

基石药业-B (02616)

下一代 IO 疗法潜力明显，关注 ESMO 三抗数据读出

普拉替尼受价格调整及一次性渠道补偿影响，纳入医保后有望加速放量

事件：2025 年 8 月 14 日，基石药业披露 2025H1 中报，其中：（1）2025 年上半年营业收入为人民币 4,940 万元，普拉替尼销售额同比大幅下降，主要系为准备国家医保目录谈判进行的价格调整以及相关的一次性渠道补偿所致。若成功纳入医保目录，预计 2026 年及之后普拉替尼销售放量带来的收益将抵消价格调整对收入的短期负面影响。（2）授权许可费收入同比减少，主要系 2024 年上半年公司获得舒格利单抗胃癌适应症在华获批的一次性里程碑付款，同期基数垫高所致。2025 年 7 月与 Istituto Gentili（Gentili）新签订的授权协议预计将于下半年获得授权费收入。

CS2009（PD-1/VEGF/CTLA-4）预计于 ESMO 披露 I 期疗效及安全性数据，看好后续优秀潜力

CS2009 的全球多中心 I/II 期临床研究正在澳大利亚和中国积极招募患者，并计划扩展至美国进行 II 期入组。Ia 期数据，包括安全性、PK、PD 及抗肿瘤活性将于 2025 年 10 月于 ESMO 大会上提交。

截至中报披露日，CS2009 的 Ia 期剂量递增研究已在多线经治的晚期实体瘤患者中完成了五个剂量水平的评估。第 5 剂量水平（30mpk，Q3W）刚通过安全性评估，并未发现任何 DLT。研究当前正在招募入组患者，主要目的为观测 CS2009 在潜在 II 期 RP2D 之上的安全性，同步持续回填前期剂量组（1-30mpk，Q3W）。我们认为 CS2009 有效性及安全性趋势良好，有望成为 PD-1/VEGF 之后的新一代骨架 IO 疗法。

CS5001（ROR1 ADC）临床稳步推进，适应症有望持续扩大

CS5001 全球多中心临床试验正在澳大利亚、中国及美国积极招募患者。招募工作正在优先考虑联合疗法队列，包括 CS5001 联合 R-CHOP 用于 1L DLBCL，以及 CS5001 联合标准疗法用于前线治疗 DLBCL。迄今未观察到 DLT。

此外，CS5001 单药治疗侵袭性和惰性晚期淋巴瘤队列正在有序入组中，后续有望扩展为 II 期单臂注册研究。CS5001 也在进行单一疗法及联合舒格利单抗治疗晚期实体瘤的研究，突显其在肿瘤适应症方面的临床潜力。

2.0 管线矩阵持续扩大，看好技术平台后续发展

基石药业的临床前管线包括多特异性抗体、ADC 等超过九个潜在候选药物，专注于 FIC/BIC 研究，涵盖肿瘤学、自身免疫和炎症性疾病等多个治疗领域。公司创新的内部 ADC 技术平台，以优化专有连接子为特色，改善肿瘤选择性有效载荷的释放。平台支持管线 2.0 多个 ADC 产品，有望为公司未来发展提供持续动力。

盈利预测

考虑到普拉替尼等存量品种受到的一次性影响，我们下调 2025 年收入及利润预期，后续维持不变；预计公司 2025-2027 年总体收入分别为 1.23 亿元（前值 5.16 亿元）/8.29 亿元（维持不变）/11.25 亿元，同比增长分别为 -68.25%/575.37%/35.81%；归属于上市公司股东的净利润分别为 -2.13 亿元（前值 0.29 亿元）/0.93 亿元（维持不变）/3.07 亿元。

同时我们关注到公司 CS2009（PD-1/VEGF/CTLA-4）三抗有效性及安全性数据趋势良好，因此将三抗估值纳入到公司估值中，考虑到成药性等风险，给予公司目标价 12.55 港元/股，维持“买入”评级

风险提示：药物研发风险，市场竞争风险，经营风险，港股流动性风险，测算具有主观性风险

证券研究报告
2025 年 08 月 17 日

投资评级

行业	医疗保健业/药品及生物科技
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9.28 港元
目标价格	12.55 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	1,464.77
港股总市值(百万港元)	13,593.04
每股净资产(港元)	0.25
资产负债率(%)	73.57
一年内最高/最低(港元)	9.45/1.25

作者

杨松	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
刘一伯	分析师
SAC 执业证书编号：S1110525080001	
liuyibo@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《基石药业-B-首次覆盖报告:迈向管线 2.0，ROR1 ADC 潜力十足》
2025-03-10

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com