

信达生物 (1801 HK)

ASCO 点评：IBI363 彰显成为下一代免疫疗法的潜力

■ 针对免疫耐药的鳞状和非鳞状 (sq 和 nsq) NSCLC 均展现出良好的生存获益。IBI363 (PD-1/IL2) 在免疫耐药的 sq-NSCLC 领域极具前景，其单药 (3mg/kg) 达到 9.3 个月的 mPFS，相较于其他在研品种颇具竞争力，例如针对 IO 经治的 sq-NSCLC，SKB264 和 YL201 的 mPFS 仅为 5.1 个月和 4.1 个月。康方生物的下一代 IO AK112 联合多西他赛在既往接受免疫治疗的 NSCLC (包括 sq 和 nsq) 中的 mPFS 为 7.1 个月，12 个月 OS 率为 65%，而 IBI363 单药的 12 个月 OS 率亦已达到 70.9% (sq) 和 71.6% (nsq)。IBI363 在 IO 经治的 EGFR 野生型腺癌 (nsq-NSCLC) 的 mPFS 为 5.6 个月，与 SKB264、BL-B01D1 相差不大，但 OS 获益显著，12 个月 OS 率同鳞癌相似，显示出 IBI363 作为免疫疗法具有明显的拖尾效应带来的生存获益。信达生物计划在 2H25 启动 IBI363 针对 IO 经治的 sqNSCLC 的 III 期临床。

■ 在结直肠癌领域具有高度差异化潜力。在 3L+ 结直肠癌 (CRC) 中，IBI363 展现出优异的疗效信号及安全性。IBI363 单药 1mg/kg Q2W 的 cORR 为 13.6%，mOS 长达 17.5 个月。IBI363 联合贝伐珠单抗表现出更强的竞争力，cORR 提高到 19.4%，mPFS 达 5.6 个月，OS 未成熟。对比来看，呋喹替尼在 3L+ CRC 的中国 FRESCO 研究中，ORR 为 4.7%，mOS 为 9.3 个月；而在全球 FRESCO-2 研究中，ORR 仅为 1.5%，mOS 仅为 7.4 个月。TAS-102 联合贝伐珠单抗在三线 CRC 的试验中入组了具有更好基线的患者，但其 ORR 亦仅为 6.1%，mOS 为 10.8 个月。在安全性方面，IBI363 ≥3 级 TRAEs 发生率单药为 27.9%，联合治疗为 35.6%，明显好于呋喹替尼在 FRESCO (46.0%) 和 FRESCO-2 (36.0%) 的安全性。信达计划于 2H25 启动 IBI363 联合贝伐珠单抗用于三线 MSS 型 CRC 的 III 期试验。

■ IBI363 安全可耐受。IBI363 的三级以上 TRAE 比例处于合理范围。例如 3mg/kg Q3W 单药在后线 NSCLC 的三级以上 TRAE 为 44%，单药在后线 CRC 的三级以上 TRAE 为 28%，联用贝伐珠单抗在后线 CRC 的三级以上 TRAE 为 36%。对比来看，在 HARMONI-2 研究中，针对基线情况较好的一线 PD-L1 阳性 NSCLC 患者，AK112 的三级以上 TRAE 比例为 29.4%，Keytruda 为 15.6%。IBI363 在后线肿瘤治疗的安全性整体可控，此外，IBI363 整体因为安全性导致停药的比例较低。IBI363 最常见 TRAE 是关节痛、贫血、皮疹等，其中三级以上的副作用占比较低。

■ 维持买入评级，目标价 94.74 港元。我们预计 IBI363 经风险调整的海外峰值销售额有望达到 38 亿美元，经风险调整的国内峰值销售额有望达到 40 亿元人民币。鉴于 IBI363 作为下一代 IO 品种的潜力得到进一步验证，我们上调信达生物基于 DCF 的目标价至 94.74 港元 (WACC: 9.0%，永续增长率: 3.0%)。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入 (百万人民币)	6,206	9,422	11,312	13,093	17,287
同比增长 (%)	36.2	51.8	20.1	15.7	32.0
净利润 (百万人民币)	(1,027.9)	(94.6)	445.7	747.7	2,030.4
每股收益 (人民币)	(0.66)	(0.06)	0.27	0.45	1.23
研发费用 (百万人民币)	(2,228)	(2,681)	(2,665)	(2,736)	(3,002)
资本开支 (百万人民币)	(1,119)	(966)	(300)	(300)	(300)

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价 **94.74 港元**
(此前目标价 61.71 港元)
潜在升幅 **27.6%**
当前股价 **74.25 港元**

中国医药

武煜, CFA

(852) 3900 0842

jillwu@cmbi.com.hk

王银朋

(852) 3657 6288

andywang@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	122,477.5
3 月平均流通量(百万港元)	1,120.7
52 周内股价高/低(港元)	74.25/30.00
总股本(百万)	1649.5

资料来源：FactSet

股东结构

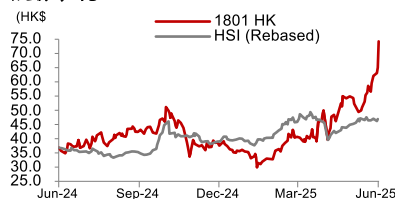
资料来源：

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	35.2%	28.7%
3 - 月	84.9%	84.5%
6 - 月	97.2%	63.1%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

IBI363 三项口头报告闪耀 ASCO 舞台

IBI363 (PD-1/IL2)体现了显著的 OS 获益趋势

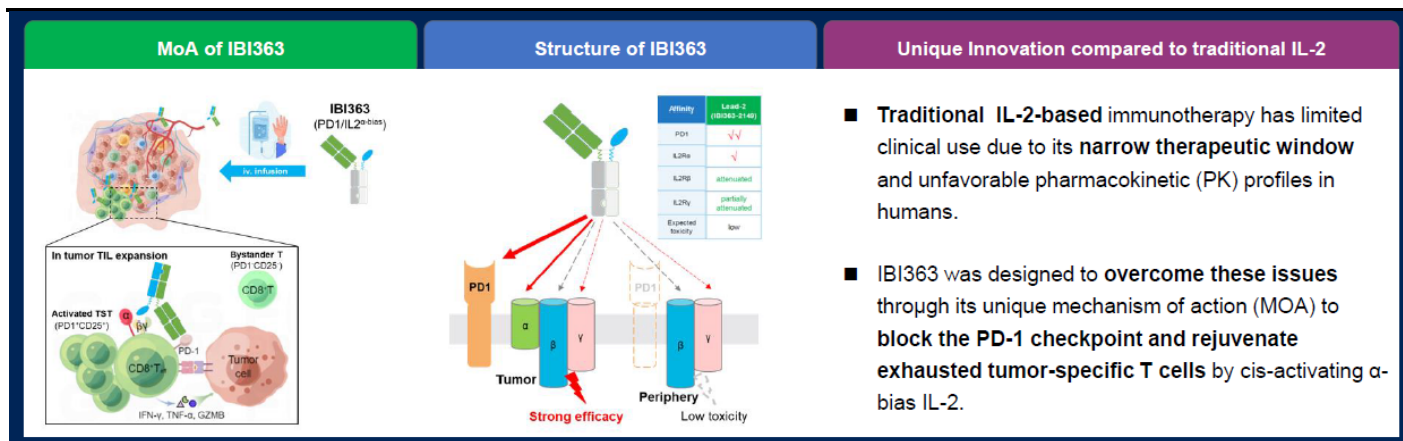
2025 年 6 月，IBI363 在 ASCO 会议共有三项口头报告，公布了非小细胞肺癌、结直肠癌和黑色素瘤的 1/2 期临床数据。公布的数据体现了 IBI363 在 IO 耐药人群以及冷肿瘤中的优秀疗效，特别是显著的 OS 获益趋势，体现了免疫治疗的拖尾效应带来的长期生存获益潜力。

我们认为，早期临床数据体现了 IBI363 作为全球首创的二代 IO 疗法，在多个瘤种具备开发潜力，包括：1) IO 耐药的肿瘤，例如 IO 耐药非小细胞肺癌，2) 肿瘤免疫治疗无效的冷肿瘤，例如肢端/粘膜型黑色素瘤、结直肠癌等，以及 3) PD-L1 表达低的或者不表达的肿瘤，例如 TPS<1%的非小细胞肺癌等。

截至目前，IBI363 已获美国 FDA 两项快速通道资格认定，分别用于治疗晚期鳞状非小细胞肺癌和黑色素瘤。IBI363 也获得中国 NMPA 纳入两项突破性疗法认证，治疗晚期黑色素瘤和鳞状非小细胞肺癌。目前，信达生物正在快速推进 IBI363 的临床，包括：1) 已经启动关键 2 期临床，IBI363 单药头对头 Keytruda 用于治疗未经免疫治疗的粘膜型和肢端型黑色素瘤；2) 计划在今年下半年启动经含铂化疗及抗 PD-1/PD-L1 免疫治疗失败的局部晚期或转移性鳞状非小细胞肺癌的 III 期注册临床；3) 计划于 2025 年下半年启动 IBI363 联合贝伐珠单抗在三线 MSS 型结直肠癌患者中的 III 期临床。此外，IBI363 的美国 II 期临床试验正在入组中。

IBI363 是由信达生物自主研发的全球首创 PD-1/IL-2 α -bias 双特异性融合蛋白，同时具有阻断 PD-1/PD-L1 通路和激活 IL-2 通路两项功能。IBI363 的 IL-2 臂经过了设计改造，保留了其对 IL-2 R α 的亲和力，但削弱了对 IL-2R β 和 IL-2R γ 的结合能力，以此降低毒性；而 PD-1 结合臂可以同时实现对 PD-1 的阻断和 IL-2 的选择性递送。由于新激活的肿瘤特异性 T 细胞同时表达 PD-1 和 IL-2 α ，这一差异性策略可以更精确和有效地实现对该 T 细胞亚群的靶向和激活。我们认为，IBI363 的创新作用机制已经在早期临床数据中得到了初步的验证。

图 1: IBI363 的作用机制



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

IO 耐药非小细胞肺癌的 I 期临床数据

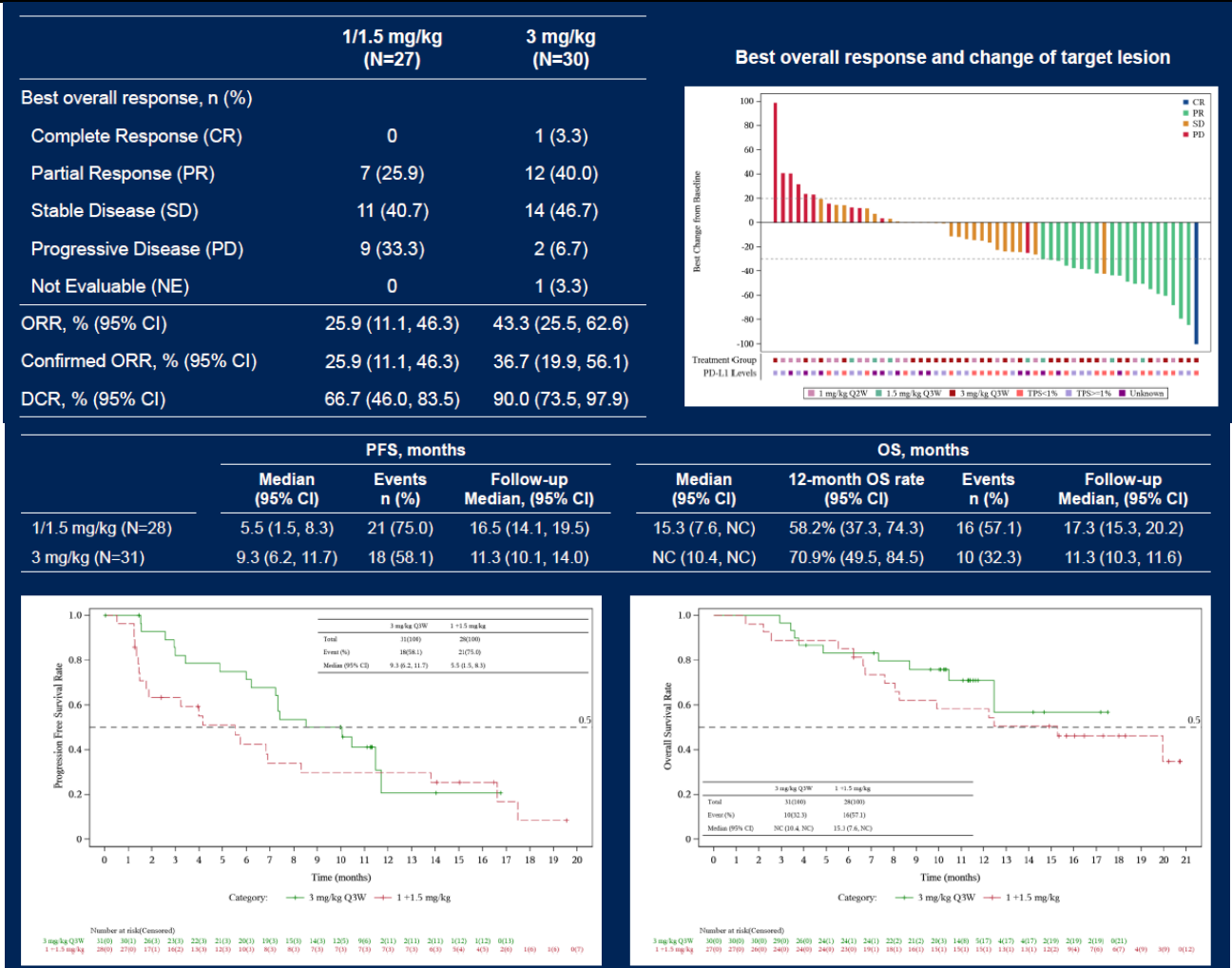
公司在 ASCO 会议更新了 IBI363 单药用于晚期非小细胞肺癌的 I 期数据（研究登记号：NCT05460767）。截至 2025 年 4 月 7 日，共 136 例非小细胞肺癌患者接受了 IBI363 单药治疗（2 μg/kg QW~4mg/kg Q3W），其中包括 67 例鳞状非小细胞癌和 58 例 EGFR 野生型腺癌。

IBI363 在免疫耐药的鳞状非小细胞肺癌的疗效非常优异：

试验共入组了 67 例野生型鳞状非小细胞肺癌患者，其中 28 例接受了 1 mg/kg Q2W 或 1.5 mg/kg Q3W IBI363 治疗，31 例接受了 3 mg/kg Q3W IBI363 治疗。两组受试者既往系统性治疗线数≥2 线的比例为 64.3% (18/28) vs 67.7% (21/31)，既往抗 PD-1/PD-L1 治疗的比例为 100% (28/28) vs 96.8% (30/31)，PD-L1 TPS<1% 的比例为 35.7% (10/28) vs 41.9% (13/31)。

在 1/1.5 mg/kg 剂量组，IBI363 的中位 PFS 达到 5.5 个月，中位 OS 达 15.3 个月。相较于 1/1.5 mg/kg 剂量组，**3 mg/kg Q3W 剂量组的疗效潜在更优，中位 PFS 长达 9.3 个月，12 个月 OS 率为 70.9%。**

图 2: IBI363 在鳞状非小细胞肺癌的疗效数据



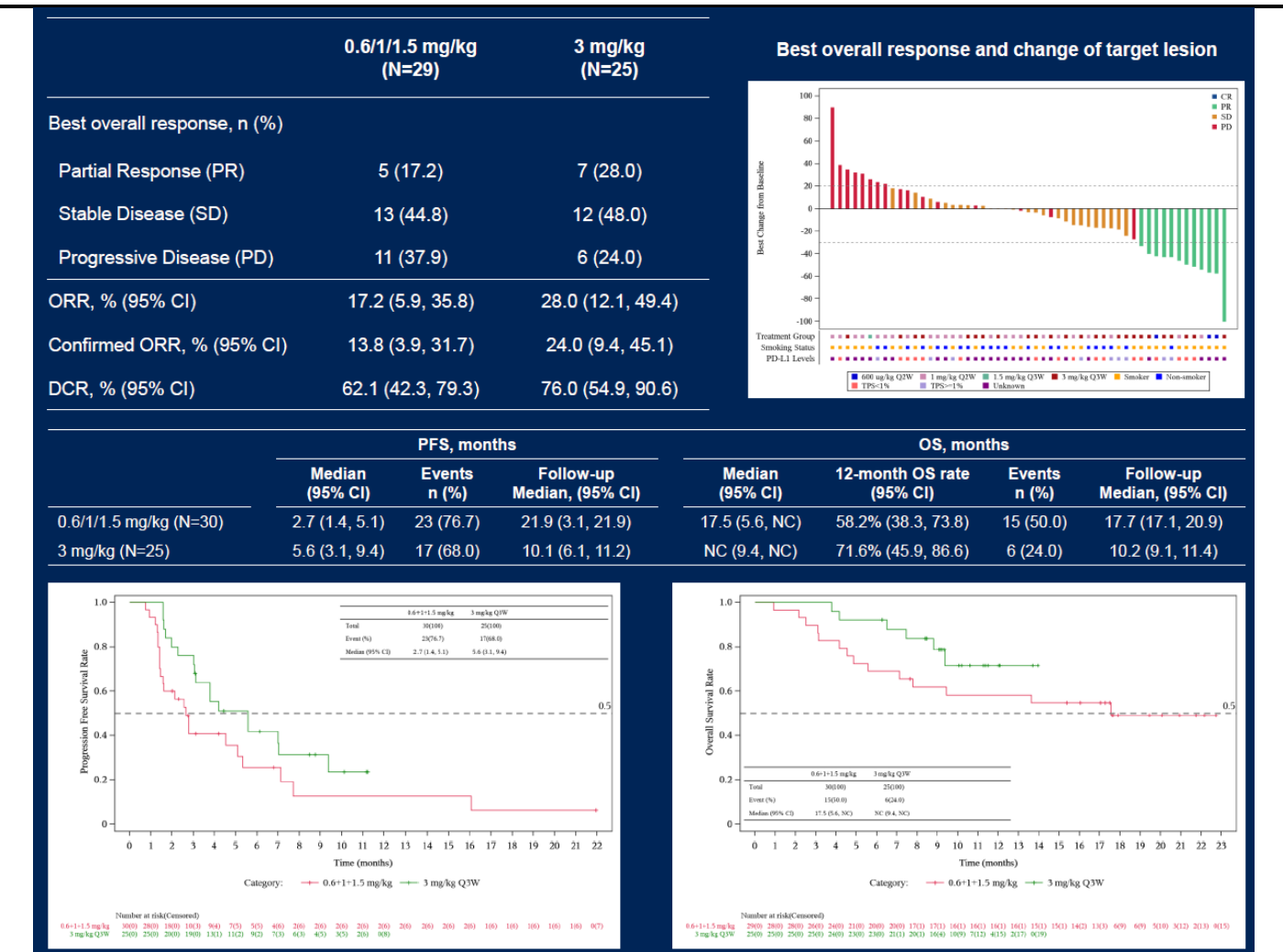
资料来源：公司资料，招银国际环球市场

IBI363 在免疫耐药的野生型肺腺癌的疗效优异，尤其在有吸烟史受试者中疗效尤为突出：

试验共入组了 58 例 EGFR 野生型肺腺癌中，30 例接受了 0.6 mg/kg Q2W 或 1 mg/kg Q2W 或 1.5 mg/kg Q3W IBI363 治疗，25 例接受了 3 mg/kg Q3W IBI363 治疗。两组受试者既往系统性治疗线数 ≥ 2 线的比例为 80.0% (24/30) vs 64.0% (16/25)，既往抗 PD-1/PD-L1 治疗的比例均为 100%，PD-L1 TPS $<1\%$ 的比例为 26.7% (8/30) vs 40.0% (10/25)，吸烟史比例为 56.7% (17/30) vs 60.0% (15/25)。

在 0.6/1/1.5 mg/kg 剂量组，中位 PFS 为 2.7 个月，中位 OS 达 17.5 个月。相较于 0.6/1/1.5 mg/kg 剂量组，3 mg/kg 剂量组的疗效潜在更优，中位 PFS 达到 5.6 个月，12 个月 OS 率为 71.6%。

图 3: IBI363 在 EGFR 野生型非小细胞肺腺癌的疗效数据



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

在有吸烟史的肺腺癌受试者中，观察到更高的 ORR 和 PFS。其中，0.6/1/1.5 mg/kg 组 (N=17) 确认的 ORR 为 23.5%，3 mg/kg 组 (N=15) 确认的 ORR 为 33.3%。所有剂量组吸烟者 (N=32) 相较非吸烟者 (N=23) 的中位 PFS 更长：达 5.3 vs 3.0 个月。随访 12.0 个月和 13.7 个月，非吸烟者中位 OS 为 13.6 个月，而吸烟者中位 OS 仍未达

到，仅 9 (28.1%) 例发生事件。欧美的肺腺癌患者中大部分是吸烟人群，因此 IBI363 有望在欧美地区的肺腺癌人群中获得较佳的疗效表现。

图 4: IBI363 在 EGFR 野生型非小细胞肺腺癌的分组数据 - 吸烟及非吸烟人群

	Smoker (N=32)		Non-smoker (N=23)	
	0.6/1/1.5 mg/kg (N=17)	3 mg/kg (N=15)	0.6/1/1.5 mg/kg (N=13)	3 mg/kg (N=10)
ORR, % (95% CI)	29.4 (10.3, 56.0)	40.0 (16.3, 67.7)	0 (0.0, 24.7)	10.0 (0.3, 44.5)
Confirmed ORR, % (95% CI)	23.5 (6.8, 49.9)	33.3 (11.8, 61.6)	0 (0.0, 24.7)	10.0 (0.3, 44.5)
DCR, % (95% CI)	64.7 (38.3, 85.8)	73.3 (44.9, 92.2)	53.8 (25.1, 80.8)	80.0 (44.4, 97.5)
Median PFS (95% CI), months	5.3 (2.0, 7.0)		3.0 (1.6, 5.1)	
Events, n (%)	22 (68.8)		18 (78.3)	
Median Follow-up (95% CI), months	11.2 (4.2, 21.9)		6.8 (3.1, NC)	
Median OS (95% CI), months	NC (NC, NC)		13.6 (5.6, NC)	
OS events, n (%)	9 (28.1)		12 (52.2)	
Median Follow-up (95% CI), months	13.7 (10.2, 17.3)		12.0 (9.1, 17.9)	

Notes: Included patients who have at least one post-baseline tumor assessment or discontinued treatment without any post-baseline tumor assessment. The non-smoker included patents with missing smoking history at baseline (4 patients at 3 mg/kg). The 0.6 mg/kg included 0.6 mg/kg Q2W only.

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

我们认为 IBI363 是在免疫治疗耐药的鳞状非小细胞肺癌 (sq-NSCLC) 领域中极具前景的候选药物，其单药治疗在 3mg/kg 剂量队列中展现出令人印象深刻的中位无进展生存期 (mPFS) 达 9.3 个月。在既往接受过免疫治疗的 sq-NSCLC 患者中，IBI363 相较于其他在研创新药物展现出明显的竞争优势，例如针对免疫耐药的 sq-NSCLC，SKB264 (TROP2 ADC) 和 YL201 (B7-H3 ADC) 的 mPFS 仅为 5.1 个月和 4.1 个月。

即便与下一代免疫治疗联用方案相比，IBI363 单药依然具有高度竞争力。例如 AK112 联合多西他赛在既往接受免疫治疗的 NSCLC (包括鳞癌和非鳞癌) 中的 mPFS 为 7.1 个月，12 个月 OS 率为 65%。而 IBI363 单药的 12 个月 OS 率亦已达到 70.9% (鳞癌) 和 71.6% (腺癌)。目前，康方生物已在中国启动一项 III 期临床试验，比较 AK112 + 多西他赛与多西他赛在既往接受免疫治疗的 NSCLC 中的疗效。

IBI363 的 3 mg/kg 剂量组在后线 EGFR 野生型非小细胞肺腺癌的 mPFS 为 5.6 个月，与 SKB264、BL-B01D1 相差不大。但是，考虑到免疫治疗的拖尾效应，IBI363 有望实现更为优异的 OS 获益。目前 IBI363 3 mg/kg 剂量组针对腺癌的 12 个月 OS 率为 71.6%，同针对 sq-NSCLC 的 70.9% 的 12 个月 OS 率接近，显示出 IBI363 无论针对鳞癌还是腺癌，在长期生存获益方面，均有显著疗效。

基于优异的早期临床数据，信达生物计划在今年下半年启动 IBI363 在经含铂化疗及抗 PD-1/PD-L1 免疫治疗失败的局部晚期或转移性鳞状非小细胞肺癌的 III 期注册临床。

图 5: IO 耐药非小细胞肺癌临床结果的跨研究比较

Drug	IBI363		AK112	SKB264		YL201	BL-B01D1	HLX43
MoA	PD-1/IL-2 bsAb		PD-1/VEGF bsAb	TROP2 ADC		B7-H3 ADC	EGFR/HER3 ADC	PD-L1 ADC
Company	Innovent		Akeso/Summit	Kelun-Biotech/MSD		MediLink	Biokin Pharma/BMS	Henlius
Dose and regimen	IBI363 mono at 3mg/kg and lower dose levels		AK112 + docetaxel; AK112 10mg/kg or 20mg/kg Q3W	SKB264 mono; 5mg/kg Q2W		mono, 2.0/2.4 mg/kg	mono 2.5/3.0/3.5/5.0/6.0mg/kg	mono 2mg/kg
Trial ID	NCT05460767		NCT04900363	NCT04152499		NCT05434234, NCT06057922	NCT05194982	NCT06115642
Stage	Ph1a/1b		Ph1b/2	Ph2		Ph1	Ph1	Ph1b
Patient no.	136		20	21		68	62	21
Baseline	later-line IO-treated sq- and nsq-NSCLC; 72% with ≥2 prior treatment		Progressed after platinum-doublet and PD-1	EGFR-wt; median prior 3 lines therapies including PD-(L)1		EGFR-wt, 96% with prior PD-(L)1	All had prior chemo, 90% (45/50) had prior anti-PD-1/L1 and chemo	IO resistant; 62% with ≥3 prior treatment (median 3 lines)
Follow-up for PFS	10.1 vs 21.9 months	11.3 vs 16.5 months	16.8 months	17.2 months			as of Aug 2023	7.0 months as of Mar 2025
No. of pts	nsq-NSCLC (n=55) 25 pts in 3mg/kg vs 30 pts in 0.6/1/1.5mg/kg	sq-NSCLC (n=57) 30 pts in 3mg/kg vs 27 pts in 1/1.5mg/kg	nsq-NSCLC (n=13), sq-NSCLC (n=7)	nsq-NSCLC (n=9)	sq-NSCLC (n=12)	nsq-NSCLC (n=54, adeno 28, LELC 24) sq-NSCLC (n=14)	NSCLC (n=62)	nsq-NSCLC (n=6) sq-NSCLC (n=15)
ORR	ORR 28.0% vs 17.2% cORR 24.0% vs 13.8%	ORR 43.3% vs 25.9% cORR 36.7% vs 25.9%	40%	22.2%	30.0%	28.6% for adeno, 54.2% for LELC 4.2 for adeno, 8.1 for LELC	40.3% (cORR 30.6%)	33.3% 40.0%
mPFS	5.6 vs 2.7 (3mg vs 0.6/1/1.5mg)	9.3 vs 5.5 (3mg vs 1/1.5mg)	7.1	5.8	5.1		5.4	5.4
mOS	17.5 vs NC	15.3 vs NC	15.6	16.2	12.8			
12-month OS rate	71.6% vs 58.2%	70.9% vs 58.2%	65%	66.7%	50.0%			
Grade ≥3 TRAE	43.9% (3mg/kg)		41% for sq, 19% for nsq	69.8%		54.5%		42.9%
TRAE leading to discontinuation	7.0% (3mg/kg)		11% for sq, 3% for nsq			5.4%		9.5% (TEAE leading)
TRAE leading to death	0 (3mg/kg)		0 for sq, 4% for nsq			2.6%		
Source	Link Link		Link	Link		Link	Link	Link Link

资料来源：公司资料，Pubmed，招银国际环球市场

晚期结直肠癌的 I 期临床数据

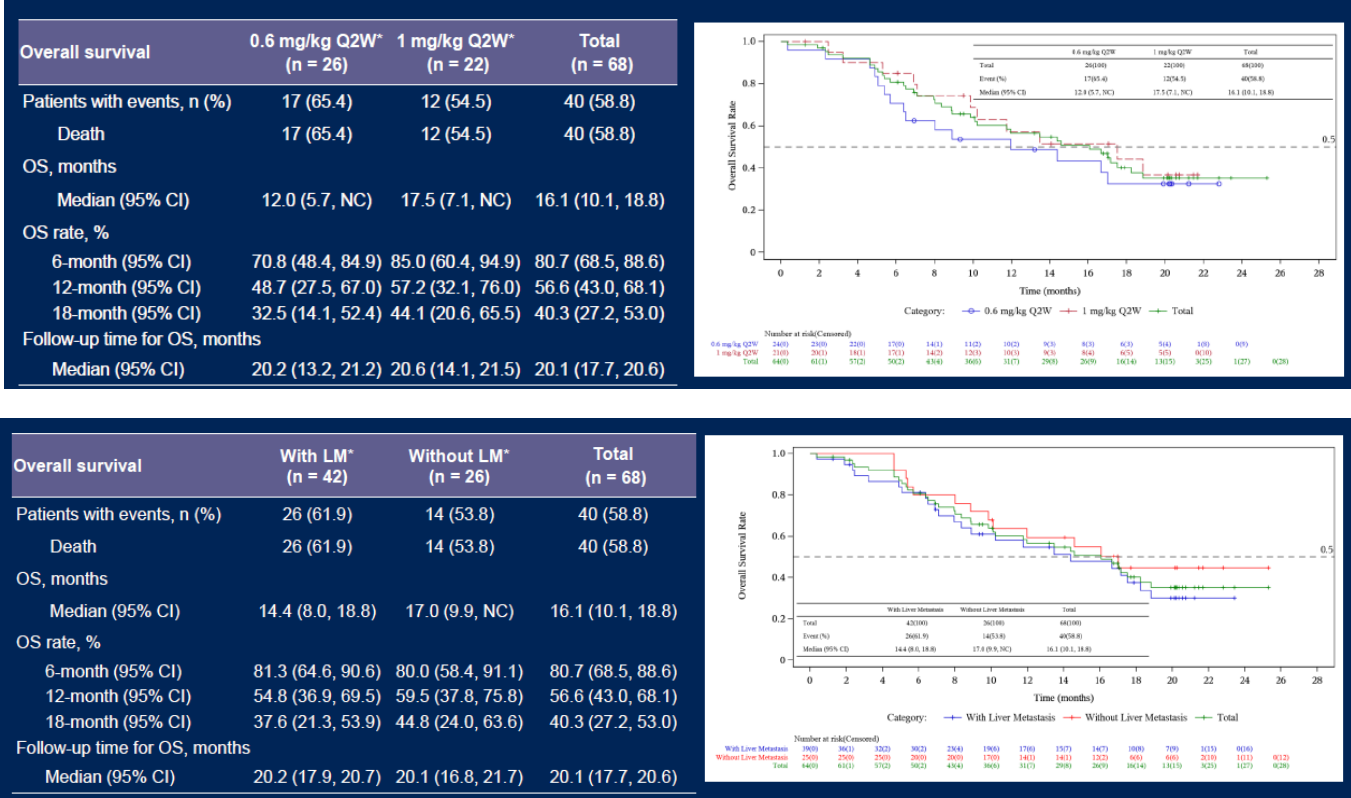
公司在 ASCO 公布了 IBI363 单药以及联用贝伐珠单抗在晚期结直肠癌的数据，数据来自两项 I 期临床研究（NCT05460767，NCT06717880）。

单药治疗：

截至 2025 年 4 月 7 日，共 68 例晚期结直肠癌受试者接受了不同剂量水平（0.1mg/kg-3mg/kg）的单药治疗。无已知的确认为高度微卫星不稳定（MSI-H）或错配修复蛋白缺陷（dMMR）受试者，86.8%的受试者为微卫星稳定（MSS）或错配修复蛋白完整（pMMR）的晚期结直肠癌。61.8%的受试者存在肝转移。63.2%的受试者既往接受过三线或以上的系统性抗肿瘤治疗。23.9%的受试者入组前接受过免疫治疗。

接受 IBI363 单药治疗的患者中（n=68），中位随访时间为 20.1 个月，中位总生存期（OS）数据优异，达到 16.1 个月，相较标准治疗的过往研究数据（6.4-9.3 个月）有显著延长。亚组分析显示，肝转移的受试者（n=42）中位 OS 为 14.4 个月，无肝转移的受试者(n=26)为 17.0 个月。1mg/kg 剂量组的疗效更为优异，接受 IBI363 单药 1 mg/kg Q2W 治疗患者中（n=22），cORR 为 13.6%，中位 OS 长达 17.5 个月。

图 6: IBI363 单药在晚期结直肠癌的疗效数据



资料来源：公司资料，招银国际环球市场。注：LM 为 liver metastasis（肝转移）。

联合治疗：

截至 2025 年 4 月 7 日，共 73 例晚期结直肠癌受试者接受了不同剂量水平（0.6mg/kg-3mg/kg）的 IBI363 联合贝伐珠单抗治疗。无已知确认为 MSI-H 或 dMMR 受试者，91.8% 的受试者为 MSS 或 pMMR 的晚期结直肠癌。56.2% 的受试者存在肝转移。54.8% 的受试者既往接受过三线或以上的系统性抗肿瘤治疗。16.4% 的受试者入组前接受过免疫治疗。

接受联合治疗的患者中（n=73），cORR 为 15.1%，疾病控制率（DCR）为 61.6%。无进展生存期（PFS）中位随访时间为 9.9 个月，PFS 达 4.7 个月。OS 中位随访时间为 9.4 个月，OS 未成熟，仅观察到 13 例事件（17.8%）。

亚组分析显示，接受联合治疗无肝转移受试者中（n=32），cORR 为 31.3%，DCR 为 81.3%，中位 PFS 达 7.4 个月。接受 IBI363 3mg/kg Q3W 联合治疗的受试者中（n=31），cORR 和 DCR 分别提高至 19.4% 和 71.0%，中位 PFS 达 5.6 个月。

图 7: IBI363 联用贝伐珠单抗在晚期结直肠癌的疗效数据

Response	IBI363 3 mg/kg Q3W plus bevacizumab (n = 31)	Without LM* (n = 32)	Total (n = 73)
Best of response, n (%)			
PR	8 (25.8)	12 (37.5)	16 (21.9)
SD	14 (45.2)	14 (43.8)	29 (39.7)
PD	8 (25.8)	5 (15.6)	23 (31.5)
NE	1 (3.2)	1 (3.1)	5 (6.8)
ORR, n (%)	8 (25.8)	12 (37.5)	16 (21.9)
95% CI	11.9, 44.6	21.1, 56.3	13.1, 33.1
cORR, n (%)	6 (19.4)	10 (31.3)	11 (15.1)
95% CI	7.5, 37.5	16.1, 50.0	7.8, 25.4
DCR, n (%)	22 (71.0)	26 (81.3)	45 (61.6)
95% CI	52.0, 85.8	63.6, 92.8	49.5, 72.8
PFS	IBI363 3 mg/kg Q3W plus bevacizumab (n = 31)	Without LM* (n = 32)	Total (n = 73)
Patients with events, n (%)	22 (71.0)	18 (56.3)	50 (68.5)
PFS, months Median (95% CI)	5.6 (2.5, 6.8)	7.4 (4.1, 9.8)	4.7 (2.5, 6.7)
PFS rate, %			
3-month (95% CI)	65.8 (45.7, 79.9)	72.5 (52.3, 85.3)	57.4 (44.6, 68.4)
6-month (95% CI)	39.0 (21.1, 56.5)	55.9 (35.1, 72.3)	40.3 (27.7, 52.6)
9-month (95% CI)	21.8 (8.1, 39.7)	41.2 (21.5, 60.0)	25.3 (14.5, 37.7)
Follow-up time, months Median (95% CI)	8.6 (7.2, 10.2)	9.9 (7.2, 13.1)	9.9 (7.2, 13.9)

资料来源：公司资料，招银国际环球市场。注：LM 为 liver metastasis（肝转移）。

我们认为 IBI363 在结直肠癌领域具有高度差异化的潜力，其早期疗效信号优于现有的三线及以上治疗方案。接受 IBI363 单药 1 mg/kg Q2W 治疗患者中 (n=22)，cORR 为 13.6%，中位 OS 长达 17.5 个月。IBI363 联合贝伐珠单抗的治疗方案表现出更强竞争力，IBI363 3mg/kg Q3W 联合贝伐珠单抗 (n=31) 的 cORR 提高至 19.4%，中位 PFS 达 5.6 个月。

对比来看，在中国开展的 FRESCO 研究中，呋喹替尼在三线及以后结直肠癌的 ORR 为 4.7%，mOS 为 9.3 个月；而在全球 FRESCO-2 研究中，ORR 仅为 1.5% 和 mOS 仅为 7.4 个月。尽管 TAS-102 联合贝伐珠单抗在三线 CRC 中入组的患者基线状况较好，其 ORR 仅为 6.1%，mOS 为 10.8 个月 ([链接](#))。

在安全性方面，IBI363 也具有优势。单药治疗中，≥3 级治疗相关不良事件 (TRAEs) 发生率为 27.9%，联合治疗为 35.6%，明显低于呋喹替尼在 FRESCO (46.0%) 和 FRESCO-2 (36.0%) 中展现的安全性。

信达生物计划于 2025 年下半年启动 IBI363 联合贝伐珠单抗在三线 MSS 型结直肠癌患者中的 III 期临床研究。

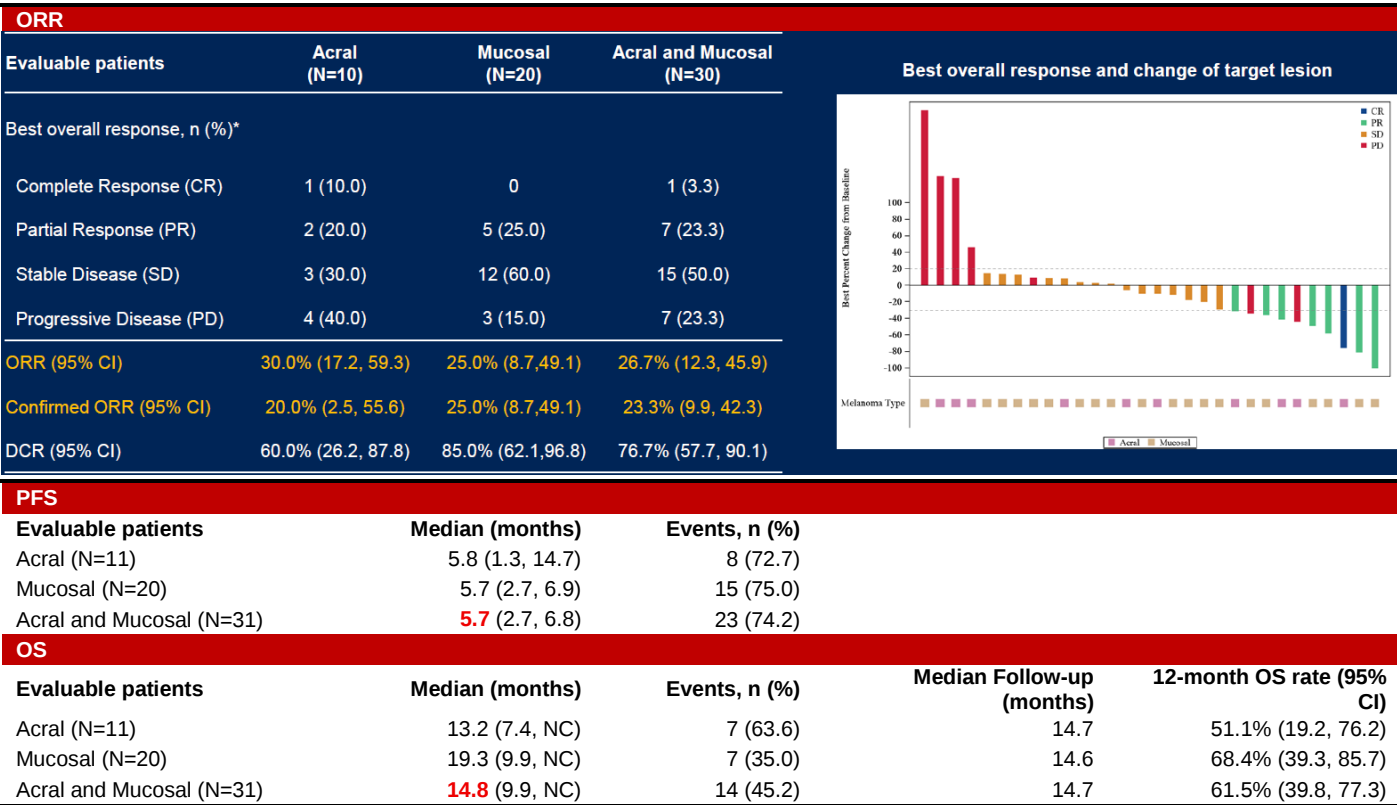
免疫经治的晚期黑色素瘤 I/II 期临床数据

公司在 ASCO 公布了 IBI363 单药治疗晚期免疫经治的恶性黑色素瘤亚型（肢端型和黏膜型亚型）的 I/II 期临床研究，数据来自两项多中心 I、II 期临床研究（NCT05460767，NCT06081920）。

截至 2025 年 4 月 7 日，共纳入 31 例既往接受过免疫治疗的不可切除局部晚期或转移性肢端型及黏膜型黑色素瘤患者接受 1 mg/kg Q2W 剂量治疗，所有患者均为免疫治疗耐药，其中 20 例（64.5%）既往接受过 2 线或以上的抗肿瘤治疗。

接受 1 mg/kg Q2W 治疗的受试者 cORR 达到 23.3%，中位 PFS 为 5.7 个月，相较过往研究数据（PFS 不足 3 个月）有明显延长。中位 OS 为 14.8 个月，12 个月总 OS 率为 61.5%。

图 8: IBI363 1mg/kg Q2W 在 IO 耐药黑色素瘤的疗效数据



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

我们认为 IBI363 在黑色素瘤领域具有重要的潜力，尤其是在免疫“冷”型的肢端型和黏膜型黑色素瘤中，这些亚型的治疗选择仍然有限，而现有免疫治疗的应答率较低。针对 IO 经治的此类患者，IBI363（1mg/kg Q2W）展现出 23.3% 的 ORR 和 5.7 个月的 mPFS，显著优于免疫检查点抑制剂。

对比来看，Keytruda（帕博利珠单抗）在中国获批用于黑色素瘤二线治疗的关键临床 KEYNOTE-151 研究显示，Keytruda 在肢端型黑色素瘤的 ORR 为 15.8%，mPFS 为 2.8

个月；在黏膜型黑色素瘤的 ORR 为 13.3%，mPFS 为 2.6 个月（[链接](#)）。即使在 KEYNOTE-006 研究中针对免疫治疗反应较好的皮肤型黑色素瘤人群（其中 66% 为一线治疗，34% 为二线治疗），Keytruda 的中位无进展生存期也仅为 5.5 个月（[链接](#)）。

为了进一步验证 IBI363 在黑色素瘤中的潜力，信达生物已启动一项关键性的 II 期临床试验（NCT06797297），在免疫治疗初治的肢端型或黏膜型黑色素瘤一线患者中，比较 IBI363 单药 vs Keytruda 的疗效。该研究不设期中分析，计划在 180 例患者中基于 118 个 PFS 事件评估疗效（单侧 $\alpha=0.025$ ）。

图 9: 二线及以上黑色素瘤的跨研究临床结果比较

Study	Population	Regimen	ORR	PFS (months)	OS (months)
Keynote-151 ²	2L, PD-1/PD-L1 naïve (16.5% IPI treated)	Pembrolizumab	Acral: 15.8% Mucosal: 13.3%	Acral: 2.8 Mucosal: 2.6	Acral: 14.8 Mucosal: 7.4
POLARIS-01 ³	$\geq$ 2L, PD-1/PD-L1 naïve (7% IPI treated)	Toripalimab	Acral: 14% Mucosal: 0%	Acral: 3.2 Mucosal: 1.9	Acral: 16.9 Mucosal: 10.3
LEAP-004 ⁴	$\geq$ 2L, PD-1/PD-L1 treated	Pembrolizumab +Lenvatinib	21.4%	Overall: 4.2	Overall: 14.0
C-144-01 ⁵	$\geq$ 2L, PD-1/PD-L1 treated Acral 6.5%, Mucosal 7.8%	Lifileucel	Overall: 31.4% Mucosal: 50% (6/12)	Overall: 4.1	Overall: 13.9

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

IBI363 的安全性可接受

我们认为，在疗效得到了非常好的初步验证之后，安全性将是决定 IBI363 能否在全球肿瘤市场占据重要地位的决定性因素。我们认为，早期临床数据显示，IBI363 的安全性可接受，支撑该药在后线单药以及联用的临床应用。目前，信达生物正在进行 IBI363 联用化疗在非小细胞肺癌、结直肠癌等瘤种的 1b 期临床（NCT06468098），这些临床数据将提供该药在一线联用的安全性证据。

从本次 ASCO 公布的安全性数据来看，IBI363 的三级以上 TRAE 比例处于合理范围。例如：1) 1mg/kg Q2W 单药在 IO 耐药黑色素瘤的三级以上 TRAE 为 29%（n=31），2) 3mg/kg Q3W 单药在后线非小细胞肺癌的三级以上 TRAE 为 44%（n=57），3) 单药在后线结直肠癌的三级以上 TRAE 为 28%（n=67），4) 联用贝伐珠单抗在后线结直肠癌的三级以上 TRAE 为 36%（n=73）。

整体因为安全性导致停药的比例较低：1) 在 3 mg/kg 剂量组的 57 例非小细胞肺癌患者中，7.0% 的患者因 TRAE 停药；2) 在 1 mg/kg Q2W 治疗的黑色素瘤患者（n=31）中，仅 3.2% 的患者因 TRAE 停药；3) 在单药治疗结直肠癌的患者中（n=68），仅 1.5% 患者因 TRAE 停药；4) 在联用贝伐珠单抗治疗结直肠癌的患者中（n=73），9.6% 患者因 TRAE 停药。

IBI363 最常见 TRAE 是关节痛、贫血、皮疹、甲状腺功能减退和甲状腺功能亢进，但是三级以上的 AE 占比较低。

图 10: IBI363 的安全性数据汇总

IBI363 单药在 IO 耐药黑色素瘤		
n (%)	1 mg/kg Q2W (N=31)	Total* (N=92)
Treatment Emergent Adverse Events (TEAEs)	31 (100)	91 (98.9)
>=Grade 3 TEAEs	10 (32.3)	28 (30.4)
Treatment Related Adverse Events (TRAEs)	31 (100)	88 (95.7)
>=Grade 3 TRAEs	9 (29.0)	22 (23.9)
Treatment Emergent Serious Adverse Events (SAEs)	12 (38.7)	30 (32.6)
Treatment Related SAEs	9 (29.0)	20 (21.7)
TEAEs Leading to Death	0	1 (1.1)
Treatment Related	0	1 (1.1)
TEAEs Leading to Treatment Discontinuation	1 (3.2)	3 (3.3)
Treatment Related	1 (3.2)	3 (3.3)
IBI363 单药在后线非小细胞肺癌		
n (%)	1/1.5 mg/kg (N=62)	3 mg/kg Q3W (N=57)
Treatment Emergent Adverse Events (TEAEs)	61 (98.4)	57 (100)
>=Grade 3 TEAEs	19 (30.6)	35 (61.4)
Treatment Related Adverse Events (TRAEs)	58 (93.5)	55 (96.5)
>=Grade 3 TRAEs	11 (17.7)	25 (43.9)
Treatment Emergent Serious Adverse Events (SAEs)	26 (41.9)	30 (52.6)
Treatment Related SAEs	13 (21.0)	23 (40.4)
TEAEs Leading to Death	0	3 (5.3)
Treatment Related	0	0
TEAEs Leading to Treatment Discontinuation	4 (6.5)	5 (8.8)
Treatment Related	4 (6.5)	4 (7.0)
Participant with at least one dose delayed caused by AE (defined as >=5 days delay)	12 (19.4)	15 (26.3)
IBI363 单药及联用在后线结直肠癌		
Adverse event, n (%)	IBI363 monotherapy (n = 68)	IBI363 plus bevacizumab (n = 73)
Treatment-emergent adverse events (TEAEs)	66 (97.1)	73 (100)
>=Grade 3 TEAEs	24 (35.3)	30 (41.1)
Treatment-related adverse events (TRAEs)	65 (95.6)	73 (100)
>=Grade 3 TRAEs	19 (27.9)	26 (35.6)
Treatment-emergent serious adverse events (TESAEs)	20 (29.4)	23 (31.5)
Treatment Related SAEs	13 (19.1)	20 (27.4)
TEAEs leading to death	1 (1.5)	4 (5.5)
Treatment Related	0	2 (2.7)
TEAEs leading to permanent discontinuation of any study drug	2 (2.9)	7 (9.6)
Treatment Related	1 (1.5)	7 (9.6)
IBI363-related infusion reactions	1 (1.5)	1 (1.4)

资料来源：公司资料，招银国际环球市场。注：IBI363 单药在 IO 耐药黑色素瘤共计 92 个病人的数据包括其他剂量组的病人如 0.6mg/kg Q2W、1mg/kg Q2W、1.5mg/kg Q3W、3mg/kg Q3W 等。

整体来看，IBI363 单药在后线肿瘤治疗的三级以上 TRAE 在 28-44%之间。对比来看，在 HARMONI-2 研究中，针对一线 PD-L1 阳性非小细胞肺癌患者，依沃西单抗（AK112，n=197）的三级以上 TRAE 比例为 29.4%，Keytruda（n=199）为 15.6%。考虑到目前 IBI363 的入组人群主要在三线及以上的人群，基线较差，因此 AE 的比例一般偏高。因此，我们认为 IBI363 在后线肿瘤治疗的安全性可接受。

图 11: HARMONi-2 研究的安全性结果

Safety Summary, n (%)	Ivonescimab (n = 197 ^a)	Pembrolizumab (n = 199 ^a)
TRAEs (all grades)	177 (89.8)	163 (81.9)
Grade≥3	58 (29.4)	31 (15.6)
Serious TRAEs	41 (20.8)	32 (16.1)
Leading to discontinuation	3 (1.5)	6 (3.0)
Leading to death	1 (0.5)	2 (1.0)

Ivonescimab showed a manageable safety profile, which was consistent with previous studies.

资料来源：康方生物，招银国际环球市场

IBI363 收入预测

我们预计 IBI363 经风险调整的海外峰值销售额有望达到 38 亿美元，经风险调整的国内峰值销售额有望达到 40 亿元人民币。目前公司正在海外开展 IBI363 的二期临床。在国内，黑色素瘤的关键二期临床已经启动，公司计划在今年下半年启动针对 IO 经治的 sq-NSCLC 和后线 CRC 的三期临床。我们在模型预测中，主要考虑了以上适应症。此外，鉴于 IBI363 在 IO 经治的 nsq-NSCLC 方面在 1b 期临床中展现了良好的 OS 数据，我们亦在模型中对该适应症进行了预测。

图 12: IBI363 国内收入预测（单位：人民币百万元）

适应症	临床阶段	预计获批时间	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E
黑色素瘤	二期关键	2027E			24	42	66	90	104	109	108	107	103	98	94	90	86
国内成功概率	临床				60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
IO 经治 sqNSCLC	2H25 启动	2028E			0	285	1,010	1,681	2,204	2,759	3,347	3,967	3,960	3,953	3,845	3,737	3,629
国内成功概率	三期				50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
IO 经治 nsqNSCLC	Ph1b 期 PoC 数据	2028E			0	238	843	1,405	1,844	2,311	2,705	3,097	3,092	3,086	3,002	2,918	2,834
国内成功概率	积极				50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
三线+MSS CRC	2H25 启动	2028E			0	213	334	449	607	734	792	750	707	662	617	571	524
国内成功概率	三期				50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
风险调整后中国销售额			15	393	1,133	1,822	2,389	2,968	3,487	3,971	3,941	3,910	3,788	3,667	3,545		

资料来源：招银国际环球市场预测

图 13: IBI363 海外收入预测 (单位: 百万美元)

适应症	临床阶段	预计获批时间	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E
IO 经治 sqNSCLC 海外成功概率	二期临床	2029E					1,010	1,681	2,204	2,759	3,347	3,967	3,960	3,852	3,744	3,636	3,529
							50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
IO 经治 nsqNSCLC 海外成功概率	二期临床	2029E					843	1,405	1,844	2,311	2,705	3,097	3,092	3,007	2,923	2,839	2,755
							50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
三线+MSS CRC 海外成功概率	二期临床	2029E					334	449	607	734	792	750	707	662	617	571	524
							50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
美国销售额 (风险调整后)							154	581	1,083	1,471	1,921	2,358	2,827	2,915	2,927	2,936	2,943
欧洲销售额 (风险调整后)							46	174	325	441	576	707	848	875	878	881	883
风险调整后海外合计销售额							200	755	1,408	1,913	2,498	3,066	3,675	3,790	3,805	3,817	3,826
信达获得的分成比例							10%	10%	11%	11%	11%	12%	12%	12%	12%	13%	13%
销售分成							20	78	149	208	280	353	434	459	472	485	497
BD 首付款和里程碑付款																	
信达从 IBI363 上获得的海外收入							20	78	149	208	280	353	434	459	472	485	497

资料来源: 招银国际环球市场预测

图 14: DCF 估值分析

DCF 估值 (人民币百万元)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
息税前利润	273	676	2,245	4,427	7,076	10,345	12,961	15,113	15,864	16,591	16,920
税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
息税前利润*(1-税率)	232	575	1,908	3,763	6,015	8,793	11,017	12,846	13,484	14,102	14,382
+折旧与摊销	325	326	326	326	327	327	327	327	327	328	328
- 营运资金变化	25	-281	-601	-628	-583	-574	-375	-170	-106	-88	49
- 资本支出	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300
自由现金流	283	319	1,333	3,161	5,458	8,245	10,669	12,703	13,406	14,042	14,459
终值											249,414
永续增长率	3.0%										
加权平均资本成本 WACC	9.0%										
股本成本	12.2%										
债务成本	3.5%										
市场风险系数 β	0.90										
无风险利率	3.2%										
市场风险溢价	10.0%										
目标负债率	35.0%										
有效公司税率	15.0%										
现值 (百万元人民币)	139,203										
净负债 (百万元人民币)	-6,133										
股权价值 (百万元人民币)	145,336										
股权价值 (百万港元)	156,275										
股份数 (百万股)	1,650										
DCF 每股价值 (港元)	94.74										

资料来源：招银国际环球市场预测

图 15: 敏感性分析

		加权平均资本成本 WACC				
		8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%
永续增长率	4.0%	139.78	122.19	108.19	96.80	87.37
	3.5%	127.46	112.78	100.85	90.96	82.65
	3.0%	117.61	105.10	94.74	86.03	78.61
	2.5%	109.56	98.70	89.57	81.80	75.12
	2.0%	102.86	93.29	85.15	78.14	72.06

资料来源：招银国际环球市场预测

图 16: 招银国际与市场预测

招银国际环球市场预测				市场预测			差值 (%)		
人民币百万元	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	11,312	13,093	17,287	11,138	13,907	17,996	2%	-6%	-4%
毛利	9,467	10,854	14,368	9,269	11,638	15,132	2%	-7%	-5%
营业利润	1,516	2,035	3,806	117	1,299	3,185	1196%	57%	19%
归母净利润	526	808	2,070	286	1,337	3,203	84%	-40%	-35%
基本每股收益 (元)	0.27	0.45	1.23	0.19	0.81	1.83	44%	-44%	-33%
毛利率	83.69%	82.90%	83.11%	83.22%	83.68%	84.09%	+0.47 ppt	-0.78 ppt	-0.97 ppt
营业利润率	13.40%	15.55%	22.01%	1.05%	9.34%	17.70%	+12.35 ppt	+6.20 ppt	+4.32 ppt
净利润率	4.65%	6.17%	11.98%	2.57%	9.61%	17.80%	+2.08 ppt	-3.44 ppt	-5.82 ppt

资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

图 17: 盈利预测调整

人民币百万元	新预测			过往预测			差值 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	11,312	13,093	17,287	11,356	13,184	17,418	0%	-1%	-1%
毛利	9,467	10,854	14,368	9,503	10,930	14,476	0%	-1%	-1%
营业利润	1,516	2,035	3,806	1,516	2,047	3,833	0%	-1%	-1%
归母净利润	526	808	2,070	526	817	2,093	0%	-1%	-1%
基本每股收益 (元)	0.27	0.45	1.23	0.27	0.46	1.25	-1%	-2%	-2%
毛利率	83.69%	82.90%	83.11%	83.68%	82.90%	83.11%	+0.01 ppt	+0.00 ppt	+0.00 ppt
营业利润率	13.40%	15.55%	22.01%	13.35%	15.52%	22.00%	+0.05 ppt	+0.02 ppt	+0.01 ppt
净利率	4.65%	6.17%	11.98%	4.63%	6.20%	12.02%	+0.02 ppt	-0.03 ppt	-0.04 ppt

资料来源：招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	4,556	6,206	9,422	11,312	13,093	17,287
销售成本	(931)	(1,136)	(1,510)	(1,845)	(2,238)	(2,919)
毛利	3,625	5,070	7,912	9,467	10,854	14,368
运营费用	(5,796)	(6,214)	(7,990)	(8,943)	(9,975)	(11,979)
销售费用	(2,591)	(3,101)	(4,347)	(5,125)	(5,596)	(6,672)
行政费用	(835)	(750)	(738)	(803)	(962)	(1,273)
研发费用	(2,871)	(2,228)	(2,681)	(2,665)	(2,736)	(3,002)
其他	502	(136)	(224)	(350)	(681)	(1,032)
税前利润	(2,170)	(1,144)	(79)	524	880	2,389
所得税	(9)	116	(16)	(79)	(132)	(358)
非控股权益	0	0	0	0	0	0
净利润	(2,179)	(1,028)	(95)	446	748	2,030

资产负债表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	11,507	13,428	10,273	11,420	12,905	15,774
现金与现金等价物	9,163	10,052	7,508	8,592	9,701	11,804
应收账款	575	1,006	1,184	1,160	1,342	1,773
存货	1,429	968	822	910	1,104	1,439
以公允价值计入损益的资产	3	918	376	376	376	376
其他流动资产	337	484	383	383	383	383
非流动资产	6,082	7,199	11,330	11,304	11,279	11,253
物业及厂房及设备 (净额)	3,411	4,290	5,280	5,286	5,292	5,298
无形资产	1,198	1,270	1,283	1,283	1,283	1,283
其他非流动资产	1,472	1,639	4,768	4,736	4,704	4,673
总资产	17,589	20,627	21,603	22,724	24,184	27,027
流动负债	3,499	4,477	4,369	4,457	4,552	4,717
短期债务	888	1,195	405	405	405	405
应付账款	326	373	358	446	541	706
应付税款	3	0	0	0	0	0
其他流动负债	2,282	2,909	3,606	3,606	3,606	3,606
非流动负债	3,360	3,623	4,116	4,119	4,123	4,126
长期债务	2,215	2,327	2,412	2,412	2,412	2,412
融资租赁承担	99	73	5	8	12	15
其他非流动负债	1,046	1,223	1,699	1,699	1,699	1,699
总负债	6,859	8,100	8,485	8,577	8,675	8,843
股本	0	0	0	0	0	0
其他储备	10,730	12,527	13,118	14,148	15,509	18,184
股东权益总额	10,730	12,528	13,118	14,148	15,509	18,184
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
总负债和股东权益	17,589	20,627	21,603	22,724	24,184	27,027

现金流量表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	(2,162)	(1,261)	(63)	603	1,012	2,747
折旧摊销	245	276	293	294	294	294
税款	(9)	116	(16)	(79)	(132)	(358)
营运资金变化	295	403	404	25	(281)	(601)
其他	(327)	511	703	290	313	177
净经营现金流	(1,958)	46	1,322	1,133	1,205	2,259
投资现金流						
资本开支	(897)	(1,119)	(966)	(300)	(300)	(300)
收购与投资	(79)	na	na	na	na	na
处理短期投资所得现金	(583)	(358)	(366)	0	0	0
其他	768	478	167	322	274	215
净投资现金流	(790)	na	na	na	na	na
融资现金流						
已支付股息	0	0	0	0	0	0
净借贷	715	418	(704)	0	0	0
发行股票所得现金	2,131	2,255	84	0	0	0
其他	46	(86)	14	(71)	(71)	(71)
净融资现金流	2,892	2,587	(607)	(71)	(71)	(71)
净现金流变动						
年初现金	1,359	9,163	10,052	7,508	8,592	9,701
汇率变动	119	(7)	13	0	0	0
年末现金	9,163	10,052	7,508	8,592	9,701	11,804
增长率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
销售收入	6.7%	36.2%	51.8%	20.1%	15.7%	32.0%
毛利润	(3.7%)	39.8%	56.1%	19.7%	14.7%	32.4%
净利润	na	na	na	na	67.8%	171.5%
盈利能力比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
毛利率	79.6%	81.7%	84.0%	83.7%	82.9%	83.1%
股本回报率	(20.7%)	(8.8%)	(0.7%)	3.3%	5.0%	12.1%
资产负债比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.6)	(0.6)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.5)
流动比率 (倍)	3.3	3.0	2.4	2.6	2.8	3.3
应收账款周转天数	61.8	46.5	42.4	37.4	37.4	37.4
存货周转天数	544.2	385.0	216.3	180.0	180.0	180.0
应付帐款周转天数	102.1	112.1	88.2	88.2	88.2	88.2
估值指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
市盈率	ns	ns	ns	251.8	150.1	55.3
市盈率 (摊薄)	na	na	na	na	na	na
市帐率	9.7	8.5	8.4	7.9	7.2	6.2
市现率	na	na	na	na	na	na
股息 (%)	na	na	na	na	na	na
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。