东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

全球领先的双载荷与新载荷ADC初现临床数据，关注康弘药业、百利天恒等——东吴医药周报

证券分析师：朱国广
执业证书编号：S0600520070004
联系邮箱：zhugg@dwzq.com.cn
2026年11月8日

请务必阅读正文之后的免责声明部分

载荷创新进入临床验证期

- **头部TOP1i-ADC持续放量，载荷成为同靶点竞争的关键变量。**2025年，Enhertu全球合计销售49.82亿美元，同比增长32.7%，Trodelvy销售约14亿美元，Datroway上市首年销售2.18亿美元。商业端放量与研发端载荷集中并存，TOP1i和微管抑制剂合计约占已披露载荷类别的临床在研项目九成。以TROP2为例，Trodelvy、Datroway和芦康沙妥珠单抗使用不同分子，payload均使用TOP1抑制剂。
- **TOP1i-ADC 已验证显著疗效，同类载荷序贯获益有限，推动新机制载荷开发。** DESTINY-Breast04 中，T-DXd 较医生选择的化疗将 HER2 低表达转移性乳腺癌患者的中位 PFS 从 5.1 个月延长至 9.9 个月。随着 TOP1i-ADC 应用扩大，患者治疗进展后，更换靶点但沿用同类载荷能否再次获益，成为序贯治疗需要回答的问题。法国 ADC-Low 回顾性研究纳入 179 例患者，分析靶向 HER2 的 T-DXd 与靶向 TROP2 的 Trodelvy 序贯使用的结局。第二个 ADC 的中位 PFS 仅为 2.7 个月。更换靶点有望改善抗原覆盖和载荷递送，但若耐药发生在载荷作用环节，例如部分患者样本中观察到的获得性 TOP1 突变，换靶后仍可能出现交叉耐药。
- **双载荷进入早期人体数据读出阶段，跨国药企布局新机制载荷。**双载荷的代表性设计之一是在保留 TOP1i 杀伤活性的同时，引入作用于不同通路的第二载荷，如微管抑制剂或 RNA 聚合酶 II 抑制剂。随着 KH815、IBI3020、CAN016 等项目陆续进入早期临床，验证重点也从动物模型中的抑瘤活性，转向既往 ADC 治疗后进展患者的缓解信号，以及两种载荷共同递送后的治疗窗。与此同时，跨国药企已通过并购提前布局载荷机制和偶联技术，如2026 年 7 月诺华宣布收购拥有 N-肉豆蔻酰转移酶抑制剂（NMTi）载荷平台的 Myricx Bio，首付 11 亿美元，潜在总对价最高 15 亿美元。
- **康弘、Sutro与百利天恒分别验证不同的载荷创新路径。** 康弘药业的TROP2双载荷KH815已在Ⅰ期披露肺鳞癌亚组的初步缓解信号，HER3双载荷KHN922已在中国获批临床。Sutro的PTK7双载荷STRO-227以定点偶联装载8个Exatecan和2个MMAE，正在推进IND申报。百利天恒已将新一代载荷用于BL-B16D1和BL-M24D1，两款项目均进入Ⅰ期。
- **风险提示：**早期疗效外推、双载荷安全窗、偶联工艺及临床开发进度存在不确定性。

数据来源：公司公告、医药魔方、东吴证券研究所

本周医药核心事件一览表

日期	分类	公司/机构	核心事件
11月6日	管线进展	先声药业/凌科药业	11月6日，先声药业与凌科药业宣布，高选择性第二代JAK1抑制剂泽普昔替尼用于中重度活动性类风湿关节炎的新药上市申请获NMPA受理，为其在华第二个进入注册审评的适应症。该申请基于430例对生物制剂应答不佳患者的III期研究，主要终点及关键次要终点均显著优于安慰剂（p<0.0001）；治疗至76周，ACR20、ACR50应答率分别维持91.8%和80.5%，ACR70由52周的52.5%升至62.4%。
11月5日	管线进展	艺妙神州	11月5日，艺妙神州靶向CD19的自体CAR-T泊基奥仑赛注射液（商品名赛泊华）获NMPA批准，用于二线及以上系统治疗后成人复发或难治性大B细胞淋巴瘤，为北京市首款获批CAR-T。确证性研究有效性分析集纳入96例，3个月ORR 58.3%，最佳ORR 72.9%，中位PFS 5.98个月；65岁以上患者最佳ORR 80.8%，移植后复发者达90%。
11月5日	管线进展	强生	11月5日，强生埃万妥单抗联合透明质酸酶（Rybrevant Faspro）获FDA加速批准，单药用于铂类化疗及PD-(L)1治疗后进展的复发/转移性头颈鳞癌（不含HPV相关口咽癌），为该部位十年来首个二线新方案，也是首个EGFR×MET双靶药物。OrigAMI-4研究ORR 42%（CR 15%），56%的缓解持续≥6个月。
11月5日	管线进展	诺诚健华	11月5日，诺诚健华奥布替尼治疗原发免疫性血小板减少症（ITP）的III期研究达到主要终点：双盲期最后12周持久应答率32.8%，较安慰剂提升25.5个百分点（P=0.0001），中位起效时间14天，研究入选2026年ASH年会口头报告。该药是首个递交ITP上市申请的国产BTK抑制剂。
11月4日	管线进展	拜耳	11月4日，拜耳塞伐艾替尼（赫新诺）获NMPA批准，单药一线治疗HER2激活突变的不可切除局部晚期或转移性非小细胞肺癌，此前已在华获批经治人群。基于I/II期SOHO-01研究73例初治患者，ORR 75.3%（CR 5.5%、PR 69.9%），72.7%的缓解者缓解持续时间≥6个月，安全性特征与既往一致。
11月3日	管线进展	INOVIO	11月3日，INOVIO质粒DNA免疫疗法Voceryq（原代号INO-3107）获FDA加速批准，用于减少成人复发性呼吸道乳头状瘤病（RRP）患者的手术频率，成为全球首个获批的质粒DNA免疫疗法。RRP-001研究中26例可评估患者27%实现12个月无需手术的完全缓解，仍待确证性研究验证。

数据来源：医药魔方、东吴证券研究所。注：核心事件的时间均为2026年

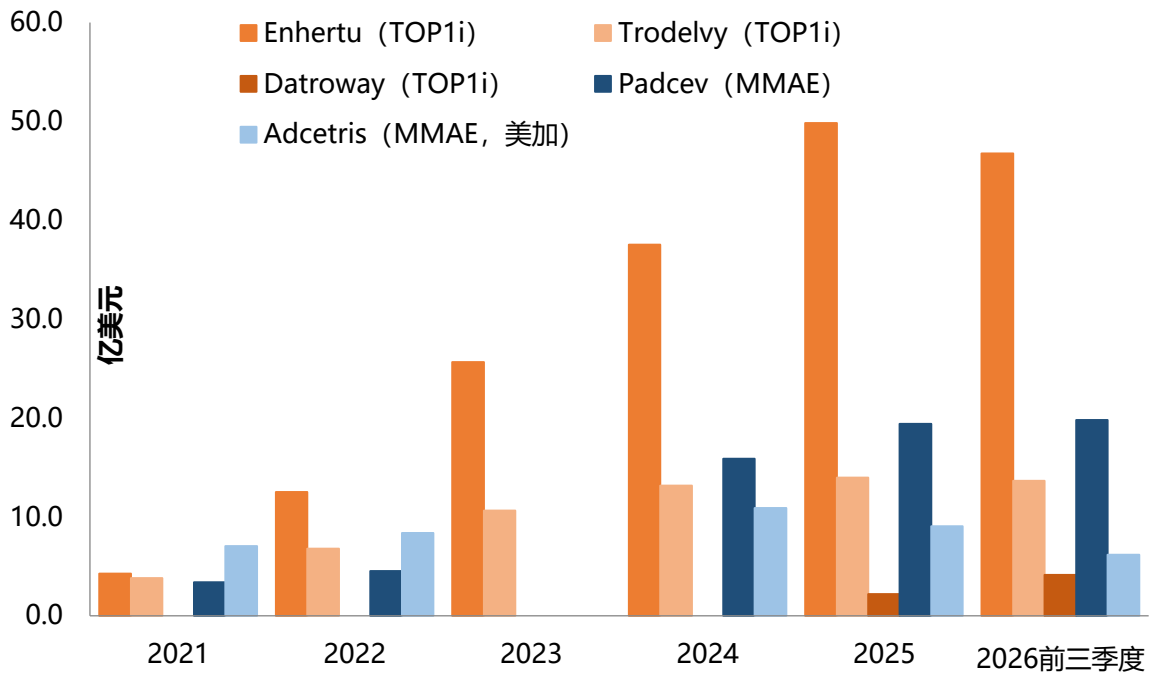
本周专题：载荷创新进入临床验证期

TOP1i-ADC 领跑头部增长，Enhertu 年销近50亿美元

- **TOP1i 载荷 ADC 贡献主要销售增量，德曲妥珠单抗一家的年销售额已接近 50 亿美元。**FDA 获批的 3 个 TOP1i-ADC 2025 年合计销售约 66 亿美元，其中德曲妥珠单抗（T-DXd，Enhertu）为 49.82 亿美元。据阿斯利康财报，Enhertu 全球销售额由 2022 年的 12.53 亿美元增至 2025 年的 49.82 亿美元，2026 年前三季度为 46.75 亿美元，同比增长 30.8%；第一三共 2026 年 10 月将 FY2026 Enhertu 全球产品销售指引上调至 9,153 亿日元。戈沙妥珠单抗（SG，Trodelvy）2025 年销售 13.97 亿美元，2026 年前三季度同比增长 35%。

- **头部品种放量抬高了后发 ADC 的差异化门槛。**随着 Enhertu 等头部品种在多个适应症建立疗效基准，后发项目需要回答更具体的临床问题：对于同一治疗线次，能否延长缓解持续时间，或减少导致减量、停药的不良反应，以及对于既往 ADC 治疗后进展的人群，能否获得新的缓解。后一问题尤其考验载荷选择。

➢ **主要ADC销售情况**



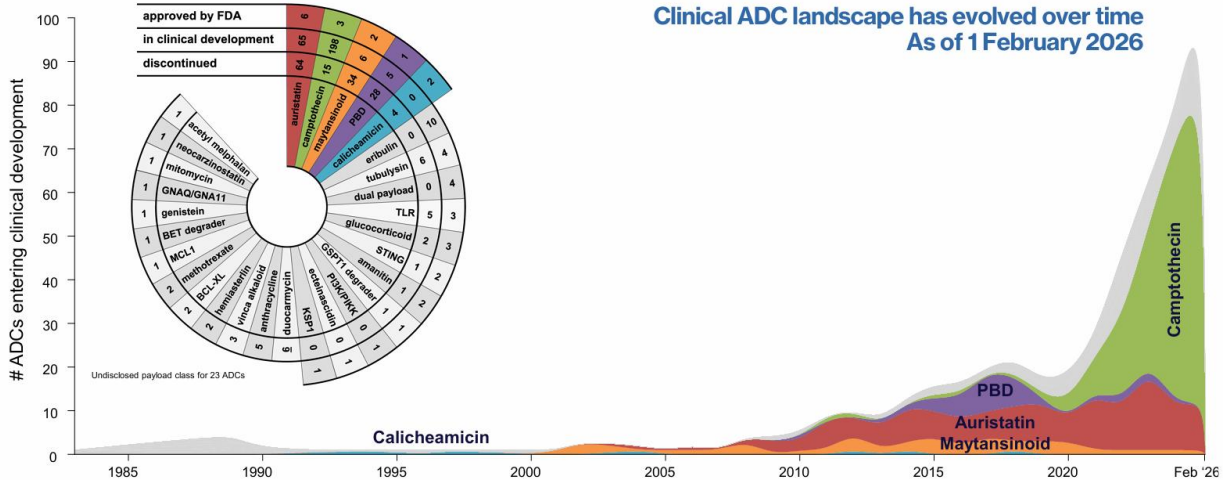
数据来源：阿斯利康2025年业绩公告、吉利德2025年业绩公告

载荷向两大机制集中，热门靶点同质化加深

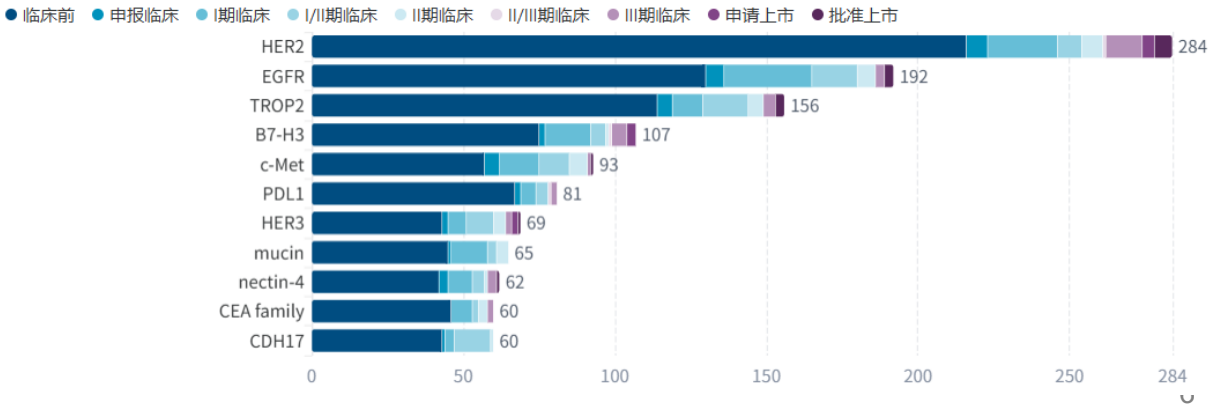
- **临床在研 ADC 的载荷仍高度集中，新机制项目相对稀缺。**根据 Zymeworks 截至 2026 年 2 月 1 日的统计，在载荷类别已披露的临床在研项目中，喜树碱类 TOP1 抑制剂与微管抑制剂合计约占九成。抗体、连接子、偶联位点和药物抗体比（DAR）这些改动可以改变载荷释放、肿瘤内暴露和治疗窗，但药物释放后仍主要依赖相同的杀伤机制。相比之下，RNA 聚合酶 II 抑制剂、靶向蛋白降解剂等载荷可引入不同的作用机制，目前仍以早期项目为主。

- **HER2、TROP2、B7-H3 等热门靶点布局密集，同靶点项目还面临载荷机制重叠。**以 TROP2 ADC为例，Trodelvy 采用 SN-38，Datroway 采用 DXd，科伦博泰的芦康沙妥珠单抗采用另一种 TOP1 抑制剂。三者的载荷分子和连接子设计各有差异，可带来不同的释放特征和安全性表现，但释放后的载荷均作用于 TOP1。当同一靶点已有多个产品布局时，后发项目需要在疗效、耐受性或适用人群上建立差异。若耐药来自抗原表达下降，调整抗体或靶点有望改善递送。若肿瘤对 TOP1 抑制已不敏感，即使换用另一靶点递送同类载荷，也可能面临交叉耐药。

截至2026年2月ADC载荷分布



截至2026年10月ADC靶点分布



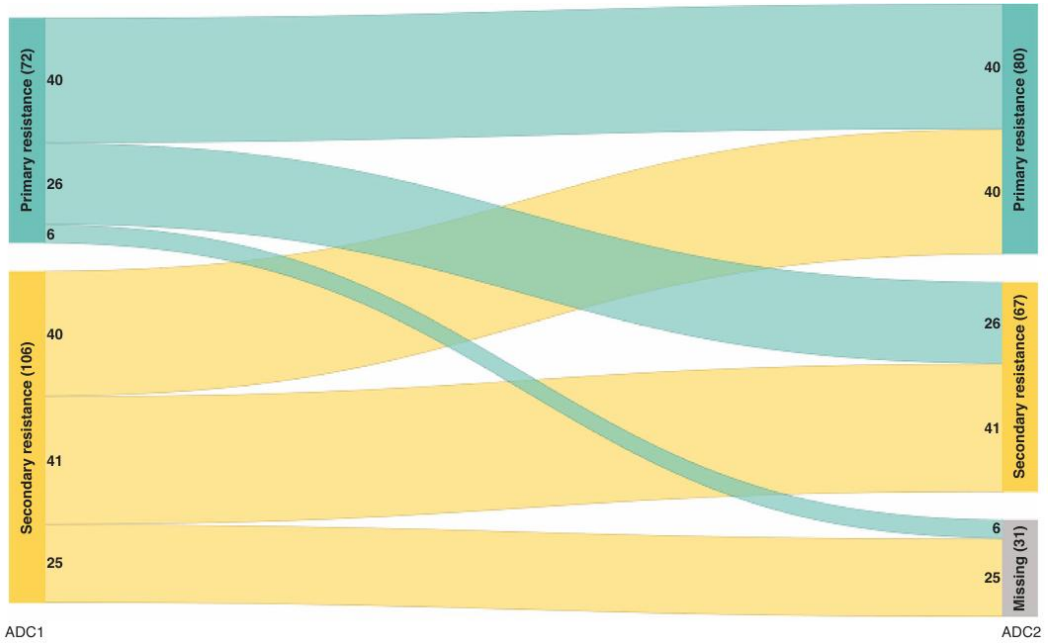
数据来源：Zymeworks ADC Asia 2026、Abelman等（Clin Cancer Res 2025）

TOP1i疗效突破显著，同类载荷序贯获益有限

- **TOP1i-ADC 凭借高 DAR 与旁观者效应扩大了适用人群。**T-DXd （HER2 ADC，DAR 8）的 Ⅲ期 DESTINY-Breast04 在 HER2 低表达转移性乳腺癌中证实了该药物的显著临床获益。全人群中，T-DXd 较医生选择的化疗将中位 PFS 从 5.1 个月延长至 9.9 个月（HR 0.50），将中位 OS 从 16.8 个月延长至 23.4 个月（HR 0.64）。随着这类药物的应用扩大，疾病进展后的治疗选择成为新的问题。

- **换靶点、沿用同机制载荷，第二个ADC的获益通常较短。**法国 ADC-Low 研究纳入法国 25 家中心的 179 例 HER2 低表达转移性乳腺癌患者。在第二个 ADC 疗效可评估的 147 例患者中，80 例（54.4%）的最佳疗效为疾病进展。按第一个 ADC 的疗效分层，曾获得缓解或疾病稳定的 81 例患者中，有 40 例（49.4%）换药后出现原发耐药，提示更换抗原靶点后仍可能出现交叉耐药。另一方面，首药即进展的 66 例患者中，仍有 26 例（39.4%）在换药后获得缓解或疾病稳定。

➢ **换用第二个 ADC 后的耐药状态**



研究	比较 / 人群	主要结果
DESTINY-Breast04	T-DXd vs 化疗	mPFS 9.9 vs 5.1个月
ADC-Low	Trodelvy 后用 T-DXd	第二个ADC mPFS 3.1个月
ADC-Low	T-DXd 后用 Trodelvy	第二个ADC mPFS 2.2个月

数据来源：DESTINY-Breast04（NEJM 2022）、ADC-Low（Br J Cancer 2024）、东吴证券研究所

双载荷全球约 12 款进入临床

- **全球获批临床或已开始入组的双载荷 ADC 约 12 款，其中 9 款来自中国，均处于 I 期或 I/II 期。** 中国品种包括康弘 KH815、KHN922，信达 IBI3020（CEACAM5）与 IBI3028（EGFR×c-MET），康威生物 CAN016（HER2），康宁杰瑞 JSKN021（EGFR×HER3），科伦博泰 SKB565，拓济医药 TJ102 与多禧生物 DXC018；海外有 Callio 的 CLIO-8221（HER2）、安斯泰来/Sutro 的 ASP2998（TROP2）以及 Acepodia ACE723（GPC3）。组合上，TOP1i + 微管抑制剂最多，其余为 TOP1i 叠加 DDR 抑制剂、免疫激动剂或抗代谢物；TOP1i + RNA 聚合酶 II 转录抑制剂的组合仅有 KH815 与 KHN922。

➢ 截至2026年10月双载荷ADC竞争格局

药物	公司	靶点	载荷组合	偶联方式	最高阶段	首例给药 / 获批临床时间	登记号
中国（9 款）							
KH815	康弘药业	TROP2	依喜替康（TOP1i）+ 雷公藤甲素（RNA 聚合酶 II 转录抑制）	半胱氨酸随机偶联 + Fc 糖基定点偶联（DAR≈4+4）	I 期（中国、澳洲）	澳洲 HREC 2025-03；NMPA 批件 2025-04（获批临床最早）；首例给药日期未公告	NCT06885645
KHN922	康弘药业	HER3	TOP1i + 雷公藤甲素	同平台	I/II 期（中国）	NMPA 批件 2026-03；首例未披露	NCT07514975
IBI3020	信达生物	CEACAM5	两种细胞毒性药物（组合未公开）	—	I 期	NMPA 批件 2025-04-17；首例 2025-04-29（同类首个给药）	CTR20251512；NCT06963281/NCT06946446
IBI3028	信达生物	EGFR×c-MET 双抗	TOP1i + MMAE	—	I 期	首例 2026-03-31	CTR20260688
CAN016	康威生物	HER2	依喜替康 + MMAE	—	I 期	首例 2026-06-26	CTR20262092
JSKN021	康宁杰瑞	EGFR×HER3 双抗	TOP1i + MMAE	糖基定点偶联	I 期	首例 2026-06；美国 IND 2026-11-02	CTR20262023
SKB565	科伦博泰	未披露	毒素 + 免疫调节剂	—	I 期	NMPA 批件 2026-07-27	CTR20262949
DXC018	多禧生物	HER2 双表位	TOP1i + 抗代谢物	—	I 期	2026-09 启动	CTR20263302
TJ102	拓济医药	FRα×CDH6 双抗	TOP1i + 微管抑制剂	—	I 期	—	CTR20263411
海外（3 款）							
CLIO-8221	Callio（Hummingbird 分拆）	HER2	依喜替康 + ATR 抑制剂（berzosertib）	定点偶联（Fc 工程曲妥珠单抗）	I/II 期	澳洲首例 2026-03-24；FDA IND 2026-03；允许 T-DXd 经治	NCT07300943
ASP2998	安斯泰来/Sutro	TROP2	TOP1i + STING 激动剂（免疫刺激 iADC）	—	I 期	2026-02 启动 I 期	NCT07287995
ACE723	Acepodia	GPC3	双载荷（AD2C 平台，组合未公开）	—	IND 获批	FDA IND 2026-09-04	—

数据来源：AACR 2026（LB333、1695、CT292）、Sutro管线

跨国药企布局新机制载荷，双载荷陆续进入临床

- **MNC 以并购与授权押注新机制载荷，标的多处于临床前。** 诺华 2026 年 7 月以首付 11 亿美元、总额最高 15 亿美元收购 Myricx Bio（NMT 抑制剂载荷平台）；大鹏药品 2025 年 3 月以首付 4 亿美元收购 Araris（定点偶联多载荷平台）；映恩生物 2026 年 8 月将 DUPAC 新机制载荷平台授权基因泰克，首付 4,500 万美元、里程碑合计逾 10 亿美元，合作针对「对现有获批 ADC 载荷类别耐药或难治」的患者；和黄医药 2026 年 9 月将 KRAS 抑制剂载荷的 HMPL-A830 授权 GSK，首付 1.1 亿美元。新机制载荷在临床前阶段即可获得高额对价，反映 MNC 对载荷端差异化的迫切需求。

➢ 截至2026年10月新载荷和双载荷ADC交易汇总

时间	交易方	交易类型	标的/平台	载荷机制	交易时阶段	首付（百万美元）	总额（百万美元）
新机制载荷与多载荷平台							
2025-03-17	大鹏药品 ← Araris（瑞士）	并购	AraLinQ 定点偶联多载荷平台，3 个分子	多载荷（含双 TOP1i、TOP1i + MMAE）	临床前	400	≤1,140
2026-07-06	诺华 ← Myricx Bio（英国）	并购	NMTi 载荷平台（主要资产 B7-H3、HER2）	N-肉豆蔻酰转移酶抑制剂	临床前	1,100	≤1,500
2026-08-27	映恩生物 → 基因泰克	平台合作 + 许可	DUPAC 新机制载荷平台（DUP5/9/10）	未披露（公告称针对现有载荷类别耐药或难治人群）	临床前	45	>1,045（里程碑逾 1,000）
2026-09-03	和黄医药 → GSK	授权（大中华区以外）	HMPL-A830（抗 EGFR 抗体 + KRAS 抑制剂载荷）	KRAS 抑制剂	签约时临床前，交割前已启动 Ia 期	110	≤1,295

数据来源：映恩生物及Orum公告、ClinicalTrials.gov、康弘药业公告、Fortvita管线、CanWell公告

康弘药业：KH815以DNA损伤叠加转录抑制

- **KH815是康弘首个推进至人体试验的双载荷ADC。**KH815 以依喜替康为底座、雷公藤甲素为第二载荷，两种载荷均为纳摩尔级活性，按约 4+4 的配比连在同一个抗体上：依喜替康提供DNA 损伤杀伤，雷公藤甲素通过抑制转录下调 HSP70 和 P-gp，针对 TOP1i 耐药相关的应激与外排通路。KH815 于 2025 年 3 月获澳洲 HREC 批准开展 I 期研究，2025 年 4 月获 NMPA 临床批件。

- **KH815 在 P-gp 高表达、Dato-DXd 获得性耐药和 TOP1i-ADC 经治模型中均显示抑瘤活性。**ABCB1 高表达的 HCT15-TROP2 CDX 中，5 mg/kg 下 KH815 的 TGI 为 89.5%，Dato-DXd 为 31.4%。NCI-H2170 经两次 Dato-DXd 给药后长至约 500 mm^3，再给 Dato-DXd 无效，单次 KH815 10 mg/kg 即致明显消退。来源于 TOP1i-ADC 经治后进展患者的乳腺癌 PDX 中，Dato-DXd 与 SG 在 5 mg/kg 下均未能有效抑瘤，KH815 同剂量 TGI 为 56.93%。

- **I 期研究不限 TROP2 表达、不排除 TOP1i-ADC 经治患者，直接面向 TOP1i 耐药人群。** 研究采用 BOIN 剂量递增，起始剂量 0.5 mg/kg，每 3 周静脉给药 1 次；主要终点为 MTD、DLT 与推荐扩展剂量，次要终点包括 ADC、总抗体、游离依喜替康与游离雷公藤甲素的 PK 及 ORR。入组标准为标准治疗失败的晚期实体瘤、ECOG 0-1，不要求 TROP2 表达，也不排除既往 TOP1i-ADC 治疗，入组瘤种包括乳腺癌、非小细胞肺癌等。

项目	披露信息
靶点	TROP2
载荷机制	TOP1抑制 + RNA Pol II抑制
首次人体研究	Ⅰ期，NCT06885645

数据来源：康弘药业2026年中报及投资者交流资料、AACR 2026（LB333）、NCT06885645

康弘药业：KHN922将双机制递送扩展至HER3

- **AACR 2026 首次披露人体数据，安全性良好，肺鳞癌初步疗效突出。** 截至 2025 年 12 月 22 日，KH815 在 0.5-5.2 mg/kg 剂量范围内 DLT 评估期未出现 DLT，未见血小板减少与 ILD，仅有少数低级别毒性；在鳞状 NSCLC 中，中剂量组 DCR 100%，其中 4 mg/kg 剂量组 ORR 达 50%，TNBC 中亦观察到抗肿瘤活性。KH815 是全球首个公开人体数据的双载荷 ADC，剂量递增与回填队列仍在进行。
- **SABCS 2026 将公布 TOP1i-ADC 经治与未经治乳腺癌的分层数据。** KH815 在 SABCS 2026 上将以壁报形式展示 KH815 在既往接受或未接受 TOP1i-ADC 的晚期乳腺癌中的有效性与安全性，摘要将于 2026 年 11 月 23 日上线，会议于 12 月 8-11 日举行。
- **KHN922为康弘第二个公开的双载荷ADC。**KHN922 是同平台第二个品种，靶向 HER3，2026 年 3 月获 NMPA 临床批件。I/II 期研究（NCT07514975）计划入组 276 例，剂量 0.8-8.0 mg/kg 每 3 周给药，不要求 HER3 表达。临床前研究中，同骨架分子 Patritumab-E+T 在 HER3 低表达和 HER3-DXd 经治后进展的 CDX 模型中仍可致肿瘤消退。KHN922 有望复制 KH815 在 TOP1i-ADC 经治人群中的差异化路径。

项目	抗原	临床进展
KH815	TROP2	Ⅰ期
KHN922	HER3	2026年3月中国获批临床

数据来源：康弘药业2026年中报、2026年5月投资者交流资料、KHN922临床试验批准公告

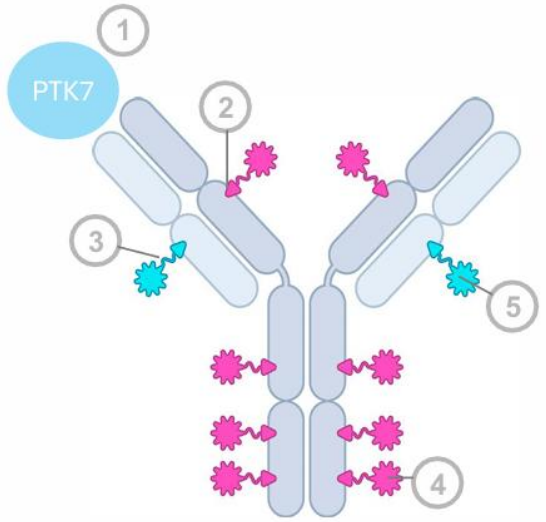
Sutro Biopharma：STRO-227以定点偶联控制双载荷比例

- **STRO-227 采用 8∶2 配比保留 TOP1i 杀伤并引入微管抑制。**STRO-227 以 PTK7 为递送靶点，利用 XpressCF+ 无细胞蛋白合成平台，在抗体的预设位点引入非天然氨基酸，并定点偶联两种载荷。每个抗体平均携带约 8 个 Exatecan 和 2 个 MMAE，总 DAR 约为 10，通过以较高载量的 Exatecan 承担主要杀伤，同时引入作用于不同通路的 MMAE，为应对肿瘤异质性及单一载荷耐药提供另一种杀伤机制。

- **临床前对照显示双载荷具有增效潜力。**AACR 2026 披露，STRO-227 在 2.5 mg/kg 下的抑瘤效果与 5 mg/kg 的匹配 Exatecan 单载荷 ADC（DAR 8）相近。在三阴性乳腺癌和卵巢癌 PDX 中，3 mg/kg 即观察到肿瘤消退。Sutro 另以 HER2 双载荷分子验证对获得性耐药的活性，在 Enhertu 耐药的胃腺癌和卵巢腺癌移植模型中，该 HER2 双载荷分子（TOP1i DAR 8 + 微管抑制剂 DAR 4）分别以 3 mg/kg 和 10 mg/kg 单次静脉给药，均观察到肿瘤消退。

- **自研项目推进 IND 申报，合作项目已先行进入临床。** Sutro 在 2026 年二季度更新中预计于年内提交 STRO-227 的 IND。与安斯泰来合作的 TROP2 靶向双载荷免疫刺激型 ADC ASP2998 已于 2026 年一季度进入临床。

➢ **STRO-227, Topo1i x MTI ADC 靶向 PTK7结构**



数据来源：Sutro公司管线、2025年10-K、2026年二季度更新、AACR 2026（1695）

百利天恒：新一代载荷已进入Ⅰ期，双载荷推进中

- **百利天恒已将同一新一代载荷用于不同ADC。**BL-B16D1 是公司研发搭载新载荷的双抗 ADC，Ⅰ期研究覆盖乳腺癌、头颈鳞癌等实体瘤。BL-M24D1与其共享连接子及载荷平台，于 2025 年 10 月获批临床，用于治疗晚期实体瘤和复发或难治性多发性骨髓瘤。两项均处Ⅰ期，公司也在研发其他机制的新型载荷。

- **双载荷布局处于组合筛选阶段。**公司通过高通量平台测试多个新型载荷中。

项目	技术定位	研发阶段
BL-B16D1	新一代载荷双抗ADC	Ⅰ期
BL-M24D1	同平台新一代载荷ADC	Ⅰ期
双载荷组合		研发探索

数据来源：百利天恒2026年中报、2026年8月投资者交流、2026年三季报、BMS合作公告

风险提示

- **临床研发风险。**部分新载荷及双载荷项目处于临床前或剂量递增阶段。小样本活性、动物模型结果和回顾性序贯数据仍需扩大样本及前瞻性验证；两种载荷可能产生叠加毒性，释放比例和系统暴露也可能偏离设计目标，影响推荐剂量及疗效。
- **工艺与商业化风险。**双载荷的位点控制、批间一致性和规模化生产有待验证。研发、注册及商业里程碑付款取决于合同约定条件的达成。
- **研发进展不及预期：**对于依赖于新产品的公司，由于新药、新器械研发周期长、难度大，在研发过程中可能存在研发失败、或研发进展不及预期的风险。
- **商业化推进不及预期：**公司产品在招标进院和医药代表商业化推广改革导致商业化推广不及预期，未来招标降价政策的出台可能会导致业绩不及预期。
- **海外审批或收益不达预期：**公司产品在国际化方面受疫情影响或受宏观政策影响导致海外临床注册、申请、上市进度不及预期，收益或存在风险。
- **集采风险，药品和耗材降价超预期风险：**生物类似物、耗材等可能会面对进一步的集采风险。
- **国际地缘政治风险：**国际地缘政治紧张可能会影响海外临床进度，海外订单，以及美国证交会（SEC）对中概股公司的审查等。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。 未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来 6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来 6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性： 预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持： 预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

东吴证券 财富家园