

康宁杰瑞制药-B (09966.HK) 深度研究报告

研发能力强大，双抗进入收获期

- ❖ **自主研发驱动，技术水平领先。**康宁杰瑞创始人徐霆博士拥有超过 20 年的生物创新药研发经验，创建了先进的技术平台(单域抗体, CRIB 双抗, CRAM 混合抗体, BADC/BIMC/TIMC/GIMC/CIMC 等扩展平台)。基于领先的研发水平,康宁杰瑞打造了一条具有显著差异化和全球竞争力的产品管线。其中,KN046 为 PD-L1/CTLA-4 双抗,有望成为下一代肿瘤免疫疗法的基石;KN035 (恩沃利单抗)是首个可皮下注射的 PD-L1 抑制剂,有望给肿瘤患者带来更好的使用便利;KN026 为 HER2 双抗,具有 best-in-class 潜力。
- ❖ **KN046 生存数据惊艳,大适应症进度领先。**KN046 联合化疗一线治疗非小细胞肺癌 ORR 为 50.6%, PFS 为 5.9 个月, 12 个月和 15 个月的 OS 率均为 74.9%, 有潜力超越 PD-1 单抗数据。目前,KN046 联合化疗一线治疗肺鳞癌的 III 期试验正在进行, 试验预计有望在 2021 年 Q4 获得 PFS 数据, 也意味着首个免疫双抗的大适应症(肺癌一线)有望实现突破。
- ❖ **KN026 胃癌数据优异,HER2 双抗潜力巨大。**KN026 胃癌二线以上患者的 II 期数据显示,无论患者既往是否接受过曲妥珠治疗,KN026 在 HER2 高表达患者中 ORR 为 55.6%, 9 个月的无进展生存率(PFSR 9m)为 60.4%;对既往接受过曲妥珠治疗疾病进展的患者 ORR 为 44.4%, PFS 为 5.6 个月, mOS 为 11 个月。3 级以上发生率为 9.7%, 安全性优异。与同类产品对比,KN026 在有效性指标有望优于 ZW25 和 RC48, 安全性指标有望显著优于 DS-8201, KN026 有望成为 HER2 领域新一代的重磅药物。
- ❖ **盈利预测:**我们预计 2021-2023 年,公司有望实现营收 0.78、2.50、7.25 亿元,实现净利润-6.34、-5.93、-4.10 亿元。根据 DCF 测算,可得公司合理市值应为 269.84 亿元,对应股价应为 34.78 港元。未来研发管线价值有望不断提升,首次覆盖,给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示:**1、新药临床试验失败;2、产品销售不达预期。

主要财务指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万)	2	78	250	725
同比增速(%)	1655.6%	4858.6%	218.8%	190.1%
归母净利润(百万)	-428	-634	-593	-410
同比增速(%)	48.6%	-48.2%	6.4%	30.8%
每股盈利(元)	-0.46	-0.68	-0.63	-0.44
市盈率(倍)	-38.5	-26.0	-27.8	-40.2
市净率(倍)	7.2	8.5	10.7	13.3

资料来源:公司公告,华创证券预测

注:股价为 2021 年 6 月 18 日收盘价

推荐(首次)

目标价: 34.78 港元

当前价: 21.25 港元

华创证券研究所

证券分析师: 高岳

邮箱: gaoyue@hcyjs.com

执业编号: S0360520110003

公司基本数据

总股本(万股)	93,600
已上市流通股(万股)	93,600
总市值(亿元)	165
流通市值(亿元)	165
资产负债率(%)	13.88%
每股净资产(元)	2.43
12 个月内最高/最低价	25.15/9.90

市场表现对比图(近 12 个月)



投资主题

报告亮点

我们认为：康宁杰瑞作为国内抗体研发技术领先的公司，其平台价值和产品价值未被充分反应。单域抗体、CRIB 双抗、CRAM 混合抗体、扩展的BADC/BIMC/TIMC/GIMC/CIMC 等领先的抗体技术平台，能够保证公司自主研发驱动的长期内生发展。而处于成熟阶段的 KN046、KN035、KN026 有望让公司迎来收获期，并在国内激烈的竞争环境中脱颖而出。

投资逻辑

康宁杰瑞创始人徐霆博士拥有超过 20 年的生物创新药研发经验，创建了先进的技术平台（包括单域抗体，CRIB 双抗，CRAM 混合抗体，BADC/BIMC/TIMC/GIMC/CIMC 等扩展平台），打造了一条具有显著差异化和全球竞争力的产品管线。其中，KN046 为 PD-L1/CTLA-4 双抗，肺癌一线处于 III 期进度领先，有望成为下一代肿瘤免疫疗法的基石；KN035（恩沃利单抗）是首个可皮下注射的 PD-L1 抑制剂，有望给肿瘤医患带来更好的使用便利；KN026 为 HER-2 双抗，胃癌数据惊艳，具有 best-in-class 潜力。

KN046 数据惊艳，大适应症进度领先。KN046 联合化疗一线治疗非小细胞肺癌 ORR 为 50.6%，PFS 为 5.9 个月，12 个月和 15 个月的 OS 率均为 74.9%，有潜力超越 PD-1 单抗数据。目前，KN046 联合化疗一线治疗肺鳞癌的 III 期试验正在进行，试验预计有望在 2021 年 Q4 获得 PFS 数据，也意味着首个免疫双抗的大适应症（肺癌一线）有望实现突破。

KN026 胃癌数据优异，HER2 双抗潜力巨大。KN026 胃癌二线以上患者的 II 期数据显示，无论患者既往是否接受过曲妥珠治疗，KN026 在 HER2 高表达患者中 ORR 为 55.6%，9 个月的无进展生存率（PFSR 9m）为 60.4%；对既往接受过曲妥珠治疗疾病进展的患者 ORR 为 44.4%，PFS 为 5.6 个月，mOS 为 11 个月。3 级以上发生率为 9.7%，安全性优异。与同类产品对比，KN026 在有效性指标有望优于 ZW25 和 RC48，安全性指标有望显著优于 DS-8201，KN026 有望成为 HER2 领域新一代的重磅药物。

关键假设、估值与盈利预测

我们预计 2021-2023 年，公司有望实现营收 0.78、2.50、7.25 亿元，实现净利润-6.34、-5.93、-4.10 亿元。按照研发管线的绝对估值情况，根据 DCF 模型测算，我们给予公司整体估值 269.84 亿元，按照人民币兑港元汇率 1.21 换算，约为 325.53 亿港元。根据公司当前股本 9.36 亿股，对应目标价 34.78 港元。未来研发管线价值有望不断提升，首次覆盖，给予“推荐”评级。

目 录

一、康宁杰瑞：抗体平台领先，研发能力出众.....	5
（一）CRIB 双特异性抗体开发平台	5
（二）扩展技术平台潜力巨大.....	6
二、双抗进入收获期，国际化潜力巨大.....	6
（一）PD-L1/CTLA-4 双抗 KN046：大适应症进度领先，有望克服 PD-1 耐药.....	7
1、肺癌 OS 数据亮眼，鳞癌 III 期全球最快	8
2、胰腺癌一线数据优异，III 期临床即将启动	9
3、食管癌初步数据良好	9
（二）HER2 双抗 KN026：兼顾有效性和安全性，潜力巨大.....	10
1、胃癌单药数据惊艳，联合 KN046 疗效有望进一步提升.....	12
2、乳腺癌市场潜力巨大.....	14
（三）恩沃利单抗：皮下注射的 PD-L1，差异化定位	15
（四）早期产品差异化显著，技术水平领先	16
1、KN052：抗 PD- L1/OX40 双特异性抗体.....	16
2、JSKN-003：抗 HER2 双特异性抗体偶联药物	16
三、盈利预测与估值.....	17
四、风险提示.....	17

图表目录

图表 1	CRIB 双抗平台	5
图表 2	扩展技术平台	6
图表 3	康宁杰瑞研发管线	6
图表 4	KN046 作用机制	7
图表 5	KN046 临床进度	7
图表 6	KN046 肺癌 II 期有效性数据	8
图表 7	KN046 肺癌 II 期生存曲线	8
图表 8	KN046 胰腺癌 II 期有效性数据	9
图表 9	KN046 胰腺癌 II 期瀑布图	9
图表 10	KN046 食管癌 II 期有效性数据	10
图表 11	KN046 食管癌 II 期瀑布图	10
图表 12	HER2 单抗（上）和双抗（下）结合模式对比	11
图表 13	KN026 晶体结构示意图	11
图表 14	KN026 与 HER2 结合的亲和力	11
图表 15	KN026 适应症进展	12
图表 16	HER2 抑制剂胃癌数据对比	12
图表 17	KEYNOTE-811 数据	13
图表 18	KN026 与 KN046 联合用药 I 期数据	14
图表 19	已上市 HER2 抑制剂乳腺癌适应症	14
图表 20	部分 HER2 抑制剂销售额（亿美元）	14
图表 21	KN026 一期 PFS 数据	15
图表 22	KN026 一期 OS 数据	15
图表 23	恩沃利单抗适应症进度	15
图表 24	KN052 结构设计和临床前数据	16
图表 25	JSKN-003 结构设计和临床前数据	16
图表 26	核心产品销售预测（百万元）	17

一、康宁杰瑞：抗体平台领先，研发能力出众

康宁杰瑞生物制药成立于 2015 年，是国内领先的专注于创新抗体自主研发、生产和商业化的 biotech 公司。

创始人徐霆博士拥有超过 20 年的生物创新药研发经验，先后在 Archemix, Serono 和 Biogen 等公司从事研发工作。徐霆博士在蛋白质工程和抗体药物筛选、工程化和 CMC，以及动物药理、毒理等领域具有丰富的经验，参与开发的多个产品在欧美上市或进入临床阶段。回国后，徐霆博士成立康宁杰瑞并创建了具有自主知识产权的蛋白质/抗体工程平台、抗体筛选平台和多功能抗体开发平台。

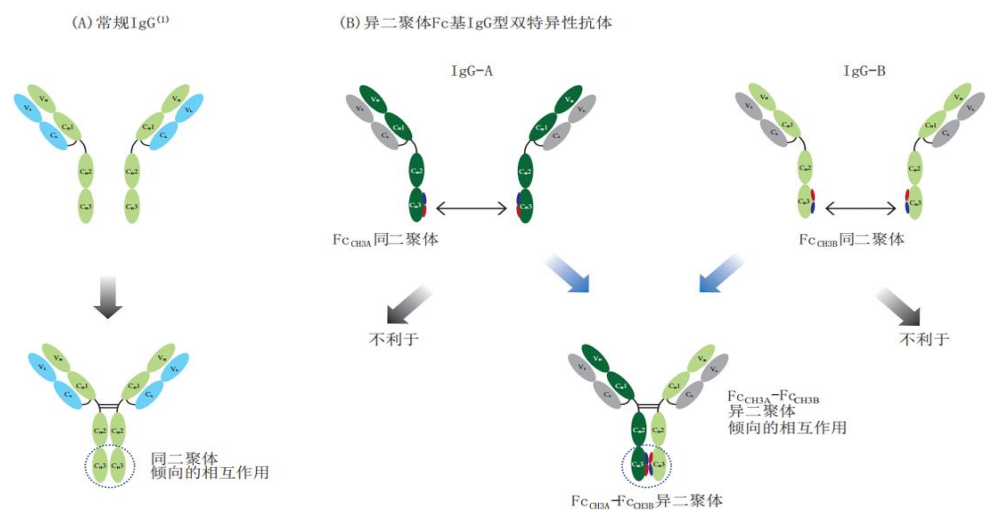
基于先进的技术平台（包括单域抗体，CRIB 双抗技术平台，CRAM 混合抗体平台，和扩展的 BADC/BIMC/TIMC/GIMC/CIMC 平台），康宁杰瑞开发出了具有显著差异化和全球化潜力的产品管线：KN046 为 PD-L1/CTLA-4 双抗，有望成为下一代肿瘤免疫疗法的基石；KN035（恩沃利单抗）是首个可皮下注射的 PD-L1 抑制剂，有望给肿瘤患者带来更好的使用便利；KN026 为 HER2 双抗，具有 best-in-class 潜力。

（一）CRIB 双特异性抗体开发平台

双特异性抗体同时识别和结合两种不同的抗原或表位，可以提供两个有效作用位点，达到协同治疗的效果。双特异性抗体因其独特的双功能架构和作用机制，可以有效增强抗体对肿瘤细胞的结合特异性和靶向性、降低脱靶等副作用、临床成本也远远低于两个单药联合治疗，因此被视为治疗肿瘤的新一代抗体疗法。但是作为一项前沿的高新技术，相比常规抗体药，双特异性抗体在高质量产业化方面也面临诸多挑战，如存在品质不稳定、产品得率低等技术难题。在过去二十年里，这些技术难题一直限制着双特异性抗体的开发进程。

通过近十年不懈努力，康宁杰瑞成功创建了一种全球领先的基于 Fc 的异二聚体双特异性抗体研发平台，即电荷排斥诱导双特异性（Charge Repulsion Improved Bispecific, CRIB）平台，可有效解决双特异性抗体研发的化学、生产和控制（CMC）问题。利用该平台研发的抗体与天然抗体形状和分子大小相同，结构相近。

图表 1 CRIB 双抗平台



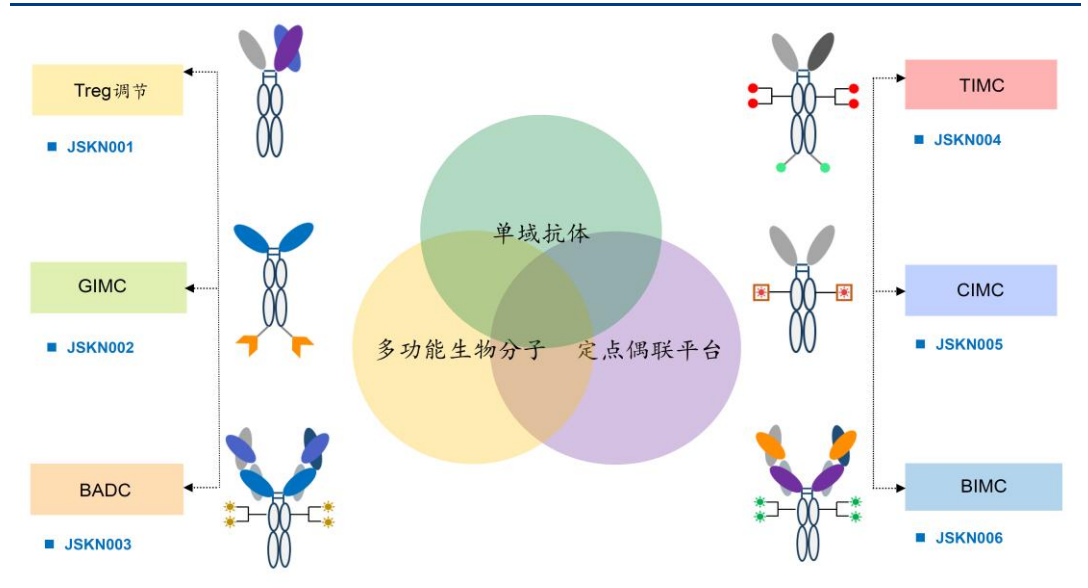
资料来源：康宁杰瑞官网

KN026 是康宁杰瑞采用具有自主知识产权的 Fc 异二聚体平台技术 (CRIB) 开发的抗 HER2 双特异性抗体, 可以识别 HER2 上的两个不同表位, 且分子结构与天然 IgG 抗体相同。KN026 采用常规抗体生产工艺, 产品得率和质量都达到领先水平。

(二) 扩展技术平台潜力巨大

在单域抗体和 CRIB 双抗技术的基础上, 公司进一步开发了一系列多功能技术平台, 进行下一代产品的研发。

图表 2 扩展技术平台



资料来源: 康宁杰瑞官网

二、双抗进入收获期, 国际化潜力巨大

临床阶段产品均为公司自主研发, 并拥有全球的知识产权和商业开发权利, 有超过 30 项全球或中国临床试验正在进行, 其中 1 款已提交 BLA, 3 款处于临床后期阶段, 3 种处于 IND 申请当中。

图表 3 康宁杰瑞研发管线

产品	靶点	技术平台	适应症	进度
KN035	PD-L1	sdAb/mAb	肿瘤	BLA
KN046	PD-L1/CTLA-4	sdAb/mAb	肿瘤	III 期
KN026	HER2/HER2	CRIB	肿瘤	II 期
KN019	B7	融合蛋白	自免/移植	II 期
KN052	PD-L1/OX40	CRIB	肿瘤	IND
KN062	非 RBD 构象双抗	CRIB	COVID-19	IND
JSKN-003	HER2 ADC	BADC	肿瘤	pre-IND
JSKN-001	尚未披露	CRIB	实体肿瘤	临床前
JSKN-002	尚未披露	GIMC	实体肿瘤	临床前
JSKN-004	尚未披露	TIMC	实体肿瘤	临床前

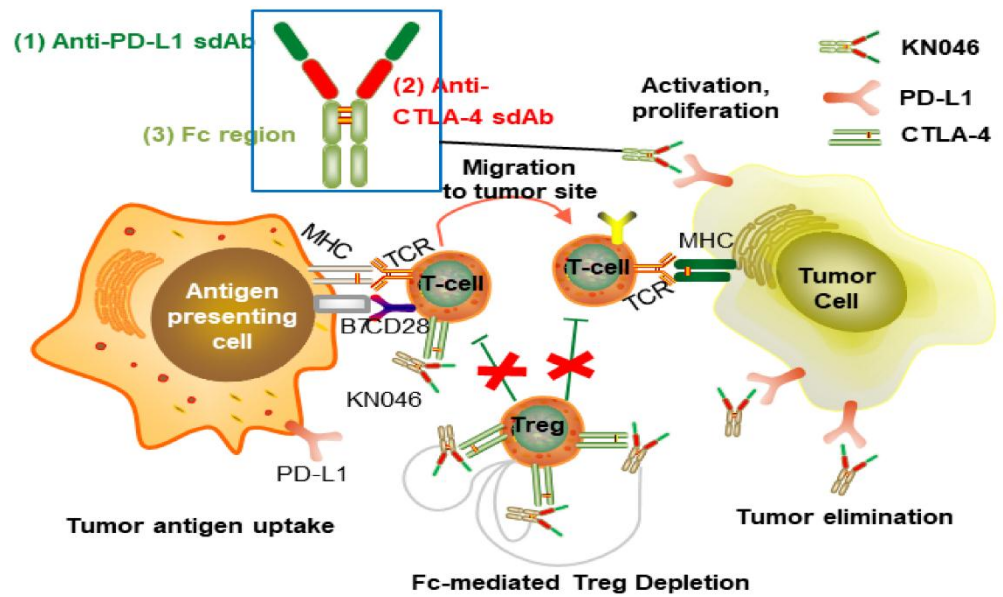
产品	靶点	技术平台	适应症	进度
JSKN-005	尚未披露	CIMC	实体肿瘤	临床前
JSKN-006	尚未披露	BIMC	实体肿瘤	临床前
KN053	尚未披露的双抗	单域抗体	实体肿瘤	临床前
KN055	尚未披露的双抗	单域抗体融合蛋白	实体肿瘤	临床前
KN058	尚未披露的双抗	单域抗体融合蛋白	实体肿瘤	临床前
KN138	非阻断性 CTLA-4	单域抗体	实体肿瘤	临床前

资料来源：康宁杰瑞官网，华创证券

(一) PD-L1/CTLA-4 双抗 KN046: 大适应症进度领先, 有望克服 PD-1 耐药

KN046 是康宁杰瑞自主研发的 PD-L1/CTLA-4 双特异性抗体, 采用机制不同的 CTLA-4 与 PD-L1 单域抗体融合组成, 可靶向富集于 PD-L1 高表达的肿瘤微环境及清除抑制肿瘤免疫的 Treg 细胞。

图表 4 KN046 作用机制



资料来源：康宁杰瑞官网

KN046 在澳大利亚和中国已开展覆盖非小细胞肺癌、三阴乳腺癌、食管鳞癌、肝癌、胰腺癌等 10 余种肿瘤的近 20 项不同阶段临床试验, 试验结果显示有良好的安全性和有效性。FDA 基于在澳大利亚和中国取得的临床试验结果, 批准 KN046 在美国直接进入 II 期临床试验。目前, KN046 的两项注册临床试验正在进行中。

图表 5 KN046 临床进度

适应症	方案	进度
鳞状非小细胞肺癌 1L	联合化疗	III 期
胸腺癌	单药	III 期
PD-1 经治非小细胞肺癌	联合仑伐替尼	II 期
胰腺癌 1L	联合化疗	II 期

适应症	方案	进度
肝癌	联合仑伐替尼	II 期
驱动突变阳性的非小细胞肺癌	联合化疗	II 期
III 期非小细胞肺癌	联合放疗	II 期
肝癌 1L	联合 TKI	II 期
三阴乳腺癌 1L	联合白紫	II 期
食管鳞癌 1L	联合化疗	II 期

资料来源: 康宁杰瑞官网, 华创证券

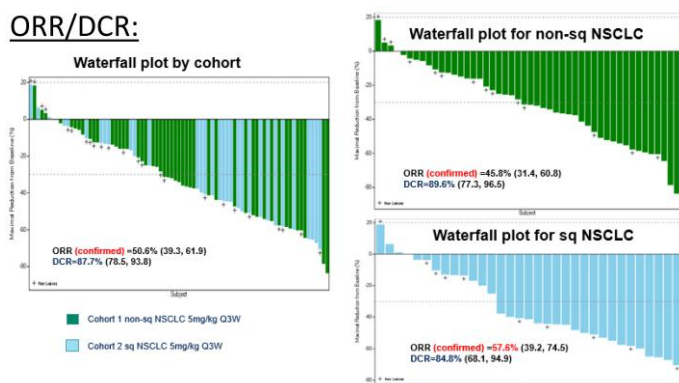
1、肺癌 OS 数据亮眼, 鳞癌 III 期全球最快

2021 年 6 月 7 日, 康宁杰瑞在 ASCO2021 上公布了 KN046 联合铂类化疗治疗晚期非小细胞肺癌患者的 II 期临床研究数据。

截至 2021 年 1 月 19 日, 共入组 87 例未接受过系统治疗的晚期非小细胞肺癌患者, 其中 51 例非鳞癌患者, 36 例鳞癌患者。46 例患者 PD-L1 $\geq 1\%$, 37 例患者 PD-L1 $< 1\%$ 。中位治疗时间 21 周。在 81 例疗效可评估的患者中, ORR 为 50.6%, DCR 达 87.7%。在非鳞状非小细胞肺癌患者中, ORR 和 DCR 分别为 45.8% 和 89.6%; 在鳞状非小细胞肺癌患者中, ORR 和 DCR 分别为 57.6% 和 84.8%。中位无进展生存期 (mPFS) 为 5.9 个月, 中位总生存期 (OS) 尚未达到; 12 个月和 15 个月的生存率 (OS 率) 均为 74.9%; PD-L1 $\geq 1\%$ 和 PD-L1 $< 1\%$ 的患者的初步 OS 相似, PD-L1 $\geq 1\%$ 的患者, 中位 PFS 为 6.7 个月, 其中 PD-L1 $\geq 1\%$ 的鳞癌患者中位 PFS 达到 10.8 个月。

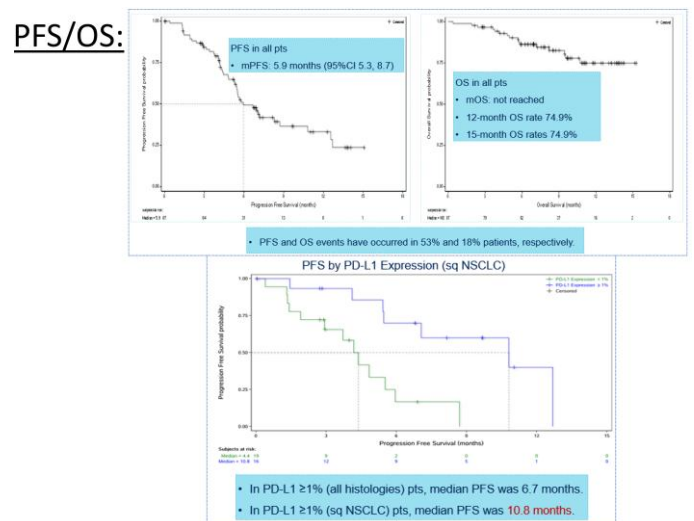
安全性方面, 22 例患者 (25.3%) 发生了 3 级或以上级别的治疗相关不良事件, 不良事件可控。

图表 6 KN046 肺癌 II 期有效性数据



资料来源: 康宁杰瑞官网, 华创证券

图表 7 KN046 肺癌 II 期生存曲线



资料来源: 康宁杰瑞官网, 华创证券

2020 年 9 月 26 日, KN046 联合化疗治疗非小细胞肺癌 III 期 ENREACH-LUNG-01 研究完成首例患者给药。ENREACH-LUNG-01 是一项 KN046 联合含铂化疗在晚期不可切除或转移性鳞状非小细胞肺癌患者中的疗效与安全性的多中心、随机、双盲、安慰剂对照性 III 期临床研究, 计划在约 60 个研究中心开展, 招募约 500 例患者, 以 IRC 根据 RECIST

1.1 标准判断的 PFS 为主要终点，生存期和 PFS2 为次要终点。

这是全球首个基于 PD-1/L1 的免疫双抗的 III 期临床试验，预计试验有望在 2021 年 Q4 获得 PFS 数据，也意味着首个免疫双抗的大适应症（肺癌一线）有望实现突破。

2、胰腺癌一线数据优异，III 期临床即将启动

胰腺癌是医学界公认的“癌中之王”，其中约 90% 的胰腺癌为胰腺导管腺癌（PDAC），发现难、进展快、致死率高，病人早期没有明显症状，一旦发现多数已失去手术指征，临床上缺少有效的治疗手段，存在着巨大的尚未满足的临床需求。

2021 年 6 月 5 日，KN046 联合白蛋白紫杉醇/吉西他滨一线治疗胰腺导管腺癌（PDAC）的 II 期临床研究数据以壁报形式在 ASCO2021 年会上公布。

试验入组经组织学或细胞学证实的不可切除局部晚期或转移性 PDAC 患者，ECOG PS 0-1 分，既往未接受过针对不可切除局部晚期或转移性疾病的系统性治疗。患者接受 KN046 联合白蛋白紫杉醇和吉西他滨治疗 4-6 个周期，然后接受 KN046（5mpk，Q2W）维持治疗。每 8 周根据 RECIST1.1 进行肿瘤评估。

截至 2021 年 1 月 15 日，共入组 17 例患者，中位年龄（范围）为 56（36-75）岁，9 例患者 ECOG PS 1 分，7 例患者基线时存在肝转移。KN046 中位暴露时间为 9.5 周。其中，9 例患者接受至少一次肿瘤评估，进入疗效分析数据集，17 例患者进入安全分析数据集。PR 为 55.6%（5/9），SD 为 33.3%（3/9）；ORR 为 55.6%，DCR 为 88.9%。治疗相关不良事件（TRAE）发生率为 64.7%，3 级及以上占 29.4%。

基于亮眼的 II 期数据，预计 KN046 联合化疗一线治疗胰腺癌的 III 期临床研究将在 2021 年启动。

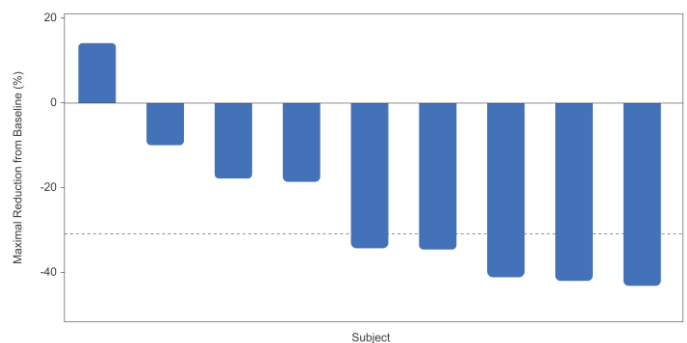
图表 8 KN046 胰腺癌 II 期有效性数据

Arm 2 (N = 9)	
Best overall response	
Partial response (PR)	3 (33.3%)
Unconfirmed partial response (uPR)	2 (22.2%)
Stable disease (SD)	3 (33.3%)
Progressive disease (PD)	1 (11.1%)
Objective response rate (ORR)	5 (55.6%)
95% CI	21.2%, 86.3%
Disease control rate (DCR)	8 (88.9%)
95% CI	51.8%, 99.7%

Notes: 1. ORR = CR + PR + uCR + uPR; 2. DCR = CR + PR + uCR + uPR + SD ≥ 42 days.

资料来源：康宁杰瑞官网

图表 9 KN046 胰腺癌 II 期瀑布图



资料来源：康宁杰瑞官网

3、食管癌初步数据良好

食管癌是全球常见的恶性肿瘤之一，国内每年大约有 20 多万食管癌新发病例，其中约有 90%-95% 的食管癌患者确诊为鳞癌。食管癌的预后较差，5 年生存率仅为 20% 左右，转移性患者的 5 年生存率仅为 3.5% 左右。

2021 年 6 月 7 日，康宁杰瑞在 ASCO2021 上公布了 KN046 联合紫杉醇/顺铂一线治疗不可切除局部晚期、复发或转移性食管鳞癌（ESCC）的 II 期 KN046-204 研究数据。

KN046-204 是一项在进行的 II 期临床研究，旨在评估 KN046 单药治疗或联合化疗治疗不可切除局部晚期、复发或转移性食管鳞癌的疗效和安全性。KN046-204 包括 3 个队列，其中一个队列入组既往未接受过系统性治疗的，经组织学或细胞学证实的不可切除局部晚期、复发或转移性 ESCC 患者 (ECOG PS 0-1 分)。KN046 联合紫杉醇和顺铂治疗 4 到 6 个周期，然后患者接受 KN046 (5mpk, iv, Q2W) 维持治疗。每 6 周根据 RECIST 1.1 进行肿瘤评估。

截至 2021 年 1 月 14 日，试验入组 15 例患者，均为男性，52.3% ≥ 60 岁，64% ECOG PS 1 分，80% 患者基线时存在远处转移。KN046 的中位暴露时间为 11.4 周，KN046 的平均治疗周期为 2.4 个周期。12 例受试者进入疗效分析数据集，客观缓解率 (ORR) 为 58.3%，疾病控制率 (DCR) 为 91.6%。7 例患者 (58.3%) 获得部分缓解 (PR)，其中 1 例受试者获得靶病灶完全缓解。4 例患者 (33.3%) 获得疾病稳定 (SD)，其中 3 例受试者靶病灶最大缩减在 20% 以上。15 例受试者进入安全分析数据集，治疗相关不良事件 (TRAE) 发生率为 80.0%，3 级及以上占 13.3%。输液反应的发生率为 7.8%，多为 1-2 级。免疫治疗相关不良反应 (irAE) 发生率为 53.3%，最常见的 ≥ 3 级 irAE 为恶心 (n = 1, 6.7%) 和皮疹 (n = 1, 6.7%)。

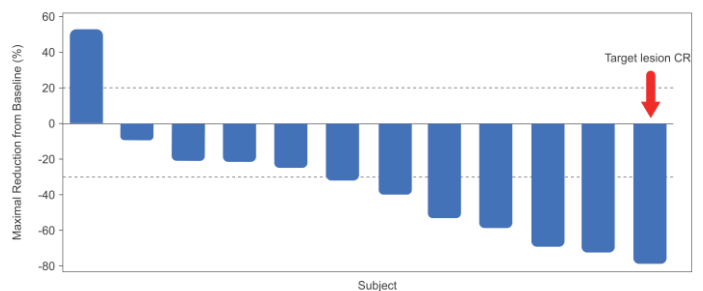
图表 10 KN046 食管癌 II 期有效性数据

Cohort 3(N = 12)	
Best overall response	
Partial response (PR)	4 (33.3%)
Unconfirmed partial response (uPR)	3 (25.0%)
Stable disease (SD)	4 (33.3%)
Progressive disease (PD)	1 (8.3%)
Objective response rate (ORR)	
95% CI	21.1%, 78.9%
Disease control rate (DCR)	
95% CI	61.5%, 99.8%

Notes: 1. ORR = CR + PR + uCR + uPR; 2. DCR = CR + PR + uCR + uPR + SD ≥ 35 days.

资料来源：康宁杰瑞官网

图表 11 KN046 食管癌 II 期瀑布图



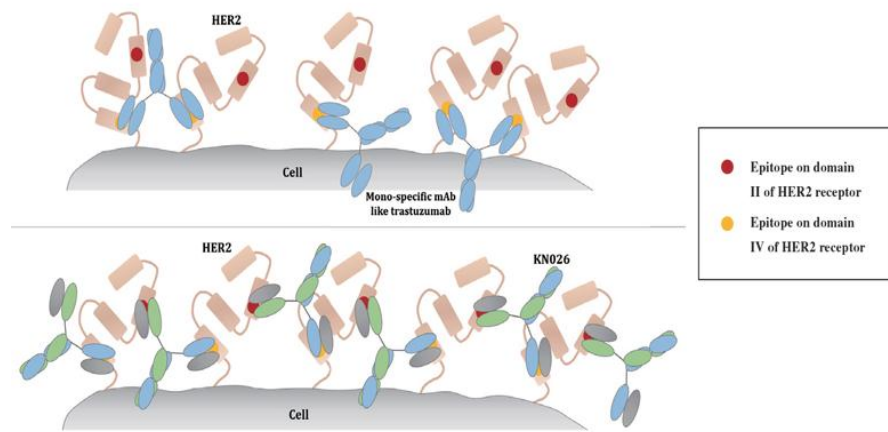
资料来源：康宁杰瑞官网

(二) HER2 双抗 KN026: 兼顾有效性和安全性，潜力巨大

人表皮生长因子受体-2 (HER2) 过表达通过与其他 ERBB 家族成员自发形成同源二聚体或异源二聚体而驱动肿瘤发生，激活致癌下游信号通路。乳腺癌和胃癌是 HER2 阳性发生率最高的癌种。目前，已有多款不同类型的 HER2 药物获批上市，包括 HER2 单抗、HER2 ADC 和小分子 HER2 抑制剂。

最新在研的 HER2 抑制剂是 HER2 双表位特异性抗体，具有全新的结合方式，有望进一步提升 HER2 抑制剂的疗效，主要在研公司包括 Zymeworks 和康宁杰瑞。

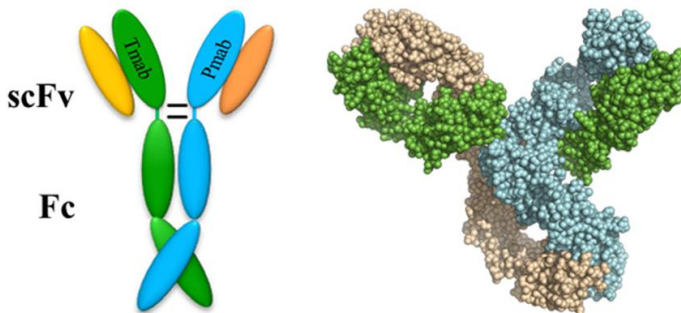
图表 12 HER2 单抗（上）和双抗（下）结合模式对比



资料来源：康宁杰瑞官网，华创证券

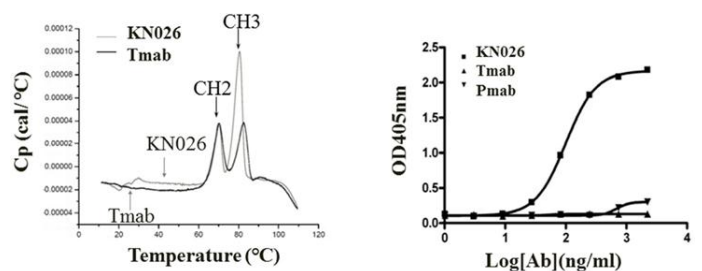
KN026 是康宁杰瑞采用具有自主知识产权 Fc 异二聚体平台技术（CRIB）开发的 HER2 双抗，可同时结合 HER2 的两个非重叠表位，达到曲妥珠单抗和帕妥珠单抗联用的效果。同时，KN026 对 HER2 中低表达肿瘤和曲妥珠单抗抗性细胞株也有抑制作用。

图表 13 KN026 晶体结构示意图



资料来源：康宁杰瑞官网，华创证券

图表 14 KN026 与 HER2 结合的亲和力



资料来源：康宁杰瑞官网

目前，KN026 正在进行包括乳腺癌和胃癌等适应症的临床试验。

图表 15 KN026 适应症进展

适应症	单药/联合疗法	临床前	I期	II期	关键临床 (II/III期)	BLA 递交	商业化权利
≥ 2L HER2+乳腺癌	基于KN026的组合						全球
≥ 2L HER2+胃癌	+化疗						
1L HER2+乳腺癌	KN026 + 多西他赛						
≥ 2L HER2+ 乳腺癌	KN026 + 哌柏西利 (+/-氟维司群)						
≥ 2L HER2+胃癌/ 胃食管结合部癌	单药						
后线 HER2+实体瘤	单药						

资料来源：康宁杰瑞官网

1、胃癌单药数据惊艳，联合 KN046 疗效有望进一步提升

康宁杰瑞在 ASCO2021 上发布了 KN026 治疗进展或复发的胃及胃食管结合部癌 (GC/GEJ) 患者的 II 期 KN026-20 研究最新数据。

KN026-202 是一项单臂、开放、多中心的 II 期临床研究，入组既往至少接受过一线治疗的晚期胃及胃结合部腺癌患者，根据实验室检测结果分为 HER2 高表达 (Cohort1: IHC3+/2+ ISH+) 和低表达 (Cohort2: IHC1+/2+ ISH- or IHC 0/1+ISH+) 两个队列，旨在评估 KN026 在这两个队列中的疗效。

结果显示，无论患者既往是否接受过曲妥珠治疗，KN026 在 HER2 阳性患者中疗效良好。其中，队列 1 入组 20 例 HER2 高表达患者，中位治疗时间约 20 周，客观缓解率 (ORR) 为 55.6%，疾病控制率 (DCR) 为 72.2%，9 个月的无进展生存率 (PFSR 9m) 为 60.4%，疗效持续时间 (DOR)、中位无进展生存期 (mPFS) 和中位总生存期 (mOS) 尚未达到。对于 9 例既往接受过曲妥珠治疗疾病进展的患者，ORR 为 44.4%，DCR 为 66.7%，mPFS 为 5.6 个月，mOS 为 11 个月。队列 2 患者 ORR 和 DCR 均为 22.2%，mPFS 为 1.4 个月，mOS 为 9.6 个月。安全性方面，治疗相关 3 级以上发生率为 9.7%，安全性优异。

与同类产品对比，KN026 在有效性指标有望优于 ZW25 和 RC48，安全性指标有望显著优于 DS-8201，KN026 有望成为又一治疗胃癌的 HER2 重磅药物。

图表 16 HER2 抑制剂胃癌数据对比

试验药物	KN026	ZW25	DS-8201	RC48
药物类别	HER-2 双抗	HER-2 双抗	HER-2 ADC	HER-2 ADC
研发公司	康宁杰瑞	Zymeworks/百济	第一三共/阿斯利康	荣昌生物
试验阶段	II 期	I 期	II 期	II 期
适应症	至少接受过一线治疗的晚期胃及胃结合部腺癌患者	胃食管腺癌患者	至少接受过二线治疗的晚期胃及胃结合部腺癌患者	至少接受过二线治疗的晚期胃及胃结合部癌患者
入组人群	Her2 高表达: 20 pts; Her2 低表达: 11 pts	36 pts (Her2 高表达, 34 名患者经 Her2 疗法治疗)	DS8201 126 pts	127 pts (Her2 高表达, 59 名患者经三线及以上治疗)

试验药物	KN026	ZW25	DS-8201	RC48
中位 OS (月)	Her2 高表达: NR (曲妥珠单抗治疗进展的 9 名患者为 11.0 月), Her2 低表达: 9.6 月	-	12.5	7.6
中位 PFS (月)	Her2 高表达: NR (曲妥珠单抗治疗进展的 9 名患者为 5.6 月), Her2 低表达: 1.4 月	-	5.6	4.1
客观缓解率 (ORR)	Her2 高表达: 55.6% (经曲妥珠单抗治疗进展的 9 名患者为 44.4%); Her2 低表达: 22.2%	38%	40.5%	23.6%
缓解持续时间 (DOR, 月)	Her2 高表达: NR (经曲妥珠单抗治疗进展的 9 名患者为 4.1 月), Her2 低表达: NA	6	11.3	-
≥Grade 3 AE	9.7%	11%	86.4%	> 32.3% (ASCO 仅披露了前 3 种 AE)

资料来源: 各公司官网, 华创证券

同时, HER2 靶向药物与 PD-1 抗体联合使用已经在 HER2 阳性的乳腺癌和胃癌上展现良好疗效。三联疗法 (帕博利珠单抗、曲妥珠单抗和化疗) 在 HER2 阳性胃癌和胃食管连接部癌的一线治疗方法的单臂 II 期临床中展现出 91% 的客观缓解率 (ORR), 13.0 个月的中位无进展生存期 (PFS), 和 27.3 个月的中位总生存期 (OS)。

III 期 KEYNOTE-811 研究中期分析结果显示, 在 264 名入组的患者中, 帕博利珠单抗组的 ORR 为 74%, 安慰剂组为 52%, 中位缓解持续时间 (DoR) 为 10.6 个月 vs 9.5 个月。

2021 年 5 月 5 日, FDA 批准帕博利珠单抗联合曲妥珠单抗和化疗用于 HER2 阳性的不可切除局部晚期/转移性胃及胃食管交界处 (GEJ) 癌一线治疗。

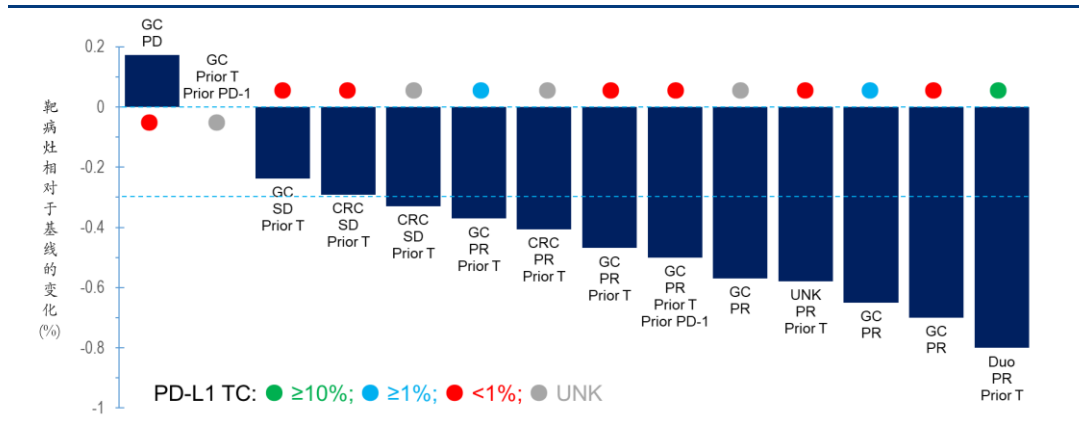
图表 17 KEYNOTE-811 数据

Endpoint	KEYTRUDA + Trastuzumab + Fluoropyrimidine and Platinum Chemotherapy (n=133)	Placebo + Trastuzumab + Fluoropyrimidine and Platinum Chemotherapy (n=131)
ORR		
ORR* (95% CI)	74% (66, 82)	52% (43, 61)
Complete response rate	11%	3.1%
Partial response rate	63%	49%
p-value [†]	<0.0001	
DOR	n=99	n=68
Median in months (range)	10.6 (1.1+, 16.5+)	9.5 (1.4+, 15.4+)
% with duration ≥ 6 months	65%	53%
* Response: Best objective response as confirmed complete response or partial response		
† p-value based on stratified Miettinen and Nurminen method (compared to an alpha boundary of 0.002)		

资料来源: FDA, 华创证券

针对经治的晚期 HER2 实体瘤患者的 I 期试验显示: KN026 与 KN046 联合用药的 ORR 为 64.3%、DCR 为 92.9%, 并在 HER2 和/或 PD1 经治的患者中出现应答。

图表 18 KN026 与 KN046 联合用药 I 期数据



资料来源: 康宁杰瑞官网

2020 年 12 月 23 日, KN026 与 KN046 联合疗法获 FDA 授予孤儿药资格 (ODD), 用于治疗 HER2 阳性或 HER2 低表达胃癌及胃食管连接部癌 (GC/GEJ)。

目前, 康宁杰瑞正在进行 KN026 联合 KN046 II 期关键性临床研究 (SEARCH-01), 计划在 20-30 家中国和 10-20 家美国临床研究中心开展, 评估 KN026 联合 KN046 治疗 HER2 阳性实体瘤的有效性、安全性和耐受性, 其中包括晚期胃及胃食管结合部癌等, 疗效有望进一步提升。

2、乳腺癌市场潜力巨大

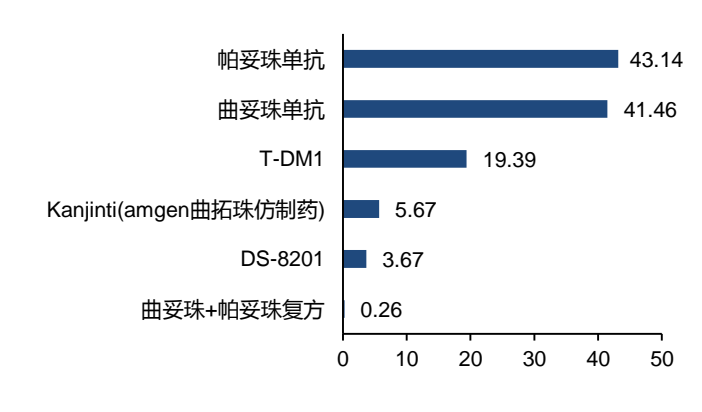
乳腺癌是 HER2 抑制剂最大的应用领域, 产品众多, 适应症丰富, 2020 年合计销售额超过 100 亿美元, 其中曲妥珠单抗因专利到期, 销售额从峰值的超过 80 亿美元跌落。HER2 双抗作为新一代 HER2 抑制剂的产品, 有望在未来分享乳腺癌大市场。

图表 19 已上市 HER2 抑制剂乳腺癌适应症

适应症	类型	新辅	辅助	一线	二线	三线
曲妥珠单抗	单抗	√	√	√		
曲妥珠+帕妥珠	单抗	√	√	√		
Margetuximab	单抗					√
T-DM1	ADC		√		√	
DS-8201	ADC					√
奈拉替尼	TKI		√			√
tucatinib	TKI					√
吡咯替尼	TKI				√	

资料来源: FDA, CDE, 华创证券

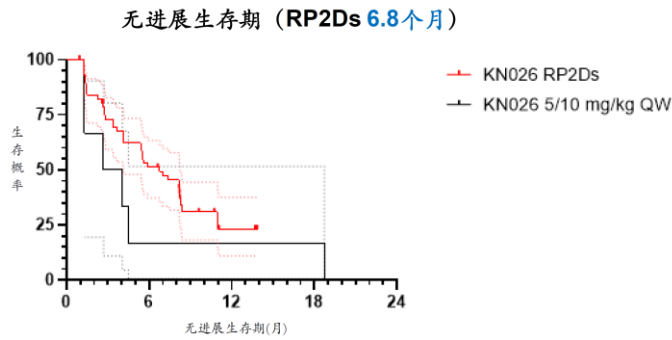
图表 20 部分 HER2 抑制剂销售额 (亿美元)



资料来源: 各公司财报, 华创证券

KN026 针对晚期乳腺癌患者的 I 期数据显示出了出色的疗效和安全性。试验入组中位接受过二线 HER2 靶向治疗的患者, RP2Ds (II 期临床推荐剂量) 组的中位无进展生存期 6.8 个月, 20mg/kg Q2W 组为 5.5 个月, 30mg/kg Q3W 组为 7.4 个月, RP2Ds 的 1 年总生存率为 90.3%。

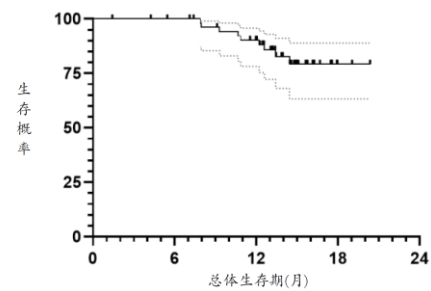
图表 21 KN026 一期 PFS 数据



资料来源: 康宁杰瑞官网

图表 22 KN026 一期 OS 数据

总体生存率 (RP2Ds的1年总生存率为90.3%)



资料来源: 康宁杰瑞官网

(三) 恩沃利单抗: 皮下注射的 PD-L1, 差异化定位

恩沃利单抗 (KN035) 是康宁杰瑞研发的 PD-L1 单域抗体 Fc 融合蛋白, 也是全球第一个进入注册临床试验的皮下注射 PD-(L)1 抗体。

PD-(L)1 单抗治疗需要患者较为频繁的去医院就诊且进行冗长的静脉滴注 (每 2 周或者 3 周一次), 影响患者家庭的生活质量, 医护负担也较重。而恩沃利单抗在安全性、便利性和依从性方面具有优势, 患者无需进行静脉滴注就可以轻松完成给药过程, 大大缩短了给药时间 (以秒为单位), 并且具有居家自主给药的潜力, 未来有潜力和靶向药进行联合自主给药, 从而更好地改善患者的生活质量, 同时降低医疗成本。

目前, 恩沃利单抗正在中国、美国和日本完成和进行多个适应症的关键临床试验, 在中国的上市申请已获国家药品监督管理局 (NMPA) 正式受理, 适应症为用于治疗标准治疗失败的微卫星不稳定 (MSI-H) / 错配修复功能缺陷 (dMMR) 晚期结直肠癌、胃癌及其他晚期实体瘤。

预计恩沃利单抗有望在年内获批上市, 凭借先声药业强大的销售能力和差异化的产品定位, 有望成为重磅产品。

图表 23 恩沃利单抗适应症进度

适应症	方案	进度
MSI-H 实体瘤	单药	BLA
胆道癌	单药	II 期
肉瘤	单药	II 期
胃癌 1L	联合化疗	II 期
PD-1 耐药 NSCLC	联合西达本胺	II 期
非小细胞肺癌 1L	联合化疗	II 期
MSS 子宫内膜癌 2L	联合仑伐替尼	II 期
TMB 高表达肿瘤 2L	单药	II 期
尿路上皮癌维持治疗	联合化疗	II 期

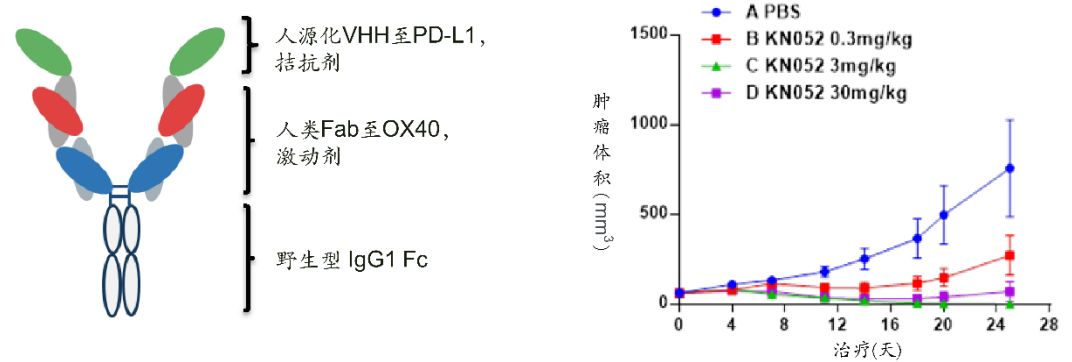
资料来源: 康宁杰瑞官网, 华创证券

(四) 早期产品差异化显著, 技术水平领先

1、KN052: 抗 PD-L1/OX40 双特异性抗体

KN052 为 PD-L1/OX40 双抗, 抗原结合结构域采用串联排列设计以减弱抗 OX40 的毒性, 从而使得 PD-L1 拮抗剂和 OX40 激动剂在同一分子中产生活性, 同时保留了完整 Fc 功能的野生型 IgG1 Fc。

图表 24 KN052 结构设计和临床前数据

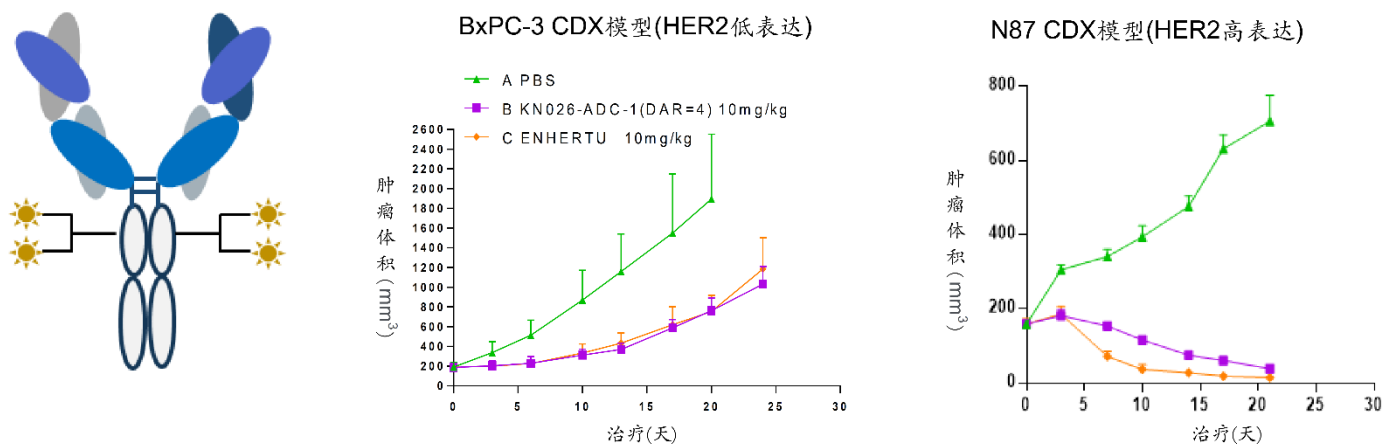


资料来源: 康宁杰瑞官网, 华创证券

2、JSKN-003: 抗 HER2 双特异性抗体偶联药物

JSKN-003 为 HER2 双抗 ADC, 采用 KN026 作为弹头, 靶向 HER2 的两个不同表位, 毒素为定点偶联, DAR=3-4。临床前数据显示, JSKN-003 具有更好的血清稳定性和潜在更优的安全性, 在 HER2 高表达和低表达细胞 (CDX 模型) 中均有很强活性。

图表 25 JSKN-003 结构设计和临床前数据



资料来源: 康宁杰瑞官网, 华创证券

三、盈利预测与估值

康宁杰瑞作为国内抗体研发技术领先的公司，其平台价值和产品价值未被充分反应。单域抗体、CRIB 双抗、CRAM 混合抗体、BADc/BIMC/TIMC/GIMC/CIMC 等领先的抗体技术平台，能够保证公司自主研发的长期内生发展。而处于成熟阶段的 KN046、KN035、KN026 有望让公司迎来收获期，并在国内激烈的竞争环境中脱颖而出。

关键假设：

核心产品销售额根据各适应症患病人群、靶点药物市场渗透率、公司产品市占率，患者年用药时长，年用药金额，以及临床研发成功概率测算。

- 1) KN035 的 MSI-H 或 dMMR 实体瘤适应症已提交 NDA，假设于今年顺利获批上市，并产生销售收入。
- 2) KN046 非小细胞肺癌等实体瘤适应症预计于 2023 年获批上市。
- 3) KN026 的胃癌/胃食管结合部癌和乳腺癌目前处于 II 期临床阶段，预计于 2023 年获批上市。
- 4) KN019 预计于 2025 年获批上市。

我们预计 2021-2023 年，公司有望实现营收 0.78、2.50、7.25 亿元，实现净利润-6.34、-5.93、-4.10 亿元。按照研发管线的绝对估值情况，根据 DCF 模型测算，我们给予公司整体估值 269.84 亿元，按照人民币兑港元汇率 1.21 换算，约为 325.53 亿港元。根据公司当前股本 9.36 亿股，对应目标价 34.78 港元。未来研发管线价值有望不断提升，首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 26 核心产品销售预测（百万元）

产品（适应症）	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
KN035	77	248	478	730	990	1,149	1,197	1,240	1,279	1,280
KN046			164	388	950	1,679	2,800	3,787	4,683	4,797
KN026			80	123	192	375	536	801	1,083	1,209
KN019					108	281	416	705	741	895
其它								45	140	293
销售总额	77	248	722	1,241	2,240	3,483	4,949	6,578	7,927	8,475

资料来源：华创证券

四、风险提示

- 1、新药临床试验失败；
- 2、产品销售不达预期。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	185	1,280	756	233
应收款项合计	85	80	50	144
存货	44	50	50	50
其他流动资产	0	8	25	48
流动资产合计	2,199	2,218	1,687	1,842
固定资产净额	361	443	552	621
权益性投资	0	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0
商誉及无形资产	32	132	182	232
土地使用权	0	22	21	21
其他非流动资产	47	40	41	43
非流动资产合计	440	637	796	917
资产总计	2,640	2,855	2,483	2,398
应交税金	0	0	0	0
短期借贷及长期借贷当期到期部分	188	347	441	535
其他流动负债	136	126	142	135
流动负债合计	330	476	594	689
长期借贷	21	122	222	323
其他非流动负债	16	318	120	151
非流动负债合计	37	440	342	474
负债总计	366	915	937	1,163
归属母公司所有者权益	2,273	1,939	1,546	1,236
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益总计	2,273	1,939	1,546	1,236
负债及股东权益总计	2,640	2,855	2,483	2,398

现金流量表

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-347	-626	-511	-468
净利润	-428	-634	-593	-410
折旧和摊销	19	12	15	20
营运资本变动	-8	-22	38	-118
其他非现金调整	69	18	29	41
投资活动现金流	-1,524	-165	-167	-135
资本支出	-91	-143	-173	-138
长期投资减少	0	0	0	0
少数股东权益增加	0	0	0	0
其他长期资产的减少/(增加)	-1,433	-22	6	3
融资活动现金流	187	1,886	154	79
投资收益	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
其他投资活动产生的现金流量净额	187	1,886	154	79

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2	78	250	725
主营业务收入	0	77	248	722
其他营业收入	2	2	2	2
营业总支出	412	487	570	961
营业成本	0	8	37	94
营业开支	412	478	533	867
营业利润	-410	-408	-320	-236
净利息支出	-53	-26	-26	-33
权益性投资损益	0	0	0	0
其他非经营性损益	-122	-44	-55	-74
非经常项目前利润	-479	-426	-350	-277
非经常项目损益	52	-207	-243	-133
除税前利润	-428	-634	-593	-410
所得税	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
持续经营净利润	-428	-634	-593	-410
非持续经营净利润	0	0	0	0
净利润	-428	-634	-593	-410
优先股利及其他调整项	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	-428	-634	-593	-410
EPS(摊薄)	-0.46	-0.68	-0.63	-0.44

主要财务比率

	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	1655.6%	4858.6%	218.8%	190.1%
归属普通股股东净利润增长率	48.6%	-48.2%	6.4%	30.8%
获利能力				
毛利率	-	89.0%	85.0%	87.0%
净利率	-27108.1%	-808.9%	-239.2%	-56.8%
ROE	-18.2%	-30.1%	-34.0%	-29.5%
ROA	-15.6%	-23.1%	-22.2%	-16.8%
偿债能力				
资产负债率	13.9%	32.1%	37.7%	48.5%
流动比率	667.4%	466.4%	283.8%	215.2%
速动比率	653.9%	455.9%	275.4%	207.9%
每股指标(元)				
每股收益	-0.46	-0.68	-0.63	-0.44
每股经营现金流	-0.37	-0.67	-0.55	-0.50
每股净资产	2.43	2.07	1.65	1.32
估值比率				
P/E	-38.5	-26.0	-27.8	-40.2
P/B	7.2	8.5	10.7	13.3

医药组团队介绍

所长助理、首席研究员：高岳

北京大学生物技术专业学士，北京大学西方经济学硕士、香港大学金融学硕士。曾任职于瑞银证券、海通证券、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2015 年新财富最佳分析师第一名团队成员，2016 年新财富最佳分析师第二名团队成员。2020 年新财富最佳分析师第四名。

首席研究员：郑辰

复旦大学金融学硕士。曾任职于中海基金、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名。

高级研究员：刘浩

南京大学化学学士、中科院有机化学博士，曾任职于海通证券、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员。

高级研究员：刘宇腾

中国人民大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。

高级研究员：李婵娟

上海交通大学会计学硕士。曾任职于长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员。

研究员：张泉

复旦大学公共事业管理学士，美国拉文大学 MHA。曾任职于长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员。

助理研究员：黄致君

北京大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售经理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	张嘉慧	销售助理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售助理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522