



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025 年 08 月 05 日

基础数据

08 月 05 日收盘价（港元）	163.00
总市值（亿港元）	1,463.08
总股本（亿股）	8.98

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：孙媛媛

S0190515090001

BUN498

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

分析师：黄翰漾

S0190519020002

请注意：黄翰漾并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。

huanghanyang@xyzq.com.cn

康方生物(09926.HK)

双抗龙头有望重塑全球 IO 治疗格局

投资要点：

- 第二代 IO 市场潜力巨大，公司占据领先优势。2014 年前后，全球药企争相涌入 PD-(L)1 单抗赛道，公司敏锐洞察到单抗疗法的局限性，转而将重心投向双抗领域。第二代 IO 相较于第一代 IO，能够覆盖更多患者群体，同时进一步延长患者生存期，市场潜力将进一步拓宽。凭借 AK112 和 AK104，公司成为全球唯一拥有 2 个肿瘤免疫双抗的制药公司，在 IO 治疗 2.0 时代占据领先优势。
- AK112 头对头击败 K 药，多适应症全面铺开。AK112 是全球首个进入临床、首个获批的 PD-1/VEGF-A 双抗，也是全球首个且唯一在 III 期单抗头对头临床研究中证明疗效显著优于 K 药的药物。（1）在国内，AK112 已获批两项 NSCLC 适应症，TNBC、胆道癌、胰腺癌、结直肠癌、头颈鳞癌、SCLC 的注册临床也已经启动；（2）在海外，合作伙伴 SUMMIT 已经启动 3 项 NSCLC 注册临床，其中 HARMONI 已披露初步数据，后续有望在美国递交相关适应症的 BLA。
- AK104 在宫颈癌及胃癌中展现出全人群获益优势。AK104 是全球首个进入临床、首个获批的 PD-1/CTLA4 双抗，与 PD-1 单抗联合 CTLA-4 单抗的联合疗法相比，毒性显著降低，具有明显的安全性和疗效优势。（1）在国内，AK112 已经获批 2L/3L、1L 宫颈癌以及 1L 胃癌适应症，肝癌、肺癌领域的注册临床也在推进中；（2）在海外，公司计划 2025 年启动临床试验。
- 肿瘤领域“IO+ADC”2.0 迭代战略加速推进。以 AK104 和 AK112 为基石，公司积极开展联合用药探索，包括 AK117、AK109、AK119、AK127、AK129 以及 AK130，有望发挥协同效应，进一步改写肿瘤治疗格局。基于在多特异性抗体药物开发领域丰富的成功经验，公司布局创新型双抗 ADC 药物，为公司更进一步挖掘创新产品组合的全球临床价值。
- 盈利预测与估值：我们预测公司 2025-2027 年收入为 34.24 / 51.25 / 79.02 亿元人民币，按照 2025 年 8 月 5 日收盘价对应 2025-2027 年市销率 PS 分别为 39.12 倍、26.14 倍、16.95 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：新药研发失败的风险、临床推进以及获批时间不及预期的风险、价格降幅超预期的风险、市场竞争加剧的风险。

主要财务指标

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	2124	3424	5125	7902
同比增长	-53%	61%	50%	54%
归母净利润（百万元）	-515	-275	221	1479
同比增长	-	-	-	569%
毛利率	86.39%	90.00%	90.00%	90.00%
ROE	-7.55%	-4.19%	3.24%	17.73%
每股收益（元）	-0.60	-0.31	0.25	1.65
市盈率	-	-	604.97	90.45
市销率	63.06	39.12	26.14	16.95

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

Company Rating Outperform(Initiate)

Report Date August 5, 2025

Basic Data

Closing Price(HKD)	163.00
Total market value(Mn/HKD)	146,308
Total Shares (Mn)	898

Related Report

Analyst: Yuanyuan SUN

S0190515090001

BUN498

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

Analyst: Hanyang HUANG

S0190519020002

Please note: Hanyang HUANG is not a registered licensee of the Securities and Futures Commission of Hong Kong and is not allowed to engage in regulated activities in Hong Kong

huanghanyang@xyzq.com.cn

Akeso Biopharma (09926.HK)

The Bispecific Antibody Leader Is Expected to Reshape the Global IO Therapy Landscape

Investment Highlights:

- The second-generation IO market has enormous potential. Around 2014, when others competed to develop PD-(L)1 inhibitors, the company recognized the limitations of single-target therapies and pivoted its focus to bispecific antibodies. Compared to the first generation IO, the second generation IO can cover more patient groups and further prolong patient survival, expanding its market potential. With AK112 and AK104, it has become the only pharmaceutical company globally to possess two IO bispecific antibodies, securing a leading position in the IO 2.0 era.
- AK112 outperforms Keytruda in head-to-head trial, with multi-indication expansion. AK112 is the world's first PD-1/VEGF-A bispecific antibody to enter clinical trials and gain approval. It is also the first and only drug to demonstrate statistically superior efficacy over Keytruda in a Phase III head-to-head study. In China, AK112 has already gained approval for two NSCLC indications. Registration trials for TNBC, biliary tract cancer, pancreatic cancer, colorectal cancer, head and neck squamous cell carcinoma (HNSCC), and SCLC have also been initiated. Overseas, SUMMIT has initiated three clinical trials for NSCLC registration, among which HARMONI has disclosed preliminary data and is expected to submit BLA in the United States.
- AK104 demonstrates benefit across all populations in cervical and gastric cancers. AK104 is the world's first PD-1/CTLA-4 bispecific antibody to enter clinical trials and the first to be approved. Compared to combination therapy with PD-1 and CTLA-4 monoclonal antibodies, it shows significantly reduced toxicity, offering clear advantages in safety and efficacy. In China, AK104 has gained approvals for 2L/3L cervical cancer, 1L cervical cancer, and 1L gastric cancer indications. Registration trials in liver cancer and lung cancer are also advancing. Overseas, the company plans to initiate clinical trials in 2025.
- Accelerating the "IO+ADC" 2.0 strategy in oncology. Based on AK104 and AK112, the company is actively exploring combination therapies to amplify synergistic effects and redefine cancer treatment paradigms. Leveraging its expertise in multispecific antibody development, the company is also pioneering bispecific ADC drugs to further unlock the global clinical potential of its innovative portfolio.
- Earnings forecast and valuation: We project 2025-2027 revenues of RMB 3.424 / 5.125 / 7.902 billion, based on the closing price as of August 5, 2025, the price-to-sales ratios (PS) for 2025-2027 are 39.12 times, 26.14 times, and 16.95 times, respectively. Initiating coverage with an "Outperform" rating.
- Potential risks: Clinical trial failures, delays in approvals, steeper-than-expected price cuts, and intensifying competition.

Key Financial Indicators

FY	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue (CNY/Mn)	2124	3424	5125	7902
YoY	-53%	61%	50%	54%
Net Income Attributable to Shareholders (CNY/Mn)	-515	-275	221	1479
YoY	-	-	-	569%
Gross Margin	86.39%	90.00%	90.00%	90.00%
ROE	-7.55%	-4.19%	3.24%	17.73%
EPS (CNY)	-0.60	-0.31	0.25	1.65
PE	-	-	604.97	90.45
	63.06	39.12	26.14	16.95

Source: Company Disclosure, Industrial Securities Research Institute
Notes: The EPS was diluted based on the current outstanding shares

目录

一、 康方生物领跑中国创新药 3.0 时代	5
二、 肿瘤疗法持续升级，二代 IO 市场潜力巨大	8
三、 AK112：肺癌挑战 K 药迎来曙光，多适应症全面铺开	11
（一） 1L 野生型晚期 NSCLC	12
（二） 治疗后耐药晚期 NSCLC	15
（三） 其他：TNBC、胆道癌、结直肠癌、头颈鳞癌、胰腺癌	18
四、 AK104：全人群获益，填补多个临床空白	20
（一） 1L 及 2L 晚期胃癌	21
（二） 1L 晚期宫颈癌	22
（三） 1L PD-L1 阴性野生型晚期 NSCLC	23
（四） 1L 中晚期肝癌	24
五、 丰富的候选药物管线	25
六、 盈利预测与估值	26
七、 风险提示	28

图目录

图 1、 康方生物领跑中国创新药 3.0 时代	5
图 2、 全球首个临床登记的 PD(L)1 双抗数量（个）	6
图 3、 中国创新药从 IND 到获批所用平均天数	6
图 4、 康方生物 Tetrabody 技术平台	7
图 5、 推进以双抗为基石的联合疗法	7
图 6、 肿瘤治疗的升级迭代	8
图 7、 PD-(L)1 抑制剂全球销售金额（十亿美元）按瘤种划分	9
图 8、 第二代 IO 药物全球市场规模有望突破 3000 亿美元	10
图 9、 康方依沃西协同结合 PD-1 和 VEGF 形成稳定的“簇”复合物	12
图 10、 CSCO 指南野生型 NSCLC 用药推荐	12
图 11、 NCCN 指南野生型 NSCLC 用药推荐	13
图 12、 CSCO 指南及 NCCN 指南 EGFR 突变 NSCLC 用药推荐	16

表目录

表 1、 康方生物 2019 年及之前进入临床的 10 款产品均已进入商业化或注册临床阶段	6
表 2、 公司管线不乏全球首创或同类最佳	8
表 3、 挑战 K 药失败的药物	9
表 4、 PD-(L)1/VEGF 双抗及三抗布局情况	10
表 5、 AK112 注册临床布局情况	11
表 6、 IO 单药 1L 治疗野生型 NSCLC 临床数据对比	14
表 7、 IO 联合化疗 1L 治疗野生型 NSCLC 临床数据对比	15
表 8、 IO 耐药 NSCLC 临床数据对比	16
表 9、 EGFR-TKI 耐药 NSCLC 临床数据对比	17
表 10、 1L 晚期 TNBC 临床数据对比	18
表 11、 1L 晚期胆道癌临床数据对比	19

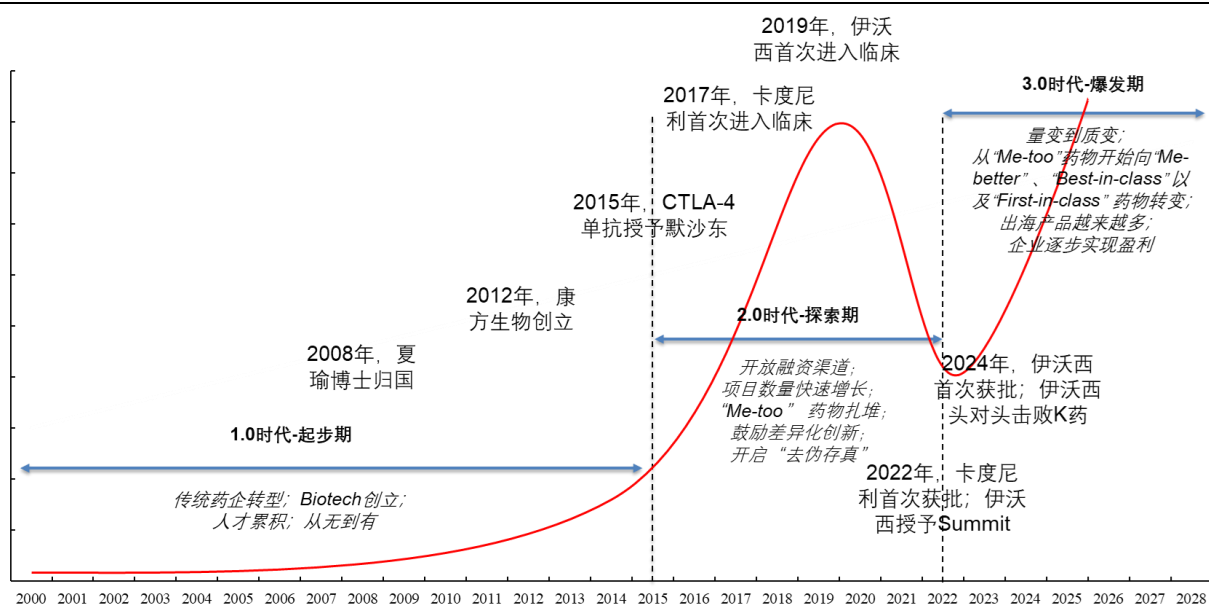
表 12、	1L 晚期结直肠癌临床数据对比.....	19
表 13、	1L 晚期头颈鳞癌临床数据对比.....	20
表 14、	AK104 注册临床布局情况	21
表 15、	1L 胃癌临床数据对比	21
表 16、	2L 晚期胃癌临床数据对比	22
表 17、	1L 晚期宫颈癌临床数据对比	23
表 18、	一线 PD-L1 阴性野生型晚期 NSCLC 临床数据对比	24
表 19、	1L 中晚期肝癌临床数据对比	25
表 20、	康方生物其他肿瘤管线.....	25
表 21、	康方生物非肿瘤管线.....	26
表 22、	AK104 销售金额预测.....	27
表 23、	AK112 销售金额预测	27

一、康方生物领跑中国创新药 3.0 时代

在全球医药产业格局加速重构的今天，中国创新药行业正经历着从“跟跑者”到“领跑者”的历史性跨越。这一历史浪潮中，康方生物以“全球首创双抗”为矛，挑战全球“药王”帕博利珠单抗，改写了中国药企在全球医药版图中的坐标，成为中国创新药 3.0 时代的标杆性叙事。

康方生物成立于 2012 年，由夏瑜博士创立，致力于全球首创或同类最佳创新生物新药的研究、开发、生产及商业化。公司成立以来，创造了中国创新药行业的多项纪录：2015 年将自主研发的 CTLA-4 单抗以 2 亿美元对价授权予默克，成为中国第一家将自主研发生物药物授权给全球制药 TOP5 的公司；2022 年 6 月，卡度尼利单抗（AK104）获批上市，是全球首个获批的肿瘤免疫治疗双抗新药，也是中国第一个双特异性抗体新药；2022 年 12 月，公司以 50 亿美金以及两位数百分比销售提成的方案，将依沃西单抗（AK112）部分海外权益许可给美国 Summit 公司，该合作创下了彼时中国新药对外许可的最高交易金额记录；2024 年 5 月，依沃西单抗在中国获批上市，是全球首个获批的“肿瘤免疫+抗血管生成”机制双抗新药；2024 年 5 月，依沃西单抗在与全球“药王”帕博利珠单抗的“头对头”III 期临床研究中获得显著阳性结果，成为全球迄今唯一在“头对头”III 期临床研究中证明疗效显著优于帕博利珠单抗的药物。

图1、康方生物领跑中国创新药 3.0 时代

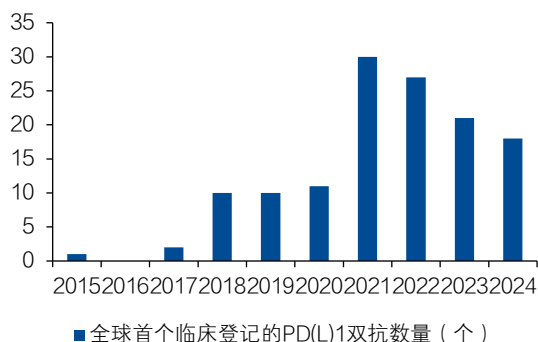


数据来源：康方官网，兴业证券经济与金融研究院整理

● 管线布局前瞻，临床推进高效

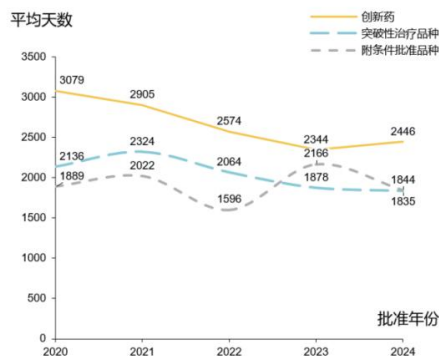
公司在管线布局上的前瞻性，尤其是其率先布局 PD-1 双抗的战略选择，深刻体现了对行业趋势的精准预判与技术创新的引领能力。早在 2014 年前后，当全球药企争相涌入 PD-1 单抗赛道时，康方生物已敏锐洞察到单抗疗法的局限性，转而将重心投向双抗领域。卡度尼利于 2017 年进行了首个临床登记，依沃西于 2019 年进行了首个临床登记，彼时全球范围内进行进入临床阶段的 PD(L)1 数量还非常少。

图2、全球首个临床登记的 PD(L)1 双抗数量(个)



数据来源：医药魔方，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、中国创新药从 IND 到获批所用平均天数



数据来源：医药魔方，兴业证券经济与金融研究院整理

公司展现出行业领先的研发效率与成果转化能力。2019 年及之前进入临床开发的 10 款创新药物已全部成功推进至商业化上市或注册临床阶段。值得关注的是公司两款核心产品 AK104、AK112 从首次 IND 到首次获批所用时间分别为 1772 天、1750 天，显著快于国内平均速度，保证了两款产品的全球领先地位。

表1、康方生物 2019 年及之前进入临床的 10 款产品均已进入商业化或注册临床阶段

药物代号	通用名	靶点	中国研发 赛道排名	全球研发 赛道排名	首个 IND 日期	首次批准上 市日期	IND-获批 用时/天
AK101	依若奇	IL12/23 单抗	2/3	2/3	2016/11/21	2025/4/15	3067
AK102	依努西	PCSK9 单抗	4/9	4/9	2017/5/14	2024/9/26	2692
AK103	普特利	PD1 单抗	10/55	13/55	2017/2/22	2022/7/19	1973
AK104	卡度尼利	CTLA4/PD 双抗	1/9	1/9	2017/8/21	2022/6/28	1772
AK105	派安普利	PD1 单抗	7/55	10/55	2017/8/21	2021/8/3	1443
AK106	塔戈利	PDL1 单抗	8/36	10/36	2017/4/13	2024/12/25	2813
AK107/AK108	quavonlimab	CTLA4 单抗	3/32	4/32	2017/6/7	III 期	/
AK109	普络西	VEGFR2 双抗	4/8	4/8	2018/3/14	III 期	/
AK111/AK110	古莫奇	IL17 单抗	5/16	6/16	2019/7/4	NDA	/
AK112	依沃西	PD1/VEGF-A 双抗	1/3	1/3	2019/8/6	2024/5/21	1750

数据来源：康方生物官网，医药魔方，兴业证券经济与金融研究院整理；截至 2025/7/4

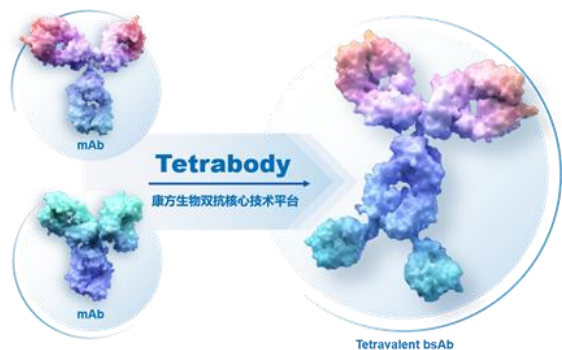
注：AK103、AK106 及 AK107 为已对外授权产品；AK108 为 AK107 备选，AK110 为 AK111 备选；研发赛道排名指的是同靶点同药理类型药物中的排名

● 双抗平台铸就技术护城河，多产品协同巩固竞争优势

Tetrabody 技术是康方生物自主开发的、用于设计及生产创新四价双特异性抗体的专有技术。该技术克服了由于双特异性抗体的高分子量导致的低效表达水平、

双特异性抗体的结构异质引起的工艺开发障碍、以及由于双特异性抗体缺乏稳定性而导致的药物不可成药性等 CMC 难题。基于独有的 Tetrabody 技术，公司已成功开发了多个全球领先的潜在 FIC、BIC 双抗/多抗/双抗 ADC 药物，包括卡度尼利和依沃西。

图4、康方生物 Tetrabody 技术平台



数据来源：康方官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、推进以双抗为基石的联合疗法



数据来源：康方官网，兴业证券经济与金融研究院整理

公司正在大力推进以卡度尼利和依沃西为基石的众多联合用药探索，联合对象包括自研新药以及传统疗法，有望发挥协同效应，进一步改写治疗格局，为患者带来更佳的治疗获益。完善的产品梯队，也将帮助公司维持在肿瘤免疫治疗领域的领先优势。

● 积极推进国际化发展，展现管线全球竞争力

2015 年，公司将 CTLA-4 单抗授权给美国默沙东，成为了第一家将自主研发生物药物授权给全球前五强制药公司的中国生物科技公司；2022 年，公司以高达 50 亿美元的交易总金额，授予美国 Summit Therapeutics 公司于美国、加拿大、欧洲和日本的开发和商业化依沃西的独家许可权，创下了彼时中国创新药 license-out 合作的交易金额纪录；2025 年 4 月，派安普利单抗获得 FDA 批准上市，是第一个由中国公司全过程独立主导且成功获得 FDA 批准上市的创新生物药，标志着公司创新药研发实力与药品生产质量管理保障体系获得了国际最高标准的权威认证。

2025 年 5 月，Summit 披露依沃西首个海外临床 3 期数据，重复出国内的 3 期数据，具有重要里程碑意义，同时卡度尼利的全球 3 期临床也有望在年内启动。此外公司管线不乏全球首创或同类最佳的双抗药物和高潜力靶点药物，包括 AK129、AK130、AK131、AK132、AK137 等，都具备国际化发展机会。

表2、公司管线不乏全球首创或同类最佳

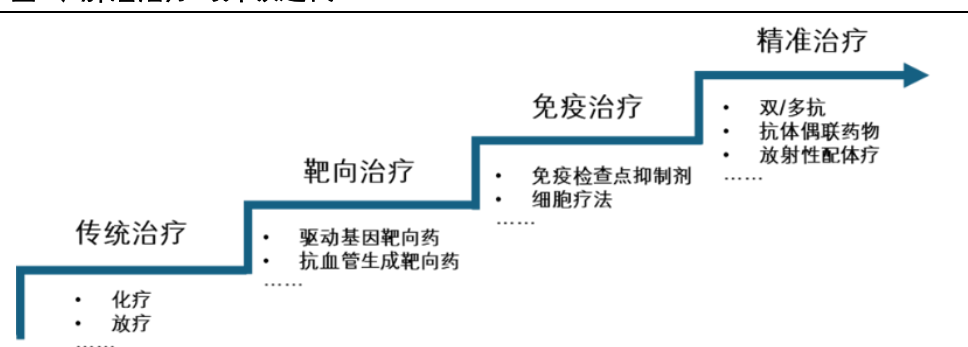
代号	靶点	疾病	全球阶段	中国研发 赛道排名	全球研发 赛道排名
AK117	CD47 单抗	肿瘤	3 期	3/35	4/35
AK119	CD73 单抗	肿瘤	1/2 期	4/29	6/29
AK127	TIGIT 单抗	肿瘤	1/2 期	7/39	9/39
AK129	PD1/LAG3 双抗	肿瘤	1/2 期	3/7	3/7
AK130	TIGIT/TGF-β 双抗	肿瘤	1/2 期	1/1	1/1
AK131	PD1/CD73 双抗	肿瘤	1 期	1/1	1/1
AK132	CLDN18.2/CD47 双抗	肿瘤	1 期	3/4	4/4
AK135	IL1RAP 单抗	CIPN	1 期	1/14	5/14
AK137	CD73/LAG3 双抗	肿瘤	1 期	1/1	1/1
AK146D1	TROP2/Nectin-4 双抗 ADC	肿瘤	1 期	1/2	1/2
AK115	NGF 单抗	疼痛	1 期	4/9	4/9
AK139	IL-33R/IL-4Rα 双抗	自免	1 期	1/1	1/1
AK150	LILRB1/LILRB2/CSF-1R 三抗	肿瘤	临床前	1/1	1/1

数据来源：医药魔方，兴业证券经济与金融研究院整理；截至 2025/7/4

二、肿瘤疗法持续升级，二代 IO 市场潜力巨大

肿瘤治疗的升级迭代以“提升疗效、降低毒性、扩大适应人群”为目标，推动肿瘤治疗向更精准的治疗不断演进。传统疗法（化疗/放疗）以无差别杀伤控制局部病灶，但也存在较强的副作用；靶向治疗针对癌细胞的特定分子靶点，对正常细胞影响较小，却受限于耐药性与肿瘤异质性；免疫治疗则是直接激活宿主免疫系统，能够实现更广谱抗肿瘤效应。

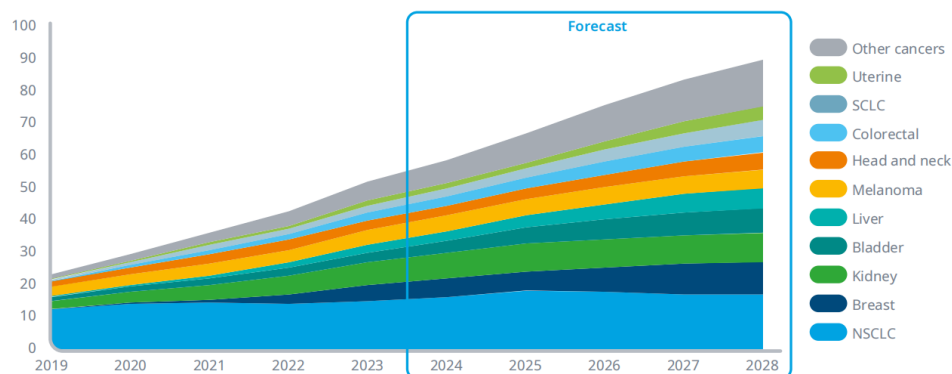
图6、肿瘤治疗的升级迭代



数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

免疫治疗领域近年来取得革命性突破，其中以 PD-(L)1 抑制剂为代表的免疫检查点抑制剂彻底改写了肿瘤治疗的格局，成为肿瘤治疗的基石药物。目前全球范围内已有超 20 款获批上市的 PD-(L)1 抑制剂，覆盖了常见的肺癌、乳腺癌、胃癌等近 20 种癌症类型。作为 PD-(L)1 抑制剂的标杆性产品，Keytruda（K 药）2024 年全球销售额达到 295 亿美元，同比增幅达 18%，蝉联“全球药王”桂冠。根据 IQVIA 的预测，到 2028 年全球 PD-(L)1 抑制剂市场规模将突破 900 亿美元，最大的细分市场为 NSCLC。

图7、PD-(L)1 抑制剂全球销售金额（十亿美元）按瘤种划分



数据来源：IQVIA，兴业证券经济与金融研究院整理

一方面，PD-(L)1 单抗的布局已经非常拥挤，且 K 药核心专利将于 2028 年到期；另一方面，肿瘤治疗的效果还有很大的提升空间。因此，国内外药企都在布局下一代治疗方案，需要挑战的就是 K 药这座大山。常见的挑战策略包括 PD-(L)1 单抗联合其他药物以及 PD-(L)1 双抗药物。但是挑战之路并不容易，以野生型 NSCLC 一线治疗为例，仑伐替尼联合 K 药、伊匹木单抗联合 K 药联合以及 PDL1/TGF- β 双抗都未取得成功，PFS 及 OS 未达到显著性差异。

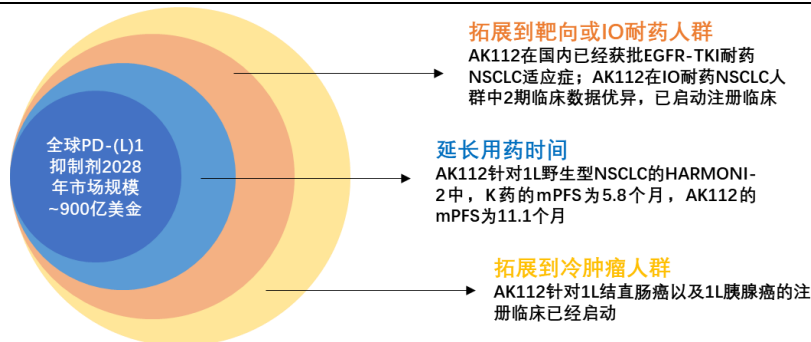
表3、挑战 K 药失败的药物

药物	仑伐替尼				伊匹木单抗		M7824		tiragolumab	
靶点	RET/c-Kit/VEGFR/PDGFR α /FGFR抑制剂				CTLA4单抗		PDL1/TGF- β 双抗		TIGIT单抗	
公司	默沙东/卫材				BMS		德国默克		罗氏	
临床代号	LEAP-006		LEAP-007		KEYNOTE-598		/		SKYSCRAPER-06	
适应症	1L野生型nsq-NSCLC		1L野生型NSCLC PD-L1 $\geq$ 1%		1L野生型NSCLC PD-L1 $\geq$ 50%		1L野生型NSCLC PD-L1 $\geq$ 50%		1L野生型nsq-NSCLC	
方案	仑伐替尼+K药 +培美曲塞+铂	K药+培美曲塞+ 铂	仑伐替尼+K药	K药+安慰剂	伊匹木单抗+ K药	安慰剂+K药	M7824	K药	tiragolumab+ 阿替利珠+培美 曲塞+铂	安慰剂+K药+ 培美曲塞+铂
样本量	375	373	309	314	284	284	152	152	269	273
ORR	60.0%	53.6%	40.3%	27.7%	45.4%	45.4%	46.7%	51.3%	50%	57%
mPFS	12.2m	9.2m	6.6m	4.2m	8.2m	8.4m	7.0m	11.1m	8.3m	9.9m
mPFS HR	0.88		0.78		1.06		1.232		1.3	
mOS	21.8m	22.1m	14.1m	16.4m	21.4m	21.9m	21.1m	22.1m	18.9m	23.1m
mOS HR	1.05		1.1		1.08		1.201		1.3	
安全性	3-5级TRAE： 69.7% TRAE致死： 5.6% TRAE致停药： 37.3%	3-5级TRAE： 55.6% TRAE致死： 2.7% TRAE致停药： 27.7%	3-5级TRAE： 57.9% TRAE致死： 5.2% TRAE致停药： 29.1%	3-5级TRAE： 24.4% TRAE致死： 1.9% TRAE致停药： 11.2%	3-5级TRAE： 35.1% TRAE致死： 2.5% TRAE致停药： 25.2% 3-5级irAEs： 20.2%	3-5级TRAE： 19.6% TRAE致死： 0% TRAE致停药： 10.7% 3-5级irAEs： 7.8%	3-5级TRAE： 42.4% TRAE致死： 0.7% TRAE致停药： 25.2% 3-5级irAEs： 23.2%	3-5级TRAE： 12.3% TRAE致死： 1.3% TRAE致停药： 6.6% 3-5级irAEs： 7.9%	3-5级AE： 71% TRAE致死： 3% TRAE致停药： 23%	3-5级AE： 67% TRAE致死： 3% TRAE致停药： 26%

数据来源：（1）Herbst RS, Cho BC, Zhou C, et al. Lenvatinib Plus Pembrolizumab, Pemetrexed, and a Platinum as First-Line Therapy for Metastatic Nonsquamous NSCLC: Phase 3 LEAP-006 Study. J Thorac Oncol.; （2）Yang JC, Han B, De La Mora Jim é nez E, et al. Pembrolizumab With or Without Lenvatinib for First-Line Metastatic NSCLC With Programmed Cell Death-Ligand 1 Tumor Proportion Score of at least 1% (LEAP-007): A Randomized, Double-Blind, Phase 3 Trial. J Thorac Oncol.; （3）Boyer M, Şendur MAN, Rodr í guez-Abreu D, et al. Pembrolizumab Plus Ipilimumab or Placebo for Metastatic Non-Small-Cell Lung Cancer With PD-L1 Tumor Proportion Score $\geq$ 50%: Randomized, Double-Blind Phase III KEYNOTE-598 Study. J Clin Oncol.; （4）Cho BC, Lee JS, Wu YL, et al. Bintrafusp Alfa Versus Pembrolizumab in Patients With Treatment-Naive, Programmed Death-Ligand 1-High Advanced NSCLC: A Randomized, Open-Label, Phase 3 Trial. J Thorac Onco.; 罗氏官网，兴业证券经济与金融研究院整理

以 AK112 为代表的第二代 IO 药物展现出优秀潜力。第二代 IO 药物相较于第一代 IO 药物具备以下优势：（1）延长晚期癌症患者的用药及生存时间；（2）将适应症拓展到靶向或 IO 耐药人群，包括 EGFR-TKI 耐药 NSCLC、IO 耐药 NSCLC 等；（3）将适应症拓展到冷肿瘤人群，包括结直肠癌、胰腺癌等。根据 IQVIA 的数据测算，2028 年全球 PD-(L)1 抑制剂市场规模预计将突破 900 亿美元，对应的 IO 响应人群约 150 万人，第二代 IO 药物除了延长这部分人群的用药时间，还能够拓展到 IO 耐药人群（约 100 万人）和冷肿瘤人群（约 140 万人），假设年治疗费用维持不变，第二代 IO 药物市场规模有望突破 3000 亿美元。目前有多项 PD-(L)1/VEGF 双抗及三抗在临床当中，康方生物 AK112 的成功提升了 MNC 对该类资产的关注度，已经有多笔对外授权合作协议达成。

图8、第二代 IO 药物全球市场规模有望突破 3000 亿美元



数据来源：IQVIA，兴业证券经济与金融研究院整理

表4、PD-(L)1/VEGF 双抗及三抗布局情况

药物	靶点	公司	合作方	首个 IND	首个临床结果	首个注册临床	首次批准上市
AK112	PD1/VEGF-A	康方生物	Summit	2020/5	2020/11	2023/8	2024/5
PM8002	PDL1/VEGF-A	普米斯	BioNTech/BMS	2020/8	2022/11	2023/3	
IMM2510	PDL1/VEGF	宜明昂科	Instil Bio	2020/10	2023/6		
HB0025	PDL1/VEGF	华海药业		2020/11	2023/6		
PM8003	PDL1/VEGF/TGF-β	普米斯		2021/5			
SSGJ-707	PD1/VEGF	三生制药	辉瑞	2021/12	2025/1	2025/5	
AP505	PDL1/VEGF	华润三九		2022/5			
SG1408	PDL1/VEGF	尚健生物		2022/7			
DR30206	PDL1/VEGF/TGF-β	道尔生物		2023/4			
RC148	PD1/VEGF	荣昌生物		2023/5			
JS207	PD1/VEGF	君实生物		2023/6			
HC010	PD1/VEGF/CTLA4	宏成医药		2023/10			
MHB039A	PD1/VEGF	明慧医药		2023/11	2024/11		
SCTB14	PD1/VEGF	神州细胞		2024/1		2025/3	
AI-081	PD1/VEGF	昂科免疫		2025/4			
LM-299	PD1/VEGF	礼新药业	默沙东	2024/5			
CVL006	PDL1/VEGF	甫康药业		2024/8			
CS2009	PD1/VEGF-A/CTLA4	基石药业		2025/3			
GB268	PD1/VEGF/CTLA4	嘉和生物		2025/5			

数据来源：医药魔方，兴业证券经济与金融研究院整理；截至 2025/7/4

三、AK112：肺癌挑战 K 药迎来曙光，多适应症全面铺开

AK112 是全球首个进入临床、首个获批的 PD-1/VEGF-A 双抗，其成功具有里程碑意义，提升了同类资产的全球关注度。(1) 在国内，AK112 已经获批两项肺癌适应症，TNBC、胆道癌、胰腺癌、结直肠癌适应症的注册临床也已经启动；(2) 在海外，合作伙伴 SUMMIT 已经启动三项肺癌注册临床，其中进度最快的 HARMONI 已于 2025 年 5 月披露数据,后续有望在美国递交相关适应症的 BLA，今年内有望启动更多全球注册临床。

表5、AK112 注册临床布局情况

产品	疾病领域	试验组	对照组	适应症	临床代号	阶段	区域	主要终点	目前阶段	目前阶段开始时间	下一阶段	下一阶段预计开始日期
依沃西单抗 AK112 (PD-1/VEGF-A)	肺癌	AK112+化疗	安慰剂+化疗	2L+ EGFRm非鳞NSCLC	AK112-301/ HARMONI-A	3期	中国	PFS	获批	2024/5	/	/
		AK112+化疗	安慰剂+化疗	2L+ EGFRm非鳞NSCLC	AK112-301/ HARMONI	3期	欧美	PFS、OS	数据披露	2025/5	递交BLA	/
		AK112	帕博利珠单抗	1L wNSCLC TPS≥1%	AK112-303/ HARMONI-2	3期	中国	PFS	获批	2025/4	/	/
		AK112+化疗	帕博利珠单抗+化疗	1L wNSCLC	AK112-303/ HARMONI-3	3期	欧美	PFS、OS	试验开始	2023/10	完成主要终点	2027/12
		AK112+化疗	替雷利珠单抗+化疗	1L wNSCLC鳞癌	AK112-306/ HARMONI-6	3期	中国	PFS	递交BLA	2025/7	PFS数据读出	2025ESMO
		AK112	帕博利珠单抗	1L wNSCLC TPS≥50%	AK112-3007/ HARMONI-7	3期	美国	PFS、OS	试验开始	2025/2	完成主要终点	2028/4
		AK112+化疗	安慰剂+化疗	2L+ wNSCLC	AK112-305/ HARMONI-8A	3期	中国	OS	试验开始	2025/6	完成主要终点	2028/4
	乳腺癌	AK112+化疗	安慰剂+化疗	1L TNBC	AK112-308	3期	中国	PFS、OS	试验开始	2025/2	完成主要终点	2026/12
	胆道癌	AK112+化疗	度伐利尤单抗+化疗	1L胆道癌	AK112-309	3期	中国	OS	试验开始	2024/10	完成主要终点	2027/7
	胰腺癌	AK112+化疗+AK117	安慰剂+化疗	1L胰腺癌	AK112-310	3期	中国	OS	试验开始	2025/5	完成主要终点	2027/5
	结直肠癌	AK112+化疗	贝伐珠单抗+化疗	1L结直肠癌	AK112-312	3期	中国	PFS	试验开始	2025/5	完成主要终点	2027/1
	头颈鳞癌	AK112+AK117	帕博利珠单抗+安慰剂	1L PDL1+头颈鳞癌	AK117-302	3期	中国	OS	试验开始	2024/10	完成主要终点	2027/1
	小细胞肺癌	AK112	安慰剂	巩固治疗LS-SCLC	AK112-311	3期	中国	PFS	试验开始	2025/5	完成主要终点	2028/12

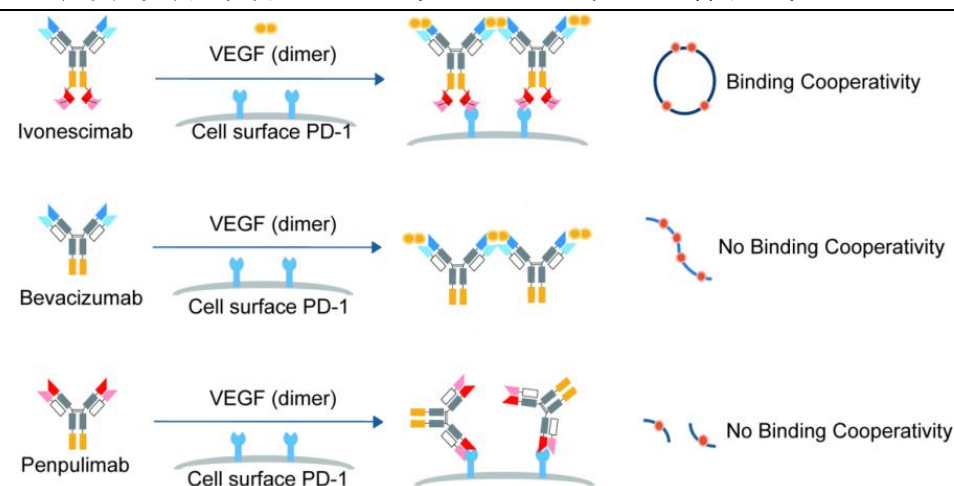
数据来源：医药魔方，兴业证券经济与金融研究院整理；截至 2025/7/4

依沃西疗效及安全性优异背后的作用机制：

(1) 依沃西协同结合 PD-1 和 VEGF，形成一个更加稳定的“簇”复合物。VEGF 的存在使依沃西对 PD-1 的结合亲和力显著增强超过 18 倍，PD-1 的存在也使依沃西对 VEGF 的结合亲和力增幅超过 4 倍，从而极大地提升了阻断 PD-1/PD-L1 和 VEGF/VEGFR 信号通路的效果。

(2) 依沃西的 Fc 区域经过特殊工程改造，引入了 L234A 和 L235A 两个关键突变位点。这一改造能够阻断 FcγRIIIa 的结合，从而有效抑制 Fc 介导的多种效应功能，包括抗体依赖的细胞介导的细胞毒性 (ADCC)、补体依赖的细胞毒性 (CDC)、抗体依赖的细胞吞噬作用 (ADCP) 以及抗体依赖的细胞因子释放 (ADCR)。此外，该改造还显著减少了人外周血单个核细胞 (HPMMs) 炎症细胞因子的释放。因此，依沃西显著降低了免疫相关不良事件 (irAEs) 的发生风险。

图9、康方依沃西协同结合 PD-1 和 VEGF 形成稳定的“簇”复合物

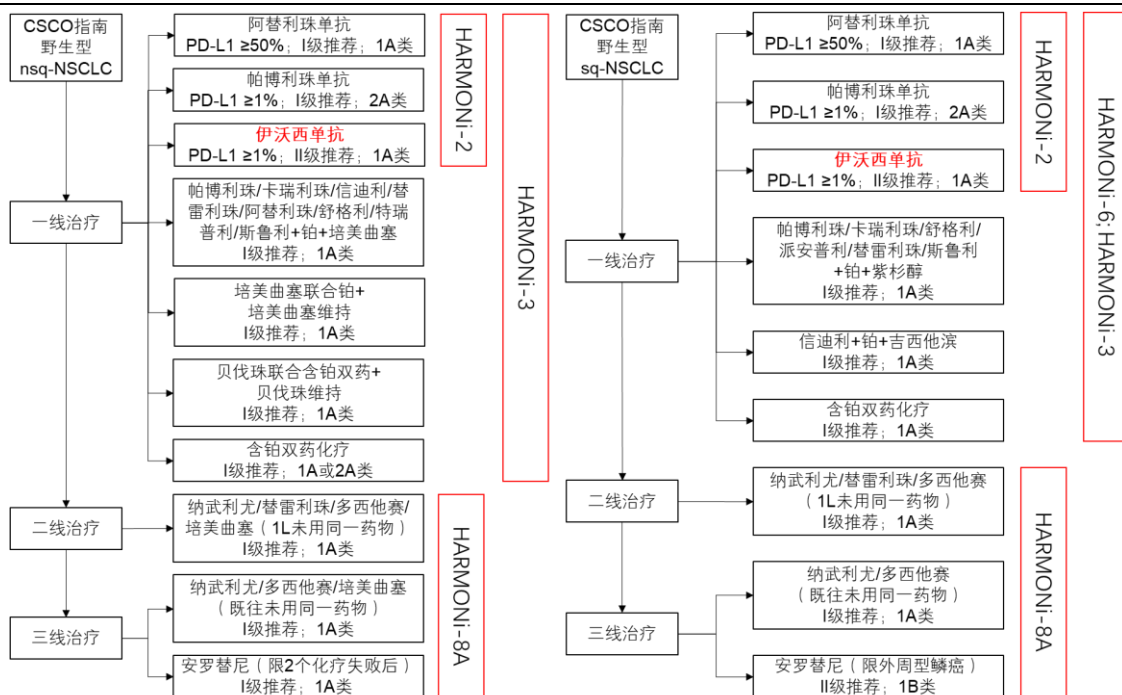


数据来源：iScience，兴业证券经济与金融研究院整理

(一) 1L 野生型晚期 NSCLC

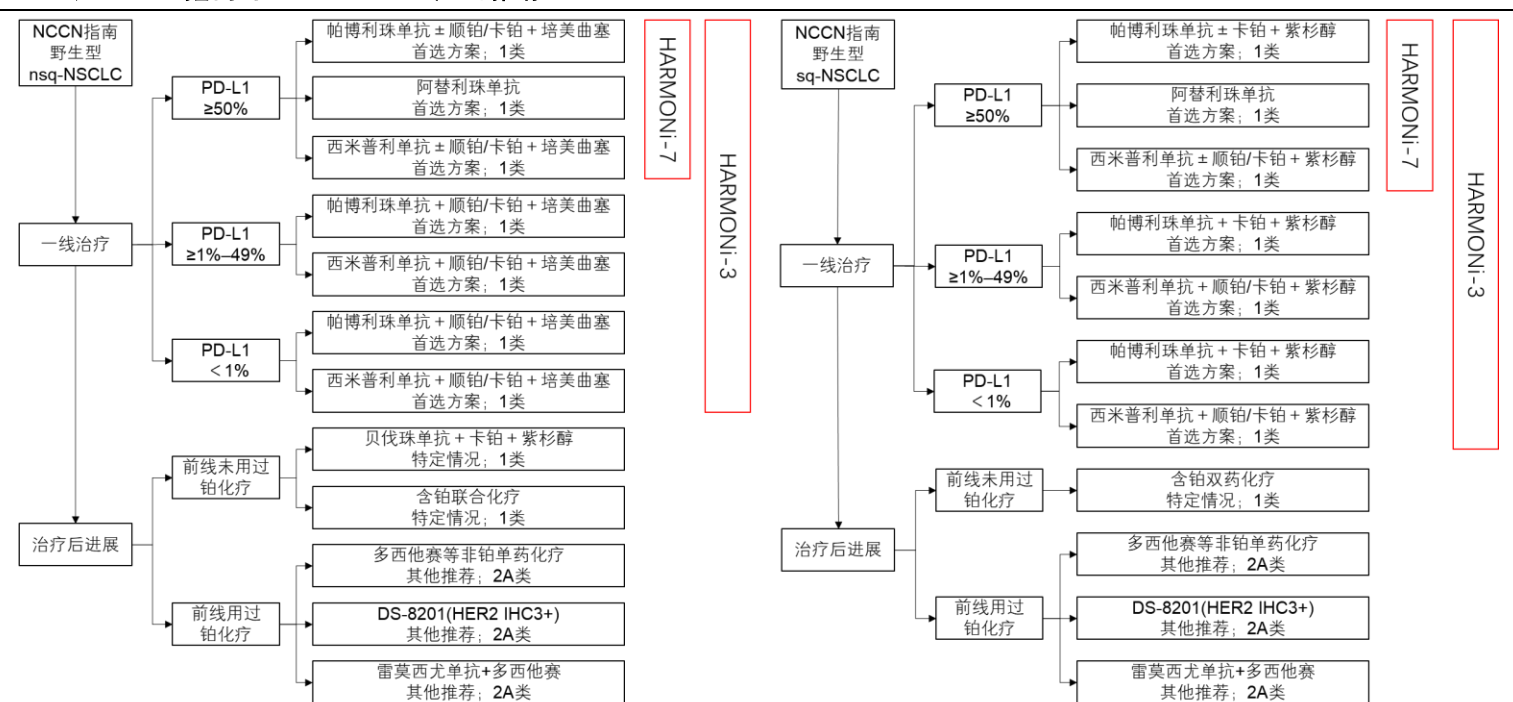
根据 CSCO 以及 NCCN 指南，针对 1L 野生型 NSCLC 的治疗，PD-(L)1 单抗单药推荐用于 PD-L1 $\geq$ 50%的人群，PD-(L)1 单抗联合化疗可用于 PD-L1 表达情况的全人群。

图10、CSCO 指南野生型 NSCLC 用药推荐



数据来源：CSCO 指南，兴业证券经济与金融研究院整理

图11、NCCN 指南野生型 NSCLC 用药推荐



数据来源：NCCN 指南，兴业证券经济与金融研究院整理

K 药 1L 野生型 NSCLC 适应症美国获批历程：单药于 2016 年 10 月获批用于一线治疗 PD-L1 (TPS≥50%) 野生型 NSCLC (KEYNOTE-024 研究)，2019 年 4 月单药适应症扩大到 PD-L1(TPS≥1%)人群(KEYNOTE-042 研究)，但此后分析显示 K 药单药并无法使 PD-L1 TPS 1-49%的人群获益；K 药联合含铂化疗于 2018 年 10 月获批用于一线治疗鳞状野生型 NSCLC (KEYNOTE-407 研究)，2019 年 1 月适应症扩大到非鳞状人群 (KEYNOTE-189 研究)。AK112 通过在国内多个注册临床的布局全面覆盖 1L 野生型 NSCLC 适应症，从 AK112 单药到 AK112 联合化疗，从 PD-L1 阳性人群到全人群。

AK112 单药 (国内 HARMONI-2，海外 HARMONI-7)：公司在 2024 年 5 月宣布，HARMONI-2 获决定性胜出阳性结果，AK112 成为全球首个且唯一在 III 期单药头对头临床研究中证明疗效显著优于 K 药的药物。在 2024 年 9 月 WCLC 大会上，公司报告了 HARMONI-2 的详细数据，AK112 组和 K 药组的 mPFS 分别为 11.14 个月和 5.82 个月 (HR=0.51)，具有显著获益。

表6、IO 单药 1L 治疗野生型 NSCLC 临床数据对比

药物	AK112						帕博利珠单抗							
靶点	PD-1/VEGF-A双抗						PD-1单抗							
公司	康方生物						默沙东							
临床代号	HARMONI-2						KEYNOTE-024			KEYNOTE-042研究				
适应症	1L野生型NSCLC PD-L1≥1%						1L野生型NSCLC PD-L1≥50%			1L野生型NSCLC PD-L1≥1%				
	PD-L1≥1%		PD-L1≥50%		PD-L1 1%~49%					PD-L1≥50%		PD-L1≥20%		PD-L1≥1%
方案	AK112	K药	AK112	K药	AK112	K药	K药	含铂双药化疗	K药	化疗	K药	化疗	K药	化疗
样本量	198	200	83	85	115	115	154	151	299	300	413	405	637	637
ORR	50%	39%	60%	48%	43%	31%	46.1%	31.1%	39.1%	32.3%	33.2%	29.1%	27.3%	26.7%
mPFS	11.1m	5.8m	11.1m	8.2m	8.0m	5.4m	7.7m	5.5m	6.5m	6.5m	6.2m	6.9m	5.6m	6.8m
mPFS HR	0.51		0.48		0.54		0.50		0.86		0.94		1.03	
mOS	/	/	/	/	/	/	26.3m	13.4m	20.0m	12.2m	18.0m	13.0m	16.4m	12.1m
mOS HR	39%成熟度 0.777		/		/		0.62		0.68		0.75		0.79	
安全性	AK112组: 3-5级TRAE: 22%; TRAE致死: 1%; TRAE致停药: 2%; 3-5级irAEs: 7% K药组: 3-5级TRAE: 19%; TRAE致死: 1%; TRAE致停药: 3%; 3-5级irAEs: 8%						3-5级TRAE: 31.2% TRAE致死: 1.3% TRAE致停药: 13.6% 3-5级irAEs: 13.6%	3-5级TRAE: 53.3% TRAE致死: 2.0% TRAE致停药: 10.7% 3-5级irAEs: 0.7%	K药组: 3-5级TRAE: 18.9%; TRAE致死: 2.0%; TRAE致停药: 9.1%; 3-5级irAEs: 8.2% 化疗组: 3-5级TRAE: 41.8%; TRAE致死: 2.3%; TRAE致停药: 9.6%; 3-5级irAEs: 1.5%					

数据来源: (1) Xiong A, Wang L, Chen J, et al. Ivonescimab versus pembrolizumab for PD-L1-positive non-small cell lung cancer (HARMONI-2): a randomised, double-blind, phase 3 study in China. Lancet.; (2) Xiong A, Wang L, Chen J, et al. Ivonescimab versus pembrolizumab for PD-L1-positive non-small cell lung cancer (HARMONI-2): a randomised, double-blind, phase 3 study in China. Lancet.; (3) Reck M, Rodríguez-Abreu D, Robinson AG, et al. Pembrolizumab versus Chemotherapy for PD-L1-Positive Non-Small-Cell Lung Cancer. N Engl J Med; (4) de Castro G Jr, Kudaba I, Wu YL, et al. Five-Year Outcomes With Pembrolizumab Versus Chemotherapy as First-Line Therapy in Patients With Non-Small-Cell Lung Cancer and Programmed Death Ligand-1 Tumor Proportion Score $\geq$ 1% in the KEYNOTE-042 Study. J Clin Oncol.; 兴业证券经济与金融研究院整理

HARMONI-2 展现 AK112 单药治疗 1L 野生型 NSCLC 的优势: (1) 取得了史上最长的 mPFS, 甚至超过了 K 药联合化疗方案 (非头对头比较), 单药“去化疗”达到“联合化疗效果”; (2) 安全性优异, 后续联合用药有更多机会窗口。3-5 级 TRAEs 以及 irAEs 发生率较低, 与 K 药相当; AK112 也突破了中央型鳞癌患者使用抗 VEGF 药物的壁垒。

HARMONI-2 的 OS 数据: 在 39%成熟度时进行的总生存期 (OS) 的期中分析 (本次分析 α 分配值仅为 0.0001) 结果显示, AK112 对比 K 药具有临床生存获益, HR=0.777, 降低死亡风险 22.3%。

从国内 HARMONI-2 推测海外 HARMONI-7: HARMONI-2 研究以 PFS 为单主要终点, 海外的 HARMONI-7 研究采用了 PFS 和 OS 双主要研究终点, 人群从 PD-L1 $\geq$ 1%的患者变为 PD-L1 $\geq$ 50%的患者, 计划入组 780 人。HARMONI-2 临床结果显示 PD-L1 $\geq$ 50%的患者临床获益更显著, 该部分人群 mPFS 的 HR 为 0.48 (PD-L1 $\geq$ 1%的人群为 0.51), 因此我们推测 HARMONI-7 能做出统计学差异的概率较大。

AK112 联合化疗 (国内 HARMONI-6, 全球 HARMONI-3): 公司在 2025 年 4 月宣布, AK112 联合化疗对比替雷利珠单抗联合化疗治疗 1L 野生型 sq-NSCLC 的 3 期临床 HARMONI-6 达到 PFS 的主要终点, 期中分析显示强阳性结果。HARMONI-6 的成功再次验证 AK112 在鳞癌患者中优异的安全性, 同时也推动了 AK112 在 NSCLC 一线治疗更全面的布局。包含中国地区的全球注册临床 HARMONI-3 进一步纳入了非鳞癌患者, 同时对对照组选择 K 药联合化疗, 采用了 PFS 和 OS 双主要研究终点, 计划入组 1080 人。

表7、IO 联合化疗 1L 治疗野生型 NSCLC 临床数据对比

药物	AK112								帕博利珠单抗							
靶点	PD-1/VEGF-A双抗								PD-1单抗							
公司	康方生物								默沙东							
临床代号	AK112-201								KEYNOTE-407				KEYNOTE-189			
适应症	1L野生型sq-NSCLC	1L野生型nsq-NSCLC	1L野生型sq-NSCLC						1L野生型nsq-NSCLC							
	所有人		所有人		PD-L1≥1%		PD-L1<1%		所有人		PD-L1≥50%		PD-L1 1%~49%		PD-L1<1%	
方案	AK112 (10 or 20 mg/kg) +化疗		K药+化疗	化疗	K药+化疗	化疗	K药+化疗	化疗	K药+化疗	化疗	K药+化疗	化疗	K药+化疗	化疗	K药+化疗	化疗
样本量	63	72	278	281	176	177	95	99	410	206	132	70	128	58	127	63
ORR	71.4%	54.2%	62.6%	38.4%	59.1%	37.3%	67.4%	41.4%	48.0%	19.4%	62.1%	24.3%	49.2%	20.7%	32.3%	14.3%
mPFS	11.1m	13.3m	8.0m	5.1m	8.2m	4.6m	6.3m	5.9m	9.0m	4.9m	11.1m	4.8m	9.2m	4.9m	6.2m	5.1m
mPFS HR	/	/	0.57		0.50		0.67		0.48		0.36		0.51		0.64	
mOS	21个月OS率 69.5%	/	17.1m	9.1m	18.9m	8.8m	15.0m	9.5m	22.0m	10.7m	NR	10.1m	21.8m	12.1m	17.2m	10.2m
mOS HR	/	/	0.59		0.52		0.70		0.56		0.59		0.62		0.52	
安全性	3-5级TRAE: 44.4%; TRAE致停药: 11.1%; TRAE致死死亡: 0%	3-5级TRAE: 19%; TRAE致停药: 2.8%; TRAE致死死亡: 4%	K药+化疗组: 3-5级TRAE: 56.7%; TRAE致死: 4.3%; AE致任一停药: 27.3%; AE致全部停药: 16.2%; 3-5级irAEs: 13.3% 化疗组: 3-5级TRAE: 55.7%; TRAE致死: 1.8%; AE致任一停药: 13.2%; AE致全部停药: 7.1%; 3-5级irAEs: 3.2%						K药+化疗组: 3-5级TRAE: 52.3%; AE致死: 7.2%; AE致任一停药: 33.6%; 3-5级irAEs: 10.9% 化疗组: 3-5级TRAE: 42.1%; AE致死: 6.9%; AE致任一停药: 16.3%; 3-5级irAEs: 4.5%							

数据来源: (1) Paz-Ares L, Vicente D, Tafreshi A, et al. A Randomized, Placebo-Controlled Trial of Pembrolizumab Plus Chemotherapy in Patients With Metastatic Squamous NSCLC: Protocol-Specified Final Analysis of KEYNOTE-407. J Thorac Oncol.; (2) Gadgeel S, Rodriguez-Abreu D, Speranza G, et al. Updated Analysis From KEYNOTE-189: Pembrolizumab or Placebo Plus Pemetrexed and Platinum for Previously Untreated Metastatic Nonsquamous Non-Small-Cell Lung Cancer. J Clin Oncol.; ELCC, 康方医学微信公众号, 兴业证券经济与金融研究院整理

(二) 治疗后耐药晚期 NSCLC

● IO 及铂化疗经治野生型 NSCLC

对于 IO 及铂化疗治疗后进展的 NSCLC, 目前全球范围内都没有较为有效的治疗手段, NCCN 指南和 CSCO 指南均推荐使用多西他赛等非铂单药化疗。针对该适应症, 公司已经启动注册临床 HARMONI-8A, AK112 联合多西他赛对照安慰剂联合多西他赛, 有望填补野生型 NSCLC 后线治疗未被满足的临床需求。

AK112 联合多西他赛在该适应症的优异疗效在 2 期临床已得到初步验证。AK112-201 的队列 3 入组了 20 例 IO 及铂化疗治疗后进展的 NSCLC 患者, 结果显示 ORR 为 40%, 其中非鳞癌患者的 ORR 为 30.8%、鳞癌患者的 ORR 为 57.1%, 整体 mPFS 为

表8、IO 耐药 NSCLC 临床数据对比

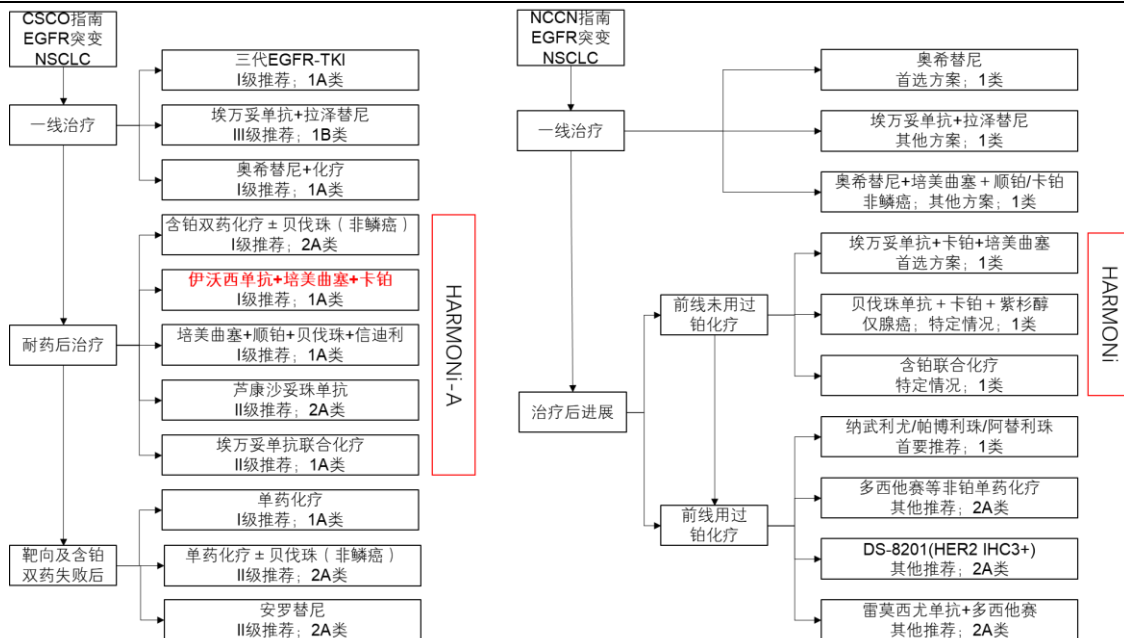
药物	AK112	IBI363		PM8002	BL-B01D1	EVOKE-01	
靶点	PD-1/VEGF-A	PD-1/IL-2		PD-L1/VEGF-A	EGFR/HER3 ADC	TROP2 ADC	
公司	康方生物	信达生物		普米斯	百利天恒	吉利德	
临床代号	AK112-201	/		/	BL-B01D1-101	EVOKE-01	
阶段	2期	1期		1b/2a	1期	3期	
治疗线数	IO及含铂化疗经治	IO经治 (67.7% 3L+)		IO及含铂化疗经治	IO经治/中位3L	IO及含铂化疗经治	
方案	联合多西他赛	单药		单药	单药	单药	多西他赛
剂量	10或20mg/kg	3mg/kg		/	2.5mg-6mg/kg	10mg/kg	/
样本量	7鳞癌, 13腺癌	鳞癌30	腺癌25	腺癌8	62	299	304
ORR	40% 非鳞癌: 30.8% 鳞癌: 57.1%	43.3%(cORR 36.7%)	28%(cORR 24%)	13%	40.3% cORR 30.6%	13.7%	18.1%
mPFS	7.1m	9.3m	5.6m	6.7m	5.4m	4.1m	3.9m
mOS	17.1m	12mo-OS%: 70.9%	12mo-OS%: 71.6%	/	/	11.1m	9.8m
安全性	83人联合化疗 Gr3+ TRAE: 26.5% TRAE致死: 1.2% TRAE致停药: 2.4% Gr3+ irAEs: 2.4%	所有57人 Gr3+ TRAE: 43.9% TRAE致死: 0% TRAE致停药: 7%		所有患者61人: Gr3+ TRAE: 18% TRAE致停药: 8.2%	Gr3+ TRAE: 61% TRAE致死: 2%	Gr3+ TRAE: 52.7% TRAE致死: 1.4% TRAE致停药: 6.8%	Gr3+ TRAE: 60.1% TRAE致死: 1.0% TRAE致停药: 14.2%

数据来源: ELCC, 信达生物微信公众号, ASCO, ESMO, 兴业证券经济与金融研究院整理

● EGFR-TKI 经治 EGFR 突变型 NSCLC

对于 EGFR-TKI 经治 EGFR 突变型 NSCLC, NCCN 指南此前主要推荐含铂双药化疗, 埃万妥单抗联合化疗获批后成为首要推荐疗法。国内近年来获批了一些新的治疗方案, 例如 AK112 联合化疗、信迪利单抗联合贝伐珠单抗及化疗、ADC 药物芦康沙妥珠单抗, 都获得了最新 CSCO 指南的推荐。

图12、CSCO 指南及 NCCN 指南 EGFR 突变 NSCLC 用药推荐



数据来源: CSCO 指南, NCCN 指南, 兴业证券经济与金融研究院整理

在 CheckMate-722 和 KEYNOTE-789 临床中, 将 PD-1 抑制剂联合到标准化疗中均未能改善 PFS 或 OS。ORIENT-31 和 ATLAS 研究证明将抗 VEGF 和免疫

检查点抑制剂与化疗联合使用可改善 PFS，但 PFS 获益未能转化为 OS 获益。埃万妥单抗双抗于 2024 年 9 月在美国获批，其注册临床 MARIPOSA-2 试验第二次期中分析 OS 的 HR 为 0.73，但未达到预设的显著性阈值，且 3 级以上 TRAE 以及 TRAE 导致的停药比例相对更高。Dato-DXd 于 2025 年 6 月在美国获批前线使用过 EGFR-TKI 以及铂化疗的 NSCLC 患者，3 期临床 TROPION-Lung01 的 AGA 非鳞癌亚组人群也并未达到 OS 的统计学差异。

表9、EGFR-TKI 耐药 NSCLC 临床数据对比

药物	AK112		Dato-DXd		埃万妥单抗		信迪利单抗	
靶点	PD-1/VEGF-A双抗		TROP2 ADC		EGFR/c-Met双抗		PD-1单抗	
公司	康方生物		第一三共/AZ		强生		信达生物	
临床代号	HARMONi-A		3期		MARIPOSA-2		ORIENT-31	
阶段	3期		TROPION-Lung01		3期		3期	
治疗线数	EGFR-TKI经治非鳞癌		经治AGA非鳞癌		奥希替尼经治非鳞癌		EGFR-TKI经治非鳞癌	
方案	联合培美曲塞+卡铂	培美曲塞+卡铂	Dato-DXd	多西他赛	联合培美曲塞+卡铂	培美曲塞+卡铂	联合贝伐珠+培美曲塞+顺铂	安慰剂+培美曲塞+顺铂
样本量	161	161	48	50	131	263	158	160
基线	脑转移21.7% 肝转移13% 前线3代治疗86.3%	脑转移23.0% 肝转移10.6% 前线3代治疗85.1%	前线3代治疗89.7%		脑转移46% 前线3代治疗100%	脑转移44% 前线3代治疗100%	/	/
ORR	50.6%	35.4%	18.0%	4.0%	64%	36%	48%	29%
mPFS	7.1m	4.8m	5.7m	2.6m	6.3m	4.2m	7.2m	4.3m
mPFS HR	0.46 HARMONi 0.52		0.35		0.48		0.51	
亚组	脑转移: 0.40; 肝转移: 0.64; 1L TKI治疗: 0.47; 2L+ TKI治疗: 0.46		/		亚洲: 0.58; 脑转移0.52; 1L TKI治疗: 0.47; 2L TKI治疗: 0.55		/	
mPFS HR	17.1m		15.6m		17.7m		21.1m	
mOS	17.1m		14.5m		15.3m		17.2m	
mOS HR	52%成熟度 0.77 HARMONi 0.79		0.65		第二次期中分析 0.73		调整交叉治疗影响 0.79-0.84	
安全性	3-5级TRAE: 54% TRAE致死: 0% TRAE致停药: 5.6% 3-5级irAEs: 6.2%	3-5级TRAE: 42.9% TRAE致死: 0% TRAE致停药: 2.5% 3-5级irAEs: 2.5%	全部297人 3-5级TRAE: 25.6% TRAE致死: 1% TRAE致停药: 8.1%	全部290人 3-5级TRAE: 42.1% TRAE致死: 0.7% TRAE致停药: 12.1%	3-5级TRAE: 67% TRAE致死: 2% TRAE致停药: 18%	3-5级TRAE: 35% TRAE致死: 0.4% TRAE致停药: 4%	3-5级TRAE: 55.7% TRAE致死: 3.8% TRAE致停药: 15.8% 3-5级irAEs: 7.0%	3-5级TRAE: 49.4% TRAE致死: 0.6% TRAE致停药: 5% 3-5级irAEs: 4.4%

数据来源: (1) Ahn MJ, Tanaka K, Paz-Ares L, et al. Datopotamab Deruxtecan Versus Docetaxel for Previously Treated Advanced or Metastatic Non-Small Cell Lung Cancer: The Randomized, Open-Label Phase III TROPION-Lung01 Study. J Clin Oncol.; (2) Passaro A, Wang J, Wang Y, et al. Amivantamab plus chemotherapy with and without lazertinib in EGFR-mutant advanced NSCLC after disease progression on osimertinib: primary results from the phase III MARIPOSA-2 study. Ann Oncol.; (3) Lu S, Wu L, Jian H, et al. Sintilimab plus chemotherapy for patients with EGFR-mutated non-squamous non-small-cell lung cancer with disease progression after EGFR tyrosine-kinase inhibitor therapy (ORIENT-31): second interim analysis from a double-blind, randomised, placebo-controlled, phase 3 trial. Lancet Respir Med.; 康方生物微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

AK112 针对该适应症的注册临床 HARMONi-A 的数据已于 2024 年 ASCO 大会披露，AK112 联合化疗对照安慰剂联合化疗，两组 mPFS 分别为 7.1 个月和 4.8 个月 (HR=0.46)，PFS 在各亚组显示出基本一致的获益，例如脑转移患者、既往接受过≥2 种 EGFR-TKI 治疗后续进展的患者等，证明了广泛的适用性。在数据成熟度为 52%时，试验组 mOS 达到 17.1 个月，而对照组为 14.5 个月(HR=0.77)，当前 OS 数据尚未达到最终结果，但两条曲线在早期已呈现分离趋势，预示着 HARMONi-A 方案延长患者总生存期的潜力。

海外同适应症注册临床 HARMONi 已于 2025 年 5 月公告初步结果:(1)HARMONi 研究与在中国 HARMONi-A 研究的结果具有一致性，验证了依沃西在跨区域研究

表11、1L 晚期胆道癌临床数据对比

药物	AK112	帕博利珠单抗		度伐利尤单抗	
靶点	PD1/VEGF-A双抗	PD-1单抗		PD-L1单抗	
公司	康方生物	默沙东		阿斯利康	
临床代号	AK117-202	KEYNOTE-966		TOPAZ-1	
阶段	2期	3期		3期	
方案	AK112联合化疗	帕博利珠单抗+化疗	安慰剂+化疗	度伐利尤单抗+化疗	安慰剂+化疗
样本量	22	533	536	341	344
ORR	63.6%	29%	28%	26.7%	18.7%
mPFS	8.5	6.5	5.6	7.2	5.7
mPFS HR	/	0.87		0.75	
mOS	16.8	12.7	10.9	12.9	11.3
mOS HR	/	0.86		0.74	
安全性	3/4级TRAE: 86.4%	3/4级TRAE: 69.9%	3/4级TRAE: 68.7%	3/4级TRAE: 62.7%	3/4级TRAE: 64.9%

数据来源：Oh DY, He AR, Bouattour M, et al. Durvalumab or placebo plus gemcitabine and cisplatin in participants with advanced biliary tract cancer (TOPAZ-1): updated overall survival from a randomised phase 3 study. Lancet Gastroenterol Hepatol. ; ASCO, ESMO, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 1L 晚期结直肠癌

目前晚期 MSS 型结直肠癌患者的标准一线治疗方案仍为贝伐珠单抗+化疗，免疫治疗在该领域还未取得突破，二代 IO 有望带来变革。AK112+FOLFOXIRI 化疗 1L 治疗晚期 结直肠癌的 2 期临床数据于 2024 年 ESMO 大会披露，ORR 达到了 81.8%。AK112+FOLFOXIRI 化疗 1L 治疗晚期结直肠癌的中国注册临床 3 期已于 2025 年 5 月启动，对照组为贝伐珠单抗+化疗。

表12、1L 晚期结直肠癌临床数据对比

药物	AK112		贝伐珠单抗	
靶点	PD1/VEGF-A双抗		VEGF-A单抗	
公司	康方生物		罗氏	
临床代号	AK112-206		TRIBE	
阶段	2期		3期	
方案	FOLFOXIRI + AK112	FOLFOXIRI + AK112+AK117	FOLFOXIRI 化疗+贝伐珠	FOLFIRI+贝伐珠
样本量	22	18	252	256
ORR	81.8%	88.2%	65%	54%
mPFS	9月PFS率 81.4%	9月PFS率 86.2%	12.3	9.7
mOS	/	/	29.8	25.8
安全性	≥3级TRAE: 54.5%	≥3级TRAE: 44.4%	≥3级 TRAE: 68%	≥3级 TRAE: 46%

数据来源：Cremolini C, Loupakis F, Antoniotti C, et al. FOLFOXIRI plus bevacizumab versus FOLFIRI plus bevacizumab as first-line treatment of patients with metastatic colorectal cancer: updated overall survival and molecular subgroup analyses of the open-label, phase 3 TRIBE study. Lancet Oncol.; ESMO, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 1L 晚期头颈鳞癌

在免疫治疗之前，EGFR 是晚期头颈鳞癌重要的治疗靶点，1L 治疗推荐使用西妥昔单抗联合化疗（EXTREME 方案）。在 KEYNOTE-048 研究中，K 药单药或者联合化疗分别在 PD-L1 CPS ≥ 1 或未经选择的人群中在总生存期方面优于 EXTREME 方案，成为新的一线标准治疗方案。

AK112+AK117(CD47 单抗)一线治疗晚期头颈鳞癌的 2 期数据于 2024 年 ESMO 披露，mPFS 达到了 7.1 个月。AK112+AK117 1L 治疗晚期头颈鳞癌的中国注册临床 3 期已于 2024 年 10 月启动，对照组为帕博利珠单抗+安慰剂。

表13、1L 晚期头颈鳞癌临床数据对比

药物	AK112			帕博利珠单抗											
靶点	PD1/VEGF-A双抗			PD-1单抗											
公司	康方生物			默沙东											
临床代号	/			KEYNOTE-048											
阶段	2期			3期											
方案	AK112+AK117			单药	西妥昔+化疗	单药	西妥昔+化疗	单药	西妥昔+化疗	联合化疗	西妥昔+化疗	联合化疗	西妥昔+化疗	联合化疗	西妥昔+化疗
PDL1	CPS≥1	CPS≥20	1≤CPS<20	ITT		CPS≥1		CPS≥20		ITT		CPS≥1		CPS≥20	
样本量	20	11	9	301	300	257	255	133	122	281	278	242	235	128	110
ORR	65.0%	72.7%	44.4%	16.9%	36.0%	19.1%	34.9%	23.3%	36.1%	37.0%	36.3%	38.0%	35.7%	45.2%	38.2%
mPFS	7.1m	/	/	2.3m	5.3m	3.2m	5.0m	3.4m	5.3m	4.9m	5.3m	5.1m	5.0m	5.8m	5.3m
mPFS HR	/	/	/	1.29		1.14		0.97		0.95		0.87		0.78	
mOS	/	/	/	11.5m	10.7m	12.3m	10.4m	14.9m	10.8m	13.0m	10.7m	13.6m	10.6m	14.7m	11.1m
mOS HR	/	/	/	0.82		0.74		0.61		0.72		0.65		0.63	
安全性	全部30人（包括10例AK112单药） ≥3级TRAE：66.6%；无TRAE导致的停药或死亡			单药：≥3级TRAE：55%；TRAE导致死亡8% 联合化疗：≥3级TRAE：85%；TRAE导致死亡12% 西妥昔+化疗：≥3级TRAE：83%；TRAE导致死亡10%											

数据来源：（1）Tahara M, Greil R, Rischin D, et al. Pembrolizumab with or without chemotherapy in recurrent or metastatic head and neck squamous cell carcinoma: 5-year follow-up from the randomized phase III KEYNOTE-048 study. Eur J Cancer. （2）Burtneess B, Harrington KJ, Greil R, et al. Pembrolizumab alone or with chemotherapy versus cetuximab with chemotherapy for recurrent or metastatic squamous cell carcinoma of the head and neck (KEYNOTE-048): a randomised, open-label, phase 3 study. Lancet.; ESMO，兴业证券经济与金融研究院整理

● 1L 晚期胰腺癌

胰腺癌素有“癌中之王”之称，其早期症状隐匿、侵袭性强，5 年生存率不足 10%，超过 80% 的患者确诊时已丧失手术机会，但目前晚期胰腺癌的一线治疗仍以化疗为主，临床亟需新的突破性疗法。AK112+化疗 $\pm$ AK117 1L 治疗晚期胰腺癌的中国注册临床 3 期已于 2025 年 5 月启动，对照组为化疗。

四、AK104：全人群获益，填补多个临床空白

AK104 是全球首个进入临床、首个获批的 PD-1/CTLA4 双抗，与 PD-1 单抗联合 CTLA-4 单抗的联合疗法相比，毒性显著降低，具有明显的安全性和疗效优势。

（1）在国内，AK112 已经获批 1L/2L+宫颈癌以及 1L 胃癌适应症，肝癌、肺癌领域的注册临床也在推进中；（2）公司计划 2025 年启动 AK104 的海外临床。

表14、AK104 注册临床布局情况

疾病领域	试验组	对照组	适应症	临床代号	阶段	区域	主要终点	目前阶段	目前阶段开始时间	下一阶段	下一阶段预计开始日期
宫颈癌	AK104	无	2L/3L宫颈癌	AK104-201	2期	中国	ORR	附条件批准	2022/6	/	/
	AK104+化疗 ± 贝伐珠单抗	安慰剂+化疗 ± 贝伐珠单抗	1L宫颈癌	AK104-303	3期	中国	PFS、OS	获批	2025/5	/	/
	AK104+同步放化疗	安慰剂+同步放化疗	局部晚期宫颈癌	AK104-305	3期	中国	PFS	试验开始	2022/6	完成主要终点	2026/5
胃癌	AK104+化疗	安慰剂+化疗	1L胃癌	AK104-302	3期	中国	OS	获批	2024/9	/	/
	AK105+AK109+化疗	安慰剂+化疗	2L胃癌	AK109-301	3期	中国	PFS、OS	试验开始	2024/6	完成主要终点	2026/11
	AK104+SOX化疗	安慰剂+SOX化疗	围手术期胃癌	AK104-310	3期	中国	pCR、EFS	试验开始	2025/7	完成主要终点	2029/7
肝癌	AK104	安慰剂	术后辅助肝癌	AK104-306	3期	中国	RFS	试验开始	2023/1	完成主要终点	2026/1
	AK104+仑伐替尼+TACE	TACE	1L中期肝细胞癌	AK104-308	3期	中国	PFS	试验开始	2024/8	完成主要终点	2025/10
肺癌	AK104+化疗	替雷利珠单抗	1L PDL1- NSCLC	AK104-307	3期	中国	PFS、OS	试验开始	2024/1	完成主要终点	2025/8
	AK104	舒格利单抗	局部晚期NSCLC巩固治疗	AK104-309	3期	中国	PFS	试验开始	2024/11	完成主要终点	2026/10

数据来源：医药魔方，兴业证券经济与金融研究院整理；截至 2025/7/4

（一）1L 及 2L 晚期胃癌

胃癌平均 HER2 阳性率为 22%，而中国胃癌患者 HER2 阳性率为 8.8%~12%。
对于大部分 HER2 阴性胃癌患者，晚期一线治疗推荐使用 PD-1 抑制剂联合化疗。
但对于 PD-L1 阴性的胃癌患者，PD-1 抑制剂的疗效受到质疑。

表15、1L 胃癌临床数据对比

药物	卡度尼利单抗								佐妥昔单抗				纳武利尤单抗											
靶点	PD-1/CTLA-4双抗								CLDN18.2单抗				PD-L1单抗											
公司	康方生物								安斯泰来				BMS											
临床代号	COMPASSION-15								Spotlight				GLOW				CheckMate-649							
临床阶段	3期								3期				3期				3期							
方案	联合 化疗	化疗	联合 化疗	化疗	联合 化疗	化疗	联合 化疗	化疗	联合 mFOLFOX6	安慰剂联合 mFOLFOX6	联合 CAPOX	安慰剂联合 CAPOX	联合 化疗	化疗	联合 化疗	化疗	联合 化疗	化疗	联合 化疗	化疗				
生物标记物	全人群		PD-L1 CPS≥5		PD-L1 CPS<5		PD-L1 CPS<1		CLDN 18.2+ (≥75%)				全人群		PD-L1 CPS≥5		PD-L1 CPS<5		PD-L1 CPS<1					
样本量	305	305	116	140	157	147	72	68	283	282	254	253	789	792	473	482	308	298	140	125				
ORR	65.2%	48.9%	68.1%	52.9%	/	/	/	/	61.1%	62.4%	42.5%	40.3%	/	/	/	/	/	/	/	/				
mPFS	7.0m	5.3m	6.9m	5.5m	6.9m	4.6m	6.8m	4.5m	10.61m	8.67m	8.21m	6.8m	7.7m	6.9m	7.7m	6.0m	7.5m	8.1m	8.7m	8.1m				
mPFS HR	0.53		0.51		0.75		0.60		0.75		0.687		0.77		0.51		0.93		0.93					
mOS	15.0m	10.8m	15.3m	10.9m	13.7m	11.4m	12.8m	10.9m	18.23m	15.54m	14.39m	12.16m	13.8m	11.6m	14.4m	11.1m	12.4m	12.3m	13.1m	12.5m				
mOS HR	0.62		0.58		0.75		0.84		0.75		0.771		0.80		0.68		0.94		0.92					
安全性	全人群试验组 ≥3级TRAE 65.9% TRAE导致死亡1.6%				全人群试验组 ≥3级TRAE 53.6% TRAE导致死亡2.3%				≥3级TEAE 87% TEAE导致死亡8% TRAE导致死亡2%		≥3级TEAE 78% TEAEs导致死亡9% TRAE导致死亡1%		≥3级TEAE 72.8% TEAE导致死亡10.6% TRAE导致停药7.1% TRAE导致死亡2.4%		≥3级TEAE 69.9% TEAE导致死亡12.9% TRAE导致死亡4.4% TRAE导致死亡2.8%		全人群试验组 ≥3级TRAE 60% TRAE导致死亡2%				全人群对照组 ≥3级TRAE 44% TRAE导致死亡1%			

数据来源：（1）Shen L, Zhang Y, Li Z, et al. First-line cadonilimab plus chemotherapy in HER2-negative advanced gastric or gastroesophageal junction adenocarcinoma: a randomized, double-blind, phase 3 trial. Nat Med.；（2）Shitara K, Lordick F, Bang YJ, et al. Zolbetuximab plus mFOLFOX6 in patients with CLDN18.2-positive, HER2-negative, untreated, locally advanced unresectable or metastatic gastric or gastro-oesophageal junction adenocarcinoma (SPOTLIGHT): a multicentre, randomised, double-blind, phase 3 trial. Lancet.；（3）Janjigian YY, Shitara K, Moehler M, et al. First-line nivolumab plus chemotherapy versus chemotherapy alone for advanced gastric, gastro-oesophageal junction, and oesophageal adenocarcinoma (CheckMate 649): a randomised, open-label, phase 3 trial. Lancet.；康方生物官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2025 年 6 月，FDA 正式对 PD-1 抑制剂在胃癌的使用进行了限制，只能用于 PD-L1 阳性人群。AK104 联合化疗治疗一线晚期胃癌，国内注册临床 COMPASSION-15 结果显示，在 PD-L1 高表达人群中展现出更优异的治疗潜力，同时在 PD-L1 低表达/阴性也疗效显著，能有效填补 PD-1 抑制剂在 PD-L1 低表达及阴性胃癌中疗效有限的临床空白。该适应症已于 2024 年 9 月在国内获批。

对于 IO 治疗后进展后的晚期胃癌患者，目前 2L 治疗推荐单药化疗或者紫杉醇联合雷莫西尤单抗。AK104+普洛西单抗+化疗 2L 治疗胃癌的 2 期临床数据于 2024 年 ASCO 大会披露，mPFS 达到 6.8m、mOS 达到 12.9m，临床疗效优异，中国注册临床 3 期已于 2024 年 6 月启动。

表16、2L 晚期胃癌临床数据对比

药物	卡度尼利单抗		雷莫西尤单抗		呋喹替尼	
靶点	PD-1/CTLA-4双抗		VEGFR2单抗		VEGFR1/2/3抑制剂	
公司	康方生物		礼来		和黄医药	
临床代号	AK109-201		RAINBOW-Asia		FRUTIGA	
临床阶段	2期		3期		3期	
方案	+AK109 +化疗	安慰剂 +AK109+ 化疗	联合紫 杉醇	安慰剂联 合紫杉醇	联合紫杉 醇	安慰剂联 合紫杉醇
样本量	29	30	294	146	351	352
ORR	48.0%	39.3%	26.5%	21.9%	42.5%	22.4%
mPFS	6.8m	5.5m	4.14m	3.15m	5.6m	2.7m
mPFS HR	/		0.765		0.57	
mOS	12.9m	8.9m	8.71m	7.92m	9.6m	8.4m
mOS HR	/		0.963		0.96	
安全性	≥3级 TEAE 55.2%	≥3级 TEAE 56.7%	≥3级 TEAE 79%	≥3级 TEAE 68%	≥3级 TEAE 86.9%	≥3级 TEAE 63.3%

数据来源：（1）Xu RH, Zhang Y, Pan H, et al. Efficacy and safety of weekly paclitaxel with or without ramucirumab as second-line therapy for the treatment of advanced gastric or gastroesophageal junction adenocarcinoma (RAINBOW-Asia): a randomised, multicentre, double-blind, phase 3 trial. Lancet Gastroenterol Hepatol.; （2）Wang F, Shen L, Guo W, et al. Fruquintinib plus paclitaxel versus placebo plus paclitaxel for gastric or gastroesophageal junction adenocarcinoma: the randomized phase 3 FRUTIGA trial. Nat Med.; ASCO，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）1L 晚期宫颈癌

对于晚期宫颈癌患者的 1L 治疗，K 药+化疗 ± 贝伐珠单抗仅在 PD-L1 CPS ≥ 1 的人群中有效。卡度尼利在一线治疗晚期宫颈癌全人群中展现出突出疗效，无论 PD-L1 表达，显著降低全人群死亡风险，在 PD-L1 CPS < 1 的人群中，OS HR 为 0.77。并且无论是否联合贝伐，卡度尼利均有显著的 OS 获益，填补了宫颈癌患者常常因放疗毒性存在贝伐珠单抗禁忌这一临床空白。

表17、1L 晚期宫颈癌临床数据对比

药物	卡度尼利单抗										帕博利珠单抗								阿替利珠单抗	
靶点	PD-1/CTLA-4双抗										PD-1单抗								PD-L1单抗	
公司	康方生物										默沙东								罗氏	
临床代号	COMPASSION-16										KEYNOTE-826								BEATcc	
阶段	3期										3期								3期	
方案	+化疗 ±贝伐 珠	安慰剂 +化疗± 贝伐珠	+化疗 ±贝伐 珠	安慰剂 +化疗± 贝伐珠	+化疗 ±贝伐 珠	安慰剂 +化疗± 贝伐珠	+化疗 ±贝伐 珠	安慰剂 +化疗± 贝伐珠	+化疗 ±贝伐 珠	安慰剂 +化疗 ±贝伐珠	+化疗 ±贝伐 珠	安慰剂 +化疗± 贝伐珠	+化疗 ±贝伐 珠	安慰剂 +化疗± 贝伐珠	+化 疗± 贝伐 珠	安慰剂 +化疗± 贝伐珠	+化疗 ±贝伐 珠	安慰剂 +化疗± 贝伐珠	+化疗+ 贝伐珠	安慰剂+ 化疗+ 贝伐珠
PDL1 CPS	全人群		≥1		<1		全人群		全人群		全人群		≥1		<1					
样本量	222	223	155	157	62	54	133	132	89	91	308	309	273	275	35	34	206	204		
ORR	79%	68%	/	/	/	/	/	/	/	/	66.2%	51.5%	68.5%	50.9%	/	/	84%	72%		
mPFS	12.7m	8.1m	13.5m	8.3m	12.0m	8.2m	15.1m	11.5m	11.7m	6.9m	10.4m	8.2m	10.5m	8.2m	/	/	13.7m	10.4m		
HR	0.62		0.62		0.73		0.81		0.46		0.61		0.58		0.95		0.62			
mOS	NR	22.8m	NR	22.7m	NR	25.3m	NR	NR	28.2m	15.1m	26.4m	16.8m	28.6m	16.5m	/	/	32.1m	22.8m		
HR	0.64		0.69		0.77		0.84		0.50		0.63		0.60		0.87		0.68			
安全性	试验组: ≥3级TRAE 82%; TRAE导致死亡4%; ≥3级irAE 10% 安慰剂组: ≥3级TRAE 79%; TRAE导致死亡3%; ≥3级irAE 0.9%										试验组: ≥3级AE 81.8%; TRAE致死0.7% 对照组: ≥3级AE 75.1%; TRAE致死1.3%								≥3级AE 79%; TRAE致 死3%	≥3级AE 75%; TRAE致 死3%

数据来源: (1) Wu X, Sun Y, Yang H, et al. Cadonilimab plus platinum-based chemotherapy with or without bevacizumab as first-line treatment for persistent, recurrent, or metastatic cervical cancer (COMPASSION-16): a randomised, double-blind, placebo-controlled phase 3 trial in China. Lancet.; (2) Colombo N, Dubot C, Lorusso D, et al. Pembrolizumab for Persistent, Recurrent, or Metastatic Cervical Cancer. N Engl J Med.; (3) Oaknin A, Gladieff L, Mart í nez-Garc í a J, et al. Atezolizumab plus bevacizumab and chemotherapy for metastatic, persistent, or recurrent cervical cancer (BEATcc): a randomised, open-label, phase 3 trial. Lancet.; 兴业证券经济与金融研究院整理

(三) 1L PD-L1 阴性野生型晚期 NSCLC

免疫联合化疗已成为晚期野生型 NSCLC 患者的一线标准治疗模式，但 PD-L1 阴性 NSCLC 患者的生存获益仍然非常有限，存在未被满足临床需求。通过汇总目前在 PD-(L)1 单抗联合化疗一线治疗晚期 NSCLC 的重要研究显示，PD-L1 阴性鳞癌患者的 ORR 基本在 60%-70%，非鳞癌患者 ORR 基本在 30%-50%。

AK104+化疗一线治疗驱动基因阴性、PD-L1 阴性晚期 NSCLC 的临床 2 期结果于 2024 年 WCLC 披露，初步疗效数据显示，总人群 ORR 为 66.7% (cORR 为 43.3%)，其中鳞癌 ORR 为 93.3%、非鳞癌 ORR 为 40%，DCR 为 100%。通过非头对头对比，相较于同类研究的 PD-L1 阴性亚组数据，展现出较高的治疗潜力，特别在鳞癌患者中显示出优异的疗效，并且安全性良好。

表18、一线 PD-L1 阴性野生型晚期 NSCLC 临床数据对比

治疗模式		抗PD-(L)1+化疗								
研究	KEYNOTE-189 ³	RATIONALE-304 ⁴	MEDI5752 ⁵	KEYNOTE-407 ⁶	RATIONALE-307 ⁷	GEMSTON E-302 ⁸	POSEIDON ⁹	CheckMate 227 ¹⁰	CheckMate 9LA ¹¹	LungCadX
试验分期	III期	III期	Ib/II期	III期	III期	III期	III期	III期	III期	II期
组织类型	非鳞癌			鳞癌			全人群			
治疗方案	帕博利珠单抗+含铂化疗 vs. 含铂化疗	替雷利珠单抗+含铂化疗 vs. 含铂化疗	MEDI5752+化疗 vs. 帕博利珠单抗+化疗	帕博利珠单抗+含铂化疗 vs. 含铂化疗	替雷利珠单抗+PC/nab-PC vs. PC	舒格利单抗+含铂化疗 vs. 含铂化疗	D+T+CT vs D-CT vs. CT	O+Y vs. O+CT vs. CT	O+Y+2周期含铂化疗 vs. 含铂化疗	卡度尼利单抗+含铂化疗
样本量 (PD-L1阴性亚组)	127 vs. 63	87 vs. 43	9 vs. 10	95 vs. 99	48 vs.47 vs.49	125 vs. 64	125 vs. 111 vs. 129	187 vs. 177 vs. 186	135 vs.129	30
ORR(%)	33.1 vs. 14.3	43.8 vs. 27.1	55.6 vs. 30.0	67.4 vs. 41.4	70.8 vs.68.1 vs.49.0	51.6 vs. 39.1	36.8 vs. 27.0 vs.19.4	27 vs. 38 vs. 23	31.1 vs 20.2	66.7 鳞癌93.3 非鳞40.0
mPFS(m)	6.2 vs. 5.1 HR=0.67	7.6 vs.7.6 HR=0.81	13.4 vs. 9	6.3 vs. 5.9 HR=0.70	7.6 vs. 7.6 vs.5.5	7.4 vs.4.9 HR=0.57	6.1 vs. 4.6 vs. 4.7	5.1 vs. 5.6 vs. 4.7	5.8 vs 5.0 HR=0.70	/
mOS(m)	17.2 vs. 10.2 HR=0.55	/	/	15.0 vs. 11.0 HR=0.83	/	19.4 vs. 14.8 HR=0.66	12.7 vs. 10.9 vs. 11.0	17.4 vs. 15.2 vs. 12.2	17.7 vs. 9.8 HR=0.66	/
≥3级 TRAE(%) (总人群)	52.3 vs. 42.1	/	80.0 vs. 61.9	57.2 vs. 55.7	/	64.7 vs. 62.3	48.3 vs. 41.8 vs. 46.9	33 vs. 36 (O+Y vs. CT)	48.0 vs. 38.1	34.1

数据来源：康方医学微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

（四）1L 中晚期肝癌

对于不可切除、且无远处转移(中晚期)的 HCC 患者,经动脉化疗栓塞术(TACE)是临床常用的一线非根治性治疗方法,可改善患者的总体生存期。然而,接受 TACE 治疗的患者中位无进展生存期(PFS)仍然较短(约 7-8 个月)。随着免疫+靶向在晚期肝癌中确立标准治疗地位,在中晚期肝癌中免疫+靶向+TACE 成为重要探索方向。罗氏的 EMERALD-1 是第一个取得成功的 3 期临床研究,结果表明度伐利尤单抗+贝伐珠单抗+TACE 对比 TACE, 可以显著延长 mPFS (15.0 vs 8.2 月); 默沙东的 3 期临床研究 LEAP-012 也取得成功,帕博利珠单抗+仑伐替尼+TACE 与 TACE 相比,也能显著延长 mPFS (14.6 vs 10.0 月)。这两项 3 期临床研究将改变中晚期肝癌治疗的临床实践。

AK104 +仑伐替尼+TACE 一线治疗中晚期肝癌患者的临床 2 期研究结果于 2024 年 ASCO GI 大会上首次公布,基于 mRECIST 的 ORR 达到 85.0%,国内注册临床 3 期已于 2024 年 8 月启动。

表19、1L 中晚期肝癌临床数据对比

药物	卡度尼单抗		帕博利珠单抗				度伐利尤单抗			
靶点	PD-1/CTLA-4双抗		PD-1单抗				PD-L1单抗			
公司	康方生物		默沙东				AZ			
临床代号	/		LEAP-012				EMERALD-1			
阶段	2期		3期				3期			
方案	AK104+TACE+仑伐替尼		K药+TACE+仑伐替尼	安慰剂+TACE	K药+TACE+仑伐替尼	安慰剂+TACE	度伐利尤+贝伐珠+TACE	安慰剂+TACE	度伐利尤+贝伐珠+TACE	安慰剂+TACE
样本量	60		237	243	237	243	204	205	204	205
	RECIST v1.1	mRECIST	RECIST v1.1		mRECIST		RECIST v1.1		mRECIST	
ORR	35.0%	85.0%	47%	33%	71%	50%	44%	30%	/	/
mPFS	9个月PFS率67.1%	9个月PFS率60.4%	14.6m 中国16.6m	10.0m 中国6.5m	14.5m	8.5m	15.0m	8.2m	14.2m	8.2m
mPFS HR	/	/	0.66 中国0.53		0.64		0.77		0.75	
mOS	/	/	K药组：24个月OS率75% 安慰剂组：24个月OS率69%				/	/	/	/
mOS HR	/	/	0.8 中国0.58				/	/	/	/
安全性	≥3级TRAE：68.9%		试验组：≥3级TRAE：71% 对照组：≥3级TRAE：32%				试验组：≥3级TRAE：27% 对照组：≥3级TRAE：6%			

数据来源：(1) Kudo M, Ren Z, Guo Y, et al. Transarterial chemoembolisation combined with lenvatinib plus pembrolizumab versus dual placebo for unresectable, non-metastatic hepatocellular carcinoma (LEAP-012): a multicentre, randomised, double-blind, phase 3 study. Lancet.; (2) Sangro B, Kudo M, Erinjeri JP, et al. Durvalumab with or without bevacizumab with transarterial chemoembolisation in hepatocellular carcinoma (EMERALD-1): a multiregional, randomised, double-blind, placebo-controlled, phase 3 study. Lancet.; ASCO, 兴业证券经济与金融研究院整理

五、丰富的候选药物管线

● 肿瘤领域：“IO+ADC” 2.0 迭代战略加速推进

AK104 和 AK112 均已获批上市，且在全球范围内开展了一系列领先疗法布局，公司是全球唯一拥有 2 个获批 IO 双抗的企业，推进肿瘤免疫治疗进入 2.0 时代。公司还有众多自研肿瘤管线，以 AK104 和 AK112 为基石，公司积极展开联合用药探索，展现极佳的协同效应，有望进一步改写肿瘤治疗格局。

表20、康方生物其他肿瘤管线

产品	中国研发排名	全球研发排名	疾病领域	试验组	对照组	适应症	临床代号	阶段	区域	主要终点	目前阶段	目前阶段开始时间	下一阶段	下一阶段预计开始日期
派安普利单抗 AK105 (PD-1)	7/56	10/56	血液瘤	AK105	化疗	3L+ r/r cHL	AK105-303	3期	中国	PFS	附条件批准	2021/8	/	/
			肺癌	AK105+化疗	安慰剂+化疗	1L wtNSCLC鳞癌	AK105-302	3期	中国	PFS	获批	2023/1	/	/
			鼻咽癌	AK105	无	2L+ 鼻咽癌	AK105-202	2期	中美	ORR	获批	中2024/4 美2025/4	/	/
				AK105+化疗	安慰剂+化疗	1L 鼻咽癌	AK105-304	3期	中美	PFS	获批	中2025/3 美2025/4	/	/
芙法利单抗 AK117 (CD47)	3/31	4/31	胰腺癌	AK112+化疗+AK117	安慰剂+化疗	1L 胰腺癌	AK112-310	3期	中国	OS	试验开始	2025/5	完成主要终点	2027/5
普洛西单抗 AK109 (VEGFR-2)	4/7	4/7	头颈鳞癌	AK112+AK117	帕博利珠单抗+安慰剂	1L PDL1+头颈鳞癌	AK117-302	3期	中国	OS	试验开始	2024/10	完成主要终点	2027/1
			胃癌	AK104+AK109+化疗	安慰剂+化疗	2L+ PD(L)1经治胃癌	AK109-301	3期	中国	PFS、OS	试验开始	2024/6	完成主要终点	2026/11
佐斯利单抗 AK119 (CD73)	4/30	6/30	肺癌	AK112+AK119+化疗	无	2L+ EGFRm非鳞NSCLC	AK119-201	1b/2期	中国	ORR	试验开始	2023/2	完成主要终点	2024/12
			结直肠癌	AK112+AK119+化疗	无	3L+1L MSS结直肠癌	AK119-202	1b/2期	中国	ORR	试验开始	2023/5	完成主要终点	2026/5
AK127 (TIGIT)	6/36	8/36	肝癌	AK112+AK127	信迪利单抗+贝伐珠	1L肝癌	/	1b/2期	中国	ORR	试验开始	2024/9	完成主要终点	2028/9
			胃癌	AK112+AK129	无	1L局部晚期胃癌	/	1b/2期	中国	ORR	试验开始	2024/9	完成主要终点	2026/7
AK129 (PD1/LAG3)	3/7	3/7	淋巴瘤	AK129+AK117	无	PD-1/L1治疗失败霍奇金淋巴瘤	/	1b/2期	中国	ORR	试验开始	2025/1	完成主要终点	2028/2
			肝癌	AK112+AK129	信迪利单抗+贝伐珠	1L肝癌	/	1b/2期	中国	ORR	试验开始	2024/9	完成主要终点	2028/9
AK130 (TIGIT/TGF-β)	1/1	1/1	胆道癌	AK112+AK130	无	2L+胆道癌	/	1b/2期	中国	ORR	试验开始	2025/5	完成主要终点	2027/5
			实体瘤	AK131	无	实体瘤	/	1a/1b期	中国	DLT	试验开始	2024/1	完成主要终点	2026/8
AK132 (CLDN18.2/CD47)	1/1	1/1	实体瘤	AK132	无	实体瘤	/	1期	中国	DLT	试验开始	2023/12	完成主要终点	2026/4
AK135 (IL-1RAP)	1/14	5/14	CIPN	AK135	无	CIPN	/	1期	中国	DLT	试验开始	2025/2	完成主要终点	2026/3
AK137 (CD73/LAG-3)	1/1	1/1	癌症	AK137	无	癌症	/	1期	中国	DLT	试验开始	2024/12	完成主要终点	2027/5
AK138D1 (HER3)	9/27	10/27	实体瘤	AK138D1	无	实体瘤	/	1期	中国	DLT	试验开始	2025/2	完成主要终点	2028/2
AK146D1 (TROP2/Nectin-4)	1/3	1/3	实体瘤	AK146D1	无	实体瘤	/	1期	中国	DLT	试验开始	2025/5	完成主要终点	2026/11

数据来源：康方生物官网，医药魔方，兴业证券经济与金融研究院整理

基于在多特异性抗体药物开发领域丰富的成功经验,公司布局创新型双抗 ADC 药物,为公司更进一步挖掘创新产品组合的全球临床价值。公司自主研发的首个双抗 ADC 药物 AK146D1 (TROP2/Nectin-4 ADC),治疗晚期实体瘤的 1a 期临床

研究完成首例受试者入组，目前全球尚无同时靶向 TROP2 或 Nectin-4 的双抗 ADC 药物获批临床，AK146D1 助力公司迭代构建“IO+ADC”2.0 的全球竞争优势。

- 非肿瘤领域：成熟靶点产品步入收获期，早期布局差异化双抗

在非肿瘤领域，公司亦战略性布局拥有广阔商业空间的代谢、自免等管线，产品步入收获期。AK102、AK101 已经获批上市，AK111 处于上市申请审批阶段，AK120 的临床 3 期推进中。

AK139 是公司非肿瘤领域首个进入临床阶段的双特异性抗体新药。AK139 为全球首个靶向 IL-4Ra/ST2 的双抗，一方面可抑制 IL-4Ra 通路，阻断 Th2 细胞介导的呼吸系统、皮肤炎症反应；另一方面可抑制 IL-33/ST2 通路，干扰 IL-33 与特异性受体 ST2 结合以致呼吸心血管、肌肉骨骼等多系统炎症性疾病。目前已进入临床 1 期，有望推动以上炎症通路为主要发病机制的呼吸系统、皮肤疾病等疾病的治疗进入“双靶点时代”。

表21、康方生物非肿瘤管线

产品	中国研发排名	全球研发排名	疾病领域	试验组	对照组	适应症	临床代号	阶段	区域	主要终点	目前阶段	目前阶段开始时间	下一阶段	下一阶段预计开始日期
AK102 (PCSK9)	4/8	4/8	高血脂	AK102+他汀类	安慰剂+他汀类	高血脂/高胆固醇	AK103-301	3期	中国	LDL-C	获批	2024/9	/	/
AK101 (IL-12/IL-23)	2/3	2/3	自免	AK101	安慰剂	中重度银屑病	AK101-302	3期	中国	PASI 75	获批	2025/4	/	/
AK111 (IL-17)	5/15	6/15	自免	AK111	安慰剂	中重度银屑病	AK111-301	3期	中国	PASI 75	申请上市	2025/1	获批	/
AK120 (IL-4Ra)	7/18	8/18	自免	AK120	安慰剂	中重度成人特应性皮炎	AK120-301	3期	中国	EASI 75	试验开始	2024/4	完成主要终点	2025/1
AK115 (NGF)	4/9	4/9	疼痛	AK115	安慰剂	癌症疼痛	/	1期	中国	AE	试验开始	2022/3	完成主要终点	2022/9
AK139 (IL-4Ra/ST2)	1/2	1/2	自免	AK139	安慰剂	COPD	/	1期	中国	AE	试验开始	2025/5	完成主要终点	2026/1
总计			/	/		/					/	/	/	/

数据来源：康方生物官网，医药魔方，兴业证券经济与金融研究院整理

六、盈利预测与估值

- AK104 销售峰值测算

AK104 在国内已获批 2L+宫颈癌、1L 宫颈癌以及 1L 胃癌适应症，同时在肝癌、NSCLC 领域的国内注册临床也在推进当中。2L+宫颈癌适应症被纳入 2024 年国家医保目录，年费用约为 15.1 万元。按照目前国内已经启动注册临床的适应症测算，AK104 在国内的经风险调整销售峰值有望超过 40 亿元。公司也计划在 2025 年内启动 AK104 的全球临床，海外市场将进一步打开 AK104 的增长空间。

表22、AK104 销售金额预测

卡度尼单抗 (AK104)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
中国经风险调整销售额测算 (亿元)	5.5	13.6	14.1	14.9	18.9	21.9	25.5	34.6	36.0	39.6	42.4	42.1	41.8	40.8
分适应症经风险调整销售额测算 (亿元)														
1) 2L/3L复发难治宫颈癌适应症	5.5	13.6	13.0	4.0	2.9	2.0	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3
2) 1L复发难治宫颈癌适应症	0.0	0.0	0.0	2.5	3.1	4.5	5.5	7.1	6.8	6.3	6.0	5.5	4.9	4.7
3) 局部晚期宫颈癌适应症	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.2	2.0	2.8	3.1	3.2	3.4	3.5	3.4	3.3
4) 1L 胃癌/胃食管交界处癌	0.0	0.0	1.1	8.4	12.8	12.2	12.4	14.4	9.8	8.0	7.7	7.0	5.7	5.5
5) IO耐药胃癌/胃食管交界处癌	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.5	0.8	1.1	1.3	1.6	1.8	2.1	2.3
6) 胃癌围手术期治疗	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	1.5	2.3	3.0	3.8	4.4
7) 肝细胞癌根治术后辅助治疗	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	0.9	1.7	3.3	4.6	4.6	4.3	4.2	4.0
8) 中晚期不可切除肝细胞癌 (uHCC)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7	1.6	3.4	5.5	7.4	7.9	8.0	8.4	7.9
9) 1L PD-L1 阴性 NSCLC	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	1.0	1.9	2.9	3.7	4.8	4.6	4.2	3.6
10) 局部晚期NSCLC巩固治疗	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.1	1.7	2.2	2.7	3.2	3.8	3.9

数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理
注：2024 年的销售金额为测算数值，公司未披露单独详细数据

● AK112 销售峰值测算

AK112 在国内已获批 EGFR-TKI 耐药 NSCLC 以及一线 PD-L1 阳性 NSCLC 适应症，同时在国内已经启动多个癌种一线治疗的注册临床，包括 TNBC、胆道癌、结直肠癌、头颈鳞癌以及胰腺癌。EGFR-TKI 耐药 NSCLC 适应症被纳入 2024 年国家医保目录，年费用约为 15.9 万元。按照目前国内已经启动注册临床的适应症测算，AK112 在国内的经风险调整销售峰值有望达到 85 亿元。

表23、AK112 销售金额预测

依沃西单抗 (AK112)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
中国经风险调整销售额测算 (亿元)	0.0	0.0	4.8	15.6	21.8	29.6	37.8	43.3	54.4	61.0	71.3	76.2	81.9	84.9
分适应症销售额 (亿元)														
1) EGFR-TKI耐药NSCLC	0.0	0.0	4.8	12.0	14.7	18.8	21.3	18.6	16.8	15.2	15.5	14.7	13.9	13.1
2) 1L PD-L1阳性wtNSCLC (单药)	0.0	0.0	0.0	3.6	4.7	5.6	7.9	9.9	13.4	16.2	17.5	16.7	15.9	15.0
3) 1L wtNSCLC (联合化疗)	0.0	0.0	0.0	0.0	2.5	5.2	7.1	8.6	10.5	11.9	13.8	15.8	17.8	14.5
4) IO耐药wtNSCLC	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.5	4.7	6.1	7.8	9.5	11.2	13.1
5) 1L TNBC	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6	1.0
6) 1L 胆道癌	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.4	0.6	0.7	0.8	1.0	1.2	1.9
7) 1L MSS型结直肠癌	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	2.4	5.2	7.2	11.4	13.3	15.2	17.1
8) 1L头颈鳞癌	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.7	1.2	1.4	1.7	1.9	2.5	3.8
9) 1L胰腺癌	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	1.0	1.7	2.0	2.4	2.8	3.5	5.4
美国经风险调整销售额测算 (亿美元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.3	6.8	15.4	26.8	39.0	51.2	63.9	70.0	76.5
分适应症销售额 (亿美元)														
1) EGFR-TKI耐药	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.6	1.7	2.9	3.5	3.6	3.7	3.8	4.1
2) 1L PD-L1 TPS≥50 wtNSCLC (单药)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	1.4	2.8	4.3	5.9	7.6	9.3
3) 1L wtNSCLC (联合化疗)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.2	6.3	12.9	19.8	26.9	34.5	42.3	43.3	44.3
4) IO耐药wtNSCLC	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	2.8	5.7	8.8	12.0	15.4	18.9

数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理
注：2024 年的销售金额为测算数值，公司未披露单独详细数据

合作伙伴 Summit 在海外已经启动多个 AK112 治疗肺癌的注册临床，根据测算，在美国的经风险调整销售峰值有望达到 76.5 亿美金。参考 IQVIA 的数据，海外非美国地区（欧洲及其他发达国家）抗肿瘤药物的市场规模约等于美国的市场规模，即 AK112 现阶段在肺癌适应症的海外经风险调整销售峰值有望达到 153 亿

美金。若在海外同样启动 TNBC、胆道癌、结直肠癌、头颈鳞癌以及胰腺癌的注册临床，参考 AK112 在国内分适应症的测算，这些适应症的销售规模约为肺癌的 52.4%，即 80 亿美金，则估算 AK112 在海外经风险调整销售峰值有望达到 233 亿美金。根据 IQVIA 的数据测算，假设年治疗费用维持不变，第二代 IO 药物市场规模有望突破 3000 亿美元，AK112 作为该领域进度最靠前的开辟者，巨大潜在市场空间将被逐步挖掘。

我们预测公司 2025-2027 年收入为 34.24 / 51.25 / 79.02 亿元人民币，按照 2025 年 8 月 5 日收盘价对应 2025-2027 年市销率 PS 分别为 39.12 倍、26.14 倍、16.95 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

七、风险提示

- **新药研发失败的风险：**新药研发难度大，具有较大的不确定性，在产品未能正式获批上市之前都面临失败的风险。新药研发失败包括未达到主要终点以及疗效、安全性等方面相较于同类产品未展现出优势。
- **临床推进以及获批时间不及预期的风险：**同靶点或者同适应症的创新药品种，通常有多个产品在临床开发当中，进度领先者获批后有机会占据更高的市场份额，如果临床推进或获批时间落后可能导致竞争愈加激烈。
- **价格降幅超预期的风险：**创新药定价与市场竞争格局、政策、公司战略等因素息息相关，如果价格降幅超预期，可能会影响到产品的销售峰值水平以及达到销售峰值的时间。
- **市场竞争加剧的风险：**创新药品种不断迭代，如果有临床数据更优的产品出现，可能会影响到未来的市场竞争格局，从而影响产品的销售峰值。

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	8,692	8,375	9,073	11,340
现金	2,916	7,425	7,950	9,908
应收账款及票据	525	76	85	110
存货	707	52	71	99
其他	4,544	821	966	1,224
非流动资产	4,063	4,157	4,242	4,320
固定资产	3,231	3,147	3,068	2,992
无形资产	22	90	144	187
其他	810	920	1,031	1,141
资产总计	12,755	12,532	13,316	15,660
流动负债	1,687	1,697	2,231	3,105
短期借款	535	535	535	535
应付账款及票据	425	124	142	176
其他	726	1,037	1,553	2,394
非流动负债	4,315	4,315	4,315	4,315
长期债务	3,406	3,406	3,406	3,406
其他	909	909	909	909
负债合计	6,001	6,011	6,546	7,420
普通股股本	0	0	0	0
储备	6,970	6,729	6,985	8,498
归属母公司股东权益	6,814	6,573	6,829	8,342
少数股东权益	-60	-52	-59	-102
股东权益合计	6,753	6,521	6,770	8,240
负债和股东权益	12,755	12,532	13,316	15,660

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-528	418	173	1,205
归母净利润	-515	-275	221	1,479
少数股东权益	13	8	-6	-43
折旧摊销	194	176	185	192
营运资金变动及其他	-220	510	-227	-423
投资活动现金流	-1,523	4,192	457	858
资本支出	-594	-160	-160	-160
其他投资	-929	4,352	617	1,018
筹资活动现金流	3,389	-135	-140	-140
借款增加	948	0	0	0
普通股增加	2,851	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	-410	-135	-140	-140
现金净增加额	1,373	4,510	525	1,957

利润表

单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,124	3,424	5,125	7,902
其他收入	0	0	0	0
营业成本	289	342	512	790
销售费用	1,002	1,712	2,306	3,161
管理费用	204	325	461	672
研发费用	1,188	1,370	1,794	1,975
财务费用	68	106	66	61
除税前溢利	-501	-267	253	1,689
所得税	0	0	38	253
净利润	-501	-267	215	1,436
少数股东损益	13	8	-6	-43
归母净利润	-515	-275	221	1,479
EBIT	-433	-161	319	1,750
EBITDA	-239	15	504	1,942
EPS (元)	-0.60	-0.31	0.25	1.65

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	-53.08%	61.21%	49.68%	54.18%
归母净利润增长率	-	-	-	568.81%
获利能力				
毛利率	86.39%	90.00%	90.00%	90.00%
销售净利率	-24.22%	-8.04%	4.31%	18.71%
ROE	-7.55%	-4.19%	3.24%	17.73%
ROIC	-4.05%	-1.54%	2.53%	12.21%
偿债能力				
资产负债率	47.05%	47.97%	49.16%	47.38%
净负债比率	15.19%	-53.43%	-59.21%	-72.40%
流动比率	5.15	4.94	4.07	3.65
速动比率	4.72	4.90	4.02	3.61
营运能力				
总资产周转率	0.19	0.27	0.40	0.55
应收账款周转率	5.18	11.39	63.47	80.98
应付账款周转率	0.74	1.25	3.85	4.97
每股指标 (元)				
每股收益	-0.60	-0.31	0.25	1.65
每股经营现金流	-0.59	0.47	0.19	1.34
每股净资产	7.59	7.32	7.61	9.29
估值比率				
P/E	-	-	604.97	90.45
P/B	7.31	20.35	19.59	16.03
EV/EBITDA	-212.81	8,767.52	257.42	65.80

数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与武汉光谷产业投资有限公司、郑州城市发展集团有限公司、四川发展融资担保股份有限公司、四川自贡汇东发展股份有限公司、宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司、丹阳投资集团有限公司、凤美国际投资有限公司、国泰君安国际、河南水利投资集团有限公司、厦门象屿集团有限公司、香港象屿投资有限公司、绵阳市投资控股（集团）有限公司、东方资本有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、青岛城乡小区建设融资担保有限公司、北京讯众通信技术股份有限公司、安井食品集团股份有限公司、广州开发区投资集团有限公司、拨康视云制药有限公司、商丘新城建设投资集团有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、淄博市城市资产运营集团有限公司、周六福珠宝股份有限公司、黄山旅游集团有限公司、山东国惠投资控股集团有限公司、瀚惠国际有限公司、九江市城市发展集团有限公司、九江市工发产业投资有限公司、青岛陆港国际开发建设有限公司、中国飞机租赁、泰州化工新材料产业发展集团有限公司、泰兴市襟江投资有限公司、新琪安集团股份有限公司、烟台市正源投资控股集团有限公司、沂盛（维尔京）国际有限公司、正源国际发展有限公司、天津临港投资发展集团有限公司、天津临港投资控股集团有限公司、中泰国际财务（英属维京群岛）有限公司、中泰金融国际有限公司、中泰证券、广西交通投资集团有限公司、成都银行股份有限公司、成都陆港枢纽投资发展集团有限公司、鲁南（枣庄）经济开发投资有限公司、鲁南发展投资控股（枣庄）集团有限公司、山东沂河控股集团有限公司、泰州鑫泰集团有限公司、泰州国控投资集团有限公司、工商银行、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、国能环保投资集团有限公司、济南能源集团有限公司、江苏立怡实业发展有限公司、咸宁城市发展（集团）有限责任公司、开封市发展投资集团有限公司、景德镇市城市发展集团有限责任公司、博兴县财金投资集团有限公司、焦作市国有资本运营（控股）集团有限公司、临沂城市发展国际有限公司、临沂城市发展集团有限公司、双城（重庆）信用增进股份有限公司、成都天府大港集团有限公司、成都经开产业投资集团有限公司、中国长城资产（国际）控股有限公司、知识城（广州）投资集团有限公司、成都兴锦建设投资集团有限责任公司、贵溪经开控股发展集团有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、江苏正力新能电池技术股份有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、湖州吴兴国有资本投资发展有限公司、金峰有限公司、越秀房产信托基金、越秀房托资产管理有限公司、福建省晋尚控股集团有限公司、唐山控股发展集团股份有限公司、唐山国际投资（香港）有限公司、淮安开发控股有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、保定国家高新技术产业开发区发展有限公司、河南航空港投资集团有限公司、河南省中豫融资担保有限公司、济源济康科技有限公司、泉州市南翼投资集团有限公司、淄博市城市资产运营集团有限公司、青岛北岸控股集团有限责任公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、青岛蓝谷投资发展集团有限公司、滕州信华投资集团有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、北京银行、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、湖北省联合发展投资集团有限公司、九江银行、江西省信用融资担保集团股份有限公司、萍乡市城市建设投资集团有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、沂盛（维尔京）国际有限公司、山东沂蒙产业集团有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、丽水经济技术开发区实业发展集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、兖矿集团（开曼群岛）有限公司、山东能源集团有限公司、南阳城投控股有限公司、科学城（广州）融资租赁有限公司、科学城（广州）投资集团有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、淮北市建设投资集团有限责任公司、稠州国际投资有限公司、江门高新技术工业园有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、徽商银行股份有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、重庆丰都文化旅游集团有限公司、盐城高新区投资集团有限公司、浙江德盛（BVI）有限公司、杭州富阳交通发展投资集团有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、江苏姜堰经开集团有限公司、南京银行、三水国际发展有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、唐山国控集团有限公司、贵溪市发展投资集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、安徽西湖投资控股集团有限公司、淮北市建投控股集团有限公司、衢州市衢通发展集团有限公司、山东泉汇产业发展有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、成都武侯产业发展投资管理集团有限公司、宁国市宁阳控股集团有限公司、邹城市城资控股集团有限公司、温州市鹿城区国有控股集团有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、河南中豫信用增进有限公司、南阳交通控股集团有限公司、宜昌高新投资开发有限公司、中原大禹国际（BVI）有限公司、中原资产管理有限公司、威海市环通产业投资集团有限公司、成都交通投资集团有限公司、滨州市滨城区经济开发投资有限公司、福清市国有资产营运投资集团有限公司、湖州莫干山高新集团有限公司、湖州莫干山国有资本控股集团有限公司、漳州高鑫发展有限公司、漳州圆山发展有限公司、郑州地铁集团有限公司、靖江港口集团有限公司、娄底市城市发展控股集团有限公司、徽商银行、怀远县新型城镇化建设有限公司、烟台国丰投资控股集团有限公司、济南高新控股集团有限公司、洛阳国晟投资控股集团有限公司、漳州台商投资区资产运营集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、浦江县国有资本投资集团有限公司、平度市城市开发集团有限公司、万晟国际（维尔京）有限公司、新沂市交通文旅集团有限公司、XD 民生银行、常德财鑫融资担保有限公司、湖南瑞鑫产业运营管理有限公司、赣州城市投资

控股集团有限责任公司、湖北省融资担保集团有限责任公司、赤壁城市发展集团有限公司、黄石产投控股集团有限公司、江苏中扬清洁能源发展有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、无锡恒廷实业有限公司、江苏银行、四海国际投资有限公司、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、Wuhan Optics Valley Industrial Investment Co., Ltd.、ZHENGZHOU URBAN DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、SICHUAN DEVELOPMENT FINANCING GUARANTEE CO., LTD.、SICHUAN ZIGONG HUIDONG DEVELOPMENT CO., LTD.、Suzhou City Construction Investment Group (Holding) Co., Ltd.、DANYANG INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Phoenix Charm International Investment Limited、GUOTAI JUNAN I、HENAN WATER CONSERVANCY INVESTMENT GROUP CO., LTD.、XIMYG CORPORATION、HONGKONG XIANGYU INVESTMENT CO., LIMITED、MIANYANG INVESTMENT HOLDING (GROUP) CO., LTD.、ORIENTAL CAPITAL COMPANY LIMITED、YANCHENG ORIENTAL INVESTMENT & DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Zhangzhou Jiulongjiang Group Co., Ltd.、QINGDAO URBAN AND RURAL DEVELOPMENT FINANCING AND GUARANTY CO., LTD.、BEIJING XUNZHONG COMMUNICATION TECHNOLOGY CO., LTD.、ANJOY FOODS GROUP CO., LTD.、Guangzhou Development District Investment Group Co., Ltd.、Cloudbreak Pharma Inc.、HENAN ZHONGYU CREDIT PROMOTION CO. LTD.、SHANGQIU NEW CITY CONSTRUCTION INVESTMENT GROUP CO., LTD.、TAIXING RUNJIA HOLDINGS CO., LTD.、Zhou Liu Fu Jewellery Co., Ltd.、Huangshan Tourism Group Co., Ltd.、SHANDONG GUOHUI INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、HANHUI INTERNATIONAL LIMITED、Jiujiang Municipal Development Group Co., Ltd.、Jiujiang Gongfa Industrial Investment Co., Ltd.、QINGDAO LANDPORT INTERNATIONAL DEVELOPMENT CONSTRUCTION CO., LTD.、CALC Bonds Limited、CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、CALC、Taizhou Chemical New Materials Industry Development Group Co., Ltd.、TAIXING JINJIANG INVESTMENT CO., LTD.、NEWTREND GROUP HOLDING CO., LTD.、Yantai Zhengyuan Investment Holding Group Co., Ltd.、Yisheng (BVI) International Co., Ltd.、Zheng Yuan International Development (BVI) Co., Limited、Shandong Yimeng Industrial Group Co., Ltd.、Tianjin Lingang Investment Development Group Co., Ltd.、Tianjin Lingang Investment Holding Group Co., Ltd.、ZHONGTAI INTERNATIONAL FINANCE (BVI) COMPANY LIMITED、ZHONGTAI FINANCIAL INTERNATIONAL LIMITED、ZHONGTAI SECURITIES、JINJIANG ROAD AND BRIDGE CONSTRUCTION & DEVELOPMENT CO., LTD.、FUJIAN JINJIANG CONSTRUCTION INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、Guangxi Communications Investment Group Corporation Ltd.、BANK OF CHENGDU CO., LTD.、Chengdu Inland Port Hub Investment & Development (Group) Co., Ltd.、Lunan Zaozhuang Economic Development Investment Co Ltd、Lunan Development Investment Holding (Zaozhuang) Group Co., Ltd.、SHANDONG YIHE HOLDING GROUP CO., LTD.、Yixin Innovation Technology Company Limited、Xin Fu (BVI) Co., Limited.、Taizhou Xintai Group Co., Ltd.、Taizhou Guokong Investment Group Co., Ltd.、INDUSTRIAL AND COMMERCIAL BANK OF CHINA、WEIFANG URBAN CONSTRUCTION AND DEVELOPMENT INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Guoneng Environmental Protection Investment Group Co., Limited、Jinan Energy Group Co., Ltd.、Jiangsu Liqia Industrial Development Co., Ltd.、QINGDAO JIMO DISTRICT URBAN TOURISM DEVELOPMENT AND INVESTMENT CO., LTD.、Xianning Urban Development (Group) Co., Ltd.、Huangshi Chantou Holding Group Co., Ltd.、Kaifeng Development and Investment Group Co., Ltd.、JINGDEZHEN URBAN DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、SHANDONG MINGSHUI GUOKAI DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、BOXING FINANCIAL INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Jiaozuo State-owned Capital Operation (Holding) Group Co., Ltd.、Linyi City Development International Co., Limited.、LINYI CITY DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Chengdu-Chongqing Bond Insurance Co., Ltd.、Chengdu Tianfu Dagang Group Co., Ltd.、Chengdu Economic Development Industrial Investment Group Co., Ltd.、China Great Wall International Holdings VI Limited.、China Great Wall AMC (International) Holdings Company Limited.、Knowledge City (Guangzhou) Investment Group Co., Ltd.、Chengdu Xingjin Construction Investment Group Co., Ltd.、Guixi Jingkai Holding Development Group Co., Ltd.、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited.、Jiangsu Zenergy Battery Technologies Group Co., Ltd.、Zhangzhou Transportation Development Group Co., Ltd.、SAN SHUI INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD.、Huzhou Wuxing State-Owned Capital Investment Development Co., Ltd.、Moon King Limited. YUEXIU REIT. Yuexiu REIT Asset Management Limited. FUJIAN JINSHANG HOLDING GROUP CO., LTD. (FUJIAN JINSHANG HOLDING GROUP)、Tangshan Holding Development Group Co., LTD.、Tangshan International Investment (Hong Kong) Co., Ltd.、Huai'an Development Holdings Co Ltd.、XIANGYU INVESTMENT (BVI) CO., LTD.、FOSHAN GAOMING CONSTRUCTION INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Baoding National Hi-tech Industry Development Zone Development Co Ltd.、Henan Airport Investment Group Co., Ltd.、Henan Zhongyu Financing Guarantee Co., LTD.、Jiyuan city Jikang technology Co., LTD.、QUANZHOU NANYI INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Zibo City Asset Operation Group Co., Ltd.、Qingdao North Shore Holding Group Co., Ltd.、QINGDAO BULLET TRAIN TOWN INVESTMENT GROUP CO., LTD.、QINGDAO JIAOZHOU URBAN DEVELOPMENT AND INVESTMENT CO., LTD.、BANK OF BEIJING、XIANGTAN ZHENXIANG STATE-OWNED ASSETS MANAGEMENT INVESTMENT CO., LTD.、HUBEI UNITED DEVELOPMENT INVESTMENT GROUP CO., LTD.、BANK OF JIUJIANG. Shengzhou Urban Construction Investment Development Group Co., Ltd.、LISHUI ECONOMIC AND TECHNOLOGICAL DEVELOPMENT ZONE INDUSTRIAL DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Impression Dahongpao Co., Ltd.、NANYANG URBAN INVESTMENT HOLDINGS CO., LTD.、SCIENCE CITY (GUANGZHOU) FINANCIAL LEASING CO., LTD.、SCIENCE CITY (GUANGZHOU) INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Jiangmen High-tech Industrial Park Co., Ltd.、BrainAurora Medical Technology Limited.、Huishang Bank Corporation Limited.、Fuzhou Digital Economy Investment Group Co., Ltd.、Hubei Financing Guarantee Group Co., Ltd.、Chongqing Xingnong Financing Guarantee Group Co., Ltd.、Chongqing Fengdu Cultural And Tourism Group Co., Ltd.、Chongqing Sanxia Financing Guarantee Group Corporation.、Zhejiang DES (BVI) Co., Ltd.、Hangzhou Fuyang Transportation Development Investment Group Co., Ltd.、JINAN SHIZHONG FINANCE INVESTMENT GROUP CO., LTD.、JIANGSU JIANGYAN ECONOMIC DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、BANK OF NANJING.、SAN Shui International Development Co Ltd (BVI). Huaiyuan County New Urbanization Construction Co. Ltd.、ANHUI XIHU INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、Huabei City Construction Investment Holding Group Company Limited.、Quzhou Qutong Transportation Investment Development Co., Ltd.、Chengdu Wuhou Industrial Development Investment Management Group Co., Ltd.、Wenzhou Lucheng District State-owned Holding Group Co., Ltd.、Shandong Mingshui Guokai Development Group Co., Ltd.、Mixin International Trading Co., Limited.、Yichang High-tech Investment Development Co., Ltd.、ZHONGYUAN DAYU INTERNATIONAL (BVI) CO., LTD.、ZHONGYUAN ASSET MANAGEMENT CO., LTD.、Chengdu Transportation Investment Group Co., Ltd.、Binzhou Bincheng Economic Development Investment Company Limited.、Fuqing State-owned Assets Operation Investment Group Co., Ltd.、HUISHANG BANK. Huaiyuan County New Urbanization Construction Co. Ltd.、JUNFENG INTERNATIONAL CO., LTD.、YANTAI GUOFENG INVESTMENT HOLDINGS GROUP CO., LTD.、JINAN HI-TECH HOLDING GROUP CO., LTD.、Luoyang Guosheng Investment Holding Group Co., Ltd.、CHINA MINSHENG BANKING.、CHANGDE CAIXIN

FINANCING GUARANTEE CO., LTD.、HUNAN RUIXIN INDUSTRIAL OPERATION MANAGEMENT CO., LTD.、Ganzhou Urban Investment Holding Group Co., Ltd.、BANK OF JIANGSU、Fujian Jinjiang Construction Investment Holding Group Co., Ltd. 有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。分析中所做的回报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。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本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或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层

邮编：200135

邮箱：research@xyzq.com.cn

深 圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼

邮编：518035

邮箱：research@xyzq.com.cn

北 京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元

邮编：100020

邮箱：research@xyzq.com.cn

香 港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层

邮编：518035

邮箱：ir@xyzq.com.hk