

2025 年 10 月 21 日

证券研究报告·公司动态跟踪报告

基石药业-B (2616.HK) 医疗保健

当前价: 7.14 港元

目标价: ——港元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

CS2009 I 期数据扎实靓眼, 已启动 II 期剂量拓展研究

投资要点

- **事件:** 基石药业在 ESMO 公布 CS2009 (PD-1/VEGF/CTLA-4) I 期临床数据, 安全性和耐受性良好, 并展现出积极的抗肿瘤活性及高疾病控制率 (DCR)。基石药业已在特定瘤种的一线人群中启动 II 期剂量扩展研究, 旨在优化给药方案、并累积更多数据以支持 CS2009 单药及联合用药方案在一线 NSCLC 及其他适应症的注册临床研究。
- **CS2009 安全性和耐受性良好, RP2D 剂量下 ORR 值得期待。** CS2009-101 是一项在澳大利亚和中国同步进行的国际多中心 I 期临床研究, 旨在评估 CS2009 治疗晚期实体瘤患者的安全性、耐受性、药代动力学 (PK) / 药效动力学 (PD) 特征及抗肿瘤活性。72 例晚期实体瘤患者分布于 6 个剂量水平 (DL1-6, 1-45 mg/kg), 72.2% 的患者仍在治疗中。患者为多线经治人群, 其中超过 51% 的患者前线接受过免疫 (IO) 治疗。截至壁报数据截止时间, 中位随访期仅为 1.9 个月 (范围为 0.1-6.7 个月)。CS2009 安全性和耐受性良好, 未发生剂量限制性毒性 (DLT), 最大耐受剂量 (MTD) 未达到。未观察到 4 级或 5 级治疗相关不良事件 (TRAE)。3 级以上 TRAE、免疫相关不良事件 (irAE)、以及 VEGF 相关 TRAE 的发生率分别为 13.9%、4.2%、2.8%。整体客观缓解率 (ORR) 为 12.2%, DCR 为 71.4%。壁报数据截止日后的随访期间, 整体 ORR 提升至 14.3%。在暂定的 II 期推荐剂量 (RP2D, 30mg/kg) 及更高剂量下能观察到更高的 ORR (25.0%)。在驱动基因 (AGA) 阴性、IO 经治的 NSCLC 亚组中, ORR 达 25% (3/12), DCR 达 83.3% (10/12)。
- **CS5001 单药和联合用药方案持续探索血液瘤和实体瘤。** CS5001 (ROR1 ADC) 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, 优先考虑联合疗法队列, 包括联合 R-CHOP 一线治疗 DLBCL, 以及联合 SOC 前线治疗 DLBCL。CS5001 也正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。
- **舒格利单抗海外有望同时覆盖 III 期和 IV 期非小细胞肺癌适应症, 战略合作持续落地。** 舒格利单抗于 2025 年 3 月向欧洲药品管理局 (EMA) 递交新适应症申请, 用于治疗不可切除的、III 期 NSCLC、同步或序贯放化疗后未出现疾病进展的患者。EMA 人用药品委员会 (CHMP) 于 10 月发布积极意见, 推荐批准舒格利单抗单药用于治疗肿瘤细胞 PD-L1 表达 $\geq 1\%$ 、无表皮生长因子受体 (EGFR) 敏感突变或 ALK、ROS1 基因组变异、在含铂放化疗 (CRT) 后未出现疾病进展的、不可切除的 III 期非小细胞肺癌 (NSCLC) 成人患者。2025 年 1 月, 公司与 SteinCares 就 10 个拉丁美洲国家达成商业化战略合作, 于 2025 年 7 月与 Gentili 就西欧 23 个国家及英国达成战略合作。目前, 舒格利单抗的国际影响力已拓展至全球 60 多个国家。
- **盈利预测:** 公司聚焦于研发, 迈入管线 2.0 时代, 我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 2.2、5.1 和 8.6 亿元。
- **风险提示:** 研发不及预期风险, 商业化不及预期风险, 市场竞争加剧风险, 药品降价风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元人民币)	407.21	220.30	510.69	861.18
增长率	-12.21%	-45.90%	131.82%	68.63%
归属母公司净利润(百万元人民币)	-91.21	-333.91	-141.74	165.95
增长率	75.16%	-266.10%	57.55%	217.08%
每股收益 EPS	-0.06	-0.23	-0.10	0.11
净资产收益率	-25.07%	-1101.14%	127.22%	304.32%
PE	-101.65	-27.76	-65.41	55.87

数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 汤泰萌

执业证号: S1250522120001

电话: 021-68416017

邮箱: ttm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	1.78-12.9
3 个月平均成交量(百万)	22.57
流通股数(亿)	14.76
市值(亿)	105.38

相关研究

1. 基石药业 (2616.HK): 持续推进研发管线 2.0, 核心产品催化在即 (2025-08-19)
2. 基石药业 (2616.HK): 管线 2.0 驱动长远发展, 战略合作驱动全球商业化 (2025-05-01)

盈利预测

关键假设：

假设 1：假设普拉替尼 2025-2027 年二线 RET 阳性 NSCLC 市占率分别为 3%、13%和 16%；假设普拉替尼 2025-2027 年一线 RET 阳性 NSCLC 市占率分别为 0.3%、3.3%和 6.3%。综上，我们预计普拉替尼 2025-2027 年收入为 0.5、2.5 和 3.6 亿元。

假设 2：假设阿伐替尼 2025-2027 年一线 PDGFRA D842V 突变型 GIST 市占率分别为 25%、29%和 32%，对应收入 0.4、0.4 和 0.5 亿元。

假设 3：舒格利单抗的欧洲 IV 期 NSCLC 适应症于 2024 年上市，假设 2026-2027 年市占率分别为 0.4%和 1.2%。假设舒格利单抗的欧洲 III 期 NSCLC 适应症于 2026 年上市，2026-2027 年市占率分别为 0.2%和 1.2%。假设收入分成 50%，对应 2026-2027 年收入 0.9 和 3.2 亿元。

假设 4：假设授权费收入未考虑临床期产品 BD 收入，2025 年授权费为 1 亿元，2026-2027 年持平。

综上，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 2.2、5.1 和 8.6 亿元。

表：公司收入预测（亿元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
收入合计	4.07	2.2	5.1	8.6
商业化收入	1.75	0.9	3.8	7.3
- 普拉替尼	1.4	0.5	2.5	3.6
- 阿伐替尼	0.35	0.4	0.4	0.5
- 舒格利单抗			0.9	3.2
特许权使用费	0.28	0.3	0.3	0.3
授权费收入	2.04	1	1	1

数据来源：wind，西南证券

附：财务报表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	387.94	345.81	325.56	557.27	营业额	407.21	220.30	510.69	861.18
应收账款	83.93	54.20	125.65	211.88	销售成本	167.05	218.09	306.42	344.47
预付款项	44.50	25.35	58.75	99.08	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	研发费用	133.78	202.67	204.28	215.30
存货	286.10	182.04	255.76	287.53	销售及管理费用	212.46	220.30	229.81	223.91
其他流动资产	287.44	132.56	307.31	518.22	财务费用	15.17	12.52	11.31	10.94
流动资产总计	1089.91	739.96	1073.03	1673.98	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	93.22	84.46	75.69	66.93	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	-121.25	-433.29	-241.12	66.57
无形资产	198.69	165.58	132.46	99.35	其他非经营损益	30.04	99.38	99.38	99.38
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	-91.21	-333.91	-141.74	165.95
其他非流动资产	11.65	11.65	11.65	11.65	所得税	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	303.56	261.68	219.80	177.93	税后利润	-91.21	-333.91	-141.74	165.95
资产总计	1393.47	1001.64	1292.83	1851.90	归属于非控股股东利润	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	338.03	394.70	554.54	623.41	归属于母公司股东利润	-91.21	-333.91	-141.74	165.95
其他流动负	283.18	228.93	502.02	826.27	EBITDA	-26.24	-279.51	-88.55	218.76
流动负债合计	682.01	623.62	1056.56	1449.68	NOPLAT	-106.08	-420.77	-229.81	77.51
长期借款	257.40	257.40	257.40	257.40	EPS(元)	-0.06	-0.23	-0.10	0.11
其他非流动负债	90.19	90.19	90.19	90.19					
非流动负债合计	347.59	347.59	347.59	347.59	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	1029.60	971.21	1404.14	1797.27	成长能力				
股本	0.86	0.92	0.92	0.92	营收额增长率	-12.21%	-45.90%	131.82%	68.63%
留存收益	0.00	-333.91	-475.65	-309.70	EBIT 增长率	78.61%	-322.66%	59.42%	235.62%
归属于母公司股东权益	363.87	30.43	-111.31	54.64	EBITDA 增长率	91.17%	-965.41%	68.32%	347.04%
归属于非控股股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	税后利润增长率	75.16%	-266.10%	57.55%	217.08%
权益合计	363.87	30.43	-111.31	54.64	盈利能力				
负债和权益合计	1393.47	1001.64	1292.83	1851.90	毛利率	58.98%	1.00%	40.00%	60.00%
					净利率	-22.40%	-151.57%	-27.75%	19.27%
					ROE	-25.07%	-1101.14%	127.22%	304.32%
					ROA	-6.55%	-33.34%	-10.96%	8.96%
					ROIC	54.96%	-132.08%	513.38%	-52.08%
现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	估值倍数				
税后经营利润	-121.25	-433.29	-241.12	66.57	P/E	-101.65	-27.76	-65.41	55.87
折旧与摊销	49.81	41.88	41.88	41.88	P/S	22.77	42.08	18.15	10.77
财务费用	15.17	12.52	11.31	10.94	P/B	25.48	305.72	-83.21	170.01
其他经营资金	-286.90	310.24	79.61	23.89	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
经营性现金净流量	-343.18	-68.65	-108.33	143.28	EV/EBIT	0.52	0.22	0.24	-1.37
投资性现金净流量	-247.68	99.38	99.38	99.38	EV/EBITDA	1.52	0.25	0.36	-1.11
筹资性现金净流量	-12.90	-72.85	-11.31	-10.94	EV/NOPLAT	0.38	0.16	0.14	-3.13
现金流量净额	-603.76	-42.13	-20.26	231.72					

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知悉范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jyj@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn