天和适应性免疫靶点的丰富产品管线、其中有八个正在进行的临床项目。公司相信，公司的管线资产在治疗多种肿瘤适应症方面具有巨大的临床潜力。公司目前的核心产品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 $\alpha$ -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 $\alpha$ 相互作用阻断「别吃我」信号，并通过激活巨噬细胞的Fc $\gamma$ 受体传递「吃我」信号。

## 基于先天免疫的全面产品组合，能够靶向多种实体瘤和血液肿瘤

公司自主研发的先天免疫靶向项目的产品组合，深度和广度都位居全球前列。公司基于多种血液肿瘤和实体瘤中涉及的关键先天免疫靶点和通路，精心构建了全面产品组合。该等候选产品组合不仅能提高先天免疫细胞的直接杀伤肿瘤的活性，而且还能同时诱导先天和适应性免疫系统的全面免疫反应，最终驱动持久有效的抗肿瘤作用。透过多种联合及特异性策略，该等候选药物有望解决各种血癌和实体瘤中未满足的医疗需求。同时，公司亦一直积极探索其他先天免疫检查点的治疗潜力，且公司旨在继续通过科学创新处于免疫治疗开发的前沿。公司进一步扩大公司的产品组合，以靶向其他具有巨大临床和商业潜力的新兴关键先天免疫检查点，包括IL-8、NKG2A及PSGL-1。公司将继续评估其他先天免疫检查点及通过创新疗法丰富公司的管线。

## 肿瘤免疫疗法蕴藏巨大的市场机会

近几年，新兴的研究突破已揭示先天免疫的强大能力，并推动创新肿瘤免疫药物的研发浪潮。然而，目前全球尚无获批上市的先天免疫靶向疗法，展现一个尚无人涉足的巨大市场。通过释放先天免疫的强大能力，靶向先天免疫检查点的免疫治疗与靶向适应性免疫检查点的免疫治疗的联合疗法可能能够彻底革新许多癌症患者的治疗方式。根据弗若斯特沙利文的资料，2022年全球肿瘤免疫疗法的市场规模达到502亿美元，受癌症新发病例数量增加、病患存活率提高及治疗周期延长，以及免疫疗法发展的推动，预计在可预见未来将继续保持快速增长。2035年，全球肿瘤免疫疗法市场预计将达到3,404亿美元，占全球肿瘤市场总额的54%以上。得益于新药的不断推出和患者负担能力的提高，中国肿瘤免疫疗法市场不断增长，预期增长速度将超过全球和美国市场，2022-2026年复合增长率达47.8%。公司相信，搭建的靶向先天及适应性免疫检查点的全面候选药物组合，使得公司位居全球肿瘤免疫药物市场的最前沿，通过解决仅基于T细胞的癌症治疗所面临的局限，获得巨大的市场机会。

# 新股短评

## 同类公司比较

证券简称	代码	总市值 (亿)	市盈率 (倍)	股本回报 率(%)	市账率 (倍)	市销率 (倍)	股息率 (%)
宜明昂科	1541 HK	42.34	N/A	N/A	6.76	7220.08	N/A
中位数		75.74	N/A	N/A	4.37	15.26	N/A
信达生物	1801 HK	507.68	N/A	N/A	4.37	9.31	N/A
康方生物	9926 HK	270.40	N/A	N/A	9.53	29.64	N/A
诺诚健华	9969 HK	131.73	N/A	N/A	1.42	15.26	N/A
康宁杰瑞	9966 HK	75.74	N/A	N/A	3.81	27.68	N/A
3D Medicines Inc	1244 HK	74.11	N/A	N/A	7.24	12.03	N/A
亚盛医药	6855 HK	68.55	N/A	N/A	10.79	23.08	N/A
和铂医药	2142 HK	12.22	N/A	N/A	1.68	3.64	N/A

# 新股短评

## 主要财务比率

	截至12月31日		截至4月30日
	2021年	2022年	2023年
流动比率	0.08	12.60	7.62

## 所得款项用途

40.0%	(93.4百万港元)将用于公司核心产品 IMM01 (SIRP $\alpha$ -Fc融合蛋白) 正在进行及计划开展的临床试验、筹备注册申请以及计划的商业化上市。
28.0%	(65.4百万港元)将用于公司主要产品 IMM0306 (CD47 $\times$ CD20)、IMM2902 (CD47 $\times$ HER2) 及 IMM2520 (CD47 $\times$ PD-L1) 正在进行及计划开展的临床试验、筹备注册申请以及计划的商业化上市。
10.0%	(23.3百万港元)将用于 IMM47 (CD24单克隆抗体) 的计划开展的临床试验。
5.0%	(11.7百万港元), 将用于 IMM2510 (VEGF $\times$ PD-L1) 与 IMM27M (CTLA4ADCC增强型单克隆抗体) 正在进行的临床试验。
7.0%	(16.3百万港元)将用于建设公司于上海市张江科学城的新生产设施。
5.0%	(11.7百万港元)将用于多个临床前及发现阶段资产(包括但不限于 IMM4701、IMM51、IMM38、IMM2547、IMM50 及 IMM62) 以及 CMC 的持续临床前研究及开发, 以支持临床试验。
5.0%	(11.7百万港元)将用作营运资金及一般公司用途。

## 风险因素

- 公司的主要产品仍处于临床开发的早期阶段, 尤其是, 公司可能或不能成功开发或上市主要商品。
- 公司面临激烈竞争, 且公司的竞争对手可能比公司更快或更成功地发现、开发或商业化竞争药物。
- 公司在很大程度上依赖公司的临床分期及临床前阶段候选药物的成功。倘公司未能成功就候选药物完成开发、获得监管批准并实现商业化, 或倘公司的上述活动出现严重延期, 则公司的业务、财务状况、经营业绩及前景将会受到严重损害。
- 公司在推出及营销获批药物方面并无往绩记录且经验十分有限, 公司未必能成功建立或提高公司药物的市场知名度或销售公司的产品, 这将严重影响公司产生销售收入的能力。
- 公司自成立起已产生大量净亏损, 并预计于可预见的未来将继续产生净亏损, 且公司可能无法产生足够的收入以实现或维持盈利。潜在投资者在本公司H股的投资有大幅亏损的风险。



# 免责声明

## 分析师声明

负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券的看法；分析师的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或投资银行业务所发表的观点及意见有任何连系；分析师并不直接受监管于及汇报予投资银行业务；分析师没有违反安静期的规定，于本报告就相关证券发出调研报告；分析师并非本报告的调研标的公司的主管及董事，或与其及调研标的公司有任何关系。

## 估值方法与风险声明

盈利预测及企业金融相关行为受多方面因素影响，包括经济、金融、会计、规管方向、税务政策等等，所以非常难以准确预测。

## 免责声明

恒大证券(香港)有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任，投资者应当自行关注相应的更新或修改，若有需要，应寻求独立专业意见，再自行分析及判断。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负上任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“恒大证券研究部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 披露事项

本公司并无拥有相当于所分析标的证券1%或以上市值的财务权益(包括持股)，与有关标的上市公司无投资银行关系，并无进行有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。上述分析员并无于本报告所载的上市公司中拥有财务权益。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于基准指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与基准指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于基准指数。

地址：香港湾仔告士打道38号万通保险中心20楼2004-6室

网址：[www.gisf.hk](http://www.gisf.hk)

联络电话：+85235506888

传真：+85235506999