



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025 年 11 月 10 日

基础数据

11 月 07 日收盘价（港元）	9.47
总市值（亿港元）	92.25
总股本（亿股）	9.74

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：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

分析师：孙媛媛

S0190515090001

BUN498

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

分析师：杨希成

S0190522090002

请注意：杨希成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。

yangxicheng@xyzq.com.cn

研究助理：高尹伟业

gaoyinweiye@xyzq.com.cn

康宁杰瑞制药-B(09966.HK)

KN026、JSKN003 ESMO 数据惊艳，创新管线进入收获期

投资要点：

- **公司具备高度差异化的在研管线，双抗与 ADC 品种全面布局。**公司在 ADC、双特异性抗体及多功能蛋白质工程方面拥有完善的专有技术平台，其中 KN026 与 JSKN003 已处于关键临床及申报上市阶段。公司具备基于结构的蛋白质工程能力，自主研发的专有平台包括 sdAb 平台、CRIB（电荷排斥优化双特异性抗体）平台、糖基定点偶联平台、连接子-载荷平台、双载荷偶联平台等，具备行业领先的研发、生产、制造能力。
- **KN026 胃癌二线数据具备同类最佳潜质，在乳腺癌一线治疗与围手术期治疗有望持续取得突破。**KN026 为具备同类最佳潜质的新型 HER2 双表位抗体。2025 ESMO 数据显示 KN026 联合化疗在二线及以上 HER2+ GC/GEJ 中 ORR 达 55.8%、mPFS 达 7.1 个月（HR=0.25）、mOS 达 19.6 个月（HR=0.29），优于 T-DXd 同适应症数据与现有标准治疗方案。基于 KN026 在胃癌的亮眼表现，KN026 有望在一线和围手术期 BC 的注册临床中延续疗效优势，目前联合白蛋白多西他赛对照 PTH 的一线治疗与新辅助治疗两项 III 期临床正在推进中，两项适应症预计均在 2026 年向 NMPA 递交上市申请。我们认为，随着三期的成功和产品上市，KN026 将成为该领域的重磅产品。
- **JSKN003 在 CRC、OC 适应症展现差异化疗效，具备全球最佳 HER2 ADC 潜质。**在 2025 年 ASCO 会议报告的数据中，JSKN003 在 HER2+ BC 治疗中 cORR 为 54.7%、DCR 为 94.7%、CBR 为 66.7%，公司预计该适应症将于 2026 年向 NMPA 递交 NDA。JSKN003 在 CRC 与 PROC 人群中展现了具有突破性的数据，II 期研究结果显示，JSKN003 在 PROC 全人群的 ORR 为 63%、mPFS 为 7.7 个月，疗效显著优于竞品药物 T-DXd 和索米妥昔单抗。JSKN003 在 HER2+ CRC 患者中 cORR 为 68.8%、DCR 为 96.9%、mPFS 达 11.4 个月、mDoR 为 9.9 个月，表现出相较于 T-DXd 和 TQB2102 的优效潜力。JSKN003 在曲妥珠单抗经治的 HER2+ 晚期 BC 的疗效同样优异，cORR 达到 73.3%，公司预计该适应症将于 2026 年向 NMPA 递交 NDA。
- **其他早研管线全面布局。**公司早研管线亮点丰富，JSKN016 为双特异性 ADC，当前已在 BC 和 NSCLC 等患者中观察到了优异的抗肿瘤活性与具备差异化优势的安全性。在接受 JSKN016 单药治疗多项 I、II 期临床的 217 例患者中，仅 10.1% 患者出现严重药物相关不良事件（所有级别），仅 17.1% 患者出现 ≥3 级 TRAE，≥3 级中性粒细胞计数降低发生率仅 2.8%，≥3 级白细胞细胞计数降低发生率仅 1.4%；JSKN033 是全球首个皮下注射的 ADC 复方制剂，适用于 HER2 突变/有表达 NSCLC 等恶性肿瘤，II 期临床试验顺利推进；JSKN022 是全球首创的 PD-L1/整合素 αβ6 双靶点 ADC，基于恩沃利单抗创新结合免疫机制与 ADC 技术，有望为 PD-(L)1 抑制剂耐药或无效患者提供新选择，当前 I 期临床试验已完成首例患者给药。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年实现收入 4.33/4.64/5.78 亿元，归母净利润-1.76/-1.34/-0.54 亿元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**产品销售不及预期、产品临床推进不及预期、行业政策变动。

主要财务指标

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	640	433	464	578
同比增长	192.6%	-32.3%	7.2%	24.4%
归母净利润（百万元）	166	-176	-134	-54
同比增长	—	-205.7%	—	—
毛利率	90.6%	88.0%	90.0%	90.2%
ROE	9.1%	-10.6%	-8.8%	-3.7%
每股收益（元）	0.17	-0.18	-0.14	-0.06
市盈率	18.9	—	—	—

数据来源：ifind，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，港币兑人民币汇率取

事件

公司于 2025 年 ESMO 会议中公布 KN026 (安尼妥单抗)、JSKN003 两项在研管线最新临床数据。其中，KN026 联合化疗二线及以上治疗 HER2 阳性胃癌 (包括胃-食管结合部腺癌) 的 III 期临床研究 (KN026-001, KC-WISE)，首次期中分析结果以最新突破性摘要 (LBA) 口头报告形式重磅公布，JSKN003 治疗原发性铂难治卵巢癌和 HER2 阳性转移性结直肠癌的两项最新临床研究数据，以及对比研究者选择化疗治疗铂耐药卵巢癌的确证性研究设计以壁报形式公布。

点评

- **公司具备高度差异化的在研管线,双抗与 ADC 品种全面布局。**公司在 ADC、双特异性抗体及多功能蛋白质工程方面拥有完善的专有技术平台。公司高度差异化的内部管线由处于不同研发阶段的 ADC 与双抗组成，其中 KN026 与 JSKN003 已处于关键临床阶段。公司具有行业领先的研发与制造平台，其竞争优势主要体现在：(1) 基于结构的蛋白质工程能力，可开发多种形态的蛋白质构建模块，包括 sdAb 及工程化蛋白质；(2) 自主研发的专有平台，包括 sdAb 平台、CRIB (噬排斥优化双特异性抗体) 平台、糖基 定点偶联平台、连接子 - 载荷平台、皮下高浓度制剂平台及糖基定点偶联双载荷平台；(3) 领先的制造能力，未来公司将通过设计与建设符合国家药监局、欧洲药品管理局及 FDA 现行药品生产质量管理规范标准的新设施进一步提升产能，预计总产能超过 40,000L。同时，在原有产能基础上新建的 ADC 原液及制剂生产车间已投产。

图1、公司临床阶段在研管线

阶段	产品	靶点	类型	技术平台	适应症	PCC	临床前	IND	临床 I/II	注册临床研究	商业化
商业化阶段	KN035	PD-L1	mAb	皮下注射纳米抗体	实体瘤						
临床阶段	KN026	HER2 双表位	bsAb	CRIB	实体瘤						海外权益*
	JSKN003	HER2 双表位	ADC	BADC ¹	实体瘤						海外权益*
	JSKN016	TROP2 x HER3	ADC	BADC	实体瘤						全球权益
	JSKN033	JSKN003+IO	ADC+IO	皮下注射复方制剂	实体瘤						全球权益
	JSKN022	PD-L1/ITGB6	ADC	BADC	实体瘤						启动 I 期研究
临床前阶段 (全球权益)	JSKN027	PD-L1/VEGFR2	ADC	BADC	实体瘤						IND 2025
	JSKN021	EGFR/HER3	ADC	BADDC ²	实体瘤						IND 2026 Q1
	JSKN020	未披露	ADC	BADDC ²	实体瘤						IND 2026
	JSKN028	未披露	ADC	ADC	血液瘤						IND 2027

1. 双抗 ADC (BADC); 2. 双抗双毒素 ADC (BADDC)

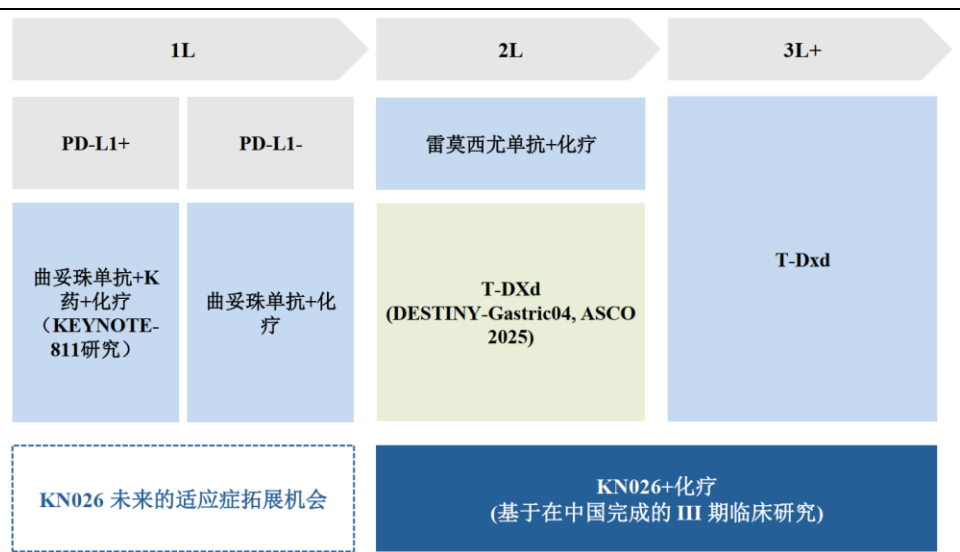
*石药拥有国内权益

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：截至 2025 年公司中期报告

- **KN026 临床试验进展顺利,联合化疗治疗 HER2+ GC/GEJ NDA 已获 NMPA 受理。**KN026 是公司采用具有自主知识产权 Fc 异二聚体平台技术 (CRIB) 开发的 HER2 双特异性抗体,可同时结合 HER2 的两个非重叠表位,导致 HER2 信号阻断,优于曲妥珠单抗和帕妥珠单抗联用的效果,在 HER2+肿瘤细胞株中具备优效的肿瘤抑制作用。同时,KN026 对 HER2 中低表达肿瘤和曲妥珠单抗抗性细胞株也有抑制作用。2021 年 8 月 23 日,公司与石药集团达成协议,石药获得 KN026 乳腺癌及胃癌适应症在中国大陆的独家开发及商业化授权,公司获得 1.5 亿元人民币的首付款及根据中国大陆开发进度支付最多 4.5 亿元人民币的开发里程碑付款,并获得根据净销售额支付的最多 4 亿元人民币的潜在销售里程碑付款和两位数百分比的分层销售提成。KN026 正在中国开展多项 III 期临床试验,包括 KN026 联合化疗二线及以上治疗 HER2+局部晚期或转移性 GC/GEJ、KN026 联合白蛋白多西他赛一线治疗 HER2+ BC 以及 KN026 联合白蛋白多西他赛新辅助治疗 BC 的 III 期临床试验,针对 HER2+ BC 的辅助治疗也即将开展。此外,KN026 联合化疗 ± PD-1 单抗针对一线 HER2+ GC 的 II/III 期临床研究也已经启动。KN026 2L+治疗 HER2+局部晚期或转移性 GC/GEJ 的 III 期临床试验 NDA 已获 NMPA 受理。一线治疗 HER2+ BC 以及新辅助治疗 BC 两个 III 期临床研究,预计于 2026 年向 NMPA 提交上市申请。上述两个研究的对照组均为阳性对照药物曲妥珠单抗+帕妥珠单抗+多西他赛 (PTH),若未来取得阳性试验结果,我们认为该疗法有望改写 HER2+ BC 的治疗指南。

图2、KN026 在 HER2+不可切除局部晚期/转移性 GC/GEJ 的适用范围



数据来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

- **KN026 联合化疗在二线以上 HER2+ GC/GEJ 中展现潜在全球最佳疗效，安全性良好。**2025 年 10 月，公司在 ESMO 大会上发布了 KN026 联合化疗在 KC- WISE III 期临床试验中对二线及以上 HER2+ GC/GEJ 患者中的疗效(治疗组 84.2%一线经治，对照组为 82.8%，其余均为接受过二线及以上治疗的患者)。在 KC-WISE III 期试验中，对受试者每三周使用一次 KN026/安慰剂 30mg/kg + 化疗药物治疗。KN026 组的 ORR、DCR、mDoR 分别为 55.8%、80.0%、8.2 个月，均优于化疗+安慰剂组，mPFS 达 7.1 个月 (HR=0.25)、mOS 达 19.6 个月 (HR=0.29)。其疗效不仅显著优于化疗组，相较于 2025 年 6 月 ASCO 大会上发布的 DG-04 试验中 T-DXd 与现行二线标准疗法(雷莫西尤单抗联合化疗)的对比数据，也具备更突出的优势，展现了 KN026 在二线以上 HER2+ GC/GEJ 治疗领域的潜在全球最佳疗效。在 KC-WISE 试验中，KN026 联合化疗组患者的中位治疗周期数达 6.5 个，显著长于对照组的 3.0 个，体现出较好的治疗耐受性，多数不良事件可通过对症治疗有效管理，整体安全性良好。

表1、对比 KN026 联合化疗在二线以上 HER2+ GC/GEJ 中疗效数据

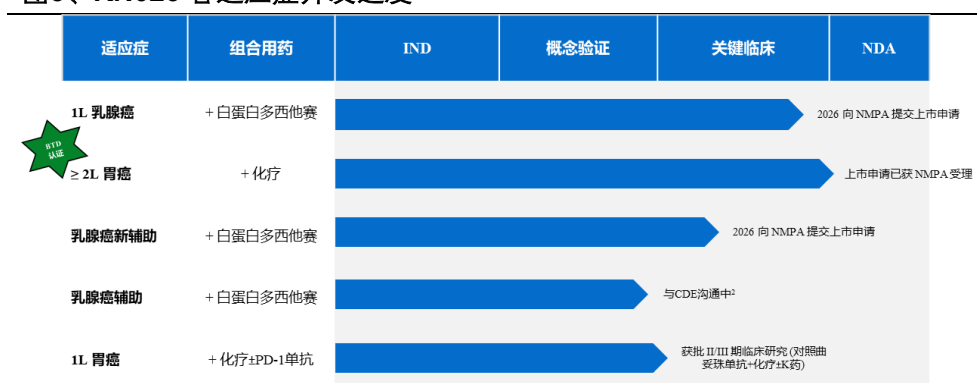
KN026 + 化疗							T-DXd, DG-06		RC48, C008		T-DXd, DG-04		Ramucirumab + 紫杉醇, RAINBOW-Asia (不限HER2)		呋喹替尼FRUTIGA (不限HER2)		曲妥珠单抗 + 化疗, TOGA		曲妥珠单抗 + 帕妥珠单抗 + 化疗, JACOB (试验失败)	
治疗方案	试验组	化疗组	单臂	单臂	T-DXd	Ramucirumab	试验组	化疗组	试验组	化疗组	试验组	化疗组	试验组	化疗组	试验组	曲妥珠组				
地区	中国		中国	中国	全球		全球 (中国为主)		中国		全球		全球							
试验人数	N=246		N=75	N=125	N=494		N=440		N=203		N=594		N=780							
中位经治线数	84.2%1线, 其余2线及以上	82.8%1线, 其余2线及以上	2 (2-6)	52.8%中位2线,其余为3线及以上	曲妥珠单抗后进展		铂耐药后进展		铂耐药后进展		初治患者		初治患者							
ORR	55.8%	10.8%	28.8%	24.8%	44.3%	29.1%	26.5%	21.9%	42.5%	22.4%	47.3%	34.5%	56.7%	48.3%						
mPFS	7.1m	2.7m	5.7m	4.1m	6.7m	5.6m	4.1m	3.2m	5.6m	2.7m	6.7m	5.5m	8.5m	7.2m						
HR	0.25		/	/	0.74		0.77		0.57		0.71		0.73							
mOS	19.6 m	11.5m	11.0 m	7.9m	14.7m	11.4m	8.7 m	7.9 m	9.6 m	8.4 m	13.8 m	11.1 m	17.5 m	14.2 m						
HR	0.29		/	/	0.7		0.96		0.96		0.74		0.85							

数据来源: (1) 公司公告; (2) Peng Z et al. Trastuzumab deruxtecan in patients from China with previously treated human epidermal growth factor receptor 2-positive locally advanced/metastatic gastric or gastroesophageal junction adenocarcinoma (DESTINY-Gastric06): results from a single-arm, multicenter, phase 2 trial. EClinicalMedicine. 2025. (3) Peng Z et al. Efficacy and safety of a novel anti-HER2 therapeutic antibody RC48 in patients with HER2-overexpressing, locally advanced or metastatic gastric or gastroesophageal junction cancer: a single-arm phase II study. Cancer Commun (Lond). 2021. (4) Shitara K et al. Trastuzumab Deruxtecan or Ramucirumab plus Paclitaxel in Gastric Cancer. N Engl J Med. 2025. (5) Rui-hua Xu et al. RAINBOW-Asia: A randomized, multicenter, double-blind, phase III study of ramucirumab plus paclitaxel versus placebo plus paclitaxel in the treatment of advanced gastric or gastroesophageal junction (GEJ) adenocarcinoma following disease progression on first-line chemotherapy with platinum and fluoropyrimidine.. J Clin Oncol. 2021; (6) Wang F et al. Fruquintinib plus paclitaxel versus placebo plus paclitaxel for gastric or gastroesophageal junction adenocarcinoma: the randomized phase 3 FRUTIGA trial. Nat Med.

2024. (7) Bang YJ et al. Trastuzumab in combination with chemotherapy versus chemotherapy alone for treatment of HER2-positive advanced gastric or gastro-oesophageal junction cancer (ToGA): a phase 3, open-label, randomised controlled trial. Lancet. 2010. (8) Tabernero J et al. Pertuzumab plus trastuzumab and chemotherapy for HER2-positive metastatic gastric or gastro-oesophageal junction cancer (JACOB): final analysis of a double-blind, randomised, placebo-controlled phase 3 study. Lancet Oncol. 2018., 兴业证券经济与金融研究院整理

- **KN026 当前已布局 HER2+乳腺癌一线治疗与新辅助治疗，预计 2026 年向 NMPA 递交两项适应症 NDA 申请。**公司在 2023 年 ESMO 和 SABCS 大会中更新了两项 KN026 联合多西他赛治疗 HER2+ BC 研究的数据。截至 2023 年 8 月 4 日，共有 57 例 HER2+初治复发或转移性乳腺癌女性患者纳入至 KN026 联合多西他赛作为 HER2+乳腺癌一线治疗的 II 期临床试验中，该方案的 ORR、DCR 分别为 76.4%、100%，mPFS 达到 27.7 个月，mOS 尚未达到、30 个月的 OS 率达 78.5%。安全性方面，与 KN026 相关的 3 级以上 TRAE 发生率为 43.9%，SAE 发生率为 12.3%。当前 KN026 联合白蛋白多西他赛对照 PTH 治疗一线 HER2+ BC 的 III 期临床正在推进中，预计 2026 年向 NMPA 递交 NDA 申请。新辅助治疗方面，截至 2022 年 7 月 29 日，共有 30 例患者入组 II 期临床研究，患者手术前接受 KN026 30mg/kg Q3W 联合多西他赛 75mg/m² Q3W 共 4 个周期的治疗。该研究总体病理完全缓解 (tpCR) 率为 56.7%，达到主要终点，乳腺病理完全缓解(bpCR) 率为 60%，确认的 ORR 为 86.7%，表现出良好疗效。30 例患者中 53.3% (16/30) 的患者发生 3 级及以上 TEAE，与 KN026 相关 SAE 为 3.3% (1/30)，无患者发生 LVEF 较基线下降≥10%且 LVEF 绝对值<50%或 LVEF 较基线下降≥15%，患者耐受性良好。当前 KN026 联合白蛋白多西他赛新辅助治疗 HER2+ BC 完成 III 期临床入组，预计将于 2026 年向 NMPA 递交 NDA 申请。

图3、KN026 各适应症开发进度



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：截至 2025 年公司中期报告

- 采取双表位 HER2 差异化设计，JSKN003 有望成为全球同类最佳疗法。JSKN003 是一种靶向 HER2 双表位 ADC，通过糖基定点偶联将 TOPO1 抑

制剂连接至抗体 KN026（重组人源化抗 HER2 双特异性抗体）的 N 糖基化位点处。点击反应偶联物较马来酰亚胺-迈克尔反应的偶联物具有更好的血清稳定性。双表位 HER2 靶向性使 JSKN003 具有更强的内吞诱导及旁观者杀伤效应，在 HER2 表达肿瘤中具有较强的抗肿瘤活性。JSKN003 正在中国开展 4 项 III 期临床试验，包括 JSKN003 用于治疗二线 HER2+ BC（对照 T-DM1 单药）、二线及以上 HER2 低表达 BC（对照研究者选择的化疗）、不限 HER2 表达的铂耐药复发性上皮性卵巢癌、原发性腹膜癌或输卵管癌（统称为 PROC，对照研究者选择的化疗）及 HER2+ CRC（对照研究者选择的化疗）的 III 期临床试验。针对 HER2+ BC 适应症有望 2026 年向 NMPA 提交上市申请，二线及以上 HER2 低表达 BC 与 HER2+PROC 两项 III 期试验预计 2027 年数据读出，HER2+ CRC III 期临床已获 CDE 批准，即将开展。2024 年 9 月，公司与石药集团订立许可协议，以在中国大陆开发、销售、许诺销售及商业化 JSKN003，用于治疗肿瘤相关适应症。2025 年 3 月和 10 月，JSKN003 分别获 CDE 突破性疗法认定，用于治疗不限 HER2 表达水平的 PROC 和 HER2+ CRC。此外，2025 年 7 月，JSKN003 获得 FDA 授予的孤儿药资格认定，用于治疗 GC/GEJ；7 月 FDA 批准 JSKN003 在美国开展不限 HER2 表达水平的 PROC II 期临床研究；10 月 PROC 再次获得 FDA 快速通道资格认定，标志着 JSKN003 的疗效获得国际认可。

- **JSKN003 在 PROC 全人群患者中表现出差异化疗效。**铂耐药性卵巢癌（PROC）是指在一线含铂化疗结束后 6 个月内出现疾病进展的卵巢癌，无论为初治后复发，还是多线治疗后复发，这类肿瘤对再次使用铂类药物反应极差，因此被归类为“铂耐药”。无铂间期（PFI）为从最后一次一线含铂化疗后到出现复发的时间，PFI<6 个月的患者被认为是铂耐药卵巢癌（PROC），PFI<3 个月的患者被认为是原发性铂难治卵巢癌。2025 年 10 月，公司在 ESMO 会议中发布了 JSKN003 在 PFI<3 个月的原发性铂难治卵巢癌全人群治疗效果，使用 6.3mg/kg 剂量的 JSKN003 治疗的 ORR 为 32.0%、DCR 为 72.0%、mPFS 达 4.1 个月、9 个月总生存率（9m-OS 率）为 65.4%，相比免疫治疗或化疗疗效更优异。2025 年 ASCO 发布的结果显示，截至 2025 年 1 月 10 日，JSKN003 在 46 例 PROC 全人群临床试验中的 ORR 为 63%、mPFS 为 7.7 个月，疗效显著优于竞品药物 T-DXd 和索米妥昔单抗（FRα ADC）。其中，针对 HER2 IHC0 的 PROC 患者（n=21）ORR 为 52.4%、mPFS 为 6.7 个月。不同于 T-DXd 仅适用于 HER2+ 患者，其他 ADC 药物需依赖特定生物标志物阳性，JSKN003 不限 HER2 表达也不依赖生物标志物，适用人群更加广泛，有望填补后线全人群未满足的临床需求。JSKN003 对 PROC 全人群正在进行 III 期临床试验，试验设计为 JSKN003 单药对照

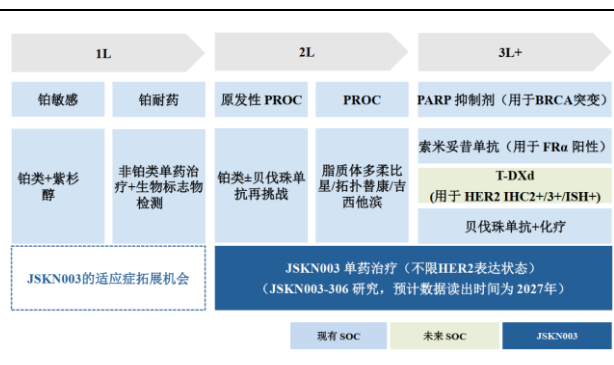
研究者选择的化疗,样本量 556 例,入组既往接受过 1-4 线系统治疗的患者,预计 2027 年读出数据。同时 FDA 已同意 JSKN003 对 PROC 全人群治疗在美国开展 II 期临床研究。2025 年 3 月和 10 月,JSKN003 分别获 NMPA 授予的突破性疗法认定和美国 FDA 授予的快速通道资格认定,用于治疗不限 HER2 表达水平的 PROC。

图4、JSKN003 对原发性铂难治卵巢癌(PFI<6 个月, 全人群) 疗效及安全性

	JSKN003 (6.3 mg/kg) N=26			NINJA O 药 vs. 化疗 (GEM/PLD) N=316		WEEK1 抑制剂 Adavosertib+化疗 N=70
	IHC 0	IHC 1+/2+/3+	全部			
ORR (%)	40.0	12.5	32.0	7.6	13.2	11.0-30.4
DCR (%)	66.7	87.5	72.0	35.3	59.7	33.3-82.6
mPFS	4.1个月	4.1个月	4.1个月	2.0个月	3.8个月	1.7-5.5个月
mOS	/	/	/	10.1个月	12.1个月	8.9-16.0个月
9m-OS率	68.8	46.7	65.4	~52	~56	/
≥3级 TRAE(%)	/	/	15.4	10.9	65.2	>90
STRAE (%)	/	/	3.8	3.8	9.0	27.7

数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图5、JSKN003 在卵巢癌治疗中的应用场景



数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **JSKN003 适应症 HER2+ CRC 获 NMPA 突破性疗法认定, 2025 ESMO 数据惊艳。**2025 ESMO 会议数据显示, JSKN003 在 HER2+ CRC 适应症的临床试验中, 使用 6.3mg/kg 的 JSKN003 药物表现出卓越的治疗效果, 该临床入组 33 名标准治疗失败的患者, 其中 42.4%接受过 3 线及以上治疗, cORR 为 68.8%、DCR 为 96.9%、mPFS 达 11.4 个月、mDoR 为 9.9 个月, 表现出相较 T-DXd 和 TQB2102 的优效潜力。与 NCCN 推荐的 HER2+ CRC 治疗方案 (曲妥珠单抗联合靶向/免疫药物) 疗效相比, JSKN003 也表现出更优疗效。在现有 NCCN 推荐方案中, T-DXd 仅适用于 IHC3+患者, 曲妥珠单抗联合靶向/免疫药物也分别对应不同的免疫组化表达, 而 JSKN003 在更广泛的 HER2+人群中展现优异疗效, 有望填补未满足的临床需求, 成为 HER2+ 转移性结直肠癌的更优治疗选择。JSKN003 单药≥3 级 TRAE 发生率为 14%, TRSAEs 发生率为 6.6%, 未出现输注相关严重反应、致死性不良事件或间质性肺病风险, 血液学毒性轻微, 对患者骨髓功能影响小, JSKN003 单药安全性可控, 患者耐受性良好。当前 JSKN003 针对 HER2+(IHC2+&3+) CRC 的注册性 III 期临床已获 NMPA 批准。

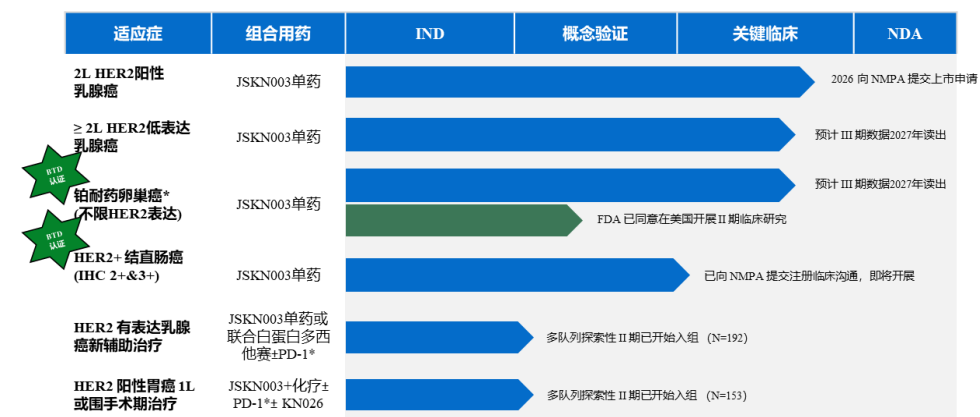
表2、JSKN003 对 HER2+ CRC 的疗效与同类疗法对比

	JSKN003 (6.3mg/kg)	T-DXd (5.4mg/kg)	TQB2102 (6mg/kg 及以上)
地区	中国	全球	中国
试验人数	N=33	N=82	N=23
患者基线	标准治疗失败，42.4%接受过 3 线及以上治疗	3 (2-5)	标准治疗后进展
cORR	68.8%	37.8%	34.8%
IHC 3+	/	46.9%	34.8%
IHC 2+/ISH+	/	5.6%	/
DCR	96.9%	86.6%	87.0%
mPFS (m)	11.4 (6.9, 14.0)	5.8 (4.6, 7.0)	/
mDOR (m)	9.9 (5.8, NE)	5.5 (4.2, 8.1)	/

数据来源: (1) 公司公告; (2) Kanwal Pratap Singh Raghav et al. Trastuzumab deruxtecan (T-DXd) in patients (pts) with HER2-overexpressing/amplified (HER2+) metastatic colorectal cancer (mCRC): Primary results from the multicenter, randomized, phase 2 DESTINY-CRC02 study.. J Clin Oncol, 2023; (3) ASCO, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **JSKN003 治疗 HER2 高表达 GC/GEJ 展现出卓越疗效，GC/GEJ 适应症获 FDA 孤儿药认定。**公司在 2025 年 ASCO 会议中报告了 JSKN003 用于治疗 HER2+ GC/GEJ 的效果，其 ORR 为 63.0%、DCR 为 92.6%，mDoR 达 9.6 个月，mPFS 达 9.6 个月，6m-PFS 率为 70.4%，在经多线治疗的 HER2 高表达（IHC 3+）GC/GEJ 患者（包括既往接受过伊立替康治疗的患者）中显示出积极疗效。安全性方面，18.0%的患者发生≥3 级 TRAEs，6.0%的患者发生治疗相关 SAEs。20.0%的患者因 TRAEs 导致剂量下调，在 RP2D 剂量下这一比例为 16.3%；无 TEAEs 导致终止治疗或死亡，安全性可控可预测。2025 年 7 月，JSKN003 获 FDA 授予孤儿药资格认定，用于治疗 GC/GEJ。
- **JSKN003 治疗曲妥珠单抗经治的 HER2+ 晚期 BC 的 III 期临床研究正在推进中，有望在后线 HER2+ BC 展现卓越的竞争力。**在 2025 年 ASCO 会议报告的数据中，JSKN003 在 HER2+ BC 治疗中 cORR 为 54.7%、DCR 为 94.7%、CBR 为 66.7%。在 I/II 期临床研究中，按剂量组分析，在接受 II 期推荐剂量(RP2D)6.3mg/kg 治疗的患者中 cORR 为 73.3%，CBR 达到 83.3%；按治疗线数分析，既往接受一线治疗组患者 ORR 为 66.7%，既往接受二线治疗组患者 ORR 为 63.2%。患者总人群的 mDoR 为 18.4 个月。截至数据截止日期，PFS 尚未成熟，3m-PFS 率为 88.4%、6m-PFS 为 75.4%。安全性方面，15.9%的患者发生≥3 级 TRAEs，5.7%的患者发生治疗相关 SAEs。JSKN003 在经多线治疗的 HER2+ BC 患者（包括既往接受过 T-DXd 治疗的患者）中展现出良好的抗肿瘤活性和可控的安全性。JSKN003 双表位 HER2 抗体设计能增强靶点结合能力，提升 BC 患者临床获益。目前 JSKN003 对比恩美曲妥珠单抗（T-DM1）在曲妥珠单抗经治的 HER2 阳性晚期乳腺癌患者中的 III 期临床研究正在顺利进行中。公司预计将于 2026 年向 NMPA 递交 JSKN003 NDA 申请。

图6、JSKN003 各适应症开发进度



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：截至公司 2025 年中期报告，2025 年 10 月 27 日 HER2+结直肠癌适应症关键临床已获 NMPA 批准。

● 早研管线亮点众多，多款分子具备全球首创/全球最佳潜力：

- 1) JSKN016 是基于公司特有的糖基定点偶联平台自主研发的双特异性 ADC，可同时靶向肿瘤细胞上的 TROP2 和 HER3。JSKN016 与肿瘤细胞表面 TROP2 或 HER3 结合后，通过靶向介导的内吞作用进入到溶酶体，释放出具有细胞毒性的 TOPO1 抑制剂，进而诱导肿瘤细胞死亡。当前，JSKN016 单药和联合疗法治疗肺癌和乳腺癌的多个 II 期临床试验同时开展中，在 2025 ASCO 会议中初步披露了 JSKN016 在包括 TNBC 的实体瘤患者中的 FIH 临床数据，在 5 例疗效可评估的 TNBC 患者中，ORR 为 80.0%，出现 4 例 PR 和 1 例 SD；JSKN016 单药显示出具有差异化的安全性优势。多项 I 期及 II 期临床中，接受 JSKN016 单药治疗的 217 例患者仅 10.1% 患者出现严重药物相关不良事件，仅 17.1% 患者出现 3 级以上 TRAE 事件，≥3 级中性粒细胞计数降低发生率仅 2.8%，≥3 级白细胞细胞计数降低发生率仅 1.4%，卓越的安全性有望支持 JSKN016 进一步拓展多种联用疗法。截至公司 2025 年中报期间，JSKN016 各项临床进度如下：（1）针对多项实体瘤队列的 JSKN016-101 I 期研究中剂量爬坡阶段已于 2024 年底完成，截至 2025 年 6 月针对乳腺癌和非小细胞肺癌的队列扩展已完成入组；（2）针对不同疗法后线 NSCLC 单药治疗的 JSKN016-201 研究截至 2025 年 6 月队列 1（EGFR 突变且 TKI 经治失败队列）和队列 3（驱动基因突变阳性且 TKI+含铂化疗经治失败队列）已完成入组；（3）针对不同疗法后线 NSCLC 联用治疗的 JSKN016-102 研究截至 2025 年 8 月联合伏美替尼或卡铂或多西他赛队列已完成剂量确认；（4）联合化疗针对后线

HER2+/HR- BC 与后线 PD-L1 不适用 TNBC 的 JSKN016-202 研究正在进行剂量优化。

图7、JSKN016 单药安全性数据汇总

	所有级别 N=217 (n, %)	≥3级 N=217 (n, %)
药物相关的不良事件 (TRAEs)	214 (98.6)	37 (17.1)
输注相关不良事件	3 (1.4)	0
药物相关严重不良事件	22 (10.1)	-
导致暂停用药	61 (28.1)	-
导致剂量降低	42 (19.4)	-
导致停药	1 (0.5)	-
导致死亡	0	-
最常见的治疗相关不良事件 (≥10%)	所有级别 N=217 (n, %)	≥3级 N=217 (n, %)
口腔黏膜炎	189 (87.1)	12 (5.5)
恶心	88 (40.6)	1 (0.5)
虚弱	62 (28.6)	2 (0.9)
体重降低	61 (28.1)	0
贫血	52 (24.0)	5 (2.3)
呕吐	49 (22.6)	0
食欲减退	48 (22.1)	0
皮疹	36 (16.6)	1 (0.5)
低蛋白血症	34 (15.7)	0
脱发	33 (15.2)	0
中性粒细胞计数降低	33 (15.2)	6 (2.8)
白细胞计数降低	29 (13.4)	3 (1.4)
便秘	27 (12.4)	0

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- 2) JSKN033 是公司自主研发的全球首个皮下注射 ADC 复方制剂，由 JSKN003(HER2 双表位 ADC)和 KN035(PD-L1 单抗)组成。JSKN033 在中国和澳洲开展的用于晚期转移性恶性肿瘤患者的 I/II 期临床试验已经完成。同时，JSKN033 用于治疗 HER2 突变/有表达的 NSCLC 已启动 II 期临床试验，目前正在顺利进行中。

图8、JSKN033 皮下注射复方 ADC 实现 IO+ADC 的联合用药



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- 3) JSKN022 是全球首创的双靶点 ADC,同时靶向 PD-L1 和整合素 $\alpha\beta6$ 。公司以自主研发的恩沃利单抗 (Envafolelimab) 为基础,创新性地将免疫机制与 ADC 技术相结合,可以同时发挥针对 PD-(L)1 和 TGF- β 通路的免疫调节作用。该药物采用糖基定点偶联技术,提高了稳定性和均一性。通过可裂解连接子将 TOPO1 抑制剂 T01 精准偶联至抗体上,提高

疗效。JSKN022 有望为 PD-1/PD-L1 抑制剂耐药或治疗无效的癌症患者提供全新的治疗选择。目前 JSKN022 于 2025 年 10 月完成 I 期临床研究首例患者给药。

- **盈利预测与投资建议：**当前 KN026 一线治疗 HER2+局部晚期或转移性 GC/GEJ 的 III 期临床试验的 IND 申请已获 CDE 受理，JSKN003 预计将于 2026 年向 NMPA 提交 NDA。我们预计公司 2025-2027 年实现收入 4.33/4.64/5.78 亿元，归母净利润-1.76/-1.34/-0.54 亿元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**产品销售不及预期、产品临床推进不及预期、行业政策变动。

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,711	1,632	1,564	1,674
货币资金	1,112	988	923	1,017
应收账款及票据	17	84	90	96
存货	82	58	45	44
其他	501	503	506	517
非流动资产	530	491	461	437
固定资产	500	455	416	384
无形资产	4	13	21	29
其他	27	24	24	25
资产总计	2,242	2,124	2,025	2,111
流动负债	254	317	353	494
短期借款	52	52	52	252
应付账款及票据	39	43	64	63
其他	163	221	237	179
非流动负债	156	152	152	152
长期债务	130	130	130	130
其他	26	22	22	22
负债合计	410	469	505	646
普通股股本	0	0	0	0
储备	1,842	1,665	1,530	1,475
归属母公司股东权益	1,832	1,655	1,520	1,465
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,832	1,655	1,520	1,465
负债和股东权益	2,242	2,124	2,025	2,111

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	212	-233	-181	-251
归母净利润	166	-176	-134	-54
少数股东权益	0	0	0	0
折旧和摊销	77	51	48	45
营运资金的变动	-31	-108	-94	-242
投资活动现金流	-93	114	122	153
资本支出	-22	-15	-17	-20
其他投资	-71	129	139	173
筹资活动现金流	-99	-5	-5	193
借款增加	-81	0	0	200
普通股增加	-9	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	-9	-5	-5	-7
现金净增加额	26	-124	-65	94

数据来源：ifind、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，港币兑人民币汇率取 0.92。

利润表

单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	640	433	464	578
其他收入	0	0	0	0
营业成本	60	52	46	57
销售费用	0	0	0	0
管理费用	75	130	139	173
研发费用	404	563	557	578
财务费用	10	-6	-5	-2
除税前溢利	166	-176	-134	-54
所得税	0	0	0	0
净利润	166	-176	-134	-54
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	166	-176	-134	-54
EBIT	176	-182	-139	-57
EBITDA	253	-131	-92	-12
EPS(元)	0.17	-0.18	-0.14	-0.06

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	192.6%	-32.3%	7.2%	24.4%
归母净利润增长率	—	-205.7%	—	—
盈利能力				
毛利率	90.6%	88.0%	90.0%	90.2%
归母净利率	26.0%	-40.6%	-28.9%	-9.4%
ROE	9.1%	-10.6%	-8.8%	-3.7%
ROIC	8.8%	-9.9%	-8.2%	-3.1%
偿债能力				
资产负债率	18.3%	22.1%	25.0%	30.6%
净负债比率	-50.8%	-48.7%	-48.7%	-43.3%
流动比率	6.74	5.16	4.43	3.39
速动比率	6.41	4.97	4.30	3.30
营运能力				
总资产周转率	0.29	0.20	0.22	0.28
应收账款周转率	54.13	8.60	5.32	6.19
应付账款周转率	1.70	1.26	0.86	0.89
每股资料 (元)				
每股收益	0.17	-0.18	-0.14	-0.06
每股经营现金	0.22	-0.24	-0.19	-0.26
每股净资产	1.90	1.70	1.56	1.50
估值比率 (倍)				
PE	18.9	—	—	—
PB	4.6	5.1	5.6	5.8

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徐州高新控股集团有限公司、德阳发展控股集团有限公司、菏泽交通投资发展集团有限公司、菏泽市铁路投资发展集团有限公司、中华人民共和国广东省人民政府、安徽华恒生物科技股份有限公司、福建海西新药创制股份有限公司、环世国际物流控股有限公司、醴陵市绿江投资控股集团有限公司、迈威（上海）生物科技股份有限公司、珠海华发集团有限公司、芯迈半导体技术（杭州）股份有限公司、圣火科技集团有限公司、嵊州市投资控股有限公司、新昌县交通投资集团有限公司、金叶国际集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、上海挚达科技发展股份有限公司、淄博高新国有资本投资有限公司、益阳市赫山区发展集团有限公司、湖南省融资担保集团有限公司、彭泽县城市发展建设集团有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、济高国际（开曼）投资发展有限公司、济南高新控股集团有限公司、广西交通投资集团有限公司、中港投资有限公司、中华人民共和国广东省深圳市人民政府、紫金黄金国际有限公司、紫金矿业集团股份有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、河南中豫信用增进有限公司、南阳城投控股有限公司、稠州国际投资有限公司、创兴银行有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、天长市农业发展有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、正定县国有资产控股运营集团有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、土耳其主权基金、铜陵市国有资本运营控股集团有限公司、徽商银行、运城发展投资集团有限公司、滨州智慧城市运营有限公司、青岛北岸控股集团有限公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、历城国际发展有限公司、济南历城控股集团有限公司、郑州城市发展集团有限公司、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、拨康视云制药有限公司、黄山旅游集团有限公司、周六福珠宝股份有限公司、新琪安集团股份有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、江苏正力新能源技术股份有限公司、印象大红袍股份有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、GAOXIN INTERNATIONAL INVESTMENT CO., LTD.、XUZHOUI HI-TECH HOLDING GROUP CO., LTD.、DEYANG DEVELOPMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、Heze Transportation Investment And Development Group Co., Ltd.、Heze Railway Investment and Development Group Co., Ltd.、People's Government of Guangdong Province of the People's Republic of China、Anhui Huaheng Biotechnology Co., Ltd.、Huafa 2024 I Company Limited、Fujian Haixi Pharmaceuticals Co., Ltd.、Worldwide Logistics Holding Inc.、LILING LUJIANG INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、Mabwell (Shanghai) Bioscience Co., Ltd.、Chongqing Xingnong Financing Guarantee Group Co., Ltd.、Zhuhai Huafa Group Co., Ltd.、Silicon Magic Semiconductor Technology (Hangzhou) Co., Ltd.、Holyfire Technology Group Limited、SHENGZHOU INVESTMENT HOLDINGS CO., LTD.、XINCHANG COUNTY TRANSPORTATION INVESTMENT GROUP COMPANY LIMITED、GOLDEN LEAF INTERNATIONAL GROUP LIMITED、ZHEJIANG XINCHANG INVESTMENT DEVELOPMENT CO., LTD.、SHANGHAI ZHIDA TECHNOLOGY DEVELOPMENT CO., LTD.、Zibo High-Tech International Investment Co., Limited、Zibo Hi-Tech State-Owned Capital Investment Co., Ltd.、UNCONDITIONALLY AND IRREVOCABLY GUARANTEED BY CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、YIYANG HESHAN DISTRICT DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、HUNAN FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、PENGZE COUNTY DEVELOPMENT AND CONSTRUCTION GROUP CO., LTD.、CHONGQING XINGNONG FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、JINAN HI-TECH INTERNATIONAL (CAYMAN) INVESTMENT DEVELOPMENT CO., LIMITED、Jinan Hi-tech Holding Group Co., Ltd.、Guangxi Communications Investment Group Corporation Ltd.、Sino Trendy Investment Limited、SHENZHEN MUNICIPAL PEOPLE'S GOVERNMENT OF GUANGDONG PROVINCE OF THE PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA、ZIJIN GOLD INTERNATIONAL COMPANY LIMITED、Zijin Mining Group Co., Ltd.、Taixing Runjia Holdings Ltd.、HENAN ZHONGYU CREDIT PROMOTION CO., LTD.、NANYANG URBAN INVESTMENT HOLDINGS CO., LTD.、CHOUZHOU INTERNATIONAL INVESTMENT LIMITED、Chong Hing Bank Limited、YIWU STATE-OWNED CAPITAL OPERATION CO., LTD.、TIANCHANG AGRICULTURAL DEVELOPMENT CO., LTD.、Shaoxing Shangyu State-owned Capital Investment and Operation Co. Ltd.、ZHENGDING STATE-OWNED ASSETS HOLDING AND OPERATING GROUP CO., LTD.、CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、Turkey Wealth Fund、Tongling State-owned Capital Operation Holding Group Company Limited、Huishang Bank Corporation Limited、Yuncheng Development Investment Group Co., Ltd.、BINZHOU SMART CITY OPERATION CO., LTD.、QINGDAO BEI' AN HOLDING GROUP CO., LTD.、QINGDAO BULLET TRAIN TOWN INVESTMENT GROUP CO., LTD.、LICHENG INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD.、JINAN LICHENG HOLDING GROUP CO., LTD.、ZHENGZHOU URBAN DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、BEIJING XUNZHONG COMMUNICATION TECHNOLOGY CO., LTD.、ANJOY FOODS GROUP CO., LTD.、Cloudbreak Pharma Inc.、Huangshan Tourism Group Co., Ltd.、Zhou Liu Fu

Jewellery Co., Ltd.、NEWTREND GROUP HOLDING CO., LTD.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Jiangsu Zenenergy Battery Technologies Group Co., Ltd.、Impression Dahongpao Co., Ltd.、BrainAurora Medical Technology Limited 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