

【事件】

公司公布财报，公司 2025 年度实现总营业收入人民币 0.29 亿元，同比增长 1344.77%；实现净利润人民币-1.05 亿元，亏损同比收窄 43.27%。

【点评观点】

➤ 控制费用取得成效

公司在行政开支方面进行压缩：优化行政人员成本，减少人民币 1640 万元，以股份为基础的非现金付款减少 280 万元。研发成本优化：聚焦 SM17 的 1b 期临床及桥接研究，成本低于 2024 年大规模临床，研发人员雇佣成本减少 950 万元。年内亏损由 2024 年的人民币 1.85 亿元减至 1.05 亿元，同比收窄 43.27%。改善现金流：可动用资金总额由 2024 年的人民币 1.414 亿元增至 3.515 亿元，支撑管线推进。

➤ SM17 临床研发加速推进

SM17 临床开发快速推进：推进特应性皮炎 2 期临床，预计 2026 年中启动；完成健康受试者皮下给药桥接研究，数据支持炎症性肠病（IBD）适应症 2 期开发；计划提交特发性肺纤维化（IPF）适应症 IND 申请。SM17 在中国治疗中重度特应性皮炎的 1b 期研究中，取得了积极结果：12 周顶线数据显示，高剂量组的 91.7% 的患者实现瘙痒缓解指标（NRS-4），75% 达到皮损恢复（EASI 75）指标，41.7% 达到完全或近乎完全清除 AD 症状指标（IGA0/1）。该结果显著优于 IL4/IL-13 类单抗药物且安全性与耐受性显著优于 Janus 激酶抑制剂（JAK 抑制剂），这使得 SM17 有望成为一款可同时实现快速止痒、皮肤损伤修复，且安全性表现优异的同类首创及同类最优疗法。SM17 是全球首创的针对 IL-25 受体的单克隆抗体，在特应性皮炎（AD）及炎症性肠病（IBD）等多个适应症潜力巨大。

➤ 研发驱动公司发展，管线丰富

研发团队聚焦全球 FIC 与 BIC 管线研发及对外授权，在自身免疫性疾病领域构建了极具差异化的管线。2026-2027 年伴随管线临床推进及关键数据读出，有望实现重磅 BD 授权，具备巨大潜力。

➤ 抗 CGC 抗体

相关报告

研究部

姓名：林兴秋

SFC: BLM040

电话：0755-21519193

Email: linxq@gyzq.com.hk

公司正在针对该抗体进行 CMC 优化及毒理学研究，并计划最早在二零二六年第四季度前提交其治疗斑秃的 IND 申请。抗 CGC 抗体是下一代 JAK3 通路单抗候选药物，可调节多种白细胞介素信号通路，临床前数据优异，有望用于治疗斑秃、白癜风等自身免疫性疾病。

➤ **骨质疏松双特异性抗体**

骨质疏松双特异性抗体（靶向 RANKL/骨硬化蛋白 SOST）目前正在进行 CMC 优化，并在非人灵长类动物中测试其毒性，并计划最早在 2027 年上半年前提交 IND 申请。市场潜力：骨质疏松全球患者人数超过 2 亿人，药物市场规模预计到 2034 年将增长到 148 亿美元。

➤ **我们的观点**

公司战略清晰，通过研发驱动公司成长，专注于“同类首创”与“同类最佳”的研发。创新产品 SM17 用于治疗炎症性肠病（IBD）的新药临床试验获批，研发推进有望加快。随着各个管线在 2026-2027 年进入关键临床阶段并读出数据，公司有望加快推进重磅 BD。目前市值仅 27 亿港元，价值显著低估，建议积极关注。

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>