

买入
三抗临床研究快速推进，研发管线 2.0 前景广阔
基石药业-B (2616.HK)

2026-2-27 星期五

【投资要点】
➤ PD-1/VEGF/CTLA-4 三抗安全性及疗效数据优秀：

基石药业是创新驱动型生物医药企业，公司已成功上市 4 款创新药、获批 16 项新药上市申请以及 9 项适应症。核心品种 CS2009 (PD-1/VEGF/CTLA-4 三特异性抗体) 是基石药业自主研发的，具备“同类首创/同类最佳”潜力。该药物靶向 PD-1、VEGF 和 CTLA-4，实现多维度抗肿瘤效应。当前正在进行全球多中心二期临床研究，地点包括澳大利亚和中国，目前已入组 200 例患者，美国 II 期临床已经获得 FDA 批准。在 2025 年 ESMO 上发表 I 期数据：72 例晚期实体瘤患者分布于 6 个剂量水平 (DL1-6, 1-45mg/kg)，安全性和耐受性良好：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、以及 VEGF 相关 TRAE 的发生率分别为 13.9%、4.2%、2.8%。中位随访期仅为 1.9 个月的情况下，整体客观缓解率：12.2%，DCR：71.4%。疗效数据尚在成熟中，在墙报数据截止日后的随访期间，整体 ORR 提升至 14.3%。在 II 期推荐剂量及更高剂量下能观察到更高的 ORR (25.0%)。CS2009 在 IO 经治的 NSCLC 患者中显示出积极的 ORR 与 DCR，在 17 例患者中，实现 ORR：17.6%，高于其他双抗疗法。DCR 为 82.4%。

➤ CS5001 (ROR1 ADC) 进度全球第二，ADC 技术平台强大：

CS5001 是一种具有精准治疗潜力的候选药物，在血液瘤及恶性实体瘤中拥有广泛的应用前景。CS5001 是首个在实体瘤及淋巴瘤中均显示出临床抗肿瘤活性的 ROR1 ADC。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。CS5001 在单药治疗非霍奇金淋巴瘤的第 7-9 剂量水平的 ORR 为 56.3% (n=16)，ORR 数据均好于同类产品。公司搭建了模块化的 ADC 技术平台，按需“定制”分子设计和筛选，目前在研多个双抗 ADC。

➤ 舒格利单抗全球商业化加速推进中

舒格利单抗在中国、欧盟和英国等国获批。作为一种全人源全长抗 PD-L1 单克隆抗体，能显著降低在患者体内产生免疫原性及相关毒性的风险。中国药监局已批准舒格利单抗 III 期及 IV 期 NSCLC 等五项适应症，欧盟和英国已批准 III 期及 IV 期 NSCLC 适应症。我们预计在 2029-30 年销售峰值有望达到 5 亿美元、公司报表收入达到 2.5 亿美元。为公司提供足够的现金流。普拉替尼已进入二零二五年国家医保目录，有望快速放量。

➤ 首次覆盖并给予买入评级，目标价 10.30 港元：

公司的三抗全球多中心二期临床快速入组 200 例，随着今年 3 月开始临床数据的逐步公布，有望达成重磅 BD，预计公司 2025 至 2027 年实现收入 1.88 / 4.95 / 8.92 亿元人民币；归母净利润 -2.35 / -1.52 / 1.38 亿元人民币。根据 DCF 模型计算，也考虑创新药研发的行业风险，得出目标市值是 151.96 亿港元，目标价 10.30 港元，给予买入评级，较现价有 65% 的升幅。

人民币百万元	FY2023	FY2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	463.84	407.20	187.50	495.10	891.50
同比增长(%)	-3.64%	-12.21%	-53.95%	164.05%	80.06%
归母净利润	-367.24	-90.48	-235.46	-152.24	137.63
同比增长(%)	59.31%	75.36%	-160.2%	35.34%	190.4%
EPS (人民币元)	-0.25	-0.06	-0.16	-0.10	0.09
PE@6.24HKD	-22.55	-90.78	-35.09	-54.11	60.34

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

目标价： 10.30 港元
现价： 6.24 港元
预计升幅： 65%
重要数据

日期	2026-2-26
收盘价 (港元)	6.24
总股本 (亿股)	14.76
总市值 (亿港元)	93
净资产 (亿港元)	3.15
总资产 (亿港元)	11.92
52 周高低 (港元)	13.15/2.03
每股净资产 (港元)	0.23

数据来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

WuXi Healthcare Ventures II, L.P.

11.84%

Pfizer Corporation Hong Kong 7.91%

杨建新博士 4.86%

相关报告
研究部

姓名：林兴秋

SFC：BLM040

电话：0755-21519193

Email：linxq@gyzq.com.hk

目录

1. 公司基本概况	4
1.1 公司简介.....	4
1.2 股权结构.....	4
1.3 公司业务概要.....	4
1.4 公司基本财务概述.....	5
2. 行业概况-创新药政策支持力度加大	6
3. 公司核心产品管线	7
4. 创新驱动成长，研发管线 2.0 加速推进	15
5. 管理团队行业经验丰富	16
6. 财务情况	18
7. 盈利预测与投资建议	18
7.1 分产品线收入预测.....	18
7.2 盈利预测及投资建议.....	19
8. 风险提示	20
【财务报表摘要】	21
投资评级定义及免责条款	22

图目录

图 1: 基石药业-B 发展进程.....	4
图 2: 基石药业-B 2021 年至 2024 年营业收入情况 (单位: 人民币百万元)	5
图 3: 中国资产在 MNC 创新药交易总金额及占比 (亿美元)	6
图 4: 公司的重点在研产品	7
图 5: CS2009 的作用机制优势.....	8
图 6: CS2009 的 TRAE 发生率明显低于其他 10 双抗及联合疗法	9
图 7: CS2009 与目前主要双抗临床 I 期在晚期实体瘤患者中的数据对比分析.....	9
图 8: 相较于双抗, CS2009 在 10 经治的 NSCLC 患者中的 ORR 与 DCR.....	10
图 9: CS5001 在单药治疗非霍奇金淋巴瘤时的更高的客观缓解率.....	11
图 10: 舒格利单抗的海外商业布局.....	13
图 11: 基石药业的 ADC 技术平台	16
图 12: 基石药业-B 账上的现金等价物情况 (人民币百万元)	18
图 13: 基石药业-B 收入分部预测 (人民币百万元)	19
图 14: 可比公司估值.....	19

1. 公司基本概况

1.1 公司简介

基石药业成立于 2015 年底，是一家专注于肿瘤、自身免疫与炎症等关键疾病领域药物研发的创新驱动型生物医药企业，致力于满足中国和全球患者的殷切医疗需求。公司已成功上市 4 款创新药、获批 16 项新药上市申请（NDA）以及 9 项适应症。当前研发管线均衡配置了潜在同类首创或同类最佳的三抗及双抗、抗体偶联药物（ADC）、以及免疫疗法和精准治疗药物在内的 16 款候选药物。公司目前有超过 45 项新药临床试验申请获批，有超过 10 个早期研发项目。基石药业拥有一支资深管理团队，“全链条”覆盖临床前探索、临床转化、临床开发、药物生产、商务拓展、商业运营等关键环节。

图 1：基石药业-B 发展进程

时间	大事记
2016 年	○ 2016 年 4 月，基石药业在苏州注册成立
2017 年	○ 2017 年 10 月，中国首个自然全长、全人源抗 PD-L1 单克隆抗体 CS1001 的 I 期临床试验在中国启动并完成首例患者给药
2018 年	○ 2018 年 5 月，完成 2.62 亿美元 B 轮融资，是当时中国生物医药领域 B 轮最大规模融资
2019 年	○ 在香港联合交易所正式挂牌上市
2020 年	○ 2020 年 9 月，与辉瑞达成战略合作，包括辉瑞中国香港对基石药业 2 亿美元股权投资，基石药业与辉瑞投资就舒格利单抗在中国大陆地区的开发和商业化
2021 年	○ 普吉华 [®] 、泰吉华 [®] 、和择捷美 [®] 获批和上市
2022 年	○ 拓舒沃 [®] 获批和上市
2023 年	○ 择捷美 [®] 的 5 项注册试验均获成功，且有望在海外上市（上市许可申请在英国与欧洲获受理）
2024 年	○ 舒格利单抗在欧洲和英国获批上市，海外市场战略合作推进中
2025 年	○ 舒格利单抗全球化拓展，以及管线 2.0 持续推进

资料来源：公司招股书、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

1.2 股权结构

WuXi Healthcare Ventures II, L.P. 持有公司股本总额的 11.84%，Pfizer Corporation Hong Kong Limited 持有公司股本总额的 7.91%，公司总经理杨建新博士持有公司股本总额的 4.86%；新加坡政府投资公司(GIC)持股比例达 8.06%。公司的股权结构比较合理，管理层持股较多，激励机制完善。

1.3 公司业务概要

公司的核心品种有 CS2009（PD-1/VEGF/CTLA-4 三特异性抗体）及 CS5001（ROR1 ADC）。CS2009 是基石药业自主研发的三特异性抗体，具备“同类首

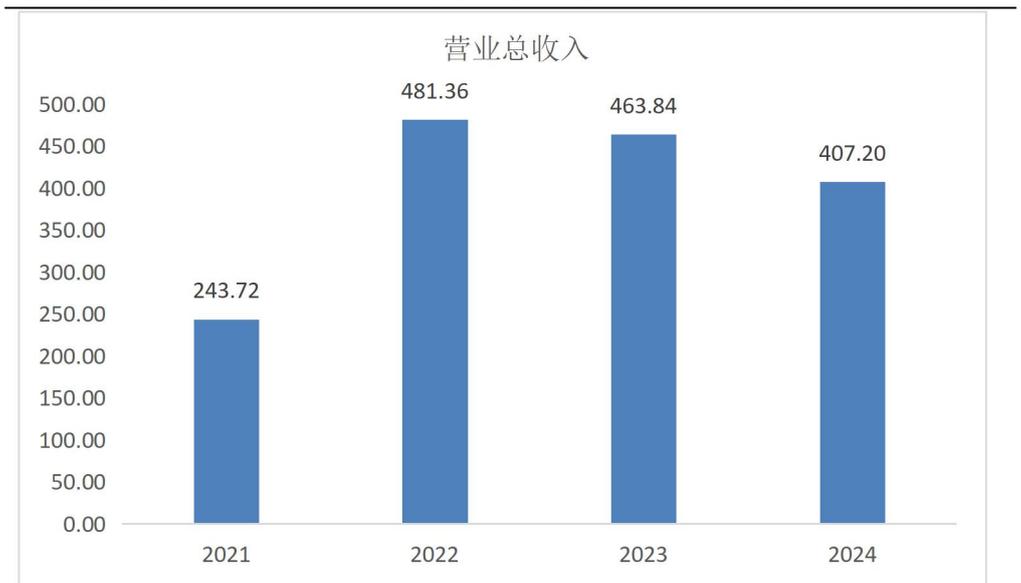
创/同类最佳”潜力。该药物靶向 PD-1、VEGF 和 CTLA-4，通过协同作用实现多维度抗肿瘤效应。当前正在进行全球多中心二期临床研究，地点包括澳大利亚和中国，目前已入组 200 例患者，计划扩展至美国进行 II 期入组，美国 II 期临床已经获得 FDA 批准。CS5001 是一款靶向 ROR1 的抗体偶联药物（ADC），采用肿瘤特异启动的 PBD 前毒素载荷和连接子，具备“双控”机制，显著提升安全窗口。该药物在多种临床前癌症模型中展现出完全的肿瘤抑制作用，具有良好的血清半衰期和药代动力学特征。当前正在进行全球多中心二期临床试验，地点包括美国、澳大利亚和中国。

公司在商业化的品种主要有舒格利单抗、普拉替尼、阿伐替尼。舒格利单抗在中国、欧盟和英国等国获批。作为一种全人源全长抗 PD-L1 单克隆抗体，显著降低在患者体内产生免疫原性及相关毒性的风险。中国药监局已批准舒格利单抗 III 期及 IV 期 NSCLC 等五项适应症，欧盟和英国已批准 III 期及 IV 期 NSCLC 适应症。我们预计在 2029-30 年销售峰值有望达到 5 亿美元、公司报表收入达到 2.5 亿美元。为公司提供足够的现金流。普拉替尼已进入二零二五年国家医保目录，有望快速放量。

1.4 公司基本财务概述

公司的收入从 2021 年的 2.44 亿元人民币，增长到 2024 年的 4.07 亿元人民币。收入主要来源于普拉替尼、阿伐替尼的销售收入，授权费收入，以及舒格利单抗国内授权给辉瑞的特许权使用费收入。未来随着舒格利单抗的全球商业化的快速推进、普拉替尼的进医保的快速放量，以及三抗重磅 BD 的开展，收入有望快速增长。

图 2：基石药业-B 2021 年至 2024 年营业收入情况（单位：人民币百万元）



资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

2.行业概况-创新药政策支持力度加大

2.1 国家政策助力创新药行业发展

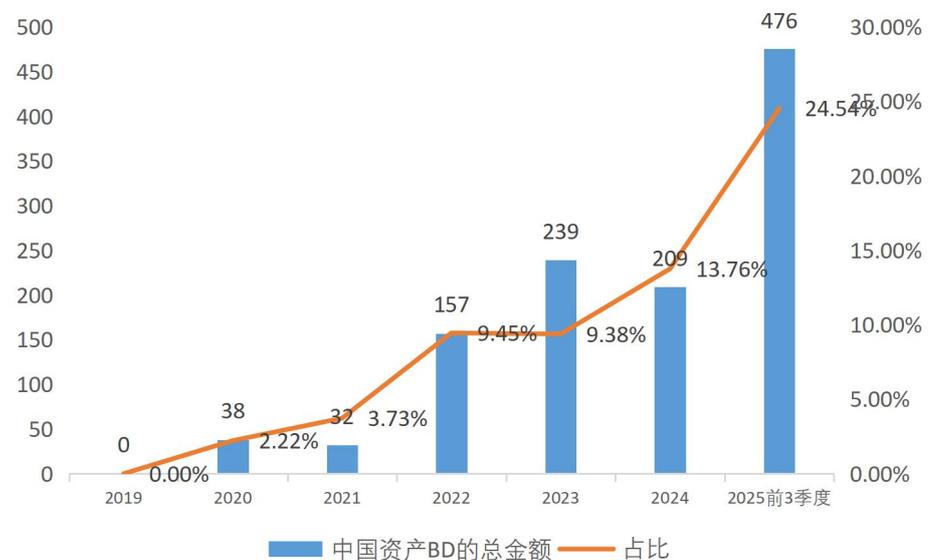
创新药审批加快。2025年8月，国家药监局发布《关于进一步优化药品审评审批服务鼓励创新的通知》，将纳入突破性治疗药物程序的药品、儿童用药、罕见病用药以及临床急需的境外已上市境内未上市的药品，纳入优先审评审批通道的适用范围，并承诺将审评时限在法定基础上再压缩三分之一。这一政策调整显著缩短了创新药的审评时间，特别是对于临床急需的创新药，审评周期从原来的平均12个月缩短至8个月左右。

商业健康保险对创新药的支持力度加大。2025年12月，国家医保局首次发布《商业健康保险创新药品目录（2025年）》，纳入19种高价值创新药，标志着“医保+商保”多层次支付体系实质性落地。该目录聚焦“创新程度高、临床价值大、患者获益显著，但超出‘保基本’定位”的药品，允许5年内批准上市的新通用名药或罕见病药申报。

2.2 中国创新药出海竞争优势明显，前景广阔

中国资产在MNC创新药交易总金额及首付款快速上升，交易总金额从2020年38亿美元上升到2025年前3季度的476亿美元，占比从2020年的2.2%，提升到24.5%。首付款从2020年1.9亿美元上升到2025年前3季度的32亿美元，占比从2020年的0.2%，提升到4.4%

图3：中国资产在MNC创新药交易总金额及占比（亿美元）

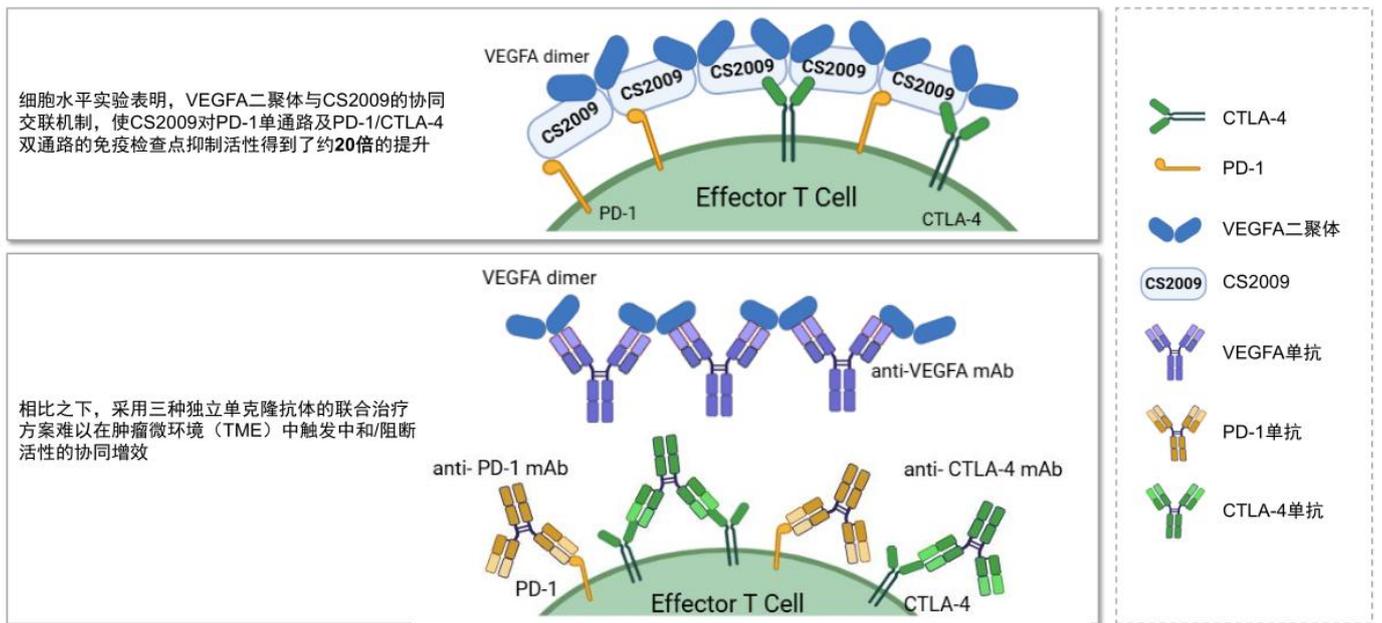


资料来源：insight、国元证券经纪（香港）整理

通路的免疫检查点抑制活性得到了约 20 倍的提升。

基石药业已于 2025 年欧洲肿瘤内科学会（ESMO）发表 CS2009 的 I 期临床研究初步数据。CS2009 目前正在进行的全球多中心 II 期临床试验采用多队列平行扩展设计，旨在评估 CS2009 单药及联合疗法的安全性、耐受性、药代动力学/药效动力学（PK/PD）特征和有效性，共涵盖 15 个单药/联合用药研究队列及 NSCLC、HCC、结直肠癌（CRC）、铂类耐药卵巢癌（CRC）、三阴性乳腺癌（TNBC）、广泛期小细胞肺癌（ES-SCLC）等 9 个实体瘤适应症。该实验目前正在全球二期临床，澳大利亚积极入组，在中国已经入组 200 例，未来将扩展至美国。

图 5：CS2009 的作用机制优势



资料来源：公司业绩会 PPT、国元证券经纪（香港）整理

公司在 2025 年欧洲肿瘤内科学会（ESMO）年会上首次发表 CS2009

（PD-1/VEGF/CTLA-4 三特异性抗体）的 I 期临床研究初步数据。这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。

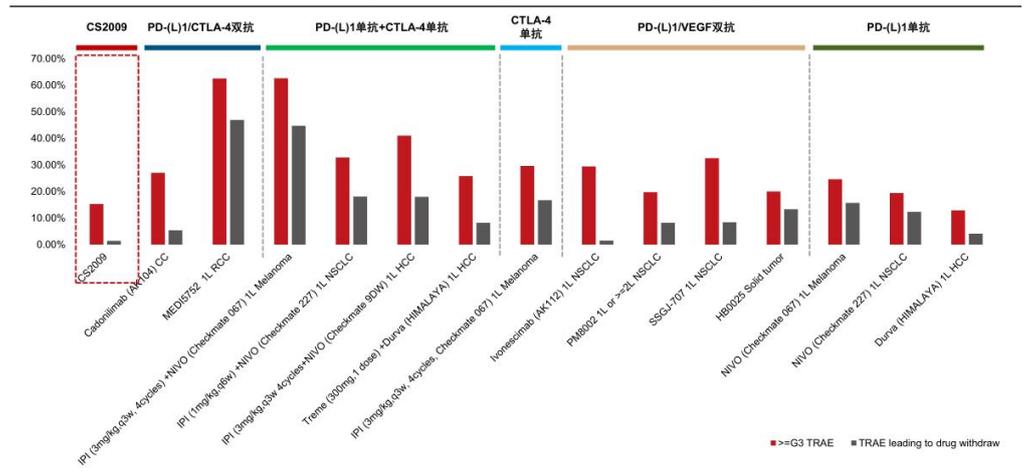
72 例晚期实体瘤患者分布于 6 个剂量水平（DL1-6,1-45mg/kg），72.2% 的患者仍在治疗中。患者为多线经治人群，其中超过 51% 的患者前线接受过免疫治疗。截至墙报数据截止时间，中位随访期仅为 1.9 个月（范围为 0.1-6.7 个月）。

安全性和耐受性良好： 1. 剂量递增已完成，未发生剂量限制性毒性（DLT），最大耐受剂量（MTD）未达到。2. 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%。3. 导致永久停药的治疗期间出现的不良事件(TEAE) 仅在 DL4 (20mg/kg) 剂量组出现一例 (发生率 1.4%)。

安全性和其他多个 IO 双抗及联合疗法，比如 PD-(L)1/CTLA-4 双抗，PD-(L)1 单抗+CTLA-4 单抗，CTLA-4 单抗，PD-(L)1/VEGF 双抗，PD-(L)1 单抗等 10 多个疗法，进行对比，公司的 CS2009 的 3 级以上 TRAE、导致永久停药的治疗期间出现的不良事件均远好于其他疗法。

图 6: CS2009 的 TRAE 发生率明显低于其他 IO 双抗及联合疗法



资料来源：公司业绩会 PPT、国元证券经纪（香港）整理

临床疗效

72 例患者中有 49 例接受过至少 1 次基线后的肿瘤评估。尽管随访时间有限，但仍在所有剂量组中观察到 CS2009 的抗肿瘤活性，并呈现剂量依赖性上升趋势。整体客观缓解率 (ORR)：12.2%，DCR：71.4%。疗效数据尚在成熟中，墙报数据截止日后的随访期间，整体 ORR 提升至 14.3%。在 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%)。在随访期较短的情况下，仍在多个瘤种中观察到疗效信号:非小细胞肺癌: ORR: 11.8%, DCR: 82.4%; 在墙报数据截止日后的随访期间，更多 NSCLC 患者由疾病稳定 (SD) 改善至部分缓解(PR)，截至目前，该人群 ORR 提升至 17.6%。在驱动基因(AGA) 阴性亚组中，客观缓解率达到 25%。卵巢癌 (OC)：ORR: 16.7%，DCR: 66.7%；三阴乳腺癌(TNBC):ORR:25.0%，DCR: 75.0%；·非透明细胞肾细胞癌 (nccRCC):ORR: 33.3%，DCR:100.0%；软组织肉瘤(STS):ORR: 11.1%，DCR:66.7%。

和 AK112, AK104, SSGJ707, KN046 等其他双抗进行疗效对比，在 IO 经治比例高达 51.4%的情况下，依然取得 71.4%的 DCR，远高于下图中的其他 6 个双抗。在随访 2 个月的情况，取得了积极的 ORR。

图 7: CS2009 与目前主要双抗临床 I 期在晚期实体瘤患者中的数据对比分析

	CS2009 ¹ (PD-1/VEGF/CTLA-4)	AK112 ² (PD-1/VEGF)	AK104 ³ (PD-1/CTLA-4)	SSGJ-707 ⁴ (PD-1/VEGF)	KN046 ⁵ (PD-L1/CTLA-4)	IMM2510 ⁶ (PD-1/VEGF)	SI-B0037 (PD-1/CTLA-4)
可评估患者数	49	47	119	85	88	19	56
年龄 中值 (范围)	60.5 (19-80)	63 (30, 76)	61 (20, 85)	NA	51.5 (21, 73)	55.5 (36, 68)	55.5
IO 经治比例	51.4%	29.4%	16.8%	NA	35.0%	NA	NA
随访时长 中值, 月	~ 2.0	12.8	NA	NA	23.2	NA	NA
ORR	14.3%	25.5%	13.4%	14.0%	12.5%	12.0%	16.1%
DCR	71.4%	63.8%	NA	59.6%	35.2%	40.0%	50.0%

资料来源：公司业绩会 PPT、国元证券经纪（香港）整理

相较于其他双抗或者双抗及单抗联合疗法，CS2009 在 IO 经治的 NSCLC 患者中显示出积极的 ORR 与 DCR，在 17 例患者中，在随访 2 个月，远少于其他双抗的情况下，实现 ORR: 17.6%，高于其他双抗疗法。DCR 为 82.4%。

图 8：相较于双抗，CS2009 在 IO 经治的 NSCLC 患者中的 ORR 与 DCR

	CS2009 ¹ (PD-1/VEGF/CTLA-4)	AK104+AK109 ² (PD-1/CTLA-4+VEGF)	AK104+antotinin ³ (PD-1/CTLA-4+TKI)	AK104 ⁴ (PD-1/CTLA-4)	AK104 ⁵ (PD-1/CTLA-4)	AK112 ⁶ (PD-1/VEGF)	PM8007 ⁷ (PD-1/VEGF)
数据临床阶段	I 期剂量递增	Ib/II 期	Ib/II 期	I 期剂量递增	Ib/II 期	I 期剂量递增	Ib/IIa 期
可评估患者数	17 [*]	47 [^]	6	6	23 [†]	2	8 [^]
随访时长 中值, 月	~ 2.0	16.7	NA	25	NA	12.8	5.8
ORR	3/17 (17.6%)	6/47 (12.8%)	1/6 (16.7%)	0/6 (0%)	0/23 (0%)	0/2 (0%)	1/8 (12.5%)
DCR	14/17 (82.4%)	45/47 (95.7%)	6/6 (100%)	2/6 (33.3%)	7/23 (30.4%)	1/2 (50%)	5/8 (62.5%)

^{*} 在驱动基因 (AGA) 阴性、二线及以后、IO 经治的 NSCLC 亚组中，ORR 达 25% (3/12)，DCR 达 83.3% (10/12)

[^] 所有患者均为 AGA 阴性、二线、IO 经治的 NSCLC

[†] 所有患者均为 AGA 阴性(或未知)、二线及以后、IO 经治的 NSCLC

资料来源：公司业绩会 PPT、国元证券经纪（香港）整理

CS2009 目前正在进行的全球多中心 II 期临床试验采用多队列平行扩展设计，旨在评估 CS2009 单药及联合疗法的安全性、耐受性、药代动力学/药效动力学 (PK/PD) 特征和有效性，共涵盖 15 个单药/联合用药研究队列及 NSCLC、HCC、结直肠癌 (CRC) 等 9 个实体瘤适应症。该实验目前正在全球二期临床，澳大利亚积极入组，在中国已经入组 200 例，未来将扩展至美国。CS2009 用于晚期实体瘤的 II 期 IND 申请已经获 FDA 批准。

公司于 2026 年 2 月 2 日公告，将于 3 月 26 日披露 CS2009 的 I 期临床数据更新、II 期试验进展及商务拓展 (BD) 动态。公司今年将加快推进临床试验及 BD，我们预计公司 6 月将公布第二次肿评的数据。之后，有望达成重磅的 BD。从相关靶点的双抗的 BD 的金额来看，三生制药 × 辉瑞 (SSGJ-707)：首付款 12.5 亿美元 总金额：60.5 亿美元。荣昌生物 × 艾伯维 (RC148)：首付款 6.5 亿美元，总金

额：56 亿美元。BioNTech× BMS (BNT327)：首付款 15 亿美元，总金额：111 亿美元。康方生物 × Summit (AK112)：首付款 5 亿美元，总金额：50 亿美元，于 2022 年达成。礼新医药 × 默沙东 (LM-299)：首付款 5.88 亿美元，总金额：32.88 亿美元。公司的产品是三抗，临床疗效及安全性数据均非常优秀，是目前全球唯一进入临床二期的同靶点三抗，领先优势明显。BD 的金额值得期待。

3.2 CS5001 (ROR1 ADC) 进度全球第二

CS5001 是一款以 ROR1 为靶点的临床阶段 ADC，使用肿瘤特异激活的吡咯并苯二氮卓 (PBD) 二聚体前毒素载荷 (Payload) 和连接符 (linker)。酪氨酸激酶样孤儿受体 1 (ROR1) 是酪氨酸激酶受体家族的成员，ROR1 在实体瘤及血液恶性肿瘤，例如三阴性乳腺癌 (TNBC)、肺癌、卵巢癌、胰腺癌、慢性淋巴细胞白血病 (CLL)、套细胞淋巴瘤 (MCL) 等) 中广泛表达，正常血液淋巴细胞和成人正常组织中不表达 ROR1，可大大减少血液毒性，以及对于其他正常组织的毒性。

CS5001 仅在到达肿瘤并被肿瘤细胞内吞后，在溶酶体中其连接符被在肿瘤细胞中高表达的特异性酶 (由 β -葡萄糖醛酸酶裂解) 切割释放 PBD 前毒素，继而 PBD 前毒素在肿瘤细胞内被激活，从而杀死肿瘤细胞。这种连接符加前毒素的双控机制有效地减少与传统 PBD 载荷有关的毒性问题，而获得更大的安全窗口。CS5001 已在几种临床前癌症模型中证明具有完全的肿瘤抑制作用，并展示出良好的血清半衰期及药代动力学特征。这些都表明 CS5001 是一种具有精准治疗潜力的候选药物，在血液瘤及恶性实体瘤中拥有广泛的应用前景。CS5001 是首个在实体瘤及淋巴瘤中均显示出临床抗肿瘤活性的 ROR1 ADC。

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 (利妥昔单抗+环磷酰胺+阿霉素+长春新碱+泼尼松) 一线治疗弥漫性大 B 细胞淋巴瘤 (DLBCL)，以及 CS5001 联合标准疗法 (SOC) 前线治疗 DLBCL。迄今未观察到剂量限制性毒性 (DLT)。此外，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 实体瘤扩展研究推进中单药治疗方案治疗 ROR1 阳性实体瘤患者，联合 PD-L1 治疗晚期实体瘤患者。CS5001 在 2024 ASCO 壁报公布数据：第 7-第 9 剂量水平的 ORR 为 50.0% (n=6)；2024 ASH 壁报公布数据：第 7-第 9 剂量水平的 ORR 为 56.3% (n=16)，ORR 数据均好于同类产品。

图 9：CS5001 在单药治疗非霍奇金淋巴瘤时的更高的客观缓解率

	CS5001	Zilovetamab Vedotin
分子特征		
靶点	ROR1	ROR1
连接子	类异戊二烯-β-葡萄糖苷连接子	MC-VC-PAB
有效载荷	PBD二聚体 前药	MMAE
DAR	2	Avg. 4 (0-8)
临床数据		
适应症	侵袭性以及惰性晚期NHL ， 包括 r/r DLBCL, r/r MCL, r/r MZL, r/r FL 等 亦在 胰腺癌、卵巢癌、非小细胞肺癌、三阴乳腺癌等 多种实体瘤中观察到抗肿瘤活性	r/r DLBCL r/r MCL 实体瘤抗肿瘤活性未见报道
先前治疗线数	≥ 3 (82%)	3 (中位数) 4 (中位数)
ORR	2024 ASCO 壁报: • 第7-第9剂量水平: 50.0% (n=6) 2024 ASH 壁报: • 第7-第9剂量水平: 56.3% (n=16) • 初步RP2D水平: 70% (n=10)	2023 ASCO 摘要: • RP2D水平: 30% (n=20) 2024 ASH 摘要: • RP2D水平: 29% (n=79) 2024 ASH 壁报: • RP2D水平: 28% (n=103)
安全性	耐受性良好, 至DL10尚未观察到剂量限制性毒性; 安全性可控	明显的神经毒性, 例如周围神经病变

资料来源: 公司业绩会 PPT、国元证券经纪 (香港) 整理

3.3 已经上市的品种-抗 PD-L1 抗体 (舒格利单抗) :

舒格利单抗在中国、欧盟和英国获批, 拓展全球市场和商业价值。作为一种全人源全长抗 PD-L1 单克隆抗体, 由基石药业基于 OmniRat® 转基因动物平台开发的舒格利单抗是一种最接近人体的天然 G 型免疫球蛋白 4(IgG4) 单抗药物, 潜在能降低在患者体内产生免疫原性及相关毒性的风险。不同地区获批适应症。

中国国家药监局已批准舒格利单抗五项适应症: 1) IV 期 NSCLC: 联合化疗作为一线治疗无表皮生长因子受体(EGFR)或间变性淋巴瘤激酶(ALK)基因组肿瘤畸变的转移性非鳞状 NSCLC 及转移性鳞状 NSCLC 患者; 2) III 期 NSCLC: 用于治疗同步或序贯放化疗后未出现疾病进展的、不可切除、III 期 NSCLC 患者; 3) NK/T 细胞淋巴瘤: 用于治疗复发或难治性结外 NK/T 细胞淋巴瘤患者; 4) ESCC: 联合氟尿嘧啶类和铂类化疗药物一线治疗不可切除的局部晚期, 复发或转移性食管鳞癌 (ESCC) 患者; 5) G/GEJ: 联合含氟尿嘧啶类和铂类药物化疗用于 PD-L1 (综合阳性分数 (CPS) ≥ 5) 的不可手术切除的局部晚期或转移性胃及胃食管结合部 (G/GEJ) 腺癌的一线治疗。

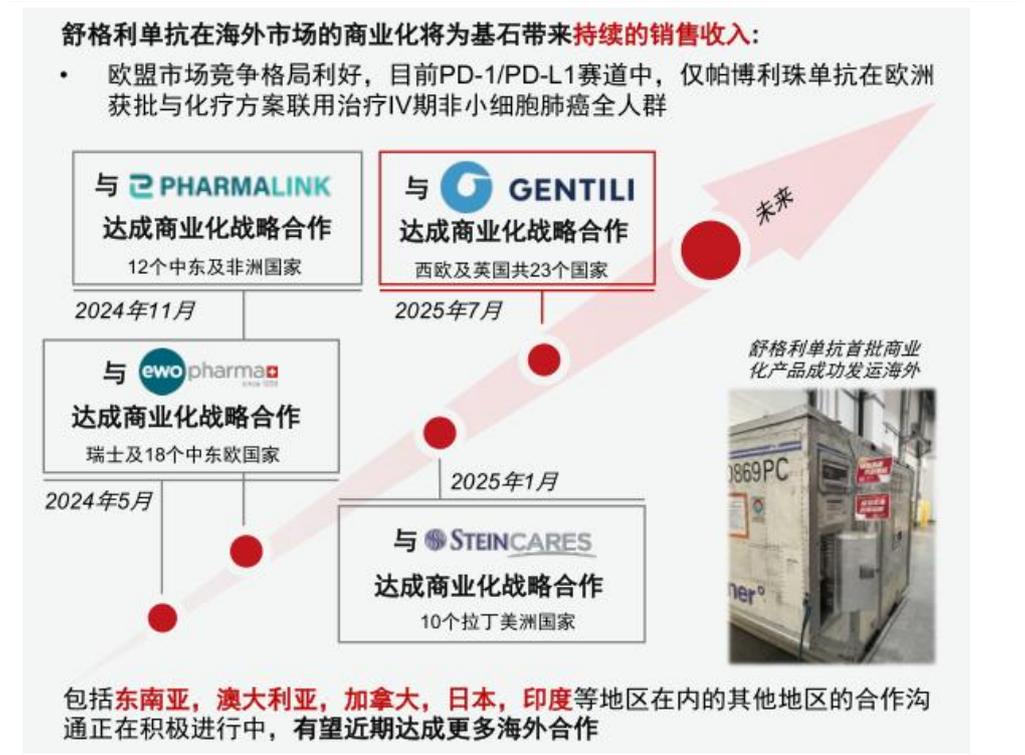
欧盟委员会及英国药品和医疗保健用品管理局已批准舒格利单抗联合含铂化疗用于无 EGFR 敏感突变, 或无 ALK, 受体酪氨酸激酶样孤儿受体 1 (ROS1), RET 基因组肿瘤变异的转移性 NSCLC 患者的一线治疗, 以及 III 期 NSCLC 的新适应症, 舒格利单抗在 III 期及 IV 期 NSCLC 中的双重应用将进一步巩固其作为肺癌核心免疫疗法的地位。

商业合作方面, 在二零二四年与 Ewopharma 及 Pharmalink 建立合作伙伴关系的基础上, 公司于二零二五年一月与 SteinCares 达成战略合作协议, 在 10 个拉丁美洲国家商业化舒格利单抗。于二零二五年七月就舒格利单抗的商业化与 Gentili 在西欧 23 个国家及英国达成战略合作。基石药业将有资格获得最高可达 1.925 亿美元的总对价 (包括首付款及里程碑付款)。基石将负责供货, 并将获得授权区域内近 50% 净销售额的营收分成, 而 Gentili 将负责所涵盖地区的所有当地监

管及商业活动。已建立四项合作伙伴关系，舒格利单抗的国际影响力扩展至全球 60 多个国家。预期于不久的将来在东南亚、加拿大及其他市场建立更多的合作伙伴关系。我们预计在 2029-30 年销售峰值有望达到 5 亿美元、公司报表收入达到 2.5 亿美元。为公司提供足够的现金流。

优秀的临床数据获得 ESMO 指南推荐：二零二五年二月，舒格利单抗获纳入《欧洲肿瘤内科学会非小细胞肺癌动态临床指南》。舒格利单抗被推荐用于一线治疗非驱动基因阳性转移性鳞状和非鳞状 NSCLC 的 I, A 级联合疗法，具有较高的临床获益。此为舒格利单抗全球化进程中的又一重要里程碑，为公司扩大全球市场准入及造福病患方面提供有力支持。发表与刊发：二零二五年二月，GEMSTONE-303 注册性研究（一线治疗 G/GEJ，CPS≥5）的 PFS 和 OS 最终分析结果发表于顶尖医学期刊《美国医学会杂志》。二零二五年六月，舒格利单抗 GEMSTONE-302 长期生存数据再登《柳叶刀·肿瘤学》。舒格利单抗总影响因子已达 400+。

图 10：舒格利单抗的海外商业布局



资料来源：公司业绩会 PPT、国元证券经纪（香港）整理

3.4 其他有竞争力产品：

1. 普吉华®（普拉替尼）

普拉替尼是中国同类首创的 RET 抑制剂，已获中国国家药监局批准用于一线治疗局部晚期或转移性 RET 融合阳性 NSCLC 成人患者，治疗先前经含铂化疗后的局部晚期或转移性 RET 融合阳性 NSCLC 的成人患者；及治疗晚期或转移性

RET 突变的甲状腺髓样癌 (MTC) 及 RET 融合阳性甲状腺癌 (TC) 患者。该药物获香港卫生署批准用于治疗局部晚期或转移性 RET 融合阳性 NSCLC 患者，并获台湾食品药物管理署 (TFDA) 批准用于治疗局部晚期或转移性 RET 融合阳性 NSCLC 及晚期或转移性 RET 融合阳性 TC 成年患者。于二零二五年，普拉替尼纳入并整合于艾力斯的高度协同肺癌业务部，使普拉替尼能够受益于艾力斯成熟的商业团队及广泛的市场覆盖范围，同时使我们能够降低与普拉替尼商业化相关的运营成本，并提升整体盈利能力。

二零二五年七月，普拉替尼胶囊，100 mg 的地产化上市申请已获中国国家药监局批准。预计于二零二六年起，该产品在中国市场的供应将由进口产品逐渐过渡为国内地产化产品。普拉替尼已被纳入 11 项中国诊疗指南，包括针对 NSCLC 及 TC 等多个治疗领域的检测及诊疗。于二零二三年，普拉替尼获二零二三年中国临床肿瘤学会 NSCLC 指南推荐，其推荐 RET 突变基因检测及普拉替尼用于治疗 RET 阳性 NSCLC 患者。于二零二四年，普拉替尼作为 IV 期 RET 融合阳性 NSCLC 的治疗方案已在 CSCO 非小细胞肺癌治疗指南（二零二四年版）中升级至一级推荐。普拉替尼已进入二零二五年国家医保目录，有望快速放量。

2. 阿伐替尼(泰吉华)

阿伐替尼是同类首创 KIT/PDGFR 抑制剂，已获中国国家药监局批准用于治疗携带 PDGFR 外显子 18 突变（包括 PDGFR D842V 突变）的不可切除或转移性 GIST 成人患者。阿伐替尼亦获 TFDA 及香港卫生署批准用于治疗携带 PDGFR D842V 突变的不可切除或转移性 GIST 患者。于二零二四年七月，公司与恒瑞医药就阿伐替尼在中国大陆的独家推广权建立商业合作伙伴关系。其地产化申请已获中国国家药监局于二零二四年八月批准，其后于二零二五年二月开始国产供应，预计毛利率将大幅提升。

公司不断提高阿伐替尼的可及性及可负担性。于二零二三年，阿伐替尼已被纳入中国二零二三年国家医保药品目录，用于治疗携带 PDGFR 外显子 18 突变（包括 PDGFR D842V 突变）的不可切除或转移性 GIST 成人患者。更新后的国家医保药品目录已于二零二五年一月一日实施。阿伐替尼获若干权威指南推荐，包括获更新的 CSCO 胃肠道间质瘤诊疗指南（二零二二年版）及中国成人系统性肥大细胞增多症诊疗指南（二零二二年版）推荐。

3. 核心 ADC 管线（新药临床试验申请阶段）

1) CS5007 (EGFR/HER3 双特异性 ADC)：CS5007 由 EGFR/HER3 双特异性抗体骨架(CS2011)，亲水性 β -葡萄糖醛酸连接符以及 exatecan 组成。CS5007 旨在通过同时靶向 EGFR 和 HER3 来解决肿瘤异质性问题，对 EGFR 阳性及/或 HER3 阳性肿瘤细胞表现出强亲和力。CS5007 具有优异的抗肿瘤活性、良好的安全性/药

代动力学特征。CS5007 有望成为针对多种实体瘤（包括 NSCLC、SCCHN、CRC 等）肿瘤精准靶向治疗中的同类最佳候选药物。

2) CS5005(SSTR2 ADC)及 CS5008 (SSTR2/DLL3 双特异性 ADC)：CS5005 由基石药业专有的高亲和力及高选择性的抗 SSTR2 抗体、亲水性 β -葡萄糖醛酸连接符以及经临床验证的拓扑异构酶 I 抑制剂 exatecan 构成。其为一种治疗神经内分泌肿瘤 (NEN) 及小细胞肺癌 (SCLC) 等 SSTR2 阳性实体瘤的潜在疗法，并表现出抗原依赖性的强效肿瘤抑制活性。CS5008，一款使用基石药业专有的抗体和连接符载荷靶向 DLL3/SSTR2 的新型双特异性 ADC。通过同时靶向 NEN、SCLC 和其他恶性肿瘤中频繁共表达的 SSTR2 与 DLL3，CS5008 旨在克服单靶点疗法难以突破的肿瘤异质性治疗瓶颈。

3) CS5006(ITGB4 ADC)：CS5006 是一款同类首创、靶向全新泛癌靶点 ITGB4 的 ADC。ITGB4 是一种跨膜蛋白，仅与整合素 $\alpha 6 \beta 4$ 结合形成异二聚体 ($\alpha 6 \beta 4$)。体外和体内研究均显示出临床开发的有力证据。此分子针对广泛的适应症，包括 NSCLC、头颈部鳞状细胞癌、CRC 等。

4. 自身免疫与炎症多特异性抗体：

1) CS2013 (BAFF/APRIL 双特异性抗体)：CS2013 通过差异化分子设计同步阻断 B 细胞/浆细胞发育和存活所需的两个关键配体—BAFF 与 APRIL，临床前研究显示其可触发高效协同效应及具有卓越的稳定性，可为皮下制剂的开发提供支持；此外，其较融合蛋白类药物具备更优的药代动力学特性，例如较长的半衰期，潜在更长的给药间隔等。CS2013 针对包括系统性红斑狼疮，类风湿性关节炎，IgA 肾病等多种 B 细胞介导自身免疫性疾病。

2) CS2015 (OX40L/TSLP 双特异性抗体)：CS2015 作为一款潜在同类首创、同时靶向 OX40L (免疫应答细胞上的关键配体) 和 TSLP (上皮细胞分泌的重要预警分子) 的双抗，强效阻断 Th2 介导炎症性疾病 (如特应性皮炎、哮喘及慢性阻塞性肺疾病) 中的该两个关键配体；良好的临床前药代动力学数据进一步证实了其具备长半衰期与皮下给药潜力。

4. 创新驱动成长，研发管线 2.0 加速推进

公司专注于 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。致力于透过开发这些管线 2.0 候选药物来提供临床价值，这些候选药物将进行国际性多中心临床试验，以最大限度地发挥其全球潜力。致力于开拓下一代抗癌疗法，包括多特异性抗体、ADC 等。

自有专有 ADC 技术平台：基石药业正积极推进下一代连接符技术，以提高 ADC 的系统稳定性与肿瘤选择性。公司特有的串联可裂解 β -葡萄糖醛酸连接符具有以下特点：亲水性增强，提高分子整体的循环稳定性。透过串联裂解机制实

现肿瘤选择性有效载荷释放。与马来酰亚胺功能基团的半随机偶联已通过临床验证，具有可制造性。该自有专有 ADC 技术平台优化了 ADC 的安全性/有效性特征，拓宽了靶点的兼容性，并支持基石药业管线 2.0 的多个 ADC 候选药物，包括 CS5005(SSTR2 ADC)、CS5008 (DLL3&SSTR2 双特异性 ADC)、CS5006(ITGB4 ADC)、CS5007 (EGFR&HER3 双特异性 ADC)、CS5009 (B7H3/PD-L1 双特异性 ADC) 等。

图 11：基石药业的 ADC 技术平台



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

5. 公司管理团队行业经验丰富

杨建新博士，公司首席执行官、执行董事、研发总裁、战略委员会主席及授权代表。负责本集团的整体运营战略规划及业务营运。杨博士在美国和中国的肿瘤药物生物医学研究和临床开发方面拥有逾 25 年的经验。在加入本公司之前，彼于二零一四年七月至二零一六年十二月担任百济神州（香港联交所代号：6160）高级副总裁兼临床开发负责人，领导百济神州的临床团队进行其肿瘤研发项目的临床开发，主导全球范围内包括中国首个自主研发的抗 PD-1 单克隆抗体，BTK 抑制剂和 PARP 抑制剂在内的十多项临床试验的开展和管理。杨博士于二零一一年九月至二零一四年七月在 Covance Inc. 担任医学总监。此前他亦在辉瑞公司担任肿瘤生物标记物资深首席科学家。再之前担任 Tularik Inc. (于二零零四年被 Amgen Inc. 收购) 癌症基因组学部门的研究科学家。在其职业生涯中，杨博士为多项抗癌药物的成功开发作出了重大贡献。彼亦是 60 多份刊物的作者及 15 项专利的发明者。杨博士在一九九五年六月于美国达拉斯的得克萨斯大学西南医学中心获得分子生物学博士学位，师从诺贝尔奖得主 Michael S. Brown 博士和 Joseph L. Goldstein 博士。彼于一九九五年至一九九八年在美国哈佛大学进行化学生物学博士后培训，师从 Stuart L. Schreiber 博士。

史青梅博士，现任本公司高级副总裁兼首席医学官。史博士目前负责监督我们

资产从 IND 直至 NDA 批准的临床开发。此外，彼亦领导医学／科学、药物警戒、监管事务、质量保证及生物识别职能，以支持临床开发的进展。史博士于临床及制药行业拥有 20 多年经验，在肿瘤学及血液治疗领域拥有丰富的专业知识。加入本公司前，彼于二零一八年至二零一九年在科文斯药物研发(上海)有限公司担任高级医学总监，负责多项全球及地区肿瘤及血液学研究。二零零七年一月至二零一八年一月，史博士于 PAREXEL International China Pte.Ltd.新加坡及中国办事处担任医疗总监，领导亚太医疗及药物警戒职能，并支持全球及中国制药公司的药物开发。史博士于二零零六年获得新加坡国立大学微生物学博士学位。

Michael J.Choi 先生，为公司首席商务及战略官，负责商务拓展、联盟管理及企业战略。Choi 先生于生命科学行业拥有 25 多年经验，是一名资深商务管理人员。加入我们前，Choi 先生于二零一九年九月至二零二一年四月为 Sun Pharma Advanced Research Corporation(SPARC)副总裁、商务拓展负责人。二零一一年三月至二零一九年七月，Choi 先生任职于辉瑞公司多个商务拓展职位，包括为辉瑞基础医疗事业部业务联盟负责人，负责中国、日本、亚太、拉丁美洲及加拿大等市场。于辉瑞时，Choi 先生完成跨六大洲的 40 多项交易。二零零九年四月至二零一一年三月，Choi 先生任职于 Life Technologies(现为赛默飞)分子和细胞生物学业务部门的战略负责人。Choi 先生的职业生涯开始于哥伦比亚大学内外科医学院的研究助理，随后于普华永道管理咨询服务、Envision Consulting Group(现为 IQVIA)及 Frankel Group(现为 Oliver Wyman)等多家公司中担任战略管理顾问。Choi 先生于二零零四年五月获得纽约市哥伦比亚商学院财务及经济工商管理硕士学位，于一九九六年五月获得纽约市哥伦比亚学院历史学文学学士学位，专业为医学预科。

倪维聪女士，现任公司首席财务官兼联席公司秘书。彼全面负责财务管控、企业融资、投资者关系及董事会相关事务。担任现职之前，倪女士曾任本公司多个职位，包括资本市场负责人及首席执行官办公室主任，直接向本公司首席执行官汇报。倪女士于资本市场及企业财务管理方面拥有超过 10 年的经验，具备公开及非公开市场的卖方及买方经历。于加入本公司前，倪女士于二零一三年七月至二零一六年五月在德意志银行担任投资银行家，为亚洲上市公司及私营企业提供有关股权及债务融资、投资及并购方面的意见，涵盖从医疗保健到互联网及科技等数个行业。倪女士亦于二零一七年在美获得公开市场投资经验。倪女士于二零一三年获得香港科技大学学士学位(经济及金融学)，并于二零一八年获得哈佛商学院的工商管理硕士学位。

6. 财务情况

公司 2024 年收入为 4.07 亿元人民币。收入主要来源于普拉替尼、阿伐替尼的销售收入，授权费收入，以及舒格利单抗国内授权给辉瑞的特许权使用费收入。未来随着舒格利单抗的全球商业化的快速推进、普拉替尼的进医保的快速放量，以及三抗重磅 BD 的开展，收入有望快速增长。公司 2025H1 货币资金及定期存款为 6.53 亿元人民币，随着产品的商业化及 BD 进展，公司现金流无忧。

图 12：基石药业-B 账上的现金等价物情况（人民币百万元）



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

7. 盈利预测与投资建议

7.1 分产品线收入预测

公司管线丰富，研发顺利推进，舒格利单抗国际商业化快速推进，未来 BD 合作的推进，公司收入也将开始快速增长。普拉替尼 2026-27 年的收入有望达到人民币 2.6 亿元、3.7 亿元；阿伐替尼 2026-27 年的收入有望达到人民币 0.41 亿元、0.47 亿元销售收入；舒格利单抗的全球商业化的快速推进，2026 年到 27 年分别为 0.80/3.5 亿元人民币。

关于三抗的 BD 金额情况，我们从相关靶点的双抗的 BD 的金额来看，2025 年至今的三个 BD，三生制药 × 辉瑞 (SSGJ-707)：首付款 12.5 亿美元总金额：60.5 亿美元。荣昌生物 × 艾伯维 (RC148)：首付款 6.5 亿美元，总金额：56 亿美元。BioNTech × BMS (BNT327)：首付款 15 亿美元，总金额：111 亿美元。公司的产品是三抗，临床疗效及安全性数据均非常优秀，BD 的金额值得期待。

图 13：基石药业-B 收入分部预测（人民币百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	463.80	407.20	187.50	495.10	891.50
增长率		-12.20%	-53.95%	164.05%	80.06%
药品销售收入	336.7	175.1	84.00	381.00	767.00
增长率		-48.00%	-52.03%	353.57%	101.31%
普拉替尼	210.00	140.00	45.00	260.00	370.00
阿伐替尼	20.00	35.00	39.00	41.00	47.00
舒格利单抗				80.00	350.00
授权费收入	95.70	204.00	75.00	85.00	95.00
增长率		113.17%	-63.24%	13.33%	11.76%
特许权使用费收入	31.40	28.10	28.50	29.10	29.50
增长率		-10.51%	1.42%	2.11%	1.37%

资料来源：公司公告、Wind、国元证券经纪（香港）整理；注：不包含三抗的BD金额

7.2 盈利预测及投资建议

公司的 PD-1/VEGF/CTLA-4 三特异性抗体全球多中心二期临床快速入组 200 例，随着今年 3 月开始临床数据的逐步公布，有望达成重磅 BD，预计公司 2025 至 2027 年 实现收入 1.88 / 4.95 / 8.92 亿元人民币；归母净利润-2.35 / -1.52 / 1.38 亿元人民币。根据 DCF 模型，无风险利率根据十年期国债收益率 1.9%，公司过去 1 年原始 Beta 值 1.2，市场预期收益率按照 13%，假设有效税率为 15.0%，债务资本成本为 3.50%，债务资本比重为 26.5%，根据公式 $WACC = (E/V \times Re) + (D/V \times Rd \times (1 - Tc))$ ，得出 WACC 为 11.96%，永续增长率设定为 2%，根据 DCF 模型计算，也考虑创新药研发的 行业风险，得出目标市值是 151.96 亿港元，目标价 10.30 港元，给予买入评级，较现价有 65% 的升幅。

图 14：可比公司估值

代码	证券简称	总市值(亿港元)		市盈率 PE		
		元)	市净率 PB	TTM	25E	26E
1801.HK	信达生物	1,463.63	9.26	117.88	116.42	46.76
1177.HK	中国生物制药	1,153.78	3.15	27.18	19.97	21.00
9926.HK	康方生物	938.64	13.30	-106	-218.92	215.52
6990.HK	科伦博泰生物-B	888.44	16.16	-114	-151.46	-146,696.0

资料来源：Wind，国元证券经纪（香港）整理

8. 风险提示

- (1) 新产品研发进度可能低于预期
- (2) 产品商业化进展不达预期
- (3) 国际形势复杂度超预期，创新药国际化合作进度低于预期

【财务报表摘要】
损益表

百万元，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	481.4	463.8	407.2	187.5	495.1	891.5
销售成本	-203.0	-159.6	-167.1	-110.0	-175.0	-267.0
毛利	278.4	304.3	240.2	77.5	320.1	624.5
其他收入	18.7	50.6	27.1	20.0	30.0	30.0
其他收益及亏损净额	-0.78	199.54	2.98	6.00	6.00	6.00
行政费用	-249.06	-182.71	-77.80	-87.14	-83.65	-85.32
经营盈利	-889.00	-579.17	-106.08	-220.64	-137.56	152.86
财务开支	-8.48	-11.82	-15.17	-15.32	-15.47	-15.63
应占联营公司利润						
研发费用	-614.16	-527.80	-134.66	-237.00	-410.01	-422.31
其他开支	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前盈利	-840.68	-546.43	-91.21	-235.96	-153.04	137.23
所得税	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东应占利润	0.00	0.00	0.73	0.50	0.80	0.40
其他全面收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
净利润	-902.61	-367.24	-90.48	-235.46	-152.24	137.63
折旧及摊销	44.54	58.19	49.80	50.80	51.81	52.85
EBITDA	-844.46	-520.98	-56.28	-169.84	-85.75	205.71
增长						
总收入 (%)		-3.64%	-12.21%	-53.95%	164.05%	80.06%
EBITDA (%)		-38.31%	100.00%	201.78%	-49.51%	-339.89%
净利润 (%)		59.31%	75.36%	-160.23%	35.34%	190.41%

资产负债表

百万元，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金	558.68	996.67	387.94	197.50	101.79	296.84
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	182.64	194.29	130.88	132.19	133.51	134.85
其他短期投资	483.41	30.00	285.00	290.00	292.90	295.83
存货	22.19	108.83	286.10	288.96	291.85	294.77
流动资产	1246.92	1329.79	1089.92	908.64	820.05	1022.29
固定资产	138.38	105.66	93.22	96.02	98.90	101.86
其他非流动资产	253.13	226.55	210.34	219.69	237.38	246.90
非流动资产	391.51	332.21	303.56	315.70	336.28	348.77
总资产	1638.43	1662.00	1393.48	1224.35	1156.33	1371.05
流动负债	946.48	850.35	682.00	736.48	728.93	750.54
应付账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
短期银行贷款	8.57	105.99	60.80	95.00	95.95	96.91
其他短期负债	937.91	744.36	621.20	641.48	632.98	653.63
非流动负债	242.62	354.83	347.59	351.07	354.58	358.12
长期银行贷款	218.99	213.00	257.40	259.97	262.57	265.20
其他负债	23.63	141.83	90.19	91.09	92.00	92.92
总负债	1189.10	1205.18	1029.59	1087.55	1083.51	1108.66
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
股东权益	449.33	456.82	363.89	136.80	72.82	262.39

财务分析

百万元，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力						
毛利率 (%)		65.6%	59.0%	41.3%	64.7%	70.1%
EBITDA 利率 (%)		-112.3%	-13.8%	-90.6%	-17.3%	23.1%
净利率 (%)		-79.2%	-22.2%	-125.6%	-30.7%	15.4%
RDE	-200.88%	-80.39%	-24.86%	-172.12%	-209.05%	52.45%
ROA	-55.09%	-22.10%	-6.49%	-19.23%	-13.17%	10.04%
营运表现						
SG&A/收入 (%)		39.39%	19.11%	46.47%	16.90%	9.57%
实际税率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
股息支付率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
库存周转天数	215.49	162.16	97.36	58.16	59.16	60.16
应付账款天数						
应收账款天数		152.89	117.32	257.33	98.43	55.21
财务状况						
净负债/总资产	0.73	0.73	0.74	0.89	0.94	0.81
收入/总资产	0.29	0.28	0.29	0.15	0.43	0.65
总资产/股本	3.65	3.64	3.83	8.95	15.88	5.23

现金流量表

百万元，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-902.61	-367.24	-90.48	-235.46	-152.24	137.63
折旧与摊销	44.54	58.19	49.80	50.80	51.81	52.85
营运资本变动	72.65	-138.60	-301.00	-90.30	-92.11	-93.95
其他非现金调整	173.02	-141.20	-0.78	-3.00	-3.06	-3.12
营运现金流	-612.40	-588.85	-342.46	-277.96	-195.59	93.41
资本开支	-101.82	-65.05	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资活动	466.94	684.65	-247.68	-48.06	-49.02	-50.00
投资活动现金流	365.12	619.60	-247.68	-48.06	-49.02	-50.00
负债变化	37.74	60.02	-41.04	133.56	136.23	138.96
股本变化	2.53	338.51	0.07	0.00	0.00	0.00
股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动	-11.81	-10.18	28.07	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	28.46	388.35	-12.90	133.56	136.23	138.96
汇率变动影响	4.00	5.00	6.00	7.00	7.00	8.00
现金变化	-183.98	437.97	-608.75	-190.46	-95.70	195.05
期初持有现金等价物	742.72	558.74	996.71	387.96	197.50	101.79
期末持有现金等价物	558.74	996.71	387.96	197.50	101.79	296.84

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>